

**証 研**

# レポート

No.1637

---

2006年8月

四〇年の歴史を閉じた国債シ団引受発行

中島 将隆（1）

証券会社決算に見る証券業務の変化

二上季代司（18）

M S C Bとディスクロージャー制度

松尾 順介（30）

「アメリカ証券取引委員会（SEC）の証券市場規制」

清水 葉子（46）

一般債のペーパーレス化

福本 葵（58）

財団法人 **日本証券経済研究所**  
大 阪 研 究 所

# 四〇年の歴史を閉じた国債シ団引受発行

中島 将隆

## 1 シ団引受発行の廃止

平成一七年一二月一九日に開催された「国債発行世話人会」において、平成一八年度以降、国債募集引受団（シ団）による一〇年国債発行が廃止された。そして、一〇年国債は国債市場特別参加者制度（日本版プライマリー・ディーラー制度）の下で発行されることになった。日本版プライマリー・ディーラー制度は平成一六年一〇月に創設され、他の国債は既に公募入札によって発行されている。従って、今年度から全ての国債は公募入札で発行されることになったのである。

日本の国債は、長らくの間、発行される国債は一〇年国債が中心で、一〇年国債はシ団引受によって発行されてきた。戦後の国債発行は昭和四〇年度から再開されるが、国債の発行方式を巡って議論される中、金融制度調査会は政府保証債の発行と同じく金融機関に対する割当発行が一番現実的な発行方式である、と答申した。この答申に基づいて、長期国債はシ団引受によって発行されることになった。シ団引受は金融機関に対する割当発行であり、公募発行とは異なる日本固有の発行方式である。また、長らくの間、発行される国債は一〇年国債のみであった。昭和五一年から五年割引国債が発行されるが、発行額は年間三〇〇億円に限定されていた。国債種類の多様化が進み、公募発行が増加するのは昭和五〇年代後半以降のことである。

国債シ団引受発行は、世界に例を見ない日本固有の発行方式である。そして、この発行方式は、日本の国債管

理と金融政策と密接に関連していた。シ団引受発行の歴史は、日本の国債管理と金融政策の歴史でもある。この発行方式は廃止されたということは、国債管理と金融政策の変貌を象徴するだけでない。シ団引受の歴史的役割も終わった、ということである。ここでは、四〇年の歴史を持つシ団引受の歴史的役割を振り返り、日本版プライマリー・デューラー制度導入の意義を考えてみたい。

## 2 シ団引受の二つの役割

国債のシ団引受発行には二つの役割がある。一つは財政資金の安定調達を保証するものであり、もう一つは長期金利の指標となる一〇年国債の応募者利回りを決定する役割である。この役割を具体的に検討してみよう。

まず、シ団引受発行は財政資金の安定調達方法であり、政府にとって極めて都合のよい国債発行方式である。シ団引受発行では金融機関の資金力に応じて国債の引受分担率が決定されている。従って、国債発行額が決定されると、引受分担率に応じてシ団メンバーに機械的に引受額が割り当てられる。割当てられた国債は金融機関が引受け、自ら取得することになっている。従って、募集残が発生することなく全額が市中消化されることになる。シ団引受発行は、全額市中消化を保障する政府にとって極めて都合のよい発行方式である。

次に、シ団引受は長期金利の指標金利を決定する機構である。改めて繰り返すことでもないが、長期金利の指標は一〇年国債の応募者利回りである。この長期金利の指標である一〇年国債はシ団引受によって発行される。従って、シ団引受発行方式が長期金利の決定機構である。

昭和五〇年代中頃までのシ団引受には次のような特徴があった。まず、シ団引受発行が強制割当発行となっていた点である。国債は市場実勢を無視して低利で発行され流動性を奪われていたが、引受金融機関は国債を「こ

用金」と考えて引受けていた。次に、シ団引受発行が人為的低金利政策の支持機構となっていたことである。国債は強制割当によって発行されるから、国債の応募者利回りを人為的に低利に決定することが可能である。国債金利は規制金利体系の中心となる金利であるから、各種の規制金利は一〇年国債の応募者利回りを中心にして国債金利とバランスを取って、人為的に決定されていたのである。

かくて、昭和五〇年代中頃までは、シ団引受は統制的引受機構であり、政府の人為的低金利政策の支持機構であった。国債管理と金融政策は密接不可分離の関係にあり、金融政策は財政政策の侍女であった。

### 3 シ団引受発行の変貌

#### (1) シ団引受発行額の減少と公募発行の拡大

戦時金融統制の名残とも言うべき統制的引受機構は、昭和五〇年代中頃から徐々に変貌していく。まず、シ団引受発行額の減少と公募発行の拡大である。昭和四〇年度から五二年度まで全額がシ団引受で発行され、発行額も増加を続けていた。ところが、昭和五五年度からシ団引受額の減額が始まる。図表1でみるように、昭和五五

図表1 昭和50年代におけるシ団引受の特徴

(単位：億円、%)

昭和年度	新規国債発行額A (収入金ベース)	シ団引受B	公募入札	民間消化計C	B/C	B/A
50	52,805	44,405	—	44,405	100.0	84.1
51	71,982	61,844	—	61,844	100.0	85.9
52	95,612	85,612	—	85,612	100.0	89.5
53	106,740	93,740	10,000	103,740	90.4	87.8
54	134,720	97,720	10,359	108,079	90.4	72.5
55	141,702	84,702	17,316	102,018	83.0	59.8
56	128,999	55,191	20,206	84,759	65.1	42.8
57	140,447	73,797	22,009	103,447	71.3	52.5
58	134,863	57,174	30,349	97,863	58.4	42.4
59	127,813	67,164	22,750	89,963	74.7	52.5
60	123,080	58,700	16,292	76,529	76.7	47.7

(出所)『財政アーターブック』平成15年度版より作成

年度の国債発行額をみると前年の五四年度を上回っている。ところが、逆に昭和五四年度のシ団引受額は減少している。また、民間消化に占めるシ団引受の割合は五四年度の九〇・四％に対して、五五年度は八三・〇％に減少している。そして、この変化は五〇年代末には一段と顕著となりシ団引受額・シ団引受割合はピーク時の約半分近くにまで減少しているのである。

シ団引受発行に代わって公募発行が拡大していく。図表2をみると、昭和五〇年代中頃から国債種類の多様化が進み、公募発行が拡大していることがわかる。三年国債、二年国債、四年国債が相次いで公募で発行されるようになった。五年割引国債のみシ団引受で発行されたが、発行額は興長銀の反対で年間三〇〇〇億円に限定されていた。五年利付国債が公募で発行されるのは、長短金融分離原則が撤廃された平成一一年からである。

公募発行の拡大と共に一〇年国債の相対的地位は更に低下する(図表3)。バブル崩壊後、史上空前の国債が増発され、一〇年国債の発行額は再び増加していく。しかしながら、市中消化分についてみると、一〇年国債のシェアは平成三年度の七八・七％から平成一七年度には二五・四％にまで激減しているのである。一〇年国債に代わって公募発行による国債が激増し、とりわけ五年利付国債のウェイトが最大である。

## (2) シ団引受発行の公募化

昭和五〇年代中頃以降、シ団引受発行額は減少していった。しかし、シ団引受発行の統制的性質は温存されていた。だが、この性質も次第に変貌し、限りなく公募発行に近い発行方式に変化していく。

まず、昭和六二年一月、シ団引受に引受額入札方式が導入されたことである。図表4でみるように、昭和六二年一〇月までは全額が固定シェアで発行されていた。ところが、この時点からシ団引受で発行される総額の二

図表2 国債の年限と種類別発行の推移

年限・種類	昭40 年度	41	42	43	44	45	46	47	48	49	50	51	52	53	54	55	56	57	58	59
30年債																				
20年債																			△	
15年変動利付債																		△	△	△
10年債							●	●	●	●	●	●	●	●	●	●	●	●	●	●
7年債	●	●	●	●	●	●	●													
6年債																	△			
5年利付債																				
5年割引債											●	●	●	●	●	●	●	●	●	●
4年債																○	○	○	○	○
3年利付債														○	○	○	○	○	○	○
3年割引債																				
2年債															○	○	○	○	○	○
TB1Y																				
TB6M																				
TB3M																				
個人向け国債																				

年限・種類	60	61	62	63	平元	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
30年債															○	○	○	
20年債	●	○	○	○	○△	○	○	○	○	○	○	○	○	○	○	○	○	
15年変動利付債	△															○	○	
10年債	●	●	●	●	●	●	●	●	●	●	●	●	●	●	●	●	●	
7年債																		
6年債									○	○	○	○	○	○	○	○		
5年利付債															○	○	○	
5年割引債	●	●	●	●	●	●	●	●	●	●	●	●	●	●	●	●		
4年債	○	○	○	○	○	○	○	○	○	○	○	○	○	○	○	○		
3年利付債	○	○	○	○	○	○	○											
3年割引債																○	○	
2年債	○	○	○	○	○	○	○	○	○	○	○	○	○	○	○	○	○	
TB1Y															○	○	○	
TB6M	○	○	○	○	○	○	○	○	○	○	○	○	○	○	○	○	○	
TB3M					○	○	○	○	○	○	○	○	○	○				
個人向け国債																		

(注) ○：公募  
●：シ団引受  
△：私募

(出所) 財務省資料 <http://www.mof.go.jp/singikai/kokusai/siryou/a131210c.pdf>

○%が入札で発行されるようになった。固定シェアによる発行が大きく変化したのである。もともと、この時点では、一〇年国債の発行条件は政府が決定していた。

次に、平成元年四月、価格競争入札方式が導入された。価格競争入札方式のもつ画期的な意義は、シ団引受で発行される国債発行条件が競争入札によって決定される、という点にある。入札で決定された発行条件で、入札発行部分だけでなく固定シェアで発行される国債も、入札で決定された条件で発行されることになったのである。

更に、価格競争入札のシェアは年を追って拡大していく。価格競争入札方式が導入された平成元年四月時点では、競争入札シェアは四〇%であった。ところが

図表3 10年国債発行額の比重低下（市中消化分・実績ベース）

（単位：億円、%）

年度	10年国債		5年利付国債		2年国債		合計	
	発行額A	シェアA/D	発行額B	シェア	発行額C	シェア	発行額D	シェア
平成元	73,134	73.8	—	—	13,945	14.1	99,102	100.0
2	85,511	75.6	—	—	15,391	13.6	113,146	100.0
3	89,989	78.7	—	—	12,964	11.3	114,307	100.0
4	97,000	78.2	—	—	15,066	12.1	124,056	100.0
5	111,686	65.9	—	—	14,705	8.7	169,353	100.0
6	122,000	59.7	—	—	16,000	7.8	204,391	100.0
7	130,000	53.7	—	—	21,561	8.9	242,061	100.0
8	128,000	62.3	—	—	10,802	5.3	205,433	100.0
9	132,310	60.3	—	—	13,200	6.0	219,510	100.0
10	181,000	53.7	—	—	26,900	8.0	336,900	100.0
11	151,130	37.9	26,001	6.5	88,973	22.3	399,035	100.0
12	163,000	32.3	94,030	18.6	131,939	26.1	504,886	100.0
13	204,000	31.5	196,234	30.3	168,000	25.9	648,155	100.0
14	215,487	28.3	227,501	29.8	207,852	27.3	762,270	100.0
15	220,487	29.6	216,000	29.0	182,706	24.5	744,506	100.0
16	218,079	28.7	213,964	28.2	180,002	23.7	759,962	100.0
17	228,000	25.4	240,000	26.8	204,000	22.8	896,000	100.0
18	240,000	25.5	252,000	26.8	216,000	22.9	942,000	100.0

（出所）財務省ホームページ <http://www.mof.go.jp/jouhou/kokusai/siryou/hakou04.pdf>より作成

（注1）短期国債を除く

（注2）発行額合計には30年債、20年債、15年変動利付債、10年物価連動債、5年債、5年割引債、4年債、3年割引債を含む。

（注3）17年度は補正、18年度は当初予算。

図表4 シ団引受発行の変貌

	固定シェア(%)	引受額入札のシェア(%)	価格競争入札のシェア(%)
全額固定シェア			
昭和41年1月～62年10月	100	—	—
引受額入札方式の導入			
昭和62年11月～平成元年3月	80	20	—
価格競争入札方式の導入			
平成元年4月～2年9月	60	—	40
価格競争入札のシェア拡大			
平成元年4月～2年9月	60	—	40
平成2年10月～14年3月	40	—	60
平成14年4月～	38	—	62
平成14年5月～	25	—	75
平成15年5月～	20	—	80
平成16年5月～	15	—	85
平成17年4月～	10	—	90
シ団引受発行の廃止			
平成18年3月			

(注) 財務省『日本国債ガイドブック』(2004)、齋藤馨「平成18年度国債発行計画について」『ファイナンス』2006年3月号等より作成

図表5 シ団引受手数料の推移

期間	手数料
昭和41年4月～昭和46年12月	50銭
昭和47年1月～昭和53年3月	55銭
昭和53年4月～昭和58年3月	60銭
昭和58年4月～昭和61年3月	70銭
昭和61年4月～平成14年4月	63銭
平成14年5月～平成16年4月	39銭
平成16年5月～	23銭

(出所) 齋藤馨「平成18年度国債発行計画について」『ファイナンス』2006年3月号より作成

翌年四月には六〇%、平成一五年五月には八〇%に拡大し、平成一七年四月からは終に九〇%になり、固定シェアによる発行は僅か一〇%に激減したのである。

また、シ団引受手数料も引き下げられた。図表5でみるように、昭和五〇年代末の引受手数料は七〇銭であったが、その後、引き下げられて平成一六年五月から二三銭になった。この手数料は、現実には、応札価格に上乗せされ実質的な意味を失っていくのである。

こうした変化が意味することは、従来の統制的引受機構という性質が大きく変貌し、シ団引受が限りなく公募発行に近い性質を持つ発行方式に変貌したということである。発行額の九〇%が入札で発行され、かつ、発行条件も入札によって決定され

る。シ団引受という大枠は残っているものの、その性質は限りなく公募発行に近い発行方式に変貌を遂げたのである。

(3) なぜシ団引受の性質が変貌したか

では、なぜ、シ団引受発行の性質が変貌を遂げたのであろうか。なぜ、昭和五〇年代中頃以降に、この変化が生じたのであろうか。

まず、強制割当発行の限界である。昭和五〇年度の補正予算段階から国債大量発行が開始され、国債は金融機関に対する強制割当によって発行された。国債消化が金融機関中心であれば、国債発行余力は金融機関の資金力によって限界を画されることになる。昭和五四年度にこの限界が顕在化した。昭和五四年度には都銀の国債引受額は預金純増額を上回ったのである。金融機関中心の国債消化は、その限度に直面したのであった。その結果、昭和五五年度の国債発行額は前年度を上回っているにもかかわらず、前述したように、シ団引受発行額を圧縮せざるをえなかった。シ団引受発行は、以後、国債大量発行が継続するにもかかわらず減少するのは、金融機関の資金力に依存する国債発行余力が限度に達したからであった。

次に、低利国債引受の限界である。長らくの間、人為的低金利政策によって国債の応募者利回りと流通利回りは乖離していた。市場金利以下の水準で発行される国債は、金融機関にとっては不良債権であり、限度を超える、金融機関の経営を圧迫する。昭和五六年六月から八月までの間、シ団金融機関は「かかる低利の国債を引き受けることは預金者に対する背徳行為である」として、国債の引受を拒否したのである。この時点から、休債は日常化する。乖離が発生すると、しかも乖離幅が僅かであっても、シ団金融機関は国債引受を拒否し、休債は五

七年七月、五八年二月、五八年七月、五九年六、七月と日常化していったのである。

休債が日常化した意味は、政府は低利国債の強制割当発行が不可能になったという事である。市場実勢を尊重して発行条件を決めなければ、国債発行が不可能になったのである。この時点で、日本の国債管理と金融政策は一大転換をとげる。人為的低金利政策を維持することが不可能となり、金融市場の制約にしたがって国債を発行せざるを得なくなったからである。この時点で、金融政策は財政政策から独立性を獲得した、といえよう。「日本版アコード」が成立したのである。だが、日本の特徴はアコードの成立時点が明確ではない。政府は財政負担軽減のため可能な限り低利国債発行に固執し、国債金利の自由化は「しぶしぶ」、「いやいやながら」認めざるを得ない状況に追い詰められたからである。アコードの成立時点は明確ではないが、昭和五〇年代末には乖離が生しなくなったから、金融政策の独立性獲得の時点は、昭和五〇年代末と断定することができよう。

#### 4 なぜシ団引受は廃止されたか

##### (1) シ団引受を巡る問題点

昭和五〇年代中頃以降、シ団引受発行は限りなく公募に近い発行方式になった。また、長期金利の指標である一〇年国債の応募者利回りも完全自由化された。にもかかわらず、これまでシ団引受の是非を巡って様々の問題点が議論されてきた。では、シ団引受の何が問題であったのだろうか。また、シ団引受が廃止された理由は何処にあったのだろうか。

シ団引受を巡る論点を「国債市場懇談会」の議事録から抜粋してみよう。

## ① 存続論

- ・「現実としてシ団方式はマーケット原理を歪めているわけでもなく、また、これだけ財政事情が厳しくなっている中で、今、敢えて廃止する必要は無いと言える。また、引受手数料については、テクニカルな問題であり、手数料の額を引き下げれば解決できる問題ではないか」<sup>(1)</sup>
- ・「シ団がそもそも創設された背景には国債大量発行があり、その中で円滑な消化を目的としたものであるが、現在では来年度の国債の発行が増える状況であることを踏まえると、もうしばらくシ団を存続させるべきであり、財政が中立あるいは緊縮になるという明確なゴールが見えるまでは、シ団制度の廃止は早すぎると考える」<sup>(2)</sup>
- ・「今後のシ団のあり方については、賛否両論がある。発行量の増加が見込まれる現状では、近い将来で廃止するのは難しいであろうが、今後廃止の方向での議論をする場合にも、シ団に替わる安定消化のための仕組み、例えばプライマリー・ディーラー制を導入し、最低落札額をその要件として組み込むことであるとか、市場参加者・投資家と発行当局との対話の機関・機会が必要ではないか」<sup>(3)</sup>
- ・「現在の日本の財政状況では、今すぐシ団を廃止することは難しく、シ団の廃止は中長期的な目標として、W I 制度やプライマリー・ディーラー制度の導入とセットで考えていくべきではないか」<sup>(4)</sup>

## ② 廃止論

- ・「シ団の安定消化に対する寄与度は落ちており、シ団制度のデメリットとして次の五点が挙げられる。第一に、シ団の存在が希薄化している。…一〇年債の固定シェアの割合は二二・五％にまで落ちており、シ団引受を国債消化のラストリゾートとして位置づけるには無理がある。…第二に、シ団メンバー各社の引受負担が増加して

いる…。第三に、シ団引受シェアの硬直性がある。現行の業態別・各社別シェアは妥当なものとして説明困難である。第四に、引受手数料の問題がある。応札価格に上乘せられていることで引受手数料の実質的意義が失われていることに加え、各メンバーのシェアによって引受手数料の合計額が異なってくるため、入札に当たった前提条件が不公平なものになっている…。第五に、シ団会議の開催等、運営コストがかさむ<sup>(5)</sup>」

・「シ団制度が廃止されれば発行市場の透明性は向上する。国債市場の諸制度が次々に改善されている状況下で、あえて一〇年債についてのみシ団制度を残す必要はなく、むしろ、なくしたほうが新たな市場改革となるのではないか<sup>(6)</sup>」

・「結論的にはW I制度さえ導入されれば、シ団を廃止し全額競争入札にしても市場参加者としては全く問題はな<sup>(7)</sup>」

以上に見てきたように、存続論も廃止論も論点は共通している。まず、財政資金の安定的調達が必要である、という共通の認識である。相違点はシ団の果たしている評価の相違にすぎない。共通する第二の論点は、市場流動性を向上させるにはどうすればよいか、国債市場の透明性を如何にして確保するか、という点である。今日の国債市場は金融市場の中核的存在であり、国債市場を整備することは金融市場の整備と同一の意味を持っている。一〇年国債の市場流動性が向上すれば、長期金利の透明性が更に高まる。

存続論と廃止論は、いずれも財政資金の安定的調達と国債流動性の向上を如何に確保するか、の議論であった。シ団引受を廃止する前に、まず、この課題を解決する必要がある。では、この課題はどのように解決されたのだろうか。

## (2) 日本版プライマリー・ディーラー制度とW I制度の創設

まず、財政資金の安定的調達という争点は、国債市場特別参加者制度（日本版プライマリー・ディーラー制度）の創設によって解決されることになった。平成一六年一〇月、日本版プライマリー・ディーラー制度である「国債市場特別参加者制度」が創設された。プライマリー・ディーラー制度は欧米で定着している国債発行方式であり、日本独自の制度ではない。だが、次の諸点で外国の制度とは異なっている。まず、応札義務と落札義務についてである。諸外国でもこの義務を課しているが、日本の場合、数値基準が設定されていることである。図表6でみるように、特別参加者は発行予定額の三%以上の応札義務があり、発行予定額の一定割合（原則一%）以上の落札責任が課せられている。諸外国では、こうした数値基準は設定されていない。次に、マーケット・メイクについてである。アメリカではマーケット・メイクの義務はないが、日本の場合、イギリスと同様に義務が課されている。また、プライマリー・ディーラー制度という表現を避けて特別参加者制度としたのは、この制度の参加者は証券会社だけを前提としないからである。

こうした特長を持つ日本版プライマリー・ディーラー制度は、諸外国の制度と比較して財政資金の安定的調達という機能を果たすことになる。日本版プライマリー・ディーラー制度は、現代版シ団引受と言っても過言ではなからう。

次に、一〇年国債の流動性向上については、W I制度が導入されることになった。W I (When, as and if issued)の略)とは、国債等の入札前取引のことで、アメリカやイギリスでは既に行われている。W I取引は、広義には発行日前取引全体を意味し、受渡決済日は発行日となる。日本では、入札後発行日前取引は既に行われていた。平成一六年二月に導入されたW I制度は、図表7でみるように、入札発行が行われる約五営業日前の入札

## 図表 6 国債市場特別参加者制度の概要

### (1) 目的

国債市場において重要な役割を果たし、特別な資格及び責任を伴い国債管理政策の策定・遂行に協力する「国債市場特別参加者」及び財務省等により、国債の安定的な消化の促進、国債市場の流動性の維持・向上等を図る。

### (2) 特別参加者の責任

- ① 応札責任：全ての国債の入札で、相応な価格で、発行予定額の3%以上の相応の額を応札すること。
- ② 落札責任：直近2四半期中の入札で、短期・中期・長期・超長期の各ゾーンについて、発行予定額の一定割合（原則1%）以上の額の落札及び引受を行うこと。
- ③ 流通市場における責任：国債流通市場に十分な流動性を提供すること。
- ④ 情報提供：財務省に対して、国債の取引動向等に関する情報を提供すること。

### (3) 特別参加者の資格

- ① 国債市場特別参加者会合への参加：財務省が原則四半期ごとに開催する特別参加者との会合（国債市場特別参加者会合）に参加し、財務省と意見交換等を行うことができる。
- ② 買入消却入札への参加：買入消却のための入札に参加できる。
- ③ ストリップス債の分離・統合：ストリップス債の分離・統合の申請を行うことができる。
- ④ 非価格競争入札への参加：通常の競争入札と同時にされる第Ⅰ非価格競争入札及び競争入札後に行われる第Ⅱ非価格競争入札に参加できる。（ともに、過去の落札実績（第Ⅰ）・応札実績（第Ⅱ）等に基づき、個社ごとに定められた限度額内で、競争入札の平均落札価格により国債を取得できる入札。）
- ⑤ 流動性供給入札への参加：国債市場の流動性の維持・向上等を目的として実施される流動性供給入札に参加できる。
- ⑥ 金利スワップ取引への優先的な参加：財務省が実施する金利スワップ取引の優先的な取引相手となることができる。

### (4) 導入時期

- ① 平成16年10月：国債特別参加者制度の導入  
（国債市場特別参加者の指定、国債市場特別参加者会合の開催開始、第Ⅱ非価格競争入札開始）
- ② 平成17年4月：第Ⅰ非価格競争入札開始
- ③ 平成18年1月：金利スワップ取引の実施
- ④ 平成18年4月：流動性供給入札開始

（出所）財務省『日本国債ガイドブック2006』

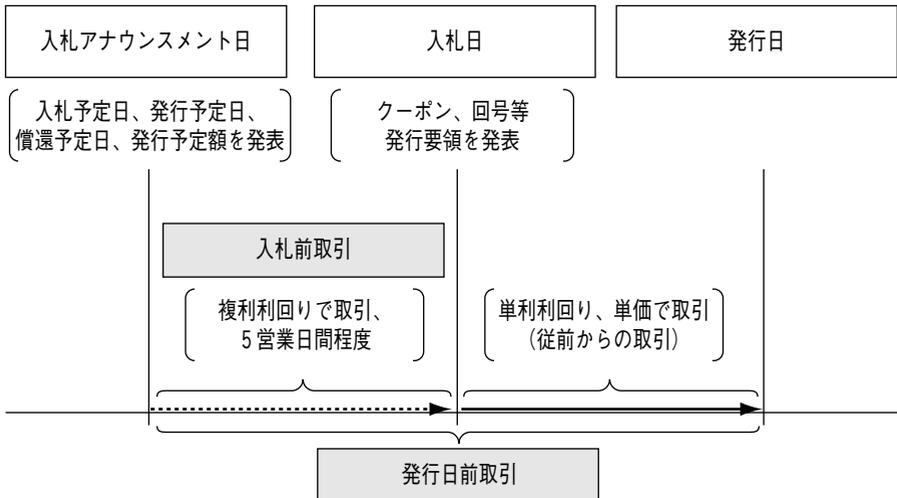
アナウンスメント日から、発行日前取引を可能にする制度である。W I制度が導入されると、国債の市場流動性は向上する。新規発行債の消化は時間が長いほうがマーケットに対するインパクトも少ないからであり、市場の安定という面でも効率的である。新規発行債の消化時間が長くなるほど、引受手数料という不純な要因も市場で吸収されてしまう。W I取引により、入札時の価格のボラティリティが分散され、投資のタイミングに幅がでるからである。従って、一〇年国債の価格形成はより透明度が高くなる。一〇年国債の価格形成の透明度が高くなれば、長期金利の透明度も高くなる。

シ团引受を巡る問題は、かくして、日本版プライマリー・ディーラー制度とW I制度の導入によって解決されることになった。残す問題は、果たしてこの制度が十分に機能するか、これを見届けるだけの問題となった。

(3) 日本版プライマリー・ディーラー制度の定着とシ团引受の廃止

W I制度の導入が一〇年国債の市場流動性向上に資するこ

図表7 W I制度の概要



(出所) 財務省『日本国債ガイドブック』(2005) 27頁

とは検証の必要もない。問題は日本版プライマリー・デューラー制度の評価である。日本版プライマリー・デューラー制度が導入された一年後の平成一七年一〇月、国債市場特別参加者会合（第八回）と国債投資家懇談会（第二三回）が開かれ、この制度の評価が行われた。まず、国債市場特別参加者会合での評価をみてみよう。

・「昨年一〇月に特別参加者制度が導入された以降の入札を見ると、応札倍率は二倍を底として概ね三倍〜四倍という安定的な水準で推移している。これは、現在二七社ある特別参加者がそれぞれ三%の応札責任を負っているため発行額の八〇%以上の応札が確実に入り、これに加えて、証券会社や投資家のニーズの応札が入る構造となっているためと思われる。この結果、札割れや応札倍率の急低下といったことが起きる可能性は現行制度においては相当減じられており、市場の安定性、ボラティリティの低下につながっている」<sup>(8)</sup>

・「基本的には、特別参加者制度を評価しており、シ団についても廃止という方向で大丈夫と考えている」<sup>(9)</sup>

・「特別参加者制度においては、各社が応札責任等を負うことにより、参加意識の高いマーケットが形成されてきている。従って、長年安定消化に寄与してきたシ団引受の枠組みをなくし、一〇年債も他年限と同様に完全に入札制度に変更しても、もはや問題はないことだと思ふ」<sup>(10)</sup>

国債投資家懇談会においても、同様の評価がなされている。

・「特別参加者制度は、国債の安定消化という当初期待された機能を発揮しており、入札というイベントに対する不安が払拭されたという効果があったと考えている」<sup>(11)</sup>

・「入札を重ねるごとに、制度本来の目的が実現されてきたと感じる。ランキングを意識した競争激化という指摘もあるが、証券会社も各社各様の対応をとるようになってきており、制度としては非常にうまく機能しているのではないかと考えている。それを踏まえてシ団の廃止も全く問題ない」<sup>(12)</sup>

・「シ団については、歴史的な使命は十分果たしたと思っており、廃止しても差し支えない」<sup>(13)</sup>

日本版プライマリー・ディーラー制度の参加者は国債市場特別参加者会合や国債投資家懇談会において、一年間の実績を振り返り以上のような評価をおこなった。この評価に基づいて、平成一七年二月一九日の「国債発行世話人会」において、平成一七年度末をもって一〇年債のシ団引受を廃止したのである。そして、シ団引受に代わって一〇年債も日本版プライマリー・ディーラー制度によって発行されることになった。

日本版プライマリー・ディーラー制度は国債の安定消化を保障する「現代版シ団引受」の機能を果たすだけではない。国債市場の整備は同時に金融市場のインフラ整備でもあり、国債の市場流動性向上は金融市場の透明性を更に高めることになるからである。

注

- (1) 国債市場懇談会議事録 第七回 平成一三年三月二七日
- (2) 同上
- (3) 同上
- (4) 国債市場懇談会議事録 第二二回 平成一三年一月九日
- (5) 同上
- (6) 同上
- (7) 同上
- (8) 国債市場特別参加者会合議事録 第八回 平成一七年一〇月一九日

- (9) 同上
- (10) 同上
- (11) 国債投資家懇談会議事録 第一三回 平成一七年一〇月二五日
- (12) 同上
- (13) 同上

(なかじま まさたか・客員研究員)

# 証券会社決算に見る証券業務の変化

一上季代司

二〇〇六年三月期の証券会社決算は株式市況の追い風を受けバブル崩壊以後、最高の営業利益を記録した。<sup>(1)</sup>この好決算は株式市況という循環的要因による部分が大きいが、収益項目の構成をみると最近の構造的な変化も反映されている。もともと、市場の構造的変化をどの程度ビジネスチャンスとし「収益化」し得ているか、各社によってマチマチではある。そこで、以下ではビッグバンが始まった九九年三月期を基点として現在までの七期にわたる証券会社決算の推移を概観し、ビッグバン以降の市場の構造的変化が証券決算にどのような形で反映しているのか、簡単に整理してみた。

## 1 収益項目の内訳

まず、〇六年三月期の証券会社決算概況（東証総合取引参加者ベース）をみると表1のようである。これによると、最大の収益源は、国内証券会社では依然として委託手数料、外国証券会社では「その他手数料」であることが分かる。とくに外国証券の「その他手数料」への依存度は、純営業収益の三分の二を占め、きわめて高いばかりか、国内証券のそのの一・三倍以上にもなっている。

これを別の角度から確かめてみよう。九九年三月期を基点として、各種手数料およびトレーディング損益の伸び率を、一〇七社全社についてみたものが、図1である。これによると、「その他手数料」の伸び率が最も高く、

かつ安定的である。ついで「株券委託手数料」、「トレーディング益」、「引受手数料」、「募集手数料」の順で高いが、これらは「その他手数料」と比べてボラティリティ（変動）が大きく不安定であるように見える。そこで、これを国内証券会社と外国証券会社に分けて、同様のグラフを作成したものが図2、3である。

これによれば、国内証券会社と外国証券会社とでは非常に大きな違いがあることがわかる。国内証券では、トレーディング益の伸び率もつとも高く次いで株券委託手数料、引受手数料、その他手数料、募集手数料の順であり、他方、外国証券では、その他手数料の伸び率もつとも安定的かつ高く、ついで株券手数料、引受手数料、募集手数料、トレーディング益の順となっている。つまり、「その他手数料」の安定的かつ高い伸び率は、外国証券によってもたらされており、国内証券の収益構造は株式市況の変動にかなり大きく左右されている、ということになる。

そこで、最も伸び率の大きい「その他手数料」がどのよ  
うなビジネス（あるいは証券サービス）の収益化なのか、

表1 東証総合取引参加者決算概況

(単位：百万円)

2006年3月期	全社	国内	外国	全社	国内	外国			
	107社	88社	19社	純営業収益を100とする構成比(左) 受入手数料を100とする構成比(右)					
受入手数料	3,045,897	2,180,046	865,851	70.8%	100.0%	65.6%	100.0%	88.3%	100.0%
(内訳) 委託手数料	1,346,939	1,152,128	194,811	31.3%	44.2%	34.7%	52.8%	19.9%	22.5%
引受手数料	246,944	219,268	27,676	5.7%	8.1%	6.6%	10.1%	2.8%	3.2%
募集手数料	344,388	339,734	4,654	8.0%	11.3%	10.2%	15.6%	0.5%	0.5%
その他手数料	1,107,489	468,797	638,692	25.7%	36.4%	14.1%	21.5%	65.1%	73.8%
トレーディング損益	1,067,422	1,022,907	44,515	24.8%		30.8%		4.5%	
金融収益	610,340	304,176	306,164						
金融費用	428,366	192,325	236,041						
金融収支	181,974	111,851	70,123	4.2%		3.4%		7.2%	
純営業収益	4,303,647	3,323,156	980,491	100.0%		100.0%		100.0%	
販売・一般管理費	2,596,132	1,948,543	647,589						
営業損益	1,707,465	1,374,566	332,899						
当期純損益	1,144,241	823,338	320,903						

(出所) 東京証券取引所ホームページより作成。

図1 受入手数料の伸び率（東証全社）

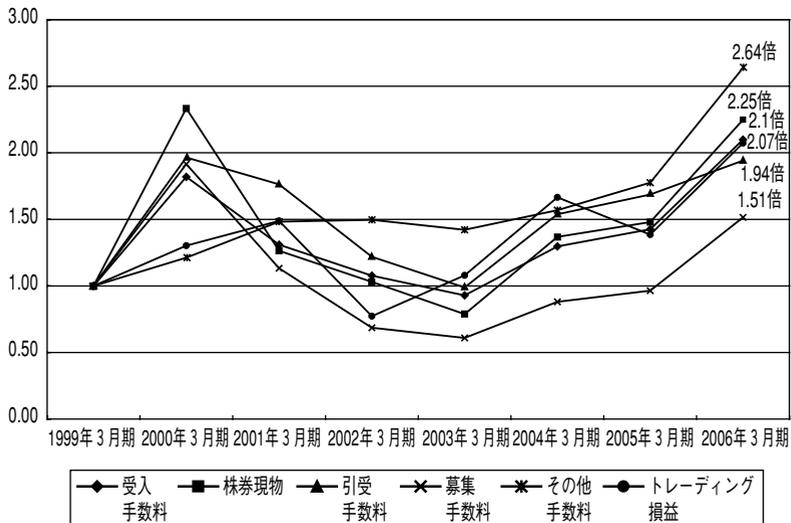


図2 受入手数料の伸び率（東証国内証券）

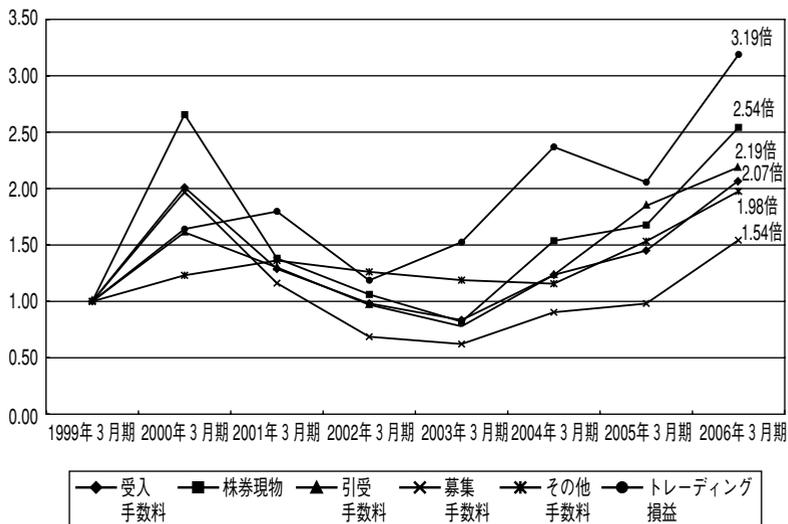
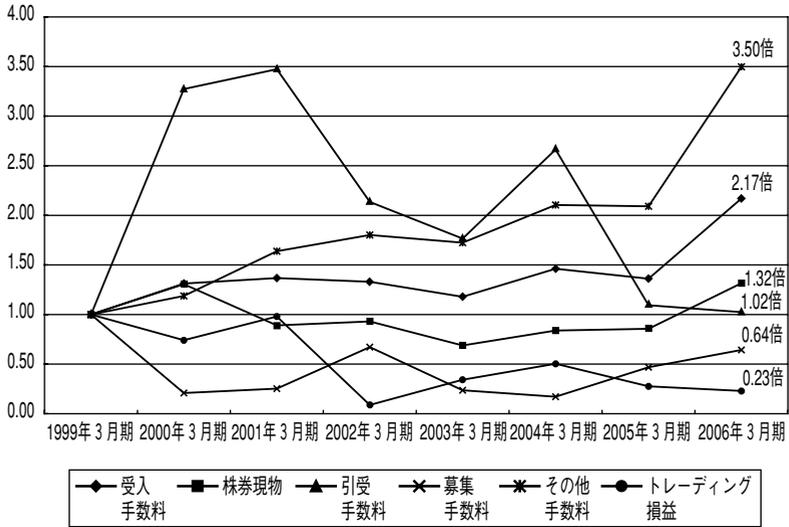


図3 受入手数料の伸び率（東証外国証券）



それを見てみよう。

## 2 コーポレート・ファイナンスの「市場化」に対応した収益化

基本的に、委託手数料、引受手数料、募集手数料に入らない受入手数料は、すべて「その他手数料」に含まれるのだが、①外国証券および国内大手証券（投資銀行部門）の場合には、企業へのアドバイザリー・フィー、各種ファンドの運営管理手数料などが、また②大手・準大手証券国内営業部門および中堅・中小証券の場合には、投資信託の信託報酬代行手数料や変額年金・保険の受入手数料などが、これに相当する。

すなわち、外国証券・国内大手証券（投資銀行部門）では、M&A（企業買収・合併）のアドバイザリーやプリンシパル・インベストメント（自己資金による投資）における投資先企業へのアドバイザリー、買収ファンドや不動産ファンドの組成、不動産証券化商品の組成（不動産証券化）などが活発に行われており、その対価としての助言料、ファンド運営管理手数料等が「その他手数料」に計上されているわけであ

る。近年のM&Aの拡大、不動産証券化の増加という構造的な変化から生まれた企業側のニーズに込んでいるわけである。

言い換えれば、これまでメインバンクを中心に行われてきた企業再編、破綻企業の再生、不動産など企業資産のリストラクチュアリングが、市場メカニズムを通じて行われるようになったことであり、それをビジネスチャンスと捉えなおした外国証券、大手証券が収益化しているわけである。いうなればコーポレート・ファイナンスの「市場化」という構造変化に即応した経営対応と評価することが出来る。

しかも、こうしたビジネスに基づく収益が前述の「その他手数料」に全て反映しているわけではない。M&Aのアドバイザーは証券会社の専売特許ではなく、銀行や会計事務所も行ってゐるし、不動産ファンドの組成は、専門のファンド運営会社<sup>(3)</sup>が最も積極的に行っている。加えて外国証券や大手証券の場合、プリンシパル・インベストメントや不動産ファンドの組成を別会社として行っているため、東証や証券業協会が集計する前述の決算概況には反映されないケースも多いからである。したがってコーポレート・ファイナンスの「市場化」に伴うビジネスは先の数字が示している以上に大きいし、業際を超えて今後も拡大していくだろう。

### 3 アセット・マネジメント（資産管理）に対応した収益化

他方、リテール営業における構造改革を、収益面から反映しているのも「その他手数料」なのである。証券界は一九九〇年代後半、長期資金に対する資産管理サービスを提供するという観点から「資産管理型営業」を提唱したことがあった。この営業手法のモデルとなったのはアメリカ最大の証券会社メリルリンチ社であるが、同社の収益構成を見ると、表2のようになっている。これは連結ベースであるが、表1と比較可能にするために、収

益項目をセレクトし並べ替えてある。

これによると、世界最大のリテール証券会社である同社でも、日本の委託手数料プラス募集手数料に相当する「コミッション」は受入手数料の四割強にすぎない。他方、委託手数料・引受手数料・募集手数料を除くその他手数料にあたるものは「ストラテジック・アドバイザー」「ポートフォリオ・アドバイザー」「アカウント・フィー」「そのほか」の四項目となるが、このうち「ストラテジック・アドバイザー」は、M&A等の企業向けアドバイザー・フィーに相当し、「ポートフォリオ・サービス・フィー」は個人顧客に対する投資アドバイザー・サービスへの対価であって、預かり資産に連動する手数料である。これが「資産管理型営業」からの収益であり、年々増加傾向にあつて、今やコミッションの約半分、受入手数料の二割強を占めるにいたっている。

同社の「ポートフォリオ・サービス・フィー」の中核は、「メリルリンチ・コンサルタンツ」と呼称する投資アドバイザー・サービスからの収益であり、これは①（顧客プロファイルにもとづく）投資戦略の評価↓②ポートフォリオの構築と運用業者の選定↓③専門的マネジャーによる運用の実行↓④目標達成のモニター↓①投資戦略の再評

表2 メリルリンチ社の収益構成（抜粋、連結ベース）

（単位：百万ドル）

暦年	2001年	2002年	2003年	2004年	2005年	2001年	2002年	2003年	2004年	2005年
コミッション	5,094	4,529	4,299	4,874	5,371	42.91%	44.55%	42.86%	41.56%	41.44%
引受	2,438	1,710	2,092	2,585	2,710	20.54%	16.82%	20.86%	22.04%	20.91%
ストラテジック・アドバイザー	1,101	703	551	683	884	9.27%	6.92%	5.49%	5.82%	6.82%
ポートフォリオ・サービス・フィー	2,202	2,134	1,990	2,409	2,769	18.55%	20.99%	19.84%	20.54%	21.37%
アカウント・フィー	488	525	529	516	491	4.11%	5.16%	5.27%	4.40%	3.79%
そのほか	549	565	570	662	735	4.62%	5.56%	5.68%	5.64%	5.67%
小計	11,872	10,166	10,031	11,729	12,960					

（注）日本の証券会社の受入手数料構成比と比較できるように収益項目をセレクトし並べ替えてある。

（出所）メリルリンチ社、アニュアルレポート2005年版より作成。

価↓……の一連のサービスから成り立っている。わが国でいう「ラップ・アカウント」がこれに相当する。

このサービスが、リテール営業の構造的改革を反映しているという理由は、①対面営業主体の証券会社にとって手数料自由化に対処しうる安定収益源であること（売買のあるなしにかかわらずフィーが残高連動で徴収できる）、②顧客との利益相反が小さいこと（顧客資産が増えてこそフィーも増える）、③顧客のライフステージや家族構成、年収・資産状況におうじたオーダーメイドの分散投資を促進できること（「貯蓄から投資へ」の流れに沿っていること）、などであろう。

#### 4 わが国リテール証券業者の「その他手数料」

そこで、わが国証券会社の「その他手数料」のうちラップ・フィーはどの程度あるか、推定してみよう。ラップ・アカウントの残高は、二万三五〇件、三四四一億円となっており、このほか投資顧問契約を結んでいないものが六八八億円、合計で四一三〇億円あるとされている。<sup>(4)</sup>したがってラップ・フィーは残高の最大三%とみても年間一二〇億円強と推定され、国内証券の「その他手数料」全体のわずか三%程度に留まっている。

すなわち「その他手数料」のリテール関連の大部分は、投資信託の信託報酬代行手数料（以下、代行手数料と略）から構成されるということになる。これはたしかに預かり資産に連動するフィーであり、残高が積みあがれば安定収益源になるが、サービスの内容から見れば、上記のような「アセット・マネジメントに対応した収益化」とはいいにくいだろう。なによりこの手数料は、その名のとおり、運用会社が本来行うべき口座管理、分配金の支払い、運用報告書等の法定開示資料の送付を販売会社が代行していることに対する手数料であって、顧客からではなく運用会社から徴収している。

したがって、ラップ・アカウントを除き、上述のような顧客に対する投資コンサルタント・アドバイスに相当するサービスが提供されても、それに対する対価は、現状では依然として株券委託手数料や投信の募集手数料として現れている。こうした売買ごとの「コミッション」は、市況変動にさらされてボラティリティが高いし、手数料自由化とアドバイスなしのネット証券会社のシェア拡大によって傾向的にも料率低下にある。この傾向は投信にも波及しており、例えば、最近では募集手数料がゼロ（ノーロード投信）で、投信販売の収益を代行手数料で賄おうという傾向が出ている。<sup>(5)</sup>しかし、代行手数料はあくまで運用会社が支払うフィーであるから、根本的な解決になっていないように思われる。

アドバイスなしで低率の手数料でシェアを拡大しつつあるネット証券に対して、対面営業の証券会社はその優位性をどこに求めるか、といえは、顧客に対するコンサルタント・アドバイスの有用性に求めるしかない。それは、ネット証券の顧客が自信を失う時、コンサルタントやアドバイスを求めたい時、すなわち相場低迷期に出でくる。ライブドア事件以来、新興市場が総崩れとなった今が、その時ではなからうか。

## 5 わが国対面営業証券会社の課題

これに関連して、米国ではITバブル期のピーク時（二〇〇〇年三月）に取引件数の三三％を占めたネット証券の売買シェアが、ITバブル崩壊後に徐々に低下、〇五年六月には六・七％にまで落ち込んで、個人投資家が対面営業に回帰したという指摘がある。<sup>(6)</sup>またアメリカの某大手デイスカウトブローカーの顧客七・八万人のデータに基づいた調査では、九二年～九五年に電話ベースからネット取引に変更した顧客一六〇〇人の属性を調べたところ、①年齢が比較的若く、②年収・金融資産残高が高く、③投資経験が長いベテランで、④パフォーマン

スの良かった投資家がネットに移ったが、移行後は売買回転が速くなって成績が悪くなった、という平均像が示されている。<sup>(7)</sup>この④については、「行動ファイナンス」による説明が説得的であるが、<sup>(8)</sup>いずれにせよ、相場低迷期にはアドバイスの有用性に気付いて、再び対面営業に回帰するという傾向がアメリカでは見られる。<sup>(9)</sup>

この点、わが国では、二〇〇〇年以降のITバブル崩壊では対面営業への回帰は見られず、むしろネット証券の売買シェアは高まっていき、〇五年後半からの相場上昇期にネット取引への投資家参入が加速し、デイ・トレーダーの存在が顕著となっていた。こうした日米間の相違は、何に由来しているのだろうか？また新興市場が不振に転じた今春以降も、対面営業への回帰は起きないのだろうか？

俊野（前掲論文）は、ネット投資家の属性はアメリカと同様、若くて年収・金融資産残高が多いが、異なるところは「ベテランではなく投資経験の浅い層」が多いこと、<sup>(10)</sup>と指摘している。ではパフォーマンスはどうかといえば、熊野（前掲論文）は、ネット証券の①預かり資産残高（実額）と②口座数・株価の要因で説明した推計の預かり資産とを比較して、基本的にネット投資家のパフォーマンスは日経平均と変わらないこと、むしろライブシヨックのような乱高下では大きな損失が出ている、と推定している。また、熊野は、日本のネット投資家は、ファンダメンタルズ分析（個別企業の財務分析、マクロ環境の変化）を全く無視して、チャート分析を武器にしている点でもアメリカのネット投資家と大きく異なると指摘している。このようにみると、日本のネット投資家の平均像は、アメリカ同様、速い回転売買で敗退していく一方、それを上回って次々と未経験の若年層が参入して取引が拡大している、ということになりそうである。

そうだとすると、対面営業の証券会社にとってのネット取引拡大には二面性があることになる。ネット取引の拡大は、手数料率の強烈な引き下げ競争を引き起こしている反面、新しい投資家を開拓し顧客を増やしてくれて

いるという積極的な側面、共存共栄の関係もみられるのである。むしろ問題は、知識と経験もない若年層が、証券投資に心理的バリアーの低いネット取引を始めてみたが、相場の波のなかで成功と失敗を重ねて長期投資の有利性に目覚め、ファンダメンタル分析の重要性に気付き始めた時に、本来は対面販売の証券営業員がその相談相手になってやらなければならないのに、日本ではそうはなっていない、ということである。営業員への信頼性などがネックとなっているのかもしれない。

では、どうすればよいか？現在、このような状況に対して一部の対面営業の証券会社が取っている対応の一つは「コール・センター」の拡充である。対面営業、ネット取引、コール・センターと三つあるチャンネルの中で、某中堅証券会社のコール・センターは顧客専任制を取っており、電話をかければアドバイスが受けられるが、外交はせず全くの受身であるが、コール・センターの取引は対面営業部店よりも増えており、収益性も高い、という。ちなみに、大手証券でもコール・センターの増設が計画されており、オペレーターの確保に拍車がかかっているようである。<sup>(1)</sup>自己責任で投資を行ってきたネット投資家がアドバイスを受けようとする時に、受身の相談に徹することは、ネットから対面への橋渡しになるのかもしれないのではなからうか？

注

(1) 東証総合取引参加者(旧東証会員証券会社)ベースで、二〇〇六年三月期の営業利益は一兆六九九一億円となっており、これは過去一〇年間における既往最高の二〇〇〇年三月期(一兆三三三億円)を上回る。

(2) 二〇〇六年三月期では、国内八八社、外国一九社となっている。なお、この間、メリルリンチ証券が日本法人であるメリルリンチ日本証券に営業譲渡し(二〇〇一年三月)、ついで日興シテイグループ証券が日本国内法人に転換してい

る（二〇〇四年）ため数字は連続していないのだが、大まかな傾向を捉えるには差し支えないと思われる。

- (3) ちなみに、ダビンチ・アドバイザー、ケネディックスなど上場不動産ファンド運営会社九社の運営資産残高が昨年末には三・四兆円に上り、年内には四兆円を突破の見込みとされている（『日経金融新聞』六月二一日）。

- (4) 〇六年三月末現在（『日本経済新聞』六月九日）。

- (5) ネット專業証券会社がノーロード投信を増やしているし、この動きに追随する対面販売中心の証券会社もでている。郵政公社でもネットでの投信販売について募集手数料の大幅割引に踏み切るようである。なお、ノーロード投信の公募投信全体に占める割合はまだ一％程度であり、今後この比率は高くなるう。ちなみにアメリカでは六割強といわれている（『日本経済新聞』五月一八日）。

- (6) 佐賀卓雄「株式個人ネット取引への証券会社の取り組み」（『証券アナリストジャーナル』二〇〇六年六月）。

- (7) 俊野雅司「インターネット取引と株式市場」（『証券アナリストジャーナル』二〇〇六年六月）。

- (8) 熊野英生「デイトレーダーの隆盛をどう見るか」（『証券アナリストジャーナル』二〇〇六年六月）、なお、俊野論文は、

①自己帰属バイアス（投資が成功したときは自分の判断が正しかったと思ひ、失敗した場合は、不運や市場環境等、自分以外のせいにしたがる↓パフォーマンスの良かった投資家が自信を深めて運用の自由度の高いネットに移りたがる）、②知識の幻想（プロの機関投資家と同様の情報量に接すると、投資判断が正確になると錯覚する）、③コントロールの幻想（他人ではなく、自分で何かを実行するときのほうが、成功確率が高くなるという幻想↓発注は自分で行おうとネットに移る）、④プロセスペクト理論（利益の領域では凹関数、損失の領域では凸関数↓利益が出ていれば小口の利益を何度も獲得するほうが満足度が高くなり、短期値ざや稼ぎに走ってしまつ）、などの仮説を提示している。

- (9) その結果、ITバブル以後は、米国のネット証券も資産管理サービスに注力している（伊豆久「米国のネット証券」

本誌一六三六号、二〇〇六年六月。

(10) 平均一三年であり、非ネット投資家の二三年と比べて経験が浅い(俊野、前掲論文)。

(11) 『日本経済新聞』七月一七日。

(にかみ きよし・客員研究員)

# MSSCBとディスクロージャー制度

松尾 順介

はじめに

昨今、エクイティ・ファイナンスの盛況が伝えられている。今年、上半期の資金調達額は、二兆五二〇〇億円に達し、前年同期と比較して一兆三〇〇〇億円の増加で、前年同期比は二倍以上となっている。うち、公募増資は八四〇〇億円で、前年同期比二・七倍、新株予約権付社債も一兆四〇〇〇億円と、二倍の増加であった。また、調達金額が一〇〇〇億円を上回るような大型のエクイティ・ファイナンスも行われ、注目されている。このようなエクイティ・ファイナンスの増加の背景には、好業績を背景とした設備投資やM&Aの活況、金利上昇観測による株式市場への資金流入低下懸念、さらには負債削減による財務体質改善などさまざまな要因が指摘されている。<sup>(1)</sup>

しかし、増加するエクイティ・ファイナンスは、売買高が低下傾向にあり、軟調な株価展開が続く株式市場に対して悪影響を及ぼすことも懸念されている。実際、公募発行やCB発行の報道が、当該企業の株価下落要因となる例も少なくない。

ところで、このようなエクイティ・ファイナンスのうち、個人投資家にとって、最も分かりづらいものがMSCBであろう。また、このMSCBは、昨年のライブドアによるニッポン放送株買収の際、巨額の資金調達手段として利用されたことから、人々の注目を浴びたことは記憶に新しい。後述するように、MSCBは当該企業の

株式がどの程度希薄化するかが不透明な上、その発行に際して、発行会社側から買受け側に貸し株が行われているケースも少なくないといわれ、個人投資家の不信感を醸成する要因となり、株価下落の「悪玉」と非難されることも少なくない。また、法的にも有利発行が議論されている。<sup>(2)</sup>

そこで、本稿では、MSCBの仕組みを確認した上で、このファイナンス手法が適切に市場に受け入れられるためには、その商品設計の改良、買受け側の証券会社の規律付けなども重要な要素であるが、情報開示、とりわけ一般の株主に対して分かりやすく、かつタイムリーな情報開示が必要であることを指摘する。

## 1 MSCBの仕組み

MSCBとは、Moving Strike Convertible Bondの略であり、転換価額修正条項<sup>(3)</sup>付の転換社債<sup>(4)</sup>を意味する。ただし、このMSCBは、筆者の手元にある欧米の金融用語辞典などには収録されておらず、一種の和製英語であると推測される。つまり、Strike priceが権利行使価額を意味することから、権利行使価額の変動するCBをこのように名づけたものと思われる。<sup>(5)</sup>

転換価額の修正条項を付した転換社債は、一九九六年五月に発行された三井金属鉱業債を嚆矢として、その後三ヶ月ほどの間に二一本（総件数六三本）が発行された。修正条項付転換社債の発行は、当時の大蔵省が一九九五年一月と一九九六年三月に示した「証券分野の規制緩和等について」に基づくものであり、当時の軟調な株式市場を反映した措置であった。<sup>(6)</sup>ただし、当時の修正条項は、修正は一回ないし二回程度であり、MSCBのような頻繁な修正を行うものではなかった。したがって、MSCBの特徴としては、単なる修正条項付というより、その修正頻度が大きいことが挙げられる。

さらに、現在国内の大手証券会社が扱うMSCBは、第三者割当方式で発行されている。つまり、単数または複数の証券会社がこれを全額買受ける場合がほとんどであるが、このような発行方式の端緒は、国内系証券会社を割当先とするものでは、二〇〇三年一月二二日発行決議のいすゞ自動車債（発行額…三〇〇億円、割当先…野村証券）、同日発行決議の東京都民銀行債（発行額…三〇億円、割当先…野村証券）であり、外資系証券会社を割当先とするものでは、二〇〇三年一月一七日発行決議の双日ホールディングス（発行当時は、ニチメン・日商岩井ホールディングス）債（発行額…五〇億円、割当先…リーマン・ブラザーズ証券<sup>7</sup>）である（表1参照）。このことから、ニッポン放送株買収の際、ライブドアによる発行（発行決議…二〇〇五年二月、発行額…八〇〇億円、割当先…リーマン・ブラザーズ・コマースヤル・コーポレーション・アジア・リミテッド）が注目されたが、それ以前からMSCBがかなり利用されていたことがわかる。

また、最近のMSCB発行額については、国内転換社債発行額および国内公募転換社債発行額が日本証券業協会によって公表されているので、前者から後者を引くと、公募以外の転換社債発行額となり、これらは第三者割当であり（表2参照）、そのほとんどがMSCBであると推測される。さらに上記のライブドア債も海外私募であることを考慮すると、海外発行分にもMSCBが含まれている。

では、MSCBのスキームを上記の三例と話題になったライブドア債で見てもよう。

(1) いすゞ自動車債は、まず当初転換価額は二一六円と設定され、次に修正条項として、以下のように規定されている。発行後毎月第三金曜日（以下「決定日」という）の翌取引日以降、転換価額は、決定日まで（当日を含む）の五連続取引日（ただし、終値のない日は除き、決定日が取引日でない場合には、決定日の直前の取引日までの五連続取引日とする。以下、「時価算定期間」という）の株式会社東京証券取引所における当行普通株式

の普通取引の毎日の終値（気配表示を含む）の平均値の九〇％に相当する金額（円位未満小数第二位まで算出し、その小数第二位を切り捨てる。以下「修正後転換価額」という）に修正される。つまり、通常の場合は、第三週の月曜日から金曜までの五日間の終値の平均値の九〇％となる。ただし、下限転換価額は一〇八円、上限転換価額は四三二円とされている。

表1 第三者割り当て方式によるCB（2003年9月～）

割当先	発行体	市場	発行決議日	金額
野村	いすゞ自動車	東1	2003年12月22日	300億円
	東京都民銀行	東1	2003年12月22日	30億円
	ミサワホームホールディングス	東・大・名1	2004年2月26日	25億円
	ユアサ商事	東1	2004年2月27日	10億円
	日本金属工業	東・大1	2004年3月22日	20億円
	井筒屋	東1・福	2004年5月10日	20億円
	宇部興産	東1・福	2004年5月17日	40億円
リーマン・ブラザーズ	ニチメン・日商岩井ホールディングス	東・大1	2003年10月17日	50億円（*1）
	オックス情報	大ヘラクレス	2004年1月13日	10億円
	コロムビアミュージックエンタテインメント	東1	2004年1月14日	20億円
	軽貨急配	大2	2004年2月10日	20億円
	ダイナシテイ	ジャスダック	2004年4月14日	20億円（*2）
	オックス情報	大ヘラクレス	2004年6月1日	15億円
メリルリンチ	インボイス	東2	2004年2月16日	35億円（*3）
	T-ZONEホールディングス	ジャスダック	2004年3月12日	20億円（*4）
大和SMB C	ホソカワミクロン	東・大1	2004年6月7日	35億円
	イーシステム	大ヘラクレス	2004年6月11日	25億円
三菱	兼松	東・大1	2004年5月28日	100億円
ゴールドマン・サックス	稲畑産業	東・大1	2004年6月1日	50億円
ドイツ	有線ブロードネットワークス	大ヘラクレス	2003年9月26日	50億円
みずほ	宇部興産	東1・福	2004年5月17日	30億円
UFJつばさ	宇部興産	東1・福	2004年5月17日	30億円

（注）市場の東は東証、大は大証、名は名証、福は福証、\*はいずれも発行枠の範囲内で、総額は（1）500億円、（2）50億円、（3）100億円、（4）30億円  
（資料）『日経公社債情報』No.1443、2004年6月28日、3ページ。

表2 転換社債発行状況

年月	国内						海外	
	公募発行		公募以外の発行		合計			
	銘柄数	金額 (百万円)	銘柄数	金額 (百万円)	銘柄数	金額 (百万円)	銘柄数	金額 (百万円)
2004(平16)年1月	2	20,000	3	34,200	5	54,200	8	23,000
2004(平16)年2月	1	15,000	0	0	1	15,000	16	105,745
2004(平16)年3月	0	0	6	10,287	6	10,287	18	309,490
2004(平16)年4月	1	10,000	2	3,000	3	13,000	8	167,100
2004(平16)年5月	0	0	1	2,000	1	2,000	11	181,106
2004(平16)年6月	3	27,000	6	31,000	9	58,000	13	235,900
2004(平16)年7月	2	27,000	6	57,625	8	84,625	14	187,358
2004(平16)年8月	1	5,000	7	118,000	8	123,000	16	143,275
2004(平16)年9月	3	28,000	12	20,940	15	48,940	15	63,910
2004(平16)年10月	2	15,000	2	11,000	4	26,000	13	220,624
2004(平16)年11月	1	20,000	2	10,500	3	30,500	8	66,500
2004(平16)年12月	4	44,000	11	51,900	15	95,900	6	21,800
2004年計	20	211,000	58	350,453	78	561,453	146	1,725,810
2005(平17)年1月	0	0	3	6,512	3	6,512	3	29,000
2005(平17)年2月	0	0	11	103,526	11	103,526	6	98,765
2005(平17)年3月	2	15,000	10	56,000	12	71,000	3	13,500
2005(平17)年4月	0	0	6	89,000	6	89,000	7	65,800
2005(平17)年5月	0	0	10	57,500	10	57,500	2	10,000
2005(平17)年6月	0	0	12	138,500	12	138,500	4	20,115
2005(平17)年7月	0	0	9	28,600	9	28,600	5	15,500
2005(平17)年8月	0	0	12	53,750	12	53,750	2	5,000
2005(平17)年9月	1	18,000	14	111,500	15	129,500	6	71,580
2005(平17)年10月	1	3,000	3	41,000	4	44,000	3	12,000
2005(平17)年11月	3	18,000	9	23,000	12	41,000	3	54,000
2005(平17)年12月	2	11,000	20	115,800	22	126,800	6	36,265
2005年計	9	65,000	119	824,689	128	889,689	50	431,525
2006(平18)年1月	0	0	13	32,450	13	32,450	0	0
2006(平18)年2月	2	35,000	12	55,500	14	90,500	2	3,010
2006(平18)年3月	4	28,000	17	243,600	21	271,600	5	75,000
2006(平18)年4月	0	0	10	49,600	10	49,600	8	242,000
2006(平18)年5月	0	0	12	329,500	12	329,500	2	18,200
2006(平18)年6月					11	215,702	5	151,958
2006年小計					81	989,352	22	490,168

(資料) 日本証券業協会の統計資料「平成15年及び平成16年12月までにおける増資等の状況」、「平成17年及び18年6月までにおける増資等の状況」、「公社債発行額・償還額」による。

る。

(2) 東京都民銀行債は、まず当初転換価額が一九二六円と設定され、修正後転換価額は、上記いすゞ自動車債と同様の計算方法を用いて算出した平均値の九五%としている。ただし、下限転換価額は一五四〇・八円、上限転換価額は二八八九・〇円とされている。

(3) 双日ホールディングス債は、まず当初転換価額が七四〇円と設定され、修正後行使価額は、決定日を第一金曜日とし、その決定日を含む五連続取引日の終値の平均値または当該決定日の行使価格の七五%に相当する価額の高い方の一円未満切捨ての金額(決定日金額)が、当該決定日の行使価額を下回る場合、この決定日金額に修正される。ただし、下限転換価額は当初行使価額の三〇%(二二二円)とされているが、上限行使価額の定めはない。

(4) ライブドア債は、まず当初転換価額が四五〇円と設定され、修正後転換価額は、決定日を発行後の毎週金曜日とし、その決定日を含む三連続取引日の毎日の売買高加重平均価格(VWAP)の平均値の九〇%に修正される。ただし、下限転換価額は一五七円とされているが、上限行使価額の定めはない。また、同社債発行に際しては、同社筆頭株主及び代表取締役社長兼最高経営責任者(当時)の堀江貴文氏保有のライブドア株式の一部をリーマン・ブラザーズ証券会社グループに貸借する合意が交わされている。

上記の四例は、それぞれの修正条項に差はあるものの、(1)から(3)の案件は、業績悪化の中で低下した財務体質を改善するための資金調達であることが共通している。また、(4)の案件は、敵対的買収のための巨額の資金調達であったことは明らかである。したがって、いずれの案件も他の選択肢が乏しい中で採用されたことがうかがわれる。

## 2 海外私募C B

大手証券会社の買受けによるMSCBが発行される以前から、海外CBや私募CBなどという名称で、実態の不透明なCBが発行されていることが報道されていた。これらの報道によると、海外私募CBの特徴は以下のよう(8)に整理できる。

(1) 発行会社は、実質的に債務超過状態の経営不振の中堅上場企業であり、再建計画にも目処が立たず、格付けも低いために公募発行が不可能で、銀行融資もままならない会社とされる。なお、同一会社が短期間に連続して発行する傾向がある。

(2) 発行する転換社債のスキームには、転換価額下方修正条項が付されており、きわめて頻繁に(極端なケースでは毎日)また大幅に下方修正が繰り返され、株式転換に対する据え置き期間もきわめて短い。そのため有利発行の疑いもたれるケースもあるが、リーガルオピニオンをとった上、株主総会決議を得て発行されるケースもあり、スキームや手続きは違法とはいえない。

(3) 当該転換社債の投資家は、タックスヘイブンに籍を置く海外投資ファンドとなっているが、その実態は全く不透明で、国内の仕手筋やヘッジファンドが関係する場合もあると伝えられている。また、私募CB発行会社とそのような投資家とを仲介する業者の暗躍が伝えられている。

(4) 発行後株価が急騰するケースがあり、その際株価操作やインサイダー取引の疑いが取りざたされ、実際に証券取引等監視委員会による摘発例も出て(9)いる。

つまり、私募CB発行に係る不透明な流れは、簡略化すれば、おおよそ以下のような図式で説明されている。

①経営不振のA社に対して、仲介者が私募CB発行を斡旋、Xファンドを紹介し、同ファンドを全額買取先とし

て私募C Bを発行させ、A社の資金調達を実現する、②Xファンド側はA社株式を借り入れ、空売りが仕掛けられるように準備する。③A社株式に対して株価操作等が行われ、株価が高騰したところで空売りを仕掛け、空売りによる利益を手にする。④株価が下がってきたところでC Bを転換し、現物株で返済する（あるいは小刻みに株価操作と空売りを繰り返し、その過程でC Bを株式に転換し、利益をあげる）。⑤再度私募C Bを発行させ、前述の流れを繰り返すが、その過程で発行株式数は増加し、株価操作によっても株価が反応しなくなるほどに低迷すると、A社はXファンドから見捨てられる。おおよそこのような図式であるが、それぞれの個別事例では、相当複雑な資金の流れが構成されているようであり、<sup>(10)</sup>不透明な部分が大きいのが事実である。

ただし、現在では、株価操作に対する証券取引等監視委員会や証券取引所の監視が強まったこともあり、不透明な私募C Bは減少したといわれている。

ここで重要なことは、このような不透明な私募C BとMSCBとの相違点である。まず、社債のスキームという点では、私募C Bのほうが転換価額の修正頻度が高いこと、下方修正が大幅であること、または転換権行使の据え置き期間が短いなどといった指摘もあるが、それらの点は必ずしも明確ではない。次に、発行会社の信用リスクは、私募C B発行体のほうが高いことが指摘されるが、この点も明確に実証されているわけではない。第三に、買受け側の投資家の差が指摘される。つまり、私募C Bの多くは、タックスヘイブンのファンドであり、その実態はきわめて不透明であるのに対し、MSCBは国内外の証券会社あるいはそのグループが買受け先となっており、各種の規制の元におかれている。さらに言えば、前者は実態が不透明であるがゆえに、市場のレピュテーションによる規律付けが働きにくいのに対し、後者は一定の規律付けが働くものと考えられる。

### 3 MSCBをめぐる開示制度

現在、MSCBといわれるものは、以前問題視された私募CBに比べて、不透明性がかなり払拭されており、そのためのスキーム上の工夫も行われているが、個人株主にとっては、その仕組みが分かりづらく、また必要な情報も入手しにくい状態にあることは確かである。したがって、MSCBが受け入れられ、市場の信頼を得るためには、少なくとも個人株主に対して分かりやすい情報開示が求められる。

個人株主にとって、MSCBに関する必要な情報は、①MSCBの発行とそのスキーム、②発行会社側から買受け側への貸し株、③転換価額の変動、④転換権の行使状況（社債残高や潜在株式数）、などである。個人株主にとっては、これらの情報が、インターネットなどを通じて手軽に入手可能となることが望ましい。現状において、これら①から④の情報がネットで入手可能であるかどうかを以下に紹介する（表3参照）。

①MSCBの発行は、証券取引法上の法定開示書類（有価証券届出書または臨時報告書）の提出義務があり、また有価証券報告書の記載事項となっているので、EDINET上で開示された、これらの書類から発行を知ることができる。有価証券届出書または臨時報告書には、詳細にスキームが開示され、有価証券報告書では、「社債明細表」で新株予約権付社債が発行されたことが確認できる。また、上場会社の場合、適時開示規則によって、プレスリリースの公表が義務付けられており、東証でもジャスダック取引所でも、HPに掲載されている。さらに、多くの会社では、各社のHPにプレスリリースが掲載されている。これら書類によって、当該会社がどのようなスキームのMSCBを発行しているかどうかを知ることができる。

②発行段階で、発行会社側から買受け側に対して、貸し株が行われているかどうかについては、法定開示書類の記載事項には含まれていない。また、プレスリリースへの記載も任意となっている<sup>(1)</sup>。ただし、貸し株数が大量に

表3 MSCBに関する開示情報一覧（東証上場企業）

発行に関する情報開示	海外私募債（注1）	国内第三者割当債（注1）
（日刊紙の）公告	掲載不要（注2）	
証券取引法上の法定開示書類 プレスリリースの発表	臨時報告書（原則）（注3）	有価証券届出書（原則）（注3）
東証HPでの適時開示情報の提供	必要（適時開示）	
各社HP掲載	1ヶ月間開示	
	任意（注4）	

発行段階での貸し株に関する 情報開示	海外私募債	国内第三者割当債
証券取引法上の法定開示書類 プレスリリースの記載	記載事項に含まれていない	
各社HP掲載	任意	
大量保有報告書	任意	
	提出義務がある場合は開示	

転換価額の修正	海外私募債	国内第三者割当債
プレスリリースの発表	任意（注4）	
東証HPでの適時開示情報の提供	1ヶ月間開示	
各社HP掲載	任意	

大量の権利行使	海外私募債	国内第三者割当債
臨時報告書	提出不要（注5）	
プレスリリースの発表	任意（注6）	
東証HPでの適時開示情報の提供	1ヶ月間開示	
各社HP掲載	任意	

権利行使の金額・株数	海外私募債	国内第三者割当債
有価証券報告書	記載必要	
東証HP（注7）	新株予約権等の行使等に伴う上場株式数の変更について、毎月末残高を翌月20日に発表	

（注1）買受け先が外資であっても、当該外資の国内現法が買受ける場合は、国内第三者割当とみなされる可能性あり。

（注2）会社法240条3項により、公開会社は、証券取引法上の法定開示書類に会社法上必要な公告事項が掲載されている場合は不要。

（注3）原則とは、1億円未満の場合、提出不要。

（注4）ただし、ほとんどの会社が発表している。

（注5）ただし、大量の権利行使によって主要株主の異動、主要株主である筆頭株主の異動が生じた場合、提出が必要。

（注6）ただし、主要株主に異動がある場合、主要株主である筆頭株主に異動がある場合は適時開示が必要。適時開示規則により、月中において残存額の10%以上の変動が目安

（注7）この資料は、ジャスダックHPでは公表されていない。また、大証では有料情報として提供。

なると、借り手は大量保有報告書の提出義務が生じ、これによって貸し株数量が明らかになる可能性はあるが、借り手が別法人の投資ファンドなどになると、それをEDINETで検索することはかなり難しいだろう。また、特例措置による遅延もある。したがって、個人株主からすると、当該株式に空売りが行われ、売り浴びせられるという危惧を払拭できないものと思われる。

③修正後の転換価額が変化することから、直近の転換価額は重要な情報である。なぜなら直近の転換価額とMS CBの残高とが分かれば、転換可能株式数（潜在株式数）が明らかとなり、希薄化の程度を知ることができる。上記のように発行段階の開示書類に記載された転換価額の修正条項にしたがって、計算することもできるが、売買高加重平均が使われている場合もあり、その計算は必ずしも簡便ではない。しかし、東証やジャスダックでは、上場会社に対して、修正転換価額の開示を要請（規則上は任意）しており、これが取引所HPに掲載されているので、ほとんどの会社において、直近の転換価額を知ることができるようになってるのが現状である。

④直近の転換価額を知っても、社債残高が確認できなければ、その転換価額で権利行使した場合の発行株式数（潜在株数）は計算できない。もちろん有価証券報告書には、社債残高が記載されているが、半期ごとの報告書では直近の残高は明らかではない。さらに、報告書提出直後にCBが発行され、期中に全額権利行使された場合は、残高の推移も明らかではない。この点について、東証は同所HPの「東証からのニュース」に、「新株予約権等の行使等に伴う上場株式数の変更」を二〇〇四年一月から掲載している。この資料から、回号ごとの転換社債残高を知ることができ、この残高を直近の転換価額で割ることによって転換可能株数を算出することができる。しかし、このようなデータの利用は、一般の個人株主や投資家には知られておらず、いわば「裏ワザ」に近いものと思われる。また、前月末の数値が公表されるのは、翌月二〇日となっており、この間の変動は反映されない。

さらに、東証以外では、このような資料はHP上では公表されていないようである。<sup>(12)</sup>

以上のように、MSCBに関する情報のなかには、一般の個人投資家がネットで簡単に入手することができるものもあり、それらを丁寧に集めれば、一定程度の知見を得ることができるとは思われるが、そのためにはかなりの労力を要し、必ずしも十分に不透明感を払拭するものとなっていないように思われる。

#### まとめ

MSCBに関して、現在金融庁で開催されている「証券会社の市場仲介機能等に関する懇談会」（座長・岩原伸作・東大教授）でも論点のひとつとして取り上げられている。同庁HPに掲載されている論点整理では、「特に、第三者割当増資やいわゆる私募CB（MSCBを含む）等については、企業再生等に係る資金調達手段として有効な場合もあり、現に、このような調達により再生等が成功した事例もある。他方、発行条件及び利用方法次第で希薄化による既存株主に対する不利益が生じるリスクもあることから、証券会社がこうした案件を取扱う場合（自社（関連会社）が買受ける場合、他のファンデ等が買受ける場合を含む）に留意すべき事項を整理・明確化することにより規範形成を行うことが望まれる。懇談会としては、証券会社は、既存株主への影響等を踏まえた適切な商品設計に加えて、発行体（の経営者）に対して商品の理解度に応じた十分な商品説明を行うとともに、発行体による適切な開示を指導する必要があることを指摘しておきたい」と記されている。<sup>(13)</sup>

新しい金融手法には、当初はまがましいものとして登場しながらも、その後定着していったものが少なくなっている。その典型として、ジャンク・ボンドやバルチャー・ファンデを挙げることができる。このMSCBもまたその伝に加えられる可能性があるだろうが、そのためには市場で認知を得る必要がある。

MSCBが認知されるためには、その商品設計の改良、買受け側の証券会社の規律付けなども重要な要素であるが、情報開示、とりわけ一般の株主に対して分かりやすく、かつタイムリーな情報開示が必要であると思われる。MSCB保有者の権利行使によって市場に供給される株数は、希薄化を引き起こし、株価に影響を与えるという点で重要な市場情報である。したがって、MSCB発行会社は、例えばIR活動の一環として、各社のHP上で一般投資家や株主に対して分かりやすく、MSCBの転換価額、残高、それにとまなう潜在株数等を開示するような取り組みが求められる。さらに、その情報が各種の情報ベンダーによって表示されれば、より株主にとって手近なものとなるだろう。また、このような取り組みを率先して行うことで、MSCBに対する一般株主・投資家の不信感を払拭させ、長期的には当該企業の資本コストを低下させるのではないかと考えられる。

注

(1) 『日本経済新聞』、二〇〇六年七月七日、参照。

(2) 有利発行については、重要な論点であるが、本稿では触れない。なお、この点については、大杉謙一「ニッポン放送・ライブドア事件が提起した証券取引法・会社法上の問題について」、『証券アナリスト・ジャーナル』Vol. 四三、No. 七、二〇〇五年七月、三三三～三五ページ、弥永真生「MSCBと新株発行規制」『銀行法務二』No. 六四七、二〇〇五年六月、三六～三九ページ、参照。

(3) 一般に、転換社債には、転換価額の修正条項とは別に、転換価額の調整条項が付されている。調整条項とは、株主割当による新株の額面発行や株式分割・併合などが行われたときに、転換価額を調整する条項である。なお、時価発行の場合は、調整されない（時価発行は株価に影響を与えず、転換権はオプション価値を変化させるものではないとい

う考え方が採用されているものと推測される)。また、調整の方法としては、マーケットプライス方式(算式は以下を参照)とコンバージョンプライス方式とがある。前者は時価を考慮しており、実務上はこちらが採用されている。

(4) 商法に新株予約権が導入されたことにより、従来の転換社債やワラント付社債は、新株予約権付社債に一本化されたが、社債実務では、従来の転換社債をワラント付社債と区別するために、転換社債型新株予約権付社債と称しているが、本稿では表記の簡便化のために、転換社債の呼称をそのまま使用する。

(5) なお、英米では、このようなMSCBは、発行されていないといわれている。その理由として、既存株主の希薄化に関する規制が指摘されている。米国では、NYSEやNASDAQの上場基準で、大幅な希薄化が発生するエクイティ・ファイナンスについては、予め株主の承認を受ける仕組みがないと上場が認められておらず、議決権ベースで二〇%以上の普通株式発行については、株主の承認が必要とされている。また、英国では、FSAのUKLA上場規則で、上場会社は、新株発行及び自己株式処分の引受けの勧誘を最初に既存株主に対して行わなければならないとされていることなどが挙げられる。この点については、金融庁「証券会社の市場仲介機能等に関する懇談会」(第三回会合資料)を参照。

[http://www.fsa.go.jp/singi/mdth\\_kon/siryou/20060410/01.pdf](http://www.fsa.go.jp/singi/mdth_kon/siryou/20060410/01.pdf)

(6) 『日本経済新聞』一九九六年七月二九日および八月一九日、『日経金融新聞』一九九六年七月二五日、同八月六日および同八月二一日、参照。

(7) なお、リーマン・ブラザーズは、二〇〇〇年以降、一七社二八件で第三者割当方式のCBをすでに手がけており、割当先は特定海外投資家とされ、香港市場を使い、グループ会社のリーマン・ブラザーズ・コマ

$$\text{調整後転換価額} = \text{調整前転換価額} \times \frac{\text{既発行株式数} + \frac{1 \text{株当り払込金}}{\text{時価}} \times \text{新発行株式数}}{\text{既発行株式数} + \text{新発行株式数}}$$

ーシャル・コーポレーション・アジアが全額引受けているという報道もある。『日経公社債情報』二〇〇四年六月二八日、二～三ページ、参照。

(8) 私募転換社債に関するマスコミ等の記事としては、西尾洋一「タックスハイブンで急増する私募転換社債発行のなぜ」

『エコノミスト』一九九九年一〇月一九日、四〇～四二ページ、私募CB問題取材班「私募CB究極の錬金術」

『金融ビジネス』一九九九年二月、三八～三九ページ、同「不振企業の延命装置」『私募CB』の復活」『金融ビジネス』二〇〇〇年一月、一四～一五ページ、「クレイフィッシュ騒動と私募CBを結ぶ人脈と金脈」『週刊東洋経済』二〇〇一年七月二八日、一二二～一二六ページ、「私募CBの発行、銀行融資頼れず増加」『日本経済新聞』二〇〇一年

八月三日、一八ページ、「私募CBに漂う不透明さ」『日経金融新聞』二〇〇一年八月二八日、二〇ページ、「海外私募

CB発行相次ぐ」『日本経済新聞』二〇〇一年二月三日、一七ページ、田中博・藤井一「株安企業を食い物にする私募

転換社債のからくり」『週刊ダイヤモンド』二〇〇一年九月一五日、一四～一六ページ、「私募CB発行困難で倒産続

発」『東洋経済』二〇〇二年三月一三日、五七ページ、星野亮「経営不振企業と個人投資家を食い物にする」『私募CB

マフィア』の暗躍、「エコノミスト』二〇〇二年七月三日、八四～八七ページ、坂田拓也「私募CBマフィアの研

究」(星野陽平編『株式市場のカラクリ』イーストプレス、二〇〇四年、所収)一七八～一九〇ページ、などがある。

(9) 摘発事例としては、二〇〇二年三月に相場操縦の疑いで告発された「志村化工事件」がある。以下の証券取引等監視

委員会HP参照。

[http://www.fsa.go.jp/secc/reports/n\\_13/n\\_13a.pdf#search=%E5%B9%97%E6%9D%91%E5%8C%96%E5%B7%A5%E4%BA%8B%E4%B6%B6](http://www.fsa.go.jp/secc/reports/n_13/n_13a.pdf#search=%E5%B9%97%E6%9D%91%E5%8C%96%E5%B7%A5%E4%BA%8B%E4%B6%B6)

(10) 福光寛「エキイティ・ファイナンスをめぐる」『経済研究』(成城大学)第一六六号、二〇〇四年一月、がこれら

私募ＣＢの発行について、ケーススタディを行っている。

- (11) ただし、会社によっては、プレスリリースにおいて、買受け側の証券会社が空売り目的の借り株を行わないこと、つまり取得株式のヘッジに限定している旨の文言を記載しているものもある。その際には、「(買受け側の証券会社は)本新株予約権の権利行使の結果取得することになる株式の数量の範囲内で行う当該株式と同一銘柄の売付け等以外の本買取案件に関わる空売りを目的として、当該株式の借株を行わない」といった文言が付されていることが多いようである。

- (12) 大証では、有料情報として提供されている。また、ジャスダックでは公表していない。

- (13) 金融庁HP、[http://www.fsa.go.jp/singi/mdth\\_kon/20060630.pdf](http://www.fsa.go.jp/singi/mdth_kon/20060630.pdf)参照。

(謝辞) 本稿作成に際し、大久保勉氏(参議院)、大杉謙一氏(中央大学法科大学院)、水田徹氏(三菱UFJ証券)から貴重な

ご教示を賜り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)

# 「アメリカ証券取引委員会（SEC）の証券市場規制」

清水 葉子

## 1 はじめに

証券市場規制に関しては、一九九〇年代に入って一連の金融・証券不祥事を契機に一九九二年に証券取引等監視委員会が発足し、一九九〇年代後半には大蔵省から金融行政が分離するなど、市場規制のための行政組織に大きな変革が行われた。さらに近年では、企業買収やファンドによる証券取引の活発化にともなって、証券取引法違反による摘発事例が相次ぎ、市場監視体制の強化に対する注目が拡大している。こうしたなかで、アメリカ証券市場の番人としての名声と実績を持つ証券取引委員会（SEC）についての関心も高まっているところである。SECの規則制定についてはわが国でも多数紹介されているが、SECがどのような組織構成で、どのような活動を行っているかについて改めて検討し、日本の証券取引等監視委員会との比較を行ってみよう。

## 2 SECの組織

アメリカの証券取引委員会（Securities and Exchange Commission, SEC）は、一九二九年の株価大暴落にともなって証券市場における数々の不正行為が明らかになったことから、証券市場における不正行為を防止する目的をもって設立された。SECは、一九三三年証券法に基づく行政機構から独立した委員会であり、発足は一九三四年である。

後で詳しく見るように、SECの活動は大まかに三つに分類することができる。<sup>(1)</sup> 第一は、証券法・証券取引所法など管轄する諸法に基づいてSEC規則を制定することに代表される準司法的な活動、第二は、証券会社など委員会の監督下にある主体に対して行う行政処分等の監督機能、第三が証券関連諸法やSEC規則などの法規の執行活動である。とりわけ、法規執行にあたっては、行政手続きだけでなく、差止めや民事制裁金を求める民事手続き、検察官への告発など刑事訴追に関わる手続きなど多様なアプローチがとられている点に特色がある。

SECは、上院の同意を得て大統領が任命する五人のコミッショナーからなる。五人のコミッショナーのうち一人を大統領がSEC議長(chairman)に任命する。五人のコミッショナーのうち三名を越えて同じ政党に所属しないことが条件とされる。

SECの組織は、以下のように四つの部門(division)と一八の事務局<sup>(2)</sup>からなり、現時点で約三二〇〇人のスタッフと一一の地方オフィスを擁している。

#### (1) 企業金融局 Division of Corporation Finance

企業が投資家に対して行う情報開示を監督する。すなわち、証券の発行時とその後の継続開示のそれぞれにおいて、登録・届出書類の検査を常時行い、株主総会にあたって送付される委任状関連の書類、株主宛の年次報告書、M&A関連の書類の検査も行う。さらに、開示規則について解釈の公表、委員会に対して関連する新ルール採択の提言を行うほか、登録者および登録予定者に対するガイダンスやカウンセリング、法遵守のための各種手助け(事前相談等)を行う。また、この部局はノー・アクション・レターを発給することも多い。会計の専門家を多数擁する部局である。

## (2) 市場規制局 Division of Market Regulation

市場参加者を規制することで、公正で秩序ある効率的な市場運営をめざす。規制対象は証券会社、自主規制機関（証券取引所と全米証券業協会NASD、地方債基準作成委員会MSRB、清算機関、トランスファー・エージェント、証券情報処理業者）である。またこの部局は、投資者保護基金（Securities Investor Protection Corporation, SIPC）の監督も行っている。

証券会社の財務規制、証券取引所などの自主規制機関が届出る新ルールの検査と承認、証券市場運営に関わる新規則・解釈の発行、市場監視などが主な業務である。

## (3) 投資管理局 Division of Investment Management

投資会社・投資顧問会社関連の監督と規制を行う。情報開示の改善や投資家リスク低減を規制目的としている。投資会社・投資顧問会社の届出の検査、投資会社・投資顧問会社関連の監督、新ルールの提案、法や規制の解釈通牒、ノー・アクション・レターの発給などを行っている。

## (4) 法規執行局 Division of Enforcement

法・規則の執行業務を行っている。詳細は後述。

## 3 SECの活動内容

SECの管轄する法律は、一九三三年証券法（Securities Act of 1933）、一九三四年証券取引所法（Securities

Exchange Act of 1934)・信託証券法 (Trust Indenture Act)・投資会社法 (Investment Company Act)・投資顧問法 (Investment Advisers Act)・公益事業持株会社法 (Public Utility Holding Company Act) の六つである。これらの法を執行するべく SEC が行っている活動は、西村 (二〇〇三) によると、(1) 準立法的な活動 (SEC 規則の制定など)、(2) 監督機能 (行政処分など)、(3) 法執行活動 (行政手続き、民事手続き、刑事訴追を求める行為 (司法・検察官への告発・通報・連絡) の三つに分けられるとされる。以下では、この分類にしたがって SEC の活動を検討しよう。

### (1) 準司法的な機能

SEC の行う準司法的な活動は、その具体的な内容がわが国へ頻繁に紹介されているものの一つである。最も代表的なものが、証券法・証券取引所法などの法律に基づく SEC 規則の制定であるが、実際の SEC の準司法的活動の内容は多岐にわたる。

#### ① 法令委任による規則制定

SEC が管轄する法の多くの条文は、その具体的な内容を SEC 規則で定めるように委任している。そのような場合、SEC は法律に基づいて規則を制定し、その具体的な内容を定める。この場合、SEC 規則は、法律によって委任された範囲では法律と同じ効力を持つことになり、権限としては非常に大きい。

#### ② 法解釈に関する規則制定

SEC は、①に加えて法文に関する解釈を提示するための規則制定を行う<sup>(3)</sup>。これは①とは異なり、あくまでも解釈であって法と同じ効力を持つわけではないが、法執行機関が提示する解釈であるので、実務的な意味は大き

い。また、連邦裁判所もSEC解釈を尊重する傾向にあるとされる。

### ③ 解釈リリースの発行

法的拘束力は劣るが、ガイドラインや新ルール採用時に説明的な位置づけとして解釈通牒 (Interpretation Release) の形でしばしば発表される。同様なものに会計通牒 (Accounting Release)、訴訟通牒 (Litigation Release) がある。さらに位置づけの低いものとしてSECスタッフによって発表される法律告示 (Staff Legal Bulletin) であり、いずれもSECウェブサイトにも発表される。

### ④ ノー・アクション・レター

先例的意味合いはさらに低い<sup>4</sup>が、実務的によく用いられるものとしてノー・アクション・レターが挙げられる。これは、市場参加者が取引や商品の内容についてSECに対して事前に説明を行い、法律上の判断を求めるものである。SECは、申請者から出された事実に基づいて、法律上のアクションを起こさない (あるいは一定条件が遵守されれば起こさない) といった回答を示す。これは、SECの正式の判断ではなく、スタッフによる非公式な回答であるとされ、一般化はできず、裁判所も尊重姿勢を見せるわけではない。もともとノー・アクション・レターで示した非公式な判断を集積して、後に規則制定に至る場合もあり、SECスタッフの判断を知る材料<sup>4</sup>となりうる。

## (2) 監督機能

SECの行う広い意味での監督機能の第一は、SECの登録・許認可権をもとにしたものである。すなわち、SECはその監督下にあるものに対して、業務停止などの行政上の制裁権を有しているため、こうした制裁を背

景に監督機能を果たすものである。具体的には、登録義務などが課されている証券会社、投資会社、投資顧問会社その他、証券取引所、証券業協会、会計士が対象となる。SECは法に基づいて、業務停止や登録の取り消しといった制裁を行う。

また、SECが持つ特殊な権限として、SECとの業務を行う弁護士や会計士に対して、対SEC業務の停止などの制裁権がある。これは、弁護士や会計士などが、法律違反の嫌疑者の側にたつてSECと交渉する業務を行う場合にはあらかじめ登録が必要であることから、この対SEC業務登録の停止が可能であるとされる。

### (3) 法規執行活動

SECは、証券市場の機能を維持し、透明性を確保することで投資家保護を実現するために管轄する法律の違反行為を取り締まり、調査を行う権限を持つ。この法規執行活動のために、SECは具多様な手段を有している。

#### (A) 刑事手続きを求める手続き

SEC自身は刑事訴追権を持たず、刑事捜査(身柄拘束、家宅搜索)権もないため、具体的には司法当局に刑事訴追を求めて告発したり、通常の監督業務から得た情報を提供するといった形となる。したがって、これは刑事手続きを求める手続きということになり、SEC自身が刑事手続きを行うわけではない。

#### (B) 行政手続き

SEC内部の行政審判官(Administrative Law Judge)が行う。調査の結果、違法行為が認められた場合、担当者(行政手続)が審判官に処分案を含めて事案を持ち込み、審判官は事実認定と一次審決を出す(これらの手続きは、行政手

続法に依る<sup>(5)</sup>。具体的にSECにとって利用可能な制裁手段として、①排除命令（証券法に違反する者であれば、直接の監督下にならない者でも対象となり、不当に得た利益の没収（disgorgement）権限あり。排除命令に違反すれば、後述の民事制裁金を課すことができる）、②停止命令、③有価証券報告書等の訂正命令、④弁護士等に対するSEC業務禁止・停止命令がある。なお、この排除命令は、民事手続きにおける差止命令にあたるが、裁判所での手続きを経ずSEC内部で審判が行われることから、法令違反の程度がより軽い、あるいは技術的性格が強い場合に対象となり、「利益没収」や「業務停止命令」と共に出されることが多い。

### (C) 民事手続き

SECの行う民事手続きの中心は、①差止命令であり、SECが連邦裁判所に対して連邦証券規制の違反・将来の違反行為の差止めを求めて民事訴訟を起こすものである。これは違法行為を止めさせることが目的であり、制裁的意味はないため、付随的に、資産凍結（違法利益の没収のため）、違反にあたる契約の取消命令、研修計画やモニタールのためのコンサルタント任命などの命令が併出されることが通例である。②裁判所に対し民事制裁金の賦課の請求を行う。この訴えは、行政手続きが基本的に直接監督下にある証券会社などだけを対象とするのに対して、証券諸法の違反者なら誰でも対象となるため適用範囲が広い。③裁判所に対し業務停止・就業禁止を求める。相手が争う姿勢の場合でも裁判所に停止を求める権限であり、一九九〇年に導入された。

なお、SECは以上のような刑事、民事、行政手続きによる法規執行活動の開始前に、なんらかの形で法令違反の感触を得るのが通例であるが、その場合、まず非公式調査が行われる。これは委員会の承認なく、法規執行局の調査担当職員の判断で開始され、任意での事実確認が中心となるもので、公式調査をするかどうかの判断のために行われる。公式調査が必要との判断がなされれば、召喚状を発する権限のある公式調査が開始される。S

ECは違反の公表権を持っており、違反の可能性が公表されると、違反嫌疑者のビジネスに打撃であるので、公示調査の段階で和解を選ぶことが多いとされる。

#### 4 証券取引等監視委員会の活動

以上のようなSECの活動に対して、わが国でこれに相当する活動を行っているのは証券取引等監視委員会である。証券取引等監視委員会は、証券・金融不祥事を契機に証券市場の検査監督体制についての議論を契機に、国家行政組織法八条に基づく委員会として、一九九二年に設立された。その後、平成一〇年六月に金融監督庁が設置され、従前の体制のまま金融監督庁に移管、さらに平成一〇年二月に金融システムの早期健全化のために金融再生委員会が発足すると、金融監督庁と証券監視等委員会は金融再生委員会へ移管された。平成十二年七月に大蔵省金融企画局が担ってきた金融制度の企画・立案に関する事務が移管されて新たに金融庁が発足すると、証券監視等委員会は金融庁に移管。平成一三年一月に金融再生委員会が廃止され、金融庁が内閣府の外局になるという経緯を経ている。

証券監視等委員会が行う業務は、取引審査、証券検査、課徴金調査・有価証券報告書等検査、反則事件の調査、勧告・建議の五つに分けることができる。

(1) 取引審査 証券取引法、外国証券業者に関する法律(外証法)、金融先物取引法(金先法)によって内閣総理大臣および金融庁長官から委任された権限に基づいて、株価操作などの不正取引が疑われる場合に、証券会社、自主規制機関(証券取引所)などから有価証券の売買取引等に関する報告・資料徴求、取引内容の審査を行うことにより日常的な市場監視を行っている。とりわけ、証券取引所や証券業協会などの自

主規制機関とは緊密な情報交換を行っていると考えられる。

- (2) 証券会社に対する検査 証券取引法、外証法、金先法、投資信託及び投資法人に関する法律、有価証券に係る投資顧問行の規制等に関する法律などによって内閣総理大臣および金融庁長官から委任された権限に基づいて、これら証券会社等に対して臨店等により検査を行っている。具体的には証券取引の公正確保のための規制の遵守状況、証券会社等の財務の健全性、対顧客業務のあり方などが検査される。

- (3) 開示検査 二〇〇四年の証券取引法等改正によって開示制度の検査権限が金融庁長官から委任されたことに基づき、有価証券報告書・届出書、発行登録書、公開買い付け、大量保有報告書などの提出者に対して報告・資料を徴求し、帳簿書類の検査を行う。

- (4) 課徴金調査 二〇〇四年の証券取引法改正によって、犯罪抑止の目的で違反行為に対して課徴金を徴収する制度が導入され、相場操縦、内部者取引、風説の流布、偽計取引などの違反行為および虚偽の有価証券届出書の提出がその対象とされた。翌年の改正で、対象が有価証券報告書等の虚偽記載にも拡大された。委員会は、質問、報告や資料の徴求、帳簿書類の検査を行う権限を持つ。

- (5) 犯則事件の調査 有価証券報告書等の虚偽記載、損失補填、相場操縦、インサイダー取引など取引の公正を害する行為に対して、犯則事件として調査を行う権限を持つ。任意調査として質問、検査、領置等を行うほか、裁判官の発する許可状によって臨検、搜索、差し押えといった強制調査を行うことができる。犯則が確認された時は、検察に告発する。

- (6) 勧告・建議 上記の検査等により問題点を発見した場合に、内閣総理大臣および金融庁長官に行政処分その他の措置について勧告することができる。行政処分の他、自主規制機関に対して処分遂行を求める、課

徴金の納付を求めるなどである。勧告が具体的な事例に則した措置であるのに対して、建議は制度変更など必要と認められる施策を提言することである。

## 5 日米比較

わが国の証券取引等監視委員会については、アメリカSECとの比較で多くの不十分な点があると指摘されている。よく言及されるのがマンパワー不足であり、SECが三一〇〇人のスタッフを擁しているのに対して、証券取引等監視委員会は昨年度で五〇〇人あまりに過ぎず、圧倒的なマンパワーの差がある。しかし、日米の違いはこうした単純な規模の問題ととらえることはできない。

たとえば日本では、監督対象である証券会社や自主規制機関等以外の者については規制手段がないことも指摘される。銀行、証券、保険など業態が融合するなかで、業態に関わらず金融市場全体を規制対象とすべきであり、規制対象の拡大が必要であるとする意見も多い。さらに、委員会の権限面でも大きな違いがある。まず、証券取引等監視委員会には規則制定権がないこと、課徴金制度が導入されたとはいえず、犯罪の抑止力の点で不十分であり、アメリカのように民事制裁金を求める訴えを起こすことができないこと、課徴金として徴収した資金を犯罪被害者に分配する制度がないことなどである。

一方で、裁判所の許可状をとることで、実質的に刑事捜査権がある点は日本の方が権限の強い点とされるが、アメリカでは召喚状に基づく証言や、書類提出に法的拘束力がある点（召喚に応じない場合に法廷侮辱罪の対象となる、虚偽の場合には刑事犯罪に問われるなど）も指摘されており、比較は難しいのが実情である。全体的に見て、日本の法規執行手段の中心は刑事告発と検査であるのに対して、アメリカでは民事訴訟が重要な位置を占

めている点は注目すべきであろう。今後、事後救済的な制度の必要性が高まることが予想される中で、どのようなエンフォースメント手段がより効果的であるかについて、総合的な議論が求められる。

注

- (1) 西村(二〇〇三) 参照。
- (2) 一八の事務部門は、Office of Chief Accountant、Compliance Inspections and Examinations、Financial Management、Economic Analysis、Equal Employment Opportunity、the Executive Director、Filings and Information Services、General Counsel、Information Technology、Inspector General、International Affairs、Investor Education and Assistance、Legislative Affairs、Public Affairs、the Secretary
- (3) たとえば、SECは一九九八年のATS規制において、一九三四年証券取引所法における取引所の定義に関する解釈規則を制定した。これは証券取引所法の取引所定義に曖昧な点があり、情報技術の進展で新たに登場した電子取引システムを包摂するかどうか疑問が生じたために解釈を明確化したものである。
- (4) ノー・アクション・レターについては、橋本(一九九八)に詳しい。
- (5) 西村(二〇〇三)によると、SEC自身が原告(案件を持ち込む調査担当者)と裁判官(行政審判官)を兼ねること、調査対象者側に証拠開示請求権がない、時効がないなどの批判があるとされる。嫌疑者は委員会に上訴可能で、再審査結果が最終の命令となる。さらに控訴する場合は連邦高等裁判所へ訴え出ることになる。

参考文献

- ・坂田雅裕（一九九三）『証券取引等監視委員会―日本版SECの誕生』大蔵財務協会
- ・証券取引等監視委員会「証券取引等監視委員会の活動状況」各年。
- ・西村尚剛（二〇〇三）「米国の証券市場規制について」PRI Discussion Paper Series No.03A-08、財務省財務総合政策研究所研究部。
- ・橋本基美（一九九八）「ノー・アクション・レターの実態」『資本市場クォーターリー』一九九八年夏号。

（しみず ようこ・客員研究員）

# 一般債のペーパーレス化

福本 葵

## 1 はじめに

二〇〇六年一月一〇日、地方債や社債を含む一般債の振替制度がスタートした。これは短期社債である電子C Pのペーパーレス化に次ぐ第二の証券のペーパーレス化として、また、二〇〇九年に予定されている株式のペーパーレス化に先行するものとして注目されている。

始まったばかりの制度にも、早くもいくつかの問題点が指摘されている。ひとつは、手数料に関するものである。新制度の施行により、券面が存在しなくなり、償還や利払いの事務手続は格段に簡素化された。そのため、新たな制度の振替債の元利金支払手数料は、これまでの現物債や登録債を取り扱っていた際の手数料よりも、引き下げられるべきであるという意見が、発行会社を中心に высказывалась。

二つ目の問題は、サムライ債に関するものである。現在、サムライ債の発行会社の七割はアメリカ企業である。そのアメリカの税法では、投資家が記名式債権を保有する場合、アメリカ人ではないことを証明しなければ、源泉徴収の減免措置が受けられない。登録債は無記名式債権であると解されてきたので、このような証明をする必要がなかった。しかし、振替債は記名式債権であると解釈される可能性も高く、そうであれば、原則、投資家がこの証明を行わなければならない。アメリカの税法上の取り扱いを懸念し、サムライ債の発行を控える企業が出てきている。この状態が続くと拡大してきたサムライ債市場に水を指すことにならないか心配されている。

本稿では、一般債の振替制度を概観し、その問題点について考察する。

## 2 これまでの一般債の決済制度

### (1) 社債制度改革

振替制度は広く一般債を対象としているが、本章では特に社債の決済制度を中心に見てゆくこととする。社債には、現物債、登録債がある。これまで社債は、大部分が社債等登録制度に基づく登録債として発行されていた。登録債の場合、一旦発行された債券がその銘柄ごとに定められた登録機関（通常、銀行）に保管される。登録機関では、債券の額面、債権者の氏名、住所、印鑑等を、登録簿上に記帳（登録請求）することによって、登録債を管理する。この制度において、債券が譲渡される場合には、券面の移動を伴わない。登録簿の書き換え（移転登録）によって券面の移動に代える。

登録債は、現物の移動を伴わないため、盗難や紛失のリスクを回避することができる。しかし、銘柄ごとに存在する登録機関は一六〇以上存在し、それぞれが個別フォームによる書面取引を煩雑で手作業の多い方法で行っていた。また、決済期間もT十五以上かかっており、決済リスクが大きかった。そのため、決済制度改革が必要であるとの議論がなされていた。

そこで、一九九七年、株式会社債券決済ネットワークが運営する「JBネット」が稼働した。これは、株式会社債券決済ネットワークが中継機関となることにより、登録債の決済制度をオンライン化し、これまで登録機関ごとに様式が異なっていた応募者登録請求および移転登録請求を画一フォームでオンライン処理するものである。JBネットの稼働により、決済期間は、株式と同じT十三に短縮された。また、資金決済においては一九九

八年四月より、日本銀行金融ネットワークシステム（以下「日銀ネット」）をJBネットとリンクさせる等の措置を講じて、日銀ネットの社債等DVPの取扱を開始し、これにより登録社債等のDVP決済が可能となった。

しかし、JBネットにも問題点があった。第一に、一六〇以上の登録機関はこの制度においても残されたままであり、これらの登録機関がそれぞれに登録簿を管理していた。また、元利払期日前には、三週間の移転登録禁止期間が設定されていた。さらに、JBネットに参加しているのは、流動性の大きい銘柄のみであり、また経費面でこれに対応できない登録機関においては、券面が存在し、書面での請求もまた残ることになる。この場合は、現物債の記番号を管理しなければならぬ。一旦制度に入った債券であっても、請求があれば登録債を引き出し、現物債とすることも可能である。その場合もまた、記番号を管理しなければならぬ。

## （2）一般債振替制度

そこで、さらなる改革が必要となった。社債を含む一般債にも振替決済制度を導入しようとするものである。平成一四年四月一日に施行された「短期社債振替法」を改正するかたちで、平成一五年一月六日、「証券決済制度等の改革による証券市場の整備のための関係法律の整備等に関する法律」（「社債等の振替に関する法律」）が施行された。<sup>1)</sup>これによって、それまで、CPを対象としていた証券振替制度が社債を含む一般債に拡大された。

この法律に基づいて新たに構築された一般債の振替制度は二〇〇六年一月一〇日スタートした。登録債は、現物債の存在を前提としており、請求があれば、現物債を引き出すことも可能である。しかし、新制度において証券は発行されず、完全にペーパーレス化されることとなった。新制度では証券保管振替機構が証券振替機関となり、ここで管理される振替口座簿に記載される残高の増減記録の仕組みによって権利の移転が行われることとな

る。

この制度の開始後、移行期を経て、登録債は廃止されることになっている。その第一段階として、二〇〇六年一月には、既登録債も振替債への移行が開始される。二〇〇八年一月六日以降は、税制優遇措置（非課税法人、マル優、源泉徴収不適用等）は振替債のみにしか適用されないようになる。また、資本金一億円以上指定内国法人の源泉徴収不適用は振替債のみとなる。そして、登録債の根拠法である社債登録法は二〇〇八年一月六日に廃止される。JBネットも来年三月を目処に廃止が予定されている。

### 3 新たな社債決済制度の概要

#### (1) 一般債振替の現状

一般債振替制度の利用は、順調に伸びている。六月末現在で、二八、八九八銘柄、残高では、約一五兆四五九二億円となっている。<sup>(2)</sup>

#### (2) 制度のメリット

社債登録制度が一旦発行された証券を不動化させるもの（immobilization）であるのに対し、新制度は、完全なペーパーレス化（dematerialization）を実現化するものである。そのため、振替制度においては、証券発行のコストおよび事務負担の必要がなくなる。また、券面の移動に代わって、証券振替機関および口座管理機関が管理する振替口座簿の増減記帳が行われる。このため、流通および消化の円滑化が図られる。さらに、登録制度においては、元利払期日直前三週間の移転登録停止期間があるが、新制度での振替禁止期間は一日であり、証券を移

転することのできない期間は大幅に短縮される。

### (3) 対象証券

一般債振替制度の対象証券は、新株予約権付き社債を除く社債、地方債（発行者の同意が必要）、投資法人債、保険相互会社債、SPCなどの特定社債、財投機関、地方公社などの発行する特別法人債、サムライ債などの外債（デュアルカレンシー債などの外債で元利金が支払われる銘柄も取扱対象。ユーロ債など海外で発行される債券は取扱対象外）である。

### (4) 制度参加者

本制度の参加者は、発行者、発行代理人・支払代理人、振替機関、口座管理機関（直接・間接）、加入者である（図1）。発行代理人・支払代理人は、発行者が振替債を発行する際の事務手続や償還、利払いなどの事務手続を代理する金融機関である。振替機関は、現在、株式会社保管振替機構のみとなっている。<sup>(3)</sup> 口座管理機関とは、主に証券会社であり、振替機関に口座を持つ直接口座管理機関と、振替機関に直接には、口座を保有せず、直接口座管理機関の中に口座管理機関を持つ、間接口座管理機関とがある。<sup>(4)</sup> 加入者とは、債券の保有者つまり投資家を指す。

### (5) 発行

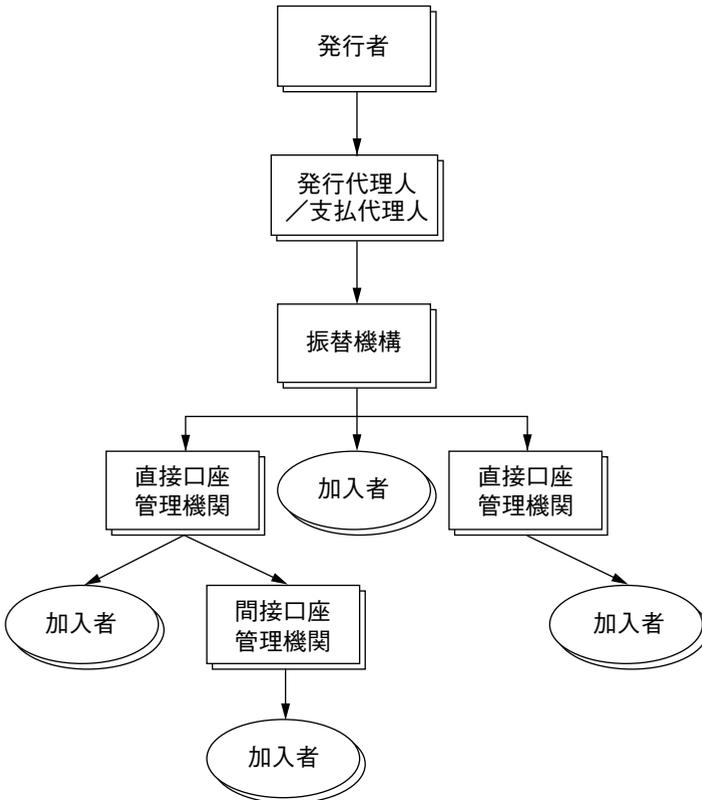
新発振替債を発行する際、発行者・発行代理人は発行条件決定を決定する。次に、発行代理人は、銘柄、利息

支払方法を振替機関に電子的に通知（銘柄情報の通知）する。第三に、発行代理人は払込日までに振替機関に社債等の応募者などの口座、金額など新規記録に必要な情報を通知（新規記録申請）する。これを受け、振替機関では代理人からの払込確認の通知により振替口座簿に新規記録する。

### (6) 流通

売買等に伴う権利の移転は振替口座簿の振替によって行う。担保や質権の設定は設定者口座から担保権者や質権者の口座振替による。DVP決済も可能である。

図 1



(出所) 株式会社保管振替機構より作成

(7) 元利金の支払い

①これまでの元利金の支払い

現物債の場合、債券を保有する投資家は、償還の場合は本券を、利払いの場合は利札を、証券会社または元利金支払場所へ持参する。また、登録債の場合には、元利金領収書を顧客の証券を保護預りしている証券会社に持参する。現物債の本券、または利払いの際の利札を、投資家から持ち込まれた証券会社、および顧客投資家の保護預りしている証券会社は、投資家へ元本またはクーポン金額の立替え払いを行う。

次に当該証券会社は、自己分と顧客分を合わせて元利金支払場所へ持参する。これに対し、支払場所では、元本と利息および取扱手数料を証券会社に支払う。発行会社では、元利金支払機関に対し、元利金および取扱手数料を支払う(図2)。

②振替制度の元利金の支払い

新たな制度では、償還期限または利払いの前に、間接口座管理機関の情報が、直接口座管理機関へ送られる。次に直接口座管理機関および機構直接加入者の情報が、証券保管振替機構に伝達される。最後にこれらの情報が支払代理人

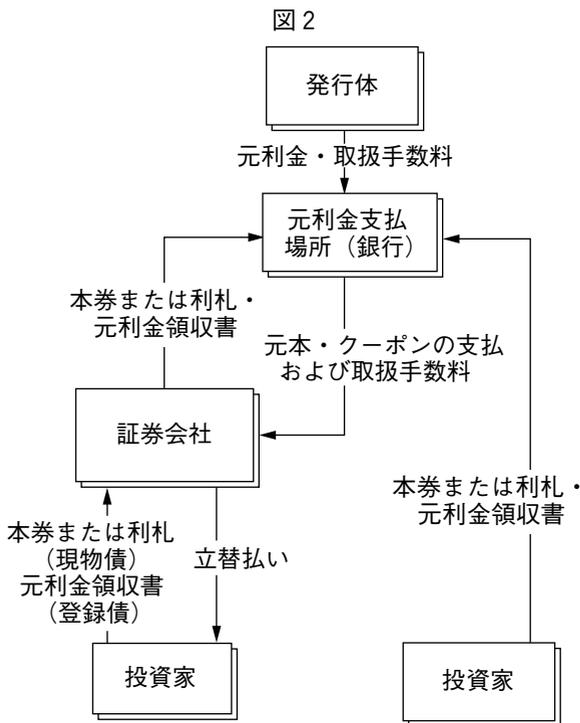
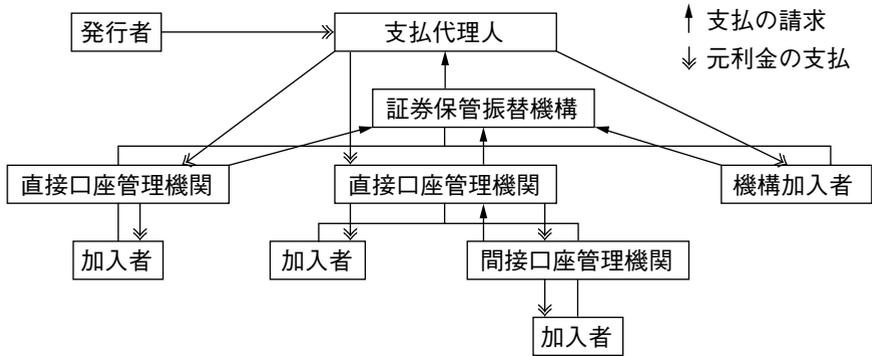


図 3



(出所) 株式会社保管振替機構より

に送られる。この情報に基づいて、支払代理人から、機構直接加入者および直接口座管理機関へ、直接口座管理機関から間接口座管理機関および加入者へ支払われる。支払いを受けた間接口座管理機関から加入者へ支払われる(図3)。

このように日本の振替制度においては、保振機構は、支払の請求を行うが、元利金の支払は、支払代理人から保振機構を通さずになされる。一方アメリカにおいては、振替機関であるDTCを通じて元利金が支払われる。

#### (8) 既発行債の移行

二〇〇六年四月からは、既発の現物債が振替債に移行され、一月には、登録債から振替債に移行することが予定されている。この移行には、一括移行方式が採用される<sup>(5)</sup>。

#### 4 新たな決済制度の問題点

振替制度にも、主に二つの問題点が指摘されている。このうち、ひとつは、手数料負担の問題である。この問題は振替債の発行が重なる中で、ほぼ解決を見られたといつてよいであろう。

二つ目の問題であるサムライ債については、現在まだ解決されてはならず、早期解決が望まれている。ここでは、これら二点の問題点に付き、詳細を見てゆきたい。

## (1) 手数料の負担

### ① 元利金の支払い

現物債、登録債の手数料徴収の方法は、前述の通りである。元利金支払場所は、発行会社から「元利金支払手数料」を徴収する。「元利金支払手数料」とは、店頭を持ち込まれたクーポンや社債券の真券か否かの確認照合、真券の場合の元利金支払い、支払調書作成、本人確認、クーポン、社債券の回収、および社債受託または管理会社または財務代理人への送付などの事務作業の対価である。登録債の場合も現物債に交換可能であったために、現物債の存在を前提とした手数料を徴収していた。<sup>(6)</sup>

一方、振替債の元利金の支払いは、まず、振替機関が支払期日の二営業日前に、業務終了時点の各機構加入者の振替口座簿の残高およびそこで集約された課税情報に基づき元利金支払額を計算し、支払代理人に請求する。支払日当日、支払代理人は、機構からの請求データに基づき機構加入者に対し、日本銀行の当座預金口座より支払いを行う。直接口座管理機関は、間接口座管理機関および加入者に資金の支払い、さらに、間接口座管理機関は加入者に支払う。振替制度とこれまでの現物債・登録債との相違点は、まず、券面が存在しないので、真券か否かの確認や、券面の回収、その他、券面の存在を前提とした事務の必要がないこと、これまでは、銘柄ごとの元利金支払場所が定められていたが、振替債においては、加入者が口座管理機関を選択すること、元利金支払いの情報に基づいて支払いがなされるため、立替払いの必要がないことなどである。つまり、事務手続は格段に簡

略化されることになる。

そこで、これまでの手数料体系を見直し、引下げを求める要請が、発行体を中心になされてきた。<sup>(7)</sup>

## ②手数料の引下げ

これまでの登録債の取扱手数料の基準は、償還の場合、一〇〇円につき一〇銭、利金取扱手数料は、一〇〇円につき二〇銭であった。これは、先に述べた券面の存在、それに伴う事務処理負担を前提とした手数料体系であった。制度移行後、五月までの東京都債など公募地方債の元利金支払手数料は、元金一〇〇円につき、〇・五銭、利金一〇〇円につき一〇銭となっている。また、一五五回預金保険機構債の元金支払手数料は、元金一〇〇円につき、〇・〇〇九銭、利金支払手数料は、元金一〇〇円につき、〇・〇一六二五銭となっており、これまでの手数料と比べると、格段に引き下げられた。

事業債では、第一〇四回オリックス債の元利金支払手数料は、元金、利金ともに〇であった。第四七四回中部電力債は元金一〇〇円につき、〇・一銭、利金一〇〇円につき、〇・〇八五銭であった。

六月発行の政府保証債と公募地方債はさらに引き下げられ、元金一〇〇円につき〇・〇〇七五銭、利金手数料は、債券元本に対して一〇〇円につき、〇・〇〇七五銭となった。政府保証債と公募地方債の手数料は、この水準に収束したとされている。<sup>(8)</sup>

これら公共債の手数料引下げは、事業債の手数料引下げ圧力となり、資産管理事業を専業とする、資産管理サービス信託銀行、日本トラスティ・サービス信託銀行、日本スタートラスト信託銀行にとっては、とりわけ厳しいものとなった。一月には、既発登録債の振替債への移行が予定されているが、この既発債の手数料引下げの圧力ともなりうるであろう。

(2) サムライ債の税金

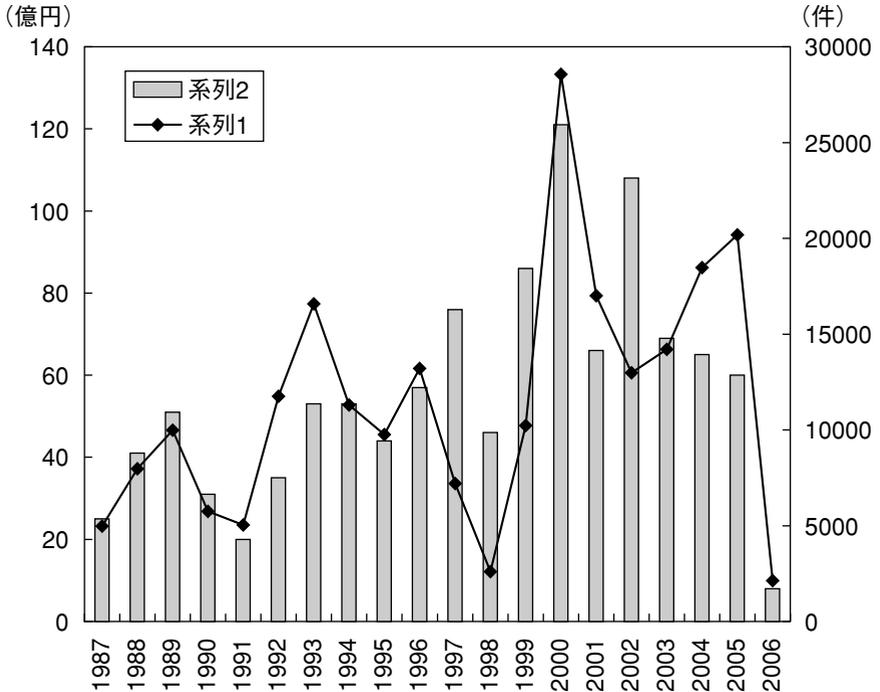
①サムライ債起債の激減

今年に入って、サムライ債発行が激減している(図4)。五月までの発行は、HSBC、インド輸出入銀行など八社のみである。GEキャピタルもサムライ債で予定していた400億の起債をユーロ債で発行することに変更したと報道されている<sup>(9)</sup>。

②アメリカの税制

サムライ債の発行体は、現在、アメリカ企業が七割を占めている。サムライ債の発行の激減は、アメリカの税法と大きく関係する。つまり、アメリカの Internal Revenue Code (内国歳入法) では、「ポーターフォリオ・インベストメント」たる債権による利息収入 (Sec. 871 (h), Sec. 881 (c)) 等は、アメリカ国内源泉所得であっても源泉徴収(アメリカ人に対しては三〇%)の

図4



(出所) 財務省「非居住者の本邦における債券発行・募集」より作成

(注) 2006年は5月までの実績

対象とならないとしている。

「ポートフォリオ・インベストメント」とは、次の債権に対する投資であるとしている。<sup>(10)</sup>

①アメリカ人以外に発行された非登録債権 (not in registered form) であつて、「当権利を所有するアメリカ人はアメリカ税法上の制限がある」<sup>(11)</sup>旨が券面に記載されてゐる (described) もの。

②登録債権 (in registered form) であり源泉徴収義務者がその債権保有者がアメリカ人でない旨の証明書を入手している場合。

③以上の条件に該当しても、発行者の株式を一〇%以上保有している場合および銀行業は非課税の適用を受けられない。

ここで問題となるのは、①と②の違いである。つまり、日本で日本人に向けて発行されるサムライ債はポートフォリオ・インベストメントであるが、これが非登録債権か登録債権かで、源泉徴収方法に違いが生じる。<sup>(12)</sup> 非登録債権であれば、原則、源泉徴収免除であるが、その券面に、IRC163 (f) (2) (B)にある「アメリカ人にはアメリカ税法上の制限がある」旨を記載しなければならぬ。つまり、これは券面の存在を前提としている。これまでの「登録債」<sup>(13)</sup>でも、移転の際には券面の必要がない点では、振替債と変わりが無い。しかし「登録債」は制度上、現物債として、券面を引き出すことが可能であるため、非登録債権であるとの解釈ができた。

一方、振替債は、券面の存在を前提としていないため、非登録債権とは、解釈されない可能性が大きい。従つて、前記の②の取り扱いを受ける可能性が高い。

債権が②の登録債権であると解された場合、どのような手続が必要であろうか。日米租税条約では、アメリカ国内の源泉徴収三〇%から、日本国内の個人については一五%に、会社については一〇%に軽減されている。こ

の源泉徴収税は、原則、利息の支払いを行う発行会社が納めなければならない。(IRC Sec. 1441(a)および1442(a))にある源泉徴収代理人 (Withholding Agent) とは、債権の発行会社である。

米国内国歳入庁、米国連邦税務当局 (The Internal Revenue Service 以下、IRS) が軽減措置を行う場合、登録債権 (in registered form) であれば、原則、アメリカ人ではない投資家 (受益者) が、身元、受益権、租税条約の下での権利について直接明らかにした Form W-8 という書類を提出することが義務付けられている。本人確認ができ、アメリカ人でないことが分かれば源泉徴収の対象とならない (portfolio interest exception)。つまり、IRS に対して、受益者本人がこの証明 (W-8IMY) を行い、源泉徴収代理人である発行会社が納税する。

これには特例措置として、債権所有者本人でなく、外国金融機関 (カストディ) が代わって行う方法もある。そのためには、外国金融機関が、IRS と個別に「QI 契約」を締結して「適格仲介人 (Qualified Intermediary 以下、QI)」にならなければならない。QI の資格を取得すると、外国金融機関の顧客である投資家の身分確認を顧客に代わって証明をすることができる (W-8IMY)。しかし、QI となるためには、IRS もしくは外部監査人から外部監査を受けなければならないなど、様々な条件が付されている。また、QI として業務を行うためには、システム投資や人材が必要となる。サムライ債の起債を引き受けている全ての引受会社がこのような体制を整えているわけではない。

そのため、新発債発行を差し控え、前述のように、サムライ債発行を差し控える企業が現れた。振替債が登録債権とされるか、非登録債権とされるか不透明な状態が続くと、順調に伸びてきたサムライ債市場に水を差すことにならないかと懸念されている。また、証券会社は、予想発行額に応じた利益を見込めなくなる可能性もある。この問題は、アメリカの税制上の取り扱いに依拠するものである。従って、容易に結論が出ない可能性はある。

しかし、今年一一月の登録債から振替債への移行が迫っているため、早期の対応が望まれる。

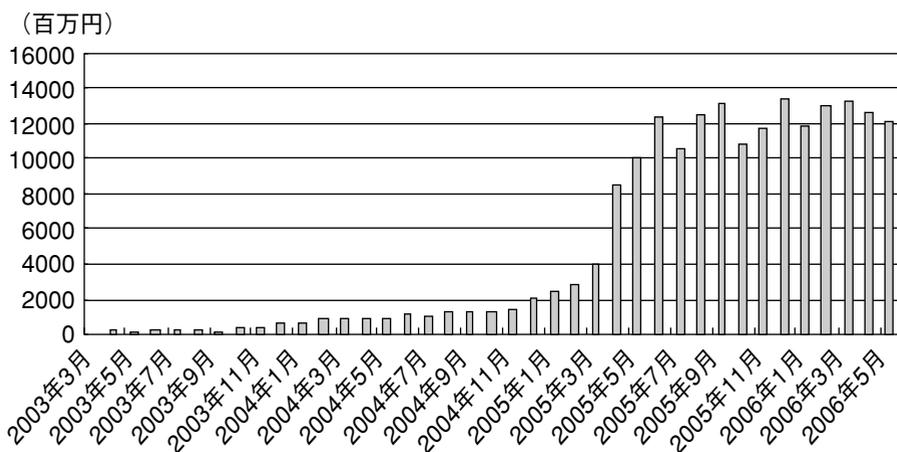
## 5 おわりに

二〇〇四年四月に外国法人が国内で発行する電子CPであるサムライ電子CP債にかかる償還差益の源泉徴収減免措置が開始したこと、および二〇〇五年三月で、従来の約束手形として法律構成されていたCPの印紙税率軽減措置が終了したことを受け、CPの不発行化（電子CPの発行）は順調に推移している（図5）。

二〇〇六年一月一〇日、新規発行の一般債のペーパーレス化がスタートした。しかし、この新しい制度にも問題点が指摘されている。一つは手数料の引下げ、もう一つは、サムライ債についてのアメリカ税制に関する問題である。

二〇〇七年一月には投資信託受益証券が、二〇〇九年一月には、株式のペーパーレス化が予定されている。株式のペーパーレス化は、一般債よりも関係者が多く、また、小口の個人投資家も多い。また、これまでの株券保管振替決済制度と異なり、株主名簿を日々、管理、更新する仕組みとなっている<sup>(14)</sup>。制度の本格実施まで

図5 電子CP引受



(出所) 証券保管振替機構、短期社債振替制度・月次統計より作成

に解決または、周知徹底しなければならぬ事項も多いことと考えられる。<sup>(15)</sup> 一般債の振替制度は、これに先立つものとして注目に値する重要な制度である。

注

- (1) 一五九回国会に提出された「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」が平成一六年六月二日、成立し、一般債を対象とした「社債等の振替に関する法律」から株式も対象とした「社債、株式等の振替に関する法律」に改正された。また、平成一六年法律第八八号によって、商法が改正され、株券不発行制度の創設された。平成一七年に成立した会社法では、これを引継ぎ、株式は原則不発行とする規定となっている。
- (2) 株式会社保管振替機構発表資料より。
- (3) 法律は複数の振替機関の存在を禁じてはいない。
- (4) 直接口座管理機関となるためには、参加コストがかかる。そのため、間接口座管理機関となることにより、そのコストを削減することも可能である。また、直接口座管理機関の中には、クリアリングファームのように決済を代行するサービスの提供を業とするものが現れることも考えられる。
- (5) 一括移行方式対象銘柄であれば、社債券者が「登録債一括移行に関する委任状」を提出するだけで、登録債から振替債に移行することが可能であり、簡便である。この他の移行方式には、個別移行方式がある。これは、銘柄ごとに移行に係る請求書を作成し登録機関へ提出しなければならない。
- (6) 登録債が現物債と同水準の手数料である理由は、同じ銘柄回号で登録債の場合と現物債の場合で、元利金支払手数料

の実務に応じた料率をそのつど使い分けることは困難であること、両者の間の交換が認められていることがあげられている。(企業の資金調達に伴う円滑化に関する研究会)。しかし、登録債の場合、券面の確認や回収など、現物債取り扱いは異なる事務が発生しない。そのため、結果として割高な手数料であったといえよう。

- (7) 「企業の資金調達に伴う円滑化に関する協議会」による「一般債振替制度における「元利金支払に伴う手数料」に関する考え方の整理」

(8) 日経公社債情報、二〇〇六年六月五日。一五四〇号。

(9) 日本経済新聞、平成一八年五月二五日。

(10) 須田 徹『アメリカの税法 連邦税・州税のすべて「改訂六版」』、中央経済社、一九九八年一月二八七頁。

(11) IRC, Sect163 (f) (II) on the face of such obligation there is a statement that any United States person who holds such obligation will be subject to limitations under the United States income tax laws.

(12) 非登録債権を「無記名債」、登録債券を「記名債」と訳しているものが多い。日本におけるいわゆる登録債との混同を回避するためであると考えられるが、*not in registered form*を非登録債権、*in registered form*を登録債権と訳す。

(13) 日本の登録債を指す。

(14) 現行の株券保管振替制度は、権利確定日に実質株主名簿を確定するいわば「点」での管理であった。ペーパーレス化後の新たな株式の振替制度は、データを日々更新するいわば「線」での名簿管理といえよう。

(15) これまで株式は、証券の保有者と株主名簿上の株主とが必ずしも一致しない特殊な証券であった。しかし、制度実施後は、証券を保有するとはほぼ同時に株主となる。このような仕組みは、株主としての権利実施が円滑化される反面、

例えば、所有財産の透明化や外国人持株比率の問題など新たな議論を生む可能性があろう。

(ふくもと あおい・客員研究員)

# 証研レポート既刊目録

<b>No.1620 (2003.10)</b> 株券不発行制度の導入 —変貌する有価証券制度—	執筆者 二上	<b>No.1628 (2005. 2)</b> 証券販売チャネルの今後 —イギリスの経験—	執筆者 二上
米国のDIPファイナンス制度と現状 株価指数とは何か —MSCIジャパン指数先物の取引停止— 地域通貨の機能は何か	松尾 吉川 清水	人民元の切り上げをめぐる ドイツ取引所のロンドン証券取引所買収提案 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	伊豆 吉川 清水
<b>No.1621 (2003.12)</b> 発展途上国の株高の背景について ユーレックスvsシカゴ —ユーレックスのアメリカ市場参入— アメリカの市場情報課金のあり方について —市場情報に関するSEC諮問委員会レポートより—	伊豆 吉川 清水	<b>No.1629 (2005. 4)</b> 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 地方再生における産業再生機構の役割 レギュレーションNMSの決着 —SECによる全米市場システム改革— 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	中島 松尾 吉川 清水
<b>No.1622 (2004.2)</b> 税制改革は債券市場に如何なる影響を与えているか —平成11年以降の債券税制改革について— 施行を前にした証券仲介業制度 国際銀行業の〈ローカル化〉について インターナショナル・セキュリティーズ・エクステンジ —急成長したアメリカの電子オプション取引所—	中島 二上 伊豆 吉川	<b>No.1630 (2005. 6)</b> コーポレート・ガバナンスの新たな展開 ブレトンウッズ体制の「復活」? —アメリカの対外不均衡をめぐる— 米国株式市場の再編 —ポスト・レギュレーションNMS— 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	二上 伊豆 吉川 横山
<b>No.1623 (2004.4)</b> 変わりつつある証券会社の人事制度 証券会社による企業再生アドバイザー業務の現状 レギュレーションNMS —SECの全米市場システム改革案— 「レギュレーションNMS」に見る市場情報手数料	二上 松尾 吉川 清水	<b>No.1631 (2005. 8)</b> 国債決済リスクの削減と国債清算機関の創設 地方再生ファンドの現状 アメリカの空売り規制と日本へのインプリケーション 日本における敵対的買収防衛策の導入	中島 松尾 清水 福本
<b>No.1624 (2004.6)</b> 税制改革と債券市場の新たな展開 —解消した債券の「課税玉」と「非課税玉」の問題— 証券会社による企業再生アドバイザー業務の現状(続) 米国の内外証券投資について —九世紀イギリスの地方証券取引所	中島 松尾 伊豆 清水	<b>No.1632 (2005.10)</b> コーポレート・ガバナンス論の回顧と展望 NYSE外国株市場の最近の動向について ロンドン証券取引所の買収問題 欧州における債券電子取引の動向 —シティグループ社によるMTSでの債券大量売買をめぐる—	二上 伊豆 吉川 横山
<b>No.1625 (2004.8)</b> 国債の補充供給制度と新現先方式のレポオペ 証券仲介業を巡る新しい動きについて 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 SECのヘッジファンド規制案について	中島 二上 松尾 伊豆	<b>No.1633 (2005.12)</b> レポは売買か貸借か —レポの法律上の扱いについて— DDSと企業再生 全米市場システム(NMS)とトレード・スルー 夢真HDの日本技術開発に対する敵対的買収事件が示したの —買収防衛策としての株式分割の役割と現行TOBの問題点—	中島 松尾 清水 福本
<b>No.1626 (2004.10)</b> 今後の証券業 ニューヨーク証券取引所のハイブリッド化 —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 ユーロ債流通市場における価格情報インフラ	二上 吉川 清水 横山	<b>No.1634 (2006. 2)</b> 証券リテール・ビジネスの現状と課題 最近のネット取引ブームについて マリー・グループのロンドン証券取引所買収提案 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	二上 伊豆 吉川 横山
<b>No.1627 (2004.12)</b> 国債発行方式の新たな展開 —国債市場特別参加者制度の創設について— シンジケートローンと普通社債 国際収支不均衡とその対応策 社債市場の透明性 —IOSCO報告書を中心に—	中島 松尾 伊豆 横山	<b>No.1635 (2006. 4)</b> 長期信用銀行の消滅と金融債の発行停止 企業再生手法の多様化 —DDS・メザニン・信託— 欧米の清算・決済コストについて 大量保有報告制度の特例報告	中島 松尾 清水 福本
		<b>No.1636 (2006. 6)</b> 米国のネット証券について NYSEとユーロネクストの合併合意 —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	伊豆 吉川 横山

(金額は消費税込みです)

**詳説現代日本の証券市場** 2006年版

日本証券経済研究所編  
A 5判 324頁 2,625円 送料 290円

**図説アメリカの証券市場** 2005年版

日本証券経済研究所編  
A 5判 359頁 3,255円 送料 340円

**図説イギリスの証券市場** 2005年版

日本証券経済研究所編  
A 5判 217頁 2,310円 送料 290円

**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

(金額は消費税込みです)

## 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

- 第1巻 証券関係帝国議会・国会審議録(一) 昭和20年-27年  
B5判1012頁 8,925円 送料 590円
- 第2巻 証券関係国会審議録(二) 昭和27-36年  
B5判 960頁 8,925円 送料 450円
- 第3巻 証券関係国会審議録(三) 昭和37-40年  
B5判1026頁 8,925円 送料 590円
- 第4巻 証券史談(一)  
B5判 714頁 8,925円 送料 450円
- 第5巻 証券市場の改革・再編  
B5判1094頁 11,025円 送料 590円
- 第6巻 証券市場の復興と整備  
B5判1008頁 12,600円 送料 590円
- 小林和子監修 日本証券経済研究所編
- 第7巻 証券市場の成長と拡大期(一)  
B5判1112頁 14,271円 送料 590円
- 第8巻 証券市場の成長と拡大期(二)  
B5判1114頁 14,271円 送料 590円
- 第9巻 証券恐慌  
B5判1188頁 15,291円 送料 590円
- 第10巻 証券史談(二)・補遺他  
B5判 903頁 11,214円 送料 450円
- 別巻1 証券関係文献目録(明治・大正・昭和)  
B5判 346頁 7,135円 送料 450円
- 別巻2 証券年表(明治・大正・昭和)  
B5判1052頁 13,252円 送料 590円
- (全巻セット特価 105,000円)

## 外国証券関係法令集

日本証券経済研究所編

- アメリカⅠ 1933年証券法, 1934年証券取引所法  
[改訂版] A5判 179頁 2,548円 送料 290円
- アメリカⅡ 1933年証券法規則  
[改訂版] A5判 241頁 3,567円 送料 290円
- アメリカⅢ 1934年証券取引所法規則 絶版
- アメリカⅣ 1939年信託証書法, 1940年投資会社法  
[改訂版] 1940年投資顧問法, 1970年証券投資者保護法  
A5判 213頁 3,364円 送料 290円
- アメリカⅤ 連邦準備制度理事会規則(T, U, G, X 規則)  
A5判 62頁 1,050円 送料 210円
- アメリカⅥ ニューヨーク証券取引所設立証書, 定款, 理事会規則  
A5判 66頁 1,260円 送料 210円
- イギリス 2000年金融サービス市場法  
A5判 385頁 4,515円 送料 290円
- ドイツ 証券取引法, 取引所法, 投資会社法, 他  
A5判 232頁 3,465円 送料 290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)  
B5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)  
B5判 717頁 10,500円 送料 450円
- 第3巻 株式取引所の歴史(一)  
B5判 641頁 10,500円 送料 450円
- 第4巻 株式取引所の歴史(二)  
B5判 1070頁 12,600円 送料 590円

## 証券取引法研究会研究記録

- 第1号 裁判外紛争処理制度の構築と問題点  
B5判 57頁 525円 送料 210円
- 第2号 システム障害と損失補償問題  
B5判 66頁 525円 送料 210円
- 第3号 会社法の大改正と証券規制への影響  
B5判 69頁 525円 送料 210円
- 第4号 証券化の進展に伴う諸問題  
(倒産隔離の明確化等)  
B5判 91頁 525円 送料 210円
- 第5号 EUにおける資本市場法の統合の動向  
-投資商品, 証券業務の範囲を中心として-  
B5判 110頁 525円 送料 210円
- 第6号 近時の企業情報開示を巡る課題  
-実効性確保の観点を中心に-  
B5判 62頁 525円 送料 210円
- 第7号 ブロ・アマ投資者の区分  
-金融商品・販売方法等の変化に伴うリアル規制の再編-  
B5判 82頁 525円 送料 210円
- 第8号 目論見書制度の改革  
B5判 103頁 525円 送料 210円
- 第9号 投資サービス法(仮称)について  
B5判 101頁 525円 送料 210円
- 第10号 委任状勧誘に関する実務上の諸問題  
-委任状争奪戦(proxy fight)の文脈を中心に-  
B5判 85頁 525円 送料 210円
- 第11号 集団投資スキームに関する規制について  
-組合型ファンドを中心に-  
B5判 151頁 525円 送料 290円
- 第12号 証券仲介業  
B5判 65頁 525円 送料 210円
- 第13号 敵対的買収に関する法規制  
B5判 107頁 525円 送料 210円
- 第14号 証券アナリスト規制と  
強制情報開示・不正取引規制  
B5判 67頁 525円 送料 210円

# 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。

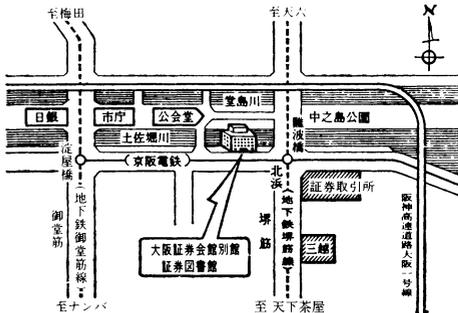
**所在地** 大阪市中央区北浜2-1-5 大阪証券会館別館5階  
TEL (06) 6201-0062

**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。

証研レポート第一六三七号  
二〇〇六年八月十四日発行

(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 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)