

証 研

レポート

No.1635

2006年4月

長期信用銀行の消滅と金融債の発行停止

中島 将隆（1）

企業再生手法の多様化

～DDS・メザニン・信託～

松尾 順介（16）

欧米の清算・決済コストについて

清水 葉子（28）

大量保有報告制度の特例報告

福本 葵（39）

長期信用銀行の消滅と金融債の発行停止

中島 将隆

1 消滅した長期信用銀行

あおぞら銀行（旧日本債券信用銀行）は、この四月から普通銀行へ転換することになった。普通銀行へ転換する理由は、まず、預金口座開設に際して長信銀に課せられている規制を排除し個人預金の獲得を容易にするためである。個人が長信銀に預金口座を新たに開設するには、金融債口座を持つことが条件となっている。長信銀が普通銀行へ転換する最大の効用は、個人預金口座開設を受け付ける際の制約が無くなることである。次に、普通銀行への転換によって貸し出し自由度が拡大することである。普通銀行に転換すれば、期間六ヶ月を超す貸し出しに際して担保を取る原則もなくなり、個人向け無担保融資にも取り組みやすくなる。⁽¹⁾長信銀に認められている金融債の発行については、特例措置によって一〇年間、認められている。あおぞら銀行は特例措置で暫くの間は金融債の発行を続けるが、次節で検討していくように、金融債の発行は一〇年を待たずして停止されると予想される。

あおぞら銀行に先立って他の長期信用銀行も普通銀行へ転換した。日本興業銀行は、二〇〇〇年九月、第一勧業銀行・富士銀行と共に金融持ち株会社「みずほホールディング」を設立した。二〇〇二年四月には、日本興業銀行は解散して第一勧業銀行・富士銀行と共に、みずほ銀行と「みずほコーポレート銀行」に再編成し普通銀行へ転換した。また、新生銀行（旧日本長期信用銀行）も、二〇〇四年四月、普通銀行へ転換した。

(1)

あおぞら銀行が普通銀行へ転換することによって、長期信用銀行は日本の金融市場から完全に消滅し、長短金融分離の原則も名実共に消滅することになったのである。振り返ってみると、長短金融分離の原則と相まって、長期信用銀行は日本の金融制度の大きな特徴であった。図表1でみるように、長期信用銀行は戦前に設立された特殊銀行が戦後に再編成されたものである。一九五二年に長期信用銀行法が制定され、日本興業銀行、それに日本勧業銀行の一部が長期信用銀行に再編成された。一九五七年には、朝鮮銀行の残余財産を活用して日本不動産銀行（日本債券信用銀行）が設立され、ここに長期信用銀行三行が形を整えることになった。

長期信用銀行は金融債の発行によって資金を調達し、五年期金融債の発行は長信銀

図表1 長期信用銀行の成立と消滅

明治30(1897)	日本勧業銀行の設立（7月）
35(1902)	日本興業銀行の設立（3月）
(1911)	韓国銀行が朝鮮銀行法（日本法）に基づく特殊銀行として朝鮮銀行と改称
昭和25(1950)	特殊銀行であった日本興業銀行、日本勧業銀行、北海道拓殖銀行が普通銀行に転換（5月）
27(1952)	長期信用銀行法の制定（12月） 日本興業銀行は普通銀行から長期信用銀行に再転換 日本勧業銀行の一部を引き継ぐ形で「日本長期信用銀行」が新設
32(1957)	朝鮮銀行の残余資産を活用し、日本不動産銀行設立（長期信用銀行3行が形を整える）（4月）
52(1977)	日本不動産銀行が「日本債券信用銀行」に改称（10月）
平成10(1998)	・日本長期信用銀行の破綻と一時国有化（10月） ・日本債券信用銀行の破綻と一時国有化（特別公的管理）開始。上場廃止（12月）
12(2000)	・一時国有化された日本債券信用銀行が再民営化 ・日本長期信用銀行が「新生銀行」として発足（6月） ・日本興業銀行は第一勧業銀行、富士銀行と共に金融持ち株会社「みずほホールディング」を設立（9月）
13(2001)	日本債券信用銀行の行名を「あおぞら銀行」に変更（1月）
14(2002)	日本興業銀行の解散：日本興業銀行は第一勧業銀行・富士銀行と共に、みずほ銀行と「みずほコーポレート銀行」に再編成（4月）
16(2004)	・新生銀行 普通銀行に転換（4月） ・全国銀行協会：「長期信用銀行」というグループ分けを廃止
18(2006)	あおぞら銀行（旧日本債券信用銀行） 普通銀行に転換（4月）

の特権となり、長短金融分離の原則を支えてきたのである。長短金融分離の原則は、銀証分離、信託分離と並んで、戦後金融行政の根幹を形成してきたのである。

長期信用銀行が普通銀行へ転換することによって、全国銀行協会は「長期信用銀行」というグループ分けを廃止した。日本の金融制度の地図は大きく塗り替えられたのである。

2 金融債の発行停止と発行残高の減少

長信銀は金融債を発行して資金調達を行ってきた。五年物金融債の発行は普通銀行には許されない長信銀の特権であった。この特権は、長信銀が普通銀行へ転換しても一〇年間、特例措置によって金融債を継続して発行することが認められている。ところが、一〇年を待たずして金融債の発行停止が続いている。

みずほ銀行（旧日本興業銀行）は、まず、二〇〇三年九月から金融債の現物販売を取止めることにした。⁽²⁾続いて、企業向け金融債の新規発行を二〇〇六年三月から停止した。個人向け金融債についても店頭販売分については二〇〇七年三月まで、財形貯蓄分については二〇一二年三月をもって発行を停止する。⁽³⁾旧興銀の金融債は、これまで、金融債の中でも中核的地位を占め、また、長期プライムレートは日本興業銀行が発行する金融債の利回りと連動していた。旧興銀の金融債発行停止によって金融債発行残高は近い将来に急減し、同時に、長期プライムレートの形骸化が一段と進むことになる。

みずほ銀行に先立って新生銀行（旧日本長期信用銀行）は、まず、みずほ銀行と同じくして金融債の現物販売を停止した。続いて、二〇〇四年一〇月、個人からの資金調達の中核となっている割引金融債「ワリチョウ」と利付金融債「リッチョウ」の発行を停止した。個人向け金融債の発行に代えて五年物定期預金商品や投資信

託などの品揃えを拡大することにしたのである。ただし、満期まで利子を金融債に再投資するワイドや財形貯蓄商品、法人向け募集債は残すこと⁽⁴⁾している。

あおぞら銀行は普通銀行転換後も金融債の発行を続けることになってい⁽⁵⁾る。しかし、金融債の現物販売は二〇〇三年四月から取止めている。現物販売の取止めにより、金融債の販売は銀行による保護預かり方式に一本化⁽⁶⁾されることになろう。

長信銀以外に農林中金や商工中金など政府系金融機関も金融債の発行が認められているが、これら発券機関も相次いで金融債の現物販売を取止め、発行を停止している。商工中金は金融債の現物販売を取止め、二〇〇三年九月下旬以降に売り出す割引金融債、利付金融債については、購入者に券面を渡さず金融機関が保管する保護預かり方式に一本化した⁽⁶⁾。また、農林中金は個人向けに発行している金融債「農林債券」を二〇〇六年三月から発行を取止めた。発行が中止される金融債は割引農林債「ワリノー」、五年利付農林債「リツノー」、利子一括払の利付農林債「リツノーワイド」である⁽⁷⁾。

金融債の発行停止、また、現物販売の停止によって金融債の発行額・発行残高・売買高は急減している。図表2をみると、発行額は一九九八年の

図表2 金融債発行額の減少と現存額の推移

(単位：億円)

	発行額 a	償還額 b	増減 (a - b)	現存額	割引債		利付債	
					割引債 発行額	割引債 現存額	利付債 発行額	利付債 現存額
1998年	233,051	336,418	△ 103,367	569,077	144,555	139,002	88,496	430,075
1999年	245,173	247,588	△ 2,415	566,662	128,240	125,845	116,932	440,817
2000年	209,798	279,528	△ 69,730	496,932	123,418	121,450	86,379	375,481
2001年	186,978	238,383	△ 51,405	445,527	102,776	100,151	84,202	345,375
2002年	129,916	203,748	△ 73,832	371,694	64,756	61,774	65,159	309,919
2003年	96,933	158,968	△ 62,035	309,659	42,140	40,821	54,793	268,838
2004年	81,677	115,663	△ 33,986	275,672	31,973	30,594	49,703	245,078
2005年	84,549	102,243	△ 17,693	257,979	28,022	26,727	56,526	231,251

(出所) 日本証券業協会調べ。償還額は満期償還・定時償還・買入消却の合計

二三兆円から二〇〇五年には八兆円と約三分の一にまで減少した。償還額の推移をみると、償還額が発行額を大きく上回っている。これは満期償還や定時償還に加えて買入消却が行われているからである。発行額や残高の内訳をみると、割引債は発行額・償還額のいずれも同じペースで減少しているが、利付債の発行額は現時点ではそれほど減少していない。ところが、残高は半減している。これは、利付債の買入消却によるものである。利付債の発行額は、今後、急減すると思われる。みずほ銀行が今年度から企業向け金融債の発行を停止するからである。また、他の金融債発券銀行も一〇年の経過措置を待つことなく金融債の発行を停止、もしくは減額するものと思われる。金融債は、今日では、消え行く金融商品となったのである。

では、どうして一〇年の経過措置を待つことなく金融債は消え行く金融商品となったのだろうか。第一に、金融債発行のメリットが消失したからである。長らくの間、金融債の発行は長信銀の特権であり、普通銀行は五年物金融商品の開発を禁止されていた。金融債の発行による資金調達は長信銀の特権であった。加えて、この金融債は発行者の負担を軽減するため様々の便宜を特別に与えられていた。社債権者保護のための制度である社債管理会社の設置や開示規制の適用が法律上、要求されなかった。また、財務上の特約条項も慣行上、付されていない。さらに、非上場であるため決算時に含み損を計上する必要も無かったのである。ところが、これまで長信銀が享受してきた特権は、一九九四年一〇月に失われた。すなわち、この時点から普通銀行は五年物の金融商品を開発することが可能になり、一九九九年には普通銀行の社債発行が解禁されたからである。同時に、開示制度の充実や格付け・アナリストの定着、商品性の前提となる規制や市場の仕組みが変質し、金融債だけ特別の扱いをすることが不可能となったからである。⁽⁸⁾

第二に、金融債発行のデメリットが拡大したからである。冒頭で触れた事だが、長信銀には預金獲得に規制が

設けられている。すなわち、金融債発券銀行が個人預金の獲得に乗り出して預金口座を創設する場合、金融債口座を持つていることが前提条件となっている。個人預金を獲得し顧客のすそ野を広げるには、この点が大きな障害になる。また、金融債の現物販売停止により、現物販売による匿名性・無記名性がなくなれば金融債に対する特別の需要もなくなる。他方、銀行社債にはメリットがある。金融債には発行限度額が設けられ自己資本と準備金の合計金額の三〇倍までとなっているが、銀行社債には発行限度額は無い。また、社債権者を保護するための規制や市場の仕組みが整えられてきた。金融債が消え行く金融商品となったのは、金融債発行のメリットを消失してデメリットが拡大した結果である。

3 なぜ長短金融分離の原則は撤廃されたか

金融債の発行によって長信銀は資金を安定的に調達し、長短金融分離の金融行政は金融債発行によって維持されてきたのであった。では、なぜ戦後金融行政の根幹を形成していた長短金融分離の原則は撤廃されたのであるか。

第一に、規制金利体系が崩壊して金利バランスが崩壊したからである。よく知られているように、規制金利体系とは戦後金融政策の基調であった人為的低金利政策下における金利決定方式である。規制金利体系の下では、各種金利の決定は市場金利を反映して決定されるのではなく、バランスを維持しつつ人為的に決定されていた。長期金利と短期金利は連動し、各種の金利は右上がりのイールドカーブを描き、長短金利はバランスを維持して決定されていたのである。長短金利のバランスが維持されてきたことを確認するため、図表3によって長短金利格差の推移をみてみよう。五年物貸付信託予想配当率は五年物利付金融債の応募者利回りと同じであるから、こ

図表3 銀行定期預金と5年物金融商品の利回り較差

金利改定時点 (昭和)	銀行定期預金	貸付信託配当率	B - A
	2カ年 (A)	5年物 (B)	
50. 11現在	7.0	8.32	1.32
52. 5	6.0	7.52	1.52
7	↓	7.32	1.32
8	↓	7.02	1.02
9	5.5	6.72	1.22
53. 4	4.75	6.22	1.47
54. 5	5.5	6.82	1.32
8	6.25	7.32	1.07
55. 2	↓	7.92	1.67
3	7.25	8.62	1.37
4	8.0		0.62
12	7.25	7.92	0.67
56. 4	6.5		1.42
5	↓	7.62	1.12
11		8.02	1.52
57. 1	6.0	7.72	1.72
4	↓	7.52	1.52
9		8.02	2.02
58. 1		7.72	1.72
2	↓	7.52	1.52

(出所) 拙稿「長期プライムレート論争の論理と実現」『金融ジャーナル』1983年11月号

であった。

ところが、昭和五〇年代末から国債をはじめとする長期金利が自由化され、次いで、預金金利が自由化されると金利バランスを維持することが不可能になってくる。預金金利は臨時金利調整法によって人為的に決定されていたが、外圧によって臨金法の適用を受けない自由金利の定期預金が昭和六〇年以降、登場してくる。図表4によつて預金金利自由化の推移をみると、大口預金の自由化が完了してから小口の預金金利自由化が始まること、

の図表は五年物金融商品（長期金利）と銀行預金金利（短期金利）の比較でもある。図表で明らかなのは、長短金利が常に一定のバランスをとつて決定されている点である。昭和五五年中頃の金融引締め期には利回り格差が縮小しているものの、右上がりのイールドカーブを描くことになり、短期金利が長期金利を上回ることはない。長短金利が一定のバランスを維持して人為的に決定されるからこそ、長短金融分離の原則を維持することが可能となる。一定のバランスが維持されているからこそ普通銀行と長信銀は、金融の繁閑にかかわらず、安定的に資金を調達することが可能

図表4 預金金利の自由化（最低預入金額と預入期間）

	定期性預金				流動性預金
	大口（1,000万円以上）		小口（1,000万円未満）		
	自由金利定期	MMC（市場金利連動型預金）	自由金利定期	MMC（市場金利連動型定期預金）	
1985年	10月 導入 10億円 (3ヵ月～2年)	3月 導入 5,000万円 (1ヵ月～6ヵ月) ↓			
86年	4月 5億円 9月 3億円	4月 (1ヵ月～1年) 9月 3,000万円			
87年	4月 1億円 10月 (1ヵ月～2年)	4月 2,000万円 (1ヵ月～2年) 10月 1,000万円			
88年	4月 5,000万円 11月 3,000万円				
89年	4月 2,000万円 ↓ 10月 1,000万円	自由金利定期に事実上吸収（廃止）		6月 導入 300万円〔3、6ヵ月〕 〔1、2、3年〕 *3ヵ月、2年、3年物については10月より取扱開始 *CD金利および国債表面利率に連動 11月 金利フロアルール導入 *同期間の規制定期利率+0.15%を金利フロアとする	
90年				4月 100万円 11月 自由化後の小口定期の姿に近いものに改組 *金額階層別大口定期預金金利連動化 *預入期間弾力化 (3ヵ月～3年)	
91年	11月 (1ヵ月～3年)		11月 300万円 (3ヵ月～3年)	4月 50万円	
92年				6月 最低預入金額撤廃	6月 貯蓄預金導入 40万円、20万円 *大口定期預金金利連動 (MMC型)
93年			6月 完全自由化 自由金利定期に事実上吸収 (1ヵ月～3年) (廃止) 10月 期間3年までの変動金利預金 期間4年までの固定金利預金（中長期預金）の導入		10月 貯蓄預金の商品性の自由化措置（シングサービスの付与、最低預入残高引き下げ<40万円型→30万円、20万円型→10万円>)
94年			10月 固定金利中長期預金の預入期間を拡大（3～5年）		10月 完全自由化 (除く当座預金金利)

(出所) 日銀『新版わが国の金融制度』平成9年 44頁

最低預入金額は徐々に引き下げられていること、預金金利の完全自由化は一九九四年（平成六年）に完了したことがわかる。預金金利を自由化すれば、長短金利のバランスを人為的に維持することは不可能になる。長短金融分離の原則が撤廃されたのは、まず、長短金利のバランスが崩壊したからであった。

第二に、普通銀行の資金調達期間の制限が撤廃されたことである。この撤廃によって長短金融分離の原則は、事実上、崩壊した。図表5は普通銀行の資金調達期間の制限が撤廃される時点を整理したものである。預金の自由化は金利の自由化と調達期間の自由化の二つの側面を見る必要がある。図表4と図表5は多くの点で重複しているが、調達期間の制限に焦点をあててその推移をみると、普通銀行は長らくの間、長期物で資金を調達することを禁止されていた。五年物で資金を調達することが出来るのは長信銀に限定され、普通銀行は禁止されていたのである。普通銀行が五年物の金融商品を開発することができるのは預金金利の自由化が完了する一九九四年一〇月からである。この時点で長短金融分離の原則は、法の定めの上で、自由化されたのである。そして、一九九九年一〇月、銀行の社債発行が解禁されたのである。長短金融分離の原則を検討する場合、資金運用と資金調達を区別

図表5 普通銀行の資金調達期間の制限と撤廃

変更時点	預金受入期間の制限
1971年1月まで	定期預金の最長期間 1年（昭和46年1月まで預入期間は1年以内）
1971年～1973年12月	定期預金の最長期間 1年6ヶ月に延長（昭和46年1月から昭和48年12月まで）
1974年1月～1981年5月	定期預金の最長期間 2年に延長（昭和49年1月から昭和59年6月まで）
1981年6月	期日指定定期預金 期間最長 3年（昭和56年6月から5年10月まで）
1993年10月	期間4年中長期預金の受け入れ認可（平成5年10月）
1994年10月	期間5年の中長期預金受け入れ可能（預入期間の制限撤廃）この時点で長短金融の垣根は実質的に撤廃（平成6年）
1999年10月	銀行の社債発行解禁（平成11年10月1日より解禁）

（注）日銀『新版わが国の金融制度』17、18頁等より作成

せねばならない。資金運用においては、普通銀行も長信銀も資金の運用に制限はない。普通銀行は短期の貸付だけでなく「転がし」によって長期貸付も行っているものであり、資金運用においては長短金融の分離はない。問題は資金調達分野である。普通銀行は短期の金融商品で資金調達を行い、長信銀は金融債によって資金の調達を行う。長短金融分離の規制は、資金運用の規制ではなく資金調達の規制である点に特段の注意を払うべきであろう。

第三に、金利スワップによって長短金融分離の規制は空洞化されていたことである。都銀と長信銀の間で金利スワップが行われ、この取引は一九八〇年代末から一九九〇年代始めに急増している。法律によって長短金融分離原則が撤廃される以前から、金利スワップによって長短金融分離の規制は、事実上、空洞化していたのである。金利スワップが金融市場の構造にどのような影響を与えたか、また、金利スワップが長短金融分離の規制をどのように空洞化させたか、伊豆久「金利スワップと都長銀」(『証研レポート』一九九六年七月号)はこの分野に関する優れた先行研究である。伊豆論文は実証研究によって八〇年代末から都銀・長信銀ともに金利スワップが急増したことを明らかにし、都銀の金利スワップ(ペイ・固定金利支払い・変動金利受け取り)のポジションは金融債の発行と同じであること、長信銀の金利スワップ(レシーブ・固定金利受け取り・変動金利支払い)のポジションは資金調達の期間を自在に調節することが可能であり、こうしたスワップ取引が資金利鞘の七割近くを占めていることは、スワップ取引がリスクヘッジといった限界的なものを遥かに超えて業態区分を空洞化させている、と鋭く指摘している。⁽⁹⁾ デリバティブ取引はリスク管理だけでなく金融市場の構造も変え、長短金融分離の原則を空洞化させたのである。法律上の扱いは、こうした現実の追認とも考えることができよう。⁽¹⁰⁾

4 長プラの形骸化と五年物国債の発行

長短金融分離原則の撤廃と長信銀の消滅は、日本の金融市場にどのような影響を与えることになったのだろうか。

まず、長期プライムレートの形骸化である。長期プライムレートは昭和四六年以降、金融債の応募者利回りに○・九%上乘せして決定されてきた。長プラは民間金融機関の貸出最優遇金利として、また、政府系金融機関にあっては貸出上限金利として、規制金利体系を構成していた。ところが、金融債の比重後退と共に次第に長プラは形骸化していく。一九九九年、普通銀行の社債発行解禁と共に五年物金融債に係る特段の重要性が後退した。みずほ銀行（旧日本興業銀行）の法人向け金融債発行停止と共に長プラの算出方法が変更され、長プラの基準はみずほ銀行の社債に移行した。⁽¹¹⁾長プラの形骸化が一段と進んだのである。そして、長プラの形骸化と共に政府系金融機関の貸出金利は長プラの連動を廃止し、国債金利に連動することになった。⁽¹²⁾

第二に、長短金融分離原則の廃止によって一九九九年から普通銀行の社債発行が開始したことである。また、長信銀は金融債の発行を停止し、金融債の代わりに銀行社債の発行を開始したことである。銀行社債の発行額は一九九九年以降、毎年、増加を続けている。しかし、残念なことに発行業態別の統計が欠如しているため、銀行社債の発行額の規模と発行額の推移に関する数値を追い求めることが極めて困難である。公社債引受協会が日本証券業協会に吸収される以前には、業態別の社債発行額が公表されていた。近年、こうした基礎的統計が公表されなくなり、基礎的研究が次第に困難となり嘆かわしいことである。

第三に、五年物国債の発行が可能となり、かつ、五年物国債の種類が多様化したことである。五年物国債が始めて発行されたのは昭和五二年（一九七七）であった。昭和五〇年度から大量国債の発行が開始され、政府は国

債の市中消化を拡大するため五年物国債の発行を計画した。ところが、長信銀の猛反対によって計画から一年以上も発行することが不可能であった。長信銀の反対理由は五年物国債は五年物利付金融債と競合する、五年債の発行は長信銀の既得権益というものであった。その結果、五年物国債の発行は割引債に限定され、かつ、発行額は年間三〇〇〇億円以内という条件付であった。ところが、前述したように一九九四年に長短金融分離の原則が撤廃され、一九九九年から普通銀行の社債発行が可能になった。そして、図表2でみたように利付金融債の発行額も二〇〇年から減少した。この時点から五年物国債の発行額が増大し、五年物国債の多様化が始まる。図表6でみるように、二〇〇〇年から五年利付国債の発行が開始され、同時に、五年物割引国債の発行額も増加するようになった。二〇〇一年には四年物国債と六年物国債は五年債に統合され、二〇〇六年からは五年物新型個人向け国債の発行が開始されることになったのである。長短金融分離の原則が撤廃され、その結果、五年物国債の発行額拡大と種類の多様化が可能になったのである。

5 業態規制の撤廃と金融機関の同質化

日本の金融制度は、長らくの間、金利規制と行政指導による業態規制が特徴であった。金利自由化が完了しても業態規制は継続していた。そこには、業態の既得権益があり業態規制の撤廃は政治経済学の問題に転化していたからである。ところが、

図表6 5年物国債の発行開始時点

昭和52(1977)	・ 5年物割引国債発行開始（1月） ・ 発行額は年間3,000億円以内に制限され、かつ、5年物利付国債の発行は行わないことが約束される。
平成6(1994)	普通銀行による期間5年の中長期預金受入が可能（10月）
12(2000)	・ 5年物利付国債発行開始（2月） ・ 5年物割引国債の発行額増加（1999年度2,428億円、2000年度5,928億円、2001年度6,673億円）
13(2001)	中期債の5年債への統一：4年債・6年債の発行取止め（4月）
18(2006)	5年物新型個人向け国債：固定金利型（1月）

近年、この業態規制は急速に撤廃されている。まず、銀証分離の業態規制については、今年度から証券界は銀行業務に参入可能となった。二〇〇六年四月、改正銀行法が成立し一般企業に銀行代理業務が認められた。そこで、野村證券はこの四月三日、金融庁へ銀行代理店業務を申請し七月より預金取り扱い業務を開始する予定である。⁽¹³⁾ 他方、金融機関の証券業務参入については、図表7でみるように、二〇〇四年には銀行の証券仲介業務も参入可能となり、二〇〇六年中には金融商品取引法（いわゆる投資サービス法）が成立の予定である。金融商品取引法では幅広い金融商品についての包括的・横断的な制度の整備を図ることになり、業態法も改正され、証券取引法と金融先物取引法が統合され「証券取引法」という名称の法律も無くなることになった。⁽¹⁴⁾

信託業務の参入障壁も撤廃された。長らくの間、普通銀行は行政指導によって信託業務を兼業することが禁止されていた。ところが、一九八五年以降、「外銀信託」が外国銀行の信託子会社として設立されるようになった。そして、二〇〇四年一二月には信託業法が改正され、信託銀行以外でも信託業務に参入

図表7 金融機関の証券業務の開始

昭和23(1948)	・証券取引法で原則として金融機関の証券業務を禁止 ・例外で承認：公共債に関する業務、顧客から文書で依頼を受けた取引等
41(1966)	・赤字国債の発行開始で金融機関等初の引受シ団結成（1月）
53(1983)	・金融機関の窓口における国債販売開始（4月）
59(1984)	・金融機関の公共債ディーリング開始（6月）
60(1985)	・金融機関の債券先物取引特別参加（10月）
平成6(1993)	・金融機関の証券子会社設立開始：業務制限あり（7月）
9(1997)	・金融機関の証券子会社にエクイティ物の流通業務及び株価指数先物取引等を解禁（10月） ・金融機関の窓口における投資信託の間貸し販売開始（12月）
10(1998)	・金融機関の窓口における投資信託直接販売開始（12月） ・金融機関の店頭デリバティブ取り扱い開始
11(1999)	・金融機関の証券子会社の業務制限を完全撤廃（10月）
16(2004)	・銀行の証券仲介業務参入（12月）
18(2006)	・投資サービス法の成立と証券取引法の廃止（予定）

(注)『現代日本の証券市場（2006年版）』日本証券経済研究所 25頁等より

可能となったのである。

長短金融分離原則の廃止については、これまで詳述してきた。長期信用銀行が消滅して日本の金融制度の地図は大きく塗り替えられることになったのである。日本の金融システムの大きな特徴であった業態規制は撤廃されたのである。従来の金融縦割り行政は過去のものとなりつつある。日本の金融機関は、今日、同質化へ向かって大きく歩み進めたのではなからうか。

注

- (1) 日経金融新聞 二〇〇六年一月三日 日経新聞二〇〇六年一月二日
- (2) 日経新聞 二〇〇二年八月九日
- (3) 日経新聞 二〇〇六年一月二日、二〇〇五年一月二四日、二〇〇五年九月一日 みずほ銀行「金融債の新規発行停止のお知らせ」http://www.nizubobank.co.jp/info/kiinyusai_teishi.html
- (4) 日経新聞 二〇〇四年八月二八日
- (5) 日経新聞 二〇〇二年八月九日
- (6) 日経新聞 二〇〇二年八月二五日
- (7) 日経新聞 二〇〇四年九月四日
- (8) 日経新聞 二〇〇五年一〇月一九日参照
- (9) 伊豆 久「金利スワップと都長銀」『証研レポート』一五三六号 一九九六年七月号参照
- (10) 金利スワップが長短金融分離の原則を空洞化する取引手法であるなら、この原則を守る旧大蔵省は、この取引に対し

て如何なる対応をしたのか、大蔵省の許認可事項ではなかったのか、という疑問が生じてくる。金融商品の開発は、長らくの間、大蔵省の許認可が必要であった。金利スワップの場合、この取引が仲介業務として行われるのであれば、当然、大蔵省の許認可事項となったであろう。そして、許認可事項であれば、当時においては、戦後金融行政の根幹を形成していた業態規制を空文化する取引は認可しなかったであろう。だが、金利スワップは都銀と長信銀の相對取引である。当事者間の相對取引であれば、そこに介入の余地は無い。大蔵省が金利スワップを禁止することは出来なかったのである。

(11) 日経新聞 二〇〇五年九月一五日

(12) 日経新聞 二〇〇五年一月二〇日

(13) 朝日新聞速報ニュース 二〇〇六年三月三一日

(14) 「証券取引法等の一部を改正する法律案」(投資家保護のための横断的法制の整備)、「証券取引法等の一部を改正する法律案の概要」、「証券取引法等の一部を改正する法律案要綱」

<http://www.fsa.go.jp/common/diet/164/02/youkou.pdf>

(なかじま まさたか・客員研究員)

企業再生手法の多様化

～DDDS・メザニン・信託～

松尾 順介

はじめに

投資ファンドによる企業再生手法の多様化が進んでいる。従来は再生対象企業の第三者割当株式の引き受けや債権買取が中心であったものが、最近は買い取った債権をデット・デット・スワップ(DDDS)による劣後化、あるいはメザニンを利用したファイナンスなどが行われている。また、現在進行中の信託法改正案では、企業再生手法として信託の利用が検討されている。

本稿では、DDDS、メザニンおよび信託の三つを取り上げ、これらの新しい再生手法がどのように企業再生に寄与するかを検討する。

1 再生ファンドによるDDDS利用

DDDSとは、債権者が債務者に対して保有する既存の債権を、別の条件による債権に変更すること、すなわち債務の劣後化であり、二〇〇四年に改訂された金融検査マニュアルで、「金融機関が、中小・零細企業向けの要
注意先債権(要管理先への債権を含む)を、債務者の経営改善計画の一環として資本的劣後ローンに転換してい

る場合には、債務者区分等の判断において、当該資本的劣後ローンを資本とみなすことができることとする」とされたことで、企業再生手段と位置づけられるようになった。つまり、実質債務超過に陥っており、そのままでは融資しにくい企業に対して、金融機関がDDSを実施すれば、当該企業は債務者区分上、正常先となり、継続的に融資できるようになるわけである。特に、地域に密着した地銀等の地域金融機関にとっては、取引先との関係を維持したまま企業再生を進める手法として注目されている。⁽¹⁾

最近、企業再生ファンドがDDSを利用する事例が見られるようになっており、以下事例を紹介する。ただし、ファンド運用会社の守秘義務があるため、ファンド名は伏せ、DDSの対象となった企業名をX社とする。

このX社は、製造業で、売上高一〇〇億円、償却前営業利益五億円を計上している。その一方、借入金は一〇億円（うちメインバンクのA銀行からの借入は六〇億円）あり、実質債務超過状態に陥っていた。A銀行はX社のメインバンクであり、同社の抜本的な再生計画を企画し、債権放棄等を非メインバンク各行に提案したが、これら非メインバンク各行は消極的で、足並みがそろわなかった。そこで、A銀行は自行保有債権の一部（額面約二二億円）を地域再生ファンドに時価で売却した。その後、同ファンドは、財務支援策として、以下を実施した。まず、資本強化策として、一部債権放棄（一〇億円）を実施した。次に、同様に資本強化策として、DES（一〇億円）を実施した。これによって、ファンドは株主としての発言権を強化し、経営者を派遣した。第三に、DDS（二億円）を実施した。これにより、X社の債務超過が解消されたため、金融機関の債務者区分が引き上げられ、運転資金の継続的な確保が可能になった。

ここでDDSが採用された理由は、以下である。まず、債権放棄やDESと同様に、資本強化策としての側面がある。すでに述べたように、劣後ローンとすることで、資本とみなされるからである。次に、債権放棄ではな

くDD Sが採用されたのは、一定期間後に償還され、回収可能であるからである。第三に、DESを実施すると、保有株式の出口戦略を構築せねばならないが、債権であればその必要がなく、投資のバリエーションが広がり、出口が多様化できるというメリットがある。第四に、債権としてのキャッシュフローが確保できることである。

この事例では、金融機関間の足並みがそろわず、メインバンクが再生計画を主導できなかったことが背景にあると推測できるが、同様の事情を抱えた案件は珍しくなく、そのような場合、地域再生ファンドが債権放棄、DES、DD Sなどを組み合わせたスキームを実施することが考えられる。特に、個別の地域金融機関とのつながりの強い地域再生ファンドの場合、DD Sを申し送り事項にして、地域再生ファンドに債権譲渡することも考えられるだろう。

この事例を通して、地域再生ファンドがDD Sを利用する要因を整理すると、以下のようになる。第一に、出口戦略を多様化する必要があるため、DD Sが利用されうる。第二に、金融機関がDD Sを実施しにくい場合があり、それを回避するためにファンドによるDD Sが行われうる。具体的には、前述のように金融機関間で足並みがそろわない場合がある。第三に、DD Sの濫用防止の観点から、金融機関では二次、三次のDD Sを行うことは好ましくないとされている。つまり、度重ねてDD S実施することは、金融検査マニュアルに定められている「合理的かつ実現可能性が高い経営改善計画」と一体で実施されたことが疑われるからである。そこで、金融機関ではDD Sは一度の実施で債務超過を解消し、当該企業を再生させる必要があるが、その確実性が高い案件もある。その場合、ファンドがDD Sを実施することも考えられる。

2 投資ファンドによるDDS利用の課題

地域再生ファンドがDDSを利用する場合、いくつかの課題が考えられる。

第一に、劣後化させた債権のコベナントをいかに設計するかという点である。DESならば、株主としての立場からガバナンスに関与できるが、債権者の場合は株主と同様の関与はできない。したがって、かなり強いコベナントで経営を規律付ける必要があるが、有効なコベナントを設計する必要があるだけでなく、上位債権のコベナントとの整合性を図る必要もあると考えられ、この点についてはさらに実務的な検討が必要だろう。

第二に、コベナントの管理をどのように遂行するかという点である。この点は、地域再生ファンドがDDSを行なった場合だけでなく、金融機関がDDSを行なった場合、一般的に問題となる点であろう。ただし、取引金融機関の場合は資金フローを継続的にモニタリングできるが、地域再生ファンドの場合、そのような手段を持たない点が難点となるため、取引金融機関の協力関係が必要だろう。

第三に、地域再生ファンドが保有する債権についてDDSを行っても、他の金融機関が自己査定において債務者区分を引き上げることが出来るかどうかについては不確定であるという点である。すなわち、ある金融機関にとって、他の金融機関やファンドのDDSが、債務者区分の引き上げに直接結びつくとは限らないため、もし引き上げるとすれば、そのような自己査定基準を設ける必要があるだろう。したがって、地域金融機関とのつながりの強い地域再生ファンドのほうが、そのような自己査定基準を設けやすいと思われる。

3 メザニン・ファイナンスとは

メザニン (mezzanine) とは、中二階の意味で、株式と債権との中間を意味している。具体的には、株式では、

優先株式、後配株式、子会社業績連動型トラッキング・ストックなどの種類株式、また負債では、新株予約権付社債、劣後債またはローンなどを総称するものである。⁽²⁾

近年、米国では中堅企業向けのメザニン融資が重要な資金調達手段となっているといわれている。プライベート・エクイティ（P E）・ファンドが未公開の中堅企業に対して普通株式で成長資金を供給する一方、融資と株式の中間的な資金をメザニン・ファイナンスが提供している。すなわち、P Eファンドによる資金調達は、資金調達コストは低いが、経営への参加や買収に結びつくようなガバナンスの変化がありうるのに対し、メザニン・ファイナンスは、調達コストは高い反面、ガバナンスへの関与はなく、大企業にとつてのハイ・イールド債発行と類似した性格を持つものとされている。

米国のメザニン・ローンは、表面利率は通常一二〜三%で、これに新株予約権、転換権、優先株といった要素を付加して利回りを引き上げ、一五〜二〇%の利回りになるように設計されるが、最近では競争激化で一五〜一七%の利回りになっているようである。なお、新株予約権付したローンをWarrant Deal⁽³⁾といひ、新株予約権なしのローンをReal Deal⁽³⁾という。さらに、通常メザニン・ローンは無担保であるが、後順位有担保メザニンも伸張している。

案件あたりの融資額は三〇〇万ドルから二五〇〇万ドルで、場合によっては一億五〇〇〇万ドルもある。また、メザニン・ローンの出し手は、一二七機関あるといわれ、うちファンド五八、スモール・ビジネス・インベストメント二六、銀行二三、保険一七となっている。なお、メザニン・ファンドのリミテッド・パートナーとしては、年金基金五四・八%、金融機関二六・〇%などとなっている。⁽³⁾

4 日本におけるメザニン・ファンド

最近、日本でもメザニン・ファンドが組成され、企業再生型のファイナンスを手がけ始めている。

まず、二〇〇四年八月、ソフトバンク・インベストメント・グループ傘下のエスビーアイ・キャピタル株式会社の子会社エスビーアイ・キャピタルソリューションズ株式会社が、メザニン投資を行うファンドを立ち上げている（ただし、その後社は合併し、現在同ファンドはエスビーアイ・キャピタルが運用している）。このSB Iメザニンファンド一号は、メザニン投資を行うファンドとしてはパイオニア的な存在と思われるが、メザニン投資とDIPファイナンスに特化し、総額三一億円である。また、二〇〇五年四月には、SBIメザニンファンド二号（一〇〇億円規模）を設立している。さらに、二〇〇六年には三号ファンド（二七億円）を「首都圏企業再生ファンド」として設立することが予定されている。この間の投資先件数は、二〇〇六年三月二〇日現在、五三社に達し、平均投資規模は二〜三億円程度である。⁽⁴⁾

なお、ソフトバンク・インベストメントが、このようなファンドを設立した背景としては、二〇〇一年設立のエスビーアイ・キャピタルは、同社のLBOファンドを通じて、川崎電気（現、かわでん）などに企業再生型投資を行い、企業再生の経験を蓄積していたことが指摘できる。その過程で、メザニン投資業務に収益性を見出したものと推測できる。

他方、大手銀行の取り組みとしては、二〇〇五年一二月、三井住友銀行が政策投資銀行と共同してメザニン・ファンド、UDSコーポレート・メザニン投資事業有限責任組合（略称・UDSメザニンファンド）を組成している。投資総額は一二〇億円で、両金融機関が折半で出資している。投資対象は、三井住友銀行の取引先が中心で、再生対象企業や成長期待企業に対して、優先株出資や劣後債引受を行う（図参照）。なお、ファンド運用は

政策投資銀行が行い、年八〜一三%の利回りを予想していると報道されている。⁽⁵⁾

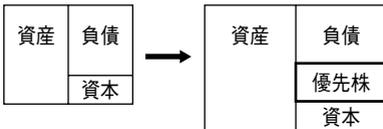
また、二〇〇五年一二月、みずほフィナンシャルグループでは、傘下のファンド運営会社、みずほキャピタルパートナーズ株式会社がメザニン・ファンド、MHメザニン投資事業有限責任組合を設立し、同組合に対しみずほ銀行、みずほコーポレート銀行、政策投資銀行などが総額二五〇億円を出資した。投資先としては、事業再構築案件やM&A・バイアウト案件などであり、優先株式や新株予約権付劣後債権などを引き受け、年一〇〜二〇%の利回りを予想していると報道されている。ただし、現時点ではまだ投資実績はなく、近々事業再構築を計画している第一号案件に対して、一〇億円規模の優先株の引受を実施する予定であり、それ以降の案件には五〜五〇億円規模の投資を行う予定である。⁽⁶⁾

5 RCCによる信託を利用した企業再生

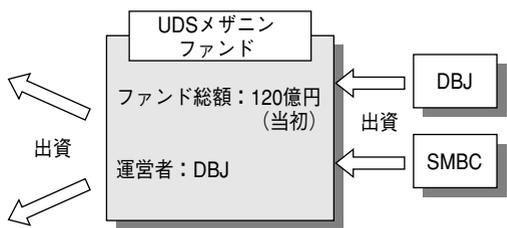
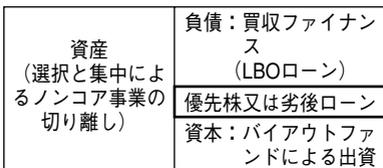
信託を利用した企業再生については、整理回収機構（RCC）が二〇〇二年一月に信託業務第一号案件を手がけ、すでに多数の実績を積んでいる。RCCの信託を利用したスキームには、いくつかのタイプがあり、①中小企業再生信託、②再生・調整型管理信託、③企業再生サポート証

図 UDSメザニンファンドのスキーム

案件例（１） 優先株による増資により
過小資本から脱却



案件例（２）



(出典) 三井住友銀行HP、http://www.smbc.co.jp/news/j600018_02.html

券化型金外信託、④企業再編ファンド型金外信託、⑤企業再生型金外信託、⑥オフバランス化型金外信託、⑦証券化型信託などがある。まず、①中小企業再生型信託は、金融機関の保有する再生可能性のある債権をRCCに信託し、金融機関と協働で再生するタイプであり、受益権は売却しない。②再生・調整型管理信託は、金融機関の保有する債権で、再生可能性があるが、債権者間調整が難しい場合、当該債権をRCCに信託することで集約し、RCCの管理・調整機能を活用し、メインバンクと協働で当該企業の再生を遂行するタイプである。③企業再生サポート証券化型金外信託は、金融機関の保有する再生可能性のある債権をRCCが金外信託で買取り、SPCを通じて、受益権を投資家等に販売する証券化タイプである。この場合、金融機関は当該債権をオフバランス化できる。④企業再編ファンド型金外信託は、外部投資家から調達した資金で組成したRCC企業再生ファンドが同様の債権を買取り、再生計画策定等を行うことで、当該企業を再生するタイプである。⑤企業再生型金外信託は、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。⑥オフバランス化型金外信託は、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、証券化するタイプである。⑦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処理とRCC自体が保有する債権流動化のために、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・回収を図るタイプである。⁽⁷⁾

以上のように、RCCのスキームは、証券化スキームを利用したタイプと管理型スキームとに大別できるが、いずれも信託を利用している。ただし、いずれのスキームも債権を対象としており、事業そのものを信託で受託するわけではない。事業そのものの信託は、今後の法改正に委ねられている。

6 事業信託の利用

二〇〇六年三月、政府は信託業法改正案を閣議決定し、今通常国会での成立を目指している。同法案では、企業や個人が財産を自分に信託できる信託宣言、企業が事業部門を信託できる事業信託、さらに財産の活用方法を決め、誰にそれを渡すかは信託会社に委ねる目的信託などが導入されている。また、これまでは信託の対象は財産に限られていたが、その対象が負債にまで拡大され、資産・負債を一体として信託できる。⁽⁸⁾

これらの新制度のうち、事業信託は企業再生に利用される点で注目される。事業信託は、特定の事業部門だけを切り離して、他社に信託することが出来る制度であり、これによって、リスクの高い事業部門や不振事業を他社に信託することもできるようになる。そして、信託された事業部門を対象として、投資家から投資を募ることもできるようになり、当該部門を対象とする一種のトラッキング・ストックが設計できる。これによって、特定の事業部門の再生が可能となる。

さらに、信託宣言は自分で自らの財産の受託者になることができる制度であり、たとえば、個人の場合、親が子供の教育資金を自分に信託し、分別管理すれば、親が破産しても信託財産である当該教育資金は債権者から保護される。また、企業の場合、現在リース・クレジット会社は、保有債権を信託銀行に信託し、その受益権を投資家に販売しているが、信託宣言を行い、自分に信託し、すべての事務処理を自前で行えば信託銀行を介する必要がなくなる。⁽⁹⁾ すなわち、貸付債権等の資産流動化や資産流動化におけるケイマン・チャリタブル・トラストの代替ニーズが挙げられている。

ただし、信託宣言に関しては、悪用の恐れもあるため、二〇〇六年一月、金融審議会金融分科会第二部会は、企業が自社に財産を信託する信託宣言については、①信託受益権を販売する場合、その内容について販売業者に

対し一定の説明義務を課す、②信託の設定が真正になされたことの第三者チェックを求める、などとした報告書を⁽¹⁰⁾発表している。

したがって、信託宣言の実務的導入に関しては、さらに議論が重ねられる必要がある、今後も検討が続くものと思われるが、⁽¹¹⁾これを利用して事業信託を行うと、再生を必要とする不採算事業を自己で信託宣言することで、企業のパランスシートから切り離して、当該部門だけを再生することができると考えられる。これを利用すれば、従来ならば不採算部門を保有することで会社全体の財務状況が悪化するため、当該事業部門を再生ファンドなどに売却することによって、オフバランス化していた企業の場合でも、今後は売却せずに自社内で再生することが可能となるものと考えられる。

ただし、信託宣言の導入に関しては、金融審議会でも慎重な意見が出されたようであり、その利用がどの程度拡大するかは定かでない。むしろ、再生ファンドが事業信託を利用して、再生対象部門を受託し、再生策を施すケースが出てくるように思われる。

まとめ

以上、企業再生の新しい手法としてDDS、メザニンおよび信託を概観し、すでに事例が出てきている再生ファンドによるDDS利用を検討した。また、メザニン・ファンドも出現しており、今後の実績が注目される。さらに、今後の信託法改正によって事業信託がどのように利用されるかは注目されるところである。

注

- (1) 拙稿「DDSと企業再生」、『証研レポート』、二〇〇五年十二月、参照。
- (2) 各種のメザニン・ファイナンスの手法については、笹山幸嗣・村岡香奈子『M&Aファイナンス』、金融財政事情研究会、二〇〇六年、一二二〜一四五ページ、参照。また、メザニンのストラクチャーについては、奥総一郎「メザニン(劣後) デット・優先株式」、『銀行法務21』、第六五五号、二〇〇六年一月、四〜一ページ、参照。
- (3) 岩崎準・浅野貴昭「米国のプライベート・エクイティとメザニン融資」、日本政策投資銀行ワシントン駐在員事務所報告、W―七二ニ、二〇〇四年三月、三二〜三二ニページ。 http://www.dji.go.jp/japanese/download/br_report/was/072.pdf
- (4) 同社プレスリリース、『日経金融新聞』二〇〇五年八月一〇日および同二〇〇六年三月八日、参照。
- (5) 三井住友銀行のプレスリリースおよび『日本経済新聞』二〇〇五年一月一七日、参照。
- (6) 政策投資銀行のプレスリリースおよび『日本経済新聞』二〇〇五年二月一七日、参照。
- (7) これらの分類については、整理回収機構HP参照。
http://www.kaisyukikou.co.jp/announce/announce_127_2.html
- (8) 同法案および要項については、次を参照。
<http://www.moj.go.jp/HOUAN/SHINTAKUHO/refer02.pdf>
<http://www.moj.go.jp/HOUAN/SHINTAKUHO/refer01.pdf>
- (9) この例示は、『日本経済新聞』二〇〇六年二月九日、による。
- (10) 金融審議会報告書については、次を参照。
http://www.fsa.go.jp/singi/singi_kinyu/siryou/kinyu/dai2/f-20060126.pdf

- (11) 信託法改正に関しては、すでに要綱試案段階から多くの議論がある。寺本昌広「信託法改正要綱試案」の概要、「信託』二二三号、二〇〇五年八月、所収、能見善久「信託法改正の基本理念について」、同上、所収、田中和明「信託法改正と信託実務」、同上、所収、などを参照。

(謝辞) 本稿を作成するに際し、中野智弘氏(エスピーアイ・キャピタル株式会社)および大畑康寿氏(みずほコーポレートアドバイザリー株式会社)から貴重なご教示を頂きましたことを深謝申し上げます。

(まつお じゅんすけ・客員研究員)

欧米の清算・決済コストについて

清水 葉子

はじめに

ヨーロッパでは、単一通貨ユーロの導入にともなって域内の証券市場統合が進んだことを背景に、証券取引所の提携・合併が進み、これと並行して清算・決済機関の統合化の議論も活発化している。通貨統一によってヨーロッパが一つの市場として機能しうる条件が整っただけでなく、清算・決済業務に規模の経済性、ネットワーク外部性が存在することから、清算・決済機関の統合によって証券取引の効率化が実現できると考えられているからである。

たとえば、決済機関の統合についての議論を見ると、①ヨーロッパ全体で単一の決済機関を設立し決済システムを完全に集約する、②ハブ・アンド・スポーク型で各国決済機関を存続させたまま中心となる国際決済機関とのリンケージをはかる、③各国決済機関を存続させたまま相互リンケージをはかる、の三案が議論されているが、それぞれ固有のメリットとデメリットを持つ。たとえば、単一機関方式は最も効率性が高いと考えられるが、初期コストが高く、各国清算機関を統一してしまうので理解が得にくい。また、ハブ・アンド・スポーク型ではネットワークコストは安く済むが、現存の各国決済機関に加えてハブとなる決済機関が必要なのでシステム投資が二重になる。最後の各国相互リンクは各国の理解を得やすいにしても、リンケージの数が膨大になり煩雑であるうえ、規模のメリットを生かせない可能性があるなどである。

加えて最近では、照合から清算、ネットイング、カウンターパーティ機能、決済といった一連の清算・決済機能を、一国内で垂直統合することでコスト削減をはかろうとする主張や、合併して清算・決済機能を備えた証券取引所が各国の清算・決済機関とのリネージュを拡大していることなどが紹介され、取引所の動きとあいまって非常に複雑な様相を呈している。

こうした議論のかねになるのが清算・決済のコスト分析である。効率性が高く、低コストの統合モデルが明確になれば、議論の方向は容易に定まる。しかしながら、どのモデルが効率的かを調査によって定量的に比較することは容易なことではない。これは、清算・決済機関のサービスが多岐にわたり、しかもそれぞれのサービスのコストがバンドルされている場合が多いため、同じ基準で国際比較できないためである。さらに、移行のための投資金額も算出は難しい。

本稿では、こうしたヨーロッパの清算・決済機関のコストをアメリカの清算・決済機関であるDTCCのそれと比較した研究を紹介し、清算・決済機関のあり方について考察する。

清算・決済業務とは

清算・決済業務^②とは、債券・株式などの証券が市場で取引された後、取引された証券の引き渡しと代金支払いを行って取引を完了することを指す。証券の取引が執行されると、まず①取引当事者間で取引条件（銘柄、価格、数量、決済日、取引相手など）を確認し（取引照合）、続いて、②決済日に引き渡される証券と資金の金額を計算・確定する（クリアリング、清算）。清算にあたっては、決済金額を削減するために売りと買いを相殺するネットイングが行われることが多い。また、売買当事者が一件ずつ清算するのではなく、清算機関がセントラル・

カウンター・パーティとなつて、売り手と買い手の間に入ることです。リスク軽減がはかられる。その後、③算出された金額の証券と資金を支払い、決済を完了する（セトルメント、狭義の決済）。決済にあつては、券面の受渡しを行わず、証券決済機関にある証券口座間の振り替え決済が行われるのが一般的である。

清算・決済業務は、「規模の経済性」と「ネットワーク外部性」という二つの特徴的な性質を持つ。⁽³⁾ すなわち、清算・決済業務は最初の機関設立に際してシステムコストを含む多大な固定費がかかり、これに比べて変動費（ランニング・コスト）が小さいため、取引高が増えれば増えるほど一件あたりのコストが低減するという性質を持つ。そのため、アメリカのように、多くの取引の清算・決済を一機関が引き受ければ、極めて低コストでのサービス提供が可能である。

第二のネットワーク効率性とは、幅広い取引を単一の清算・決済機関内で完了できれば、業務の効率性が高まることを指す。すなわち、多様な取引を高い密度で取り込むことで、ネットワーキングのメリットを生かして売買を大幅に相殺し、加えて、決済についても同一機関の振替で支払い完了すればコストは非常に安く済むからである。これらに加えて、照合から最終的な決済に至る一連の業務を垂直的に統合することに「範囲の経済」が働く可能性もあり、一国内で清算・決済業務を全て担う決済機関の設立が主張される背景には、この「範囲の経済」の存在が想定されていると考えられる。

一般に、アメリカは持株会社DTCCの下に、清算機関であるNSCCと決済を担うDTCCが組織化され、非常に効率の良い清算・決済機能を提供しているのに対し、ヨーロッパの清算・決済は効率が悪くコストが高いとされる。このことが事実であり、またアメリカの効率性の源泉がこうした清算・決算機関の業務の性質にあることが確かなら、ヨーロッパでも清算・決済機関統合の機運がさらに盛り上がると考えられる。

図表1は、ヨーロッパ各国の清算・決済機関の一覧である。ヨーロッパでは、通常は清算機関の中でバンドルされていることが多い、ネットティングとカウンターパーティー機能と清算とが切り離されていたり、提供されていなかったりするケースが目立つ。たとえば、セントラル・カウンター・パーティーとしての機能は、フランスやイギリスのP.T.Sであるトレードポイントなど一部を除き導入されてこなかった。現在では、クリアネットがフランス、ベルギー、オランダの一連の清算業務を統合した結果、これらの国ではバンドルされた業務として提供されている。また、ネットティングについても行われていない国も多く、サービスの効率は必ずしも高くはないことが推測される。

ジオバニー・レポートによるコスト分析

清算・決済機関の位置づけを考える上で、コスト分析が重要であることは前述の通りであるが、清算・決済業務のコストを測定することは容易なことではない。第一に、清算・決済機関は本来業務以外にさまざまなサービスを提供

図表1 ヨーロッパ主要国の清算・決済機関

国	セントラル・カウンター・パーティー	ネットティング	清算	決済
ベルギー	クリアネット	クリアネット	クリアネット	BXS-CK
デンマーク	なし	VP	VP	VP
ドイツ	ユーレックス	ユーレックス	ユーレックス	クリアストリーム FFT
ギリシャ	なし	なし	CSD SA	CSD SA
スペイン	なし	Iberclear	Iberclear	Iberclear
フランス	クリアネット	クリアネット	クリアネット	ユーロクリア・フランス
イタリア	CC&G	Monte Titoli	Monte Titoli	Monte Titoli
ルクセンブルク	なし	なし	クリアストリームバンク・ルクセンブルク	クリアストリームバンク・ルクセンブルク
オランダ	クリアネット	クリアネット	クリアネット	ユーロクリア
オーストリア	ウィーン証券取引所	なし	OeKB	OeKB
フィンランド	なし	なし	APK	APK
スウェーデン	OM	OM	OM	VPC
イギリス	LCH	クレスト	LCH	クレスト

(出所) 注(6)

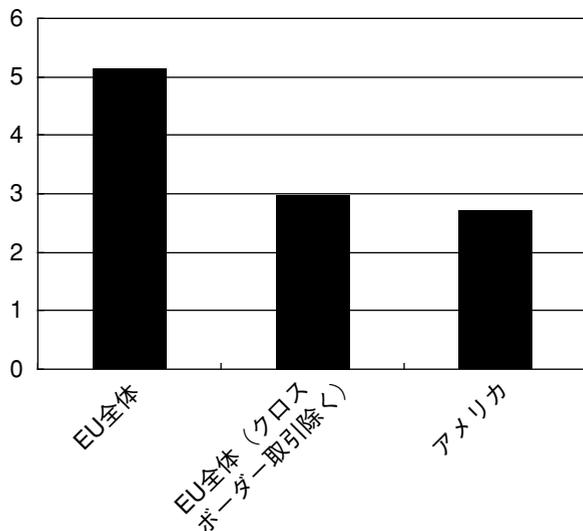
し、手数料をバンドルしている可能性があるため、純粋な清算・決済業務の手数を切り離して推計できない場合がある。また、国によって清算・決済機関の機能構造が異なっているため、同一条件での国際比較が難しい。さらに、清算・決済機関に支払っている直接的なコスト（手数料）だけでなく、清算・決済機関に接続するため証券業者などが維持しなければならないバックオフィスコストなどの「間接コスト」や、機関どうしのリンケージが不十分であるために余分な担保差し入れを求められるなどの「機会コスト」も無視できず、トータルの清算・決済コストの把握が難しい⁽⁴⁾。

こうした制約があるため、従来の調査では、清算・決済機関の収入を利用者が支払ったコストとみなし、清算・決済機関の収入を取り扱い件数で割ることで一件あたりのコストを推計するものが多い。この手法はトップダウン・アプローチとも呼ばれている。

このタイプのアプローチの代表的な研究として、EU委員会が発表している「ジオバニーニ・レポート」がある⁽⁵⁾。この研究は、典型的なトップダウン・アプローチにより、取引一件あたりでみた清算・決済機関の収入を比較したものである。この調査によると、ヨーロッパの国内証券取引の清算・決済コスト（清算・決済機関の収入）は一件あたり二・九八ユーロで、二・七七ユーロかかるアメリカと大きく違わないが、域内の国境を越えた取引も含めたヨーロッパ全体の清算・決済コストは五・一四ユーロと、アメリカに比べて非常に大きいという結果が出た。

欧州域内で国境を越えた清算・決済業務を行っている国際決済機関（ICSD）は、ユーロクリアとクリアストリームの二つがあるが、この二つの機関の行うサービスのコストは、いずれも三〇ユーロを越えており、国境を越えた取引の決済コストは突出している（図表2、3）。

図表2 清算・決済機関の1件あたり収入



(出所) 注(5)

図表3 取引件数1件あたりの清算・決済機関の収入

国名	清算・決済機関	営業収入 (千ユーロ)	相殺後取引件数 (千件)	1件あたり収入 (ユーロ)
国際決済機関(EU)	ユーロクリアー・バンク	360,590	11,000	32.78
国際決済機関(EU)	クリアストリーム・ ルクセンブルク	401,175	12,000	33.43
デンマーク	VP	27,122	6,800	3.99
ドイツ	クリアストリーム・ フランクフルト	268,746	125,000	2.15
スペイン	SCLV	45,758	11,000	4.16
ギリシャ	CSD	47,805	21,974	2.18
フランス	ユーロクリアー・フランス クリアネット・フランス	144,969 125,448	41,000	3.54
イタリア	Monte Titoli	22,175	8,784	2.52
ポルトガル	InterBorsa	14,205	8,655	1.64
スウェーデン	VPC	43,125	14,633	2.95
イギリス	クレスト	143,447	58,817	2.44
EU全体		1,644,565	319,662	5.14
EU全体(クロスボ ーダー取引除く)		882,800	296,662	2.98
国際決済機関(スイス)	SIS	103,231	17,746	5.82
アメリカ	DTCC	638,261	230,272	2.77

(出所) 注(6) 数字は一部四捨五入。

ジオバニーニ・レポートでは、こうした取引終了後のコストの高さがヨーロッパ域内での証券取引にマイナスとなる可能性があるととして、レポート発表時点での障害を列挙している（図表4）。

ボトムアップ・アプローチによる直接コストの推計

トップダウン・アプローチに対してはいくつかの批判がある。たとえば、清算・決済機関の収入で比較するため、機関が得ている総合的な対価を量っているだけで、純粋な清算・決済サービスの対価だけを取り出すことが難しい、各国の会計制度の違いのために収入額が変動する可能性がある、ネットティングのメリットが無視されてしまう（ヨーロッパではネットティングを行わない国も多く、ネットティング後の取引件数でコスト比較を行うと、ネットティングを行う国の方がコストが高く計算されてしまう）といったものである。

こうした批判を受けて、ボトムアップ・アプローチによる調査⁽⁶⁾が行われた。この調査は、一定のモデル取引を設定して、各清算・決済機関が公表している手数料スケジュールに基づ

図表4 ヨーロッパの清算・決済機関統合の障害（ジオバニーニ・レポート）

(1) 情報技術やシステムのインターフェイスに国ごとに差異があり、EU共通のプロトコルを採用する必要があること、(2) 各国の規制のために投資家が異なる制度に適応しなければならず、システムや国境を越えた担保の扱いが統一されていないこと、(3) コーポレートアクションや配当支払いに関する制度が異なること、(4) 日中ファイナリティが欠如しているため高いリスクを抱えざるを得ないこと、(5) 各国の決済システムに国外からのアクセスが許容されておらず、現地銀行と提携する必要があること、(6) 決済機関が国によって異なること、(7) 取引時間や決済の締め切り時間が異なること、(8) 証券の即日発行について国によって制度が異なること、(9) 証券保管に関する規制が異なり、保管場所を国内に限定したり、上場先と登録機関を結びつける規制があること、(10) 国によって、プライマリーディーラーやマーケットメーカーに国内の決済を行わせる規制があること、(11) 非居住者に不利となる国内源泉税が存在すること、(12) 証券取引税の徴収が国内清算・決済機関に委ねられている場合があること、(13) 証券の所有権に関する法律が国によって異なる（カストディアンや仲介業者名で保有している場合などの帰属）。(14) 金融取引のネットティングの扱いが国によって異なること。(15) 証券に関する各国間の法律が互いに抵触する可能性があること。

(出所) 注(5)

けばどれだけのコストがかかるかを実際に計算することによってコスト比較を行うものである。

このアプローチは、モデル取引として想定したケースについてしか比較ができないという欠点はあるが、トッドダウン・アプローチよりも直接的に清算・決済コストを比較することができる。

ボトムアップ・アプローチでコストを推計すると、国内取引の清算・決済コストに関しても、ヨーロッパの方がアメリカより相当程度高いことが示された。アメリカ（DTCC）のコストが一件あたり〇・一ユーロであるのに対して、ヨーロッパでの国内取引の清算・決済コストは〇・三五ユーロから〇・八五ユーロと約三から八倍かかっている。レポートでは、アメリカの国内取引の清算・決済コストが低いことについて、取引所取引の清算・決済業務の自動化が進んでいるため、規模の経済性の恩恵を受けやすくなっているためであるとしている。

一方、クロスボーダー取引については、ヨーロッパでのコストはさらに高い。もともと、取引形態による格差が大きいため、簡単には比較が難しい。たとえば、国際決済機関内で決済が全て完了するようなケースでの最小コストは〇・五七ユーロであるが、国際決済機関を通じた通常の決済コストは三五ユーロかそれ以上かかるとされており、単純な比較は難しい。ヨーロッパでは一部の国際取引は十分低いコストで行われているが、大部分の取引の清算・決済コストはアメリカに比べてかなり高いと行うことができるだろう。

レポートでは、ヨーロッパでの大きなコスト格差にはシステム間の接続レベルの影響が大きく、一システム内の振替で処理が完結したり、システムが直接接続している場合にはコストは低いと述べている。ただし、現状では国際決済機関を通じるにしても各国決済機関が外部的に接続しているに過ぎなかったり、カストディアン銀行などを利用して高いコストで清算・決済が行われている。レポートは、この点を規制コストであるとしており、規制の障壁が除かれない限りこの面のコストが大きく低下することは望めないという結論に達している。

おわりに

多くの調査で、ヨーロッパでの清算・決済コストはアメリカより高いという結論に達している。この理由としてどのようなことが考えられるだろうか。まず、ヨーロッパでは、アメリカに比べて証券の取引高が少なく、規模の経済性の恩恵を受けにくいことを挙げることができる。クロスボーダー取引の場合は、さらに条件は厳しいと考えられる。

加えて、法律、規制、技術面での障害がまだまだ大きい。ヨーロッパでは、システマ的に多数のプラットフォームが乱立しており接続にコストがかかることに加え、清算・決済に関わる多くの法律や規制面での統一も十分でない。これについては、欧州委員会などをはじめとして多くの政府機関や民間委員会が今後の統一の方向性について提言を行っているところである。

最後に重要と思われる点は、清算・決済機関のガバナンス構造に関連した者である。アメリカのDTCCは、ユーザーによる所有構造が確立しているのに対し、ヨーロッパの清算・決済機関は私的所有で営利事業として営まれている。手数料率がアメリカより高いのはこうした所有構造を反映している可能性もある。DTCCは収入のかなりの部分を株主⇨利用者に還元している。たとえば、DTCCの二〇〇五年連結決算によると、全収入一億七九一八万ドルのうち、約五億二七九万ドル(約四一%)が利用者に「ディスクアウントおよび払い戻し」という名目で還元されている。

こうした点は、清算・決済のコストを考える上でかなり大きな影響力を持つだろう。というのは、利用者以外の者が株主となっている場合には、清算・決済機関の運営による収入は利用者以外へ配当されてしまうのに対し、利用者が所有者であれば、清算・決済の収入は株主⇨利用者に還元することが容易になるからである。この点は、

もちろん清算・決済の資金調達ニーズと表裏の関係になっていることは言うまでもない。株式を利用者以外に公開している方が、そうでない場合よりも広く資金調達が可能であるからである。

注

- (1) 落合大輔「合併連衝進む欧州決済機関」、「資本市場クォーター」、二〇〇〇年秋号
- (2) 証券の清算・決済業務の詳細については、中島真志、宿輪純一『証券決済システムのすべて』、二〇〇二年、東洋経済新報社、参照。
- (3) これに関連して、一九七五年にアメリカSECが国内統一の清算・決済機関DTCCを設立するにあたって示した試算は興味深い。SECによると、当時七つあった決済機関を存続させてその間にリンケージを導入した時のコスト削減がわずか九・六%であるのに対し、機関を三つに減らせばコスト削減は三三%、単一機関に統合すれば六四%の削減が可能であった。
- (4) ロンドン証券取引所のレポートによれば、ユーロクリアからの聞き取りとして、クロスボーダー取引のトータルコストの六〇%がバックオフィスなどの間接コスト、三五%はカस्टディアン関連のコストで、清算・決済機関に支払う直接コストの占める割合はわずか四%程度であるという。
- (5) The Giovannini Group, 'Cross-Border Clearing and Settlement Arrangements in the European Union', Brussels, November 2001, [http://www.giovannini.com](#) 'Second Report on EU Clearing and Settlement Arrangements', Brussels, April 2003. 佐藤清一郎「欧州金融レポート 経済金融統合化の変化」、大和総研、二〇〇五年四月、五章に紹介されている。
- (6) NERA Economic Consulting 'The Direct Costs of Clearing and Settlement: An EU-US Comparison', June 2004. City

Research Series No.1, Corporation of London.

(7) 取引高の大きさによって三種類のモデルケースが想定されている。

(しみず ようこ・客員研究員)

大量保有報告制度の特例報告

福本 葵

1 はじめに

本年三月一三日、第一六四回通常国会に「金融商品取引法」が提出された。この法律によって、証券取引法は「金融商品取引法」と改称する。また、証券取引法第二条に限定列挙されていた有価証券の定義が大きく変更される。「金融商品取引法」、いわゆる投資サービス法は、第二条で「集団投資スキーム持分」という包括的な概念を含む有価証券を規定する。本法はこの有価証券を対象とするため、証券会社のみならず、「集団投資スキーム持分」を取引する投資事業組合や匿名組合に至るまで、これらの新しい有価証券を扱う業者を「金融商品取引業」と定義し、「金融商品取引業」を行う者を横断的に規律する仕組みとなっている。新たな法律下では、「証券業」という名称はなくなり、「金融商品取引業」と改名されることになる。

今回、「金融商品取引業」の一つとなった投資事業組合は連結会計の対象とならず、ライブドアの粉飾決算の隠れ蓑となったことなどから、その法的根拠や開示方法に対して改正の必要性が高まっていた。また、昨年のライブドアのニッポン放送に対する敵対的買収のための株式取得の際、いわゆる村上ファンドは、その動向が注目されていた。村上ファンドがニッポン放送株を売却したかどうかの憶測が株価を左右した。しかし、売却したかどうかの情報開示がタイムリーにはなされなかった。

株式を大量に保有した者に課される大量保有報告制度、いわゆる5%ルールには、特例がある。証券会社や投

資ファンドなどは、売買が頻繁であり、企業の支配権の取得を目的としないことが多い。そのため、大量保有報告書の提出義務が緩和されている。

特例報告に対する批判を受けて先に述べた投資サービス法では、特例報告対象者が発行者について重要提案行為等を行うことを保有目的とする場合には迅速に大量保有報告書を提出することを義務づけることとし、更に、特例報告の提出頻度・期限についても厳格化されることとなった。

本稿では、大量保有報告制度とはどのようなものであるか、その特例報告とはどのようなものであるかについて考察したい。

2 大量保有報告制度

(1) 制度導入の経緯

株式大量保有報告制度、いわゆる五％ルールは平成二一年に導入された制度である。その目的は、市場の公平性・透明性を高め、投資家保護を一層徹底する観点から、株券等の大量の取得、保有、放出に関する情報を迅速に投資家に開示することである。本制度はいわゆる仕手筋対策として導入された。つまり、制度導入の以前、ダイエーによる高島屋への業務提携の申し入れや、香港の投資グループによる片倉工業の株式買占めなど、株式を買い占めることにより、企業の経営が左右される事態が生じていた。そのため、本制度が導入される以前にも株式の買い集めがなされた場合、その者が誰であるかを炙り出す方法として、中間発行が行われていた。額面と時価の中間価格で新株を発行する中間発行によって、株価は下落する、これを回避するためには、買い集め者が名義書換をし、新株引受した。また、中間発行によって、誰が買い集め者かだけでなく、併せて買い集め資金の提

供者である銀行を炙り出すことができた。銀行は当該株券の担保権者となっている場合が多かったので、銀行も担保権者として名前を出さなければならなかった。

このような買占め者の目的は、経営権の取得であることは少なく、買い集めた株式を関係会社に高額で買い取らせることが多かった。このような行為は証券市場に対する一般的な信頼を失墜させるものであった。そのため、株式大量保有報告制度が創設された。

(2) 大量保有報告制度とは

以上のような経緯から平成二年に導入された大量保有報告制度とは、公開会社の発行株券等の保有割合が5%を超えるすべての保有者は、原則として、取得日から五日以内に内閣総理大臣に大量保有報告書を提出しなければならないというものである。また、大量保有報告書を提出した者は、その保有割合が1%を超えて変動した場合にも、同様に変更報告書を提出しなければならない。

(3) 報告内容

大量保有報告書によって報告することが義務付けられている内容は、以下の通りである（証取法二七条の二三第一項、株券等の大量保有の状況の開示に関する内閣府令二条〔平成二年大蔵省令三六号〕）。

- ① 提出者に関する事項
名称、所在地、事業内容（職業）等。

- ② 発行会社に関する事項
名称、所在地、上場・店頭の別。
- ③ 株券・保有割合に関する事項
保有株数等の総数や株券等の種類（株券、新株予約権付社債等）、株券については保有形態ごと（株券、議決権、処分権など）の内訳、共同保有者ごとの保有株券等の内訳等。
- ④ 取得資金に関する事項
自己資金、借入金の別。借入れによる場合、借入先の名称、業種、所在地、借入金額等。銀行等が買い集め株式を担保に取っている場合は、これに該当し、銀行名が開示される。
- ⑤ 保有の目的
純投資、政策投資、経営参加、経営権取得の目的など。
- ⑥ 最近（六〇日間）における取得・処分の状況
株券、新株予約権付社債等の全ての売買取引等について、取引日、取引価格等の内訳。但し、売買価格については市場取引分については記載不要である。これによって相場操縦の有無を判断することができ、また、買い集めに要した資金およびコストを算定することが可能となる。
- ⑦ 当該株券等に関する契約や取決め等
保有株券等に関する担保契約、売り戻し契約、売り予約その他の重要な契約や取決めについての内容。

(4) 特例報告

①特例報告の理由

冒頭で述べたとおり、株式大量保有報告制度には、特例がある。証券会社や投資ファンドなどの機関投資家は、一般の報告義務よりも緩和された義務しか負わない。

この特例が設けられた理由は、まず第一に、証券取引審議会の報告書、「株式等の大量の保有状況に関する状況の開示制度の在り方について」（平成元年五月三二日）において示されるように、特例とされた「機関投資家による株式等の取得は、企業の経営権の取得や株式の肩代わりを目的としないものが多いと考えられる」からである。そのため、同報告書においても「株式の集計を月単位とする等、何らかの形で簡便の方法を導入することも検討に値する。」とされている。つまり、証券会社など、特例報告対象の機関投資家の取得する株式は支配権の変動とは関係が薄いと解されたため、報告義務が緩和された。

もう一つの理由は、日常の営業活動において反復継続的に株券等の売買を行っており、取引のつどこれらの者に詳細な情報開示を求めるのは事務負担が過大となり、市場に悪影響を及ぼす危険があるからであった。

②特例報告の対象となる者

特例報告の対象となる機関投資家は簡便な方式による開示が認められる。特例報告の対象となる者には、証券会社、銀行、信託銀行、保険会社、投資信託委託業者、投資顧問業者、農林中央金庫および商工組合中央金庫、外国の法令に準拠して外国で証券業、銀行業、信託業または保険業を営む者、投資信託の委託者となることを業とする者および投資顧問業を営む者、銀行等保有株式取得機構および預金保険機構、ならびにこれらの者を共同

保有者とする者（証券会社等以外の者）である（大量保有開示政府令一二条）。但し、原則として、会社の事業活動を支配する目的を有する場合又は保有割合が一〇%超になった場合を除く。

③簡便な方式とは

簡便な方式とは、これらの特例報告対象者が保有する株券等で、会社の事業活動を支配することを目的とせず、保有割合が一〇%を超えず（大量保有開示政府令一二条）かつ、これらの機関投資家以外の共同保有者が一%を超えないもの（大量保有開示政府令一三条）または国、地方公共団体およびこれらの者を共同保有者とする者（大量保有開示政府令二三条）が保有する株券等についての保有状況の開示に関する大量保有報告書には、株券等の保有割合がはじめて五%を超えることになった基準日における当該株券等の保有状況に関する事項を記載し、当該基準日の属する月の翌月一五日までに、内閣総理大臣に提出しなければならない（証取法二七条の二六第一項）。

基準日とは、特例報告対象株券等の保有者が内閣府令で定めるところにより内閣総理大臣に届出をした三月ごとの月の末日をいう（証取法二七の二六第三項）。つまり、基準日は三ヶ月に一回ごとの月末であり、その月末に、はじめて五%を超える株式等を保有していた場合には、翌月一五日までに大量保有報告書を提出しなければならない。

④特例報告対象者となる者の変更報告書

次に、特例報告対象株券等に係る変更報告書は、まず、大量保有報告書に係る基準日の後の基準日における株

券等保有割合が当該大量保有報告書に記載された株券等保有割合より1%を超えて増加した場合その他の当該大量保有報告書に記載すべき重要な事項の変更があった場合には、当該後の基準日の属する月の翌月一五日に変更報告書を提出しなければならない（証取法二七条の二六第二項一号）。例えば、三月末が基準日であり、その時に5%を超えて保有していたため、四月一五日までに大量保有報告書を提出し、その後、五月に1%を超えて更に取得し、また保有し続けて次の基準日である六月末の基準日を迎えた場合でも、変更報告書を提出するのは、六月基準日の翌月、七月一五日までに行えばよいことになる。この場合、五月に変更報告書を提出する必要はない。

但しこれには例外がある。証券取引法二七条の二六第一項第二号は、「当該大量保有報告書に係る基準日の属する月の後の月の末日において株券等保有割合が大幅に増加し又は減少した場合として内閣府令で定める基準に該当することとなった場合」としており、内閣府令第十六条では、この基準を二・5%としている。この場合は当該末日の属する月の翌月の一五日までに提出しなければならない（内閣府令一七条第七項）。例えば、三月末を基準日とする特例報告対象の機関投資家が四月一五日に大量保有報告書を提出した後、五月末までに二・5%を超えて株式等を取得した場合には、翌基準日の六月末を待つまでもなく、六月一五日までに変更報告書を提出しなければならないことになる。

(5) 特例報告に対する批判

しかし、この特例報告に対しては、批判が高まっていた。二〇〇五年二月二日、金融審議会分科会第一部会公開買付制度等ワーキング・グループ報告書「公開買付制度等のあり方について」においても、特例報告に係

る報告期限・頻度について、「例えば二週間ごとの基準日における保有状況を五営業日以内に報告するなど可能な限り短縮等を図っていることが適当である」と記されている。

このほか、二〇〇五年一月二日付け企業価値研究会においても、大量保有報告制度の特例報告については、「事務上の負担や投資行動への影響等の副作用も踏まえて、特例の見直しについては慎重たるべき。制度上、企業の支配権を取得できない者については特例を維持すべき。企業が大量保有者を知りたいということ、投資家が大量保有者の動向を知りたいということ、企業が大量保有者の動向を知りたいということ、投資家については、株券の電子化が進展すれば解決される問題ではないか。」という意見の一方で、「株を取得することで市場に対して大きな影響のある者の保有状況がタイムリーに開示されていない。目的記載内容の充実や指導監督体制の充実などを図るべき。特例対象者についても、対応可能な範囲まで提出頻度を短縮させるべきではないか。」との批判もあった。

(6) アメリカの大量保有報告制度

このように批判の対象となっている日本の大量保有報告制度の特例報告は、諸外国と比較して緩やかなものなのであろうか。

アメリカの大量保有報告制度は、一九六八年のウイリアムズ法による。これは一九三四年証券取引所法を改正する形で制定された。ウイリアムズ法では、実質的大株主になった者に要求される開示規制の目的を一定量の持分証券を急激に買い集めた者は、当該発行者の支配を変更し、またはこれに影響を及ぼす可能性があり、このような情報を当事者に開示させることによって、有価証券市場は当該発行者の値打の評価を適切に修正し得ること

であるとしている。

本制度によって、規定する証券の五%を超える実質的所有者となった者は、当該取得の日から一〇日以内に一九三四年証券取引所法一三条(d)(一)(A)～(E)に定められた情報を記載した報告書(様式一三D)を証券の発行者および各取引所に送付し、委員会に提出する持株報告義務を負う。制度設立時の基準は、一〇%であったが、一九七〇年には五%に改正されている(一九三四年証券取引所法一三条(d)(一)(C))。開示情報には、氏名、住所、国籍、所有の性格、資金の出所および金額などがある。

一九三四年証券取引所法第一三条(d)(二)には、「委員会(SEC)は、規則または命令により、無条件または条件付で、いずれかの機関投資管理人もしくは証券、またはいずれかの種類の機関投資管理人もしくは証券を本項または本項にもとづく規則の全部または一部の適用から除外することができる」としている。

この特例規定はSECレギュレーション一三Gに規定されている。つまり、様式一三Dによる持株報告書の提出を要求される者のうち、以下の条件を満たす者は、様式一三Dによる持株報告書を報告義務が生じた歴年の終了後四五日以内にSECに届け出るとともに証券取引所に送付しなければならない(規則一三d—一)。

特例を受ける条件の第一番目は、規則一三d—一(b)に規定されている。その者が当該証券を通常のビジネス内で取得し、当該証券発行者の支配に変更、または影響をもたらす目的または効果を有さず、規則一三d—三(b)に従う、その他の計略に関係しない場合であって、かつ第二の条件として、その者が、一五条によって登録したブローカー・ディーラー、三条(a)項(六)号によって定義される銀行、三条(a)項(一九)号によって定義される保険会社、一九四〇年投資会社法八条によって登録した投資顧問、各州法または一九四〇年投資アドバイザー法二〇三条によって登録された個人、一九七四年ERISAによって登録した従業員持株計画・年

金基金または一定の親持株会社など、規則一三d—(b)に列挙された者であつて、かつ、第三の条件として、その者が、第三者のために自己が一任勘定で当該所有の5%を超える証券を保有している場合に、その第三者に次のことを速やかに通知していることである。つまり、第三者が法一三条(d)項によつて報告を要することになるような第三者のための取得または取引を行ったことである。

このように、アメリカの特例報告は、報告義務が生じた歴年の終了から四五日までの提出となつており、報告の頻度は一年に一回と非常に軽減されている。その一方で、特例報告の対象となる者に関しては、三つの条件を重複的に要求するものとなつている。そして、本制度による特例が適用された場合においても、例えばERISA A法による開示義務が要求されるなど、他の何らかの方法で開示しなければならないこととなつている。この点は、特例報告対象を、銀行、証券会社、保険会社などの業態を一律に規定している日本の制度設計とは、大きく異なる点であるといえよう。

アメリカの場合、例えば年金基金はERISA法によつて登録した場合は、特例報告対象となるが、物言う株主として発行会社の支配に変更または影響をもたらす場合には、通常の開示義務を負う。また、三つ目の条件に見られるように、投資一任勘定も特例報告対象となる。しかし、これには条件が付されている。投資一任勘定がその者のために保有している、その第三者も規則一三dに定められた事項を報告することが要求されている。

(7) 金融商品取引法

現行の特例報告には、冒頭で述べたように批判がある。そこで先月一三日、一六四回通常国会に提出された「金融商品取引法」では、この点に関して、変更が加えられている。

つまり、特例報告対象者が重要提案行為等を行う場合の特例として、特例報告対象者が発行者について重要提案行為等を行うことを保有目的とする場合には迅速に大量保有報告書を提出することを義務づけている（証券取引法第二七条の二六関係）。また、特例報告の提出頻度・期限について、毎月二回以上設けられる基準日ごと五営業日以内とすることとしている（証券取引法第二七条の二六関係）。

つまり、この法案が通過すれば、これまで年四回であった基準日が年二四回となり、実質的には、証券会社等の機関投資家にとってかなりの事務負担となることが予想される。

3 おわりに

先月国会に提出された「金融商品取引法」は有価証券を包括的に定義し、デリヴァティブなども含めて金融商品取引を行う「金融商品取引業者」を横断的に規制するものとなっている。本法案には、これまで批判のあった大量保有報告制度の特例報告を厳格化している。一方、アメリカのウイリアムズ法による大量保有報告制度の特例報告は、提出頻度を年に一回、提出期限を四五日とするものである。その一方で、特例報告の対象となる機関投資家については、三つの条件を重複的に要求し、大量保有報告制度による情報開示が緩和される一方で、E R I S A 法など、それ以外の規制をかけ、情報開示を要求するものとなっている。

特例報告の対象となる機関投資家の報告義務を一律厳格化するよりもむしろ、対象となる機関投資家の条件を厳格化し、特例によって簡易化を認めるのであれば、その他の制度や法律で開示を求めるアメリカの特例報告は、制度の本来の目的を達成するのに、より適切な方法ではないかと思われる。

参考文献

- 大崎貞和「株券大量所有報告書のあり方をめぐって」『資本市場クォーターリー』二〇〇六年冬号
- 河本一郎「大量保有報告（五％ルール）」から何が分かるか『企業会計』二〇〇六年五八号N o. 一
- 森田 章「株式大量取得に伴う開示について」『商事法務』N o. 九〇一

(ふくもと あおい・客員研究員)

証研レポート既刊目録

No.1618 (2003.6)	執筆者	No.1627 (2004.12)	執筆者
欧米証券取引所の国際化について	伊豆	国債発行方式の新たな展開	中島
欧州委員会による株式決済市場改革	吉川	— 国債市場特別参加者制度の創設について—	
不正会計事件後のSECによる格付会社調査	清水	シンジケートローンと普通社債	松尾
No.1619 (2003.8)		国際収支不均衡とその対応策	伊豆
オプション取引の社会的意義と投資家保護	二上	社債市場の透明性	横山
マイカル社債のデフォルトと個人向け社債処理の問題点	松尾	— IOSCO報告書を中心に—	
米国の「双子の赤字」と国際資本移動	伊豆	No.1628 (2005.2)	
クリアネットとLCHの合併	吉川	証券販売チャネルの今後	二上
—ユーロネクストのロンドン証券取引所包囲網—		—イギリスの経験—	
No.1620 (2003.10)		人民元の切り上げをめぐる	伊豆
株券不発行制度の導入	二上	ドイツ取引所のロンドン証券取引所買収提案	吉川
—変貌する有価証券制度—		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
米国のDIPファイナンス制度と現状	松尾	No.1629 (2005.4)	
株価指数とは何か	吉川	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
—MSCIジャパン指数先物の取引停止—		地方再生における産業再生機構の役割	松尾
地域通貨の機能は何か	清水	レギュレーションNMSの決着	吉川
No.1621 (2003.12)		—SECによる全米市場システム改革—	
発展途上国の株高の背景について	伊豆	アーキベラゴとバシフィック証券取引所の経営について	清水
ユーレックスvsシカゴ	吉川	No.1630 (2005.6)	
—ユーレックスのアメリカ市場参入—		コーポレート・ガバナンスの新たな展開	二上
アメリカの市場情報課金のあり方について	清水	ブレトンウッズ体制の「復活」?	伊豆
—市場情報に関するSEC諮問委員会レポートより—		—アメリカの対外不均衡をめぐる—	
No.1622 (2004.2)		米国株式市場の再編	吉川
税制改革は債券市場に如何なる影響を与えているか	中島	—ポスト・レギュレーションNMS—	
—平成11年以降の債券税制改革について—		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
施行を前にした証券仲介業制度	二上	No.1631 (2005.8)	
国際銀行業の「ローカル化」について	伊豆	国債決済リスクの削減と国債清算機関の創設	中島
インターナショナル・セキュリティーズ・エクスチェンジ	吉川	地方再生ファンドの現状	松尾
—急成長したアメリカの電子オプション取引所—		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
No.1623 (2004.4)		日本における敵対的買収防衛策の導入	福本
変わりつつある証券会社の人事制度	二上	No.1632 (2005.10)	
証券会社による企業再生アドバイザー業務の現状	松尾	コーポレート・ガバナンス論の回顧と展望	二上
レギュレーションNMS	吉川	NYSE外国株市場の最近の動向について	伊豆
—SECの全米市場システム改革案—		ロンドン証券取引所の買収問題	吉川
「レギュレーションNMS」に見る市場情報手数料	清水	欧州における債券電子取引の動向	横山
No.1624 (2004.6)		—シティグループ社によるMTSでの債券大量売買をめぐる—	
税制改革と債券市場の新たな展開	中島	No.1633 (2005.12)	
—解消した債券の「課税玉」と「非課税玉」の問題—		レボは売買か貸借か	中島
証券会社による企業再生アドバイザー業務の現状(続)	松尾	—レボの法律上の扱いについて—	
米国の内外証券投資について	伊豆	DDSと企業再生	松尾
—九世紀イギリスの地方証券取引所	清水	全米市場システム(NMS)とトレード・スルー	清水
No.1625 (2004.8)		夢裏HDの日本技術開発に対する敵対的買収事件が示したもの	福本
国債の補完供給制度と新規先方式のレボオペ	中島	—買収防衛策としての株式分割の役割と現行TOBの問題点—	
証券仲介業を巡る新しい動きについて	二上	No.1634 (2006.2)	
証券会社による再生ファンド関連業務とプリンシパル投資業務	松尾	証券リテール・ビジネスの現状と課題	二上
SECのヘッジファンド規制案について	伊豆	最近のネット取引ブームについて	伊豆
No.1626 (2004.10)		マカリー・グループのロンドン証券取引所買収提案	吉川
今後の証券業	二上	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
ニューヨーク証券取引所のハイブリッド化	吉川		
—NYSEダイレクト+の改訂拡張案—			
欧米の債券電子取引の現状について	清水		
ユーロ債流通市場における価格情報インフラ	横山		

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

図説ヨーロッパの証券市場 2004年版

日本証券経済研究所編
A 5判 280頁 2,940円 送料 290円

図説アジアの証券市場 2004年版

日本証券経済研究所編
A 5判 207頁 2,415円 送料 290円

図説EUの証券市場 1999年版

日本証券経済研究所編
A 5判 217頁 2,310円 送料 290円

証券ビジネスの再構築

証券経営研究会編
A 5判 255頁 2,520円 送料 290円

証券会社の組織と戦略

証券経営研究会編
A 5判 291頁 2,940円 送料 340円

金融市場の変貌と証券経営

証券経営研究会編
A 5判 238頁 2,415円 送料 290円

株式投資収益率 2004年

日本証券経済研究所編
CD-ROM(Excel版) 12,600円 送料 180円

Securities Market in Japan 2004

日本証券経済研究所編
菊判 383頁 3,360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

金融システム改革と証券取引制度

証券取引法研究会編
A 5判 279頁 3,360円 送料 340円

欧米における証券取引制度の改革

証券取引法研究会国際部会編
A 5判 253頁 3,360円 送料 290円

**証券取引における
自己責任原則と投資者保護**

証券取引法研究会国際部会編
A 5判 236頁 3,262円 送料 290円

コーポレート・ガバナンス

—アメリカ法律協会「コーポレート・
ガバナンスの原理：分析と勧告」の研究—
証券取引法研究会国際部会訳編
A 5判 291頁 4,077円 送料 340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

北欧諸国の租税政策

ビーター・バーチ・ソレンセン編 馬場義久監訳
A5判 260頁 3,990円 送料290円

資産所得課税の理論と実際

日本の資本市場と証券税制研究会編
A 5判 279頁 2,940円 送料 340円

日本の金融持株会社

金融持株会社研究会編
A 5判 170頁 2,100円 送料 290円

**ドイツ
第四次資本市場振興法の概要**

日本証券経済研究所訳編
A 5判 112頁 1,680円 送料 210円

財団法人 日本証券経済研究所

ホームページのご案内

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

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

I. 研究所の紹介等

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

II. データベース検索

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

証券図書館

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

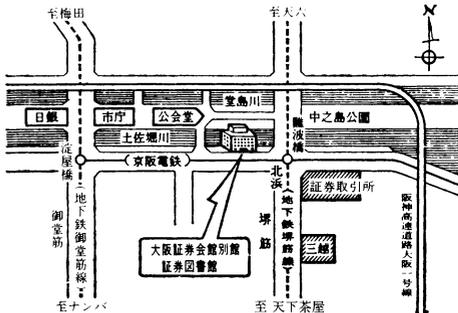
所在地 大阪市中央区北浜2-1-5 大阪証券会館別館5階
TEL (06) 6201-0062

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

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

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

(みなさんのご利用をお待ちしております。)



道 順

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

証研レポート第一六三五号
二〇〇六年四月十〇日発行

(偶数月第二月曜日発行)
昭和五十二年十一月十一日第三種郵便物認可

2006年4月号

発行所

財団法人 **日本証券経済研究所**
大阪研究所

〒541-0041 大阪市中央区北浜2-1-5 大阪証券会館別館

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

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

定価400円(本体381円)