

証 研

レポート

No.1647

2008年4月

株主とは誰のことか
～株式所有と会社支配～

奥村 宏（1）

変貌する日本の国債保有構造

中島 将隆（12）

企業再生の課題と展望

松尾 順介（26）

アメリカの私募市場拡大について

清水 葉子（40）

JDR（日本版預託証券）とは何か？

福本 葵（50）

株主とは誰のことか

〈株式所有と会社支配〉

奥村 宏

1 株主資本主義論

「会社は株主のものである」——これが当然のことであるかのような議論が「株主資本主義論（シェアホルダー・キャピタリズム）」、あるいは「コーポレート・ガバナンス論」などという名前で流行しているが、このような主張は以前からあつたわけではない。

株式所有と会社支配の問題は一九三二年に出たA・バーリ、G・C・ミーンズの『近代株式会社と私有財産』以来、いわゆる経営者支配の問題として議論され、この問題をめぐってアメリカはもちろん、ヨーロッパ、そして日本でも多くの学者や評論家などがさまざまな角度から論じてきた。

それは後に述べるように、一九世紀末から二〇世紀にかけて巨大株式会社が登場するとともに株式所有が広範な層に分散し、そこから経営者による会社支配が大きな問題になったからであるが、株式所有と会社支配、そして経営者による会社支配、あるいは金融支配の問題として議論されてきた。

ところが、これまでのそのような議論を全く忘れたかのように突然「会社は株主のものである」ということが、ごく当然のことのように主張されるようになった。それが現在の株主資本主義論、あるいはコーポレート・ガバ

ナンス論である。

アメリカでこのような議論が盛んになった背景には株式所有の機関化、すなわち機関投資家の成長ということがある。年金基金や投資信託、生命保険を主力とする機関投資家による株式所有が増え、これら機関投資家が会社の大株主になったところから、機関投資家、具体的にはその資産を運用しているファンド・マネジャーが、資産運用の成績を上げるために上場会社の経営者に対して、会社の業績を良くし、株価が高くなるような経営をせよ、と要求するようになった。

そこから株主資本主義論やコーポレート・ガバナンス論が登場したのであり、そこで問題にされている株主は主として機関投資家なのであるが、議論が主張される段階では、あたかも個人株主の立場に立ったかのように展開され、「株式会社は本来、株主のものである」というような素朴な形で主張される。

日本で株主資本主義論やコーポレート・ガバナンス論が主張されるようになったのは一九九〇年代になってバブル経済が崩壊したあとからである。この段階で株式の持合い崩れが起こり、そしてさまざまな企業不祥事が続発し、会社の倒産、銀行の国有化、そして巨額の公的資金が銀行などの株式会社に投入されたところから、「会社は誰のものか」ということが問題にされ、そこへアメリカで流行していた株主資本主義論、コーポレート・ガバナンス論が輸入され、あたかもこれが株式会社論の基本であるかのように主張されるようになった。

こうしてアメリカにおける株式所有の機関化から起こった議論が日本では法人による株式相互持合いが崩れ始めた段階で主張されるという皮肉な現象が起こったのだが、これは理論と現実の関係、そして外国理論の輸入という、日本における理論、学問のあり方にかかわる問題でもある。

2 株式分散による経営者支配論

「会社は株主のものである」という主張は以前からなかったわけではない。それどころか、そもそも株式会社とは株主が出資して作ったものである以上、それはごく当然のこととして、改めて主張する必要もないことだというふうを考えられてきた。

一七世紀始めのオランダ東インド会社などの場合は取締役団が専制的に会社を支配していたが、イギリスで一九世紀後半になって近代株式会社制度が確立するに至って、会社は株主が支配するものだという株主主権の原則が確立するようになった。

具体的には株主総会が会社の最高決議機関であるとされ、会社に関する重要事項は株主総会によって決議される。そして株主総会における決議は株主平等、すなわち一株一票で、資本多数決の原則によって行われる。

それは政治における近代民主主義制度が国会による多数決という形で運営されるのと同じで、政治における国民主権と同じように、株式会社では株主主権の原則が確立した。ただ、政治における国民主権は一人一票であるのに対し、株式会社では一株一票というところが違う。

こうして一九世紀後半にイギリスで確立した近代株式会社制度はフランス、ドイツ、そしてアメリカや日本にも普及し、株主主権の原則が普及していったが、この段階の株主はすべて個人であった。

もともと株式会社は個人が集まって作ったものである以上、個人が株主であるのは当然のことである。その個人は資本家であるのが普通だが、株式会社制度が普及するとともに貴族や地主などのような階層、あるいは投機家なども株式を所有するようになり、いわゆる投資家が増えていったが、それらはいずれも個人であった。

ところがアメリカでは一八八八年にニュージャージー州の議会が個人以外に、会社も株式を所有してよい、と

いうように州法を改正し、そこから会社による株式所有が行われ、そして持株会社の設立が可能になった。それまでコモン・ロー（慣習法）では、株主はすべて個人であるということが原則であったが、その原則がこれによって崩れ、やがて他の州もそれにならうようになったのである。そしてドイツではやがてコンツェルン、日本では財閥という形で会社による株式所有、それによる資本の集中が展開されるようになる。

一方、アメリカでは一九世紀末から合併運動が盛んになり、一九〇一年のUSスチールの成立にみられるように合併によって巨大企業が誕生するようになった。

こうして会社の規模が巨大化するとともに資本金も膨れ上がるから、多数の個人投資家が株主になって株式所有が分散する。そこでA・バリりとG・C・ミーンズが調べたところ、一九二九年の段階でAT&Tの株主は五〇万人、ペンシルヴァニア鉄道の株主は一九万六〇〇〇人、USスチールの株主は一八万三〇〇〇人にも達しており、これらの会社では最大株主でも発行株式の1%も所有していなかった。

このように会社の株式が分散すると、個人が大株主として会社を支配することはできなくなる。そこで株式を所有しないか、あるいはごくわずかの株式しか所有していない経営者が会社を支配するようになった。

これがいわゆる「経営者支配論」であり、以後このような議論が主流を占めるようになった。

3 株式所有の機関化

ところが一九七〇年代ごろからアメリカでは機関投資家による株式所有が増大し、株式所有の機関化が進展した。

アメリカ下院の銀行・通貨小委員会（通称 パットマン委員会）が一九六〇年代後半に報告書（パットマン・

レポート）を発表して、銀行信託部が大株主になっていることを指摘し、これがめぐっていわゆる「金融支配」の問題が議論された。

この銀行信託部の株式所有は個人の大金持ちのほか機関投資家の信託財産と考えられていたが、一九七〇年代以後、とりわけ年金基金の株式所有が急増し、株式所有の機関化が盛んになった。

アメリカの機関投資家とは年金基金、投資信託、生命保険、個人信託、財団などを含めており、銀行や事業会社（非金融会社）などは機関投資家とはいわない。

機関投資家のうち、とりわけ株式所有が増大したのは年金基金（ペンション・ファンド）であるが、一九七六年、P・ドラッカーは『見えざる革命—年金が経済を支配する』で次のように述べた。

「社会主義を労働者による生産手段の所有と定義するならば（これこそ、社会主義の本来かつ唯一の定義である）、アメリカこそ史上初の真の社会主義国である」¹⁾。

というのは、会社の従業員が年金基金という形でアメリカ全産業の株式の四分の一を所有し、自営業者や公務員、教職員などの年金基金が一〇分の一の株式を所有しているからだというわけである。

その後、年金基金の株式所有はさらに増大し、やがてそれを含めた機関投資家の株式所有が全体の過半数を占めるようになった。

それで「アメリカは社会主義国になった」というような鬼面人を驚かすような議論はなくなったが、しかし機関投資家、そして具体的にその資産を運用するファンド・マネジャーの行動についてはさまざまな議論が展開されるようになった。

アメリカの社会学者、M・ユシムは一九九六年に『Investor Capitalism』という本を書いて、年金基金など

機関投資家のファンド・マネジャーがアメリカの会社のあり方を変えていると指摘した。⁽⁵⁾ ユシームのこの本はそのまま日本語に訳して『投資家資本主義』とすると誤解を招くので、正確には『機関投資家資本主義』とすべきだが、この本では具体的に一九九二年から九三年にかけて、GMやIBM、アメリカン・エクスプレスなどの巨大企業で最高経営者（CEO）が次つぎと辞めさせられたのは、大株主としての機関投資家の圧力によるものだということを指摘した。

そして機関投資家、その資産を運用しているファンド・マネジャーが多くの巨大株式会社の経営者に圧力をかけ、会社を支配しているということを具体的に、そして理論的に主張した。

一方、J・ホーレーとA・W・ウイリアムズの二人は『The Rise of Fiduciary Capitalism』を二〇〇〇年に出して、「機関投資家の株式所有がアメリカの会社をより民主的にしている」と主張した。⁽⁶⁾

これは機関投資家はたくさんの会社の株式に分散投資しており、個々の会社が他の会社を出し抜くようなことをしたり、あるいは公害を巻き散らすようなことをすれば、他の会社が損害を受けるので、そのようなことをさせないように圧力をかける。それは普遍的所有者（ユニバーサル・オーナー）として会社に圧力をかけるので、アメリカの会社全体を民主的にする、というわけだ。

ユシームとホーレー、ウイリアムズの主張にはかなり相違があるが、いずれも機関投資家のファンド・マネジャーが会社支配に大きな力を持っているという点では同じような主張である。

4 ファンド・マネジャーによる会社支配

アメリカにおいて株式所有が個人投資家に分散する段階から機関投資家に集中するようになったのは、一九七

○年代ごろからだだが、これが「会社国家アメリカ」（コーポレート・アメリカ）のあり方を変えている。この点については前記のユシーム、そしてホーレー、ウイリアムズを始め、多くの論者が主張しているところだが、これが会社支配とどのようにかわるのか、という点になると議論はわかれる。

具体的に年金基金や投資信託、生命保険などの資産を運用し、どの会社の株式をいくら買うか、ということを決めるのはそれぞれの機関、あるいはその資産の運用を任されている銀行信託部や投資顧問会社などの資産運用担当者（ファンド・マネジャー）である。

そして一般の株式会社に対して、経営内容を改善せよとか、経営者が辞めよとか、あるいは他の会社からの買収提案に応ぜよとか、さまざまな会社の重要問題について経営者に圧力をかけるのもファンド・マネジャーである。

そのファンド・マネジャーは当然のことながら自分たちが運用している資産の運用成績を上げるためにこのような圧力をかけるのである。そしてファンド・マネジャーの収入は成績報酬になっており、運用成績が良ければ自分の収入も増えるから、そのために会社に圧力をかける。そこで、ファンド・マネジャーは自分の利益のために資産を運用し、会社に圧力をかけることさえある。⁽⁴⁾

この場合、ファンド・マネジャーは他人の所有に基づいて会社支配を行なっているのであり、それは「所有なき支配」というよりも、「他人の所有に基づく支配」である。そこで問題になるのは「支配の正統性」だが、これをホーレー、ウイリアムズのように単なる受託者（Fiduciary）の問題として片づけることはできない。それはタテマエであつて、実態は自分の利益を追求しているのではないか、といわれても仕方がない。

5 真の所有者はどこへ行ったのか？

では、真の所有者はどうか？

投資信託の場合は投資家である受益者、生命保険の場合は保険契約者、そして年金基金の場合は従業員、あるいは退職者が真の、あるいは究極の所有者である。そこでP・ドラッカーのように従業員が真の株主であり、会社の所有者であるということになる。

ところが従業員が年金基金の究極の所有者であるとして、その年金基金が投資信託で資産を運用し、さらに投資信託はそれをヘッジファンドのような投資ファンドで資産を運用する。これらの投資信託やヘッジファンドはリスクを回避するために分散投資をするし、さらにS&P500種やFTSE100種のようなインデックス投資を行って、投資対象を機械的に変えている。ヘッジファンドは運用成績を上げるために短期売買に走り、売買回転率が高くなり、投機的になっていく。

そして、ヘッジファンドは運用資産をもとにして資金を金融機関から借りて、いわゆるレバレッジをきかせて、運用資産額の何倍もの株式をかうことで大株主になっていく。

そうなる窮極の所有者である従業員は自分ではどのような株式を所有しているのかわからなくなる。自分の資産でどのような会社の株式を所有しているのかわからないような者が果たして真の会社の所有者といえるのだろうか。

もつとも、401K型年金基金の場合は従業員が自分で年金基金の資産を運用するのだから、どのような株式を所有しているのかわかっているが、しかしその場合でも投資信託で運用しておれば同じことになる。

さらに401K型年金基金では従業員が属している会社の株式で運用するというケースが多いが、その場合は、

もし会社が倒産すれば、従業員は給料がなくなるばかりか、年金もなくなるということになる。このことは二〇〇一年に起こったエンロンの倒産などで生じたことである。

このようにして株式所有の機関化が進展した結果、二〇世紀末から二一世紀初めにかけて、株式の真の所有者と会社の関係が見えなくなつてしまい、誰が真の所有者かわからないという状態になつた。

そして所有者ではないファンド・マネジャーが会社を支配するようになり、「所有なき支配」はそれまでの経営者支配論とは全く異なつた次元で問題になつてきた。

6 真の所有者がわからない状態

最初に指摘したように、株主資本主義論では「会社は株主のものである」と主張されるのだが、真の株主は誰かわからない、という状態になつているところで、そのような主張がなされているのである。

会社の株主はすべて個人であり、個人が大株主として会社を支配するという一九世紀の古典的株式会社の段階でなら、「会社や株主のものである」といつてもおかしくはない。

しかし株式分散によつて経営者支配になつた段階、さらにそれを通り越して機関投資家に株式所有が集中するようになつた段階で同じようなことを主張しても根拠がない。

日本では戦後、財閥解体のあと株式所有の混乱状態が起こり、会社による事実上の自社株所有や名義貸しが盛んに行われ、それを收拾するために安定株主工作が行われ、それによつて株式所有の法人化、そして法人による株式相互持合いが進んだ。

そこでは法人＝会社による株式所有に基づいた経営者支配が行われていたのだが、バブル崩壊後、いわゆる

「持合い崩れ」が起こり、そこへ外国機関投資家による日本株取得が盛んになり、国内の機関投資家による株式所有も増えた。

そしてとりわけ外国機関投資家による株式の買占めや経営者への圧力が問題になったが、そのような状況で「会社は株主のものである」という株主資本主義論が唱えられている。果たして誰が真の所有者であるのかわからないような状況で「会社は株主のものである」といつてもその根拠がない。

そこで上村達男早稲田大学教授のように、会社は株主のものではなく、投資家のものだ、という主張が生まれる。⁽⁵⁾ 株式は絶えず売買されているので、今日は株主であっても明日はそうではないかもしれない。そして市民すべてが株主になる可能性をもっているところから、上村氏は「株主主権」に対して「投資家主権」を唱えている。

しかし、そうになると、ますます真の株主とは誰かわからなくなる。

近代株式会社という制度は株主が出資し、それが主権者である、という原則に立って確立したが、やがて株式分散によって株主主権の原則が崩れ、さらに第三段階で機関投資家や法人が大株主になることで、誰が真の株主かわからない、という状態になった。

これは株式会社の危機といえるが、この危機のあらわれが最近の投資ファンドなどの動きとなって表面化しているのである。これはアメリカではエンロンやワールドコム⁽⁶⁾の倒産などで明らかになっているが、日本では例えばステイール・パートナーズのサッポロホールディングスの株式買占めをはじめとするような事件としてあらわれている。

このような問題を原始的な株主資本主義論で割り切ろうとしても、それはそもそも不可能なことである。なに

より近代株式会社の第一段階、第二段階、そして第三段階という変化を踏まえ、その現実の変化に立って議論することが必要である。

そして「株式所有と会社支配」の問題をこれまでの議論を踏まえて、新しい次元で展開することが求められているのだ。

さらに言えば「株式会社とはそもそも何か」という根本に立ち返って議論することが必要である。⁽⁶⁾

注

- (1) P・E・ドラッカー『見える革命』上田惇生訳、ダイヤモンド社、一九九六年、二頁。
- (2) M. Useem "Investor Capitalism" BasicBooks、一九九六年。
- (3) J. Hawley, A. T. Williams "The Rise of Fiduciary Capitalism" University of Pennsylvania Press、二〇〇〇年。
- (4) "The Economist" March 1st 2008⁶、そのような指摘がなされている。
- (5) 上村達男、金児昭『株式会社はどこへ行くのか』日本経済新聞出版社、二〇〇七年。
- (6) 詳しくは奥村宏『会社学入門』七つ森書館、二〇〇七年および同『会社はどこへ行く』NTT出版、二〇〇八年を参照された。

(おくむら ひろし・会社学研究者)

変貌する日本の国債保有構造

中島 将隆

1 国債保有構造に変化が生じている

日本の国債保有構造の特徴として、従来、次の点が指摘されてきた。すなわち、公的部門の保有比率が圧倒的ウエイトを占めている事、国債買いオペによって日銀の国債保有額が増大を続けている事、家計部門の国債保有が少ない事、海外部門の国債保有が少ない事、こうした特徴が日本の国債保有構造の特徴だとされてきたのである。

ところが、近年において、これまで指摘されてきた保有構造に大きな変化がみられる。特に、この三月二日に発表された日銀の資金循環統計を見ると、近年の変化が極めて明瞭である。新たな変化を確認するため、最初に、三月二日に発表された資金循環統計から、国債保有構造の変化をみていくことにしたい。

図表1は経済主体別の国債保有額の推移をみたものであり、図表2は保有比率の推移である。まず、公的部門から検討していこう。公的部門とは、ここでは、公的金融機関と一般政府の二つである。一般政府といっても、社会保障基金が中心である。量的金融緩和政策が採用された二〇〇一年から現在までの推移を見ると、社会保障基金は二五兆円から七六兆円と激増している。公的金融機関をみると、この間、二〇〇七年第3四半期まで増加を続け、一五五兆円から二三四兆円になった。社会保障基金と公的金融機関の増加によって、公的部門の保有比率は、二〇〇一年第4四半期から二〇〇七年第3四半期までの間、四〇・二%から四五・八%に増加している。

量的金融緩和政策が採用されて以降、公的部門の国債保有は更に増加を続けたのであった。

ところが、二〇〇七年第四半期になると、公的部門の保有比率は激減する。すなわち、公的金融機関の保有比率は前期の三四・八%から僅か二・五%に激減している。そして、一般政府と公的金融機関の保有比率は、前期の四五・八%から一三・八%に縮小するのである。

次に、日本銀行の国債保有についてみていこう。二〇〇〇年第四半期の国債保有額は四六兆円であったが、量的

図表 1 国債保有構造の推移 (金額)

単位：億円

	2001/4Q	2002/4Q	2003/4Q	2004/4Q	2005/4Q	2006/4Q	2007/3Q	2007/4Q
金融機関	3,856,522	4,477,291	4,725,273	5,077,672	5,394,401	5,218,820	5,051,901	5,050,788
中央銀行	677,711	816,184	817,573	903,233	939,786	755,147	657,599	650,751
公的部門	1,559,146	1,833,755	1,962,011	2,045,850	2,253,057	2,240,193	2,340,220	171,955
民間部門	1,619,665	1,827,352	1,945,689	2,128,589	2,201,558	2,223,480	2,054,082	3,177,156
非金融法人企業	27,617	15,355	23,111	22,642	26,794	28,319	29,564	28,832
一般政府	259,622	351,721	444,281	558,814	636,133	695,876	742,907	774,599
社会保障基金	257,414	348,887	440,916	554,713	628,727	669,093	731,042	763,847
家計	114,796	126,146	134,381	201,068	268,840	323,468	353,674	359,568
対家計民間非営利団体	44,856	62,385	61,686	71,778	82,038	106,715	124,675	130,629
海外	215,945	168,029	166,957	256,649	313,234	372,896	431,451	498,842
計	4,519,358	5,200,927	5,555,689	6,188,623	6,721,440	6,746,094	6,734,172	6,843,258

(出所) 日本銀行 資金循環統計 (四半期計数・ストック)

図表 2 国債保有構造の推移 (比率)

単位：%

	2001/4Q	2002/4Q	2003/4Q	2004/4Q	2005/4Q	2006/4Q	2007/3Q	2007/4Q
金融機関	85.3	86.1	85.1	82.0	80.3	77.4	75.0	73.8
中央銀行	15.0	15.7	14.7	14.6	14.0	11.2	9.8	9.5
公的部門	34.5	35.3	35.3	33.1	33.5	33.2	34.8	2.5
民間部門	35.8	35.1	35.0	34.4	32.8	33.0	30.5	46.4
非金融法人企業	0.6	0.3	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4
一般政府	5.7	6.8	8.0	9.0	9.5	10.3	11.0	11.3
社会保障基金	5.7	6.7	7.9	9.0	9.4	9.9	10.9	11.2
家計	2.5	2.4	2.4	3.2	4.0	4.8	5.3	5.3
対家計民間非営利団体	1.0	1.2	1.1	1.2	1.2	1.6	1.9	1.9
海外	4.8	3.2	3.0	4.1	4.7	5.5	6.4	7.3
計	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0

(出所) 日本銀行 資金循環統計 (四半期計数・ストック)

金融緩和政策が採用された二〇〇一年の第4四半期では六七兆円となり、二〇〇五年第4四半期には九三・九兆円にまで増加している。ところが、この時点を一ピークに、その後は減少を続け、二〇〇七年第4四半期には六五兆円にまで縮小した。保有比率も、以前の約一五％から九・五％にまで縮小している。一般常識では、日本銀行の国債買いオペが継続している、従って日銀保有の国債も増加している、このように理解されている。ところが、現実には、日本銀行の国債買いオペ額は減額されていないにもかかわらず、日本銀行の保有する国債は減少しているのである。

家計部門についてはどうかであろうか。資金循環統計でみる限り、これまで家計部門の国債保有比率は僅かであった。図表2でみるように、二〇〇四年第4四半期まで三％を超えることはなかった。ところが、この時点から徐々に保有比率は上昇する。二〇〇一年第4四半期の二・五％から二〇〇七年第4四半期には五・三％と倍増しているのである。個人部門の国債保有は、近年、急速に増加し始めた、と言う事ができよう。

海外部門については、諸外国と比較して、日本国債の保有比率は少ないと言わねばならない。図表2の海外部門の保有比率をみると、二〇〇一年第4四半期の四・八％から二〇〇三年第4四半期には三％に減少し、保有額も二一・五兆円から一六・七兆円にまで減額している。ところが、二〇〇四年第4四半期から増加基調に転化し、二〇〇七年第4四半期には七・三％、保有額は約五〇兆円になり、二〇〇四年第4四半期の約二倍に増加したのである。現状の推移をみる限り、海外部門の保有は増加基調に変化したのである。

以上にみてきたように、今日、日本の国債保有構造は従来とは異なる変化が生じている。では、なぜ、このような変化が生じたのであろうか。各部門の変化を、いまま少し詳しく検討してみたい。

2 激減した公的部門の国債保有と問題点

公的部門の国債保有は、前述したように、二〇〇七年第4四半期から激減した。激減したのは、郵政民営化によって、日本銀行の資金循環統計の部門分類が変更されたからである。すなわち、郵貯や簡保が公的金融機関から民間金融機関へ分類変更されたからである。二〇〇八年三月一四日、日本銀行はHPで「ゆうちょ銀行等の資金循環統計上の取扱い（予定）」を公表し、次のように予告した。

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

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

三月一四日に引き続き、三月二一日に改めて「ゆうちょ銀行等の資金循環統計上の取扱いおよび資金循環統計の遡及改定について」をHPに掲載し、部門分類を図表3のように改定することになった。

郵政民営化によって郵貯や簡保の分類が変更されると、金融機関の国債保有構造は激変する。公的金融機関の国債保有が減少し、民間金融機関の保有が増加する。図表4は、この間の変化を示したものであり、二〇〇七年第3四半期の銀行等は九〇兆円だったが、二〇〇七年第4四半期には二三八・九兆円となっている。銀行等の内訳に中小金融機関等があり、この部門の国債保有は二〇〇七年第3四半期には一九・二兆円だったが、二〇〇七

年第4四半期には一七
一・六兆円に激増してい
る。のうち銀行の保有
する国債は中小金融機関
等に分類変更されたから
である。これまで日本の
特徴とされてきた公的部
門による高い国債保有比
率は、郵政民営化によっ
て激減したのである。

公的部門による国債保
有については、従来、
様々の論点があったと思
われる。まず、アメリカ
と対比して、日本の公的
部門の保有比率は圧倒的
に高いとする議論であ
る。例えば「わが国の国

図表3 郵貯と簡保の部門分類の変更

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

(出所)「ゆうちょ銀行の資金循環統計上の取扱および資金循環統計の週及改定について」 2008年
3月21日 日本銀行調査統計局

図表4 民間金融機関の国債保有額の推移

単位：億円

	2001/4Q	2002/4Q	2003/4Q	2004/4Q	2005/4Q	2006/4Q	2007/3Q	2007/4Q
民間部門	1,619,665	1,827,352	1,945,689	2,128,589	2,201,558	2,223,480	2,054,082	3,177,156
銀行等	795,802	922,601	1,053,809	1,087,065	1,140,191	1,105,149	901,362	2,389,913
国内銀行	465,656	576,303	593,400	630,605	631,591	597,287	459,526	435,950
合同信託運用	1,377	199	607	216	117	1,274	2,749	813
生・損保・共済	392,374	438,947	461,395	537,359	581,852	604,821	617,100	207,821
民間生命保険	242,233	267,373	275,347	334,673	373,670	396,043	412,357	
民間損害保険	18,401	25,657	29,879	37,012	40,869	41,590	42,503	43,600
共済保険	131,740	145,917	156,169	165,674	167,313	167,188	162,240	164,221
年金基金	196,526	197,670	175,459	189,342	225,240	250,611	267,403	268,599
その他金融仲介機関	227,495	264,511	249,962	312,128	248,564	246,927	251,895	297,117
非仲介型金融機関	6,091	3,424	4,457	2,479	5,594	14,698	13,573	12,893

(出所) 日本銀行 資金循環統計 (四半期計数・ストック)

債保有構造の特質は、第一に、政府等（公的部門）の比重が極めて高い。政府部門の比重が高いアメリカでも一三・五％であるが、日本は実に四一・一％である」と言った分析である。だが、アメリカの保有構造と対比する場合、市場性国債と非市場性国債の二つをみる必要がある。非市場性国債の発行額は市場性国債の発行額に匹敵するが、国債保有構造が公表されているのは市場性国債だけである。非市場性国債の保有構造は不明だが、非市場性国債の保有者は大部分が公的部門である。⁽¹⁾ 国債保有構造の日米比較では、アメリカの市場性国債だけを取り上げ、非市場性国債については捨象されている。従って、国債保有構造の日米比較において、世上に言われるほど日本の公的部門の保有が高いわけではない。

また、公的部門に中央銀行を含めて議論される場合がある。「中央銀行は政府の銀行だから、中央銀行の国債保有は公的部門に含める」という議論である。なるほど、中央銀行は政府の銀行であるが、両者を同一に扱って、財政政策と金融政策の担い手を同一視することになる。中央銀行と政府の国債保有目的は異なる性質のものであるから、両者は区別されるべきであろう。公的部門から中央銀行の保有分を差し引くと、日本の公的保有は更に少なくなる。

郵政民営化によって公的部門の国債保有は減少した。しかしながら、社会保障基金（一般政府部門）の保有額は一貫して増加を続け、二〇〇一年第4四半期には二五・七兆円であったが、二〇〇七年第4四半期では七六・三兆円に激増している。公的部門による国債保有の問題点は、社会保障基金による国債保有の増加に特段の注意を払うべきである。社会保障基金の中心は公的年金である。⁽²⁾ この公的年金は市場性の国債で運用されている点である。諸外国の公的年金は、金利変動リスクを回避するため、非市場性国債で運用されている。⁽³⁾ 日本では非市場性国債も発行されているが、この国債は個人向けに限定されている。今日の国債金利は史上空前の低金利であり、

次にみるように、長期金利は日本銀行の買いオペによって支えられていると言っても過言ではない。繰り返すが、公的部門の国債保有の最大の問題点は、公的年金による国債保有が増加を続け、かつ、市場性国債で運用されているため金利リスクにさらされている、と言う点にある。

3 国債の買いオペの継続と日銀保有国債の減少

二〇〇一年三月、日本の金融政策はゼロ金利政策から量的金融緩和政策へ転換した。そして、量的金融緩和政策を進めるため、日本銀行は国債買いオペ額を増額した。国債買いオペ額は、当初、月間四〇〇〇億円であったが、二〇〇一年八月には四〇〇〇億円から六〇〇〇億円に、同年八月には六〇〇〇億円から八〇〇〇億円と増額され、図表5でみるように、二〇〇二年一月には月間の国債買いオペ額は一兆二〇〇〇億円にまで増額された。量的金融緩和政策は二〇〇六年三月に解除され、続いて二〇〇六年七月にはゼロ金利政策も解除され、金利正常化の局面を迎える事になった。ところが、量的金融緩和政策が解除されても、国債買いオペ額は変わることなく、今日まで年間一四兆四〇〇〇億円の国債が買いオペによって日銀に吸収されているのである。

日本銀行は金融緩和を維持するため買いオペを続け、国債売りオペは行っていない。年間一四兆四〇〇〇億円の国債の買いオペを続ければ、日銀保有の国債は増加していくはずである。事実、図表6でみるように、日銀の国債保有額は、二〇〇一

図表5 日本銀行の国債買いオペ額の推移（月額）

国債買いオペ額増額時点	国債買いオペ額の増額(月額)
2001年 2月	4,000億円
8月	4,000億円→6,000億円
12月	6,000億円→8,000億円
2002年 2月	6,000億円→1兆円
10月	1兆円→1兆2,000億円
2006年 3月(量的金融緩和政策の解除)	同上
2006年 7月(政策金利の引上)以降今日まで	同上

(注) 2001年3月 ゼロ金利政策から量的金融緩和政策への転換

年第1四半期の四三・五兆円から二〇〇五年第4四半期には九三・九兆円にまで増加している。国債発行残高に占める日銀の保有比率も二〇〇一年第1四半期の一一・九%から二〇〇二年第4四半期には一五・七%となり、その後も一四%から一五%の水準を維持している。こうした事実を捉

えて、国債買いオペの継続によって日銀保有国債は増加を続けている、と議論されているのである。

ところが、図表6で日銀保有国債の推移を辿ると、保有額は二〇〇五年第4四半期をピークにして、以後、保有額は減少を続け、直近の二〇〇七年第4四半期では六五兆円にまで減少した。また、日銀の国債保有比率をみると、保有額の減少と照応して、直近では九・五%にまで減少しているのである。日銀保有の国債は増加しているのではなく、減少を続けているのである。

では、なぜ、日銀保有国債は減少を続けているのであろうか。国債買いオペ額は以前と同じ額であるにもかかわらず、

図表6 日本銀行の保有する国債の推移

単位：億円、%

	保有額(A)	国債発行 残高(B)	日銀国債保 有比率A/B
2001/1Q	476,995	4,088,614	11.7
2001/2Q	595,807	4,252,101	14.0
2001/3Q	654,604	4,371,346	15.0
2001/4Q	677,711	4,519,358	15.0
2002/1Q	698,767	4,690,954	14.9
2002/2Q	735,325	4,877,898	15.1
2002/3Q	786,639	5,046,436	15.6
2002/4Q	816,184	5,200,927	15.7
2003/1Q	811,220	5,385,847	15.1
2003/2Q	799,142	5,459,362	14.6
2003/3Q	780,906	5,436,046	14.4
2003/4Q	817,573	5,555,689	14.7
2004/1Q	840,978	5,698,278	14.8
2004/2Q	832,716	5,758,709	14.5
2004/3Q	880,609	5,992,467	14.7
2004/4Q	903,233	6,188,623	14.6
2005/1Q	920,879	6,423,597	14.3
2005/2Q	949,664	6,613,013	14.4
2005/3Q	927,456	6,590,722	14.1
2005/4Q	939,786	6,721,440	14.0
2006/1Q	866,971	6,669,668	13.0
2006/2Q	791,741	6,590,152	12.0
2006/3Q	770,300	6,750,002	11.4
2006/4Q	755,147	6,746,094	11.2
2007/1Q	710,240	6,734,784	10.5
2007/2Q	664,752	6,618,921	10.0
2007/3Q	657,599	6,734,172	9.8
2007/4Q	650,751	6,843,258	9.5

(出所) 日本銀行 資金循環統計 (四半期計数・ストック)

わらず、なぜ、こうした変化が生じているのだろうか。

この秘密を解く鍵は、日銀借換方式の変更にある。満期の到来した日銀保有国債は、一九九八年までは、通常の借換方式によって借換られてきた。すなわち、長期国債は長期国債で、満期構成に対応して借換られてきたのである。ところが、日銀保有国債の借換方式が変更され、一九九九年から長期国債は短期国債で借換られることになった。借換られた短期国債が満期を迎えると、償還の都度、現金償還か、それとも短期国債による借換か、日本銀行の資産状況に照らして決定された。そして、二〇〇二年以降、短期国債については全額が現金償還されることになったのである。⁽⁴⁾

長期国債が短期国債で借換られ、さらに、満期が到来した短期国債は全額が現金償還されることになれば、日銀保有の長期国債は次第に減少していくことになる。例えば国債買いオペが全て長期国債であっても、満期到来の長期国債額が買い入れ額を上回っていれば、次第に保有額は減少していく。満期を迎えた長期国債は短期国債で借換られ、更に、買いオペによって吸収された短期国債も満期到来と共に現金償還されるのであるから、日銀保有国債は減少を続ける事になったと推測できる。

現金償還される国債が国債買いオペ額を上回っても、日銀国債買いオペが長期金利に与える影響には変わりない。買いオペの対象となるのは、新規に発行される国債の比重が高い、と推測できるからである。推測の根拠は、次の点にある。二〇〇二年一月から、国債の買い入れオペ対象銘柄を拡大し、直近発行二銘柄を除いて、国債買いオペの対象となった。従来は発行後一年を経過した国債に限定されていたが、オペ種が不足して新規発行の国債もオペ対象に拡大されたからである。長期金利の指標は、新規に発行される長期国債の利回りである。日本銀行が新規発行の国債を買い続ける限り、新規発行の国債利回りに決定的な影響を与えることができるだろう。

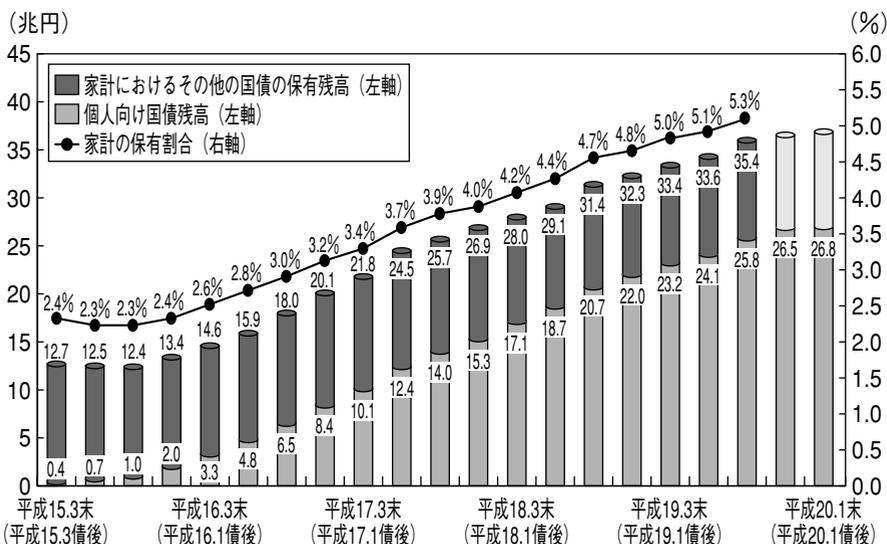
4 個人の国債保有の増加と郵貯民営化

前掲図表1、2でみたように、資金循環統計でみる個人の国債保有は増加している。二〇〇一年第四四半期と二〇〇七年第四四半期を比較すると、保有額は一・四兆円から三五・九兆円に増加し、保有比率も二・五％から五・三％と増加を続けている。

資金循環統計上、国債の個人保有が増加した理由は、まず、個人向け国債が発行されたことによる。図表7をみると、個人が保有する国債は個人向け国債が圧倒的で、個人向け国債の保有増大によって、国債の個人保有が増加していることがわかる。

個人向け国債の商品構成をみると、一〇年変動利付債と五年固定利付債があり、購入単位は一万円以上となっている。中途換金は、一〇年変動利付債の場合は、発行後一年経過すれば何時でも国の買い取りによる換金が可能である。ただし、直前二回分の各利子相当額の八割が差し引かれる。五年固定利付き債の場合は、発行後二年経過すれば何時でも国の買い取りによる中

図表7 個人の国債保有額の推移



(注) 平成20.1現在の個人向け国債の残高は、これまでの発行累計額約29.2兆円から、中途換金により国が買い取った個人向け国債を消却した金額約2.5兆円を差し引いた金額。

(出所) 債務管理レポート2008年

途換金が可能である。ただし、四回分の各利子相当額の八割が差し引かれる。

個人の国債保有については、公的部門の国債保有と同様、様々の論点がある。これまで、個人の国債保有は、資金循環統計の上では、諸外国と比べて著しく低い水準であった。近年になって個人保有が増加しているが、なお、低い水準にある。ところが、統計上は低くても、実際には個人の国債保有は諸外国の並みの高い水準にある、という見方である。財投改革以前は、郵便貯金は資金運用部に全額預託され、資金運用部はこの資金で国債を引受けていたのである。資金運用部による国債引き受けは、形を変えた個人資金による国債消化である。更によえば、定額貯金は郵便貯金の中核となる商品だが、定額貯金の商品構成は個人向け国債と事実上、同じものとみることができると。定額貯金は、半年を経過すれば中途解約が可能であり、金利上昇局面では預け変えが可能であった。つまり、一〇年定額貯金は一〇年変動利付国債と同一の商品構成となっていたのである。財投改革以前は、郵政民営化以前は、郵便貯金は個人の国債保有と同じであり、個人の国債保有は極めて高い水準にあった、と言う事ができるのである。

財投改革が進展する中で、個人向け国債が登場し、郵政民営化が進む中で個人向け国債の商品構成が改善された。個人向け国債の中途換金計算方法は、平成二〇年四月に国が買い取るものから適用されるようになった。これまで、変動一〇年の場合、直前二回分の利子相当額が、固定五年の場合は四回分の利子相当額が差し引かれていたのである。

郵貯民営化によって定額貯金の商品構成は、銀行などの金融商品と比較すると、以前の有利性が後退している。従って、このところ郵便貯金は激減している。個人の国債保有増加は、郵貯民営化と密接に関連しているものと推測できよう。

4 海外部門の国債保有の特徴

二〇〇一年第4四半期から二〇〇七年第4四半期の間、海外部門の国債保有は他の部門と異なる特徴を示している。まず、二〇〇一年第4四半期から二〇〇三年第4四半期までの間、海外部門の国債保有は減少を続け、保有額では二一兆円から一六兆円に、保有比率では四・八%から三%に減少した。次に、二〇〇四年第4四半期から増加に転じ、二〇〇七年第4四半期までの推移をみると、保有額では二五・六兆円から四九・九兆円に、保有比率では四・一%から七・三%に増加した（前掲図表1、2参照）。特に、直近の一年の増加は著しい。日本国債ニュースレターの最新号では、資金循環統計を図表にしているので、図表8で、この間の推移を確認してほしい。

海外部門の国債保有が二〇〇三年第4四半期まで減少を続けたのは、まず、日本国債の利回りが史上空前の超低利となったことによる。この一〇年以上、世界的に低金利が続いているが、日本の場合は他国と比較にならない以上に例をみない低利国債となっている。従って、海外投資家にとって日本の国債は投資対象ではなかった。さらに、日本国債の格付けが引き下げられ、日本国債の魅力は更に乏しくなった。政府債務の急膨張によって、海外投資家は日本国債をリスクフリーの安全資産とみなさなくなり、海外部門の国債保有は減少していったのである。

二〇〇四年第4四半期から増加に転じるのは、まず、円の国際化及び税制改革である。長らくの間、非居住者の受け取る利付国債の利子は源泉徴収されていた。巨額の債券売買を繰り返す機関投資家にとって国債利子の源泉徴収は、極めて不都合な税制度である。国債利子が年度末に他の所得と合算して課税されるのではなく、源泉徴収されると年度末までの孫利子まで負担することになり、機関投資家による国債投資の大きな障害となる。こ

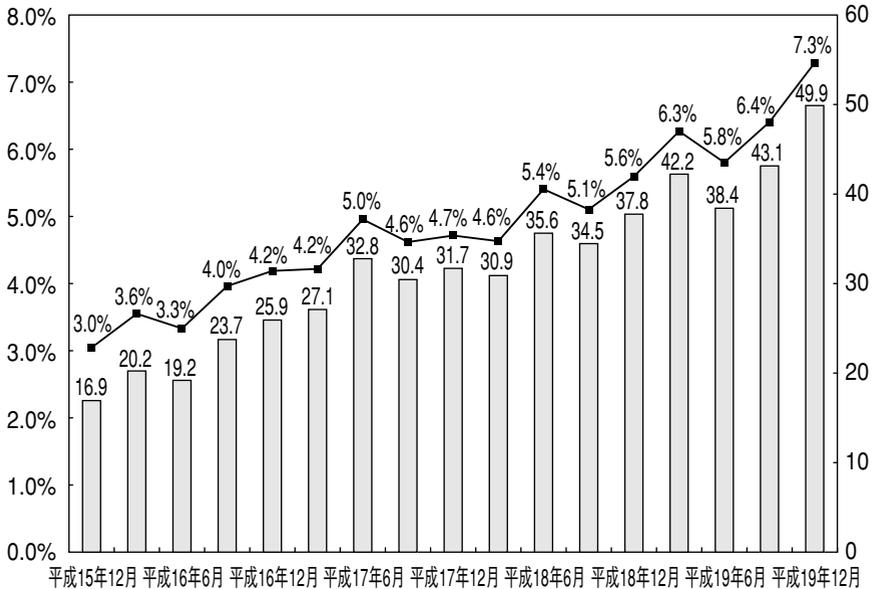
のため、日本の機関投資家に対しては、政府が認可した金融機関に限り租税特別措置法第八条によって、源泉徴収が免除されていたのである。

日本の金融機関の国債投資は源泉徴収が免除されたが、海外の機関投資家は国債利子に源泉徴収された。この差別的な扱いは、円の国際化を阻止するための税制であった、と思われる。巨額の外貨準備を持つ日本には、海外からの資本流入は不要であり、円の国際化は不必要と考えていたと思われる。

ところが、円の国際化が必要である、と方向転換が行われるようになってきた。一九九九年四月には非居住者の受け取る国債利子は、原則、非課税扱いとなったのである。しかし、この時点では、非居住者の本人確認に複雑な手続きが必要で、日本国債に対する投資誘因とはならなかった。非課税手続きの簡素化は二〇〇五年四月に行われた。非課税手続きの簡素化によって、非居住者は日本の金融機関と同様、非課税法人となり、海外部門の国債投資を阻止

図表8 海外投資家による国債保有推移

(単位：兆円)



(出所) 日本国債ニュースレター 2008年4月号

していた税制上の障害が除去されたのである。

非課税手続きが簡素化されたとはいえ、日本の国債金利は以前と同じく低利水準で推移している。にもかかわらず、この一年近くの間、海外部門の国債投資が急増したのは、ひとつには日本国債の格付けが引上げられ、海外投資家にとって日本国債はリスクの少ない投資対象になった、ということだろう。だが、昨年中頃に発生したサブプライム問題によって、海外部門の投資の質に変化が生じた事の反映と推測することができる。図表8をもう一度みると、昨年六月の海外部門による国債投資額は三八兆四〇〇億円であったが、昨年末時点では四九・九兆円に急増している。

サブプライム問題は解決の道筋さえ現時点では不透明である。今後も長期間にわたってこの問題と悪戦苦闘がつづく。このようにみえてくると、海外部門の国債投資は今後も増加すると予想できるだろう。

注

- (1) 非市場性国債と市場性国債の発行額の対比については、代田純編著『日本の国債・地方債と公的金融』（税務経理協会 二〇〇七年）一六五頁の図表 財政収支と種類別国債発行残高が参考になる。
- (2) 日本銀行調査統計局『資金循環統計の解説』 二〇〇五年二月 五三頁
- (3) 諸外国の非市場性国債と公的年金運用については、須藤時仁著『国債管理政策の新展開―日米英の制度比較―』日本経済評論社 二〇〇七年 第六章、七章を参照されたい。
- (4) 代田純編著『日本の国債・地方債と公的金融』（税務経理協会 二〇〇七年）七一頁参照

（なかじま まさたか・特別嘱託研究員）

企業再生の課題と展望

松尾 順介

はじめに

日本における企業再生の焦点は、中央から地方へとシフトしており、そこでのポイントは、中堅・中小企業再生および第三セクター再生であると考えられる。

つまり、ここ数年の日本経済の回復によつて、大型の企業倒産は減少するとともに、企業ないし事業再生も一定の成果を示したといわれているが、その反面、地方では中堅・中小企業の倒産はむしろ増加しており、その再生も遅れている。ちなみに、帝国データバンクの全国企業倒産集計では、二〇〇七年の倒産件数は一万九五九件（前年九三五一件）発生し、前年比一七・二％（一六〇八件）の増加となり、一万件を突破した。これは、負債一億円未満の倒産が六五五九件（前年五三九二件）に増加（前年比二一・六％増）していることから明らかのように、中小・零細企業の倒産増加によるものである。¹つまり、大企業の業績は回復しているといわれてきた反面、地方の中小企業の業績は回復しておらず、むしろ悪化していると考えられる。さらに、地方では、第三セクターの経営危機も深刻化しており、法的手続きを申請する大型案件が問題視されている。つまり、企業再生の焦点は、大企業から地方の中堅・中小企業あるいは第三セクターへと移っており、これらの企業の再生なくして地方再生は実現できず、これらの企業再生は緊急性の高い政策課題となっている。

このような政策課題に対する取り組みのひとつとして、地域力再生機構が構想され、その設立準備が進められ

ている。これは、すでに活動を終えた産業再生機構をモデルとして構想されており、その成果が期待されている。産業再生機構については、対象案件数の少なさなどから否定的な評価も一部にはあるものの、一定の成果を上げたと考えられる。その最大の成果は、私的整理手続きでの企業再生のモデルを提示・確立したことである。したがって、地域力再生機構がどのような成果をあげるかは非常に注目されることである。

そこで、本稿ではこの地域力再生機構の構想を紹介した上で、地域再生の課題を検討する。その際、まず地域力再生機構のモデルとなっている産業再生機構の評価を確認した上で、同機構の構想を概観する。さらに地域の中小企業および第三セクター再生の現状を考察し、今後の注目を列挙する。

1 産業再生機構の評価

周知のように、産業再生機構は、政府発表「改革加速のための総合対応策」(平成一四年一〇月三〇日)、「株式会社産業再生機構法」(平成一五年四月九日)を経て、同年五月八日に業務を開始し、平成一七年三月三十一日をもって債権買取期限は終了した。事業再生への入り口という点で、同機構は他に例を見ないユニークなチャネルを提供した。

もともと産業再生機構を金融機関の不良債権処理という政策目標から見ると、成果は不十分であったという意見もあった。たとえば、機構の支援案件は、当初目標といわれた一〇〇件一〇兆円には及ばず、四一件一兆円余にとどまった。しかし、機構の評価は、このような数量的な側面ではなく、事業再生市場に資金フローを提供するとともに、各種の「しがらみ」の糸を解きほぐし、経済合理的な事業再生のモデルを示したことによって評価されるべきであろう。この観点からすれば、機構は十分な成果を果たしたと考えられる。²⁾

具体的には、同機構の果たした役割として次の点が考えられる。⁽³⁾

第一に、プロラタによる債権者間調整を迅速に行ったことである。メインバンク制度がどのような機能を果たしていたのか、さらにそれが現在のどの程度崩壊したのかといった論点についてはさまざまな内外の研究が進められ、論議される場所であるが、金融機関の間では、旧来型のメインバンクによる責任負担を求める慣行、いわゆる「メイン寄せ」が根強く残存していたことは事実である。債権者間調整の観点では「私的整理ガイドライン」の延長線上に産業再生機構を位置づけることができるが、「私的整理ガイドライン」が金融機関の申し合わせに過ぎなかったために、メイン寄せを主張する金融機関を拘束することはできなかった。しかし、産業再生機構という公的機関が、合理的な事業再生計画を策定した上で債権者調整を主導することによって、強い拘束力を有することになったと考えられる。さらに、民間の債権者だけでなく、公的な債権者に対しても強い調整力を発揮したことも見逃すべきではないだろう。

第二に、対象企業が再び市場競争力を取り戻すことを目指した抜本的なリストラが行われたことである。通常、債権者・債務者間の私的な交渉・合意では、問題が先送りされる傾向が強く、抜本的なリストラが行われにくいといわれている。まず、債務者側が抜本的なリストラや債権放棄要請をするためには、経営責任や株主責任の明確化を避けることはできず、これらの明確化は経営者あるいは株主の地位喪失につながるため自ら選択しにくい。一方、債権者側も、債権放棄による損失確定や不良債権処理が伴うため、抜本的なリストラを債務者に要請しにくい。つまり、債権者にも、債務者にも抜本的なリストラを回避しようとするインセンティブが存在する。したがって、抜本的なリストラは、私的整理の枠組みでは難しかった。しかし、産業再生機構は私的整理の枠組みの中でこのような抜本的なリストラを遂行したと考えられる。

第三に、私的整理のメリットを生かしたことである。法的整理は、抜本的なリストラや裁判所による債権者間調整が行われるので、拘束力や実効性は高いが、倒産や破綻といったイメージが派生するため、顧客や取引先が散逸し、企業価値が過度に毀損する危険性がある。実際、倒産したデパートの進物品売上は低下し、建設会社の受注は急減することが知られている。また、資金回収を危ぶむ納入業者が掛売りを拒否することもある。その点、私的整理では、拘束力や実効力は低い、倒産イメージの派生を回避し、顧客や納入業者の散逸を防ぎやすい。したがって、一般に、私的整理と法的整理は、それぞれの点においてトレードオフの関係にあるが、産業再生機構を利用することによって、倒産イメージの排除という私的整理のメリットを生かしながら、その短所を排除する手続きが可能となったといえる。

2 地域力再生機構の構想

現在構想中の地域力再生機構は、産業再生機構の果たした役割を踏まえ、地域活性化策のひとつとして提起された。地域活性化を重要施策とする安倍内閣の下で、産業再生機構の地方版として、経営不振の中堅企業の事業再生や自治体の第三セクターの破綻処理を担うものと位置づけられたのである。しかし、当初は低支持率にあえぐ安倍政権の延命策として、地方への資金のばらまきに終始するのではないかといった非難もあり、批判的な見方もあった。しかし、政府の経済財政諮問会議では、「地域力再生機構研究会」が発足し、座長の高木新二郎氏の下に活発かつ真摯な検討が進められ、二〇〇七年十二月に最終報告書が取りまとめられた。⁽⁴⁾

同機構が重視すべき点として、七点が掲げられている。要約すると以下である。⁽⁵⁾

① 地域経済の再生の先導的な成功事例の創出を目指す。すなわち、地域振興や産業振興のモデル作りを強く意

識した取組を進め、他地域への連鎖的展開を図るとともに、未だモデルが確立していない第三セクター再生のモデルケースを確立する。

②画一的対応ではなく、地域特性や事業者の状況に応じた手法を展開する。地方公共団体、地域金融機関および地域産業界と連携しつつ、各地域の特性や事業者の状況に応じた手法をテーラードで立案・展開することを基本とし、そのための多様な人材を集める。その際、案件の公表に関しては、対象企業への影響を勘案し、ケースバイケースで対応する。

③地域の境界を超えた、全国的なレベルでの取組を展開する。地方公共団体の地理的境界線にこだわらず、大都市と地方、あるいは全国規模のシナジーを追求する。

④民間活力の活用を重視しつつ、他施策との役割分担により、新たな選択肢として機能する。すなわち、民間の事業再生ファンドや再生アドバイザーなど、民間機関の活動が活発化していることや、中小企業再生支援協議会や整理回収機構がすでに各種の取り組みを進めていることを踏まえ、民間活力の活用を機構の基本的な運営方針とするとともに、機構は、中立的機関の特性を生かした役割（再生計画の審査、対象先の選定、債権者間調整、ビジネスモデルの構築、DIPファイナンスの優先弁済に関する確認等）を果たす。

⑤地域金融機関や地方公共団体、地域産業界、国等との連携・協働を確保する。地域のステークホルダーと連携しつつ、地域企業の経営者の意識改革を促すとともに、第三セクターに関与する地方公共団体に対し、ともに再生に取り組む姿勢を求めていく。さらに、国や関係省庁にも協力を求めていく。

⑥独立性・中立性の高い組織とする。機構による支援の成否を決める鍵は、債権者間調整にあるため、産業再生機構と同様、この役割を重視する。そのために、機構は公平性・透明性を確保した組織整備が必要であり、

外部有識者を含めた意思決定機関（産業再生機構における「産業再生委員会」）を設けることが適当である。

⑦五年の時限組織として、損失を回避しつつ集中的な事業展開を行い、民間市場の創造・拡大へと結びつける。産業再生機構が法により五年の設置期限を設けていたのと同様、五年間に限り集中的に事業を実施し、民間ファンド等のビジネスが育成される土壌を整備する。なお、この間徹底した採算管理を行い、損失が発生しないようにする。

以上の諸点を見る限り、地域力再生機構は、産業再生機構をモデルとし、そのノウハウを活用するものとして構想されていることがわかるが、さらに追加的な取り組みも提示されていることは注目される。そのひとつとして、「面的再生」が挙げられる⁶⁾。これは、地域の企業再生を実現するためには、当該企業だけでなく、地域の関連企業や公的セクターとの調整、地域資源を活用した一体的取組など、面的な広がりをもった再生が必要であるとの考え方に由来する概念である。産業再生機構は、支援案件として温泉旅館の再生に取り組んだが、街全体の環境整備や地域資源活用的一面では必ずしも十分ではなかったという反省があった。つまり、地域の再生は、一企業という点ではなく、より広い視野から取り組まなければならないと考えられる。

このような面的再生の対象ケースとして、①周辺地域の環境整備が必要なケース（例、百貨店再生と周辺商店街の活性化など）、②地方公共団体や国の関与する事業について機構による調整機能の発揮が必要なケース（例、民間交通機関の再生と公共交通との事業調整など）、③他の事業分野との一体的な事業展開が必要なケース（例、地域交通機関再生のために、観光資源の整備・活用が必要なケースなど）、④複数企業の同時・包括的再生が必要なケース（例、温泉街のケース）、⑤全国規模でウェブ状に企業融合を進めるケース（例、地域の観光バス会社を全国規模でグループ化など）などが挙げられている。この「面的再生」という概念は、地域再生を考える上

で、重要な鍵となる発想であり、後述するように今後の注目点のひとつである。

ところで、このような役割を担うものとして構想された地域力再生機構の組織・体制は、株式会社組織とすること（ただし、株主等については政府全体で検討）、公平性・透明性確保の観点から、取締役会および監査役会とは別に、意思決定機関として「地域力再生委員会」（仮称）を設置すること、設置期限を五年以内とし、支援決定期限を創設後二年以内とすること（ただし、第三セクターについては一定程度柔軟に対応）、などを骨子としている。⁽⁷⁾

また、業務内容は、①デューデリジェンス（DD）の実施、事業再生計画策定支援、債権者調整（特にプロラタ原則の重視）、②対象事業者に対して金融機関の保有する債権の買い取り（必ずしも地銀に限定せずメガバンクを含む）、③対象事業者の再生支援のための融資・債務保証・出資ないし株式取得、人材派遣ないし紹介、④（支援決定や買い取り決定以外の案件に対する）経営助言である。⁽⁸⁾

なお、具体的な業務フローとしては、以下の流れが想定されている。まず、支援申込みを受けた後、支援基準に従って、支援を決定する。その際、事業再生計画について事業者と労働者との協議の状況等に配慮するとともに、企業規模を理由に不利益な取り扱いをせず、あくまでも雇用、取引関係等、地域経済への影響という観点から支援決定を判断する。次に、支援決定を行った場合、当該金融機関等が対象事業者に対して有するすべての債権につき、債権買い取りの申込みまたは事業再生計画に従った債権放棄等を行うことの同意の回答を求める。また、機構は可能な限りスポンサー等による買い取りを目指しつつ、必要な債権の買い取り、出資等を実行する。第三に、機構は支援決定後三年以内に債権や持分の処分を行う。なお、その間次の原則を定める。①情報公開については、業務運営の透明性を確保するため、何らかの形で速やかに公表することを原則とする。②国および地

方公共団体による協力については、機構が協力を要請した場合、それを得やすくする仕組みを設ける。③DD費用等の負担は、実質的な受益者（対象事業者、地方公共団体、スポンサー等）に求めることを原則とする。④経営者・株主の責任は曖昧にせず、経営者の退陣や株主権の消却など、責任明確化を原則とする（ただし、画一化は避け、柔軟な対応を検討する⁹⁾）。

3 地域再生の現状

前節で概観したように、地域力再生機構は、地域の企業や第三セクターの再生を企図するものとして構想されているが、地域再生の現状についてみておこう。

まず、地方の中小企業再生に関しては、二〇〇三年二月に中小企業再生支援協議会が設立され、各地で活動している。二〇〇七年九月末までの窓口相談企業数は、累計で一万二八五五社、このうち金融機関との調整を含む抜本的な対策が必要な一五六六社について再生計画の策定支援が完了し、その結果、一〇万六一二名の雇用が確保された。また、四一四社については引き続き計画策定支援中で、再生計画の策定が完了又は支援中の企業は累計で一九八〇社であることが報告されている。¹⁰⁾この実績については、評価されるべきであり、同協議会に対する金融機関の認知度も高まってきたと思われるが、その反面協議会の取り組みについては、各地域によっては¹¹⁾らつきがあるという指摘もあり、人材育成や情報交換機能などの拡充も課題となっている。

他方、各地に地域再生ファンドが設立・運用されており、ほとんどすべての都道府県を網羅している。しかし、必ずしも十分な成果を上げているとはいえないのが現状である。その背景としては、地域金融機関と債務者企業とともに、ファンドを利用する意欲や切迫感が低かったためと思われる。というのは、ファンドを利用すると、デ

ユーデイリジェンスが行われ、場合によっては支援協議会など第三者の目にさらされ、そこで再生計画を策定することになる。そうなると「問題の先送り」はできず、かなり踏み込んだリストラクチャリングを断行せざるを得なくなる。しかし、徹底したリストラクチャリングは債権者だけでなく、債権者にとっても損失の確定や地域での評判の低下などを招く恐れがある。そこで、地方では、債権者企業だけでなく、債権者の金融機関も徹底したリストラクチャリングを先送りしようとする傾向が強く、それゆえにファンドの利用を躊躇する傾向があったのではないかと考えられる⁽¹²⁾。

さらに、第三セクターについては、二〇〇六年三月末時点で、全体の三八%にあたる約三〇〇〇法人が赤字で、うち五・四%にあたる約四三〇法人が債務超過に陥っているとされている。また、金融機関等からの借入に関し、出資地方公共団体が金融機関等と締結している損失補償契約に係る債務残高を有する法人等は、全体の一六・七%で一二三三法人に達し、債務残高は九兆三八五三億円となっている⁽¹³⁾。このような経営不振の第三セクターについては、地方公共団体が何らかの形で資金供給しなければ、いずれ破綻を余儀なくされるものと思われる。(表)

さらに、破綻した場合は、その債務処理が問題となる。地方自治体による債務保証は財政援助制限法で禁止されているが、損失補償に関しては、一九五四年旧自治庁行政課長回答を根拠に対象外となっており、これを根拠に長年にわたって損失補償契約が交わされてきた。しかし、二〇〇六年十一月横浜地裁判決において、川崎市と第三セクターとの間に交わされていた損失補償契約を無効とする判決が示されたことから、今後はこれら損失補償契約において大きな意味を持つものと思われる⁽¹⁴⁾。

このように経営不振に陥っている、地域の民間企業も第三セクターも、問題を先送りすることによって延命し

ているが、それによって、水面下ではより一層事態の悪化が進行していると考えられる。このような事業体については、その存続の可否を含め、客観的かつ公正な観点からDDを行い、抜本的なリストラクチュアリングを行うべきであろう。

4 今後の注目点

前述のように、地域力再生機構の設立についての法案が閣議決定されており、その活動が期待されるが、ここでは注目点として、次の四点を指摘する。

まず、地域力再生機構は、面的再生を重視しており、地域の中小企業再生において、その有効性が期待される。ここでいう面的再生とは、単独の企業再生ではなく、地域ぐるみで再生することを指している。たとえば、温泉旅館の再生においては、単独の温泉旅館だけを再生しても、周囲に廃墟と化した温泉旅館跡が累々としていたのでは、当該温泉旅館の再生もおぼつかない。地域全体の温泉旅館を再生し、全体のポトムアップを図らなければならない。同様のことが、地方の商業施設やレジャー施設、さらには農林業地域についてもいえる。このような地域ぐるみの再生を面的再生という考え方でとらえており、興味深い。さらに、地域の中堅・中小企業再生においては、案件が小さすぎることが、投資ファンドにとって投資の制約条件になっているが、このような面的再生は、かなりの大型案

表 債務超過額が大きい主な第三セクター

(総務省資料から作成。2006年度末時点。単位は百万円)

主な出資自治体	法人名	債務超過額
千葉県	東葉高速鉄道	51,730
大阪市	大阪ワールドトレードセンタービルディング	49,918
	アジア太平洋トレードセンター	29,113
	クリスタ長堀	15,180
神戸市	海上アクセス	12,832
千葉県	北総鉄道	10,274
愛知県	蒲郡海洋開発	6,895
広島市	広島地下街開発	6,617
茨城県	鹿島都市開発	6,497
北海道芦別市	星の降る里芦別	5,085

(出所)『日本経済新聞』2008年2月2日、5面。

件になりうるので、投資規模的な制約も乗り越えられ、投資ファンドを誘引する可能性にもつながりうることを期待できる。⁽¹⁵⁾

第二に、地域力再生機構は、産業再生機構をモデルにして設立されるが、産業再生機構の功績は、事業再生、とりわけ私的整理のモデルを提示したことにある。この経験知に基づき、地域力再生機構においても事業再生のモデルを提示することが期待される。特に、地方の第三セクターは、債務者企業と地方公共団体と地域金融機関とのしがらみも強く、問題を先送りする誘因をより強く有しているとともに、さまざまな公的資金が投入されていることから債権者間調整における困難が予想される。その困難な状況の中で、どのようなモデルを提示することができるかが注目される。⁽¹⁶⁾ただし、第三セクターの場合、その業態は鉄道、会議場・テナントビル等（いわゆる「箱もの」）、レジャー・リゾート施設の三つが中心であるため、類型化しやすいという特色をもっている点には留意すべきであろう。

第三に、有為な人材をどの程度糾合できるかという点も注目される。産業再生機構では、有為な人材を糾合・活用し、そのような人材に企業再生の経験知を蓄積させたことが評価されているが、地域力再生機構においても同じように有為な人材を糾合できるかどうかが問われるところであろう。特に、地域再生においては、それぞれの地域の独自性や個性を踏まえた上で、創意工夫することが求められる。人材不足といわれる地域再生において、そのような人材を地域の内外から糾合できるかどうかは、成否の鍵にも直結するものと思われる。

最後に、地域金融機関の動向も注目される。産業再生機構が成果をあげることができた背景には、金融庁がメガバンクに対して不良債権処理の圧力を加えたことが挙げられる。この圧力に応じて、メガバンクは否応なく不良債権所に踏み出さざるを得なくなり、それが産業再生機構の利用につながったと思われる。他方、地域金融機

関に対しては、未だそのような強い圧力が加わっておらず、それが問題の先送りを許す背景にもなっていると考
えられる。したがって、金融庁が地域金融機関の不良債権処理に対してどのような対応をしていくのかが注目さ
れる。ただし、現在地域金融機関も不良債権処理を積極的に推し進められる体力のあるものと、そうでないもの
とに二極化する傾向があり、体力のある金融機関は自ら不良債権処理を推し進め、債権売却などを進めているよ
うである。その結果、経営悪化企業のメインバンクだった有力地銀が債権売却によって取引関係を解消し、体力
のない第二地銀や信金・信組が実質的なメインバンクに昇格してしまっている事例もあるようである。そうなる
とこれらの金融期間は、当該企業を支援しきれず、何らかの対応を余儀なくされていくことも考えられる。した
がって、地域金融機関そのものの中にも変化の兆しは内在しているといえる。

おわりに

以上のように、今後の地域再生において地域力再生機構の果たす役割が期待されるところであり、二月一日同
機構法案が閣議決定されたが、現下の「ねじれ国会」の下で、法案通過の目処は立っておらず、宙づり状態が続
いている。さらに、福田政権に対する支持率も低下しており、不透明感が漂っていることは憂慮すべき事態とい
える。

他方、二〇〇八年度から、第三セクターなどを含めて自治体財政を監視する地方財政健全化法が施行され、第
三セクターが自治体財政に与える影響は大きくなるといわれている。総務省は、金融庁の検査マニュアルを参考
に、第三セクターを正常先から実質負担先まで五段階に分類している。日本経済新聞社が、この分類に合わせて
損失補償額の負担見込み額を試算したところ、その合計は五〇〇〇億円弱に達すると報道されている。⁽¹⁷⁾

一刻も早い対応が望まれ、地域力再生機構の設立とその業務開始が待たれるところである。

注

- (1) 帝国データバンクの二〇〇七年倒産集計、<http://www.tdb.co.jp/report/tosan/syukei/07ren.html>参照。
- (2) 拙稿「企業再生における『入り口』と『出口』の多様化」、『証券アナリストジャーナル』第四三巻第四号、二〇〇五年四月、一三二～一三五ページ、参照。
- (3) 拙稿「地方再生における産業再生機構の役割」、『証研レポート』、一六二九号、二〇〇五年四月、二〇～二九ページ、http://www.jsri.or.jp/web/publish/report/pdf/1629/1629_02.pdf参照。
- (4) この間の同研究会の取り組みについては、内閣府経済財政諮問会議のHP、<http://www.keizai-shimon.go.jp/special/areastudy/index.html>に七回にわたる議事録や討議資料等が掲載されている。
- (5) 「地域力再生機構（仮称）研究会最終報告」平成一九年二月二〇日、七～一三ページ、<http://www.keizai-shimon.go.jp/special/areastudy/07/item1.pdf>参照。
- (6) 前掲、一三～一四ページ、参照。
- (7) 前掲、二二～二五ページ、参照。ただし、ここでの記述は、あくまでも最終報告書をベースとしている。最終報告書の発表以降、株主や出資などの点で、より具体的な詰め協議が行われているようであるが、これについてはここでは触れない。
- (8) 前掲、二五～二七ページ、参照。
- (9) 前掲、二七～三一ページ、参照。

- (10) 経済産業省中小企業庁「中小企業再生支援協議会の活動状況について」、二〇〇七年一月二日、<http://www.chusho.meti.go.jp/keiei/saisei/07112katudoujokuyou.htm> 参照。
- (11) 石毛博行「公正中立なステークホルダー調整がさらに期待される中小企業再生支援協議会」、「ターンアラウンドマネージャー」二〇号、二〇〇七年二月、一四～二〇ページ、参照。
- (12) 拙稿「地域再生ファンドとデット・デット・スワップ」、「証券経済研究」、第五五号、二〇〇六年九月、参照。
- (13) 総務庁「第三セクター等の状況に関する調査結果」、二〇〇六年十二月二七日、http://www.soumu.go.jp/s-news/2006/pdf/061227_3_00.pdf 参照。
- (14) 本件に関しては、田中孝男「市が、その第三セクターの債務に関して、金融機関との間で締結した損失補償契約が財政援助制限法三条に違反する」とした事例」<http://www.tkclcx.ne.jp/commentary/pdf/2007-2-7-2.pdf> 参照。
- (15) 名取雅彦「地域一帯“面”の再生は実現可能か」、「ターンアラウンドマネージャー」、三三号、二〇〇八年二月、五〇～五九ページ、は様々な興味深い取り組みを紹介している。
- (16) 内山英世、金塚厚樹、小國義之「第三セクターの再生スキームの研究」、「ターンアラウンドマネージャー」、七号、五〇～六〇ページ、参照。
- (17) 『日本経済新聞』二〇〇八年四月六日、一面、参照。

*本稿を作成する際、高木新二郎先生（野村証券顧問・地域力再生機構研究会座長）からは貴重なお話を賜うことができました。たことを深謝申し上げます。ただし、本稿中に事実誤認等がありました場合、すべて筆者の責任に帰するものであることをお断りいたします。

（まつお じゅんすけ・客員研究員）

アメリカの私募市場拡大について

清水 葉子

1 はじめに

二〇〇七年一二月に、金融審議会金融分科会第一部会報告「わが国金融・資本市場の競争力強化に向けて」が発表された。報告では、少子高齢化が進展する中で日本経済が今後も持続的に成長するためには、金融・資本市場の機能を拡充して家計部門の金融資産の投資機会を確保するとともに、企業等への成長資金の適切な供給が重要であるとして、次の提言を行った。(1) 取引所の取扱い商品の多様化(とりわけETFの多様化)、(2) プロに限定した取引の活発化、(3) 銀行・証券間のファイアーオール規制の見直し、(4) 課徴金制度の見直しの四点である。

本稿では、第一部会報告に盛り込まれた四点の提言のうち、プロに限定した取引の活発化、いわゆる「プロ向け市場構想」に関連して、アメリカの私募証券市場の現状について考察する。プロ向け市場構想は、参加を機関投資家などのプロ投資家に限定することで、情報開示コストを下げて発行企業の負担を減らし、市場活性化をはかろうとする構想で、ロンドンのAIMやアメリカのルール144Aに基づく私募市場などを参考にしたものとされる。

アメリカでは、ここ数年で私募証券の市場が急拡大しており、企業の資金調達との比重が主要取引所などの公開市場から私募の市場へと移りつつあるのではないかという議論が聞かれる。私募市場の拡大の理由は、サーベン

ス・オクスリー法など公開企業に厳しい規制が導入されたために、制約を嫌った企業が海外の市場や私募市場に流出したことだとされるが、それに加えて、プライベート・エクイティ・ファンドなど各種のファンドが潤沢な資金力を持つようになり、ファンドを相手にすれば公開市場に頼らなくても十分な資金調達の可能性が開かれるようになったことも無視できない要因であると考えられる。こうした私募市場の拡大・公開市場の地位低下の可能性について、アメリカではどのような議論が行われているのだろうか。

2 「プロ向け市場構想」の背景

日本で「プロ向け市場構想」が提言された背景は、おおむね以下のようなものである。一般投資家が参加する主要取引所等を中心とした公開市場では、情報開示などの厳格な投資家保護規制が設けられており今後もしっかり強化される方向であるが、これは発行会社にとっては重い負担となりかねない。とりわけ、海外企業や新興企業にとって、法定の情報開示コストの高さのせいでもわが国の証券市場が敬遠されることとなれば、日本の市場活力をそぐことになる。たとえば、海外企業の上場を誘致するにあたって、規制制度の違いや日本語での情報開示が大きな障害になることが従来から指摘されてきた。

そこで、情報収集・分析能力が高く自己責任の間えるプロ投資家に限定した自由度の高い効率的な市場を創設し、情報開示等の規制コストの低い市場をつくることで、日本の証券市場の活性化をはかる。海外企業・新興企業にとっては規制コストを低く抑えながら円滑な資金調達が可能となる。プロ投資家にとっても新たな運用先・収益機会を得ることができ、わが国金融資本市場の魅力が高まる。また、プロ投資家間の競争を通じて金融インベーション促進され、一般投資家もプロ投資家の専門的な運用能力発揮を通じて利益を享受することができる。

する。

「東京市場の国際的な地位低下懸念も、プロ向け市場整備の提言に影響を与えていると考えられる。たとえば、二〇〇七年九月に公表されたシティ・オブ・ロンドンの「国際金融センター指標 (The Global Financial Centres Index)」では、金融に関わる人材、ビジネス環境、市場アクセス、インフラ、競争力一般といった項目で評価した東京市場の評価は、一位ロンドン、二位ニューヨーク、三位香港、四位シンガポールといった市場に大きく遅れをとり、総合第一〇位にとどまった。外国企業の国内取引所上場数の減少も、日本の金融・証券市場の国際的な地位低下懸念に拍車をかけている。

3 アメリカでのプロ市場（私募市場）の急拡大

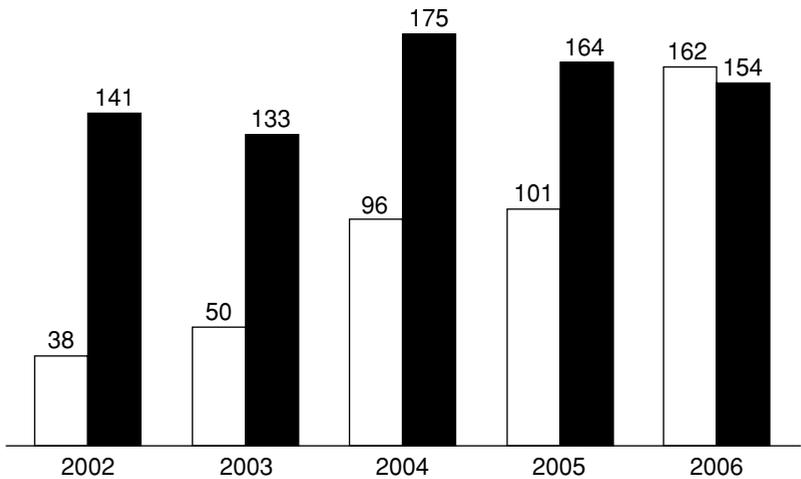
アメリカでは、周知のように一九三三年証券法に基づくSECルール144Aに基づいて、一定の条件を満たした証券について、プロ投資家のみに転売が制限されている場合は情報開示を大幅に緩和する制度が設けられている。

近年、ルール144Aに基づいた資金調達が急増しており、二〇〇六年に一・五兆ドルに達したことが報じられた。ルール144Aによる発行の八割以上は債券とされるが、株式だけに限っても、二〇〇六年には一六二〇万ドルにのぼり、二〇〇三年と比べて約三倍、二〇〇五年と比べても一・六倍に増加した。とりわけ、二〇〇六年には、ルール144Aに基づく証券発行が、主要市場（ニューヨーク証券取引所、アメリカン証券取引所、ナスダックの合計）の公募増資およびIPOの合計である一五四〇万ドルを初めて上回ったことが大きな話題となった（図表1参照）。

私募発行の拡大は、発行市場だけにとどまらず、私募証券の流通市場プラットフォームの創設にもつながっている。私募で発行された証券の流動性は低いのが通例であるが、二〇〇七年には相次いで流通のためのプラットフォームが開設された。例えば、ゴールドマン・サックスによる「GTRUE」、ベア・スターンズによる「Best Markets」、シティ・グループ、リーマン・ブラザーズ、メリル・リンチ、モルガンスタンレー、バンク・オブ・ニューヨーク・メロンによる「OPUS5」などが代表的で、中心となる投資銀行が取引の窓口業務や開示情報の提供を行うなどして流動性を高めている。こうした新設プラットフォームで、ファンドなどが一〇〇億円近い資金調達を相次いで私募で行ったことが報道されて話題をよんだ。こうした動きをみて、ナスダックも、ルール144Aが施行された一九九〇年に開設した144A向け流通市場「Portal」の完全電子化をはかっている⁽¹⁾。

このような私募市場の拡大は、後でも見るように、公開市場から私募市場へと、資金調達の趨勢が移りつつあるのではないかという議論を巻き起こしている。

図表1 近年のルール144Aによる株式の発行



(単位) 10万ドル。左がルール144Aに基づく株式の発行、右がアメリカ主要市場での公募増資 (IPO含む) された株券の発行額。
(原資料) Thomson Financial

4 ルール144A

アメリカでは、証券を公募発行するにあたっては、一九三三年証券法により登録届出書と目論見書による情報開示が求められることに加えて、一九三四年証券取引所法により、流通市場を対象に登録書、年次報告書、四半期報告書、臨時報告書による継続開示が義務づけられている。実務上の重点は、発行開示より継続開示に移っている。

こうした情報開示規制は、発行企業にとって負担が重いため、一九八二年には統合開示制度 (integral disclosure) により、一定の条件を満たす発行会社は継続開示書類の組み込み・参照方式による開示の簡便化が、一九八三年の一括登録制度 (shelf registration) により、二年を限度に予定発行額の登録をすることで、発行などの情報開示の免除が、それぞれ負担軽減措置として認められている。

さらに、一九八二年に導入された「レギュレーションD」では、一定の条件を満たす証券発行などについて、機関投資家や資産規模の大きい個人などの自衛力認定投資家 (accredited investors) に募集を限定すれば、情報開示規制が緩和される措置がとられている。

また、私募証券については、一九七二年に導入されたルール144Aによって転売に関するセーフハーバーが設けられ、一定の転売制限期間・転売数量、許容される転売方法などの条件を満たしていれば、転売が可能となった (転売方法としては、勧誘を行わないブローカー取引あるいはマーケット・メーカーとの直接取引等の条件を守れば転売しても構わない)。

これに対して、一九九〇年に制定されたルール144Aでは、適格機関購入者 (QIB, Qualified Institutional Buyer) に該当する機関投資家のみ限定すれば、ルール144Aの制約なしに自由に私募証券を転売可能とされ

た。ルール144Aの対象となるためには、図表2のような条件を満たす必要がある。適格機関購入者（QIB）となる条件は、①一億ドル以上の証券投資を行う保険会社、投資会社、投資顧問業者等。②一〇〇〇万ドル以上の証券投資を行う登録ディーラー。③一億ドル以上の証券投資を行う投資グループに属する投資会社。④一億ドル以上の証券投資を行い、かつ純資産が二五〇〇万ドル以上の銀行、貯蓄貸付金融機関等、である。

ルール144Aに基づいて証券が発行される場合、発行者には直接の開示義務はないが、図表2のとおり、投資家の請求に基づいて情報開示を行う必要がある。また、証券保有者数が五〇〇人以上となれば、一九三四年法に基づきSEC登録が必要条件となる。

5 アメリカでの144A導入・拡大の背景

アメリカで一九九〇年代初頭にルール144Aが導入された目的として、①内外証券市場の機関化に対応して、機関投資家にとって使いやすい制度の構築に迫られた、②情報開示コストを下げることで、海外の発行企業を私募でアメリカ市場に誘引する、③公募発行が登録などに時間がかかるのに対して、私募市場を活性化することによって資金調達のスピードアップをはかる、④私募証券の流動性を上げることとで、公募との利回格差を縮小する、などを挙げることができる。

図表2 ルール144Aの条件

- (1) QIBのみへの販売・勧誘であること。
- (2) 売り主がルール144Aに基づいて証券法上の登録規制の適用を受けないということ、合理的な方法で買い主に告知すること。
- (3) 証券は取引所上場・店頭登録されておらず、かつ投資会社法上の登録を要するファンドのものでないこと。
- (4) 発行者が34年法上の開示義務を負わない場合には、証券保有者／購入予定者が、請求により一定の開示を受ける権利を持っていること（事業概要、直近3年の貸借対照表、損益計算書、留保利益計算書）

近年は、こうした事情に加えて、エンロン事件などを受けて導入されたサーベンス・オクスリー法による内部統制ルールにより、公開市場の法律対応コストが高くなっていることが指摘される。このため、私募によって、サーベンス・オクスリー法対応コスト・集団代表訴訟リスクなどを回避することのメリットが相対的に拡大している。

近年の事情としてもう一つあげることができるのは、プライベート・エクイティ・ファンドによる公開企業買収・上場廃止の動きである。報道によると、プライベート・エクイティ・ファンドによる買収にもなつて上場を廃止した中小企業は、二〇〇五年に三四%増加、二〇〇六年には七三%増加したとされる（The Banker, summer 2007）。また、アメリカでは二〇〇六年のIPO規模トップ一〇のうち七件が、公開前にルール144Aを利用した資金調達していたことも、ルール144Aによる資金調達の存在感の急拡大を印象づけた。

このようにファンドが多く資金を動かす環境が出来上がつて来たことが、公募によらない資金調達を後押ししていると考えられ、かつて機関投資家の資金力が取引所や証券市場規制のあり方を大きく変えたように、ファンドが私募市場の拡大を支えていると見る事ができる。

6 アメリカ市場の地位低下への懸念

以上のように、私募による資金調達の動きが拡大していることに対して、アメリカ市場の地位低下という観点から、懸念を表明するむきも現れた。たとえば、Glenn Hubbard（前ブッシュ経済諮問委員会委員長）らによる“Committee on Capital Markets Regulation”が、二〇〇六年十一月の中間レポートでアメリカ市場の地位低下を指摘している。

レポートによると、①米国証券取引所のIPO世界シェアは、五〇%（二〇〇〇年）から五%（二〇〇五年）に激減し、これにともなって、投資銀行の助言・引受手数料シェアも低下している。②一〇大先進国市場での資本調達にせめる米証券取引所シェアは、四一%（一九九五年）から二七・九%（二〇〇六年）に低下。③プライベート・エクイティ・ファンドによる上場企業買収で上場廃止となったのは、二〇〇〇億ドルにのぼる（二〇〇五年）。④二〇〇三年以降、プライベート・エクイティ・ファンドへの資金流入が投資信託を越える。

報告書では、こうした公開市場の地位低下と規模縮小の原因は、サーベンス・オクスリー法対応コストの高まりと、集団代表訴訟リスクであると述べている。

7 公開市場から私募市場へのシフト？

報告書の懸念とルール144A証券発行の急拡大をあわせてみると、アメリカの証券市場では、公開市場の地位が低下し、ルール144Aによる私募証券市場がそれに取って代わるかに見える。また、プライベート・エクイティ・ファンドなどを通じた透明性の低い資金の動きが拡大していることも指摘されている。こうした現象は、全体的な市場の透明性低下や、規制回避につながるのだろうか。

アメリカでの議論を見ると、私募市場での資金調達が公開市場を抜いて大きな存在になったことを重視して、公開市場から私募市場へのシフトが起きているとする指摘もある。こうした論者は、将来は、規制のゆるい機関投資家（プロ）向けと規制の厳しい個人向けに市場が二分割される可能性があるとし、規制のゆるいプロ向け市場は、各種ファンドの急成長によって投資家層も取引の厚みも拡大すると見ている。とりわけ、ルール144Aによる私募市場は、発行・流通市場ともに備えた「プロ市場」になりうると指摘する。各種のプライベート・エ

クイティ・ファンドによる買収で上場廃止が相次いでいることも、私募市場拡大の傍証と見ているようだ。

一方、これに対して、私募市場は昔からあり公募への段階に過ぎないとする意見もある。こうした考えによると、IPOの多くが、公開前にルール144A私募で資金調達していたのはその証左であり、新興ベンチャー企業にとっては、かつて「エンジェルからの資金調達→株式公開」という順序をたどっていたが、これが「エンジェル→適格機関購入者→株式公開」とワンステップ増えただけである、と指摘する。こうした立場からは、流通市場プラットフォームの開設は、私募証券の流通市場創設という構造的なできごとではなく、私募発行を手がける投資銀行が顧客サービスとして行っているに過ぎず、大げさに評価すべきではないとする立場だ。

8 おわりに

プライベート・エクイティ・ファンドの資金力が拡大するにつれて、証券市場の中に私募の領域が拡大しているのは事実である。こうした現象は、かつて、証券市場の新しいプレーヤーとして機関投資家が登場し、機関化の進行が証券取引所のあり方や証券市場規制に大きな影響を与えたように、今の時代の新しいプレーヤーであるファンドの存在に合うタイプの市場が形成されつつあると見て良いかどうかは、今後も観察を要する。

公開市場での投資家保護規制が強化されても、一定規模の資金調達の道が公開市場にしかないのであれば、公開市場の地位が低下することはありえない。しかし、ファンドの資金力の拡大によって、公開市場を通じなくてもかなりの資金調達が可能となれば、公開市場から私募市場へのシフトが起こりうる。「プロ向け市場」のプレーヤーは、伝統的な機関投資家だけでなく、ファンドも中心になることを想定する必要があるだろう。

注

(1)

ルール144A証券の流通プラットフォーム開設の動きについては、岩谷賢伸「米国規則144A証券市場において相次ぐ取引プラットフォームの開設」『資本市場クォーターリー』二〇〇七年秋号、参照。

(しみず ようこ・客員研究員)

JDR (日本版預託証券) とは何か？

福本 葵

1 導入の動き

二〇〇八年三月四日、プロ向け市場の整備や課徴金の引き上げなどが盛り込まれた「金融商品取引法等の一部を改正する法律案」が閣議決定され、一六九回国会に提出された。この改正は、昨年十二月二日に金融庁が公表した「金融・資本市場競争力強化プラン」を推進するための法整備である。

「金融・資本市場競争力強化プラン」は日本市場の競争力強化のための方策を盛り込んでいる。このなかで、取引所における取扱商品の多様化に、本稿でとりあげるJDR (Japanese Depositary Receipts、日本版預託証券)⁽¹⁾ についての言及がある。⁽²⁾

JDRが取り上げられたのは、これが初めてではない。平成一八年六月、経済産業省の「新経済成長戦略」において、また、平成一九年九月、同じく経済産業省のグローバル産業金融研究会の報告書においても、その導入と整備についての必要性が論じられている。本稿では、JDRがどのようなものであるかについて概観したい。

2 改正信託法と金融商品取引法

(1) 改正信託法

JDRは、昨年改正された新信託法における受益証券発行信託を利用したものである。旧信託法では、受益証

券発行信託つまり信託契約の受益権を発行し、有価証券化する規定はなかった。学説上は、有価証券化できるとする説とできないとする説に分かれていた。事実上は、貸付信託法や投資信託法などの特別法がある場合にのみ有価証券が発行されていた。しかし、近年、受益権を保有する目的が経済的利益の取得となり、また、受託者にとつても、受益者が誰であつても構わない、個性が問題とならない場面が多くなつていた。このような場合、受益権を有価証券として発行し、譲渡可能にしたほうが便利である。昨年の信託法の改正は、信託の利用を促進した多様な資金調達を可能とすることを目的とするものである。受益権の有価証券化はこの一つの表れである。

改正信託法（平成一八年法律第一〇八号）では、一八五〜二一五条、二四八、二七〇条に、受益証券発行信託つまり受益権の有価証券化の規定がある。受益権原簿の作成、発行された受益券の譲渡などに関する規定、受益証券の発行、記載事項など受益証券について、受託者の義務、受益者の権利行使の制限などを規定している。

（2）金融商品取引法

金融商品取引法の第二条は有価証券を定義したものであるが、一項一四号に信託法に規定する受益証券発行信託の受益証券が規定されている。³⁾

3 東京証券取引所の対応

東京証券取引所は、平成一九年四月二四日、「上場制度総合整備プログラム二〇〇七」を発表した。ここにJDRに関する上場制度の整備についての記載がある。「外国会社が信託法に規定する受益証券発行信託の受益証券を活用して上場する要件を整理し、関係者と調整のうえ、所要の対応を実施する」としている。

(1) JDRの定義

東京証券取引所では、二〇〇六年六月二二日公表した「外国株信託受益証券等（いわゆる日本版預託証券）JDR」の上場制度の整備について（別紙2）において、JDRを「外国株信託受益証券」とは、金融商品取引法第二条第一項第一四号に掲げる「信託法に規定する受益証券発行信託の受益証券」のうち、外国株券（金融商品取引法第二条第一項第一七号に掲げる有価証券で同項第九号に掲げる株券の性質を有するもの）を信託財産とするものであって、当該信託財産である外国株券に係る権利と同等の権利を当該信託の受益債権（信託法第二条第七項に規定する受益債権をいう。以下同じ。）とするもの。」と定義している。

(2) 業務規定の改正

平成二〇年二月四日発表の「外国株信託受益証券等（JDR）に係る制度整備に伴う業務規程等の一部改正」では、上場基準や開示基準をADRなどの外国株預託証券と同基準とすること、決済制度は証券保管振替機構を利用することなどJDRの流通、決済制度をより明確化している。

4 証券保管振替機構の対応

(1) 兼業申請

株式会社証券保管振替機構は、平成一九年二月二日、信託法に規定される「受益証券発行信託受益証券保管振替決済業務」を行うことについて、株券等の保管及び振替に関する法律に基づき、主務大臣である金融庁長官及び法務大臣に対して、兼業申請し、平成二〇年一月三〇日、この申請は受理された。これを受け、平成二〇

年二月一日、「受益証券発行信託の受益証券に係る保管及び振替決済に関する規則」等を施行した。

(2) なぜ兼業か

証券保管振替機構は、受益証券発行信託の受益証券の決済業務を本業ではなく、兼業業務として申請した。なぜ兼業でなければならなかったか。それは、新信託法施行によって、様々な関連法律が改正されたが、受益証券発行信託の受益証券は、「株券等の保管及び振替に関する法律」(以下、保振法)第二条の「株券等」への追加改正はされなかったからである。従って、保振法第三条第一項に規定する保管振替業ではなく、保振法第四条の第一項ただし書に規定する「兼業」として業務を行うこととした。

しかし、受益証券発行信託の受益証券は、二〇〇九年一月施行予定の「社債、株式等の振替に関する法律」の第二条の「社債等」への追加が行われることとなっている。これは、信託整備法(信託法の施行に伴う関係法律の整備等に関する法律)に係る「社債、株式等の振替に関する法律」の改正が施行されることによる。

受益証券発行信託の受益証券の決済が本業とされるためには、先に「社債、株式等の振替に関する法律」が施行され、その後、信託法整備法(信託法の施行に伴う関係法律の整備等に関する法律)に係る「社債、株式等の振替に関する法律」の改正が施行されなければならない。

信託整備法に係る「社債、株式等の振替に関する法律」改正の施行日の政令による期限は平成二三年一二月である。(第六十一条の規定公布の日⁴から起算して五年を超えない範囲内において政令で定める日)

従って、受益証券発行信託の受益証券が本業となるもつとも早いタイミングは二〇〇九年一月、最も遅くなる平成二三年一二月ということとなる。

(3) 決済制度

保管振替制度の対象となるものは、「信託法に規定する受益証券発行信託の受益証券のうち、金融商品取引所に上場され、かつ、信託財産が外国株又は外国ETFであるもの」とし、「機構は、以下の各号のすべてに該当する信託受益証券のうち、発行者及び受託者の同意を得たものを、機構の行う受益証券発行信託受益証券保管振替決済業務において取り扱うものとする。」⁽⁵⁾としている。上記、以下の各号にすべて該当するとして、取り扱いの要件とされているのは、「(1) 金融商品に上場されていること。(2) 機構が行う信託受益証券の保管業務について、当該業務の委託契約が、受託者との間で締結されていること。(3) 前号の規定により受託者で保管される信託受益証券が無記名式であること。」の三つである。

5 JDRの仕組

(1) JDRの仕組

JDRの発行、流通、決済の仕組は、いかなるものであろうか。インドなどにある発行会社は、日本の証券会社からの払い込みを受け、原株をインド国内にあるカストディアンに移転する。日本の証券会社は契約上、原株の引き受けを行ったことになる。現地カストディアンは、原株を保管し、数量を管理する(図1)。

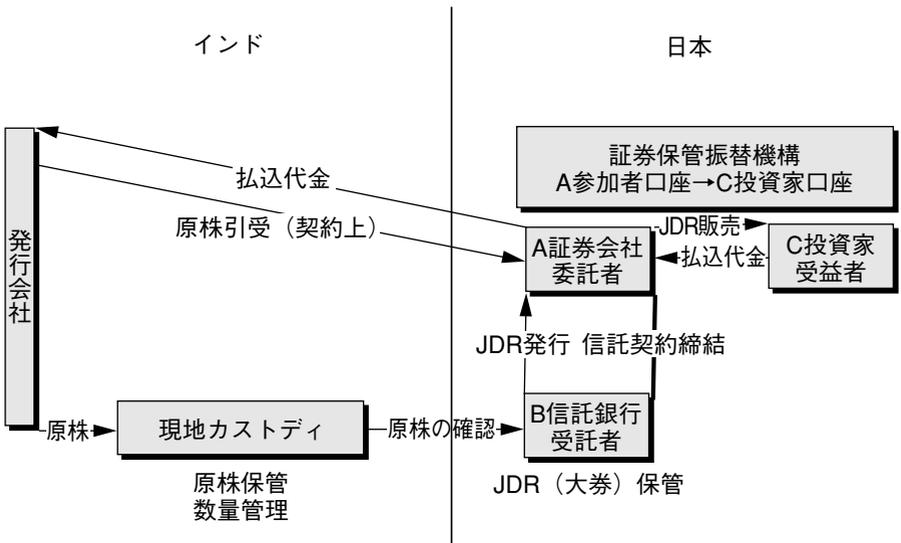
日本国内では、証券会社(委託者)と信託銀行(受託者)が信託契約を締結する⁽⁶⁾。信託銀行は、現地のカストディンに移転した原株をもとにJDRを発行する。この時の、原株対JDRの比率は必ずしも一対一ではない。JDRはグローバルノートという一枚の大券が発行されるのみである。グローバルノートとは、「受益権の口数の記載がなく、信託契約において、原則として当該券面一枚に、全ての受益権が表象される大券をいう。」⁽⁷⁾

契約上は、信託銀行が発行するグローバルノートは証券保管振替機構に移転されるが、証券保管振替機構はグローバルノートの保管業務を信託銀行に委託し、信託銀行がグローバルノートを保管する。実務上は、グローバルノートが証券会社や証券保管振替機構、信託銀行間を移動することはなく、信託銀行に据え置かれたままである。これは受益者が権利行使するために、受託者である信託銀行に対し証券の提示が必要であるからである（信託法第一九二条一項）。権利行使の度に高額なグローバルノートを証券保管振替機構から信託銀行に移転させることは困難である。そのためグローバルノートの保管業務を信託銀行に委託し、受益者は常に証券を交付している状態を保っている。

JDRの発行に関しては、証券会社がオリジネーターの役割を果たす。

信託銀行は、証券保管振替機構に対し、証券保管振替機構内の証券会社の口座にこれに見合うJDRを記帳することを指示する。また、信託銀行が、株式の場合の株主名簿に当たる信託受益権原簿を管理する。

図1 JDRの仕組み



証券会社は、保管振替制度の信託受益証券参加者となり、投資家にJDRを販売する。顧客は証券会社に代金を払い込む。基本的に、JDRの投資家は持分証券の交付を請求できない。⁽⁸⁾これらの仕組は追加発行の場合も同様である。

6 なぜ原株式を上場させないのか

このようなJDRの仕組は原株を日本で上場させるよりも複雑であり、現地カストディアンや信託銀行など介入する機関も増える。経済産業省の報告書では、JDR導入の目的をアジア企業への資金投資としているが、それならば、日本で原株を上場させる方がよいのではないか。

なぜ原株を上場させることができないか。それは、韓国、台湾、インドなど、国内法で国外証券取引所における上場が禁止されている国があるからである。また、外国での上場が認められていても外国人投資家の取得規制を設けている場合もある。さらに、株式制度、会計制度が異なるため、日本での上場に二の足を踏む場合もある。

例えばインドにおいては、「インド外国為替管理法上、インド証券取引委員会の登録を受けた外国機関投資家以外のボンベイ取引所、国立証券取引所、その他インド国内の証券取引所において、上場インド企業の株式を購入することは禁止されている。また、同法上、インド企業が海外の証券取引所において、外貨建てでその株式を直接上場することは認められていない。」とされている。⁽⁹⁾JDRに限らず、ADRやGDRのような預託証券(DR)は一般に国内法の規制等により直接米国や英国の取引所に上場できない外国企業にとっての資金調達手段である。

7 JDRRのメリット

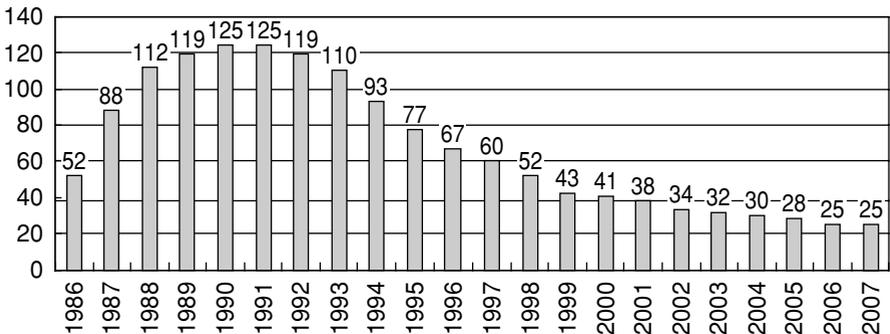
東京証券取引所の外国株市場の外国株市場は、一九九二年の一二五社をピークに昨年は二五社と減少著しい（グラフ1）。

JDRの体制整備は、日本市場の国際的競争力向上を目的としている。JDRを用いるメリットとしては、インド企業などの発行会社にとっては、原株で上場できない規制の回避をすることができ、日本の投資家から資金調達が可能となる。エンロン事件以降、米国企業改革法によって厳格化してきた発行開示基準化でのADRからの乗り換えも期待できるかもしれない。

JDRは、投資家にとっては、国内法における証券であるため、日本法上の保護が得られる。日本の証券取引所で購入できる証券の多様化が図られることになる。外国証券取引口座を開設することなしに取引でき、投資家の裾野が拡大することも考えられる。

シティグループと日興コーディアルの合併の際し、シティ・インクは二〇〇七年一月五日、東証の外国株市場に上場した。これは日興コーディアルの株主への合併対価としてシティ・インクの普通株式を交付するための準備である。いわゆる三角合併の場合、合併対価として親会社である外国株式を交付することがあるが、日本市場で上場していない外国株式は、日本国内における流動性が低く、投資家利益を害するものであるとして問題点を指摘す

グラフ1 東京証券取引所 上場外国会社数の推移



(東京証券取引所データより作成)

る声もあった。

シテイは東証外国株市場への再上場という選択をしたが、今後、外国企業が日本企業を合併する際、JDRの市場が整備されていれば、合併の対価として、これを利用することも検討されるであろう。

8 おわりに

アジア企業が日本に市場において資金調達することを促進するため、また、日本の投資商品の充実のために、経済産業省や金融庁から体制整備の重要性や推進が取り上げられているJDRであるが、現実的に利用が見込まれる市場なのか。投資家保護は十分なのであろうか。

第一に開示基準はどうなるか。JDRの開示基準は、韓国の製鉄会社POSCOのADRと同一の基準を採用するとされている。ADRはアメリカの開示基準を充たしているため、投資家保護には基準を充たしていると考えられるが、高い開示基準は発行会社から見れば、厳しい基準であるということを意味する。また、日本語での開示という手間をかけなければならぬことになり、これも発行会社の負担となる。同じ開示基準であれば、発行会社がADRやGDRではなくJDRを選択するメリットを他に求めなければならないであろう。

現在、東京証券取引所では、プロ向け市場の開設が検討されている。冒頭で述べたように三月四日国会に提出された「金融商品取引法等の一部を改正する法律案」は、プロ向け市場の創設を盛り込んでいる。アメリカやイギリスのプロ向け市場では、参加者を証券会社などのプロの投資家に限定し、一般投資家に転売されないことを条件に、情報開示基準が緩和されている。日本においても、このような仕組みを導入しようとしている。これが実現すれば、そのプロ向け市場で、JDRが取引されることも考えられる。

次に、JDRを保有する投資家の議決行使や配当はどのように処理されるだろうか。JDRは株式ではなく、信託契約に基づいて発行される受益証券である。議決権行使や配当は、信託銀行を通じて処理される。受益者との信託契約に基づいて、議決権を行使する場合、信託銀行は、議決権の不統一行使を行うことになる。しかし、現地法によって、不統一行使が認められていない場合もある。また、JDRの配当は、株式の剰余金配当ではなく、受益証券の収益分配金である。発行会社から配当される剰余金がイコールJDRの収益分配金となるとは限らない。

第三にコストの問題がある。JDRの発行には、原株式を直接上場させる場合と異なり、信託銀行やカストディという機関が介入する。これは、制度にどのような影響を及ぼすのであろうか。信託報酬はどのような形で徴求するのであろうか。それによっては、商品として割高にならないか。ADRの場合、投資家は現地市場と日本市場の裁定取引による利益を上げるため、ADRから原株へ、原株からADRへの転換を行っている。信託銀行は主にこの転換手数料によって収益を上げている。JDRの手数料徴求の仕組をADRと同様とするならば、一定量の取引がなければ、ビジネスとして成立しないのではないか。

また、インドなどの発行会社が既存株主に新株予約権を有利な条件で割り当てた場合、どのようにになるであろうか。既存株主が払い込みをしなければ、既存株主の保有する株式の価値は、新株予約権が有利な条件で発行されればされるほど、低下する。価値を下げないためには、新株予約権を引き受け、新株に転換するか、もし、新株予約権を適正な価格で売買できる整備された市場が存在すれば、そこで売却しなければならぬ。

JDRの場合も同様であり、証券会社は原株に割り当てられた新株予約権を引き受け、払い込みを行わなければならない。JDRの価値は減じることになる。しかし、今般のJDRは「金融商品取引法施行令」第二条の三第三号⁽¹⁰⁾

規定される「有価証券信託受益証券」で、その受託有価証券が外国株式であるものが対象となっている⁽¹¹⁾。この「有価証券信託受益証券」は、「企業内容等の開示に関する内閣府令」（開示府令）第一条の二の適用を受ける。「企業内容等の開示に関する内閣府令」第一条の二第一号には「当該有価証券信託受益証券に係る信託財産に受託有価証券及び当該受託有価証券に係る受取配当金、利息その他の給付金以外の財産が含まれないこと。」と規定されている。従って、例えば、インド企業発行の株式が受託有価証券であった場合、その受託有価証券である株式を追加で信託する場合には、その株式から生じる現金以外には、信託財産に組み入れることができない。つまり、株式に対する新株予約権が付与されても、それを信託財産に組み入れることはできない。現地において新株予約権を売却できる市場が存在すれば、そこで売却し、JDRの保有者に還元するなどの方策が考えられるが、必ずしもそのような市場が現地にあるとは限らない。

また、様々な問題はあるが、信託法の改正、流通市場、決済制度の整備とJDRを取引する環境は整いつつある。プロ向け市場の創設により、そこでJDRが取引されることになれば、開示基準も緩和される。

果たして、JDRによってアジアの発行会社を日本市場に呼び込むことができるであろうか。これまでの東京証券取引所外国株市場の縮小原因はJDRの体制整備により解決されるのか。JDRは日本の投資家にとって魅力ある投資商品となりうるか。今後も引き続き注目したい。

注

(1) JDRは、「日本預託証券」、「日本型預託証券」、「日本版預託証券」などの訳語が充てられている。本稿では、「金融・資本市場競争力強化プラン」において金融庁が用いている日本版預託証券を用いることとした。

- (2) 「企業株式の国内での取引機会の拡大（ＪＤＲの流通制度の整備）、東京証券取引所及び証券保管振替機構等におけるＪＤＲ（日本版預託証券）の商品内容等についての検討を踏まえ、平成二〇年上半年期を用途に、関係者によるＪＤＲの流通のための体制整備を推進する。」。
- (3) この規定のため、金融商品取引法は信託法改正を待つて施行された。
- (4) 公布の日は平成一八年二月一日
- (5) 証券保管振替機構「受益証券発行信託の受益証券に係る保管及び振替決済に関する規則」第一条
通則法には、信託に関する規定がないため、信託契約は日本国内で締結される。
- (7) 証券保管振替機構「受益証券発行信託の受益証券に係る保管及び振替決済制度に関する要綱」（平成一九年二月二一日発表）「(9) 信託受益証券に係る券面、備考」
- (8) 証券保管振替機構「受益証券発行信託の受益証券に係る保管及び振替決済制度に関する要綱」（平成一九年二月二一日発表）「(9) 信託受益証券に係る券面③裁判所等、受託者以外の者に券面提示が必要な場合等の信託契約に定める事象が発生した場合に限り、受益権の口数記載のある受益証券を発行し、信託受益証券参加者経由で受益者に交付する。なお、この場合、グローバルノートには全ての受益権から当該券面に記載された受益権を控除した受益権が表章されることとなるよう記載を行う。」
- (9) 琴浦諒「インドにおける預託証券に係る規制―ＪＤＲの創設を踏まえて―」商事法務、一八一五号二五頁
- (10) 第二条の三 法第二条の二第四項第一号及び第四条第一項第二号イに規定する政令で定める有価証券は、次に掲げるものとする。

一 新株予約権証券

二 新株予約権付社債券

三 有価証券信託受益証券（法第二十一条第十四号に掲げる有価証券のうち同項各号に掲げる有価証券を信託財産とするものであって、当該信託財産である有価証券（以下「受託有価証券」という。）に係る権利の内容が当該信託の受益権の内容に含まれる旨その他内閣府令で定める事項が当該信託に係る信託行為において定められているものをいう。以下同じ。）のうち、受託有価証券が株券又は前二号に掲げる有価証券であるもの

四 法第二十一条第二十号に掲げる有価証券で株券又は第一号若しくは第二号に掲げる有価証券に係る権利を表示するもの

(11) 証券保管振替機構「受益証券発行信託の受益証券に係る保管及び振替決済に関する規則」第二条(一) 外国株信託受益証券 金融商品取引施行令第二条の三第三号に規定する有価証券信託受益証券のうち、同号に規定する受託有価証券が外国株式であるものをいう。

※本稿作成に際し、斉藤 力氏（株式会社 証券保管振替機構）から貴重なご教示を賜りましたことを深謝いたします。

（ふくもと あおい・客員研究員）

証研レポート既刊目録

No.1630 (2005.6)	執筆者	No.1639 (2006.12)	執筆者
コーポレート・ガバナンスの新たな展開	二上	旧現先と新現先の基本契約書について	中島
ブレトンウッズ体制の「復活」?	伊豆	ー現先売買から現先取引へー	
ーアメリカの対外不均衡をめぐってー		米国の空売り規制緩和実験	清水
米国株式市場の再編	吉川	ーSECによる実証研究ー	
ーボスト・レギュレーションNMSー		株主の特定は必要か	福本
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	大手証券会社の企業再生業務	松尾
		ープリンシパル・インベストメントを中心にー	
No.1631 (2005.8)		No.1640 (2007.2)	
国債決済リスクの削減と国債清算機関の創設	中島	市場金融モデルは定着するか	二上
地方再生ファンドの現状	松尾	M & A・LBO・CDS	伊豆
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	ー〈ファンド化〉する国際資本市場ー	
日本における敵対的買収防衛策の導入	福本	ナスダックのロンドン証券取引所買収ゲーム	吉川
No.1632 (2005.10)		NASDおよびNYSEによる自主規制機能の一部統合計画	横山
コーポレート・ガバナンス論の回顧と展望	二上	No.1641 (2007.4)	
NYSE外国株市場の最近の動向について	伊豆	証券取引所の「統合」と「競争」	二上
ロンドン証券取引所の買収問題	吉川	米国におけるMSCB	松尾
欧州における債券電子取引の動向	横山	ー株価と経営パフォーマンスー	
ー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ー		アメリカの空売り規制	清水
No.1633 (2005.12)		ーアップティック・ルール撤廃へー	
レボは売買か貸借か	中島	株式所有の情報開示	福本
ーレボの法律上の扱いについてー		No.1642 (2007.6)	
DDSと企業再生	松尾	日本のレボ市場の現状と課題	中島
全米市場システム(NMS)とトレード・スルー	清水	最近のLBOブームの特徴と背景	伊豆
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もの	福本	トランス・アトランティック・エクステンジ	吉川
ー買収防衛策としての株式分割の役割と現行TOBの問題点ー		ー取引所はグローバル化できるのかー	
No.1634 (2006.2)		米国債市場「ベスト・プラクティス」の策定	横山
証券リテール・ビジネスの現状と課題	二上	ーフェイル多発およびレボ・スキーズへの対応ー	
最近のネット取引ブームについて	伊豆	No.1643 (2007.8)	
マカリー・グループのロンドン証券取引所買収提案	吉川	なぜ新現先は形骸化しているのか	中島
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	エクイティ・ファイナンス手法の多様化	松尾
No.1635 (2006.4)		買収ファンドの上場をめぐって	伊豆
長期信用銀行の消滅と金融債の発行停止	中島	ーブラックストーンのIPOー	
企業再生手法の多様化	松尾	名義株主と真の株主	福本
ーD&S・メザニン・信託ー		No.1644 (2007.10)	
欧米の清算・決済コストについて	清水	サブプライムローン問題と市場型金融システム	二上
大量保有報告制度の特例報告	福本	円キャリートレードの不思議	伊豆
No.1636 (2006.6)		ー株価と為替と金利の関係ー	
米国のネット証券について	伊豆	錯綜する取引所の国際的な合併・買収・提携	吉川
NYSEとユーロネクストの合併合意	吉川	米国FINRAによる債券マークアップ・ポリシーの制定と運用	横山
ー欧米証券取引所再編の思惑ー		No.1645 (2007.12)	
アジア債券市場育成構想における市場の重層性	横山	公開企業の取締役会権限	森田
No.1637 (2006.8)		ー敵対的企業買収の防衛策を中心としてー	
四〇年の歴史を閉じた国債シ団引受発行	中島	新たなレボ指標レポート「東京レボ・レート」	中島
証券会社決算に見る証券業務の変化	二上	企業買収と企業再生	松尾
MSCBとディスクロージャー制度	松尾	実施迫る株券電子化の残された課題	福本
「アメリカ証券取引委員会(SEC)の証券市場規制」	清水	No.1646 (2008.2)	
一般債のペーパーレス化	福本	課徴金制度の改正について	梅本
No.1638 (2006.10)		ーワーキンググループ報告の検討を中心にー	
証券販売チャネルの最近の状況	二上	反社会的勢力等の不正取引行為者の排除等について	坂下
〈世界的不均衡〉の拡大について	伊豆	米国における「証券リテールビジネス」の潮流	二上
ユーロネクストをめぐる攻防	吉川	政府系ファンドをどう見るか	伊豆
ー欧米取引所再編の行方ー		EU債券市場に透明性要件制度化は必要か	横山
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	レギュレーションNMSと米国株式市場	吉川
ーEU金融商品市場指令との関連性ー			

(金額は消費税込みです)

詳説現代日本の証券市場 2006年版

日本証券経済研究所編
A 5判 324頁 2,625円 送料 290円

図説アメリカの証券市場 2005年版

日本証券経済研究所編
A 5判 359頁 3,255円 送料 340円

図説イギリスの証券市場 2005年版

日本証券経済研究所編
A 5判 217頁 2,310円 送料 290円

イギリスの金融規制

—市場と情報の観点から—
イギリス資本市場研究会編
A 5判 273頁 2,730円 送料 290円

株式投資収益率 2006年

日本証券経済研究所編
CD-ROM(Excel版) 8,400円 送料 180円

Securities Market in Japan 2006

日本証券経済研究所編
菊判 389頁 3,465円 送料 340円

日本証券史資料戦後編(全十巻,別巻)

志村嘉一監修 日本証券経済研究所編
(全巻セット特価 105,000円)

日本証券史資料戦前編(全十巻)

小林和子監修 日本証券経済研究所編
第1巻 証券関係元老・帝国議会審議録(一)
B 5判1083頁 12,600円 送料 590円
第2巻 証券関係帝国議会審議録(二)
B 5判 717頁 10,500円 送料 450円
第3巻 株式取引所の歴史(一)
B 5判 641頁 10,500円 送料 450円
第4巻 株式取引所の歴史(二)
B 5判 1070頁 12,600円 送料 590円
第5巻 証券会社及びその団体
B 5判 1100頁 10,500円 送料 590円

証券・会社法制の潮流

証券取引法研究会編
A 5判 292頁 2,100円 送料 340円

近年の証券規制を巡る諸問題

証券取引法研究会編
A 5判 211頁 2,940円 送料 290円

市場改革の進展と証券規制の課題

証券取引法研究会編
A 5判 219頁 3,045円 送料 290円

企業行動の新展開と税制

証券税制研究会編
A5判 220頁 2,625円 送料290円

二元的所得税の論点と課題

証券税制研究会編
A 5判 259頁 2,730円 送料 290円

新外国証券関係法令集

日本証券経済研究所編
アメリカ I サーベンス・オクスリー法
A 5判 177頁 1,575円 送料 290円

金融商品取引法研究会研究記録

(第19号までは『証券取引法研究会研究記録』として発刊)

- 第16号 証券取引法改正に係る政令等について
(TOB, 大量報告関係, 内部統制報告関係)
B 5判 102頁 525円 送料 210円
- 第17号 間接保有証券に関するユニドロア条約
策定作業の状況
B 5判 94頁 525円 送料 210円
- 第18号 金融商品取引法の政令・内閣府令について
B 5判 85頁 525円 送料 210円
- 第19号 特定投資家・一般投資家について
B 5判 96頁 525円 送料 210円
- 第20号 金融商品取引所について
—自主規制業務を中心に—
B 5判 96頁 525円 送料 210円

ホームページの「出版物案内」をご覧ください。

ホームページ URL <http://www.jsri.or.jp/>

財団法人 日本証券経済研究所 ホームページのご案内

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

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

I. 研究所の紹介等

- | | |
|----------|---|
| JSRIについて | 当研究所の概要や事業活動を紹介しています。 |
| 出版物案内 | 『証券レビュー』『証研レポート』『証券取引法研究会研究記録』の全文、『証券経済研究』の各論文要旨を掲載しています。また、定期刊行物のバックナンバー一覧、単行本の内容紹介と目次もご覧いただけます。 |
| 証券図書館 | 証券図書館の概要や利用の手引きを紹介しています。 |
| 講演会録 | 「資本市場を考える会」「証券セミナー」の講演会録（全文）をお読みいただけます。 |
| 研究会 | 当研究所が主催する研究会の概要と活動状況を紹介しています。また、証券取引法研究会研究記録（全文）がご覧いただけます。 |
| 株式投資収益率 | 株式投資収益率（東証第一部、第二部）の年別・月別のデータ（概要）や産業別・銘柄によるランキングを掲載しています。 |
| トピックス | 海外の論文の翻訳・紹介や証券経済関係の小論文を掲載しています。 |

II. データベース検索

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

証券図書館

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

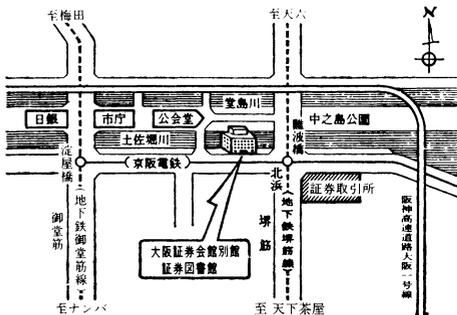
所在地 大阪市中央区北浜2-1-5 大阪証券会館別館5階
TEL (06) 6201-0062

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

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

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

(みなさんのご利用をお待ちしております。)



道 順

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

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

証研レポート第一六四七号
二〇〇八年四月十四日発行

(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

2008年4月号

発行所

財団法人 **日本証券経済研究所**
大阪研究所

〒541-0041 大阪市中央区北浜2-1-5 大阪証券会館別館

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

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

定価400円(本体381円)