

証 研

レポート

No.1653

2009年 4 月

銀行証券分離撤廃後の「ゲームのルール」
～「CSEプログラム」のどこが間違っていたのか？～ 二上季代司（1）

地域における中小企業再生の取り組み
松尾 順介（13）

ドル不足はなぜ生じたか
～米国におけるレポ市場と通貨供給方式～ 伊豆 久（30）

アメリカの市場分裂は深刻化しているのか？
～ダークプールの拡大について～ 清水 葉子（42）

ニューボートバイイングの現状と対応策
福本 葵（52）

二〇〇八年九月 米国金融システム危機と空売り規制
志馬 祥紀（66）

財団法人 **日本証券経済研究所**
大 阪 研 究 所

銀行証券分離撤廃後の「ゲームのルール」

「CSEプログラム」のどこが間違っていたのか？」

一上季代司

今回の金融危機では、大手投資銀行の過大なレバレッジを許した一因として二〇〇四年に導入されたSECの監督プログラム（Consolidated Supervised Entity Program、以下CSEプログラム）があげられている。⁽¹⁾ このプログラムのもとで監督を受けていたのは、実質的に大手投資銀行五社だけであったが、昨年秋季には、リーマン・ブラザーズの倒産、商業銀行による買収（メリルリンチ、ベア・スターンズ）、銀行持株会社への組織変更（ゴールドマン・サックス、モルガン・スタンレー）により、監督対象が存在しなくなったとして終結することとなった。こうして、CSEプログラムは散々な不評のなかで幕を閉じたのだが、果たしてCSEプログラムに示されているアイデアも幕を閉じたのだろうか？

各国金融当局で構成する「金融安定化フォーラム」⁽²⁾は、四月初めの第二回「金融サミット」にあわせて、「金融システム強化のための提言及び基本原則」と題するプレスリリースを発表した。この報告書は、①景気循環増幅効果への対策、②健全な報酬慣行に関する原則、③危機管理における国際的連携に関する原則、の三つのパーツから成り立っているが、ここで注目すべきは、今回の「金融サミット」の宣言を踏まえ、同フォーラムは金融安定化理事会（Financial Stability Board、FSB）に改組され、業態のいかんを問わず一定規模以上の金融機関を

監督することになった、という点である。

すなわち、銀行・証券・保険等の区別なく、国際的に展開する大規模金融グループを共通の監視下におくというアイデアが具体化したということである。すでに、三月七日付けの『日本経済新聞』は、日本で三大メガバンクと野村ホールディングの四グループが共同監視対象となったこと、さらに、銀行の自己資本比率の算定手法を大手証券にも適用して健全性を容易に比較出来るようにすること、証券会社の自己資本規制比率は、大手証券の健全性を検証するには不十分との批判があること、なども伝えている。

後で見ると、CSEプログラムは、一九九九年グラム・リーチ・ブライリー法 (Gramm Leach Biley Act) ならびに二〇〇五年一月のEU金融コングロマリット指令の施行という、銀行・証券分離撤廃以後の内外金融環境変化の中で、SECが証券持株会社を銀行持株会社と共通の基準 (バーゼルⅡ) のもとで監督下に置こうとしたものである。それが結果として失敗したのである。そうだとすれば、このプログラムのどこに失敗の原因があったのか、を検証しておくことは、今後の金融監督の内容を占う意味でも、意義のある作業といえそうである。

1 CSEプログラムの背景

一九九九年のグラム・リーチ・ブライリー法は持株会社の形式の下で銀行・証券の相互乗り入れを認めるものであり、これに則って主要投資銀行は、持株会社をつくって自らはその証券子会社となった。その結果、SECの監督権限に大きな欠陥が生じた。SECは、三四年証券取引所法を根拠にブローカー・ディーラーとして登録した証券業者に対して監督権限をもっている。しかし、その親会社である証券持株会社ならびに証券会社以外の子会社・関連会社には監督権限が及ばなかったからである。他方、銀行持株会社のもとで銀行・証券両業務を営

んでいるシテイコープやJPモルガン・チェースの場合には中央銀行であるFRBが監督権限をもっているのである。

第二に、二〇〇二年に採用されたEUの金融コングロマリット指令によれば、EU域内で営業を行っている域外の金融コングロマリットは、本国でEUと同等レベルの金融監督を受けていなければ、EUの監督を受けなければならぬ。この指令は〇五年に発効することになっていた。したがってSECの監督を受けていないアメリカの証券持株会社は、EU域内に監督を受けるための中間持株会社をわざわざつくらなければならない。そのコストは一社あたり年間八〇〇万ドルと見積もられた（SEC, *Final Rule*）。

以上の二点の理由により、SECは連結ベースでの監督プログラム＝CSEプログラムを策定し、二〇〇四年八月に施行した。ここから理解できるように、このプログラムは業態規制が撤廃され、金融コングロマリットが誕生した後の産物である。そして、監督内容として国際的に定着しているのは銀行監督のバーゼル基準であり、しかも二〇〇四年にはバーゼルⅠに代わる新しい自己資本規制（バーゼルⅡ）の内容が最終合意されていた。そこで、CSEプログラムは、バーゼルⅡに準拠した自己資本規制を導入することとなったのである。その際、もとあった証券業者の自己資本規制（*Net Capital Rule*、以下、*NCルール*と呼ぼう）を証券持株会社傘下の証券子会社に適用するにあたって、バーゼルⅡのリスク計測手法の準用を認めたのである。これが後に、問題視されることになる。

2 CSEプログラムの内容

そこで、CSEプログラムの内容に立ち入ってみよう。

このプログラムは、証券持株会社を子会社・関連会社を含む連結ベースで監督するというものであり、資本要件と報告要件が課されている。

(1) 証券持株会社の資本要件・報告要件

証券持株会社の資本要件は、バーゼル基準に沿って算定される銀行の自己資本比率規制と全く同じものが導入されていた。⁽³⁾

マーケットリスクは自己ポジション（デット、エクイティ、商品、外為、デリバティブ契約等）について行われ、VaRモデル等で計測される。バックテストでVaR推計値を上回る回数（Exception）の多寡に応じて、VaR推計値に乗数を掛けて所要自己資本を算出する。

信用リスクについては、資産勘定（ローンの実行額およびコミットメント、デリバティブ契約、証券化など仕組み商品そのほか信用代替物にたいするエクスポージャー）にリスク・ウェイトを乗じ、これに8%を掛けて所要自己資本を算出する。なお、オフバランスのうちローンコミットメントについては想定元本に掛け目を掛けて算出、デリバティブについては再構築コスト（一括清算後、担保を考慮したネット額）にポテンシャル・エクスポージャーを加えて算出する。

また報告要件としては月次で連結財務諸表ならびにビジネスラインごとの目次のVaR推計値をグラフ化したもの、リスク情報⁽⁴⁾などが求められる。また四半期ごとに連結財務諸表のほか、所要自己資本算出に用いたすべての内部モデルについて、そのバックテストのデータ結果ならびに流動性について一年先までの満期ごとの無担保借入やクレジットラインの内訳等の報告が求められる。

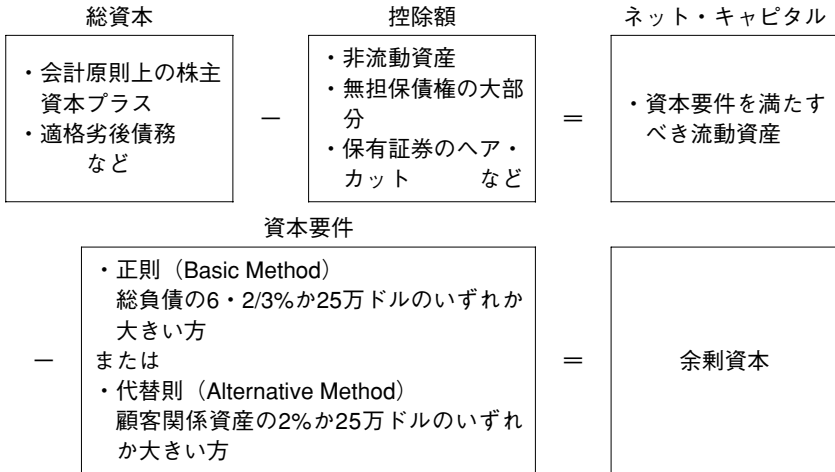
実際の監督にあたったSECの取引市場部門（The Division of Trading and Markets、TM部門と略）は、バーゼル基準の自己資本比率を月次で一〇％以上維持することを求めている。また、流動性リスク管理について、最低一年間、流動性にストレスがかかった状況で資金流出に対処できるような資金手当て計画を持っているかどうかを監視するとしている。具体的には、担保契約の環境悪化（レポ等で担保差入証券のヘア・カットが大きくなる）、格下げ（二ノッチ格付が下がった場合、デリバティブ契約などでの程度、追証がかかるか）、ローンコミットメントの発動（引受その他で資金調達が未達のためブリッジローンのコミットメント枠が発動された場合の資金流出）、従業員報酬による資金流出等のコア・ストレス・シナリオ分析に基づき、必要な流動性を準備しておくよう求めている。

（２）証券子会社の資本要件・報告要件

このように証券持株会社は連結ベースでバーゼル基準に準拠した監督規制を受けることになっている。したがって、証券子会社も同様の枠組で監督を受けることになるが、証券会社については、三四年証券取引所法規則に基づき、NCルールが適用されるのである。そこで、NCルールについても持株会社と整合的な修正を行うこととなったのである。そこで、この点につきやや詳細に見ておこう。⁽⁶⁾

現行のNSルールを公式化すると、次のようになる。

図1 SECのネット・キャピタルの公式



（出所）GAO、前掲書、132ページ。ただし、一部省略のうえ修正。

正則は、正味資本が二五万ドル以上かつ総負債の六カ三分の二以上である。逆数で表現すると、負債倍率（負債÷正味資本）は一五倍以内となる。これに対し、代替則は正味資本が二五万ドル以上かつ顧客勘定受取債権（主として信用取引勘定よりなる）の二%以上である。一般の証券会社は正則と代替則の選択が可能であり、大部分は正則を採用しているが、顧客勘定残高の大きい大手証券会社はほぼすべて代替則を採用している。その理由は、大手証券会社の場合、代替則を採用した方が所要正味資本を少なくすることができるからである。

したがって、CSEプログラムの対象とされるメリリリンチ等の大手投資銀行は、代替則を採用しており、負債倍率一五倍以内の制約にあるわけではない。⁽⁷⁾（またここでいう負債倍率も、巷間、用いられている財務会計上の負債倍率すなわち「レバレッジ」の規定とは違うものである。）しかし、どちらを取るにせよ、業容を拡大するためには、資本要件をクリアすべき所要正味資本の増加が必要であるというまでもない。

CSEプログラムによる変更点は、資本要件ではなく「控除額」の算定方法にある。従来の規定ではマーケットリスクに相

当する額として、①保有証券のうち流動性のあるものは証券の種類ごとに細かく決められたヘア・カット部分、②市場を持たない証券については全額、そのほか、③有形無形の固定資産の全額、④信用リスク相当部分として無担保貸付金の全額、を控除することとなっていた。

ところが、CSEプログラムのもとで連結ベースで監督を受けることを申請した証券子会社については、従来の標準的方法に代えて、マーケットリスクのヘア・カット部分やデリバティブのカウンターパーティー等の信用リスク部分の控除額算定について、VaRモデルのような計量的手法やシナリオ分析、内部格付など内部モデルの利用を認めたのである。

ちなみに上位一社の二〇〇三年第3四半期のデータで推計すると、標準的方法を採用した場合に控除すべきヘア・カット部分のうち四〇%、実額で一三〇億ドルが節約できるという(SEC, Final Rule)。すなわち一社で合計一三〇億ドルの余剰資本を捻出でき、それを親会社である持株会社が吸い上げて他に転用可能になるのである。

この結果、財務会計上の負債倍率で計算しなすと、二〇〇四年のCSEプログラム導入後、大手投資銀行のレバレッジは上昇していき、ヘア・スターンズ破綻直前の二〇〇八年二月には、軒並み三〇倍を超えてしまったのである。

こうしてCSEプログラムを受け入れれば、標準的手法に比べ巨額の余剰資本を捻出できるのであるが、こうしたメリットを享受できるための条件として、証券子会社は控除額を差し引く前の正味資本(Tentative Net Capital)ベースで一〇億ドル以上、控除後ベースで五億ドル以上の資本要件が求められる。また控除前正味資本ベースで五〇億ドル(早期警戒水準)を割りこむとSECへの告知義務が生じる。

また種々の報告要件が課せられており、特に内部リスク管理統制システム（流動性維持プログラム等を含む）や計量的モデルに関する情報が重視されている。

3 CSEプログラムの問題点

ベア・スターンズ破綻後、SECの監査部門（Office of Inspector General、OIG）は、ベア・スターンズ社の監督にあたったTM部門を監査し、その報告書を発表した。この報告書は、一〇のファクト・ファインディングとそれに基づき二六の勧告を行っている。このなかでOIGは次のように指摘している。

第一に、ベア・スターンズはCSEプログラムの資本要件、流動性要件をすべて遵守していた。しかも、同社は二〇〇六年一月に流動性レベルを引き上げる計画を開始し、〇七年五月から〇八年三月の突然の破綻までの間に実際にも流動性レベルをかなり引き上げていった。にもかかわらず破綻した。これにつき、OIGはCSEプログラムの流動性ガイドラインに次の二点の見落としがあったと指摘する。すなわち①流動性危機が波及していく速度は速く一年間という時間軸はあまりに長すぎることに、②担保を差し入れれば自動的に借入が可能になるわけではないことである。

第二に、SECのTM部門は、ベア・スターンズがCSEプログラムを導入する前からモーゲージ証券業務への依存度を高めており、社内限度を超えていたこと、金利調整型モーゲージ証券がマーケットリスクを過度に高めていたことを知っていたのに、そうした集中傾向を是正させようとしなかった。

第三に、CSEプログラムでは、負債倍率の制限をしなかったし、ベア・スターンズのレバレッジが高いことを知っていたのに、TM部門はレバレッジを抑えるように要求しなかった。

第四に、TMはベア・スターンズのモーゲージのリスク管理に多くの欠点（専門家の欠如、モデルのレビューを適宜行っていない、など）があることを知っていたが、これを同社に強く認識させなかった、等である。

バーゼルⅡは、①所要自己資本比率の維持、②監督当局による自己資本戦略の検証、③開示の充実、の三つの柱から成り立っている。第二の柱において、業者自身がV a Rモデルやシナリオ分析、内部格付手法など内部モデルを使って自己資本戦略をたて、これを監督当局が検証するというプロセスが入っている。もし、その業者の自己資本戦略がリスクに見合った自己資本を維持する上で不充分であると判断すれば、リスクの削減あるいは増資など追加的自己資本の保有を要請する早期是正措置をとることを検討しなければならない。

SECのTM部門はバーゼルⅡの第二の柱において十分な職務を遂行しなかったといえるのではないか。

4 おわりに

CSEプログラムは、市場型間接金融システムが成熟していく過程で、銀行と証券会社の業務内容が接近し、規制上においても業態規制が撤廃された段階で、SEC側に監督上の抜け穴が生じたために設定された監督プログラムである。そして、バーゼルⅡが銀行分野ですでに確立したものとしてある以上、これに準拠した内容になるのは当然である。

それが失敗したのは、一義的には、監督にあたるSECのTM部門がバーゼルⅡの第二の柱を理解していなかったからであろう。小立敬〔前掲論文〕が指摘するように、SECはこれまで投資家保護の観点からインサイダー取引や相場操縦など不正取引防止やそうした取引の摘発に監督上の主眼をおいてきたのであって、業者のブルードレンス規制やシステミック・リスクの監視といった役割には、もともと不慣れであったのである。（CSE

プログラムが強制ではなくボランティアな監督プログラムであったということもこれに影響しているかもしれない。

そしてこのことは、わが国にも当てはまる。銀行監督は金融庁検査局の管轄であるが、証券会社監督は証券監視委員会であり、監視委員会の検査は、証券会社の財務健全性よりもインサイダー取引など法令違反行為の有無や、顧客資産の分別管理の点検が中心である。このこともあって、この四月から金融庁検査局より検査官を監視委員会に派遣して証券会社検査にあたらせることになったのであろう。

したがって第二に、CSEプログラムが終結しても、そこで示されたアイデア、すなわち証券会社であっても、大規模に展開するコングロマリットはバーゼルⅡに準拠した規制監督下におくという考え方はこれからも変わらないだろう。実際、今回の金融危機を教訓に、冒頭で見たように、業態のいかんを問わず、国際的に展開する大規模金融グループを共通の監視下におくというアイデアがすでに具体化している。そこでは、景気循環増幅効果(Procyclicality)をもつ現行の自己資本比率規制に代えて、自己資本の質及び水準を好況時に引上げ、経済及び金融のストレス時に取崩しが可能であるようにすることを検討するほか、規制資本の枠組、貸倒引当、価格評価およびレバレッジについて重要な修正・変更が提起されている。

自己資本規制の枠組は、国際的に展開する金融グループの、いわば競争の枠組を規定するだけに、その今後のありかたをめぐる議論は注視していかなければならないだろう。この点に関し、グループ・オブ・サーティ(G三〇)が今年一月に発表したレポート「世界金融改革の骨組み」⁽⁸⁾は、現在の金融危機を収束させた後に金融システムをどう再構築すべきか、という視点にたった試論で、今後の議論に大きな影響を与えるものと考えられる。

注

- (1) これを取り上げたものとして、小立敬「ゴールドマン・サックス、モルガン・スタンレーの銀行持株会社化と監督規制のあり方」『資本市場クォーターリー』二〇〇八年秋、若園智明「証券規制について考える」『証券レビュー』二〇〇八年十一月、佐賀卓雄「金融システム危機と投資銀行の衰退」『証券レビュー』二〇〇九年一月がある。
- (2) 「金融安定化フォーラム、Financial Stability Forum」は、金融市場の監督及びサーベイランスに関する情報交換と国際協力の強化を通じて国際金融の安定を促進することを目的に、七カ国蔵相・中央銀行総裁会議によって一九九九年に創設された。わが国からは、金融庁、日本銀行、財務省が参加している。なお、「金融システム強化のための提言及び基本原則」については、金融庁のウェブサイト、http://www.fsa.go.jp/inter/etc/20090403_2.html を参照のこと。
- (3) 以下は、CSEプログラム導入にあたって三四年規則一五c三一条（ネット・キャピタル・ルール）にあたらしき追加された付属書類Gによる（Appendix G: Conditions for ultimate holding companies of certain brokers or dealers）。リスク情報としてはカレント・エクスポートジャーおよび最大ポテンシャル・エクスポートジャーの総額、このうち最大一五件につきカウンターパーティーごとのカレント・エクスポートジャーおよび最大ポテンシャル・エクスポートジャーの内訳、最大一〇件のカウンターパーティーごとのコミットメントなどが含まれる。
- (5) 以下は、SEC, *Holding company supervision with respect to capital standards and liquidity planning* にある（<http://www.sec.gov/divisions/marketregh/liquidity.htm>）。
- (6) 以下は、注（3）と同く一五c三一条付属書類Eにある（Appendix E: Deductions for Market and Credit Risk for Certain Brokers or Dealers）。
- (7) この点、筆者のレポートの記述（「再考迫られる米系投資銀行ビジネス」『証研レポート』二〇〇八年一〇月号）は不

正確であった。

- (8) この報告書を簡潔に紹介したものととして、杉田浩治〔調査〕証券化市場をどう再興するか―米・欧・豪の業界団体が共同発議―』『証券レビュー』二〇〇九年三月、を参照。

参考文献

- ・ SEC (Securities Exchange Commission), "Final Rule: Alternative Net Capital Requirements for Broker-Dealers That Are Part of Consolidated Supervised Entities," June 2004 [Release No. 34-49830; File No. S7-21-03]
- ・ GAO (General Accounting Office), "Risk-Based Capital, Regulatory and Industry Approaches to Capital and Risk," July 1998.
- ・ OIG (Office of Inspector General), "SEC's Oversight of Bear Stearns and Related Entities: The Consolidated Supervised Entity Program," September 25, 2008, Report No. 446-A.

(にかみ きよし・客員研究員)

地域における中小企業再生の取り組み

松尾 順介

はじめに

近年、企業再生の制度的枠組みとして、私的整理の重要性が高まっている。例えば、私的整理ガイドライン、産業再生機構、中小企業再生支援協議会、さらには現在構想中の地域力再生機構も私的整理の枠組みとして位置づけられる。

このうち中小企業再生支援協議会は、産業再生機構などに比べて、地味な存在であり、マスコミなどでも注目されることが少なかったが、その地道な活動によって、最近定着した評価を得てきているように思われる。また、最近の景気後退によって中小企業の再生が緊急性を強めてきており、今後さらにその活動は重要になってくるものと考えられる。大企業と異なり、中小企業の再生においては、公的機関の役割は重要であり、民間の投資ファンドだけでは必ずしも十分ではない。国内外大手の企業再生ファンドの場合、投資規模面の制約があり、小型案件は投資の間尺に合わないため、中小企業は投資対象となくにくいからである。

そこで本稿では、公的機関として、中小企業再生支援協議会の設立を概観した上で、中小企業再生支援全国本部の取り組みを紹介し、さらにインタビュー調査に基づいて関西圏内の中小企業再生支援協議会の活動を考察する。

1 中小企業再生支援協議会の設立

中小企業再生支援協議会設立の背景となったのは、一九九九年一〇月に施行された産業活力再生特別措置法であり、同法の目的は、「我が国経済の持続的な発展を図るためにはその生産性の向上が重要であることに堪がみ、・・・事業者が実施する事業再構築、共同事業再編、経営資源再活用、技術活用事業革新及び経営資源融合を円滑化するための措置を雇用の安定等に配慮しつつ講ずるとともに、中小企業の実力の再生を支援するための措置及び事業再生を円滑化するための措置を講じ、・・・我が国産業の実力の再生に寄与すること」とされ、具体的には事業再構築の円滑化、創業及び中小企業者による新事業開拓の支援、研究開発活動の活性化の三つが柱となっており、二〇〇三年三月末までの時限立法であった。

しかし、わが国経済の生産性（潜在成長力）は二〇〇一年以降低下傾向に転じ、その背景として過剰供給構造と過剰債務問題の深刻化が指摘され、その対応が喫緊の課題とされたことから、二〇〇三年四月大幅な改正を加えた改正産業活力再生特別措置法が施行された。主な改正点としては、すでに実施されていた「事業再構築計画」（事業者による中核的事業強化を旨とした活動に対する支援）に加えて、「共同事業再編計画」（複数の事業者が組織再編を行い、過剰供給の解消を目指す事業計画に対する支援）、「経営資源再活用計画」（他の事業者が事業を継ぎ、当該事業に係る経営資源を有効活用し、生産性向上を図ることを支援）、「事業革新設備導入計画」（事業者による革新的な設備導入を支援）が創設されたことである。これらの事業者認定されれば、商法の特例や課税上の特例など支援措置が受けられることになった。⁽¹⁾

さらに、改正法では、中小企業の再生に対する支援として、中小企業再生支援指針を定め公表するほか、中小企業再生支援協議会を設置することが定められた。同協議会は、経済産業大臣が認定する商工会議所、商工会連

合会等に置くこととされ、各都道府県に一か所程度ずつ設置されることとなった、また、同協議会には、中小企業の再生支援の専門家（会計士、税理士、弁護士、中小企業診断士、再生支援経験者等）を配置し、再生しようとする中小企業に対する指導助言や再生計画の作成支援を行うこととされた。⁽²⁾これを根拠として、同法施行以降、各都道府県に中小企業再生支援協議会が設立されていくことになる。

しかし、この時期には、産業再生機構法が施行（二〇〇三年四月）され、同機構の業務開始がマスコミ等で注目を浴びたこともあり、同協議会に対する注目度は必ずしも高いものではなかった。過剰債務の大企業の再生を産業再生機構が担当することになったことから、中小企業再生を担当する機関として同協議会は設立された。また、地域ごとの事情に適した企業再生を推進するという方針の下で、全国組織は設立されず、都道府県毎に四七の協議会が設立されたため、四七通りのルールができたと言える。

2 中小企業再生支援協議会の活動内容

全国四七都道府県の中小企業再生支援協議会の活動内容は、おおむね以下である。⁽³⁾

まず、同協議会の活動内容は、支援申し込みを行った中小企業に対して窓口相談を行う（二次対応）。この段階では、常駐の専門家がヒアリングや面談等を通じて、当該企業の経営状態を把握するとともに、提出書類の分析によって、経営上の問題点や課題を抽出し、支援内容を検討する。

次に、検討の結果、再生計画の策定が妥当と判断された場合、再生計画策定支援（二次対応）に進むことになるが、関係機関の窓口を紹介する方が適切だと判断された場合は、商工会議所、商工会、中小企業支援センター、政府系金融機関などの窓口を紹介することになる。また、再生そのものの可能性が低く、同協議会での対応が困

難と判断された場合は、可能な範囲でのアドバイスを行うか、専門家等を紹介することになる。

二次対応を行うことが決定した案件については、常駐の専門家が中心となって、中小企業診断士などの外部専門家、関係金融機関等により個別支援チームを編成し、再生計画策定を支援することになる。具体的には、債権者の金融機関等と協議・交渉し、債権放棄、返済のリスケジュール、DES、DDSなどの金融スキームを取りまとめたり、事業譲渡による事業再生支援（第二会社方式）などを行うことになる。ここでの対応は、私的整理ガイドラインをベースとしており、金融機関との交渉や調整が中立的な第三者である同協議会の協力の下で行われることになる。なお、第二次対応に進んだ場合、財務デューデリジェンスおよび事業デューデリジェンスを行うことになり、その費用は原則会社側が負担することになるが、一部は協議会（国）が負担する。

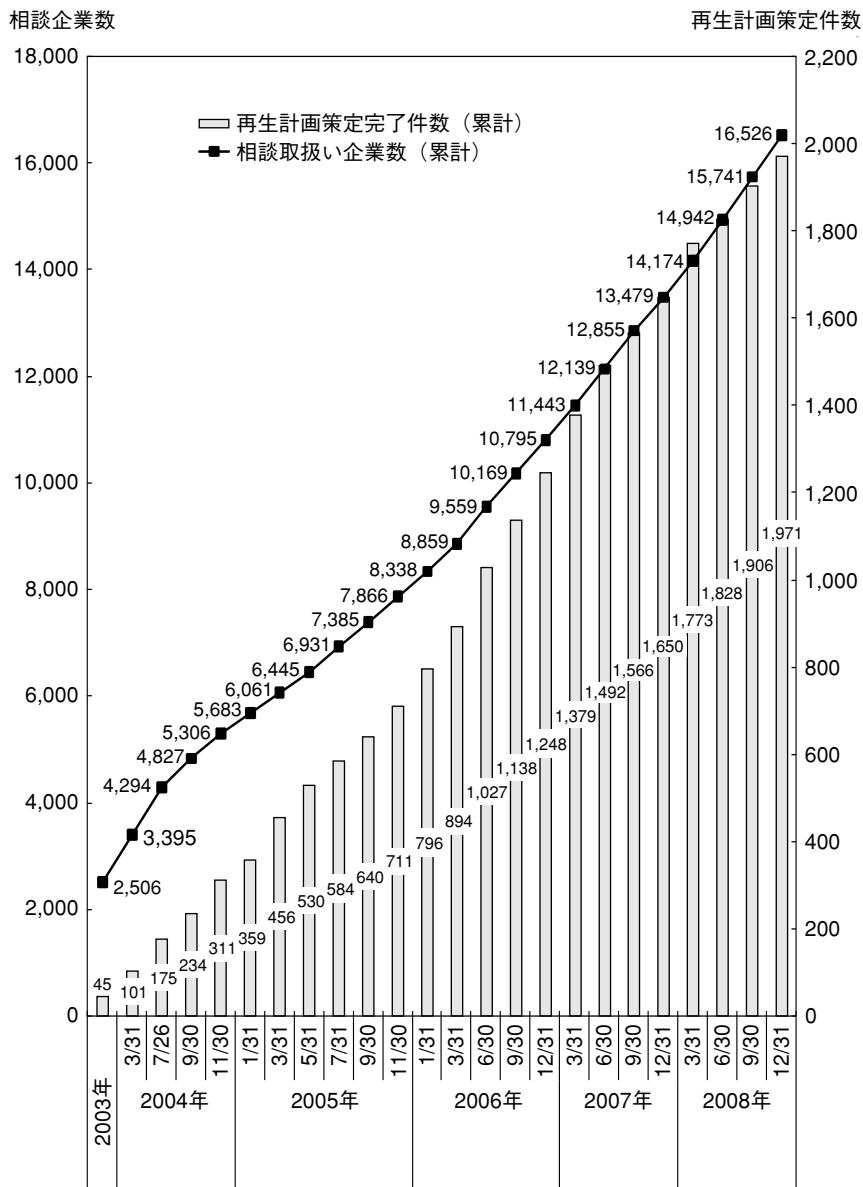
再生計画策定が完了すると、再生企業は計画を実施することになるが、同協議会は支援完了案件の企業に対しても定期的な財務諸表のチェックや面談などによってフォローアップを行うことになる。

このような支援を行うことで、中小企業再生に取り組み、図表1に示されるような実績を積んできたことを受けて、二〇〇七年五月に改正された産業活力再生特別措置法では、同協議会事業の八年間の延長（二〇一六年まで）が定められ、同協議会事業は継続することになった。その一方では、同協議会に対して、四七都道府県によって対応や手続きに差異があるといった批判があつたことを踏まえ、全国本部が設置されることになった。⁽⁴⁾

3 中小企業再生支援全国本部の取り組み

このような経緯から二〇〇七年六月、中小企業再生支援全国本部が設置されたが、これは全国の協議会の上部組織ではなく、各地域の協議会がそれぞれの地域で定着した活動を行っているという認識の下で、それらを支援

図表1 相談取扱い企業数と再生計画策定案件の推移



（出所）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～平成20年度第3四半期～」

http://www.chusho.meti.go.jp/keiei/saisei/2009/download/090209katudoujoukyou_sankou.pdf

する組織として位置づけられている。同全国本部の活動としては、①各協議会の能力向上に対するサポート、②外部専門家の派遣、③協議会手続きのマニュアル策定などである。具体的には次の通りである。

①各協議会の能力向上に対するサポートとしては、各協議会からの要請に基づき、全国本部のメンバーが債権者・債務者との交渉などを含め、個別事案に対して指導・助言を提供するとともに、各協議会に対する評価も行うものである。さらに、セミナーや研修会を開催し、再生人材の育成に関する取り組みを進めるものである。具体的には、公認会計士・税理士向けデューデリジェンス研修や一時面談研修など、二〇〇八年は一七回の研修会を全国各地で実施している。

②外部の再生専門家の派遣としては、各協議会で個別案件について結成された支援チームに対し、弁護士・会計士・税理士・中小企業診断士などをアドバイザーとして派遣するものである。特に複雑な案件に対して、各協議会からの要請に応じて実施している。

③協議会手続きのマニュアル策定としては、二〇〇八年四月に「中小企業再生支援協議会事業実施基本要領」⁽⁵⁾を公表し、準則化している。同基本要領のポイントは、支援業務部門の機動性の確保および確実な事業再生の促進、幅広い再生案件への対応、中立性の確保、再生計画策定先のフォローアップとなっており、具体的には次のような手続きを定めている。

まず、一次対応としては、相談を拒むことなく幅広く対応することとし、その結果を中小企業庁が定める様式に従って報告書を作成し、各経済産業局および全国本部に提出することとしている。

次に、二次対応としては、再生計画策定支援を行うことが適当かどうかを判断する際、外部専門家の協力を要請することができるものとし、決定した場合には、中小企業庁が定める様式に従って第二次対応開始報告書を作

成し、各経済産業局と全国本部に提出することとしている。また、統括責任者や補佐のほか、外部専門家からなる二次対応個別支援チームを編成し、ここには公認会計士または税理士を含める（とくに、債権放棄等の要請を含む再生計画策定が見込まれる場合には、原則として弁護士および公認会計士を含める）こととしている。また、統括責任者補佐の出向元が主要債権者となる場合は、原則として個別支援チームに参加させないこととしている。

第三に、再生計画案の内容については、①実質債務超過の解消を三～五年とすること、②経常利益の黒字化を三年以内とすること、③再生計画終了年度における有利子負債の対キャッシュフロー比率は一〇倍以下とすること、などを原則（企業の業種特性や固有の事情等がある場合は例外とする）としている。さらに、④金融支援を要請する場合（リスケジュールを含む）は経営責任の明確化を図ること、⑤債権放棄等を要求する場合は株主責任の明確化を図ること、⑥再生計画案における権利関係の調整は、債権者間で平等であることを旨とし、債権者間の負担割合は個別に検討すること、⑦債権放棄等を要請する内容を含む再生計画案の場合、破産手続きによる回収の見込みよりも多くの回収を得られる見込みが確実であるなど、債権者にとって経済的な合理性が期待できること、⑧債権放棄等を含まない再生計画であって、上記①～③のいずれかを満たさない場合であっても、本手続きに準じて再生計画の策定を支援できること、などとしている。

なお、私的整理ガイドラインの場合は、①および②はいずれも三年以内となっており、それに準拠した内容となっている。また、産業再生機構も③と同様の指針を有していた。④は協議会独自の規定であるが、⑤と⑥は私的整理ガイドラインに準じている。⑦は産業活力再生特別措置法経済産業省令第五十三号の特定認証ADRの規定に準じている。⑧は信用金庫など債権放棄に応じ難い金融機関の取引先で、小規模の中小企業を意識した規定

で、協議会独自のものである。

第四に、統括責任者は、再生計画の内容の相当性や実行可能性を調査し、調査報告書を債権者に提出する（ただし、債権放棄等を含む場合は、個別支援チームの弁護士が行う）こととしている。これは私的整理ガイドラインに準じている。

第五に、再生計画策定支援の完了は、債権者全員の合意を得るものとし、それを文書等で確認した時点で計画は成立し、再生計画策定支援も完了とされる（ただし、一部の債権者の同意が得られない場合において、その債権者を除外しても再建計画上大きな影響が出ないと判断される場合は、当該債権者を除外して変更計画案を策定し、不同意債権者以外の債権者全員の同意を得れば、変更計画案は成立と認められる）。これも私的整理ガイドラインに準じている。

第六に、再生計画策定支援の終了は、再生計画案の作成を断念した場合、再生計画についてすべての債権者の同意を得られる見込みがない場合、あるいは同意が得られなかった場合など、策定支援が完了しないことが明らかになった場合に終了とし、相談企業に通知するとともに経済産業局等に報告することとしている。ただし、この場合でも、相談企業の要請に基づき、事業面での支援や専門家の紹介などを行うことができるとしている。これは協議会独自の規定である。

第七に、支援完了後の案件の公表は、中小企業庁において全国の場合を取りまとめた上行うものとし、公表内容は、相談企業の概要および再生計画の概要をまとめたものとしているが、企業名の公表は、相談企業が公表に同意した場合に限られている。私的整理ガイドラインにおいても、再建計画の概要を公表することとなっているが、公表の方法は個別に決め、公表によって再建に著しい支障が生ずる恐れがある場合はこの限りではな

いとしている。

最後に、完了案件のフォローアップとして、主要債権者と連携し、外部専門家の協力を得て、相談企業の計画達成状況等をモニタリングし、その期間は概ね三事業年度としている。また、このモニタリングを通じ、助言を行うとともに、計画変更の必要がある場合には支援を行うこととしている。これは協議会独自の規定である。

従来は、各地の協議会ごとにルールがあると言われ、それぞれの協議会で取り組み方に差があり、担当者の属人的な要素も強かったため、全国規模のメガバンクの担当者には、地域間での対応の差による戸惑いもあったようであるが、以上のように、全国本部は詳細なマニュアルを作成し、統一的な取り組みを進めている。

4 関西圏の再生支援協議会の取り組み

ところで、具体的に関西圏内の中小企業再生支援協議会は実際にどのような取り組みを行っているのか、今年二月中旬に大阪、京都、兵庫、和歌山、滋賀の各協議会に対してインタビューを行う機会を得たので、それをもとに考察する。

(1) 大阪府中小企業再生支援協議会

まず、体制としては、プロジェクトマネージャー一名、サブマネージャー四名で、プロジェクトマネージャーは金融機関とRCC出身者、サブマネージャーにも銀行出身者が多く、中小企業診断士も含まれている。

次に、二〇〇九年三月末現在、一次対応の社数は累計で七七八社、うち二次対応は一一四社、支援完了案件は五二社、支援途中で取り下げになった案件が四七社である。一次対応案件は、銀行経由が増加しており、現在約

三五%を占めている。企業側からの直接申し込みは約二五%、商工会議所等のインターネット経由約三五%、弁護士・会計士経由約五%となっている。なお、昨年末から年初にかけて、一次対応案件は減少傾向にあるが、これは本来リストラが必要な企業が、緊急融資や保証協会の保証枠を利用しているものと推測される。一次対応の業種別構成比は、メーカー三七%、小売業二六%、建設一〇%、運輸一〇%、ホテル四%、サービス一七%で、府下の業種割合に近似しており、特段の特徴はない。

第三に、支援内容はリスケジュールが大半を占めているが、債権放棄、DDS、スポンサーへの事業譲渡、さらに第二会社方式なども増えている。なお、大阪の特徴は、中核になる地方銀行がない反面、メガバンクを含め金融機関数が多く、オーバーバンキングで過当競争となっている。そのため、中小企業経営者は多くの金融機関からその時々借り入れを起こす傾向があり、事業規模の割には金融債権者が多数に上ることが多い。したがって、一旦事業内容が悪化すると、メガバンクは債権を売却し取引関係を断ち、多数の地域金融機関が債権者として残ることになる。その結果、債権者間調整が難しくなりがちである。なお、最近の傾向としては、経済状況が急速に悪化しているため、事業計画を立てにくいことが指摘できる。仮に事業計画を策定しても、その実行可能性を見定めるのが難しい案件があり、計画策定後もしばらく事業の推移を観察しなければ、支援完了としにくい場合が出てきている。場合によっては、計画を再策定する必要も出てくる可能性がある。

(2) 兵庫県中小企業再生支援協議会

まず、体制としては、二〇〇九年三月末現在、プロジェクトマネージャー一名とサブマネージャー四名、計五名で、プロジェクトマネージャーは信用保証協会出身者であり、他のメンバーは金融機関出身者、出向者および

RCC出身者である。

次に、支援先四三社のうち三〇社は銀行からの持ち込みの案件である。その他は、RCC、コンサルタント、公認会計士、弁護士、信用保証協会の紹介等によるものである。

第三に、支援内容としては、債権放棄二〇社、DES一社、DDS四社、スポンサーによる支援三社、その他はリスケジュールが中心である（支援内容重複あり）。なお、スポンサーによる支援案件の場合、スポンサーは同業者ないし地元資本であり、旧経営者は交替している。ただし、それ以外の場合は、私財提供などによる負担はあるものの、経営者が継続している場合が多い。

なお、兵庫県の場合、もともと中核的な地方銀行であった太陽神戸銀行が合併によってメガバンクとなったため、現在では中核的な地域金融機関が存在しないという特殊性がある。地銀は但馬銀行、第二地銀はみなと銀行で、その他に相当数の信金、信組がある。地域経済で主導的役割を担う金融機関がないため、兵庫県下では地域再生ファンドは設立されていない。

（３）京都府中小企業再生支援協議会

まず、体制としては、プロジェクトマネージャー一名は、公認会計士であり、他にサブマネージャー五名、うち税理士一名、中小企業診断士二名、金融機関出身者二名で構成されている。

次に、一次対応については、二〇〇八年二月時点では、累計二八〇件で、年四〇～五〇件程度である。そのうち金融機関からの持ち込みは一〇〇件程度で、企業からの直接申し込みも多い。業種的には、メーカー三割、卸小売り二割、飲食・旅館二割という割合であるが、メーカーは機械・金属などで、呉服などの伝統産業はほと

んどない。その意味では、京都らしい業種がないのが特徴である。他方、支援完了案件は累計六七件で、コンスタントに年一〇～一五件程度である。また、完了案件の九割は金融機関からの持ち込み案件である。その他は、RCCや商工会議所からの持ち込みないし紹介である。

第三に、支援内容としては、二〇〇八年度の完了案件の半分は債権放棄である。特にRCC案件は直接放棄であり、最近二年間では、第二会社方式が多くなっている。それ以外はリスケジュールである。また、中小企業再生支援融資制度を利用する案件も多い。さらに、DDSや民間の地域再生ファンドへの譲渡による間接放棄もある。ただし、スポンサーが入ってM&Aを行うような事例はない。京都の場合、相対的にメガバンクの影響力が弱い反面、規模が大きく、体力のある地銀・信金があり、地域の金融機関が横並びになっているため、中小企業でもメインバンクがはっきりしている場合が多い。したがって、金融支援もメインが損失を負担して決着するケースが多い。なお、経営責任については、中小企業の場合、旧経営陣なしには事業継続が難しい場合が多いため、形式的に交替するケースが多く、事実上事業承継になっている。株主責任については、経営責任があれば、減資することになるが、新資本は後継者である子息が出資する場合もある。また、私財提供については、経営者が自宅を処分するケースもある。

(4) 滋賀県中小企業再生支援協議会

まず、体制としては、プロジェクトマネージャー一名は、公認会計士であり、サブマネージャー三名は、中小企業診断士、地銀出身者である。

次に、二〇〇九年三月末現在、一次対応は累計で二三二件であり、企業からの直接持ち込み一一七件、商工会

議所および商工会からの紹介一七件、そのほかは銀行からの持ち込みである。二次対応は、累計四二件で、支援完了は三四件である。累計四二件のうち四一件は銀行からの持ち込み案件で、商工会からの紹介は一件、企業からの直接申し込み案件は〇件である。このことは銀行からの持ち込み案件は、かなり再生計画の下準備ができていることを示唆している。なお、近年案件数は増加傾向であり、二次対応案件数でみると、二〇〇三年～二〇〇六年は、年間三～六件ペースであったものが、二〇〇七年、二〇〇八年はいずれも一二件となっている。これは、中小企業再生支援融資制度が導入され、協議会を利用するメリットが高まったこと、金融検査マニュアルが改訂され、上方遷移しやすくなったことなどが挙げられる。

第三に、支援内容としては、リスケジュールや再生支援制度融資が中心であるが、最近ではDDS四件、第二会社方式二件がある。しかし、スポンサー案件はない。多くの場合、経営者は継続しており、交替しても子息を後継者とするケースが多い。なお、再生計画策定においては、メインバンクの指導力がカギとなり、債権放棄を含む場合には、いわゆるメイン寄せが行われることが多いようである。

(5) 和歌山県中小企業再生支援協議会

まず、体制としては、プロジェクトマネージャー一名とサブマネージャー四名（うち専任三名）など計五名で、プロジェクトマネージャーは、元金融機関出身者、サブマネージャーは、金融機関出身者や中小企業診断士・公認会計士である。

次に、二〇〇九年三月末現在、設立後の相談延べ件数は約四〇〇件で、二次対応に移行した案件数は、二六社である。当初は、金融機関からの持ち込みは少なかったが、最近は増加傾向にある。また、新聞やネットを見て、

債務者企業が直接相談に来るケースも増えている。その他には、税理士や信用保証協会からの紹介案件もある。しかし、意外なことに金融危機後の案件増加はそれほど顕著ではなく、その理由としては政府の緊急融資や保証枠拡大などによって、窮境企業が延命していることが推測される。

第三に、案件の特徴は、県下に多数の温泉地があるため温泉旅館が多いことが挙げられる。逆に、建設関連は少ない。建設関連は雇用吸収力が大きいものの対応の困難な案件が多く、再生計画が立てにくいことが原因である。

最後に、支援内容としては六割程度の案件でリスケジュールが実施され、債権放棄も約半数の案件で実施されている。なお、若干の案件でDDSやDESが実施（予定）され、二割程度の案件では再生支援制度融資が実行されている。

まとめ

上記の調査を踏まえて、近年同協議会の取り組みが定着してきた要因をまとめると、以下の点が指摘できる。

第一に、各協議会の地道な努力が地域で認められてきたという点である。この背景として、企業側にとって低コストで、質の高い支援が期待できること、さらに金融機関債権者との調整機能を有していることなどがあるものと思われる。⁽⁶⁾

第二に、全国本部を通じた統一的な対応が認知されてきたという点である。上記の記述以外にも、複雑な案件へのサポートが向上したこと、再生人材の能力向上に寄与していることが指摘できる。

第三に、各都道府県の中小企業再生支援融資制度の利用条件として同協議会で策定された再生計画が活用され

ている点である。同制度は、地方自治体によって制度の運用方法などは異なっているが、再生支援協議会による支援決定等により、再生計画書を策定し、それに基づいて事業再生を実施する債務者企業が利用可能な制度融資とされる場合が多い。都道府県によってかなりの差異があるが、融資限度額・一億円程度、融資利率・金融機関所定レート、信用保証料・保証協会の所定の条件による、融資期間・設備資金、運転資金ともに一〇年程度などとなっている場合が多い。

さらに、昨年一〇月に中小企業庁が「十分な資本的性質が認められる借入金」(いわゆる中小企業再生支援協議会版「資本的借入金」)を導入し、同年一月に金融庁が監督指針および検査マニュアルの中で正式に位置づけたことも同協議会を利用する要因となりうるものと思われる。これは一種のDDSであるが、債権放棄の代替手段としても十分活用できるものであり、同協議会事業実施基本要領に基づいた再生計画を策定した場合であることを要件としている。このDDSでは、要注意先や要管理先だけでなく、破綻懸念先でも利用でき、償還条件も一五年一括償還となる⁽⁷⁾。この他にも、同協議会の支援を受けた案件に対して様々な制度的支援が予定・検討されている。

ただし、このように同協議会の利用が進むに依じて、それに即した人材の確保・育成が今後も課題となろう。地方での人材不足は各方面で指摘されているところであり、全国本部も取り組みを進めているが、今後も引き続き注力すべき点であろうと思われる。

* 本稿を作成するに際し、中小企業再生支援全国本部・藤原敬三氏をはじめ、各中小企業再生支援協議会の関係者のご協力を賜りました。厚く御礼申し上げます。

(1)

商法上の特例措置としては、財産価格調査の適用除外（現物出資等における裁判所の選任する検査役調査の不要化）、株主総会決議を必要としない簡易組織再編の範囲拡大、減資関連手続きの追加、合併対価の柔軟化などであり、課税の特例としては、共同出資会社設立のための現物出資に伴う譲渡益課税繰延、商法上組合を用いた設備廃棄損の親会社通算、事業撤退に伴い発生する欠損金の繰延期間延長（五年→七年）、繰延還付（一年）の対象拡大、革新的新規設備に対する特別償却、登録免許税の減免などである。

(2)

各協議会のメンバー構成は、トップに統括責任者（プロジェクトマネージャー）を配し、その下に統括責任者補佐（サブマネージャー）が配置されており、これらのメンバーは、地元金融機関出身者、公認会計士、税理士、中小企業診断士などである場合が多い。なお、八木宏之著『経営の再生』時事通信社、二〇〇七年、三三～二〇三ページ、に協議会毎の人員構成等が掲載されている。

(3)

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（平成二〇年度第3四半期）」http://www.chusho.meti.go.jp/keiei/saisei/2009/download/090209katudoujoukyou_sanhou.pdfなどを参照。

(4)

この他には、債権者である地域金融機関からの出向者等が協議会のスタッフに加わっている場合、債権者である当該金融機関と債務者企業との間に利益相反関係が生じることに対する批判、同協議会に常駐する専門家の能力不足についての指摘などもあったようである。しかし、前者の批判については、金融機関出向者が出向元の金融機関の意向に即した再生計画を策定し、債務者企業に不利益を強いるような事例は見られないように思われる。むしろ、そのような地域ほど債権放棄などによって抜本的な再生を行っているという指摘もある。また、後者の指摘については、専門家の能力不足は、協議会に限らず、どの地方でも共通の課題であり、地方では再生を専門とする人材は、基本的に不

足しているのが現状であろう。

- (5) http://www.tohoku.net.go.jp/cyusyo/saisei/shien/kobo/090223_1.pdf#search=「中小企業再生支援協議会事業実施基本要領」

- (6) 日本総研が金融機関に対して実施したアンケート調査によると、経営不振企業の処理・再生に関する外部機関活用の有効性という項目で、同協議会は最も高い評価を得ており、「大変有効」二二・六%、「有効」五一・四%、計七三・〇%と、「必ずしも有効でない」二二・六%、「有効でない」〇・〇%を大きく上回っている。丸山武志・亀山典子「なぜ地方では再生支援が進まないのか」『週刊金融財政事情』二〇〇九年三月三〇日、一三三ページ、参照。

- (7) 中小企業再生支援全国本部『十分な資本的性質が認められる借入金』の活用による再生支援手法について」二〇〇八年十一月七日、http://www.smrj.go.jp/keiei/dbps_data/_material/_chushou/b_keiei/saiseishien/pdf/shinontekikarirekin_081107.pdf 参照。

(まつお じゅんすけ・客員研究員)

ドル不足はなぜ生じたか

～米国におけるレポ市場と通貨供給方式～

伊豆 久

はじめに

米国発の金融危機が世界に広まり「ドル体制」の崩壊が喧伝されているが、為替レートを見ると、危機発生以来ドルは対円を除いて世界の全通貨に対して大幅に上昇した。ドルの「魅力」はむしろ高まっていると言ってもよいはずである。しかしその一方で、ドルの短期金融市場は機能不全に陥り、その信認は大きく低下した。

このことが示しているのは、金融市場が発達した現代において国際通貨を考える際には、為替レートと市場機能を区別して考える必要があるということであろう。現状は、ドルの市場機能の低下が逆にドルへのニーズを劇的に高めドル高をもたらしている。一九七一年のニクソン・ショック以降、ドルは為替レートを低下させながらも市場機能を向上させることによって国際通貨としての地位を高めてきたのであるが、現在起こっているのはその逆であり、その意味でドルにとって重大な危機となっているのである。

では、ここでいうドルの市場機能の低下とは何か。その端的な現われは、ドル短期金利（ドルの「価格」）の急騰である。つまり、ドル資金への需要の高騰に対して、市場レベルでのドル供給は縮小を続け、さらにFRBが様々な緊急措置に訴えても事態を迅速に解消することができなかったということである。

本誌前号（一六五二号、二〇〇九年二月）の拙稿「国際金融危機と短期金融市場」では、LIBORとOISレートのスプレッド拡大を取り上げ、その意味と背景を検討した。本号では、続いて、レポ取引とOISの間でも無視できない利回り格差が生じていることを確認した後、クレジット・バブル拡大の過程において証券化商品を用いたレポ取引の増大が生じていたこと、その一方でFRBの従来の資金供給は事実上国債レポに限定されており、そのことがドル不足解消の大きな障害となったことを検証する。

1 レポレートの低下と国債需要の高まり

二〇〇七年夏以降金融危機が深化していく過程において、銀行間取引の金利であるLIBORは、流動性リスクや信用リスクを含むため、ノーリスク金利であるOISレートに対して割高に推移してきた。と同時に、米国のレポ取引のレートが、OISレートよりも低い水準で推移するという現象が見られた（図1）。ここから二つの疑問が生じる。

一つは、国債を担保にしているため信用リスクのないはずのレポレートと、金利スワップであるため同じくリスクを排除しているOISレートの間に無視できない格差が生じているのはなぜかである。もう一つは、前号で見たように、LIBORとOISレートのスプレッドの拡大は、程度の差こそあれ、ドルだけでなくユーロ市場でもポンド市場でも生じたわけであるが、レポレートの顕著な低下はドル市場でしか発生していない。その理由はどこにあるのだろうか。

米国においてレポレートがOISレートを大きく下回るようになったのは国債へのニーズが異常に高まったからである。レポ取引においては、資金と担保となる債券が（一定期間後の反対売買を前提に）売買されるわけ

あるが、債券を提供し資金を調達する側（A）が金利を支払い、担保となる債券を受け取り資金を供給する側（B）が金利を受け取る。しかしながら、担保となる債券のニーズが高まれば、Bにしてみれば、貴重な債券を入手できるわけであり、その分、受け取る金利を割り引く余地が生まれる。つまり、ヘレポレート⇨資金貸借金利⇨債券品貸し料であるから、債券貸借コストが急騰することで、結果的にレポレートが理論上の無リスク金利であるOISレート以下に低下したのである。

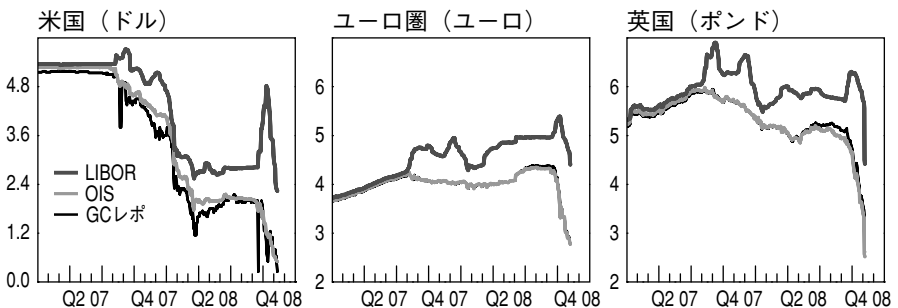
問題はなぜそこまで国債へのニーズが高まったかであるが、一つは言うまでもなく、証券化商品を中心とする債券価格や株価が大幅に下落するなかで、安全性の高い国債へと資金が移動した、つまり「質への逃避」が大規模に発生したからである。

しかし、米国の場合、もう一つ重要な理由があったと思われる。それは、現金を調達するための必要担保としての国債需要である。そして、このことが、今次金融危機を激化させた背景の一つとなったのではないかと思われる。まず米国FRBの通貨供給方法の特徴を見てみよう。

2 米国の通貨供給方法

表1は、主要中央銀行のオペ・貸出における適格担保の構成と対象金融機

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.

関を示したものであるが、ここから、米国FRBの通貨調節方法には、日銀やECB（欧州中央銀行）と比べると以下のような特徴があることがわかる。①FRBでは「オペ」と「貸出」を明確に区別している（日銀やECBでは「貸出」と「オペ」が（担保や取引相手において）区別されていない）。②FRBでは、「貸出」については幅広い担保が認められているのに対して、「オペ」については国債とエージェンシー債（政府機関債と政府機関の保証付きMBS）しか認められていない、③FRBの「オペ」の対象金融機関はプライマリー・ディーラーに限定されている。その意味を日銀と比較しながら確認してみよう。

主要国の金融調節手段は、通常手段である「オペ（オペレーション、公開市場操作）」と、資金繰りに窮した金融機関への罰則金利での受動的「貸出」であるスタンディング・ファシリティー（日銀の「補完貸付制度」、FRBの「窓口貸出（Discount Window）」の二つに分けられる。

「オペ」について、日銀は、その取引形式がレポであれ貸出であれ、その金利が入札によって決定されるものはすべて「オペ」であるとし（実際、日銀の「オペ」の主力は担保付貸出である¹）、また預金金融機関や証券会社を含めた幅広い金融機関を対象先としている。そして、

表1 主要中央銀行の適格担保

	FRB		ECB	日銀
	オペ	貸出	オペ・貸出	オペ・貸出
国債	○	○	○	○
エージェンシー債	○	○	○	○
地方債	×	○	○	○
社債・CP	×	○	○	○
ABS・MBS・ABCP	×	○	○	○
ローン	×	○	○	○
外債	×	○	○	×
対象金融機関	プライマリー ディーラー(約20)	預金金融機 関(約7000)	金融機関 約1700 2150	預金金融機関、証 券会社等(約150)

（出所）適格担保については日銀金融市場局「サブプライム問題に端を発した短期金融市場の動揺と中央銀行の対応」2008年7月、図表21、対象金融機関については"The Collateral Frameworks of the Federal Reserve System, the Bank of Japan and the Eurosystem," *ECB Monthly Bulletin*, October 2007, pp. 89-90より作成。

「補完貸付制度」の場合にも、貸付金利が市場ではなく政策的に決定されている（入札ではなく金融政策決定会合で事前に決定されている）点が異なるだけで、対象先や担保の範囲は「オペ」と同じなのである。

ところがFRBの場合はそうではない。日銀の「補完貸付制度」にあたる「窓口貸出」についてはほぼ同じであるものの（全預金金融機関を対象としており、ローンを含めた幅広い金融資産を適格担保とする）、「オペ」については、①取引方法は証券の売買形式（買切りとレポ）だけで貸出を含まず、②取引先を預金金融機関ではなくプライマリー・ディーラー（表2）に限定し、③適格担保（レポ対象債券）も国債と政府機関債（政府機関保証付きMBSを含む）だけである。しかも実際の「オペ」の担保（対象債券）では、（金融危機発生まで）八割前後を国債が占めていたのである（図2）⁽²⁾。

したがって、通常時におけるFRBからの資金供給は、プライマリー・ディーラーが国債（と政府機関債）を保有している限りにおいて可能なものであり、言い換えればその範囲を超えてドルを供給することはFRBにとっても不可能なのである。もちろん緊急時には、スタンディング・ファシリティである「窓口貸出」によって資金を供給できるはずである。しかしながら、米国においてFRBから資金の「貸出」を受けることは市場での資金調達の不能を意味し、市場における信認を一挙に失うことと見なされる。いわゆるStigma（汚名、烙印）の存在である⁽³⁾。そのため、米国における中央銀行

表2 プライマリー・ディーラー全16社
(2009年3月末時点)

BNP Paribas Securities
Banc of America Securities
Barclays Capital
Cantor Fitzgerald & Co.
Citigroup Global Markets
Credit Suisse Securities (USA)
Daiwa Securities America
Deutsche Bank Securities
Dresdner Kleinwort Securities
Goldman, Sachs & Co.
Greenwich Capital Markets
HSBC Securities (USA)
J. P. Morgan Securities
Mizuho Securities USA
Morgan Stanley & Co.
UBS Securities

(出所) FRBNY

貸出は事実上機能せず、「オペ」によってのみドルを供給することが可能だったのである。

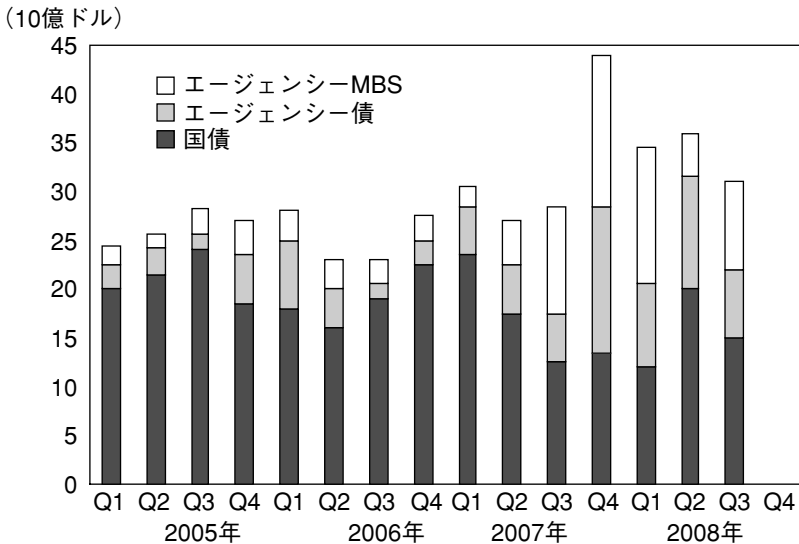
このことが、幅広い担保を認めてきた日本や欧州では国債の品不足・レポレートの低下は見られなかったにもかかわらず、米国では国債へのニーズが異常に高まり、品賃料の高騰によって前述のようにレポレートが低下する一つの要因になったのではないかと思われる。

しかもその一方で、クレジット・バブル拡大の過程において米国のレポ市場では、FRBのレポとは対照的に、証券化商品等を担保に多様化と膨張が同時に進行していた。そのアンバランスが問題をさらに解決困難なものにしたのではないだろうか。

3 クレジット・バブル下の米国レポ市場

米国の短期金融市場においても日本同様レポ市場が最大のシェアを占めているが、近年の特徴の一つは対象債券の多様化である。BISのレポートは、

図2 FRBのレポ残高（四半期平均）



(注) 2008年3月に導入された、エージェントMBSのみを対象とするシングル・トランシュ・レポは含まない。

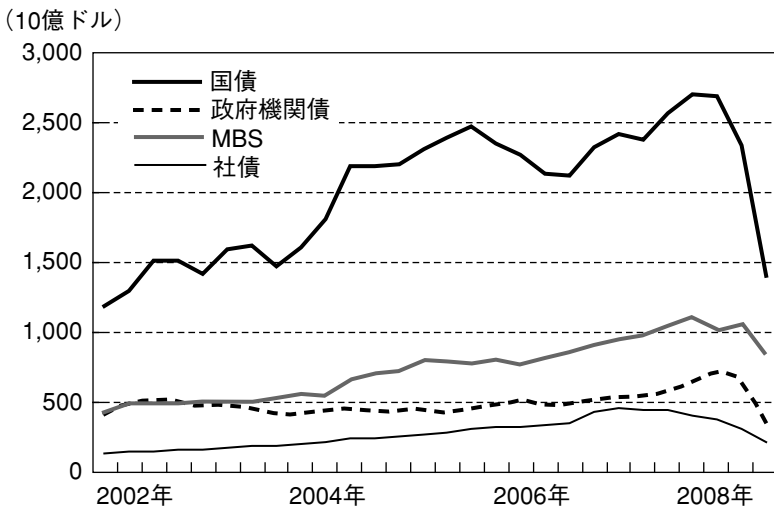
(出所) FRBNY, "Domestic Open Market Operations during 2007," February 2008, p. 21, Chart 13, "during 2008," January 2009, p. 11, Chart 5.

「米国レポ市場の特徴の一つは」投資銀行による市場の支配であった。そのビジネスモデルでは高いレバレッジをかけたポジションがとられ、その大部分はレポ市場においてファイナンスされていた。金融危機の発生前には、民間MBSやCDOなどの仕組み債、高利回り債などの低格付け債でも活発なレポ取引が行われていた。そして、巨額の仕組み債を抱えた投資銀行は、レポ市場においてその資産の約半分をファイナンスしていたようである」⁽⁴⁾と述べている。

つまり、金融危機の発端となったのは投資銀行が抱える巨額の証券化商品の価格下落であったが、危機が発生するまではそれらもレポに利用され、投資銀行はそれによって資金を調達していたのである。このことをプライマリー・ディーラーのファイナンス統計で確認してみよう。

図3は、FRB（ニューヨーク）が公表しているプライマリー・ディーラーのレポ取引（一部証券貸借取引を含む）⁽⁵⁾ データを証券別に示したものである（四半期末ベース）。これを見ると、投資銀行のファイナンスにおいてもやはり国債を使ったレポが多かったように見える。しかしながら、

図3 プライマリー・ディーラーのファイナンス（グロス）



(出所) FRBNY, Primary Dealer Statistics (www.newyorkfed.org/markets/gsds/search.cfm) より作成。

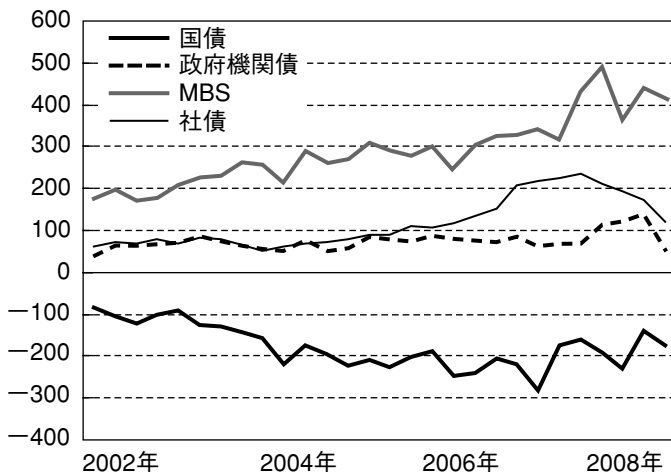
これは証券を（担保として）提供することによる資金調達を見たものであり、その反対側にある（現金または別の証券を担保として提供することによる）証券の調達と合わせて見ると実情は異なる。

図4は、「Securities Out」から「Securities In」を差し引いた証券ごとのネットの資金調達額を示したものである。プライマリー・ディーラーは国債に関しては債券の受取超過であったこと、資金調達手段としてはMBSが重要な役割を占め、さらに近年は社債の伸びも大きかったことがわかる。

ところが、証券化商品の価格が下落し、〇八年に入ってから、証券化商品の価格付けが困難となり、それらを用いたレポ取引を行うことは不可能となった。これが、同年三月のベアスターンズの実質的破綻の直接的原因となると同時に、民間レポ市場における対象債券の国債への集中に拍車をかけたのである。

そして上述のように、FRBの伝統的な資金供給方法も国債と政府機関債を用いたレポに限定されており、スタンディ

図4 プライマリー・ディーラーのファイナンス（ネット）
（10億ドル）



（出所）図3に同じ。

ング・ファシリティはStigmaのために利用が進まなかった。FRBは単に政策金利の引下げや供給額・期間の拡大にとどまらない、TAFに始まる新たな枠組みでの資金供給方法に訴えるほかなかったのである。

おわりに

各国の資金供給方法に違いがあるのは、第一にそれぞれの金融構造の違いを反映せざるをえないからである。間接金融が優位である（例えば企業の資金調達において銀行融資のシェアが高い）日本においては、中央銀行の金融調節手段においても、銀行を取引相手先とし、担保においても証書貸付債権を含む幅広いものとなるほかないであろう。⁶ 対照的に米国では、銀行融資のシェアが低く国債を中心とする債券市場の役割が大きいことを反映してプライマリー・ディラーとの国債レポによる資金調節が行われてきたのだと思われる。

そしてさらに、そうした金融構造の原因でもあり結果でもある要因として、市場機能への評価・態度をあげることもできるであろう。米国では、金融調節方法が事実上国債の売買に限定されていたが、銀行の企業向け融資債権を担保とする中央銀行融資と比較すれば、そこでは企業の信用リスクへの関与や融資にともなう信用割当的性格が厳格に排除されているのであって、市場メカニズムへの深い信頼がベースにあると言えるであろう。

しかしながら、こうした資金供給方法では、クレジット・バブル下で肥大化した短期金融市場の崩壊に対応しきれず、FRBは矢継ぎ早に非伝統的な資金供給策を打ち出さざるをえなくなったのである。危機発生時からのドル不足は、クレジット・バブル期における短期金融市場の変化とFRBの資金調節方法上の特徴を反映していると言えるであろう。

(1)

日銀はオペについては誤解が多いとして以下のように述べている。「オペとは何かを説明するとき、『中央銀行が金融機関等から手形や国債を買うこと（売買すること）』とされることが多い。確かに、売買はイメージをつかみやすい面がある。しかし、実際には上述の通り、オペ手段には売買と担保付貸付の両方があるうえ、日本では、担保付貸付である共通担保資金供給オペが主力のオペ手段となっている。また、海外でも、例えば欧州中央銀行の主力オペ（Main Refinancing Operation）は、落札金融機関と各国中銀の間の取引は、国によって条件付売買や有担保貸付など異なる法形式をとる。こうしたことから、オペとは『中央銀行が金融機関等との間で入札を通じて行う金融資産の売買や資金の貸付けなどの取引』と説明するのがより適当であろう」（日本銀行金融市場局「日本銀行の金融市場調節」二〇〇八年六月、二五―二六頁、傍点は引用者）。しかしながらこの説明は日銀とECBには当てはまるが、本文で述べているようにFRBには当てはまらない。

(2)

二〇〇七年八月の金融危機が発生すると、政府機関債を用いたレポの比率が急増する。さらに〇八年三月になるとFRBは政府機関保証付きMBSのみを対象としたオペ（シングル・トランシュ・レポ）を導入する。五月以降〇八年を通じてシングル・トランシュ・オペの残高は八〇〇億ドル前後と、図2に示した通常オペ残高の二倍以上の水準で推移する。そして〇八年第四四半期には通常オペの残高はゼロとなっている。FRBは（激減しつつも一定額を残す国債の買い切りオペ残高を除けば）すべてのドルを非伝統的な方法で供給せざるをえなくなったのである。

(3)

米国金融市場におけるStigmaの存在は、金融危機発生後のFRBの対応策をも大きく規定している。FRBは二〇〇七年十二月二日にTAF（Term Auction Facility）を導入したが、そのポイントは、①長期の資金供給であること（一ヶ月）以上に、②「窓口貸出」に入札を導入したことにあると思われる。すなわち、従来の「窓口貸出」では市場

での資金調達が困難となった預金金融機関に資金供給できなかったため、オークション形式を取り入れることで、預金金融機関に幅広い担保でドルを供給することが可能となったのである。へ危機時には入札型の資金供給に替わって政策融資へという「常識」が米国では機能せず、反対にへ政策融資を入札型にへ変える必要があったのである。

また、Stigmaのために、導入した緊急対策が機能しなかったケースも存在する。TAFがいわば「窓口貸出」に「オベ」の要素（入札）を取り入れて一定の効果をあげたのに対し、FRBが〇八年三月一六日に導入した（PDCF: Primary Dealer Credit Facility）は、「レポ」の対象先にしかなれなかったプライマリー・ディーラー（証券会社）に「窓口貸出」を提供するというものであったが、その利用は低迷している。その理由として、FRB自身が、スタンディング・ファシリティーである（融資が入札決定ではない）ことをあげている（"The Term Securities Lending Facility: Origin, Design, and Effects," *Current Issues in Economics and Finance* (Federal Reserve Bank of New York), Vol. 15, no. 2, February 2009, p. 4.)。

- (4) BIS, "Developments in repo markets during the financial turmoil," *BIS Quarterly Review*, December 2008, p. 48. 以下、レポ対象債券の拡大では、トライパーティ・レポ（BONY、JPモルガンチェース等のクリアリング・バンクが取引参加者双方の担保債券の管理、資金決済等を行う仕組み）が大きな役割を果たしていた。日銀のレポートも「MBSについては小額の銘柄が非常に多く存在しており、MBSのレポについてはトライパーティ・レポでないとフィージブルでないとの指摘が多い」と述べている（日本銀行金融市場局「米国短期金融市場の最近の動向についてーレポ市場、FF市場、FF金利先物・OIS市場を中心にー」二〇〇七年二月、一七頁）。

- (5) 「Securities Out」の額。「Securities Out」はレポ取引（現金と証券の交換）の場合は資金調達（証券の提供）を意味する（リバースレポは「Securities In」に計上される）。証券貸借取引（証券等を担保とする別の証券の貸借）の場合

は「Securities Out」と「Securities In」の両方に計上される。「Securities Out」のうち約九割がレポ取引によるものである。FRBNYのプライマリー・ディラー統計の見方については、⁶ “What Financing Data Reveal about Dealer Leverage,” *Current Issues in Economics and Finance* (Federal Reserve Bank of New York), vol. 11, no. 3, March 2005 参照。

ただし、日銀の主力オペである共通担保オペの差入担保に占める民間債務（企業向け融資、社債等）の比率は、近年上昇したとはいえ、〇八年三月末で四・六%にとどまる（日本銀行金融市場局「二〇〇七年度の金融市場調節」二〇〇八年六月、図表二二六）。また、それぞれの担保は、「掛け目」こそ異なるものの共通担保として対象先毎に一まとまりのものとして扱われる。

（いず ひさし・客員研究員）

アメリカの市場分裂は深刻化しているのか？ ～ダークプールの拡大について～

清水 葉子

1 はじめに

アメリカで「ダークプール」と呼ばれる透明性の低い取引の場が拡大していることが伝えられている。⁽¹⁾ダークプールという言葉には正式の定義はないが、取引所外で証券取引を行う電子取引システム（アメリカでは「代替的取引システム（ATS）」と呼ばれており、日本の取引所外取引システムであるPTSにおおむね相当する）の中に、取引情報の開示を義務づけられていないものがあり、こうしたシステムでの取引が増加していることを指す。また、近年は、複雑なアルゴリズム取引を利用したブローカーの内部付け合わせも話題になっており、こちらも「市場」ではないものの、開示されない流動性が潜在的に存在することから、ダークプールと呼ばれている。

電子取引システムによるものであれブローカーの内部付け合わせによるものであれ、開示されない取引が拡大すると、市場全体の透明性や価格効率性に懸念が生じるだけでなく、流動性が供給される場が分散することで、市場が分裂して大口取引の執行コストが高まるともされ、二〇〇六年頃から問題にされ始めた。ウォールストリート・ジャーナル紙の推計によると、ダークプールと呼ばれる取引の場は、全米で四〇以上あるとされ、従来の

証券取引所、取引所に接続され気配情報等が開示される取引システムであるECN以外に、ダークプールという形で多くの「市場」が存在していることになる。ダークプールの拡大は、九〇年代とは異なる形の市場分裂をもたらしていると言われるが、アメリカでどのような議論が行われているかを見てみよう。

2 証券取引の場の多様化（分裂）と規制

アメリカでは、「市場分裂」は古くから指摘されてきた。市場分裂の第一期は、機関投資家が台頭してきた一九六〇年代末から一九七〇年代である。この時期には、機関投資家の大口取引が拡大し、個人投資家の小口取引を中心とした従来の委託売買手数料体系に矛盾が生じた時期であった。大口取引では、注文の処理に規模の経済が働いたため、手数料に大口取引の余地が生じる。機関投資家は、大口取引を執行するにあたって、手数料が依然として割高なニューヨーク証券取引所を避け、手数料の割引を受けようとして第三市場・第四市場と呼ばれた取引所外の市場へ取引を流出させた。この時期の市場分裂は、手数料自由化によって大口取引に対する委託売買手数料を引き下げたことで収束し、取引所外に流出していた取引の多くは取引所に戻った。

第二期は一九九〇年代である。情報通信技術の発達を背景にした電子取引が拡大し「私設取引システム（PTS）」（後に「代替的取引システム（ATS）」）と呼ばれた取引所外の電子取引システムが拡大した。電子取引システムは、既存の証券取引所よりも優れたシステム技術を用いることで、迅速な執行・低いコストなどを武器に取引を大きく拡大した。この時期には、ナスダックのマーケット・メーカーの「談合疑惑」が大きな問題となったように、ナスダック市場では、マーケット・メーカーの要求する売買スプレッドが比較的大きかったため、電子取引システム側は、こうした銘柄を市場外でオークション取引することで取引コスト削減が可能となることを

強調した。このように、電子取引システムは、取引コストの低さを武器に主にナスダック銘柄の取引を奪ったが、ニューヨーク証券取引所上場銘柄については、数パーセントの取引を奪ったに過ぎなかった。

SECは、この市場分裂に対して、一定の条件を満たした電子取引システムをECNと定義して、気配の公開や公衆からのアクセスを義務づける「オーダー・ハンドリング・ルール」を導入（一九九七年施行）することによって、それまで「隠れた市場」とされた電子取引システムが公式にナスダック市場に接続され、透明性が大きく向上した。ナスダックのマーケット・メーカーが広めのスプレッドで安定した利益を得るビジネスモデルは失われ、デイスプライゼーション（呼び値の値刻みの縮小）の方向へ進んで行く。

この規制に続いて、第三期には、既存取引所と電子取引システムを同じ枠の中で包括的に規制しようとする動きが強まる。これは、ECNを含む電子取引システムが既存証券取引所と事実上同様の市場機能を果たしていることから、競争条件を揃えることでアメリカ証券市場のイノベーションを促進しようとする考えに基づくもので、一九九八年一月に「Regulation ATS」が採択された。この規制では、市場機能を果たすものをすべて「代替的取引システム（ATS）」と定義し、全米市場システム（NMS）に組み込むというコンセプトが示された。電子取引システムはいったんATSというカテゴリーに入れられた上で、①登録取引所となり自主規制を行うか、または②ブローカー・ディーラー登録のままRegulation ATSの規定に従うかを自ら選択することができる。（取引高が大きいATSほど追加的な規制あり）。このように既存証券取引所と新興の電子取引システムを同じ競争条件において競争促進をはかりながら市場の分裂に対応するというのが、アメリカSECの特徴的なスタンスであると言えることができる。

この包括的な規制の導入と前後して、インスタイネット（後にINET）やアーキペラゴなど、小規模取引

所と変わらないくらいの成功をおさめるATSが登場し、ニューヨーク証券取引所やナスダックなどと肩を並べて「取引の場」どうしの競争が始まった。競争は、取引コストの低さ、執行の速さ、大口取引の執行のしやすさなど、多面的に行われ、「市場間競争」という言葉も使われた。しかし間もなく、ATS業界は二大陣営に整理されて行く。一方の大手であるアーキペラゴは、地方証券取引所であるパシフィック証券取引所を買収して証券取引所としての地位を手に入れると、中堅ATSであるRediBookやGlobeNetを飲み込む動きを見せ、もう一方の大手であるインスティネット（後にINET）も有力ATSであるIslandや、すでに合併していたStrike、Brutなどの小規模ATSを吸収した。ATS陣営はアーキペラゴとインスティネットに二分されたが、さらに最終的にはニューヨーク証券取引所がアーキペラゴを、ナスダックがINET（インスティネット）を買収することで既存市場と統合された。既存証券取引所は新興勢力の高い技術力を取り込むとともに、いったん流出した流動性を既存市場に取り戻し、市場分裂は収斂するかに見えた。

③ Regulation NMSの導入

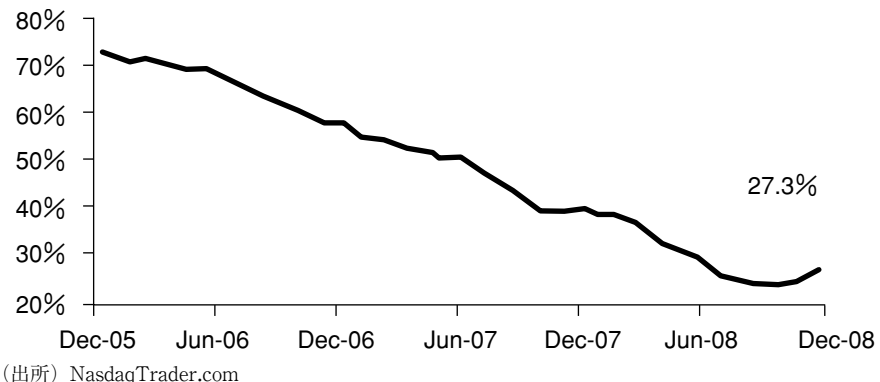
二〇〇〇年代に入ると、さらに包括的な規制である「Regulation NMS」が二〇〇五年五月に採択され、順次導入された。この規制は、既存取引所と電子システムが混在して競争をおこなうことで、証券取引の場（trading venues）が複雑化したことを踏まえて、各市場間の平等な競争促進と、市場が分裂することの弊害を防止しようとするものである。ルールの中身は四つに分けられ、①トレードスルー規則の見直し（ニューヨーク証券取引所など人手を介する「遅い市場」で出ている最良気配は無視することができる）、②市場アクセスに関するルール（市場間で手数料に上限を設定し実質的な執行コストを比較可能にする）、③最小値刻みに関するルール、④市場

情報収入の配分（証券の価格情報をベンダーなどに売って得た収入を市場間で平等に配分する）。

最も影響が大きいとされたのはトレードスルー規制で、「遅い市場」とされたニューヨーク証券取引所での電子化を促進することにつながるとともに、ATSなどの「速い市場」の相対的優位性が高まった。一九九〇年代の「市場の分裂」では、ナスダック銘柄の取引がATSなどへ流出したことが話題になったのに対し、今回はニューヨーク証券取引所の上場銘柄が、ニューヨーク証券取引所の外へ流出していることが大きな特徴である。

図表1はニューヨーク証券取引所上場銘柄のうち、ニューヨーク証券取引所で取引されている割合を示したものである。ニューヨーク証券取引所は、ATSであったアーキペラーゴを吸収しているが、図表1では、旧アーキペラーゴを除いた市場規模が示されている。ニューヨーク証券取引所上場銘柄に占める取引シェアはわずか三割弱でメイン市場としての地位は大きく低下している。図表2は、アーキペラーゴ部分も含めたグループ全体での市場規模であるが、合計で見てもニューヨーク証券取引所グループのシェアは二〇〇七年で約半分程度と、ここ三、四年で大きく低下し、かなりの市場分裂が起きていることが

図表1 ニューヨーク証券取引所上場銘柄の取引に占めるニューヨーク証券取引所のシェア（アーキペラーゴ除く）



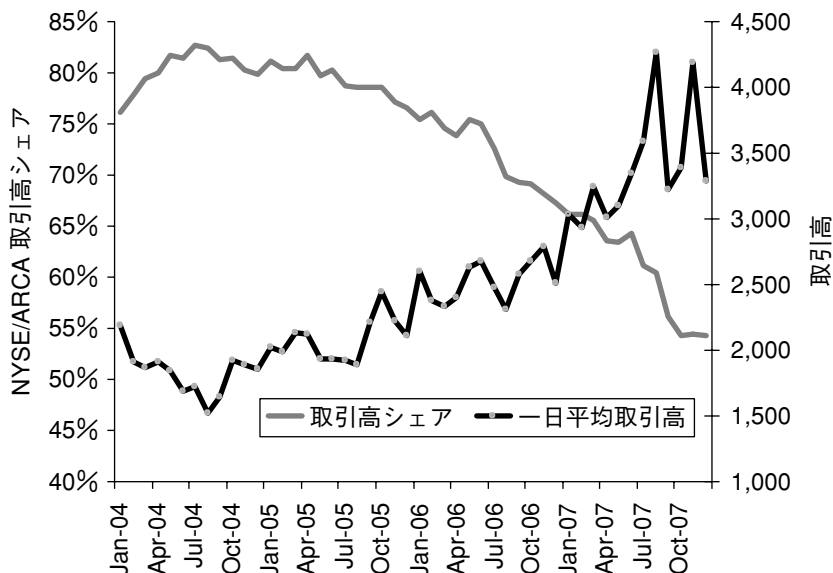
見てとれる。

4 ダークプールの登場

ダークプールという言葉には正確な定義は存在せず、ブライインド・ブック・マーケット、ダーク・リクイデティ・プールなど、いくつかの呼称がある。前述したように、取引情報の開示が義務づけられていない電子取引システムでの取引や、そもそも開示義務のないブローカー・ディーラーによる内部付け合わせが、透明性が低いにも関わらず近年拡大していることから、ダークプールという言葉はこうしたものを総称しているとされる。

図表3のように、アメリカの証券市場は、最も透明性が高い証券取引所（ニューヨーク証券取引所、ナスダック、地方証券取引所）から、電子取引システムの中で情報開示が義務づけられているECN、情報開示義務の程度がまちまちであるATS、そもそも情報開示義務のないブローカー・ディーラーの

図表2 ニューヨーク証券取引所上場銘柄の取引に占めるニューヨーク証券取引所のシェア（アーキベラーゴ含む）



(出所) Citi Group "A General Overview of the Financial Markets"

店内付け合わせの順で、グラデーション的に透明度が下がっていくというイメージである。

5 ダークプールのビジネスモデル分類

先に述べたように、ダークプールには様々なタイプのものがあり、分類は簡単ではないが、ここでは、みずからも大手クロッシングネットワークPOSITなどを運営するITGの分類にしたがって、そのビジネスモデルを見てみよう。

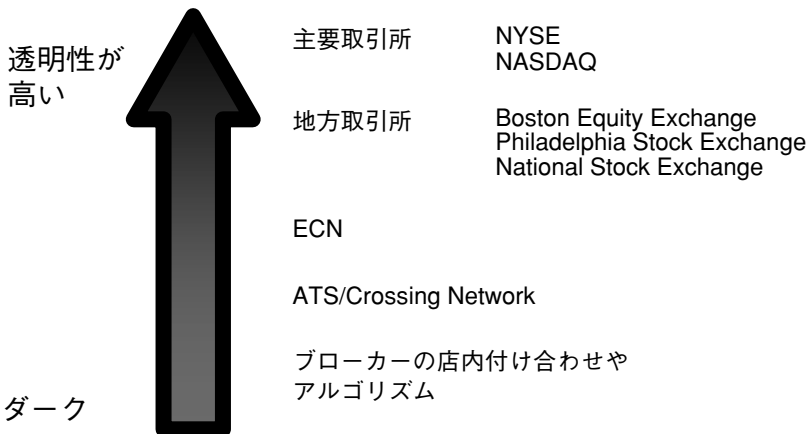
(1) Public Crossing Network

運営者自身は流動性を提供せず、参加者からの流動性のみでクロス取引を行うシステム。流動性拡大は難しいので古株のシステムが中心で、代表的なものとして、POSIT、Instinetなどのほか、近年Liquinet Pipelineなどが成長している。

(2) Internalization Pool

大手ブローカー・ディーラーが運営しており、元々は自分の在庫と顧客注文を店内で付け合わせて取引を成立させていたが、他のブローカー・ディーラーにもアクセスさせることで流動性を拡大しているもの。流動性獲得のために提携先を拡大している。代

図表3 証券取引の場のイメージ



(出所) Citi Group "A General Overview of the Financial Markets" より作成

表的なものとしてクレディ・スイスが運営するCrossfinderやゴールドマンサックスの運営するSigma X[®] モルガンスタンレーのMSPOOLなどが大きい。

(3) Ping Destination

大手ヘッジファンドやマネーマネージャーが運営するもので、顧客注文と自分の在庫をマッチングする。低コストを売りにしており、顧客はセルサイドが中心で、ダークプール・アグリゲーターなどと呼ばれる複雑なアルゴリズムのシステムを持っている場合が多い。代表的なシステムとして、ATD、GETCOなど。

(4) Exchange-Based Pool

ECNや取引所が運営するATSで、取引情報を開示せずに付け合わせさせるもの。本来の取引所やECN自身の流動性向上が目的であり、規模としてもかなり成功しているものが多い。ニューヨーク証券取引所のARCA（アーキペラゴ）のほか、ナスダック自身もダークプール部分を持つ。また、取引所登録をしたATSであるBATS取引所など。

(5) Consortium-Based Pool

ブローカー・ディーラーが共同で設立し、自らの在庫と顧客注文をマッチングするシステム。大手ブローカー・ディーラーが重複して様々なシステムに参加していることが特徴である。これは、各社が個別に内部化システムを所有しているものの、自分のところでマッチングしなかった場合の回送先として他社との共同システムを確保しているためとみられている。LEVEL、BIDSなど。

6 おわりに

乱立気味のダークプールであるが、ブローカー・ディーラーの店内付け合わせなど、ずっと以前から存在するタイプのものもあり、こうした取引領域をどう理解すれば良いのか、難しいところである。アメリカSECの Division of Trading and Markets のディレクター、Erik R. Sirri 氏が SIFMA の「二〇〇八年ダークプール・シンポジウム」で行った基調講演⁽³⁾で示した見解を引用しよう。

Sirri 氏は、SEC の公式見解ではないことを断った上で、ダークプールに対してひとまず広い定義をする意図であることを述べ、取引市場で明示されている気配以外に潜在的に存在する流動性はすべてダークプールと呼ぶことができるとしている。たとえば、最も昔からあるダークプールとして、取引所のフロアブローカーが持っている流動性を挙げている。これは、人手を介した取引をしているフロアブローカーが持っている流動性であるが、まだ場にさらされていないために潜在的なものでしかなく、場にさらされて初めてアクセス可能な気配となる。このように、最近話題になっているダークプールは、電子化にもなっており出てきたあたらしいものと解するべきではなく、ずっと以前から市場に存在していたと述べている。

氏は、こうした観点から、市場をまず透明性のある市場とない市場の二つに分け、それぞれをさらに二つずつ、合計四つに分類できるとしている。第一の透明性のある市場とは、気配が表示されている取引の場 (quoting venues) を指し、これには従来の証券取引所と、気配が表示されている電子取引システムである ECN が含まれる。一方、第二の透明性のない市場とは、透明性の低いダークな取引の場 (dark venues) を指し、ブローカー・ディーラーが店内付け合わせ (内部化) している流動性と、いわゆるダークプールを運営している ATS に分けられる。このなかで近年生まれた新しいタイプの取引の場 (市場) は、最後のダークプールを運営する ATS の

みであり、残りは従来から存在したとするのである。

Sirri氏によると、ダークプールが既存の市場 (quoting venues) を脅かしているというイメージは必ずしもあたらなない。というのは、既存取引所の取引シェアが低下しているのは確かに事実であるが、既存取引所とECNを加えた合計取引シェア (quoting venuesのシェア) は、二〇〇四年の八五% (ニューヨーク証券取引所上場銘柄) と七一% (ナスダック上場銘柄) から、二〇〇七年末の八三% (同ニューヨーク) と七七% (同ナスダック) と安定しており、quoting venues全体のシェアが低下しているわけではない。ダークプールを運営するATSが拡大しているように見えるのは透明性の低い取引の場 (dark venues) どうしでシェアを奪い合っているせいではないか、としている。もっとも、ダークプールについての公式統計は十分でないので、現在のダークプールの拡大が、いずれquoting venuesのシェアを奪うことにならないという保証はなく、また既存市場やECNも顧客サービスのためにそれぞれダークプール部分を持っているため、問題はシンプルではないとしている。

注

- (1) 井上 武 (二〇〇七) 「米国株式市場間競争のもう一つの側面」『資本市場クォーター』二〇〇七年冬号。高村幸治 (二〇〇八) 「米国における『ダークプール』と『ダークプール・アグリゲーター』の登場」『知的資産創造』二〇〇八年五月号。
- (2) Hitesh Mittal, ITG, "Are You Playing in a Toxic Dark Pool? A Guide to Preventing Information Leakage", June 2008
- (3) Erik R. Sirri, "Keynote Speech at the SIFMA 2008 Dark Pools Symposium", Feb 1, 2008, <http://www.sec.gov/news/speech/2008/spch020108ers.htm>

(しみず ようこ・客員研究員)

ニューボートバイイングの現状と対応策

福本 葵

1 はじめに

年金基金や投資信託などの機関投資家は、資金提供者からの小口の資金を集め運用している。信託もまた資金提供者からの資金を運用している。これらに加え、カストディバンクなど、近年、資金提供者つまり実質的な株主と株主名簿上の株主とが同一ではないケースが多く見られる。

これらのケースは名義株主と実質的株主とが異なるものの、名義株主の背後には資金を提供している実質的株主が存在している。契約によっては、名義株主が議決権を行使する際には、資金提供者の指図が必要であるものもある。⁽¹⁾ また、年金基金も信託も実質的株主に対する「fiduciary duty」があり、これに基づいて行動しなければならぬ。

しかし、名義株主と実質的株主が異なるケースのうち、近年は新たな形態が見られるようになってきた。いわゆる「エンプティ・ボートイング（空の議決権）」と言われるものである。⁽²⁾ その方法には、貸株取引を利用したものと、トータル・リターン・スワップを利用したものとがある。それ以外の名義株主と実質的株主との相違のケースと異なる点は、議決権を行使する者が経済的利益を持っていないか、もしくは、持つてはいても行使する議決権と同程度には持っていない（より少ない）ことにある。

このエンプティ・ボートイングを含むニューボートバイイングについては、アメリカでの議論が盛んである。

そこで、本稿では、まず、この現象がアメリカ特有の問題であり日本では見られないのか、日本の大量保有報告制度はこれに対応できているのか、進んでいるとされるイギリスでの対応策はどのようなものかについて紹介し、これらについて考察することを試みた。

2 企業価値を高めるインセンティブを持たない株主行動

(1) 株主に議決権がある理由

そもそも株主にのみ議決権が与えられている理由は、株主が会社の residual claimants (残余権者) であるからとすることが多い。つまり、会社債権者が会社に対して有するのは、はじめから契約で金額が定められている債権であって、それは会社の価値がいくら増大しても変わらない。会社価値のうち、会社債権者の取り分を除いた残余財産は株主に帰属する。従って、株主は残余価値を高めるインセンティブを持つ。このことから、株主に議決権が与えられるとする⁽³⁾。

しかし、近年、この考え方にそぐわない株主行動が見られるようになってきた。金融技術の発展によって原則とは異なる行動が見られるようになった。これが先に述べたエンプティ・ボートینگである。彼らは残余価値を高めるインセンティブを持たない。短期的な投資判断による議決権行使の是非が問われているが、短期的な投資判断どころではない。空の議決権を行使する者の中には、企業価値を高めるどころか、むしろ企業価値が下がるかと判断され、株価が下がる方がより多くの利益が得られる場合がある。そのため、会社の企業価値を下げる合併決議に賛成したり、反対に企業価値を高める決議に反対したりする場合もある。

(2) 企業価値を高めるインセンティブを持たない株主行動

ここで、企業価値を高めるインセンティブを持たない株主行動の例を挙げたい。二〇〇六年、香港のヘンダーソン・インダーソン・インベストメントの株式を七五%持つ親会社であった。ヘンダーソン・インダーソン・インベストメントを完全子会社化するべく、残りの二五%株を購入するという提案をした。提案が発表されると、ヘンダーソン・インベストメントの株価は上昇した。ところで、香港法では、買収は浮動株の一〇%の反対によって阻止される。この場合は、発行済み株式総数の二・五%である。買収は少数株主にも好意的に評価されたと考えられていた。ところが、株主総会決議の結果、驚いたことに、二・七%の反対で否決された。

このようなことが起こったのはなぜか。それは、複数のヘッジファンドが、権利確定日前に貸株取引によって、議決権を取得し、その後、ヘンダーソン・インベストメント株を空売りし、そして三ヶ月後の株主総会において貸株で取得した議決権で決議に反対したからであった。彼らは空売りをしていたので、買収の発表の段階では、株価が上昇すればするほど、そして、買収提案が否決された情報によって株価が下がれば下がるほど、利益を得ることができる。株価が下がったところで、株式を購入し、空売りを決済する。また、買収決議が反対されるであろうことは、多くの投資家の予想に反するものであったであろう。

このような行動をするヘッジファンドにとつては、合併や買収によって企業価値が上がるので賛成票を投じるという従来の「株主が残余価値を高めるインセンティブを持つ」という考えは当てはまらない。むしろ、反対である。買収の発表時点での株価と否決が発表された時点での株価の差が大きければ大きいほど利益が得られる。

貸株取引やスワップ取引を用いて、経済的所有を持たない者（もしくは行使する議決権ほどは経済的所有を持たない者）が議決権を行使することをエンプティ・ボートイング（空の議決権）という。エンプティ・ボート

ングとヒドゥン・オーナーシップ（隠れた所有⁽⁴⁾）、およびこれら二つを併せて、ニューボートバイイング（新たな議決権購入）という。これらのことは、テキサス大学の Henry T. C. Hu⁽⁵⁾ および Bernard Black の造語である。これらの議論はアカデミック、特にアメリカを中心に盛んになってきている。

3 OECD の公表文書

このような議論に対し、OECD のコーポレートガバナンスについての Steering Group は 2007 年五月に『THE ROLE OF PRIVATE POOLS OF CAPITAL IN CORPORATE GOVERNANCE: SUMMARY AND MAIN FINDINGS ABOUT THE ROLE OF PRIVATE EQUITY FIRMS AND "ACTIVIST" HEDGE FUNDS』と題した報告書を発表した。この中では「アカデミックには空の議決権が注目を浴びるようになってきている。しかし、実際にはそう広がっているものではない。」「空の議決権はヘッジファンドの排他的領域ではない⁽⁶⁾。発行会社の取締役も、大株主もこの技術を用いている。」と現状についてコメントしている。

これが問題となる場面については、「このストラテジーを用いている少数のヘッジファンドはそれが他の株主と潜在的な利益の争いがある場合に注意を引く。」「これが起こるのは、例えば、買収会社および被買収会社の両方の株式を持っているヘッジファンドが、買収会社のリスクを完全にヘッジした上で、買収価格が過大評価であっても合併に賛成する場合である。」としている。

また、「同様の株主間の利益の争いは過去にも見られた。従って、このような問題は会社法において新しいものではない。しかし、この状況を管理することは、新たなもの言う株主の重要性の増加と金融イノベーションの向上に伴ってさらに重要なものとなってきた。」と述べている。

さらに政策や規制の可能性については、「資本市場の発展に対する実行可能性のある政策の与える効果、コーポレートガバナンス規制に与える効果を注意深く考える必要がある。」「新たな実用性を禁じたり阻害したりすることなく、透明性の向上を通じて、異なるニーズ間での適切なバランスが達成される必要がある。」「いかなる場合においても、市場の失敗が起こりうる場合には、必ず、ルールのコストとベネフィットが注意深く図られなければならない。」と述べている。

つまり、現状はアカデミックで議論されている程には、喫緊でかつ多くの発生事例があるわけではない。また、ヘッジファンドに特有の行動でもない。しかし、このような状態を管理することは重要である。貸株市場や金融技術の進展を阻害することなく透明性の向上を通じて規制すべきである。また規制するとならばどのような方法が実行性があるのかを見極めていくべきということを述べた。

4 日本では起こっているか

(1) 貸株取引を用いた空の議決権は、日本で起こっているか

OECDは広く発生している問題ではないと述べているが、では、空の議決権は日本でも問題となっているのだろうか。結論からいうと、現状ではあまり起こっていない。これにはいくつか理由があると考えられる。一つには、日本の貸株市場が歴史も浅く、参加者および件数も少ないことが挙げられる。貸株市場がイギリスやアメリカほど成熟していないからではないかと考えられる。

また、年金などの機関投資家は権利確定日に株式をリコールするのが慣例であり、議決権は貸手が行使する。借手がrecord date capture（議決権つかみ）を行うことは、日本では難しいかまたはコストがかかる。仮に、借

手に議決権を行使させる場合には、前もって発行会社からの了解を得ることが慣行になっている。銘柄によっては、貸手である生命保険会社などが前もって発行会社の了承を先に取り付けておく場合もある。さらに、貸株取引が、大量保有報告制度の要求する数値を超える場合には、大量保有報告書によって取引が明らかになるからであるというのも一つの理由であろう。

ただし、これらは日本の機関投資家の慣行であるため、外国人投資家が行う場合には当てはまらない。貸株市場の成熟、取引の拡大、または外国人投資家の増加によつては、議決権取得目的の取引が今後増加する可能性は否めない。

これまでも日本で発生したケースがある。一つは、フジテレビ株式のソフトバンクインベストメントへの貸株である。また、アデランスホールディングスの二〇〇八年六月二九日開催の株主総会においても、ステイールに加担するヘッジファンドが空の議決権を行使したのではないかと、考えられている⁽⁷⁾ことが報じられている。

(2) 日本の大量保有報告書

次に、日本の大量保有報告制度では、仮に空の議決権や隠れた株式所有があった場合に適切に開示されるのであろうか。貸株取引を行った者やトータル・リターン・スワップのロングのポジションを有する者に大量保有報告義務はあるか。

まず、大量保有報告書を提出しなければならないのは誰か、提出義務者は誰かについて、金融商品取引法は以下のように定めている（二七条の二三の第三項）。まずは法第二七条の二三第三項本文に該当する⁽⁸⁾、自己又は他人の名義をもって株券等を所有する者、次に、売買その他の契約に基づき株券等の引渡請求権を有する者、その他

これに準ずる者〔施行令第一四条の六⁽⁹⁾〕である。その他、法第二七条の二三第三項第一号に該当する、金銭の信託契約等によって株券等の発行者の株主として議決権その他の権利を行使することができる権限を有する者や第二号に該当する投資一任契約につき権限を有する者などがある。

それでは、まず、貸株取引によって空の議決権を行使する者はこれらに含まれるか。貸株は、消費貸借である場合がほとんどであり、従って、貸手は株券の引渡請求権を有している。そのため、二七条の二三第三項括弧書きの「売買その他の契約に基づき株券等の引渡請求権を有する者」に該当する。

また、株券等の大量保有の状況の開示に関する内閣府令改正様式の記載上の注意の中でも、当該株券等に関する担保契約等重要な契約として、「保有株券等に関する貸借契約、担保契約、売戻し契約、売り予約その他の重要な契約又は取決めがある場合には、その契約の種類、契約の相手方、契約の対象となっている株券等の数量等当該契約又は取決めの内容を記載すること。株券等を組合又は社団等の業務執行組合員等として保有している場合、共有している場合等には、その旨記載すること。」と記されている⁽¹⁰⁾。つまり、貸手はその保有株券に含めなければならぬ。また、借手も処分するまでは、保有株券に含めなければならぬ。

次に、スワップ取引は開示されるであろうか。先に述べた提出義務者のうち、売買その他の契約に基づき株券等の引渡請求権を有する者その他これに準ずる者に、スワップ取引のロングのポジションを持つ者が該当するかどうかが問題となる。条文によると契約に引渡請求権を明記している場合には、報告しなければならないと解される。しかし、引渡請求権のない契約には該当しない。

単一の銘柄について大量のトレード・エキイティ・スワップ取引のロングのポジションを保有すれば、ショートポジションを持つ者に対して、株式の買い圧力がかかる。また、契約を解除すれば、ショートのポジション

を持つ者に対して、売り圧力がかかることになる。引渡請求権を持たなくとも、大量の売りによって株価が下落した株式を購入すれば、買収決議がある場合など必要な時に、突然大株主として姿を現すということが可能となる。

また、後述する Contract for Difference (C f D) のように、差金決済によるものは、施行令一四条の五の二の大量報告義務の対象有価証券とは言えず、報告義務がないのではないかと考えられる。

つまり、日本の大量保有報告制度においては、貸株取引を用いたニューボートバイイングには対応できているが、一方、スワップ取引を用いたものについては必ずしもすべてに対応できていない。

5 ニューボートバイイングに対するイギリスの対応

(1) 大量保有報告制度の改正

アメリカにおける大量保有報告制度は貸株取引にもスワップ取引にも十分に対応できていないとの指摘がある。⁽¹¹⁾ イギリスは、これまでも C f D 取引が多く行われているため、この問題については一〇年以上前から既に問題視されていた。⁽¹²⁾ C f D とは、Contract for Difference の略で、売値と買値の差額のみを決済するスワップ取引である。

配当などは取得することはできるが議決権はない。また、開示義務も印紙税支払い義務もない。通常は O T C で行われることから、取引期間を自由に設定できる。つまり、止めたいときにはいつでも止められる。イギリスでは企業買収などについても、買収企業が被買収企業の現物株を買うのではなく、C f D を利用し、買収提案の段階になって俄かに現れるということが頻繁に行われるようになっていた。Bae システムズのアルビス社買収の際にも、複数のヘッジファンドが C f D 取引を行っており、これらのヘッジファンドの後押しで Bae システムズは

買収を成功させた。

このCfDについて、イギリスのFSAは二〇〇七年一月にDisclosure of Contracts for Differenceと題するペーパーを発表した。また、二〇〇八年八月にはこのリバイス版を発表した。

この報告書の中でもエクイティ・スワップは現物で決済するものであれ、差金決済であれ、大量保有報告の対象とするべきという記述がある。CfDなども大量保有報告の開示対象に含める方針と発表した。

さらに二〇〇九年三月三日には、FSAは二〇〇八年八月発表の報告を修正し、施行予定をそれまで予定していた二〇〇九年の九月一日から六月一日へと早めた。新たな大量保有報告制度においては、CfDはそれのみ、または他の保有分との合算で、三%を超える場合には報告の対象となる。報告書によると早期施行の理由としては、昨年夏からの金融情勢の変化およびこれらの変化によってもたらされた透明性に対するニーズからとしている。

また、もう一つの大きな変更点として、実質的な所有をより正確に反映させるため、デルタベースによる換算で開示されることとした。ただし、新たな要求にすぐには対応できないことも考えられるため、施行から七ヶ月の間は、ノーマルベースとデルタベースのどちらの形式で報告してもよいこととする。(市場参加者が正確に計算できるようにするため、この間、ノーマルベースで報告する会社は、DTR (Disclosure Rules and Transparency Rules、開示規制および透明性規制第五章)の規則に基づく追加的开示を要求する)としている。

イギリスのCfD取引はアメリカや日本よりも規模も大きく歴史も古い。これが問題となるのもその他の国よりも早かったため、大量保有報告制度の改正も早期であると考えられる。

(2) 貸手のベスト・オブ・プラクティス

イギリスにおいては、貸株取引の貸手に関しても、複数の団体が近年、ベスト・オブ・プラクティスを発表している。まず、バンクオブイングランドの貸株およびレポ委員会 (the Securities Lending and Repo Committee) は二〇〇四年十二月、“Code of Guidance the Securities Borrowing and Lending Code of Guidance”を発表した。この中で、「市場には証券は単に議決権を行使するという目的で借りられるべきではないという同意がある。例えば貸手は貸株の以前に、一定期間に株主総会や臨時株主総会において、彼ら期待されているコーポレートガバナンスの責任を考えるべきである。受益者はエージェントが議決権行使の責任を果たしているか、貸株取引の行動に対しても責任を果たしているかについても確認する必要がある。」としている。

また、機関投資家・規制当局など関連団体から成る、コーポレートガバナンス改善・推進を目的とした民間非営利団体である International Corporate Governance Network (ICGN) の貸株委員会 (Securities Lending Committee) も二〇〇五年一〇月一五日、ベスト・プラクティス (ICGN Stock Lending Code of Best Practice) を発表している。

この中では、透明性、一貫性、責任に関する三つの原則が挙げられている。第一の透明性に関しては、「貸株取引は自己取引や受益者のための取引と同程度の透明性と安全性がもたらされなければならない。」と述べられている。第二の一貫性については「貸株エージェントが自分の利益を犠牲にしてまで、貸手の長期の利益を保護するか、管理者責任をまっとうするかは確実なものではない。従って、ボーダーラインの状況を律するメカニズムを確立しなければならない。」と述べられている。第三の責任に関しては、「信頼できる株主には、彼らの株式保有と関連した議決権が彼らの定まった方針と経済利益に反する方法で投じられないのをチェックする義務があ

る。」と述べられている。この原則に沿って、七つのベスト・プラクティスを述べている。

さらに、証券貸借取引参加者の業界団体であるInternational Securities Lending Association（国際証券貸付協会）も二〇〇五年七月四日、“Securities Lending & Corporate Governance”と題したベスト・プラクティスを発表した。これも透明性、一貫性、コミュニケーション、タイミングに分けたベスト・プラクティスを発表した。

6 まとめ

本稿では空の議決権や隠れた株式所有のニューボートバイイングが日本でも問題となっているかについて述べ、また、他の国に先き駆けてこれらに対応しているイギリスの対応策を紹介した。イギリスでは問題となる時期も早かったため、他の国に比べて対応も早い。アメリカにおいても大量保有報告制度を改正すべきという議論がなされている。

日本においては、貸株取引を通じた空の議決権は現状では大きな問題となっていない。その理由の一つには機関投資家の慣行が挙げられる。しかし、今後問題となることはないとは言いが切れない。また日本の大量保有報告制度は貸株取引には対応できていても、スワップ取引については十分に対応できているとは言えない。C f Dは日本でも普及してきており、金融庁が顧客資産の保護策を導入する方針を固めた⁽¹³⁾と報道された。

経済的所有と議決権の行使が、大きく乖離することが常態化し、このような取引が多くを占めるようになれば、発行会社にとっても投資家にとっても開示制度の意義が低下してしまうことになりかねない。日本においても、空の議決権行使などについても対応できる大量保有報告制度とすることは、今後の課題となると考えられる。

注

- (1) 拙稿「名義株主と真の株主」『証研レポート』一六四三号、四七頁（二〇〇七年七月）
- (2) 拙稿「ヘッジファンドが主役の新たな議決権売買」『証研レポート』一六五一号（二〇〇八年二月）
- (3) 藤田友敬「株主の議決権」『法学教室』一九四号、一九頁（一九九六）
- (4) スワップ取引のロングのポジションを取る者が、実質的には株式の経済的持分を有しているにも関わらず、開示義務を免れること。企業再編などの重要な決議がある場合、俄かに大株主として登場し、議決権を行使する場合に問題となる。
- (5) Henry T. C. Hu and Bernard Black "The New Vote Buying: Empty Voting and Hidden (Morphable) Ownership", *Southern California Law Review*, Vol. 79, May 2006
- (6) エンプティ・ボートینگ（空の議決権）はヘッジファンド・アクティビズムの一つである。
- (7) 二〇〇八年三月二四日 日本経済新聞
- (8) 金融商品取引法二七条の二三第三項

3 第一項の保有者には、自己又は他人（仮設人を含む。）の名義をもつて株券等を所有する者（売買その他の契約に基づき株券等の引渡請求権を有する者その他これに準ずる者として政令で定める者を含む。）のほか、次に掲げる者を含むものとする。ただし、第一号に掲げる者については、同号に規定する権限を有することを知った日において、当該権限を有することを知った株券等（株券等に係る権利を表示する第二条第一項第二十号に掲げる有価証券その他の内閣府令で定める有価証券を含む。以下この項及び次条において同じ。）に限り、保有者となつたものとみなす。

一 金銭の信託契約その他の契約又は法律の規定に基づき、株券等の発行者の株主としての議決権その他の権利を行使することができる権限又は当該議決権の行使について指図を行うことができる権限を有する者（次号に該当する者を除く。）であつて、当該発行者の事業活動を支配する目的を有する者

二 投資一任契約その他の契約又は法律の規定に基づき、株券等に投資するのに必要な権限を有する者

金融商品取引法施行令
(対象有価証券の範囲)

第十四条の五の二 法第二十七条の二十三第二項に規定する政令で定めるものは、次に掲げるものとする。

一 株券（議決権のない株式として内閣府令で定めるものに係る株券を除く。）

二 新株予約権証券及び新株予約権付社債券（新株予約権として議決権のない株式のみを取得する権利のみを付与されているものを除く。）

三 外国の者の発行する証券又は証書で前二号に掲げる有価証券の性質を有するもの

四 投資証券等

(株券等の引渡請求権を有する者に準ずる者)

第十四条の六 法第二十七条の二十三第三項に規定する政令で定める者は、次に掲げる者とする。

一 株券等（法第二十七条の二十三第一項に規定する株券等をいう。以下この章において同じ。）の売買の一方の予約（当該売買を完結する権利を有し、かつ、当該権利の行使により買主としての地位を取得する場合に限る。）を行つてゐる者

二 株券等の売買に係るオプション（当該オプションが第十四条の四の二第一号に掲げる有価証券において表示さ

れている場合を除く。）の取得（当該オプションの行使により当該行使をした者が当該売買において買主としての地位を取得するものに限る。）をしている者

（保有株券等から除外するもの）

第十四条の六の二 法第二十七条の二十三第四項に規定する政令で定める権利は、次に掲げる権利とする。

- 一 売買その他の契約に基づく株券等の引渡請求権
- 二 金銭の信託契約その他の契約又は法律の規定に基づき、株券等の発行者の株主若しくは投資主としての議決権を行使することができる権利又は当該議決権の行使について指図を行うことができる権利
- 三 投資一任契約その他の契約又は法律の規定に基づいて有する投資をするのに必要な権利
- 四 株券等の売買の一方の予約に基づき、当該売買を完結させ、かつ、買主としての地位を取得する権利
- 五 株券等の売買に係るオプションの行使により当該行使をした者が当該売買において買主としての地位を取得する権利

(10) <http://www.isa.go.jp/news/20/syouken/20080722-1/12.pdf>

(11) 前掲Henry T. C. Hu and Bernard Black (2006), P874

(12) 二上季代司「トラファルガー事件の意味するもの」『証研レポート』一五二九号（一九九五年二月）

(13) 二〇〇九年二月一九日、日本経済新聞朝刊

〔付記〕 本稿は平成二〇年帝塚山学園特別研究助成費による研究成果の一部である。

本稿は平成二〇年度日本学術振興会科学研究費基盤研究（C）一般による研究成果の一部である。

（ふくもと あおい・客員研究員）

二〇〇八年九月 米国金融システム危機と空売り規制

志馬 祥紀

本稿では、二〇〇八年九月の米国リーマン・ブラザーズ社破綻後の金融システム危機を背景として、証券取引委員会（SEC）が導入した空売り規制（及び各種規制）について分析を行う。今回の規制は、同年七月の Naked Short Sales 規制の導入・解除に続くものであり、導入の背景や内容など両者の性格の違いが注目される。以下では九月の規制について、当局の状況認識や具体的な規制内容を説明し、規制効果を測定の上、規制の性格を検討する。

1 規制の発動状況…どのような状況下で規制が導入されたか？

九月の規制が導入された背景、株式市場の状況について説明を行う。

株式市場の状況を S & P 五〇〇 指数の変動から見ると（図表 1 参照）、二〇〇八年一月当初一四〇〇ポイントあった指数値は、ベアー・スターンズ社の破綻・救済を間に挟みながら下落を続け、七月のネイキッド・ショート・セールズ（NSS）規制導入時には一二〇〇ポイント台まで下落した。NSS 規制を受けて指数値は一時一三〇〇ポイント台まで回復したものの、九月のリーマン・ブラザーズ社の破綻後は、空売り規制をはじめとする各種規制や金融システム安定化策の導入にも関わらず、指数は大幅に続落し、十一月には七五〇ポイント台をつけた。その後指数は年末には九〇〇ポイント台まで上昇したものの、本稿作成中の二〇〇九年三月半ばには再度

七五〇ポイント台まで低下している。

このように、九月以降株式市場が短期間で大きく変動する中、リーマン・ブラザーズ社の破綻をはじめとする金融機関の破綻や再編が相次いだ。以下では、この間の「金融機関」「SEC」「SEC以外の政府」の三部門について、各主体の動きを時系列に記載する。

まず具体的な金融機関部門においては、九月一七日にリーマン・ブラザーズ社が連邦破産法一章（チャプター・イレブン）の適用を申請し破綻した。また同日、バンク・オブ・アメリカ社がメリルリンチ社の買収を発表した。

二二日には、ゴールドマン・サックス社及びモルガン・スタンレー社が銀行持ち株会社への組織変更を発表した。翌九月二二日には、三菱UFJフィナンシャル・グループが、モルガン・スタンレー社への二〇％出資を発表した。

二九日には、シティ・コープ社が大手金融機関ワコビアの銀行部門買収を発表したが、一〇月三日に当該計画の断念を発表した。

この間、SEC以外の米政府部門は、九月七日に住宅公社二社（フレディマック、ファニーメイ）を一時国有化した。その後、急激な株価下落、金融システムへの不安を背景としながら、緊急経済

図表 1 S&P500指数の推移



安定化法 (Emergency Economic Stabilization Act) の審議に入り、一〇月三日に同法を成立させた。

同期間中SECは、九月一七日に全上場株式を対象とするネイキッド・ショート・セールズ取引（裸の空売り、NSS）の決済要件を厳格化した。一八日にはSECの指定した金融機関株式を対象とする空売り取引を禁止し、二一日には機関投資家に対する空売りポジションの報告義務を導入した。そして一〇月八日には金融機関株式を対象とする空売り取引の禁止を解除した。

このように金融機関、米政府、そしてSECの動きを俯瞰すると、金融機関の再編と緊急経済安定化法の制定作業、そして空売り取引規制が同時進行していることが分かる。中でも、SECの空売り取引をめぐる対応に注目すると、一〇月一日に「二〇〇八年九月一七日及び一八日発表の各緊急命令について、予測される法案の通過作業の終了時までの時間を考慮して延長される」「延長期限は一〇月一七日まで」と発表していたものを、三日には緊急経済安定化法の成立を受けて「金融機関の証券の空売りを禁止する緊急命令は二〇〇八年一〇月八日（水）午後二一・五九を持つて終了する」と発表しており、同法の成立を強く意識していることが伺える。言い換えれば、空売り規制は金融機関救済政策成立までの間、株価の急激な下落による金融機関の破綻を回避するための「時間稼ぎ」を目的として実施されたと考えることが出来る。これは二〇〇八年七月のNSS規制が、住宅公社二社の救済法の成立過程と平行して実施された際と、同様の性格を持つ措置であったと考えられる。⁽¹⁾

2 規制の概要…どのような規制が導入されたのか？

(1) 空売りとNSSの違い

本節では、SECが九月中に導入した株式関連規制について詳細を説明する。その前に、株式の売却方法をめ

ぐる「通常の売却」「空売り」「NSS」の違いについて簡単に触れておく（図表2）（過去のSECの規制について詳しくは拙稿（志馬（二〇〇八、注2）、あるいは清水（二〇〇五・二〇〇七、注3）を参照）。

これら取引の性格を把握するには、売却方法とその決済の安定性の違いが重要となる。まず売却方法について、通常の売却の場合、株式の売り手はその保有株式を市場で売却し、空売り取引の売り手は、第三者から調達（借株）した株式を市場で売却することになる。この場合―空売り取引の売却時には売り手の手元に株式が存在せず、第三者との借株契約のみの場合もあるが―最終的に決済の時点で株式の移転が発生する点において両者は共通している。一方、NSSの場合、株式の売り手は、そもそも保有しない（あるいは借りていない）株式を市場で売却することとなり、株式の移転は発生しない。この違いが決済時の安全性に大きく影響することとなる。

決済時において、通常の売却あるいは空売り取引では、取引日の三日後（「T+3」）に決済されることとなるが、NSSにおいては当該取引が確実に決済される保証はない。わが国においては、取引慣行上こうした受け渡しが出来なくなる（フェイルの発生）件数は少ないと言われているが、米国でNSS取引が「T+3時にフェイルすることとは珍しいことではない。米国の株式取引のクリアリング・ハウスであるNational Securities Clearing Corporation（NSCC）においては、「T+3時点に決済がフェイルしても、受け渡しできない売り手から買い手に対してペナルティを払うことでフェイルを是認する慣行が存在している。

こうしたNSS取引について、SECは過去、決済の安全性確保の観点から問題視し、その解決に努めてきたが抜本的な解決には至っていない（前掲の清水（二〇〇五・二〇〇七）を参照）。

(2) 当局の状況認識

次にSECが九月の各種規制導入に際し、資本市場の状況をどのように認識していたか分析を行う。具体的にはSECがと七月一五日に発表したRelease No. 58166 (NSSの禁止)と九月一八日に発表したRelease No. 34-58592 (空売り規制)を比較する形で、SECの状況認識について分析する。

まず七月のリリースにおいて、SECは「風説の流布(特定の金融機関の流動性に関する噂)」及びそれに伴う「市場の混乱」「相場操縦」への懸念を示した上で、「公正かつ秩序ある市場」「証券市場の機能」に対する実質的な脅威が存在していると述べる。その上で、SECは証券取引所法セクション一二(k)(二)を規制根拠として、SECの指定する金融機関に対するNSSの(暫定的な)規制を行った。

一方、九月のリリースにおいて、SECは「証券価格の突然かつ過度の変動に起因し、公平かつ秩序ある市場を脅かす証券の空売りを懸念」「最近の証券価格の突然の下落がもたらす(ファンダメンタルに基づかない)信用危機を懸念」していると述べる。その上で「対象は七月時の対象金融機関に限定しない」形で、「空売りがファンダメンタルに基づかない株価下落に使用されることを防止」すると述べている。その上で、七月と同様に、証券取引所法セクション一二(k)(二)に基づき、空売り規制等の措置を導入した。

図表2 「証券の通常の売却」「空売り」「Naked Short Sales」の違い

	売却	決済
通常の売却	証券の売り手は、保有株式を市場で売却する	T+3日に決済される
空売り取引	証券の売り手は、第三者から調達(借株)した株式を市場で売却する (売却時は、借株契約のみの場合あり)	T+3日に決済される
NSS (Naked Short Sales)	証券の売り手は、保有しない(あるいは借りていない)株式を市場で売却する	T+3に決済される保証なし (過去、NSCCにおいて、投資慣行の一つとしてペナルティを払うことで処理)

このように、SECの九月時の状況認識としては、個別金融機関への懸念を示した七月時の認識に比して、金融システム全体への危険認識が存在し、混乱を発生させうる手段としての空売り取引（空売り取引の負の側面）に対する警戒感が前面に出ている点が注目される。

（３）規制措置の概要

本節ではSECが九月に導入した規制措置について、七月時の措置との比較を行いながら説明する。

七月の規制時にSECは、SECの指定する金融機関一九銘柄（住宅公社二社及びプライマリーディーラー（関連）金融機関銘柄）を対象とするNSS取引を禁止した当該規制は七月一五日に発表（同二日施行）され、八月一二日に終了している。

続いてSECは、九月一七日に全上場企業株式を対象とするNSS規制を発表した（同一八日施行）。当該規制では、NSSを行う投資家及びその決済担当証券会社に対して、厳格な「+」決済の実現が要求されている。そしてNSSによるフェイルが発生した場合、当該証券会社は対象証券の空売り取引及びNSSが禁止される（事前に借株が手当てされた場合を除く）。当該規制はSECが一〇月一四日に発表した「Interim final temporary rule (Regulation SHOの修正、Release No. 34-58773)」によつて、（一部修正の上で）最終的に二〇〇九年七月二二日までの延長が決定している。

九月一九日に発表された規制措置（即日施行）においては、SECの指定する金融機関銘柄（七九九銘柄）について、空売り取引が禁止されている。当該規制は当初は一〇月二日までの時限的な規制であったが、最終的に一〇月八日まで延長された。当該規制は英国の規制当局FSAと協調して実施されており、国際的な政策連携と

いう点においても興味深い。なお同時に証券発行者による買い戻し規制についても緩和されている。

九月二日には、機関投資家を対象とする空売りポジションの報告義務が発表された（同二二日施行）。当該規制は、機関投資家やヘッジファンドの運用者に対し、九月二日以降の新規空売り銘柄の報告を義務付けるものである。当該規制は当初一〇月一七日までの期限とされていたが、一〇月一五日発表の「Interim final temporary rule (Release No. 34-58785)」により（一部修正の上で）二〇〇九年八月一日までの延長が決定している。

これらSECの規制を見ていくと、七月の規制はNSC規制のみだが、九月の規制は「NSC規制（決済の厳格化）」「空売り禁止」「空売りポジションの報告義務」と複数かつ異なる性格の規制が実施されている点に特徴がある。これら規制は、上述のSECの市場状況に関する認識に見られるように、市場の混乱とそれに伴う市場機能の低下に対して、SECが強力かつ包括的な姿勢で対処したものと考えられる。

3 価格面での効果

（1）代表的金融機関銘柄の株価推移

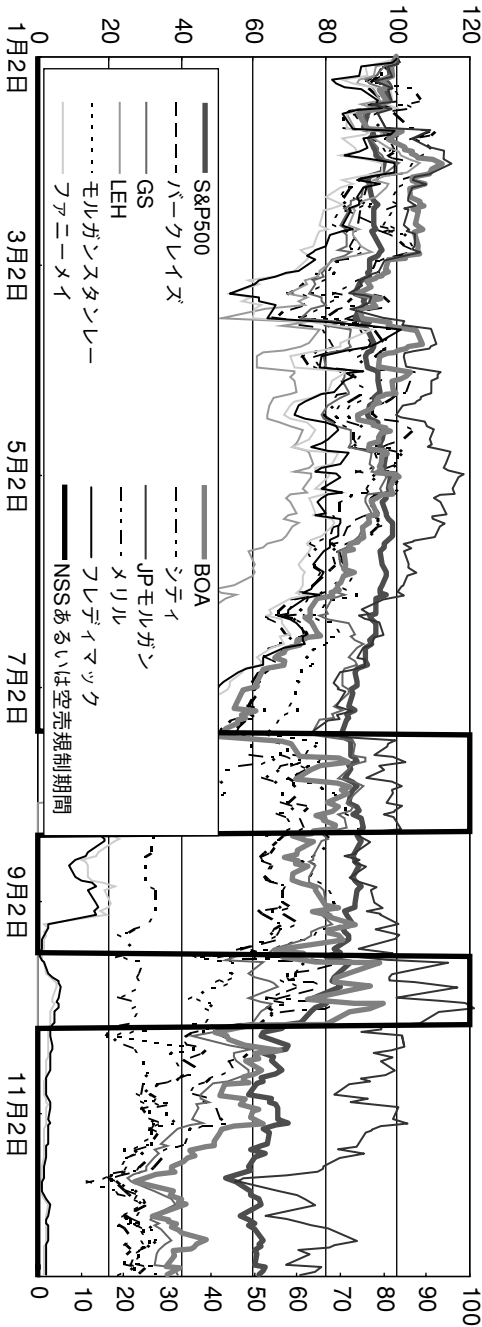
本節では、九月の規制（とりわけ空売り規制）について、価格面の効果に注目して分析を行う。具体的には、七月及び九月規制双方について株価データの得られる米国金融機関株式一〇銘柄（バンク・オブ・アメリカ（BOA）、バークレイズ、シティ・グループ、ゴールドマン・サックス（GS）、JPモルガン、リーマン・ブラザーズ（七月のみ、LEH）、モルガン・スタンレー、フレディマック、ファニーメイ）の株価について分析を行う。

最初に各銘柄の状況を示す。図表3は、基準化（二〇〇八年一月二日の終値＝一〇〇）した各銘柄株価の推移

を示したものである。同図表には、同時にS & P五〇〇株価指数の推移と、NSS規制及び空売り規制の施行された期間を表示している。

まず、図表3を一瞥して理解されるのは、大半の銘柄は変動を伴いつつ、大きく下落していることである。この下落トレンドは、七月のNSS規制あるいは九月の空売り規制期間中あるいはそれ以外の期間を問わずに、多くの銘柄に共通している。但し銘柄によって、変動・下落状況が大きく異なることも同時に読み取ることができる。

図表3 個別銘柄の株価推移 (08年1月2日=100として基準化)



(2) 累積超過収益率の分析

続いて、前節で取り上げた各銘柄について、S & P 500 指数を指標とした累積超過収益率を算出することで、規制の効果について検討する。

累積超過収益率の考え方を簡単に説明すると、S & P 500 指数と個別各銘柄の関係 (β 値) を計算、当該 β 値を用いて「S & P 500 変動を基準として算出される株価」と「現実の株価」の差額を超過収益率として算出。当該値を累積させ、空売り規制の施行された九月一九日の値 11.0 となるよう調整したものである (計算方法の詳細は、拙稿 (志馬 (二〇〇八)、前掲書) を参照)。

図表 4 は、前節で取り上げた各銘柄の累積超過収益率の推移を示している (なお図表上、リーマン・ブラザーズについては九月時点でデータが欠損していること、また住宅公社二社についてはグラフのスケール上の問題よりグラフより除外している)。

図表 4 から読み取れることは、空売り規制 (及び直前の NS S 規制) 導入後、多くの銘柄で累積超過収益率が短期間のうちに上昇していることである。しかし必ずしもその上昇効果は長期間継続していないこと、一部には規制導入後も累積超過収益率が減少している銘柄も存在しており、単純に規制が継続的な価格上昇効果を有するとはいえないことが理解される (各銘柄別の実際の株価推移については注 5 を参照)。

続いて、図表 5 及び図表 6 は、七月及び九月の各規制導入発表日を基準日とした、前後五日間の累積超過収益率の比較である。

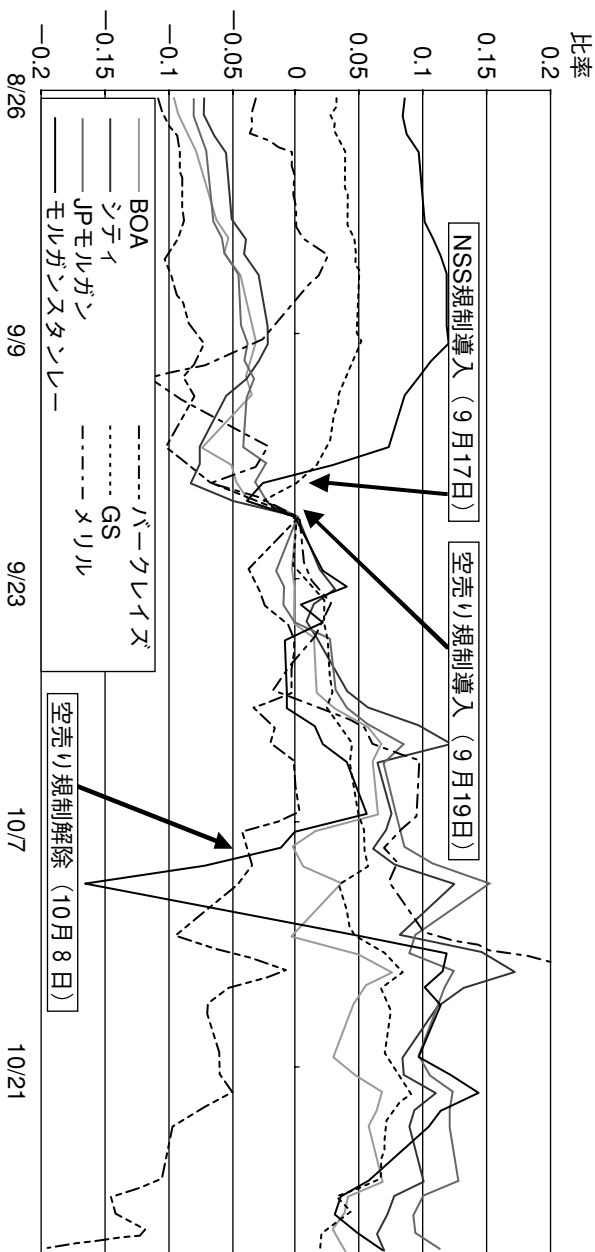
これら数値から七月及び九月規制の影響として、読み取れることは以下のとおりである。

まず、七月の NS S 規制時において、規制導入前の累積超過収益率の符号は全て負、規制導入後の符号は全て

正であり、規制の与えた効果が明瞭に読み取れる。

一方、九月の空売り規制については、規制前後の符号は一様ではなく、明確な規制効果を読み取ることができない（空売り規制の効果については、銘柄間で顕著な差が存在している）。これらの違いは、NSS規制と空売り規制の影響について銘柄間の違いをもたらす原因が別途存在する可能性（NSSあるいは空売りを利用する投資家行動の違い？あるいは、各金融機関の株式分布状況の違い？）を示唆しており、政策の効果を分析する上で

図表 4 金融機関株 7 銘柄の累積超過収益率の推移（9月19日＝0として基準化）



興味深い。

また、一般の金融機関との住宅公社二社（フレディマック、ファニーメイ）を比較した場合、住宅公社の変動の大きさが顕著である。とりわけ、（七月の変動幅については拙稿（志馬二〇〇八）においても指摘しているが）、九月の規制前後の変動幅は目を見張るものがある。この点については、「住宅公社」という企業の特異な性格が影響していると考えられる。

4 今回の発見・今後の注目点

本稿におけるファインディングズ、あるいは今後のSECの政策を考える上で興味深い点は以下になるう。

まず、七月及び九月の規制発動状況から考えて、SECはNSS規制及び空売り規制について、法案成立までの時限的手段として空売り規制を位置づけている可能性が高いと考えられる。この推測が正しければ、今後も株式市場の変動が大きくなる都度、SECはNSS規制あるいは空売り規制を発動する可能性を意味している。

次に、空売り規制の導入が、株価変動にもたらす影響として、

図表5 NSS規制導入発表日＝0とした場合の、累積超過収益率の比較

	S&P 500	バンク・オブ・アメリカ	パークレイズ	シティ	GS	JPモルガン
導入前5日間	0%	-5.6%	-0.3%	-3.1%	-0.5%	-4.0%
導入後5日間	0%	16.1%	5.3%	10.3%	1.6%	7.9%

	リーマンブラザーズ	メリルリンチ	モルガン・スタンレー	フレディマック	ファニーメイ
導入前5日間	-13.8%	-5.4%	-1.7%	-38.2%	-32.6%
導入後5日間	12.0%	7.3%	3.8%	29.8%	26.6%

図表6 9月の空売り規制導入発表日＝0とした場合の、累積超過収益率の比較

	S&P 500	バンク・オブ・アメリカ	パークレイズ	シティ	GS	JPモルガン
導入前5日間	0%	-3.3%	-8.0%	-5.4%	3.4%	-3.7%
導入後5日間	0%	1.5%	-0.2%	1.8%	2.3%	2.6%

	リーマンブラザーズ	メリルリンチ	モルガン・スタンレー	フレディマック	ファニーメイ
導入前5日間	—	-9.2%	8.5%	-1.8%	-65.3%
導入後5日間	—	1.0%	-0.8%	-199.5%	-130.4%

規制導入から数日間といった短期的な価格上昇効果（累積超過収益率の上昇）が存在することが挙げられる。しかしながら当該効果は長期間継続するものではないこと、あるいは全ての銘柄に効果が見られるわけではないこと、が挙げられる。

また、本稿では詳しく触れていないが、九月のNSS規制は、過去SECが悩んできたNSSの決済の安全性問題について恒久的な解決をもたらす可能性がある（言い換えれば、決済の安全性を確保する限りにおいて、SECはNSSを継続的に是認すると考えられる）。今後、SECが二〇〇九年の規制期限を迎えて、どのような対応を行うかが注目される。

最後に、本稿を作成している三月末現在、SECがアップティック・ルールの復活を検討する旨の報道がある（三月一六日）。SECが過去一〇年近く議論を重ねた上で撤廃したアップティック・ルールを、どのような考え方に基づいて復活させるのか（あるいは復活させないのか）は、二一世紀の資本市場における価格規制のあり方を考える上で大変興味深く、今後の議論が注目される。

注

- (1) 一〇月一日：「Statement of Securities and Exchange Commission Concerning Short Selling and Issuer Stock Repurchases」(<http://www.sec.gov/news/press/2008/2008-235.htm>) 及び一〇月二日：「Statement of SEC Division of Trading and Markets FOR IMMEDIATE RELEASE」2008-238 (<http://www.sec.gov/news/press/2008/2008-238.htm>)
- (2) 証研レポート「米国の空売り規制と住宅公社の救済」（二〇〇八年二月号一六五一号）http://www.jsri.or.jp/web/publish/report/pdf/1651/1651_04.pdf

(3) 証研レポート「アメリカの空売り規制と日本へのインプリケーション」(二〇〇五年八月号一六三一号、http://www.jsri.or.jp/web/publish/report/pdf/1631/1631_03.pdf) や証研レポート「アメリカの

空売り規制と日本へのインプリケーション」(二〇〇七年四月号一六四一号、http://www.jsri.or.jp/web/publish/report/pdf/1641/1641_03.pdf)

(4) 九月の規制において、NSS規制と空売り規制は施行日が隣接しており、両者の株価への効果を完全に分離することは困難である。ついで、NSS取引利用者よりは空売り取引の利用者が大きく、規制の影響も大きいと考えられることから、空売り取引の行われた九月一九日を基準日としている。

(5) 以下の図表7は、分析対象銘柄の各時点における株価を示している。当該図表からも、NSS規制あるいは空売り規制が、長期的な株価上昇効果を有していないことが読み取れる。

(しま よしのり・客員研究員)

図表7 株価の推移表(単位:ドル、日中終値ベース、
配当・株式分割などの影響は調整済み)

	08年初	NSS禁止発表 (7月15日)	NSS禁止解除 (翌日、8月13日)	金融機関株の空売り 禁止発表(9月19日)	空売り禁止解除 (翌日、10月9日)
BOA	39.12	18.52	27.66	36.65	19.19
パークレイズ	38.01	20.76	25.86	32.50	15.19
シテイ	27.75	14.31	17.59	20.39	12.77
GS	206.45	157.49	164.40	129.41	101.04
JPモルガン	41.37	31.02	36.63	46.69	36.68
LEH	77.40	13.22	NA	—	—
メリルリンチ	52.05	24.69	16.58	15.19	9.98
モルガン・ スタンレー	49.99	31.00	39.60	26.88	12.30
フレディマック	31.96	5.26	5.55	0.55	1.03
ファニーメイ	36.64	7.07	7.64	0.69	1.01

証研レポート既刊目録

No.1636 (2006.6)	執筆者	No.1644 (2007.10)	執筆者
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
— 欧米証券取引所再編の思惑 —		— 株価と為替と金利の関係 —	
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
		米国 F I N R A による債券マークアップ・ポリシーの制定と運用	横山
No.1637 (2006.8)		No.1645 (2007.12)	
四〇年の歴史を閉じた国債シ団引受発行	中島	公開企業の取締役会権限	森田
証券会社決算に見る証券業務の変化	二上	— 敵対的企業買収の防衛策を中心として —	
M S C B とディスクロージャー制度	松尾	新たなレポ指標レート「東京レポ・レート」	中島
「アメリカ証券取引委員会 (S E C) の証券市場規制」	清水	企業買収と企業再生	松尾
— 般債のペーパーレス化	福本	実施迫る株券電子化の残された課題	福本
No.1638 (2006.10)		No.1646 (2008.2)	
証券販売チャネルの最近の状況	二上	課徴金制度の改正について	梅本
〈世界的不均衡〉の拡大について	伊豆	— ワーキンググループ報告の検討を中心に —	
ユーロネクストをめぐる攻防	吉川	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
— 欧米取引所再編の行方 —		米国における『証券リテールビジネス』の潮流	二上
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	政府系ファンドをどう見るか	伊豆
— E U 金融商品市場指令との関連性 —		E U 債券市場に透明性要件制度化は必要か	横山
		レギュレーション N M S と米国株式市場	吉川
No.1639 (2006.12)		No.1647 (2008.4)	
旧現先と新現先の基本契約書について	中島	株主とは誰のことか	奥村
— 現先売買から現先取引へ —		— 株式所有と会社支配 —	
米国の空売り規制緩和実験	清水	変貌する日本の国債保有構造	中島
— S E C による実証研究 —		企業再生の課題と展望	松尾
株主の特定は必要か	福本	アメリカの私募市場拡大について	清水
大手証券会社の企業再生業務	松尾	J D R (日本版預託証券) とは何か?	福本
— プリンシパル・インベストメントを中心に —		No.1648 (2008.6)	
No.1640 (2007.2)		ユーロ域の企業金融と資本市場	入江
市場金融モデルは定着するか	二上	— ユーロ導入後の傾向と変化 —	
M & A ・ L B O ・ C D S	伊豆	第三者割当増資の規制に関する英米の事例	二上
— 〈ファンド化〉する国際資本市場 —		サブプライム問題と I T バブル	伊豆
ナスダックのロンドン証券取引所買収ゲーム	吉川	取引所とクリアリング機関	吉川
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	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
No.1641 (2007.4)		No.1649 (2008.8)	
証券取引所の「統合」と「競争」	二上	資金循環統計にみる国債保有構造の変化 (再論)	中島
米国における M S C B	松尾	整理回収機構による企業再生	松尾
— 株価と経営パフォーマンス —		株券電子化後の株式担保	福本
アメリカの空売り規制	清水	先物市場の分裂と取引流動性	志馬
— アップティック・ルール撤廃へ —		— 大証 225mini 導入のインパクトを測定する —	
株式所有の情報開示	福本	No.1650 (2008.10)	
No.1642 (2007.6)		厳しい状況下のグリーンシート銘柄制度	坂下
日本のレポ市場の現状と課題	中島	再考迫られる米系投資銀行ビジネス	二上
最近の L B O プームの特徴と背景	伊豆	レバレッジド・ローン市場について	伊豆
トランス・アトランティック・エクステンジ	吉川	M I F I D 後のヨーロッパ株式市場	吉川
— 取引所はグローバル化できるのか —		住宅ローン証券化商品の市場規模と価格形成	横山
米国国債市場「ベスト・プラクティス」の策定	横山	No.1651 (2008.12)	
— フェイル多発およびレポ・スキーズへの対応 —		「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
No.1643 (2007.8)		創刊から五〇年を迎えた証研レポート	中島
なぜ新現先は形骸化しているのか	中島	ヘッジファンドが主役の新たな議決権売買	福本
エクイティ・ファイナンス手法の多様化	松尾	米国の空売り規制と住宅公社の救済	志馬
買収ファンドの上場をめぐる	伊豆	No.1652 (2009.2)	
— ブラックストーンの I P O —		事業再生の新たな展開	松尾
名義株主と真の株主	福本	国際金融危機と短期金融市場	伊豆
		ヨーロッパの株式保有構造	吉川
		金融危機下の債券フェイル多発について	横山

(金額は消費税込みです)

図説日本の証券市場 2008年版

日本証券経済研究所編
A 5判 319頁 1,890円 送料 290円

図説ヨーロッパの証券市場 2009年版

日本証券経済研究所編
A 5判 321頁 2,100円 送料 290円

図説イギリスの証券市場 2009年版

日本証券経済研究所編
A 5判 218頁 1,890円 送料 290円

株式投資収益率 2007年

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

金融所得課税の基本問題

証券税制研究会編
A 5判 243頁 2,100円 送料 290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 証券関係元老院・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
第6巻 上場会社(一)
B 5判 794頁 8,400円 送料 450円

Securities Market in Japan 2008

日本証券経済研究所編
菊判 371頁 2,625円 送料 340円

金融システム改革と証券業

証券経営研究会編
A 5判 279頁 2,100円 送料 340円

新外国証券関係法令集

日本証券経済研究所訳編

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

アメリカ(II)

1939年信託証券法 1940年投資会社法他
A 5判 292頁 1,365円 送料 290円

アメリカ(III)

証券法、証券取引所法
A 5判 415頁 1,680円 送料 340円

EU(欧州連合)

金融商品市場指令(MiFID) 透明性指令他
A 5判 427頁 2,100円 送料 340円

金融商品取引法研究会研究記録

第23号 開示制度(I)

一企業再編成に係る開示制度および集
団投資スキーム持分等の開示制度一
B 5判 84頁 525円 送料 210円

第24号 開示制度(II)

一確認書、内部統制報告書、四半期報
告書一
B 5判 81頁 525円 送料 210円

第25号 有価証券の範囲

B 5判 75頁 525円 送料 210円

第26号 民事責任規定・エンフォースメント

B 5判 91頁 525円 送料 210円

第27号 金融機関による説明義務・適合性の原則と金融商品販売法

B 5判 102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。

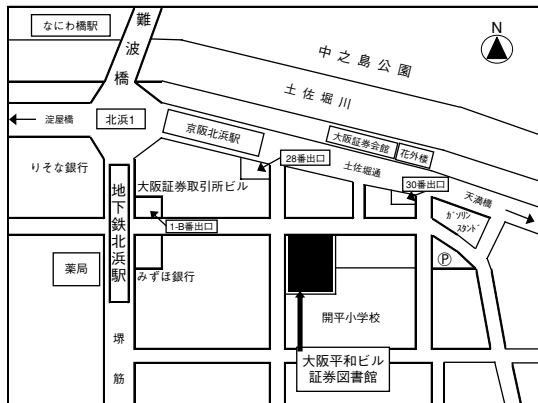
所在地 大阪市中央区北浜 1-5-5 大阪平和ビル地下1階
TEL (06) 6201-0062

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ます。ご利用ください。

証研レポート第一六五三号
二〇〇九年四月十三日発行

(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 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)