

証 研

レポート

No.1657

2009年12月

リーマン・ブラザーズ証券の破綻とフェイル慣行の整備に向けて

中島 将隆（1）

私的整理の拡充と課題

松尾 順介（16）

アメリカのダークプール規制について

清水 葉子（34）

ノミニーの自由裁量議決権行使を制限するNYSE規則452の改正

福本 葵（42）

独立取締役導入義務化を巡って

深見 泰孝（54）

リーマン・ブラザーズ証券の破綻とフェイル慣行の整備に向けて

中島 将隆

1 「債券のフェイル慣行の見直しに関するワーキング・グループ」の中間報告

去る一月二十六日、日本証券業協会は「債券のフェイル慣行の見直しに関するワーキング・グループ」の中間報告書を発表した。ワーキング・グループは日本証券業協会公社債委員会の下部組織として本年五月に設置された。設置目的について、報告書の冒頭で次のように述べている。「昨年九月のリーマン・ブラザーズ破綻に端を発した世界的な金融危機以降、市場環境の劇的な変化等を背景に、債券決済におけるフェイル慣行等を改めて見直す必要性が強く認識されてきた。これを踏まえ、フェイルの頻発を抑制しつつ、フェイル慣行の更なる定着を図る観点から・・・フェイル慣行の見直しや具体的な方策の検討」をおこなうこととした。中間報告書は、第一回会合（六月一〇日）から第八回会合（一〇月七日）までの検討事項およびその対応を取りまとめたものである。

ワーキング・グループの大きな特徴は、市場横断的な性質をもっている点にある。グループの参加者をみると大手の銀行、証券会社、短資会社、機関投資家であり、更に国債清算機関、日本相互証券が加わり、オブザーバーとして金融庁、財務省、日本銀行が参加している。参加者層は広範囲に亘っているが、これは取り上げる問題について各界が共通した問題意識をもっているからに他ならない。

中間報告書では、フェイル慣行の現状、問題を取り上げる視点、検討項目が具体的にあげられている。検討項

目としては①フェイルチャージ関連、②カットオフ・タイム関連、③バイ・イン関連、④誠実努力義務関連、⑤情報開示関連、⑥マージン・コール関連の六つがあげられている。中間報告の検討内容は、このうち、①から③までの項目で、④から⑥までの項目については今後の課題となっている。これまで検討された問題については実施段階に入り、実務上の詰めについては「債券現先等研究会」も協力することになっている。検討事項が実施されることによって、フェイル慣行の理解が一段と深まり、フェイル慣行の更なる定着が期待される。

ワーキング・グループで取り上げられている問題、そして、報告書の内容を十分に理解するには、フェイル慣行の現状と問題点、リーマンショックで具体的に何が問題となったか、なぜレポ市場が混乱を極めたのか、こうした問題の理解が不可欠である。この分野の調査研究は、後掲の参考文献にみるように、主として日銀による調査研究論文が数多く公表されている。小論では、後掲の参考文献から重要な箇所を引用して論点を整理したい。その上で、次号で中間報告の検討をおこなうことにしたい。

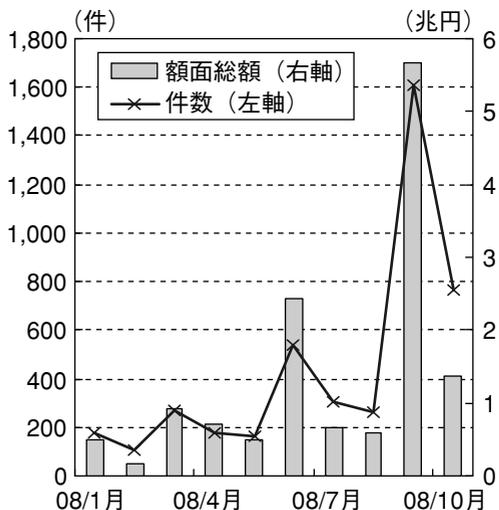
2 リーマンショックと「混乱を極めたレポ市場」

(1) 混乱を極めたレポ市場

二〇〇九年九月一五日、リーマン・ブラザーズ証券の破綻によってアメリカのレポ市場だけでなく、日本のレポ市場も機能不全に陥った。日銀調査論文は日本のレポ市場を「混乱を極めたレポ市場」と特徴づけた(参考文献② 三四頁)。この調査論文に依拠しながら、混乱したレポ市場の実態をみていくことにしよう。

混乱の第一は、前例のない規模でフェイルが多発したことである。リーマン・ブラザーズ証券の破綻によって国債のデフォルトは約七兆円に上ったが、リーマンから引渡しを受けなかったものについては、即日玉を調達

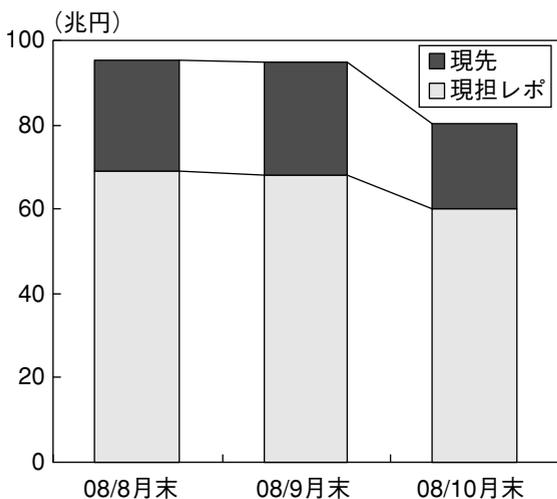
図表1 国債市場におけるフェイル規模の推移



(注) 日銀ネットの国債DVPを利用して決済される取引のうち、決済未履行(フェイル)が発生したものにかかわる金額の月中合計。リーマン証券による決済不履行分は含まれない。

(出所) 後掲参考文献② 19頁。但し、上記の注は後掲参考文献⑦より引用。

図表2 レポ市場残高の推移



(注) 資金調達(債券運用)サイド。ただし、日銀・政府等の現先取引を除く。

(出所) 後掲参考文献② 23頁

できず、フェイルを余儀なくされた(参考文献⑦)。これに連鎖する形で九月半ば以降にフェイルが急増し、図表1でみるように、九月のフェイル件数は一六〇八件、金額は五・七兆円とこれまでの記録を大幅に更新した(参考文献② 一九頁)。ここでは、まず、デフォルト発生による一次フェイルの発生が、市場全体で相乗的に進行し、フェイルの連鎖によってフェイルが急増した点に注目する必要がある。

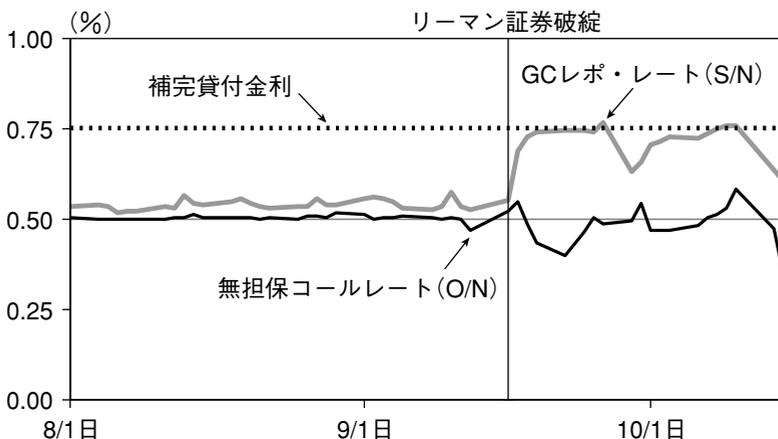
第二に、レポ取引が縮小し、金融機関等の資金繰りや債券の運用と調達に影響を与えた。図表2でみるように、レポ取引残高は減少している。これは、カウンターパーティ・リスクやフェイルへの懸念からレポ取引を縮小し

たからである（参考文献② 二二三頁）。

第三に、GC取引の縮小とGCレポレートの高騰である。GC取引では、外証との取引を敬遠する動きがみられたほか、都銀や信託でフェイル回避や資金繰りの慎重化から、取引自体を忌避する動きがみられ、出し手が資金放出を絞ったことでGC取引の流動性が低下した。このため、図表3でみるように、GCレポレートは無担保コールを大幅に上回って推移することになった（参考文献② 二四四頁）。

第四に、特定銘柄の国債調達が困難となって品借料が高騰し、SCレポレートが大幅にマイナスとなった。SC取引では、投資家が国債の貸出を停止または絞り込んだことに加え、新発国債の減額発行の影響などから、一部の銘柄の需給が極度にタイト化した。また、このような市場混乱の中でもフェイルを容認しない投資家への国債の引渡しを確実に履行するため、コスト度外視で対象債券を調達する動きが強まったことから、SCレポレートが大幅なマイナスとなる銘柄が続出した。この間、市場流動性の低下とショートカバーコストの上昇もあって、意図的なフェイルが増加しているとの見方が生じ、バッドフェイルに対する疑心暗鬼が更なる流動性低下を招く

図表3 GCレポレートの推移
リーマン証券破綻



(出所) 後掲参考文献② 24頁

悪循環に陥ったとの指摘が多く聞かれた。このように、GC取引による資金調達に加えて、債券調達についても不確実性が高まる中、ポジションの圧縮を急ぐ先が少なからずみられるなど、大きな影響が生じた（参考文献②二四頁）。

以上にみたように、リーマンショックによってレポ市場は混乱を極め、市場機能は著しく低下したのである。

（2）なぜレポ市場の機能が低下したのか

最大の要因は、フェイル慣行が定着していないからである。日本では従来からフェイル慣行が定着していないためレポ市場における取引の効率性や市場流動性を歪める局面があると指摘されていたが、リーマンショックでフェイルが多発した状況においてもフェイルを容認しない先、また、実務上、フェイルに対応できない先が多かった。その結果、レポ市場が更に混乱したのであった。このため、市場関係者の間でフェイル慣行に関する問題意識が一段と高まった（参考文献②二五、二七頁）。フェイルを容認しない先には、フェイル慣行の意義と役割について理解を求めめる必要がある。また、フェイルに対応できない先には、フェイル・コストの見直しや日中タイムスケジュールの見直しなど、フェイル慣行の改善が必要である。こうした問題意識が強く共有されることになった。二〇〇九年五月、「債券のフェイル慣行の見直しに関するワーキング・グループ」が設置されたのは、こうした問題意識が市場横断的に共有されているからであった。

また、レポ市場の混乱は未決済残高の積み上がりによるデフォルトやフェイル増加が一つの原因であった。未決済残高を縮小し、フェイル解消の迅速化を図るには、国債決済期日を短縮する必要がある。こうした問題意識から、二〇〇九年九月、「国債の決済期間の短縮化に関する検討ワーキング・グループ」が証券決済制度改革推

進センターに設置されたのである。

3 レポ取引とフェイル慣行

(1) フェイル慣行の意義と役割

日証協の中間報告を検討する前に、フェイル慣行の意義と役割、日米のフェイル慣行の現状と問題点について、参考文献に依拠しながらみておきたい。

債券のフェイルとフェイル慣行とは異なる意味合いをもつ。フェイルとは債券の受け方が、その渡し方から予定されていた決済日が経過したにもかかわらず、対象債券を受け渡しされていないことをいう。フェイル慣行とは、フェイル発生時の当事者間における一般的な事務処理方法を定めたもので、債券の渡し方が債券の受け方に対し決済日に債券の受け渡しが無了であっても債務不履行（デフォルト）とはしないことである。

フェイル・コストについては、日本証券業協会のフェイルに関するガイドラインによって、次のように定められている。①フェイルした渡し方は、本来支払いを受けるべき資金を受け方から受取ることができないため、債券保有のための資金調達コストを負担したり、受取るべき資金運用益を放棄することとなるほか、経過利子については予定されていた決済日までの経過利子しか受取ることができない。②一方、フェイルの受け方は、予定された決済日から実際に債券を受領するまでの経過利子を受取れるとともに、決済未了により滞留する手元資金を運用できる。③したがって、フェイルについては特別の罰則を設けず、遅延損害金等の授受はおこなわれないこととする（参考文献① 七頁）。

フェイルはリーマンショックのような緊急時に多発するが、平時においてもフェイルは発生する点に留意する

必要がある。まず、需給が逼迫した場合である。レポ取引は銘柄による個別性があるため、時として特定銘柄の調達が困難となつてフェイルが発生する。また、ループの発生によつても生じる。ループとは、市場で取引が輪（ループ）のように連鎖し、決済が滞つてしまふ状態のことである。ディーラーは買い入れた債券を受け渡しされる前に、当該債券を他の取引参加者に売却する取引を頻繁におこなつてゐる。こうした取引が広範におこなわれ、かつ受け渡しが同一日である場合、各取引の当事者が予期しないところで取引が連鎖し、フェイルとして処理せざるをえない。さらに、決済指図に誤りがあつた場合である。非居住者との取引では、時差の問題で決済指図の修正が間に合わないケースもあつて、フェイルとなつてしまふことがある。加えて、フェイルの連鎖による発生である。レポ取引は広範な参加者間で取引され、ある取引を前提にその後の取引をおこなうことが多い。ある取引にフェイルが発生すると、後続の取引もフェイルとなり、フェイルの連鎖が発生するのである（参考文献⑥ 五～九頁。参考文献⑧ 二～三頁）。

フェイル慣行とは、市場流動性の確保や決済の円滑化のためフェイルを認める、というものである。欧米主要国では「多発は避けるべきであるが、発生自体は忌避するべきではない」という認識が定着している（参考文献② 二六頁）。

仮に、フェイル慣行が認められず、約定した全ての取引について確実な受け渡しが行われる場合、ディーラーはフェイルするリスクを回避するため、受渡予定の銘柄を予め在庫として確保したり、受け渡しの不確実な銘柄について投資家への売呼値の提示を控えるといった対応が必要となる。こうした環境下では、ショートポジションの造成に支障が生じるなどマーケットメイク能力が制約され、取引の円滑化を妨げたり、価格形成を歪めるといった影響を及ぼす可能性がある。また、ディーラーがフェイルの回避を余儀なくされた結果、需給が逼迫し

た銘柄を著しく高コストでカバーすることは、レポや債券市場の価格形成に影響を及ぼすだけでなく、需給を一段とタイト化させ更なるフェイルを誘発する原因ともなり得る。フェイル慣行の定着には、このような影響を抑制し、市場流動性を維持・向上に資する効用がある（参考文献⑧ 三頁）。

他方で、フェイルが多発すると、未決済残高の増加から決済リスクを増大させるほか、取引縮小を招きやすく、市場流動性の低下に繋がる。このため、一定の慣行の下でフェイルを認めるとしても、その多発は避けねばならない（参考文献⑥ 二〇頁）。

フェイル慣行は、こうしたプラスとマイナスの側面をもっているので、日本証券業協会では「国債の即時クロス決済に関するガイドライン」で「フェイル解消の誠実努力義務」として次のように定めている。「フェイルは、決して推奨すべき状態ではなく、また、フェイルの多発は取引の円滑化、市場流動性の確保という本来の目的に反することになり兼ねないことから、市場参加者はフェイルを可能な限り回避することが求められる。やむを得ずフェイルとなった場合には、取引当事者間で誠実に対応し、フェイルの早期解消に努めなければならないものとする」（参考文献① 七頁）。

（2）日本の現状と課題

日本では国債決済のRTGS化が図られた二〇〇一年一月にフェイル慣行が導入された。日銀が二〇〇九年一月に発表した調査結果によると、レポ取引においてフェイルを容認する市場参加者は、全体の半分に満たない状況である。図表4はフェイルの容認状況とフェイル慣行定着へのスタンスをみたものだが、フェイルに対する理解が社内で浸透し、役員レベルで認識している場合、フェイルを容認する市場参加者が多い。また、定着につい

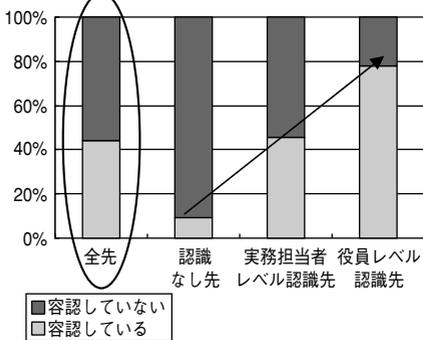
でも望ましいと考える割合が高まる関係がみられる。なお、フェイルを容認する市場参加者は都銀や証券が中心である（参考文献② 二八頁）。日銀のサーベイ結果をみると、全体として、日本ではフェイル慣行は定着していない、ということになる。

では、なぜ、フェイル慣行が定着していないのだろうか。定着していない理由は、一つは実務上全く対応できない、もう一つはフェイル慣行の必要性を認識しない、という二つの理由に区分できる。図表5はフェイルを如何なる理由で容認していないか、その理由を日銀が調査したものである。一番多い理由は、自社システム上の取り扱いや会計処理法が確立していないという実務上の理由によるものである。必要性を認識しない投資家の理由は様々で、S C取引で別途調達が困難であること、余剰資金の運用先がない、フェイルが他の取引先から容認されていない等があげられている。

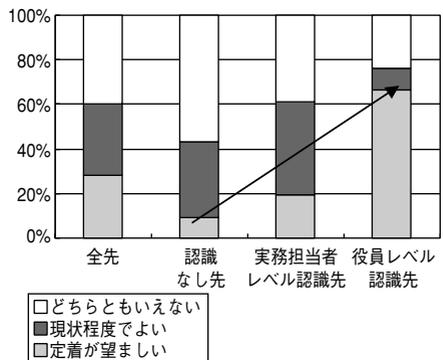
それでは、フェイル慣行を定着させるためにはどうすればよいか。事務体制の整備であり、フェイル慣行に対する更なる理解を深めることである。この点については、フェイルを容認する市場参加者がフェイル慣行の定着のポイントとして考えている調査結果と符合している。図表6をみると、広範な市場参加者によるフェイルルールの理解を深

図表4 フェイルの容認状況とフェイル慣行定着へのスタンス

<フェイルの容認状況>



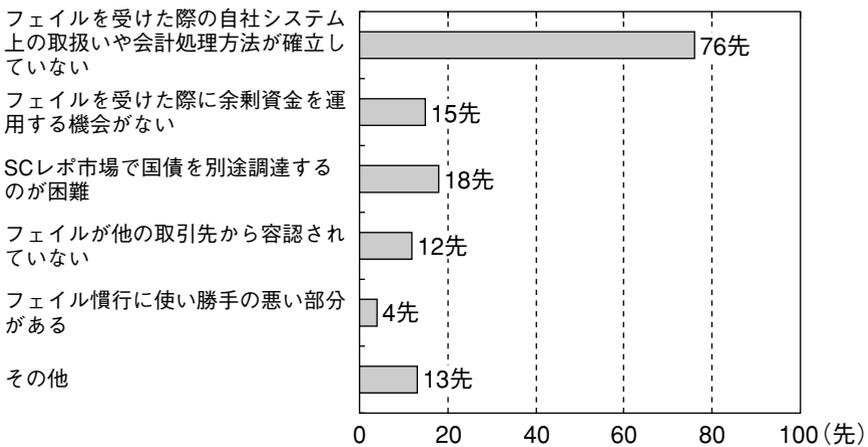
<フェイル慣行定着へのスタンス>



(出所) 後掲参考文献② 28頁

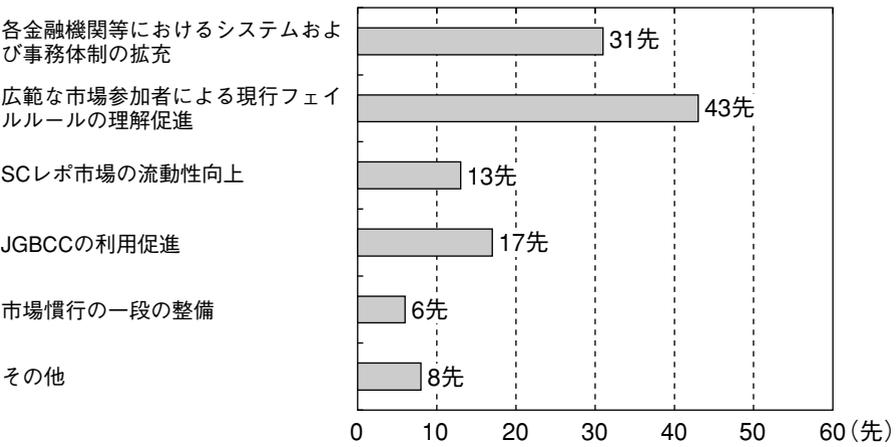
めることがトップ
 上がっている。
 次いで、システム
 および事務体制の
 拡充がづづいてい
 る。そして、SC
 レポ市場の流動性
 向上や国債清算機
 構の利用促進があ
 げられている。
 こうした調査結
 果を踏まえて、日
 銀の調査研究報告
 では、混乱を極め
 たレポ市場では検
 討課題として、フ
 ェイル慣行の定
 着・見直しなどの

図表5 フェイル非容認先がフェイルを容認しない理由



(出所) 後掲参考文献② 29頁

図表6 フェイルを容認する先が考えるフェイル慣行定着のポイント



(出所) 後掲参考文献② 29頁

整備、清算機関の機能改善と利用促進、さらに国債決済期間の短縮等によるリスク管理の強化が強く意識されるようになった、と述べている（参考文献② 三四頁）。

(3) アメリカにおけるフェイル慣行の見直し

アメリカではフェイル慣行が定着している。フェイルの容認が市場流動性の維持・向上に資するとの理解が浸透していることや、フェイルを受けた場合に滞留する手元資金の運用を収益機会と捉える見方もあって、市場全体でフェイル慣行が定着しているのである（参考文献⑧ 五頁）。

ところが、リーマン・ブラザーズの破綻直後から前例のない規模のフェイルが多発した。そして、フェイルの多発によって市場流動性が大きく低下した。NY連銀が事務局機能を担うTMFG (Treasury Market Practices Group) は次のように述べている（以下は何れも参考文献⑥からの引用）。

「フェイルの多発は効率的な決済を阻害するほか、市場参加者の取引縮小を招き、国債市場の流動性を低下させる。これは、現物市場のヘッジ機能、マーケットメイク機能を低下させ、国債市場の機能低下に繋がる」
(2009/3/31 "U.S. Treasury Securities Falls Charge Trading Securities")

「過去数ヶ月間、米国債市場ではフェイルが多発した。フェイル発生額は過去に前例をみない水準にまで上昇し、国債の流通市場の流動性に悪影響を与えた。こうした状況は、流動性が高いことから米国債を購入している投資家の利益を損なうほか、流動性が高い分だけ発行コストを低く抑えられるといった納税者の利益も損

なか」(2009/1/5"Claiming a Falls Charge for a Settlement Fail in U.S Treasury Securities"

フェイル慣行の見直しは、前述のTMFGと業界団体であるSIFMA (Securities Industry Financial Markets) が中心的役割を担っている。図表7は、リーマンブラザーズ破綻以降のフェイル慣行の見直しの動きをたどったものである(以下の論点整理は、参考文献⑧ 五頁以下)。

まず、国債の渡し方を規律する仕組みの導入である。低金利政策が続くと国債の渡し方にとってフェイルを回避・解消する経済的インセンティブが低下するという問題を改善するため、低金利環境下ではフェイルした先が一定の課金(三％FFレート)の誘導目標)を支払うフェイルチャージ慣行の導入である。同時に、フェイル回避・早期解消に向け、国債の渡し方が採るべき行動をベストプラクティスとして取り纏め、改めてその遵守を促している。

第二に、フェイルとなった取引のリスク管理の強化である。フェイル取引におけるマーンコールの導入やバイ・イン期間の大幅短縮である。前者はこれまでマーンコールの対象ではなかったフェイル取引についてマーンコールを実施し、デフォルトを蒙った取引相手がポジションを再構築する際に蒙る価格変動リスクの削減を図るものである。後者のバイ・イン期間の短縮は、フェイルが長期化するリスクを削減しようとするものである。

第三は、フェイル取引に関する透明性の向上である。TMFGでは、特定銘柄のフェイルデータの公表可能性を検討している。

加えて、国債引渡時限の見直しがおこなわれた。これまでディーラーは顧客に一五時一五分まで国債を引き渡

図表7 リーマン・ブラザーズ破綻後のフェイル慣行見直しの動き

08/9/15日	<ul style="list-style-type: none"> ●リーマン・ブラザーズ・ホールディングス・インクが連邦倒産法第11章の適用を申請。
9/23日	<ul style="list-style-type: none"> ●SIFMAは、経営陣等によるフェイル抑制への関与を始めとするフェイル抑制策を推奨。
10/3日	<ul style="list-style-type: none"> ●SIFMAは、低金利環境でのフェイルに対処するためのベストプラクティスを公表。 <ul style="list-style-type: none"> ・フェイルが急増・長期化した場合などにおける内部管理体制の強化 ・ショートポジションのカバーに関するTMPGのベストプラクティス（多額のショートポジションを保有する先は、適時に受渡が行えるよう、対象債券の借入を誠実に実施すべき。意図的なフェイルは起こすべきでない）に留意 ・フェイル取引のマージンコールやマイナス金利でのレポ取引への対応促進 ・バイ・イン手続きへの理解促進
10/8日 11/5日	<ul style="list-style-type: none"> ●財務省は、四半期定例入札に関する声明などで民間にフェイル対策を講じるよう要請。 <ul style="list-style-type: none"> ・フェイル多発を防止するため、市場参加者がフェイル解消のインセンティブを備えた取引慣行策定に引続き努力するよう強く推奨。市場参加者が主体的に対応策を導入しない場合、規制導入を検討する可能性を示唆。
11/12日	<ul style="list-style-type: none"> ●TMPGは、低金利環境でのフェイル抑制策（フェイルチャージ慣行等）を公表^(注)。 (注) その後、NY連銀、財務省が支持を表明。 <ul style="list-style-type: none"> ・フェイルした国債の渡し方がフェイルされた国債の受け方にチャージを支払う慣行の導入 ・フェイル取引のマージンコールに関する慣行の導入 ・フェイルが5営業日超継続した場合の現金決済慣行の導入 ・特定銘柄のフェイルデータの公表可能性の検討 ・ループによるフェイルを効率的に解消するマルチラテラル・ネットイングの検討 ・安全弁としての財務省の国債一時供給制度に関する議論の支援
09/1/5日	<ul style="list-style-type: none"> ●TMPGは、フェイルチャージ慣行の開始日を5/1日とすること等を公表。
1/15日	<ul style="list-style-type: none"> ●SIFMAとTMPGは、「フェイルチャージの取引慣行」を公表^(注)。 (注) 3/31日に最低請求金額を設定すること等を公表。
4/28日	<ul style="list-style-type: none"> ●SIFMAとTMPGは、国債の引渡時限に関する慣行を見直し、6/1日より実施する旨を公表^(注)。 (注) 5/28日に実施日を7月に延期する旨を公表。
5/1日	<ul style="list-style-type: none"> ●フェイルチャージ慣行の開始。
7/1日	<ul style="list-style-type: none"> ●国債の引渡期限に関する慣行の見直しを実施。
7/15日	<ul style="list-style-type: none"> ●TMPGは、フェイル取引へのマージンコールに関する慣行について、フェイルチャージ慣行等の効果の見極めが終わるまで同慣行の検討を延期する旨を公表。

(出所) 後掲参考文献⑧ 9頁

すことが出来たのに対し、顧客はディーラーに一五時までにはしか引き渡すことができなかった。こうした扱いのもとでは、一五時から一五時一五分の間に顧客がディーラーから国債の引渡しを受けると、他のディーラーへの引渡しができない。更にフェイルチャージ慣行が導入された場合、これに伴うコストも追加的に負担する惧れがあったため、今般の見直しがおこなわれることになった。

こうした見直しは、フェイルチャージ慣行の導入が本年五月、国債の引渡し期限見直しが七月に実施された。その他の見直しは検討中とされている（詳細な動きについては図表7を参照）。フェイル慣行の見直しによってフェイルの発生は抑制され、従来には無かったマイナス金利による国債調達もおこなわれるようになり、アメリカでのフェイル慣行の見直しは一先ず成功した評価とされている（参考文献⑧ 八頁）。アメリカでの成功は、次号で検討する日本のワーキング・グループの検討においても生かされることになった。

（謝辞 本稿を作成するに際しては、日本証券業協会自主規制本部自主規制二部長の松永秀昭氏から、多くのご教示をえた。記してお礼を申し上げます。ありうる文中の誤りは筆者の責任であることは言うまでもない。）

参考文献

- ① 「国債の即時クロス決済に関するガイドライン」 日本証券業協会 二〇〇四年一月
- ② 「わが国短期金融市場の動向と課題―東京短期金融市場サーベイ（〇八／八月）の結果とリーマン・ブラザーズ証券破綻の影響」 日本銀行金融市場局 二〇〇九年一月
- ③ 「リーマン・ブラザーズ証券の破綻がわが国決済システムにもたらした教訓」 日本銀行決済機構局 二〇〇九年三月

- ④ 「T十〇レポ、及びフェイルの際の業務フローについて」債券現先等研究会 二〇〇九年三月
- ⑤ 「債券のフェイルの際における経理処理参考事例について」債券現先等研究会 二〇〇九年三月
- ⑥ 「フェイル慣行の意義と役割」（債券のフェイル慣行の見直しに関するワーキング・グループの中間報告書 別添資料）日本銀行金融市場局 二〇〇九年六月
- ⑦ 「リーマン・ブラザーズ証券の破綻が国債市場―決済システムにもたらした教訓」（国債の決済期間の短縮化に関する検討WG 資料三）日本銀行決済機構局 二〇〇九年一〇月
- ⑧ 日銀レビュー「わが国におけるフェイル慣行の一層の定着に向けて―フェイル慣行の意義・役割と米国の取組み事例を中心に―」日本銀行金融市場局 二〇〇九年一〇月
- ⑨ 「債券のフェイル慣行の見直しに関するワーキング・グループ『中間報告書』」日本証券業協会 二〇〇九年一月

（なかじま まさたか・特別嘱託研究員）

私的整理の拡充と課題

松尾 順介

はじめに

この夏の衆議院選挙での政権交代は、官僚主導から政治主導、中央から地方、あるいはコンクリートから人へというフレーズに象徴されるように、時代の大きな変化をあらわすものであるといえる。

その中で、企業再生のあり方にも大きな変化が表れている。その一つが、私的整理の枠組みの拡充である。従来の企業再生では、私的整理の場合、メインバンクが主導して、その責任によって処理を進めるのが通例であった。また、法的整理に持ち込まれた場合は、裁判所の主導によって手続が進められた。それに対して、現在拡充している私的整理は、当事者がより積極的に手続に参加し、当事者主導で合意形成を図っていくという点で、大きな違いがみられる。いわば、参加型の手続という面が強くなっている。

このようなトレンドの変化の先鞭をつけたのは、私的整理ガイドラインや産業再生機構であると考えられるが、現在では、私的整理の枠組みの整備がより進められ、中小企業再生支援協議会、事業再生ADR、企業再生支援機構などが設立・活動している。さらに、従来ならば、私的整理による処理が難しいとされてきたような大型案件や複雑案件も私的整理の枠組みで処理されることが多くなっている。

以上のような変化を踏まえて、本稿では、私的整理と法的整理とを簡単に概観した後、事業再生ADRの活用事例について考察し、最近最も注目されている日本航空の私的整理について検討する。

1 企業再生における法的整理と私的整理

倒産手続には、再生型と清算型とがある。再生型に限定すると、法的整理と私的整理は以下のように対比できる。

まず、法的整理では、会社更生法や民事再生法に則った、裁判所による再生手続が挙げられる。これらの手続では、①申立時の手続（開始原因の疎明、手数料、予納金など）、②開始手続（開始要件、審理）、③保全措置（強制執行等の中止命令、包括的禁止命令、債務者財産の保全処分など）、④計画認可要件、⑤手続の終了などが厳密に定められている。

それに対し、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、RCC、事業再生ADR、企業再生支援機構などの私的整理では、開始から終了まで当事者で協議・決定することが基本であり、⁽¹⁾解決には当事者の一〇〇%合意を必要とする、当事者主導型の再生手続であるといえる。

一般に、両者を比較したときの私的整理の利点は、迅速性、柔軟性および廉価性などにあるとされる。まず、迅速性については、会社更生では開始決定から計画案の認可まで一年以上、民事再生でも半年近くを要するが、私的整理では合意が成立すれば、より迅速な解決が可能である。また、柔軟性については、法的手続は裁判所の認可を必要とするため、必ずしも柔軟とはいえないのに対して、私的整理では当事者の合意に基づき柔軟な計画を策定することが可能である。さらに、廉価性に関しては、民事再生では少なくとも数百万円、会社更生ではしばしば数千万円の予納金が必要とされるが、私的整理ではより廉価な費用で手続を進めることができる。ただし、近年法的手続においても、迅速かつ柔軟な運用を検討する動きがある。⁽²⁾また、事業再生ADRは、必ずしも廉価性を標榜していない。⁽³⁾

また、法的整理を申請した場合と私的整理を開始した場合とでは、どちらが企業のイメージを低下させ、企業価値の劣化への影響が大きいかについては定かでないと思われる。非上場企業の場合は、私的整理ならば、関係当事者を限定した上で、水面下で交渉し、解決することも可能であるので、外部に情報を漏らさずに手続を進めることもできる。実際、中小企業再生支援協議会で手続を行った案件は、ほとんどが非公開である。しかし、法的整理を申請すると、水面下で手続を進めることはできない。したがって、法的整理のほうが、世間に倒産イメージを広げる可能性は大きい。しかし、上場企業の場合は、いずれの手続でも適時開示が行われ、世間に周知されるので、私的整理であっても水面下で手続を進めることはできない。ただし、一般投資家の受け取り方には、法的整理と私的整理とは開きがあることも予想される。

他方、私的整理に対する注目が高まっていることは、法的整理の役割を減ずるものではないと思われる。つまり、私的整理が機能するのは、法的整理に移行した時の損失と比較秤量して、私的整理での損失のほうが少ないという予測が得られた時である。そのためには、法的整理での手続が公平・透明で、予見性の高いものでなければならぬ。その意味では、この二つの手続は、「車の両輪」の関係にあるといえる。

2 事業再生ADRの活用事例の増加

この間、注目される私的整理手続は、事業再生ADRであり、二〇〇八年一月に事業再生実務家協会（JATP）が最初の認定を得て、現在活動している。二〇〇九年二月一八日現在、同協会の受理した申請件数は、一六社（うち二件は申請後取り下げ）に達したと報じられている。⁽⁴⁾ JATPの手続の流れは、おおむね以下の通りである。⁽⁵⁾

①債務者による手続利用申請（申請書・添付書類提出、審査料納付）、②審査会による審査（計画案の

成立の見通しや履行可能性等を審査)、③ 手続実施者の予定者の選任・同予定者による調査(計画の概要策定、債務者の事業・財務・法務の調査)、④ 債務者による正式申込み(申込書の提出、業務委託中間金の納付)、⑤ 一時停止の通知(債務者と協会連名で債権者に対し債権回収や担保設定等の停止を通知)、⑥ 債権者会議(計画案の概要説明、手続実施者の選任、一時停止の内容確認等)、⑦ 債権者会議(計画案の協議)、⑧ 債権者会議(計画案の決議)、⑨ 計画案決議の成立、⑩ 私的整理成立(計画に従って権利変更) などである。ここで、もし⑧で不同意の債権者が存在した場合、計画案決議は不成立となり、特定調停ないし会社更生、民事再生手続へ移行することになる。このうち、正式申請によって、金融機関に対し一時停止要請ができることは、手続上の利点とされている。

以下、JATPの利用事例として現時点で公表されている案件について、プレスリリースと新聞報道によって概観する。

① コスモイニシア(四月一七日申請)

同社(旧リクルートコスモス)は、ジャスダック上場会社であり、マンション販売大手である。筆頭株主は、ユニゾン・キャピタルであるが、メインバンクはなく、負債総額一八七八億円であった。対象債権者は、三メガバンク、住信など四〇金融機関に達していた。

支援要請内容は、債務株式化および返済期限延長であり、再建計画案は、経営陣の引責辞任、投資用不動産開発からの撤退、人件費をはじめとした経費削減などである。なお、一〇〇億円のDIPファイナンス(五月二〇日、主要四行)が実行された。六月二五日、再生計画案決議の延期(当初予定七月二四日)が発表された後、八月二八日、大和ハウス工業と提携が発表され、大和による優先株出資、社長交代、金融支援要請などが行われた。

また、九月一二日には、ユニゾン（約四割保有）から自社株を無償で譲り受け、これを消却している。九月二八日、手続が成立した。

支援内容は、一三金融機関から三七〇億円の債務免除と三〇五億円のD E S、三八金融機関から一〇〇八億円の返済条件緩和、さらに大和ハウスとユニゾンからの出資を得て債務超過を解消した。

② 日本アジア投資（五月一三日発表）

同社は、東証一部上場のベンチャーキャピタルである。負債額は四六八億円であり、銀行等の対象債権者は六二行に達していた。

支援要請内容は、返済期限延長のみであった。六月二五日、手続が成立し、返済期限が延長された。

③ ラディアホールディングス（六月二三日申請）

同社（旧グッドウィル・グループ）は、東証二部上場の人材派遣大手であった（二〇〇九年一〇月上場廃止）。総借入は九〇〇億円に達し、うち七〇〇億円はサーベラスおよびモルガン・スタンレーによるものであった。なお、総発行株数のうちこの二社の持ち株は約六割であった。

二〇〇九年六月、D E Sの前提条件であった債務超過が解消されず、サーベラスおよびモルガン・スタンレーによって行われる予定であったD E S（二三六億円）が中止となった。六月時点で、二〇〇億円の債務超過になることが判明し、仮にD E Sを行っても、債務超過は解消せず、二期連続の債務超過のため、上場廃止の見通しとなった。負債総額一〇三七億円、銀行団は約二〇行であった。

支援要請の内容は、債権放棄（二一五億円）であった。九月一日に再建策が発表され、九月二八日の株主総会で決議された。再建策は、一〇〇%減資（株主総会決議により全株を全部取得条項付き種類株式に変更し、全株

を取得後消却)、上場廃止(一〇月二九日)、サーベラスおよびモルガン・スタンレーによるDESSによって五〇〇万円に増資、社長以下日本人取締役全員辞任などであった。一〇月三日に手続が成立した。

④ 日本エスコン(六月二二日申請)

同社は、ジャスダック上場のマンション販売会社である。負債総額七九〇億円で、銀行団は、三井住友、関西アーバン、近畿大阪、りそななどであり、対象債権者は一九である。なお、長期借入は、三井住友銀行八四億円、関西アーバン銀行九・五億円、近畿大阪銀行五・四億円、りそな銀行一・五億円などとなっている。

支援要請の内容は、金融機関に対する返済期限猶予である。一〇月二九日、手続が成立し、返済期限が猶予された。

他方、同社は普通社債および転換社債を合計三回を発行していたが、六月二六日、返済資金を確保できず、社債の債務不履行が発生した。このため、七月二二日、社債権者集会で返済猶予を要請し、決議された。一〇月二八日の社債権者集会で、社債要項の変更が決議され、社債については、二〇一三年五月以降四年間にわたる年二回の割賦弁済(一部または全部の繰上償還可)を行うこととなった。

⑤ ルートインジャパン(六月二五日新聞報道)

同社は、ビジネスホテルチェーンであるが、非上場であり、対象債権者は九五の金融機関、負債額九一七億円とされている。支援要請内容は、返済期限延長などであり、一〇月三二日に私的整理が成立し、借入金と社債の返済期限が延長されたと報道されている。

⑥ さいか屋(八月四日申請)

同社は、神奈川県下の百貨店で、東証二部上場会社である。銀行団などは、横浜銀など複数であるが、債権者

数は明らかにされていない。支援内容は、債務免除等の金融支援とされている。なお、当初一月一三日に計画案を決議する予定が示されていたが、その後、二〇一〇年二月一日予定に変更された。

⑦ アイフル（九月二四日申請）

同社は、消費者金融大手で、東証一部上場会社である。単体の長期借入金残高二九〇〇億円、過払い金問題で経営が悪化した。銀行団は、住信（融資額七五四億円）、あおぞら銀（同四一三億円）、中央三井（同八四億円）などとなっており、対象債権者は六六である。

支援要請の内容は、ライフなどグループ三社も含めて、銀行団の債務維持、債務の返済期限延長（二〇一一年三月期）であり、DESや債務免除は含まれていない。なお、普通社債（一七本、一六三二億円）は予定通り返済することである。二〇〇九年二月下旬に決議を予定している。

⑧ ウィルコム（九月二四日申請）

同社は、PHS大手であるが、非上場である。有利子負債二二八五億円、大株主はカーライル（六〇%）、京セラ（三〇%）、KDD（二〇%）などである。

今後、高速度通信サービスXGPへの投資（五年一四〇〇億円）負担が大きいが予想され、支援要請に至った模様である。

支援要請の内容は、返済の延長であり、債務免除やDESは想定していないと発表されている。決議予定については、未公表である。

これらの案件に加えて、一月二三日には、日本航空も事業再生ADRを申請したが、これについては四節で触れることにするが、同社の場合は、事業再生ADRで計画案を成立させることが目的ではなく、前述のように、

この手続を申請することで、金融機関に対し一時停止要請を行うことが目的と思われる。

以上の案件から、以下の点を指摘することができる。

第一に、対象となる金融債権者が多数に上る案件が多いことである。このことは、個別交渉によって金融機関交渉を行うよりも事業再生ADRを利用し、高度なノウハウを有する専門家に交渉を委ねた方が迅速かつ効率的に解決できることを示している。ただし、債権者数が多くなると、手続に要する手数料⁽⁶⁾も高くなるため、必ずしも廉価であるとはいえなくなる場合もありうる。逆にいえば、廉価性よりも迅速性や専門性を選好しているものと推測できる。

第二に、大半の案件は、債務期限猶予であり、債権放棄やDESに踏み込んだ交渉は行われていない。このことは、株主責任を回避したままで、ADRによって金融機関交渉を行うことには制約があることを示唆している。ただし、債権放棄を伴う事例では、株主責任が問われ、一〇〇%減資が実行されるとともに、経営責任も問われており、実質的には会社更生手続と同じような結果となっている。しかし、債権者集会による債権放棄の手続と株主総会による減資の手続とは、別個であり、それぞれ独立しているので、必ずしも両者は連動しない。つまり、減資が決議されるには、大口債権者と大株主とがある程度一致していなければ難しいものと思われる。ただし、このような事情は一般株主には理解されにくく、ADR手続申請の公表後、かなり株価が下落する事例も報道されている⁽⁷⁾。

第三に、社債、商事債権者、CDSなどの取り扱いが周知されていない可能性もある。たとえば、社債はADR手続から除外されるが、銀行団が社債権者にも負担を求める可能性があるという懸念から社債流通利回りが上昇した銘柄があることが報道されている⁽⁸⁾。実際、機関投資家向けの社債の場合、社債権者に取引銀行が含まれる

可能性もある。他方、商事債権者についても、ADR手続外で手形支払いの繰り延べを要請された事例もあることが報じられている。⁽⁹⁾業種や事案によっては、商事債権者と金融債権者が必ずしも明瞭に区別し難い場合もありうるだろう。さらに、CDSについては、ADR手続申請によって、CDS市場の保証料率が上昇する事例がみられたことが報じられている。⁽¹⁰⁾これに対して、国際スワップ・デリバティブズ協会(TSDA)は、当該債権を対象とするCDSを清算しないと判断していることが報道されたが、必ずしも明確なルールがあるとはいえず、明確なルール化が必要である。⁽¹²⁾

3 日本航空の再建問題の経緯

このように事業再生ADRの案件が増加し、私的整理に対する関心が高まる中、現時点では確定的なことはいえないものの、日本航空の再建にも事業再生ADRが利用され、さらに企業再生支援機構が使われることになった。ただし、日本航空の案件は、相当な大型案件であるだけでなく、関係者も多数であり、かつ公的機能を有する特殊な案件である。さらに、公的資金を投入するとなれば、その処理は国民全体の課題でもある。このような案件に私的整理が利用されることは、注目に値するものである。

以下、新聞報道および関係機関のプレスリリースによって、日本航空の再生に私的整理が利用されるようになった経緯を確認する。⁽¹³⁾

日本航空は、かねてより経営不振が取りざたされていたが、二〇〇九年三月決算で、経常損失八二二億円、当期純損失六三三億円を計上し、経営悪化が表面化した。その後、六月三〇日、経営改善を図るため、政策投資銀行、みずほコーポレート銀行、三菱東京UFJ銀行、三井住友銀行と総額一〇〇〇億円の融資契約を締結(この

うち政策投資銀行の融資額六〇〇億円に対しては八〇%の政府保証)し、当面の資金確保を行うとともに、策定中の経営改善計画をより踏み込んだものとするため、八月一日には国土交通省が有識者会議(座長・杉山武彦一橋大学長)の設置を発表し、二〇日に初会合を開いた。報道によれば、この会合では、抜本的なリストラを求める意見が出されたとのことであるが、⁽¹⁴⁾再建案の策定には至らなかった。

外部の専門家チームによって、具体的な再建計画案策定に踏み込んだのは、政権交代後、新政権のもとで結成された「JAL再生タスクフォース」によってである。同タスクフォースは、九月二五日、前原国土交通大臣の顧問団として設置され、リーダー・高木新二郎氏、サブリーダー・富山和彦氏のほか、メンバーとして田作朋雄氏、大西正一郎氏、奥総一郎氏が任命された(奥氏を除く四名は、産業再生機構のOBである)⁽¹⁵⁾。いずれも企業再生のエキスパートであり、これ以上ない布陣であった。なお、タスクフォースは、国土交通大臣の顧問団であることから、法的根拠はなく、ここでの再生手続は一種の私的整理であるが、既存の枠組みを使わない異例なものといえる。

同タスクフォースは、社内財務・法務部門の三〇代後半から四〇代前半の部課長級の社員二〇人強および外部の弁護士・公認会計士などを動員し、デューデリジエンスと再建計画策定支援を行った。その結果、一〇月三日、経営再建に向けた素案が取りまとめられた。その要点は以下の通りである。⁽¹⁶⁾

- ① 二五〇〇億円の債務超過と判断される。
- ② 金融機関による債権放棄やDESによって三〇〇〇億円規模の支援を行う。
- ③ 退職者・現役社員ともに年金支給額を半減し、積み立て不足を三分の一に減額する。
- ④ 現経営陣は退任し、外部からCEOを招き、COOは若手を内部から抜擢する。

⑤ 出資一五〇〇億円を含む、最大四八〇〇億円の資金調達を行う。

⑥ 人員や不採算路線の削減、機材の小型化、首都圏を中心とするビジネス路線強化を行う。

⑦ 事業再生ADRを活用する。

ただし、素案では、公的資金による資本増強については明確ではなく、改正産業活力再生法を使うのか、企業再生支援機構を使うのか明確でないことも指摘された。

この素案に対して、年金減額の道筋が不透明で、公的資金活用には理解が得られないといった観点から、財務省とメインバンクの日本政策投資銀行が、受け入れ困難との判断を示すとともに、財務省内で企業再生支援機構を活用する案が浮上していることも報道された。⁽¹⁷⁾ また、メガバンク三行が受け入れは困難と判断した模様であることも報じられた。⁽¹⁸⁾

これらの一連の報道からは、タスクフォースの素案に対する、行政側や金融機関側の真意は測りがたいが、タスクフォースは、素案の大枠は変えず、政策投資銀行およびメガバンク三行などの銀行団と協議し、一〇月中旬に再建計画をまとめ、一月初から実行に移す考えを示した。また、人員削減や年金減額について労組やOBとの交渉に当たするため、高木氏と富山氏が経営に参画する方向で調整していることも報じられた。⁽¹⁹⁾ さらに、タスクフォース側が財務・国土交通大臣に対して公的資金の活用を要請したことも報じられた。⁽²⁰⁾

この要請を受けて、国土交通大臣は財務大臣に公的支援を要請し、首相と関係閣僚との協議によって、公的支援を行うことが政府方針として確認され、資本増強や二〇〇〇億円規模のつなぎ融資を検討することになるとも、出資については企業再生支援機構を活用する方向で調整することが報じられ、⁽²¹⁾ 一〇月二九日には同社のプレスリリースでも、同機構に再生支援を依頼し、事前相談を開始したことが公表された。⁽²²⁾ また、国土交通大臣が、

企業再生支援機構を活用する方針を正式に表明したことが報道された。⁽²³⁾ なお、これによってタスクフォースは、再建案を提出して解散した。⁽²⁴⁾

さらに、一月一三日には、事業再生ADR手続を正式申請し、同日受理されたことが公表された。⁽²⁵⁾ ただし、これは、企業再生支援機構による支援決定（二〇一〇年）までの間、金融機関に対する債務返済を一時的に停止する、つなぎ措置であり、事業再生ADR手続によって再建計画を策定するものではないことが報じられている。⁽²⁶⁾

4 日本航空再生の課題

上記のように、タスクフォースは再建策を取りまとめることなく解散に至ったが、緻密なデューデリジエンスを行い、実質債務超過であることを開示し、その再生には財務面および事業面で抜本的なリストラクチャリングが必要であることを明らかにした意義は大きいと思われる。そこで明らかとなった課題を挙げると、以下の通りである。

まず、実質的債務超過であることから債務削減が必要であるが、この中には年金債務が含まれており、その削減は容易でない。同社の場合、二〇〇九年三月末時点における退職給付債務は八〇〇九億円であるのに対し、年金資産四〇八四億円、退職給付引当金九四九億円であり、三三一五億円の積立不足となっている。ここで設定されている給付利率は四・五%と高水準で、現在の長期金利の三倍である。年金の給付水準引下げについては、確定給付企業年金法施行規則（平成十四年三月五日厚生労働省令第二十二号）によって、「実施事業所の経営の状況が悪化したことにより、給付の額を減額することがやむを得ないこと」（第五条二項）などの事由に加え、その手続には、「受給権者等の三分の二以上の同意を得ること」（第六条一項）および「当該規約の変更による給付

の額の減額がないものとして同項の規定に基づき算定した当該受給権者等に係る最低積立基準額を一時金として支給すること」(同二項)が定められている。現在、会社側は説明会を開き、給付利率を長期国債に連動した一・五％程度に下げ、OBの給付額を三割程度削減する案が提示されているが、同意を得ることができるとは断言できない。なお、年金減額については特別立法による措置を講じる方策もありうるが、財産権侵害など憲法訴訟に発展する可能性もある。また、会社更生法など法的整理に至った場合、年金がどのように扱われるかも不透明である。一般的には、労働債権は優先順位が高く、年金も同様に扱われる可能性があるが、これについては判例もないようである。

次に、資本増強には、公的資金注入も検討される必要があるが、企業再生支援機構を利用するに至った要因もそこにあつたと推測される。しかし、公的資金を注入しても、その資金が年金支給に使われるならば、国民の理解を得ることは難しいものと思われる。したがって、年金問題の解決が前提となるだろう。さらに、構造的な収益改善がなければ、公的資金を注入しても再生できない。したがって、経営構造の改革が不可欠である。他方、資本増強には、投資ファンドの投資資金や外資系企業との資本提携という選択肢もあり、米系航空からの出資提案が報道されているが、日本のナショナル・フラッグ・キャリアと外資との提携は、今後の航空自由化など、日本の航空行政や戦略にも影響があり、慎重な判断が要求されるだろう。

第三に、同社の収益改善には、政治的な課題が山積している。まず、収益改善には、不採算路線を削減することが必要であるが、そのためには地方路線の削減が課題となり、一部には運休や撤退を決定している⁽²⁸⁾。しかし、地方路線の撤退には、地元の反対も予想され、撤退が地方空港の存廃にも直結する可能性もある。ただし、現在地方空港は九九開港しており、赤字経営の空港も多いことから、楽観的な需要予測に基づいた空港建設そのもの

を批判する見方もあり、この問題は地方空港の今後のあり方にも大きく影響している。次に、同社の高コスト要因として、航空機燃料税、着陸料、航行援助施設利用料などの負担が大きいかも指摘されている。これらは空港整備特別会計の歳入となり、空港維持運営費だけでなく、地方空港の建設費や羽田空港再拡張費に使われている。二〇〇八年度予算額は五四〇六億円、このうち同社の負担分は、一二〇〇億円といわれている⁽³⁰⁾。現在、国土交通大臣が、着陸料の引き下げや一般財源化を含む、空港整備特別会計の抜本的な見直しを検討しているとの報道もあるが、そのためには財源問題に踏み込んだ改革が必要となる。また、特別会計で行われている事業には特殊法人も含まれており、特殊法人改革に踏み込む必要がある。さらに、今後の収益改善には、長期的な成長戦略が不可欠であるが、そのためには今後需要拡大が見込める首都圏国際線をどのようにとりこんでいくのかが焦点となる⁽³²⁾。その際、今後のオープンスカイの展開、メガキャリア化、羽田の発着枠拡張分の割り振り、さらにはハブ空港化など、航空行政ないし運輸行政全体の中で長期構想を打ち出す必要に迫られる。

このように日本航空の再建は、単なる企業再生ではなく、国民的な課題といえる。また、官民多数の利害関係者を含んでおり、その調整が極めて難しい案件である。この案件に対して、全員合意を基本とする私的整理の枠組みがどのように機能するのか注目される。

まとめ

このように事業再生A D Rの利用案件が増加し、さらに企業再生支援機構も活動を開始したことから、それぞれの枠組みの棲み分けが課題となる。

まず、金融機関に対して返済期限猶予交渉を中心とした整理を進める場合、中小企業では、各都道府県に設置

された中小企業再生支援協議会が主体となつてきており、すでに実績も積んでいる。また、大企業の場合は、今後事業再生ADRが重要な役割を果たすものと考えられる。

次に、融資や資本注入あるいは債務削減交渉に踏み込んだ整理が必要な場合は、中小企業では、企業再生支援機構が担当し、大企業では民間の企業再生ファンドが担当するものと考ええる。というのは、すでに内外の再生ファンドが大企業再生において事例を積み重ねており、定着した存在となっている。しかし、中小企業については、民間の投資ファンドでは、案件が小さいため投資対象とならず、企業再生のチャンネルがなかった。そこで、設立されたのが、企業再生支援機構であると思われる。しかし、同機構は、中小企業だけでなく、大企業も対象とすることになり、実際日本航空を手掛ける方針が固まった。そうになると、同機構が地方の中小企業再生にどの程度マンパワーなどの資源を割り当てることができるのか注目されるところである。

*インタビューに応じてくださった関係者の方々に厚く御礼申し上げます。ただし、守秘義務上、インタビュー内容を記述することは差し控えました。また、上智大学法学部・田頭章一教授より貴重なアドバイスをいただきました。深謝申し上げます。

注

(1) ただし、私的整理においても、それぞれの手続毎に一定のマニュアルは定められている。

(2) 拙稿「企業再生手法の現状～私的整理と法的整理をめぐって～」『証研レポート』、一六五五号、二〇〇九年八月、参照。

(3) たとえば、事業再生実務家協会の手数料については、注(7)を参照されたい。

- (4) 『週刊東洋経済』二〇〇九年一月二十八日、三三二ページ、参照。
- (5) 事業再生実務家協会の手続の詳細については、事業再生実務家協会編『事業再生ADRの実践』商事法務、二〇〇九年一月、二四～六一ページ、参照。
- (6) JATPの手続における手数料については、一律五〇万円の審査料のほか、業務委託金、業務委託中間金、報酬金を要し、これらは対象債権額と債権者数によって、小型案件、中型案件、大型案件、特別案件に区別して設定され、これらの合計は、小型案件八〇〇万円、中型案件二二〇〇万円、大型案件四〇〇〇万円、特別案件四〇〇〇万円となっている。詳しくは、中村廉平「JATPによる事業再生ADRの概要」『事業再生と債権管理』一二三号、二〇〇九年一月五日、五一ページ、参照。
- (7) 『日本経済新聞』二〇〇九年二月二日、一五面、参照。
- (8) 『日本経済新聞』二〇〇九年二月二〇日、一五面、参照。
- (9) 『日本経済新聞』二〇〇九年一月二二日、一五面、参照。
- (10) 『日経ヴェリタス』二〇〇九年九月二〇日、二四面、参照。
- (11) 『日本経済新聞』二〇〇九年一〇月七日、四面、参照。
- (12) 事業再生実務家協会は、CDSについての研究会を立ち上げ、ADRが清算事由に該当するかどうかについて見解をまとめることが報じられている。『日本経済新聞』二〇〇九年一月二二日、一五面、参照。
- (13) 本来ならば、関係者へのインタビューによって、事実経過を記述すべきであるが、本件は未決着の案件であり、関係者には守秘義務があるため、あえて新聞報道によって記述しておく。
- (14) 『日本経済新聞』二〇〇九年八月二二日、三面、参照。

- (15) 国土交通省、プレスリリース「JAL再生タスクフォースの設置について」(二〇〇九年九月二五日)、http://www.mit.go.jp/report/press/cab04_hh_090925.html 参照。
- (16) 『日本経済新聞』二〇〇九年一〇月一四日、一面および三面、参照。
- (17) 『日本経済新聞』二〇〇九年一〇月一七日、一面、参照。
- (18) 『日本経済新聞』二〇〇九年一〇月一八日、三面、参照。
- (19) 『日本経済新聞』二〇〇九年一〇月一九日、三面、参照。
- (20) 『日本経済新聞』二〇〇九年一〇月二一日、一面、参照。
- (21) 『日本経済新聞』二〇〇九年一〇月二三日、一面、参照。
- (22) 同社、プレスリリース「株式会社企業再生支援機構に対する再生支援の事前相談の実施について」(二〇〇九年一〇月二九日)、<https://www.release.tdnet.info/inbs/140120091113058245.pdf> 参照。
- (23) 『日本経済新聞』二〇〇九年一〇月三〇日、一面、参照。
- (24) 『日本経済新聞』二〇〇九年一〇月二九日、一三面、参照。
- (25) 同社、プレスリリース「事業再生ADR手続の正式申請及び受理に関するお知らせ」(二〇〇九年十一月二三日)、<https://www.release.tdnet.info/inbs/140120091113058245.pdf> 参照。
- (26) 『日本経済新聞』二〇〇九年十一月三日、七面、参照。
- (27) 『日本経済新聞』二〇〇九年十一月一八日および一九日、参照。
- (28) 同社プレスリリース「信州まつもと空港発着路線の運航計画変更について」(二〇〇九年十一月三〇日)、<http://press.jal.co.jp/ja/release/200911/001390.html> 参照。

(29) たとえば、森功『血税空港』、幻冬舎、二〇〇九年、参照。

(30) 『週刊ダイヤモンド』二〇〇九年一月七日、五一ページ、参照。これによると、二〇〇八年度予算の空港整備特別会計歳入・五四〇六億円の内訳は、航空機燃料税九二五億円（内同社支払い約四〇〇億円）、空港使用料二二七億円（内同社支払い約八〇〇億円）、財政投融资七二五億円、一般財源六一二億円、雑収入九七四億円であり、同歳出は、航空安全・保安対策、環境対策、航空路整備、空港等維持運営費等一九八二億円、空港整備事業費三四二四億円、このうち大都市拠点空港分二七八一億円、一般空港等四一一億円、空港等機能高質化事業二二三二億円となっている。

(31) 『日本経済新聞』二〇〇九年九月二八日、三面、および同一〇月九日、一面、参照。

(32) たとえば、運輸政策研究機構「首都圏空港の将来像」（二〇〇九年九月二四日）、http://www.jtarc.or.jp/pdf/090924_gaiyou.pdf#search=首都圏航空需要の予測%20運輸政策研究機構、参照。

（まつお じゅんすけ・客員研究員）

アメリカのダークプール規制について

清水 葉子

1 はじめに

アメリカでは、透明性の低い「ダークプール」と言われる取引の場が拡大している。ダークプールとは、気配の開示や事後の取引情報の開示などに十分な規制がかからないために透明性が低い市場を指し、一般投資家の目に触れないところで取引が行われることから、新たなタイプの市場分裂として懸念されている。

すなわち、ダークプールは、気配や取引情報の開示が不十分であるため、その取引が全米最良気配に反映されることがなく、一般投資家との間で分裂した市場（two-tiered market）を形成してしまう。今回の規制は、ダークプールに気配などの開示を義務づけ、透明性を高めることを意図していることから、「ダーク」という呼称をかけて、「ダークプール（暗い流動性のプール）に明かりをとまず」と言った表現が使われ、注目されている。

もっとも、単に気配等の開示が十分でない取引を全てダークプールと呼んでしまうと、従来から存在した一部の取引を含んでしまうため、定義の範囲が広くなりすぎて都合が悪い。たとえば、ブローカー・ディーラーが顧客との間で行う内部付け合せや、大口のブロック取引の注文を受けて相手方を探すといった取引は、流動性が当事者以外に事前の開示されない点では確かに「ダーク」であるものの、従来から認められてきた伝統的な市場機能の一部であって、これらを一括して規制するということになる、非常に大掛かりなルールになる可能性がある。

これに対して、現在問題になっているのは、電子システムやアルゴリズム取引などを多用した新しいタイプの電子的なダーク市場であって、既存の取引までを規制対象とすることを意図していない。このため、今回のダークプール規制では、取引所外取引を行う電子システム「代替的取引システム（ATS）」⁽¹⁾が提供する（したがって新しいタイプの）ダークプールに限定して規制している。

アメリカの証券取引委員会では、ダークプール規制のための規則修正提案を二〇〇九年一〇月二二日に採択した。⁽²⁾

2 ダークプールとは

アメリカでは同一銘柄の証券が複数の取引所や店頭市場で取引されていることから、投資家にとっては、どの市場でも最も良い執行が得られるかを知ることが非常に重要である。このため、複数の証券取引所で出されている気配の中でもっとも良い気配（全米最良気配 National Best Bid and Offer, NBO）が、「総合気配表示システム（Consolidated Quotation System, CQS）」によって一般に配信されている。また事後的な取引情報についても、同じく「総合テープシステム（Consolidated Tape System, CTS）」によって配信され、事後的にどの市場でどのような価格で執行が行われたかについても容易に知ることができる。複数市場にまたがった情報配信の仕組みは、アメリカ証券市場の透明性の要とされている。

これらの情報配信システムは、自主規制機関の合同プランとして運営されており、各証券取引所はこれらのシステムに自市場の気配・価格などを情報提供する義務を負う一方、集められたデータをベンダーなどに配信して得られた収入を、取引高に応じて分配している。システムの対象は NMS 証券であり、基本的にはナスダックを

含めた証券取引所の上場銘柄である。現在、これらのシステムに情報提供を義務づけられているのは、BATS証券取引所、CBOE、シカゴ証券取引所、FINRA、ISE証券取引所、ナスダックストックマーケット、ナスダックOMX BX、ナスダックOMX PHLX、ニューヨーク証券取引所、ニューヨークAMEX、ニューヨークAreaの全米一二の証券取引所である。また、NMS証券の店頭取引が行われた場合の情報は、FINRAがこれに代わって情報収集することが定められている。

こうした開示の仕組みによって、すべての市場参加者は、全米最良気配と事後の取引情報を簡単に入手することができ、市場分裂を回避しているのである。

ところが、ATSは、自ら証券取引所登録をしない限り、ブローカー・ディーラーとして運営することとなっている。このため、情報配信のための総合システムに参加しておらず、気配や取引情報の提供義務もない。また、取引高が大きい一部のATSについては、ブローカー・ディーラーであっても気配情報を開示することが義務づけられているが、小規模ATSには開示義務がない。このため、かなりの数のATSでは、参加者の売り・買いの取引注文は、システム参加者と、システムが選んだ一部の者にだけ伝達され、総合気配表示システムに載って広く一般に開示されることはない。

また、事後の取引情報についても店頭取引としてFINRAに報告されているものの、ATSの取引が一括して店頭取引としてくくられてしまうため、どのATSで取引が行われたのかを個別に知ることはできない。証券取引所で取引が行われた場合には、証券取引所の識別マークがついて報告・配信されるため、どの取引所で執行された取引かを容易に知ることができる。

さらに、ATSでは、投資家の売買注文の入れ方や、入った注文の表示の仕方に関するルールがシステムごと

に多様であり、取引の意向が確定気配として表示されるとは限らなかつたり、注文サイズが開示されなかつたりするなど、様々なバリエーションがある。こうした多様な形態の注文は、通常の厳密な意味での「気配」とは呼べないので、「取引意志の表示 (indications of interest, IOIs)」と呼ばれ、現時点では (開示義務のある) 「気配」には含まないとされている。

以上のように、一部の A T S には、一般の投資家には見えない情報や流動性が「ダークなプール」として存在しているということになる。A T S では、開示された気配だけに接している投資家には得られない執行が得られ、開示気配より有利な価格での取引が行えたりする可能性がある。ダークプール参加者サイドは開示気配を知り使うことができるのに、その逆はできない。また、ダークプールどうしで取引情報を共有し合い、私的なネットワークを形成しているケースもあるとされる。

こうしたダークプールは、本稿でとりあげた規則改正リリースによると、二〇〇二年には活発なものでおよそ一〇システムであったが、二〇〇九年にはおよそ二九システムに増えていること、ダークプール合計での N M S 銘柄に占める取引高シェアは、七・二％に達していることが述べられている。もつとも、一つのダークプールの取引高シェアは、最大のもので一・三％に過ぎないが、主要証券取引所の取引高シェアが最大でも一九％と市場の多様化が進む現状では、無視できないシェアであるとして、規制の必要性を強調している。⁽³⁾

3 ダークプール取引の問題

ダークプールが引き起こしている一つの問題として、右に述べたように気配の非開示が市場分裂を招くというものがある。通常の取引所等での取引では、取引が行われる前に気配が開示されているので、投資家はより良

い価格での執行機会を得る機会が与えられているが、ダークプールでは、IOIsが一部の投資家にしか開示されない。このため、ダークプールで出されたIOIsを知りうる投資家とそうでない投資家の間に格差が生じてしまう。

とりわけ、IOIsの中でも、NBBOと同じかより良い価格での取引意志を示し、執行の可能性も十分期待できるものについては、actionable IOIsと呼ばれているが、これは「気配」にきわめて近く、気配と同様に開示の対象にすべきだと考えられる。actionable IOIsは、NBBOより優れた価格の場合には、NBBOを改訂することになるし、NBBOと同じ価格であっても、その気配での市場の厚みを増すことになるからである。

ダークプールに関する二つめの問題は、取引の後の事後情報に関するものである。こちらでも証券取引所等の既存市場での取引であれば、取引所ごとの識別マークをつけた取引情報が総合テープシステム（CTA）に報告され、広く一般に配信される。投資家は、いつ、どの取引所でいくらで何株が取引されたかという事後の取引情報を得ることができ、市場の透明性が確保されている。ダークプールで行われた取引もFINRAに報告されるが、これらはすべて取引所外の店頭取引として一括され、具体的にどのダークプールが執行したかは知ることができず、流動性がどの市場から生まれているかが一般に見えなくなってしまう。

4 ダークプール透明化のための規則改正

発表された規則改正の主な内容は三点である。

(1) ダークプールが一部の投資家等に私的に発信している「actionable IOIs」を、通常の「気配」と同様に公衆気配に接続し開示すること。このためには、売り買いの気配（"bid"と"offer"）の定義を拡大し、actionable IOIsを気配の定義に含め、通常の気配と同様に総合気配表示システムに載せて開示することとする。

(2) 取引所外取引システムであるA T Sには、取引高が多いものほど開示義務が厳しくなるよう段階的な規制が課されている。今回の規則改正では、小規模なA T Sが最良気配の開示義務を負うための下限取引高を引き下げることにした。これにより小規模A T Sも開示義務を負うことになる。具体的には、現行ルールで過去六ヶ月間のうち四ヶ月にわたってN M S証券の全取引高に占める取引シェアが5%超のA T Sに最良気配の表示を義務づけているものについて、この下限値を〇・二五%とする。(1)と(2)二つの修正によって、一般投資家の見えない所で行われているダークプールの取引の気配が一般に開示され透明化される。ただし、大口取引は開示義務の例外とし、取引金額二〇万ドル以上の取引については開示義務をかけない。

(3) ダークプールの取引の事後的な透明性を高めるため、どのダークプールで取引が執行されたかも含めて事後の統合情報システムに開示する。A T Sが行うN M S証券の店頭取引は、F I N R Aに報告する時点では執行市場を区別する識別マークをつけられているが、そのあと「総合テープシステム」に送られるときに識別マークを外して店頭取引として一括されているようである。このため、規則改正後は、通常の取引所と同様に、識別マークをつけたまま一般に配信することでA T Sの取引も執行市場ごとに把握できるようになる。

5 おわりに

規則改正によって、気配にきわめて近いactionable IOIsに開示義務を課し、より小規模のA T Sでの取引も含めて「総合気配表示システム」に統合されれば、取引所市場との気配競争が可能になり、市場全体の透明性が向上することが期待される。規制対象がA T Sの運営するダークプールに限定されたとはいえず、市場分裂の回避に一定の効果があると考えられる。この改正提案に対するコメントは一二月七日現在で一四通がウェブ上に開示さ

れているが、九〇日間のコメント提出期間が終わる来年早々にはコメントのとりまとめが行われると考えられ、規則改正の推移が注目される。

今回の規制では、広い範囲におよぶ「ダークプール」のうち、ATSが開設しているダークな市場に焦点を当てて規制改正が行われた。すでに述べたように、取引高シェアが5%を超えるATSには以前から気配の表示義務などが課されていることから、ATSに規制対象を絞ることで、抜本的な変更なしに開示の範囲を拡大することを狙ったと見ることができよう。規則改正としては、気配の定義を広げ、開示義務の課される取引高シェアの下限を引き下げるといった形の比較的シンプルな修正で対応できる。また、事後の取引情報についても、FINRAが把握している市場識別マークを開示すればよいので、大きな変更にはならないであろう。

また、SECは、新たに総合気配システムに接続を求められる小規模ATSにとっても、ベンダーの接続の利便性やコストが向上しているため、コスト面での大きな負担にはならないという予想を示している。

ただし、気配開示の範囲については、現実には多様な形で出されている参加者の取引意志のうち、どこまでを気配と同等のactionable IOIsとするかなど、線引きの難しい部分が残りそうである。SECは、レギュレーションNMSによって全米最良気配より劣る価格での執行が禁じられている以上、IOIsは必ず全米最良価格より良いか同等の好みであり、投資家が高い執行機会を得られると合理的に期待しうるようなケースでは、IOIsは気配と同等であるとしているが、ATSに出される注文の形態は運営ルールで柔軟に変更可能であるので、気配義務がかかるかどうか議論のあるIOIsの扱いに困難が生じる可能性は否定できない。

さらに、今回はATSの運営するダークプールに限定した規制改正となったが、アルゴリズム取引などを利用したブローカー・ディーラーの内部付け合せシステムなどをどのように扱うかについては、さらに検討が必要と

なろう。SECは、ダークプール問題も含めた市場構造全体に関するコンセプトリリースを準備中であるとも述べており、ダークプール問題が再度とりあげられる可能性も残る。

注

(1) アメリカでは、取引所外取引を行うシステムは「代替的取引システム（ATS）」と呼ばれ、日本PTSにおおむね相当する。証券会社が行う取引所外取引として整理されている日本のPTSと異なり、ATSはブローカー・ディーラー（証券会社）として運営するか、証券取引所として登録するかを自身で選択することができる。証券取引所登録をすると、気配情報の開示や売買監理などのコストがかかる一方、市場情報配信収入の分配が得られるなどのメリットもある。

(2) "Regulation of Non-Public Trading Interest; Proposed Rule." Release No. 34-60997; File No. S7-27-09, Securities and Exchange Commission. Nov. 23, 2009 FR.

(3) ニューヨーク証券取引所の取引高シェアの低下については、清水葉子（二〇〇九）「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」『証研レポート』一六五五号、参照。

（しみず ようこ・客員研究員）

ノミニーの自由裁量議決権行使を制限するNYSE規則452の改正

福本 葵

1 はじめに

アメリカにおいて、株主の権利行使を重視する傾向が強まってきている。SECのクロス委員は今年七月二九日、米国上院の銀行・住宅・都市問題委員会の証券・保険・投資小委員会で「コーポレート・ガバナンス改善を通じて株主を保護し、国民の信頼を強化する」と題した議会証言を行った。クロス氏は、投資家の信頼は証券市場にとって不可欠であり、よいコーポレート・ガバナンスおよびタイムリーかつ完全な情報の開示は、市場における投資家の信頼を得るには無くてはならないものであると述べている。⁽¹⁾

金融危機後、市場は投資家の信頼を失っている。これに対する対策としてSECはディスクロージャールールの変更やその他の規則改正を行っている。クロス氏は先に述べた証言の中で、市場への信頼回復のためのいくつかの重要なテーマを取り上げている。その中には、取締役選任に関する株主提案の容易化やsay on payの導入、⁽²⁾ノミニーの自由裁量議決権行使 (discretionary voting) を制限する規則改正などがある。⁽³⁾

ノミニーの背後には実質的な所有者が存在する。一般の改正は、ノミニーの背後にいる実質的な所有者に、議決権行使の重要性を説き、積極的な行使を促そうとするものである。

ヨーロッパが原則、無記名株券であるのに対し、アメリカにおいては、記名株券が原則である。ただし、アメリカにおいては、便宜上、株主が株主自身の名義では登録せず、ブローカーや銀行などの名義で株式を所有する

ノミニー制度が古くから利用されている。株券の完全なペーパーレス化が行われていないにもかかわらず、DTCによるアメリカの保管振替制度が安価で、早い段階から発展してきた理由の一つはこのノミニー制度にある。ノミニー名義となっている株式については、議決権行使や配当金の支払いも、ノミニーを通じて間接的に行われることになる。

実質的な株主が株主総会における議決権を行使するか否か、行使する場合に誰を通じて行使するかは、本来株主自身が自由に決定すべきことである。⁽⁴⁾ 株主総会の議決権は、これまで、特に個人株主があまり関心を示さず、そのために株式の単なる名義人に過ぎないノミニーが自由に議決権を行使することができるものがある。しかし、近年の傾向は、市場の透明性、信頼性のためにも、議決権を行使することの重要性や影響について投資家を教育し、株主権の行使を促そうとするものである。

このノミニーの自由裁量議決権行使を規定していたのがNYSE規則452である。今年の改正でこの規則が改正されることになった。

本稿では、ノミニーの自由裁量議決権行使 (discretionary voting) を制限、その範囲を縮小するNYSEの規則改正について取り上げる。このたびの改正は、この改正が具体的にはいかなるものであり、どのような議論の流れの中で生まれたのか考察することとする。

2 NYSE規則452

このたびの改正となったNYSE規則452とはいかなるものであろうか。NYSE規則452は一九三七年に規定されたものである。ノミニーの制度はその後飛躍的に拡大し、現在ノミニー名義で保有されている株式は上場企業

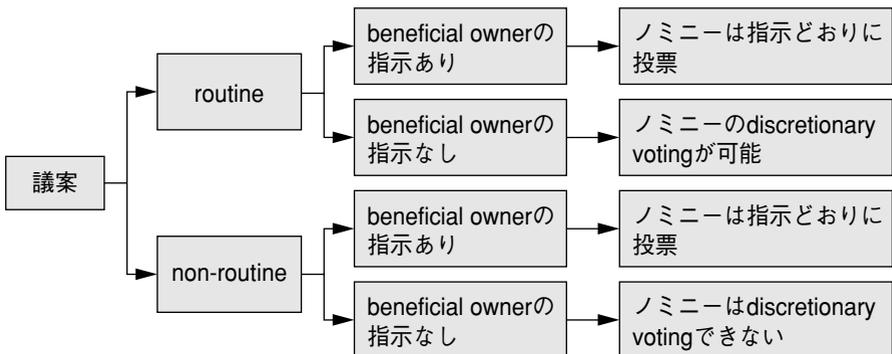
の株式の七〇%から八〇%に至っている。

まず、NYSE規則452には「慣例的な (routine)」の議案について、株主総会の予定日から少なくとも一〇日前までにノミニーとなっているブローカーや銀行に実質的所有者が特定の投票の指示をしない場合、ノミニーは実質的所有者に代わって議決権を行使することができるが規定されている。「慣例的ではない (non-routine)」の議案については、ノミニーに代理行使権限は与えられていない。つまり、これらの議案についてノミニーは、実質的所有者の指示がない場合には権利を行使することができない。

現行の規則452は代理行使権限が認められていない non-routine の議案について一八項目を列挙している。これらは、株主の権利や利益に大幅に影響を与える事項やM & Aなどで現在議論の最中である事項など、株主にとって特に重要なものである。具体的には、合併に関する決議、当該株式が委任状合戦の対象となっており反対株主から取締役の株主提案が提出されている場合、優先株式の発行や増加発行の許容、株主総会の定足数変更議案などである。

今回の改正では、この non-routine の項目に更に項目が加わった。それは取締役の選任決議である。これまで取締役の選任決議は、“contest”なものだけが non-routine の事項として、ノミニーの代理行使ができない議案であった。つまり、“contest”ではない通常の取締役選任について実質的所有者からの指

図1 routineおよびnon-routineの議案とノミニーのdiscretionary voting



示がない場合、ノミニーは自由に議決権を行使することができた。今回の改正によって、取締役の選任は“contest”であるか否かにかかわらず non-routine の事項となり、実質的所有者からの指示がない場合ノミニーは議決権を行使することができなくなる。

ここでいう“contest”とは如何なる状態をいうのであろうか。NYSE規則452条11項(2)は“contest”について「反対する者からの委任状勧誘がある議題または現経営者に反対する株主から株主提案の一部」と定義している。⁽⁵⁾ 敵対的買収提案や株主からの提案で、会社側の推薦する取締役と反対する者が推薦する取締役とが争う場合などがこれに当たる。

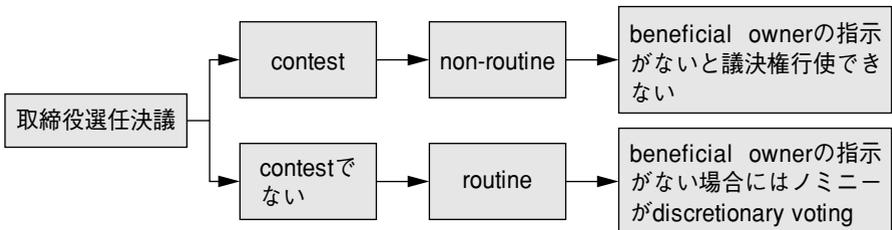
NYSEは今年二月二六日、SECに対し規則452改正の申請書類を提出した。これに対し、SECは七月一日にこの改正を承認し、新たな規則は来年一月一日から施行されることとなっている。⁽⁶⁾

3 Proxy Working Groupレポート

(1) Proxy Working Groupとは何か

このたびの改正は、NYSEに設けられたProxy Working Group (PWG) の勧告によるものである。PWGは議決権の代理行使プロセス、さらに特定し、NYSE規則450から460 (特に452条)、および465条に関するNYSEの規則を見直すことを目的に、二〇〇五年四月に発足したワーキング・グループである。その構成メンバーは、発行

図2 取締役選任決議の分類 (改正前)



会社、ブローカー、機関投資家など広範囲に渡る。NYSEがSECに提出した規則改正の基となったのは、PWGが二〇〇六年六月五日に発表した"REPORT AND RECOMMENDATIONS OF THE PROXY WORKING GROUP TO THE NEW YORK STOCK EXCHANGE"と題するレポートである。レポートはNYSE規則452の改正に関するもののみならず、株主の議決権行使および発行会社と株主とのコミュニケーションに関係する様々な問題について言及している。その後、PWGは二〇〇七年八月七日に先のレポートの修正提案を発表した。修正提案では、基本的な内容に大きな変更はないが、最初のレポート発表以来寄せられた多くの市場関係者からのコメントを反映し、改正のためのより実質的、具体的な議論を展開した。

以下、レポートにおいて、今回の改正と関連する記述について、補足的な説明を加えて紹介する。

(2) ノミニー制度の実務と自由裁量投票制度 (discretionary voting) の役割

ストリートネームの実質的所有者リストは、ブローカーや銀行によって保管、管理され、発行会社が直接管理していない。実質的株主は、自己の氏名や住所を発行会社に知らせることに反対していない株主である Non-Objecting Beneficial Owner (NOBO) と知らせることに同意していない株主である Objecting Beneficial Owner (OBO) がいる。⁽⁷⁾

SECは、NOBOについては、発行会社の請求があれば、氏名、住所等の情報を提供するよう、ブローカーや銀行に要求しており、NYSEの規則はNOBOのリストにつき、氏名ごと (per name) の手数料を発行会社が銀行やブローカーに支払うことを課している。

NYSEの規則がブローカーや銀行を通じた代理資料の発送を要求しているため、発行会社はNOBOのリス

トを入手できるが、一般的には、実質的所有者に、議決権行使にかかわる資料をNOBOに直接、發送することはできないことになっている。実務的には、ブローカーおよび銀行のほとんどがNOBOに関する情報の管理のプロセスをAutomatic Data Processing Inc. (ADP) という会社に下請けに出しており、議決権行使の資料もADPから發送されている。

ノミニーの自由裁量投票制度のもっとも重要な役割の一つは株主総会での定足数を確保するのに利用されることである。先に述べたADPは実際にはブローカーの自由裁量議決制度がなければ、会社、特に中小の規模の会社が定足数を満たすのは、より困難であり割高なものとなるであろうと、そして、多くの会社は定足数を満たすかどうかを、株主総会の日が近づくまでは知ることもないであろうと予想している。

(3) "just vote no"キャンペーン

定足数確保には効果があるノミニーの自由裁量投票制度であるが、"just vote no"キャンペーンを含む新しいタイプの議決権行使キャンペーンを契機に、"contest"の定義が問題視されるようになってきた。"just vote no"キャンペーンとは、Joseph Grundfest教授が、会社側の提案する議案に不満がある株主に対して推奨した一種の株主運動である。Joseph Grundfest教授は、これを一九九〇年の機関投資家会議 (The Council of Institutional Investors) におけるスピーチおよび一九九三年のスタンフォード大学のローレビュウの記事において発表した。"just vote no"キャンペーンにおいて、会社側の提案する取締役選任に対して異議のある株主は、議決権の代理行使の "withhold authority" という欄にマークをする。"just vote no"キャンペーンは、それが単に株主が不信任票を投じるというシンボリックなものであるため、有効性の点で制限されていることが指摘されている。⁽⁸⁾

“just vote no”キャンペーンは対抗する側と委任合戦とはならないので、NYSE規則452のいう“contest”と考えられていない。従って、ノミニーであるブローカーが代理行使する権限がある。一般にブローカーは会社側の提案に賛成票を投じる傾向にあり、ノミニーによる自由裁量議決権行使は“just vote no”キャンペーンがある場合、投票に大きな影響を与える可能性がある。二〇〇四年、ウォルト・デイズニー・カンパニーの定時株主総会において、最も有名で組織化された“just vote no”キャンペーンが行われた。この時、CEOのマイケル・アイズナーは、五五%の票で再任され、不信任票は四五%あった。ブローカーの代理行使票がカウントされなかつたら、アイズナーは再任のために、獲得した票は四五%、多数決票の五四%は不信任票となつていた。⁽⁹⁾

日本の議決権行使書においては賛否の記載がない場合、賛成にカウントされるが、前述の“withhold authority”（権限を保留する）は否決を意味するものと考えられる。

(4) Majority voting

アメリカの投票制度は日本のそれとは大きく異なっている。デラウェアを含む多くの州法において、plurality vote（相対多数）制度が取締役選任の標準である。日本の場合、取締役の選任決議は普通決議による。つまり、定款で定足数は緩和できるものの、原則は過半数が出席し、その過半数の賛成で可決される。取締役一人一人につき、出席者の過半数の賛成が必要である。一方、plurality vote（相対多数）のシステムでは、取締役の定数内で賛成票の多いものから順に当選する方法である。取締役を三人選任する場合であれば、どんなに得票数が少なくても三名が選ばれる。このシステムによれば、“contest”でない取締役選任決議は極端なことを言えば、一票の賛成票で可決される可能性もある。

しかし、取締役の選任決議には、majority votingを採用している会社も増加している。majority votingは日本の制度と同様に株主の過半数の承認を必要とするものであり、多数の機関投資家、多くの労働組合、ISSやカルバースによって採用が要求されている。ファイザー、インテル、モトローラーなどの多くの会社がこの動きを反映して、自発的に取締役選任決議についてある種のmajority votingを採用している。majority votingを採用する会社にとってNYSE規則452の改正は、plurality vote(相対多数)を採用している会社よりも影響が大きい。ノミニーの自由裁量議決票なしに過半数を取ることが難しい場合もあるからである。これらの会社にとって、取締役の選任決議に議決権を行使することの投資家教育がより重要となる。

(5) ノミニーの自由裁量投票制度の代替案

ノミニーの自由裁量投票制度は、定数確保に利用されるというメリットはあるものの、近年は“just vote no”キャンペーンなどの株主運動を契機に問題視されているところであった。では、現在のNYSE規則452をどのように変更すればよいとの案が出されているのか。PWGのレポートではいくつかの選択肢を挙げて検討している。

まず、一つ目に、実質的な所有者からの特定の指示がない株式について、ブローカーの自由裁量行使を完全に廃止するというものがある。しかし、PWGは選択肢としては考えられるがあまり好ましくないとしている。二つ目に、PWGは、比例投票システム(proportional voting)の採用を提案している。proportional votingとは、指示のない株式は他の株主によって指示された株式と同じ比例で投票される制度である。つまり、ノミニーの議決権行使をすべて会社側の推薦する取締役に投票するのではなく、実質的所有者から受け取った指示に比例して

投票する。いくつかのブローカーが routine の議案の議決権行使についてこの制度を導入している。

このシステムを採用すると、non-routine な議案は現在のシステムより簡単に、短時間で承認を得られる。現行システムでは、non-routine な議案は実質的所有者からの指示がないと否決と同じである。しかし、proportional voting を採用すると、実質的所有者からの指示がない株式すべてが否決に回るのではない。いくらの票が否決に回るかは、実質的所有者から否決と指示された株式の割合で決まる。

このような利点を持つ proportional voting であるが、PWG は実際に導入することには多くの困難があると述べている。一つは中立な主体によって投票が集計される必要があることであり、かつ投票が正しく集計されているかを常に確認しなければならないことである。また、例えば、実質的所有者からの指示がされている株式が異常な投票を行っており、かつ、特定のブローカーが指示されていない多くの株式を保有している場合、指示あり株式の異常な投票によって、指示されていないブローカーの比例結果にはゆがみが生じる可能性がある。つまり票が操作されるおそれがある。

proportional voting は、指示のない株式に対して比例割合に応じて票を割り当てることであり、指示しなかった株主から更なる票を得ることになるので、投票することを選んだ株主の影響を強める結果になる。また、現在は routine ではない議案についても承認を取ることが容易になることに懸念を示す機関投資家もあつたとされている。このような検討の結果、PWG は proportional voting が、運営の方法によっては乱用されるおそれがあるため、現状では NYSE 規則 452 の代替案としては適切ではないと結論付けた。

現在の NYSE 規則 452 の最も差し迫った問題を解決するための三つ目の選択肢は、現在 routine および non-routine に分類される事項を見直すことによる改正である。結果としてはこれが採用されたことになる。取締役選

任は株主の重要な決定事項であると主張する意見が多い。そこで、取締役選任決議のすべてをnon-routineと分類し、実質的所有者から特定の指示を受け取っていない株式については、取締役選任決議にブローカーが代理で議決権行使することを許さないというものである。NYSE規則452のこのような改正は、実行が容易で、潜在的に規則452に関する主要な問題の最速の解決策であるとしている。

その他、ブローカーの自由裁量議決権行使制度がなくなると、定足数を確保するのが困難な中小規模の発行会社に対する影響を鑑みて、定足数のためにのみ、この制度を利用するという案、ブローカーの自由裁量議決権行使のための、“contest”という定義を拡大するという案も記載されている。

様々な代替案、解決策が検討されたものの、実行にはそれぞれに問題がある。結果としてPWGはNYSE規則452のnon-routineの項目に、それが“contest”であるか否かにかかわらず、取締役選任決議を追加することを提案することとした。PWGは二〇〇七年に一九四〇年投資信託法適用会社をNYSE規則452改正の対象から除外するなどの訂正を発表したが、基本的には二〇〇六年のレポートの内容を改正の軸としている。

4 おわりに

PWGが提言したように、NYSE規則452の改正の議論は数年前から持ち上がっていた。しかし、新政権の発足や金融危機後失墜した市場の信頼性回復を図る目的とも相まって改革が促進したということができらるだろう。コーポレート・ガバナンスを改善することによって株主を保護し、失墜した市場の信頼回復を図ろうとするものである。また近年、企業デモクラシー運動や株主権を重視し、株主に議決権行使を促す動きが見られるようになってきた。改正の議論のもととなったPWGのレポートの内容は、ノミニーの自由裁量議決制度のみならず、発

行会社と株主との直接コミュニケーションや majority voting⁶、その他広範囲に渡るかつ重要なテーマを含むものである。

取締役の選任決議について、これまでは、“contest”な場合にのみ non-routine の事項として、ノミニーの自由裁量議決権が認められなかった。今回の改正により、NYSE 規則 452 の non-routine の項目に、取締役の選任が加わることとなった。“contest”であるか否かにかかわらず取締役の選任決議には、実質的所有者からの指示が必要となる。これに伴って、実質的所有者、特に個人株主は議決権行使について指示することの重要性をより認識しなければならなくなる。そのための投資家教育が必要とされる。

日本においても、株主総会の決議結果開示を発行会社に求める動きが見られる。よいコーポレート・ガバナンスによる株主の保護や投資を決定する際に重要な透明性は、金融危機後の市場の信頼性回復には不可欠である。このような考え方は国際的な傾向であると言える。

(付記) 本項は平成二二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) <http://www.sec.gov/news/testimony/2009/ts072909nbc.htm>
- (2) <http://www.sec.gov/rules/proposed/2009/33-9046.pdf>
- (3) 株主が役員報酬に対し賛否を意思表示できる仕組。これによって年金運用法人が外国株式で株主提案に賛成する割合

が増加。(日本経済新聞、二〇〇九年一月二日)

- (4) 竹内昭夫「株券の保管振替制度と株主の権利行使」、『ジュリスト』八二〇号七頁（一九八四年）。
- (5) Rule 452.11(2) is the subject of a counter-solicitation, or is part of a proposal made by a stockholder which is being opposed by management (i.e., a contest)
- (6) S&Pリレーズ No. 34-60215
- (7) ストリークネームで保有する実質株主のうち、NOBOが二五%、OBOOが七五%である。
- (8) Vincent Falcone, "MAJORITY VOTING IN DIRECTOR ELECTIONS: A SIMPLE, DIRECT, AND SWIFT SOLUTION?" 2007 *COLUM. BUS. L. REV.* 844 844号 Joseph Grundfest, "Just Vote No: A Minimalist Strategy for Dealing with Barbarians Inside the Gates", April, 1993, 45*Stan. L. Rev.* 857
- (9) Floyd Norris, *Corporate Democracy and the Power to Embarrass*, N.Y. Times, Mar. 4, 2004, at C1; Michael McCarthy, *Disney strips chairmanship from Eisner*, USA Today, Mar. 4, 2004, at 01B
- PWGのレポートでは、反対票が四五%との記載があるが、上記の二つの新聞記事によると、votes withheld 四三%となっている。レポートの記述からは、ノミニーの自由裁量票による得票数は賛成票のうちおおよそ一〇%とあるとの計算になる。

(ふくもと あおい・客員研究員)

独立取締役導入義務化を巡って

深見 泰孝

1 はじめに

九月二九日、東京証券取引所が、「上場制度整備の実行計画二〇〇九」を公表し、コーポレート・ガバナンス向上に向けた環境整備の一環として、独立取締役導入義務化の検討を始めた。独立取締役の導入義務化は、今年公表された企業統治研究会や金融審議会金融分科会「我が国金融・資本市場の国際化に関するスタディグループ（以下、金融審議会と略記）」、日本経団連（以下、経団連と略記）の報告書や中間整理でも取り上げられているテーマである。

しかし、これらの審議会での審議経過を辿ると、企業統治研究会と金融審議会は、独立取締役の導入を義務付けようとしたものの、最終的には義務化を見送ったのに対し、経団連は一貫して反対していた。経団連が導入義務化に反対した理由は、大きく以下三点にまとめられる。すなわち、①現行の監査役会設置会社によるガバナンス体制でも充分監督が行えており、むしろ監査役制度は欧米の経営監視機能に勝るとも劣らないこと、②東証の上場会社で監査役会設置会社の四四％が自主的に社外取締役を選任していること、③独立取締役が企業の業績向上に貢献したかが立証されていないことである¹⁾。

そこで、本稿では推進、反対の意見が出される独立取締役導入義務化について、経団連が導入義務化反対の理由とした論点を検討し、独立取締役の導入義務化について以下で考察したい。

2 現行の経営監視制度は優れているのか

(1) 取締役会、監査役制度改革

まず、日本企業の現行の経営監視制度について検討したい。日本企業は取締役会が経営監視を行う欧米企業と異なり、取締役に加えて監査役による二重の経営監視が行われている。彼らによる監視内容は大きく分けて、①経営の効率性向上、②経営の適法性確保、③経営者の利益相反行為の防止であり、①は取締役に、②、③は両者によって監視されている。このように二重の経営監視体制が敷かれていることを取り上げ、経団連は現行制度が欧米の経営監視機能に劣らないと主張している。

これまで、我が国の経営監視の制度的メカニズムは、明治三二年商法改正で監査役制度が採用されて以来、漸次改正されてきた。その内容を簡単に振り返ると、戦前の日本企業の経営管理機構は、株主総会が意思決定機能を担い、取締役が業務執行機関、監査役が監督機関の機能を担っていた。一方、戦後は、アメリカ式の取締役会制度が導入され、以後表1のように制度改革が行われてきた。

表1によれば、平成一四年の商法改正までは監査役機能強化による経営監視が、平成一四年以降は、取締役会の業務執行と監督を明確に分離し、取締役にによる経営監視機能の強化が目指されてきた。また、大きな流れとしてこうした仕組みの改正に加えて、社外人材の登用による監視機能の強化が目指されてきたのである。

こうした制度改革の背景には、取締役会、監査役を巡る課題があった。つまり、日本企業では、経営者が彼らの人事権を掌握し、年功的処遇を行い、ほとんどの取締役を業務執行取締役にしていた。これらから経営者（従業員出身者）をトップとするピラミッド構造が構築され、取締役の監視対象である経営者が、取締役を監視する立場にあり、取締役にによる経営監視は十分機能していなかった。そのため、取締役会は、常務会などで作成され

た議案を審議・承認し、経営者の意思決定に手続き上の正当性を与える場となり、「取り締まられ役会」、「社長の独演会」などと揶揄され、経営監視機能は有名無実化していたのである。

次に、監査役は法律上、会計監査と業務監査（適法性監査・妥当性監査）を行える。ところが、業務監査において、妥当性監査は経営判断に関わるため、法令、定款に適合しているか否かを監査する適法性監査に事実上限られていた。また、監査役は取締役会への出席、意見開陳はできるが、議決権がないため経営監視に十分な効果をもっているとは言いがたいのである。それは、荏原の決算不承認事件に係って、社外監査役の大森義夫氏が「自分が社外取締役だったから、経営陣は真剣に調査に取り組んだはずだ^③」と指摘したことからもわかる。

（２）制度改正で課題は解消されたのか

では、表１に示した制度改正でこうした課題は解消されたのだろうか。まず、社外監査役について考察したい。こ

表１ 経営監視の制度変更の主な変更点

年	目的	内容
昭和25年	所有と経営の分離を制度的に明確化	アメリカ式のと取締役会制度を導入 上記に伴い、監査役の監査範囲を会計監査に限定
昭和49年	二重の監督制度を採り、経営者監視を十分に機能させる	再び監査役に業務監査権限を与える 会計監査人による監査制度を新設
平成5年	社外人材による監査を通じた監視機能強化	大会社に対して社外監査役導入義務化
平成13年	監査役の取締役会からの独立性を高め、監視機能を強化	社外監査役の要件厳格化 社外監査役の構成員増加（半数以上へ） 取締役会への出席義務、意見開陳義務（議決権なし）
平成14年	取締役の業務執行と監督を分離させ、社外人材も加えた監督による監視機能強化	大会社の委員会等設置会社の選択導入 委員会等設置会社への社外取締役導入義務化
平成17年	上記の適用範囲拡大	規模にかかわらず委員会設置会社の導入可

（出所） 仲田正機編『比較コーポレート・ガバナンス研究—日本・英国・中国の分析—』中央経済社、平成17年、細川孝・桜井徹編著『転換期の株式会社—拡大する影響力と改革課題—』ミネルヴァ書房、平成21年より作成

の制度は、九〇年代初頭に証券・金融不祥事をはじめ企業不祥事が相次いだこと、日米構造協議で社外取締役導入が要望されたことをきっかけとして、社外人材による監視機能強化を目的に導入された。

ところが、平成五年の商法改正で導入が義務付けられた社外監査役の要件は、「就任前五年間、当該会社又はその子会社の取締役又は支配人その他の使用人でなかった者」と社外性、独立性とも不十分なものであった。その結果、日本監査役協会が実施した調査（表2）によれば、平成八年、一三年には親会社、関連会社の役員、社内出身監査役OB、当社または子会社OBが約四〇%、取引銀行の役員、その他主要取引先の役員を含めると社外監査役の半数以上は内部者か、もしくは経営者と利害関係のある人物であった。また、要件厳格化後に行われた平成一九年調査でも、親会社の役員が二〇%を超え、取引銀行の役員、取引先の役員、大会社の役員を含めると社外監査役の四六%が、社外性が乏しいかもしくは経営者と利害関係にある人物であった。⁽⁴⁾すなわち、平成八年、一三年調査と比べて減

表2 社外監査役の現職または前職

現職または前職	平成8年	平成13年	平成19年
親会社の役員	22.8%	25.6%	21.2%
関連会社等の役員	9.6%	7.5%	
5年経過後再任された社内出身監査役	7.9%	5.2%	
当社または子会社OB	2.5%	1.7%	
取引銀行の役員	9.7%	9.7%	7.5%
その他の主要取引先の役員	4.9%	5.0%	
大株主の役員			10.9%
取引先の役員			6.3%
親会社以外の主要株主役員 会社と無関係な会社の役員	11.2%	10.6%	16.5%
生保・損保の役員	2.4%	2.3%	
主務官庁・官公庁OBなど	2.7%	2.5%	2.5%
公社・団体等役員	1.0%	1.1%	
公認会計士	2.5%	4.0%	7.5%
税理士	4.2%	4.4%	4.9%
弁護士	7.8%	9.1%	13.2%
大学教授またはそのOB	1.1%	0.9%	2.1%
その他	8.1%	9.1%	6.4%
無回答	1.5%	1.2%	1.0%

(出所) 社団法人日本監査役協会「月刊監査役」No. 454、No. 534より作成

つたとはいえ、依然として半数近い社外監査役が経営者からの独立性が十分ではなく、監視機能強化につながったかは疑わしいのである。

3 社外取締役と経営者の関係

平成一四年度以降の商法改正では、取締役会の業務執行と監督の分離による経営監視機能の強化が目指された。その方策として、大会社には社外取締役の導入を義務付けた委員会等設置会社を選択導入できるようにした。ところが、商法改正から七年を経た現在でも、東証の調査によれば、委員会設置会社を導入したのは上場企業の二・三%に過ぎない。⁽⁵⁾

一方の監査役会設置会社でも、四四%の企業で自主的に社外取締役が導入されている。社外取締役の導入が行っているアメリカでは、次の理由から社外取締役が導入された。すなわち、一九七〇年代に相次いだ企業不祥事や経営者による株主利益を無視した権限濫用に対し、取締役会のもつ監督機能強化が叫ばれ、これを実現するために経営者からの独立性の高い取締役会が目指された。そこで、経営者から独立し、第三者の立場で、会社の長期的かつ最善の利益に基づく経営判断をもたらすと考えられた社外取締役が採用されたのであった。

では、日本企業の社外取締役には経営者とのような関係をもつ人物がついていたのであろうか。これを調べた調査(表3)では、委員会設置会社の五八% (平成一八年度は六〇・一%)、監査役会設置会社の四七・五% (平成一八年度は五七・九%) の社外取締役が親会社、関係会社、大株主、親族、報酬関係のある者であった。

このように、日本企業の社外取締役が経営者からの独立性が低いのは、社外取締役の要件にも一因があらう。アメリカやイギリスのそれは表4にまとめたように、社外性に加えて経営者との利害関係も問うている。一方、

表3 社外取締役と会社の関係

	監査役会設置会社		委員会設置会社	
	平成18年	平成20年	平成18年	平成20年
親会社	12.7%	10.2%	18.2%	19.1%
関係会社	14.1%	12.7%	7.8%	5.7%
大株主	20.6%	16.1%	14.3%	8.8%
親族	2.3%	2.8%	1.6%	5.3%
報酬関係	8.2%	5.7%	18.2%	19.1%
他社社外兼任	42.2%	45.7%	57.4%	60.6%
他社執行兼任	45.3%	46.0%	37.2%	31.7%
責任限定契約	30.7%	59.1%	86.0%	92.3%

(出所) 東京証券取引所「東証上場会社コーポレート・ガバナンス白書2009」平成21年より作成

表4 アメリカ・イギリスの社外取締役要件

	Corporate Governance Rules	The Combined Code on Corporate Governance
社外性	過去3年間に於いて当該会社の従業員であった者 直属の親族が過去3年間に於いて当該会社の業務執行取締役であった者	過去5年間に於いて当該会社またはグループ会社の従業員であった者 当該会社顧問、取締役、上級社員の近親者である者
利害関係	過去3年間に於いて自身および近親者が、当該上場企業から取締役報酬、委員報酬を除いて1年間に10万ドル以上の直接報酬を得ている者 自身および近親者が当該企業および過去3年間に業務執行役員として所属した企業の報酬委員会の委員でない者 過去3年間に於いて自身および近親者が当該企業と100万ドル以上もしくは連結で売上の2%を超える取引先の従業員でない者 過去3年間に於いて自身および近親者が監査人である会社の従業員でなく、その間に当該企業の監査業務に携わっていないこと。	過去および現在に於いて取締役報酬以外に報酬を受けていない者 また、当該上場会社のストックオプション・業績連動報酬、年金対象者でない者 取締役の相互派遣になっていないこと 他社への関与を通じて、他の取締役と利害関係がない者 過去3年間に於いて、当該企業と重要な取引がない者 過去3年間に於いて、関係会社の役員として当該企業と重要な取引がない者 主要株主の代理でない者 取締役としての在任期間が9年以上でない者

(出所) NYSE Corporate Governance RulesおよびThe Combined Code on Corporate Governance June 2006より作成

我が国のそれは、会社法第二条第一五項において、「現在または過去において、当該株式会社又はその子会社の業務執行取締役、若しくは執行役又は支配人その他の使用人でないこと」と規定し、社外性だけを問うている。それゆえ、表3に示した社外性が十分でない人や、経営者と利害関係のある人物でも社外取締役に就けるのである。

4 社外取締役の効果を巡る内外の実証研究

次に、経団連が主張した社外取締役が企業業績の向上に役立ったのかという点について、これまでに行われた実証研究をまとめておきたい。確かに、米国企業を取り上げた実証研究では、社外取締役が企業価値に正の影響⁽⁶⁾を与えないと言われているが、日本企業を取り上げた最近の実証研究からは、そうとも言い切れない結果も表れている。

大柳・関口（平成一三年）⁽⁷⁾では、日本コーポレート・ガバナンス・フォーラムが行った調査をQ A Q Fという手法を用いて社外取締役、社外監査役、執行役員が企業業績に与えた影響を実証した。これによれば、社外取締役や社外監査役という社外人材はモニタリング効果を向上させ、結果として業績を向上させたが、執行役員と企業業績の向上には相関関係は認められないと結論づけた。これ以後も宮島・原村・稲垣（平成一五年）、内閣府（平成一六年）、三輪（平成一八年）、清水（平成一九年）で、社外取締役と企業業績や企業価値向上との相関性が実証的に分析され、これらでは、企業価値の向上にはつながるものの、全ての論文で企業業績の改善には結びついていないとされた。

しかし、齋藤（平成二二年）は、「初めて導入した場合」という条件付ながら社外取締役の導入が企業業績の

向上に役立つと実証したのである。すなわち、平成八年から平成一九年までに一度でも日経五〇〇に含まれたことのある企業（金融業、他企業の子会社・関連会社を除く）四八三社を、社外取締役がいる会社としない会社を分け、社外取締役を任命した会社の特徴と彼らが企業業績に影響を与えたのかを分析した。その結果、事業が複雑な会社ほど社外取締役を任命していること。そして、初めて社外取締役を導入した会社では、社外取締役任命一年後、二年後、三年後のいずれのROA、トービンのqともポジティブな変化を見せており、この場合に限って、社外取締役が企業業績、企業価値とも向上させることを明らかにした。

5 日本企業を取り巻く環境

最後に、バブル期と近年の日本企業の財務指標を比較し、日本企業を取り巻く環境が変化していることを明らかにしておきたい。平成三年のバブル崩壊後、日本経済は「失われた一〇年」と呼ばれる長期不況に陥った。この期間中、会計基準の変化（取得原価主義から時価主義へ）や不良債権処理の一環として持ち合い解消が行われ、株式保有構造は大きく変化した。『株式分布状況調査』によれば、平成元年には金融機関（信託銀行を除く）と事業法人合計の持株比率は六〇・五%だったが、平成一九年には三四・八%とほぼ半減し、一方で、外国人のそれは、三・九%から二五・五%へとほぼ一貫して増加を続けている。

株式保有構造の変化は、日本企業の経営にも影響を与えた。表5にバブル期（昭和六〇年から平成二年）と近年（平成一四年から一九年）の資本金一〇億円以上の企業の財務指標をまとめた。表5によると、両期間で明らかに異なることは、収益性の改善と配当性向の上昇である。前者は、平成一七年度以降、当期純利益や総資産利益率（ROA）が大幅に上昇し、バブル期よりもその数値は高い。そして、配当性向もバブル期は三〇%台で推

移していたが、近年は五〇%台後半で推移している。このように、この二〇年で、外国人投資家による株式保有比率の増加、「モノ言う」国内投資家の登場により、日本企業はそれまでの含み益経営から、株主を重視したアメリカ型の企業経営へと変化し始めている。

こうした変化に加え、我が国でも近年、ライブドアのニッポン放送買収事件に代表される敵対的な企業買収も散見され、買収防衛策の策定が各企業で行われるようになった。買収防衛策の行使を巡っては、これを経営者が自らの支配維持に利用する可能性があり、企業価値を最大に評価する者へ株式を売却したい株主との間に、重大な利益相反が生じる可能性がある。それゆえ、経営者から独立し、長期的かつ最善の利益に基づいた判断をすると考えられている独立性の高い第三者委員会や独立取締役による判断が求められているのである。

6 むすびにかえて

本稿では、独立取締役導入義務化を巡って、経団連が導入義務化反対の理由とした諸点について検討した。

表5 企業（資本金10億円以上）の財務指標の変化

(単位：百万円)

年度	当期純利益	売上高 経常利益率	総資産 利益率	株主資本 利益率	配当金	配当性向
昭和60年度	5,056,600	3.00%	1.73%	7.36%	1,942,586	38.4%
昭和61年度	4,337,600	3.00%	1.43%	5.84%	1,996,933	46.0%
昭和62年度	5,332,555	3.40%	1.61%	6.41%	2,078,767	39.0%
昭和63年度	7,197,911	3.90%	1.86%	7.23%	2,413,102	33.5%
平成元年度	8,597,272	3.80%	1.89%	7.21%	2,683,548	31.2%
平成2年度	8,920,856	3.60%	1.77%	6.79%	2,871,077	32.2%
平成14年度	4,211,851	3.70%	0.74%	2.19%	4,138,220	98.3%
平成15年度	8,654,346	4.10%	1.48%	4.13%	5,118,934	59.1%
平成16年度	9,595,763	4.80%	1.59%	4.26%	5,337,447	55.6%
平成17年度	15,914,418	5.20%	2.52%	6.45%	8,592,252	54.0%
平成18年度	19,688,287	5.50%	3.00%	7.61%	11,975,041	60.8%
平成19年度	17,646,327	5.20%	2.66%	7.09%	10,280,315	58.3%

(出所) 財務省『法人企業統計調査』より作成

監査役会設置会社は、制度としては欧米にはない二重の監視システムをとっている。しかし、その実態は人事権を経営者が握っていることと、取締役が業務執行を兼ねているため、経営者を監視するべき取締役は経営者から監視される立場にある。また、社外人材による監視も、その半数は社外性が乏しい者および経営者と経済的関係をもつ者が就任しており、監視機能が高まったとは言えない。さらに、社外取締役導入と企業業績向上の相関性が立証されていないとの指摘も、初めてそれを導入する場合には企業業績向上と相関性のあることが、最近の研究で明らかにされている。

近年、日本企業を取り巻く環境は変化し、日本企業もアメリカ式の株主を重視した経営へと変化を始めている。また、近年わが国でも、これまであまり見られなかった敵対的な企業買収も散見され、それに伴って株主と経営者の間に利益相反が生じる可能性もある。ここでは、株主利益を最大化するような判断が求められており、そのため、経営者からの独立性が高い人物が求められている。

以上を考慮すると、上場企業の五六％が社外取締役を導入していない現状において、日本企業のガバナンスを向上させる一方策として、独立取締役の導入義務化は意味があるのではないだろうか。

注

(1) 日本経団連提言「より良いコーポレート・ガバナンスをめざして(主要論点の中間整理)」平成二年四月一四日、p. 5-7

(2) 川口幸美『社外取締役とコーポレート・ガバナンス』弘文堂、平成一六年、p. 5

(3) 「日本経済新聞」平成二年五月一八日

- (4) 大会社の役職員を利害関係者の中を含めたのは、回答項目に「会社と無関係な会社の役職員」があるためである。
- (5) 東京証券取引所「東証上場会社コーポレート・ガバナンス白書二〇〇九」
- (6) Yernack, D (1996) p.185-212
- (7) QAF (Quantitative Analysis Qualitative Factors) とは、数字に表しにくい定性的データを定量的に分析する手法であり、通産省（現在の経済産業省）の「総合経営力指標」の分析手法として利用されている手法。

参考文献

- ・大柳康司・関口了祐「コーポレート・ガバナンスと企業業績との関係―社外取締役・社外監査役・執行役員制に関するアンケート調査分析―」『旬報商事法務』No.1394、平成一三年五月一五日
- ・川口幸美『社外取締役とコーポレート・ガバナンス』弘文堂、平成一六年
- ・金融審議会金融分科会「我が国金融・資本市場の国際化に関するスタディグループ報告（案）」上場会社等のコーポレート・ガバナンスの強化に向けて」平成二二年六月一七日
- ・経済産業省企業統治研究会「企業統治研究会報告書」平成二二年六月一七日
- ・齋藤卓爾「社外取締役任命の決定要因とその効果」『二〇〇九年度 日本ファイナンス学会第一七回大会 予稿集』平成二二年五月
- ・財務省『法人企業統計調査』
- ・清水 一「取締役会の属性と企業価値の関係について」『高松大学紀要』第四八号、平成一九年九月
- ・社団法人日本監査役協会「月刊監査役」No.454、平成一四年一月二五日

- ・ 社団法人日本監査役協会「月刊監査役」No.534、平成一九年一月二五日
 - ・ 全国証券取引所協議会編『株式分布状況調査』
 - ・ 東京証券取引所「東証上場会社コーポレート・ガバナンス白書二〇〇九」平成二二年三月一三日
 - ・ 内閣府政策統括室「企業の事業再構築、コーポレート・ガバナンスと企業業績―近年の企業関連制度整備の効果―」『政策効果分析レポート』No.18、平成一六年六月
 - ・ 仲田正機編『比較コーポレート・ガバナンス研究―日本・英国・中国の分析―』中央経済社、平成一七年
 - ・ 細川孝・桜井徹編著『転換期の株式会社―拡大する影響力と改革課題―』ミネルヴァ書房、平成二二年
 - ・ 宮島英昭・原村健二・稲垣健一「進展するコーポレート・ガバナンス改革をいかに理解するか」CGS（コーポレート・ガバナンス・スコア）による分析』『ファイナンシャルレビュー』財務省財務総合政策研究所、平成一五年二月
 - ・ 三輪晋也「日本企業の取締役会と企業価値」『日本経営学会誌』第一六号、日本経営学会、平成一八年四月
 - ・ 「日本経済新聞」平成二二年五月一八日
 - ・ Yermack, D, 1996, "Higher valuations of companies with a small board of directors" *Journal of Financial Economics* 40
 - ・ NYSE Corporate Governance Rules (<http://www.nyse.com/pdfs/finalcorpgrules.pdf>)
 - ・ The Combined Code on Corporate Governance June 2006 (<http://www.frc.org.uk/documents/pagemanager/frc/Combined%20code%202006%20OCTOBER.pdf>)
- （ふかみ やすたか・客員研究員）

証研レポート既刊目録

No.1640 (2007. 2) 市場金融モデルは定着するか M & A ・ L B O ・ C D S ー〈ファンダ化〉する国際資本市場ー ナスダックのロンドン証券取引所買収ゲーム 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	執筆者 二上 伊豆 吉川 横山	No.1648 (2008. 6) ユーロ域の企業金融と資本市場 ーユーロ導入後の傾向と変化ー 第三者割当増資の規制に関する英米の事例 サブプライム問題と I T バブル 取引所とクリアリング機関 証券化商品の原資産情報トレーサビリティ向上とは	執筆者 入江 二上 伊豆 吉川 横山
No.1641 (2007. 4) 証券取引所の「統合」と「競争」 米国における M S C B ー株価と経営パフォーマンスー アメリカの空売り規制 ーアップティック・ルール撤廃へー 株式所有の情報開示	二上 松尾 清水 福本	No.1649 (2008. 8) 資金循環統計にみる国債保有構造の変化(再論) 整理回収機構による企業再生 株券電子化後の株式担保 先物市場の分裂と取引流動性 ー大証225mini導入のインパクトを測定するー	中島 松尾 福本 志馬
No.1642 (2007. 6) 日本のレポ市場の現状と課題 最近の L B O プームの特徴と背景 トランス・アトランティック・エクステンジ ー取引所はグローバル化できるのかー 米国国債市場「ベスト・プラクティス」の策定 ーフェイル多発およびレポ・スウィーズへの対応ー	中島 伊豆 吉川 横山	No.1650 (2008.10) 厳しい状況下のグリーンシート銘柄制度 再考迫られる米系投資銀行ビジネス レバレッジド・ローン市場について M I F I D 後のヨーロッパ株式会社市場 住宅ローン証券化商品の市場規模と価格形成	坂下 二上 伊豆 吉川 横山
No.1643 (2007. 8) なぜ新現先は形骸化しているのか エキウティ・ファイナンス手法の多様化 買収ファンドの上場をめぐる ーブラックストーンの I P O ー 名義株主と真の株主	中島 松尾 伊豆 福本	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 創刊から五〇年を迎えた証研レポート ヘッジファンドが主役の新たな議決権売買 米国の空売り規制と住宅公社の救済	坂下 中島 福本 志馬
No.1644 (2007.10) サブプライムローン問題と市場型金融システム 円キャリートレードの不思議 ー株価と為替と金利の関係ー 錯綜する取引所の国際的な合併・買収・提携 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	二上 伊豆 吉川 横山	No.1652 (2009. 2) 事業再生の新たな展開 国際金融危機と短期金融市場 ヨーロッパの株式保有構造 金融危機下の債券フェイル多発について	松尾 伊豆 吉川 横山
No.1645 (2007.12) 公開企業の取締役会権限 ー敵対的企業買収の防衛策を中心としてー 新たなレポ指標レート「東京レポ・レート」 企業買収と企業再生 実施迫る株券電子化の残された課題	森田 中島 松尾 福本	No.1653 (2009. 4) 銀行証券分離撤廃後の「ゲームのルール」 ー「C S E プログラム」のどこが間違っていたのか?ー 地域における中小企業再生の取り組み ドル不足はなぜ生じたか ー米国におけるレポ市場と通貨供給方式ー アメリカの市場分裂は深刻化しているのか? ーダークプールの拡大についてー ニューボートバイイングの現状と対応策 二〇〇八年九月 米国金融システム危機と空売り規制	二上 松尾 伊豆 清水 福本 志馬
No.1646 (2008. 2) 課徴金制度の改正について ーワーキンググループ報告の検討を中心にー 反社会的勢力等の不正取引行為の排除等について 米国における「証券リテールビジネス」の潮流 政府系ファンドをどう見るか E U 債券市場に透明性要件制度化は必要か レギュレーション N M S と米国株式市場	梅本 坂下 二上 伊豆 横山 吉川	No.1654 (2009. 6) 「銀証融合」コングロマリット形成の意味するもの バランスシートから見た F R B の金融危機対策 ヨーロッパの市場間競争 ー取引所 M T F ダーク・プルーー 住宅ローン関連不良資産買い取りスキームの困難性	二上 伊豆 吉川 横山
No.1647 (2008. 4) 株主とは誰のことか ー株式所有と会社支配ー 変貌する日本の国債保有構造 企業再生の課題と展望 アメリカの私募市場拡大について J D R (日本版預託証券)とは何か?	奥村 中島 松尾 清水 福本	No.1655 (2009. 8) 矛盾するレポ差額非課税の論理 企業再生手法の現状 ー私の整理と法的整理をめぐるー レギュレーション N M S 後のニューヨーク証券取引所の地位について スポンサーなし A D R 急増の理由 クレジット・デフォルト・スワップ(C D S) 取引の清算を巡る米国の現状と考え方	中島 松尾 清水 福本 志馬
		No.1656 (2009.10) リーマンショック後の金融規制 リーマンショック・M M F ・ F R B フラッシュ・オーダー ー問題の真相ー 〈再開〉に向け情報開示の整備進む証券化商品市場	二上 伊豆 吉川 横山

証研レポート第一六五七号
二〇〇九年十二月十四日発行

(偶数月第二月曜日発行)
昭和五十二年十一月十一日第三種郵便物認可

2009年12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)