

村上ファンドによる大証株取得とその波紋

大崎 貞和

要 約

1. 最近では阪神電鉄の株式取得で話題になっている「物言う株主」として著名な村上世彰氏が率いる M&A コンサルティング（通称村上ファンド）が、2005 年 1 月以降、大阪証券取引所の株式を大量に取得し、注目を集めた。
2. 村上氏は、大証が計上している約 200 億円に上る巨額の利益剰余金を大幅な増配などで株主に還元することを求めた。また、8 月には、持株比率を 10% から 20% へ引き上げることを狙って、金融庁に対して株式保有に関する認可の申請を行ったが、利益相反の危険性が大きいとして拒否された。
3. 多額の利益剰余金をめぐっては、大証経営陣は、先物取引の決済リスクに対処するために必要な資金だとしている。ベアリングズ事件の経験や BIS と IOSCO による清算機関のあり方に対する勧告内容などに照らして考えれば、村上氏の主張には難点が多いように思われる。
4. 金融庁による認可拒否は、現行法の規定に照らせば、妥当な判断であったと言える。証券取引所の株式保有を制限する日本法の制度は、国際的にみても厳しいものだが、利益相反を排除する趣旨と考えれば、概ね妥当なものと言えよう。

I. これまでの経緯

2005 年 1 月以降、元通産官僚の村上世彰氏が率いる M&A コンサルティング（通称村上ファンド）が、大阪証券取引所の株式を大量に取得し、市場の注目を集めている。村上氏は、大証が計上している約 200 億円に上る巨額の利益剰余金を大幅な増配などで株主に還元することを要求している。発行済み株式の 10% を保有することになった 3 月末以降、そうした主張を積極的に展開し、8 月には、20% の株式取得をめざして証券取引法に基づく金融庁に対する認可申請を行った。

村上氏は「物言う株主」として著名であり、

株主価値向上のための積極的かつ直接的な働きかけを行うと自らのホームページ上でも表明している。2002 年には、東京スタイルの実質的な筆頭株主となり、大幅増配や自己株式取得などの株主還元策を提案して名を上げた。その後も、東京スタイルへの株主提案を毎年行っているほか、有価証券報告書の虚偽記載が問題化した西武鉄道の経営権取得を提案するなど、活発な動きをみせている。最近では、2005 年 2 月以降のニッポン放送をめぐる経営支配権争奪戦において、同社の大株主の一人として、その動向が注目を集めたほか、2005 年 10 月には阪神電鉄の株式を大量に取得し、傘下の人気球団である阪神タイガースの株式上場を提案するなどして話題を呼

んでいる。

大証側は、村上氏の主張に対して、デリバティブ取引における決済の安全性確保には一定の現預金を持つ必要があると説明したものの、納得を得られなかったとされる¹。その後、村上氏は、自らを社外取締役を選任するよう提案することも示唆したとされ、現経営陣との間で様々なやり取りが繰り返されることになった。

II. 利益剰余金還元要求の問題点

1. ベアリングズ事件の教訓

デリバティブ市場における決済の安全性を確保するために多額の現預金が必要という大証経営陣の主張は、決して絵空事ではない。

大証は、日経 225 株価指数先物取引を市場運営ビジネスの最大の柱としているが、1995 年のベアリングズ事件では、その日経 225 先物を使った大規模な不正取引が、名門マーチャント・バンクの経営破綻と市場の危機を引き起こした。シンガポール駐在のトレーダーであったニック・リーソン氏が、大証の日経 225 先物、東証の TOPIX 先物の取引で積み上げた膨大な建玉が、所属していたベアリングズの経営破綻によって、未決済のまま残されることになったのである。

このときは、まず、他の会員証券会社が決済を代行し、建玉の処分によって生じる損失をベアリングズが差し入れていた取引証拠金と相殺することで処理を進めることになった。大証の場合、ベアリングズの経営破綻が明らかになった時点では、処分による損失は 300 億円に達するものと予想された。ベアリングズが差し入れていた取引証拠金も、ほぼ同額であったが、それだけで損失をカバーすることができない場合には、会員が予め取引所に預託していた違約損失準備金等を取り崩して損失を処理することとされた²。

結局、時価 3,000 億円にも上った建玉の処

分は円滑に進み、損失も当初の予想よりは小幅にとどめることができた。ベアリングズ自体も、オランダの大手金融グループ ING によって買収されることになった。とはいえ、この間における大証、東証の役職員を始めとする関係者の苦悩と苦心は並大抵のものではなかった。当時の新聞は、2月25日のベアリングズ破綻の第一報から3月5日のINGグループによる買収合意までを、世界初の社会主義政権を成立させたロシア10月革命になぞらえて「世界を揺さぶった10日間」とすら呼んでいる³。

2. 決済資金確保の必要性

1) 違約損失準備金の現状

今後、再び（あってはならないことだが、不幸にして）同じような事態が生じた場合、相場の動向次第では、破綻した取引参加者（証券会社）の建玉処分に伴う損失が、当該参加者によって差し入れられていた取引証拠金の範囲を超えるという可能性も大いにあり得る。その場合には、やはり、取引参加者が取引所に預託している預託金やかつての違約損失準備金等に相当する資金が処理に充てられることになる。

ところが、取引所が 2000 年の証券取引法改正を受けて株式会社化されてからは、違約損失準備金等は、取引所の剰余金として貸借対照表の資本の部に計上されるようになっていいる。また、違約損失準備金等相当額は、現預金及び有価証券の形で保有されており、包括的に資産の部に計上されることになっている。つまり、村上氏側が、株主へ還元するよう求めた現預金のうち、少なくとも一部は、万一の場合には、取引所が制度上拠出しなければならないことになっている決済資金だったのである。

2) 清算機関に関する国際機関の勧告

もちろん、村上氏は、大証の保有現預金等の全てを株主に払い戻すよう要求しているわけではない。決済リスクを担保するための資金が必要だという事情は十分に理解した上で、現在の現預金の保有水準が不適切だと主張しているのであろう。

この主張の妥当性を考える上では、2004年11月、国際決済銀行（BIS）の支払決済システム委員会と証券監督者国際機構（IOSCO）が共同で策定した「清算機関に関する勧告」の内容が参考になる⁴。

この文書には、取引所取引等において、取引参加者の直接の取引相手となることで取引の円滑な執行を図る清算機関（central counterparty: CCP）が直面する様々なリスクに対処するための方策として、15の勧告が盛り込まれている。

このうち清算機関の財務資源について述べた勧告5は、「清算機関は、最低限、極端ではあるが現実に起こり得る市場環境下において、最大のエクスポージャーを有する参加者の破綻に耐えるような十分な財務資源を維持すべきである」とし、そうした財務資源の保有形態（現金かどうか等）、充分性に関する検証の方法（様々なシナリオの下で定期的にストレス・テストを行うこと等）などについて詳細な解説を加えている。

勧告5の本文では、確保すべき決済資金の額について「最大のエクスポージャーを有する参加者」一社の破綻に耐えられることが最低限の要請とされているが、解説を併せ読むと、それだけで十分だとしているわけでは決していないことが明らかとなる。すなわち、大規模な破綻がその後の市場を不安定にする可能性や複数の参加者が短期間のうちに破綻する可能性をも考慮した対応を講じるべきであるとされるのである。

ちなみに、大証は、2004年9月末時点で現金及び預金を258億円保有し、総資産に占

める割合は16.8%である。確かに、現預金の金額は大きいし、総資産に占める割合も、決して低いものではない。しかし、海外の先物取引所をみても、例えば、シカゴ・マーカントイル取引所（CME）は、2004年12月末時点で、現金及び現金同等物を3億5,756万ドル保有し、総資産に占める割合は12.5%となっている。また、大証における「極端ではあるが現実に起こり得る市場環境」の実例とも言えるベアリングズ事件の際に、当初、建玉処分による損失が300億円に達すると見込まれたことも想起されるべきであろう。

大証の株主が会社資産のあり方に関して意見を述べることは、当然自由だが、これらの事実だけからでも、大証が余分にキャッシュを持ちすぎて非効率な経営になっていると短絡的に結論づけるのは、妥当でないように思われる。現在の現預金の保有水準の妥当性は、上で触れた国際機関の勧告内容も考慮に入れながら、改めて慎重に検証が加えられるべきであろう⁵。

3. 清算機関の損失補填ルールのあり方

決済リスクが顕在化した場合の短期的な資金確保に関する上述のような観点からは、大証の保有する現預金の取扱いをめぐる村上氏の考え方には問題が少なくないと言わざるを得ない。これに対して、大証経営陣の主張は、概ね首肯し得るものと言えるだろう。しかし、大証における決済事故への対応をめぐる現在の仕組みには、村上氏の指摘とは別に、最終的な損失負担の方法について、問題が残されているように思われる。

大証の制度では、違約損失準備金等を取り崩しても決済不履行による損失がカバーできなかった場合には、取引参加者（証券会社）に対して資金の徴求が行われることになっている。いわば「奉加帳」方式である。これは、証券取引所が、長年にわたって、相互の助け合いに基礎を置く会員制で運営されてきたこ

とに由来する仕組みであろう。

しかし、この制度をめぐっては、取引所の株式会社化が議論された際、市場のリスクが顕在化して生じた損失に対して、証券会社だけがいわば無限責任を負う一方、株主の責任が全く問われないのはおかしいとの観点から異論も提起された。将来、実際に資金を徴求するとなると、取引参加者の強い反発が予想されるだけでなく、場合によっては、証券会社の連鎖的な経営破綻を誘発することにもなりかねない。

この点について、大証と同じように先物取引の清算・決済を行っている海外の清算機関をみると、参加者への追徴をできるだけ避けようとするばかりでなく、参加者から既に徴求している預託金に手を付ける前の段階で、清算機関の剰余金を活用することとしている

例が少なくない（図表1）。

もともと、先物や現物証券の取引における清算機関方式は、取引参加者が、直接の取引相手の信用リスクを懸念することなく、安心して取引に参加することができるようにするための仕組みである。極めて低い確率であっても、決済リスクが顕在化した結果として、事後的に資金を徴求される可能性があるのでは、カウンターパーティー・リスクをなくするという清算機関の存在意義が発揮されていないということになりかねない。海外の清算機関が、取引参加者の負担をできるだけ避けるような損失補填ルールを設けているのは、そのためである。

国際的な市場間競争の下で、清算機関に対する安心感は、市場の競争力を決定づける一つの重要な要素となっている。取引参加者の

図表1 海外の主要な先物取引清算機関における損失補填ルール

	LCH	Eurex	CME	OCC	SGX
	London Clearing House, 英国の現物株・派生商品の清算機関。現在は Clearnet と統合し、統合後の持株会社の子会社として存在。	欧州最大のデリバティブ取引所。清算子会社も保有。	Chicago Mercantile Exchange シカゴ・マーカンタイル取引所	Option Clearing Corporation, 米国におけるオプションの統一的な清算会社	Singapore Exchange シンガポール取引所
取引参加者の預託金	② 636 億円	② 742 億円	② 924 億円	① 1,680 億円	②
保険	③ 410 億円				
資本金・利益剰余金	① 20.5 億円 ④ 残余	① 5.3 億円 ^{※1}	① 90 億円		①(①, ②合わせて210億円)
その他					
参加者追徴			③	②	③
参加者負担の上限目処	デフォルト基金への預託額（取引類型により異なる。最低額：2,050万円）以上の義務無し	デフォルト基金（最低額：他社清算参加者（GCM）7億円、自社清算参加者（DCM）1.4億円）への預託以上の義務は明定されていない。	清算基金への預託額及びその所要額（最低額：5,250万円）の2.75倍の抛出負担	清算基金への預託額及びその所要額（当該額まで追徴された段階で脱退する権利有り、脱退しない場合は上限無し）	追徴の上限：5.2億円（信用状を預託している場合のみ）

(注) 1. ユーレックスの資本金・利益剰余金 5.3 億円は、損失補填のための特定準備金である Clearing Reserve 勘定の金額を示す。
 2. 円換算のために用いた為替レートは、1ドル=105円, 1ユーロ=140円, 1ポンド=205円。
 3. 丸番号は、破綻参加者の証拠金、預託金等の資産処分ですり足りない場合の損失補填への充当順序を示す。
 (出所) 大阪証券取引所資料より作成

リスク負担をできるだけ軽減することで、市場の魅力を高めることが、今後、前向きに検討されるべきではなからうか。

Ⅲ. 株式取得認可申請とその拒否

1. 認可申請とその背景

一方、大阪証券取引所株式の20%以上を取得するために行われた金融庁に対する認可申請をめぐるのは、8月13日、双方が意見を述べる審問が行われ、金融庁側が認可する考えのないことを明らかにした⁶。その後、金融庁は、正式に認可を拒否した。村上氏は、「裁量権の濫用だ」として金融庁の姿勢に反発したが、現在のところ、行政訴訟といった事態には至っていないようである。

このような申請や審問が行われたのは、証券取引法の規定により、株式会社形態をとる証券取引所については、特定の株主が単独で50%超の株式を保有することが原則として禁じられ、20%以上を保有して主要株主となる場合には、予め認可を受けることが求められているからである（103条、106条の3）。なお、証券取引所、証券取引所持株会社、証券業協会等は、認可を得ずに主要株主となり、また、認可を得て50%超の株式を保有することができるものとされている（103条1項但し書、106条の3第1項但し書）⁷。

村上氏は、大証の経営のあり方に対して積極的な発言を続けており、既に触れたように、利益剰余金として計上されている多額の内部留保資金を大幅な増配等で株主へ還元するよう要求したほか、システム障害問題をきっかけとしてヘラクレス市場への上場申請の受付を停止する事態に陥ったことを強く批判したりもしている。その村上氏が、8月の段階で保有比率の更なる引き上げをめざす認可申請に踏み切ったのは、証券会社が大きな割合を占める現在の大証の株主構成を変化させ、適切な社外取締役の選任を求め、コーポレー

ト・ガバナンスの強化を図るためだとされる。

2. 認可拒否とその妥当性

金融庁は、審問において、村上氏に対する認可の可否を証券取引法の定める要件（106条の4第1項各号）のうち「認可申請者がその対象議決権を行使することにより、株式会社証券取引所の業務の健全かつ適切な運営を損なうおそれがないこと」という要件を満たしていないとして、認可を拒否すべきとの判断を固めたことを明らかにした。

その根拠としては、村上氏自身が自ら運用するファンドに多額の出資を行っており、かつ当該ファンドが、大証に上場していたり今後上場する可能性のある銘柄に投資していることから、大証の上場審査・管理、売買監視といった自主規制業務との間に利益相反の可能性が認められるという点があげられた。

証券取引法は、証券取引所株式の20%以上を保有する主要株主となるための認可が申請された場合には、申請者が106条の4第1項に掲げられた三つの要件全てを満たしていることを確認した上でなければ認可をしてはならないとしている⁸。

これは、同じ証券取引法の規定でも、一定の欠格事由に該当する場合には登録が拒否されるという証券会社登録などに比べて、厳格な審査を求めるものである。仮に、「証券取引所の業務の健全かつ適切な運営を損なうおそれがある場合には認可を拒否できる」という規定であれば、いくら利益相反の可能性があると云っても、その問題が顕在化する蓋然性がよほど高くなければ、認可を拒否すべきではないだろう。

しかし、現行の規定はそうではない。金融庁が指摘した利益相反の問題もさることながら、先物取引における決済が適切に行われなくなるといったリスクは取引所株主が負うべきではなく、日銀特融等で解決すべき問題だといった趣旨の過去の同氏の発言に接すれば、

誰しも、村上氏による経営への積極的な介入を許しても、「株式会社証券取引所の業務の健全かつ適切な運営を損なうおそれ」が全くと断言することには躊躇する。今回の金融庁の判断は、恣意的で理由のない不当なものとは言えず、村上氏の言う「裁量権の濫用」、あるいは「(不当な)裁量行政」といった批判は当たらないだろう。

3. 広くみられる取引所株式の保有規制

証券取引所のように、公益性の高い事業を営む企業に関して、一般企業とは異なる株主規制を課すことには、一定の合理性がある。誰もが無制限に公益企業の株式を取得できるのであれば、不適格な支配株主が、公益企業を自らの私的利益のために利用する危険があることに加え、参入時の免許、認可などの業法規制の潜脱に使われる可能性も排除できないからである。事実、少なからぬ国々で、証券取引所の株式の保有に関する業法上の規制が行われている。

例えば、フランスやドイツでは、証券取引所の株式の一定割合以上を取得する場合には、事前の届出が必要であり、監督当局が、取引所運営会社の適切な運営を妨げる恐れがあると判断する場合には、株式取得の禁止、議決権行使の制限などが可能とされている。また、シンガポールや香港では、取引所株式の5%以上、オーストラリアでは15%超を取得する場合に、日本法と同様に事前認可が必要とされている。その認可要件も、例えばオーストラリアの場合、「主務大臣が国益に合致していると判断した場合」と、日本法の規定以上にあいまいである(会社法 851B 条 1 項)。

これに対して、資本市場が世界で最も高度に発達している米国と英国では、取引所株式の保有に関する業法上の規制は特に設けられていない。とはいえ、米国においても、個別の取引所の規則に基づいて単独で議決権の20%以上を保有することを禁じている例が

あるほか、2004年11月に提案されたSEC規則案には、取引所会員(取引参加者)が、取引所の議決権の20%超を単独で保有することの禁止が盛り込まれている⁹。取引所規則に対する監督当局の認可などの規制に加えて、取引所株式の保有についても何らかの制限を設けようとするのは、世界的な潮流であると言っても差し支えないであろう。

4. 株式保有制限の問題点

しかしながら、取引所株式の保有制限という規制手法には問題点もある。一般に、上場企業が敵対的買収の危険にさらされることは、経営者の緊張感を高め、経営効率を高めると言われるが、株式保有の制限が行われていると、そうした経営者への牽制効果が減殺され、非効率な経営につながる懸念がある。制度上、経営支配権が得られないという事実が、取引所株価のディスカウント要因となる可能性もある¹⁰。

また、同じ保有制限であっても、前述のドイツやフランスのような事後介入型の規制と日本や香港、シンガポール、オーストラリアのような事前認可型の規制では、その厳しさにはかなりの違いがある。更に言えば、事前認可型という仕組みをとったとしても、どのような認可要件を設けるかによって、規制の厳しさは異なってくる。今回の事態は、日本法の規制が、かなり制限的な内容であることを浮き彫りにした。

審問において、村上氏は、金融庁側の主張が認められるのであれば、誰でも認可を拒否されてしまい、現行法自体に不備があると主張したという。現行法の規定が「不備」であるかどうかはともかくとして、確かに、「証券取引所の業務の健全かつ適切な運営を損なうおそれがない」ことを確認しなければならぬとなると、実際に既に証券取引所を健全かつ適切に運営している実績がある、といった者でもなければ、認可を受けることは難し

いかも知れない。

金融庁は、この認可要件を取引所の自主規制機能との利益相反の恐れを排除する趣旨と解しているようだが、そうなると、村上氏のようなファンドだけでなく、上場会社、証券会社、今後上場する可能性のある会社などによる株式取得も拒否すべきという結論が導かれることになるだろう。そのような理解が正しければ、証券取引所の主要株主となることが認められ得るのは、証券取引所か証券業協会くらいだということになる。日本法上の証券取引所や証券業協会は、106条の3第1項但し書の規定によって認可を受ける必要がないから、この認可要件は、外国の証券取引所や証券業協会が日本の証券取引所の主要株主となろうとする場合を念頭に置いているとでも考えるしかないことになる。

もちろん、証券取引所の運営に係わる利益相反の弊害を重くみる立場からは、そのような解釈で何ら問題はないという見方が成り立つ。他方、利益相反の弊害は認識しつつも、多様な主体が取引所の経営に係わることで活発な市場間競争が健全に行われると考え、より緩やかな規制を求める考え方もとり得るだろう。

おりから、東京証券取引所の株式上場計画が一つのきっかけとなり、取引所の自主規制機能のあり方が改めて検討されつつある¹¹。そこで問題の焦点となっているのは、株主の声を背景にしながら営利を追求するであろう市場運営部門が、公益を体現する自主規制部門との間での利益相反を生じさせるのではないかという問題である。仮に、今回示された解釈のように、株式保有の段階で、利益相反の懸念を小さくすることができるのであれば、その株主の意を体した経営陣による利益相反の懸念は、かなり小さくなると思われることもできよう。

村上氏の一連の行動は、自主規制機能を備える公益的な機関としての証券取引所のガバ

ナンスはいかなる形をとることが望ましいのかという問題をめぐる議論に、一石を投じることになったと言えよう。

¹ 『日本経済新聞』2005年4月8日付け地方経済面(兵庫)。

² 『日本経済新聞』1995年2月28日付け1面。

³ 『日本経済新聞』1995年3月7日付け9面。

⁴ Committee on Payment and Settlement Systems, Technical Committee of the International Organization of Securities Commissions, Recommendation for Central Counterparties, November 2004. 本勧告については、日本銀行金融研究所の下田知行企画役にご教示頂いた。記して感謝したい。もちろん、本勧告に関する本稿の記述に誤り等があれば、それらは全て筆者の責任に帰すべきものである。なお、この勧告自体に拘束力はないが、世界の主要な中央銀行、証券市場監督機関によって構成される権威ある国際機関の見解であり、各国の当局によって十分尊重されるものと予想され、その意義は大きい。

⁵ 大証は、2005年7月、清算機関を兼ねる上場取引所のキャッシュ・マネジメントのあり方に関する諮問委員会(委員長:森本滋京都大学大学院法学研究科教授)を設置し、この問題の本格的な検討に入っている。筆者は、同委員会のメンバーであるが、本稿の内容は、あくまで筆者の私見であり、同委員会の審議内容や見解とは一切関係がない。

⁶ 審問は公開で行われ、金融庁及び村上氏の主張が、『日経金融新聞』2005年8月18日付け3面に詳しく報じられている。

⁷ 2003年改正までは、5%以上の株式保有がいかなる者に対しても禁じられるという更に厳しい規制であった。

⁸ 本文中で触れた要件のほか、「証券取引所の業務の公共性に関し十分な理解を有すること」及び「十分な社会的信用を有する者であること」の二つがある。

⁹ 拙稿「米国証券市場における自主規制見直しの動き」『資本市場クォーターリー』2005年冬号43頁以下、47頁。

¹⁰ もっとも、このことは取引所株式の上場を否定する論拠にはならないだろう。経営支配権の異動を可能にすることが株式上場の主たる目的ではないからである。

¹¹ 東証は、2005年7月、自主規制業務のあり方に関する特別委員会(委員長:江頭憲治郎東京大学大学院法学政治学研究科教授)を設置し、10月半ばにも結論を取りまとめる見通しである。筆者は、同委員会のメンバーであるが、本稿の内容は、あくまで筆者の私見であり、同委員会の審議内容や見解とは一切関係がない。