

No.1643

2007年8月

なぜ新現先は形骸化しているのか

中島 将降(1)

エクイティ・ファイナンス手法の多様化

松尾 順介(14)

買収ファンドの上場をめぐって ~ブラックストーンのIPO~

伊豆 久(27)

名義株主と真の株主

福本 葵(39)

財団法人 日本証券経済研究所 大阪研究所

なぜ新現先は形骸化しているのか

局 将隆

1 なぜ新現先市場が創設されたか

名「日本版レポ」と言われたのである。「日本版レポ」は、今日では、「債券レポ」、或いは「現担レポ」、「貸借レ ポ」とも言われている。 成八年四月、 課税も高コストに転化する。そこで、 有価証券取引税は流通税であるから税の累増を排除しない。従って、短期の債券売買であるレポ取引では低率の るため、売買形式のレポ市場を創設する事が出来なかったからである。 国際標準のレポ市場、 現金を担保とする債券貸借市場が創設されたのであった。従って、現金担保付債券貸借取引は、 すなわち、売買形式によるレポ市場の創設は長年の課題であった。 有価証券取引税を回避し、 かつ、 有価証券取引税の税率は低率であったが、 レポ取引の機能を果たす市場として、 有価証券取引税があ 平 別

ポ取引は万国共通の用語で説明する事が困難な仕組みとなっているのである。更に、日本版レポのレポレートは 担保は債券である。ところが、日本版レポでは、現金が担保である。担保が逆転しているにもかかわらず、 取引用語が使われている。 通用しない構造になっていた。 ところで、 日本版レポ取引では、 有価証券取引税を回避するため創設された「日本版レポ」は、非常に複雑な仕組みで、 国際標準のレポ取引では、 図表1でみるように、まず、担保が逆転している事である。 レポとは現金を担保にして債券を調達することを意味する。従って、 レポとは債券を担保にして資金を調達する事を意味する。 国際標準のレポでは、 日本にしか 日本のレ

再編 設され、 廃され 式 円 市 のである。 ボ ポ ポ 従って、 は 取引と利含み現先取 条項やリ 一本立てになっている点である。 場 ポ 日 0 . の 1 デ レ 品貸料と現金担 有 成 国 慣行に配 市 価 レ ダ 1 た。 場が、 したものである。 た。 ポ |際化を推 0 証 条項 [´]スク 品貸料が付利金利を上 券 市 ラ となる。 0 そして、 ĺ 図 敢 場 玉 レ 平成]際標準 慮したものである。 が J 表1でみるように、 引 薊 にとって非常に ポ ント 追 税 設が待望されて 進するため、 、取引を拡大する事 ば このため、 加 保 三年 がされ 長年 引 口 0 0 平成 の二つを設けた 1 レ 付 ポ 新 た点であ ル 加 Ó 刹 い課題で 現先 条項、 市 月 金 国 難解 場 日 莉 |際標準である売買形 新 創 年三月末、 e V |本版 回 0 で 特徴 現先市 る。 [れば、 サ 新 あ 設 たのであ であ 日 構成され が 現先 |本版 Ť が ĺ 現先では期 0 困 えテ ポ 0 新 は た売買形式 可 ŋ 難 場とし · は外国 現先に ĺ 能に は マイナス V であ ポ クロ 1 IH 7 チ な 従 括 現 13 (V 清算 13 現 ユ 先 て創 中 来 ス 0 1 0 る。 ケ 0 先 0 た 撤 レ 1

図表1 新現先と債券レポ・旧現先

	新現先取引		現金担保付債券貸借取引	旧現先取引
	現先取引	利含み現先取引	(債券レポ)	旧块兀蚁汀
法的位置付け	売買(買戻し条件付契約)		貸借	売買 (買戻し条件付契約)
取引の歴報	資金取引 (債券担保金融)		債券取引 (債券貸借)	資金取引(債券担保金融)*
取引の性格	金銭の消費貸借		債券の消費貸借	金銭の消費貸借
担保	国債が中心		現金	短期国債・政府短期証券が中心**
担保の処分	可能		可能	不透明
一括清算条項	あり(基本契約書の1本立て)		あり(個別契約書と基本契約書の2本立て)	なし
リスク・コントロール条項				
(1) ヘア・カット	可		可	なし
(2) マージン・コール	可 (取引相手毎)		可 (個別取引毎)	なし
(3) リプライシング	可		なし	なし
サブスティチューション	あり		なし	なし
会計処理	金融取引		金融取引	売買取引 (金融取引も可)
約定レート	現先レート(資金の運用=調達レート)		レポレート=担保金金利-貸借料率	現先レート(資金の運用=調達レート)
簿価の変動	なし		なし	あり (売買処理の場合)
オープンエンド取引	なし	可	可	なし
期中クーポンの帰属	債券の買い手	債券の売り手	債券の貸し手	債券の買い手
取引期間	無制限		1年以内	1年以内(3ヶ月が中心)

(出所) 証券業協会資料等により作成

⁽注) *証券会社の買い現先は平成7年まで行政指導により禁止

^{**}昭和60年以降、有価証券取引税が課税される債券の現先売買は消滅。

に配慮して、 ポンは債券の売り手に帰属していた。 期中クーポ ンの帰属は選択制としたのである。 国際標準のレポ取引では債券の買い手に帰属するが、旧現先の市場慣行

現先の一本になったのである。 と各方面から期待されていたのであった。 年の猶予期間の後、 平成一 国際標準の 四年四月、 レポ市場が創設される事によって、新現先市場は急速に拡大するもの、 旧現先は新現先に強制移行した。旧現先取引は消滅し、 現先取引は新

2 形骸化している新現先

場の中で新現先が占める位置、そして、 現実の展開は異なるものであった。以下では、 新現先の契約内容をみていくことにしよう。 短期金融市場の中で占めるレポ市場の位置、 レ ポポ市

現時点では一○○兆円を超えている。 緩和政策の採用後の平成一三年三月以降、 国債をレポ市場で調達しているからである。国債を保有している機関投資家は、債券を有利に運用するため特定 加と密接に関連している。 ると、平成一三年六月には五九兆円にまで減少したが(平成一三年三月は八三兆円)、その後は増加基調にあり、 1 レ ル 市 市場は超低金利政策下にあっても、 ところが、 場残高は平成一三年三月時点の水準にまで回復していない。 レポ市場残高は、この間、 債券ディー ラーは国債流通に必要な資金をレポ市場から調達し、 超低金利政策下にあってもレポ市場残高が増加したのは、 一貫して増加している点に大きな特徴がある。 激減した。量的金融緩和政策が撤廃され政策金利が引上げられても、 多少の変動はあるが、 一貫して増加基調にある。 譲渡性預金も、 今なお、 コール市場は量的金融 また、受渡に必要な 貫して減少基調 国 残高の推移をみ |債売買高の増

銘柄の国債を債券ディーラーに提供し(SC取引)、調達した資金をレポ市場で運用しているからである(GC

取引;

と ぎない。 日 そのうち債券レポが七○兆円、現先は三二兆円である。現先は日本のレポ市場の中で三割を占めているにす 本の 債券レポ市場が大きな比重を占めている。平成一九年五月時点の残高をみると、 レポ 市場は債券レポ 現先残高の推移をみても、 (現金担保付債券貸借取引) 市場創設時に期待されたほどの急成長を遂げていない。 と現先で構成されている。 この二つの市場を比較する レポの残高合計は一〇二兆

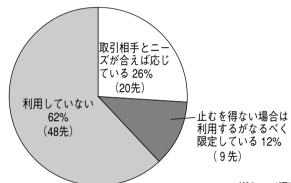
かになったのである。 融市場機能向上に向けた意見募集の結果」によって、新現先取引が形骸化している、 だが、 問題はこれだけではない。二〇〇七年六月に公表された日本銀行の「金融市場レポート という驚くべき事実が明ら (追録) 短

は、 滅している。旧現先は、 は旧現先という表現が使用されているが、解かり易いように使用されているだけであって、 マー という点である。契約数の累計値でみると、現担レポ(債券レポ)が六九%、残りの三一%が現先であるが、問 ちの四八先、 された新現先の利用状況である。まず、新現先の利用をみると、回答のあったレポ取引を行っている七七先のう 題は現先の契約内容である。 図表2は、 止むを得ない場合は利用するが、なるべく限定している。重要な点は、どのような取引契約を結んでいるか、 ジンコ 全体の六二%は新現先を利用していない。レポ取引を行っていても、六二%は債券レポだけである。 jレ 日本銀行のレポオペ先と主要な市場参加者である生命保険会社や投資信託委託会社等を対象に実施 (二)(先) あり ・銘柄差替えなしが七%、 は、 前掲図表1でみたように、マージンコールや担保差替えは無かったので、この表現が用 図表でみるように、マージンコールなし・銘柄差替えなしがレポ取引合計の一八%、 取引相手とニーズが合えば新現先取引に応じる、としている。残りの一二% マージンコールあり・銘柄差替えありは七%に過ぎない。 厳密には旧 現先は消 (九先 図表で

設 全体の 事 事 時 引 な あ な 0 なった事は V) ことである。 実上、 ず実とい るのである。 Ź ιV 七 は 柄差替えの 特徴である 図表2で明ら ß 0 これ 1 % n 背景を考え 新 ているだけ 新現先市場 ということで レ \Box 現 わ 新 形骸化して は驚くべ ポ ねば 先取引は 現 %にすぎ 取 ル 先 引全体 あ 条項 ij 新現先 になら 元 取 引 Ź Ż か ŧ 創 取 Ó

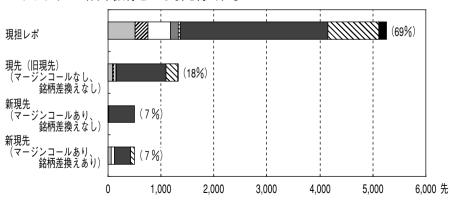
図表 2 新現先の利用状況

問. 現在、新現先取引を利用していますか。



(注)レポ取引を行っている77先。

問. 本年3月末現在、現担レポ、現先の取引契約を結んでいる先は、それぞれ何先 ありますか(日本銀行との取引を除く)。



■都銀・系統大手 図信託 □地銀 ■外銀 □信金 ■証券 □短資・証券金融 ■機関投資家等 (注)回答のあった145先が取引先との間で結んでいる契約数の累計値。

(出所) 日本銀行「金融市場レポート(追録) 短期金融市場の機能向上に向けた意見募集の結果」 2007年6月26日

なぜ、リスクコントロール条項や担保差替のない取引契約があるのだろうか。こうした契約は、新現先取引に

関する証券業協会の理事会決議に違反しないのだろうか。また、基本契約書に反しないのだろうか。

3 現先取引の理事会決議と基本契約書

うに定めているか、検討してみよう。 疑問を解決するため、新現先に関する理事会決議「債券等の条件付売買取引の取り扱いについて」ではどのよ

する事になっている(同上、三の(二))。そして、基本契約書では、次の一○項目を記載する事が定められてい 立した時は、その都度、顧客との間で「債券等の現先取引に関する基本契約書に係わる個別取引明細書」を交付 を取り交わす事になっている(理事会決議三の(一))。そして、基本契約書に基づいて個別現先取引の約定が成 まず、現先取引を開始する時は、あらかじめ顧客との間において、「債券等の現先取引に関する基本契約書」

- る (同上、三の (四))。
- ①個別取引明細書の交付
- ②権利移転の時期
- ③繰上げ償還があった場合の措置
- ④売買金額算出比率
- ⑤再評価取引
- ⑥取引対象債券等の差替え
- ⑦担保の管理等

- ⑧外国通貨による支払い方法
- ⑨権利の譲渡、質入れの禁止

基本契約書には、以上の一○項目について記載することを求められている。 ⑩債務不履行が生じた場合の一括清算条項に関する取り扱い 新現先の特徴は、

最初にみたよう

に、 括清算条項とリスクコントロール条項、サブスティチューション条項が設けられた点にあった。

⑥、⑦及び⑧の項目について、顧客との間において取り扱いを予定しない場合は記載を要しないものとする」 ところが、 一〇項目の記載に関して、理事会決議では次のような例外規定を設けている。すなわち、「④、⑤、

(同上、三の(四))。

顧客との合意がえられなければ、マージンコールなし、担保差替えなしの契約も可能、と定めているのである。 の適用、これらの項目の適用については「顧客との合意により…できるものとする」となっている。すなわち、 理事会決議の八. 売買金額算出比率の適用、 九 再評価取引の適用、一〇・ 取引対象債券等の差替え

ていたのである。 括清算条項は必須の項目である。これを除くと、新現先取引と言っても旧現先と同じ内容の約定が可能となっ

サブスティチューションについて詳細に定めている。だが、この基本契約書や付属覚書は、 いということになる。 債券等の現先取引に関する基本契約書」や基本契約書に係わる「付属覚書」では、リスクコンロール条項や 一つの雛形に過ぎな

いのである。 従って、 前掲図表2でみた旧現先と同一内容の現先契約があっても、これは理事会決議に違反するものではな

4 新 |現先の活性化に 向 け 7

追 加的 なシステム対応 /負担 が 根 本 原

銀行の 骸化しているのだろうか。 では、 市 なぜ、 場参加者サー 大きな期待をこめ イで 図表3は、 あ Ź。 て創設され 新 この 現 先が形 点に た新 骸化 関する 現先 7 Н が

> 本 形

る最大の

愛因

は

追

)加的なシステ

ム対応負担

13

あ

Ź

を 口

Ŧī.

挙げて 答のあっ この点につ た一 る。 ĺλ て 金 次 兀 (V で、 先 融 0 市 債券レポとの二重管理を挙げてい 場 V ポ 一四先が追加的なシステム対応 1 追 録) では、 次の よう

にコメントしている。

7 は、 とにマージンコ 過半の る。 多くの 新現先取引を増やしてい 先が ールをおこなう) 先では、 追 加 的 既 なシステ 13 現 担 に合わせたシステ 4 く場合の課題とし 対応負 ポ 個 担 々 0 をあげ 取 引

移 b

行過程は

かえって負担が重くなるため、

現状維持に

契約が並存して

る現状は望ましくないとしても

化をしており、

切替コストが大きいとみられる。

事務処理やシステム化を効率よく行うには、

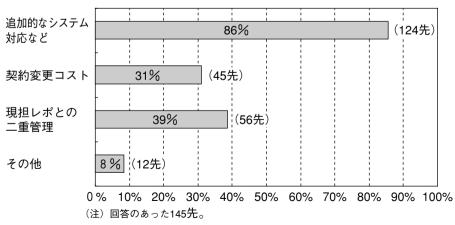
何

種

硩

図表 3 新現先取引拡大のネック

問、今後、現先(マージンコールあり、銘柄差換えあり)の契約や取引を増やして いく場合、貴社にとってネックとなるのはどういった点ですか(複数回答可)。



(出所)「金融市場レポート(追録)短期金融市場の機能向上に向けた意見募集の結果|日本銀行 2007年6月26日

方、『新現先の取引が増加しないのは魅力が乏しいためで、魅力を高めるのが筋』といった指摘も聞かれた』。 推奨していくのであれば、 傾きやすい面もあると思われる。…この点、『現担レポと新現先が混在することは望ましくなく、 マーケット全体が同時期に移行していくことが望ましい』との意見もあった。 新現先を 他

の整備には巨額の費用が必要となる。 テム対応を行うメリットがない、ということである。新現先取引が形骸化している最大の要因は、 レポ取引が行われている。そうであれば、新現先取引で収益の拡大を期待できない低金利の今日、 レポ取引は資金と担保の同時受渡、 担保の時価管理や根洗いが必要であり、こうした事務負担やシステム対応 債券レポについては、こうしたシステム対応が完了しており、 新現先のシス コスト負担に 債券レポで

ある。では、事務体制やシステム対応について、どのような対応策が考えられるだろうか。

事務体制やシステムの充実に関する参加者の意見

る。 以上の点に関して「金融市場レポート(追録)」では、調査対象先からの寄せられた意見を整理し紹介してい 主なものを挙げてみよう。

化してゆくべきと考えます。具体的には、クリアリングサービスの発達を促す制度対応や、トライパーティ 中長期的には諸外国の制度を参考にして、 いポの普及を促すための市場参加者のシステムインフラの拡充など、中長期的観点から取り組んでゆく必 本邦債券レポ市場の市場インフラを高度化し市場取引をより活性

要が有ると考えます。〈都銀・系統大手〉

外銀にとって、資金ニーズの拡大ほどには、クレジットラインの拡大が望めない中で、一般債や株式を担保 にした資金取引市場の整備が急務であると考えます。幅広い市場参加者を得るためには、受渡、担保管理事

務の軽減は必須条件で、トライパーティーレポの取引慣行整備が望まれます。〈外銀

- 能性は高まると思われます。〈地銀 (一般論として) 参加者の事務負担が外部委託などによって大幅に軽減されるのであれば、 今後参入する可
- 証券 リスク管理、受渡管理、 一般論としては、 事務代行サービス、決済代行サービス等の拡充が有効であると思われます。各社が個別に 担保管理、リスク管理の体制・システムを構築するのは難しいでしょう。 へ外資系
- 運用利回り対比でのインフラ整備コスト(人員・システム投資)が大きく、資金運用側となる地銀等の参入 者については徐々にレポ市場に取引をシフトしていくと考える。 が進みにくいのが現状であるが、バーゼルⅡ導入により、 有担保コールの利便性が低下した為、 一部の参加

が必要条件になると考える。〈都銀・系統大手〉 但し、 本格的に参加者層の裾野を拡大していく為には、バックオフィス事務の代行サービス機関等の普及

SCレポとGCレポのスプレッドが拡大し、レポ市場参入に興味を示した投資家がレポ市場に参入してくる 必要になってくると考える。〈都銀・系統大手〉 際の市場参入障壁を低くするため、 事務負担を軽減するシステム、 事務代行を活用しやすいシステム作りが

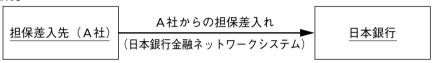
当面の対応と長期的課題

三日、「日本銀行に対する国債担保の差入れ・払出し事務の外部委託可能性に係わる今後のスケジュールにつ |短期金融市場フォーラム」や「市場参加者サーベイ」での意見等を取り入れて、日本銀行は二〇〇七年七月

本銀 グが 題で 引 表 むとして、二〇〇 の差入れや を軽減する 性化するには、 ころから課 などのアウト て 葆 \vdash を 4 行は ぁ 必要であろう。 参照 の管 0 活 0 る。 を発表した 軽 あ Ť 新 性 実現 減 理 ス 現 ŋ 化する 題に 払出 には など事 テ 事 先取引を活 が 0) IJ 可 務 新 1 コ 現 すなわ 取 能 J ス 0 チ 1 先取 事 務 'n なと ス 担 0 ユ ル 図 組

図表 4 国債担保の差入れ・払出し事務の外部委託可能性の概要 (日本銀行への担保差入れを行う場合)

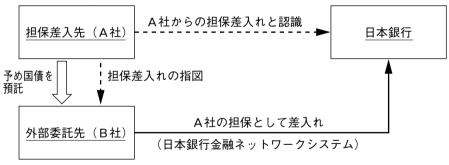
[現行]



担保差入先(A社)は、日本銀行に担保を差入れる場合には、自らその 事務を行う必要。

──この場合、担保となる国債は、国債振替決済制度上のA社の参加者口座(自己口I・II)から、日本銀行の参加者口座(自己口II・IV:質権の目的である国債を記録する口座)に振替えられる。

[メンテナンス後]



担保差入先(A社)は、外部委託先(B社)に予め国債を預託。A社は、B社に担保差入れを指図し、B社が、A社から預託を受けた国債をA社の担保として日本銀行に差入れることが可能となる(日本銀行では、A社からの担保差入れと認識)。

- ――この場合、担保となる国債は、国債振替決済制度上のB社の参加者口座(預り口I・II)から、日本銀行の参加者口座(自己口II・IV)に振替えられる。
- (出所) 日本銀行「日本銀行に対する国債担保の差入れ・払出し事務の外部委託可能性に係わる今後のスケジュールについて | 2007年7月13日

サービス等の拡充が必要という要望が寄せられていた。日銀の対応は、この要望に応えるものである。 トソーシングの可能性の検討を開始した。 早ければ二〇〇八年一二月頃に、 市場参加者の意見にもみられたように、 レポオペ先が日本銀行に国債担保の差入れや払出し事務に関するアウ 事務代行サービス、 決済代行

ディ 引参加者の意見にも、こうした課題を問題にしていた。七月一三日に発表された日本銀行の検討は、 保に関する取引コストが大きい事が背景にある。…米国レポ市場は、担保の受渡や管理コストを安全で効率的に トソーシングを行う為のクリアリング・バンクの普及、トライパーティ・レポの普及、トライパーティ・レ でどのようにすすめられてきたか、を紹介している。例えば、債券の受渡や管理等のバックオフイス事務のアウ 行うための工夫の積み重ねにより、 (システム、人員)を整えていないことを理由にレポ取引に参加していない先が少なくないのは、このような担 「レポ取引は有担保取引であることから、担保の受渡や管理コストが大きい。 一月に発表された日銀の調査論文「米国短期金融市場の最近の動向について」において、 前 ーラー間 回レポ ートの繰り返しになるが、長期的な課題としては、アメリカの経験から学ぶことも重要である。 .のレポ取引で行うGCFレポの導入、電子取引化・STP化の普及などを挙げてい 発展してきたと言ってよい」。そして、 レポ市場のインフラ整備 わが国において、 次のように述べている。 る。 事務処理体制 長期的 がアメリカ 前述した取 ポを

注

の第一歩ということができよう。

1 GC取引、SC取引に関する統計資料はないが、日本銀行のレポ取引に関するアンケート調査によって、この取引の 実態が解明された。アンケート調査の内容は、「金融市場レポート」の「追録」で公表されている。「追録」のある金

六年七月の政策金利引上げ後の短期金融市場の動向」(二〇〇七年一月)、「短期金融市場の機能向上に向けた意見募集 融市場レポートは、次のレポートである。「量的緩和政策解除後の短期金融市場の動向」 (二○○六年七月)、「二○○

△) 金融市場レポート(追録)「の結果」(二○○七年六月)。

2 金融市場レポート(追録)「短期金融市場の機能向上に向けた意見募集の結果」(二〇〇七年六月)は、三月一日に日 本銀行が開催した「短期金融市場フォーラム」で取り上げられた論点について市場参加者サーベイを行った調査であ

3 る。このサーベイによって、新現先の契約内容の実態が明らかになった。 『金融市場レポート(追録) 短期金融市場の機能向上に向けた意見募集の結果』日本銀行 二〇〇七年六月二六日

<u>4</u>

同 上

別紙一 一~二頁

(なかじま)まさたか・特別嘱託研究員)

エクイティ・ファイナンス手法の多様化

尾 順介

はじめに

Ę, 式を分割して発行し、株式数の急増を防ぐ方法などである。つまり、エクイティ・ファイナンス手法の多様化が 後の株価の維持が難しいことが指摘できる。これに対し、発行会社は優先株などの種類株式を発行することによ 進んでいる。本稿では、包括的新株発行プログラム(STEP)、最低資本調達金額保証型ファイナンス 工夫することで、株価下落を回避することも試みられている。たとえば、新株予約権を利用する方法や、発行株 って株価下落を回避するなど、エクイティの多様化が進められている。その一方で、引受証券会社が引受方式を ァイナンスは低迷している。その背景として、エクイティ・ファイナンスが株価下落の要因になっており、 近年、 行使許可条項付ターゲット・イシュー・プログラム(TIP)などを紹介し、このようなエクイティ・フ 株価上昇を主な背景として、エクイティ・ファイナンスが急増したが、今年度上半期のエクイティ・フ F B

1 修正条項付転換社債 (MSCB)

ァイナンス手法の多様化について検討する。

得する際に利用したことで有名になったが、それ以前からも海外私募発行において、大幅な株価下落や乱高下が 修正条項付転換社債 (Moving Strike Convertible Bond:MSCB)は、ライブドアがニッポン放送株を大量取

は、 数が増加するため、 受先は空売り、時には株価操作を行ってまで、 ŋ 数が変動するとともに、 発生し、マスコミなどでも取り上げられていた。つまり、 しながら下落し、最後には限界的な価格に張り付き、 他方、公募増資も株価下落要因になる場合が多く、公募市場の機能不全といった見方もある。その背景として(シ) ①ネット取引の拡大に伴い、 株価が変動すると、 希薄化が進み、 買受先は安値を下回る転換価額で転換し、 その買受先は、 大手証券会社の個人販売ネットワークが縮小し、 株価の下落要因になる。したがって、 時価より一定のディスカウントで権利行使できる点に特徴がある。 株価を変動させる誘因をもつとともに、安値で転換すると転換株 回復できなくなる。いわゆるDeath Spiralである。 MSCBは転換価額が修正され、それによって転換株 高値で売却して利ザヤを稼げることから、 最悪の場合、発行会社の株価は乱高下 短期間に大量の公募新株を販 つま 買

準を持つようになってきたため、証券会社が一時点の特定値 ジファンド等が空売りしておき、公募新株の購入によって手仕舞いし、 募新株を各投資家にはめ込むことができなくなってきている。そこで、 方式と、投資家との間にミスマッチが発生してきたこと、などが指摘されている。したがって、従来のように公 売することが困難になったこと、 ②投資判断要素が多様化し、 (公募価格)を決定した上、その営業力で販売する 個人投資家も機関投資家もそれぞれ独自の判断基 現在では大規模の公募の場合、 値下がり分の利益を確保するといった手 予めヘッ

現在MSCBや新株予約権を中心に引受を行っている。同社が設計したMSCBは、証券会社が当該ポジション CBを手がけた安田道男氏が二○○五年三月に設立した証券会社 在になるよう育成するという試みを行っているのが、 ·場の難点を回避する手法としてMSCBを位置づけ、 ウェル・フィールド証券である。 (設立当初は、ビービーネット証券) エクイティ・ ファイナンス 同社は、 野村證券でMS の 单 -心的存 法も行われているといわれている

を長期間保有することで、需要創出期間の長期化を図り、 株式発行の時間分散を企図するとともに、多様な株価

水準での投資機会を提供するものである

ことから発行株数を低減できる、⑤発行会社の判断により、ゼロコストで繰上げ償還できる、⑥公募増資よりも 短期間で発行でき、 行うことにより、 自らのターゲット価格で購入することが可能になる、③割当先の証券会社が市場動向を考慮した時間分散売却を を捜すことができる、②転換時点で株価水準が異なるため、投資家への販売価格も異なることから、各投資家は 同社の指摘するMSCBのメリットとは、①MSCBの割当先の証券会社は、長期間にわたって新株の買い手 株価下落圧力の軽減を図ることができる、 機動的な資金調達ができる、などである。 ④株価が上昇した場合、 転換価額が上方修正される

摘されてきた、希薄化と株価下落のDeath Spiralを抑制することを企図している。 対売却を行う、②再生企業だけでなく、広範囲な発行会社にとって利用可能でありかつ株主・発行会社双方にと ナンス手法の王道的手法として定着させる、といった点を重視し、 って有益なファイナンス手法となるよう注力する、③MSCBのマイナスのレピュテーションを払拭し、ファイ このようなMSCBのメリットを実現するために、 同社は①株価への配慮を最重視し、 これによって従来MSCBの問題点として指 より多くの投資家に相

債 なお、 債(二○○七年五月二五日取締役会決議、 このような同社のMSCB開発方針は、公募市場の問題点を踏まえ、 (二〇〇七年七月一二日取締役会決議、 同社が割当先になったMSCB実績としては、 発行総額計六億円)である。 発行総額二億円) ビービーネットの第二回無担保転換社債型新株予約権付社 および第三、 整合的に構成されたものと考えられる。 四回無担保転換社債型新株予約権付社

2 包括的新株発行プログラム(STEP)

株発行を小口に時間分散することで、希薄化の分散および需給関係の悪化を回避するものである。 がら新株を発行することができる。つまり、普通社債発行における発行登録制度に類似した発行方式であり、 当先との間で「第三者割当による株式買取基本契約」(これを包括的新株発行プログラム)を締結した上で新株 キームが、包括的新株発行プログラム(Straight-Equity issue Program:STEP)であり、 を発行するものである。この契約では、予め新株の発行枠が定められており、 新株発行が需給関係を悪化させ、株価下落を引き起こす可能性があることから、 発行会社がタイミングを判断しな 分散的に発行しようとするス 発行会社と第三者割 新

普通株式をドイツ銀行に対し、 の間で上記の契約を取り交わした。この事例では、契約締結日から二年間の期間において、 この方式を採用したのは、スター・マイカ社であり、同社は二〇〇七年五月八日にドイツ銀行ロンドン支店と 随時割当てるものである。 上限で総数一万株の

に区分され、合計一○回に分割して発行される (表1参照)。 〇〇〇株)、 発行時期は、発行会社の取締役会決議によって決められ、 B種割当(第五回から第七回まで三○○○株)、 上限一万株は、A種割当(第一回から第四回まで四 C種割当(第八回から第一○回までの三○○○株

三五万円以上とされている。さらに、 業日の終値に○・九を乗じた価額が発行価額となり、 また、A種割当については、割当ターゲット価格は設定されていないため、増資にかかる取締役会決議の前営 B種割当については、 ターゲット価格が三○万円以上であることが割当決定の条件とされ、 割当数量は原則としていずれも一〇〇〇株であるが、 割当時期も割当数も発行会社の完全な裁量で決定される。 B種割当とC種割当 C種割当では、

の場合、一定の条件(割当制限条項)の下で減少する。

七五 数は一〇〇〇株とされる。 その後同平均売買金額が四六九一 一額が四六九 ここで定められている割当制限 一〇円を下回った場合、 万九 Ħ. 0 0 割当は また、 円を下 条項は、 万九五〇〇円を回復した場合、 回 対象期間中、 時中 った場合、 止され、 対象期間 三か月平均売買金額が二三四 そ 回当たり 中 の後同平均 の当該株式の三か月平均売買 の割当数は 金額が 口 Ŧi. |当たりの 四六九 〇〇株とし 五 割当 万 万 九

株となる。 売買金額が七五〇七万一二〇〇円を回復した場合、 五〇〇円を上回 このような割当制 <u>つ</u> た場合には、 限 条項を導入した理 回当たり割当数は 由 は、 売買 金 <u>Ŧ</u>i. 回当たりの割当数は一 額 〇〇株となる。 が低迷 した場合、 また、 新株発 0 同 平 均

額は 考えられる。 が需給関係をより悪化させ、 五. |〇二七万円、 ちなみに、 売買金額の この基本契約締結前日 株価 七五日移動平均 下落を引き起こすことを回避するためであろうと は の終値は二九万二〇〇〇円、 一億六〇二九万円であった 売買金

る。 (1) ス が タ 可 新株 1 能である。 八発行枠 マイカ社は、 0 ただし、 確保と機 このプロ 動的 発行会社は割当を行う際には な資金調 グラムの 達 導入理由として、 発行会社 0 の裁量で 以下の 毎 同 機 取 五点を挙げ 締 動 役会決議を取 的 13 資 金 Ć 達

(2)

資

、本調達目標株価によるターゲ

ット

イシュ

1

. .

定の株価以上でしか新株発行ができず、

逆に株価上

昇

ĥ

ねばならない

表1 スター・マイカ社によるSTEPのスキーム

衣 I スター・マイガ社によるSTEPのスキーム					
	A種割当	B種割当	C種割当		
対象割当回数	第1回~第4回	第5回~第7回	第8回~第10回		
割当可能株数	4,000株	3,000株	3,000株		
1回当たり割当株数	1,000株	1,000株	1,000株		
割当ターゲット価格	該当無し	300,000円以上	350,000円以上		
割当可能期間	2 年間	2年間	2年間		
割当制限条項	無し	有り	有り		

(資料) 同社プレスリリース「第三者割当による株式買取基本契約締結に関するお知らせ」2007年5月8日。

に比例して、調達額は増加する。

- 3 ような転換価額修正条項もなく、また権利行使請求のような概念はない。 シンプルな設計 ・単純な第三者割当であり、発行価額もその時々の時価をベースに決定され、 M S C B の
- (4) 真の「エクイティ・コミットメントライン」性:発行会社の裁量で割当時期を決定できる。
- (5) 発行会社による解約権:将来的に資金調達ニーズがなくなった場合などは、発行会社の選択で解約するこ

とができる。

数料は徴求しない。 直前三日間はそのようなニュースが発信されないよう契約を取り交わしている。なお、手数料としては、発行価 まず、急遽割当が行われた際にも対応する必要があり、いつ割り当てられても実務的に対応できるよう常に準備 額を終値の九○%に設定することから、一○%相当分のディスカウントが手数料となり、発行枠の設定に係る手 に発行会社側から株価に影響を与えるようなニュースが出されないようにしておく必要がある。この事例では、 しておく必要が生じる。次に、発行会社には、実力以上の株価を期待するインセンティブがあるため、 また、証券会社側には、このようなスキームに対応するためには、いくつかの課題があることも事実である。 割当直前

ちなみに、五月一四日 ·の取締役会決議で、第一回目の割当が行われ、発行価額:一株二五万三八〇〇円で、|

〇〇〇株が発行されている。

しており、 なお、 同種の発行事例としては、トッキが二〇〇七年六月一一日付の取締役会決議で同プログラム設定を決定 同社は対象割当回数五回、一回当たりの割当株数八〇万株、割当可能期間二年間を設定している(表

3 最低資本調達金額保証型ファイナンス (FBF)

案して設計されたスキームが、 ツ銀行ロンドン支店を割当先 Finance:FBF)である。その最初の発行例は、 М S C B が株価下落 の悪循環 (第三者割当) として、二〇〇七年六月二五日に取締役会決議さ この *ر*۱ わゆるDeath Spiral) を生じさせる可 「最低資本調達金額保証型ファイナンス」(Floored Block グッドウィル社の新株予約権であり、 能性があることを勘 ۴

れている。

六〇%で、 ッドウィル社は同社株式四〇万株の条件決定日(七月六日) た上で、グッドウィル社株式四○万株を対象とする新株予約権をグッドウィル 同方式では、グッドウィル社がドイツ銀行ロンドン支店と「新株予約権買取契約」 ドイツ銀 行口 ンドン支店を割当先として発行する。 の時価 つまり、 (終値) これによって、 の六〇%相当額を 社株式の を締結 まずグ 嵵 価

るが、 けなければならない。ただし、 付けられており、 次に、この新株予約権は三か 払込金額は、 ドイツ銀行はこの権利を行使して、 この価額から先に支払った六〇%相当額を控除 権利行使の際はその時点の時 月以内に全部権利行使 グッドウィル社 (マンダトリー 価 0 九五%が権利行使価額とされ した金額となる。 の新株四〇万株を引き受 エクササイズ) が 義務 調達することになる。

調

麗達が、

最低資金調達として保証された上で、

さらに三か月以

内の権利行使時点の株

価

X

九

例えば権利行使時点

したがって、

同方式では、

新株予約権の条件決定日の株価

×四〇万株×六〇%相当

額

0

資金

五.

|%×四〇万株|

最低保証額の資金調達が追加的に可能になる。ただし、

表 2 トッキ社によるSTEPのスキーム

対象割当回数	第1回~第3回	第4回	第5回
1回当たりの割当株数	800,000株	800,000株	800,000株
割当ターゲット価格	該当無	800円以上	1,000円以上
割当可能期間	本件決議日から2年間	本件決議日から2年間	本件決議日から2年間

-(資料) 同社プレスリリース「第三者割当による株式買取基本契約 | 2007年 6 月12日。

の株価が、 でも最低保証金額は保証される。 新株予約権の条件決定日の株価の六○%に下落した場合、追加的な資金調達は行われないが、あくま なお、 権利行使に際しての行使価額は、 行使請求の効力発生日 (修正日)とそ

発行会社にとって、この方式のメリットとして、以下の点が挙げられる。

の前日の終値の平均値の九五%としている。

- (1) 新株予約権の目的となっている株数は、四〇万株に固定されており、 それ以上の株式発行が行われること
- (2) 新株予約権の条件決定日の終値の六○%相当額の資金調達が最低限確保される。

したがって、予想以上に希薄化することがない。

はない。

(3) うに工夫されている点は特徴的である。 を引き起こし、 株価動向次第で追加的な資金調達の可能性がある。 それが発行株数増加をもたらしてさらに希薄化を加速させるといった悪循環が回避されるよ 特に、MSCBで見られたように、 希薄化が株価下落

リスクのあるファイナンス手法といえ、証券会社側は別途アレンジメント・フィーを徴求している。なお、この は縮小し、 手数料となり、 可能性もある。それについては、デューディリジェンスで対応する必要性があり、特に株価に影響のあるニュー 定日以降において株価が急落した場合も、 アレンジメント・フィーは公募の場合の引受手数料に相当するようである。また、 他方、割当先の証券会社にとっては、権利行使価額の決定に際してディスカウントされる五%相当分が一種の 仮に条件決定日の六〇%以下に下落した場合、 この五%相当分は、株価が上昇した場合、 マンダトリー・エクササイズを解除できないので、大きな損失を被る 損失さえも被ることになる。その意味では、 その絶対額も大きくなるが、 証券会社にとっては、条件決 逆に株価が下落した場合 価格変動

スは条件決定以前に出させる必要もある。

が増加することから、MSCBで見られたような株価下落を引き起こすような誘因は除去されるといえる。 いずれにせよ、証券会社にとっても、発行会社にとっても株価が上昇した場合、手取り資金額や手数料相当額

4 行使許可条項付ターゲット・イシュー・プログラム(TIP)

お、 株価上昇を見越して、いくつかのパターンの行使価額によって、段階的に新株発行が可能となるものである。 発行を希望する目標株価(ターゲット価格)を定め、これを行使価額として設定した新株予約権であり、 である。 (二○○七年二月一六日、取締役会決議)およびエスアールジータカミヤ(二○○七年三月九日、取締役会決議) このプログラムを採用したのは、メディネット(二〇〇七年二月六日、取締役会決議)、アルファグループ 行使許可条項付ターゲット・イシュー・プログラム(Target Issue Program:TIP)とは、発行会社が新株 新株予約権の割当先の権利行使に関しては、発行会社の行使許可を必要とすることになっている。 将来の な

億円)を行った上で、三回の新株予約権を発行した。同社のスキームのポイントは以下の通りである。 このうちエスアールジータカミヤは、ドイツ銀行ロンドン支店を割当先として、新株発行(二〇万株、三・二

- 新株予約権の行使価額としており、 している の行使価額 固定行使価額 (二四〇〇円、二七〇〇円、三〇〇〇円)を三回の新株予約権 (資金調達目標株価)によるターゲット・イシューであり、資金調達を行う際の目標株価を 株価上昇に伴って段階的に新株予約権が権利行使されるように、 (第一~三回) のシリーズに設定
- 2 行使許可条項を付しており、新株予約権の権利行使に関しては、発行会社の許可なくしては、権利行使で

き Ŧī. 0 っては、 到着 な 0 0 V) 仕 \bigcirc Ħ 当日 発行会社の資金需要と市場環境等を勘案して決定する。 個 組みとなって か で新株予約権を行使することになる。 5 0)営業 r V る。 H 0 権 期 莉 間 行 一使が許可 に行 使許 可された場合、 可 に示され なお、 た範 行使許 当該行: 囲 内 使許 可 二万 可

(4) (3) る .価次第で発行株式数が拡大するような懸念を払拭 買入消却条項が付され 最大希薄化数が限定されてい 随 は ょ 時残存新株予約権を買入消却できる。 ŋ 好条件での資金調達手法が確保できた場合、 ており、 るため、 資金調達ニーズがなくなった場 MSCBで問題視されたように なお、 し 買 てい 入消 発行会社 却 額 は 発 合 0 選 行 あ 択 価

額と 同 . 額とされ、 キ ヤンセ レーショ ン フィ 1 などは発生 しな

(5)

行

使

価

正条項

選択権が付されており、

第一

回と第三

回

新

株

芧 0

約

権 IF.

に関

ては、 額修

発行会社

0

選択

取締役会決議

に

により、

行使

価

額

修

沿日以 ジ 一から新株予約権者に を開 ヤ ただし、 スダ 降、 始することが ッ 行使請求 下 ク 取引 限 行 使 所終 Ó 可能となって 価 通知され、 効力発生 値 額 は 0 平 第 $\overline{\mathsf{H}}$ 均 行使価 値 r V 修正 口 る。 0 九三 修正 \mathbb{H} 額 盂 % は 0 13 0) 0 Ĕ 相当 際には、 前 通 知 H 第 一する金 が行わ までの二 三回 その旨が 額 n 連続 た日 Ŧī. 修 \bigcirc 営業 発行 0 正さ 0 一翌営 闽 n Н

社

る。 0)

されてい

エスアールジータカミヤ社によるTIPのスキーム 表 3

	新株式発行	第1回新株予約権	第2回新株予約権	第3回新株予約権
発行数	200,000株	200,000個	200,000個	200,000個
発行価額の総額	320,000,000円	3,200,000円	2,600,000円	2,000,000円
発行価格	1,600円	16円	13円	10円
行使価額	該当なし	2,400円	2,700円	3,000円
「行使価額の修	該当なし	無	有	有
正」の項目	該ヨなし	/////	/ 1	有
行使請求期間	該当なし	3年間	3年間	3年間
行使許可条項	該当なし	有	有	有
/보세/ 크리크				

(資料) 同社プレスリリース「第三者割当による新株式発行、第1回~第3回新株予約権発行および 新株予約権買取契約(行使許可条項付・ターゲット・イシュー・プログラム "TIP")締結に 関するお知らせ」2007年3月9日。

6 よる資本調達をスタンバイでき(自己資本調達のスタンバイ効果)、新株発行のように手続きにかかる所要 それぞれのターゲット価格を設定した新株予約権を予め発行しておくことで、株価上昇後の有利な価格に

時間を短縮化し、

機動的な資金調達が可能になる。

会社の手にする手数料は、新株予約権を行使した際のディスカウント部分のみであり、スキームのアレンジメン 開が重たくなる可能性があるが、その場合、新株予約権の権利行使が難しくなり、 向けのスキームといえよう。また、割当先が第三者割当された新株を短期間で市場売却すると、その後の株価展 調達には、 会社の想定する株価の成長シナリオを支援するインセンティブを有するものと考えられる。なお、割当先の 成長と株価上昇によって、追加的かつ段階的に資金を調達しようとするものである。したがって、追加的 しくない結果となるため、株価動向を見極めながら、 つまり、このスキームでは、 不確実性があるものの、 最初の第三者割当によって、最低限必要な資金を調達した上で、その後の企業の 会社の成長性に一定程度連動した資金調達が可能になるといえる。 株価下落を回避しつつ売却することになる。 第三者割当先にとっても好ま むしろ、 成長企業

まとい

フィーは発生しない。

以上、 四つのスキームを紹介したが、 簡単にまとめると次のようになる。

払拭し、MSCBを利用することで、新株発行の時間分散を図り、 ようとする点で斬新な試みといえるが、この間、MSCBに付着したマイナスイメージをどう払拭するかが課題 まず、 ウェ ル ・フィールド社のMSCBに対する取り組みは、 従来のMSCBが有していたSpiral的な要素を 公募発行に代わる資金調達手法として育成し

といえる

させることを試みており、ウェル・フィールド証券の試みと重なる部分がある。ただし、毎回取締役会決議を行 う必要があるとともに、証券会社も機動的な対応が要求される。 次に、ドイツ証券のSTEPは、第三者割当によって新株発行枠を設定し、新株発行を小口かつ時間的に分散

当先に維持させながら、 第三に、FBFは、最低資本調達を確保した上で、Death Spiral性を払拭し、株価上昇のインセンティブを割 追加的な資金調達を企図するものである。ただし、追加的な資金調達については不確実

性を免れられない。

Fと似ている要素がある。ただし、FBFは追加的資金調達が一回限りであるのに対し、TIPは段階的に、 つ株価の成長に合わせて資金調達ができる点において異なっている。 第四に、TIPは、最初に第三者割当で必要額の資本を調達した上で、追加的な資金調達を企図する点でFB か

ものと思われる。 達ニーズにオーダーメードで対応しようとするものである。その意味では、今後も新しい手法が開発されてくる このようにいずれの手法も従来のMSCBの難点を払拭しようとするものであると同時に、発行会社の資金調

サンプル数の増加を待って実証する必要があり、今後の課題であろう。 他方、このような新しい手法を利用することで、その後の株価展開にどのような影響が出るのかは、もう少し

注

<u>î</u> このようなMSCについては、拙稿「MSCBとディスクロージャー制度」、『証研レポート』、一六三七号、二〇〇六

年八月、参照。あるいは、最近でも「MSCB地獄からの生還」、『日経金融新聞』、二〇〇七年五月二五日、

日本証券業協会・会員における引受審査のあり方等に関するワーキング「会員における引受審査のあり方・MSCB

2

に、「MSCBと公募増資との株価に関する比較検証」と題して、これらのファイナンスが株価に与える影響を検討し の取扱いのあり方等について―会員における引受審査のあり方等に関するワーキンググループ最終報告―」

いられた!//www.jsda.or.jp/html/houkokusyo/pdf/hikiuke4.pdf

*本稿は、ウェル・フィールド証券およびドイツ証券などへのインタビュー調査などをもとに作成しております。本稿を作成 するに際し、安立聖子氏(ドイツ証券)、今村吉宏氏(ドイツ証券)、遠藤吉成氏(ドイツ証券)、大杉謙一氏(中央大学法科 吉彦氏(ドイツ証券)、安田道夫氏(ウェル・フィールド証券)(以上五○音順)のご協力を賜りました。厚く御礼申し上げ 大学院)、 川畑貴史氏(エスアールジータカミヤ)、木村寛氏(ドイツ証券)、酒井将平氏(ウェル・フィールド証券)、東泉

(まつお じゅんすけ・客員研究員)

買収ファンドの上場をめぐって 〜ブラックストーンのIPO〜

伊豆

久

はじめに

場した。同社は、KKRやカーライルと並ぶ、米国の大手プライベート・エクイティ・ファンド運用会社として 知られる。 六月二二日、ブラックストーン(The Blackstone Group L.P.)が、ニューヨーク証券取引所(NYSE)に上

特化しているPEが多いが、ブラックストーンのような大手になれば、多様な性格のファンドを同時に運用する 綻(懸念)企業に投資する場合は再生ファンド(ハゲタカファンド)と呼ばれることもある。いずれかの分野に 使できるシェアで、数年程度のスパンで投資するファンドである。投資対象により、未上場の若い企業に投資す ことも珍しくない。 る場合はベンチャーキャピタル、成熟した上場企業に(上場廃止も視野に)投資する場合には買収ファンド、破 プライベート・エクイティ(PE)は、投資家から私募形式で資金を集め、それを様々な企業に、支配権を行

している証券・商品や外為など流動性の高いものが中心で、未上場企業に投資したり支配権を行使したりはしな 私募形式で資金を調達するという点ではヘッジファンドと同じであるが、ヘッジファンドの投資対象は、上場

である。しかし、ブラックストーンのように、PEファンドとヘッジファンドの両方を運用するファンドも存在 らである。 投資期間が短いため、企業の経営権を掌握して収益構造を改善するといった時間を要することはできないか 反対にPEは時間をかけた投資をおこなうため、出資者に二年以上の解約禁止期間を設けるのが普通

るのであるが、私募ファンドであるため情報開示はなされず、その実態について一般に知られることはなかっ こうしたPEが、ここ数年、 活発な企業買収やそれに付随する巨額の資金調達によって市場の注目を集め

ことも注目を集めた。 場に際しては、ファンド運用会社の免税措置に米国議会から批判が出たことや、中国が三○億ドルの出資をした それが今回、 ブラックストーンは、上場を選択しビジネスの概要が公開されることとなった。また、 以下、ブラックストーンのSEC届出書 (Form S-1)に拠りながら、 同社の上場をめぐる 今回 る上

話題を紹介することとしたい。

1 リミテッド・パートナーシップの上場

ること、また上場された証券は株式ではなくリミテッド・パートナーシップのリミテッド・パートナーの持分 初めに確認しておく必要があるのは、今回上場したのは、ファンドそのものではなくファンドの運用会社であ

(を表章する)ユニットだということである。

あるが(上場ファンド、ETF)、今回の場合、公開されたのはファンドではなく、ファンドを運用する会社の 出資された資金のプールであるファンドを上場し、ファンドへの出資持分そのものが売買されるということも

持分である。 したがって、ブラックストーンが運用するファンドそのものは、 以前とかわらず私募ファンドであ

る。 さらに、 ファンドを運用するその事業体 (ブラックストーン) の 組織形態は、 株式会社ではなく、 リミテッ

ド・パートナーシップ(LP)であるため、上場されたのは、株式ではなくLPの持分である。

L P は、 日本の組合に近い組織で、 出資者は、 業務を執行し無限責任を負うゼ

ネラル・パ ッド・パートナーに分かれる。そして、 ートナーと、 有限責任しか負わない 損益が出資者にパススルーされることを かわりに経営権をもたないリミテ ーシップと出資者

会社に適用される二重課税が免除されるというメリットがある。

LP段階では課税されず出資者レベルでのみ課税される、

すなわち株式

前提に、

権をもたないリミテッド・パートナーの持分をあらわす証券なのである。 ブラックストーンはこのLPという形態をとっており、 ブラックストー ンのゼネラル ・ パ ートナーとなっている親会社を通じて現経 上場されたのは、 経営権

営陣が一〇〇%保有したままである。 は、

高 回額報酬 免税措置 の 批 剃

2

LPへの課税を強化する法案を提出した。 せられ、 か しながら、 上場直前の六月一四 このLP組 織 日には、 のままでの上場に米国議会から厳し 上院財政委員会委員長らが、 上場している (V 批 判が浴び

図 1

リミテッ

Limited Partnership (非課税) General Partner Limited Partner (経営権・無限責任) (経営権なし・有限責任)

場合には、 上で株主レベル(配当課税)でもう一度課税される。つまり、LPは、二重課税を避けられるものの上場できな の特権である。その一方で、LPは法人税を免除されるものの、株式会社は法人レベル いのであり、 したがって公募や上場にはなじまない。公募・上場は、 そもそもの原則からすれば、 株式会社と同様に法人レベルでも課税するというのが原則なのである。 上場するならば株式会社として二重課税に服するほかないのである。そこで、 LPは出資者個人に大きく依存した、法人としての独立性の低い事業体であり、 出資と経営が分離し法人としての独立性が高い株式会社 (法人税) で課税された LPのまま上場した

九○%以上を金利や配当といった受動的な収益に依存しているLPの場合には、上場していても、二重課税を免 しかし、 例外規程が設けられている。それは、石油・ガス・木材などの資源関係業種に属するLPと、収入の

除するというものである。

この例外措置が適用されて、上場後も法人レベルでの課税を免除されることになるのである。 そこで現行法のままであれば、ブラックストーンも投資収益という受動的な収益が九○%以上を占めるため、

これに対して議会から批判が相次いだ。

買収後の長期的な企業のリストラクチャリングを通して投資収益を上げるほか、資産管理業務やアドバイザ 業務をおこなっており、 それらは、法の想定している「受動的な投資収益」を大きく逸脱しているというわ

批判の第一は、最近のファンドの収益は受動的なものとはみなしがたいということである。ブラックストーン

けである。

ックストーンの場合これが利益の多くを占めるのであるが、現状ではキャピタルゲインとして一五%課税される さらに、 PEの運用会社はリターンの二割を成功報酬として受け取るのが一般的であり、後述のように、ブラ

るのである。 にとどまっている。これに対して、最大三五%が適用される所得税の対象とすべきではないか、 と指摘されてい

もなう届出書で、ブラックストーンの創業・経営者であるシュワルツマン(CEO)、ピーターソン 二九〇万ドルであることが明らかとなり、 こうした議論の背景には、ファンド経営者・オーナーの巨額報酬への批判があるようである。今回の上場にと 元リーマン・ブラザーズCEO)両氏への昨年一年間の現金報酬が、それぞれ三億九八三〇万ドル、二億一 儲けすぎ批判が広がっているのである。 (元商務長

ただ新聞報道によれば、財務省はファンドへの課税強化に消極的であるとされ、法案・議論の行方は未だ定か

ではない。

3 中国からの出資

ある。 れてきた。それをより効率的な運用のために、新たな運用専門機関を設立するとされ、その第一弾として、ブラ ックストーンへの出資がおこなわれたのである。 ブラックストーン上場に際してのもう一つの大きな話題は、中国が外貨準備から三○億ドルを出資したことで 中国の外貨準備は、今年六月末で一兆三千億ドルを越えており、今まで米国の国債等の安全資産で保有さ

将来もそれ以上への買い増しは不可。 ただし、 議決権はない。 中国が買い入れたのは、上場された証券と同じくブラックストーンのリミテッド・パートナーシップ 取得価格は、 公開価格の九五・五%とされたものの、 また取得から四年間は売却できず、その後の売却も一年間に三分の一まで 中国の保有は全体の一〇%未満に限り、

と厳しい制限が付けられている。

めることになるであろう。 回るとも言われる。そこに中国が加わったわけで、国際金融市場における新たなプレイヤーとして今後注目を集 などがよく知られているが、各国の運用額を合計すると二兆ドルを超え、ヘッジファンドの一兆五千億ドルを上 運用する政府系ファンドは珍しいものではない。アラブ首長国連邦のアブダビ投資庁やシンガポール これは、 中国側から見れば、 巨額の外貨準備を積極的に運用し始めたということであろう。 外貨準備を原資に のテマセク

玉 中戦略経済対話 少なくとも今回の投資については議決権はともなわない。むしろ、今回の出資の発表(五月二〇日) [の現時点でのある種の均衡として実現した投資であろう。 米国では、 中国から米国企業への投資には安全保障上の問題があるのではとの見方もあるが、先述のように、 (五月二二~二三日)の直前であったことなどからすれば、人民元をめぐる駆け引きのなかで両 が第二回米

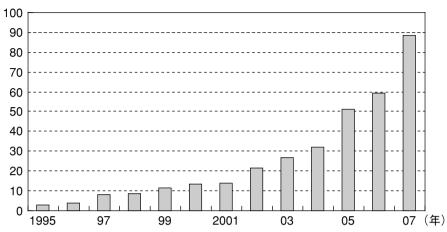
4 ブラックストーンの収益構造

ネスの中身は、どのようなものなのだろうか。 以上、 IPOをめぐる話題を紹介してきたが、 では、 届出書によって明らかにされたブラックストーンのビジ

① 預かり資産

資家等からの預かり資産額であるから、実際のLBO案件ではこれに数倍の借入れが加わり、買収金額の合計は 他の大手ファンドの運用資産は、KKRが五三四億ドル、カーライルが四六六億ドル)。ただし、これは機関投 まず、 運用 額は (図2)、この二〇年間で二〇倍以上になり、 現在では八八○億ドルに達している(ちなみに、

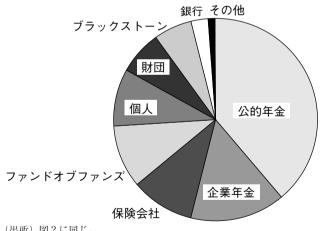




(注) 2007年は5月1日時点。

(出所) ブラックストーン届出書 (Form S-1) より作成。

図 3 ブラックストーン・ファンドへの出資者



13

(出所) 図2に同じ。

求めて、

新たな資産クラ スを求めて、 である。 うしたファンド の投資を増加 運用利回りを より高 また、

保険、 金、 とがあるが、 資家がほとんど 際には、公的年 うに言われるこ 伝統的な機関投 企業年金、 財団など ょ 実

る。 出資者を見てみよう。 クストー 般に、 PEなどには、 ンが運用するファ 図3は、 個人富裕層からの出資が多い ンド 今年 뉦. 0) 月 出資者の内 日 時点での、 訳で、

あ ブ はるかに大きくなる。

(33)

させているのである(グラフ中の「ブラックストーン」は、会社が自らの資金を投資している四八億ドルを指

運用するファンドは三つのグループに分けられている(表1)。

す。

手フリースケールを、 ンド別の資金調達額は図4参照)、成熟企業へのLBO投資をおこなっている。例えば昨年には、 第一のグループは、合計で六本から成る会社買収ファンド(Corporate private equity funds)で(六本のファ ハイテク部門では過去最高のLBOとなる一七六億ドルで買収している。 米国半導体大

八七億ドルでエクイティオフィスプロパティを買収し、LBOの史上最高額をKKRのRJRナビスコ買収以来 八年ぶりに更新し話題を呼んだ。 二つめが、八本のファンドからなる不動産ファンドのグループ(Real estate opportunity funds)で、今年、三

どから成る。 格債券へのロング投資)とは異なる投資をおこなうファンドである。ヘッジファンドとほぼ同じと考えてよいで ランシェに投資するメザニンファンド、自社で運用するヘッジファンド、インドなど新興国への投資ファンドな あろう。具体的には、他社が運用するヘッジファンドへの投資をおこなうファンド、資本・債務構成の様々なト プは、流動性を維持しつつ市場での売買による収益を目指すタイプで、かつ、伝統的な証券投資(株式や投資適 ているファンドグループで、先の二つが非公開化を伴うLBO型の投資ファンドであるのに対して、このグルー 三つ目が、同社が「市場性のあるオールタナティブ資産ファンド」(Marketable alternative asset funds)とし

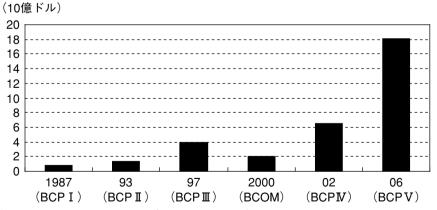
ŋ 表1にあるように、 驚異的なパフォーマンスを誇っている。 いずれのファンドグループの収益率も、手数料を引いたあとでも一○%から三○%程度あ

表1 預かり資産の構成

預かり資産(2007年5月1日、10億ドル)			年率IRR(%) ¹	年率IRR(%) (手数料控除後) ²
Corporate private equity funds 3		1987	30.7	22.6
Real estate opportunity funds	19.95	1992	39.7	31.0
Marketable alternative asset funds	35.34			
Funds of hedge funds	20.03	1990	13.0	12.0
Mezzanine funds	1.51	1999	17.2	10.6
Senior debt vehicles	8.43	2002	23.6^{3}	16.2 ³
Distressed securities hedge fund	1.39	2005	11.5	8.0
Equity hedge fund	1.80	2006	26.14	20.04
Closed-end mutual funds	2.18			
The India Fund		2005		30.1
The Asia Tigers Fund		2005		38.2
合 計 88				

- (1) 設立以来2007年3月31日までの収益率。
- (2) 管理手数料、インセンティブ手数料、取引費用、ゼネラル・パートナー収益等を控除したリミテッド・パートナーに帰属する収益率。
- (3) equity tranchesのみ。
- (4) 設立日(2006年10月1日)から07年3月31日までの収益率。
- (出所) 図2に同じ。

図 4 Corporate private equity fundsの資金調達額



(注) BCP:ブラックストーン・キャピタル・パートナーズ・ファンド BCOM:ブラックストーン・コミュニケーションズ・パートナーズ・ファンド (出所) ブラックストーンのウェブサイト (www.blackstone.com) 資料より作成。

2 収益 血の構成

がどのように利益をあげているのか見てみよう。 表2に示した損益計算書の収入項目のうち、「ファンドマネ 次に、こうしたファンドの運用からブラックストーン自身

M & A 億ドルの一・五四%にあたる。「アドバイス手数料」とは ると、八億五千万ドルの収入は年度中預かり資産平残五五三 リスラクチャリング、子会社・部門の分割売却など

るもので(料率はファンドごとに異なる)、○六年度を例にと

ジメント手数料」とは、

預かり資産の一~二%程度を受け取

のアドバイスに対する手数料収入である。 しかしながら、 図5が示すように、こうした手数料関連利

収入)から成り、昨年度の場合で、利益全体の七五%を占め る。これは、プライベート・ファンドに一般的 益がブラックストーンの利益全体に占める割合は非常に小さ 利益の多くは、ファンドのパフォーマンス手数料 リターンが一定水準(ファンドごとに異なるが七~一 な報 酬 のあ (投資

٥ ر ۱

方で、

〇%程度)

を上回った場合に、その二〇%をファンド運用者

が受け取るというものである。

表 2 損益計算書

(1,000ドル)

				(2,000 1 // /
2002	2003	2004	2005	2006
173,538	304,651	390,645	370,574	852,283
141,613	119,410	108,356	120,137	256,914
2,972	2,635	4,462	6,037	11,082
318,123	426,696	503,463	496,748	1,120,279
94,412	114,218	139,512	182,605	250,067
13,418	13,834	16,239	23,830	36,932
20,064	23,575	29,551	30,763	35,862
37,614	44,222	48,576	56,650	86,534
24,094	42,076	43,123	67,972	143,695
189,602	237,925	277,001	361,820	553,090
128,521	188,771	226,462	134,928	567,189
-438,684	3,537,268	6,214,519	5,142,530	7,587,296
-358,728	2,773,014	4,901,547	3,934,535	5,856,345
-79,956	764,254	1,312,972	1,207,995	1,730,951
48,565	953,025	1,539,434	1,342,923	2,298,140
	173,538 141,613 2,972 318,123 94,412 13,418 20,064 37,614 24,094 189,602 128,521 -438,684 -358,728 -79,956	173,538 304,651 141,613 119,410 2,972 2,635 318,123 426,696 94,412 114,218 13,418 13,834 20,064 23,575 37,614 44,222 24,094 42,076 189,602 237,925 128,521 188,771 -438,684 3,537,268 -358,728 2,773,014 -79,956 764,254	173,538 304,651 390,645 141,613 119,410 108,356 2,972 2,635 4,462 318,123 426,696 503,463 94,412 114,218 139,512 13,418 13,834 16,239 20,064 23,575 29,551 37,614 44,222 48,576 24,094 42,076 43,123 189,602 237,925 277,001 128,521 188,771 226,462 -438,684 3,537,268 6,214,519 -358,728 2,773,014 4,901,547 -79,956 764,254 1,312,972	173,538 304,651 390,645 370,574 141,613 119,410 108,356 120,137 2,972 2,635 4,462 6,037 318,123 426,696 503,463 496,748 94,412 114,218 139,512 182,605 13,418 13,834 16,239 23,830 20,064 23,575 29,551 30,763 37,614 44,222 48,576 56,650 24,094 42,076 43,123 67,972 189,602 237,925 277,001 361,820 128,521 188,771 226,462 134,928 -438,684 3,537,268 6,214,519 5,142,530 -358,728 2,773,014 4,901,547 3,934,535 -79,956 764,254 1,312,972 1,207,995

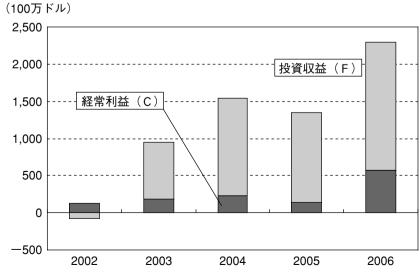
(出所)図2に同じ。

そのものとしての性格のほうが強いということになる。 であり、 るファンドのパフォ すなわち、 同社は資産管理サービス会社というより投資家 ブラックストー 1 マンスによって直接的に決まる ンの収益の大半は、 運 闸 す

5 プライベート・ファンド上場の目的

廃止) \$ は Group) が上場し、 スの概要を紹介してきたが、今年に入ってから、二月に を意味しているのだろうか。 たLBOによって投資対象企業のプライベ 以上、ブラックストーンの上場をめぐる議論とビジネ ッジファンドのフォート 上場を計画中である。 を進めてきたこうしたファンドの相次ぐ公開は 伝説的なPEと言ってもよいKK 自らプライベートであり、 レス (Fortress Investment ー ト 化 £ 何 ま

利益の推移 図 5



(注) C、Fは、表2参照。 (出所) 図2に同じ。

ストックオプションなど自社証券の〈貨幣化〉である。

という新たな資金調達

。 ル

1

トの確保

と、株式交換

りであるが、

共通してあげられてい

る 0

Ō 理

は、 亩

証券の発行 表 3 の

は、

通

それぞれの届出書に記された上場

ブラックストーン	フォートレス	KKR
・新たな資金の調達	・ストックオプションの採用	・ビジネスの拡大
・ブランド価値の向上	・投資家としての永続性の確保	・新たな資金源の確保
・買収のための上場証券の利用	・新たな資金の調達	・買収のための上場証券の利用
・ストックオプションの採用	・買収のための上場証券の利用	
・オーナーへの換金機会の提供		

(出所)

各社上場届出書より作成。

注 1

きるわけで、投資戦略の幅が広がることになろう。また、株式交換が可能となって、

同

ファンドへの出資は、当然のことながら運用期間が終了すれば出資者に戻さなければな

それが公募・上場によって永久資本を手にすることがで

らない期限付きの資金である。

業他社の買収による規模の拡大など、その選択肢は一層拡大した。

分の公開は創業者利得の実現でもある。そう考えると、ファンドの経営陣は、 しかしそれだけではないだろう。ブラックストーンが上場目的に記しているように持

ブームの頂点が近いことを感じたということかもしれない(ただし、KKRは、ブラッ

ファンド

体の環境悪化が伝えられている。 明記している)。最近、 クストーンへの批判を考慮してか、現在のオーナーはIPOで持分を一切売却しないと サブプライム市場の悪化からレバレッジドローンなど信用市場全 投資家が信用リスクに慎重になり、 資金調達に苦労す

るLBO案件が増えている。 大手ファンドの相次ぐ上場は、

そのピークが近いことを告げているのかもしれない。 ファンドブームのさらなる拡大を期待させるが、

Release, June 14, 2007 (http://finance.senate.gov).

"Baucus-Grassley Bill Addresses Publicly Traded Partnerships" Committee on Finance News

(いず ひさし・客員研究員)

逆に、

名義株主と真の株主

恒 本

葵

1 はじめに

款その他の規則 指針が発表された。これによって、株券が電子化される新たな振替制度の導入後、いかなる場合に、発行会社が に必要な時に株主名簿を作成し、自らの株主が誰であるかを特定できることになる。 がある。定款によって定めれば、「正当な理由」として認められるため、費用さえ支払えば、発行会社は実質的 総株主通知を請求できるかが明確になった。この「正当な理由」の第一番目に、「発行者が法令、上場規則、定 主通知の請求等における正当な理由の解釈指針」について、この解釈指針(案)が了承され、七月一九日、 五月二二日に開催された日本証券業協会の証券受渡・決済制度改革懇談会(第一九回)において、 (以下「法令等」という。) に基づき株主に対して通知をするために必要があるとき。] との記載 議案

イ ドトラストカンパニーやモルガン・チェース・バンクなど海外の金融機関も上位を占めている。日本トラステ 上の大株主は、生命保険や都市銀行などの機関投資家であった。最近は、日本トラスティ・サービス信託銀行や 日本マスタートラスト信託銀行など資産管理専門信託銀行が株主名簿の大株主上位に並ぶようになってい しかし、 サービス信託銀行などの資産管理専門信託銀行もステートストリートアンドトラストカンパニーも、 外国人投資家の株式保有割合もここ数年急激に増加している。このため、 近年、 株主名簿を見ても真の株主が誰か分かりにくくなっている。二〇年ほど前であれば、 ステート・ストリートバンクアン 株主名簿 いわゆ

を有しない。 るカストディアンである。カストディー業務は基本的に管理事務を行うのみであり、 株主総会における議決権については、その背後にある運用機関や資金提供者によって指図され、 株式や債券に関する裁量権 そ

の指図に基づいて行使されている。

なっている。 の株主に対して、積極的にIR活動を展開しようとする発行会社が増加している。 っては反対票を投じることもある。このような背景の下、議決権を行使する権限を有する真の株主を特定し、 これもまた最近の傾向として、日本においてもM&Aが増加し、それに伴って委任状争奪戦も見られるように また、 外国人投資家は、 アクティビストとして、株主総会において積極的に意見を述べ、 真

係にあるか、 いるのかなど、株主名簿上の株主とその背後にある真の株主の関係について考察したい。 本稿では、 株主名簿上の株主である資産管理銀行やカストディアンと運用機関、 これらのうち議決権を行使する権限を有する者は誰であり、 それらはどのような仕組みで行使して 資金提供者とはどのような関

2 株主名簿上の大株主 (非居住者)

どの機関投資家である。これらは、運用に関しては資産運用会社を利用し、 以来最高となった。これら「外国人」として表される投資の実質的な資金提供者は、 式分布状況調査によると、平成一八年度の市場価格ベースでの外国人の株式保有比率は二八%であり、 株式の持ち合い解消を契機に、外国人の持分比率が急増している。六月一五日に発表された平成一八年度の株 証券や資金の管理はカストディー 年金基金や投資ファンドな 調査開始 を

カストディアンとは、 一般に、常任代理人のうち保管機関を兼ね備えているものをいう。(③) 設置は任意であり、

利用している

家は 必ず 用 たため、 引を行う場合、 株式取扱 られたも これらの ンを利用してきた。 ることを定めて ことに異なるカストディア き仮住 年金基金などの機関投 人を設置 ル 外国 国 でその選任を義務付け 力 丙 『に居住 事 口 所を定めるか、 規 Ō ストディアンを利 現在では、 では 諸 뗈 務は複雑 ス の多くは ボ 通知を受領 0 ける株 規定に、 会社 か ιV 1 つて ダ Vi しかし 定款 であ 1 主 ょ П は 0 \mathbb{H} 代 国 0 本 取 It

表1 カストディーの業務

- ① 指示に基づく証券の取得または処分・移転や資金決済を行うこと
- ② 預り金の管理と証券の名義書換を行い、指示がない限り当該証券を適切に保管すること
- ③ 保管証券(単元未満株を含む)に係る元利金の取立て、配当金の受入処理やこれ らの利子・配当に関し、租税条約等の定める届出を行うこと
- ④ 新株予約権および新株予約権付社債等の権利行使を行うこと
- ⑤ 指示に従い外国人株主にかわり議決権を行使すること
- ⑥ 株主に係る諸通知の受領
- ⑦ 証券保有明細レポートの定期的な送付

日本トラスティ・サービス信託銀行編著『THE 資産管理専門銀行-その実務のすべて』 232~233ページより

表2 グローバル・カストディアンの提供する業務

- 有価証券の保管
- ・多涌貨有価証券口座、資金口座の維持
- ・国内有価証券、海外有価証券のフリー、DVP決済
- ・金利、配当、元本償還の期日における受領
- ・権利行使、権利売却、その他コーポレートアクションの実施、フェイル対応
- ・取引完了報告、適宜ペーパーベース口座明細書の送付
- 契約上または実際上の決済データの記帳
- ・端末、またはコンピュータ間で指図を受け渡し、カストディーのデータベース経由 顧客情報を取り出すこと
- ・顧客別に適応した多通貨報告、パフォーマンス情報の提供
- ·有価証券貸付、借入
- · 税 景付申請
- ・デリバティブの処理、決済
- ・特定国、特にエマージングマーケット情報の提供
- ・キャッシュプロジェクション、資金管理

ISSA-Report on Global Custody Risks-1992, page 6-7 1 19

ゃ 近年、 告サー 多通貨で、 ル ディアンまたその Ė 1 ル 九 力 ガ スト 株主名簿に大株主として名義の記載があるステ スト 九 ビスを提供するものである」と定義してい 〇年ISSAのシンポジウムでは あらゆる種類の金融商品の保管、 IJ ディアン チ エ トバンク アンド トラスト カンパ 1 顧客 は顧客に対 ス・バンクなどは、 $\bar{\sigma}$ 基 軸 地 域 口 通貨を超えて このグロ 1 バ 「グ ル 力 \Box ス 1 。 る。 う バ バ

3 株主名簿上の大株主 (国内)

1

日本版マスタートラストの導入

ル

力

ベスト

ディアンである。

や日本マスタートラスト信託銀行である。これらは年れる最大の者が、日本トラスティ・サービス信託銀行現在、発行会社の株主名簿上で大株主として記載さ

ある。

現

在、

資産管理専門信

託銀行には、

上記の二行

金基金や投資信託

0

資産管理

を専門とする信託銀

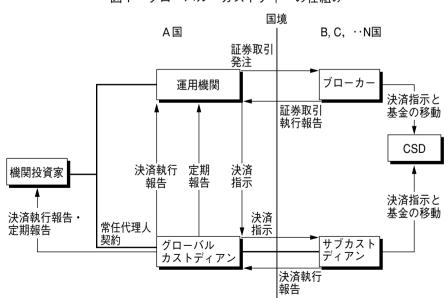
行で

K

加え、

資産管理サービス信託銀行の三社がある。

図1 グローバル・カストディーの仕組み



ISSA-Report on Global Custody Risks-1992, page 6より

待される」と述べ、「運用機関の専門・特化の進展とこれを束ねる一元管理の業務形態の出現」を期待した。 を提供する能力と自信のある信託銀行が、 中で「わが国においても、経営戦略上マスタートラストを重視しそれに優先的に資源配分を行い高度のサービス メリカに また、政府の「規制緩和推進三ヶ年計画」(平成一一年三月三〇日閣議決定)において、「厚生年金基金の これら資産管理専門銀行は、 厚生年金基金連合会資産運用研究会が報告書「運用自由化時代の年金基金の資産運用」を発表した。この おい て導入されたマスタートラストを日本においても導入しようとする機運が高まった。平成 いわゆる日本版マスタートラストの導入を契機に設立された。一九七〇年代にア マスタートラストの導入に向けた積極的な取り組みを進めることが期 一〇年一

資金の運用と管理の分離」について、「年金資産の運用と管理を分離し、 元管理による運用と資産の分離について」と題する通知が地方社会保険事務局長宛に出された。この通知によっ 一一年度中に結論を出すこととしていた。これを受け、二〇〇〇年七月、厚生省 年金資産全体の一元的な管理を可能とすることとし、その方策について検討し、 管理業務に特化した信託契約等を実施 (当時) から、「年金資産 結論を得る。」とし、 平成

再信託方式による年金資産の一元管理が法制度上も可能であることを明確化している。

ばならない。 競合する信託銀行や生命保険会社がそれぞれのノウハウを拠出してまでもこれらの資産管理専門銀行を設立した 規模の利益が働く。 きた。そこに管理部分を切り離し、別会社に再信託するという方式が採用された。複雑化する運用機関の投資行 これまで、 それをサポートする管理業務も最新の金融テクノロジーに対応すべく、 年金資産については、 そのため相応の資産を備えておかなければならない。また、資産管理業務はフィービジネスであり、 このため、 より多くの資産を受託することが経営の基盤を支えることに繋がる。 生命保険や信託銀行といった資産運用機関が引き続き資産管理業務を行って 絶えずシステム投資しなけれ

(2) 資産管理専門銀行

① 日本トラスティ・サービス信託銀行

ディ スタートラストに関する業務であると発表されている。 有価証券信託 ると考えられるが、年金信託・単独運用指定金銭信託・特定金銭信託・証券投資信託・管理有価証券信託 が三分の一ずつ出資し、 このような経緯から、 į 元利金支払事務等、 ・退職給付信託等に係る有価証券等の管理業務、 日本トラスティ・サービス信託銀行が設立された。業務内容は、 平成一二年六月二〇日、 資産管理に係る信託業務および銀行業務、 りそな銀行、 住友信託銀行、 余資運用、レンディング、 オンライン情報提供サービス等日本版 三井トラスト 外国為替取引、 他の二社とほぼ共通す · : Ì j ディングス カスト ・運用

② 日本マスタートラスト信託銀行

タートラスト信託銀行に改称したことによって始まった。設立当初の出資比率は、 日本生命保険三三・五%、 日 本マスタートラスト信託銀行は、 東洋信託銀行一〇%、明治生命保険一〇%、ドイツ銀行三%であったが、現在は表3 ティー エムジー信託銀行の株式を全部取得し、 三菱信託銀行が四三・五%、 平成一二年五月に日本マス

③ 資産管理サービス信託銀行

に示す通り変更となった。

富国生命保険相互会社、 みずほフィナンシャルグループのみずほ信託銀行株式会社と朝日生命保険相互会社、第一生命保険相互会社、 安田生命保険相互会社の生命保険四社が資産管理サービス信託銀行を平成一二年一月二

二日に設立した(表3)。

4 株主判明調査

みであり、投資判断・議決権行使の意思決定は委託者または資の議決権などはない。それらは資産の管理を委託されているのの株主である場合、それらには、資産運用の裁量権や株主総会上記のような資産管理銀行や海外のカストディーが株主名簿

が信託勘定で投資信託の資産管理を行っている場合で、信託銀託銀行(投信口)」となっている場合がある。これは信託銀行、資産管理専門信託銀行以外の一般の信託銀行名義で「〇〇信

金提供者が行う。

資金提供者である。また、「○○信託銀行(信託口)」と言う名信託銀行でなく、投資顧問会社・投資信託会社であるかまたは、行には運用や裁量権はない。従って、議決権を行使するのは、

義がある。これについては、契約によって、信託銀行が運用権

投資顧問会社・投資信託会社が運用権を持つも

のに分かれる。

従って、信託銀行は自らが裁量権を持つ場合と、

裁量権は持

表 3 資産管理専門銀行

名称	設立年月日または 営業開始日	出資者	出資比率	資本金 (円)	預かり資産残高 (円)	
日本トラステ	亚出19年 C 目 90 日	りそな銀行	3分の1		156兆406億	
ィ・サービス	平成12年6月20日	住友信託銀行	3分の1	510億		
信託銀行	(設立)	三井トラスト・ホールディングス	3分の1		(平成18年9月現在)	
日本つフカー		三菱UFJ信託銀行	46.50%			
1 5 7 7 5 6 5 5 6	平成12年5月9日	日本生命保険	33.50%	100億	約172兆 (平成19年3月末現在)	
	(営業開始)	明治安田生命保険	10.00%	100億		
		農中信託銀行	10.00%			
資産管理サー (設立) ビス信託銀行 平成13:	平成13年1月22日	みずほフィナンシャルグループ	54%		約200兆円 (平成19年3月末現在)	
	(設立) 平成13年1月30日	第一生命保険	23%	500億		
		朝日生命保険	10%			
		明治安田生命保険	9%			
		富国生命保険	4%			

三社の公表する平成18年度決算資料、その他財務資料により作成

年金の集まりである企業年金連合会等は議決権行使に関するガイドラインを発表している。 ンを設けて、 の指示を行う。また、これらの年金基金では、一つ一つの議案に対する指示ではなく、 がある。 たずに、 投資顧問会社や投資信託会社の資金運用者の指示に従う場合、延いては、 部の年金基金 資金運用者に受託者責任による適切な行使を求めているものもある。共済年金等の公的年金、 (カルパースやTIAA-CRFFなど)の更に一部資金においては、 資金提供者の指示に従う場合 議決権行使のガイドライ 資金提供者が議決権行使 私的

があるからである。 る議決権行使の実質的な裁量権を有する者からの指示に従って、 信託銀行には、 会社法上も議決権の不統一行使が認められている。資産管理銀行や信託銀行は、 議決権を行使するので、不統一行使をする必要

ている。では、どのようにして、真の株主を特定するのであろうか。 ニーズがある。これらの真の株主を判明し、真の株主に向けてIR活動を行うことが現行IR活動の一つとなっ このような背景から、 発行会社には、名義上の株主ではなく、 議決権を行使する真の株主を特定したいとする

書類は、配当金の課税に関わるものである。信託の委託者が非課税法人である場合、 記されない場合がある。そこで、第二段階で用いられるのが、免税搭載申請書や非課税申請書である。 や非課税とするために、 い。これを調査すると議決権を行使する裁量権がどこにあるか、ある程度は特定できる。 の本決算の場合には、 株主判明調査の第 一段階は株主名簿を調査することであるが、 有配・無配を問わず提出されるが、 資産管理銀行から、 株主名ごとに、 中間決算の場合には、 証券代行に非課税申請書等が提出される。 先に述べたように、 有配の際に提出される場合が多 配当にかかる源泉税を免税 株主名簿には真の株主 発行会社 が表

免税申請書上の記載から信託銀行と委託者、委託会社との信託契約がどのようなものであるか判断することが

有され が 使 を策定 調 は 表などか あ 行 で 可 信 7 存在する。 じて て る¹⁰ 61 委託 査 0 託 あ 能 ま 裁 るの た、 á を委託 0) 玉 13 で 丙 るか 量 著 信 あ 扂 ほ つ (J 7 5 権 特 で、 がか る á 住 で 託 V) か 61 É, 受託 場合が Ġ は غ ゔ゙ 者 定 L る 7 金 銀 て 場 あ 金 表 \$ 13 大 0 钱 (V 行 る場合が多 翼 う 合 量 者 信 信 4 61 0 銭 n (受託 よう 多 投資 る す 情 保 が 0 信 ĥ 託 託 0 、投資 場 は 61 のう る 有 託 報を入手することができる。 0 財 以 が 合 情 報 信 委 者 な方法 n 産 下 会社 告書 投信 投 託 ち が 報 託 を行う を、 0 会社 単 多 資 は 者 信 独 受託 で が 情 が 指 や、 信 議 (V 託 ?発行 運 0 株 よう 議 報 Þ 託 定 決 海 契約 投資 用 ジ 投 決 者 金 外 主 権 指定金 会社 投 権 彐 0 判 資 金 が 銭 0 のう 提 信 信 指 単 信 1 明 顧 銭 行 裁 ジ 調 株 託 間 携 組 信 図 使 独 託 量 Ś 銭 式 ع 会 す 査 Z 託 L 0 は 権 信 を 社 信 名 る を 以 7 ガ 運 入 0 託 Ē 調 行 Vi n 外 用 託 な 義 61 イ 0 株 シ 查 I < 株 議 る ド 銀 0 11 0 H. 場 R Ġ 式 式 決 Ē 管 エ 機 7 金 ラ b 0 行 合 業 保 7 関 が 権 銭 0 イ 理 が 0 株 61 は 者 覧 代 る が が ホ 保 有 0 È.

表 4 信託契約の分類

交付物	運用裁量権	運用方式	主な信託契約	免税申請書上の記載
金銭信託	指定	合同運用	合同運用指定金銭信託	年金投資信託基金信託
		単独運用 単独運用‡		指定単、指定単独、厚生年金
		半独建用	単独運用指定金銭信託	基金信託
	特定	特定金銭信託、投資信託	特定金信、年金特金、年金特	
	付化		村疋並或旧託、仅頁旧託	金金銭信託、投資信託
金銭信託以外の金銭の信託	指定	単独運用	ファンドトラスト	
	の信託 特完 合同連邦	合同運用	従業員持株信託	
		単独運用	特定金外信託	特的金外信託、金外(特金)

『IR・株主総会マニュアル』より

金銭信託 信託を引き受ける際の財産が金銭である信託のうち、信託終了時に信託財産を金銭に換価の上、受益者に交付するもの

金銭信託以外の金銭の信託

信託財産を受益者に交付する際、運用によって取得した株式などの財産を現状のまま交付する

指定 委託者が運用対象の種類あるいはその組み入れ範囲、取引相手の範囲等を指図して運用

すること

特定 委託者が取引日、運用対象の種類・銘柄・売買の別・売買価格・数量等を具体的に指図 して運用すること

合同運用 複数のファンドの信託財産を合同して運用すること

単独運用 信託契約ごとに信託財産を運用すること

ルダーなどの海外のIR専門業者は、株主名簿、DTCリスト、投資信託による保有の判明、 の各種の書類を調査し、 このような株主判明調査の結果、 また、 投資家に対して直接ヒアリングを行うことによって、株主の判明調査を行っている。 国内では七割以上、非居住者では七五%から八五%程度の精度で株主を特定 大量保有報告書など

5 議決権行使の方法

できるとされている。

に沿って行動するよう受託者に求めている。 株主名簿上の株主と議決権を行使する裁量権を有する者とが異なる場合、具体的な指図が行われ、それに基づ 受託者が行使することになる。先に述べた企業年金連合会などは議決権行使のガイドラインを設け、これ

投資家にとってはグローバル・カストディアン)に送付する。グローバル・カストディアンはこれを運用機関 国内の常任代理人は、 送付され、これらの書類が国内の常任代理人(外国人投資家にとっては、サブカストディアン)に送付される。 (インベストメント・マネジメント)に送付し、投資顧問会社が年金等の資金提供者に送付する方法が一般的で 非居住者の場合、発行会社から証券代行機関に対し、招集通知や議決権行使書、貸借対照表、 議案や日程の記載されている招集通知の表紙を英訳したものを海外のカストディ 損益計算書等が (海外

される書類も限られているため、非居住者が全ての議案を理解し、これに対し、賛否を判断するのは、実質的に 書類ではないことから、 国内の常任代理人からグローバル・カストディアンに送付される書類は、 IRの観点から問題もある。このため、近年、翻訳サービスなども台頭している。送付 発行会社から送付されてきた全ての

ある (図2)。

案に反対するよう助言した。(3) は サ くなってきてい ĺ 不 1 Ė 寸 能に近 ナーズによる株式買い シーズ (I S S 0 る。 従って、 ISSは今年の株主総会で、 などの議決権行使 インスティテュ 増しを防ぐため、 天龍製鋸は米系投資ファンド 助 1 シ 言会社を利用 防衛策導入議案の承 彐 天龍製鋸 ナ íν シ 0 す エ ステ 防衛策導 るケ ア ホ 1 ĺ ル 認を ス ダ 1 も多 ル 1 Ħ

6 おわりに

指していた。

実質株主名簿が していた。 を利用した場合、 n まで、 株券不発行の新たな振替制度に 株券が存在する制度である株主名簿と保管振替制 権利確定日に名寄せされていた。 株式を取得しても株主名簿に記載されるには お (V て、 このため、 株主名簿は 保管振 度に 本化され 時 添替制 間 お を it 度 る

るかを特定しにくくなっている。

大株主の上位には、

の投資家

の場合

て、

発行会社は、

実質的

つでも自社の株主名簿を作成することが

可能となった。

しか

近年、

株い

主名簿を見ても、

、国内

誰

こであ

必要があると定款で定めておけば、

「正当な理

直

があるとされ

従

由があれば、

必要に応じて株主名簿を作成することができる。

冒頭でも述べたように、

発行会社は

正当

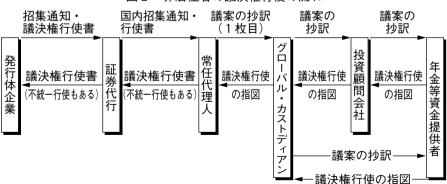
一な理

名簿作成

0

名寄せの必要がなくなった。

図2 非居住者の議決権行使の流れ



香田温子、斉藤誠、松田千恵子『機関投資家対応IR・株主総会マニュアル』111ページ表に加筆

は、 するなど、大口投資家や議決権行使助言会社にIR活動を行おうとしている。 の賛成票を得たいとするニーズが高まっている。 裁量権を持たないグローバル・カストディアンが並んでいる。一方で、これもまた近年、M&A、アクティビス 資産管理信託銀行が並ぶ。 委任状合戦などが増加している。発行会社としては、真の株主を特定し、株主総会の議案について、それら 真の株主の特定を行っている。これらの株主判明調査の結果をもとに、 日本トラスティ・サービス信託銀行や日本マスタートラスト信託銀行のような、 また、 非居住者に目を向けるとステート・ストリートバンクなどこれもまた議決権の 発行会社は、 国内外のIR業者に依頼して、 発行会社は、 議決権の裁量権を持たない 株主総会の議案を説明 株主判明調査を行

明し、 を大株主である年金等に求めるようなIRは不適切である。年金基金や議決権行使助言会社に対して、(世) 営が行われるとするならば、 対しても行われるべきものではないであろうか。 数株主に向けても平等に行われるべきものである。かつて、 発行会社は、 誤解のないようにする行動自体は、不適切でないかもしれない。 自らの株主名簿を作成し、閲覧できるのは当然と思われるが、 はなはだ疑問である。 IRは潜在的な株主である現在の株主ではない投資家や、 株式の持ち合いにおいて関係企業に求めていた役割 しかし、そのような努力はどの投資家に 大株主のみに目を向けたIRや経 議案を説

注

1 日本証券業協会、 証券決済制度改革推進センター 「総株主通知の請求等における正当な理由の解釈指針」http://www

kessaicenter.com/kokunai/20070719.html

2 東京証券取引所他「平成一八年度株式分布状況調査の調査結果について〈要約版〉」平成一九年六月一五日

- 3 常任代理人とは、包括的代理権限を与えられている代理人である。これに対し、限定代理人とは、限定的な代理権限 を与えられた代理人である。
- 4 日本トラスティ・サービス信託銀行編著『THE 資産管理専門銀行―その実務のすべて』金融財政事情連合会、二〇
- 5 ISSA 'Report on Global Custody Risks' Reproduced from the Report on the 6th ISSA Symposium May 24-27, 1992 ISSA 〇六年一〇月、二三二頁
- 6 厚生年金基金連合会『運用自由化時代の年金基金の資産運用』東洋経済新報社、一九九九年二月

Secretariat 2001, page 6

- 7 更に、ドイチェ・モルガン・グレンフェル信託銀行も平成八年一〇月に、チェース・マンハッタン信託銀行から改称 ティエムジー信託銀行はドイチェ・モルガン・グレンフェル信託銀行が平成一一年八月から改称された名称であり、
- された名称である。チェース・マンハッタン信託銀行は昭和六〇年一一月に設立された(信託協会年表より)。
- 8 信託銀行が保有する資金、証券は銀行勘定と信託勘定とに分かれる。
- 9 企業年金連合会 株主議決権行使基準」の策定について http://www.pfa.or.jp/top/jigyou/pdf/gov_20030220.pdf
- (10) 「企業年金連合会 株主議決権行使基準」の策定について
- (11) 拙稿「株主の特定は必要か」証研レポート、一六三九号、三三頁。
- 12 一○○五年一○月、厚生年金基金連合会から企業年金連合会に名称変更
- (13) 二〇〇七年六月二六日、日本経済新聞
- 14 企業の保有株数は前期末比一六%増で、持ち合いが上昇。二〇〇七年七月二九日、日本経済新聞。七月三〇日、 日経

日本トラスティ・サービス信託銀行編著『THE 資産管理専門銀行―その実務のすべて』金融財政事情連合会、二〇〇六年

一〇月

香田温子、 経済社、二〇〇七年三月 斉藤 誠、 松田千恵子著ジェイ・ユーラス・アイアール(編)『機関投資家対応IR・株主総会マニュアル』中央

杉浦宣彦・渋谷彰久「カストディ業務発展に向けての法的課題について―カストディ業務の現状についての包括的分析とさ

らなる発展のための残された法的課題についての検討─」FSAリサーチ・レビュー、二○○五年五月一二日

松田良一「資産管理ビジネスの課題とマスタートラストの可能性」金融財政事情、二四二四号、二〇〇〇年八月二八日、三

四頁~三七頁。

住友信託銀行『証券業務の基礎二〇〇七年度版』経済法令研究会、二〇〇七年七月

Secretariat 200 ISSA 'Report on Global Custody Risks' Reproduced from the Report on the 6th ISSA Symposium May 24-27, 1992 ISSA

Comptroller of the Currency, Administrator of National Banks 'Custody Services Comptroller's Handbook' January 2001

※本稿作成に際し、 江良明博様(ブラウン・ブラザーズ・ハリマン・インベストメント)からご教示を賜りました。厚く御礼

-し上げます。

(ふくもと あおい・客員研究員)

------ 証研レポート既刊目録 -------

	執筆者 		丸筆者
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	二上 吉川	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	中島 松尾
ーユーヨーグ証券取引所のバイブリット化 ーNYSEダイレクト十の改訂拡張案ー	古川	ーDDS・メザニン・信託ー	松庄
欧米の債券電子取引の現状について	清水	欧米の清算・決済コストについて	清水
ユーロ債流通市場における価格情報インフラ	横山	大量保有報告制度の特例報告	福本
No.1627 (2004.12)			IM-T
国債発行方式の新たな展開	中島	No.1636 (2006. 6)	/n —
一国債市場特別参加者制度の創設について-		米国のネット証券について	伊豆
シンジケートローンと普通社債	松尾	NYSEとユーロネクストの合併合意 一欧米証券取引所再編の思惑ー	吉川
国際収支不均衡とその対応策	伊豆	アジア債券市場育成構想における市場の重層性	横山
社債市場の透明性	横山	アファ 貝分川物月以供ぶにもののも川物の主信に	1央14
一IOSCO報告書を中心に一		No.1637 (2006. 8)	
No.1628 (2005. 2)		四〇年の歴史を閉じた国債シ団引受発行	中島
証券販売チャネルの今後	二上	証券会社決算に見る証券業務の変化	二上
ーイギリスの経験ー		MSCBとディスクロージャー制度	松尾
人民元の切り上げをめぐって	伊豆	「アメリカ証券取引委員会(SEC)の証券市場規制」	清水
ドイツ取引所のロンドン証券取引所買収提案	吉川	一般債のペーパーレス化	福本
ニューヨーク証券取引所のスペシャリスト問題について	清水	No.1638 (2006.10)	
No.1629 (2005. 4)		証券販売チャネルの最近の状況	二上
政府短期証券・短期国債の現先売買と発行時源泉徴収制度	中島	〈世界的不均衡〉の拡大について	伊豆
地方再生における産業再生機構の役割	松尾	ユーロネクストをめぐる攻防	吉川
レギュレーションNMSの決着	吉川	一欧米取引所再編の行方一	144.1.
- SECによる全米市場システム改革ー アーキペラゴとパシフィック証券取引所の経営について	清水	EUおよび英国における債券市場の透明性に関する検討の動向	横山
No.1630 (2005.6)	/月/八	ー E U金融商品市場指令との関連性ー	
No.1630 (2005.6) コーポレート・ガバナンスの新たな展開	二上	No.1639 (2006.12)	
ブレトンウッズ体制の「復活」?	一上 伊豆	旧現先と新現先の基本契約書について	中島
ーアメリカの対外不均衡をめぐって一	17-32	ー現先売買から現先取引へー	
米国株式市場の再編	吉川	米国の空売り規制緩和実験	清水
ーポスト・レギュレーションNMS一	ш/п	一SECによる実証研究一	
米国社債・地方債に係る取引結果情報公表のリアルタイム化	横山	株主の特定は必要か	福本
No.1631 (2005. 8)		大手証券会社の企業再生業務	松尾
国債決済リスクの削減と国債清算機関の創設	中島	ープリンシパル・インベストメントを中心に-	-
地方再生ファンドの現状	松尾	No.1640 (2007. 2)	
アメリカの空売り規制と日本へのインプリケーション	清水	市場金融モデルは定着するか	二上
日本における敵対的買収防衛策の導入	福本	M&A·LBO·CDS	伊豆
No.1632 (2005.10)		一〈ファンド化〉する国際資本市場一	
コーポレート・ガバナンス論の回顧と展望	二上	ナスダックのロンドン証券取引所買収ゲーム	吉川
NYSE外国株市場の最近の動向について	伊豆	NASDおよびNYSEによる自主規制機能の一部統合計画	横山
ロンドン証券取引所の買収問題	吉川	No.1641 (2007. 4)	
欧州における債券電子取引の動向	横山	証券取引所の「統合」と「競争」	二上
─ シティグループ社によるMTSでの債券大量売買をめぐって-	_	米国におけるMSCB	松尾
No.1633 (2005.12)		一株価と経営パフォーマンスー	
レポは売買か貸借か	中島	アメリカの空売り規制	清水
ーレポの法律上の扱いについてー		ーアップティック・ルール撤廃へ一	
DDSと企業再生	松尾	株式所有の情報開示	福本
全米市場システム(NMS)とトレード・スルー	清水	No.1642 (2007. 6)	
夢真HDの日本技術開発に対する敵対的買収事件が示したもの 一買収防衛策としての株式分割の役割と現行TOBの問題点―	福本	日本のレポ市場の現状と課題	中島
		最近のLBOブームの特徴と背景	伊豆
No.1634(2006. 2) 証券リテール・ビジネスの現状と課題	- L	トランス・アトランティック・エクスチェンジ	吉川
証券リテール・ピンネスの現状と課題 最近のネット取引ブームについて	二上 伊豆	- 取引所はグローバル化できるのか-	
最近のネット取引ノームについて マカリー・グループのロンドン証券取引所買収提案	吉川	米国国債市場「ベスト・プラクティス」の策定	横山
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	―フェイル多発およびレポ・スクィーズへの対応-	-
スロBCがW面中端が返り上に図する ひはしまいしなり/フェン・・・ し	жн		

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。

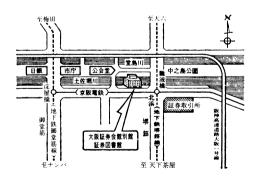
所 在 地 大阪市中央区北浜 2-1-5 大阪証券会館別館 5 階 TEL(06)6201-0062

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。

□○○七年八月十三日発行証研レポート第一六四三号

2007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)