

No.1655

2009年8月

矛盾するレポ差額非課税の論理

中島 将隆(1)

企業再生手法の現状 ~私的整理と法的整理をめぐって~

松尾 順介(14)

レギュレーション NMS後のニューヨーク証券取引所の地位について 清水 葉子 (27)

スポンサーなしADR急増の理由

福本 葵(37)

クレジット・デフォルト・スワップ(CDS)取引の清算を巡る米国の現状と考え方 志馬 祥紀(54)

財団法人 日本証券経済研究所 大阪研究所

矛盾するレポ差額非課税の論理

中島 将隆

1 「レポ差額は貸付金の利子である」―平成二一年度の税制改正

(1)平成二一年度のレポ差額に関する税制改正

施行されることになった。 された。そして、平成二一年三月二七日、「所得税法等の一部を改正する法律」が国会で成立し、 に対する貸付金で当該業務に係わるものの利子』に含まれることとする」とされた(ゴチックは引用者)。 行う債券現先取引で当該業務に係わるものから生ずる所得は、 〇年一二月一九日、財務省は「平成二一年度税制改正の大綱」を発表し、「国内において業務を行う者との間 の大綱は、平成二一年一月二三日に閣議で「平成二一年度税制改正の要綱」として決定され、同日に国会に提出 非居住者の受け取るレポ差額については、これまで、所得税法上では明確な定めが無かった。そこで、平成二 国内源泉所得である 『国内において業務を行う者 四月一日から 財務省 で

目では、改正の内容を具体的に述べているので引用してみる。 係わる利子の課税の特例等について、所要の規定の整備を行うこととする。(租税特別措置法第七条、 年度税制改正の解説」 の二、第六七条の一一関係)」とだけ定めている。この点を具体的に説明した文書が財務省主税局 国会で成立した法律では、レポ差額の扱いについて「六 である。この解説は、Web上で最新版が公開された。 国際課税 (4) 外国金融機関等の債券現先取引に 解説の 「国際課税関係の改正」の項 0 「平成二二 第四二条

改正前「債券現先取引から生ずる差益のうち債券の買い手である非居住者又は外国法人が受け取る差益につい 債券現先取引の経済的実質から、 国内源泉所得のうち国内において業務を行う者に対する貸付金で当

収が行われます(所法21、21②)」『平成二一年度税制改正の解説』四七二頁(ゴチックは引用者 該業務に係わるものの利子(所法16六、法法18六)として取り扱われ、その支払の際二〇%の税率で源泉徴

改正の概要 取り扱われますが、所得税法及び法人税法においてはその取り扱いについて具体的な規定がありませんでし の利子に含まれることが明記されました(所法161六、法法18六)」同上 る差益については、 た。そこで、その取り扱いの明確化の観点から、債券現先取引から生ずる差益のうち債券の買い手が受け取 「債券現先取引から生ずる差益のうち債券の買い手が受け取るものについては貸付金の 国内源泉所得のうち国内において業務を行う者に対する貸付金で当該業務に係わるもの 四七二~四七三頁 ゴチックは引 利子として

質について明確に記述されていなかったので、 この解説では、 改正前からもレポ差額は貸付金の利子として扱われてきたこと、改正はこれまでレポ差額の性 所得税法16条六で、 レポ収益は貸付金の利子として明記する、

(2)裁判所の判断と異なる税制改正

している。

今回のレポ差額に係わる税制の改正、 そして、 財務省主税局の解説は、 平成二〇年一〇月に確定した裁判所の

判断と全く異なるものである。

レポ差額に係わる条文は、非居住者及び法人の納税義務を定めた所得税法第10条六で、次のように定めている。

に係わる利子 (国内源泉所得) 第16条六 (政令で定める利子を除く)」。 国内において業務を行う者に対する貸付金(これに準ずるものを含む)で当該業務

相当する」というものである。 は所得税法第10条六の貸付金の利子に該当しない」と主張するのに対し、国・国税庁の主張は「貸付金の利子に 託銀行と国・課税庁との間で、長らくの間、 ポ差額が第10条六に該当するか否か、レポ差額は貸付金の利子に該当するか否か、この点を巡って、 裁判論争が行われた。主たる論争点は、住友信託銀行は 「レポ差額 住友信

法判断が確定したのである。 てを行ったが、 方裁判所、 裁判は平成一七年三月から始まり、 高等裁判所の判決は、 最高裁は全員一致で上告審として受理しないと結論し、 いずれも住友信託銀行の勝訴で終わった。 平成二○年一○月まで長期にわたって熱い論争が展開された。そして、 レポ差額は貸付金の利子ではない、 国・課税庁は最高裁へ上告受理申立 と司 地

意見等にわたる部分は筆者の個人的見解であることを予めお断りしておきたい」と記されてはいる。 は全く異なるものである。 長期にわたる論争の結果、 主税局の解説には但し書きがあり、「平成二一年度税制改正の解説については、 司法判断が確定したのだが、今年度の税制改革と主税局の解説は、 裁判所の判断と しかし、 文中、 全

なぜ、 その理 このような扱い 一由を解き明 がす糸口が見つかるかもしれない。以下では、こうした期待をこめて、これまでの経緯 の相違が生じてくるのだろうか。その理由は全く不明である。これまでの経緯を振 り返

体の流れからみると、

個人的見解ではなく公的見解と思われる。

を辿ってみることにする。

2 レポ差額に対する課税庁の扱いの変化

(1)新現先市場の創設とレポ差額に対する課税方針

ある。 売買形式による国際標準のレポ市場創設は、日本の金融証券界の長年の課題であった。 る売買形式のレポ市場を創設することが不可能であった。 振り返ってみると、 新現先市場は、平成一三年四月、国際標準のレポ市場として創設された。これまで日本では、 平成八年四月に創設された日本版レポ市場は、 レポ差額に対する課税が問題になってきたのは、 有価証券取引税を回避するため貸借形式のレポ市場であり、 現先取引には有価証券取引税が課税されていたからで 新現先市場が創設されてからのことであ 国際標準であ

されたとはいえ、 算条項等が新たに設けられ、 市場は、 有価証券取引税の廃止によって新現先市場が創設されたが、全く新しい市場が創設されたのではない。 従来から存在した現先市場を再編成したもので、 経済機能に本質的な変化はない。 基本契約書は国際標準のレポ契約書に基づいて作成されている。新たな条項が追加 旧現先取引にはないリスクコントロ 1 ル 条項や一 新現先 括清

差額に対する課税問題は、 資金取引である、 課税方針を打ち出したことはない。おそらく主税局は旧現先と新現先を峻別し、旧現先は債券売買だが新現先は は資金取引であり、 平成一三年一一月、 従って、 所得税法第10条六に該当する、 主税局は突然、 この時点から論争が始まった。 新現先取引のレポ差額は源泉徴収の対象になる、と判断したものと推測できる。 非居住者の受け取るレポ差額に対する課税方針を打ち出した。 というものである。 旧現先については、 これまで、 新現先取引 主税局は レポ

(2)租税特別措置法四二条の二の成立

に抗議することを求めている。 メリカ債券市場協会は一二月五日、ニール財務長官に書簡を送り、 ポ差額に対する主税局の課税方針が発表されると、 アメリカ政府は平成一四年はじめに来日し抗議している。 翌日の六日にはプレスリリースで日本の課税方針に対して抗議のキャンペ 内外から課税方針に反対する運動が高まった。 レポ差額に対する課税方針を決めた日本政府 アメリカの主張は、 V ポ差額に課 ーンを ア

税するのは国際慣行に反するだけでなく、

レポ市場拡大の大きな障害になるというものであった。

準のレポ市場の創設が待望されていたからである。新現先取引に課税されると、 入しなくなり、 調達しているが、 国内においても、 日本の金融界も課税に反対した。 市場創設の意味が失われるからである。 レポ差額に課税されるとアメリカの銀行はレポ取引に応じなくなり、 金融庁は課税方針に反対した。日本の金融機関はアメリカの銀行とレポ取引によってドルを 日本版レポは 日本固有の極めて複雑な取引の仕組みであ 外国金融機関は日本の市場に参 外貨調達が困 |難になるか 国

は、 子を非課税としたのである。 税扱いとした。すなわち、 課税方針に反対の声を反映して、平成一四年四月、 旧現先も新現先も同一の経済機能を果たしていること、また、新現先取引の障害が除去されたからである。 租税特別措置法四二条の二によって、 措置法が成立すると同時に、 財務省はレポ差額に対する課税を二年間の 旧現先は新現先に強制移行した。 外国金融機関等による債券現先取引に係わる利 強制移行となったの 期限 付きで非課

(3) 措置法の推移

措置法四二は、当初、 適用期間を二年に限定した非課税措置であった。 しかし、 期限終了の平成一六年四月に

は、 等の混乱を回避する 予定であった。とこ 間の制限を撤廃する となった。 年四月には更に二年 法律」によって、適 法の一部を改正する ための租税特別措置 成二〇年三月末に 用期間が終了する平 〇年三月三一日まで 間延長され、平成二 延長され、 は適用期間が二年 ように、「国民生活 ろが、図表1でみる 措置法四二は、 主税局は適用期 平成一八 適 間

図表1 非居住者の受取るレポ差額に対する税制改革

- b t	Totalina II. L. Lan Augus
平成13年4月	・新現先市場創設
13年11月	・主税局:非居住者の受け取るレポ差額に対する課税方針発表
	・米金融界:レポ取引課税反対声明
14年4月	・外国金融機関等による債券現先取引に係る利子非課税(非居住者の
	受け取るレポ収益は非課税扱いとする。2年間の租税特別措置、租
	税特別措置法42条の2)
	・旧現先から新現先へ強制移行
104 1 1	国債を用いた債券現先取引で、外国金融機関等が受け取る利子につい
16年4月	ての非課税措置の適用期限を2年延長(平成18年3月31日まで)
	国債を用いた債券現先取引で、外国金融機関等が受け取る利子につい
18年4月	ての非課税措置の適用期限を2年延長(平成20年3月31日まで)
	・「国民生活等の混乱を回避するための租税特別措置法の一部を改正
	する法律 : 「特別措置法における平成20年3月31日に期限の到来す
	る租税特別措置法のうち次に掲げるものの期限を、暫定的に同年5
20年4月	
	月31日まで延長する…外国金融機関等の債券現先取引に係わる利子
	の課税の特例(租税特別措置法第42条の2第1項及び第67条の16第
	5項関係…)」
	・「国民生活等の混乱を回避するための租税特別措置法の一部を改正
	する法律」の適用期限が終了すると同時に「所得税法等の一部を改
	正する法律」によって、非居住者の受取るレポ収益の非課税措置は
20年6月	時限立法ではなく適用期限の制限が撤廃された。
	・「国債を用いた債券現先取引で、外国金融機関等が受け取る利子に
	ついての非課税措置の適用期限を撤廃(租税特別措置法第67の16第
	5項)」
	平成21年度税制改正の要綱:「六 国際課税 7国内において業務を
	行う者との間で行う債券現先取引で当該業務に係わるものから生ずる
	所得は、国内源泉所得である「国内において業務を行う者に対する貸
21年4月	付金で当該業務に係わる利子」に含まれることとする」(平成21年1
	月23日閣議決定)
	所得税法等の一部を改正する法律「六 国際課税 (4)外国金融機関等
	の債券現先取引に係わる利子の課税の特例等について、所要の規定の
	整備を行うこととする。(租税特別措置法第7条、第42条の2、第67
	条の11関係) (平成21年4月1日施行)
	木ツ11因 床/」(下以41半4月1日 旭日 /

ことになった。レポ差額に対する非課税措置は臨時の扱いではなく、恒久的な扱いとなった。 用期限は平成二〇年五月三一日まで延長され、延長期限が終了すると同時に、]債を用いた債券現先取引で、 外国金融機関等が受け取る利子についての非課税措置の適用制限を撤廃」 租税特別措置法第六七の一六で 措置法が期間限定 する

から恒久規定に変更されたのは、後述するレポ訴訟の判決が影響を与えたのかもしれない。

裁判所の判決は貸付金の利子ではないから非課税とすべき、というものであった。非課税とする理論的根拠が全 か、 く異なるのである。 今年度の税制改正はレポ差額に対する課税の改正ではない。改正点は、 今回の改正では、 所得の性質を明記したものである。 レポ差額は貸付金の利子であるが非課税とする、というものである。 所得の性質を明記しても、 非課税措置に変化があるわけではない。 レポ差額とは如何なる性質 繰り返しになるが、 る所 しか なの

そこで、次に、レポ訴訟の推移を振り返ってみることにしたい。

3 「レポ差額は貸付金の利子ではない」―レポ訴訟の判決

(1)住友信託銀行に対する源泉徴収義務の告知

平成一四年八月、麹町税務署長は住友信託銀行に対して源泉徴収義務を告知した。

住友信託銀行は平成一一年

の貸付金の 一二月から一三年六月まで、 「利子」に相当するから源泉徴収する、 外国法人とのレポ取引によってレポ差額を支払ったが、 というものである。 レポ差額は所得税法10条六

年一月、異議申立ては却下された。そこで、翌二月、東京国税不服審判所に対して、住友信託銀行は審査請求を 住友信託銀行は平成一四年一〇月、 レポ差額は利子ではないとして麹町税務署長に異議申立てを行ったが、 翌 課税庁は、また、リスクコントロール条項等はレを有する」。

とは、

租税法独自の見地から決すべきであって、『貸付金』に準ずるものを含む)』に該当する。『貸付金』は

当該期間における信用供与の対価という性質

行ったが、この請求も平成一七年二月に棄却された。

こで、平成一七年三月、住友信託銀行は課税庁
大裁判所に提出した。そして、レポ取引に関する熱
大裁判所に提出した。そして、レポ取引に関する熱
と国に対して源泉徴収の返還を求める訴状を東京地

(2) 主たる論点

なわち、レポ取引は所得税法16条六『貸付金(これ取引であり、レポ収益は広義の利子に該当する。す要な判断要素である、と主張する。「レポ取引は金融要な判断要素である、と主張する。「レポ取引は金融をが、この点にあった。課税庁は、経済的実質が重主たる論点は、レポ差額は貸付金の利子に該当す

図表 2 レポ差額に対する課税訴訟の推移

平成13年	・新現先市場創設 (4月)
13年	・主税局:レポ差額に対する課税方針発表(11月)
14年	・非居住者の受け取るレポ収益の非課税措置、適用期限2年(租税特別措
	置法第42条の2)(4月)
	・旧現先から新現先への強制移行(4月)
	・麹町税務署長:住友信託銀行に対する源泉徴収義務の告知(平成11年12
	月~13年6月分のレポ差額に対する源泉徴収)(8月)
	・住友信託銀行:麹町税務署長に異議申立て(10月)
15年	・麹町税務署長:住友信託銀行の異議申立て棄却(1月)
154	・住友信託銀行:東京国税不服審判所に対して審査請求(2月)
	・国税不服審判所:住友信託銀行の審査請求を棄却 (2月)
17年	・住友信託銀行:国に対して源泉徴収の返還を求める訴状を東京地方裁判
174	所に提出(3月)
	·被告(国·麹町税務署長):答弁書提出(6月)
19年	・東京地方裁判所の判決:住友信託銀行の請求を認容(4月)
194	・被告(国・麹町税務署長):東京高等裁判所へ控訴 (4月)
	・東京高等裁判所の判決:被告の控訴を棄却(3月)
20年	・被告(国・麹町税務署長):最高裁判所に上告受理申立て(5月)
	・最高裁判所の判定:申立人からの上告受理の申立ては、民訴法318条 1
	項により上告審として受理しない(10月)
	・最高裁の判定により被告の敗訴と住友信託銀行の勝訴が確定する

担保権条項は対象債券を担保とする貸借であることを示す、一括清算条項は信用リスクを最小に留める規定であ ポ取引が金融取引(貸借)であることの証明だと主張した。マージン・コールは貸借における価格変動リスクを 回避するものである、 このように、課税庁はレポ取引の経済実態を強調して、 スタート取引とエンド取引が一体の単一契約条項はスタート取引が利子を生む元本であることを示している 経過利子が債券の売主に帰属することは、買主に所有権が移転せず貸借である証拠である、 レポ差額は貸付金の利子に該当する、と主張した。

買の複合的取引であって債券売買だと主張する。住友信託銀行の主張はレポ差額は貸付金の利子ではない、とい 引は売買と再売買の複合的取引であり、 としては利子相当分に該当するが、所得税法上では利子として扱われていないではないか、と反論する。 得税法上の貸付金は法文で厳格に明記されるべきもので、例えば、 住友信託銀行は、これに対して、経済実態という概念は曖昧であり、 貸借ではなく売買である。 割引債の償還差益や為替スワップは経済実態 旧現先も新現先もレポも等しく、 所得税法になじまない概念だとする。所 ポ取取

(3) 裁判所の判決

うのが基本的主張であった。

る。 ポ訴訟は、 住友信託銀行の勝訴で終了した。東京高裁の判決文から、論争点の判決内容を簡単に紹介してみ

①レポ差額は貸付金の利子ではない

所得税法10条六号にいう「貸付金(これに準ずるものを含む)」について、債務者に対して信用を供与する目 的で弁済期日まで一定期間が設けられた金銭債権であり、その金銭債権から果実(利子ないし利息) が発生し

うるとの国・課税庁の主張を採用することはできない。

項も整備されているが、これは所有権移転構成のもとで精密化されたものである。 のである。 生じるおそれがでてきたことを受けて、いわゆる倒産隔離を念頭に、統一的な標準契約書として作成されたも 続きという煩雑な手続きが必要となるリスク、 方が倒産した場合に当該債券を直ちに処分して投下資本を回収することができなくなるリスク、担保の実行手 ていたレポ取引について担保付貸付とする裁判所の判断がされ、レポ取引契約において売主となる者に、 において、 レ ポ取引の性質を検討する場合、 本件各基本契約の沿革からみても、 マージン・コール条項等が整備され、 一九八二年に中堅証券会社が倒産し、その清算手続きにおいて、 レポ取引の基本契約書の沿革をみる必要がある。 同手続きが終了するまでの間当該債券の価格変動リスクなどが 売買及び再売買という法形式を選択したことに重要な意味があ 金融的な特徴を生かして一見信用の供与とみられる側面 同証券会社が顧客との 米国の基本契約書は、 間で締結し 相手 米国 の条

買市 レポ取引には資金調達的な面があることは確かであるが、レポ取引には債券の調達に資する面もあり、 場の 流 動性の確保も経済機能として有している。 金融取引的側面のみを強調し、 この観点から「貸付金 債券売

②リスクコントロール条項などの評価

に該当するという主張には無理がある。

履行するという性質のものでない。売主にも買主にもマージン・コールの権利を有している。 マージン・コー jレ . . エンド取引の履行を確保するための措置であって、 一方が他方に与信し、 その返済義務を

経過利子:売主に経過利子が帰属する条項と対象債券の所有権の帰属とは切り離されている。 とで、買主が売主に対して対象証券の収入金相当額を支払うことを定めたもので、債券の所有権が買主に完全 一定の要件のも

に移転していることと整合するものである。

担保権条項 レポ取引がその意図した法的構成により解釈されない場合に備えて設けられた条項である。 :レポ取引はローンではないが、 ローンとみなされた場合の規定として仮定的に設けられており、

・一括清算条項:一括清算条項は、当事者間の公平及び債権債務関係の清算の便宜に資するものであって、レポ

取引の法的性質は関係がない。

単一清算条項:倒産等の場合に、管財人によって複数存在する契約関係の一部の履行を迫られることを防止す るもの、これをもってレポ取引が売買契約に変容をもたらすものではない。

③裁判所の基本的立場

売買・再売買を一つの契約で実行する複合的な性格を有する契約であると解することができる」。 を示唆するかのような条項の存在によっても、その法的性質を変容させるものとはいえず、本件各レポ取引は いて売買及び再売買によって構成されることを明確に定めたものであって、他方、 「本件各基本契約の沿革及びその内容からすれば、 金融取引の側面があり、それ

本件各基本契約は、

倒産隔離を果たすため、契約条項にお

4 二つの疑問

なぜ異なるのか、この点は大きな謎であった。レポ差額に対する課税の推移やレポ訴訟推移を振り返ってみると、 レポ差額については、これまでみてきたように、 裁判所の判決と今回の税制改正の内容は全く異なってい

更に新たな二つの疑問が生じてくる。

ひとつは、租税特別措置法四二は屋上屋を重ねるもので不要ではなかったのか、という疑問である。裁判所の

判決は、 としている。 旧現先も新現先も国際標準のレポも売買と再売買を一体とした複合的な取引であり本質的に同一のもの、 そうであれば、 新現先市場が創設された時点で措置法を制定する意味はなく、 そもそも措置法は不

必要な規定ということになる。

うであるなら、 した主税局の解説によると、 もう一つの疑問は、 主税局の立場からすると、 措置法は屋上屋を架すもの、ということになる。 なぜ今回の税制改正が必要だったのか、レポ市場の育成にとって必要な措置であったのか、 従来からレポ差額は貸付金の利子として扱われてきた、としているからである。 判決とは異なる意味で措置法は不要、ということになろう。なぜなら、 冒頭に紹介

すると、国債市場も縮小せざるをえない。このため、アメリカの議会は破産法を改正し、チャプターイレブンに 立した新破産法では自動停止条項が設けられ、相手方倒産の場合、この条項が適用されることになったからであ たが、この判決はレポ市場に決定的な影響を与え、レポ市場は収縮してしまった。というのは、 よってレポは売買とされたのであった。チャプターイレブンによってアメリカのレポ市場は発展していく。レポ という疑問である。 レポは売買か貸借か、 レポが貸借取引であれば、 アメリカでも、 判断を迫られたのである。 自動停止条項によって債券の貸し手は担保を処分できなくなる。 日本のレポ訴訟と同じ裁判が一九八〇年代にあった。 裁判所はレポ取引の経済実態を重視してレポは貸借だと判決し アメリカの裁判所は、 レポ 一九七八年に成 市場が縮小

税の論理について、 ったのだろうか。この改正によって、日本のレポ市場が更なる発展をするのだろうか。疑問は深まるばかりであ 日本の場合はどうか。 裁判所の判断と異なる判断を示したにすぎない。だが、なぜ、 今回の税制改正で非居住者の受け取るレポ差額が課税されるということではない。 裁判所の判断を覆す必要があ

市場を育成し発展させるため法律を改正し、裁判所の判決を実質的に無効にしたのである

る。 レポ取引は売買と貸借の二つの性質を持つ複合的な取引である。複合的な性質を持つが故に、対立した論理

が生まれてくるのだろうか。

参考文献

財務省主税局「国際課税関係の改正」『平成二一年度税制改正の解説

拙稿「現先市場の復活と新たな展開」『証券経済研究』四九号 平成一七年三月

東京地方裁判所判決文 平成一九年四月

東京高等裁判所判決文 平成二〇年三月

最高裁判所第三小法廷決定(行ヒ)第二〇九号 平成二〇年一〇月

占部裕典「いわゆるレポ差額が所得税法10条六号の『貸付金(これに準ずるものを含む)』の「利子」に該当しないとされた

掲載誌 金判一二九〇号三二頁 (LEX/DB文献番号 二八一四〇八六九)

事例」

(なかじま まさたか・特別嘱託研究員)

(13)

企業再生手法の現状 〜私的整理と法的整理をめぐって〜

松尾 順介

はじめに

理とは異なり、債権者と債務者の間の自治的な協議によって処理するものである。 に公表されないことが多く、風評被害を回避しやすいことも指摘できる。 速性、費用の廉価性、債権計画の柔軟性が指摘できるとともに、当事者間の協議・交渉で処理されるため、 近年、企業再生において、私的整理が注目されている。私的整理とは、会社更生法や民事再生法などの法的整 その特徴として、手続きの迅 世間

そこで、私的整理を適切に進めるための仕組みが必要であり、その仕組みとして以下の手続きや組織の活動を列 整理の最大の難点は、反対債権者に対する拘束力を欠くことや不公正な処理が行われる危険性があることである。 特に、中小企業の再生の場合、法的整理は費用がかさむことから、私的整理が注目されている。 しかし、

挙することができる。

明な手続きモデルを提示した。つまり、「メイン寄せ」といわれる旧来の債務処理からプロラタでの処理へと転 がオブザーバーとして参加した「私的整理ガイドライン研究会」が二〇〇一年九月に公表・施行したもので、透 まず、私的整理ガイドラインは、金融・産業界の代表者や弁護士・学者等が委員として、 また官公庁の担当者

換させるものであった。

援決定を行い、二〇〇七年三月一五日に解散した。この間、 的機関が過剰債務を抱える企業に対して、 次に、株式会社産業再生機構は、二〇〇三年四月二日に成立した「株式会社産業再生機構法」によって設立さ 同年五月に業務を開始し、二〇〇五年三月三一日の債権の買取申込み等期限までに四一件の案件に対して支 私的整理の枠組みを与えるとともに、 同機構は私的整理の枠組みを提示した。 各種の再生支援策を施したもの これは、公

都道府県に設置され、 各都道府県の中小企業再生支援協議会は、産業活力再生特別措置法によって、二〇〇三年二月から各 地域の中小企業再生に取り組んでいる。 債務者企業へのアドバイス、 債権者間調整、 再建計画策定支援、完了後のモニタリングな

ムを用いた債務整理に取り組んでい い取りと回収を行うとともに、 整理回収機構 (略称:RCC)は、 再生型回収にも取り組んでおり、 住宅金融債権管理機構として一九九六年に発足し、不良債権の買 一種の私的整理である、RCC企業再生スキー

法律」および改正産活法により、経済産業大臣の認定を受けた機関が事業再生に関して裁判外紛争解決を行うも ので、二〇〇八年一一月、 第五に、 裁判外紛争処理 事業再生実務家協会が初の認定を受けた。 A D R 制度は、二〇〇四年一二月制定の「裁判外紛争解決手続きの利用に関する

すでに国会で可決された。今秋から活動を開始するとされ、その動向が注目されている。 力再生機構設置法案」が提出されたが、継続審議となり、二〇〇九年四月「企業再生支援機構法案」 企業再生支援機構は、二〇〇八年二月、 地域の中堅・中小企業や第三セクター再生を手がける 地域

関与できる会社更生手続きであり、二〇〇九年(平成二一)から東京地裁(民事八部)で運用が開始された。 IP型会社更生が導入されたことである。 そこで、本稿では、私的整理として、事業ADR制度の現状および企業再生支援機構の構想について検討した 他方、これらの私的整理の動向とともに、法的整理の面でも新たな動きがある。なかでも注目されるのは、 DIP型会社更生とは、 破綻企業の経営陣が退陣せずに更生計画等に D

1 事業再生ADR

上で、法的整理として、DIP型会社更生を検討する。

用事例が報告されている。

上 『述の通り、二○○八年一一月、事業再生実務協会が初めて事業再生ADRの認定を受けた後、いくつかの利

権者集会で再建計画を協議し、第三回債権者集会で議決する予定とのことである。なお、第一回債権者集会では、 明確化、株主責任の方向性が示されるとともに、 に達している。ADR手続きにそって、第一回債権者集会が開催され、そこでは再建計画案の概要、 社は突出したメインバンクを持たず、 ープから独立し、現在はユニゾン・キャピタルが筆頭株主となっている。しかし、マンション販売が落ち込み、 る私的整理を開始することを銀行団に通知し、その際事業再生ADRとして事業再生実務協会の利用申請が行わ 〇八年四―一二月期は三二七億円の赤字、有利子負債も約二〇〇〇億円に達しているとのことである。また、同 まず、コスモイニシア(旧リクルートコスモス)の事例では、二○○九年四月、債務を削減し、経営再建を図 それが受理されたことを公表している。報道によれば、 取引先金融機関も三つのメガバンクや住友信託銀行など約四〇の金融機関 DESなどの金融支援要請が示されている。今後は、 同社は、二〇〇五年にMBOによりリクル 経営責任の 第二回債

DIPファイナンスについて承認されており、その後一一○億円の資金調達が実施されている。(4)

くまでも弁済スケジュールであり、債務免除や金利減免ではないとのことである。 に対して要請し、交渉するに際して、事業再生ADRを利用することが公表されている。 次に、日本アジア投資の事例では、 借入金および社債 (私募債) の弁済スケジュールの変更等を取引金融機関 ただし、交渉内容はあ

社は約二〇に上る金融機関に対して債権放棄などの支援を求めるものと予想されている。 その後も収益は改善せず、事業再生ADR手続きの利用を検討するに至ったとのことである。報道によれば、 モルガン・スタンレー関連会社のコンソーシアムに対して、第三者割当増資(約一八・九億円)を実施したが、 って、事業再生ADR手続きの利用申請を準備していることを公表している。すでに同社は、サーベラスおよび 第三に、ラディアホールディングス (旧グッドウィル・グループ)の事例では、 事業再建計画を進めるにあた 同

は、 の枠組みで条件変更することで、行内稟議などが通りやすくなるという利点もあるものと思われる。 て、公平かつ透明に交渉することが求められたものと思われる。さらに、 交渉結果において公平性を欠く可能性もある。そこで、ADRという枠組みの中で、専門性の高い弁護士を介し いと考えられる。 る点が私的整理のメリットであることを考えれば、より多数の案件が事業再生ADRを利用している可能性は高 現時点では、事業再生ADRの利用について、以上の事例が報道されているが、本来内々に手続きを進められ 金融機関の債権者が多数であるという点である。多数の金融機関と個別に交渉するのは、 したがって、これらの事例だけで判断することは適切ではないが、これらの事例に共通するの 金融機関側も国の認証を受けたADR 実務的に煩瑣な上、

2 企業再生支援機構

くなったというのである。 域力再生機構には、 意向があったとも伝えられているが、その一方で地域力再生機構の構想については、 (º) れるに至った。この間の新聞報道によると、自民、公明、 法案通過の目処は立たず、継続審議のまま一年以上も宙づり状態が続いたのである。しかし、二〇〇九年四月三 セク処理によって自治体が肩代わりした債務は、 られていたともいわれている。 として、三セクの除外を求めたといわれている。 経営責任があり、税金を投入すべきではないと主張する一方、 であり、 したがって、 ーを支援対象から外し、 民主党が「中小企業再生支援機構法案」を国会に提出したことから、 域力再生機構は、 あまり影響がないという見方もある。というのは、二〇〇九年三月に地方財政法が改正されたため、 政府案が三セクを主な支援対象としているのに対し、民主党は三セクに関しては、 地方自治体が出資することはなくなった模様である。この背景には、機構への出資を嫌う自治体の 複雑な利害関係を処理し、 産業再生機構をモデルとしながらも、 中堅・中小の民間企業の再生に焦点を当てた組織とすることで合意したとのことである。 確かに、資金面では、 その意味では、 三セク再生のモデルを提示することが期待されていたことを考え 当初の構想が縮小した印象もあるが、三セクが除かれたことにつ 地方債で資金調達できるようになり、機構に頼る必要性が小さ 地方債で調達できれば問題はないといえるかもしれないが、 協議の結果、 民主の三党の協議のポイントは、 独自の構想を持っていたが、「ねじれ国会」の下で、 与党側は早期の法案成立を優先して、第三セクタ 地域産業を支える中小企業を支援する機構が必要 同機構の創設について最終調整が行わ 地方自治体から関心が寄せ 国や地方自治体にも 第三セクター · の扱 地

ずれにせよ、このような与野党合意の結果、

地方の中堅・中小企業の再生を支援する機構として位置づけら

必ずしも問題なしとはいえないだろう。

一○○九年九月にも同機構は発足する見通しとのことである。 れ、名称も「企業再生支援機構」と変更された上、四月二三日に法案は衆議院を通過した。 新聞報道によれば、

集め、中小企業再生支援協議会との役割分担、資本の確保などの点から懸念する見方もあるようである。 ただし、同機構発足の目途はたったものの、 同機構が期待されるような役割を果たすかどうかについて、 人材

業再生には専門的なノウハウが必要であるが、これらのノウハウはかつてのように特殊なものではなくなり、 ことが要因となっていたことを考えると、重要なポイントである。ただし、リーマン・ショック以降、 は潜在的あるいは顕在的に余剰な人材を抱えており、これらの人材を活用することは可能であろう。 ではかなり広く共有され、体得しやすいものとなっている。 まず、再生人材の確保については、産業再生機構が成果を上げることができたのは、有能な人材を確保できた 確かに、 金融業界 企

ことと定められている。実際、 中立的な仲介者の位置づけであり、合理的で実行可能な再生計画を策定支援することが主たる役割であるのに対 次に、現在活動している中小企業再生支援協議会との役割分担については、同協議会が債権者間調整における 同機構は債権買い取りから融資・債務保証・出資ないし株式取得、さらに人材派遣まで広範囲の支援を行う 協議会の支援の大半は、返済計画のリスケジュールが中心である。 したがって、

えれば、 現在私的整理に対するニーズが全体として高まっていること、特に金融機関が私的整理を利用していることを考 したことも追い風になりうる。したがって、同機構の資本確保は、必ずしも高いハードルではないように思われ 同機構に対する金融機関のニーズはかなり強いと推測できる。さらに、産業再生機構が最終黒字で解散 出資資金の確保も課題とされており、 特に民間金融機関の出資については疑問視する向きもあるが、 協議会とは明確な機能分化が図られているといえる。

3 DIP型会社更生

放さざるを得ないこと)、および法的整理を利用することで事業価値が毀損するという懸念を債務者企業の経営 著しい窮境状態に陥っていること、②保全管理人や管財人には弁護士を選任しているものの、 表された論文は注目され、これを契機として、その後の数社の会社更生案件でDIP型更生手続きが導入された。(m) 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、 経営者を活用すべきではないか)、③発生している倒産件数に比して、会社更生申立事件数が少ないのでは けでなく、経営問題にも通暁していなければならず、かなり無理を強いているのではないか うな運用、DIP型会社更生手続きが検討されてきた。なかでも東京地裁の判事によって二〇〇八年一二月に発 同論文では、最近の会社更生事件から見てとれる点として以下の点を指摘している。①申立ての時期が遅く、 会社更生に移行した場合、 などである。そして、債務者企業が申立てをためらう理由として、経営権の問題 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 経営者継続を可能とするよ (申立てすれば経営権を手 (倒産の責任のない 彼らは法律問題だ

ものがいる場合は、その了解があること、④現経営陣の経営関与によって会社更生手続きの適正な遂行が損なわ 営責任の問題がないこと、②主要債権者が現経営陣の経営関与に反対していないこと、③スポンサーとなるべき いる。ただし、DIP型更生手続きの運用要件として、以下を挙げている。①現経営陣に不正行為等の違法な経 そこで、同論文では、会社更生手続きを利用しやすくするための方策として、DIP型更生手続きを提案して 者が持っていることを指摘している。

れるような事情が認められないこと、である。

更生計画案などの当否を調査するだけでなく、事業譲渡契約、FA契約、スポンサー契約など重要な行為につい する。同委員は、現経営陣による事業経営および財産管理処分の監督や手続き開始の当否の調査等を行うものと 調査委員を調査委員に選任する。調査委員は、管財人が裁判所に提出する報告書、貸借対照表および財産目録、 の中から管財人を選任する。 の保全処分の発令と併せて、監督命令および調査命令を発令し、経験のある弁護士を監督委員兼調査委員に選任 慎重な調査と具体的な意見書の提出が求められることになる。 同論文では、 DIP型会社更生手続きの運用を認める要件を満たしている場合、更生手続きを開始し、 DIP型会社更生の運用として、 なお、開始決定と同時に、改めて調査命令を発令し、 以下の提案を行っている。まず、 保全段階における監督委員兼 申立て後、 弁済禁止

込んで再建案を策定するのに対し、会社更生手続きでは、 社更生では、約六カ月強で手続きを進行させるとのことである。そうなると民事再生手続きと大差のない期間 手続きが行われることになり、 また、通常の会社更生手続きでは、申立てから更生計画認可まで一年強を要するとされてきたが、DIP型会 両手続きの主たる相違点は、会社更生手続きでは、 担保権者と別除権協定を結んで手続きを行う点となる 担保権者全員を手続きに巻き で

のは、 場合もある。したがって、上記の要件を満たしていることを前提条件とした上で、旧来の経営者がそのまま事業 ている場合が多く、 地方の中堅・中小企業の場合、 地方の中堅・中小企業再生を考える際、 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。 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 DIP型会社更生の手続きは重要であると考えられる。 また、適当な後継者が不在の という

だろう。

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。

以下、 現時点で申し立てられたDIP型会社更生の事例を紹介する。 なお、 今後多くの事例が蓄積されること

で、その効果が検証されていくものと思われる。

される)とともに、現経営陣が更生計画策定にかかわることとなり、DIP型会社更生の最初の事例となった。(エ) 月九日に会社更生法を申請した。同社は、現経営陣の中から管財人を選ぶ 次に、日本綜合地所は、マンション分譲の大手であるが、マンション市況の悪化から在庫が積み上がり、借入 まず、クリードは、不動産ファンドと不動産投資を事業の柱としていたが、資金繰り悪化のため、二〇〇九年 (現代表取締役社長が管財人に選任

辞任を決断するに至ったことが記されている。この文言から、経営者のDIP就任について、主要債権者の同意 任した社長の)経営責任の取り方についてのご質問を受ける機会が多く、経営責任を明確にする方法を検討」し、 業再建の過程では経営者の私財投入なども検討しているとのことであった。しかし、 この事例では、代表取締役社長と弁護士が管財人に選任されている。報道によれば、第三者が経営を行うよりも、 なった代表取締役は、 金の増大と棚卸資産の評価損が拡大し、資金繰りも逼迫したため、二〇〇九年二月五日、 上場に至るまで経営をけん引してきた人材で経営したほうが早期再生につながることが指摘されるとともに、事 管財人を辞任した。もう一方の管財人が発表したプレスリリースによれば、「(管財人に就 同年四月二〇日、 会社更生法を申請した。 管財人と

る焦げ付きのため、資金繰りが行き詰まり、二○○九年二月一九日に会社更生法を申請した。同社もDIP型手 同社は、公共事業の縮小を受け、マンション建設など民需の開拓に転換しようとしたが、取引先の破綻によ あおみ建設は、二〇〇八年四月に佐伯建設工業と国土総合建設が合併して発足した海洋土木会社であ において不十分な点があったのではないかと推測される。

続きをとることが報道されている。ただし、同社の場合、更生法申請直前(二月九日)に代表取締役社長の交代(%) (取締役兼専務執行役員が代表取締役に異動、 異動日:三月三一日付)が公表され、その後前倒しして会社更生法(33)

申請日付で就任している(二月一九日)。

○○九年六月一一日、会社更生法を申請したが、同社もDIP型を目指すと報道されている。 さらに、シーキャピタルは、不動産開発業者であり、不動産市況の悪化から資金繰りに行き詰まったため、二

になり、モラル・ハザードを招く恐れがあること、あるいは管財人と債権者との間の利益相反が起きやすいこと も報じられている。これらの点については、今後事例の蓄積を待って、判断されるべきだが、言うまでもなく 「良い先例を作ること」が何よりも重要であろう。 このようなDIP型の会社更生には、前述のようなメリットがあるものと考えられる反面、 経営責任が不透明

再生可能な企業は、 ていくのではないだろうか。つまり、 が重複するのではないかという懸念もある。しかし、この三者は、再生対象企業の窮境段階に応じて機能分化し 再生支援協議会、 む交渉を行わなければならない複雑な案件は、ADR手続きを利用する。さらに、債権買い取りや出資・融資と いった資金調達を含む案件については、企業再生支援協議会が担当する。三つの枠組みの特徴を考えると、この 以上のように、 事業再生ADRおよび企業再生支援機構の三機関の棲み分けが注目されるところであり、 私的整理および法的整理について、最近の動向を検討したが、私的整理については、 中小企業再生支援協議会が担当する。また、多数の債権者との間でDESや債権放棄等を含 窮境度が比較的軽微で、返済計画のリスケジュールなどの債権者間調整で 中小企業 領域

ような分担が行われるように思われる。

再生手法や特別清算を利用した再生手法などが導入されているが、これらについては別稿を期したい。 は、事例の蓄積を待って判断されるべきであろう。また、これ以外にも、事業譲渡と法的整理とを組み合わせた 他方、法的整理については、DIP型会社更生がどの程度活用され、それが期待された役割を果たすかどうか

注

- <u>1</u> コスモイニシアのプレスリリース (二〇〇九年四月二七日付)、参照
- http://www.cigr.co.jp/cosmosinfo/ir/ir_documents/img/03/ir_news_09/ir_news090427.pdf
- 2 『日本経済新聞』二○○九年四月二六日、参照。
- 3 コスモイニシアのプレスリリース (二〇〇九年四月二八日付)、参照。
- コスモイニシアのプレスリリース (二〇〇九年五月二〇日付)、参照

http://www.cigr.co.jp/cosmosinfo/ir/ir_documents/img/03/ir_news_09/ir_news090428-1.pdf

- 4 http://www.cigr.co.jp/cosmosinfo/ir/ir_documents/img/03/ir_news_09/ir_news090520.pdf
- 5 日本アジア投資のプレスリリース(二〇〇九年五月一三日付)、参照。 http://www.jaic-vc.co.jp/jp/release/pdf/2009/090513.pdf
- 6 ラディアホールディングスのプレスリリース (二〇〇九年六月一五日付)、参照。 http://www.radiaholdings.com/rhd/pdf/20090615155849.pdi
- 7 『日経産業新聞』二〇〇九年六月一六日、参照

- 8 この点については、高木新二郎「継続審議となった地域力再生機構法案」事業再生と債権管理No.一二一、八四ペ
- (9) 『日本経済新聞』、二〇〇九年四月一二日および一六日、参照

ージ、

- (10) 『日本経済新聞』、二〇〇九年四月二〇日、参照。
- (11) 『日本経済新聞』、同上、参照。

12

同法案については、

衆議院ホームページ、参照。http://www.shugiin.go.jp/index.nsf/html/index_gian.htm

- (13) 『日本経済新聞』、二〇〇九年四月二四日、参照。
- (4) 『日本経済新聞』、二○○九年四月二三日、参照。
- 15 この点については、 『桃山学院大学総合研究所紀要』第三五巻一号、二〇〇九年七月、 拙稿「関西圏における中小企業再生の取り組み―中小企業再生支援協議会の活動を中心に―」、 参照。
- 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きを利用しやすくするための方策:DIP型会社 更生手続きの運用の導入を中心に」『NBL』、No.八九五、二〇〇八年一二月一五日、参照。また、多比羅誠・須

これについては多数の研究成果があるが、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

16

- 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』 藤英章・瀬戸英雄弁護士は同提案を「会社更生手続き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
- (17) クリードのプレスリリース (二〇〇九年一月三一日)、参照。

に対する検討」、『NBL』、No.八九五、二〇〇八年一二月一五日、参照。

http://www.creed.co.jp/ir_jpn/irall/314820831715227769486609238327.pdf

- (18) 『日本経済新聞』二〇〇九年一月一〇日、参照。
- (19) 日本綜合地所のプレスリリース(二○○九年二月二三日)、参照: http://www.ns-jisho.co.jp/ir/pdf/kaiji/20090223_3.pdf
- (20) 『日経産業新聞』二〇〇九年二月六日、参照。
- (2) 日本綜合地所のプレスリリース(二〇〇九年四月二〇日)、参照。

http://www.ns-jisho.co.jp/ir/pdf/20090420.pdf

- (22) 『日経産業新聞』二〇〇九年二月二〇日、参照。
- (3) http://www.aomi-const.jp/ir/2008/idou090209.pdf かおみ建設のプレスリリース(二○○九年二月九日)、参照。
- (2) あおみ建設のプレスリリース(二〇〇九年二月一九日)、参照。
- 『日本経済新聞』二〇〇九年六月一二日、参照。

http://www.aomi-const.jp/ir/2008/090219daihyo.pdf

25

- (26) 『日経産業新聞』二〇〇九年四月三日、参照。
- (27) 『日本経済新聞』二〇〇九年六月一日、参照。
- 28 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』、 八九五、二〇〇八年一二月一五日、三一ページ。 N o.

(まつお じゅんすけ・客員研究員)

レギュレーションNMS後のニューヨーク証券取引所の地位について

||水||葉子

1 レギュレーションNMSの導入

に、「レギュレーションNMS」と呼ばれる規制が導入されている。 ターシステムを利用した新しい取引の場が広がり、こうした取引システムと証券取引所を統合的に規制するため Communication Networks) や、代替的取引システム(ATSs, Alternative Trading Systems)といったコンピュー アメリカでは、 従来の証券取引所のほかに、電子コミュニケーション・ネットワーク (ECNs, Electronic

月から完全実施を見た。したがって、現時点で完全実施後およそ二年弱ということになる。 この規制は二〇〇五年四月に採択され、二〇〇六年から徐々に導入範囲を拡大して、最終的に二〇〇七年一〇

券取引所の流動性低下と関係するのは、「注文保護ルール(Order Protection Rule)」と呼ばれる一連の て競争力を持てるようにすることを狙いとして導入された。 ある。このルールは、別名トレードスルー・ルールともいわれ、最良気配を提示している市場が他の市場に比べ 「レギュレーションNMS」は大きく四つのルール群から構成されているが、本稿で検討するニューヨー jν ールで · ク証

よび最も安い売り気配)を出している市場が保護されることになり、全米のすべての市場で最良執行を確保する それを無視して劣った価格で執行してはならないというものである。この結果、最良気配(最も高い買い気配お このルールは、一つの市場に注文が出された場合に、他市場でより良い気配の対当注文が出ている場合には、

ことができる。また、このルールによって、規模が小さい市場であっても、 素早く優れた気配を提示することができれば、市場間競争上優位に立つことができる。 最良気配を厳格に保護しない限り、新規参入の小さな市場が伝統ある大きな市場と同じ条件で競争することは難 しかった。レギュレーションNMSの導入によって、新しい市場であっても、高性能の取引システムを導入して て規模の拡大を図ることができるようになる。もともと取引は流動性の高い市場にばかり集まる傾向があるため、 最良気配を出すことで流動性を集め

ニューヨーク証券取引所で仮に他の市場よりも優れた気配が出ていても、「遅い」市場であるとして無視される は、すべての価格を保護するわけではなく、「遅い」市場の最良気配を無視してもよい。この例外規定によって、 可能性が高く、 ただし、このルールには例外規定があり、ニューヨーク証券取引所などの人手を介する「遅い」市場に対して ニューヨーク証券取引所の流動低下が懸念されていた。

子化・自動化を進めてきたが、それにもかかわらず、二〇〇六年頃から始まった流動性の流出に歯止めがかから Archipelagoを買収(二〇〇六年三月に買収完了)するとともに、ハイブリッド市場構想を発表して、 ニューヨーク証券取引所は、こうした規制変更を見越して、二○○五年四月に代替的取引システム大手の 自市場の電

2 アメリカの市場構造

ない状態である。

場間の競争が激しさを増し、現在の取引の場は大きく多様化している。 レ ギュレーションNMS導入後、アメリカでは気配と流動性、 執行のスピードや付加的なサービスをめぐる市

図表1はそれを図示したものであるが、従来の主要証券取引所・地方証券取引所やすでに規制ルールが定まっ

てい て、 分な(ダークな) やアルゴリズム取引を利用したものなど、 ク 、など、 ブロ るECNとATSの 取 力 引 所に 取 引 代 1 0 わ 場 る ほ ラ が生まれてい 市 か 場 に 0 機 店 内 能 各 .付け を持 種 0 る ク 0 取引 わ た 口 せ 市 ッシング・ 情 場 を電子化 が拡 報 (i) 大 開 ネ 示が . ツ 加 1 え ワ

いる。 取引などナスダ 所は大きく分裂している。 Archipelago (Arca) を加えてもおよそ三〇・五%と大きく低迷 れた全米すべての 券 N R A こうした市場の多様化を受けて、 取引 同様にナスダッ 前 の報告分 0 取引 ッ ク ŀ. シ ŕ 場 TRF) エ ブ クの 証券 7 í は 取引シェアも単体で二〇・八%、 図表2は、 1 0 取引シェアであるが 力 単 を含めても三四 1 体でおよそ一 デ アメ 1 定 1 1] の推 ラーに代わって行うF カ 0 兀 計 株 七%に過ぎない % 式 のもとで作 取 買 引 ユ 収 1 0 \exists 執 店 成 た 1 行 IΗ 頭

登録を許された新規参入組である。Direct Edgeも取引所申請をし

あるが、取とえば、R

取引高を急速に拡大して、BATSは二○○六年にカ

二〇〇八年には早くも

取引

所

こうした伝統的な市場の低迷に代わって、

BATSやDirect

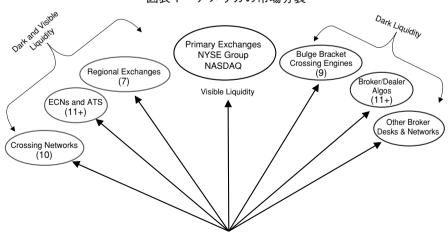
、 る。

新規参入取引所が取引高を伸ばして健闘してい

ザ

スで設立されたATS

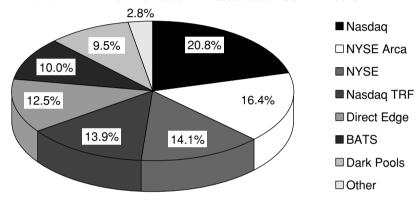
図表1 アメリカの市場分裂



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

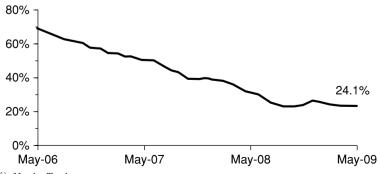
ば なが ク証 加えても過半には届かな にあるとおり、 アを見てみよう。 取引に占めるニュ では約九%と、 な動きを見せてい 引所を買収する等積 Archipelago (Arca) ク証券取引所の n 図 V) る取引 拡大を見せてい 5 券取引 「表3ではニュ る ĺ 気配が公表され %にまで低下 既 0 所上 ブー 存 買 場1 ö 収 *\ \ こちらも 取引 小規 場 無視でき ル L 図 1 銘 1 た と呼 表 る。 推 極 模 日 柄 \exists z ΙH エ 0

図表 2 2009年 4 月の全米の上場銘柄全体に占める取引高シェア



(出所) Rosenblatt Securities Inc. NYSEは旧Archipelago (Arca) を通じてナスダック上場銘柄の取引を行っているが、本推計のNYSEの項目ではNYSE上場銘柄分しか計算されていない。また、「ダークプール」の中には、NasdaqTRFを通じて報告されるものがあるが、本推計では、Nasdaq TRFから各種ダークプールと考えられる取引を独自推計によって取り除いており、旧来のブローカー・ディーラーの内部化のみを計上している。

図表 3 ニューヨーク証券取引所上場銘柄に占めるニューヨーク証券取引所の シェア 旧Archipelago (Arca) 分をのぞく



(出所) NasdagTrader.com

同様に、 自市場上場銘柄の過半を取引する支配的な市場が存在しない状態になっていることが分かる。 ナスダック上場銘柄に占めるナスダック取引も三割程度である。すなわち、現在では、どの一市場

3 ニューヨーク証券取引所の収入

てみると、実際にはニューヨーク・ユーロネクスト・グループの収入状況はきわめて順調であることが分かる。 される。 図表4は、二〇〇四年以降のニューヨーク・ユーロネクスト・グループの収入状況である。ただし、二〇〇六 ニュー しかしながら、 ヨーク証券取引所は、 取引所が証券取引委員会(SEC)に提出するForm-10Kから取引所の収入状況を調べ 自市場上場銘柄の取引シェアの急低下によって、大きな影響を被っていると推測

あるにせよ、ニューヨーク・ユーロネクスト・グループが順調に収入を伸ばしていることが読み取れる。 年三月からはECN/ATSであった旧Archipelago(Arca)を買収した収入が合計され、二〇〇七年からはユー ロネクストの行う欧州での取引関連収入が合計されているので注意が必要である。図表4からは、合併の影響も

またユーロネクストを合併したことや、アメリカン証券取引所の取引分もあり、デリバティブ取引からの収入も ○○万ドルに五二%も増加しており、合併効果もあるにせよ二○○四年からの四年間で一五倍の増加を見ている。 現物取引からの場口銭収入は、二〇〇七年の一五億七五〇〇万ドルから、二〇〇八年の二三億八七

〇七年の三億七一〇〇万ドルから二〇〇八年の四億二九〇〇万ドルに一六%の増加を見ている。その結果、合計 へと三%の増加、二〇〇四年からの四年間で年平均四・九%と安定した伸びとなっている。 上場収入も順調な増加を見せており、二〇〇七年の三億八五〇〇万ドルから二〇〇八年の三億九五〇〇万ドル 市場情報収入も二〇

収 Ź 、額は三九億三八○○万ド ル か 5 四七億三〇〇万ドルへとおよ

プと、 この収入状況を、 一割近く増 日 1 口 加 ッパでの じた T ユー メリ ロネクストに分けて調べてみよう。 カでのニ ユ 1 日 1 ク 証 ||券取引 所 ブ ル 1

ニュ 物 らに、 ができる。 物取引の 1 日 ユ 場 1 1 \Box 図 口 銭 証 「表 5を見ると、 ネ のおよそ七割以上、 クストとの合併前の二〇〇六年とも比較すること 所グル 二〇〇七年、] プ からのものであることが読 上場収入のおよそ九割以 二〇〇八年ともに、 み Ŀ 現 が

拡大したことが分かる。

れる。

またア

゚メリ

力

で

の収入だけに限定して、

合併以前

0

 $\overline{\circ}$

六年と比較しても、

現

物

取

引

の場口銭で一・七倍と非常に大きく

グル 収入自体はむしろ増加するという矛盾した状況にあることが分か このように、ここ二、 ープは、 自市場上場 三年のニュ 銘 柄 0 取引シェアを大きく失いながら 1 日 1 ク ユ 1 口 ネ クスト

Ε

Duncan Niederauer氏に対してインタビューを行っている。

が二〇〇八年末に、

ニュ

1 ・ステ

 \exists

1 1

ク

ユ

1 シ

口

| ネクストグル

ープ

っ の C

この点につい

て、

イ

シ

テ

ユ

1

日

ナ

ĺV

イ

ンベ

ス

夕

1

る

ニューヨーク・ユーロネクスト・グループの収入 図表 4

	2008	2007	2006	2005	2004
収入					
活動評価手数料	229	556	673	595	360
現物取引	2,387	1,575	645	146	154
デリバティブ取引	919	661	31	_	_
上場収入	395	385	356	343	330
市場情報収入	429	371	223	178	168
ソフトウエア・テクノロジーサービス	160	98	137	183	220
規制収入	49	152	184	132	115
その他	135	140	127	56	59
合 計	4,703	3,938	2,376	1,633	1,406

(出所) NYSE Euronext Form-10K 単位100万ドル。Euronextの収入分は2007年4月4日から、 Archipelagoの収入分は2006年3月7日から合計されている。また、2007年7月30日からニュ ーヨーク証券取引所の規制機能はFINRAに移管されたため、相当分の規制収入が減少してい る。活動評価手数料とは、取引所が証券取引委員会に支払う規制・監督のための手数料で、 同額を取引所が会員証券会社から徴収するのでいったん収入に含まれるが差し引きはゼロと なる。

記 時の取引高がとくに増加しており、 の始値を参照して取引を開始することが増え、 ティリティが高まった結果、 .事によると、この間 グ ĺV ープにとって天の賜物であったとしてい の金融危機は、 主要市場であるニュー ニューヨークの人手を介した取引 ニューヨーク 取引開始時や取引終了 、 る。 ヨーク証券取引所 市場全体の ユ 1 \Box ネ ・クス ボ ラ

0)

い存在価:

値が高まったという。

は二倍近くに伸びたとしている。 会社数は二六〇〇社と過去最高に近い数字となった。ニューヨー およそ九・五%の取引高増加が見られ、二〇〇七年一〇月との比較で 取引高が増加したことが収入増に大きく寄与した。 取引の場口銭収入についても、 ループの収入のおよそ一二~一三%を占める上場収入も順調で、 〇〇八年一〇月には四九億五〇〇〇万株で、一ヶ月前の九月と比べて また、ニューヨーク証券取引所が収入のおよそ六割を依存する現物 金融危機によるボラティリティ拡大で ニューヨーク・ユー 推計によると、 \Box ネクスト を証

券取引所に対しては、

人手を介した取引は遅くて効率も悪いとして低

危機の影響でうってかわって取引が増

加

たと述べている。

評

価

ニュー

ヨーク証券取引所の上場時価総額は七八億ドルと、

ナスダッ

図表5 ニューヨーク・ユーロネクスト・グループの収入を米・欧で分解

	2008年				2007年				2006年
	アメリカ	ヨーロッ	グループで	合 計	アメリカ	ヨーロッ	グループで	合 計	アメリカ
		パ	の重複によ			パ	の重複によ		のみ
			る除外				る除外		
活動評価 手数料	229	_	_	229	556	_	_	556	673
現物取引	1,759	628	_	2,387	1,165	410	_	1,575	645
デリバテ ィブ取引	152	767	_	919	86	575	_	661	31
上場収入	363	32	_	395	363	22	_	385	356
市場情報 収入	215	214	_	429	225	146	_	371	223
その他	252	119	(27)	344	352	38	_	390	448
合 計	2,970	1,760	(27)	4,703	2,747	1,191	_	3,938	2,376

任後サ 上場 入れ 他 関心を大きくしてい イ して理解されている。 着手してい 0 を乗り切ったとされてい 、など、 手 Ī に \Box また、 1 ジー ・スの 替え、 プは、 口情 貫とし と取引 証券取引 企業を引き止 P] 新 報 上 Niederauer氏は 開 バ 100 るとい ラシス 力 を の関 L て自社株式 場 1 設など新興国 %企業に 所 知ら 夕 ιV ベ ĺ 0 テ 心 サ 1 う。 せるサ ル める方策と 八年の が高く、 1 ムを大きく ス る 株 0 Ľ のシ F 主 ス 0 億ド 1 売買 変動 K 管 ス テ] n る。 は ビ 就 ク 0 理 証 jレ **黔取引** と比べて見劣り 図表 6 ニューヨーク証券取引所の株価 120 所へ 100 、の二五%出資をはじめとして、 NYSE Share Price が 80 60 危機 40 成感を強 Euronext Acquisition 20 あめ 0 7 Aug-05 Aug-06 Aug-04 (V May-05 Fev-06 May-06 Nov-04 Fev-05 Nov-05 Nov-06 Fev-07 May-07 Aug-07 Nov-07 る。 ムンバ ユ ユーロネクスト買収後のグループの株価 図表 7 イ証券取引] 日 高値 安値 1 2007年第2四半期 99.99ドル 72.34ドル ク 第3四半期 84.50ドル 64.26ドル 第4四半期 92.25ドル 78.18ドル 所 ユ 2008年第1四半期 87.70ドル 55.12ドル 1 第2四半期 76.71ドル 50.30ドル 0 口 出 ネ 第3四半期 51.18ドル 32.26ドル 資 ク 第4四半期 40.70ドル 16.33ドル

ク

グ

ル

1

ブ

やロ

ンド

シ

証券取引所よりは大きい

b Ō

0

C

Μ

Е

ブ ĺV

1

プ

Ó

六六億ド

ル、

フランクフ

0)

K,

ス ル

1 1

北京オ

30.60ドル NYSE Euronext Form-10K ユーロでの表記は省略。 NYSE Euronextの合併により、合併後の株式は2007年4月4日から取引 が開始された。

2009年第1四半期

18.65ドル

収入面では、 前述の取引高の拡大だけでなく、アメリカン証券取引所買収でデリバティブ取引やETF取引を

拡大するなど、

新しい取引対象の拡大にも注力している。

増にも関わらず赤字となっている。またグループの株価も、 性はないだろうか。 ク・ユーロネクスト・グループであるが、この収入面のブームは金融危機がもたらした一時的なものである可能 こうした取り組みによって、取引高シェアの大幅減少にも関わらず、収入はかえって増加しているニュ 合併後のコスト削減が不十分であることもあって、二〇〇八年のグループの純利益は、 合併後の二〇〇七年春以降は大きく低迷し、 最高額 収入

4 市場分裂によって何が問題となるのか

であった二〇〇七年春と比べると三分の一に低迷している(図表6、

図表7)。

のであれば、 とえば、複数の証券取引所がそれぞれ重複なく異なった銘柄を上場し、自市場上場銘柄のみの取引しか行わな 市場の分裂というときに問題になるのは、単に一国の証券市場が複数に分かれているということではない。た 一つの銘柄の株式に複数市場で異なる価格付けが行われることはないので、 市場の分裂は発生しな

すべて反映しているとはいえないので、市場での価格発見機能は不十分にしか発揮されないことになる。 と付け合わされたとは限らない。従って、回送先の市場で付いた価格が、 市場に出ている反対注文とつけ合わされたとしても、 市場分裂が問題となるのは、 一つ目は、 市場の価格発見機能に関わる問題である。 一つの銘柄が複数市場で取引される場合である。分裂によって発生する問題は二 別の市場での気配が参照されない すなわち、 その時の市場の全参加者による評 ある市場に注文が回送され、 のであれば、 最良の気配 その :価を

すなわち最良執行義務を果たしているかどうかのモニターにコストがかかる。ひいては市場全体のインフラコス 存在するということは、投資家にとって自らのブローカーが最良気配の出ている市場に注文を回送したかどうか、 市場分裂のもたらす二つ目の問題は、投資家とブローカーのエージェンシーコストの問題である。複数市場が

トが高いということにつながる。

市場間競争は可能だろうか。 も疑念が生じない状態であるならば、全く問題がないということができる。しかし、果たしてそこまで理想的な の開示が十分に行われ、常に最良価格での執行が低コストで可能であって、 以上の観点から見ると、かつての主要市場であったニューヨーク証券取引所の取引シェアの低下は、 かつブローカーの最良執行について 価 格情報

あったといえる。しかしながら、導入後に市場の多様化がますます進み、注文保護ルールで保護されない「ダー クプール」と呼ばれる市場が出現していることを考えると、レギュレーションNMSによる執行の場の多様化は、 方で大きなコストをもたらしているのではないかという懸念についても検討が必要なのではないだろうか。 アメリカで導入されたレギュレーションNMSは、こうした意味での市場分裂を止めるための規制上の方策で

注

- <u>1</u> ダークプールについては、 証研レポート、 二〇〇九年二月参照 清水葉子「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
- (\alpha) Suzanne mcGee "Up Off the Floor", Institutional Investor, November 2008

(しみず ようこ・客員研究員)

スポンサーなしADR急増の理由

本

뚇

1 はじめに

けで、スポンサーなしADRの設定が可能となった。つまり、原株の発行会社が関与しないところで、 八年一〇月以降にスポンサーなしADRが設定された国内企業は、二〇〇九年三月末で一〇八社に上る。同じく の預託銀行が原株発行会社のホームページをチェックし、要件が整っているとして、勝手にスポンサーなしAD なければならなかった。改正後は、原株の発行会社のインターネットのサイトに必要な情報が掲載されているだ スポンサーなしADRを発行するためには、原株の発行会社が、SECに紙ベースで登録免除適用申請を提出し 〇九社に上る。これは、スポンサーつきADR発行の企業が六一社であるのに比して圧倒的に多い。 バンクオブニューヨークメロンによると、八月一日現在、スポンサーなしADRが発行されている日本企業は二 つきADR、スポンサーなしADRを合わせると日経二二五対象企業の六七%に設定されていることとなる。 スポンサーなしADRの急増の原因は、昨年一○月から施行されたSECの規則改正による。この改正の前は、 日本企業のスポンサーなしADRの設定が急増している。バンクオブニューヨークメロンの調べでは、二〇〇 スポンサー アメリカ

しADRが設定されることによって引き起こされるリスクについて考察したい。 本稿では、スポンサーなしADRの急増のきっかけとなった昨年九月のSEC規則改正の内容、 スポンサーな

Rを設定することが可能となった。

本

題に入る前に、

そもそもADRとは何かに

0

て概

略称であり、 観したい。 の外国法人子会社などが発行する有価証券に対する所 Α 外国 DRとは、 企業 外国政府あるいはアメリカ企業 American Depository Receipt ©

権を示す、

米ドル建て記名式譲渡可能預証書をいう。

券 得 ディ る。 ク カ 力 A D R A D R メロ 保管している原株を裏付けとした米ドル が 0 国 そして、 預 内 原株を取得 ン、 託銀行の代表的なものが、 0) の仕組みは、 投資家に販売され、 を発行し、 シティバンク、 7 メ ij カの その後、 イギリスや日本などの これが証券会社を通じて、 預託 ドイチェバンク、 銀行が、 これを保管、 流 流通する バンクオブニュ 力 ス 図1。 現地カ 建 数量管理 デ J P の 預 モ 託 え] T が ル X \mathbb{F} 取

る

スポ

ンサーつきADRとは、

イギリスや日本などの

とスポ

ンサ

ĺ

な し A D R

(Unsponsored ADR)

とがあ

D

Rには、

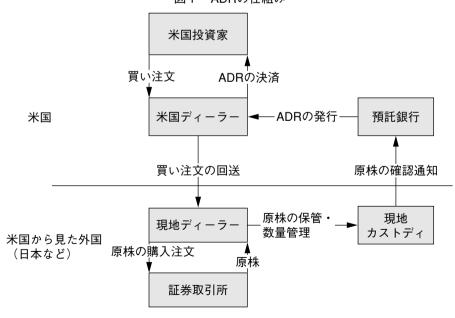
スポンサー

つきADR (Sponsored ADR)

ガン 1 1] IJ

チェイスなどである。

ADRの仕組み 図 1



将来発生する手数料の補償金を支払うのが通例であるとされる。 ることが多い。そのような場合には、発行会社は、預託契約を締結した預託銀行以外の預託銀行と、 原株の発行会社がアメリカの預託銀行と預託契約を締結して発行するものであり、レベル1、レベル2、および なしADRの発行や流通を取り止めてもらうように交渉しなければならない。さらに、取りやめる預託銀行には の預託銀行は発行できない。スポンサーつきADRを発行する前に、既にスポンサーなしADRが発行されてい ための公募発行を行うことができるものである。スポンサーなしADRの場合には、 ル3がある。 スポンサーつきADRは原株の発行会社と預託契約を締結した一つの預託銀行のみが発行できる。 F―6様式による開示を必要とするものである。レベル3は、証券取引所に上場され、 レベル 1は簡易な開示によるもので、OTCで取引されるものであり、 預託銀行は、四行まで設定 レベル2は証券取引所 スポンサー 資金調達の 他

は原株の発行企業の意思とは無関係に発行されるものの、一九八三年以降は当該企業の最低限のディスクロ スポンサーなしADRの発行条件を管理するのはアメリカにおける預託銀行のみである。スポンサーなしADR ャーは必要となった。 一方、スポンサーなしADRとは、原株の発行会社が関与せず、アメリカの預託銀行が発行するものである。 ロージ

3 SECへの登録義務(一九三四年証券取引所法12(g))

である。この規則は、 昨年以来のスポンサーなしADRの急増は、二○○八年九月のSEC規則12(g)3―2(b) 一〇月一日より効力発生した。この規則はどのようなものであろうか。 の改正によるもの

まず、一九三四年証券取引所法は、12(g)1で、「州際通商もしくは州際通商に関係する事業を営む発行者また

内に、 者は、SECに登録し、年次報告書や臨時報告書などを提出しなければならないことを定めている。 はその証券が郵便もしくは州際通商に関する方法もしくは手段により取引されている発行者は、次に掲げる期間 次の規定に該当する持分証券を登録しなければならない。」とし、上場銘柄および一定の店頭銘柄 の発行

リカではないので、アメリカ法の適用を受けない。一九六四年に一九三四年証券取引所法が改正され、 会社に対して、米国発行会社よりも規制を緩和することに対する批判があった。 を店頭銘柄にも拡大する際、外国の発行者に対しては、開示義務の適用除外とする提案がなされたが、 しかし、外国の発行体は、多くの場合、アメリカで証券による公募を行っていない。また、裁判管轄地もアメ 外国発行 適用対象

とき」は、外国発行者の証券を適用除外とすることができる権限が与えられた。 とすることができる。」と規定した。つまり、SECに対し、「公益に適合しかつ投資者の保護に資すると認める 聞の告知および機会を与えた後に命令により、外国発行者の証券(その証券寄託証書を含む)を本項の適用除外 益に適合しかつ投資者の保護に資すると認めるときは、規則または規制により、または委員会の申立に基づき聴 そこで、一九三四年証券取引所法12(g)3は、「委員会は、外国発行者の証券を本項の適用除外とすることが公

める場合には、適用除外とすることができる。そして、スポンサーなしADRの発行者はこの適用除外外国証券 外国発行者の証券は、 原則は登録や開示義務の対象であるが、後述するいくつかの条件を満たし、SECが認

登録義務適用除外要件(SEC規則12(g)3―2)

4

一九三四年証券取引所法12(g)3―2を受け、SECでは、規則12(g)3―2を制定した。SEC規則12(g)

めている。 Securitiesを発行する場合で、アメリカ国内において投資家が三〇〇名未満の場合には、登録除外となることを定 3―2(a) は、アメリカで証券が流通するforeign private issuer(外国民間発行体)がADRやCertain Foreign

がADRやCertain Foreign Securitiesを発行する場合で、アメリカ国内において投資家が三〇〇名を超える場合 でも、SEC規則12(g)3―2(b) の示す免除条件を満たせば、登録義務免除となることを定めている。 次にSEC規則12(g)3—2(b) では、アメリカで証券が流通するforeign private issuer (外国民間発行体)

5 改正前のSEC規則12(g)3-2(b)

今回このSEC規則12(g)3—2(b) の示す免除条件に変更があった。

改正前のSEC規則12(g)3―2(b)では、登録の免除を受けるために、外国民間発行体自身あるいはその母 では、これまでのSEC規則12(g)3―2(b) はいかなるものであり、どのように改正されたのか。

の写しを毎年SECに提出しなければならなかった。また、最初の提出の際、外国民間発行体はSECに対し、 国政府が、 前年に母国で公表された情報であって、投資家にとって重要な情報の全ての情報が記載された報告書

米国での証券の保有者の数と彼らが保有するパーセンテージを提出し、米国内の保有者がどのようにしてそれら の株式を得たかを簡潔に示す書類を併せて提出しなければならなかった。

目録をSECに提出する必要があった。 外国の発行体自身が紙ベースの登録免除適用申請、 情報の各項目が正本と同一であることを証明する

6 改正後のSEC規則12(g)3―2(b)

(1) 改正後のSEC規則12(g)3―2(b) の概要

改正後のSEC規則12(g)3-2(b) は、外国民間発行体は以下の条件を満たすならば、 規則12(g) の例外

規定を適用すると規定されている。

①発行体は一九三四年証券取引所法13(a) または15(d) における申請書類や報告書を要求されていない。

②発行体は現在、 維持している。その裁判管轄地は単独でもよいし、発行者の対象のクラスの証券がそれらの証券の主要な取引 外国の裁判管轄地にある一つもしくはそれ以上の取引所において、 対象のクラスの証券を上場

③発行体は、 送達系によって、直近の会計年度の初日から英語で情報が開示される。そして、それは、 インターネットウェブサイトで、または、 通常、 その主要取引市場の取引者が利用できる電子情報

市場を構成する別の外国において取引されていてもよい。

公開されるかまたは、設立、組織、本拠地がある国の法に従って公開することが要求されている。

В. 提出されるか提出することが要求されている。 その証券が取引される主たる取引の場であり、 その取引所によって情報が公開される主要な証券取引所に

C. そして証券の保有者に配布されるかまたは配布されることが要求される。

(2)発行体に既存の報告義務がない

九三四年証券取引所法13(a) は、登録証券の発行者に対し、SECへの情報文書および報告書の提出義務を 発行体は一九三四年証券取引所法13(a) および15(d) の報告義務を要求されていないとはどういうことか。

える名義上の証券保有者が存在するかまたは米国で三〇〇名を超える名義上の証券保有者が存在する発行会社で 定めたものである。報告書の提出が求められるのは、一九三四年証券取引所法12条の規定に基づいて登録されて いる証券の発行者であり、12条に基づく報告義務とは、 証券が米国で上場されているか、全世界で五〇〇名を超

ある。

体に対する報告義務について規定している。(8) ことになった発行体に対する報告義務が規定されている。 次に、一九三四年証券取引所法15(d) とは、登録届出書を提出し、それが証券法に基づき法的効力を有する つまり米国内において登録を要する募集を行った発行

ている対象ではない者であることが必要となる。 九三四年12(g)3―2(b) の適用除外を受けるためには、このような他の規定によって報告義務が課せられ

(3) 主たる取引市場が米国外であること

アメリカにおける取引量よりも多くなければならない。 米国外の裁判管轄地における証券取引所またはその設備を通じて行われることを意味する。外国民間発行体が、 五五%の免除基準を達成する目的で、二ヶ国の外国法域における当該クラスの証券の取引量を合算する場合、二 trading market)とは、発行体の直近の事業年度における取引の少なくとも五五%が、一つまたは二ヶ国以上の EC規則12(g)3—2(b) Note 1 to Paragraph (b)(1) に詳しい記述がある。 ヶ国のうち少なくとも一ヶ国における取引量がアメリカにおいて外国民間発行体が発行する同じクラスの証券の 二つ目の条件は、その証券の主たる取引市場がアメリカではないことである。主たる取引市場については、 主たる取引市場(primary S

(4)電子開示要件

されている情報、その証券が取引または発行された主たる取引所においてファイルされた、またはファイルする 請の際には、法人格が付与された、設立または本店所在地の国の法律に基づき公表された情報または公表を要求 ことを要求された情報、 三つ目の条件が電子開示要件適用除外申請および電子開示要求適用除外維持である。電子開示要件適用除外申 証券の保有者に対して配布されまたは配布することを要求された情報を開示しなければ

以下に関係する情報が当該株式の投資判断に重要である場合には、 表することが要求される ((b)(1) 項に関する注記三 (3)(i))。 以上の情報開示は、改正前の適用除外要件と同様であり、その範囲に変更はない。改正後の規則では、さらに、 外国民間発行体はこれらの情報を電子的に公

ならない。

- ・業務結果および財務状況
- ・事業の変更
- 資産の取得または処分
- 証券の発行、償還、取得
- 経営陣または支配権の変更
- ・取締役または役員に対するオプション付与、その他報酬の支払い
- - 取締役、役員または主要株主との取引

電子情報送達系によって、以降の会計年度の間、 また、12(g)3-2(b) 免除維持するには、インターネットウェブサイトで、または、その主要な取引市場の 先の会計年度において指定される同じ情報を発表することを発

行人に要求する。先の会計年度公表条件と同様、維持公表条件はその投資家と他の市場参加者が発行体の作成す る英語以外の言語の文書に、投資判断となる文書に英語でアクセスすることを助ける。 。また、 規則71と同様に、

改正条文は発行体にその英語でない文書を、裁判管轄地における法律、または非アメリカ主要取引所のルール、

株主総会または慣習に従って公表された後、直ちに自動的に公表することを要求している。(9)

ンターネットのウェブサイトまたは主要な市場の開示システムに電子的に発表するだけでよくなった。 改正前では紙ベースの提出が必要であったが、新たなルールでは、12(g)3—2(b) の条件を満たす文書をイ

(5) 英語による情報開示要件

判断に重要である場合には、これらの書類の英訳も電子的に開示しなければならない。 での開示情報だけでなく、以下の書類が外国語で書かれており、この適用除外が関係するクラスの証券への投資 改正後は、 12(g)3-2(b)の適用除外申請およびその維持のために、 外国証券発行体は、 前述の重要な本国

開示対象の書類は

- 年次財務諸表を含む年次報告書
- 財務諸表を含む半期報告書
- ・プレスリリース
- 株主に直接配布される書類

である。

7 スポンサーなしADRの原株発行会社のリスク

(1)投資家の数による登録義務の発生

社にどのようなリスクをもたらすであろうか。

SECの規則改正により、 スポンサーなしADRの発行会社数は急増した。このことは、 ADRの原株発行会

る。 合で、 $\frac{2}{a}$ なしADRのアメリカにおける投資家(実質株主ベース)が三○○名以上になった場合、SEC規則12(g)3─ 前述のSEC規則12(g)3―2(a) は、アメリカで証券が流通する外国民間発行体がADRなどを発行する場 アメリカ国内において投資家が三〇〇名未満の場合には、登録除外となることを定めている。 の免除適用除外となり、SEC規則12(g)3-2(b)の免除義務を満たさなければ、登録義務が発生す スポンサー

と同じ裁判管轄下にある居住者であると仮定することを認めている。 ニーによって保有されていると記録のある証券を調査することを要求している。また、 裁判管轄地における、 through"分析は、アメリカ国内における、当該発行体の裁判管轄地および業務複合取引においてはその参加者の アメリカ国内における投資家が三○○名以上になったかどうかは、SECの"look through"ルールによる。"look 実質的な所有者を特定できる情報が得られない場合には、規則は取得者がビジネスの主要地をもつノミニー アメリカに居住する実質的株主の口座を特定するために、主要な取引市場において、 合理的な調査を行った後 ノミ

ディ銀行やブロ 具体的には、 これらの調査は、 ーカー他ノミニー名義人への問い合わせによって行われる。 独立した調査会社(Independent Information Services Provider)によるカスト

(2) 訴訟リスク

性は否定できない。証券訴訟はクラスアクションとなるために、その損害賠償責任額は多額である。 実について真実ではないことを述べ、または具体的な事実について必要な陳述を省略すること」という文言があ 定めたものである。このうち、「文書が作成された状況に照らして、誤解されないようにするために、 それに基づくSEC規則10(b)―5である。SEC規則10(b)―5は、相場操縦的または欺瞞的な策略の採用を 社がその開示書類による責任を追求される可能性がある。この根拠条文は、一九三四年証券取引所法第 例えば、 ームページに誤解を招くような英訳が掲載されている場合など、スポンサーなしADRの原株発行会 ホームページ上の文章で重要な事実を省略した場合には、この条文によって訴訟が起こされる可能 具体的な事 10 b

(3)海外不正行為防止法(FCPA、Foreign Corrupt Practices Act)

定された。一九九七年のOECDの賄賂禁止条約を反映し、修正・拡大され、現在は日本企業も適用対象となる。 Aは海外不腐行為防止法とも訳される法律である。これはロッキード事件をきっかけに一九七七年アメリカで制 ADRの原株の発行企業が海外不正行為防止法(FCPA)の適用対象となる可能性がある。FCP

FCPAの会計処理条項および賄賂禁止条項(Anti-bribery Provisions)は、一九三四年証券取引法12条に基づ

SECは、 を通じて自国の株式を取引している米国籍ではない会社は、FCPAの対象となるという立場を取ってい き証券を登録した、または同法15(d) に基づき定期報告義務のある発行者に対して適用される。 NYSEやNASDAQで取引されているレベル2、レベル3のスポンサーつきADRはその対象となる。(ユ) 般的に、 米国において株式を発行している、 または、 米国の取引所で売買されている特定のADR 司法省および

度合いは低くなるが、SECが明確に対象から外すと述べている訳ではない。 レベ ル 1のスポンサーつきADRやスポンサーなしADRは、その対象とならないこともありえ、その危険性の

(4)M&Aの買収者となった場合の発行会社のリスク

則80および80では、上記登録の例外が規定されている。 C規則 145 Form F―4登録を行わなければならない。この根拠となる条文は、一九三三年証券法5条、 また、公開買付をする場合、日本企業同士であっても、 (事業統合などの株式交換も募集とみなし登録届出書を必要とするもの)である。これには、SEC規 米国保有者が一定以上の場合には、SECに対し、 それに基づくSE

規則80による外国企業への情報開示免除の要件とは、

対象となる外国企業において、米国居住株主が一○%以下であること

米国居住株主に本国および他地域株主と平等の条件で事業統合参加の権利が与えられること

事業統合に関して、 本国での開示情報を英文にし、米国においても一定の情報開示がなされること

である。

保有する大株主がいる場合には、例外が当てはまらない場合もある。 自己株式や役員等の持ち株も除く。このため、アメリカ国内における株主が一○%以下であっても、 有分に加え、一〇%以上保有の大株主 一つ目の条件の一○%を判定する際には、企業の発行済株式の中から"affiliate"と既定される関係会社による保 (機関投資家も含む)の持分を除いて計算する必要がある (規則800 一〇%以上 h

スポンサーなしADRも一九三三年証券法上の証券に該当するので、この規定が適用される。

(48)

8 対応策をとる必要があるか

が改正され、 ている。このたびの改正は、 ·年九月にアメリカにおいて、 一〇月から施行された。これによって、アメリカにおいて、スポンサーなしADRの発行が急増し SECが自国の預託銀行の要請に応じたために、日本を含め外国企業にとっては、 外国民間証券発行体の開示義務免除要件を定めたSEC規則12(g)3―2(b)

少々厄介なものとなった。

を受ける可能性は、レベル1のスポンサーつきADRとスポンサーなしADRとに差はないと考えられる。しか リスクについて述べた。これらのリスクは、スポンサーなしADRに限定されたものではない。 本項では、 レベル2やレベル3のスポンサーつきADRになると適用の可能性は増す。 当該規則およびスポンサーなしADRが発行されることによる、 アメリカ国外の原株の発行会社の FCPAの適用

訳が要求されている書類の一部の英訳を掲載せず、スポンサーなしADRを設定できないようにしておくことで これらのリスクを完全に回避する最も簡単な方法は、英文開示を一切取りやめてしまうか、または、完全な英 その他、 しかし、この方法は、 リスクを完全に回避するためには、アメリカの預託銀行に働きかけて、 IRや顧客サービス、 海外の顧客の拡大を阻害する可能性があることは否めない。 スポンサーなしADRの発行

レベル1であれば、比較的コスト安であると考えられるが、預託銀行に支払うコストには英訳などのチェックま(ミヒ) サーなしADRから、 また、リスクは残るが、アメリカにおける投資家を把握するためやADRの発行を管理するためには、 一つの預託銀行と預託契約を締結するスポンサーつきADRに変更する方法が考えられる。

を取りやめるよう交渉するなどして、スポンサーなしADRの発行をなくさなければならない。

でが含まれてはおらず、ホームページに掲載する英訳が正しいかなどは、別途費用を払って翻訳会社などと契約

をしなければならないであろう。

が、スポンサーなしADRの場合は、発行費用や配当などの事務手数料を価格に上乗せしなければならなくなる。 スポンサーなしADRは、顧客にとっては割高な商品であると考えられる。 DRがスポンサーつきであれば、預託銀行は発行会社から預託契約にかかる手数料を徴収することが可能である ところで、 スポンサーなしADRの取引の実態は、投資家が三○○名以上となるほど活況なのであろうか。 Α

できないのであれば早いうちに、スポンサーなしADRを発行しておこうとしたのではないか。 あることは推測される。そのため、預託銀行は、このたびの規則改正をビジネスチャンスと捉え、四行しか発行 るだろうが、スポンサーなしADR発行をする預託銀行の主たる目的は、外国の発行会社との預託契約の締結で 預託銀行はなぜスポンサーなしADRを発行するのであろうか。投資家からの要請による場合もあ

るかもしれないが、これまでのスポンサーつきADR発行企業のような外国人投資家を増やしたい、海外向けに も知名度を上げたいとする企業とそうでない企業とでは、おのずと対応が異なってくると考えられる。 リスク回避の観点から、自社の株式にスポンサーなしADRが発行されているかを把握することは、 必要であ

(付記)本項は平成二一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。

注

- (1) 二〇〇九年四月一六日、日本経済新聞朝刊
- (2) http://www.adrbnymellon.com/dr_directory.jsp

- 3 「米国で急増したスポンサーなしADR」、商事法務一八五八号、二八~二九頁
- $\widehat{4}$ Thomas Lee Hazan and David L. Ratner, Securities Regulation 9th Edition, Thomson West, p. 324 (2006)
- (5) これらの書類に英訳の義務は課せられていなかった。
- (ω) http://www.sec.gov/rules/final/2008/34-58465fr.pdf
- 7 護および証券の公正な売買取引の確保のため、委員会が必要または適当と認めて定める規則および規制にしたがって、 一九三四年証券取引所法13条 (a)「本条第12条の規定に基づいて登録されている証券の発行者は、投資者の適正な保
- 次の各号に掲げる情報文書および報告書を委員会に提出しなければならない。 (1)第12条の規定に基づき提出される申請書または登録届出書に記載または添付することを要求される情報または文

九六二年七月一日以前にその全部が履行済の重要な契約に関するものであって、委員会が提出を要求しないものは、 書をできる限り現在の事実と合致させるため委員会の要求する情報または文書(およびそれらの写し)。ただし、一

この限りではない。

(2)委員会が定める年次報告書(およびそれらの写し)。ただし、委員会が規則および規制により要求する場合には 証券取引所に登録されている証券のすべての発行者は、また、前各号に定める情報、文書および報告書の副本を取 独立の公認会計士の証明を受けたものならびに委員会が定めうる四半期ごとの報告書 (およびこれらの写し)。国法

引所に提出しなければならない。」

8 効力をもつ登録届出書を提出しなければならない各発行者は、本法第12条に基づき登録されている証券に関し本法第 効になる確認書を含む登録届出書を提出した各発行者および、当該日以後に改正される一九三三年証券法に基づいて 一九三四年証券取引所法15条「一九六四年証券諸法改正の制定日以前に効力をもった本項に基づいて有効なまたは有

とする。本項の適用にあたり、「種類」には、発行者の証券で実質上同じ性格をもち、その保有者が実質上同じ権利と 当該登録届出書の関係する各種類の証券の名簿上の所有者が三○○人未満である場合には、自動的に停止されるもの 13条に基づいて要求されるものと同じ補足的および定期的情報、 用語を規則または規制により定義することができる。本項は、外国政府またはその行政上の下部組織によって発行さ 本項の回避を防止するために、委員会が公益または投資者保護上必要または適当とみなす「名義上の保有者」という 特権を享受することができるすべての証券を含むものと解釈しなければならない。委員会は、本項の適用にあたり、 また、本項に基づく提出義務は、当該登録届出書が効力を発生した会計年度以外のすべての会計年度の初めにおいて、 く提出義務は、当該発行者の証券の発行が本法第12条によって登録される場合には、自動的に停止されるものとする。 のため必要または適当と認めて定める規則および規制にしたがって、委員会に提出しなければならない。本項に基づ 文書および報告を、委員会が公益または投資者保護

9 10 現在のSECのルールと同様、「直ちに」はその文書を英語に翻訳するのにかかる時間による。 かなる者も直接または間接を問わず、 州際通称の方法もしくは手段、郵便または国法証券取引所の施設を利用して、

れる証券には適用されない。」

b. 述べ、または具体的な事実について必要な陳述を省略すること 文書が作成された状況に照らして、 誤解されないようにするために、 具体的な事実について真実ではないことを

a

詐欺的行為を行うこと

以下に掲げる行為を行うことは、違法である。

c. あるいかなる行為、慣習、または営業の課程に係わること 証券の売買に関係して、それがいかなる人に対しても詐欺的行為として作用するか、もしくは作用する可能性が

- (11) SEC Litigation Release No. 15164(一九九六年一一月二一日)ほか
- 12 Joseph Velli, 'AMERICAN DEPOSITORY RECEIPTS: AN OVERVIEW', 17 Fordham Int'l L. J. 38 (1994)によると、スポン サーなしADRはコストゼロ。スポンサーつきADRレベル1で一九三三年法F―6登録は五〇〇〇ドル。一九三四

年12(g)3—2(b) 適用のものは、二万ドル。レベル2のF—6登録のものは、二〇万ドル。一九三四年法20—Fは 五〇万ドル。レベル3の一九三三年F―1は、四〇万ドル。一九三四年法20―Fは九〇万ドルのコストがかかるとさ

れている。資料は一九九三年当時のものであるため、現在では、コストも上昇していると考えられる。

参考文献

北村雄一郎「ADR(米国預託証券)流通企業必読!SEC「外国発行体向け免除規定」改正に伴う留意点」、旬刊経理情報、

一二〇六号、三三~三六頁、(二〇〇九年二月一〇日)。

- ・大橋宏一郎「米国預託証券(ADR)に関する最近の改正が日本企業に与える影響」、金融財政事、六〇(一四)(二八三一)、
- 三四~三八頁、(二〇〇九年四月六日)。

(ふくもと あおい・客員研究員)

クレジット・デフォルト・スワップ(CDS)取引の清算を巡る米国の現状と考え方

算業務が注目されている。本稿では、これらの背景に触れた後、既に米国におけるCDS取引の清算業務を開始 に義務付ける方針を示している。この結果、既存の取引所や清算機関の間では、ビジネス・チャンスとしての清 しているICE Trustの状況を簡単に説明する。その後、店頭デリバティブ取引におけるCCPの必要性やその効 クが注目されている。米国政府はCDS規制を強化し、取引の清算を清算機関(CCP、Central Counter-party) 頭市場におけるクレジット・デフォルト・スワップ(CDS)取引の拡大と、そのカウンター・パーティ・リス 二〇〇九年秋のリーマン・ブラザーズ社破綻、 AIG社の流動性危機とその公的支援を機として、 米国では店

1 商品の説明と最近の状況

率性が成立する条件等の考え方を紹介する。

(1) CDSの商品説明

表的なものでは、 ョン・セラー)に保証料(プレミアム)を支払う。そして、参照主体に何らかのクレジット・イベントが発生し クレジット・デフォルト・スワップ(CDS)とは、信用リスクを対象とする金融派生商品の一種である。代 リスクを回避したい金融機関・投資家(プロテクション・バイヤー)が、保険会社等の保証人(プロテクシ 企業(及び国、 証券化商品) の信用力を対象 (参照主体) として、 倒産リスクや、 デフォル

け、 た際に、プロテクション・セラーが契約に基づき補償する取引である。商品の性格は、 あるいはオプション取引に類似している。 保険商品や保証の引き受

(2) CDSの取引状況等

模が減少しているものの、最近は全体で年率一○○%前後の成長を続けており、近年まれに見る成長商品であっ 1は、BISの発表データに基づく、世界のCDS取引残高の推移 CDS取引は一九九〇年代よりロンドンのOTC市場を中心に発達し、その後米国から世界的に拡大した。 (片道計算)を示している。 昨年秋に取引規 図

ィブ取引所でCDS関連デリバティブズの上場が相次いだ。 このように高い成長を示すCDS取引を、既存の取引所市場に取り込むべく、二〇〇七年頃には主要デリバテ

場した。これら先物取引は、現在もEUREXに上場されているが、取引流動性は定着していない Europe五年指数、iTraxx Europe HiVol五年指数、iTraxx Europe Crossover五年指数)を対象とする先物取引を上 であるiTraXX社 まず、ドイツ及びスイスに拠点を置くEUREXが、二○○七年三月二七日に、インデックス・プロバイダー (ダウ=ジョーンズ社や大口金融機関の合弁子会社)が算出する三つのiTRAXX指数 (例えば、二

Series 1」を対象とするクレジット・インデックス・イベント・コントラクトを上場した。しかし取引開始後の二 次に、米国のCMEが二〇〇七年六月一七日に「North American Investment Grade High Volatility Index

○○七年の取引高は八六三○単位であり、二○○八年の取引高は○単位である)。

ヶ月間の取引高は○単位であり、現在は取引されていない。

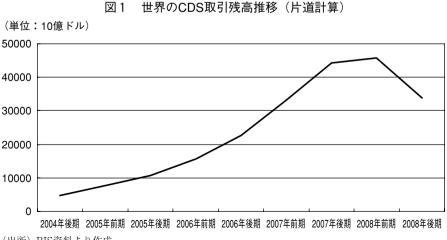
は○単位であり、 した。しかし、この取引についても取引開始後の二ヶ月間 を対象とする「CBOT CDR Liquid 50 NAIG Index」 五日に、 同じく米国のCBOT CDR Liquid 50 North American Investment Grade Index 現在は取引されてい (現CMEグループ)は二〇〇七年六月二 なり 先物取引を上場 の い取引高

込もうとする動きが見られたが、 確保に失敗した模様である。 このように、 米欧 州の主要取引所におい いずれにおいても、 ては、 CDS取引を取 取引流動性

値)「J-CDS」を発表している。 ていたが、 ○五年にCDS取引を上場予定と発表するなど、 なお、 が、二〇〇四年三月二六日よりCDSの価格指標 わが国においても、 現在に至るまで上場は実現していない。 東京金融先物取引所 当時、 東京金融先物取引所は二〇 強 (現東京金融 r V 関心を表明 (CDS参考 節引

所

世界のCDS取引残高推移(片道計算)



(出所) BIS資料より作成

インターナショナル

グループ

Â I G

の流動性危機の発生を受

CDSの決済や清算に関する課題が注目を集めている。

二〇〇八年秋以降、

IJ ĺ

マン・

ブラザーズ社破綻やアメリカン

CDSの清算機関業務への注目

3

米国金融危機と規制強化、

ル・グループ まず、二〇〇八年九月以降、 (AIG) は、 四四一〇億ドルに及ぶCDSのプロテクションを引き受けており、 米国政府から公的支援を受けた米大手保険会社アメリカン・インターナショナ その評価損の拡

大と担保拠出が、グループに流動性危機をもたらしたとされている。

のみであったことが指摘されている(以上、関(二〇〇九) a)。 明確な規制監督者が存在せず、FRB、通貨監督庁(OCC)が限定的にディーラーなどに限定的な監督を行う このような問題が発生した背景としては、従来、米国ではCDS取引は店頭取引(OTC)であることから、

員会(CFTC)と連携してCDS清算業務の認可を行っている。 記されている。こうした方針の下、米証券取引委員会(SEC)は米連邦準備制度(FRB)、 においては、 が見られる。 AIGの問題発生を受けて、現在、米国政府では、OTCデリバティブに関する規制を強化する政策の方向性 標準化されたOTCデリバティブ取引の「指定清算機関(Designated CCP)」の利用の義務化が明 例えば、二〇〇八年三月二六日に財務省が発表した「システミック・リスク規制のフレームワーク」 商品先物取引委

あり、その手段として「清算機関(CCP)の監視と進展促進」を行うとしている。 SECはそのwebサイト上で、当該清算機関認可の目的は 「投資家保護及びシステミック・リスクの軽減」で

SECによるCDS清算機関の認可状況は以下のとおりである。

定的なものである。 いるが、本原の執筆時点では、米国における清算業務は開始していない。 まず、二〇〇八年一二月二四日に最初の認可を取得したのは、LCH. Clearnet Ltd.である。 LCH社は英国・欧州での清算業務を地盤としており、 欧州では既にCDS清算を実施して 但し、 当該認可

次に、二〇〇九年三月六日に、ICE Trustが認可を取得している。同社はデリバティブ取引所であるICE

(57)

S取引の清算業務を開始しており、その状況については次節で詳述する。 (Intercontinental Exchange)の清算部門である。当該清算機関は既にCD

ァンドのシタデル・インベストメント・グループ (Citadel Investment いる。CMDXは、デリバティブ取引所のCMEグループが、大手ヘッジフ 続いて同年三月一三日には、CMEグループのCMDXが認可を取得して

ンチャー形式で設立した組織である。しかし、本原の執筆時点では、米国に Group LLC)と共同でCDSの清算・売買システムを開発、ジョイント・ベ

に関心を示す組織が現れている。まず、保管振替機構が本年三月に「OTC なお、こうした米国の動きと平行して、 わが国でもCDS取引の清算業務 おける清算業務を開始していない。

表した。続いて東京金融取引所が四月に「OTCデリバティブ取引のクリア デリバティブのポストトレード処理の整備に関する研究会最終報告書」を公 リング制度に係る検討会とりまとめ」を公表し、それぞれCDSの清算業務

2 ICE TrustにおけるCDS清算状況

に強い関心を示している。

(1) ICE Trustとは

前節で述べたように、米国のCDS取引に関するCCP業務認可を得た組

日 付	機関	内 容
2008年12月24日	LCH	・暫定的な認可
	(LCH. Clearnet	・LCH Clearnetは英国・欧州での清算業務を地
	Ltd.)	盤としているおり、欧州では既にCDS清算を実
		施済。
		・米国ではCDS清算業務を未だ開始せず。
2009年3月6日	ICE Trust	・デリバティブ取引所ICEの清算部門(後述)
2009年3月13日	CMEグループ	・清算機関の名称はCMDX
		・ヘッジファンド大手シタデル・インベストメン
		ト・グループ(Citadel Investment Group LLC)
		と共同でCDSの清算・売買システムを開発、ジ
		ョイント・ベンチャー形式でCMDXを設立。
		・清算業務は未だ開始せず。

織の中で、現在業務を行っているのはICE Trustのみである。

有名になった。その後同社はニューヨーク商品取引所(NYBOT)を二〇〇七年一月に買収している。 デリバティブ市場を運営しており、二〇〇一年七月にロンドン国際石油取引所(IPE)を買収したことで一躍 であり、現在はニューヨーク証券取引所(NYSE)に上場している。ICEは米国でエネルギー関連のOTC ICE Trustの親会社であるICE(Intercontinental Exchange) は二〇〇〇年五月に米国で設立された株式会社

あり、 その他、 よる監督・検査を受けている。 れた。その形態はニューヨーク州法に基づく「有限責任信託会社」であり、ニューヨーク州政府銀行監督部門に (親会社であるICEの成長経緯による部分もあるが)、CDS取引に関連する業務を一元的に管理する規制当局 ICE TrustはICEの子会社組織であり、クレジット・デリバティブ(特にCDS)の清算機関として設立さ 同時にSECより、 FRBより監督・検査を受けている。その他、 米財務省や英金融サービス機構(FSA)の規制を受けている。ICE Trustを巡る規制当局の多さは、 清算機関としての認可(=清算代理人及び取引所としての登録免除)を受けている。 同時に、連邦準備制度(FRB)の会員(連邦準備制度理事会システム会員)で ニューヨーク連邦準備銀行による包括的な規制上の監視を

(2)CDS清算状況

がこれまで米国に存在しなかったことの裏返しでもある。

ルネーム取引)をも対象に予定している。また同グループであるICE Clearは二〇〇九年中頃には欧州のCDS取 DS取引として、二〇〇九年三月一〇日に開始した。将来は指数CDSに加えて、 ICEの清算業務は、 「North American CDS」指数 (Markit社が算出する指数のマルチネーム取引) 個別企業等のCDS を対象C

引の清算を行う旨を発表している。 ICE Trust発足時の会員は、

リカ、 モ ドイチェ・バンク、ゴールドマン・サックス、JP Royal Bank of Scotland plc (RBS) やHSBC Bank ル ガン スタンレー、 バークレイズ、 ・チェー 一二社となっている。 Ż, そしてUBSであり、 シティ、クレディ・スイス、 メリル・リンチと、モルガ バンク・オブ・アメ その後、

図 2 ICE TrustにおけるCDS清算状況 (データ:週次)

当該デー

び清算金額を週次データで示している。

USA等が加わり、

図2は、

ICE

TrustにおけるCDS清算の残高及

向にあることが示されてい

、 る。

また、

建玉残高につ

ICE Trus

いても一貫して上昇傾向を示しており、

からは、

清算金額が

(振れ幅を伴いつつも) 上昇傾

(単位:10億ドル)

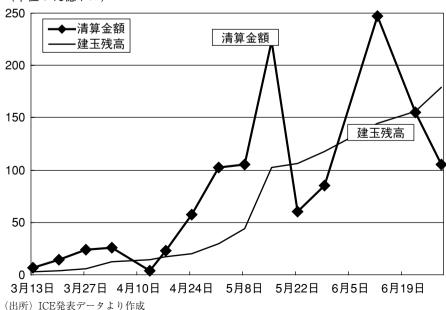
ICE Trust

は有利な状況にあると考えられる。

務を開始してい

ないことを踏まえると、

これは、SECの認可を得た他の清算機関がまだ業 の清算業務は順調に拡大していると判断できよう。



3 清算機関に関する分析・考え方の紹介

(1) 先行研究

の今後の店頭デリバティブのあり方を考える上でも示唆に富んでいる。 かを紹介する。その中心的な視点は取引所取引との比較であり、分析結果が示すものは、米国のみならずわが国 以下では、 店頭デリバティブ取引に関するリスクや効率性について、米国では近年どのように論じられてきた

なデフォルト・リスク)に関するクローズアウト・ネッティングの効果を分析した。また、Knott and Mills (二 所の先物市場を区別する主な要因として、「信用リスクの相互化」「中央清算機関による清算」を始めて指摘した。 ている。この分野で先駆的な研究はTelser(一九八一)である。Telser(一九八一)はOTCの先渡市場と取引 0011 いて潜在的な便益を分析している。またBergman et al(二〇〇三)は、デフォルト・エクスポージャー 続いてBear et al (一九九五) は清算機関のメカニズムを説明し、Moser (一九九四) はOTC取引の清算につ はリスクを相互化した場合の必然的な結果である、潜在的なモラル・ハザードの重要性を指摘してい 店頭デリバティブ市場における中央清算機関(CCP)の必要性を指摘する論文は以前より多く存在し (潜在的

経済が成立することを指摘している。そして、Bliss and Kaufmann(二〇〇五)もシミュレーションを使用した 分析を行い、システミック・リスクについて清算機関の存在意義を分析している。 (CCP)が実質的にデフォルト・コストを削減することを推計した。そして清算機関には規模の経済と範 以上の論文の多くが、清算機関を通じてデフォルト・リスクの相互化が行われ、実質的なコスト削減が提供さ その後、Jackson and Manning(二〇〇五)はモデルを設定、シミュレーションを使用することで、清算機関 囲

る。

引所市場とOTC市場 れていることを指摘している。これら複数の論点のうちで、Telser(一九八一)が最初に強調した点である、取 (店頭市場) のリスクの違いをより詳細に論じたのが、以下のPirrong(二〇〇六)であ

(2) Pirrong (二〇〇六) の研究

る。

いの違いを論じ、店頭市場の大口ディーラーの行動を分析した上で、清算機関(CCP)の導入を提言している。 Pirrong (二〇〇六) は、 取引所及び店頭(OTC)市場における取引商品の商品性とデフォルト・リスクの扱

以下、 所のように中央化された市場は存在せず、これらは電話やコンピュータ上での当事者間の交渉に基づき取引され 取引される。 取引所で取引される上場デリバティブ商品は高度に標準化された商品であり、 イズすることはできない。これら商品は立会場(あるいは中央コンピュータ上での)オークション過程を通じて デリバティブ商品は組織化された取引所、 上述の論旨を詳説する。 一方、 店頭市場で取引されるOTC商品は思い通りにカスタマイズすることが可能であるが、 店頭市場の双方で取引されているが、 ユーザーの要望に応じてカスタマ 両市場は様々な点で異なる。

めの枠組み ら二種類 (取扱い) の商 品について、 が異なっていることである。 最も重要な違いは、 デフォルト・リスク (クレジット・リスク) を共有するた る。

化・共有化されている。上場デリバティブのデフォルト・リスクはアンバンドルされ、清算機関の定める枠組み 取引所におけるデリバティブ取引のデフォルト・リスクは、取引所によって(部分的に) 市場参加者間で相互

によって、デフォルト・リスク及び価格リスクは清算機関を通じて異なるユーザーに

よって負担されてい 方、店頭市場におけるOTCデリバティブ取引のデフォルト・リスクは広範 開用に

ル 限を受けない。その結果、(取引所市場に比して)OTC市場では価格リスクとデフォ 渡っており、 ト・リスクの一体化が進んでおり、 共有化されていない。OTC取引の清算はどのような取引についても制 OTC市場のユーザー (契約当事者) はデフォ

置が異なるのは、 商品の性格の違いに起因している。 ルト・リスク及び価格リスクの双方に晒されている。これらデフォルト・リスクの

性のある市場において常に価格が成立・公表されている取引所商品については、 れば を作成する必要がある。とりわけ、OTC商品については、価格モデルを使用しなけ デリバティブ商品を利用するためには、複雑かつ精巧な数学を利用 理論価格を算出することができず、ヘッジが不可能となる。しかしながら、 した価値 格 モ 流動 デル

者である清算機関よりもより低いコストでこれらのモデルを開発することが可能とな OTC市場において取引の仲介を行うディーラー その結果、 より良い情報を有することになる。 大口ディーラーはデフォルトについて実質的に、 (特に大口ディーラー) は、第三 第三者の清算機関よ

このような状況下において、OTC市場における大口ディーラーは以下のように行

る。

モデルは

(極端な場合には) 不要となる。

商品性とデフォルト・リスクの配置

nmrc, , , , , , , , , , , , , , , , , , ,				
	取引所	OTC		
取引・商品の性格	・価格透明性・取引流動性が高い	・ユニークかつ複雑		
商品(価格)の評価	・(相対的に)専門性なしに評価可能	・専門的な知識が必要		
デフォルト・リス	・(相対的に)容易	・専門的な知識が必要		
クの定量化	・清算機関が測定・評価			
結果	・クレジット・リスク及びマーケッ	・価格リスクの理解がデ		
	ト・リスクのアンバンドリングを促	フォルト・リスクの測		
	進、社会的な厚生を改善する。	定を可能とする。		

する。その上で、積極的に情報の非対称性を拡大することで、デフォルト・リスク 動する。大口ディーラーは、取引に伴うリスクを回避するために、 商品価格の独占的な評価モデルを開発に注力 (情報) に関する希望の経済

市場の双方に存在するが、店頭市場では問題がより深刻化する。 を発生させ、 ディーラーを含めた全ての市場参加者によるモラル・ハザードや情報の非対象性といった問題は取引所、 リスクの共有を妨げることが合理的な行動となる。 言い換えれば、これは店頭市場の問 .題について 店頭

することで、OTC取引を「取引所市場でなされる商品の清算」と同様に扱うことができる。 問題の解決案とは「清算機関の導入」である。標準化された店頭デリバティブ商品について、 清算機関を導入

対策があることを示唆している。

引の促進に必要な(高価な)株主資本の総量を削減させ、社会的な厚生を向上させることが可能となる。 (4) **!** 店頭市場におけるデリバティブ取引について、清算機関を導入することは、 リスクの共有化を進めることであり、市場全体のデフォルト・リスクを減少させることで、 市場のユーザー デリバティブ取 間でのデフォル

(3)Duffie(二〇〇九)の研究

入提案を紹介した。こうした見解に対して、Duffie(二〇〇九)は、単に清算機関を導入するだけでは問題は解 前節では、Pirrong(二○○六)の提案するOTC市場のデリバティブ取引について、清算機関(CCP)の導

決せず、清算機関を取り巻く環境の効率的性が重要であると主張する。

の効率性 Duffie(二〇〇九)は論文中でモデルを設定し、特定の資産取引に清算機関が設置された場合のネッティング (担保の効率性)、リスク緩和(カウンター・パーティ・リスクの緩和)の向上の有無について分析を

の効率性を下げること、そして、その結果として、担保要件の増大や平均的なカウンタ 行った。特定資産の例として取り上げたCDS取引については、 いCCPを加えること(あるいは複数のCCPが存在すること) パーティに対するデフォルトのリスクを拡大する可能性を示唆する。そして、 (現状から追加的に) が実際にはネッティング 同じ資 新し

産を対象とするデリバティブ取引が複数存在する場合には、

Duffie(二〇〇九)の内容を説明する。

以下、

機関 増殖するデフォルト・リスクを低減することで、システミック・リスクを緩和する。 ター・パーティ間に介在し、 まず、ここで論じる「清算機関(CCP)」とは、店頭(OTC)デリバティブのカウン 一の効率的な業務活動は、 彼らをデフォルトの損失から隔離する組織と定義する。 あるカウンター・パ ーティから他のカウンター ・パーティへ

Cデリバティ 急激に悪化する問題を緩和することができる(当該事例はベアー・スターンズ破綻前に実 OTCデリバティブの清算機関が機能する一例として、主要なディーラーが(そのOT ・ブの カウンター ・ パ ーティが取引を拒絶 (逃亡) したことで) 支払い能 力が

際に発生している)。

こうした状況について、

複数の状況を設定して検討する。

スポージャー」を保有し、同時に「ディーラーBがディーラーAに対し一五〇万ドルの金 参照のこと)。このとき「ディーラーAがディーラーBに対し一○○万ドルのCDSのエ CDSと金利スワップをOTC市場で相互に取引する状況を考える 例えば、二つのディーラー 非効率が発生することを示し (以下のイメージ図を В Α CDS 100万ドル 金利スワップ 150万ドル

利スワップのエクスポージャー」を保有するものとする。この場合、二ディーラー間には 五〇万ドルのネットのエクスポ ・ージャーが存在する。

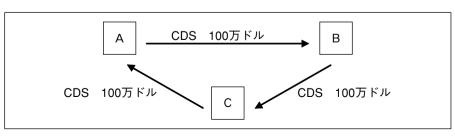
量の追加の担保をディーラーBに預託する必要がある。 信用危機の際にはさらに稀少となる。 ィーラーAがCDS取引について清算機関へ預託した担保に対し、ディーラー (担保前、 しかし、 ネッティング後)は、五〇万ドルから一五〇万ドルへと拡大する。 CDS取引についてのみCCPが導入されると、二ディーラー間の最大損失額 担保は希少な財務上の資源であり、 Aは著し 同時に、 デ

全て解決するわけではない。 このように異なる商品取引の存在を前提とすると、 清算機関を導入するだけで、 問題が

る場合には、 しかしながら、CDS取引について、広大なマルチラテラル・ネッティングの機会があ 清算機関の導入は市場を効率的にすることもできる。

対してCDSで一〇〇万ドルのエクスポージャー」を保有し、同様に「ディーラーBがデ 関はこの不要なエクスポージャーの円環を削除することができる。 保有状況は以下の図のようになる。この場合、三社の間に清算機関が介在すれば、 クスポージャーを保有している状況を考える。この場合「ディーラーAがディーラー ィーラーCに」「ディーラーCがディーラーAに」エクスポージャーを有する場合、 例えば、三社のディーラーが存在し、 それぞれのディーラーが相互に同額のCDSの 清算機 В К 工

このように複数の状況下のモデルを考えていくと、清算機関の導入には重大なトレード



を減少させる」ことが可能となる。言い換えれば、単純にどのような取引についても清算機関を導入すれば市場 ジャーに比して十分な規模を有している場合」に限って、「平均的なカウンター・パーティ・エクスポ が効率的になるわけではなく、状況によっては、清算機関を導入しない場合の方が効率的な場合もある。 オフが存在することが分かる。特定のデリバティブ取引に清算機関を導入することで効率性が向上するのは、① 「多数のディーラーがバイラテラルにネッティングが継続されるデリバティブ商品」について、 このように、Duffie(二〇〇九)の特徴は、い わゆる「異なる原資産間でペアとなったディーラー間 ② 「エクスポ のバイラ j

した点にある。(5)、(6) ラー間でのマルチラテラル・ネッティング」の、異なる二つのネッティング間の、重要なトレードオフを明確化 テラル・ネッティング」と「クレジット・デフォルト・スワップといった単一の原資産についての複数のディー

4 まとめ

各分析の結果は一致していないが、その内容を詳細に見ていくと必ずしも矛盾するものではなく、清算機関の機 以上、本研究においては、 米国におけるCDS取引の清算の状況と、 それに対する研究者の考え方を示した。

能を確保する上で、それぞれ示唆に富んでいる。

か、 おいてもCDS取引の清算を巡る議論が進む可能性を踏まえると、米国における状況や議論は大変示唆的である。 しかし、 現在、 あるいは 実際に稼動しているのはICE Trustのみであり、今後、「複数の清算機関が競争を行う形で安定する」の 米国のCDS取引の清算業務については、 「ICE Trustが先行者として独占的な成功を収める」のかは定かではない。しかし、今後わが国に 論述のように複数の清算機関が設立・業務開始を行っている。

- 1 米国では、CMEやCBOTの他に、オプション取引所であるCBOEが、二〇〇七年六月一九日にCDS及びCD S指数を対象とするオプション取引を上場しているが、こちらについても取引流動性は乏しいようである。
- 2 「ICE Trustのユーザーである大口ディーラーが、CMEグループによるCDS清算業務を妨害し、市場での優位を保
- 行動との関わりを示唆するものであり大変興味深い。言い換えれば、ICE Trustは、清算業務における利益分配に際し なる」ためとの報道があった(二○○九年六月二日ロイター社)。これは、Pirrong(二○○六)の示す、ディーラー

とうとしている」。その理由として「ディーラーはICEの清算部門から清算に関する収入の五○%を受け取ることに

てディーラーの利益を確保することで、大口ディーラーの囲い込みに成功したとも考えられる。

クローズアウト・ネッティング:取引の当事者が倒産するなど決済不能な状態に陥った場合に、

3

の債権・債務をつくる。

- 行われるネッティング。決済日や通貨の種類にかかわらず、すべての取引(債権・債務)を差引きして、新しく一つ
- 4 リスクに関する規模の経済の利用することに伴う費用であるが、AIGの破綻を予見していたとも考えることができ リスクの扱いは、定期的なディーラーの破綻をもたらす可能性を示唆している。これは、ディーラーがデフォルト・ なおPirrong(二○○六)はシミュレーションを使用したモデル分析を行った結果、OTC市場におけるデフォルト・
- 5 またDuffie (二〇〇九) カウンター・パーティ・エクスポージャーの著しい削減をもたらすことを示唆している。 は、CDS及び金利スワップの清算を行う単一CCPは、比較的少数のディーラーを対象とし

興味深い。

6 なおDuffie(二○○九)は、欧州及び米国でCDS取引を対象とする複数のCCPの設置議論が進んでいる状況を紹介

一括清算するために

した上で、欧州の規制当局が欧州のディーラーを対象とする一以上のCCPを設置するよう主張している点を業務の

効率性の観点から疑問視している。

参考文献

- 河合祐子・糸田真吾『クレジット・デリバティブのすべて 第二版』財経詳報社、二〇〇九年、P.45-52
- 関雄太a「CDSの決済リスクを巡る議論と米国金融業界の取組み」『資本市場クォータリー』二〇〇九年春号、P. 176-185
- 関雄太b「AIG問題の複雑化と巨大複合金融機関の公的管理に関する課題」『資本市場クォータリー』二〇〇九年春号、P.
- 東京金融取引所「OTCデリバティブ取引のクリアリング制度に係る検討会 とりまとめ」(http://www.tfx.co.jp/newsfile/ pdf/20090415clearing.pdf
- 証券保管振替機構「OTCデリバティブのポストトレード処理の整備に関する研究会最終報告書」(http://www.jasdec.com/ download/news/20090327_1.pdf
- Baer, H, V. France, and J. Moser. 1995. "What Does a Clearinghouse Do?" 1 Derivatives Quarterly 39-46
- Bergman, W., R. Bliss, C. Johnson, and G. Kaufmann. 2003. "Netting, Financial Contracts, and Banks." Working paper, Wake Forest University
- Bliss, R, and C. Papathanassiou. 2005. "Derivaitves Clearing, Central Counterparties, and Novation: The Economic Implications." Working paper, Wake Forest University. (http://www.ecb.int/events/pdf/conferences/ccp/

BlissPapathanassiou_final.pdf

- Darrell Duffie and Haoxiang Zhu "Does a Central Clearing Counterparty Reduce Counterparty Risk?" (http://www.stanford. edu/~duffie/DuffieZhu.pdf,
- ICE資料:https://www.theice.com/publicdocs/clear_us/ICE_Trust_Overview.pdf
- Jackson, John P., and Mark J. Manning. 2005. "Comparing the Pre-Settlement Risk Implications of Alternative Clearing Arrangements." Working paper, Bank of England. (http://www.capco.com/files/pdf/64/03_INFRASTRUCTURE/05_
- Comparing%20the%20pre%20settlement%20risk%20implications%20of%20alternative%20clearing%20arrangements.pdf

Knott, R. and A. Mills. 2002. "Modelling Risk in Central Counterparty Clearinghouses: A Review." Bank of England Stability

Review. (http://www.bankofengland.co.uk/publications/fsr/2002/fsr13art11.pdf)

Markit (http://www.markit.com/en//home.page?)

- Moser, J. 1994. "What is Multilateral Clearing and Who Cares?" 87 Chicago Fed Letter. (http://www.chicagofed.org/ publications/fedletter/1994/cflnovember1994_87.pdf
- Pirrong, Craig "Rocket Science, Default Risk and The Organization of Derivatives Markets" (http://www.isnie.org/ISNIE06/ Papers06/07.1%20(no%20discussant)/pirrong02.pdf
- Telser, L. 1981. "Why There Are Organized Futures Markets." 24 Journal of Law and Economics: 1-22 (http://ideas.repec.org/
- SEC website (http://www.sec.gov/news/press/2009/2009-58.htm)

a/ucp/jlawec/v24y1981i1p1-22.html

(しま よしのり・客員研究員)

----- 証研レポート既刊目録 -----

No.1638 (2006.10)	執筆者		丸筆者
証券販売チャネルの最近の状況	三上	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	ー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公正取引行為者の排除等について	坂下
一欧米取引所再編の行方一		米国における『証券リテールビジネス』の潮流	二上
EUおよび英国における債券市場の透明性に関する検討の動「	句 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NMS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
一現先売買から現先取引へ一		一株式所有と会社支配一	~
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
一SECによる実証研究一	/H/J/	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		
		JDR(日本版預託証券)とは何か?	福本
ープリンシパル・インベストメントを中心に	_	No.1648 (2008. 6)	7 \ -
N 4040 (0007 0)		ユーロ域の企業金融と資本市場	入江
No.1640 (2007. 2)		ーユーロ導入後の傾向と変化ー	
市場金融モデルは定着するか	<u> </u>	第三者割当増資の規制に関する英米の事例	二上
M&A·LBO·CDS	伊豆	サブプライム問題とITバブル	伊豆
ー〈ファンド化〉する国際資本市場ー		取引所とクリアリング機関	吉川
ナスダックのロンドン証券取引所買収ゲー <i>L</i>	、吉川	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
NASDおよびNYSEによる自主規制機能の一部統合計画	■ 横山	No.1649 (2008. 8)	
		資金循環統計にみる国債保有構造の変化(再論)	中島
No.1641 (2007. 4)		整理回収機構による企業再生	松尾
証券取引所の「統合」と「競争」	二上	株券電子化後の株式担保	福本
米国におけるMSCB	松尾	先物市場の分裂と取引流動性	志馬
一株価と経営パフォーマンスー		一大証225mini導入のインパクトを測定する	
アメリカの空売り規制	清水	No.1650 (2008.10)	
ーアップティック・ルール撤廃へ一	.,,,,,	厳しい状況下のグリーンシート銘柄制度	坂下
株式所有の情報開示	福本	展 300 000 000 000 000 000 000 000 000 00	二上
יניוואדים ווייניוואדים ווייניוואדים ווייניוואדים ווייניוואדים ווייניוואדים ווייניוואדים ווייניוואדים ווייניווא	IM'T'		
No.1642 (2007.6)		レバレッジド・ローン市場について	伊豆
日本のレポ市場の現状と課題	中島	MIFID後のヨーロッパ株式市場	吉川
最近のLBOブームの特徴と背景	伊豆	住宅ローン証券化商品の市場規模と価格形成	横山
トランス・アトランティック・エクスチェンジ		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
一取引所はグローバル化できるのかー ************************************	+#.I.	創刊から五〇年を迎えた証研レポート	中島
米国国債市場「ベスト・プラクティス」の策定		ヘッジファンドが主役の新たな議決権売買	福本
一フェイル多発およびレポ・スクィーズへの対応	_	米国の空売り規制と住宅公社の救済	志馬
		No.1652 (2009. 2)	
No.1643 (2007. 8)		事業再生の新たな展開	松尾
なぜ新現先は形骸化しているのか	中島	国際金融危機と短期金融市場	伊豆
エクイティ・ファイナンス手法の多様化	松尾	ヨーロッパの株式保有構造	吉川
買収ファンドの上場をめぐって	伊豆	金融危機下の債券フェイル多発について	横山
ーブラックストーンのIPO一		No.1653 (2009. 4)	
名義株主と真の株主	福本	銀行証券分離撤廃後の「ゲームのルール」	二上
		─ 「CSEプログラム」のどこが間違っていたのか?	
No.1644 (2007.10)		地域における中小企業再生の取り組み	松尾
サブプライムローン問題と市場型金融システム	二上	ドル不足はなぜ生じたか	伊豆
円キャリートレードの不思議	伊豆	- 米国におけるレポ市場と通貨供給方式ー	17 32
一株価と為替と金利の関係一		アメリカの市場分裂は深刻化しているのか?	清水
錯綜する取引所の国際的な合併・買収・提携	吉川	ーダークプールの拡大について一	付い
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	ニューボートバイイングの現状と対応策	福本
· · · · · · · · · · · · · · · · · · ·	-		油本 志馬
No.1645 (2007.12)		二〇〇八年九月 米国金融システム危機と空売り規制	うなる
公開企業の取締役会権限	森田	No.1654 (2009.6)	
一敵対的企業買収の防衛策を中心として-		「銀証融合」コングロマリット形成の意味するもの	二上
新たなレポ指標レート「東京レポ・レート		バランスシートから見たFRBの金融危機対策	伊豆
企業買収と企業再生	松尾	ヨーロッパの市場間競争	吉川
正来買びこ正来行工 実施迫る株券電子化の残された課題	福本	一取引所 MTF ダーク・プールー	
大川は足で1小か电」 1677次で 11/2 杯俎	184	住宅ローン関連不良資産買い取りスキームの困難性	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

図説アメリカの証券市場 2009年版

日本証券経済研究所編

A5判 339頁 2.415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 2008年

日本証券経済研究所編

CD-ROM(Excel版) 8.400円 送料 180円

日本証券史資料戦後編(全十卷, 別卷)

志村嘉一監修 日本証券経済研究所編

日本証券史資料戦前編(全+卷)

小林和子監修 日本証券経済研究所編

第1巻 証券関係元老院·帝国議会審議録(一)

B5判 1083頁 12,600円 送料 590円

第2巻 証券関係帝国議会審議録(二)

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)

送料 590円 B5判 1070頁 12,600円

第5巻 証券会社及びその団体

B5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

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

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年信託証書法 1940年投資会社法他 A 5 判 292頁 1.365円 送料 290円

アメリカ(Ⅱ)

証券法、証券取引所法

A 5 判 415頁 1.680円 送料 340円

FU(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25号 有価証券の範囲

B 5 判 75頁 525円 送料 210円

民事責任規定・エンフォースメント 第26号

B 5 判 91頁 525円 送料 210円

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 第27号

B 5 判 102頁 525円 送料 210円

集団投資スキーム(ファンド)規制 第28号

B 5 判 64頁 525円 送料 210円

第29号 金融商品取引業の業規制

B 5 判 109頁 525円 送料 210円

ホームページの「出版物案内」をご覧下さい。 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.isri.or.ip/

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

I. 研究所の紹介等

ISRI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 油 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。

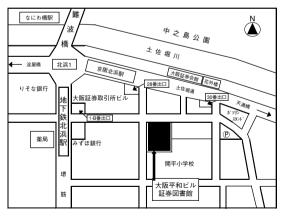
所 在 地 大阪市中央区北浜1-5-5 大阪平和ビル地下1階 TEL(06)6201-0062

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。)



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。 証研レポート第一六五五号

2009年8月号

--r

^{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)