

証 研

レポート

No.1652

2009年2月

事業再生の新たな展開

松尾 順介（1）

国際金融危機と短期金融市場

伊豆 久（13）

ヨーロッパの株式保有構造

吉川 真裕（23）

金融危機下の債券フェイル多発について

横山 史生（35）

事業再生の新たな展開

松尾 順介

はじめに

一九九〇年代末から二〇〇〇年代初頭の我が国経済の重要課題は、企業再生であり、企業再生ブームの観を呈したが、二〇〇〇年代半ばになり、大企業の再生案件が一巡するとともに、企業買収が注目されるようになる。企業再生ブームは過去のものになったように見えた。しかし、昨年のサブプライム問題に端を発する金融危機とその後の急速な景気後退によって、またしても再生ブームが復活したように思われる。この一〇数年間の日本経済は、企業再生と企業買収との間を行き来したととらえることもできよう。

しかし、一九九〇年代末から二〇〇〇年代初頭の企業再生と現下のそれとを比較すると、そこには大きな相違点があることがわかる。一九九〇年代末から二〇〇〇年代初頭の企業再生は、過剰債務を抱えた大企業が主な対象であり、メガバンクの不良債権処理が中心課題であった。また、旧来のメインバンク関係の中での企業再生が立ち行かなくなり、内外あるいは官民の再生ファンドを中心とした市場型の処理を促すことで、処理が進んでいった。

それに比べて、現下の企業再生は、大企業よりも中小企業が主な対象であり、単に過剰債務の処理だけでは解決しない課題を抱えている。つまり、戦後の東京一極化が進展した結果、地方との格差が拡大し、地方の中堅・中小企業は、単に過剰債務を処理するだけでは必ずしも再生できず、ビジネスモデルそのものの転換を余儀なく

されている。そのためには、一企業の再生だけでは、事は解決せず、地域全体を再生するような構想が必要とされている。

その際、世界的な不況が深刻化する中で、グリーン・ニューディールが提唱されているように、従来型の工業化が修正を迫られ、環境対策や自然エネルギー開発、農業再生や食糧供給への注目が高まっていることを鑑みれば、このような世界的な流れの中で、地域再生も構想される必要があるものと思われる。

ところで、中小企業再生の手法として注目されるものとしては、私的整理から法的整理への移行、ADR制度の導入、中小企業支援協議会の取り組み、地域力再生機構の構想、地域再生ファンドの活動、信託法改正による事業再生の利用などが挙げられるが、本稿では私的整理と法的整理との相違を確認した上で、両手続間の移行措置についての提案とADR制度の導入とを紹介する。

1 私的整理と法的整理

一般に、企業の倒産処理の手続は、私的整理と法的整理とに大別される。法的整理は、裁判所において法律に基づいて処理されるものであり、会社更生や民事再生といった再生型手続と、破産や特別清算などの清算型手続とに区別される。また、法的整理の場合は、一部に不同意な債権者がいても、法的な拘束力によって、承認させることができる点の特徴である。他方、私的整理は、任意整理ともいわれるように、債権者と債務者の間の自治的な協議によって処理されるものである。したがって、不同意な債権者を拘束することはできず、全員一致でない処理できない点の特徴となる。私的整理としては、弁護士などが債権者と債務者間の交渉や債権者間調整を行い、返済計画の合意にこぎつけるものもあるが、債権者が多数になり、利害関係が複雑になると、これらの交

渉や調整は困難になり、専門機関ないしスキームやガイドラインが必要になる。よく知られているものとしては、中小企業再生支援協議会や産業再生機構（二〇〇七年三月解散）、また整理回収機構（RCC）スキーム、私的整理ガイドラインなどがある。また、特定調停は、破産せずに債務者の負担を軽減し、その再建を促すものであり、特定調停法に基づいて、通常は裁判官と裁判所選任の調停委員によって手続が進められる点では、法的整理に分類できるが、全員の合意を必要とする点では、私的整理の要素を強く有している。

この両者の相違点としては、次の点が指摘できる。

まず、私的整理では、当事者間の合意が成立すれば迅速な解決が可能であるのに対し、法的整理は裁判所への申立てから開始決定、さらに計画案の認可までに相当な日時を要する。一般に、企業再生では、早期の処理が重要であるが、手続に時間を要することは、当該債務者企業の事業価値を劣化させる要因となる可能性がある。ただし、最近は法的整理も迅速化が進んでいるといわれている。

次に、私的整理では、手続そのものにかかる費用が廉価で済むのに対し、法的整理は、手続費用の予納が必要となる。民事再生では少なくとも数百万円、会社更生では数千万円に上る場合もあるといわれている。これは、債務者企業にとって大きな負担となりうる。

第三に、私的整理では、当事者間の合意で弁済計画や再建計画が合意できるため、柔軟な計画案を策定することができ、法的整理では、裁判所の認可を必要とするため、必ずしも柔軟とはいえない。ただし、このことは私的整理では、不正ないし不平等な処理が行われる可能性を含んでいることを意味する。例えば、「整理屋」や「事件屋」などの介入、特定の債権者に対する偏頗弁済、債権者に対する詐害行為などが発生する危険性があるが、それを回復することは容易ではない。しかし、法的整理では、これらの行為に対しては、否認権が用意さ

れており、それを回復させる手続がある。

最後に、私的整理は、内整理といわれるように水面下での協議・交渉で処理が進められるため、債務者企業が事実上倒産処理を行っていることが世間に公表されないが、法的整理では、債務者企業が倒産手続に入ったことが世間に公表され、マスコミ等で話題になる可能性がある。そうなると、当該企業の社会的信用や評価は急落し、例えば、建設業では受注が急減し、百貨店では「縁起が悪い」といわれ、客離れが起こってしまう。再建を目指して法的整理に入ったものの、それによって事業の継続さえもが厳しくなるような事態に陥る可能性もある。

上記のように、私的整理と法的整理はそれぞれに長所と短所があり、二者択一のように論じられる場合があるが、法的整理が整備され、機能しないと、私的整理の手続も十分に機能しないと思われる。したがって、次節で検討するように、私的整理から法的整理への移行を円滑にするとともに、法的整理の利便性を高めることは重要な課題である。

2 私的整理から法的整理への移行

上記のように、私的整理と法的整理とは、それぞれ特徴があるが、まずは簡便な私的整理で処理を試み、もし債権者全員の合意を得られなければ、法的整理に移行するという手続が行われることがある。つまり、私的整理の利点を追求した上で、それが困難になった場合、法的整理で処理するわけである。しかし、このような手続間の移行には、問題点も指摘されている。例えば、私的整理において議論が積み重ねられ、大筋の合意が得られたとしても、少数の債権者の反対でそれが否決され、法的整理に移行すると、再度議論は振り出しに戻り、今までの議論の積み重ねが無に帰することである。その際、スポンサー選定をやり直すことになるような事態やDI

Pファイナンスが一般更生債権に組み込まれるような事態もありうるため、手続の予見可能性が著しく低下することになる。

そこで、このような手続の移行を円滑に行うための検討がなされており、多比羅誠・須藤英章・瀬戸英雄弁護士によって提案が出されている⁽¹⁾。同提案の主な論点は以下である。

まず、少額債権者の保護について、私的整理ガイドラインでは、少額債権者に対して一〇〇%弁済し、事実上商取引債権者を保護する計画を作成することがあるが、これを会社更生でも踏襲することで、事実上商取引債権者を会社更生に巻き込むことを避けるようにする⁽²⁾。つまり、納入業者等の商取引債権者の債権がカットの対象になると、納入業者との継続的な取引関係が毀損してしまうため、当該企業の仕入れが滞り、事業継続が困難になる可能性が高いが、債務者企業を再建するためには、そのような事態を避ける必要がある（逆に、ファイナンス・リースなどは金融機関債権者として扱うほうが実態に即しているとされている）。また、DIPファイナンスについても、会社更生における少額債権の弁済の許可により弁済できるようにする。

次に、登記留保の担保権は、私的整理ガイドラインでは、担保権として扱われるが、会社更生では必ずしも更生担保権とはならない。そこで、私的整理ガイドラインの第一回債権者集会で、対抗要件具備の決議か、あるいは会社更生に移行した場合でも仮登記のままで足りるとしておく。

第三に、債務者の預金については、私的整理ガイドラインでは、一時停止により相殺されないが、会社更生に移行すると相殺の対象となる。そのため、債務者企業は運転資金が確保できなくなる。そこで、私的整理での債権者集会では、会社更生移行後においても相殺しないことを約束しておく等の対策を講じる必要がある。

第四に、会社更生に移行した場合、裁判所は早期に開始決定を下す必要があり、また申立て側もそのための事

前準備を行う必要がある。さらに、更生計画認可までの手続も迅速化する必要がある。そのためには、財産評定、債権調査、更生計画案の作成などにおいて、先行手続によるものを不合理でない限り活用し、申立て後三ヶ月程度で認可まで進行させる（標準的なスケジュールでは一年一ヶ月程度）。また、民事再生では標準スケジュールでは五ヶ月程度だが、同様に三ヶ月程度に短縮させる。

第五に、会社更生移行後の管財人として、先行手続の専門家アドバイザーを選任することは、公正性の確保の観点から避けるべきだが、先行手続で大多数の賛成を得られた再建案を策定した専門家アドバイザー団を、調査受託者などとして活用する必要がある。

上記の提案は、東京地裁民事第八部・難波孝一総括判事によって検討され、ここで紹介した論点については、「東京地裁商事部としても、一部を除き、そのほとんどについて賛成」という検討結果が示され、「本提案の類型の事案が会社更生事件として持ち込まれてきた場合には、本提案を念頭に、迅速かつ適正な事件処理に努力する」としている。⁽³⁾ この提案は、私的整理と法的整理との懸隔を埋める試みとして注目されるものである。

他方、会社更生に移行した場合、私的整理を進めてきた旧経営陣は退任することになり、これが会社更生に移行する際の障壁になっていることが常々指摘されてきた。そこで、会社更生に移行しても、経営者継続を可能とするような運用、DIP型会社更生手続が検討されている。⁽⁴⁾ 地方の中堅・中小企業再生を考える際、DIP型の運用は重要であると考えられる。というのは、地方の中堅・中小企業の場合、個人の技術やネットワークなど経営者の属人的要素が事業の基盤を構成している場合が多く、経営者交代は、そのまま事業基盤の喪失につながりかねない。また、適当な後継者が不在の場合もある。したがって、違法な行為がある場合は別として、旧来の経営者がそのまま事業を引き継いだほうが企業再生しやすいことも多いと思われる。

3 事業再生ADR

ADRとは、裁判外紛争処理 (Alternative Dispute Resolution) といわれ、裁判によらない紛争解決の手續であり、当事者間の私的な交渉と裁判所での法的手続との中間的な位置づけにある。つまり、裁判で解決しようとする、時間と費用がかさむが、公正な第三者による簡便な手續を定めることで利便性を高めようとしているわけである。日本では、二〇〇四年一二月、裁判外紛争解決手續の利用の促進に関する法律 (ADR法) が制定されている。同法は、民事上の紛争において、公正な第三者が関与して、その解決を図る手續を定めている。そこで、同法は民間紛争解決手續の業務に関し、認証の制度を設け、併せて時効の中断等に係る特例を定め、その利便の向上を図ること等により、紛争の当事者がその解決を図るのにふさわしい手續を選択することを容易にすることを目的としている。なお、ADRは、司法型ADR (民事調停や特定調停など)⁽⁵⁾、行政型ADR (公害等調整委員会など) および民間型ADRに分類され、現在二一機関が法務大臣による認証を受けている。⁽⁶⁾

事業再生ADRについては、二〇〇七年、産業活力再生特別措置法が改正され、一般の認証ADRのうち、さらに経済産業大臣の認定を受ければ、事業再生ADR事業を行うことができるようになった。

この事業再生ADRの利点としては、中立・公正な第三者が関与し、手續を透明・公正に進めることで、いわゆる「メイン寄せ」や「ごね得」を回避することができるとともに、法的整理の際に生じうる事業価値の毀損が回避できることである。つまり、前述のような私的整理と法的整理の難点を回避しつつ、双方のメリットを追求することである。

具体的には、前述のような私的整理のメリットである、迅速性、柔軟性、廉価性を確保しつつ、専門家が公正かつ客観的な観点から手續に参加できることであるが、特に金融債権者だけを限定して、事業再生を図ることが

可能になる点が指摘されている。⁽⁷⁾つまり、取引債権者を対象外とすることで、商取引を継続しながら事業再生を進めることが可能になるわけである。

ところで、二〇〇八年十一月、事業再生実務家協会（JATP）が事業再生ADRとして第一号の認定を受けている。同協会は、「事業再生に関する分野の実務および研究に携わる者の広範なネットワークを構築するとともに、相互の意見及び情報の交換により会員の職務、技能並びに知識水準の向上を促進し、もって事業再生を総合的に発展、普及させることを目的」とするもので、その正会員は「事業再生を主たる職業分野とし、かつ当該分野の発展に寄与できる者、事業再生を主たる職業分野としないが本会の事業に寄与すると認められる者、事業再生の実務又は研究の発展に功労のある法曹・政府（地方自治体を含む）関係者、事業再生分野の学術的研究に関わりのある者」⁽⁸⁾となっている。

同協会の手続の流れは、以下のように説明されている。⁽⁹⁾①手続の利用申請は、債務者企業が行い、一定の審査を行う。②同協会と債務者企業の連名で、一時停止の通知を行う。その際、メインバンクは名を連ねないことで「メイン寄せ」を回避する。また、この通知は、期限の利益喪失事由に当たらず、対象債権者だけの間で取り立てをやめることになる。③二週間以内に事業再生計画の概要について説明するための債権者会議（第一回）を開催する。ここでは、一時停止の期間の決定、手続実施者の選定、DIPファイナンス供与の決定および当該融資の優先弁済の合意が行われる。また、債権者全員がこの手続で再生を試みることについての了解を確認する。④同協会は、債務者企業の求めにより、産業活力再生特別措置法第五二条に基づき、当該DIPファイナンスが事業継続上不可欠なものであるかどうか、さらにその優先弁済を対象債権者全員の合意によって定めているかどうか、という点について確認することができるので、これらの点を確認する。⑤計画案協議のための債権者会議

(第二回)を開催し、手続実施者が意見陳述を行う。特に、手続実施者が事業再生計画の公正妥当性や経済合理性を調査した結果を報告し、それに対して質疑や意見交換を行う。なお、各金融機関はこの結果を持ち帰り、その後社内稟議にかけることになる。⑥決議のための債権者会議(第三回)を開催し、決議を行う。

なお、手続実施者は、事業再生計画案の公正妥当性や経済合理性について調査を行い、その結果を意見表明するとともに、債権者間調整を行い、計画案の可決成立を図ることがその役割となる。また、その選任要件として以下が掲げられている。①中小企業再生支援協議会の統括責任者とそれを補佐する者、②産業再生機構において事業再生に携わった者、③法的整理だけでなく、私的整理の経験を有する弁護士などである。

さらに、事業再生計画案の要件としては、基本的に私的整理ガイドラインを踏襲しており、三年以内の債務超過解消と黒字化、清算価値保障原則などを要件としている。ただし、債権放棄を伴う時には、上記に加えて、①資産評定基準に基づく貸借対照表の作成、②適正な債務免除額の算定、③株主責任、④経営者責任を定めることになつている。

このような事業再生ADRを利用する事実上のメリットとしては、以下の点が指摘されている。⁽¹⁰⁾まず、私的整理ガイドラインでは、メインバンク主導で手続が進められていたため「メイン寄せ」を排除しにくい面があったが、この手続では、手続実施者が債権者間調整に当たるので、「メイン寄せ」を回避しやすいことである。次に、短期間で成否が決定することである(ほぼ三ヶ月程度といわれる)。第三に、商取引債権の弁済を行うことで事業価値の毀損を防止できることである。

おわりに

以上、私的整理から法的整理への移行措置についての提案およびADR制度の導入について紹介した。前者については、私的整理から法的整理への円滑な移行措置について重要な提案であると思われるとともに、法的整理が一層使い勝手の良いものになることも重要であろう。そのためには、DIP型の手続の導入は注目されるところである。また、後者については、そもそも民間型ADRの利用実績が低調であることが指摘されているように、今後どの程度実績が積み上がっていくかが注目される場所である。そのためには、ADRの担い手の質的向上とともに、費用便益的な観点も重視されるべきであろう。

注

(1) 多比羅誠・須藤英章・瀬戸英雄「私的整理ガイドライン等から会社更生への移行」『NBL』、No. 八八六、二〇〇八年一月、参照。

(2) 商取引債権の保護については、越塚和男・富永浩明・三森仁・懸俊介・錦織秀臣・小島伸夫「会社更生における商取引債権一〇〇%弁済について」『NBL』、No. 八九〇、二〇〇八年一〇月一日、参照。

(3) 難波孝一「『私的整理ガイドライン等から会社更生への移行』に対する検討」『NBL』、No. 八八六、二〇〇八年一月、参照。なお、ここで一部を除きとされている提案は、「会社更生の申立に至らなかった場合の措置」とされる提案である。会社更生を早期に開始するためには、申立て前の事前相談が不可欠であり、その際裁判所は管財人候補者に事前準備を依頼することになる。しかし、会社更生手続の申立てが成されなかった場合、そのために準備していた弁護士・公認会計士は準備作業が無駄になってしまう。そこで、事前準備をしていた弁護士・公認会計士に対し、裁判所を

- 経ずに調査費用相当額を支給する運用を認めてはどうかと提案しているが、裁判所としては賛成できないとしている。
- (4) これについては多数の研究があるが、最近のものとしては、難波孝一・渡部勇次・鈴木謙也・徳岡治「会社更生事件の最近の事情と今後の新たな展開―債務者会社が会社更生手続を利用しやすくなるための方策―DIP型会社更生手続の運用の導入を中心に」『NBL』、No. 八九五、二〇〇八年二月一日、参照。また、多比羅誠・須藤英章・瀬戸英雄弁護士は同提案を「会社更生手続に対する既成概念を打破し、その適用場面を拡張しようと試みるものである」と評価している。多比羅誠・須藤英章・瀬戸英雄「会社更生事件の最近の事情と今後の新たな展開」に対する検討」、『NBL』、No. 八九五、二〇〇八年二月一日、参照。
- (5) 民事調停などは、裁判所で行われるので、ADRには含まれないという見方もあるが、ADRに含めて考えられることも多い。
- (6) なお、認証第一号は、スポーツ仲裁機構（二〇〇七年六月六日認定）で、ほかには、日本弁護士連合会交通事故相談センター、国際商事仲裁協会、日本海運集合所、交通事故紛争処理センター、PLセンターなどがある。
- (7) この点については、山本和彦「事業再生ADRへの期待」『事業再生と債権管理』、No. 一二三、二〇〇九年一月五日、三六ページ、参照。
- (8) 事業再生実務家協会会則、<http://www.turnaround.jp/gaiyou/bylaw.html> 参照。
- (9) 須藤英章「事業再生実務家協会における事業再生ADR手続」『事業再生と債権管理』、No. 一二三、二〇〇九年一月五日、四二～四四ページ、参照。
- (10) 前掲、四七～四八ページ、参照。

*本稿を作成するに際し、上智大学法学部・田頭章一教授より貴重なご教示を賜りました。厚く御礼申し上げます。

(まつお じゅんすけ・客員研究員)

国際金融危機と短期金融市場

伊豆 久

はじめに

米国におけるサブプライムローン問題に端を発した国際金融危機は、①クレジット市場、②株式市場、③外国為替市場、④商品先物市場、⑤短期金融市場、と世界の金融市場全体に大きな混乱をもたらしている。本稿では、そのうち短期金融市場をとりあげ、その現状を整理することとしたい。

1 金利スプレッドの拡大

二〇〇七年夏に顕在化した国際金融危機は、短期金融市場においては、まず、LIBOR、OIS、レポレートという三つの金利の乖離として表れた。

図1を見てもみよう。従来、各通貨とも三つの金利はほぼ一致していたが、〇七年夏以降、LIBORとその他の乖離が発生しはじめ、さらに米国においてはOISレートとレポレートの間でも乖離が発生している。

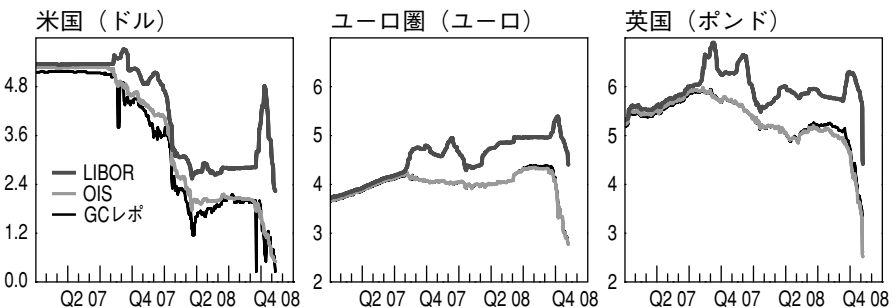
これは何を意味しているのだろうか。しかしその前に、三つの金利指標の内容を確認しておこう。

LIBOR (London Interbank Offered Rate) は、ロンドンの銀行間市場における無担保短期取引(翌日物から一年物まで)の金利であり、一九八〇年代から現在に至るまで主要通貨の代表的な短期金利指標として用いられている。各国の国内での銀行間金利ではなくロンドンでのオフショア金利が指標となったのは、国内金利の場

合、預金保険や準備預金に伴うコストがかかるためであり、また、ロンドン市場は、参入障壁が低く市場参加者が多様であり、流動性が国内市場より大きい通貨も少なくないからである。他にも重要な短期金利として政府短期証券利回りがあるが、こちらには、信用リスクを含まない政府債利回りでは銀行の実際の調達コストを示せないこと、「質への逃避」によって異常な低金利となることがあること、期間の多様性が十分でなく、また満期日のわずかな違いによって特異な金利が生じるケースがあることなどの欠点が存在する。⁽¹⁾ こうした理由で、国際的銀行による各国通貨の実際の調達コストを示す金利であるLIBORが、各種金利デリバティブやシンジケートローン等における基準金利として使われるなど、取引実勢を示す代表的な金利指標として機能してきたのである。⁽²⁾

次に、OISとは何だろうか。⁽³⁾ OIS (Overnight Index Swap) は金利スワップの一種であり、標準的な金利スワップが六ヶ月物LIBORと五年物固定金利の交換であるのに対して、OISは、翌日物金利(複利)と数週間から二年程度の固定金利を交換する取引である。例えばOIS市場で成立する三ヶ月物金利は、翌日物金利を三ヶ月間複利計算したものと同一になる(と市場が予想した)金利である。これがLIBOR三ヶ月物金利と異なるのは、LIBORが、(通常の金融取引と同じく)元本の交換を伴う貸借金

図1 レポ・LIBOR・OIS (3ヶ月・%)



(出所) BIS, "Developments in repo markets during the financial turmoil," *BIS Quarterly Review*, December 2008.

利であるのに対して、OISでは金利スワップであるため元本の交換を伴わずに三ヶ月後に生じた（ごくわずかな）金利差のみが決済されることである。つまり、OISレートは、事実上、取引参加者の信用リスクや流動性リスクを含まない金利を表すものとなるのである（そのため、通常時でもOISレートはLIBORよりもわずかながら低い）。翌日物金利が中央銀行によって完全にコントロールされると仮定すれば、三ヶ月物OISレートは、市場が認識する向こう三ヶ月間の政策金利の変更の可能性だけを示すものでもある。

したがって、図1が示すように、二〇〇七年夏以降、LIBORとOISレートの差が拡大したということは、通常時には顕在化しなかった、実際の資金のやり取りに伴うリスクが、強く意識されるようになったということの意味する。

では、米国においてはさらにOISレートとレポレートの間でもスプレッドが拡大したというのはなぜだろうか。レポ取引（現先取引）は、国債等を売り（現金を調達し）、一定期間後（例えば三ヶ月後）に買い戻す（現金を返済する）のであり、その二つの売買価格の差から算出される金利コストがレポレートである。したがってレポ取引においては、現金を調達する側が買戻し条件付きで売却した国債は、相手側に差し出した担保であり、レポレートは担保付取引における金利ということになる。それゆえここでは信用リスクは排除されているのであり、その点でOISレートと同じで、LIBORとは異なる。図1が示すように、ユーロ圏や英国で危機発生後もレポレートとOISレートがほぼ同じなのはそのためである。では、にもかかわらず、米国においては、両者の間にも一定の差が見られるようになったのはなぜだろうか。

2 スプレッド拡大の理由

まず、LIBORとOISレートの格差について見てみよう。

この二つの金利の違いは、実際の資金をやりとりすることに伴うリスク、つまりは信用リスクと流動性リスクであると考えられている。信用リスクとは、融資期間中に融資先が倒産し資金を回収できなくなるリスクである。大きな損失の計上等により自己資本比率が低下すれば、信用リスクが上昇し、そうした銀行はより高い金利でなければ資金を調達できなくなる。もう一つの流動性リスクとは、ここでは、簡単に言えば市場全体で現金（中央銀行預金）が不足し、銀行が必要な現金を調達できなくなるリスクである。不足が予測されれば銀行はより高い金利を払ってでも現金の手当てを進めざるをえない。

では、この二つのリスク要因があるとして、その大小、推移、通貨間の違いはどうなっているのだろうか。そもそもこうしたリスクを具体的に計測することは可能なのだろうか。

日銀金融市場局のレポートを見てみよう。⁽⁴⁾ 同レポートは、①LIBOR算出対象銀行のCDSプレミアムから「クレジット要因」（信用リスク要因）を求め、②（LIBOR—OISレート）と①の「クレジット要因」の差を「流動性要因」とし、⁽⁵⁾ ○七年からの推移を図2のようにグラフ化している。

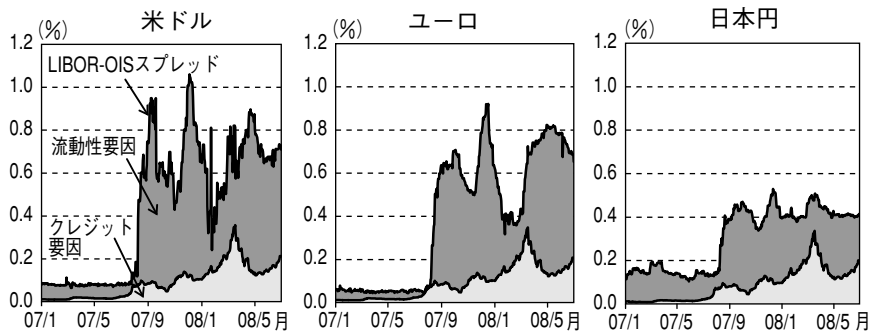
このグラフを見ると、まず、①ドル・ユーロ・円の三通貨の間ではクレジット要因にほとんど違いがないことがわかる。これは、三通貨のLIBOR算出対象銀行が、いずれも国際的な大銀行で、ほぼ同じであるためである。②そして、クレジット要因は、○七年夏に上昇し始め、ベアスターンズの破綻が発生した○八年三月にピークを迎えている（このグラフではカバーしていないが、リーマンショックの起こった○八年九月—○月にはさらに上昇したと思われる）。③クレジット要因と流動性要因を比較すると、明らかに後者のほうが大きく、それは

ドルVユーロV円の順である。⁽⁶⁾

このことは何を意味するのだろうか。

新聞等一般には、ヘサブプライムローン関連資産の下落により金融機関の経営不安が強まったため銀行どうしが疑心暗鬼となり、銀行間での資金のやりとりが滞っているといった理解が広まっているように思われるが、それは必ずしも正確ではないということになる。注5で述べているようにここで紹介したリスク測定方法も完全とは言えず、また銀行の信用リスクが高まったことも間違いないが、それ以上に、金融機関の資金ニーズ（とりわけドルへの需要）の急速な高まりによって市場全体が資金不足に陥ったことがより大きな原因だった可能性が高い。と言うことは、政策当局からすれば、①信用リスクを軽減するための資本注入だけではなく（しかしそれは効果が大きい反面、公的資金の民間企業への投資に政治的合意を要する当局側にとっても、経営権を失う銀行側にとっても容易には実施できない政策である）、②（相対的に実施しやすい）流動性を供給する政策も、非常に大きな効果が期待できることを意味する。○七年夏から、FRBを中心に欧米中央銀行が様々な緊急対策によって流動性を供給してきたのはそのためであり、にもかかわらず、危機を解消するには至っていないというのが現状ということになる。

図2 LIBOR-OISスプレッドの要因分解（3ヶ月）



(出所) 日本銀行金融市場局『金融市場レポート』2008年7月。

3 流動性不足の背景

では、〇七年夏以降、金融機関が急速に資金ニーズを高めたのはなぜか。

言うまでもなく、その出発点は、SIVやABCPCONデュイトなどで保有していたサブプライムローン関連の証券化商品の価格が下落したため、それを裏付資産とするABCPCON等の発行が困難となり、流動性の供給や資産のバランスシートへの抱え込みに追い込まれた大手銀行が巨額の現金を必要とするに至ったことである。同時に、サブプライムローン関連のRMBSやCDO、さらには政府機関債や地方債の売却が困難となり、かつ、従来行ってきたそれらを担保としたレポ取引による資金調達が可能となったことで、銀行間市場での調達金利は大幅に上昇することになった。

しかも激しいドル不足に直面したのは米国の銀行だけでなく、むしろ欧州系銀行において顕著であった。外国銀行は、ドルの預金ベースをもたず市場での調達に依存する割合が高いため、市場での取引が低下すると急速な流動性不足に陥ったのである。

このことが、最近のユーロ安ドル高の一因となっているのであるが、それはこれまでのドル市場の魅力の高さの反映でもある。すなわち、米国市場には、一方にはサブプライム関連の証券化商品を含む多種多様な投資対象があり、他方には国債のみならずそうした各種証券化商品をも担保として利用可能なレポ市場など機能的な銀行間市場（短期の資金調達市場）が存在する。このことが、外国銀行である欧州系の銀行にもドル市場において高いレバレッジをかけたポジションオンテークを可能としたのであるが、サブプライムローン問題が起き、保有資産の売却ができないまま短期調達していたドルの借換えが困難になると、一斉にドル資金確保に走り出すほかなく、LIBORが急騰したのである。

サブプライムローン問題が、米国の金融機関や実体経済を危機に陥れながらも、通貨に関してはドル危機を招くどころか、反対に（対円を除く）全通貨に対するドルの急上昇をもたらしているのは、こうした背景によると思われる。

証券化商品等の保有ドル資産を担保にドルを調達できず、無担保でのドル借入れ（LIBOR）が困難となっても、外国銀行には、為替スワップ（クロスカレンシースワップを含む）によってドルを調達するという方法が残っている。ユーロでなら中央銀行から潤沢に資金を調達できる欧州の銀行であれば、直物でユーロ売りドル買い、三ヶ月の先物でドル売りユーロ買いを同時に行うことで、三ヶ月物のドルを（事実上ユーロを担保として）調達することができる。通常時ならこうした為替スワップ取引によって、一つの通貨のLIBORの急騰は緩和されていく。しかしながらこの間、図1が示すように、ユーロや円も流動性リスクが高まっているとはいえ、ドルほどではない。つまり、ドルの資金不足は、ユーロや円に十分には波及していないのであり、いい換えれば為替スワップによってもドルとユーロや円との裁定が十分には行われていないのである。⁽⁷⁾

それは、ドルへの資金需要があまりに強いためであり、その結果、ユーロ投ドル調達の反対側の取引であるドルからのユーロ調達取引のニーズが非常に小さく、ドル調達には超過コストが（したがって反対のドル投ユーロ調達側には超過利潤が）発生するという異例の状況が持続しているのである。欧州の中央銀行がFRBとの協力によって欧州の金融市場にドルを供給してきたのはこうした状況に対応しようとしたものである。

しかしながら、金融機関全体でドルの現金が不足しているとなれば、それを供給できるのはFRBだけであるし、またFRBが供給すれば済む話のはずである。だからこそ、FRBは〇七年夏以来、非伝統的な様々な方法

でドル供給に努めてきたのであり、また、ECB等との協力の下、欧州の市場（欧州系銀行）向けのドル供給も行われてきた。

にもかかわらずそれが十分に機能していないのはなぜだろうか。このことは米国における通貨供給方法したがって米国の金融構造にも関連する大きな問題である。

またそれは、図1に示しながら今回は触れることができなかった、ドルに関してはLIBORとOISレートの間だけでなく、OISレートとレポレートの間でも格差が発生していることともつながる。こうした点については次の機会に取り上げることとしたい。

注

(1) IMF, *Global Financial Stability Report*, October 2008, p. 71.

(2) 厳密に言えば、LIBORは実際の資金貸借に伴う金利ではなく、各行が資金借入れ可能だと考える金利をBBB（英国銀行協会）に報告し、それを集計したものである。銀行は、報告した金利での借入れ可能性の証明や、当該金利での借入れの実行を求められるわけではない。そのため、現在のような金融危機時には、へ高い金利での資金調達に追い込まれているといった風評リスクを恐れ、銀行のなかには、実際に資金調達可能な金利よりも低い金利しか報告しないところがあるのではないかとの批判がある。BBBは透明性を高めるべく、対象行すべての報告金利を公表しているが、そのことがあってこうした傾向に拍車をかけているとも言われる。LIBORは、異常値を排除するため、対象行（八行以上で構成）の報告金利のうち上二五%と下二五%を除き、中央の五〇%（対象行が八行ならば高金利の二行と低金利の二行を除いた四行）の金利の平均によって算出されているが、それでもこうした批判を払拭で

きていない。もしそうした実勢以下での報告が増えているとすれば、実際の市場金利はLIBORよりもさらに高く、OISとのスプレッドは図1が示す以上に拡大している可能性もある。LIBORについては、他にも、金利スワップをはじめ各種金利デリバティブの参照金利として用いられていることから、銀行が自行のポジションを踏まえた「戦略的な」報告をする可能性も指摘されている。LIBOR等金利ベンチマークの役割・選択・問題点等については、BIS, "Interbank rate fixings during the recent turmoil," *BIS Quarterly Review*, March 2008; IMF, *Global Financial Stability Report*, October 2008, pp. 70-74参照。

(3) 日本銀行金融市場局「わが国OIS (Overnight Index Swap) 市場の現状」『日銀レビュー』二〇〇六年八月。

(4) 日本銀行金融市場局『金融市場レポート』二〇〇八年七月、二九―三〇頁、同「主要通貨市場における資金需給逼迫の波及メカニズム」『日銀レビュー』二〇〇八年七月、二頁参照。

(5) ただし、CDSプレミアムから信用リスクを求め、残りを流動性リスクとすることには問題がないわけではない。① CDSプレミアムは五年物であるため、三ヶ月物金利の日次ベースのスプレッドの変化をめぐる議論と完全に適合してゐるわけではなく (BIS, "What drives interbank rate? Evidence from the Libor panel," *BIS Quarterly Review*, March 2008, p. 51)。② CDSプレミアムは、市場のボラティリティや投資家のリスク選好の度合いも反映し、また逆に、銀行の流動性リスクも含んでいるはずであるから、個別の銀行の信用リスクだけを示すものとは言えない (IMF, *Global Financial Stability Report*, October 2008, p. 75)。しかしながら、他の測定方法として考えられる担保付取引レート (例えばレポレート) と無担保取引レートを比較する方法の場合、担保そのもの (例えば国債) の需給が反映されてしまい、特に金融危機時には「質への逃避」によって国債の需給が一方に偏るといふデメリットが大きい。そうしたことから、次の注6で挙げている他の文献でもこの方法が広く用いられている。

- (6) 同様の検討・議論はこの間、海外の通貨当局等においても盛んに行われている。① Taylor, John and John Williams, "A Black Swan in the Money Market," *Federal Reserve Bank of San Francisco Working Paper*, 2008-4, April 2008 ㉔、スプレッドの拡大の主たる要因は信用リスクであるとして流動性不足を否定している（同時に、FRBが導入したTAFは、そのクレジット要因に影響を与えることはなく、かつ（Fレート）の急速な下落を防ぐためのFRBの買いオペもあって）全体としての流動性にも影響を与えられなかったため、スプレッドの縮小に効果がなかったと結論づけている。
- 反対に、② BIS, "What drives interbank rate? Evidence from the Libor panel," *BIS Quarterly Review*, March 2008 ㉔、信用リスク要因はプレミアムの日々の変動に大きな影響を与えていない（つまり、スプレッドの基本的な原因は流動性要因にある）としている。しかしながら、信用リスク要因と流動性要因のどちらか一方のみに原因があったとする見方は小数であり、本文で紹介した日本銀行をはじめ、③ Bank of England, "An Indicative decomposition of Libor spread," *Quarterly Bulletin*, Q4, 2007 ㉔、④ European Central Bank "Evidence on Liquidity and Credit Risk from Deposit-OIS Spread," *Financial Stability Review*, June 2008 は、クレジット要因が一定のインパクトを与えながらも流動性要因がより大きな影響を与えたとし、しかしそのウエイトは、事態の推移（SIV等への流動性補完、銀行の巨額損失の公表、金融機関の破綻、年越え資金の調達など）や当局の政策対応等によって変化していることを示している。他に、⑤ IMF, *Global Financial Stability Report*, October 2008, pp. 74-81 は、システミック・デフォルト・リスク（LIBOR対象行すべての破綻リスク）が最も大きな要因であったとし、それ以外は小さかったとしている。
- (7) 日本銀行金融市場局「主要通貨市場における資金需給逼迫の波及メカニズム」『日銀レビュー』二〇〇八年七月。

(いず ひさし・客員研究員)

ヨーロッパの株式保有構造

吉川 真裕

昨今、わが国では外国人の株式売買動向が株式市場に与える影響を問題とすることが多く、外国人の株式売買の影響をわが国の株式市場が大きく受けていると報じられている。実際、東京証券取引所が毎週発表する株式売買動向調査において外国人の株式売買が占める比率は大きく、株価がその影響を受けやすいことは多くの人が実感しているところである。海外では株式市場の売買主体が公表されることはほとんどなく、正確に比較することは困難であるが、市場関係者の話としてアメリカやイギリスではヘッジファンドの株式売買が市場全体の三割から四割を占めると報じられている。他方、最近はあまり話題とされることはなくなったが、個人投資家の株式売買の減少や個人持株比率の低下を問題として、ファンドの株式保有増加に対する懸念が表明されることも多い。一概にこうした見方が誤解であると言うつもりはないが、株式市場における機関化の進展や国際分散投資の観点から進む外国人持株比率の上昇はわが国に限ったことではなく、世界的な趨勢であって、わが国株式市場で生じていることがどの程度、わが国固有の現象であるのかを見極める必要があるだろう。

本稿では、欧州証券取引所連合(FESE)が二〇〇八年二月に公表した『欧州株式保有構造』に基づいてヨーロッパの株式保有状況を紹介し、わが国との相違を含めて、ヨーロッパ全体と主要八カ国の株式保有構造を明らかにするとともに、ヨーロッパにおける株式売買動向と株式保有構造の関係についても簡単に言及する。⁽¹⁾

1 ヨーロッパ全体

まず、ヨーロッパ全体の株式保有状況についてみると、外国人が三七%で最も多く、次いで国内機関投資家が二二%、事業法人が一七%、個人が一四%、国内金融機関が五%、公的部門が五%となっている。これに対して、わが国の株式保有状況では、外国人が二七・六%で最も多く、次いで事業法人が二一・三%、個人が一八・二%、国内金融機関が一六・四%、国内機関投資家が一六・一%、公的部門が〇・四%となっている。⁽²⁾そして、両者の差をとってみると、ヨーロッパでは外国人が九%、国内機関投資家が六%、公的部門が五%わが国よりも大きく、逆に国内金融機関が一%、事業法人が四%、個人が四%、わが国よりも小さいことがわかる(表1)。

外国人の持株比率が高く、個人の持株比率が低いことではヨーロッパはわが国以上であり、こうした傾向は世界的なもので、わが国でとりわけ顕著であるということはないことが確認できる。ただし、国ごとのばらつきは大きく、外国人持株比率ではキプロスの一一%からスロバキアの七四%まで(単純平均で四二%)、個人持株比率ではスロバキアの三%からイタリアの二七%まで(単純平均で一三%)さまざまである(図1、図2)。

他方、民間金融機関と事業法人ではわが国がヨーロッパを大きく上回っており、株式持ち合いの影響が考えられる。わが国の民間金融機関と国内機関投資家の分類は不確かであるが、両者の合計でもわが国がヨーロッパを五・五%上回っており、事業法人の差四・三%から類推すると、国内金融機関で五%程度上回り、国内機関投資家ではほぼ同程度と解釈する方が妥当かもしれない。

さらに、公的部門ではヨーロッパがわが国を大きく上回っているが、これもノルウェー(三二%)、リトアニア(二七%)、スロベニア(二三%)、ポーランド(二四%)、ギリシャ(二三%)、フランス(二〇%)、イタリア(二〇%)といった特定国の影響が大きく、一二カ国中七カ国では一%未満であった。

表1 ヨーロッパ全体の株式保有構造

	欧州 (07)	日本 (07)	差 (欧-日)	欧州 (05)	差 (07-05)
外国人	37%	27.6%	9.4%	33%	4%
個人	14%	18.2%	-4.2%	15%	-1%
事業法人	17%	21.3%	-4.3%	16%	1%
国内機関投資家	22%	16.1%	5.9%	24%	-2%
民間金融機関	5%	16.4%	-11.4%	7%	-2%
公的部門	5%	0.4%	4.6%	5%	0%

図1 ヨーロッパの国別外国人持株比率

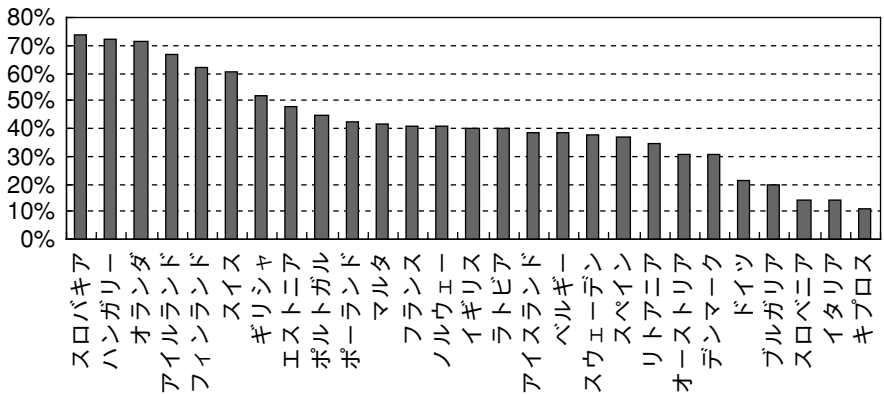
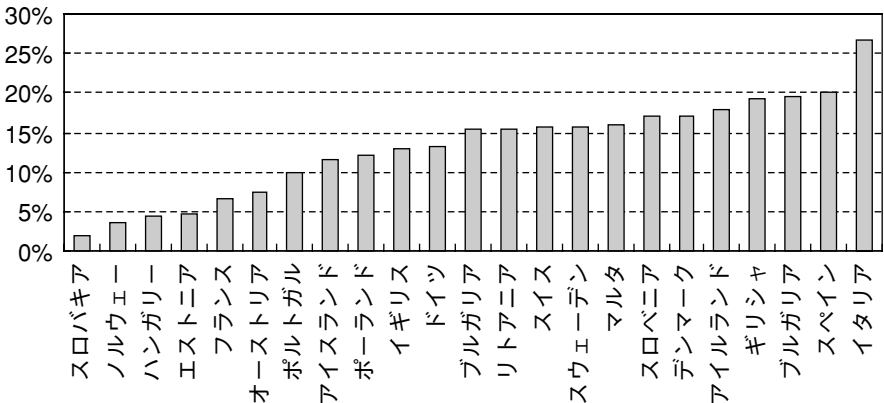


図2 ヨーロッパの国別個人持株比率



2 ドイツ

ヨーロッパで最も取引シェアが高いドイツ株（二八％）の株式保有状況をみると、事業法人が三九％で最も多く、次いで金融機関が二四％、外国人が二二％、個人が二三％、公的部門が二％となっている（表2）。ヨーロッパ全体との差をとってみると、ドイツでは事業法人が二二％大きく、逆に外国人が一六％、公的部門が三％、金融機関が三％、個人が一％小さいことがわかる。事業法人の持株比率が高く、外国人の持株比率が低いというのがドイツの株式保有構造の顕著な特徴と言えよう。わが国と比べても事業法人が一八・〇％、公的部門が一・五％高く、金融機関が八・三％、外国人が六・三％、個人が四・九％低く、事業法人と金融機関、外国人の持株比率の違いは大きい。⁽³⁾

ドイツでは銀行が預託株式の預託株式議決権を行使して株主総会で影響力を持つことが知られているが、これが金融機関の持株比率が低いことと関係しているかもしれない。しかし、事業法人の持株比率の高さと外国人持株比率の低さは顕著であり、ドイツでは国内事業法人または金融機関の影響力が大きく、外国人や個人の影響力は相対的に小さいことが予想される。近年、ドイツでもアクティビスト・ファンド批判が強まっているが、持株比率から考えると相対的にはまだ小さいものと考えられる。

表2 ドイツの株式保有構造

	独 (07)	欧州 (07)	差 (独-欧)	日本 (07)	差 (独-日)
外国人	21.3%	37%	-15.7%	27.6%	-6.3%
個人	13.3%	14%	-0.7%	18.2%	-4.9%
事業法人	39.3%	17%	22.3%	21.3%	18.0%
金融機関	24.2%	27%	-2.8%	32.5%	-8.3%
公的部門	1.9%	5%	-3.1%	0.4%	1.5%

3 イギリス

ヨーロッパでドイツ株に次いで取引シェアが大きいイギリス株(二二%)の株式保有状況を見ると、金融機関が四四%、外国人が四〇%、個人が一三%、事業法人が三%、公的部門が〇%となっている(表3)。ヨーロッパ全体との差をとつてみると、イギリスでは金融機関が一七%、外国人が三%大きく、逆に事業法人が一四%、公的部門が五%、個人が一%小さいことがわかる。また、わが国と比べると外国人が一・四%、金融機関が一・九%、公的部門が〇・三%高く、事業法人が一八・六%、個人が五・四%低い。金融機関と外国人の大きさが目につくが、外国人の持株比率はヨーロッパ全体とさほど変わらず、金融機関の持株比率の高さと事業法人の持株比率の低さがイギリスの株式保有構造の顕著な特徴であり、ヨーロッパ全体の株式保有構造とはやはり大きく異なっている。

イギリスでは外国企業によるイギリス企業の買収が多く、外国人の持株比率が高いとみられているがさほどでもなく、むしろドイツとは逆に事業法人の持株比率の低さとファンドを含めた金融機関の持株比率の高さが顕著である。そして、金融機関や外国人の持株比率が高いことがMTF(取引所類似施設)の取引シェアの高さと関係しているものと考えられる。

表3 イギリスの株式保有構造

	英 (06)	欧州 (07)	差 (英-欧)	日本 (07)	差 (英-日)
外国人	40.0%	37%	3.0%	27.6%	12.4%
個人	12.8%	14%	-1.2%	18.2%	-5.4%
事業法人	2.7%	17%	-14.3%	21.3%	-18.6%
金融機関	44.4%	27%	17.4%	32.5%	11.9%
公的部門	0.1%	5%	-4.9%	0.4%	-0.3%

4 フランス

ヨーロッパでドイツ株とイギリス株に次いで取引シェアが大きいフランス株（二四％）の株式保有状況をみると、外国人が四一％、金融機関が二九％、事業法人が二三％、公的部門が一〇％、個人が七％となっている（表4）。ヨーロッパ全体との差をとってみると、フランスでは公的部門が五％、外国人が四％大きく、逆に個人が七％、事業法人が四％小さいことがわかる。また、わが国と比べると外国人が二三・五％、公的部門が九・九％高く、個人が一・五％、事業法人が八・二％、金融機関が三・七％低い。ここでも外国人の大きさと個人の小ささが目につくが、外国人の持株比率はヨーロッパ全体とさほど変わらず、個人の持株比率の低さと公的部門の持株比率の高さがフランスの株式保有構造の顕著な特徴と言えよう。

フランスの株式保有構造の特徴の一つである公的部門の持株比率の高さは昔から定着していたわけではなく、一九九五年の二・六％から二〇〇六年の一・二・五％までの上昇は他の多くの国で公的部門の持株比率が低下する中で生じていたことは興味深い。ただし、この間にフランスでは事業法人の持株比率は一七・三％、個人の持株比率は六・六％低下し、外国人の持株比率は一二・七％上昇していた。

表4 フランスの株式保有構造

	仏 (07)	欧州 (07)	差 (仏-欧)	日本 (07)	差 (仏-日)
外国人	41.1%	37%	4.1%	27.6%	13.5%
個人	6.7%	14%	-7.3%	18.2%	-11.5%
事業法人	13.1%	17%	-3.9%	21.3%	-8.2%
金融機関	28.8%	27%	1.8%	32.5%	-3.7%
公的部門	10.3%	5%	5.3%	0.4%	9.9%

5 スペイン

ヨーロッパでドイツ株・イギリス株・フランス株に次いで取引シェアが大きいスペイン株（七％）の株式保有状況をみると、外国人が三七％、事業法人が二六％、個人が二〇％、金融機関が一八％、公的部門が〇％となっている（表5）。ヨーロッパ全体との差をとってみると、スペインでは事業法人が九％、個人が六％大きく、逆に金融機関が九％、公的部門が五％小さいことがわかる。また、わが国と比べると外国人が九・二％、事業法人が五・一％、個人が一・九％高く、金融機関が一四・九％、公的部門が〇・二％低い。事業法人の持株比率が高く、金融機関の持株比率が低いという点ではドイツの株式保有構造と似ている一方、個人の持株比率の高さと公的部門の持株比率の低さはフランスの株式保有構造と正反対であるということがスペインの株式保有構造の特徴と言えよう。

個人の持株比率が高く、金融機関の持株比率が低いという点では株式市場の機関化がさほど進んでおらず、今後は個人の持株比率の低下と金融機関の持株比率の上昇が生じることになるのかもしれない。さらに、フランスと同じ期間を取ってみると、公的部門は一六・四％から〇・三％にまで大幅に低下していた反面、事業法人は六・九％から二四・四％まで顕著に上昇していた。

表5 スペインの株式保有構造

	西 (07)	欧州 (07)	差 (西-欧)	日本 (07)	差 (西-日)
外国人	36.8%	37%	-0.2%	27.6%	9.2%
個人	20.1%	14%	6.1%	18.2%	1.9%
事業法人	26.4%	17%	9.4%	21.3%	5.1%
金融機関	17.6%	27%	-9.4%	32.5%	-14.9%
公的部門	0.2%	5%	-4.8%	0.4%	-0.2%

6 イタリア

オランダやスイスに劣るといった状況は改善されたものの、イタリアは人口やGDPではイギリスやフランスに近いにもかかわらず、株式取引シェア（六八％）ではスペインに遅れをとっている。イタリアの株式保有状況をみると、事業法人が二七％、個人が二七％、金融機関が二三％、外国人が一四％、公的部門が一〇％となっている（表6）。ヨーロッパ全体との差をとってみると、イタリアでは個人が一三％、事業法人が一〇％、公的部門が五％大きく、逆に外国人が二三％、金融機関が四％小さいことがわかる。また、わが国と比べると公的部門が九・三％、個人が八・四％、事業法人が五・三％高く、外国人が一三・七％、金融機関が九・三％低い。事業法人の持株比率が高く、外国人と金融機関の持株比率が低いという点ではドイツの株式保有構造と似ているが、公的部門の持株比率が高いという点ではフランスと、個人の持株比率が高いという点ではスペインと似ていると言えよう。外国人持株比率の低さではドイツを大幅に上回り、個人持株比率の高さではスペインを大幅に上回っているが、スペインと同様、今後は株式市場の機関化の進展とともに個人持株比率の低下と金融機関持株比率の上昇が生じることになるのかもしれない。なお、スペインと同じ期間に公的部門が二九・八％から九・五％まで低下し、事業法人が一・三％から二八・五％まで上昇していた点は似ているが、公的部門の保有水準は大きく異なっている。

表6 イタリアの株式保有構造

	伊 (06)	欧州 (07)	差 (伊-欧)	日本 (07)	差 (伊-日)
外国人	13.9%	37%	-23.1%	27.6%	-13.7%
個人	26.6%	14%	12.6%	18.2%	8.4%
事業法人	26.6%	17%	9.6%	21.3%	5.3%
金融機関	23.2%	27%	-3.8%	32.5%	-9.3%
公的部門	9.7%	5%	4.7%	0.4%	9.3%

7 オランダ

ヨーロッパの小国の中で取引シェアが最も大きいオランダ株(5%)の株式保有状況をみると、外国人が71%、金融機関が9%、個人が4%、事業法人が0%、公的部門が0%となっている(表7)。ヨーロッパ全体との差をとつてみると、オランダでは外国人が三七%大きく、逆に金融機関が一八%、事業法人が一七%、個人が一〇%、公的部門が五%小さいことがわかる。また、わが国と比べると外国人が四三・四%高く、金融機関が二三・六%、事業法人が二一・三%、個人が一四・六%、公的部門が〇・四%低い。外国人持株比率の圧倒的な大きさが目につくが、金融機関や事業法人、個人の持株比率の低さもオランダの株式保有構造の特徴と言えよう。なお、オランダの株式保有状況調査は非上場企業の株式も含まれている点で他国とは異なり、また特定できない国内株主の比率が一六・五%存在していることにも注意が必要である。ただし、この特定できない国内株主の比率が六・〇%であった二〇〇三年においても外国人が六九・〇%、金融機関が一二・〇%、個人が一・〇%、公的機関が二・〇%、事業法人が〇・八%であったことからすると、特定できない国内株主の存在が調査結果を大きく歪めているとは考えがたい。

表7 オランダの株式保有構造

	蘭 (07)	欧州 (07)	差 (蘭-欧)	日本 (07)	差 (蘭-日)
外国人	71.0%	37%	34.0%	27.6%	43.4%
個人	3.6%	14%	-10.4%	18.2%	-14.6%
事業法人	0.0%	17%	-17.0%	21.3%	-21.3%
金融機関	8.9%	27%	-18.1%	32.5%	-23.6%
公的部門	0.0%	5%	-5.0%	0.4%	-0.4%

8 スイス

ヨーロッパの小国の中でオランダと並ぶ株式取引シェアを持つスイス株（5%）の株式保有状況を見ると、外国人が60%、個人が16%、金融機関が15%、事業法人が9%、公的部門が0%となっている（表8）。ヨーロッパ全体との差をとつてみると、スイスでは外国人が二三%、個人が二%大きく、逆に金融機関が一二%、事業法人が八%、公的部門が五%小さいことがわかる。また、わが国と比べると外国人が三二・六%高く、金融機関が一七・一%、事業法人が一・七%、個人が二・四%、公的部門が〇・四%低い。オランダほどではないにしても外国人持株比率の高さがスイスの株式保有構造の特徴と言えようが、ヨーロッパ全体と比べて外人持株比率の高かったオランダ・フランス・イギリスでは個人持株比率は低かったのに対して、スイスでは個人持株比率が若干高くなっていることも見逃せない。ただし、オランダと同様に小国であることから、事業法人を除けば、オランダに近づきつつあることが持株比率の推移からは確認される。

なお、こうした株式保有状況にもかかわらず、オランダでの母国取引所の取引シェアが低く（四七%）、スイスでの母国取引所の取引シェアが高い（八四%）という違いは何に由来するかわからない。

表8 スイスの株式保有構造

	瑞 (06)	欧州 (07)	差 (瑞-欧)	日本 (07)	差 (瑞-日)
外国人	60.2%	37%	23.2%	27.6%	32.6%
個人	15.8%	14%	1.8%	18.2%	-2.4%
事業法人	8.6%	17%	-8.4%	21.3%	-12.7%
金融機関	15.4%	27%	-11.6%	32.5%	-17.1%
公的部門	0.0%	5%	-5.0%	0.4%	-0.4%

9 スウェーデン

ヨーロッパの小国の中でオランダとスイスに次いで株式取引シェアが大きいスウェーデン株（三％）の株式保有状況を見ると、外国人が三八％、金融機関が二七％、個人が一六％、事業法人が九％、公的部門が八％となっている（表9）。ヨーロッパ全体との差をとつてみると、スウェーデンでは公的部門が三％、個人が二％、外国人が一％大きく、逆に事業法人が八％小さいことがわかる。また、わが国と比べると外国人が一〇・四％、公的部門が七・四％高く、事業法人が一・九％、金融機関が五・五％、個人が二・四％低い。事業法人の持株比率がやや低い、ここで取り上げた八つの国の中でヨーロッパ全体の株式保有構造に最も近いというのがスウェーデンの株式保有構造であろう。外国人と金融機関の持株比率が高く、事業法人の持株比率が低いというイギリスやフランスと、反対に外国人と金融機関の持株比率が低く、事業法人の持株比率が高いというドイツ・スペイン・イタリアの特徴が相殺されて、いずれのグループにも属さぬスウェーデンの株式保有構造にヨーロッパ全体の株式保有構造が近いというのはいかなる発見であった。さらに、小国でありながらオランダやスイスと似ていない点は地理的な問題が関係しているのだろうか。

表9 スウェーデンの株式保有構造

	典 (07)	欧州 (07)	差 (典-欧)	日本 (07)	差 (典-日)
外国人	38.0%	37%	1.0%	27.6%	10.4%
個人	15.8%	14%	1.8%	18.2%	-2.4%
事業法人	9.4%	17%	-7.6%	21.3%	-11.9%
金融機関	27.0%	27%	0.0%	32.5%	-5.5%
公的部門	7.8%	5%	2.8%	0.4%	7.4%

注

- (1) Federation of European Securities Exchanges, *Share Ownership Structure in Europe*, December 2008 (http://www.fesse.be/_mndb/news/Share%20Ownership%20Survey_2007_Final.pdf). なお、最近のヨーロッパの株式売買動向については、拙稿「MIFID後のヨーロッパ株式市場」(本誌、一六五〇号、二〇〇八年一〇月)においてトムソン・ロイター社のレポートをもとにして二〇〇八年八月におけるヨーロッパの株式取引シェアを紹介した。本稿では、その際に取り上げたヨーロッパの八カ国について株式保有構造を紹介する。
- (2) わが国の数値は『平成一九年度株式分布状況調査』(http://www.tse.or.jp/market/data/examination/distribute/h19/distribute_h19a.pdf)によるものであるが、比較の関係上、金融機関の中の都銀・地銀等と信託銀行の投資信託と年金信託、生命保険会社、損害保険会社を合わせて国内機関投資家、これを除く金融機関と証券会社の合計を国内金融機関とした。なお、この年金信託の数値には公的年金の運用分が含まれていないので、機関投資家の数値は過小評価となっている可能性が高い。
- (3) 以下では、わが国の金融機関は株式分布状況調査の金融機関に証券会社を加えた値を比較している。
(よしかわ まさひろ・客員研究員)

金融危機下の債券フェイル多発について

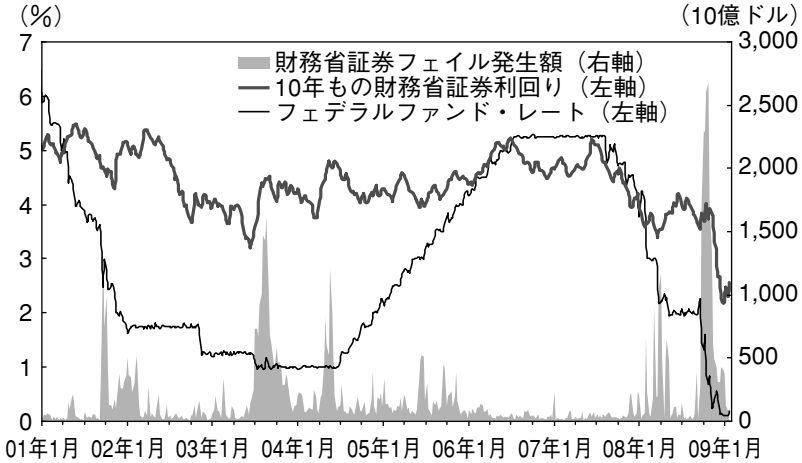
横山 史生

1 金融危機の進行と債券フェイルの多発

米国債券市場（レポ市場を含む）においては、二〇〇八年以降のいわゆる金融危機の時期において、フェイル（債券の現物取引、レポ取引等において当初予定していた受渡し日を経過したにもかかわらず債券の受渡しが行われていない状態）が多発している。ニューヨーク連邦準備銀行（FRBNY）がプライマリーディーラーによる債券取引にかかるフェイル発生状況をフォローした公表統計¹⁾をもとに、債券の中でも財務省証券についてみると、ベアー・スターンズへの救済措置が取られた二〇〇八年三月前後の時期において従来を上回る発生状況となった後、リーマン・ブラザーズ破綻が発生した同九月以降に、カウンタパーティー・リスク意識の強まりもあって急増している。財務省証券取引にかかるフェイルは、従来、二〇〇一年の同時多発テロ発生時および二〇〇三～二〇〇四年における金利低下時に多発しているが、二〇〇八年金融危機時における発生状況は、これらを大きく上回る規模となっている（図1）。

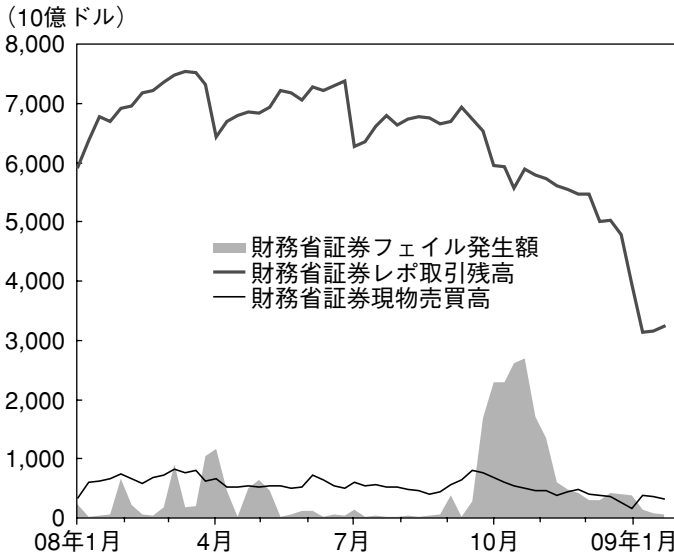
この時期について、財務省証券にかかる現物取引およびレポ取引の動向との関連をみると、フェイル多発につれて取引規模が減少する傾向がみられ、特にレポ取引においてその傾向が顕著である（図2）。政策金利の史上最低水準への引下げ（フェデラル・ファンド・レート誘導目標について二〇〇八年九月以後三回にわたり二%から〇.〇・二五%へ引下げ）との関連もみられるが、金利引下げおよびそれに付随する一連の短期資金供給がフ

図1 米国財務省証券取引にかかるプライマリーディーラーによる
フェイル発生額と長短金利水準の推移



(出所) 財務省証券フェイル発生額(プライマリーディーラーによる日々の引渡しフェイル金額の週間累計値)は、ニューヨーク連銀ホームページ掲載データ (http://www.newyorkfed.org/markets/pridealers_failsdata.html)、長短金利は、連邦準備制度理事会ホームページ掲載データ (<http://www.federalreserve.gov/releases/h15/data.htm>) により作成。

図2 米国財務省証券にかかるプライマリーディーラーによる
現物売買高・レポ取引残高・フェイル発生額



(出所) Federal Reserve Bank of New York, *Primary Dealer Statistics* (<http://www.newyorkfed.org/markets/gsds/search.cfm>) により作成。

エイルを緩和される効果がある反面で、後述のように金利引下げがフェイルを助長する側面もある。

2 債券フェイルの阻止および助長のメカニズム

フェイルとは、取引当事者の信用力とは異なる理由、すなわち取引当事者または市場全体にかかる何らかの事故、特定銘柄の需給逼迫、取引量急増による決済事務停滞等により、当初予定していた決済日が経過したにもかかわらず決済（債券の受渡し）が行われていない状態であるが、フェイルのリスクを回避するために受渡すべき債券を予め確保しようとするのが取引拡大の制約となり、価格形成に悪影響を及ぼす可能性もあることから、こうした制約を緩和するため一定の条件（フェイル発生から解消までの間の期間にかかる経過利子をフェイルを起した側が負担すること等）の下でフェイルを容認する市場慣行に一定の合理性が認められている。また、フェイルに対しては、その発生を押しとどめるインセンティブが、いわば市場メカニズムとして存在するという考え方がある。これについて、日本銀行金融市場局は、次のように述べている。「フェイルした渡し方は、売却代金を受取ることができないため追加的な資金調達コストを負担する（あるいは得ることができたであろう資金運用益を失う）こととなるほか、債券の経過利子も予定されていた決済日までのものしか受取ることができない。一方、フェイルの受け方は、フェイル期間中に当該債券を売却することはできないが、同期間中の債券の経過利子に加え、決済未了により手許に滞留する資金の運用益を得ることができる。こうした市場メカニズムを利用した仕組みによってフェイルの発生し易さは自ずとコントロールされると考えられてきた。」²⁾

ところが、全般的な金利水準が非常に低い局面においては、このようなフェイル阻止のメカニズムが働かなくなり、逆にフェイル助長のメカニズムに転じることも指摘されている。たとえば二〇〇三～二〇〇四年の低金利

局面におけるフェイル多発について、Fleming and Garbade(2005)は次のように説明している。すなわち、フェイルを回避するためにレポ取引や債券貸借取引により債券を調達するコスト(具体的には、特定の債券のSCレポまたは債券貸借取引におけるボロウイングにかかるレポ・レート)と、フェイルを発生させることにより負担するコスト(すなわち、フェイル相手方に対して支払うべき、フェイル発生期間中にかかる経過利子)とを比較したときに、短期金利およびレポ・レートの水準の動向により前者(借入れコスト)が後者(フェイル・コスト)を上回る局面で発生する、というものである。⁽³⁾

3 債券フェイルに対するペナルティの導入

二〇〇八年以降におけるフェイル多発の要因としては、金融危機によるカウンターパーティー・リスクの高まりに加えて、金利低下によるフェイル助長のメカニズムが働いているとみることができる。このうち後者の側面に着目し、そのようないわば負のメカニズムを阻止するための市場慣行を導入してはどうかとの議論が、二〇〇八年一月から出てきている。それは、「財務省証券市場慣行に関する懇談会(Treasury Market Practices Group:TMPG)」によるものであり、TMPGが二〇〇七年に策定した「財務省証券市場のベスト・プラクティス(Treasury Market Best Practices)」(以下、「ベスト・プラクティス」と言う)を改正するという形で、フェイルを発生させた渡し方に対して、期日後に債券を渡した際にレポ・レートに基づいて受取る価額を割り引くというペナルティを課すことを、市場慣行に盛り込むという考え方である。⁽⁴⁾以下、これについて概要を要約する。

従来、「ベスト・プラクティス」は、「一・マーケットメイクと流動性の向上」、「二・問題のある取引に対する実効的な内部管理・監視体制の維持」、「三・大口ポジション管理の徹底」、「四・効率的な決済の推進」という大

大きく四つの部分から成っていたが、これに「五. 広範かつ長期的なフェイルへの対応策」を追加新設することとされた。そこではまず、市場の混乱と異例の低金利のために、財務省証券にかかるフェイルが大規模に発生するようになっており、しかも発生銘柄の広範化（widespread）と個別銘柄にかかるフェイル状態の長期化（persistent）により決済の円滑性が後退するとともに信用リスクが増大し、市場の流動性が阻害される状況となっている、との認識が示されている。「五. 広範かつ長期的なフェイルへの対応策」では、「（一）フェイルに対する価格ペナルティ」という項目で、以下のように述べている。

「二〇〇三年夏のような過去の経験から、特定の銘柄にかかるSCレポ・レートがゼロに近づく場合には、当該銘柄についてフェイルの発生が広範化かつ長期化する可能性がある。SCレポ・レートは常にGCレポ・レートより低いので、最近のようにGCレポ・レートがゼロに近い場合には、多くの銘柄について広範かつ長期的なフェイルが発生することになる。財務省証券市場の従来取引慣行上、債券の渡し方が受渡し期日後においても契約価格（invoice price）分の価額を受取ることができる、つまり、フェイルにはペナルティが課せられないというところに、問題がある。これを是正するためには、一定の上限を伴うものの十分に大きいフェイル・ペナルティを導入することが考えられる。フェイル・ペナルティがあれば、渡し方がフェイルを早期に解消するインセンティブが働くであろうし、レポ取引において、債券の出し手が貸借料を十分に確保できる（金利水準が極端に低下しても、フェイル・ペナルティの上限に当る賃貸料を受取ることができる）ようになるであろう。ペナルティ分のコストにより、フェイルの渡し方には、相対による現金決済やマイナスのレポ・レートによる債券借入れといった何らかの具体的な行動を取ることによりフェイルを速やかに解消するインセンティブが働くことになる。」

以上のような考え方にに基づき、現物取引およびレポ取引についてフェイルが発生した場合、フェイルの受け方が債券の引渡し時に支払う価額をペナルティ分だけ減額するような取引慣行を、TMPGとして推奨する、として、具体的に以下のように述べている。

「フェイル・ペナルティとして減額される大きさについては、年率3%から午後五時時点のフェデラル・ファンド(FF)・レートを引いた値とゼロのいずれか大きい方の値、すなわち、

Maximum (3% - FF rate, 0)

とすることを、TMPGとして推奨する。FFレートが年率3%以上であるときには、フェイル・ペナルティは課されないこととなる。また、フェイル・ペナルティの最大値は年率3%となる。」

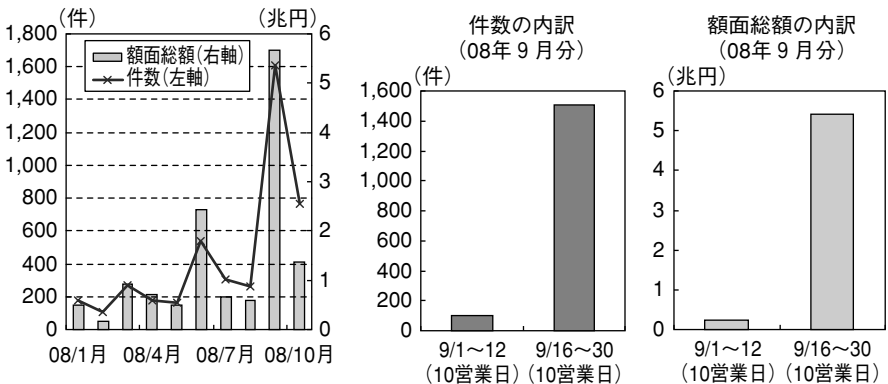
この「3%」という基準については、過去のフェイル発生状況とFFレートの動向の関連をみると、概ね3%を下回った時期においてフェイルが多発していることがみて取れる(図1)。

フェイル助長のメカニズムを阻止することを目的とするフェイル・ペナルティ導入の具体的な提案内容は以上であるが、「ベスト・プラクティス」改正においてはこれに続けて、「(一) フェイルの制限 (Margining of settlement fails)」、「(二) 相対決済 (Bilateral cash settlement)」、「(四) 多角的ネットインクの普及促進 (Support for development of broader multilateral netting solutions)」、「(五) 財務省による補完的供給制度 (Backstop standing Treasury facility)」の諸項目が設定されている。このうち(四)は、多角的ネットインクによってフェイルの長期化・ループ化を抑制することが期待できる。TMPGとして、多角的ネットインク制度の新設または拡充についてFICC、クリアリング・バンク等と協力していく、というものであり、また(五)は、特定銘柄にかかるフェイルに対してペナルティが課せられている場合に財務省が当該銘柄を補完的に市場に供給

する制度について検討を進めることを、TMPGとして支持する、というものである。いずれも、財務省証券市場の流動性の確保にかかる市場インフラの一層の整備に関する内容となっている。

TMPGによるフェイル・ペナルティ導入案は、財務省証券市場にかかる「ベスト・プラクティス」、つまり主要な市場参加者間における標準的取引慣行の一部として提案されているものであり、法令・諸規則レベルの強制力をもつものではない。この点に配慮し、TMPGは二〇〇九年一月一五日付けで、フェイル・ペナルティ導入に向けた実務レベルでの配慮事項についての文書を公表しており、市場参加者が本「ベスト・プラクティス」に盛り込まれたフェイル・ペナルティの趣旨に賛同する場合、財務省証券にかかる各種取引（現物売買、レポ、債券貸借など）の従来および潜在的な相手方に向けて、当該市場参加者は財務省証券取引にかかる相手方との間でTMPGベスト・プラクティスによるフェイル・ペナルティを今後に適用する旨を、あらかじめ包括的に通知しておくこととすることを提案し、そのような通知を行う場合の通知文の雛形を公表している。また、フェイル・ペナルティを導入する時期については、今後に法律・契約面にかかる実務上の検討を進めた上で、二〇〇九年五月中に発生したフェイルに関し

図3 国債取引にかかるフェイル発生状況



(出所) 日本銀行金融市場局「わが国短期金融市場の動向と課題－東京短期金融市場サーベイ(08/8月)の結果とリーマン・ブラザーズ証券破綻の影響－」、2009年1月、19頁、図表29。

て同六月一日以後にフェイル・ペナルティを課すこととしてはどうか、というタイムスケジュールを提示している。今後、市場参加者間において、このような趣旨に沿った動きが進むものと考えられる。

4 おわりに

金融危機下での債券フェイルの多発は、わが国においても生じており、これについては、日本銀行による詳細な分析が行われている(図3)⁽⁵⁾。それによると、フェイル慣行が定着している米国において、低金利ゆえにフェイル阻止メカニズムが働かなくなったことから、ペナルティの導入が検討されている、と触れられている。その詳細を本稿で紹介したが、一方わが国の状況について日本銀行は、「フェイルに対する理解不足からフェイル慣行を容認しない先もあるとみられること、また、実務上フェイルに全く対応できない状況は緊急時の市場運営に支障をきたすことから、債券やレポ取引先(特に役員レベル)の理解促進に努めるとともに、これらの先でもフェイル対応が可能となるよう体制整備に向けた働きかけを行うことが重要との意見が多く寄せられた。この点、従来フェイルを許容しなかつた先においても、今般、やむを得ずフェイルを受入れた経験⁽⁶⁾を踏まえ、フェイル慣行の意義や処理方法について関係者が理解を深めていくことが重要との意見が聞かれた。」との調査結果を明らかにしている。金融危機下でのカウンターパーティー・リスク増大という状況は日米両国で共通であるものの、フェイル慣行については、日米両国で相違が存在するわけであるが、米国におけるフェイル・ペナルティの考え方は、わが国債券市場のフェイル慣行の今後についても参考になるものと考えられる。

- (1) プライマリーディーラーが行った債券売買取引についてフェイルが生じた場合、各営業日終了時点でのフェイル金額（未決済状態の債券の額面金額）をもとに、毎週金曜日末に一週間中の営業日にかかるフェイル金額の累計が、債券種類（財務省証券、政府機関債、モーゲージ担保証券、社債）ごとに、プライマリーディーラーが引渡すべき債券に生じたフェイルと受取るべき債券に生じたフェイルとに分けて報告されている。FRBNYは報告に基づく累計データを、毎週金曜日夕刻にウェブサイトで公表している（http://www.newyorkfed.org/markers/pridealers_failsdata.xls）。一週間分の累計に際しては、フェイルが発生した後に解消されるまでの間の営業日については、当初に発生した金額が繰り延べられて累計に加えられるため、フェイルの解消までの期間が長期化する場合には、累計値が大きく積み上がることになる。なお、FRBNYによるフェイル・データの集計は一九九〇年七月から行われているが、統計としての公表が開始されたのは二〇〇四年三月である。
- (2) 日本銀行金融市場局『わが国短期金融市場の動向と課題—東京短期金融市場サーベイ（〇八／八月）の結果とリーマン・ブラザーズ証券破綻の影響—』二〇〇九年一月、二七頁。
- (3) Fleming, Michael J., and Kenneth D. Garbade, "Explaining Settlement Fails," in Federal Reserve Bank of New York, *Current Issues in Economics and Finance*, Vol. 11, No. 9, September 2005, p. 3, 6.
- (4) TMPG, *Announcement: TMPG Endorses Several Measures to Address Widespread Settlement Fails*, November 12, 2008 (<http://www.newyorkfed.org/tmpg/FR081112.pdf>)。4-4をTMPG, *Best Practice Document Revised*, November 12, 2008 (http://www.newyorkfed.org/tmpg/bestpractice_111208.pdf)。24を。なお、TMPGおよび「ベスト・プラクティス」については、拙稿「米国公債市場『ベスト・プラクティス』の策定—フェイル多発およびレポ・スクイーズ

への対応」、本誌一六四二号（二〇〇七年六月）を参照。

(5) 上記注(2) 文献を参照。

(6) 上記注(2) 文献、二七頁。

(よこやま しせい・客員研究員)

証研レポート既刊目録

No.1635 (2006.4)	執筆者	No.1643 (2007.8)	執筆者
長期信用銀行の消滅と金融債の発行停止	中島	なぜ新現先は形骸化しているのか	中島
企業再生手法の多様化	松尾	エクイティ・ファイナンス手法の多様化	松尾
ーD D S・メザニン・信託ー		買収ファンドの上場をめぐる	伊豆
欧米の清算・決済コストについて	清水	ーブラックストーンのIPOー	
大量保有報告制度の特例報告	福本	名義株主と真の株主	福本
No.1636 (2006.6)		No.1644 (2007.10)	
米国のネット証券について	伊豆	サブプライムローン問題と市場型金融システム	二上
N Y S Eとユーロネクストの合併合意	吉川	円キャリートレードの不思議	伊豆
ー欧米証券取引所再編の思惑ー		一株価と為替と金利の関係ー	
アジア債券市場育成構想における市場の重層性	横山	錯綜する取引所の国際的な合併・買収・提携	吉川
No.1637 (2006.8)		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
四〇年の歴史を閉じた国債シ団引受発行	中島	No.1645 (2007.12)	
証券会社決算に見る証券業務の変化	二上	公開企業の取締役会権限	森田
M S C Bとディスクロージャー制度	松尾	ー敵対的企業買収の防衛策を中心としてー	
「アメリカ証券取引委員会(S E C)の証券市場規制」	清水	新たなレボ指標レート「東京レボ・レート」	中島
一般債のペーパーレス化	福本	企業買収と企業再生	松尾
No.1638 (2006.10)		実施迫る株券電子化の残された課題	福本
証券販売チャネルの最近の状況	二上	No.1646 (2008.2)	
〈世界的不均衡〉の拡大について	伊豆	課徴金制度の改正について	梅本
ユーロネクストをめぐる攻防	吉川	ーワーキンググループ報告の検討を中心にー	
ー欧米取引所再編の行方ー		反社会的勢力等の不正取引行為の排除等について	坂下
E U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	米国における「証券リテラルビジネス」の潮流	二上
ーE U金融商品市場指令との関連性ー		政府系ファンドをどう見るか	伊豆
No.1639 (2006.12)		E U債券市場に透明性要件制度化は必要か	横山
旧現先と新現先の基本契約書について	中島	レギュレーションN M Sと米国株式市場	吉川
ー現先売却から現先取引へー		No.1647 (2008.4)	
米国の空売り規制緩和実験	清水	株主とは誰のことか	奥村
ーS E Cによる実証研究ー		ー株式所有と会社支配ー	
株主の特定は必要か	福本	変貌する日本の国債保有構造	中島
大手証券会社の企業再生業務	松尾	企業再生の課題と展望	松尾
ープリンシパル・インベストメントを中心にー		アメリカの私募市場拡大について	清水
No.1640 (2007.2)		J D R (日本版預託証券)とは何か?	福本
市場金融モデルは定着するか	二上	No.1648 (2008.6)	
M & A・L B O・C D S	伊豆	ユーロ域の企業金融と資本市場	入江
ー〈ファンド化〉する国際資本市場ー		ーユーロ導入後の傾向と変化ー	
ナスダックのロンドン証券取引所買収ゲーム	吉川	第三者割当増資の規制に関する英米の事例	二上
N A S DおよびN Y S Eによる自主規制機能の一部統合計画	横山	サブプライム問題とITバブル	伊豆
No.1641 (2007.4)		取引所とクリアリング機関	吉川
証券取引所の「統合」と「競争」	二上	証券化商品の原資産情報トレーサビリティ向上とは	横山
米国におけるM S C B	松尾	No.1649 (2008.8)	
ー株価と経営パフォーマンスー		資金循環統計にみる国債保有構造の変化(再論)	中島
アメリカの空売り規制	清水	整理回収機構による企業再生	松尾
ーアップティック・ルール撤廃へー		株券電子化後の株式担保	福本
株式所有の情報開示	福本	先物市場の分裂と取引流動性	志馬
No.1642 (2007.6)		ー大証225mini導入のインパクトを測定するー	
日本のレボ市場の現状と課題	中島	No.1650 (2008.10)	
最近のL B Oブームの特徴と背景	伊豆	厳しい状況下のグリーンシート銘柄制度	坂下
トランス・アトランティック・エクステンジ	吉川	再考迫られる米系投資銀行ビジネス	二上
ー取引所はグローバル化できるのかー		レバレッジド・ローン市場について	伊豆
米国国債市場「ベスト・プラクティス」の策定	横山	M I F I D後のヨーロッパ株式市場	吉川
ーフェイル多発およびレボ・スウィーズへの対応ー		住宅ローン証券化商品の市場規模と価格形成	横山
		No.1651 (2008.12)	
		「貯蓄から投資へ」の動きとファイナンシャル・プランナー	坂下
		創刊から五〇年を迎えた証研レポート	中島
		ヘッジファンドが主役の新たな議決権売買	福本
		米国の空売り規制と住宅公社の救済	志馬

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。

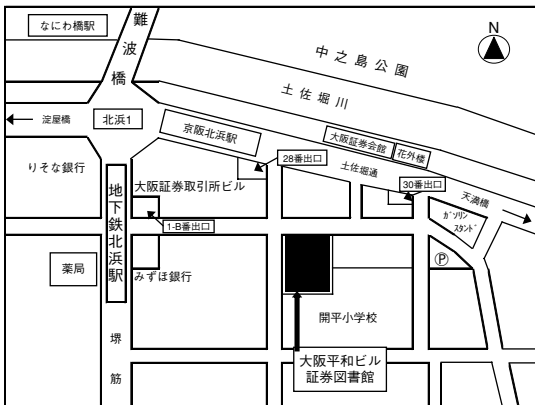
所在地 大阪市中央区北浜1-5-5 大阪平和ビル地下1階
TEL (06) 6201-0062

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
地下鉄堺筋線・京阪本線
北浜駅1-B番出口又は
28番出口より徒歩2分

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。

証研レポート第一六五二号
二〇〇九年二月九日発行

(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

2009年2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 1-5-5 大阪平和ビル
電話 (06) 6201 0061 (代表) Fax (06) 6204 1048
<http://www.jsri.or.jp>

定価400円(本体381円)