

証 研

レポート

No.1659

2010年 4 月

歴史の教訓——グラス・ステイーガル法——

奥村 宏（1）

リーマンショックとレポ市場の整備

～二つのワーキング・グループ～

中島 将隆（14）

新しい信託と事業再生

松尾 順介（32）

ダイレクト・マーケット・アクセスに関する新規制

清水 葉子（46）

議決権行使結果の開示

福本 葵（55）

機関投資家の議決権行使結果の開示について

深見 泰孝（71）

公益財団法人 **日本証券経済研究所**
大 阪 研 究 所

歴史の教訓——グラス・ステイガル法——

奥村 宏

1 オバマ大統領の演説

二〇一〇年一月二日、アメリカのオバマ大統領は銀行の証券業務を規制する方針を発表し、ウォール街はもちろん、世界中の金融市場に大きな衝撃を与えた。

演説では「銀行が、顧客に奉仕するという中心業務からあまりにはずれていることをもはや許すべきではない」とし、銀行がリスクの高い投資に傾斜するのではなく、個人や企業に資金を貸し出すという本来の業務に戻る必要性を強調した。そして具体的に

- ① 銀行、または銀行を傘下に持つ金融機関によるヘッジファンドやプライベート・エクイティ・ファンド（PEF）への投資、保有、出資を禁止する。
- ② 顧客へのサービスとは無関係に自らの利益のためだけに行なう自己勘定取引を禁止する。
- ③ 投資銀行を含む金融機関に対して、これまで預金高のシェア上限を一〇%としていたが、それを負債にも適用して、金融機関の寡占を規制する、という内容である。

オバマ大統領はこのような方針を「ボルカー・ルール」だと言っているが、グリーン스パンの前のアメリカ連邦準備制度理事会（FRB）議長で、オバマ政権のもとでアメリカ経済回復顧問委員長に就任しているポール・ボルカー氏の発案によるものであることを明らかにしている。

このオバマ大統領の演説を受けて、アメリカ上院銀行委員会のクリストファー・ドッド委員長（民主党）は三月十五日、金融規制改革に関する法案を発表したが、そこでは資産規模五〇〇億ドル以上の金融機関についてはFRB（アメリカ連邦準備制度理事会）が一元的に監督するとともに、銀行業務と証券業務の垣根についてはオバマ演説にあった「ボルカー・ルール」を適用するという内容になっている。

オバマ大統領は先の演説に先立って二〇一〇年一月十四日の演説で、金融機関の役員や従業員の高報酬を激しく批判し、大手金融機関約五〇社から今後一〇年間で少なくとも九〇〇億ドルの「金融危機責任料」を回収するという方針を明らかにしている。

さらに二〇〇九年六月一七日の演説でも、先物取引と証券規制の調和、投資顧問と証券業者の規制について触れており、金融機関に対する規制を強化するという方針は一貫しているように思われる。

これはもちろん二〇〇七年から始まったサブプライム危機、そして二〇〇八年九月のリーマン・ブラザーズの倒産による金融危機に対処して前ブッシュ政権の時代から巨額の公的資金、すなわち国民の税金（タックス・ペイヤーズ・マネー）を投下して金融機関を救済したことがアメリカ国民の反発を招いており、その世論に答えようとしたことが背景にあると考えられる。

アメリカの低所得者層向け住宅金融、サブプライム・ローンの破綻から発した金融危機は世界中に波及して、一九二九年の世界大恐慌以来、あるいは「二〇〇年に一度の危機」といわれるような状況に陥ったが、そうであれば当然のことながら金融機関に対してきびしい規制をすべきだという声が出てくる。

これまでアメリカでは一九八〇年代から規制緩和（デレギュレーション）が政府の方針とされ、金融市場についても次々と規制が緩和されてきたが、いまオバマ政権のもとで大きく方向が変わろうとしている。

アメリカだけでなく、ヨーロッパでもこのような方向に向かっており、二〇一〇年一月スイスのダボスで開かれた世界経済フォーラム（ダボス会議）でも金融機関に対する規制を強化するという方針が話し合われた。

一方、ボルカー経済回復顧問委員長は二〇一〇年二月二日のアメリカ上院銀行委員会での公聴会に出席して、金融機関への規制について「強力な国際合意が適切だ」と発言した。

またワナー上院議員が「ボルカー・ルールが適用されると、モルガン・スタンレーとゴールドマン・サックスにはどんな影響があるのか」という質問をしたのに対し「（二行が）自己勘定取引に重点を置くなら、銀行の免許を返上しないといけない。銀行でありつづけるなら、ルールの範囲内で行動しなければならない」とボルカー氏は答え、二者択一を求める考えをはっきり示した¹⁾。

このように、いまアメリカでは金融機関に対する規制を強化して、銀行と証券業を分離する方向に進んでいる。そこで、これはグラス・ステイガル法（一九三三年銀行法）の再現ではないか、という声が上がっているのである。ボルカー・ルールで示された方針は銀行と証券業を完全に分離するものではないが、しかし銀行の証券業務を規制するという方向では同じである。

では、グラス・ステイガル法とは何であつたのか。それはどのような歴史的意味をもっているのか…。

2 ペコラ委員会の調査

一九二九年一月、ニューヨーク株式の暴落から始まった世界大恐慌で銀行の倒産、取り付けが大きな社会問題になった。そこでフーバー大統領は一九三一年七月をはじめ、その後数度にわたって、ニューヨーク証券取引所の理事たちに対して、もしも取引所の理事たちが「投機的な利益を求める証券価格の人為的な引下げから、投

資家を保護する適切な措置」を論じないならば、議会の調査を要請するであろうし、もし必要ならば、証券取引所を連邦政府の規制下におく法案を提出するだろうと警告した。

このフーバー大統領の要請に対してニューヨーク証券取引所のリチャード・ホイットニー理事長をはじめ首脳陣はなんら行動を起こそうとはしなかった。

そこで上院の銀行・通貨委員会がフーバー大統領の要請に答えて調査を開始することになったが、そこで主として問題になったのはニューヨーク証券取引所における空売りについてであった。

一九三二年四月二五日、上院の銀行・通貨委員会は三人の共和党議員と二人の民主党議員から構成された特別小委員会を設置したが、翌一九三三年一月、フェルディナンド・ペコラがこの小委員会の調査官に任命された。

ペコラはイタリアのシシリ島で生まれ、五歳の時にアメリカに渡った。彼は牧師になる積りだったが、経済上の都合でニューヨークで法律事務所の下級事務員として働き、のちに弁護士資格を取った。そして弁護士としてウォール街の事情に通じているところから上院の小委員会の調査官に指名されたのである。

一九三三年、フーバーに代ってアメリカ大統領になったフランクリン・ルーズベルトもこの調査に賛成し、小委員会はペコラ委員会という名称で知られるようになったが、一九三三年二月、インサルに関する調査を行なったのははじめ、ナショナル・シティ、モルガン商会、クーン・レープ、デイロン・リード、チェースなどについて次々と調査し、参考人としてそれらの経営者たちを喚問して、きびしく追求した。⁽²⁾

このペコラ委員会の調査によって金融機関の経営者たちの悪業が次々と明らかになったが、そのペコラ委員会の調査の様子が当時のアメリカの新聞に大きく報道された。

ペコラ委員会の調査は一九三三年から三四年まで続けられたが、例えばJ・P・モルガンに対してペコラは一

九三〇年から三二年までアメリカで所得税を全く納めていなかったことを本人に自白させた。また「モルガン家の順位表」に基づいて、有力政治家たちに株式を時価より安く売り渡していたことなども明らかにされた。⁽³⁾

このようなペコラ委員会の調査に基づいて、グラス・ステイーガル法が議会で成立することになるのだが、これについて現在のアメリカ議会の調査と関連させてポール・クルーグマン（プリンストン大学教授）は次のように書いている。

「米議会の金融危機調査委員会が証人喚問を始めた。この委員会は、大恐慌後の一九三〇年代、金融機関の取引実態などを調べ、大恐慌の再発防止策をつくった「ペコラ委員会」の現代版を目指すものだ。

最初の公聴会で、委員会は大手金融機関のボス四人を厳しく尋問した。われわれは何を学ぶことができたのだろうか？

もし、ドラマ『弁護士ペリー・メイソン』のような瞬間、つまり、証人が『そうです！ 認めます！ 私がやったのです！ 私は喜んで認めます！』と口を滑らす場面を期待していたならば、今回の公聴会は期待外れなものだった。代わりに見たのは、証人らがこう口にした場面だった。『そうです！ 認めます！ 何なのかは分かりません！』

金融機関のボス連中の証言で明確になったのは、今でもなお、彼らがこの金融・経済危機の本質や広がり把握できていないという驚くべき事実である。これは重要なことだ。連邦議会やオバマ政権が金融システムを改革しようとするのなら、ウォール街の賢者だと思われる人々からの助言など無視すべきだということだ。連中は提供すべき英知など全く持ち合わせていないのだ。⁽⁴⁾

現在のアメリカ議会の調査がどのようなものになっていくのか。今後の動向を見守る以外にはないが、これま

でのところではクルーグマンが指摘するように目新しいものは出てきていない。八〇年前のペコラ委員会の調査に比べて貧弱であるばかりか、当事者たちがなぜ金融危機が発生したのか、ということについて認識していないように思われる。

クルーグマンは先の文章で次のようにいう。

「ペコラ委員会が開かれ、連邦議会が重要な金融制度改革を成立させた後、米国は半世紀にわたり大規模な金融危機を回避できていたのだ。米国の金融システムが危険なほどに不安定な状態に戻ってしまったのは、われわれが当時の教訓を忘れて実効的な規制を撤廃した後のことだ」。

その意味でもわれわれはペコラ委員会の歴史の教訓に学ぶことが必要である。

3 グラス・ステイガル法

ペコラ委員会の調査に基づいて一九三三年、グラス・ステイガル法が成立したのであるが、これについてV・P・カロツソは次のように書いている。

「アメリカの金融はペコラ調査の結果に触発されてニューディール最初の一〇〇日間に新しい時代に入った。これほど重要な立法が、これほど短期間に制定された例はアメリカ史上かつてなかった。第七三議会で可決された銀行および証券法令はニューディールにおけるもつとも建設的、かつ恒久的な業績の中に入るものである。とはいえ、それは『資本家側の敗北』ないし自由企業体制に対する打撃となったわけではない。反対に、若干の改革を伴いはしたが、既存の金融制度そのものを救済し、修復するものであった」⁽⁵⁾。

グラス・ステイガル法は上院議員カーター・グラスと下院議員ヘンリー・ステイガルが起草してできたも

ので、正式には「一九三三年銀行法」といわれるものであるが、この法律によって商業銀行は政府債などを例外として、自己勘定での証券の売買および引受け、自己勘定での株式所有が禁止された。また、証券業務を営む関係会社と子会社の設立も禁止され、証券業務を営む会社の役員を兼任することも禁止された。

他方、証券業務を営む会社は預金を受け入れることを禁止され、これで銀行と証券業は完全に分離されたが、この法律の狙いは銀行経営の健全性の確保、利益相反の回避、経済力の集中を排除することにあつたとされた。

このグラス・ステイガル法の成立により一九三四年六月一六日までに投資銀行業務と商業銀行業務を兼営していたものは、そのいずれかを捨てなければならなくなった。

そこで個人銀行の三分の二は投資銀行業務にとどまることになったが、J・P・モルガン商会やブラウン・ブラザーズ・ハリマン商会などは証券業務を分離して商業銀行に専念することになった。

この銀行と証券の分離はペコラ委員会の勧告に基づくものであつたが、当然のことながら金融界はこれに反対した。アメリカ銀行協会の会長フランシス・H・ミッソンは「アメリカの銀行が必要としていることは、銀行の抑制や規制のために、より多くの法令を作ることよりも、銀行を国家的統制や監督のもとに置こうとする特別法を廃棄することである」と主張した。⁽⁶⁾

ところが驚いたことにチェース銀行頭取のウインスロップ・アルドリッチは商業銀行から投資銀行業務を分離すべきだと主張した。もちろん、これはウォール街では少数意見であつたが、それはモルガン財閥に対するロッキンフェラー財閥の攻撃だと解釈された。というのもチェース銀行はスタンダード・オイルなどロックフェラー系企業とのつながりが深かつたからである。

それにしても現在のアメリカでは大銀行の経営者からこのような意見が出てくることは考えられない。オルド

リッチの真意がどこにあったにせよ、このような少数意見を吐く余地が当時はまだあったということも歴史の教訓として忘れてはならないことである。

では、このグラス・ステイガル法をどう評価すべきであろうか？

カロツはこれについて次のようにいう。

「アメリカの金融制度と証券市場から不正と悪弊をなくして一般の信頼を回復し、かつその信頼を広めようという当局の意図は、ほとんどの有権者と国内の有力な預金銀行・投資銀行の多くの賛同を獲得した。大きく意見が衝突し、論争が起こされたのはこの目標についてではなく、そのための手段に関してであった。しかしこの争いは、ワシントン行政当局とウォール街との間の対話が漸次効果をあらわして、妥協が成立した。

こうした努力の結果、投資銀行の機能の實質を根本的に変えることなく、証券業に対する社会的規制を具体化する一連の法律が起草された。一部の金融業者には異議があるとしても、当時の状況と一般大衆の間の批判的雰囲気を考えてみれば、ニューデールの一連の証券関係法に広汎な改革要求に対する保守的な回答であったといえよう」⁽⁷⁾。

それは金融業界に打撃を与えたようにみえたが、それまで五年間にわたってアメリカの投資銀行は株価暴落によって大打撃を受け、業務は空白状態に陥っていたが、グラス・ステイガル法や証券取引法、修正証券法が成立して一九三四年夏から発効したことによって「初めて真の回復の兆しを見いだした」⁽⁸⁾とカロツは指摘している。

それはアメリカの商業銀行、そして投資銀行に大打撃を与えたようにみられているが、逆にそれが回復のチャンスになったのだというのである。

今回のオバマ演説にあるような金融業に対する規制が実現したとして、果してグラス・ステイーガル法と同じような役割を果たすことになるのだろうか。それは歴史の判断を待つ以外にはない。

4 投資銀行の没落と再生

グラス・ステイーガル法がアメリカの議会で可決、成立したあと投資銀行はどのようになったのだろうか。個人銀行であったJ・P・モルガン商会は商業銀行に転換し、そして証券業務は新しく設立したモルガン・スタンレーがこれを担うことになった。そしてブラウン・ブラザーズ・ハリマン商会なども証券業務を分離して商業銀行に専念することになり、またゴールドマン・サックスやリーマン・ブラザーズなどは商業銀行業務を放棄して投資銀行業務を続けることになった。

その後の動きについてカロツソは次のようにいう。

「アメリカの投資銀行業史上のターニング・ポイントは一九三四年夏にはっきり生じた。新しい時代は始まった。投資商会は一般的な意味においては銀行であることをやめた。これ以来、投資商会の主要な機能は証券の発行者に助言を与え、サービスすることとなった。彼らがこの業務を行ってきたやりかたおよび彼らの提供する幾多の関連サービスは、初めて連邦政府によって注意深く監督されることになった。ほとんど全面的な自由から広汎な規制への移行は突然のことであり、しばしば困難を伴ったが、アメリカの歴史上最悪の不況を通して進められた。続く六年の間にはさらに多くの規制が加えられたが、後続の法律はどれも一九三三年および一九三四年の銀行法と証券諸法のように投資銀行業務の構造と活動に重大な影響を及ぼすものではなかった⁽⁹⁾」。

ところが、その後アメリカにおける投資銀行の地位は低下し、その力は弱まったといわれるようになった。

ポール・スウィーजीは「アンティオク・レビュー」の一九四一年春季号に「投資銀行家の没落」という論文を書いて、次のように指摘した。

「投資銀行業の重要性の低下に関する限り、主要な事実は明白であって、金融界によく知られている。かつては投資銀行家にとって利潤と勢力との源泉であった新しい大規模な創業や合併は一九三〇年代以降ほとんど見られなくなった。このことやその他の理由によって、新規発行証券をめぐっての商売とそれに伴う投資銀行の潜在的活動分野とはいちじるしく縮小された。のみならず、新規証券の圧倒的な部分が借替えのために発行されており、この割合が七五パーセントに達した年もある」⁽¹⁰⁾。

そして「投資銀行業の衰退は同業界における構成にも反映している」として次のように書いている。

「(一九)二〇年代に大商業銀行によって子会社として設立された最も大きく、かつ活動的な投資銀行の多くは一九三三年銀行法の制定によって投資銀行業務と預金銀行業務とが分離されるや閉業してしまった。投資銀行業の分野で古くから活躍していた銀行の中には事業の不必要な重複を止めるために合併を得策としたものであった。なかんずく意義深いことには、一九三三年銀行法によって預金業務と投資銀行業務のどちらを断念するかという選択を迫られた際に、J・P・モルガン商会すら後者を放棄したのである。新会社モルガン・スタンレー会社が投資銀行業務を継続するために設立されたが、J・P・モルガン商会みずからその指導的な会員のうち一人を除く全部とともに前述の禍いをみてとり、国際的な名声と勢力とを獲得した分野を捨てて、長い間副業としてしか考えられなかったものを選んだのである。今日、投資銀行家を一覧するならば、無名の人や過去に名を売った人が大部分であって、実業界で現に指導的な役割を果している人はほとんど見当らない」⁽¹¹⁾。

このように投資銀行家が没落した理由としてスウィーजीは次のような点をあげている。

(一) 経済の拡張の速度が急激に落ちて、重要な新産業が登場しなくなった。

(二) 大企業は内部資金によって資金を調達し、いわゆる自己金融のウェイトが高くなった。

(三) 新規証券が発行される場合も投資銀行を介さず私募で、それを生命保険会社が引受ける場合が多くなった。

(四) 復興金融会社など政府系の金融機関の力が強くなった。

その後、カロツソも同じようなことを次のように指摘している。

「一九六〇年代には投資銀行が国民経済に占める地位は二〇世紀初頭に比べるとかなり低下していた。かつて大モルガンや当時の大金融業者が保持していたような地位を握る投資銀行はその後現われることはなかったし、またそうすることもできなかった。利用できる資本の規模や性格が根本的に変わってしまい、また顧客である発行者と比べて投資銀行商会の相対的規模はすっかり小さくなってしまったので、投資銀行の交渉力は非常に低下してしまったからである。そのうえ、投資銀行商会から銀行としての機能を奪った一九三三年のグラス・ステイガル法の分離条項によって、また証券のオリジネイティングと分売に関して行動の自由を制限したニューディールの証券諸法によっても投資銀行の影響力は弱められた。そして、この時代以来SECの規制力が一貫して強まっていたことも、投資銀行の活動をさらにいつそう制約することになった⁽¹²⁾」。

ところが一九七〇年代ごろからアメリカ経済の金融化（フィナンシャリゼーション）が進行するとともに、投資銀行業は再び活況を呈し、企業の買収、合併が盛んになったこともあって、それを仲介する投資銀行がアメリカ経済の支配的勢力となっていた。

そして一九九九年にはグラス・ステイガル法が廃止されて、商業銀行と投資銀行の垣根が撤廃されたため投

資銀行は全盛時代を迎えた。

そこへ二〇〇七年からサブプライム危機が発生し、二〇〇八年には投資銀行のリーマン・ブラザーズが倒産し、メリル・リンチはバンク・オブ・アメリカに合併され、ベア・スターンズはJPモルガン・チェースに合併され、さらにモルガン・スタンレーとゴールドマン・サックスは銀行持株会社に転換することで五大投資銀行は消滅してしまった。

そして冒頭にあげたオバマ大統領の演説によって商業銀行の投資銀行業務を規制するという動きになったのである。

果してこれによって投資銀行は没落するのか、それとも再生するのか。これまでの歴史の教訓から学んでいく必要があると同時に、一九三〇年代と現在のアメリカ経済の状況の違い、そしていわゆる規制緩和政策の意味することについてグラス・ステイガル法に立ち返って考えていく必要があるのではないかな。

注

- (1) 「朝日新聞」二〇一〇年二月四日。
- (2) V・P・カロツン『アメリカの投資銀行』——『証券研究』五六号、一九七八年五月、五一三～五四〇頁による。
- (3) アーサー・M・シュレジンガー『ローズベルトの時代』Ⅱ『ニューデール登場』佐々木専三郎訳、論争社、三三三～三五四頁による。
- (4) 「ニューヨーク・タイムズ」二〇一〇年一月一日——「朝日新聞」二〇一〇年一月二二日。
- (5) V・P・カロツン、前掲書、五五六頁。

- (6) アーサー・M・シュレジンガー、前掲書、三五九～三六〇頁。
- (7) V・P・カロツソ、前掲書、五五六頁。
- (8) 同、五九三頁。
- (9) 同、五九三頁。
- (10) P・M・スウィージー『歴史としての現代』都留重人監訳、岩波書店、二三二～二三三頁。
- (11) 同、二三三～二三四頁。
- (12) V・P・カロツソ、前掲書、七九一頁。

(おくむら ひろし・会社学研究者)

リーマンショックとレポ市場の整備

二つのワーキング・グループ

中島 将隆

1 金融危機下の短期金融市場

金融危機下の短期金融市場は、通常、無担保市場と有担保市場とは異なる動きをするはずである。無担保短期金融市場では、カウンターパーティ・リスクを意識したレート形成が行われ、市場参加者は減少して流動性が低下し、市場規模も縮小する。他方、有担保の短期金融市場はこうしたリスクから開放されているから、市場に変化はない。担保の価格変動リスクは避けられないが、資金の提供者はカウンターパーティ・リスクを意識する必要が無いからである。従って、有担保の短期金融市場は安定的に推移し、資金需要は無担保市場から有担保市場へ移行し、有担保市場は拡大するはずである。バブル崩壊期では無担保コール市場残高は激減し、有担保コール市場残高は急増した。

ところが、リーマン証券が破綻した二〇〇八年九月一六日以降、短期金融市場は通常とは異なる動きをした。日銀の調査論文は、日本の特徴として、次の点を指摘している。⁽¹⁾

まず、コール市場については、無担保市場も有担保市場も、金融危機下における通常の動きをしている。無担保コール市場では、カウンター・パーティ・リスクを意識して、資金の出し手は資金の放出を絞り込み、無担保コ

ール市場残高は減少した。また、外資系金融機関等に対する資金放出が極度に慎重化した結果、無担保コールレートの上限は日銀の誘導目標水準を大幅に上回った。下限は日銀補完貸付金利と誘導目標の中間地帯で形成されているから、無担保コールレートは、調達先が日本の金融機関か、それとも外資系金融機関かによって二極分解した。カウンターパーティ・リスクが強く意識され、市場残高は減少し、レートは高騰した。有担保コール市場では、市場残高やレート形成に大きな変化はない。もともと、リーマン証券の破綻によって担保割れ銘柄が続出して担保利用が不可能となる問題は生じた。無担保コール市場や有担保コール市場の動きについては、リーマンショック時に特殊な動きはみられない。金融危機下における通常の動きに過ぎない。

では、有担保の短期金融市場であるレポ市場についてはどうか。日本のレポ市場は「前例のない混乱」を呈し、「混乱を極めた」⁽²⁾。まず、フェイルが多発して市場参加者は処理に追われた。次に取引相手を選別する動きがあり、フェイルを回避するためレポ取引自体を手控え、その結果、レポ市場残高は減少した。更に、GCレートは高止まりし、SC取引でも品貸料の上昇によってマイナスレートも続出した。日本のレポ市場は前例のない大混乱に陥ったのである。

日本だけでなく、アメリカのレポ市場も機能不全に陥った。フェイルの急増によってレポ市場残高は減少し、市場流動性が大幅に低下した。また、レポ取引の担保となる国債品不足によって品貸料が大幅に上昇した。その結果、レポレートは本来であればOISレートと同じ動きをするはずなのに、OISレートよりも低下した⁽³⁾。

レポ市場は有担保の短期金融市場であり、また、リスクコントロール条項等によってリスクフリーの市場といわれてきた。

にもかかわらず、なぜ、レポ市場は大混乱したのだろうか。また、今回のような大混乱を回避するには、どの

ような問題を解決する必要があるだろうか。

リーマンショック後、レポ市場が大混乱した原因について大きな関心が寄せられ、多くの調査研究が積み重ねられている。調査研究の成果を参考にして、現在、レポ市場の整備が検討されている。そして、後述するようにレポ市場を整備するため二つのワーキンググループが作業を開始した。

本稿では、積み重ねられた調査研究の概要とレポ市場整備の課題、市場整備の現状について、前回のレポートに引き続き概略を紹介したい。そして、今後の研究課題について考えてみたい。なお、この分野に関するこれまでの調査研究や課題の取組みに関する文献資料は、文末に紹介している。合わせて参考にしていただければ幸いである。

2 混乱を極めたレポ市場

(1) 日本のレポ市場

日本銀行金融市場局や決済機構局は混乱を極めたレポ市場の現状について多くの調査論文を公表している（後掲、参考文献参照）。調査結果については、前号の証研レポートで紹介したが、問題を整理するため繰り返し調査論文の要点だけをみていきたい。

二〇〇八年九月一五日、リーマン証券の破綻によって日本のレポ市場は混乱を極めた。まず、前例をみないフェイルの多発と市場流動性の低下である。リーマン証券の破綻によって国債のデフォルトは約七兆円に達したが、リーマンから引渡しを受けなかったものについては、即日にも玉を調達できず、フェイルを余儀なくされた。これに連鎖して九月半ば以降にフェイルが急増した。デフォルト発生による第一次フェイルの発生が、市場全体で相

乘的に進行し、フェイルの連鎖によってフェイルが急増した。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。⁽⁴⁾ フェイルの急増は、市場流動性を著しく低下させる。この点について、最後にもう一度検討する。

次に、フェイルが増加しフェイル処理の遅れによって市場の混乱に拍車をかけた。相対取引のフェイル処理は、アウトライト取引については契約自体をキャンセルしたが、レポ取引については基本契約書に基づいて一括清算された。一括清算時点で価格変動リスクが発生したが、これは初めての経験であった。フェイルを確定するため破綻先に対する早期の決済方針の確認も必要であった。国債清算機関経由分については、アウトライトもレポも一括清算されたが、国債清算機関はリーマン証券から国債の引渡しを受けることが不可能になったので、受け方参加者に対しフェイルが発生した。第一次フェイルは連鎖し、九月二四日にはピークに達した。これは、国債清算機関の国債調達に数営業日を要したためであり、未決済残高が積み上がった。

フェイルの複雑な処理には時間を要するため、国債決済の日中進捗に大幅な遅れが生じた。決済進捗の遅れは、フェイル確定の遅れを招くなど、金融機関の資金繰りや債券調達に影響を与えた。

更に、フェイルの多発によりレポ市場の機能が低下した。具体的には①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ためレポ市場残高が減少した。②GC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絞ったことでGC取引の流動性が低下し、GCレポレートは無担保コールを大幅に上回った。③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又は絞り込んだ事に加え、新発国債の減額発行の影響などから、一部の銘柄が極

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レポレートが大幅マイナスとなる銘柄が続出した。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見られるなど、大きな変化が生じた。⁽⁵⁾

以上にみてきたように、リーマンショックによつ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) アメリカのレポ市場

① 国債品不足とフェイルの多発を抑制するメカニズムの崩壊

日本のレポ市場と同様、アメリカのレポ市場もリーマンショックによつて機能不全に陥った。まず、フェイルの急増である。これまで、アメリカのレポ市場では、二〇〇一年の同時多発テロ発生時、二〇〇三～二〇〇四年の金利低下局面でフェイルは多発しているが、リーマンショック時にはカウンタパーティー・リスク意識の強まりもあつて、過去に例をみない規模でフェイルが多発した。⁽⁶⁾

フェイルが急増したのは、ひとつには、フェイルを抑制するメカニズムが崩壊したからであつた。フェイル慣行には二つの側面があり、フェイル慣行は取引の円滑化、流動性の向上に資する。だが、フェイルが多発すると未決済残高が増加し、取引が縮小し、市場流動性が低下する。このため、フェイル慣行には、フェイルを抑制する、いわば、市場メカニズムが組み込まれている。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、あるいは受取るべき資金運用益を

放棄するほか、経過利子についても予定されていた決済日までの経過利子しか受け取る事ができない。一方、フェイルされた受け方は、予定された決済日から実際に債券を受け取るまでの経過利子を受け取れると共に、決済未了により滞留する手元資金を運用することができる。フェイル慣行には、フェイル回避、早期解消のための市場メカニズムが組み込まれているのである。⁽⁷⁾ところが、リーマンショックによってフェイル慣行を抑制する市場メカニズムが崩壊した。まず、FRBの超低金利政策によって渡し方のフェイルコストが軽減され、フェイルを回避するインセンティブが無くなったからである。一般に、FFレートが3%以下になるとフェイルが多発すると言われている。

急増したもうひとつの理由は、アメリカのレポ市場では担保となる国債が極端に品不足となり、国債の品貸料が急騰したからである。⁽⁸⁾アメリカのレポ取引は日本と異なり、担保となる債券は国債だけでなく、社債をはじめMBSなど証券化商品が担保となる。ところが、サブプライム問題によって証券化商品は流動性を消失し担保価値が無くなった。最後の貸し手であるFRBの資金供給は、国債を担保としてプライマリーディーラーを通じて供給される。ドルを調達するには国債が必要である。このため、国債品不足となり国債品貸料が暴騰したのであった。レポレートとOISは、本来、同一の動きを示すはずのものである。にもかかわらず、この間、レポレートがOISより低位で推移したのは、かかる事情を反映している。⁽⁹⁾

以上にみてきたように、フェイルの多発を抑制する市場メカニズムは、FRBの超低金利政策と国債品不足による国債品貸料の暴騰によって崩壊した。アメリカのレポ市場は、日本のレポ市場と同じく、フェイルの多発によって市場流動性が低下し機能不全となった。

② 投機資金の調達市場となったレポ市場

アメリカのレポ市場は、二〇〇〇年以降、投資銀行の投機資金調達市場となったこと、投資銀行のレバレッジを効かせた取引のための資金調達が、今回のレポ市場機能不全を招いたもうひとつの要因ではないだろうか。

よく知られているように、レポ取引には銀行の信用創造にも似た機能がある。ディーラーはレポで資金調達を行い、その資金で債券調達を行う。この繰り返しによって、事実上、無限に資金を調達することができる。もっとも、ヘアカットによって無限に資金を調達することはできないが、レポとリバースレポを繰り返すことによってレポ市場から大量に資金を調達することが可能である。

しかしながら、こうした投資銀行の資金調達には、従来、制限が課されていた。正味資産規制 Net Capital Rule といわれるものである。この正味資産規制が骨抜きにされたのである。二上論文では、この点について次のように述べている。「これは、最低限、維持すべき正味資産の額や負債倍率（すなわちレバレッジ）を定めたもので、原則、正味資本に対して負債総額は一五倍を越えてはならないとされる。ところが、二〇〇四年四月、SECは資産五〇億ドル以上を有する大手投資銀行について、この規則の適用を免除し、財務リスクの状況に対しては業者の自主モニタリングに委ね、SECは直接、検査することをやめたのである。この結果、例えばベア・スターンズの負債倍率は三三倍以上で上昇している。もし、この規制緩和が無ければ、これほどの規模のレバレッジは不可能であつたはずである」¹⁰⁾。

では、この資金は何処で調達されたのか。レポ市場である。伊豆論文ではBISのクォーター・レビューを引用して、次のように述べている。「米国レポ市場の特徴の一つは）投資銀行による市場の支配であつた。そのビジネスモデルでは高いレバレッジをかけたポジションがとられ、その大部分はレポ市場においてファイナンス

されていた⁽¹¹⁾。また、『愚者の黄金』の著者であるジリアン・テッドも「資金の大半は短期レポ市場から調達していた」、「二〇〇〇年以降はレポ市場への依存度を高めた」と述べている。⁽¹²⁾

レポ市場と投資銀行の負債倍率の問題は金融制度改革の問題ではある。しかし、アメリカのレポ市場が機能不全に陥った契機はベア・スターンズやリーマン証券会社の破綻であり、投資銀行の無制限なレポ市場からの資金調達であったことに格段の注意を払うべきだろう。

3 レポ市場整備の課題

レポ市場の混乱を回避するには、今回の大混乱から学び、市場の整備を行う必要がある。日本銀行は「わが国短期金融市場の動向と課題」（参考文献3）の中で、市場整備に向けて次の三つの課題を挙げている。ここで取り上げられた課題を解決するため、現在、レポ市場の整備が進められている。以下、日銀の取り上げた三つの課題の概要と意味するところをみていこう。

（1）フェイル慣行の定着と見直し

レポ市場が混乱した原因の一つは、リーマンショックによってフェイルが多発したこと、フェイルが多発したにもかかわらずフェイルを容認する市場慣行が定着していない、という点にあった。フェイルとフェイル慣行とは意味合いが異なる。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ないことをいう。フェイル慣行とは、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たとしてもデフォルトとしないこと、このための事務処理方法を定めたものである。

国債決済がRTGS化されると、平時にあってもフェイルは発生する。フェイルが発生すると市場流動性が低下する。このため、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。⁽¹³⁾

日銀が二〇〇九年一月に発表した上述の調査結果によると、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。⁽¹⁴⁾この点、フェイル慣行の定着しているアメリカと大きな相違がある。日本でフェイル慣行が定着していないのは、ひとつは実務上全く対応できない、もうひとつはフェイル慣行の必要性を認識しない、この二つの理由によるものである。従って、ここでの課題は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。

フェイル慣行のもう一つの課題は、フェイルコストの見直しや日中タイムスケジュール等フェイル慣行の見直しである。市場流動性を向上させるためにはフェイル慣行が必要だが、金融危機下でフェイルが多発すると、市場流動性が低下する。フェイルの多発を防ぐにはフェイルを回避するインセンティブ、すなわち、ペナルティが必要となる。また、日中タイムスケジュールについては早めにフェイルを確定させる事が必要であり、カットオフ・タイムを前倒しすれば後続事務が円滑になる。そして、T+0レポ取引によるフェイルの対象債券の調達も容易になるというものである。

(2) 清算機関の機能改善と利用促進

リーマンショック時、国債清算機関のリスク管理機能が高く評価された。もし国債清算機関が設置されていなければ、レポ取引だけでなくアウトライト取引も大混乱を招いていたことだろう。それだけに、国債清算機関に対する要望も強くなる。

まず、破綻対応・フェイル処理能力等の向上である。対応マニュアルの整備、国債や資金の迅速な確保を可能とするスキームが必要である。次に、フェイル対象債券の割当ルールなど情報開示の利用促進である。加えて、国債清算機関の利用促進が望まれる。国債決済に占める清算機関経由の割合は、四割程度に留まっている。ここでは、特に信託の参加が望まれる⁽¹⁵⁾。

(3) 市場全体でのリスク管理の強化

国債売買取引の決済は、アメリカやイギリスはT+1だが、日本の国債売買取引決済はT+3であり、レポ取引はT+2が主流である。約定日から決済日までの期間が長いほど未決済残高が積み上がり、取引相手が破綻した際にカウンターパーティ・リスクの規模が膨らむことになる。リーマン証券破綻後のレポ市場の混乱は、未決済残高の積み上がりによるデフォルトやフェイルの増加が一つの原因であった。こうしたリスクを削減するには国債決済期間の短縮が必要であり、国債決済はT+1、レポ取引はT+0決済の普及が必要となる⁽¹⁶⁾。

(4) アメリカの課題

日本と同様、前述したようにアメリカでもフェイルが多発してレポ市場は機能不全に陥った。アメリカでは日本と異なりフェイル慣行が定着している。そのアメリカでフェイルが多発したのは、超低金利政策によってフェイル多発を防止する市場メカニズムが機能しなくなったからである。加えて、レポ取引の担保となる国債品不足により国債調達コストが高騰したこと、レポ取引の担保が不足したのは従来担保として使われていた証券化商品がサブプライム問題によって担保価値を消失したこと、その背景には投資銀行の無制限なレポ市場から資金調達

があり負債倍率規制が無かったこと、こうした複合的な要因によってアメリカのレポ市場は機能不全に陥ったのであった。

レポ市場の機能を回復するため、まず、フェイル多発を防止するためフェイルチャージが二〇〇九年五月から導入された。超低金利政策の下では、フェイル多発を防止する市場メカニズムが機能しない。このため、フェイルペナルティとして三％ルールが導入された。過去の例からみてFFレートが三％を下回った時期にフェイルが多発しているから、ペナルティとして減額される大きさは「年率三％から午後五時時点のFFレートを引いた値とゼロのいずれか大きい方の値⁽¹⁷⁾」とされた。FFレートが年率三％以上であればフェイル・ペナルティは課されないこととなる。また、フェイル・ペナルティの最大値は年率三％となる。この三％ルールは、後述する日本のワーキング・グループでも参考にされることになる。

また、二〇〇九年七月から国債の引渡期限に関する慣行の見直しも実施された。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すことができたのに対し、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。こうした扱いの下では、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があったため、見直しが行われたのであった。⁽¹⁸⁾この点についても、日本のワーキング・グループはアメリカから学んでいる。

投資銀行の負債倍率制限については、二〇一〇年一月二一日、オバマ大統領がボルカー・ルールとして提案した。この問題は米国金融制度改革法案を巡って、目下、上院・下院で検討中であり、レポ市場については投資銀行を含めた金融機関の負債倍率制限が注目される。

4 ニつのワーキング・グループによるレポ市場の整備

リーマンショックの経験を踏まえ、レポ市場を整備するため二つのワーキング・グループが設置された。ひとつは、日本証券業協会で設置された「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」であり、もうひとつは証券決済制度改革推進会議の下で設置された「国債決済期間の短縮に関する検討ワーキング・グループ」である。ワーキング・グループは目下、作業中であるが、ワーキング・グループの特徴と概要を紹介する。

(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

このワーキング・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二〇〇九年五月に設置された。ワーキング・グループ設置の趣旨について、中間報告書の冒頭で次のように述べられている。「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、日本証券業協会公社債委員会の下部機関として、「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」を本年五月に設置し、フェイル慣行の見直しや具体的な方策の検討を開始した⁽¹⁹⁾。中間報告書は二〇〇九年二月に発表されたが、これは第一回会合（六月一〇日）から第八回会合（一〇月七日）までの検討事項及びその対応を取り纏めたものである。

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持っている点である。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、更には国債清算機構、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関心を持つ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挙げられている。検討項目として、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誠実努力義務規定関連、⑤情報開示関連、⑥マージン・コール関連の六つが挙げられている。中間報告の検討事項は、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。

検討項目の①から③までの中間報告内容をみると、まず、フェイルチャージ関連については、フェイルチャージを導入すること、その水準についてはアメリカの三％ルールを念頭に、導入に向けた実務的な検討を進めることになった。

カットオフ・タイム等の見直しについては、アメリカの見直しと同様、カットオフ・タイムを前倒しにして現行の一五時三〇分から一四時に短縮すること、カットオフ・タイムから日銀ネット国債系終了までの時間をリバーサル・タイムとすることにした。

バイ・イン関連については、事務コスト等も勘案して、現時点では見直しを見送ることになった。⁽²⁰⁾

これまで検討されてきた項目の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。債券現先等研究会はこれまで、フェイルに関する啓蒙活動を行い、「T＋0レポ、及びフェイルの際の業務フローについて」、「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」などを公表している。⁽²¹⁾ 検討項目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。

なお、最終報告書は近い将来に発表される予定である。

(2) 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

二〇〇九年九月、証券決済制度改革推進会議の下に「国債の決済期間の短縮に関する検討ワーキング・グループ」が設置された。参加者メンバーは前述のワーキング・グループの参加者と同様に市場横断的であり、市場関係者、インフラ機関及び有識者から構成され、国債の決済期間短縮の問題が各界に共通した課題となっている。リーマンショック時、日本のレポ市場は未決済残高の積み上がりでデフォルト及びデフォルトから連鎖して発生したフェイルの多発で大混乱した。この経験から学ぶというものである。

二〇〇九年九月に開催された第一回会合で、国債の決済期間短縮の意義が述べられているが、ワーキング・グループ設置の目的と検討課題を示したものとみることができる。

「・決済期間短縮化の意義として、次の三つの決済リスクの削減が挙げられる。

① 決済期間の短縮に伴う未決済残高の縮減により、「モノ・カネを予定通り受取れないリスク」（流動性リスク）と、これに晒されるエクスポージャーが削減でき、この結果、デフォルト及びデフォルトから連鎖して発生するフェイルの減少が見込まれる。

② 決済期間の短縮により、デフォルトに伴うポジション再構築時において、再構築コスト・リスクが削減される。

③ 国債清算機関による履行保障機能のより一層の安定化が図られる。

.....

・米英では既に国債のT＋1が実現しており、フランスでは一部の国債（短国）のT＋1が実現している。また、シンガポールでも既にT＋1決済が行われている。わが国の国債市場も、証券取引のグローバル化によ

って、国際的な市場間競争が強まっている現状に対応していく必要があり、これらの先進市場に伍していき
るだけの安全性と効率性を備えていくことが求められることになる」。⁽²⁸⁾

第一回の会合は二〇〇九年九月に開催されたが、以後、毎月一回開催され、中間報告は本年九月頃を予定して
いる。なお、議事録要旨と資料はホームページで公開されている。

リーマンショックによって大混乱した日本のレポ市場は、二つのワーキング・グループの発足によって、レポ
市場の整備に向かって一歩、大きく踏み出したといえるだろう。

参考文献

1. 日本証券業協会「国債の即時クロス決済に関するガイドライン」二〇〇四年一月
2. 河西・菅野・加藤「RTGS化後の国債取引に関する市場慣行について―フェイル慣行の意義と課題を中心に―」日銀マ
ーケットレビュー 二〇〇一年七月
3. 日本銀行金融市場局「わが国短期金融市場の動向と課題―東京短期金融市場サーベイ（〇八／八月）の結果とリーマン・
ブラザーズ証券破綻の影響」二〇〇九年一月
4. 日本銀行決済機構局「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」二〇〇九年三月
5. 債券現先等研究会「T+0レポ、及びフェイルの際の業務フローについて」二〇〇九年三月
6. 債券現先等研究会「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」二〇〇九年三月
7. 日本銀行金融市場局「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）二〇〇九年六月

8. 中曾宏「金融危機における流動性問題の側面…わが国レポ市場の課題」日本銀行 二〇〇九年九月
9. 横山史生「米国国債市場「ベスト・プラクティス」の策定―フェイル多発およびレポ・スクイーズへの対応―」『証研レポート』一六四二号 二〇〇七年六月
10. 二上季代司「再考迫られる米系投資銀行ビジネス」『証研レポート』一六五〇号 二〇〇八年一〇月
11. 横山史生「金融危機下の債券フェイル多発について」『証研レポート』一六五二号 二〇〇九年二月
12. 伊豆久「ドル不足はなぜ生じたか―米国におけるレポ市場と通貨供給方式―」『証研レポート』一六五三号 二〇〇九年四月
13. 伊豆久「バランスシートから見たFRBの金融危機対策」『証研レポート』一六五四号 二〇〇九年六月
14. 日本銀行決済機構局「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) 二〇〇九年一〇月
15. 日本銀行金融市場局「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―」日銀レビュー 二〇〇九年一〇月
16. 日本証券業協会「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』」二〇〇九年十一月
17. "Development in repo markets during the financial turmoil" *BIS Quarterly Review*, December 2008
18. ジリアン・テッド著平尾光司監訳土方奈美訳『愚者の黄金』日本経済新聞社 二〇〇九年
19. 日本証券業協会「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―」二〇〇九年十一月二六日
20. 「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」(第一回) 議事要旨 二〇〇九年九月一〇日

注

- (1) 参考文献 3 一七頁以下参照
- (2) 参考文献 3 一六、三四頁
- (3) 参考文献 11 三三頁
- (4) 参考文献 3 一九頁
- (5) 参考文献 3 一二～二四頁
- (6) 参考文献 9 一一、一五頁参照
- (7) 参考文献 15 四頁、参考文献 11 三五～三七頁
- (8) 参考文献 12 三一～三二頁、参考文献 13 三五～三七頁
- (9) 参考文献 12 三三頁、参考文献 17 四二頁
- (10) 参考文献 10 一二～二三頁
- (11) 参考文献 12 三六頁
- (12) 参考文献 18 三〇八、三一九、三二七頁
- (13) 参考文献 2
- (14) 参考文献 3 二八頁
- (15) 参考文献 3 三一頁
- (16) 参考文献 3 三三頁
- (17) 参考文献 11 四〇頁

- (18) 参考文献 15 九頁
- (19) 参考文献 19 一頁
- (20) 参考文献 19 一二、一八頁
- (21) 参考文献 5、6
- (22) 参考文献 20

(なかしま まさたか・特別嘱託研究員)

新しい信託と事業再生

松尾 順介

はじめに

二〇〇六年一二月、新信託法が成立し、一九二二年の信託法大改正以来、八四年ぶりの大改正が実現した。同法は、二〇〇八年九月、全面施行された。この改正には、信託宣言、目的信託、限定責任信託、受益証券発行信託など新タイプの信託が導入されるとともに、信託制度の明確化に資する内容も含まれている。これによって、信託制度の広範な利用の可能性が拡大するものと期待されている。

この信託法大改正によって、信託を利用した事業再生の可能性も注目される。特に、事業信託や負債信託などを利用して、事業再生スキームを構築することが期待される。しかし、現状では、新信託法を事業再生に利用した案件は見られない。たとえば、整理回収機構（ＲＣＣ）は従来から信託を利用した事業再生に取り組んでいるが、これは新信託法ではなく、旧法によるものである。

本稿では、なぜ新信託法は、事業再生に利用されないのか、また利用されるとすれば、どのような利用が考えられるのかを検討する。

そこで、本稿では、自己信託や事業信託など新信託法の内容を概観した上で、ＲＣＣによる信託を利用した事業再生を紹介し、新信託法による事業再生を検討する。

1 自己信託

信託を構成する三要件は、委託者、受託者および受益者であるが、自己信託とは、委託者自らが受託者となる信託である。新信託法では、委託者兼受託者が、一定の目的に従い自己の有する一定の財産の管理または処分およびその他当該目的の達成のために必要な行為を自らすべき旨の意思表示を公正証書その他の書面または電磁的な記録で、当該目的、当該財産の特定に必要な事項その他の法務省令で定める事項を記載しまたは記録したものであることによってする信託と定められている（第三条三）。このような信託は、信託宣言ともよばれ、旧法では明確な定めがなく、否定的な見解が一般的であったと言われているが、新法では、明文によってこれを認めている。なお、自己信託の成立要件として、公正証書その他の書面または電磁的記録で必要事項を記録することが求められており、さらに強制執行に対する特則として、詐欺信託とされた場合、強制執行を可能とする規定も含まれている。自己信託を利用した仮想例としては、次のような事例が挙げられている。⁽²⁾

① 保有資産（不動産・金銭債権）の流動化…自己の保有する債権に対して自己信託を設定し、その受益権を投資家に売却し、流動化を図るスキームが挙げられる。ただし、信託受益権は金融商品取引法上の有価証券に該当する（ただし、信託財産の五〇％以上を有価証券で運用する信託でなければ開示規制は適用されない）。また、委託者兼受託者の倒産についても、当該信託財産は倒産隔離されている。ただし、倒産によってサービシングが継続できるかどうかは不透明である。この例では、債権回収者が変更されない点、投資対象を信託受益権化することによる流通性確保、信託コストの削減がメリットであるが、信託財産と固有財産との分別管理が課題となる。

② 回収金の保全…サービサーが回収金を自己信託し、自己の倒産リスクから隔離する。

③ 疑似トラッキング・ストック・特定事業などを自己信託し、そのキャッシュフローを裏付けとした受益権を設定し、投資家に譲渡する（事業信託）。

このように様々な利用例が想定されているものの、自己信託を利用した金融スキームが実際にどの程度利用されているかは定かでない。しかし、種々の検索によっても、実例を見出すことが容易ではないところを見ると、あまり利用事例は多くなさそうであるが、上場企業の適時開示資料から株式会社ロジコム（大証ヘラクレス上場）の事例を捜し出すことが出来たので、その内容を紹介する。

同社の開示資料⁽³⁾によると、二〇〇八年一〇月二七日開催の同社取締役会において、同社の所有する特定目的会社LC1（連結子会社）の優先出資権について、自己信託により第三者（合同会社LL1）に受益権を設定することを決議した（それに伴い連結子会社に異動が発生した）。

このスキームの内容は、以下の通りである。まず、同社は二〇〇七年九月一九日に、北海道における不動産事業の展開を目的として、LC1を設立し、一〇億円を優先出資し、LC1の発行する優先出資権を所有している（このLC1は、特定目的会社であり、資産の流動化に関する法律に基づく資産流動化計画に従った特定資産の譲受並びにその管理および処分にかかる業務を行うことを主な事業内容としている）。この優先出資権について、自己信託により、同社が委託者兼受託者となつて、第三者（合同会社LL1）に対し受益権を設定し、第三者から受益権の対価を現金で受領することで、資金を確実に確保する取り組みを実施した（図1参照）。

ここで自己信託の対象となる本件優先出資権の内容は、発行会社…特定目的会社LC1、名称…第一回B号優先出資、一口の金額…五万円、出資総数…二万口、総出資金額…一〇億円であり、受益権設定の対価も一〇億円である。なお、LL1より受益権設定の対価を受け取ったことにより、LC1は同社の連結子会社の対象外にな

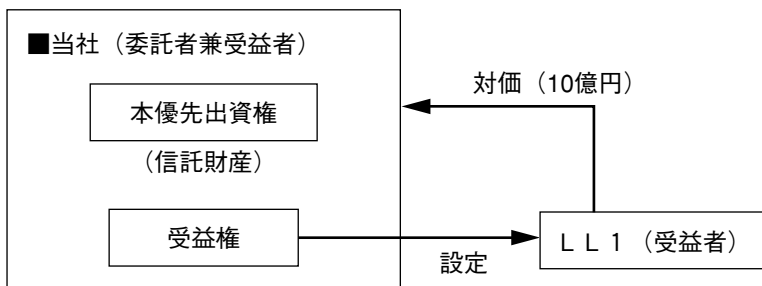
った（企業会計基準委員会二〇〇七年八月二日付「信託の会計処理に関する実務上の取り扱い」によって、会計上優先出資権は受益者が直接保有しているものとみなされる）。また、優先出資権の利益配当および残余財産分配金を受領する権利は、受益者であるＬＬ１が取得するが、同社には受益者に対する配当分配に当たって信託報酬を受け取る権利がある。さらに、この自己信託設定により同社に利益または損失は発生しない。

さらに、同社の自己信託スキームについて、同社関係者にインタビューを行ったところ、以下の回答を得ることができた。

まず、当該資産を売却することによっても資金調達が可能であったのに、売却しなかった理由は、適当な売却先が見つからなかったことと、同社グループ内の関連会社に資金余剰があり、その資金を移動させ、有効に活用する目的があったとのことである。したがって、投資家となったのは、グループ内の一社だけである。

次に、あえて信託スキームを利用した背景には、同社取締役会長の青山英男氏の個人的な資質があるように見受けられる。同氏は、同社会長であるだけでなく、自ら税理士として税理士事務所を運営し、かつ大学院においても教授として財務論（財務管理論）を担当している。したがって、通常の証券化スキームを利用しても同様の経済効果は得られるが、同氏はあえて新信託

図１ ロジコム社の自己信託スキーム



（出所） 同社プレスリリース「自己信託による当社連結子会社の異動に関するお知らせ」（平成20年10月27日）<http://www.c-direct.ne.jp/hercules/uj/pdf/10108938/00072921.pdf>

法による信託スキームを選択し、自ら税務上の手続を行い、事実上手続き費用をかけずにスキームを実行することが可能であった。なお、もし税理士等の手続きを有料で行った場合、三〇〇万円程度の費用が発生したとのことである。

第三に、このスキームを実施するに際して、税務当局の調査はかなり厳しかったようである。先行事例であったため、取引相手先に対する反面調査も行われ、三ヶ月程度を要したとのことである。税務当局としては、土地取引による譲渡益発生を懸念したものと推測されるが、このスキームでは不動産の取得価格と信託設定額は等しく、譲渡益に相当するような利益は発生していない。なお、今後、自己信託について周知性が高まれば、税務当局の懸念も払拭されていくものと思われる。

同社のスキームでは、必ずしも自己信託を使わなくても同じ経済効果を得ることができたが、経営トップがイノベーションのひとつとして自己信託を積極的に利用したことが指摘できる。また、同氏が税理士事務所を経営し、税務手続面でもコストがかからなかったという特殊な事情も利用を後押ししたものと考えられる。したがって、逆に今後も他社が同様に自己信託を利用した金融スキームを設定するかどうかは定かでなく、むしろ従来型の証券化スキームに取って代わる誘引は小さく、自己信託の利用は限定された局面にとどまる可能性も高いと思われる。

2 事業信託

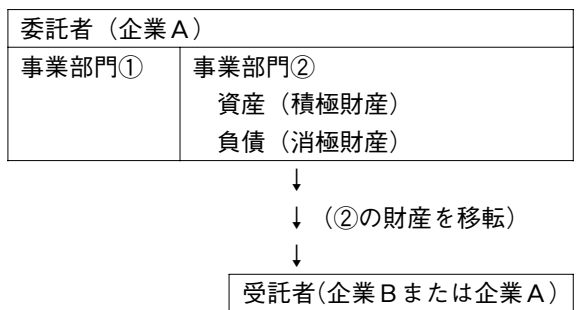
事業信託とは、事業（資産と負債）そのものを信託財産とする信託である（図2参照）。旧法では、信託の対象は積極財産でなければならず、債務自体の信託や、積極財産と消極財産とを含む包括財産の信託は認められな

いと考えられていた。しかし、新法では、委託者に対する債権にかかる債務を信託財産責任負担債務とすることが可能となり、それにより包括財産としての事業を信託したのと同様の状態を作り出すことができるようになった。

事業信託を利用した仮想例としては、次のようなパターンが考えられる。⁽⁴⁾例えば、企業Aの事業部門①につき自己を受託者として自己信託を設定し、受益証券を投資家に販売する。投資家は事業部門①から生じるキャッシュフローを引き当てるに投資する。企業Aの業績とは連動しない形で、資金調達が可能となるので、一種のトラッキング・ストックと同様の効果を持つことになる。また、受益証券を優先劣後に切り分けて発行することも可能である。ただし、受益権を多数の者（五〇名以上）が取得した場合、信託業法による自己信託登録が必要である。信託会社に準じる規定であり、とくに弁護士等による第三者調査が課せられている。ただし、委託者への説明・書面交付義務、さらに兼業規制は免除されている。また、この事例において、事業部門①が企業Aにとって重要な部門である場合は、株主総会特別決議が必要である。さらに、企業Aの取締役はその株主に対して善管注意義務および忠実義務を負うとともに、受託者として事業部門①の投資家に対して善管注意義務および忠実義務を負うことにあるが、両者は利益相反関係になる場合もある。その際、これを信託行為によって手当てできるかどうかは難しい課題となりうる可能性がある。その他に、受益証券発行信託の受益証券は金融商品取引法上の有価証券に該当する。

上記の仮想例は、自己信託を利用しているが、企業Aの事業部門①について、委託者以外の第三者（企業B）

図2 事業信託のイメージ



を受託者として信託を設定し、受益証券を投資家に販売するスキームも考えることができる。ただし、現実的には、このような企業Bに相当する受託者を見つけ出すことはかなり困難であると予想される。なぜならば、受託者となる企業Bは、当該事業部門①を受託することによって、本業とのシナジーを見出す必要があるだけでなく、受託事業である以上、信託期間にそのシナジーは限定されるものでなければならないからである。もし永続的にシナジーが期待できるならば、当該事業部門を会社分割ないし事業譲渡によって取得するほうが賢明な判断であると思われる。

3 整理回収機構による信託利用

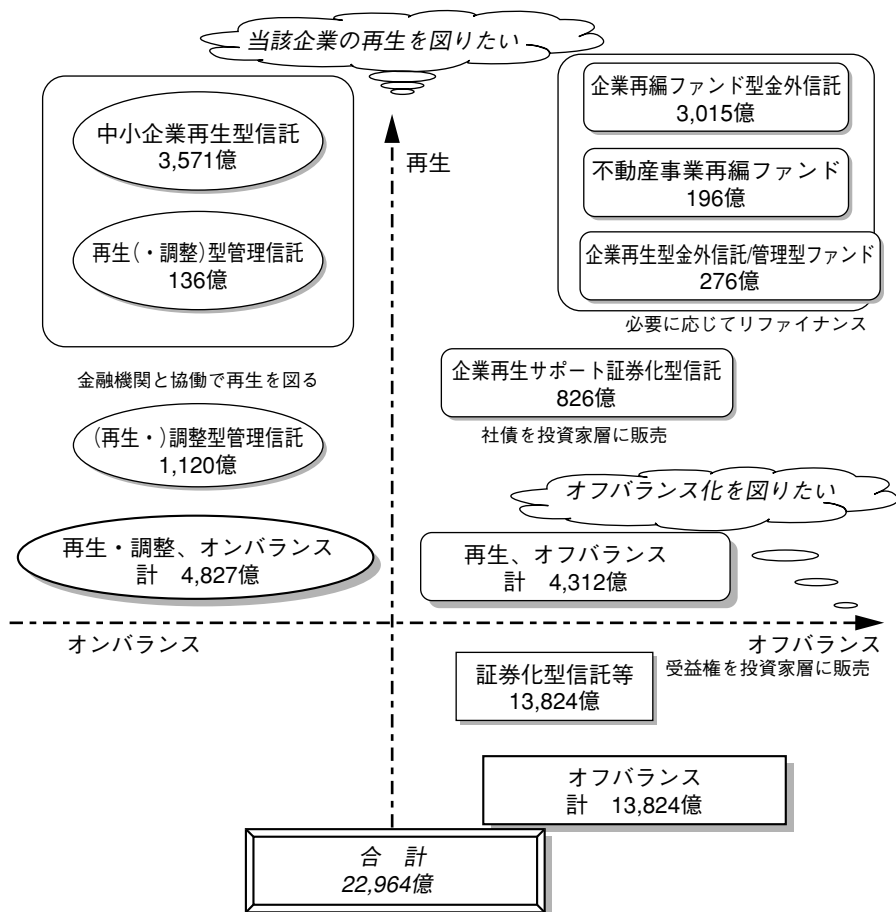
ところで、整理回収機構（RCC）ではかなり早い時期から信託を利用した事業再生に取り組んでいる。その取り組みをたどると以下である。⁽⁵⁾

まず、二〇〇一年六月、政府の「今後の経済財政運営及び経済社会の構造改革に関する基本方針」（骨太の方針）によって、RCC強化策が打ち出され、企業再生に注力することや信託を活用することが盛り込まれ、これによって信託を利用した企業再生の取り組みが開始された。同年八月には、RCCの信託業務が認可され、翌二〇〇二年一月に証券化型信託案件を受託した。その後も、RCCは信託を利用した取り組みを進め、同年八月には、企業再編ファンド型金外信託を受託、翌二〇〇三年三月には、中小企業再生型信託を受託し、二〇〇六年二月には、地域金融機関向け再生型の管理型ファンドを組成している。現在、RCCが利用している信託スキームは、概ね図3のとおりであり、債権元本累計二兆二九六四億円に達している。

ここでは、RCCの代表的な信託スキームとして、次の二つを紹介する。

図3 RCCの信託機能を活用したスキーム

- ・RCCの信託機能を活用したスキームについては、金融機関のニーズに応じてオーダーメイドしているが、概ね以下の種類に分けられる。
- ・平成14年1月に初受託して以降20年3月末日までに、債権元本累計で2兆2,964億円を受託、利用金融機関数では延べ327社となった。



(注) 各金額は、信託受託した債権元本累計額
平成20年3月末日

まず、企業再編ファンド型金外信託は、RCCによる企業再生の基本スキームである。ここで、再編と銘打っているのは、再生のために不振子会社の売却や事業譲渡などM&A的手法が使われるためである。また、ここでのファンドは、通常の投資ファンドとは異なり、金銭以外の金銭の信託（いわゆる金外信）を利用するものである。つまり、投資家が信託委託者となってRCC信託に金銭を拠出し、RCCはその資金で債権を購入するとともに、当該信託財産の管理・運用を請け負い、利益を配当する。この仕組みは、二〇〇一年秋から実施され、その後改良が施され、現在では基本スキームが定着している。

このスキームでは、おおむね以下の手順で手続きが進められていく。①メインバンクからRCCが債務者企業の再生に関する業務委託を受け、業務委託契約および秘密保持契約を取り交わす。その際、債務者企業の同意が必要となる。②RCCは公正・中立な立場で債務者企業の再生計画を検証するとともに、債権者間調整を進め、債権者の合意を取り付ける。③合意形成後、RCCは各金融機関と入札管理委託契約を結ぶとともに、当該案件に適当と考えられる複数の投資家を選定し、入札に関する情報を開示する。④各投資家は当該債権の購入について入札し、落札した投資家はRCCと金外信託によるRCCファンドを設立する（RCCは買取資金を受託する）。⑤落札した投資家は当該債権の購入に関し、金融機関と債券売買契約を取り結ぶ。⑥RCCは合意された再建計画に従い、債権放棄などを実行するとともに、債権放棄後も当該金融機関との取引継続を希望する金融機関は、当該企業に対し、必要に応じてリファイナンスを行う。⑦RCCは信託財産となっている債権の管理・回収を行う。

次に、証券化型信託は、不良債権の処理を目的とするものであり、二〇〇一年一月「RCCトラストワン」がその第一号である。これら証券化型信託は、金融機関・ノンバンク等が保有する不良債権の処理とRCC自体が

保有する債権の流動化のために、SPCを通じて信託受託し、優先劣後に分け、優先部分を幅広く投資家に販売し、劣後部分はRCCが保有・回収を図るものである。RCCトラストシリーズは、その後も約半年ごとに改良を重ね、二〇〇六年二月には「トラストセブン」の販売を行っている。

これらのスキームは、いずれも旧法によるものであり、新法を利用したスキームはない。また、同社へのインタビューでは、当面事業再生での利用予定はないとのことである。

4 新信託法を利用した事業再生

新信託法を事業再生に利用できることが指摘され、そのスキーム案も示されている。たとえば、JSK事業再生研究会民事信託委員会は、次のようなケースを想定し、スキーム案を提示している。⁽⁶⁾

① 事業再生の場面において、スポンサーとなる事業者に対して事業信託を行ったうえで、受益権を債権者に代物弁済する方法により債務の整理を行う。これを、会社分割型事業再生（事業運営委託型再生）という。

② 上記を自己信託の形態で行うことによって、DESのように利用する。つまり、債務と受益権を交換する。これを業績連動型事業再生（自己信託資金調達）という。

具体的には、①の会社分割型事業再生（図4）では、再生対象会社であるA社において、今後もし収益の見込めるX事業を信託財産とし、これをC社（同業他社や親会社など）に事業信託する。なお、ここでC社が受託者となるが、C社をX事業の営業リスクから切り離すために、当該信託は限定責任信託⁽⁷⁾とする。また、B社は、X事業のキャッシュフローや将来価値などを金銭化した受益権を相応の額で購入し、受託者であるC社に対して、この権利を行使し、受益金等を得る。さらに、A社はX事業に関する受益権売却益を入手し、その資金をX事業以

外の事業等に供すること
で、事業再生を進めてい
く。

次に、②の業績連動型
事業信託（図５）では、
事業再生に必要な再生資
金を、事業信託スキーム
によって調達するもので
ある。再生対象会社A社
は、Y事業を自己信託し、
当該信託が発行する受益
権証券を投資家に販売し、
再生資金を調達するとい
うものである。A社は、
経営の悪化した状態、場
合によっては破綻状態で
あり、通常の株式発行や
社債発行によっては資金

図４ 会社分離型事業信託（事業運営委託型再生）

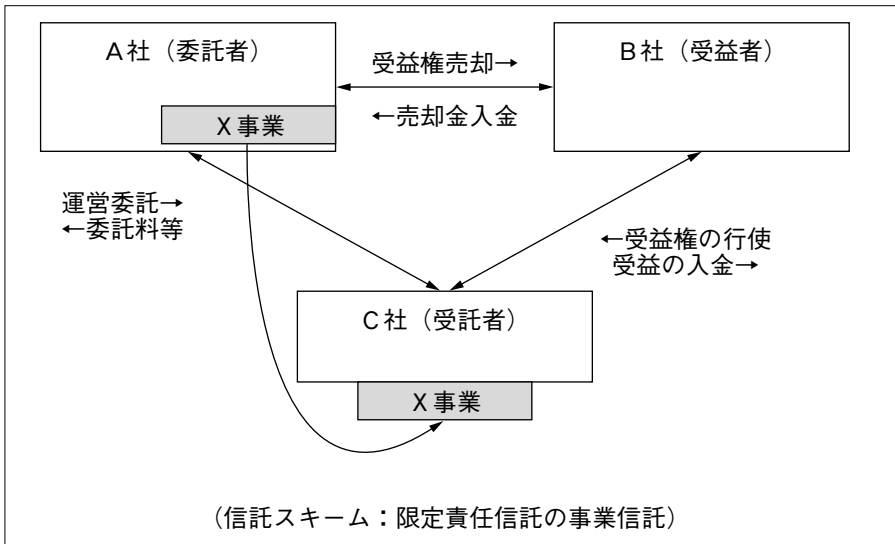
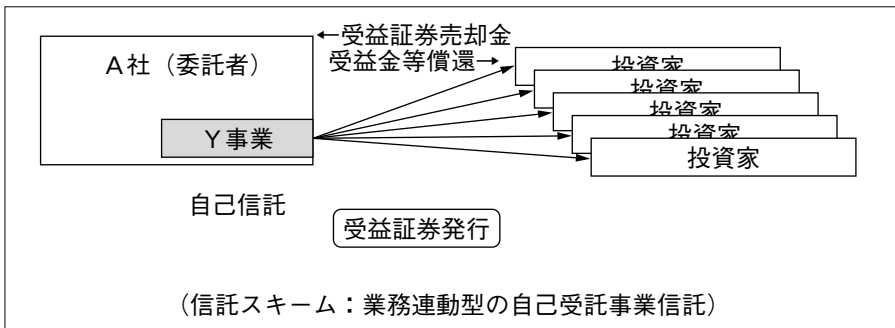


図５ 業績連動型事業信託（自己信託資金調達）



調達できないが、Y事業単体では、相応のキャッシュ・フローが見込める場合が想定される。さらに、この場合、A社はY事業を分割あるいは譲渡せずに、再生資金を調達できる。

上記の二つの仮設例のうち特に注目されるのは、①会社分割型事業信託である。このスキームでは、事業譲渡や会社分割を行わずに、それと同じ経済効果を期待している。しかし、ここで最大の問題は、C社にとって受託者となることのメリットが想像しにくいことである。確かにC社にとって、当該X事業を受託することで本業との間のシナジーが生じることが想像される。しかし、ここには信託契約があり、たとえシナジーが生じたとしても、いずれは信託期間が終了し、当該事業を手放さざるを得なくなる。したがって、このシナジーには、期間の制約があり、実際は利用しにくいものである可能性が高いと思われる。

しかし、同研究会のメンバーにインタビューしたところ、逆に信託期間があることを利点と考えて、スキームを構築することも可能という案を提示された。つまり、信託期間を一年程度の短期に設定し、シナジーの見込めるC社が受託する。一年間受託する過程で、実際に予想通りのシナジーが得られればC社は、当該事業を買収する。しかし、シナジーが得られない場合は、信託期間終了後、当該事業を返還する。この場合、当初からC社は、X事業の買収を検討しており、事業デューデリジェンスを行うものの、シナジーが得られるかどうかは、事業を行ってみなければ確認が得られない。したがって、試用期間として信託を利用するというものである。実際、事業デューデリジェンスには、様々な制約や仮定があり、必ずしも実際通りにはならないので、信託を利用してより現実的な事業デューデリジェンスを実施するというものである。このような信託利用は、今後実現する可能性があると思われる。

まとめ

以上のように、新信託法による金融スキームを概観した上で、新信託法を利用した事業再生スキームについて紹介した。しかし、現時点では、新信託法を利用した事業再生スキームがほとんど使われていないのが実情である。この背景としては、以下の三つが考えられる。

第一に、近年会社分割や事業譲渡など、事業再生に関するスキームが拡充し、その利用が進んだことが挙げられる。そのため信託を利用しなくても、同様の効果を得ることが可能となっているだけでなく、実務的なノウハウも蓄積されたものと思われる。

第二に、事業再生を担当する専門家・実務家にとって、ノウハウのあるスキームを 선호する点も指摘できる。あえて実務経験のないスキームを使うよりノウハウのあるスキームを利用したほうが手続の予見可能性も高く、かつ顧客に対する説明責任も果たしやすいものと思われる。

第三に、日本における信託利用において、事業を信託するような土壌がないことも指摘できる。日本における信託利用は、金銭や有価証券、不動産等が中心であり、信託によって事業を営むような土壌がなく、そのことが利用されない遠因となっている可能性もある。

このような背景がある中で、今後どのような利用が考えられるか、あるいはどのような事例がでてくるのか、注目されるところである。

注

- (1) 四宮和夫『信託法（新版）』有斐閣、一九八九年、八四ページ、参照。

(2) ここでの仮想例は、井上聡編著『新しい信託三〇講』弘文堂、二〇〇七年、一九一～一九九ページ、によるものである。

(3) 同社プレスリリース「自己信託による当社連結子会社の異動に関するお知らせ」(平成二〇年一〇月二七日) <http://www.c-direct.ne.jp/hercules/uj/pdf/10108938/00072921.pdf>

(4) この仮想例については、前掲『新しい信託三〇講』、一三六～一四一ページを参照。

(5) R C Cの信託利用については、拙稿「整理回収機構による企業再生」『証研レポート』一六四九号、二〇〇八年八月、参照。

(6) 杉田利雄「事業信託を活用した事業再生の可能性」『ターンアラウンド・マネージャー』第四卷一一号、二〇〇八年一月、七三～

(7) 限定責任信託とは、受託者が信託のすべての信託責任財産負担債務について信託財産のみをもって、その履行の責を負う信託である。これは、信託財産責任負担債務においては、受託者が無限責任を負担するという原則の例外となる。

(まつお じゅんすけ・客員研究員)

ダイレクト・マーケット・アクセスに関する新規制

清水 葉子

1 はじめに

アメリカでは、顧客投資家がブローカー・ディーラーを経由せずに、証券取引所などへ売買注文を直接発注する「ダイレクト・マーケット・アクセス(DMA)」、あるいは「スポンサード・アクセス」と呼ばれる発注形態が拡大し、アメリカの一日平均取引高のおよそ半分を占めるとされている。ブローカー・ディーラーは、自らが証券取引所などにアクセスする際の会員識別記号であるMPID (Market Participant Identifier) を顧客投資家に使わせ、顧客投資家はこのMPIDを使うことで証券取引所などに電子的に直接発注しているとされる。

従来のように、投資家が電話などでブローカー・ディーラーに売買注文を出し、これをブローカー・ディーラーが証券取引所に発注して執行するという発注形態と比べると、ダイレクト・マーケット・アクセスは、速度面でも、また、手数料などのコスト面でも効率が良く、普及はますます進んでいる。とりわけ、市場の執行が高速化している今日では、わずかなスピードの改善でも有利な取引機会につながる可能性があるため、機関投資家やヘッジファンドなどがこうしたダイレクト・マーケット・アクセスを多用して、スピードアップのメリットを享受しているとされる。

ところが、こうして市場に直接アクセスして出される注文の中には、ブローカー・ディーラーが顧客注文の内容について事前の管理を十分行っていないものがあるとされ、問題になりつつある。ダイレクト・マーケット・

アクセスであっても、ブローカー・ディーラーのMPIDを用いて注文される以上、不正取引や誤発注があった場合、当該ブローカー・ディーラーに責任がかかってくるのであり、ブローカー・ディーラーはそのため不正発注などのチェックを事前に行う法律上の義務を負っている。しかし高速で行われるダイレクト・マーケット・アクセスの中には、ブローカー・ディーラーのチェックが行き届かないものがあるとされ、「ネイキッド・アクセス (Naked Access)」あるいは「アンフィルタード・アクセス (Unfiltered Access)」と呼ばれて警戒されている。いずれも、ブローカー・ディーラーによる事前チェックのされていない市場アクセスを意味している。

SECは、ダイレクト・マーケット・アクセスのなかでも、ブローカー・ディーラーによる事前チェックの行わないネイキッド／アンフィルタード・アクセスを念頭に、二〇〇九年一月に規制提案を行って、ブローカー・ディーラーによる事前チェックを義務づける方向性を示した。⁽¹⁾

2 ネイキッド・アクセス

機関投資家などがブローカー・ディーラーのMPIDを使って証券取引所などに直接発注を行うダイレクト・マーケット・アクセスは、取引速度を競う環境のなかで近年大きく拡大している。

近年のテクノロジーの進展により、アルゴリズム取引などの高度な自動化が進むとともに、取引が急速に高速化したことを背景に、少しでも早くて効率の良い取引を望む投資家のニーズを受けて、ブローカー・ディーラーと顧客の間でダイレクト・マーケット・アクセスの契約を結ぶケースが増えた。従来のようにいったんブローカー・ディーラーに発注してからそれを証券取引所などへ送って執行するやり方に比べて、執行速度が大きく短縮されるだけでなく、人手を省いた発注により投資家サイドのオペレーショナル・コストを低下させたり、ブロー

カー・ディーラーに支払う手数料コストも節約できたりするなど、多くのメリットがある。また、直接発注を前に高度なシステムを導入して、多様な取引戦略をとる選択肢も拡大する。

一方で、こうしたダイレクト・マーケット・アクセスの取り決めのなかには、ブローカー・ディーラーが自らのMPIDを投資家に使わせていながら、顧客の発注の内容について事前にほとんど管理していないケースも多いとされる。ブローカー・ディーラーは、本来であれば市場ルールに反した不正取引の発注や、市場の趨勢から大きく離れた価格での誤発注などを事前にチェックしているが、ダイレクト・マーケット・アクセスでは、システムのチェックを行う仕組みを整えないかぎり、高速で流れていく直接発注を事前にチェックすることはできない。機関投資家が自ら一定のチェックをしていることに信頼を置いていただけで、ブローカー・ディーラーはチェックを事実上行っていないケースも多いとされる。

こうしたブローカー・ディーラーの事前チェックは、個別業者としての観点では、自らの規制上の義務という面と、顧客に対するサービスという面の二種類の性質を持っているが、市場秩序という観点からは、市場に不正な注文が出されることによって、市場が混乱することを防ぐ役割も果たしていると考えられる。誤発注などによって、市場のボラティリティが一時的に高まったり、不正取引が発注されて、市場が混乱したりすることは、市場運営のコストを高めることになり、大きな懸念につながる。

報道によると、アメリカの調査会社⁽²⁾が、主要証券取引所とブローカー、高頻度取引(High Frequency Trade)を行っている投資家および高頻度取引を行う投資家にサービスを提供している会社など二五の調査対象を調べた結果、ブローカー・ディーラーによる事前チェックの行われない注文発注であるネイキッド・アクセスは、アメリカの市場全体で一日平均取引高の三八%を占めると推測されることが発表されている。調査では、ダイレク

ト・マーケット・アクセスそのものは、市場の取引高のおよそ半分とされており、ダイレクト・マーケット・アクセスのかんりの部分が事前チェックのないネイキッド・アクセスになっていることが推測される。

また、同調査では、通常のダイレクト・マーケット・アクセスの場合の執行速度が五五〇―七五〇マイクロセカンドであるのに対して、事前チェックのないネイキッド・アクセスの場合の執行時間はさらに短い二五〇―三五〇マイクロセカンドであるということも述べられ、高速取引を望む投資家がネイキッド・アクセスを多用している可能性が高いことが推測できる。

ネイキッド・アクセスについての公式統計は存在せず、同調査も二五社を対象とした抽出調査にすぎないが、一日平均取引高のおよそ四割が事前チェックのないネイキッド・アクセスであるという調査結果は、市場関係者にかんりのインパクトを与えたのではないだろうか。

3 ネイキッド・アクセスの問題

SECは今回の規制リリースの中で、現在のような高速の取引環境のもとでは、ブローカー・ディーラーの抱える最も大きなリスクの一つが市場アクセスに関するものだという考えを述べている。リリースでは、アルゴリズム取引の誤作動により、高速で繰り返し行われていたケースを想定して仮想的な被害額を計算している。それによると、現在、発注速度は一秒間に一〇〇〇件という超高速になっているため、平均価格二〇ドルの株式を三〇〇株取引するという注文に関して誤作動が発生すると、自動執行システムが超高速で繰り返し発注を続けるため、誤作動に気づかずにはならず二秒間放置しただけで、計算上一二万件の誤発注が行われ、金額にして七億二〇〇〇万ドル（約六六〇億円）にのぼるとしている。

この例はかならずしも机上の想定とは言えず、現実起きた例として、二〇〇八年九月三〇日にインターネット検索サービスのグーグル社の株式のボラティリティが異常に高まり、一取引参加者の誤発注が急激に流れ込んだため、一時九三％の値下がりをしたケースが現実にかけている。これにより、ナスダックは、莫大な件数の注文取り消しに対応するとともに、ナスダック一〇〇インデックスの終値の修正を余儀なくされた。

また、同様に、二〇〇九年九月には、サウスウエスト・セキュリティーズ社が四半期で六三〇万ドルの（約五億七〇〇万円）の損失を発表したが、その原因は、同社の契約先のブローカーがクレジット・リミットを越えた多額の取引をしたことを管理できなかったためとしている。サウスウエスト・セキュリティーズ社は、証券取引所から取引の急増について警告を受けたが、管理システムが不十分であったためタイムリーに対応することができず、多額の損失につながったとしている。最近の例では、二〇一〇年一月に、ランバス社の株式が誤発注により日中で三五％も下落し、注文取り消し措置がとられた。こうした例に加えて、SECは二〇〇五年の日本でのみずほ証券の誤発注問題についても、人手による誤発注の例として紹介している。

これらは、被害規模は大きいにしても、発端としては比較的単純な誤発注の事例であると言えるが、他にも、空売りのアップティックルールや端株取引などのような特殊な取引に関連したルール違反などの事例が高速自動取引に巻き込まれると、あとの補償や訴訟関連なども含めた非常に大きな経済上・規制上のリスクが発生することが考えられる。また、証券取引所やATS（日本のPTSに相当する取引所外取引システム）などの市場運営者側も、大きな価格変動などの影響を受けて、注文取り消しへの対応だけでなく、前述の例のように発表したインデックスの価格修正を迫られるなど、長期的に見た市場運営コストが高まることが考えられる。

このように、ネイキッド・アクセスのリスクは、当該投資家や、MPIDを使わせているブローカー・ディー

ラーだけにとどまらず、長期的には、市場全体に経済上・規制上のコストとして跳ね返ってくると考えられる。⁽³⁾

4 ネイキッド・アクセスを禁じる新ルール

以上で見てきたように、SECがネイキッド・アクセスのリスクとして想定しているのは、発注に際してブローカー・ディーラーの事前チェックがないために、①高速取引によって事前に定められたクレジット・リミットを超過した執行が行われてしまうこと、②システムによるもの、人手によるものを問わず誤発注が行われてしまうこと、③SECや証券取引所の取引ルール（取引停止措置や、端株取引・空売りなどに関するルール、最良執行など）に違反した発注がチェックされないまま市場へ流されてしまうことなどである。高速取引時代の特殊な問題として、こうした取引が短時間で繰り返し執行されて大きな市場ボラティリティ増大につながり、市場の混乱を拡大するということを付け加えても良いだろう。

SECは、こうした問題を懸念して、新しいSECルールRule 15c-5を提案するリリースを二〇一〇年一月に発表した。新ルールによると、ブローカー・ディーラーは、ダイレクト・マーケット・アクセスを顧客に提供するものも含めて、次のことを義務づけられる。

① 一定のリスク・マネジメントのために、自動化された事前チェックの仕組みを確立することで、事前チェックのないネイキッド・アクセスを防止すること。顧客に対して証券取引所やATSへのダイレクト・マーケット・アクセスを認めているブローカー・ディーラーは、経済的リスク・規制上のリスクや運営上のリスクなどに適切に対処できるようなリスク・マネジメントと監視のための手続きを確立しなければならない。具体的にどのようなシステムを導入するかについては、ビジネスの内容や顧客ベースに応じて、ブローカー・ディーラ

ーごとに柔軟に対応することを認めるが、手続きは文書化しコピーを保存しなければならない。

② (経済的なリスクへの対処) 事前に定められたクレジット・リミットを超えた注文や誤発注を防ぐためにリスク・マネジメントのための管理を確立する。具体的なシステムの中身については、ビジネスの内容や顧客ベースに応じて柔軟に認めるが、現在のような高速取引の環境でリスクエクスポージャーを有効に管理するためには、リスク管理のシステムは自動化されているべきである。ただし、従来通りのブローカレッジを行っている場合には、既存のリスク管理のシステムでも構わないが、基本的には顧客ごとのクレジット・リミットを設け、さらには、セクターごと、銘柄ごとに精緻なリスク管理が行われることが望ましい。

③ (規制上のリスクへの対処) 規則違反などの規制リスクを管理するためのリスク・マネジメントのシステムを確立し、市場アクセスに関連するすべての規則を遵守できるようにすること。顧客のダイレクト・マーケット・アクセスにより発注される注文について、取引停止措置などに対応でき、端株取引や空売りなど、SECや証券取引所などのルールを遵守できるようなシステムを構築すること。

④ 証券取引所やATSに注文を回送するに際して、自動的かつ発注前に適用できるリスク・マネジメントのための管理システムであること。

⑤ リスク・マネジメントのシステムは、基本的にブローカー・ディーラー自身が管理・運営し、第三者にアウトソースしてはならない。

⑥ リスク・マネジメントと監視のためのシステムの有効性をチェックし、ビジネス内容と照らし合わせて問題対処ができるよう最低でも年に一度、定期的にシステムを点検し、記録するとともに定期点検のためのシステムを維持すること。

5 おわりに

アメリカで超高速取引が普及したことを受けて、ダイレクト・マーケット・アクセスが拡大し、高速で効率的な取引が可能になっている一方で、ダイレクト・マーケット・アクセスのかなりの部分が、ブローカー・ディーラーの事前チェックを受けないネイキッド・アクセスと呼ばれる直接市場アクセスによって占められ、誤発注や規制違反などのリスクが高まっていることを見た。

超高速取引の下では、単純な誤発注やルール違反でも、短時間に高速で繰り返し発注がなされるなど、市場全体への影響や被害が急速に拡大することが懸念されている。こうした被害の拡大は、投資家本人はもちろん、ダイレクト・マーケット・アクセスの契約をしているブローカー・ディーラーにも大きな経済上・規制上のリスクをもたらす。また、市場運営者である証券取引所やATSなどの取引所外取引システムも、大きな価格変動などの影響を受けて、注文取り消しなどに対応せねばならず、長期的に見た市場運営コストに跳ね返る可能性は否定できない。

ダイレクト・マーケット・アクセスは、取引の高速化・自動化の波を受けて世界中に広まっており、日本でも、東京証券取引所が新取引システム「アローヘッド」を導入したことなどを受けて、高速取引の機運が高まっているとされる。高速取引という新しい環境下で、ダイレクト・マーケット・アクセスには適切なリスク管理が必要であると考えられる。アメリカで提案された新規制は、三月末までにパブリックコメントが受け付けされた後、最終案が提示される見込みであり、推移が注目される。

注

- (1) Securities and Exchange Commission, "Risk Management Controls for Brokers or Dealers With Market Access", Release No. 34-6139, File No. S07-03-01, January 26, 2010
- (2) Scott Patterson, "Big Slice of Market Is Going 'Naked'", Wall Street Journal, December 14, 2009. 記事の中で紹介されているのは Aite Group による調査会社のレポートである。
- (3) こうした問題に対しては、自主規制機関側も無関心ではなく、すでに F I N R A やナスダックが市場アクセスに関する自主ルールを策定している。S E C は、自主規制機関ごとにアクセスのルールを策定するよりも、市場全体に共通な統一ルールの方が実効性が高いとして、S E C ルールを導入する考えである。

(しみず ようこ・客員研究員)

議決権行使結果の開示

福本 葵

1 はじめに

今年二月一二日、金融庁より企業内容等の開示に関する内閣府令案が公表された。この内閣府令は、コーポレート・ガバナンスの体制、役員報酬、株式保有の状況、議決権行使結果について開示を求めるものである。

議決権行使結果の開示については、議案ごとに賛成、反対、棄権の票数までを臨時報告書に記載しなければならないこととなった。⁽¹⁾ これらは新設規定であり、これまで開示は要求されていなかった。そのため、多くの上場会社では、株主総会における賛否の票数の詳細を発表していなかった。

株主総会における議決権行使結果の開示は、日本のみならず諸外国においても進められているところである。アメリカにおいては、昨年のSECの規則改正によって、四半期開示から株主総会終了後四営業日以内に短縮された。イギリスやEU諸国においてもウェブサイトで公表が法制化されているところである。

本稿では、議決権行使結果の開示について、日本および諸外国の法制を紹介する。また、金融庁などの委員会においても利用が推奨されている議決権電子行使プラットフォームについても制度および現状を紹介し、議決権行使結果の開示が示すところについて、若干の考察を試みたい。

2 日本における議決権行使結果の開示

(1) アメリカの対日要望書

二〇〇八年一〇月一五日に公表された「日米規制改革および競争政策イニシアティブに基づく日本国政府への米国政府要望書」⁽²⁾の中に、「取締役の再任を含め、年次株主総会または臨時株主総会において投票された各決議について、賛成および反対票、ならびに棄権の数を含めた議決権代理行使のすべての結果を株主に開示する。」とあり、これに伴う商法の改正が求められている。

(2) 東京証券取引所の動き

東京証券取引所の上場制度整備懇談会は、二〇〇九年四月二三日、「安心して投資できる市場環境等の整備に向けて」を公表した。この報告書の中で、議決権行使結果の開示に関連する記載がある。議決権行使結果の開示は、近年、投資家からの強い要望が寄せられている事項であるが、これについて、特に東京証券取引所ではルールを設けていないこと、議決権行使結果の開示を求める理由には、投資者に議決権行使の重要性和その成果を認識させることに資すること、取締役会提出議案の支持の度合いを明らかにすることは株主と上場会社の対話の端緒になること、委任状または書面投票についての不正解釈等についての疑義を払拭すること等を指摘している。⁽³⁾

また、会社法は、委任状および書面投票について、議決権行使の適正性を確保するため、総会の日から三ヶ月間本店に据え置き、株主の閲覧に供することを求めていること（委任状につき、会社法第三一〇条第六項、第七項。書面による議決権行使につき、同条第三一一條三項、第四項。）、しかしながら、これらを閲覧できたとしても株主が自ら集計などの作業をすることは容易ではないことなどが述べられている。そして、「議決権行使に関

するプロセスの透明性の向上を図る観点からは、株主が議決権行使結果に容易にアクセスできるような制度の整備を進めていくことが望ましい。」とまとめている。

前述のように、議決権行使結果の開示について、会社法においては、最低限の規定はあるものの、東京証券取引所は特段ルールを設けていない。そこで、東京証券取引所は、二〇〇九年九月二十九日、「上場制度整備の実行計画二〇〇九」を公表し、単に可決か否決かだけでなく賛否の票数まで公表するように上場会社に対し要請することを「速やかに実施する事項」に位置づけた。更に、「株主総会の各議案の議決結果の公表に関するルール化に向け、法令改正の動向を踏まえながら検討を行う。」ことを「具体策の実施に向け検討を進める事項」として整理した。⁽⁴⁾

これを受け、東京証券取引所は、上場会社に当て、平成二年一〇月二十九日付けで文書を発表し、議決権行使結果の開示を求める要請を実施した。⁽⁵⁾

(3) 金融庁の動き

金融庁では、金融審議金融分科会は平成二二年六月七日、「我が国金融・資本市場の国際化に関するスタンダードグループ報告―上場会社等のコーポレート・ガバナンスの強化に向けて―」を発表した。

議決権行使結果の開示についてはこの報告の中で、「上場会社等による株主総会議案の議決結果の公表」というタイトルで言及している。この中で、上場会社等の大半は、議決権行使の賛否の票数までは開示せず、可決か否決かのみを開示するにとどまっていること、賛否の票数が開示されることは、株主の意思が明確化され、市場を通じた経営陣への牽制効果も期待できると考えられることが述べられている。⁽⁶⁾

そして、「株主に対する説明責任を果たすという観点から、上場会社等においては、各議案の議決結果について、単に可決可否決かだけでなく、賛否の票数まで公表することが適当であり、法定開示及び取引所ルールにより、ルール化が進められるべきである。」と記載されている。

これを受け、金融庁は、平成二二年二月一二日、企業内容等の開示に関する内閣府令案等を取りまとめ公表した。具体的には、議決権行使結果について、臨時報告書において、株主総会における議案ごとの議決権行使の結果（得票数等）を開示することを上場会社に求めている。この内閣府令の施行は平成二二年三月三一日である。ただし、平成二二年三月三一日に終了する事業年度に係る有価証券報告書等から適用される予定である。

企業内容等の開示に関する内閣府令（案）の第一九条は臨時報告書の記載内容等に関するものであり、その九の二では、具体的内容が列挙されている。つまり、提出会社の株主総会において決議事項が決議された場合、次の事項を記載しなければならない。

「イ 当該株主総会が開催された年月日

ロ 当該決議事項の内容

ハ 当該決議事項（役員の選任又は解任に関する決議事項である場合は、当該選任又は解任の対象とする者ごとの決議事項）に対する賛成、反対及び棄権の意思の表示に係る議決権の数、当該決議事項が可決されるための要件並びに当該決議の結果

ニ ハの議決権の数に株主総会に出席した株主の議決権の数（株主の代理人による代理行使に係る議決権の数並びに会社法第三百十一条第二項及び第三百十二条第三項の規定により出席した株主の議決権の数に算入する議決権の数を含む。）の一部を加算しなかった場合には、その理由」

つまり、ハでは、決議事項に対する賛成、反対、棄権の数が規定されており、これが議決権行使結果の開示を示す。また、ニでは、議決権行使結果の集計に株主総会当日を含めない場合にはその理由を記載することになっている。つまり、総会当日総会に出席した株主の議決権の数を含めないことも、正当な理由を示せば認められる。

3 アメリカにおける議決権行使結果の開示

(1) 改正案

議決権行使結果の開示については、昨年、アメリカにおいても変化が見られたところである。昨年、SECは議決権行使結果を開示するルールを改正し、改正規則は今年二月一〇日に施行された。⁽⁷⁾

アメリカにおいては、議決権行使結果の開示は、四半期報告書であるForm 10-QまたはForm 10-Kに規定されていた。改正後、これらの項目は削除され、臨時報告書であるForm 8-Kに移行する。Form 8-Kには、開示すべき項目が列挙されているが、このうち、Item 5に新たな七項目が追加された。会社は、株主総会終了後、四営業日以内にこの議決権行使の予備投票結果をFormに記載し、ファイルしなければならない。その後、最終的な投票結果が確定すれば、Form 8-Kで四営業日以内に、改めて報告しなければならないことになった。

SECでは、本改正案を二〇〇九年七月一〇日に発表し、一二月一六日、本改正の最終案を承認した。⁽⁸⁾

(2) 改正案についてのコメント

改正案については、発行会社や機関投資家など幅広い関係者から多くのコメントが寄せられ、SECはそれら

についてまとめている。

CalSTRS (California State Teachers' Retirement System) と CII (The Council of Institutional Investors Council) などは、議決権行使結果の適時開示は株主や投資家の利益になると考えられるとし、改正案を支持している。

株主総会で決議される議案には、株主の利益に直接影響を与える議題が多く含まれている。具体的には、取締役の選任や役員報酬、投資や負の投資、株主の権利の変化などがあり、これらはタイムリーに開示された方がよいとするものもあった。取締役選任について、majority voteが導入され、特にuncontestedな取締役選任決議に導入されることになると、議決権行使結果が株主にタイムリーな方法で報告されることはますます重要になるという意見も見られた。⁽⁹⁾

しかし、一方では四営業日という条件は厳しすぎるとするものや、予備結果の公表が投資家に誤解を招く可能性がある場合には、予備結果を公表することを要求されてはならないとするものもあった。また、予備投票結果の発表は、追加的に議決権が行使される可能性が残されている場合に、投票に影響を及ぼす可能性があるという懸念を示すものもあった。

(3) 最終案

SECは寄せられたコメントを評価した上で、改正案の通りSECはForm 10-Qおよび10-Kから株主の議決権行使結果の開示項目を削除し、Form 8-Kに加える改正提案を採用した。

SECは、定時または臨時株主総会の投票結果がよりタイムリーに発表されることは、投資家と市場のためになると考えていることを示している。これまでの四半期開示という発表条件では、投票結果がForm 10-Qまたは

10Kで明らかにされるまでには二、三ヶ月かかっていた。定時または臨時株主総会終了と投票結果がForm 10Qまたは10Kで明らかにされる時間の遅れ（つまり四半期開示）は、投資家と市場にとって情報をより有用にすることができないものと判断した。

そして、SECは株主とのコミュニケーションの技術的進歩と第三者のプロキシサービスの利用状況を鑑みて、会社には、議決権行使結果を集計し、迅速に情報を広める能力があると判断している。従って、会社は株主総会終了後、四営業日以内に予備投票結果を提出し、その後、最終的な投票結果が分かった後四営業日以内にForm 8Kについての改正レポートを送ることが要求される案が採用された。また、会社が予備投票結果の発表が投資家に混乱の可能性を憂慮する場合には、予備投票発表に適切な記載が求められることとなった。

4 イギリスおよびEUにおける開示

イギリスにおいては、Companies Act 2006の三四一条にpollの議決権行使結果を、賛成、反対の票数までをウェブサイトで開示するように規定されている。⁽¹⁰⁾ また、LSEのThe Combined Code Section 1 Companies D.2.2でも、賛成、反対、棄権の票数も含めて自社のウェブサイト公表することが規定されている。⁽¹¹⁾

また、EUは二〇〇七年七月一日、“DIRECTIVE 2007/36/EC OF THE EUROPEAN PARLIAMENT AND OF THE COUNCIL of 11 July 2007 on the exercise of certain rights of shareholders in listed companies”という指令を公表し、ここでは、総会から一五日以内に議決権行使結果をインターネットで開示するよう、参加各国に対し二〇〇九年八月三日までに法制化を図ることが求められている。

アメリカおよび日本が臨時報告書での開示であるのに比して、イギリスおよびEUは自社のウェブサイトにお

ける公表という相違はあるものの、議決権行使結果の開示を議案ごとに賛成、反対および棄権の票数までを要求している点では、各国共通のものとなっている。

5 議決権集計の現状

では、現在、実務的には議決権の集計はどのように行われているのであろうか。議決権行使結果を開示することは、発行会社に対して、多大な事務負担とコストを要求するものなのであろうか。

株主総会前日までの議決権行使結果の票数のカウントは、株主名簿管理人において行われている。議案が可決するか否かを判断しなければならないため通常はこれを行う。従って、前日までの集計については発行会社に対し、過度な事務負担や追加的なコストを要求するものではない。

問題は、株主総会当日の賛否の集計である。現在、ほとんどの発行会社では、株主総会当日は、厳密な集計を行っていない。厳密な集計を行うためには、例えば、株主総会会場にコンピュータを設置し、株主がその場で賛否を投じるか、もしくは、株主に対し株主番号を付した用紙を配布し、会場で回収する等の方法があろうが、いずれにしてもコストや時間を要することが予想される。特に、株主数の多い会社では、株主への用紙配布、回収の時間を確保するのは困難であろうと考えられる。

前述の内閣府令によると、当日の集計についてはこれを算入しないことも認められ、厳密な結果を要求されていない。つまり、企業内容等の開示に関する内閣府令第一九条二項二号では、総会当日に出席した株主の議決権行使数の一部を加算しなかった場合には、その理由を述べることが規定されており、正当な理由があれば、当日の数に加算しないことも認められる。

二〇〇九年株主総会白書によると、「賛成多数により」として、「具体的に個数は報告しなかった」と解答した会社が一八七九社で、九九・一％と圧倒的多数である。また、議事録への賛成・反対の議決権数の記載の有無については、「記載しなかった」会社が、一六一五社で八五・一％となっている。⁽¹²⁾

6 電磁的方法による議決権の行使と議決権電子行使プラットフォーム

(1) 電磁的方法による議決権の行使の現状

会社法上でも既に導入されている電磁的方法による議決権の行使は、議決権行使の票数を集計するのに役立つと考えられるが、現在利用は進んでいるのであろうか。

昨年二〇〇九年株主総会白書によると電磁的方法による議決権行使採用会社は、二二・六％となっている。これは制度を採用した会社の割合であり、実際の利用は更に少ないと考えられる。⁽¹³⁾

利用が進まない理由の一つには、電磁的方法による議決権行使は、名義株主が行うものであり、名簿上の株主と実質的所有者が異なる機関投資家の場合には利用できないことが挙げられている。機関投資家が自己名義で保有している場合でも銘柄毎にIDとパスワードの入力が必要なため事務的な負担が大きい。そのため、電磁的方法による議決権行使を行う対象は、主に個人投資家となっている。しかし、個人投資家はもともと議決権行使に関心が低い上に、彼らにとっては書面投票による方法の方が簡便である。このため、電磁的方法による議決権の行使は利用が進まないとされている。

発行会社は、電磁的方法による議決権行使制度を採用するためには、株主名簿管理人に対し、手数料を払わねばならない。二〇〇九年株主総会白書でも、規模が小さくなればなるほど制度を採用する会社が少なくなってい

ることが示されている。

(2) 議決権電子行使プラットフォーム

電磁的方法による議決権行使は、株主名簿上の名義株主により行うものである。年金や信託などの中には、実質的所有者が議決権行使の指示を行うことが契約で定められている場合もあり、名義株主である機関投資家は複数の実質的所有者の指示を取りまとめて行使する。

このような場合、実質的所有者は、名義株主であるカストディーを介して、株主総会での決議事項が記載された招集通知を郵送で受け取り、かつその内容を検討する必要がある。特に外国人機関投資家がこれらを受け取るには、時間がかかり、かつ議決権行使指図を返送しなければならないことも考慮すると、議案を検討する日数は三、四日しかないというのが現状である。

このような問題を解決するため、二〇〇四年七月、東京証券取引所、日本証券業協会、ADP社（現Broadridge社）が議決権電子行使プラットフォームを提供する株式会社ICJを設立し、二〇〇五年一二月期決算銘柄から業務を開始した。二〇一〇年四月一日現在、参加発行会社三六九社となっている。

プラットフォームを利用する場合、発行会社は招集通知情報をEDINETを通じて登録する。この情報を受け、プラットフォームでは、議題が種類ごとに分類・翻訳され、招集通知発送日に招集通知（日本語のみでも可）のPDFファイルがプラットフォームのサイトに掲載される。実質的所有者である指図権者は直接これらの情報をサイト上で見ることができるようになる。各名義株主および常任代理人からプラットフォームに対し、実質的所有者である指図権者の口座情報が提供される。

指図権者は招集通知などの議案情報を招集通知の発送日に閲覧することができ、その内容を検討し、プラットフォーム上で投票の指示を行う。これらの入力情報はプラットフォームを通じて株主名簿管理人に送られる。しかし、実質的株主である指図権者の名義や株数などの情報は送られない。このシステムを通じて、実質的所有者が特定できるものではない。

プラットフォームを利用することの、機関投資家にとってのメリットは、議案を検討する時間が延びることが挙げられる。発行会社にとってのメリットは、株主の利便性向上をアピールできること、早期に票読みが可能であること、および追加情報を提供することによって、賛成票を得やすくなることなどが挙げられる。近年、多くの機関投資家はISSなどの議決権行使助言会社の助言を受け、議決権を行使する。議決権行使助言会社が特定の取締役の選任に対し、反対することを助言した場合、これに反論する追加情報をウェブ等に掲載することによって、賛成票を得やすくなることも考えられる。

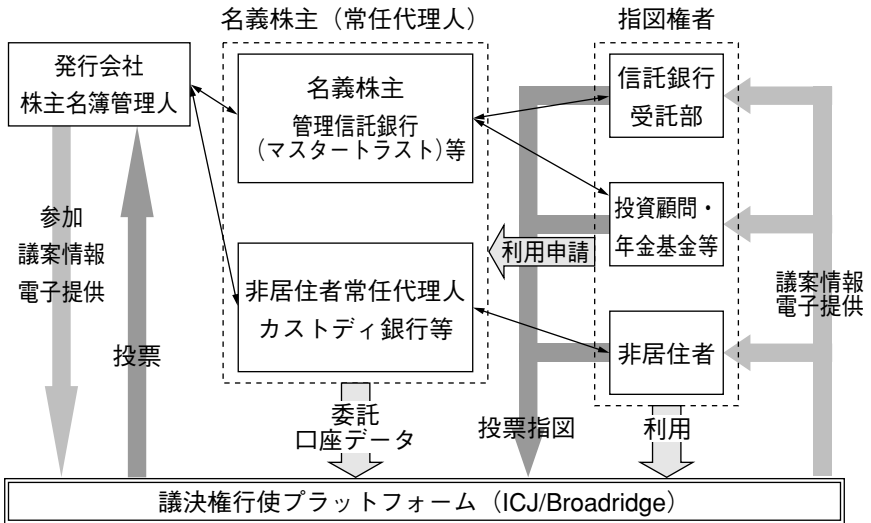
しかし、プラットフォームを利用するためには、その前提として、会社法上の電磁的方法による議決権の行使制度の利用を採用しなければならず、発行会社にとっては、電磁的投票制度とプラットフォームの双方の利用料を支払わなければならない。

7 おわりに

二〇〇九年株主総会白書によると、議決権行使結果について、株主総会において具体的に個数は報告しなかったとする会社が大半である。しかし、今年の株主総会からは議決権行使結果を議案ごとに賛成、反対、棄権の票数まで開示しなければならない。更に、取締役の選任・解任については、取締役ごとの票数を公表しなければ

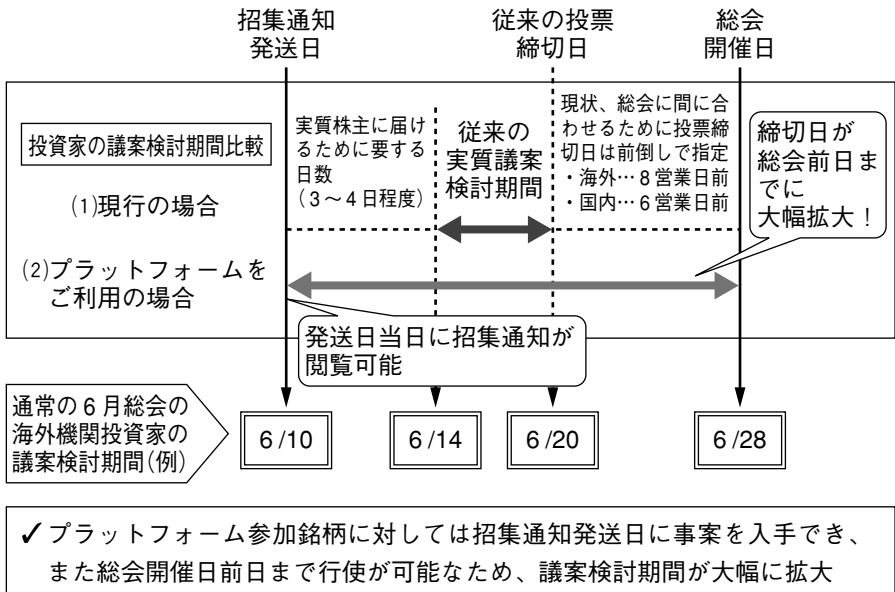
図1 議決権電子行使プラットフォームの概念図

議決権電子行使プラットフォームの概念図（←→は現行の情報の流れ）



東京証券取引所より

図2 日本株の議決権行使環境の現状



株式会社ICJより

ばならなくなる。

議決権行使の開示を求める理由には、投資者に議決権行使の重要性とその成果を認識させることに資すること、取締役会提出議案の支持の度合いを明らかにすることは株主と上場会社の対話の端緒になること、委任状または書面投票についての不正解釈等についての疑義を払拭すること、株主の意思が明確化され、市場を通じた経営陣への牽制効果などが挙げられている。

アメリカにおいては、取締役選任については、一種の比例代表制度である plurality vote が標準であり、極端に言えば一票でも可決されるなど、各国の法制には違いがある。そのため議決権行使結果の開示を求める理由や開示の意義も全く同じではない。しかし、議決権行使結果の開示、情報の透明化の流れは国際的な傾向である。昨年、SECは総会の四営業日後までに開示するという短期間の開示を要求する規則改正を行い、今年二月より施行されているところであり、イギリスやEU各国でも、議決権行使結果を自社のウェブサイトに掲載することが求められている。

更に、議決権行使に関しては、その結果の開示のみならず、議決権行使に係る環境整備が求められている。特に海外の投資家からは、株主総会開催日の分散化、招集通知の早期発送、招集通知の取引所ホームページへの掲載、総会議案に係る説明の充実、英訳等の促進など、更なる環境整備が求められている。

各取締役の選任・解任について賛成・反対の票数まで開示することについては、発行会社の抵抗が予想されるところであるが、株主に対する情報の開示、情報の透明性は今後も強く要請されることとなる。

(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。

本稿を作成するに際し、株式会社I・C・Jの今給黎成夫氏および株式会社アイアール・ジャパンの北村雄一郎氏にご協力を賜

りました。厚く御礼申し上げます。

注

(1) (臨時報告書の記載内容等) 第十九条 (略)

2. 法第二十四条の五第四項の規定により臨時報告書を提出すべき会社(指定法人を含む。)は、内国会社にあつては第五号の三様式、外国会社にあつては第十号の二様式により、次の各号に掲げる場合の区分に応じ、当該各号に定める事項を記載した臨時報告書三通を作成し、財務局長等に提出しなければならない。

一 九 (略)

九の二 提出会社の株主総会において決議事項が決議された場合

次に掲げる事項

「イ 当該株主総会が開催された年月日

ロ 当該決議事項の内容

ハ 当該決議事項(役員の選任又は解任に関する決議事項である場合は、当該選任又は解任の対象とする者ごとの決議事項)に対する賛成、反対及び棄権の意思の表示に係る議決権の数、当該決議事項が可決されるための要件並びに当該決議の結果

ニ ハの議決権の数に株主総会に出席した株主の議決権の数(株主の代理人による代理行使に係る議決権の数並びに会社法第三百十一条第二項及び第三百十二条第三項の規定により出席した株主の議決権の数に算入する議決権の数を含む。)の一部を加算しなかつた場合には、その理由」

- (2) Annual Reform Recommendations from the Government of the United States to the Government of Japan under the U.S.-Japan Regulatory Reform and Competition Policy Initiative (October 15, 2008)
- (3) <http://www.tse.or.jp/rules/seibi/seibi.pdf>
- (4) http://www.tse.or.jp/news/200910/091029_b.html
- (5) http://www.tse.or.jp/news/200910/091029_b.html
- (6) http://www.fsa.go.jp/singi/singi_kinyu/tosin/20090617-1/01.pdf
- (7) <http://www.sec.gov/rules/final/2009/33-9089.pdf>
- (8) <http://www.sec.gov/rules/final/2009/33-9089.pdf>
- (9) 拙稿「\''''\''''の自由裁量議決権行使を制限するNYS規則452の改正」、証研レポートNo.1657
- (10) Website publication of poll results
341 Results of poll to be made available on website
(1) Where a poll is taken at a general meeting of a quoted company, the company must ensure that the following information is made available on a website-
(a) the date of the meeting,
(b) the text of the resolution or, as the case may be, a description of the subject matter of the poll,
(c) the number of votes cast in favour, and
(d) the number of votes cast against.
- (11) D.2.2 The company should ensure that all valid proxy appointments received for general meetings are properly recorded

and counted. For each resolution, after a vote has been taken, except where taken on a poll, the company should ensure that the following information is given at the meeting and made available as soon as reasonably practicable on a website which is maintained by or on behalf of the company:

- the number of shares in respect of which proxy appointments have been validly made; the number of votes for the resolution;
- the number of votes against the resolution; and
- the number of shares in respect of which the vote was directed to be withheld.

(12) 「二〇〇九年株主総会白書」、旬刊商事法務二〇〇九年三月三〇日臨時増刊号 (No. 1883) 九五ページ、図表一〇三。

(13) 「二〇〇九年株主総会白書」、旬刊商事法務二〇〇九年三月三〇日臨時増刊号 (No. 1883) 一二九ページ、図表一五〇。

(ふくもと あおい・客員研究員)

機関投資家の議決権行使結果の開示について

深見 泰孝

1 はじめに

二〇一〇年一月八日付の日本経済新聞によれば、投資信託協会（以下、投信協会と略記）が議決権行使結果の開示義務付けを、会員の投資信託委託会社（以下、投信委託会社と略記）に求めたことが明らかになった。記事によれば、これまで投信委託会社は、金融機関の傘下にある会社が多く、投資先企業への配慮や営業上の理由から総会では経営陣に「白紙委任」して議決権の行使を放棄する例が多かった。投信協会は、投信委託会社が株主利益を考慮して、議決権をきちんと行使する環境を整え、日本企業のコーポレート・ガバナンスの向上にも役立てることを目的として、投信委託会社に対し、投資先企業への議決権の行使状況を各社が開示するよう義務付けを求めたとされる。⁽¹⁾

このように投信協会が、投信委託会社に議決権行使結果の開示を義務付けたのは、昨年六月一七日に報告書が出された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）での議論がその背景にあった。このスタディグループでは、以下四つの課題の改善を通じて、わが国の上場会社のコーポレート・ガバナンス強化が目指された。その課題は、①資金調達等を巡る問題、②ガバナンス構造を巡る課題、③投資者の議決権行使を巡る課題、④規律づけの手法である。本稿で取り上げる機関投資家の議決権行使結果の開示は、③投資家の議決権行使を巡る問題で取り上げられ、議決権の行使を通じたガバナ

スの発揮という観点で述べられている。機関投資家の議決権行使は、受託者責任の重要な要素を構成するものであり、それゆえに、議決権行使に関するガイドラインとその結果を開示し、機関投資家による適切な議決権行使の徹底を図り、上場会社等の行動を適切に規律づけることが重要であるとされる⁽²⁾。

こうした機関投資家による議決権行使方針および行使結果の開示は、アメリカで先行して行われている。以下では、アメリカで議決権行使結果開示規則が導入された背景、目的、内容を踏まえた上で、投信協会が策定したルールを導入する意義を考えてみたい。

2 アメリカで規制が提案された背景とその目的

アメリカでは、二〇〇三年一月二三日、ミューチュアル・ファンドと投資顧問業者それぞれに対する議決権行使情報の開示を求める規則を施行させた。まず、この規則が施行された背景について述べたい。

二〇〇一年一月、エンロンが連邦破産法一条を適用申請し、破綻したことをきっかけとして、ワールド・コムなど次々に不正会計事件が露見した。一連の企業不祥事によって、アメリカのコーポレート・ガバナンスの仕組みにも課題があるとの批判が高まるとともに、投資家の企業不信が高まった。そこで、SECはコーポレート・ガバナンスを強化する施策を実施する。代表的なコーポレート・ガバナンス強化策は、サーベンス・オクスリー法の制定とそれに伴う取締役の独立性要件の強化、監査委員会の機能強化、財務情報の不正防止策として内部統制の強化を行った。こうした一連のコーポレート・ガバナンス強化策の一つとして、ミューチュアル・ファンドや投資顧問業者に対する議決権行使方針および行使結果の開示が求められた。

次に、SECは何を目的として、ミューチュアル・ファンドや投資顧問業者に議決権行使方針や行使結果の開

示を求めたのだろうか。SECが出したリリース文書では、その目的は次の二点であった。それは、①投資顧問業者とミューチュアル・ファンドによる議決権行使を通じて、企業経営者を規律づけること。また、②受託者責任を有するミューチュアル・ファンドと投資顧問業者に、議決権行使方針と行使結果を開示させることで顧客に対する利益相反行為を防止することであった。⁽³⁾

では、なぜSECはミューチュアル・ファンドと投資顧問業者を規制対象としたのであろうか。一点目は、当時のアメリカの主体別株式保有状況（表1）によれば、ミューチュアル・ファンドは、規則を検討していた二〇〇二年には市場の約一八%の株式を保有していたことがわかる。また、アメリカの投資顧問業者は一九兆ドルの投資一任契約を保有していた。⁽⁴⁾ SECの文書では投資顧問業者は退職年金資産を管理していることが指摘されており、ミューチュアル・ファンドの株式保有額に私的年金基金、州地方政府退職基金のそれを加えると、二〇〇二年に彼らはアメリカの株式市場の三五%程度の株式を保有していたと思われる

表1 アメリカの主体別株式保有状況（単位：10億ドル）

	1998		1999		2000		2001		2002	
	保有額	割合	保有額	割合	保有額	割合	保有額	割合	保有額	割合
個人	7,052.4	45.3%	9,053.1	46.2%	7,806.2	44.3%	6,604.2	43.1%	5,047.8	42.5%
州地方政府	102.0	0.7%	115.0	0.6%	97.1	0.6%	100.7	0.7%	80.3	0.7%
外国人	1,250.3	8.0%	1,611.5	8.2%	1,643.2	9.3%	1,572.7	10.3%	1,260.8	10.6%
商業銀行	6.8	0.0%	11.3	0.1%	11.9	0.1%	8.9	0.1%	3.5	0.0%
貯蓄機関	24.5	0.2%	23.8	0.1%	24.2	0.1%	27.9	0.2%	29.1	0.2%
個人信託、不動産信託	360.1	2.3%	407.3	2.1%	356.8	2.0%	280.7	1.8%	181.1	1.5%
生命保険会社	733.2	4.7%	964.5	4.9%	891.9	5.1%	811.3	5.3%	708.9	6.0%
損害保険会社	200.1	1.3%	207.9	1.1%	194.3	1.1%	173.9	1.1%	152.3	1.3%
私的年金基金	1,990.7	12.8%	2,325.7	11.9%	1,915.0	10.9%	1,562.1	10.2%	1,096.7	9.2%
州地方政府退職基金	1,233.9	7.9%	1,343.2	6.9%	1,279.7	7.3%	1,133.1	7.4%	915.7	7.7%
ミューチュアル・ファンド	2,506.2	16.1%	3,376.7	17.2%	3,227.3	18.3%	2,836.1	18.5%	2,188.0	18.4%
クローズドエンド型ファンド	47.2	0.3%	40.4	0.2%	36.6	0.2%	31.1	0.2%	33.7	0.3%
為替資金取引	15.6	0.1%	33.9	0.2%	65.6	0.4%	83.0	0.5%	98.2	0.8%
ブローカーディーラー	54.4	0.3%	66.9	0.3%	77.2	0.4%	85.1	0.6%	74.9	0.6%
合計	15,577.4	100.0%	19,581.2	100.0%	17,627.0	100.0%	15,310.8	100.0%	11,871.0	100.0%

(出所) FRB "Flow of Funds Accounts of the United States"
(<http://www.federalreserve.gov/releases/z1/20030306/z1.pdf>) より作成

る。それゆえに、株式市場において一定の発言力をもつ、ミューチュアル・ファンドと投資顧問業者に議決権を行使させ、コーポレート・ガバナンスの強化につなげようとしたのであろう。

そして、もう一つの理由は、ミューチュアル・ファンドと投資顧問業者の投資家に対する受託者責任を徹底することである。SECの文書では、一例として彼らが投資先企業の退職年金資産を管理しているために、投資家との利益衝突が起る可能性があることも指摘している。しかし、議決権行使方針および行使結果を開示させることを通じて、彼らに受託者責任 (fiduciary duty) に基づいた議決権行使を徹底し、そのことを通じて投資家の信頼を高めるとともにガバナンスを強化することが目指された。

3 規則内容

SECはミューチュアル・ファンドや投資顧問業者に、議決権行使方針や行使結果を開示させるべく、次の規則を取り纏めた。SECの提案によれば、ミューチュアル・ファンドの保有株式の議決権行使方針および手続きに関しては、追加情報書 (Statement of Additional Information) に記載して開示するとともに、半期、年次報告書、運用報告書には議決権行使方針や手続きの入手先 (自社のフリーダイヤルの番号か自社のホームページ、もしくはSECのホームページ) の記載を求めた。そして、投資家から請求があれば、三営業日以内に速達 (もしくはこれと同等の速さで届く方法) でそれらを提供することを求めた。

また、議決権行使結果は、議決権行使に関する報告書 (Form N-PX) でSECへの報告を求めた。この報告書に記載される事項は、①保有証券の発行会社、ティッカーシンボル、CUSIP番号、②株主総会日、③議案の要旨、④議案提案者 (経営者か株主か)、⑤議案に議決権を投じたか否か、⑥投票結果 (賛成、反対、保留)、⑦経

営陣の投票結果である。また、これも年次報告書や半期報告書に入手先（自社のフリーダイヤルの番号か自社のホームページ、もしくはSECのホームページを明示）を記載し、投資家から請求があれば、三営業日以内に速達（もしくはこれと同等の速さで届く方法）で提供することを求めた。また、議決権行使結果は、SECが運営する法定開示書類の電子開示システム（EDGAR）でも開示されており、EDGARでは図1のように議決権行使記録が閲覧できる。

一方の投資顧問業者も、顧客との利益相反を防ぐため、議決権行使方針および手続きを策定することが求められている。そして、それらと株主総会招集通知、顧客に代わって投じた投票の記録、議決権行使に対する顧客からの要求記録のコピーを保存し、顧客から請求があればコピーを提供せねばならない。⁽⁵⁾このようにミューチュアル・ファンドと投資顧問業者の開示基準には違いが存在するが、それはミューチュアル・ファンドと投資顧問業者の顧客層に差異があり、ミューチュアル・ファンドの方が広範な一般投資

図1 議決権行使記録開示ページ

ISSUER:	ABC-MART, INC.						
TICKER:	N/A	CUSIP:	J00056101				
MEETING DATE:	5/28/2009						
PROPOSAL:				PROPOSED BY	VOTED?	VOTE CAST	FOR/AGAINST
PROPOSAL #1: Approve Appropriation of Profits				ISSUER	YES	FOR	FOR
PROPOSAL #2: Amend Articles to: Approve Minor Revisions Related to Dematerialization of Shares and the other Updated Laws and Regulations				ISSUER	YES	FOR	FOR
PROPOSAL #3.1: Appoint a Director				ISSUER	YES	FOR	FOR
PROPOSAL #3.2: Appoint a Director				ISSUER	YES	FOR	FOR
PROPOSAL #3.3: Appoint a Director				ISSUER	YES	FOR	FOR
PROPOSAL #3.4: Appoint a Director				ISSUER	YES	FOR	FOR
PROPOSAL #3.5: Appoint a Director				ISSUER	YES	FOR	FOR
PROPOSAL #3.6: Appoint a Director				ISSUER	YES	FOR	FOR
PROPOSAL #3.7: Appoint a Director				ISSUER	YES	FOR	FOR
PROPOSAL #4.1: Appoint a Corporate Auditor				ISSUER	YES	FOR	FOR
PROPOSAL #4.2: Appoint a Corporate Auditor				ISSUER	YES	AGAINST	AGAINST
PROPOSAL #4.3: Appoint a Corporate Auditor				ISSUER	YES	AGAINST	AGAINST

(出所) VANGUARD INTERNATIONAL EQUITY INDEX FUNDS
<http://www.sec.gov/Archives/edgar/data/857489/000093247109001518/internlequindx628.htm>

家が対象であり、投資顧問業者が顧客とする機関投資家や年金基金と比べて投資情報に接する機会が限られているため、SECはより詳細な開示基準を求めたようである。⁽⁶⁾

こうした決定に至るまでに、米国投資信託協会（ICI）や米国投資顧問業協会（ICAA）はSECに対してコメントを出した。その内容は、議決権行使方針や手続きの開示には肯定的な反応を示したが、行使結果の開示にはコスト面と新たな利益相反が発生する可能性があるとして反対の姿勢を採った。まず、コスト面に関しては、SECが各ミューチュアル・ファンドの情報開示コストを業界全体で約一四八七万ドル（各ファンド約四〇一八ドルの負担）と算出したが、ICIはこのコストは過小評価されたものであり、SECが提案した方法で開示すれば、業界全体で四一九五万ドルの新たなコスト負担を強いられると主張した。⁽⁷⁾⁽⁸⁾

また、新たな利益相反とは、これまでファンドは無記名投票を行っていたことによって、投資先企業の経営者からの議決権行使に関する圧力を最小化することができていた。ところが、議決権行使結果を開示することによって投票の匿名性がなくなり、投資先企業からの圧力が、また、社会的、政治的な議案に対する議決権行使に対しては、マスコミや利益団体からの圧力も想定され、かえって投資家の利益に基づいた議決権行使が行えない可能性があると主張して、議決権行使結果の開示には反対した。⁽⁹⁾

しかし、SECは完全な議決権行使結果の開示によって、株主はファンドが株主利益に基づいた議決権行使を行っているのか、ファンドが投資先企業のガバナンスに関与しているか監視できること、透明性を向上させ投資家に対する受託者責任を徹底する方が重要であるとして、完全な行使結果の開示を義務付けた。

4 我が国での機関投資家の議決権行使の変遷とルール改正

我が国でも、バブル経済の崩壊後、メインバンクの株式持株比率が低下するとともに、機関投資家の議決権行使の重要性は高まっている。一九九七年に厚生省（当時）が厚生年金保険法の規程を具体化したものとして通達した、いわゆる「受託者責任ガイドライン」（「厚生年金基金の資産運用関係者の役割及び責任に関するガイドライン」）から、機関投資家の議決権行使に対する注目は集まる。その後、二〇〇一年から年金基金運用基金が議決権行使状況を開示し、同年に厚生年金基金連合会も「株主議決権行使に関する実務ガイドライン」を関係受託機関に提示し、受託者責任に基づいた議決権行使とそれによる経営者の規律づけが意識され始めるようになる。

投信会社においても、アメリカで議決権行使方針、行使結果の開示が決定した二〇〇三年三月二三日、投信協会が制定した「議決権の指図行使に係る規定を作成するに当たつての留意事項」で、議決権行使ガイドラインの作成、公表が義務付けられた。また、投資顧問業界でも、日本証券投資顧問業協会（以下、投資顧問業協会と略記）が二〇〇二年四月二六日に出した「議決権等株主権行使研究会」報告書で、投資一任会社が受託者責任を果たすために議決権の積極的行使を求め、議決権行使ガイドラインかスクリーニング基準の作成、開示を求めている。こうした機関投資家の議決権行使に対する注目が高まる中で、機関投資家の議決権行使結果の開示も始まる。それは、投信協会や投資顧問業協会が会員各社に対して、表2、表3に示したとおり、会社提案議案、株主提案議案をそれぞれ項目別に整理したアンケートを実施し、その回答を集計した業界全体の議決権行使結果を開示していた。

しかし、上場会社の経営が会社内部の論理に支配され、外部に対する十分な説明責任が果たされていないなど、上場会社のコーポレート・ガバナンスに対する強い懸念が国内外の投資家から出されていることから、金融審議

会は、上場会社に対するガバナンスが発揮されるために、機関投資家に対して受託者責任に基づいた議決権の徹底を求めた。そして、その手法として、議決権行使結果を公表することによって、機関投資家の議決権行使が適切か否かの可視性を高めようとした。
 こうした金融審議会での議論を受けて、今年一月、

表2 投資信託委託会社における議決権行使アンケート調査結果（2009年）

議案名称	賛成(A)	反対(B)	棄権(C)	反対棄権計(D) (B)+(C)	議案数合計(E) (A)+(B)+(C)	反対等行使比率 (D)/(E)%
利益処分案等	28,909	437	14	451	29,360	2%
取締役選任※1	87,486	7,779	125	7,904	95,390	8%
監査役選任※1	24,503	5,999	12	6,011	30,514	20%
定款一部変更	37,270	3,366	33	3,399	40,669	8%
退職慰労金支給	8,815	2,567	291	2,858	11,673	24%
役員報酬額改定	6,132	253	9	262	6,394	4%
新株予約権発行	3,319	951	1	952	4,271	22%
会計監査人選任	1,065	12	1	13	1,078	1%
再構築関連※2	781	37	1	38	819	5%
その他の会社提案※3	10,855	2,242	9	2,251	13,106	17%
合計	209,135	23,643	496	24,139	233,274	10%

※1：「取締役選任」・「取締役解任」の「反対」には「一部反対」も含む

※2：合併、営業譲渡・譲受、株式交換、株式移転、会社分割

※3：自己株式取得、法定準備金減少、第三者割当増資、資本減少、株式併合、補欠監査役選任等（出所）投信協会ホームページ（<http://www.toushin.or.jp/statistics/report/voting/>）

表3 投資一任契約に係る議決権等行使指図に関するアンケート結果（2009年）

議案名称	賛成(A)	反対(B)	棄権(C)	白紙 委任(D)	反対棄権等計(E) (B)+(C)+(D)	議案数合計(F) (A)+(B)+(C)+(D)	反対等行使比率 (B)/(F)%
利益処分案等	21,156	389	2	2	393	21,549	1.81%
取締役選任	99,651	8,181	4	3	8,188	107,839	7.59%
監査役選任	21,527	5,345	1	0	5,346	26,873	19.89%
定款一部変更	27,592	2,166	0	3	2,169	29,761	7.28%
退職慰労金支給	6,434	1,714	68	0	1,782	8,216	20.86%
役員報酬額改定	5,098	265	8	0	273	5,371	4.93%
新株予約権発行	1,953	618	0	2	620	2,573	24.02%
会計監査人選任	681	20	0	0	20	701	2.85%
組織再編関連※1	581	81	0	0	81	662	12.24%
その他の会社提案※2	6,913	1,734	1	0	1,735	8,648	20.05%
合計	191,586	20,513	84	10	20,607	212,193	121.51%

※1：合併、営業譲渡・譲受、株式交換、株式移転、会社分割等

※2：自己株式取得、法定準備金減少、第三者割当増資、株式併合、買収防衛策等（出所）投資顧問協会ホームページ（<http://jsiaa.medialgalaxy.ne.jp/osiease/index.html>）

投信協会は「議決権の指図行使に係る規定を作成するに当たつての留意事項」を一部改正して、会員各社に議決権行使結果の開示を義務付けることにした。現在の「議決権の指図行使に係る規定を作成するに当たつての留意事項」では、各投信委託会社は次の項目の開示が求められる。それは、議決権の指図行使は受益者の利益を図るためにのみ行うものであることを踏まえ、①規定作成の目的および議決権行使の考え方、②指図行使の意思決定プロセスおよび権限ならびに責任の所在、③スクリーニング基準を設けた場合、その内容を開示することであつた。

二月一二日に出された改正案では、従前から開示を義務付けられていた議決権行使方針および手続きに加え、議決権行使結果も開示が義務づけられた。具体的には、「投資信託委託会社は、国内株式の議決権行使の結果について、開示する項目その他の必要事項をあらかじめ社内規定に定め、原則として五月及び六月に開催された株主総会における議決権行使の結果を取り纏め、八月末を目途に開示する。」との規定を新たに追加した。また、これに加えて、各社が社内規定で定める議決権の指図行使結果の開示項目の参考として、会社提案においては、①剰余金処分、②取締役選任、③監査役選任、④定款一部変更、⑤退職慰労金支給、⑥役員報酬改定、⑦新株予約権発行、⑧会計監査人選任、⑨再構築関係、⑩その他の会社提案の一〇項目を挙げ、株主提案も同様に項目別に分類し、集計した議決権行使結果を開示するよう求めたのであつた。⁽¹⁰⁾

投信協会が参考として挙げた開示項目は、これまで投信協会が会員各社に実施していた議決権行使アンケートの調査項目と同じであり、今回の一部改正の要点は、アメリカのように個別議案に対する議決権行使まで開示するのではなく、これまで業界全体で集計して開示していた議決権行使結果を、投信会社ごとの開示へと変更することである。

5 むすびにかえて

今回のルール改正の背景にあった金融審議会の議論では、議決権行使の可視性を高めることで、機関投資家に受託者責任に基づいた議決権を行使させ、コーポレート・ガバナンスを強化することを目的とし、その手段として議決権行使結果の公表が求められた。この視点から言えば、可視性が最も高まるのは、アメリカのように議決権行使方針、行使手続き、個別議案ごとの議決権行使結果を開示することであることは間違いないだろう。

この点について、金融審議会は、我が国の場合、個別議案ごとに議決権行使結果を開示することによって、発行人会社や各種外部団体などから機関投資家に議決権行使に対する圧力がかかることも予想されると指摘している。おそらくは、投信会社は金融機関の傘下にある会社が多く、金融機関と発行人会社との関係から、個別議案ごとに議決権行使結果を開示することで却って議決権行使の自由が阻害されるおそれがあるのである⁽¹¹⁾。そのため、投信協会はアメリカのように個別議案ごとの議決権行使結果の開示ではなく、個別会社ごとの開示にとどめたのであろうが、それでは受託者責任の観点から問題であり、その点で、当初の目的に対しては不十分な改正にとどまっていると言わざるを得ない。

しかし、今回のルール改正が全く意味を為さないものかと言えば、そうでもなからう。まず、これまで明らかにされてこなかった個別会社の議決権行使結果を知ることができる。このことにより、各社の議決権行使の経年変化（すなわち、白紙委任や棄権が減っているなど）を調べることや、各投信会社の議決権行使結果を比較することも可能となる。こうした情報の分析を投信評価会社などが行い、その結果が投資家に提供されれば、投資家にとっては運用先を決定する際の新たな判断材料の一つとして利用することもできるだろう。また、このように情報が二次利用されることによって、投信会社にとっても受託者責任に基づいた議決権行使を行うプレッシャ

1 にもなるだろう。その意味では、今回のルール改正は不十分なものではあるが、一歩前進したと考えるべきなのではなからうか。

注

- (1) 「日本経済新聞」平成二二年一月九日
- (2) 報告書では、留意点として議決権行使結果を公表することにより、機関投資家に対して発行会社や各種外部団体から、議決権行使に関する圧力がかかるリスクが増大し、かえって議決権行使の自由が妨げられることも考えられ、幅広い観点から検討される必要があると明記している。
- (3) Securities and Exchange Commission "Final Rules: Disclosure of Proxy Voting Policies and Proxy Voting Records by Registered Management Investment Companies" 17 CFR Parts 239, 249, 270, and 274, Release Nos. 33-8188, 34-47304, IC-25922; File No. S7-36-02, RIN 3235-AL64, 31 January 2003 (<http://www.sec.gov/rules/final/33-8188.htm>)
- (4) Investment Counsel Association of America "2002 Evolution Revolution Report" September 2002 (http://www.investmentadviser.org/eweb/docs/Publications_News/Reports_and_Brochures/IAA-NRS_Evolution_Revolution_Reports/evolution-revolution_2002.pdf)
- (5) Securities and Exchange Commission "Final Rules: Proxy Voting by Investment Advisers" 17 CFR Part 275 [Release No. IA-2106; File No. S7-38-02] RIN 3235-AL65 31 January 2003 (<http://www.sec.gov/rules/final/ia-2106.htm>)
- (6) 中井彦実「米国における運用会社に対する議決権行使の新たな規制について—SECによる議決権行使結果等開示規則の強化策—」『投資顧問』No. 30 二〇〇三年四月二二日

- (7) Securities and Exchange Commission "Proposed Rules: Disclosure of Proxy Voting Policies and Proxy Voting Records by Registered Management Investment Companies" 17 CFR Parts 239, 249, and 274 [Release Nos. 33-8131, 34-46518, IC-25739; File No. S7-36-02] RIN 3235-A164 20 September 2002 によれば、SECはFORM N-1A、N-2、N-3の作成に二二六万ドル、年次報告書などへの議決権行使方針、手続き、行使結果、方針に矛盾した議決権行使の記載に五九六万ドルの追加コスト、それらの郵送費として二二五万ドルの追加コスト、Form N-CSR による開示で五二〇万ドル、合計一四八七万ドルが議決権行使方針、手続き、行使結果開示に伴うコストと試算した (<http://www.sec.gov/rules/proposed/33-8131.htm>)。
- (8) Investment Company Institute (ICI) は、システムを組むなどの初期費用に三三八〇ドル（以下、一ファンドあたり）、株主数の相違や外国人株主の有無、サービスプロバイダ利用料などで五五三〇ドル、Form N-CSRの開示による問い合わせに対するコストとして当初一〇五〇ドル、年間コスト三一八〇ドルに秘密投票できなくなる損害などで年間四一九五万ドルの負担が必要と主張した。 (http://www.ici.org/policy/comments/02_sec_proxy.com)
- (9) ICIホームページ (http://www.ici.org/policy/comments/02_sec_proxy.com)
- (10) 社団法人 投資信託協会 『議決権の指図行使に係る規定を作成するに当たっての留意事項』の一部改正に係る意見募集について』平成二二年二月二二日
- (11) 第三回の金融審議会で、「議決権行使結果を開示すると、各種団体や発行会社から圧力がかかるから開示しないというのは、何とも情けない理由づけでありまして、これでは機関投資家が、いつまでも責任のある行動ができないこと。そして、何より機関投資家が受託者責任を果たしていることを説明するようになってほしい」という意見も出されていた。

(ふかみ やすたか・客員研究員)

証研レポート既刊目録

No.1642 (2007.6) 日本のレボ市場の現状と課題 最近のLBOブームの特徴と背景 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 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ボ・スウィーズへの対応ー	執筆者 中島 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 エクイティ・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IPOー 名義株主と真の株主	中島 松尾 伊豆 福本
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FINRA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.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 新たなレボ指標レポート「東京レボ・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.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者の排除等について 米国における「証券リテラリティー」の潮流 政府系ファンドをどう見るか EU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NMSと米国株式市場	梅本 坂下 二上 伊豆 横山 吉川
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 JDR（日本版預託証券）とは何か？	奥村 中島 松尾 清水 福本
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IT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	入江 二上 伊豆 吉川 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） 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.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 MIFID後のヨーロッパ株式市場 住宅ローン証券化商品の市場規模と価格形成	執筆者 坂下 二上 伊豆 吉川 横山
No.1651 (2008.12) 「貯蓄から投資へ」の動きとファイナンシャル・プランナー 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.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.1653 (2009.4) 銀行証券分離廃後の「ゲームのルール」 ー「CSE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 ー米国におけるレボ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 ニューボートバイニ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.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FRBの金融危機対策 ヨーロッパの市場間競争 ー取引所 MTF ダーク・プールー 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.1655 (2009.8) 矛盾するレボ差額非課税の論理 企業再生手法の現状 ー私的整理と法的整理をめぐるー 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 スポンサーなしADR急増の理由 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	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・MMF・FRB 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
No.1657 (2009.12) リーマン・ブラザーズ証券の破綻とフェイル債の整備に向けて 私的整理の拡充と課題 アメリカのダークプール規制について 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 独立取締役導入義務化を巡って	中島 松尾 清水 福本 深見
No.1658 (2010.2) 最近における金融経済教育の動向について 最近の証券業界の動向 IMFをめぐる最近の動き SECの株式市場構造コンセプト・リリース ーレギュレーションNMSの修復ー 規制強化迫られる証券化商品市場	坂下 二上 伊豆 吉川 横山

証券図書館

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

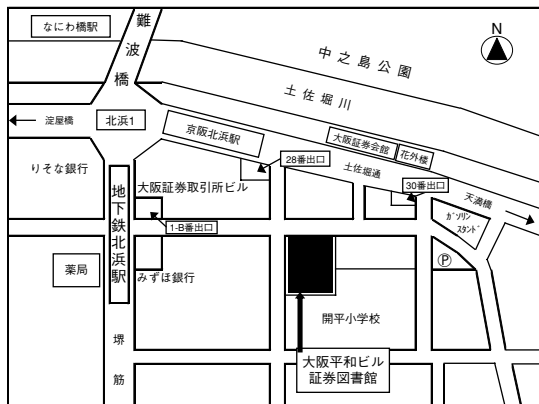
所在地 大阪市中央区北浜 1-5-5 大阪平和ビル地下1階
TEL (06) 6201-0062

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

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

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

(みなさんのご利用をお待ちしております。)



道順
地下鉄堺筋線・京阪本線
北浜駅 1-B 番出口又は
28番出口より徒歩2分

日本証券経済研究所のホームページ (<http://www.jsri.or.jp>) から図書の検索ができます。ご利用ください。

公益財団法人への移行について

この度、当研究所は、内閣府公益認定等委員会からの認定を受け、平成22年4月1日付で、公益財団法人へ移行しました。

移行に伴い、法人名称を公益財団法人日本証券経済研究所大阪研究所に改めるとともに、公益財団法人として、金融・資本市場に関する学術の振興や金融・資本市場の活性化を通じた国民生活の向上のために、より一層邁進していく所存であります。

今後とも、従前同様、当研究所の運営につき、ご理解とご支援を賜りますようお願い申し上げます。

証研レポート第一六五九号
二〇一〇年四月十二日発行

(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

2010年4月号

発行所

公益財団法人 **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)