

図説

アメリカの 証券市場

2019年版

Securities Market in the USA

公益財団法人 日本証券経済研究所

図 説

アメリカの証券市場

2019年版

公益財団法人 日本証券経済研究所

は し が き

当研究所では、日本、欧米、アジアの各地域の証券市場についてわかり易く解説した『図説 証券市場』シリーズを刊行し、日本については隔年、海外のシリーズについては数年毎に最新の情報、データを取り入れて版を改めている。今回はこれまでの『図説 アメリカの証券市場』2016年版を改訂し、2019年版として刊行することとした。

アメリカの証券市場は、20世紀初頭から多くの挫折を経験しながらも、目ざましい発展を遂げ、質、量ともに世界の中心的市場として良くも悪くも世界に大きな影響を与えてきた。我が国の証券市場もその影響を大きく受けるとともに、制度面でも多くの部分がアメリカの制度を参考に構築されてきた。

2007年以降のサブプライムローン問題やそれに続くリーマンショックは、アメリカの金融、証券市場の失敗の1つの典型例であろう。これを契機に、いわゆるドット・フランク法が制定され、危機対応を中心に幅広い金融証券規制の改革が行われた。危機から10年余りが経過し、これらの改革について見直しの動きが生じており、FRBの金融政策とともに、今後の動向や影響が注目される場所である。また、FinTechをはじめとした金融の新しい潮流についても注意しておく必要があると思われる。

金融証券市場をめぐる環境が大きく変化している中で、アメリカの証券市場についてこれまでの展開や現状を俯瞰することは、証券市場、規制の体系的な理解や調査、研究の深化にとって極めて重要なことであろう。その意味では本書は最も適した内容となっていると自負しており、おかげ様で多くの読者にも好評をいただき、1977年版以降12回にわたり版を重ねることになった。

今回の2019年版では2016年版以降の諸制度や市場構造の変化、たとえば米国

市場における新たな資金調達手法の発展や証券業・投資顧問業の新たな動きなどを織り込み、図表やデータ等も出来る限り更新している。多くの研究者、学生、実務家、投資家を含む市場利用者の方々に利用していただければ誠に幸いである。

本書の執筆は次のページの分担表に示すように当研究所の研究員、客員研究員、特任リサーチ・フェローを中心に多くの研究者や実務の専門家に分担していただき、当研究所の小林陽介研究員が全体の取りまとめに当たった。執筆者各位の御労苦に深く感謝したい。

2019年5月

公益財団法人 日本証券経済研究所
理事長 増 井 喜一郎

執 筆 分 担

第1章	証券市場の歴史	小林 陽介	当 研 究 所 研 究 員
第2章	金融構造と証券市場	清水 葉子	福井県立大学経済学部准教授 当 研 究 所 客 員 研 究 員
第3章	債券発行市場	松尾 順介	桃山学院大学経営学部教授 当 研 究 所 客 員 研 究 員
第4章	株式発行市場	田代 一聡	当 研 究 所 研 究 員
第5章	債券流通市場	横山 史生	京都産業大学国際関係学部教授 当 研 究 所 客 員 研 究 員
第6章	株式流通市場		
I	全米市場システム (NMS)	吉川 真裕	当 研 究 所 客 員 研 究 員
II	証券取引所	木村 亮太	日本取引所グループ ニューヨーク駐在員事務所長
		Sara Beam	日本取引所グループ ニューヨーク 駐在員事務所 シニア・リサーチャー
III	店頭市場	大崎 貞和	野村総合研究所未来創発 センターフェロー
第7章	デリバティブ	吉川 真裕	前 出
第8章	証券決済制度	福本 葵	帝塚山大学法学部教授 当 研 究 所 客 員 研 究 員
第9章	証券化商品市場	田代 一聡	前 出
第10章	M&A活動と証券市場	小林 陽介	前 出
第11章	証券業者と証券業務	沼田 優子	明治大学国際日本学部特任教授 当 研 究 所 客 員 研 究 員
第12章	投資顧問	川崎 勝彦	日本投資顧問業協会 主 任 調 査 役
第13章	ファイナンシャル・ゲートキーパー		
I	格付機関	小立 敬	野村資本市場研究所 主 任 研 究 員
II	証券アナリスト	北川 哲雄	青山学院大学名誉教授・ 首都大学東京特任教授
		森 直子	日本証券アナリスト協会 国 際 第 一 部 特 任 研 究 所 長
第14章	投資信託	明田 雅昭	リサーチ・フェロー
第15章	証券金融	黒子 裕之	日本証券金融 リスク管理部調査役
第16章	証券税制	山田 直夫	当 研 究 所 主 任 研 究 員
第17章	証券規制	若園 智明	当 研 究 所 主 席 研 究 員

目 次

はしがき

執筆分担

略語一覧

第1章 証券市場の歴史

1. 証券市場の形成期——19世紀前半まで 2
2. 鉄道証券と工業株市場の形成——19世紀後半から
 第1次世界大戦まで 4
3. 投機的ブームの高揚と崩壊——1920年代 6
4. 低迷と改革——1930年代 8
5. 利回り革命と機関投資家——1950年代 10
6. 「黄金の60年代」とミューチュアル・ファンド・ブーム 12
7. ニフティ・フィフティ銘柄への集中投資と二重相場
 ——1960年代末から1970年代前半 14
8. 証券市場の混乱と改革の衝撃——1970年代 16
9. 金融革新の進展 18
10. M&A ブームと「負債の時代」——1980年代後半 20
11. 年金, ミューチュアル・ファンドの急増と株価上昇
 ——1990年代前半 22
12. ネット・バブルの発生と崩壊——1990年代後半 24
13. サーベンス・オクスリー法（企業改革法, SOX 法）の
 成立とその影響 26
14. サブプライム問題の深刻化 28
15. グローバルな金融システムの危機へ 30
16. 金融システム危機への対応 32

目次

17. 金融規制改革の進展——ドッド・フランク（DF）法の成立	34
18. 常態への復帰——FRBの出口戦略と金融規制の見直し	36
19. 上場企業数の減少と新たな資金調達手法の発展	38

第2章 金融構造と証券市場

1. 金融市場と証券市場	40
2. 企業の資金調達	42
3. 政府証券市場	44
4. 個人金融資産	46
5. 主要機関投資家の資産運用	48

第3章 債券発行市場

1. 発行債券の種類	50
2. 国債入札方式（単一価格方式）	52
3. 引受と管理	54
4. 財務省証券	56
5. インフレ連動債	58
6. 政府機関債	60
7. 地方債	62
8. 社債	64
9. 高利回り債（ハイ・イールド債）	66

第4章 株式発行市場

1. 概観	68
2. 新規公開発行（IPO）	70
3. 公募増資発行（PO）	72
4. 登録届出適用除外取引	74
5. 外国株式の発行	76
6. 投資銀行の役割	78

第5章 債券流通市場

1. 債券の種類と流通利回り・売買高	80
2. FRBによる量的緩和における債券の購入等	82
3. 財務省証券の残高・保有額・売買高	84
4. 財務省証券の売買取引	86
5. 政府機関債・政府関連機関債・公的MBS市場	88
6. 地方債市場	90
7. 社債市場	92
8. 債券レポ取引	94
9. GCレポ取引の仕組みとその改革	96

第6章 株式流通市場

I 全米市場システム (NMS)

1. NMSの概要	98
2. 市場情報の統合	100
3. 市場間の注文回送システム	102
4. トレード・スルー規則	104
5. PTS	106
6. ECN	108
7. レギュレーションATS	110
8. ナスダックの対応	112
9. フラグメンテーション・リリース	114
10. レギュレーションNMS	116
11. レギュレーションNMS以後	118
12. 市場構造コンセプト・リリース	120

II 証券取引所

1. 取引所市場の構成	122
2. 取引所業界の再編	124
3. 取引市場間の競争	126
4. 自主規制機能の再編	128

目次

5. NYSE レギュレーション等と FINRA	130
6. 取引所の組織構造	132
7. NYSE における取引の仕組み (1)	134
8. NYSE における取引の仕組み (2)	136
9. 取引の清算及び決済	138
10. 上場制度	140
11. 上場会社管理	142

Ⅲ 店頭市場

1. 店頭市場の歴史と現状	144
2. ナスダックの歴史	146
3. OTC ブリテンボード	148
4. ピンクシート	150
5. OTC マーケッツ	152
6. 未公開株式の流通市場	154

第7章 デリバティブ

1. 金融先物取引	156
2. 金融先物市場の特徴	158
3. 新たな株式関連先物取引	160
4. 金融オプション取引	162
5. 金融オプション市場の特徴	164
6. 株式オプション取引	166
7. 店頭デリバティブ取引	168
8. 店頭デリバティブ市場の特徴	170
9. クレジット・デリバティブ取引	172
10. 店頭デリバティブ規制	174

第8章 証券決済制度

1. アメリカの証券決済制度の概要	176
2. NSCC の役割	178

3. DTC の役割 (1)	180
4. DTC の役割 (2)	182
5. 機関投資家向けネットティングサービス (ID ネット)	184
6. 政府債の決済制度	186
7. 店頭デリバティブの決済 (1)	188
8. 店頭デリバティブの決済 (2)	190
9. 決済期間の短縮	192

第9章 証券化商品市場

1. 証券化の背景と意義	194
2. 証券化のスキーム	196
3. MBS (Mortgage Backed Securities, モーゲージ担保証券)	198
4. CMO (Collateralized Mortgage Obligations, モーゲージ担保債務証券)	200
5. CMBS (Commercial Mortgage Backed Securities, 商業用モーゲージ担保証券)	202
6. ABS (Asset Backed Securities, 資産担保証券)	204
7. CDO (Collateralized Debt Obligations, 債務担保証券)	206
8. 市場構造	208
9. 証券化商品に関わる規制	210

第10章 M&A 活動と証券市場

1. M&A の歴史	212
2. 近年の M&A	214
3. M&A の類型と経済的効果	216
4. LBO と買収ファンド	218
5. M&A ファイナンスとジャンク債市場	220
6. 投資銀行の M&A 関連業務	222

第11章 証券業者と証券業務

1. 証券業界の概観	224
2. 証券業者の収支状況	226
3. 投資銀行の挫折	228
4. 多様化する対面チャネル	230
5. ネット証券のフルサービス化	232
6. リテール証券業の投資顧問化	234
7. 証券業のフィンテック	236
8. 自主規制機能	238
9. 投資家保護制度	240

第12章 投資顧問

1. 投資顧問業法の成立と変遷	242
2. ドッド・フランク法施行後の法規制	244
3. 投資顧問業に係る規制（1）	246
4. 投資顧問業に係る規制（2）	248
5. 投資顧問業界の現況（1）	250
6. 投資顧問業界の現況（2）	252

第13章 ファイナンシャル・ゲートキーパー

I 格付機関

1. 格付の役割	254
2. 格付ビジネスの歴史	256
3. NRSRO 規制の導入	258
4. 証券化商品の格付ビジネス	260
5. サブプライム問題と格付	262
6. SEC による NRSRO 規制の強化	264
7. ドッド・フランク法の格付規制強化	266
8. 格付市場の競争環境	268

II 証券アナリスト

1. 証券アナリストの発展と職能分化	270
2. 証券アナリストの自主規制	272
3. 証券アナリスト資格	274
4. アナリストを巡る諸問題（1）	
—フェア・ディスクロージャー	276
5. アナリストを巡る諸問題（2）——アナリストの利益相反	278
6. アナリストを巡る諸問題（3）	
—ショートターミズムの打破と ESG 投資の隆盛化	280

第14章 投資信託

1. 歴史	282
2. 制度的枠組み	284
3. 形態	286
4. 運営体制	288
5. 商品	290
6. 販売	292
7. 運用	294
8. ディスクロージャー	296
9. 保有者像	298
10. 確定拠出（DC）年金と投信	300

第15章 証券金融

1. 概要	302
2. 証拠金取引	304
3. 証拠金取引の条件	306
4. 証拠金取引の当初証拠金所要額および証拠金維持率	308
5. 証券業者の資金・株券の調達	310
6. 空売り規制	312

第16章 証券税制

1. 証券税制の概要	314
2. 利子所得課税	316
3. 配当所得課税	318
4. キャピタル・ゲイン課税	320
5. 投資信託課税	322
6. 税制上の優遇措置（1）——IRAを中心として	324
7. 税制上の優遇措置（2）——401（K）を中心として	326
8. 非居住者に対する課税	328

第17章 証券規制

1. 連邦証券規制の概要	330
2. 監督機関	332
3. 発行市場の規制	334
4. 証券発行規制の適用除外	336
5. 流通市場の規制	338
6. 不実表示と民事責任	340
7. 不公正取引規制	342
8. 会社支配の争奪と証券規制	344
9. エンフォースメント	346
10. SOX法	348
11. ドッド・フランク法	350
12. JOBS法とクラウド・ファンディング	352

略 語 一 覽

ABCP(Asset Backed Commercial Paper)

ABS(Asset Backed Security)

ADR(American Depository Receipt)

Amex(American Stock Exchange)

ATS(Alternative Trading System)

BBX(Bulletin Board Exchange)

BIS(Bank of International Settlements)

BOTCC(Board of Trade Clearing Corporation)

BOX(Boston Options Exchange)

BSE(Boston Stock Exchange)

CAES(Computer Assisted Execution System)

CBO(Collateralized Bond Obligation)

CBOE(Chicago Board Option Exchange)

CBOT(Chicago Board of Trade)

CD(Certificate of Deposit)

CDO(Collateralized Debt Obligation)

CDS(Credit Default Swap)

CFA(Chartered Financial Analyst)

CFE(CBOE Futures Exchange)

CFTC(Commodity Futures Trading Commission)

CHX(Chicago Stock Exchange)

CLN(Credit Link Note)

CLO(Collateralized Loan Obligation)

CMA(Cash Management Account)

CMBS(Commercial Mortgage Backed Security)

CME(Chicago Mercantile Exchange)

略語一覽

CMO(Collateralized Mortgage Obligation)

CP(Commercial Paper)

CPFF(Commercial Paper Funding Facility)

CQS(Consolidated Quotation System)

CTS(Consolidated Trade Reporting System)

DTC(Depository Trust Company)

DTCC(Depository Trust Clearing Corporation)

ECN(Electronic Communication Network)

EDGER(Electronic Data Gathering, Analysis and Retrieval)

EMCC(Emerging Markets Clearing Corporation)

ERISA(Employee Retirement Income Security Act of 1974)

EUREX US(U.S. Futures Exchange)

FASIT(Financial Asset Securitization Trust)

FCIC(Financial Crisis Inquiry Commission)

FDIC(Federal Deposit Insurance Corporation)

FHA(Federal Housing Administration)

FHLB(Federal Home Loan Bank)

FHLMC(Federal Home Loan Mortgage Corporation, Freddie Mac)

FIA(Futures Industry Association)

FICC(Fixed Income Clearing Corporation)

FINRA(Financial Industry Regulatory Authority)

FNMA(Federal National Mortgage Association, Fannie Mae)

FRB(Federal Reserve Board)

FRBNY(Federal Reserve Bank of New York)

FSB(Financial Services Board)

FSOC(Financial Stability Oversight Council)

FTC(Federal Trade Commission)

GAO(Government Accountability Office)

GNMA(Government National Mortgage Association, Ginnie Mae)

GSCC(Government Securities Clearing Corporation)

GSE (Government-Sponsored Enterprise)

HFT (High Frequency Trading)

IAA (Investment Adviser Association)

ICAA (Investment Counsel Association of America)

ICI (Investment Company Institute)

IFRS (International Financial Reporting Standards)

IOSCO (International Organization of Securities Commissions)

IPO (Initial Public Offering)

IRA (Individual Retirement Account)

IRS (Internal Revenue Service)

ISE (International Securities Exchange)

ITS (Inter-market Trading System)

KCBOT (Kansas City Board of Trade)

LBO (Leveraged Buyout)

LIFFE (London International Financial Futures and Options Exchange)

M&A (Mergers & Acquisitions)

MBS (Mortgage Backed Security)

MBSCC (Mortgage-Backed Securities Clearing Corporation)

MMF (Money Market Mutual Fund)

MSRB (Municipal Securities Rulemaking Board)

MTF (Multilateral Trading Facility)

MTN (Medium Term Note)

NASAA (North American Securities Administrators' Association)

NASD (National Association of Securities Dealers)

Nasdaq (National Association of Securities Dealers Automated Quotation' System)

NBBO (National Best Bid and Offer)

NIF (Note Issuance Facility)

NMS (National Market System)

略語一覽

NQLX (Nasdaq Liffe Markets)

NSCC (National Securities Clearing Corporation)

NSX (National Stock Exchange)

NYBOT (New York Board of Trade)

NYSE (New York Stock Exchange)

OCC (Office of the Comptroller of the Currency)

OHR (Order Handling Rule)

OLA (Orderly Liquidation Authority)

OTC (Over the Counter) Market

OTCBB (OTC Bulletin Board)

PCAOB (Public Company Accounting Oversight Board)

PCX (Pacific Exchange)

PDCF (Primary Dealer Credit Facility)

PHLX (Philadelphia Stock Exchange)

PTS (Proprietary Trading System)

QE (Quantitative Easing)

REIT (Real Estate Investment Trust)

REMIC (Real Estate Mortgage Investment Conduits)

RIA (Registered Investment Advisor)

RIC (Regulated Investment Company)

RMBS (Residential Mortgage-Backed Security)

RTC (Resolution Trust Corporation)

RTGS (Real Time Gross Settlement)

RTRS (Real-time Transaction Reporting System)

S&L (Saving and Loan Association)

SCOR (Small Corporate Offering Registration)

SEC (Securities and Exchange Commission)

SIAC (Securities Industry Automation Corporation)

SIFIs (Systemically Important Financial Institutions)

SIFMA (Securities Industry and Financial Markets Association)

SIPC (Securities Investor Protection Corporation)

SIV (Structured Investment Vehicle)

SLMA (Student Loan Marketing Association, Sallie Mae)

SMA (Separately Managed Accounts)

SOES (Small Order Execution System)

SOX (Sarbanes-Oxley Act)

SPV (Special Purpose Vehicle)

SRO (Self-Regulatory Organization)

TAF (Term Auction Facility)

TARP (Troubled Asset Relief Program)

TB (Treasury Bill)

TR (Trade Repository)

TRACE (Trade Reporting and Compliance Engine)

TROR (Total Rate of Return Swap)

TSLF (Term Securities Lending Facility)

TVA (Tennessee Valley Authority)

UMA (Unified Managed Accounts)

UTP (Unlisted Trading Privilege)

VA (Veterans Affairs)

図 説

アメリカの証券市場

第1章 証券市場の歴史

1. 証券市場の形成期——19世紀前半まで　ウォール街の名称が、1653年に設けられた堀（ウォール）に由来するものであることは良く知られているが、18世紀初頭には商人がこの街に移り住み、貿易業や問屋などを営むようになった。独立戦争の頃には、コーヒー・ハウスにおいて新連邦政府の債券を対象とした投機が行われた。この頃の立会いは定期的に行われていた訳ではないが、大体1日2回開かれた。1792年には競売ブローカーが集まって、競売の立会いを定期的に行うことを取り決め、銘柄別に売値、買値、出来高を載せた新聞も現れた。この頃には、建物が手狭になったため、晴れた日には戸外で立会いが行われ、雨が降り出すと室内に移動した。この年の5月に、指導的立場にあったブローカーが、過当競争を避けるとともに、目に余るほどのさばり始めた競売人に対して連合するため、協定を結び組合を結成する。これが「すずかけの木の協定」として知られるものであり、1975年5月1日に委託手数料が自由化されるまで、固定手数料制の根拠となった。同時に、ブローカーはトンティン・コーヒー・ハウスを建て、そこで取引を始めた。取引されたのは、連邦債の他には、特許をえた銀行、保険会社の株式がほとんどであった。一般産業については、連邦レベルで有限責任制が認められる1850年までは、額面の一部払込みで追徴の可能性があるため、活発に取引されることはなかった。

1817年には、ニューヨークの28人のブローカーが、トンティン・コーヒー・ハウスをつくりかえる形で取引会所を設立した。これが現在のニューヨーク証券取引所の前身である。1818年には、連邦債、州債の他に、銀行と保険会社を中心に29銘柄が上場されていた。当時は、取引が活発なのは大量の新規証券が発行される時期に限られていたようである。証券ブローカーといっても、商人、銀行や保険会社の重役などが副業として行っており、1820～30年代に専業のブローカーが存在したという記録はない。1820年代には、運河建設ブームが起き、イギリスを中心としてヨーロッパから多数の運河株への投資が行われた。しかし、この頃は未だ証券取引についての規制はなく、ずさんな計画のまま、投機の対象となることも少なくなかった。37年恐慌とともに、ブームは終わり、証券市場は低迷した。

イブニング・ポスト紙, 1801年11月16日号にのった広告

国 債	
6分利付借替国債	98 $\frac{3}{4}$ %
3分利付 〃	56 $\frac{1}{2}$ - 57 %
8分利付国債	112 $\frac{1}{2}$ %
6分利付海軍公債	額面どおり
銀行株	
United States Bank	143 - 143 $\frac{1}{2}$ %
New York (配当落)	131 $\frac{1}{2}$ %
Manhattan	132 %
保険会社株	
New York Insurance Co.	128 %
Columbian Insurance Co.	137 - 138 %
United Insurance Co.	118 - 119 %
外国為替 (一覽後60日)	
on London	100 - 101 %
on Hamburg	36 - 38セント (1マルク当たり)
on Amsterdam	40セント (1ギルダー当たり)
E. ベンジャミン, 証券ブローカー	
11月14日 ウォール・ストリートNo.50	

〔出所〕 Pratt, S. S. [1921], *The Work of Wall Street*, pp. 6-7.

市場性のある株式・債券の種類と既発行高 (1856年)

種 類	銘柄数	発行高 (ドル)
合 衆 国 公 債	1	30,737,000
州 債	31	190,718,000
市 債	113	79,352,000
郡 債	347	13,928,000
鉄 道 債	360	363,137,000
鉄 道 株	360	433,286,000
銀 行 株	985	266,724,000
保 險 会 社 株	75	12,829,000
運 河 社 債	16	22,130,000
運 河 株	16	25,888,000
そ の 他 の 株 式	15	16,425,000
そ の 他 の 社 債	15	2,358,000
合 計	2,334	1,457,512,000

〔出所〕 Hedges, J. E. [1938], *Commercial Banking and the Stock Market before 1863*, p. 37.

2. 鉄道証券と工業株市場の形成——19世紀後半から第1次世界大戦まで

1850年代末までには、電信の実用化という技術革新によって、ウォール街はアメリカ中の主要都市と結びつけられ、金融中心地として確固たる地位を築いていた。この頃には、鉄道建設ブームを受けて、鉄道株や債券の発行が増加する。また、南北戦争時に大量の国債が発行され、ジェイ・クックはシンジケートを組織し、その販売員は北部諸州の町や村にまで出向き、証券の大量販売に成功する。同商会はJP モルガンの時代に至るまで最も有力な投資銀行であり、この販売手法はその後の大規模な鉄道建設資金の調達に応用されるのである。

鉄道建設は開拓と、それによる輸送量の拡大を当て込んだものが多く、しかも競合する路線が建設され、路線間で運賃の値下げ競争が繰り返された。このため、ブームと破綻が繰り返され、その過程でフィスク、グールド、バンダービルドなどの投機家が鉄道証券の買い占めや価格操作で活躍した。他方、モルガンやクーン・ローブ商会に代表される投資銀行は、鉄道証券の重要な投資家であったヨーロッパ、とりわけイギリスとの関係に支えられ、国内の有力銀行や生命保険会社などの金融機関との関係を強化して、鉄道金融に介入した。1873、84、93年の恐慌に際して、多くの鉄道会社が破産したが、投資銀行はその後の整理、再編の過程を取り仕切り、自己の支配下に組み込んでいった。

19世紀末までの証券市場は鉄道証券が取引の中心であり、商工業企業の証券は比重が小さかった。しかし、1880年頃からトラストや持株会社形式を利用した集中、合併の動きが強まり、スタンダード石油やUS スチールなどの巨大独占企業が誕生する。これらの大企業を中心に、第1次世界大戦前までに上場株式総額でも工業株が4分の1以上を占めるようになる。

投資銀行は、合併の結果生まれる新会社の証券発行業務を担当することで影響力を強め、多くの巨大企業を支配下におくようになった。モーガン、クーン・ローブなどの投資銀行は大手商業銀行や生命保険などと結びつき、主要鉄道会社と巨大企業を支配し、金融寡頭体制を築き上げたのであった。

同時に、独占や金融寡頭支配への批判も強まり、議会のブジョー委員会による調査や、州レベルでの証券の不正取引に対する規制を求める動きが強まった（ブルー・スカイ法の制定）。

鉄道証券の発行高

(金額単位 100万ドル)

	鉄道マイル数	鉄道証券発行額残高			国債発行
	(1,000マイル)	総額	株式	社債	残高
1840年	3				4
1850	9	318			63
1860	31	1,149			65
1870	53	2,477			2,436
1880	93	5,402	2,709	2,531	2,091
1890	167	10,123	4,640	5,106	1,122
1900	※ 193	※11,491	※ 5,845	※ 5,646	1,263
1910	※ 240	※18,417	※ 8,114	※10,304	1,145

※ 統計の出所が異なるので、前の時期と厳密には比較できない

[出所] *Historical Statistics of the U.S.*

ニューヨーク証券取引所の上場株式および社債 (1911年)

		上場総額 (ドル)	構成比 (%)
株	式		
鉄	道	5,968,836,650	51.2
工	業	3,341,039,750	28.6
電	電	548,916,200	4.8
信	話	468,980,600	4.0
電	業	467,062,650	4.0
鋳	電	256,198,000	2.2
ガ	鉄	143,520,300	1.2
ス	鋼	115,570,000	0.9
炭	行	63,967,300	0.5
石	輸	6,500,000	0.1
銀	社	294,023,900	2.5
運	の	11,674,615,350	100.0
信	計		
そ			
公	債		
鉄	道	7,539,408,100	59.4
外	国	1,879,359,000	14.7
合	衆	897,890,530	7.0
工	業	679,480,350	5.4
電	鉄	511,283,000	4.0
ニ	州	449,917,500	3.5
ユ	ク	246,497,500	1.9
一	州	241,138,000	1.9
電	電	212,711,693	1.0
信	話	103,545,300	0.8
ガ	電	20,055,000	0.2
ス	気	-	-
州	鋼		
政	鉄		
炭	鋼		
石	鋼		
地	債		
そ	債		
	他		
	の		
	計	12,690,285,973	100.0
合	計	24,364,901,323	

[出所] 加藤俊彦編 [1967], 『証券市場と金融機関』証券経済講座, 第3巻, 東洋経済新報社, 92頁。

3. 投機的ブームの高揚と崩壊——1920年代 第1次世界大戦を境に、アメリカは債権国に転じた（1914年には30億ドル超の債務超過であったが、17年には50億ドルの債権国になっていた）。この経済力を背景に、20年代は自動車、石油、電力などの産業が台頭し、奢侈品への需要の増加によって耐久消費財産業の成長が著しく、「永遠の繁栄」が謳歌される状況であった。

1917年から19年にかけて都合5回にわたる戦時国債が発行され、それまで証券投資の経験をもたない層を含む一般国民によって保有されたが、これが20年代の熱狂相場の底辺を支えることになった。国債発行による戦費調達はほとんど政府機関の手で推進され、国債の売買は金融機関を通して行われたために、大手の投資銀行の地盤が低下し、新規参入の証券会社が台頭するという現象をともなった。また、企業利益の増大は自己金融傾向を強め、外部資金調達のために投資銀行に依存する程度を弱めたので、この面からも投資銀行を中心とした金融トラストの影響力は減退した。もっとも、確かにウォール街に君臨し、一度ならず恐慌から救ったJPモルガンやジェーコブ・シフのような巨人の時代は過ぎてはいたが、インサル、スウェリンゲンなどの新興勢力、またリバモア、ジョセフ・ケネディのような相場師が活躍しており、多彩な役者には事欠かなかった。当時は、連邦レベルでの証券規制など存在していなかったから、相場操縦、虚偽・誇大広告など不正行為も多かった。各投資銀行には政財界の要人からなる優遇顧客リストがあり、値上りが確実な増資新株を優先的に割り当てるのが普通に行われていた。こうした行為は、道義的には問題があったが、決して違法ではなかったのである。

産業構造の変化を反映して、新規発行証券の構成は大きく変化した。鉄道の時代は終わり、自動車産業と、それに関連して石油、鉄鋼などの産業の急成長がとって代わった。また、電力など公益事業会社証券が最大の比重を占めるようになった。

21年から29年までの期間に、工業生産は2倍になり、国民総生産は約50%増加したのに対して、ダウ平均株価は4倍になった。1896年から1907年のブームの時は、株価と工業生産はともに2倍に増加した。20年代の熱狂相場が後半になるほど実体経済上の裏付けを欠いた投機的要素を強め、それだけ29年に始まる暴落過程を深刻化させることになったのである。

国民総生産，総資本形成，個人消費支出（1904～29年）

（単位 10億ドル）

	国民総生産	総資本形成	個人消費支出
1904～13年	29.7	6.0	23.7（平均）
1914～23	62.7	13.3	49.4（平均）
1922	67.8	11.6	56.2
1923	79.7	16.7	63.0
1924	80.1	13.9	66.2
1925	84.2	17.5	66.7
1926	90.4	18.0	72.4
1927	88.9	17.0	71.9
1928	90.8	16.5	74.3

〔出所〕 Sobel, R. [1965], *The Big Board*; 邦訳『ウォール街二百年』東洋経済新報社, 1970年, 328頁。

四半期別ダウ平均（1921～29年）

	第1四半期	第2四半期	第3四半期	第4四半期
1921年	75.2	74.3	68.3	75.0
1922	83.8	92.9	96.6	97.5
1923	101.0	96.2	90.2	91.0
1924	97.4	91.9	101.9	108.2
1925	120.8	124.7	138.4	153.0
1926	152.9	143.0	160.5	155.3
1927	157.6	167.2	184.8	192.5
1928	199.9	213.4	225.8	267.0
1929	308.4	312.0	354.8	

〔出所〕 上表に同じ。

アメリカにおける会社証券の新規発行額

（単位 100万ドル）

	1921年	1922年	1923年	1924年	1925年	1926年	1927年	1928年
鉄道	352.7	523.8	464.5	779.6	380.3	346.0	505.7	364.1
公益企業	491.9	726.2	888.0	1,325.6	1,496.1	1,604.4	2,076.5	1,882.7
鉄鋼, 石炭, 銅業	84.8	184.9	291.9	197.9	133.1	193.2	100.5	215.2
機械	8.3	10.2	13.8	19.0	13.8	17.8	23.8	9.1
自動車および部品	25.7	48.4	66.8	29.5	186.1	131.4	94.7	66.8
その他製造業	281.4	239.7	324.3	261.4	501.4	526.9	705.4	890.2
石油	291.5	151.1	194.8	167.1	168.4	262.7	317.3	216.2
土地, 建設業	53.2	161.9	250.9	333.4	715.5	709.5	630.4	716.3
ゴム	86.5	19.8	1.7	2.0	64.8	43.2	12.7	55.9
海運	2.6	20.5	3.6	13.8	30.1	21.5	26.3	21.2
その他	144.3	249.4	202.3	192.9	411.2	500.5	882.9	1,577.2
合計	1,823.0	2,335.7	2,702.5	3,322.3	4,100.7	4,357.0	5,376.1	6,014.8

〔出所〕 *Statistical Abstract of the U.S.*, 1928.

4. 低迷と改革——1930年代 1929年の株価暴落は、単なる証券恐慌に止まらなかった。景気は後退し続け、33年にはGNPは29年の3分の2の水準に落ち込み、その後一時的に29年の水準を回復したものの、41年までそれを下回った。30～33年の4年間に、約9,000行の銀行が倒産したが、これは全銀行数の3分の1を越える数であった。また、33年には失業者数は約1,300万人、4人に1人が失業している状態であった。アメリカの大不況は、対外資本投資の引上げによって国際的にも波及していった。これに対して、財政支出を中心とするニューディール政策が採られたが、景気は容易に回復しなかった。株価の下落も大きかった。ダウ平均株価は、32年の最安値は29年の高値の6分の1の水準であった。会社証券の発行は激減した。多くの証券業者が破産し、投資家も打撃をこうむった。32年以降、ニューディール政策の進展とともに、株価は下げ止まるが、30年代を通じて本格的に回復することはなく、取引高も少なかった。新規発行証券は激減し、発行される場合も低利借換を目的とした債券発行が多かった。

議会は32年にフェルデinand・ペコラを顧問とする委員会を設置し、大規模な証券市場調査を開始した。以後約2年間に、ペコラ委員会は20年代のウォール街で行われた不正行為について徹底的に究明し、国民の尊敬的であった銀行家たちがいかに不当な利益をえていたかを暴露した。こうした調査活動によって証券市場改革の機運が高まり、今日の証券規制の枠組みを形作る一連の立法措置が採られるのである。

33年銀行法は預金者を保護するために連邦預金制度を創設するとともに、20年代に横行した不正行為の温床とみられた商業銀行の証券業務を全面的に禁止した（これを規定した4条文をグラス・スティーガル法と呼んでいる）。これによって、有力投資銀行は預金・貸付業務ができなくなり、銀行業か証券業のいずれかを専業とすることを選択せざるをえなくなった。

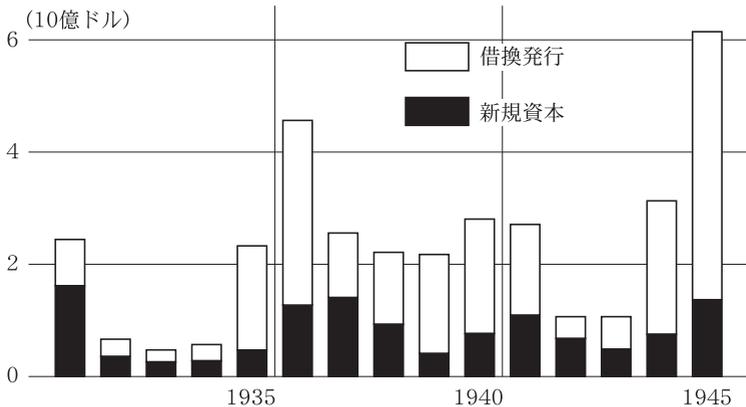
また、33年証券法、34年証券取引所法はいずれも徹底した情報開示を基本理念として、それぞれ証券発行時の情報開示、継続開示を義務づけた。後者は証券取引の監視機関として、証券取引委員会（Securities and Exchange Commission, SEC）を創設した。さらに、35年公益事業持株会社法、39年信託証券法、40年投資会社法、投資顧問法が制定された。

四半期別のダウ・ジョーンズ
株価平均と生産指数の推移

	四半期	ダウ・ジョーンズ 株価平均	生産指数
1929年	1	308.4	58
	2	312.0	60
	3	354.3	61
	4	255.6	56
1930	1	267.1	54
	2	265.1	51
	3	227.9	47
	4	184.0	44
1931	1	176.3	42
	2	146.2	43
	3	134.5	40
	4	94.8	36
1932	1	79.5	34
	2	54.2	30
	3	61.0	29
	4	62.1	32
1933	1	58.2	30

〔出所〕 Sobel, *op. cit.* ; 邦訳, 402頁。

会社証券発行高



〔出所〕 Federal Reserve System [1962], *Historical Chart Book*.

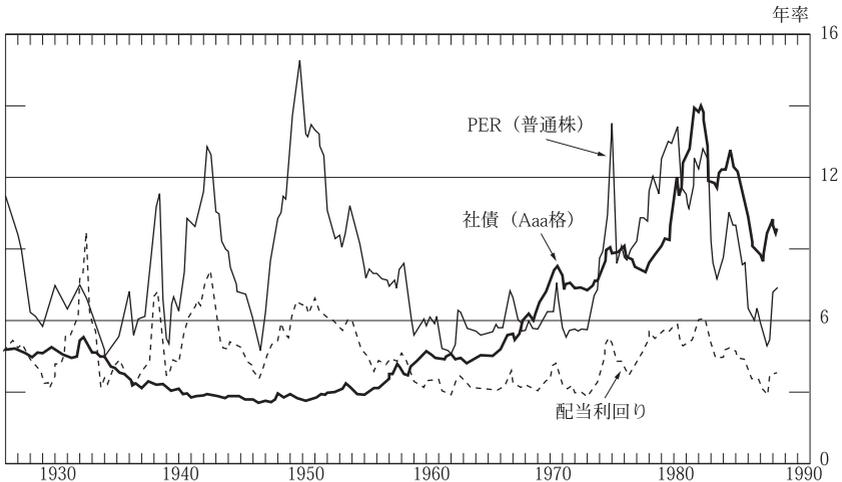
5. 利回り革命と機関投資家——1950年代 戦後アメリカの株式市場を特徴づけたのは、機関投資家の比重増大、いわゆる機関化現象である。この時期以降、生命保険、年金基金、投資信託、財団といった機関投資家の動向が株式市場に大きな影響を及ぼし始めるのである。

戦後、機関投資家が台頭してきた背景としては、次のようなことが考えられる。第1に、29年恐慌によって株式投資で手痛い打撃を被った投資家を中心として、株式への直接投資を忌避する雰囲気が強かったことである。第2に、企業年金の成長があげられる。GMは52年に普通株を大量に組み込んだ企業年金を創設したが、株価が上昇し始める時期と重なったために大成功を収め、その後、GMモデルを踏襲する企業が相次いだ。この時期から、企業年金が普及していくと同時に、株式への組入れ比率も高まった。第3に、優良企業を中心として自己金融傾向が強まり、配当性向が低く抑えられることによって、配当利回りが低下したことである。このため、個人投資家の直接投資は全体に占める比重としては低下することになる。

機関投資家は、50年代中頃から次第に株式の組入比率を高める。それは、49年のリセッションが比較的軽微に終わり、一部に危惧されていた29年恐慌の再来という予想が杞憂にすぎなかったこと、株価の上昇により株式投資のパフォーマンスが良好であったことによる。54年には、29年恐慌以前の株価のピークを越える水準を記録した。年金や生命保険などの機関投資家は継続的に資金が流入し、その払い戻しは数年、数十年先のことであるから、株価が上昇を続けていけば、あえて現在所得をうるために益出しを目的に短期売買を繰り返す必要はないのである。したがって、この時期の機関投資家の運用戦略もバイ・アンド・ホールド（買い持ち）が基本であり、継続的に買い進んでいくことになった。このような株式市場の需給構造を背景として、株価の上昇が続き、58年には株式（配当）利回りが公社債利回りを下回ってしまう。これを「利回り革命」(yield revolution)と呼んでいる。

理論的には、株式のリスクの方が公社債のそれよりも大きいから、前者の利回りが後者のそれを上回るはずであり、両者はこの時期まではそのような関係にあった。しかし、この関係が逆転したために、この時期を境に投資尺度としては利回りに代わってPER（株価収益率）が一般的になる。

投資利回り，PERの推移



〔出所〕 Rosen, L.R. [1965], *The McGraw-Hill Handbook of Interest, Yields, and Returns*, p.405.

所有主体別株式保有額・比率の推移

(単位 10億ドル (年度末, 時価))

	1955		1960		1965		1970		1975		1980	
	金額	%	金額	%								
非保険型企業年金基金	6.1	2.0	16.5	3.9	40.8	5.7	67.1	7.8	88.6	10.4	175.8	11.1
オープン・エンド型投資会社	7.2	2.3	15.4	3.7	33.5	4.7	43.9	5.1	38.7	4.6	44.5	2.8
その他の投資会社	5.0	1.6	5.3	1.3	7.3	1.0	6.2	0.7	5.3	0.6	2.3	0.1
生命保険 ¹⁾	3.6	1.2	5.0	1.2	9.1	1.3	15.4	1.8	28.1	3.3	52.9	3.4
個人信託基金 ²⁾	29.4	9.5	42.9	10.2	69.7	9.7	78.6	9.1	81.0	9.5		
コモン・トラスト・ファンド ³⁾	1.1	0.4	1.7	0.4	3.5	0.5	4.6	0.5	5.9	0.7	132.9	8.4
州・地方政府退職基金	0.2	0.1	0.6	0.1	2.5	0.3	10.1	1.2	24.3	2.9	44.3	2.8
財	11.5	3.7	13.5	3.2	19.5	2.7	22.0	2.6	22.7	2.7	32.9	2.1
小計	73.5	23.7	113.6	27.0	206.9	28.9	271.6	31.6	322.0	37.9	532.5	33.8
(-)投資会社株式保有額 ⁴⁾	0.4	0.1	0.9	0.2	2.0	0.3	4.9	0.6	8.6	1.0	12.6	0.8
機関投資家合計	73.0	23.6	112.7	26.8	204.9	28.6	266.8	31.0	313.4	36.9	519.9	33.0
外国投資家 ⁴⁾	11.2	3.6	15.3	3.6	22.9	3.2	28.7	3.3	52.6	6.2	114.5	7.3
その他国内投資家	225.2	72.8	293.2	69.6	489.0	68.2	563.9	65.6	483.5	56.9	938.9	59.7
既発行株式残高 ⁵⁾	309.5	100	421.2	100	716.7	100	859.4	100	849.5	100	1,573.3	100

(注) 1) 保険会社株式所有を除く。2) 1977年以降コモン・トラスト・ファンドを分離していない。3) マネー・マーケット・ファンドの機関所有を除く。4) 直接投資として所有する株式を含む。5) 普通株および優先株を含む。投資会社株式を除くが、アメリカ国内で発行された外国株式を含む。

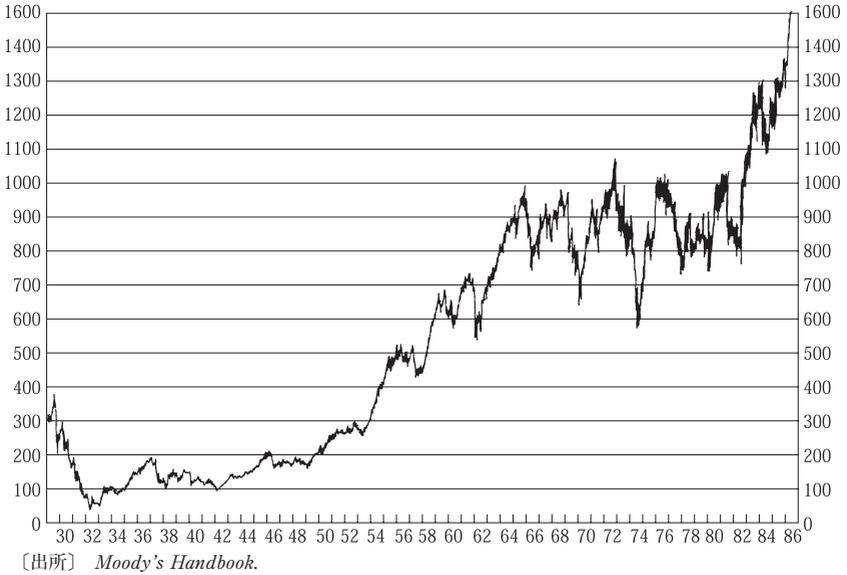
〔出所〕 SEC, *Statistical Bulletin*, July 1979.

SEC, *Monthly Statistical Review*, Aug. 1981, より作成。

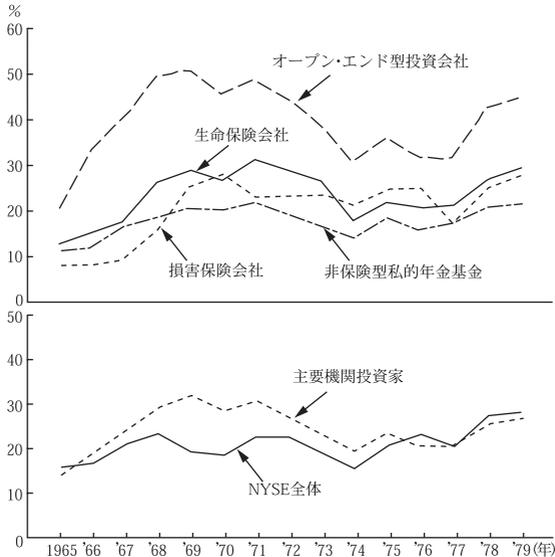
6. 「黄金の60年代」とミューチュアル・ファンド・ブーム 戦後初期のデフレの懸念が杞憂に終わったことから、ダウ指数は1953～56年に275から525まで91%の上昇を記録した。株価の上昇は市場全般に及んだため、銘柄選択よりもポートフォリオに占める株式のウェイトづけが投資戦略の課題であった。その後、57～58年にかけてリセッションを経験するが、軽微に止まったため、株価は再び上昇に転じた。しかし、大型優良株は期待されたほどの上昇を示さなかったために、コンスタントに高い利益成長を示す成長株が選別された。57年にはソ連がスプートニク1号の打ち上げに成功し、アメリカではハイテク分野での研究意欲が高まり、特に社名に「……トロン」や「……ニックス」とついた、いかにも技術が売り物の印象を与える銘柄が持てはやされた。

61年にJFケネディが大統領に就任すると、アメリカ経済の先行きにも強気の見方が広がり、優良成長株を中心に株価の上昇が続いた。ただし、この時期の特徴は、GMのようなブルー・チップ銘柄（大型優良株）は低位に放置されたまま、プロクター&ギャンブル、ゼネラル・フーズ、IBMなどの消費財、テクノロジー分野の銘柄に人気が集まったことである。62年のUSスチールの鉄鋼価格値上げ事件を契機に、株式市場は調整局面を経験するが、その後65年までほぼ一本調子の上昇局面を迎える。この相場をリードしたのは、優良な循環株と大量輸送時代を迎えて相次いで大型機を導入していた航空会社株である。60年代の強気相場をリードしたのは、ニュー・ブリード（新世代）と呼ばれた、聡明であると同時に、積極的、野心的であった若い新規参入者たちであった。中でも、ミューチュアル・ファンド（投資信託）の人气が強気相場を支える強力な基盤となった。この代表格は、ジャック・ドレイファスが始めたドレイファス・ファンド、エドワード・ジョンソンのフィデリティ・グループであった。当時、機関投資家の運用はアメリカを代表する優良銘柄を選び、それらを長期に保有するのが一般的であったが、これらの新世代はIBM、ゼロックス、ポラロイドなど、当時の新しい成長銘柄を積極的に組み込んでいった。しかし、大量の大衆資金が流入して優良成長株は底をついたために、60年代後半には、短期的な値上り益を目指して活発な売買を繰り返す「ゴー・ゴー・ファンド」または「パフォーマンス・ファンド」と呼ばれる投信による投機的な動きが強まった。

アメリカの株価（ダウ平均）の長期的変動



売買回転率の推移（NYSE）



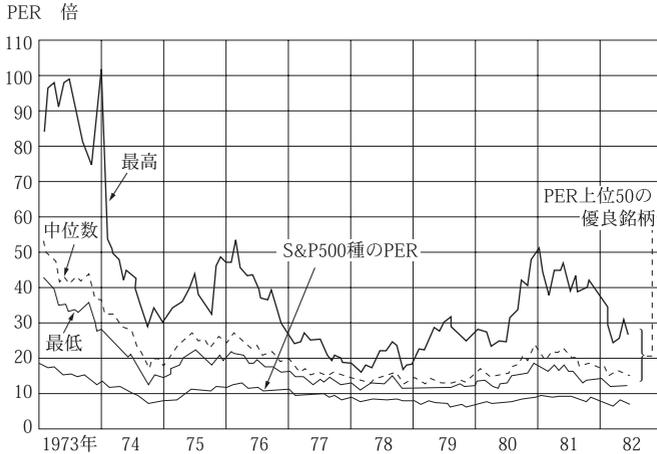
7. ニフティ・フィフティ銘柄への集中投資と二重相場——1960年代末から1970年代前半 国内的には高福祉を謳ったスペンディング政策，対外的にはベトナム戦争への泥沼化によって，アメリカ経済の成長に支えられた長期にわたる上昇相場も，インフレの高進，企業収益率の低下によって60年代末には終りをつける。69年から70年にかけての相場の下落局面では，ほとんどすべての投資信託がマイナスのパフォーマンスを記録したが，とりわけ成長株を中心に組み込んでいた「ゴー・ゴー・ファンド」の記録は最悪であった。これを契機に，60年代の相場をリードした投資信託ブームも終焉を迎えたのである。

この時期の投信が，積極的な回転売買によって相場をリードする華やかな存在だったというだけではなく，投資家全体のパフォーマンス志向を強める影響力をもったのは事実ではあるが，運用資金額からみれば企業年金の方がはるかに巨大であった。しかし，60年代中頃まではその多くが大手商業銀行の信託部に運用委託され，債券投資やごく一部の優良銘柄を購入して持ち続けるのが普通であった。ところが，その後の相場の過熱とインフレの進行は，運用利回りの低下，企業の負担増加から，こうしたおぎなりの保守的な運用を許さなくなった。企業の年金担当者の間からより積極的な運用による高いパフォーマンスを求める声が強まったのである。こうして，投資顧問会社や大手証券会社がこの魅力的な業務分野へ参入し始め，年金受託をめぐる競争が激しくなり，大手商業銀行も巻き込んだパフォーマンス競争が繰り広げられるのである。

この時期の大手投資銀行の年金ポートフォリオの特徴は，少数の銘柄への極端な集中投資である。これらの大手銀行が好んで組み入れた50銘柄はニフティ・フィフティ（素敵な50種）と呼ばれたが，その特徴はIBMやゼロックスに代表される優良成長株と，医療品，化粧品，外食産業などの非耐久消費財部門の成長株であった。

この結果，これら50銘柄のPERは70～100という極端に高い水準まで押し上げられる一方，GM，フォード，USスチール，ユニオン・カーバイドなど，アメリカを代表する重厚長大型を含む大多数の銘柄は低位に放置されることになった。この結果，後者の企業群の資本調達難が問題にされた。この二重相場（トゥ・ティア・マーケット）は73年秋の第4次中東戦争とオイル・ショックの勃発によって終焉を迎えるのである。

二重相場の推移



(資料) キター・ビーボディ.

〔出所〕 井手正介 [1986], 『アメリカのポートフォリオ革命』日本経済新聞社, 56頁。

二重相場の崩壊

	6/30/72	1/11/73 ³⁾	10/3/74 ⁴⁾	3/13/78			
1. 株価指数 ¹⁾							
優良成長株グループ	155	196	76	91			
S & P 500種	116	130	67	96			
2. 株価収益率(PER)の比較(倍)							
優良成長株グループ(A)	42.9	48.0	15.8	12.5			
S & P 500種 (B)	18.0	18.7	7.0	8.1			
成長プレミアム(A ÷ B)	2.38	2.56	2.25	1.54			
3. 利益成長比較 ²⁾	1971	1972	1973	1974	1975	1976	1977
優良成長株グループ	488	575	682	700	761	876	993
(前年比, %)		(+17.9)	(+18.7)	(+2.7)	(+8.8)	(+15.1)	(+13.4)
S & P 500種	158	178	226	246	220	274	303
(前年比, %)		(+12.6)	(+27.1)	(+8.9)	(-10.5)	(+24.5)	(+10.5)

(注) 1) 1970年12月31日 = 100

2) 1961年基準

3) 強気相場のピーク

4) 弱気相場のボトム

〔出所〕 松本重熙 [1983], 「成長株投資の復活」『証券アナリストジャーナル』6月。

8. 証券市場の混乱と改革の衝撃——1970年代 60年代後半の相場の過熱、出来高の急増は、証券取引のインフラともいべき決済制度が抱える問題を顕現させた。当時、受渡し、決済は手作業で行われており、約定からバック・オフィスの事務が完了するまで相当の日数を要した。このため、67年から出来高が急増した結果、事務処理が追いつかなくなり証券の紛失、盗難が相次いだ。この対策として、証券業者は性急にバック・オフィス部門の機械化を進めた。しかし、69年になると出来高が急減したために、この投資が大きな固定費負担となり、それに耐え切れない業者の倒産が相次いだのである。これを「バック・オフィス危機」と呼んでいる。

この危機を回避し投資家保護を強化するために、70年に投資者保護会社(SIPC)が創設されるとともに、議会在調査に乗り出した。この過程で、委託手数料の固定化が非効率な経営の原因となっていることが指摘されるのである。既に68年には10万ドルを超える大口手数料が自由化されていたが、その後、段階的に引き下げられ、75年5月に完全に自由化された(これを「メーデー」と呼んでいる)。また、取引所集中義務が取引所、店頭市場、第三市場(上場銘柄の店頭市場での売買)、第四市場(投資家間での直接売買)を相互に分断(これを「市場の分裂」という)させている原因とされ、その撤廃が提言された。かくして、75年証券諸法改革法は、取引所集中義務を撤廃、委託手数料を自由化し、異なる取引システムを競合させる市場間競争によって全体として効率的な証券市場の実現を目指す、全米市場システム(NMS)の構築を定めるのである。

これは証券取引所、証券業者に強烈なインパクトを及ぼすことになった。まず、市場間競争は取引所、店頭市場、その後登場するPTS、ECNの間での注文獲得競争、最良執行、執行のスピードを高めるためのシステムの性能の向上をめぐる競争をもたらした。機関投資家の大口注文やバスケット注文をスムーズに処理するために、システムに匿名性を保証したり、価格の模倣(derivative pricing)によって執行コストを低下させるといった工夫が施されるのである。

また、証券業者は全体としては、手数料収入の減少を補うために、業務の多角化を進めた。他方、この時期から、もっとも競争力の発揮できる分野に経営資源を集中させる特化型の業者が優勢になってくる。

市場間競争の促進

1) 上場株の複数市場取引規制の撤廃に向けた動き (取引所集中主義の見直し)

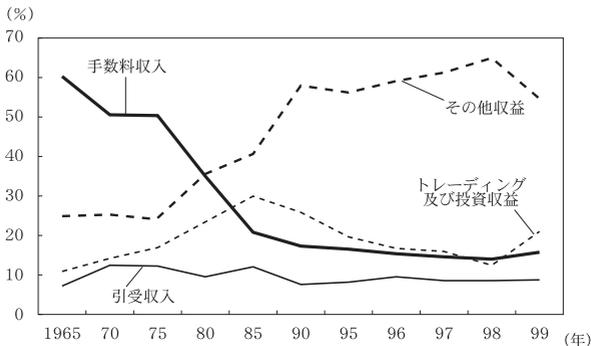
- 1934~36年 地方証券取引所におけるニューヨーク証券取引所上場株の非上場取引を規制しようとした34年法12 f (1)に対し、SECは議会を説得し、非上場取引特権 (UTP) の継続を実現。ニューヨーク証券取引所の上場株取引独占への懸念が背景。
- 1940年 ニューヨーク証券取引所会員が、同取引所上場株を、会員権を持つ他の証券取引所で扱うことを禁止する措置を、SECは却下。
- 1960年代半ば~ ニューヨーク証券取引所の取引所外取引禁止規制 (ルール394) をSECが繰り返し批判。
- 1975年 75年改正法に基づき議会はSECが取引所の場外取引禁止規定 (ニューヨーク証券取引所のルール394-現在ルール390) をレビューし議会に90日以内に報告するよう求める。これを受け、SECは場外取引規制の全面廃止を提案したが、店内化などを懸念する反論が強かった。このため、同年12月、34年法ルール19c-1を採用。(取引所会員が顧客の注文を取引所ではなく第三市場などに出すことを認める。77年3月までに実施)
- 1976年 SECは、ニューヨーク証券取引所とアメリカン証券取引所が、上場株の重複上場、重複取引を相互に禁止していた措置 (ニューヨーク・シティ・ルール) を撤回させる。
- 1977年 ルール19c-1完全施行 (3月)。SECは19c-2を提案 (すべての場外取引規制の撤廃) (6月)。
- 1979年 SECは34年法ルール19c-3を提案 (4月26日)。
(1979年4月27日以降に取引所に上場された銘柄に全てを場外取引規制を撤廃)
- 1980年 19c-3成立、19c-2は撤回 (6月)。
- 1994年 『マーケット2000』で、SEC市場規制局は非19c-3銘柄の立会時間外国内取引規制の撤廃を要望。

*93年時点で19c-3対象銘柄はニューヨーク証券取引所上場株の6割。

2) 店頭株の取引規制の撤廃に向けた動き

- 1975年 店頭株へのUTPの拡大 (店頭株を上場せずに取引所で取引) は、SECの認可を受けなければ可能となる。しかし、ルール390が撤廃されないままでは認められず。
- 1985年 SEC、店頭証券の一部に対してUTPを認める。
- 1987年 シカゴ証券取引所で、NASDAQ銘柄の一部の非上場取引開始。
- 1990年 NASD、アメリカン証券取引所、地方証券取引所が、店頭株銘柄の上場取引に関する取引情報、クォート情報の公表に関する計画を作成、これをSECが認可。その後、アメリカン証券取引所は、取引を開始したが撤退。フィラデルフィア証券取引所は中断中。

米国証券会社の収益構成比の推移



(注) 95年までは5年毎の数値、95年以降は格年の数値を使用。

〔出所〕 SIA (現、SIFMA) の資料より作成。

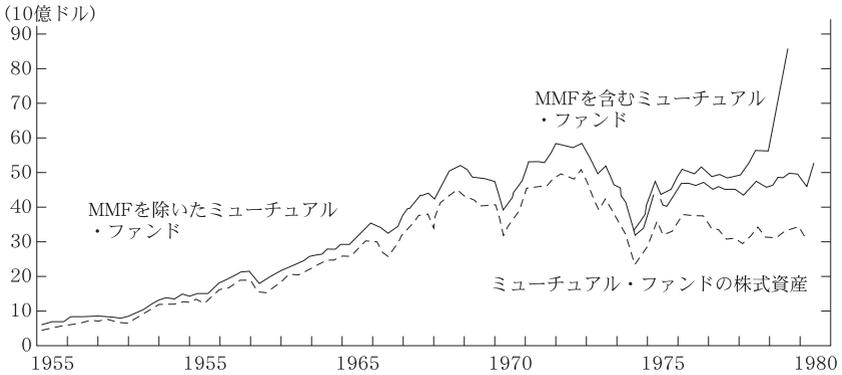
9. 金融革新の進展 60年代後半、70年代のインフレの高進、金利の乱高下は金融・証券市場にも多大の影響を及ぼした。商業銀行は預金金利の上限を定めたレギュレーションQの存在のために、市場金利高騰時には競争力を失い預金の流出に悩まされた（これを「金融仲介の中断」(ディスインターミディエーション)と呼ぶ)。商業銀行はこれを契機に預金金利の自由化を求めるようになる。

個人の零細な投資資金が直接に短期金融市場に参加することは無理でも、TB、CDやCPなどの高い利回りの短期証券を組み込んだ投資信託を創り出せば、ほとんどリスクのない、預金よりも高利回りの金融商品となり、個人投資家も高金利の恩恵を受けることができる。こうしたアイデアは70年前後に相次いで着想され、71年にMMF（マネー・マーケット・ミューチュアル・ファンド）として商品化される。MMFは当初はそれほど注目されることはなかったが、70年代末の金利高騰時にその利回りが預金金利を大きく上回り、残高が急増した。さらに、証券業界はこのリスクが小さく流動性の高い預金類似商品を武器に、革新的な複合商品を世に送り出す。1977年にメリルリンチがオハイオ州のバンク・ワンと提携して開発したキャッシュ・マネジメント・アカウント（CMA）がこれである。

CMAは高利回りのMMFを中核に、バンク・ワンの口座を利用することによって、事実上、1つの口座で自動振込、小切手支払い、銀行ATMでの引出し、取引明細書の送付、といった一連のサービスを提供するのを可能にした。これを契機に、預金金利自由化の動きが加速し、1986年には完全に自由化される。

変動相場制への移行、金利の乱高下に伴う為替リスク、金利リスクの増大は、そのヘッジ手段へのニーズを高めた。それをタイムリーにとらえたのがシカゴ・マーカンタイル・エクスチェンジ(CME)であり、72年5月に英ポンドなど3種類の通貨先物商品が取引されたのを嚆矢に、次々と金利、株価などの金融先物取引が上場された。また、不動産金融を専門としていた貯蓄貸付組合(S&L)は短期借り・長期貸しの構造から金利リスクに直接にさらされ、80年代初頭には経営的に行き詰まった。この解決方法として、資産の証券化の手法が開発、発展させられ、その後、様々な資産の流動化に応用されることになる。

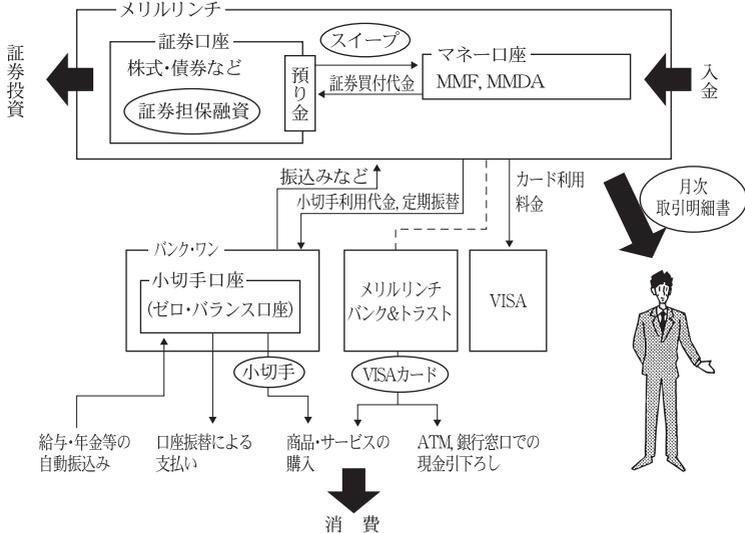
ミューチュアル・ファンドの資産額の推移



(資料) Investment Company Institute, Statistical Workbook.

[出所] C. Dunham [1980], "The Growth of Money Market Fund," F.R.B. of Boston, *New England Economic Review*, Sep./Oct. p. 29.

CMAの基本構造



[出所] 野村総合研究所。

10. M & A ブームと「負債の時代」——1980年代後半 1979年10月以降、FRBは金融政策の中間目標を金利からマネー・サプライの管理へと変更した結果、金利は急上昇したものの、猛威をふるったインフレもさすがに沈静化した。81年にはロナルド・レーガンが大統領に就任し、「レーガノミックス」と呼ばれる経済政策を実施する。株価も82年に底値を記録した後、600～1,100ドルの「ボックス圏」を抜け出し、87年8月には2,722ドルを記録した。

しかし、この好景気は、レーガノミックスの当初の意図に反して、減税によって創出された資金が設備投資ではなく、M&A&Dによるリストラ、あるいは個人消費に向けられ、アメリカ経済を需要面から支えた結果であった。そのため、各部門において負債による大量の資金調達が行われ、過少貯蓄とあいまって、いわゆる「双子の赤字」をもたらした。とりわけ、企業部門では負債を利用したM&A活動が活発になり、財務構造は悪化した。たとえば、非金融企業の平均インタレスト・カバレッジ・レシオは、1970～79年は7.3、75～79年は8.4であったが、80～88年は6.3に低下した。また、株式買戻し、レバレッジド・バイ・アウト（LBO）、M&Aが活発になったため、ネットでみた株式発行額は84年から90年まで一貫してマイナスを記録した（右頁図表参照）。典型的なLBOの場合、その資金の40～60%が上級負債（senior debt）、20～30%がメザニン・ファイナンス（上級負債と自己資本の間の資金調達手段のこと）、自己資本が10%、という構成であるが、買収が大型化するにつれて、多様な資金調達手段が考案された。代表的なのは、格付けがダブルB以下のジャンク債（低格付債、ハイ・イールド債ともいう）、金利の支払いを他の種類の証券で行うペイ・イン・カインド（PIK）、満期まで金利の支払いがないゼロ・クーポン債などである。こうした多様な資金調達手段が登場した背景には、優良企業ほど調達コストの安いCP発行にシフトして、商業銀行の企業向け貸付けが減少し、それに代わる投資機会を探していたこと、期間のミスマッチから経営危機に陥ったS&Lを救済するために、80年代初頭から業務が緩和され、S&Lがジャンク債の有力な投資家になったこと、が指摘できる。しかし、87年10月のブラック・マンデー、またジャンク債市場を事実上支配していたドレクセル・バーナム社が90年に倒産したことから、以後急速に株式への回帰傾向が強まった。

米国非金融企業の外部資金調達動向

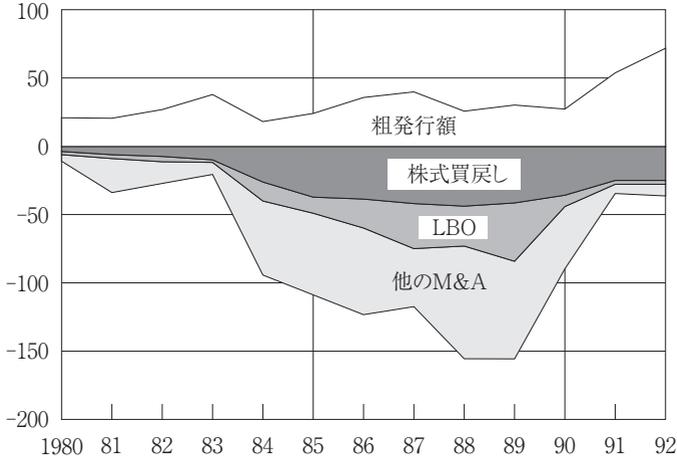
(単位 10億ドル)

年	外部資金	市場外部資金								その他の外部資金
		株式	免税債	社債	モーゲッジ	銀行借入	C P	その他借入		
1975	30.1	23.9	9.9	2.6	27.2	0.5	-15.9	-2.0	2.5	6.1
1980	130.6	76.5	10.4	10.9	27.7	-13.0	28.0	4.0	8.1	54.1
1981	143.1	97.9	-13.5	13.4	22.8	7.9	32.4	14.7	20.1	45.2
1982	69.1	54.0	1.9	15.1	18.7	-36.4	57.2	-6.1	3.6	15.1
1983	131.0	80.1	20.0	9.4	16.0	-0.8	19.4	-0.8	16.9	51.0
1984	156.8	98.0	-79.0	20.5	46.1	4.9	50.2	21.7	33.6	58.8
1985	113.9	58.5	-84.5	22.6	74.2	-10.4	32.0	14.6	10.1	55.3
1986	179.2	129.8	-85.0	-9.9	127.1	32.3	49.6	-9.3	24.9	49.4
1987	164.8	67.0	-75.5	-0.9	78.8	30.4	8.6	1.6	24.7	97.2
1988	184.4	69.3	-129.5	0.2	103.1	19.5	36.9	11.9	27.2	115.0
1989	132.3	49.4	-124.2	-0.9	73.8	17.0	34.2	21.4	28.0	82.8
1990	103.9	23.4	-63.0	-0.3	47.1	4.8	1.8	9.7	23.3	80.4
1991	30.8	22.0	18.3	-1.2	78.8	-5.2	-24.9	-18.4	-25.5	8.7
1992	115.6	80.3	26.8	-1.1	66.3	-11.0	-11.6	9.8	1.1	35.3

[出所] *Flow of Funds Accounts*, 4th Quarter 1992. より作成。

非金融会社による株式発行の構成

(10億ドル)



[出所] E. M. Remolona, et al. [1992-93], "Corporate Refinancing in the 1990s", *FRBNY Quarterly Review*, Winter, p. 2.

11. 年金, ミューチュアル・ファンドの急増と株価上昇——1990年代前半

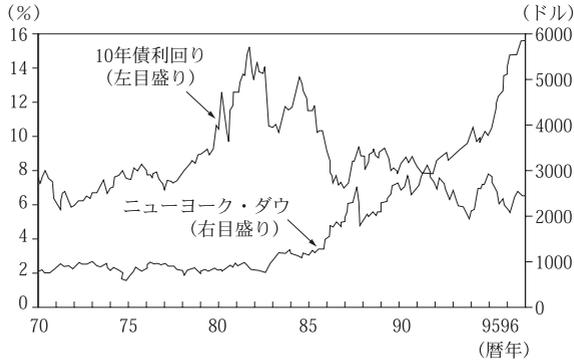
好調な企業収益の伸びを背景に、株価（NY ダウ）は91年から95年まで年率14.2%の伸びを記録した。これは80年代を上回る上昇率である。95年には年率で33.5%の伸びを記録し、2000年春まで好調な推移を示した。

この背景には、株価の上昇によって株式投信が高利回りを記録し、投資資金が流入し続け、また中高年期を迎えたベビー・ブーマー世代を中心とした年金資産の相当部分が投信で運用されているため、それが再び株価を上昇させるといふ循環が形成されていることである。投信残高は96年には個人の小口預金残高を超え、個人の金融資産運用の主役になっている。

重要なことは、この間の商品、サービス開発によって、いったん投信に流れ込んだ資金はなかなか外部に流出しない仕組みが創り出されていることである。つまり、集合投資スキームである投信は組み込む対象によってどのようなリスク特性をもつ金融商品をも創り出すことができ、それらの間で乗換えられるようになっているのである。たとえば、TB, CD, CPなどの短期金融商品を組み込んだMMFは、ほとんど預金と異ならない低リスクの金融商品である。逆に、デリバティブを利用してパフォーマンスが相場の動きとは逆になるような商品を創り出すこともできる。投資家は市況や相場感に応じてこれらの商品から好みのものを選択することができるため、他の金融商品に資金が移動しにくくなっているのである。チャールズ・シュワップは、94年に販売手数料、乗換え手数料がゼロのノーロード型投信約800種類をパッケージにして投資家に提供し、現在では多くの業者が類似の商品を提供している。80年代後半から不良資産問題に悩まされていた商業銀行も、それまでの金利競争によって預金客を引き留めることを意図して、有力な手数料収入をもたらす投信業務へ積極的に参入している。

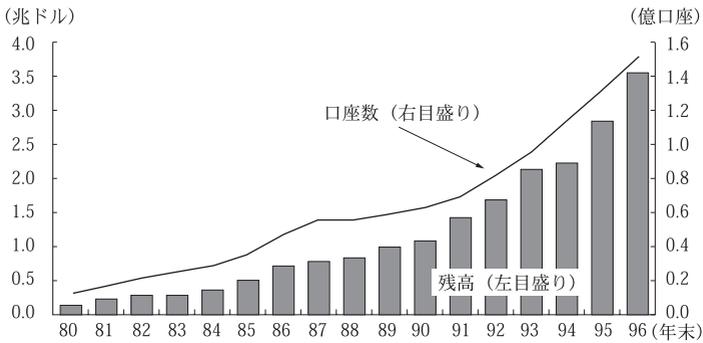
株価の上昇を支えているもう1つの要因は、年金資金の流入である。特に401(k)プランに代表される確定拠出型年金の普及と、その運用対象として投信を組み入れる傾向が強まっていることである。現在では、投信残高の40%弱が年金資産によって占められている。年金資産と投信残高の増加が順調なため、商業銀行、保険、証券のいずれの業界も資産管理業務に注力し、それをめぐって金融サービス業全体の再編が進んでいる。

ニューヨーク・ダウと長期金利の動き



〔出所〕スタンダード&プアーズ社資料などより作成。

ミューチュアル・ファンド残高と口座数推移



〔出所〕ICI 資料より野村総合研究所作成。

投信業界運用残高に占める退職プラン資産

(単位 億ドル, %)

	1995		1994		1993		1992	
IRA	4,954	17.6	3,828	17.7	3,275	15.8	2,258	13.7
確定拠出型	3,500	12.4	2,491	11.5	1,725	8.3	1,142	6.9
401 (k)	2,608	9.2	1,667	7.7	999	4.8	543	3.3
確定給付型	426	1.5	318	1.5	46	0.2	41	0.2
その他	1,186	4.2	1,029	4.8	928	4.5	677	4.1
退職プラン資産合計	10,067	35.7	7,666	35.5	5,974	28.8	4,118	25.0
投信業界運用残高合計	28,204	100.0	21,615	100.0	20,754	100.0	16,463	100.0

(注) IRA には、企業年金が提供されていない人が個人で銀行、証券会社に口座を開くものと、転職時の401 (k) プラン資金の待避先としてのものがある。

〔出所〕ICI 資料より野村総合研究所作成。

12. ネット・バブルの発生と崩壊——1990年代後半 1990年代後半になると、株価は上げ足を速め、NY ダウは99年4月には1万ドルの大台にのせた。それ以上のスピードで上昇したのがナスダックの株価で、ナスダック総合株価指数は95年7月17日に1,000ポイントを突破し、5年後の2000年3月8日にはその5倍の5,000ポイントを突破したのである。

歴史的にみると、一定期間にわたる株価の高騰局面では必ず新しい「理論」が登場する。1920年代後半の大相場ではイェール大学のアーヴィング・フィッシャー教授が「株価は永久的に高い高原状態とみてもよさそうな水準に達した」と述べ、それを支持する学者が多数派を形成した。また、1960年代のJF ケネディ政権下のエコノミストは適切な財政・金融政策によって資本主義は不況免疫性を持つに至ったとする「ニュー・エコノミックス」を主張した。

今回は「ニュー・エコノミー論」がこれらに相当するだろう。この議論は、企業部門がITを活用することによってビジネスモデルを再構築し、大きな生産性上昇効果を実現したと主張する。この結果、アメリカ経済の成長率は上方シフトし、それを反映して株価が上昇し続けたというのである。

しかし現実には、ナスダックの株価上昇が突出していたように、IT関連企業の株価の高騰が際立っていたが、それらの企業の多くは公開間もない赤字企業であった。しかし、Eビジネス、Eコマースの将来性が喧伝され、企業の実態などお構いなしにネット関連企業というだけで買われるような雰囲気醸成された。

かくして、異常に高くなった株価を講釈するために、「株価売上高率」(PSR)、さては「株価ビジョン率」といった根拠のない「新理論」が登場する。これに資金の株式市場への流入という条件が付け加われば、JK ガルブレイスのいう「ユーフォリア(陶酔的熱病)」の条件は満たされる。既に1996年12月に、グリンスパンFRB議長はこのような投資家行動に対して「根拠なき熱狂」と警鐘を鳴らしていた。

2000年4月14日に、労働省が3月の消費者物価指数(CPI)が予想を大きく超える前月比0.7%の上昇と発表し、それを受けてFRBが金利の大幅な引上げに踏み切るという懸念からパニック売りが生じ、NYダウが617ドル安、ナスダックが355ポイント安の大暴落を記録した。



【出所】 Bloomberg.



【出所】 Bloomberg.

ネット小売業の業績

企 業 名	(売上高 第1 四半期)	(純利益 第1 四半期)	株 価			
			52週高値	同安値	2000年 4月末	2001年 5月末
アマゾン・ドットコム	573.8	▲308.4	112.375	40.8125	55.1875	15.00
ビヨンド・ドットコム	31.3	▲45.7	33.50	1.5938	2.1875	0.30
バイ・ドットコム	207.6	▲32.8	35.4375	4.50	6.8125	0.38
C D ナ ウ	340.0	▲226.2	23.2656	3	4.3125	(買収)
ドラッグストア・ドットコム	22.7	▲49.4	70	5.875	7.8125	1.14
エッグヘッド・ドットコム	147.7	▲25.0	27.8125	4	4.6563	0.77
e ト イ ズ	23.0	▲48.4	86	4.50	8	(破綻)

(注) 1) 売上高、純利益は各社決算発表、株価は『ウォール・ストリート・ジャーナル』紙から作成。

2) 売上高、純利益は百万ドル、株価はドル。

【出所】 水野隆徳 [2001], 『ネット株バブルの崩壊』 東洋経済新報社, 67頁。

13. サーベンス・オクスリー法（企業改革法，SOX法）の成立とその影響

2001年12月、売上高で全米第7位の総合エネルギー会社であったエンロン社が破綻し、連邦破産法第11条の適用を申請した。同社は天候デリバティブの開発や、エンロン・オンラインを立ち上げるなど、革新的ビジネス・モデルで知られ、『フォーチュン』誌において5年連続で「最も革新的な企業」に選ばれた優良企業であったため、その破綻は大きな衝撃を与えた。

しかし、その後、同社の破綻に至る過程について調査が進むにつれ、投資組合（SPE）を利用した資産のオフバランス化と損失の隠蔽（飛ばし）、また監査制度や社外取締役制度のガバナンス・システムがチェック機能を果たしていなかったことが明らかになった。さらに、その後、ワールドコム破綻などの過程で不正会計処理が相次いで明らかになったために、投資家の証券市場に対する不信任が強まった。

事態を憂慮した政府、および議会は2002年7月30日に異例の速さでサーベンス・オクスリー法を成立させ、監査制度の改革、会計情報への信頼性の回復、ガバナンス・システムの強化などを図った。この他にも、同法はアナリストの利益相反問題、格付け機関の問題なども取り上げているが、なんといってもこの法律の目玉は監査（法）人を監督する公開会社会計監督機構（Public Company Accounting Oversight Board, PCAOB）の創設である。PCAOBは公開会社の会計の監督を行うとともに、監査（法）人が法令に違反した場合には制裁を課す権限を与えられている。また、財政的な独立性を維持するために、PCAOBに登録している会計士から登録料を徴収するとともに、監査対象となる企業からは監査維持手数料を徴収する。また、監査（法）人の独立性を強化するために、同じ顧客に対して監査業務と非監査業務を同時に提供することが原則的に禁止された。

その影響を調査した2006年のGAOの報告書は、内部統制報告書提出企業の監査報酬が未提出の企業のそれよりも多額なこと、また規模が小さくなるほど収入に占める割合が高くなることを明らかにした。さらに、SOX法が制定されてから、上場廃止が増加していることを明らかにした。この結果、同法が証券市場の国際的な競争力を削ぐとして、見直しを求める動きも強まっている。

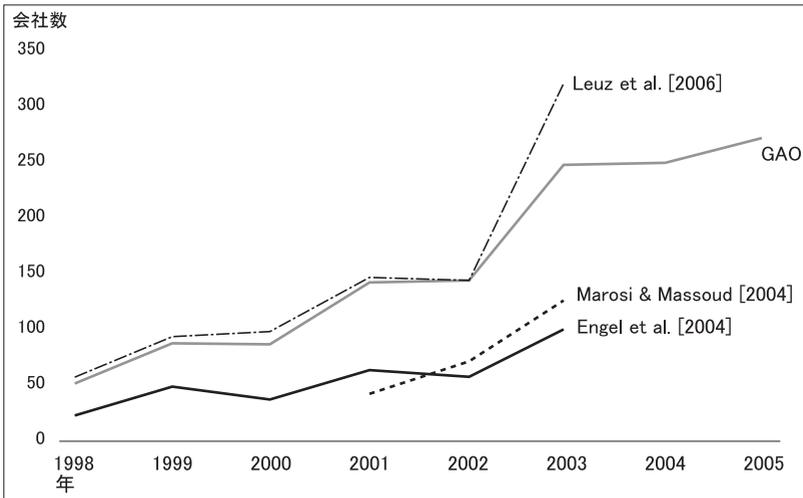
公開会社の収入に対する監査報酬の割合
(2003年と2004年の中位値, 2005年8月11日現在の数値)

404条施行の初年度に内部統制報告書を提出した会社数と割合	時価総額 (100万ドル)	収入に対する監査報酬の割合 (中位値)	内部統制報告書を提出した企業と未提出企業の差 (2004年)
2,263社のうち66社 3%	>0-75	.64 .79 1.14	.35%
1,188社のうち520社 44%	>75-250	.29 .35 .56	.21
641社のうち376社 59%	>250-500	.18 .26 .40	.14
309社のうち184社 60%	>500-700	.15 .20 .30	.10
283社のうち183社 65%	>700-1,000	.13 .12 .25	.12
1,342社のうち927社 69%	>1,000	.07 .07 .13	.06

■ 2003年(全会社)
 □ 内部統制報告書を提出していない会社(2004年)
 ■ 内部統制報告書を提出した会社(2004年)

[出所] Government Accountability Office (GAO) [2006], *Sarbanes-Oxley Act: Consideration of Key Principles Needed in Addressing Implementation for Smaller Public Companies*, April, p. 16.

非公開会社化またはゴーイング・ダークの会社数の推移



(注) 1) 各文献については GAO [2006] を参照されたい。
 2) 「ゴーイング・ダーク」とは、上場廃止後もピンクシートに移され引き続き取引される会社である。

[出所] GAO [2006], p. 78.

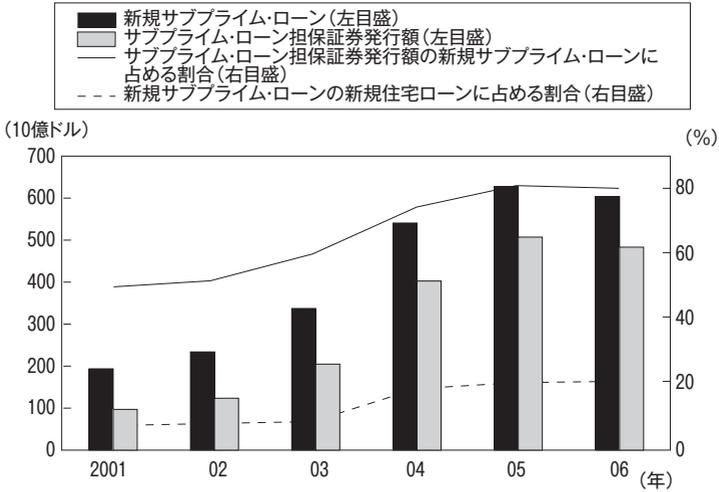
14. サブプライム問題の深刻化 2007年8月から顕著になったグローバルな規模での金融市場の混乱は、アメリカの信用度の低い借り手向けの住宅ローン（サブプライム・ローン）の延滞率の上昇によって、それらを組み込んだ証券化商品（RMBSやCDOなど）の格下げにより、事実上、流通市場（セカンダリー・マーケット）が消滅し、金融機関が大幅な損失を計上したことが発端であった。低い信用度の原債権（サブプライム・ローン）は相対的に高い金利が付いていたから、それらを組み込んだ証券化商品はハイリターンの商品として組成され、優先・劣後構造や保証会社（モノライン保険）の保証で信用補完されることによって、ローリスクとみなされ高い格付けがついていた。

サブプライム・ローンが増加するのは2000年代になってからである。2000年のITバブルの崩壊、翌01年9月の同時多発テロの勃発によって深刻な景気後退を恐れたFRBは、FFレートを00年年初の6.5%から翌年末の1.75%まで11回にわたって引き下げた。さらに、02年には政府による減税措置がとられた。この時期を境に、サブプライム・ローンが増加し、新規住宅ローンの約20%を占めるに至った。

要するに、景気後退の兆候が現れると、素早く金利の引き下げや減税措置により個人消費を刺激し、マクロ経済の安定を図るとというのが1980年代以降の経済運営の特徴であった。証券化商品は何千件という小口債権をプールして信用度の違うトランシェを作りだす。したがって、投資銀行は格付け機関の感触も得ながら高い格付けを取得できるような債権から証券化商品を組成し一般の投資家に販売するが、それを構成する個別債権の詳細については良く分かっていない。いってみれば、あたかもブランド米にわずかの「汚染米」を混入して売り出すようなものである。何らかのきっかけで、いったんこれらの商品の品質（信用）が疑われはじめれば、金融市場全体に疑心暗鬼が蔓延する。

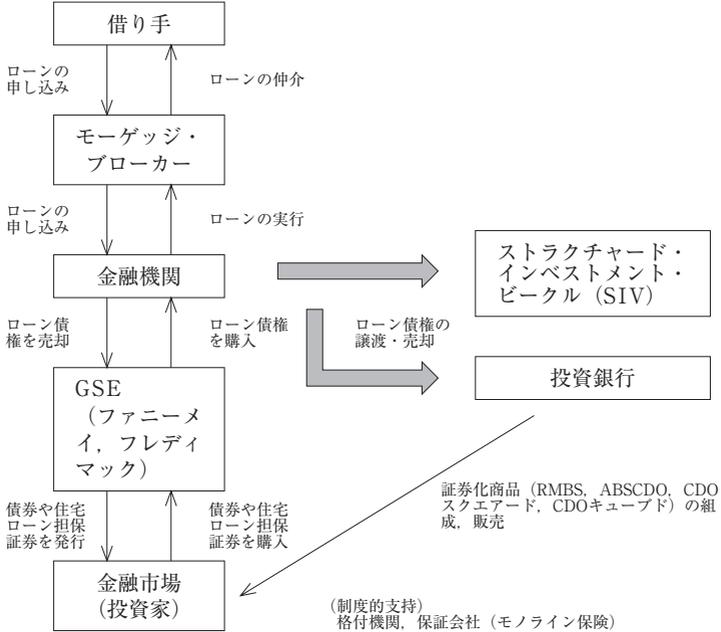
かくして、まずこれらの証券化商品の格下げ、流通市場の消滅（つまり、二束三文でしか売れない状態）、さらには金融機関の損失の拡大により、金融機関の破綻が相次いだ。さらには、ABCP市場、M&A資金の調達難など、金融市場全体が機能不全状態に陥った。かくして、金融市場の機能の回復を目指して、各国で中央銀行信用の拡大、および公的資金の投入が行われた。

サブプライム・ローンと証券化



〔出所〕 Gorton, G. [2008], "The Panic of 2007," The Federal Reserve Bank of Kansas City, Jackson Hole Conference, Aug.

アメリカ住宅ローン市場の仕組み



15. グローバルな金融システムの危機へ 1980年代から今世紀初めまでの長期に及ぶアメリカ経済の安定は、GDPの約7割を占める個人消費の増加に依存していた。しかし、反面では、これが貿易収支の赤字と個人貯蓄率の低下をもたらした。この消費拡大はアメリカへの資本流入によって可能になるとともに、アメリカの消費拡大はBRICsやVISTAと称される発展途上国の貿易収支を改善し、成長を支えたのである。

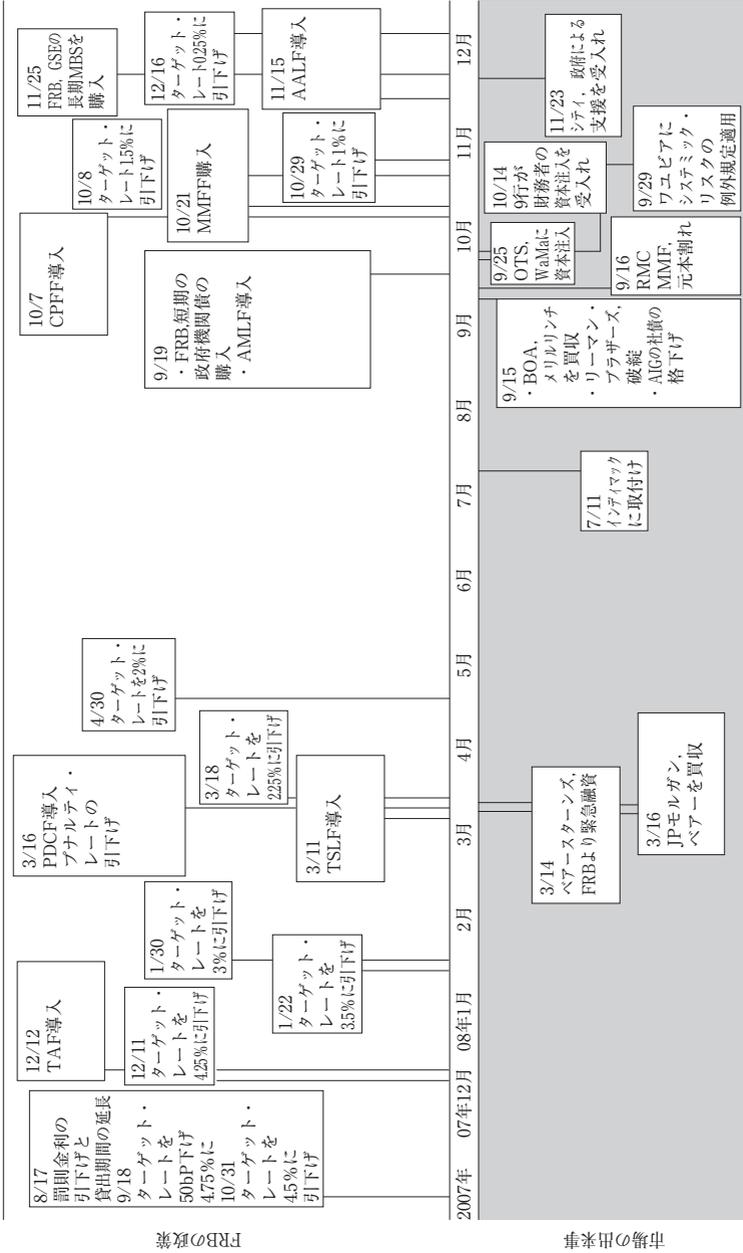
サブプライム問題をきっかけに、これらの関係が急速に逆回転した。巨大な市場が急激に収縮したため、発展途上国は軒並み高い成長に急ブレーキがかかることになった。アメリカの消費が冷え込み、その影響により小売りだけでなく、自動車などの製造業も深刻な業績不振に追い込まれ、失業者が急増した。グリンスパーン連銀議長（当時）が「100年に一度の危機」と呼んだように、今回は1929年10月の株価暴落に端を発する30年代の大不況に匹敵する深刻な状況であろう。もっとも、当時と較べて、数字で見るとは、失業率、銀行倒産数などではそこまで深刻にはなっていないし、政府や連銀による金融・財政政策も機動的に対応できる点は異なる。

2008年9月に、リーマン・ブラザーズ、メリルリンチ、AIGなどの大手金融機関が相次いで破綻あるいは経営危機に追い込まれると、ブッシュ政権はその拡大と深刻化を阻止すべく、翌10月に金融安定化法（the Emergency Economic Stabilization Act）を成立させ、総額7,000億ドルに及ぶ不良資産救済プログラム（Troubled Asset Relief Program, TARP）をスタートさせた。

実際に使われた資金は4,245億ドルであったが、その中にはファニメイ、フレディマックの住宅専門金融機関の他、GMへの資金拠出も含まれていた。

これよりも先行して、議会の承認なしに独自の判断で対策を講じることができたFRBは、金融市場の動揺を抑えるために矢継ぎ早に対策を実施していった。これらの対策は伝統的な商業銀行への信用供与ではなく、投資銀行や、直接、（金融資産を担保とした）金融市場への資金供給であり、シャドー・バンキング・システムの台頭を特徴とする金融市場の変貌を如実に示すものである。

FRB のプログラム (2007年12月ー08年12月)



(出所) Sarkar, [2009], "Liquidity Risk Credit Risk, and the Federal Reserve's Responses to the Crisis," FRB of New York, Staff Report No.389, sep.

16. 金融システム危機への対応 FRBによる危機対策は、2つの段階に分けられる。第一段階は2007年9月から08年4月に採られた措置で、金融仲介機関に対する全般的な流動性の供給を目的にしたものである。FF（フェデラル・ファンド）のターゲット・レートが引き下げられたほか、07年12月12日より実施されたTAF（Term Auction Facility）は公開市場操作とディスカウント・ウィンドウを利用したローンを組み合わせて、預金金融機関に直接、貸し付けるものである。08年3月11日より実施されたTSLF（Term Securities Lending Facility）は投資銀行にMBSを担保に財務省証券を貸し出す制度で、投資銀行はそれをレポ取引の担保として資金を調達することが可能になった。さらに、PDCF（Primary Dealer Credit Facility）は、プライマリー・ディーラーがニューヨーク連銀から資金の借り入れができるようにしたものである。

第二段階は、金融システム危機のさらなる深刻化に対して、伝統的な「最後の貸し手」機能を越えてクレジット・リスクを負担する、いわば企業の再生策の領域に踏み込んだものである。中でも、08年9月15日にリーマン・ブラザーズが破綻すると、そのABCPを保有していた大手MMFが元本の1ドルを割りそうになり解約が殺到したため、FRBは銀行にMMF保有のABCP買取資金を供給することによって、CP市場の全面的な機能麻痺を防いだ（Commercial Paper Funding Facility, CPFF）。さらに、同年11月には、自動車ローン、クレジット・カード・ローン、そして中小企業向けローンなどを対象にした資産担保証券（ABS）を担保にしたターム物資産担保証券貸出（Term Asset-Backed Securities Loan Facility, TALF）制度を創出した。これはFRBが銀行融資の相当部分が証券化によってオフバランス化されている現状では、金融システム全体の維持のためにはそこでの流動性の補強に迫られたことを示している。事実上、FRBがシャドー・バンキング・システムへの介入を迫られたことで、これがその後の金融規制改革の大きなテーマの一つになる。

第二段階のこれらの措置は、連邦準備法13条3項の「異常かつ緊急の状況」であると宣言した場合には、「いかなる個人、パートナーシップ、企業に対しても」融資できるという規定に基づくものであるが、これがFRBによる「裏口救済」（back-door bailout）への途を開くものとして非難的になり、ドッド・フランク法では一定の制約を課せられることになった。

FRB が実施した危機対策（*は連邦準備法第13条3項に基づくファシリテイ）

名称	実施時期	内容	取引相手	金利	対象資産	取引期間	上限額	最大の残高(調べ)
Term Auction Facility (TAF)	2007年12月～ 2010年3月	預金金融機関に対するターム物資金融供給	預金金融機関	入札による(最低落札レートあり)	(担保は、米国債、Agency債、外国国債、国際機関債、社債、地方債、ABS、Agency MBS等(BBB格以上))	28日 または84日	(上限は設けられていない)	4,931億ドル (2009年3月11日)
Central Bank Liquidity Swap	2007年12月～ 2010年2月 (一旦終了)	海外中央銀行による米ドルのターム物オペをファインダンス	海外中央銀行	TAFの最低落札レート	米ドルターム物資金融	28日 または84日	(上限を設けない例が多い)	5,831億ドル (2008年12月17日)
Term Securities Lending Facility (TSLF)*	2008年3月～ 2010年2月	プライマリー・ディーラーに証券を貸出(レポ担保を想定)	プライマリー・ディーラー	入札による	(担保は、米国債、Agency債、Agency MBS、社債、地方債、MBS、ABS(BBB格以上))	28日	(上限は設けられていない)	2,355億ドル (2008年12月17日)
Primary Dealer Credit Facility (PDCF)*	2008年3月～ 2010年2月	プライマリー・ディーラーに資金を貸出	プライマリー・ディーラー	デイスカウント・ウィンドウ(Primary Credit)同じ	(tripartyレポとほぼ同じ)	O/N	(上限は設けられていない)	1,465億ドル (2008年10月1日)
Asset-backed Commercial paper money market Mutual fund Liquidity Facility (AMLF)*	2008年9月～ 2010年2月	金融機関によるMMFからのABCPの買入れをファインダンス	預金取扱金融機関、銀行持株会社、外銀支店	デイスカウント・ウィンドウ(Primary Credit)同じ	(担保は、借入先がMMFから買入れたABCP(A格以上))	(担保となるABCPは、銀行発行分は120日以内、それ以外は270日以内)	(上限は設けられていない)	1,521億ドル (2008年10月1日)
Commercial paper Funding Facility (CPFF)*	2008年10月～ 2010年2月	SPVによるプライマリー・ディーラーからのCP(ABCPを含む)買入れをファインダンス	SPV(CPF、FILL)	3か月OISレートに、CPは200bp、ABCPは300bpを各々付加	(担保はSPVが買入れたCP(ABCPを含む、A格以上))	担保となるCD、ABCP(含む)の網は90日のみ	(上限は設けられていない)	3,505億ドル (2009年1月21日)
Money Market Investor Funding Facility (MMIFF)*	2008年11月～ 2009年10月	SPVによるMMF等からのCDやCPの買入れをファインダンス(短期ファンデが対象)	SPV	入札による(下限金利あり)	(担保はSPVが買入れたCDおよびCP(金融機関発行、A1格以上、Primary Credit金利+60bp以上))	(買入れ対象となるCDおよびCPは残存7日以上、90日以内)	5,400億ドル	0ドル

(出所) 井上哲也 [2011]. 「金融危機における中央銀行の役割」, 『月刊 資本市場』4月。

17. 金融規制改革の進展——ドッド・フランク（DF）法の成立 2007-

09年の金融システム危機の深刻化を背景に、その再発防止に向けた金融規制改革が精力的に進められ、2010年10月21日にDF法が成立した。この間、大手金融機関が相次いで破綻したものの、リーマン・ブラザーズを除いては、政府やFRBの介入による救済や他の金融機関による買収によって決定的な破綻は回避された。しかし、納税者は大きな負担を強いられることになったため、その再発防止が金融規制改革の喫緊の課題となったのである。

DF法は金融システム全体にわたる広範囲な金融規制改革を目指したもので、全体で16編からなる膨大な法律であるが、その眼目はシステミック・リスクの監視を任務とする金融安定監督カウンスル（Financial Stability Oversight Council, FSOC）の創設と、「システム上重要な金融機関（systemically important financial institutions, SIFIs）」についての破綻処理スキームの構築にあった。

新たに設けられるFSOCは、財務長官、連邦準備制度理事会（FRB）議長など、10の金融監督機関の長を議決権を持つ構成員とし、それに議決権のない構成員として新たに創設される金融調査局などの5機関の代表者から構成される。FSOCはSIFIsに対して破綻処理を行うかどうかを決定するが、「秩序立った清算手続き（Orderly Liquidation Authority, OLA）」と呼ばれる破綻処理スキームは基本的に連邦預金保険公社（Federal Deposit Insurance Corporation, FDIC）がこれまで預金取扱金融機関を破綻処理する場合の手続きを踏襲したものである。これによって、納税者の負担を回避することが可能であるとしている。

DF法が初めてシステミック・リスク・レギュレーターを創設したことや、店頭デリバティブを規制対象としたことは高く評価されるが、金融システム全体の歴史的な変化についての分析が十分に踏まえていないのではないかと、いう疑問が残る。つまり、ヘッジ・ファンドなどに対する規制を設けたものの、今回の金融システム危機の発端となったレポ市場での取付けやABCP市場の機能麻痺に対する対策が提示されていないのである。これらのシャドー・バンキング・システムと総称される、伝統的な規制の枠外で発展してきた金融システムに対して包括的かつ整合的な規制体系を構築するのが今後の課題である。

『金融危機調査委員会 (FCIC) 報告書』(2011年1月)の結論

- ・金融危機は回避できた
- ・金融の規制と監督の広範囲にわたる失敗が金融市場の安定性を損なった
- ・多くのシステム上重要な金融機関におけるコーポレート・ガバナンスとリスク管理のひどい失敗が今回の危機の決定的な原因であった
- ・過大な借入, リスキーな投資, そして透明性の欠如が金融システムを危機への経路を用意した
- ・政府の危機への対応がまずく, 一貫性のない対応が金融市場の不確実性とパニックをもたらした
- ・説明責任と倫理の組織的な崩壊があった
- ・住宅貸付の基準とその証券化のプロセスの緩和が伝染と危機の炎を拡大した
- ・OTC デリバティブが今回の危機を深刻化させた原因である
- ・格付機関の失敗が金融の破滅の重要な原因であった

[出所] *The Financial Crisis Inquiry Report*, Jan. 2011.

金融関連諸法の分量

法律名	分量
DF 法 (2010年)	848ページ
GLB 法 (1999年)	145
SOX 法 (2002年)	66
州際銀行業効率化法 (1994年)	61
グラス・スティーガル法 (1933年)	37
連邦準備法 (1913年)	31

FSOC のメンバー

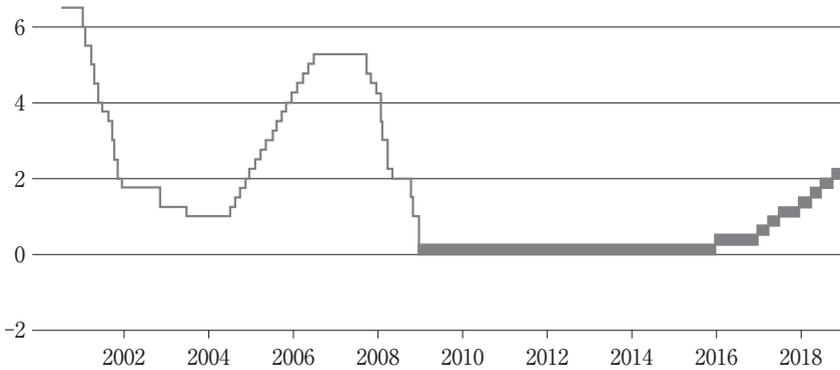
- 議決権を有するメンバー
 - 財務長官 (カウンスルの議長)
 - 連邦準備制度銀行理事会 (FRB) 議長
 - 通貨監督官 (OCC)
 - 金融消費者保護局 (DF 法において新設) 長
 - 証券取引委員会 (SEC) 委員長
 - 連邦預金保険公社 (FDIC) 委員長
 - 商品先物取引委員会 (CFTC) 委員長
 - 連邦住宅金融庁長官
 - 信用組合監督庁長官
 - 保険についての専門家 (上院の同意を得て大統領が指名)
- 議決権を持たないメンバー
 - 金融調査局長
 - 連邦保険局長 (DF 法において新設)
 - 州保険局の代表者
 - 州銀行局の代表者
 - 州証券局の代表者

18. 常態への復帰——FRBの出口戦略と金融規制の見直し FRBはリーマン・ショック後の金融市場の混乱への対応を目的として、2008年12月に国債やMBSの「大規模な資産買入れ」(large scale assets purchases, LSAP)を実施し、三次にわたる量的緩和政策が採用された(FRB自身は公式には「量的緩和」(QE)という呼称は使用していないが、これらはQE1(2008年11月-2010年6月)、QE2(2010年11月-2011年6月)、QE3(2012年9月-2014年10月)と通称される)。QE3は雇用環境の改善を目的に始まったが、その効果がみられたと判断されたため、2014年10月末に終了した。もっとも、量的緩和政策の終了といっても、新たな資産購入を行わないということであって、その後も金融緩和政策は続けられ、政策金利であるFF金利はそれまでの低水準(0.00~0.25%)に据え置かれていた。

イエレン前FRB議長時代の2015年12月、ようやくFRBは0.25%の金利引き上げに踏み切り、その後、2016年に1度、2017年に3度と小刻みに追加利上げが実施された。2017年10月には満期償還金を再投資する規模を順次に減額する措置が開始され、FRBの保有資産残高は小幅ながら縮小し始めている。2018年2月に就任したパウエル議長のもと、FRBは2018年に4度の追加利上げを実施し、政策金利は2.25~2.5%となった(2018年末)。

他方、行政府や連邦議会では、リーマン・ショック後に導入された施策の見直しが着手されている。2017年1月に発足したトランプ政権は、既存の法律や規制等を「コア・プリンシプル」に照らして見直すことをFSOC議長(財務長官)に求める大統領令13772と2つの大統領覚書を発令した。それらを受けて財務省から計6本の報告書が大統領に提出され、ストレステストやボルカー・ルールの適用基準等の見直し、システム上重要な金融機関(SIFIs)指定基準の見直し・透明化、FSOCの機能の再検討、整然清算制度(OLA)の見直しなどが提起された。連邦議会においても2018年5月、SIFIs指定の条件を緩和する法案が両院の民主党議員の賛同も得て超党派で成立した。金融危機後に成立したドッド・フランク法は、危機の原因に関する詳細な分析を待たずに立法化されたこともあり、過剰とされる規制や実効性が疑問視される規制が含まれていた。危機から10年余りが経過し、それらの総合的な再評価の時期に来ているといえることができるであろう。

政策金利の推移



〔出所〕 Federal Reserve Bank of New York.

大統領令13772が示すコア・プリンスプル

1. 米国人が市場において自立した決断や情報に基づく選択を行ない、退職に向けて貯蓄し、個々の富を築くことを可能にする。
2. 納税者の資金による救済を防ぐ。
3. モラルハザードや情報の非対称性などのシステミック・リスクや市場の失敗に対処するより厳格な規制影響分析を通じて、経済成長や活力のある金融市場をもたらす。
4. 国内外の市場において、外国企業に対する米国企業の競争力を促進する。
5. 国際的な金融規制の交渉や会議において、米国の利益を増進 (Advance) する。
6. 規制を効率的、効果的かつ適切に調整されたものにする。
7. 連邦金融監督機関の公的な説明責任を取り戻し、連邦金融規制のフレームワークを合理的なものにする。

〔出所〕 若園智明, [2018] 「トランプ時代の米国金融規制—マクロプルーデンスを巡る議論—」, 『証券経済研究』, 第103号。

財務省が公開した報告書

大統領令13772に対する報告書	公開日
A Financial System That Creates Economic Opportunities (共通テーマ)	
① Banks and Credit Unions	2017年6月
② Capital Markets	2017年10月
③ Asset Management and Insurance	2017年10月
④ Nonbank Financials, Fintech, and Innovation	2018年7月
大統領覚書に対する報告書	
⑤ Financial Stability Oversight Council Designations	2017年11月
⑥ Orderly Liquidation Authority and Bankruptcy Reform	2018年2月

〔出所〕 上表と同じ。

19. 上場企業数の減少と新たな資金調達手法の発展 アメリカの上場企業数はこの20年で半減した。1997年には約7,300の内国会社が上場していたが2016年には約3,500社となった。M&Aなどにより上場廃止となる企業が増加したことに加えて、IPOを行う企業が減少したためである。IPO減少の背景には、サーベンス・オックスリー法等によって規制遵守のコストが増大したため、上場企業であることのメリットが相対的に低下したことが指摘される。また、規制緩和により私募による信金調達が増加したこともあげられる。さらに、ベンチャー・キャピタル（VC）やプライベート・エクイティ・ファンド（PEファンド）の増大によって、上場せずとも十分な資金を調達することが可能になったという事情もある。上場企業数の減少は、リテール投資家にとっては投資機会の喪失につながる恐れがあり、米財務省やSEC等において企業の上場促進に向けた施策が議論されている。

他方、近年の情報技術革新を反映してスタートアップ企業の資金調達をめぐる環境は大きく変化した。まず、インターネットを通じた資金調達の規模が急速に拡大した。なかでもプラットフォーム上で資金需要者と資金提供者とをマッチングし、多数の投資家から少額の資金を集めるクラウドファンディングが注目される。資金提供の対価として非上場企業の株式を受け取る株式投資型クラウドファンディングが2016年5月から解禁された。同年末までに163件の募集が行われ、シード段階のベンチャー企業による比較的小規模の資金調達で利用された。

また、2017年頃からは企業等が電子的にトークン（証票）を発行して、公衆から資金調達を行うICOが急増した。主としてシード段階のベンチャー企業等がICOを利用しているとされ、2017年7月にはエンジェル・シード段階のネット関連ベンチャー企業によるICOでの資金調達額がVCからの調達額を上回ったとの報告もある。ただし、詐欺が疑われる事案も数多く存在するとみられ、各国において規制枠組みの検討が行われている。米国においては、2017年7月、証券市場の規制監督機関であるSECがICOトークン等のデジタル資産の発行が証券法にいう投資契約にあたりうるという考え方を打ち出した。最近では、STO（Security Token Offering）と呼ばれる、有価証券としての規制に服することを前提としてトークンを発行する例もみられる。

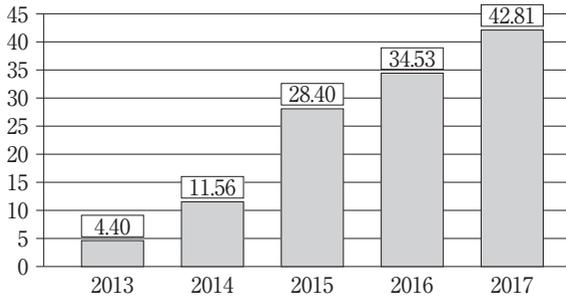
米国上場企業数の推移



〔出所〕 U.S. Department of Treasury [2017], *A Financial System That Creates Economic Opportunities: Capital Markets*, October, p. 21.

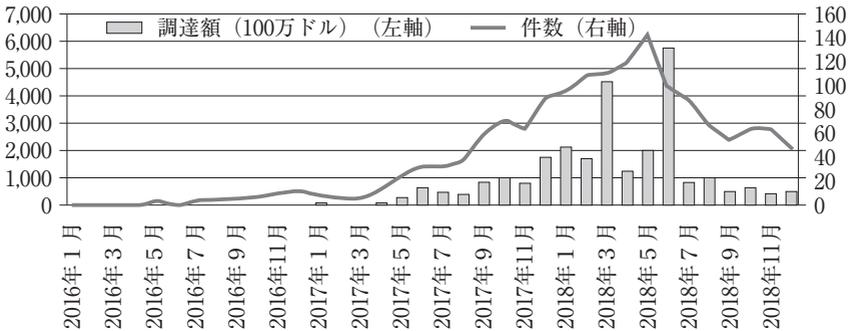
米国における代替的資金調達市場の規模

(10億ドル)



〔出所〕 Cambridge Centre for Alternative Finance [2018], *Reaching New Heights: The 3rd Americas Alternative Finance Industry Report*, December, p. 55より作成。

ICOによる資金調達の推移



〔出所〕 <https://www.coinschedule.com/>

第2章 金融構造と証券市場

1. 金融市場と証券市場 金融市場は、資金の需要と供給とを付け合せ、効率的な価格形成を行うことで、資金余剰主体から資金不足主体へ資金を循環させる働きをもつ。広義の金融市場は、資金取引の期間が1年を超えるかどうかによって短期金融市場（貨幣市場）と長期金融市場（資本市場）とに分けられる。短期金融市場は満期1年以内の短期信用を扱う市場を指し、参加者は日々の流動性ポジションの調整を行う。これに対して、長期金融市場は新規の資本投下のための資金調達を対象となるため、資本市場と呼ばれる。もっとも、期間による区分は恣意的なもので、1年を超える金融商品でも早期の解約ができるもの、満期1年以内の商品でも継続して借り換えができるものなどがあるため、単純に期間によってその性質をはかることはできない。

金融市場の中で、資金の取引が証券の形態をとる場合を証券市場と称する。アメリカの証券・金融市場は高度に発達し、参加者も多様で取引される証券の種類・取引量ともにきわめて大規模である点に特徴がある。活動的な金融市場の存在は、連邦準備制度が公開市場操作等を通じて金融政策を行う前提でもある。

証券市場の参加者は、連邦・州政府、地方自治体、政府機関、企業、個人、機関投資家および金融機関と幅広い。加えて連邦準備制度が、金融政策当局として証券市場の需給両面に登場する。短期証券市場では、多くの参加者が需給両面に登場するが、純資金需要者は連邦政府、供給者は家計および金融機関である。長期市場では資金の需要者と供給者は比較的固定的で、純需要者は連邦政府、純供給者は保険・年金基金等である。

証券市場については、発行市場と流通市場という区分も用いられる。発行市場は、新規発行された証券の取引が行われ、流通市場は既発行証券の取引が対象である。流通市場の存在は、証券保有者が満期前に証券を譲渡することを可能にする。証券市場での資金のやり取りは、短資会社、債券ディーラー、投資銀行といった専門の金融業者によって仲介される。専門仲介業者の存在意義は、資金取引にかかわる取引費用を削減し円滑な取引を実現することにある。アメリカの金融機関は数が多く平均的に規模が小さいことが特徴であり、このため市場は一般に非常に競争的であるとされる。

短期金融市場

種別	代表的な満期	主要な借り手	流通市場
フェデラル・ファンズ 譲渡可能定期預金 (CD)	主に1営業日 1～6カ月およびそれ 以上	預金金融機関 預金金融機関	活発な銀行間市場 あまり活発でない
銀行引受手形 (BA)	90日	金融関係および一般事 業会社	限定的
ユーロダラー： 定期預金 (譲渡不能) CD (譲渡可能)	翌日もの、1週間 1～6カ月、それ以上 1～6カ月、それ以上	銀行	なし
短期財務省証券 (TB)	3～12カ月	銀行 連邦政府	やや活発 非常に活発
買戻し条件付き債券売却 (RP)	1日、2日～3カ月が 多い	銀行、証券会社、証券 保有者、事業会社、政府	なし。ただし、短期新 発債市場は活発
連邦政府機関： 割引債	30～360日	連邦政府機関 農業信用制度 連邦住宅貸付銀行 (F HLB)	活発
利付債	6～9カ月	連邦全国抵当貸付公庫 (FNMA)	活発
コマーシャル・ペーパー (CP)	1～270日	金融関係および一般事 業会社	やや活発
地方債	30日～1年	州政府および地方自治 体	大量の銘柄のみやや活 発な市場あり

〔出所〕 アンマリー・ミュレンダイク著、立脇和夫、小谷野俊夫訳『アメリカの金融政策と金融市場』東洋経済新報社、2000年

資本市場

種別	満期	主要な借り手	流通市場
政府証券 中期債 長期債	2～10年 30年 (現在)	連邦政府 連邦政府	非常に活発 非常に活発
連邦政府機関 中期債 (bond)	3カ月～10年	農業信用制度、連邦住 宅貸付銀行 (FHLB) と関連機関	新発債やや活発 既発債不活発
長期債 (Debenture)	2～30年	連邦全国抵当貸付公庫 (FNMA)、連邦住宅抵 当貸付公社 (FHLMC)	満期によりやや活発
マスター・ノート (譲渡可能)	10年以内	FNMA、学生貸付普 及公庫 (SLMA)	活発
ゼロ・クーボン債	長期	FNMA, SLMA	限定的
金利スワップ	2～10年	SLMA	活発
社債	2～30年	金融関係および一般事 業会社	活発
地方債	2～30年	州政府および地方自治 体	活発
デリバティブ 金融先物 (フューチャー)	契約期間は3カ月～2 年	ディーラー、銀行 (ユーザー)	非常に活発 (現物市場 と裁定)
オプション	契約満了日までにスト ライク価格で実行	ディーラー、銀行、ノ ンバンク	非常に活発
スワップ	元本期間中の金利を交 換	ディーラー、銀行、ノ ンバンク	非常に活発
ストリップス	年2回、元利金の支払 期日 (最長30年)	連邦政府 (ディーラー により間接的に実行)	活発

〔出所〕 同上

2. 企業の資金調達 企業は資金不足部門であるが、その割合はGDP比で数%に過ぎず、1990年代前半、2000年代前半の折々には逆に資金余剰に転じている。戦後一貫して内部資金の割合が高い資金調達構造がこれに対応している。企業の外部資金調達は、借入を主体としてきた日本と異なり、株式、社債、借入を組み合わせた多彩な構造をとっている。株式・出資金に負債等を加えた企業の資金調達残高は、2018年第3四半期で22兆ドルあまりである。

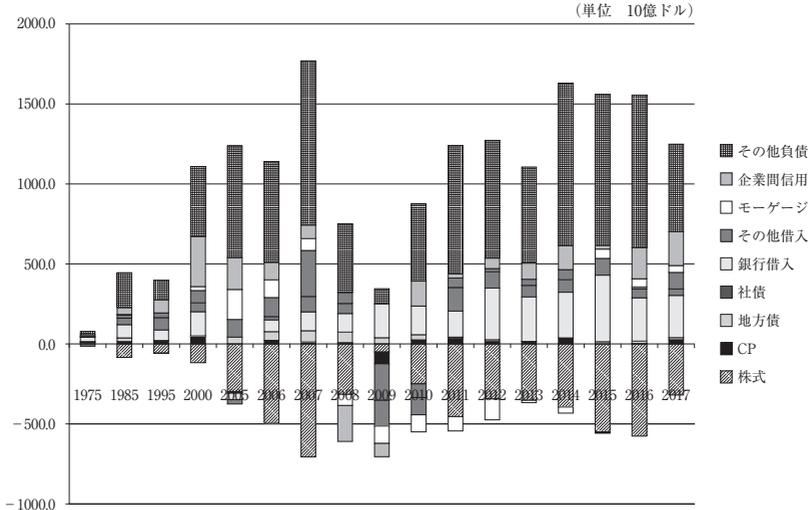
1980年代半ば以降、株式による資金調達がマイナスとなったことは特徴的であるが、これは企業買収ブームの影響を受けて敵対的買収に対する防衛策として自社株買いが行われたことによる。企業買収ブームの一段落した1990年代初めには大量償却の反動で株式が発行されたが、1990年代後半からの好況時にも、ストック・オプションの増加にともなって金庫株などの目的で自社株買いが行われた。2000年代では、ITバブル崩壊や2008年の金融危機の直後を除いて、株式による純調達は毎年大幅なマイナスとなっている。

CPは最近20年間で最も発達した分野の一つである。高格付企業は、銀行融資より低コストでCP市場からの短期借入れが可能であり、一方投資家にとっては政府債券を上回る利回りが得られる。CPが資金調達全体に占める割合は必ずしも大きくはないが、企業の資金調達の選択肢として定着している。

CPが短期借入れニーズに対応するのに対して、社債は長期の資金調達のために利用される。発行企業の種類により、公益事業、運輸、工業、金融、不動産などと区別される。発行額は景気動向などにより不規則であるが、資金調達に占める割合は大きい。1980年代には高利回りであるものの信用力が低く投資適格の基準を満たさないジャンクボンドへの投資が活発化し、社債投資が活況を呈した。その後も2000年代前半の数年を除き社債発行は高水準が続いており、2018年第3四半期の発行残高は5兆4000億ドルを超える。

一方、日本で企業の資金調達に大きな位置を占める銀行借入は、必ずしも重要な位置を占めておらず、いわゆる間接金融の比率は高くない。アメリカでは証券形態での資金調達手段が豊富であり、信用力の高い企業ほど低コストで市場から直接調達ができるためである。2009年には、金融危機の影響で社債での借入が増加し、銀行借入が大きく減少した。

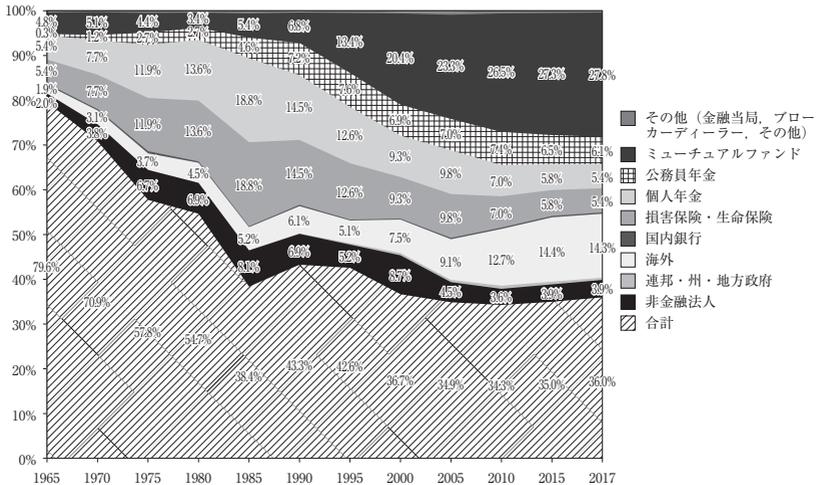
企業の資金調達（フロー）
（非金融法人）



(注) 地方債とあるのは、インダストリアル・レベニュー債で、州や地方政府が発行し企業誘致など民間投資にあてる債券。

(出所) FRB, Flow of Funds Account (Financial Accounts of the United States), each issue より作成

発行済株式の保有構造



(注) 個人には非営利組織を含む。ミューチュアルファンドにはETFとクロードエンドファンドを含む。

(出所) FRB, Flow of Funds Account (Financial Accounts of the United States), each issue より作成

3. 政府証券市場 政府部門は、アメリカにおける最大の証券発行主体である。とりわけ連邦政府は、徴税権を背景に信用リスクのない証券を発行することで、証券市場において大きな位置を占めている。90年代末の一時期を除いて一貫して財政赤字となっており、とりわけ2008年の金融危機以降の赤字幅は大きく拡大している。

連邦政府の資金調達を行う財務省は、譲渡性のある市場性証券と、貯蓄国債のように譲渡性のない証券の両方を発行するが、民間部門の保有する財務省証券の8割以上は市場性証券である。財務省は、満期1年未満の割引債の形をとる短期証券（Treasury Bill）、満期1～10年の中期債（Treasury Note）、満期が10年超の長期債（Treasury Bond）、個人など特定の投資家のみが購入できる非市場性の貯蓄国債（Savings Bond）を発行しており、流動性の高い市場を形成している。財務省証券の定期的な発行は、証券市場の流動性にとって重要な役割を果たす。

2017年には財務省証券合計で4470億ドルが新規発行され、残高は16兆4000億ドルに上る。発行残高は、2007年から金融危機をはさんでおよそ3倍に増加した。政府証券の保有状況については、2017年末で38.3%が海外投資家によって保有されているほか、金融緩和政策の結果、金融当局の保有も14.9%と大きく、続いて年金が14.2%、個人が9.0%、州・地方政府が4.3%を保有している。機関投資家である保険会社、ミューチュアルファンド、商業銀行、MMFなどは、2～7%前後と保有比率は多くない。

政府債券の流通市場は、連邦準備制度による公開市場操作の対象としても重要な役割を果たしている。また、政府債券は、レポ取引等によって証券の短期金融の役割も果たす。

政府機関債は、住宅・農業・貿易などの分野で特定の業務をになう政府機関が発行する債券である。財務省証券に比べて規模は小さいが、証券化の原型となった住宅用モーゲージ証券との関連で重要である。また、州・地方自治体が発行する地方債は、州、郡、市・町、学区域、下水道区域などの特別機関が発行する証券を含み、種類が多い。地方債は免税措置がとられているため人気のある投資商品であり、格付会社によって信用リスク情報が提供されている。

財務省証券の保有主体別割合

(単位 10億ドル, %)

	1985		1995		2005		2010		2015		2017	
個人	281.2	16.0	842.6	15.2	379.1	2.5	1048.6	10.0	1141.1	7.5	1477.6	9.0
非金融企業	41.1	2.3	57.1	1.0	52.1	0.3	48.0	0.5	37.4	0.2	42.1	0.3
州・地方政府	258.7	14.7	292.1	5.3	538.5	3.6	635.6	6.1	680.2	4.5	687.4	4.2
海外	226.4	12.9	816.9	14.7	1984.4	13.1	4458.8	42.4	6146.2	40.6	6284.9	38.3
金融当局	177.8	10.1	378.2	6.8	744.2	4.9	1021.5	9.7	2461.6	16.3	2454.2	14.9
商業銀行	228.1	13.0	306.6	5.5	112.4	0.7	298.6	2.8	534.2	3.5	616.8	3.8
損害保険・生命保険	84.0	4.8	247.2	4.4	209.2	1.4	258.0	2.5	310.1	2.0	377.9	2.3
個人年金	128.6	7.3	120.2	2.2	111.4	0.7	202.2	1.9	286.7	1.9	323.7	2.0
公務員年金	257.5	14.6	728.1	13.1	1113.5	7.4	1430.8	13.6	1889.3	12.5	2007.4	12.2
MMF	24.6	1.4	71.3	1.3	90.4	0.6	342.1	3.3	485.9	3.2	702.9	4.3
ミューチュアルファンド	40.3	2.3	145.8	2.6	189.0	1.2	475.5	4.5	912.7	6.0	1132.4	6.9
ブローカー・ディーラー	-4.0	-0.2	18.3	0.3	-64.6	-0.4	94.5	0.9	65.3	0.4	119.6	0.7
その他	14.5	0.8	1536.6	27.6	9681.4	63.9	190.2	1.8	190.2	1.3	204.0	1.2
合計	1758.7	100.0	5560.9	100.0	15141.1	100.0	10504.4	100.0	15141.1	100.0	16430.9	100.0

(注) 商業銀行は外国銀行の米国支店・信用組合を含む。ミューチュアルファンドはETFを含む。その他はGSE, ABS 発行者, 持株会社を含む。

〔出所〕 FRB, Flow of Funds Account (Financial Accounts of the United States), each issue より作成

公共部門の資金到達 (フロー)

(単位 10億ドル)

	1985	1990	1995	2000	2005	2010	2015	2017
政府負債合計	484.5	406.4	262.2	-88.2	919.5	2123.9	982.5	935.5
連邦政府	299.0	293.8	227.0	-215.6	453.9	1696.8	759.3	647.3
州・地方政府	185.5	112.5	35.2	127.4	465.6	427.1	223.2	288.2
有価証券								
財務省証券	265.7	272.1	163.8	-274.0	347.3	1645.3	724.4	447.0
市場性証券	193.2	174.7	173.7	-276.3	223.1	1590.0	688.1	554.4
非市場性証券	72.5	97.4	-10.0	2.3	124.2	55.3	36.3	-107.3
地方債	155.4	46.2	-60.9	16.5	166.7	79.3	9.0	-3.1
政府借入	27.5	8.0	21.8	31.0	66.2	48.3	57.1	220.1
その他・年金保険準備金	35.9	80.1	137.5	138.4	339.2	351.0	192.0	271.4

〔出所〕 FRB, Flow of Funds Account (Financial Accounts of the United States), each issue より作成

4. 個人金融資産 個人部門は、アメリカの証券市場において資金供給セクターの1つであるが、日本の個人部門が安定的な貯蓄主体として資金供給を行ってきたのに対して、大きな資金供給部門とはなっておらず、1990年代後半からは個人部門が資金需要サイドにまわることもしばしばであったが、2008年の金融危機後は、一転して資金供給に大きな割合を占めるようになった。

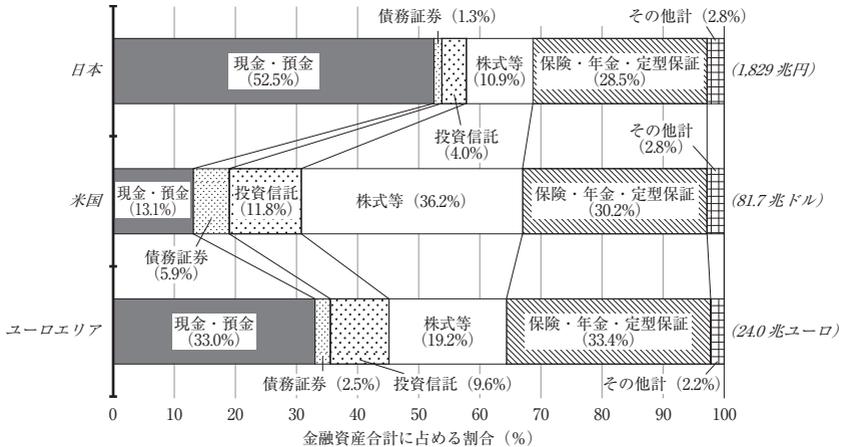
フローで見た傾向としては、まず株式発行の純減が続いていることを反映して、個人の株式取得もネットで減少が続いている点が指摘できる。これに対して年金は一貫して増加しており、ミューチュアルファンドへの投資と合わせて機関投資家を通じた株式保有が増加していると推測される。政府証券の購入は1990年代前半まで増加したのち、金融危機直後を除いて減少が続いており、2010年代に入ると、地方債・政府機関債を合わせても減少が目立ち、同時に社債も売却が続いている。

ストックで見た個人金融資産については、1990年代に入るまで20%超を続けてきた預金の割合が低下し、2000年代には金融危機後を除き13~15%程度に減少した。これに対して、債券・株式などの有価証券の保有は、ミューチュアルファンドなどを通じたものをあわせると個人資産の約半分を占め、個人が広く金融リスクを負担する構造が定着している。年金・保険は1990年代後半以降順調に拡大して個人金融資産の3割を占め、日本と同程度である。一方、株式・出資金はITバブルの崩壊を受けて2000年代初頭に減少したものの、個人金融資産に占める割合は3割と日本にくらべてかなり大きい。もっとも直近では2008年の金融危機で大きく減少したが、その後回復して2017年の株式保有残高は2008年の2.5倍を超えた。また、パートナーシップ形態をとる非法人企業に対する持分が大きいのもアメリカの個人資産の特徴である。

個人にとっては免税措置のある連邦・地方政府証券も一般的である。とりわけ高い限界税率に直面する富裕層の個人にとって、免税措置は実質的な利回りの点で有利となるため人気が高いとされる。

近年の特徴として、個人部門の負債の拡大を挙げることができる。負債残高は、住宅担保の借入れや消費者金融の拡大によって、2000年の7兆4000億円から2008年には14兆2000億ドルに2倍近く拡大し、金融危機後に減少に転じたが、その後は上回るまで拡大している。

家計の金融資産構成の国際比較 (2018年3月末)



(注) 「その他計」は、金融資産合計から、「現金・預金」、「債券証券」、「投資信託」、「株式等」、「保険・年金・定型保証」を控除した残差。

〔出所〕 日本銀行調査統計局『資金循環の日米欧比較』2018年8月

個人金融資産残高の推移

(単位 10億ドル, %)

	1995		2000		2005		2010		2015		2017	
総金融資産	23193.8	100.0	34801.4	100.0	47089.9	100.0	55402.5	100.0	74092.5	100.0	85193.8	100.0
預金	3528.4	15.2	4817.7	13.8	6579.6	14.0	8668.6	15.6	11243.5	15.2	12163.9	14.3
外貨預金	23.4	0.1	48.3	0.1	63.8	0.1	67.3	0.1	31.9	0.0	39.1	0.0
現金・当座預金	603.6	2.6	405.1	1.2	372.2	0.8	480.1	0.9	1209.6	1.6	1219.0	1.4
定期性預金	2344.4	10.1	3068.4	8.8	4881.7	10.4	6463.7	11.7	8450.4	11.4	9297.8	10.9
MMF	557.0	2.4	1295.9	3.7	1261.8	2.7	1657.5	3.0	1551.6	2.1	1608.0	1.9
負債証券	2174.2	9.4	2269.5	6.5	3283.8	7.0	4969.0	9.0	4550.3	6.1	4404.7	5.2
財務省証券	842.6	3.6	580.2	1.7	379.1	0.8	1048.6	1.9	1141.1	1.5	1477.6	1.7
政府機関債	229.5	1.0	613.1	1.8	432.9	0.9	221.4	0.4	447.4	0.6	432.4	0.5
地方債	490.6	2.1	482.9	1.4	1627.5	3.5	2075.1	3.7	1677.9	2.3	1635.5	1.9
社債	611.5	2.6	593.3	1.7	844.2	1.8	1623.9	2.9	1283.9	1.7	859.2	1.0
モーゲージ	109.2	0.5	95.8	0.3	127.0	0.3	132.0	0.2	114.8	0.2	112.5	0.1
その他貸付	145.5	0.6	462.6	1.3	632.1	1.3	751.4	1.4	840.8	1.1	784.1	0.9
株式	4006.1	17.3	7212.6	20.7	8125.0	17.3	8688.2	15.7	13365.4	18.0	17740.6	20.8
ミューチュアル ファンド	1209.8	5.2	2464.6	7.1	3296.6	7.0	4498.7	8.1	6731.4	9.1	8533.1	10.0
生命保険	565.5	2.4	838.8	2.4	1136.4	2.4	1272.8	2.3	1510.9	2.0	1626.6	1.9
年金	7513.8	32.4	11057.5	31.8	14562.4	30.9	18351.5	33.1	23504.7	31.7	25819.7	30.3
その他	3941.3	17.0	5582.2	16.0	9347.1	19.8	8070.3	14.6	12230.6	16.5	14008.6	16.4
総負債	5045.0	21.8	7407.1	21.3	12260.0	26.0	14036.4	25.3	14545.9	19.6	15565.2	18.3
うち住宅ローン	3319.9	14.3	4816.8	13.8	8941.5	19.0	9993.5	18.0	9583.1	12.9	10070.4	11.8

〔出所〕 FRB, Flow of Funds Account (Financial Accounts of the United States), each issue より作成

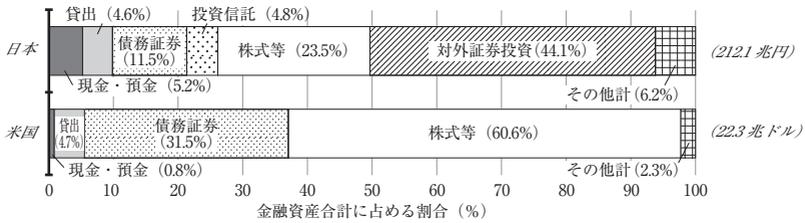
5. 主要機関投資家の資産運用 機関投資家には定まった定義はなく、投資家から幅広く資金を集め証券投資を業務とする組織として大まかに理解されている。証券投資信託、生命保険会社、損害保険会社、年金基金、投資信託などが代表的な機関投資家とされ、銀行業務を行う機関を含めるかどうかは場合によって異なる。機関投資家は、大量の資金を集中することで分散投資を可能にすることが最大の特長である。一方、市場規模に比べて相対的に大口の売買を行うために、特殊な取扱いを必要とする取引も含まれ、証券市場の価格形成に様々な影響を及ぼす存在でもある。

主要機関投資家とされるミューチュアルファンド、年金基金、生命保険、その他保険の総資産額は50兆ドルを超えて極めて大規模である。商業銀行は総計19兆ドルの資産規模であるが、有価証券での運用は2割強に過ぎない。これに対して、ミューチュアルファンドやMMF、生命保険や年金基金では、総資産の7～9割前後が有価証券で運用されている。投資家別に有価証券の保有傾向を見ると、商業銀行・貯蓄機関では政府機関債の保有が大きく、財務省証券、地方債、社債と続くのに対して、保険では社債・外国債が、個人年金基金・公務員年金基金では株式や投資信託が最大の保有証券となっている。一方、短期運用が前提のMMFでは政府証券やオープン・マーケット・ペーパーなど短期の証券が主力である。政府証券は信用リスクがなく流動性の高い証券であるため、すべての機関投資家が満遍なく保有している。

一方、証券別に投資家構造を見ると、政府証券は外国投資家の保有が4割と大きな割合を占めるほか、金融緩和の影響で金融当局が大きな保有割合を占め、機関投資家の保有は必ずしも多くない。地方債は免税措置が目的の個人が最大の保有者であるが、機関投資家の保有も大きい。社債は保険とミューチュアルファンドが、モーゲージは政府系資金を除けば商業銀行と貯蓄機関が多く保有する証券である。株式は家計による保有が最大であるが、続いてミューチュアルファンドや年金基金による保有割合が高い。

アメリカでは機関投資家の受託者責任が強調され、運用にあたっては最良執行義務が課せられる。このため、取引コストを少しでも削減するための多様な執行サービスや電子取引システム、資産管理のあり方が工夫されている。

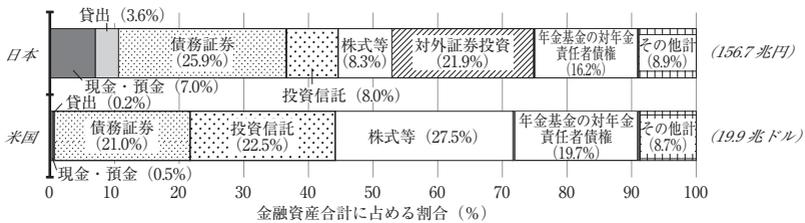
投資信託の資産構成 (2018年3月末)



(注) 「その他計」は、金融資産合計から、「現金・預金」、「貸出」、「債券証券」、「投資信託」、「株式等」、「対外証券投資」(日本のみ)を控除した残差。

〔出所〕 日本銀行調査統計局『資金循環の日米欧比較』2018年8月

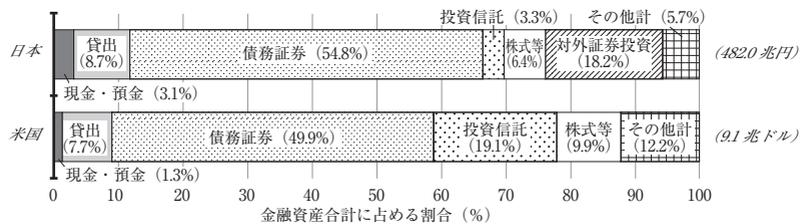
年金基金の資産構成 (2018年3月末)



(注) 同上

〔出所〕 同上

保険の資産構成 (2018年3月末)



(注) 同上

〔出所〕 同上

第3章 債券発行市場

1. **発行債券の種類** アメリカで発行される債券には、連邦政府による財務省証券（国債）、政府機関と政府関連機関による政府機関債、州・地方政府による地方債、企業による社債、非居住者による外国証券（ヤンキー債）などがある。

まず、財務省証券は、市場性証券と非市場性証券とに分けられ、そのうち市場性証券には、満期1年未満で割引発行される財務省短期証券（TB）、満期1～10年の利付債である財務省中期債（T-note）、満期10年超の利付債である財務省長期債（T-bond）、1997年から発行されたインフレ連動債（Treasury inflation-indexed note）がある。また、非市場性証券は、地方公共団体向け債券、外国政府向け債券、政府機関向け債券、貯蓄債券に分けられる。

次に、政府機関債は、政府機関および政府関連機関によって発行される債券であるが、これら機関として、連邦住宅抵当金庫、連邦住宅貸付銀行、農業信用銀行などがあり、主として住宅建設、農業・貿易振興、高等教育援助などの資金を供給する機関である。これら債券は、短期割引債と長期債であり、多くは政府ないし財務省の保証がつくため、信用度は高い。

第三に、州・地方債は、州政府および郡・市・公社などによって発行される債券であるが、その銘柄数は100万を超えるほど膨大であり、多くは2,500万ドル以下の小口発行である。償還原資の観点からは、起債を行う地方公共団体の課税権を含む全信用力を担保として発行される一般財源保証債と、起債収入を利用した事業（事業体）から生じる利用料等の収入によって元利償還が行われる仕組みの特定財源債（レベニュー債）とに大別される。

第四に、社債は主として普通社債、転換社債、ワラント債に大別され、さらに社債担保証券（CBO）も発行されている。また、担保の有無によっては担保付社債と無担保社債に区別され、弁済順位によっては上位債と劣後債にも区別される。さらに、格付によっては投資適格債と低格付ないし無格付の高利回り債（ジャンク債）とに区別されることもある。

最後に、ヤンキー債は、アメリカで発行されるドル建債券であり、公募発行と144A 私募発行に大別される。

財務省証券・政府機関債発行額 (純増)

(単位：10億ドル)

年	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018 3Q
財務省証券	363.6	307.3	183.7	237.4	1,239.0	1,443.7	1,579.5	1,137.6	1.181	857.7	736.0	724.4	842.8	447	1,183.2
政府機関債	75.0	-84.0	35.6	282.4	271.7	-475.3	-233.8	-187.2	-154.6	107.5	75.3	93.5	194.2	153.1	68.5

(注) 財務省証券は、Federal Governmentの“Net Increase in liability”の項目のうち、Credit Market instrumentsにおける、U. S. savings securitiesまたはSaving Bonds、Treasury billsおよびOther Treasury securitiesの合計額を記載した。また、2011年以降は、同項目のうち、Treasury securitiesを記載した。

〔出所〕 FRB, *Flow of Funds Accounts*, <http://www.federalreserve.gov/releases/z1/>

地方債新規発行額

(単位：10億ドル)

種類	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
一般財源保証債	129.1	144.0	114.6	130.2	110.2	154.9	146.9	104.9	135.3	124.6	132.9	153.8	175.5	160.8	122.5
レベニュー債	227.8	262.4	267.5	294.3	276.2	251.9	283.4	180.3	234.2	188.4	181.8	223.5	248.4	247.6	196.9
私募	28	1.8	4.7	5.0	3.1	3.6	8.4	9.9	12.8	22.7	24.5	27.8	28	39.6	18.8
計	358.1	407.1	385.9	429.2	389.3	409.5	433.1	295.1	382.6	335.3	339.1	405.1	445.8	448	338.2

〔出所〕 SIFMA, <http://www.sifma.org/research/statistics.aspx>

社債・資産担保証券・株式新規発行額

(単位：10億ドル)

年	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
普通社債	775.8	750.1	1,058.4	1,141.0	717.0	945.4	1,057.9	1,025.1	1,371.2	1,379.9	1,438.4	1,493.6	1,533.7	1,652.4	1,325.4
うち高利回り債	134.7	96.1	139.9	135.2	41.9	145.9	263.1	225.9	331.3	332.2	314.1	262.3	239.9	284.2	173.0
転換社債	32.4	29.7	63.3	77.5	43.4	33.5	29.1	20.8	19.8	36.6	37.2	20.7	22.4	27.2	38.7
資産担保証券	330.6	437.7	658.2	827.6	215.2	177.9	125.9	151.0	259.0	304.1	380.8	387.8	322.5	498.2	439.2
株式	197.2	182.8	197.6	242.7	216.7	256.7	252.3	196.4	0.3	300.8	311.5	256.8	197.6	222.6	220.7

(注) 株式は、普通株および優先株の合計。

〔出所〕 SIFMA, <http://www.sifma.org/research/statistics.aspx>

2. 国債入札方式（単一価格方式） 従来、市場性財務省証券の多くは、複数価格方式で入札され、利回りの低い順に落札され、入札した利回りで購入されていた。しかし、この方式の場合、高い価格の入札者はより低い価格の入札者よりも落札の可能性は高くなるが、その反面高値で購入するリスクが生じていた。

ソロモン事件を契機に導入された、単一価格方式による国債の競争入札は、発行予定総額から非競争入札分を差し引いた額に対して、競争入札を行うわけであるが、その際の落札価格の決定に特徴がある。すなわち、複数価格方式でなされるように高い入札価格から落札されるのではないことは当然であるが、また入札後の平均入札価格をもって落札価格とするのでもなく、落札のストップ・レートをもって落札価格とするのである。つまり、入札価格の高いものから順次落札していくのであるが、落札価格はすべて均一に、最安値で落札された価格に決定されるのである。この方式の利点は、すべての落札者が同一の価格で購入できることであるが、他方、難点としては、入札者ができるだけ自らの落札を確実にするために高い入札価格で応札する傾向が生じる点が指摘されている。市場実勢より高い価格で応札しても、落札価格はストップ・レートで決まることから、入札全体が市場実勢より高くなり、落札価格発表後にマーケットを変動させる要因になるわけである。

この単一価格方式は、前述のように、ソロモン事件を契機として導入されたわけであるが、かならずしもそれに対する十分な対策ではなかったといわれている。したがって、ソロモン・ブラザース社の不正入札に対する直接的な対策は、次の3点である。まず、入札に際して、単一のプライマリー・ディーラーが、単一の入札価格で応札できる上限額を35%と決められたことである。次に、入札参加者全員に対して、当該入札債券のネットの買越し残高が20億ドルを越える場合には、財務省に事前報告しなければならないと決められたことである。さらに、プライマリー・ディーラーが入札の結果、500億ドル以上落札した場合、それが顧客の注文であることを確認すべく、顧客がサインした確認書の提出が義務付けられたことである。以上の措置によって、ソロモン事件でみられた、債券の供給制限や顧客名義の無断使用は回避されるものとされている。

ソロモン事件

まず、ソロモン事件とは、1990年から91年にかけてソロモン・ブラザース社がアメリカ国債入札において不正を起こした事件であるが、その主たる内容は、顧客の名義の無断使用などの方法によって、入札上限である35%を大きく上回る落札を繰り返したというものである。例えば、90年12月の4年もの財務省証券では46%、91年2月の5年ものでは57%、同5月の2年ものでは44%を落札している。

もちろんこの事件では、落札上限額を上回る落札を行ったこと、顧客名義を無断で使用したことが不正であるが、このような大量落札を同社が繰り返した理由が注目された。そして、このような大量落札の目的は、コーナリング (cornering) にあるとされた。すなわち、コーナリングとは、当該証券を買い集めることによって、供給を制限し、価格のつり上げを行ったうえで、当該証券を売却して利益をあげることをいう。とくに、アメリカ国債市場ではトレーディングは直近に発行された銘柄に集中するので、トレーダーは直近銘柄を手当てせざるを得ず、直近銘柄のコーナリングは利益をあげやすいのである。

そして、この事件は国債入札方法について論議を呼び起こし、財務省、FRB、SECは92年1月共同報告書を発表した。この報告書では、入札方式の変更、需給逼迫時の追加発行、入札者に対する規制強化などを主な内容としているが、とくに入札方式については、従来の高い入札価格から順に割り当てていく方法では、大量に購入するには高い入札額で入札せざるを得ず、その結果入札は成功しても落札価格は高くなる、すなわち「勝者の災い」(winner's curse)が生じる。したがって、コーナリングを防止しつつ、また「勝者の災い」を除去するため、「単一価格方式」(single price system)が提案された。

これは通常ダッチ方式と呼ばれる方式で、まず入札によって価格を決定し、その価格で割当てていくものである。

他方、同じ時期FRBはプライマリー・ディーラー制度についての方針も明らかにした。すなわち、プライマリー・ディーラー制度そのものは維持しつつも、資格要件が不明確であるという、従来からの批判を受けて、その資本基準を明確にしつつ、「1%マーケット・シェア・ルール」(市場シェア1%を維持せねばならないというルール)を廃止し、プライマリー・ディーラー資格要件を充たす業者数の増加を図るとともに、その資格の剥奪を含む処分の条件を明らかにした。つまり、プライマリー・ディーラーが資本基準を充たさない、公開市場操作のためにマーケット・メイクをする責任を果たせない、FRBに対して有意義な市場情報を継続的に提供する責任を果たせない、財務省証券の入札に相当規模で参加する責任を果たせない、プライマリー・ディーラーがアメリカの法によって訴追ないし有罪判決を受けた、などである。

ところで、ソロモン・ブラザース社に対する処分は、92年5月に2億9000万ドルの罰金・賠償金の支払い、60日間の連銀との取引停止、などの内容を含むものであったが、入札方式については、結果的に単一価格方式の導入という形で92年9月に結着した。これは、1年の試験的導入として、2年ものおよび5年ものについて行われたものであるが、現在は全銘柄に拡大された。

3. 引受と管理 もともと引受とは、募集の取扱を行うと同時に売残り分を引き取る残額引受 (stand-by) であったが、アメリカの投資銀行の資力・信用力の高まりにつれて、最初から発行額の全額を買い取る、買取引受 (straight underwriting) または総額引受 (bought deal) が行われるようになった。この両者をあわせて確約引受 (firm commitment underwriting) と呼んでいるが、通常、引受という場合は、販売に最善を尽くすが、売残り分の引き取りは行わない、取扱引受 (best-efforts underwriting) をこれに加えている。1933年証券法における引受人の定義は、証券の分売を目的として発行者から証券を購入した者、同目的に関連して発行者のために売付申込みもしくは売付を行う者、これらの行為に直接もしくは間接に参加あるいは関与する者、となっている。

引受額が大きい場合、引受リスクを分散するため、引受シンジケートが組まれる。引受シンジケートは、発行会社との間の引受契約と引受業者間の引受業者間契約とで構成されるが、発行額が大きい時などは、引受幹事は複数となり、主幹事と共同幹事とに分かれる。また、シンジケートの中には、売捌きのみ協力する、セリング・グループがある。買取引受の場合、発行会社に対して前払いされた社債の買取価格と投資家に売却する売出価格との差が粗引受スプレッドと呼ばれ、そこから幹事・引受・分売手数料が支払われる。

なお、1982年の規則415による一括登録制導入によって、シンジケート団を組成しないボート・ディール (総額引受) 方式が盛んに行われている。

他方、アメリカにおける社債の管理業務は、大手銀行の信託部に集中が見られる。また、管理会社はトラスティと呼ばれる。

アメリカでは発行会社と管理会社は、1939年信託証券法上の信託証書による契約を結ぶ。この契約では、管理会社は信託証書により与えられた権限のもとで一定の注意義務に基づいて、社債権者全体の利益のために社債管理を行うことが定められている。つまり、管理会社は信託証書が法律を遵守しているかどうか、とくに管理会社の免責事項や管理会社に損失が発生した場合の保証に関する規定の記載、責任遂行の権限付与に関する規定の記載などをチェックする。しかし、管理会社は発行条件の決定などのビジネス・ネゴシエーションには関与しない。

投資適格債引受ランキング (2017年 単位：百万ドル，%)

順位	主幹事	2016年の順位	引受額	シェア	件数	幹事手数料	シェア
1	JP モルガン	1	164,349.3	12.2	501	745.6	11.0
2	バンク・オブ・アメリカ・メリルリンチ	2	153,743.8	11.4	460	691.3	10.2
3	シティ	3	129,712.9	9.6	418	543.8	8.0
4	ゴールドマン・サックス	5	115,548.2	8.6	272	498.6	7.4
5	モルガン・スタンレー	4	114,019.3	8.4	343	503.9	7.4
6	ウェルズ・ファーゴ	6	79,557.6	5.9	290	388.0	5.7
7	バークレーズ	7	64,998.5	4.8	209	302.9	4.5
8	ドイツェ・バンク	9	53,654.0	4.0	153	211.8	3.1
9	HSBC ホールディングス PLC	8	47,706.4	3.5	124	227.7	3.4
10	クレディスイス	12	40,161.8	3.0	135	193.6	2.9
11	RBC キャピタル・マーケット	11	37,925.0	2.8	160	191.5	2.8
12	みずほフィナンシャルグループ	10	37,901.9	2.8	154	196.1	2.9
13	三菱 UFJ フィナンシャルグループ	14	35,494.7	2.6	150	203.5	3.0
14	UBS	15	35,017.3	2.6	113	163.6	2.4
15	BNP パリバ	13	24,044.7	1.8	109	121.6	1.8
16	US バンコープ	16	19,675.2	1.5	127	129.7	1.9
17	TD セキュリティーズ Inc	18	13,628.4	1.0	61	75.2	1.1
18	サンタンダー・グローバル・コーポレート Bnk	20	13,578.9	1.0	40	63.9	0.9
19	三井住友フィナンシャルグループ	17	13,219.3	1.0	60	77.8	1.1
20	ソシエテ・ジェネラル	19	11,977.1	0.9	46	56.6	0.8
上位20社の合計			1,193,937.2	89.4	3,925	5,586.7	82.5
総計			1,350,364.9	100.0		6,775.5	100.0

〔出所〕 Thomson Reuters “DEBT CAPITAL MARKETS REVIEW Full Year 2018”, を元に作成。
<https://www.thomsonreuters.co.jp/content/dam/openweb/documents/pdf/japan/market-review/2017/dcm-4q-2017-e.pdf>

トラスティの業務一覧

1. 受託業務

- ①債券保有者の代表
- ②債務不履行または担保差押えの場合の債券保有者の代理人
- ③減債基金の保管・管理

2. 代理業務

- ①募集代理人 (Subscription agent)
- ②名義書換代理人 (Transfer agent)
- ③登録機関 (Registrar)
- ④財務代理人 (Fiscal agent または Financial agent)
 - a. 配当金・債券元利金支払代理人 (Paying agent)
 - b. 引受シンジケートの現金・証券管理人 (Depositary)
- ⑤停止条件付証書管理人 (Escrow agent)
- ⑥引換代理人 (Exchange agent)

4. 財務省証券 市場性証券の売出は、入札方式によって行われるが、入札には機関投資家対象の競争入札方式と小口投資家対象の非競争入札方式がある。財務省はあらかじめ非競争入札者に割当をした上で（ただし、1入札者につき100万ドルが上限である）、その残余分を競争入札者に入札させ、入札利回りの低いものから落札していく。そして、この入札によって利回りが決められ、非競争入札者はこの価格で購入することになっていた。しかし、1991年に発覚したソロモン・ブラザーズ社の不正入札事件を契機として、92年9月から単一価格方式が期間2年および5年の財務省証券について試験的に導入され、現在全銘柄に拡大されている。また、入札については、応募額の5%（TBは2%）の保証金を積み、最低応募額（TBは1千ドル以上5千ドル単位、3年以下のT-note Tは5千ドル単位、3年超のT-note およびT-bondは千ドル単位）を上回れば参加可能であるが、ディーラーを介するのが通常であり、ディーラーを介さず入札に参加するのはディーラー資格を得るための実績作りなど特別な場合がほとんどである。そして、入札の受付は、財務省と12の連邦準備銀行で行われるが、大口の落札を行うプライマリー・ディーラーと取引のあるニューヨーク連銀に入札は集中している。

TBは、4週、3ヶ月（91日）、6ヶ月（182日）の3種類が定期的に入札されており、4週ものは毎月曜日に公示、翌火曜日入札、木曜日に発行され、3ヶ月および6ヶ月ものは毎火曜日に公示、翌月曜日に入札、木曜日に発行される。また、T-noteは、2年債が通常月末近くに毎月入札され、月の最終営業日に払い込みされる。5年、10年、30年債は4半期ごとに発行される。最近の落札額は、1回あたり、4週もの60億ドル、3ヶ月、6ヶ月もの130億から140億ドル程度、2年もの250億ドル、5年もの160億ドル、10年もの110億ドル、30年もの50億ドルとなっている。その他、財務省は一時的な資金不足の際、キャッシュ・マネジメント・ビルを発行している。この償還期間は、数日から6ヶ月に設定されているが、落札額は100億ドルから300億ドル程度までさまざまである。

民間保有の財務省証券

(単位：百万ドル)

年	発行総額	市場性証券					計
		TB	T-note	T-bond	インフレ連動債	変動利付債	
2004	4,307,345	961,449	2,109,494	551,904	223,008		3,845,855
2005	4,601,239	910,323	2,328,213	520,507	307,011		4,066,054
2006	4,843,121	908,474	2,445,307	534,473	395,550		4,283,804
2007	5,049,306	954,607	2,456,100	560,922	456,776		4,428,405
2008	5,808,692	1,484,332	2,623,364	578,504	523,951		5,210,151
2009	7,551,862	1,986,173	3,772,964	677,491	551,308		6,987,936
2010	9,022,808	1,783,675	5,252,585	846,054	593,614		8,475,928
2011	10,127,031	1,475,557	6,406,983	1,016,407	705,352		9,604,299
2012	11,269,586	1,613,026	7,114,960	1,194,715	807,469		10,730,170
2013	11,976,279	1,527,909	7,750,336	1,363,114	936,041		11,577,400
2014	12,784,971	1,409,628	8,160,196	1,534,069	1,044,676	122,985	12,271,554
2015	13,123,847	1,355,231	8,366,026	1,688,208	1,135,363	287,039	12,831,867
2016	14,173,424	1,644,759	8,624,253	1,825,338	1,209,814	334,139	13,638,303
2017	14,673,429	1,799,570	8,798,940	1,948,414	1,286,124	342,630	14,175,677
2018	15,761,155	2,239,473	9,150,301	2,114,982	1,376,180	369,142	15,250,078

(注) 2018年は、9月末現在。

〔出所〕 U. S. Department of the Treasury, Treasury Bulletin, Dec. 2018

年	非市場性証券							計
	貯蓄債券	預金補償証券	外国政府向け債券	政府機関向け債券	地方公共団体向け債券	国内向け債券	その他	
2004	204,201		5,881	58,528	158,214	29,995	4,669	461,488
2005	203,645		3,086	67,961	225,283	29,995	5,214	535,184
2006	203,656		2,986	78,129	238,835	29,995	5,715	559,316
2007	197,126		2,986	88,153	296,513	29,995	6,126	620,899
2008	194,253		2,986	107,498	260,238	29,995	3,569	598,539
2009	192,452		4,886	118,636	216,488	29,995	1,466	563,923
2010	188,796		4,186	129,355	193,206	29,995	1,340	546,878
2011	185,187		2,986	151,346	151,831	29,995	1,386	522,731
2012	183,661		2,986	162,880	158,514	29,995	1,380	539,416
2013	180,022		2,986	60,445	124,079	29,995	1,353	398,880
2014	176,762		2,986	196,520	105,668	29,995	1,489	513,420
2015	172,826		264	9,138	78,115	29,995	1,642	291,980
2016	167,524	-	264	226,349	109,211	29,995	1,777	535,120
2017	161,705	-	264	223,787	80,359	29,995	1,641	497,752
2018	156,809	-	264	250,680	71,753	29,995	1,675	511,077

〔出所〕 U. S. Department of the Treasury, Treasury Bulletin, https://www.fiscal.treasury.gov/fsreports/rpt/treasBulletin/treasBulletin_home.htm

満期別民間保有の財務省証券

(単位：百万ドル)

年	民間保有額	期間					平均
		1年以内	1～5年	5～10年	10～20年	20年超	
2004	3,145,244	1,127,850	1,150,979	414,728	243,036	208,652	4年11ヶ月
2005	3,334,411	1,100,783	1,279,646	499,386	281,229	173,367	4年10ヶ月
2006	3,496,359	1,140,553	1,295,589	589,748	290,733	179,736	4年11ヶ月
2007	3,634,666	1,176,510	1,309,871	677,905	291,963	178,417	4年10ヶ月
2008	4,745,256	2,042,003	1,468,455	719,347	352,430	163,022	4年1ヶ月
2009	6,228,565	2,604,676	2,074,723	994,688	350,550	203,928	4年1ヶ月
2010	7,676,335	2,479,518	2,955,561	1,529,283	340,861	371,112	4年9ヶ月
2011	7,951,366	2,503,926	3,084,882	1,543,847	309,151	509,559	5年0ヶ月
2012	9,039,954	2,896,780	3,851,873	1,487,726	270,921	532,654	4年6ヶ月
2013	9,518,102	2,939,037	4,134,968	1,647,954	230,758	565,384	4年6ヶ月
2014	9,828,787	2,931,581	4,216,746	1,813,563	223,276	643,620	4年7ヶ月
2015	10,379,413	2,922,734	4,356,051	2,084,293	184,306	832,300	5年1ヶ月
2016	11,184,046	3,321,283	4,478,458	2,219,048	167,666	997,590	5年3ヶ月
2017	11,642,870	3,263,065	4,746,209	2,320,739	151,686	1,161,170	5年6ヶ月
2018	12,880,947	3,794,461	5,181,488	2,444,652	121,319	1,339,027	5年5ヶ月

〔出所〕 U. S. Department of the Treasury, Treasury Bulletin, https://www.fiscal.treasury.gov/fsreports/rpt/treasBulletin/treasBulletin_home.htm

5. **インフレ連動債** インフレ連動債は1997年から発行されており、その特徴はインフレによる資産価値の減少をヘッジできる点である。現在発行されているインフレ連動債の主なスキームは、①10年満期、②表面利率は発行時の入札で決定され、インフレ率によって修正された元本金額に対して支払われる、③元本は当初元本金額にインデックス比率を乗じたものとなり、インデックス比率はその時々々のレファレンス CPI（消費者物価指数）を発行時のレファレンス CPI で除して計算される、ただし、満期時の元本が発行額面より小さくなることはない、④レファレンス CPI は3ヶ月前の CPI-U ベースの消費者物価指数、⑤入札は利率で入札する単一価格方式、⑥ストリップ可能、などである（右表参照）。

また、インフレ連動債が導入された背景として、次の点が指摘される。まず、債券のインフレ・プレミアムを減少させる効果が期待された点である。つまり、インフレ傾向にあるとき、新発債の利回りは期待インフレ率を織り込んだものとなるが、インフレ連動債の場合は市場のインフレ率の変動に応じて想定元本が上昇するため、投資家はインフレ・リスクを回避できる。したがって、発行体である連邦政府は、投資家から要求されていたインフレ・プレミアムの上乘せされていない水準の利回りで資金調達ができ、国債費の軽減につながることを期待された。第二に、アメリカ国債の国内消化を拡充するねらいがあった。1997年6月時点での民間保有のアメリカ国債のうち海外保有比率は36.9%に達しており、アメリカ国債への資金流出入が金利の不安定要因になると懸念された。特に、資金流出によって、金利上昇が引き起こされることが懸念された。この事態に対処するため、401Kプラン参加者などの資金をアメリカ国債に流入させ、国内消化を拡大することが試みられた。当時、イギリスでは、この種のインフレ連動債が458億ドル（債券市場の8.5%）に達しており、年金基金や保険会社の長期ポートフォリオをインフレ・リスクから保護する役割を果たしていると考えられた。

インフレ連動債は、当初は244億ドルの発行だったが、その後発行額は増加傾向をたどり、2014年の民間保有額は、1兆ドルを上回り、年々増加傾向にある。

アメリカ財務省のインフレ連動債発行

発行月：5年債は4・10月，10年債は1・4・7・10月，20年債は1・7月に発行
満期：5年，10年，20年

表面利率：発行時の入札で決定された表面利率。インフレ率によって調整された後の元本金額に対して支払われる。

元本：証券の元本価値は，いかなる期日においても当初元本金額にインデックス比率を乗じたものとなる。インデックス比率はその時々々のレファレンスCPIを発行時のレファレンスCPIで除して計算される。満期時の元本が発行額面より小さくなることはない。

レファレンスCPI：レファレンスCPIとは3カ月前のCPI-Uベースの消費者物価指数である。月中の取引については，レファレンスCPIは一次補完法により算出される。

たとえば，97年1月15日に発行された証券のレファレンスCPIには96年10月15日のCPI-Uが使用される。CPIは月次ベースで発表されるため，10月15日のCPIは10月と11月のCPIを補完法によって計算することで求められる。また，流通市場の取引では97年6月15日時点の額面1,000ドルに対する実際の元本金額は，97年3月15日のCPI-Uを96年10月15日のCPI-Uで除したインデックス比率を額面1,000ドルに乗じたものとなる。

入札方法：通常の固定利付債の入札と同じく，利率でビッドする単一価格方式にて行われる。

ストリップ：本債券はストリップ可能である。通常の固定利付債とは異なり，別の国債からストリップされたクーポン部分をインフレ連動債ストリップに組成することは出来ない。

税制上の扱い：税制上，利息と元本の調整分は今期の所得とみなされる。ストリップされた部分は所得が償還日まで定額法により増額してゆく方法（OID）で扱われる。

(注) CPI-Uは，季節調整前の都市部消費者物価指数。

[出所] モルガン・スタンレー社の資料およびTreasury Direct, http://www.treasurydirect.gov/indiv/research/indepth/tips/res_tips.htm により作成。

6. 政府機関債 政府機関債は、全額政府出資の連邦政府機関発行のものと、民間資本を導入している連邦政府関連機関発行のものがある。まず、連邦政府機関には、国防省をはじめ、輸出入銀行、連邦住宅局、政府抵当金庫、郵便公社、TVA、合衆国鉄道事業団などがあるが、これらは一部を除いて連邦政府予算に計上される、オン・バジヨット機関である。これらの政府機関債はSECのレギュレーションが免除され、TVAなどの例外はあるものの合衆国政府によって完全に保証されている。また、政府関連機関には、連邦住宅貸付銀行、連邦住宅貸付抵当公社（フレディマック）、連邦住宅抵当公社（ファニーメイ）、農業信用銀行、学生奨学資金金庫などがあり、これらは連邦予算に計上されないオフ・バジヨット機関である。これらは、農業信用金融援助公社を除いて、政府保証はない。なお、サブプライム問題によって、2008年9月、住宅公社2社は公的管理に置かれた。これらは住宅関連のモーゲージ・ローンの保証・買取業務を通じて、アメリカでの証券化推進の一翼を担っていた。政府機関である連邦住宅局は、モーゲージ・ローンの保証・保険業務を行い、政府抵当金庫は主としてモーゲージ担保証券の保証業務を行なっている。また、公的管理下に置かれた政府関連機関の住宅公社2社は、モーゲージ・ローンの買取業務およびモーゲージ担保証券の保証業務を行なっており、保有証券の価値が毀損したことが経営悪化の要因であった。また、連邦金融銀行は、他の政府機関の発行・販売・保証した債務を売買するため、1974年から業務を開始している。

政府機関債の発行方法は、発行体が財務代行機関と契約し、これが発行機関の承認のもとに、発行条件を決定したうえで、証券ディーラーや商業銀行からなる販売グループを通じて債券を売り捌くという形で主として発行される。その際、販売グループのメンバーは、一定の割当額を販売し、証券分売手数料を受け取る。また、発行機関によっては、引受シンジケートを利用して発行する場合もある。証券ディーラーが、シンジケートを組成し、発行機関から全発行額を買い取り、引受リスクを負担する。最近の政府機関債の大半は長短のコール・オプション付あるいは変動利付で発行されている。例えばFHLBの貸付は変動金利であり、コーラブル債の発行による調達資金を変動金利にスワップし、資金調達コストの目標を達成しているといわれる。

連邦住宅貸付銀行 (FHLB) の社債発行 (単位：10億ドル)

	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
社債発行															
発行額	1944	1771	1466	1548	2284	4838	1467	2648	1332	2638	4208	1755	4208	1531	1818
比率	49%	36%	45%	48%	58%	123%	37%	67%	33%	66%	107%	43%	107%	38%	46%
固定利率 (コール条付)	1005	578	1208	40%	184	46%	221	40%	267	40%	188	29%	191	36%	142
満期一括償還	408	105%	234	7%	163	51%	948	191%	1729	31%	1064	26%	314	74%	662
変動利率	542	139%	341	11%	113	35%	94	19%	121	22%	60	12%	523	141%	540
その他	387	100%	254	100%	226	100%	364	100%	364	100%	329	100%	489	100%	481
合計	387	100%	254	100%	364	100%	444	311	444	311	444	311	444	311	444
月次平均発行額	325	246	289	413	462	422	444	444	444	444	444	444	444	444	444
平均取引額 (100万ドル)	463	554	381	801	1038	900	778	613	723	846	739	706	1166	1316	1377
デイスカウント・ノート発行															
オークション	601	52%	709	31%	708	32%	685	31%	685	31%	783	62%	784	72%	867
非オークション	506	48%	677	49%	763	63%	1853	68%	867	57%	455	38%	295	27%	1943
合計	1256	100%	1386	100%	1471	100%	1861	100%	1552	100%	1238	100%	1079	100%	1060
月次平均発行額	1033	1137	1122	1117	2277	1228	935	872	909	804	1112	1458	1549	168	183
平均取引額 (100万ドル)	335	278	268	329	385	466	476	625	728	721	900	823	687	668	716

〔出所〕 FHLB, Debt Issuance Statistics, http://www.fhlp-of.com/ofweb_userWeb/pageBuilder/debt-statistics-61

政府関係機関債発行のフローチャート



〔出所〕 東京銀行「欧米諸国における政府機関債の発行」、1988年3月。

7. 地方債 地方債には、州政府が発行する州債（state bonds）と、市町村などの地方政府が発行する地方政府債（municipal bonds）があるが、地方政府の行政機能を補完する目的で設置されている特別区や公共機関も債券を発行している。州、郡、市、特別区、学区のほか、起債権限を付与された公社なども地方債を発行している。地方債の特徴は、原則として利子所得が連邦所得税の課税対象とはならない上、州・地方政府の免税措置を受けている場合も多く、免税債とも呼ばれている。この免税措置のために、地方債は個人（家計およびミューチュアル・ファンド）、損害保険会社、商業銀行の投資対象となってきたと同時に、発行体にとっても低利回り発行が可能であり、公害防止債券なども発行されてきた。

地方債は、一般財源保証債（general obligation bonds）と特定財源債（revenue bonds：レベニュー債）とに分かれ、一般財源保証債は、償還財源として税収が充当され、発行体はその元利払いの責任を負っている。他方、レベニュー債は、債券発行による調達資金で、何らかのプロジェクトないし事業を起こし、それらの運営収入によって元利払いを行うものである。これらの事業としては、先の公害防止のほか、空港、港湾、有料道路、大学、病院、スポーツセンター、会議場、下水設備、産業開発、資源開発、学生ローンなど種々多様である。また、一般財源保証債とレベニュー債の性格を合わせもつものも発行されている。

地方債の発行は、競争入札によるものと協議引受によるものがあり、どちらを利用するかは、州法などによるところが大きい。一般的に、レベニュー債はそのプロジェクトないし事業の収益の確定が困難なため協議引受が適しているといわれ、現在ほとんどのレベニュー債は協議引受によって発行されている。また、レベニュー債の発行に際して、その募集のための引受業者を選定する力のある政治家は、自らが選定した引受業者に対して積極的に政治資金を求めるともあるといわれている。

また、地方債の最低券面単位は5,000ドルから500万ドルと幅広く、満期も1ヶ月から40年までと多岐に分かれているが、免税措置があるため最大の投資家は個人であり、満期まで保有される場合が多い。近年、医療・教育など、地方の財政支出拡大によって発行額は増加傾向にあった。

競争入札と協議引受

競争入札とは、各証券会社が当該債券の引受をめぐって競争するわけだが、地方債の場合、発行体は一般に「ブルーリスト」のような地方債関係の出版物に入札勧誘の広告を出すことによって、あるいはまた過去に当該発行体に関心を持っていた引受業者に直接話を持ちかけることによって、引受業者の入札を勧誘する。そして、発行体はこれらの引受業者に対して、資金使途や希望する資金総額、償還期間および金利などといった追加的な情報を提供する。これらの情報を得て、引受業者は入札を準備し、発行体にそれを提示する。入札は発行体にとっての「平均資金調達コスト」の形で提示され、最も「純資金調達コスト」が低くなる入札に落札される。落札した引受業者は当該債券を購入し、採算を考慮して投資家に売り捌く。しかし、大規模の発行の際や州政府、大都市などの高い信頼度のある発行体の場合、引受業者間の競争は激しくなり、しばしば、引受業者は落札せんがために、過度に積極的な入札を行い、その結果採算割れでしか投資家に分売できなくなるケースもみられる。また逆に、発行体の提示する条件が受け入れがたく、入札がない場合もある。その際は、発行体は条件を変更するか、募集を中止することになる。他方、協議引受は競争入札に代わって、発行体が直接引受業者と協議するものである。つまり、発行体の選任した業者と発行体との間の交渉で発行条件が決定される。したがって、発行体にとっては発行計画を立てやすい方法であるが、競争入札と異なり、つねに発行体の資金調達コストを最小にするとは限らない。

地方債（長期）発行額

(単位：10億ドル)

年	レベニュー債			一般財源保証債			私募	総計
	競争入札	協議引受	合計	競争入札	協議引受	合計		
2004	17.2	207.0	224.2	51.1	79.9	131.0	2.8	358.1
2005	20.5	240.4	260.9	55.4	89.0	144.4	1.8	407.1
2006	20.8	244.8	265.6	48.5	67.0	115.6	4.7	385.9
2007	21.7	270.7	292.3	51.0	80.8	131.8	5.0	429.2
2008	15.5	260.4	275.9	37.8	72.4	110.2	3.1	389.3
2009	11.8	239.3	251.1	46.1	108.5	154.6	3.6	409.3
2010	24.2	253.6	277.8	49.0	97.8	146.8	8.4	433.0
2011	18.7	161.4	180.1	40.8	64.3	105.1	9.9	295.1
2012	26.4	208.1	234.5	47.7	87.5	135.3	12.8	382.6
2013	18.1	169.9	188.0	51.3	73.3	124.6	22.7	335.3
2014	20.5	161.3	181.8	51.4	81.5	132.9	24.5	339.1
2015	23.3	200.2	223.5	64.0	89.9	153.8	27.8	405.1
2016	29.4	218.8	248.2	69.3	106.1	175.5	28.0	451.7
2017	29.4	218.2	247.6	68.9	91.9	160.8	39.6	448.0
2018	23.9	173.0	196.9	58.1	64.4	122.5	18.8	338.2

〔出所〕 SIFMA のデータを基に作成。

https://www.sifma.org/resources/archive/research/?aq=&hPP=10&idx=prod_wp_searchable_posts&ap=0&dFR % 5Btaxonomies.research_type % 5D % 5B0 % 5D=Statistics&fr % 5Bpost_type_label%5D%5B0%5D=Research&is_v=1

8. 社債 社債の発行市場は早くから発達し、その理由は、①企業の社債発行が原則的に自由であったこと（ただし、商業銀行や公益事業などは除く）、②信用リスクを客観的に表示する格付機関が早くから定着し、格付に基づく条件設定がなされたこと、③アメリカでは銀行の格付は必ずしも事業会社よりも高くないため、銀行にとって高格付会社への融資は利ざやを確保しにくいこと、④機関投資家の投資行動が長期債保有に適合していたこと、などがあげられる。そして、これらの条件のもとに、多種多様な社債が発行されてきたのである。普通社債、転換社債、ワラント社債のほか、強制転換社債、インデックス債、利益参加社債、永久債、銘柄統合債、ゼロ・クーポン債、さらにMTNなどがあり、普通社債でも1970年代後半以降は、高利回り債の市場が拡大している。さらに、1980年代半ば以降はモーゲージ証券を中心とする資産担保証券など、証券化関連商品も急増した。また、社債の満期についても、5～15年の中期物をはじめ、25～30年の長期物、短期のコマーシャル・ペーパーまで、様々な期間設定がなされ、2017年の平均期間は15.3年である。他方、発行方法も規則415による一括登録制導入により機動性が高まったが、これによって公募および私募のメディアム・ターム・ノート（MTN）プログラムはより効率的になった。

発行会社は、引受業者との協議の上で、社債の発行総額や発行条件の決定を行う。その際、引受人となる証券業者は、発行会社の発行開示内容についても責任を有し、デュー・デリジェンス（due diligence）を厳格に行う必要がある。管理会社は、信託証券法に基づいて発行会社と管理契約を締結し、社債の元利払いに関して種々の義務と責任を負う。ただし、発行条件等の決定に際して管理会社（銀行）は関与せず、両者の協議のみで決定されるといわれている。SECは、公募発行の場合、登録届出書の提出を確認するが、審査は抽出審査であり、すべての案件が審査されるとは限らない。格付機関による格付は、必ず取得されるとは限らないが、公募発行では格付を取得して発行するのが一般的である。また、規制等によって投資適格債（BBB以上）にしか投資できない場合もあり、格付は重要な投資指標である。投資家は、生命保険会社が圧倒的であり、私的年金、公的年金、ミューチュアル・ファンド、銀行等がこれに続いている。

社債および株式発行額 (単位:10億ドル)

年	普通社債	転換社債	資産担保証券	モーゲージ担保証券	債券合計	普通株	優先株	株式合計	IPO	クローズド・エンドを除くIPO	合計
2004	775.8	32.4	330.6	2,428.3	3,567.1	170.1	27.1	197.2	73.3	48.0	7,649.9
2005	750.1	29.7	473.7	2,764.1	4,017.7	159.0	24.8	183.8	61.3	38.6	8,502.8
2006	1,058.4	63.3	658.2	2,691.1	4,470.9	159.2	38.5	197.6	59.5	45.4	9,442.0
2007	1,141.0	77.5	827.6	2,434.2	4,480.3	191.2	51.5	242.7	93.7	53.9	9,593.6
2008	717.0	43.4	215.2	1,394.0	2,369.6	165.6	51.1	216.7	11.1	7.5	5,191.2
2009	945.4	33.5	177.9	2,172.1	3,328.9	251.2	5.5	256.7	25.9	23.4	7,220.5
2010	1,057.9	29.1	125.9	2,012.6	3,225.5	239.6	12.7	252.3	52.1	43.1	7,050.8
2011	1,025.1	20.8	151.0	1,724.8	2,921.7	185.7	10.7	196.4	47.8	40.4	6,324.4
2012	1,371.2	19.8	259.0	2,195.1	3,845.2	246.1	35.8	281.9	55.8	43.0	8,353.1
2013	1,379.9	36.6	304.1	2,120.2	3,840.9	272.8	28.1	300.8	76.6	59.9	8,420.0
2014	1,438.4	37.2	380.8	1,439.6	3,296.0	274.5	37.0	311.5	100.9	94.4	7,410.2
2015	1,493.6	20.7	329.0	1,800.7	3,702.8	224.1	32.7	256.8	40.5	34.0	7,993.7
2016	1,533.7	22.4	322.3	2,044.2	3,922.8	174.7	22.9	197.6	20.8	17.8	8,279.4
2017	1,652.4	27.2	559.2	1,934.8	4,112.6	199.3	23.3	222.6	46.1	36.5	8,753.0
2018	1,325.4	38.7	439.2	1,899.1	3,702.4	211.4	9.3	220.7	61.3	50.6	7,958.1

〔出所〕 SIFMA, のデータを基に作成。

https://www.sifma.org/resources/archive/research/?aq=&hPP=10&idx=prod_wp_searchable_posts&ap=0&dFR=search_type%5D%5B0%5D=Statistics&fR%5Bpost_label%5D%5B0%5D=Research&is_v=1 % 5Btaxonomies.re-

9. 高利回り債（ハイ・イールド債） 1980年代の高利回り債（ジャンク債ともいう）市場は、公募社債市場におけるシェアも4～6%であったが、1983年から急成長し、80年代後半では公募市場の20%以上を占めるようになった。これには、M&A関連の新規発行が相当含まれていたと見られ、そのうちには敵対的な買収やLBOのための資金調達も含まれており、高利回り債はその観点から注目された。そして、市場をリードしていたドレクセル社が同社のマイケル・ミルケンらの一連のインサイダー取引事件によって倒産（1990年）したことを契機に、高利回り債市場は急速に収縮するが、1992年から回復しはじめ、その後発行額は拡大した。近年の高利回り債市場は、かつての買収資金市場という側面を払拭し、信用力の低い発行体の資金調達市場として定着したが、サブプライム問題発生によって、発行は急減した。

高利回り債を発行する要因は資金の柔軟性にあるといわれている。すなわち、高利回り債の発行体は銀行借入よりも高い金利を負担しているが、高利回り債は銀行債務に比べて各種の契約条項の点で制約が弱く、それが高利回り債を選好させているといわれる。また、引受証券会社については、かつてはドレクセル社が引受ランキング首位で、30%以上のシェアを有していたが、近年は引受競争が激化しているため、首位の交代も頻繁になっている。また、90年代半ばの高利回り債の手数料は、平均2%程度であり、投資適格債の約0.4%を大きく上回るものとなっていた。これは高い専門性によるものであり、手数料率も安定的だといわれていたが、高利回り債の引受到商業銀行などの参入が相次いだため、手数料も低下した。

さらに、投資家については、かつて1980年代では保険会社、投資信託・投資顧問、年金基金、外国投資家、貯蓄貸付組合などであったが、その後貯蓄貸付組合は保有することができなくなり、かわって投資信託、とくに高利回りのミューチュアル・ファンドが拡大した。これらの投資信託は個人資金を背景としている。ただし、高利回り債の流通価格は株価に影響されやすいため、これら投資信託への資金流入も株価に影響されやすいといわれる。

なお、サブプライム問題発生以降の金融危機の下で、高利回り債の発行は急減し、その利回りも急上昇したが、近年急拡大している。

高利回り債および投資適格債の発行額

(単位：10億ドル)

年	高利回り債発行		投資適格債発行		合計
	発行額	%	発行額	%	
2004	134.7	17.4	641.0	82.6	775.8
2005	96.1	12.8	654.0	87.2	750.1
2006	139.9	13.2	918.5	86.8	1,058.4
2007	135.2	11.9	1,005.8	88.1	1,141.0
2008	41.9	5.8	675.0	94.2	717.0
2009	145.9	15.4	799.4	84.6	945.4
2010	263.1	24.9	794.8	75.1	1,057.9
2011	225.9	22.0	799.2	78.0	1,025.1
2012	331.3	24.2	1,039.9	75.8	1,371.2
2013	332.2	24.1	1,047.7	75.9	1,379.9
2014	314.1	21.8	1,124.3	78.2	1,438.4
2015	262.3	17.6	1,231.3	82.4	1,493.6
2016	239.9	15.6	1,293.8	84.4	1,533.7
2017	284.2	17.2	1,368.2	82.8	1,652.4
2018	173.0	13.1	1,152.4	86.9	1,364.1

〔出所〕 SIFMA のデータを基に作成。

<https://www.sifma.org/resources/research/us-corporate-bond-issuance/>

高利回り債引受ランキング

(2017年 単位：百万ドル, %)

順位	主幹事	2016年の順位	引受額	シェア	件数	幹事手数料	シェア
1	JP モルガン	2	34,034.7	12.1	241	485.4	11.2
2	バンク・オブ・アメリカ・メリルリンチ	4	25,204.3	9.0	217	353.1	8.2
3	ゴールドマン・サックス	1	22,660.7	8.1	163	321.6	7.4
4	バークレーズ	3	21,473.3	7.6	147	316.4	7.3
5	シティ	5	21,124.4	7.5	178	292.3	6.8
6	クレディ・スイス	7	17,951.5	6.4	142	264.2	6.1
7	ウェルス・ファースト	8	16,610.1	5.9	144	225.7	5.2
8	モルガン・スタンレー	9	15,985.9	5.7	120	239.2	5.5
9	ドイッチェ・バンク	6	13,014.0	4.6	126	177.6	4.1
10	RBC キャピタル・マーケット	10	12,176.5	4.3	105	172.1	4.0
上位10社			200,235.4	71.2	1,583	2,847.6	65.8
総計			281,429.8	100.0		4,324.9	100.0

〔出所〕 Thomson Reuters “DEBT CAPITAL MARKETS REVIEW Full Year 2018”,

<https://www.thomsonreuters.co.jp/content/dam/openweb/documents/pdf/japan/market-review/2017/dcm-4q-2017-e.pdf>

第4章 株式発行市場

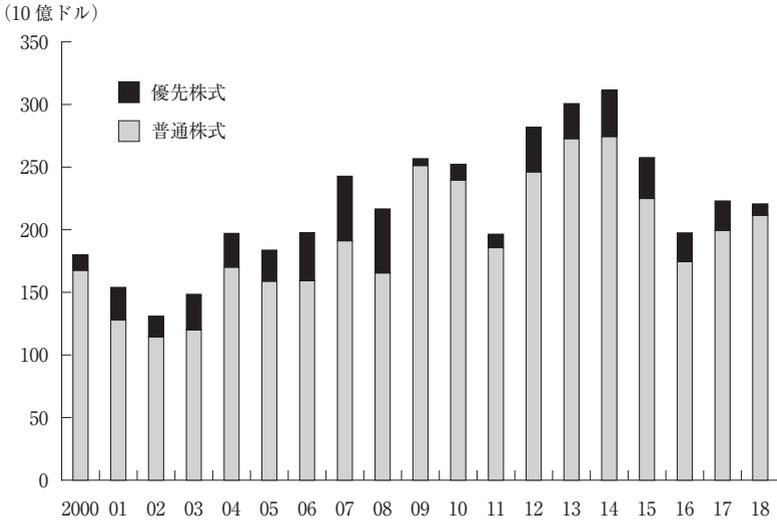
1. 概観 アメリカの株式発行市場は、公募（public offering）発行市場と私募（private placement）発行市場に大別される。主流をなすのは公募市場であるが、近年、SEC規則144Aの活用による私募発行市場の重要性も増している。

公募発行市場には、新規公開（initial public offering, IPO）と既公開会社による公募増資（secondary offering, seasoned equity offering）ならびに外国会社による株式発行とがある。1990年半ば以降2000年までは、好調なアメリカ経済を背景に株式発行は増加した。ITバブルの最盛期である2000年には600億ドルを越える純粋なIPOが行われたが、その後急速にしばみ景気回復と共にIPOの金額も増え、2007年には540億ドルまで回復した。しかし、翌年にはサブプライム金融危機のあおりを受けて純粋なIPOは75億ドルまで減少した。しかし、2008年以降は回復し、2012年にオバマ政権下で成立した新興企業促進法（JOBS法）のもと2014年には過去最高となる940億ドルのを記録した。しかし、その4割強は米国外企業によるIPOに占められており、その後のIPO市場は、好調な景気や株価とは裏腹に低調である。米国証券業金融市場協会（SIFMA）は、特に小規模なIPOが減少していることについて、現在の規制環境が影響しているとの見解を示している。

株式発行市場というとIPOが目されがちではあるが、資金調達手段としての発行市場の主役は既上場企業による発行である。2000年以降では金額で見ても少なくとも6割以上、リーマンショック直後では9割以上が既上場企業による発行で占められている。

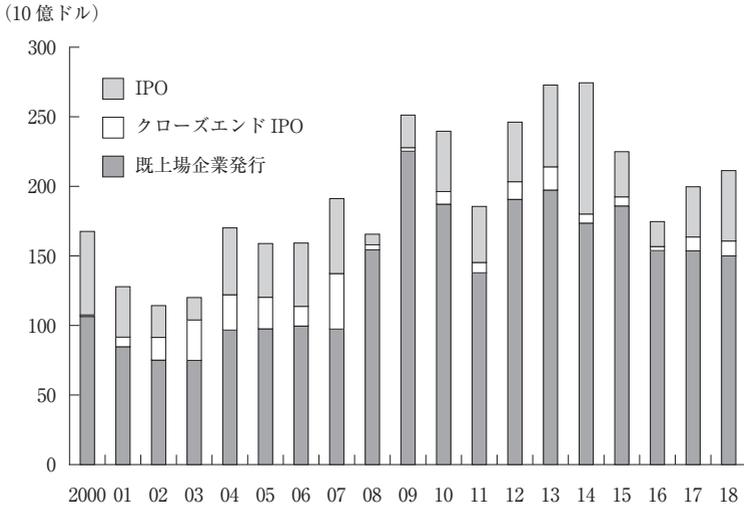
公募発行を実施するにあたっては、主幹事引受業者（lead manager）は1933年証券法に基づき発行会社に関する「適切な調査」（due diligence）を行うべきものとされている。また、SECへの登録届出書（registration statement）のファイリングが必要となっている。なお、1980年代以後SECは公募増資実施における一括登録制度導入等、次々に公募手続きの簡素化措置を打ち出している。

国内株式発行額



〔出所〕 SIFMA のデータより作成。

国内普通株式発行内訳



〔出所〕 SIFMA のデータより作成。

2. 新規公開発行 (IPO) IPOとは、非公開会社の株式を株式市場で自由に売買可能にすることである。IPOの実施に際しては、発行会社、弁護士、投資銀行から構成される引受シンジケート、会計士、外部アドバイザーなどから構成される公開チームを組成するのが通常である。IPOの概要が決められると、引受シンジケートは後日、引受契約に引き継がれる合意書 (letter of intent) を発行会社と締結する。

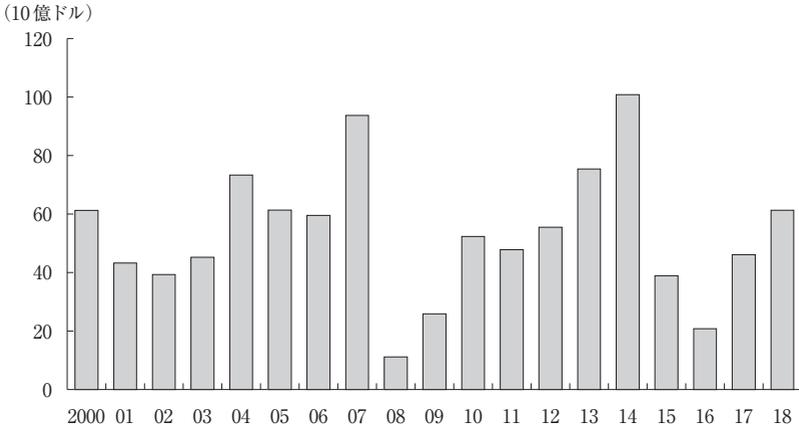
IPOを成功させるに当たって、投資家の需要動向を探ることは大変重要である。それを目的として行われる中心的なイベントがロードショーである。ロードショーとは、引受シンジケートの手配によって発行会社が機関投資家に対して事業内容等を説明し、発行条件に対する意見聴取等を行うものである。ロードショーの実施後に公開価格が決定される。

また、公開価格の決定においてはマーケット状況とともに過去のIPOにおける価格形成の傾向も勘案される。一般に5ドル以下の価格ではハイリスクに過ぎる発行体という印象を与え、20ドル以上は名門企業でもない限り値がさ感が強いとされる。したがって、公開価格は概ね10ドル~20ドルの範囲で決定されている。加えて、公開後の流通市場における円滑な取引と価格形成を考慮して、公開価格には、相当のディスカウントが行われるのが一般的である。

株式公開時に予定数を超える需要があった場合、価格安定のために、主幹事が発行企業から株式を買い取り、募集・売り出しと同条件で売却することがある。主幹事とは、引受シンジケートの中で代表となる役割を担う投資銀行を指す。主幹事が株式を発行企業から買い取るその権利をグリーン・シュー・オプションまたはオーバーアロットメント・オプションと呼び、FINRAはこのオプションを発行株式数の15%までに制限している。

なお、アメリカにおいて発行会社が公開を選択する主な株式市場としては、ニューヨーク証券取引所とナスダック証券取引所が挙げられる。特にナスダック証券取引所の公開基準では税引き前利益に関するものが存在していないため、多くのベンチャー企業を引き付ける結果となっている。マイクロソフト、インテルを始めGAF Aと呼ばれる、グーグルアップル、フェイスブックアマゾンなどの企業が同証券取引所に公開している。

新規公開発行額



〔出所〕 SIFMA のデータより作成。

株式公開日を基準とした大まかなタイムライン

公開までの日数	スケジュールの内容
16週前	発行体による引受業者の選定
15週前	発行体、引受業者、弁護士などが IPO に関する期日、作業内容などのプロセスに関する話し合いを持つ
14～12週前	株式公開関係者が、SEC に提出する登録届出書などの作成を開始 引受業者、弁護士などが登録届出書の品質向上のためデュー・デリジェンス調査を開始
11週前	登録届出書を SEC に提出
10～9週前	ロードショーの準備開始
8週前	登録届出書に対する SEC からのコメントを初めて受領 SEC は、発行体及び引受会社によるマーケティングや情報提供を限定的に認可。引受業者は、仮目論見書（登録届出書の一部）を投資家に配布
7～4週前	SEC から受けた登録届出書の指摘部分を修正
3週前	SEC に完成した登録届出書を提出し、承諾を得る
2週前～前日	公開価格の仮条件レンジを設定。仮目論見書に記入 発行体、引受業者等により、ロードショー開始 ロードショー中に株式需要を調査し、公開価格を決定。最終目論見書を作成
当日	株式公開。会計監査人が引受業者に対し、発行体の財務情報等に関する詳細なレター（コールド・コンフォート・レター）を送付
7日後	会計監査人が引受業者に対し、発行体の財務情報等に関する詳細なレター（プリンク・ダウン・レター）を再度送付。これにより、一連の株式公開業務が終了する
40日間	クアイエット・ピリオド。発行体に対して、情報は目論見書のみで開示される。この期間が明けると、アナリストがカバレッジを開始
180日間程度	ロックアップ期間（インサイダー株主が株式売却を制限される）

〔出所〕 各種資料により筆者作成。

3. 公募増資発行 (PO) 公募増資とは、既公開会社が株式を新規発行するに当たって、不特定多数の投資家に対して広く取得の申込募集を行うことである。既上場企業の株式発行において、公募増資がかなりの部分を占めている。

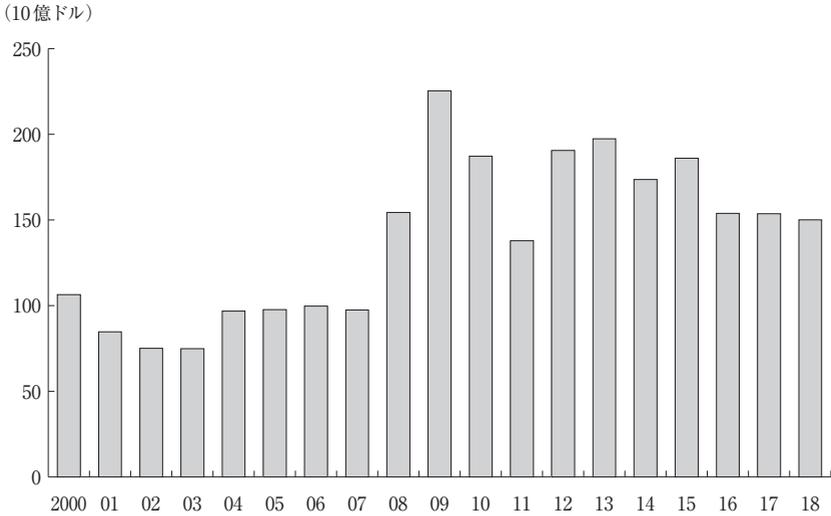
公募増資のプロセスについては、新規公開発行の場合と同様にSECへ登録届出書を提出後、ロードショー等のマーケティングを行って需要調査した上でブックビルディングを実施して公募価格および購入者を決定するというフルマーケティング方式が一般的であった。しかしながら、1983年に一括登録制度が導入されたことをきっかけとして、アクセラレーティッド・ブックビルディング方式 (Accelerated Bookbuilding) が現在の主流となっている。

アクセラレーティッド・ブックビルディング方式とは、事前に一括登録制度を通じた登録届出書の提出を行った上で、勧誘活動の一環であるプレヒアリングを行って投資家の需要を固め、その後実際公募増資の公表および実施するというプロセスを踏むものである。公表から実施までの期間について、フルマーケティング方式を採用した場合に2週間程度であったものが、アクセラレーティッド・ブックビルディング方式では1から2日に短縮することが可能となる。

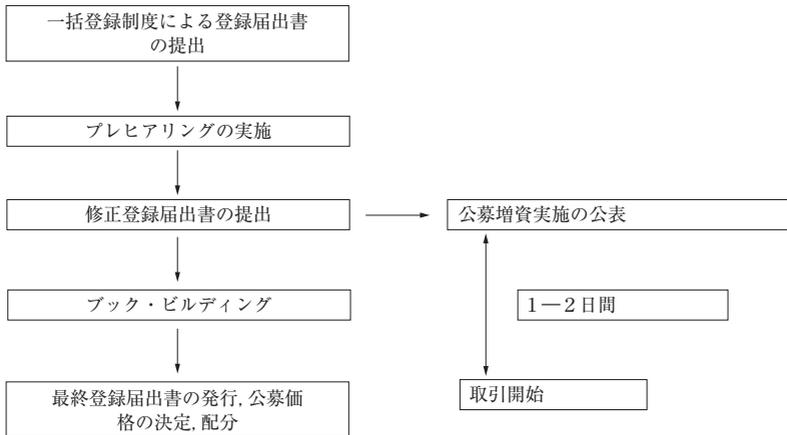
なお、一括登録制度であるが、一定の適格要件を満たしている公開会社が今後3年以内に予定する有価証券の募集または売出しについて、登録届出書をSECに提出していれば、その有価証券の募集または売出しの届出手続きの代わりに、発行株式数や公募価格の仮条件等を追記した訂正届出書等を提出することにより、募集または売出しをおこなうことが可能になるというものである。また、プレヒアリングとは、公募増資実施の公表に先立ち、投資銀行が特定少数の機関投資家に対して、公開会社および公募増資に関する情報を極秘に提供し、当該公募増資実施の判断の前提となる需要調査を行うことである。

アクセラレーティッド・ブックビルディング方式が普及した背景としては、いくつかの理由が挙げられる。その1つとして、株式公募増資の発表後に生じる株価下落を抑える効果が指摘されている。つまり、株式公募増資を実施しようとする上場企業にとって、より有利な公募価格での株式発行が可能になるという利点があるとされる。

既上場企業による株式発行額



アクセラレーテッド・ブックビルディング方式の大まかなタイムライン



〔出所〕 各種資料により筆者作成。

4. 登録届出適用除外取引 一定の要件を充たせば、1933年証券法で必要とされたSECへの登録届出を免除される発行がある。アメリカではかかる適用除外取引として少額免除や一定の州内取引、ペニーストック発行等が定められており、ルールの特典化等も寄与して、こうした株式発行が急増した。これらは公募におけるような詳細な法定ディスクロージャーの必要がないことから、手続き的にも簡便でかつ発行費用を節約できるメリットがある。

適用除外取引に関する中心的規定はレギュレーションDである。

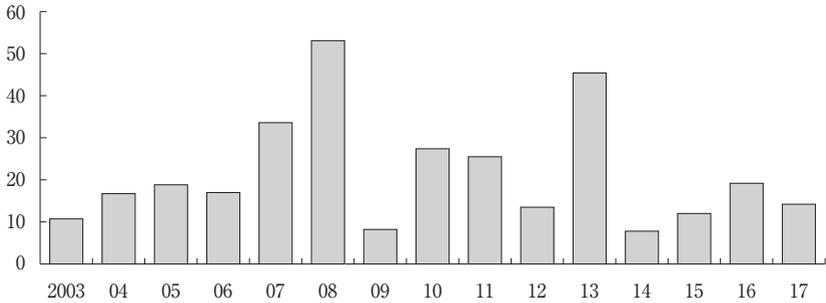
少額免除にかかる規則504は、投資会社または証券取引所法上の登録会社でない発行者が、100万ドル以下で12ヶ月を超える発行につき、発行者が証券購入者に対して発行に先立つ合理的期間内に重要情報を提供すれば、登録届出書を免除されると定めている。ただし各州のブルー・スカイ法に適合する必要がある。規則504との関連ではスタートアップ企業や成長過程の企業等を対象に、毎年100万ドルまでのエクイティ・ファイナンスにつき簡素な様式の提出（SECにForm D、州にForm U-7）で足りるとするSCOR（Small Corporate Offering Registration）プログラムが存在する。SCORの活用で最大75%の経費節減が可能といわれている。規則505は、投資会社以外の発行者が500万ドル以下の発行について、適格投資家（accredited investor）と35名以下の非適格投資家が対象であれば登録届出書の免除を認めている。なお、適格投資家とは、一定の要件を充たす金融機関等であり、規則501に定義されている。

私募についてはレギュレーションDの規則506が規定している。これは発行額に制限はないが、対象とする投資家は適格投資家および35名以下の洗練された投資家（sophisticated investor、金融と事業について知識と経験を有する投資家）でなければならないとするものである。また、1990年には適格機関投資家（qualified institutional buyers, QIB）間の私募株式の転売制限を大幅に緩和した規則144Aが制定されている。

一般的に私募株式の発行額および発行件数は公募のそれらと比較してかなり小さいものである。特に発行件数については、2008年を境に減少傾向となっている。2012年のJOBS法の成立により、インターネットやメディアを用いた一般的勧誘が可能となったが、その効果は限定的に見える。

私募株式発行額

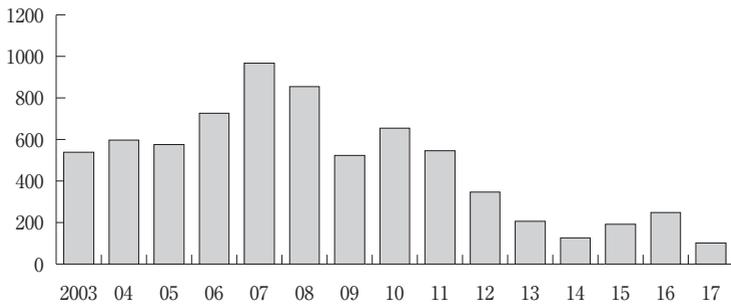
(10億ドル)



〔出所〕 SIFMA FACT BOOK 2018より作成。

私募株式発行件数

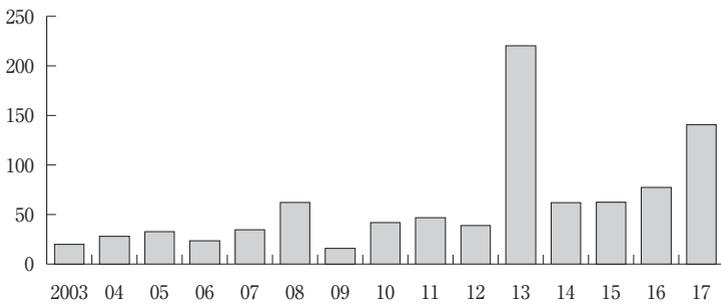
(件)



〔出所〕 SIFMA FACT BOOK 2018より作成。

私募株式発行平均額

(100万ドル)



〔出所〕 SIFMA FACT BOOK 2018より作成。

5. 外国株式の発行 国際的な証券規制機関の関係緊密化による証券市場の国際化の象徴が、アメリカにおける外国企業の預託証券発行である。

1927年、JP モルガンはアメリカ国内の投資家に対して、イギリス企業のアメリカ預託証券（American Depositary Receipts, ADR）を開発した。その後 ADR には次第に改善が加えられるとともに、SEC の規制緩和も進められ、レギュレーション S は規則144A の国際的適用について定めている。

ADR は外国の特定の発行者名でアメリカの預託銀行が発行するドル建ての登録証券である。預託銀行は投資家のために当該発行者の株式を預託することを保証している。発行者の原株式は預託銀行の現地におけるカストディアン（custodian）に保管されており、ADR は発行者のエクイティを表象している。具体的には、預託銀行は発行者の自国で仲介者を通じてその株式を取得し、これを現地の関連カストディアンに預ける。カストディアンの株式授受を確認すると、預託銀行は投資家向けに必要な数の ADR を発行するのである。預託銀行は、ADR の発行業務以外にも配当等の支払いや財務諸表の配布、株主総会通知などの ADR にかかわるサービス全般に係わっており、現状、バンク・オブ・ニューヨーク・メロンが最大規模となっている。また ADR は、証券取引所や店頭市場で流通市場が形成されている。

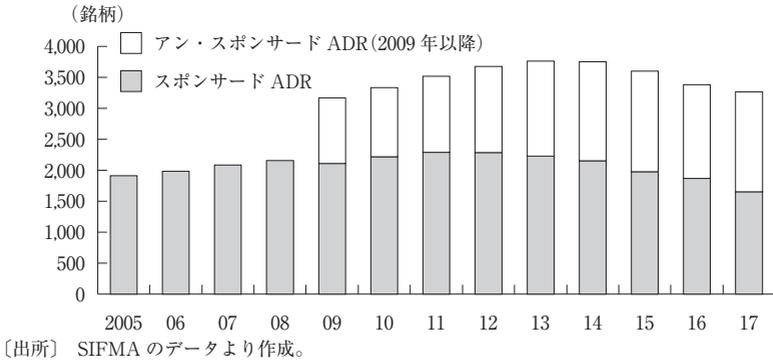
現在、銘柄数は3000を超え、取引金額は3兆ドルを超える巨大な市場が形成されているものの、ここ数年は伸び悩んでいる状況が垣間見える。

ADR プログラムはアン・スポンサード（unsponsored）とスポンサード（sponsored）の2種類に大別される。後者はさらにレベル I ADR, レベル II ADR, レベル III ADR, 規則144A ADR に分類できる。アン・スポンサードプログラムは発行会社の意思によらず投資家の要請で預託銀行が発行するもの、スポンサードは発行会社の意思によるものである。

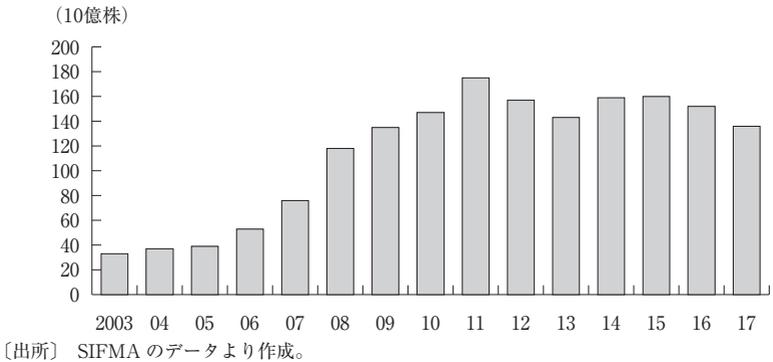
レベル I は簡易な開示による店頭市場取引用（1998年よりピンクシート以外では取引所法12条に基づく登録が必要になった）、レベル II は証券取引所上場用で F-6 様式による完全開示を要するもの、レベル III は上場に加え公募発行を行う場合のもので F-1 様式の SEC ファイリングが必要となっている。

なお、ヨーロッパ株式市場と併行発行する場合に利用される GDR（Global Depositary Receipts）もある。

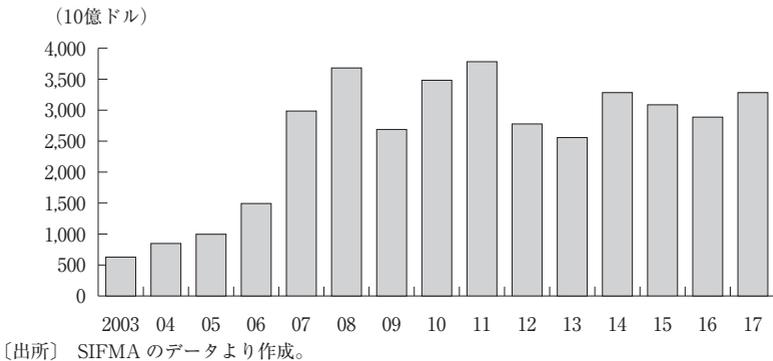
ADR 銘柄数



ADR 取引株数



ADR 取引額



6. 投資銀行の役割 投資銀行は2節や3節で略述した一連の発行業務全体に深くかかわっている。これまで投資銀行は、M&A 関連業務、事業再構築業務、資産運用等に積極的な展開を見せてきたが、その中核をなすものは引受業務である。

発行会社と引受投資銀行の間で締結される引受契約には2タイプがある。第1は確約方式 (firm commitment) で、引受投資銀行は発行株式の全額を買い取り、これを市場で売り付けることを約するもの、第2はベストエフォート方式 (best efforts underwriting) で、引受投資銀行は総額の買い取りをコミットせず、代理人 (agent) として行動するもの、である。後者はIPOの一部や比較的投機的な発行で見られるが、主流は確約方式である。

株式公募では、通常、複数の引受投資銀行がシンジケートを組む。発行会社との諸交渉を行いながらこれを取りまとめていくのが主幹事 (lead manager, managing underwriter) である。主幹事は法定手続きの実行についてはもちろん、ロードショーやアレンジや募集価格の決定 (pricing) に非常に重要な役割を演じている。

ロードショーとは、発行会社についての投資家の理解を深め投資を勧誘するために、募集対象地域内の主要機関投資家やアナリストに会社説明会を提供するもので、募集に先立つ重要なマーケティング活動と位置付けられる。特に重要度の高い投資家には個別ミーティングも行われてきたが、2000年にSECが公正開示規則 (Regulation Fair Disclosure) を採用し、慎重な対応を求めた。また、募集価格の決定には、マーケットへの深い理解と経験を要し、主幹事に選定されるためにはこの面のノウハウの蓄積が不可欠である。

さらにアフターマーケットに関しても主幹事は重大な係わりを持つ。証券発行時に発行業者などの取引を規制するレギュレーションMのもと、安定操作 (Stabilization) 期間中には相応の買い支えを行うなど、株式公募の最後まで責任を負うわけである。このような主幹事は長年の実績と経験が重視され、引受額の上位に位置する数社のはかつてはスペシャル・ブラケットと呼ばれていた。

投資銀行へ支払われる手数料は幹事手数料 (management fee)、引受手数料 (underwriting/syndicate allowance)、販売手数料 (selling concession) から構成される。

2017年 IPO 引受ランキング

投資銀行	調達手取金 (100万ドル)	順位	2016年 順位	シェア (%)	件数	幹事手数料 (100万ドル)
JP モルガン	3,789.5	1	2	12.4	43	203.2
モルガン・スタンレー	3,174.8	2	5	10.4	36	184.7
ゴールドマンサックス	3,077.8	3	1	10.1	32	172.9
シティ	2,443.7	4	3	8.0	35	129.4
クレディ・スイス	2,352.4	5	8	7.7	27	87.6
バークレイズ	2,138.7	6	4	7.0	22	67.4
RBC キャピタル・マーケット	1,620.5	7	10	5.3	22	54.2
バンクオブアメリカメリルリンチ	1,614.6	8	6	5.3	26	85.5
ドイチュェ・バンク	1,491.8	9	7	4.9	15	54.9
ウェルス・ファーゴ	1,246.8	10	9	4.1	22	56.2
業界全体	30,626.0	—	—	100.0		1606.2

〔出所〕 トムソン・ロイター

2017年既公開企業株式発行引受ランキング

投資銀行	調達手取金 (100万ドル)	順位	2016年 順位	シェア (%)	件数	幹事手数料 (100万ドル)
ゴールドマンサックス	19,404.7	1	2	13.8	112	414.8
モルガン・スタンレー	18,664.2	2	4	13.2	122	367.5
JP モルガン	17,495.7	3	1	12.4	141	432.1
バンクオブアメリカメリルリンチ	14,354.4	4	3	10.2	115	341.8
シティ	11,789.7	5	7	8.4	89	275.5
バークレイズ	11,121.7	6	5	7.9	79	194.5
クレディ・スイス	7,427.5	7	6	5.3	74	201.8
ウェルス・ファーゴ	6,666.5	8	8	4.7	75	189.8
RBC キャピタル・マーケット	3,865.4	9	11	2.7	50	90.3
ジェフリーズ LLC	2,762.8	10	12	2.0	49	105.9
業界全体	141,094.0	—	—	100.0	666	3941.1

〔出所〕 トムソン・ロイター

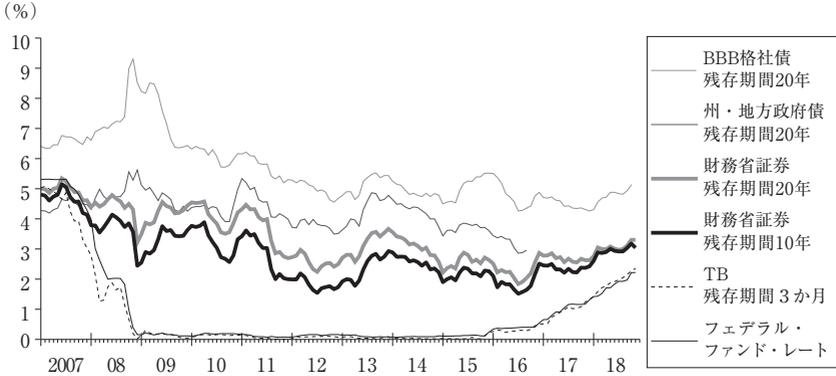
第5章 債券流通市場

1. 債券の種類と流通利回り・売買高 米国の債券流通市場は、財務省証券、政府機関債・政府関連機関債、地方債、社債、モーゲージ担保債（MBS）、資産担保債（ABS）といった債券種類ごとに市場が分かれており、市場規模（発行残高、売買高）や流動性の程度、主要な投資家、売買取引にかかる規制体系のあり方等が異なっているが、売買取引のあり方としては、①ほぼすべての取引が店頭市場における個別相対交渉により行われること、②個人投資家による保有及び売買は概して少なく、機関投資家および証券ディーラーが主要な市場参加者であること、③業者間売買はインターディーラー・ブローカーを通じて行われること、といった点が各債券にほぼ共通しており、債券流通市場全体を株式流通市場と比較した場合における特徴となっている。また、財務省証券市場が、市場規模の大きさ、流動性及び安全性の高さにおいて際立っており、財務省証券利回りが他の債券利回りのベンチマークとなっている。

債券流通利回りの推移をみると、2008年金融危機の最中には、市場全体における信用リスクおよび流動性リスクが極度に高まる中、政策金利が史上最低水準へ引き下げられた上、市場において「質への逃避」傾向が強まったこと等から、財務省証券利回りが低下する一方、その他の債券の利回りは上昇した。2009年から2012年にかけては、FRBが財務省証券、政府関連機関債、公的MBSの市中からの買い入れを行ったこと等から、債券利回りは概ね低下基調をたどった。2013年から2015年にかけては、景気回復の兆しが出る一方、足踏みが懸念される場面も多く、債券利回りは低位圏内で推移した。2015年末にFRBが政策金利引き上げに踏み切った後においても、トランプ政権の通商政策に起因する中国等との摩擦の悪影響による景気下振れ懸念等もあり、債券利回りは上昇に転じきれない動きを示している。

債券売買高は、2008年から2009年にかけて、金融危機による信用リスクおよび流動性リスクの強まり等により、総じて減少した。その後も総じて伸び悩んでいるが、これは、超低金利政策のもとで債券利回りの低下（＝債券価格の上昇）余地が限られる環境であったことによるほか、金融規制の強化を背景に、大手金融機関のディーリング勘定による債券投資が消極化したことも影響しているとみられる。

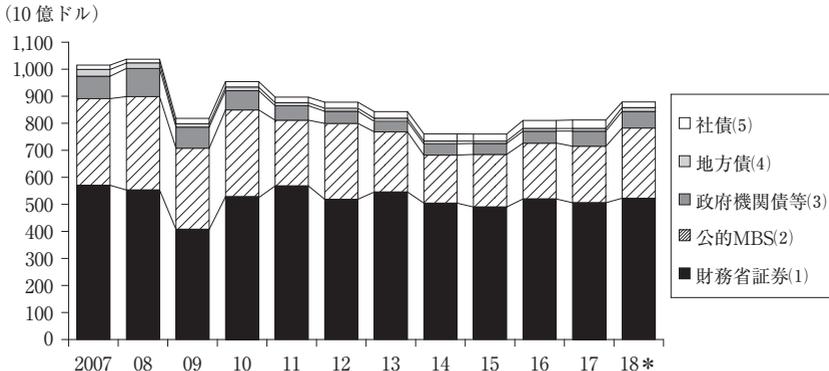
債券流通利回りの推移



(注) 数値は月中平均値。州・地方政府債(残存期間20年)のデータは2016年10月以降について公表されていない。

[出所] FRBウェブサイト掲載 *Selected Interest Rates* およびセントルイス連邦準備銀行ウェブサイト掲載 FRED Economic Data により作成。

債券の種類別売買高の推移



(注) 各年中(2018年は9月末まで)1日平均。

- (1) TBを含む。プライマリー・ディーラーによるニューヨーク連邦準備銀行(FRBNY)への売買報告高。
- (2) 政府機関・政府関連機関が発行または保証するモーゲージ債。2011年4月まではプライマリー・ディーラーによるFRBNYへの売買報告高, 2011年5月以降はFINRA会員証券会社による売買報告高。
- (3) 政府機関・政府関連機関が発行する債券。2010年3月まではプライマリー・ディーラーによるFRBNYへの売買報告高, 2010年4月以降はFINRA会員証券会社による売買報告高。
- (4) 地方債ブローカー・ディーラーによるMSRBへの売買報告高。
- (5) 残存期間1年超の社債(CP, 転換社債は含まない)。FINRA会員証券会社による売買報告高。

[出所] 証券業金融市場協会(SIFMA)ウェブサイト掲載 *Statistics* (原データはFRBNY, MSRB, FINRA) により作成。

2. FRBによる量的緩和における債券の購入等 2008年金融危機によって引き起こされた金融市場の混乱および景気後退への対応としてFRBが行った金融緩和策において、政策金利の引き下げと共に、資産の大規模な買入れ(Large Scale Asset Purchases : LSAP)が実施された。買入れの対象となったのは、財務省証券、公的MBSおよび政府関連機関債であった。その目的は、政策金利が事実上ゼロ金利となり一段の低下余地がなくなる中で中長期ゾーンの金利の低下を促すこと、金融機関等の保有資金量を増加させて貸出の増加を促すこと、住宅金融市場の活性化を促すこと等である。LSAPは、資産購入による資金供給を行う点に着目すると量的緩和策(Quantitative Easing : QE)ということができ、そのように通称されている。

2008年11月から2009年3月、2010年11月から2011年6月、2012年9月から2014年10月の3次に渡って実施された一連のLSAP(QE)は、ニューヨーク連邦準備銀行(FRBNY)による財務省証券、公的MBS、政府関連機関債の市中からの購入として行われ、これら債券の保有残高が増加していった。FRBはまた、2010年以降、保有債券のうち満期が到来したものについて、満期償還金として受取った金額の全額を財務省証券または公的MBSに再投資したため、これら債券の保有残高の縮小が押しとどめられた。総保有資産残高は、2014年12月には4兆5,000億ドルを上回る規模に達した。

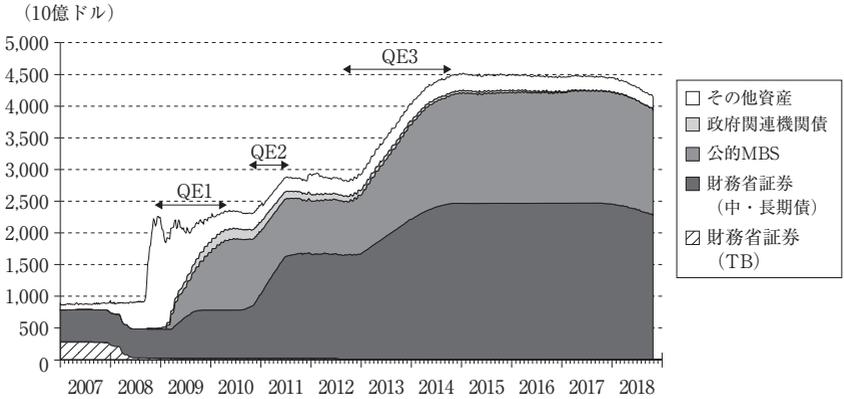
FRBによる資産買入れは、QE3の後半期(2013年12月～2014年10月)に月間購入額が順次に減額され(いわゆる「テーパリング」)、2014年10月に終了した。その後も、満期償還金の全額再投資は引き続き行われたことから、総保有資産残高は2015年から2017年にかけてほぼ横ばいで推移した。2017年10月には、財務省証券および公的MBSの満期償還金の再投資の規模を順次に減額する(すなわち、いわゆる「満期落ち」の金額を順次に増額する)措置が取られたことから、総保有資産残高は小幅ながら縮小し始めた。このことは、これに先立ち2015年12月から実施され始めた政策金利の引き上げと共に、金融政策の「正常化」の開始として受け止められている。「満期落ち」の規模は、当初は毎月100億ドル(財務省証券60億ドル、公的MBS40億ドル)にとどめられたが、その後3か月ごとに順次に増額され、2018年10月以降は毎月500億ドル(財務省証券300億ドル、公的MBS200億ドル)となっている。

FRBによる債券の購入等

政策・方針	時期	財務省証券	公的MBS	政府関連機関債
第1次LSAP (QE1)	2008年11月		今後数四半期間に5,000億ドル購入	今後数四半期間に1,000億ドル購入
	2009年3月	今後6か月間に3,000億ドル購入	上記に7,500億ドル追加	上記に1,000億ドル追加
	2009年9月	上記購入を2009年10月に終了	上記購入を2010年3月まで延長	上記購入を2010年3月まで延長
	2009年11月			上記購入枠を1,750億ドルに縮小
	2010年3月		上記購入を終了	上記購入を終了
満期償還金の全額再投資	2010年8月	毎月の満期償還金全額の再投資を開始	毎月の満期償還金全額の財務省証券への再投資を開始	
第2次LSAP (QE2)	2010年11月	2011年6月までに6,000億ドル購入		
	2011年6月	上記購入を終了		
満期拡張プログラム (オペレーション・ツイスト)	2011年9月	2012年6月までに、残存期間6～30年の財務省証券4,000億ドル購入、同3年以下の財務省証券4,000億円を売却	毎月の満期償還金全額の公的MBSへの再投資を開始	
	2012年6月	上記を2012年12月まで延長		
第3次LSAP (QE3)	2012年9月		毎月400億ドル購入を開始	
	2012年12月	毎月450億ドル購入を開始		
	2013年12月～2014年10月	月間購入額を順次に減額	月間購入額を順次に減額	
	2014年10月	上記購入を終了	上記購入を終了	
満期償還金再投資の減額	2017年10月	満期償還金再投資の減額を開始、再投資しない額を毎月60億ドルに設定	満期償還金再投資の減額を開始、再投資しない額を毎月40億ドルに設定	
	2018年1月	上記金額を120億ドルに増額	上記金額を80億ドルに増額	
	2018年4月	上記金額を180億ドルに増額	上記金額を120億ドルに増額	
	2018年7月	上記金額を240億ドルに増額	上記金額を160億ドルに増額	
	2018年10月	上記金額を300億ドルに増額	上記金額を200億ドルに増額	

〔出所〕 FRB ウェブサイト掲載 *FOMC Statement* 各号ほかにより作成。

FRB保有資産残高の推移



〔注〕 数値は週次（毎週水曜日）。

〔出所〕 FRB ウェブサイト掲載 *Factors Affecting Reserve Balances* により作成。

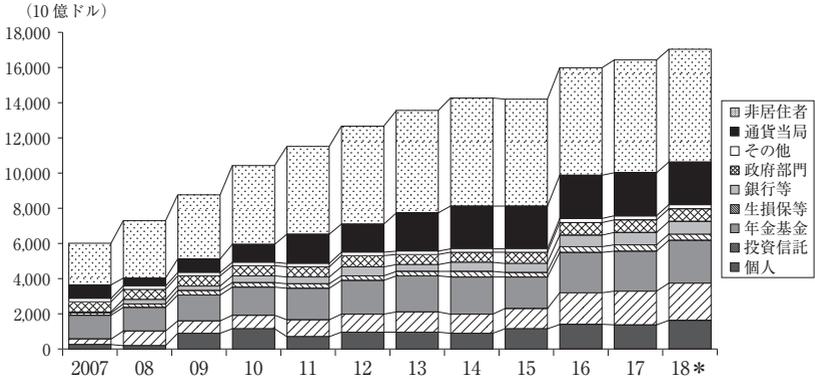
3. 財務省証券の残高・保有額・売買高 財務省証券市場は、単一の発行体による債券の市場としては世界最大の規模（市場性財務省証券について、発行額は2017年中グロスベースで約8兆8,000億ドル、現存額は2017年末現在約14兆5,000億ドル、売買高はプライマリー・ディーラーによる2017年中1日平均で約5,000億ドル）を有するとともに、流動性および安全性の高さゆえに米国内のみならず世界の金融・資本取引にとって極めて重要な市場である。

2008年金融危機後においては、金融危機への対応や景気対策等の財源として財務省証券の発行額が大幅に増加した。このような財政運営を可能とするために、連邦政府債務残高の法定上限が順次に引き上げられたが、そのために必要な連邦議会による承認が政治的対立から難航する場面もみられた。これらを背景として、2011年8月には財務省証券格付け（ソブリン格付け）が史上初めて引き下げられた（S&P社がAAAからAA+へ格下げ）。

投資家別保有状況（非市場性財務省証券を含む）をみると、金融危機後、FRBによる買い入れが行われたことから、通貨当局部門の比率が拡大している。また、非居住者（海外部門）が金融危機後も約4割を占めているが、これは、米国の経常収支赤字の拡大の一方での海外諸国の対米経常収支黒字の拡大という、いわゆる国際収支不均衡が続く中、対米経常収支黒字幅の大きい諸国が米国内での資金運用を引き続き活発に行っていることが主因とみられる。

売買高（プライマリー・ディーラーによる売買高の1日平均）をみると、金融危機直後の2009年に大幅に減少している。これは、FRBによる政策金利の引き下げおよび量的緩和が実施されたものの、財務省証券の発行が増加した上、先行きの財政収支赤字拡大懸念が強かったこと等から長期金利が一時的に上昇したこと、投資銀行における経営の悪化や破綻の影響によりディーリング売買が減少したこと等によるものとみられる。その後は、超低金利策の持続および量的緩和の実施という状況の下で、債券利回りの低下余地が限られたことに加えて、金融規制の見直し・強化を背景に大手金融機関のディーリング売買の投資姿勢が消極化したことなどから、売買高は伸び悩んでいる。また、業者間取引市場において、電子取引を利用する新手的機関投資家による売買が増加し、プライマリー・ディーラーによる売買のウェイトが相対的に後退しているとみられることも影響している。

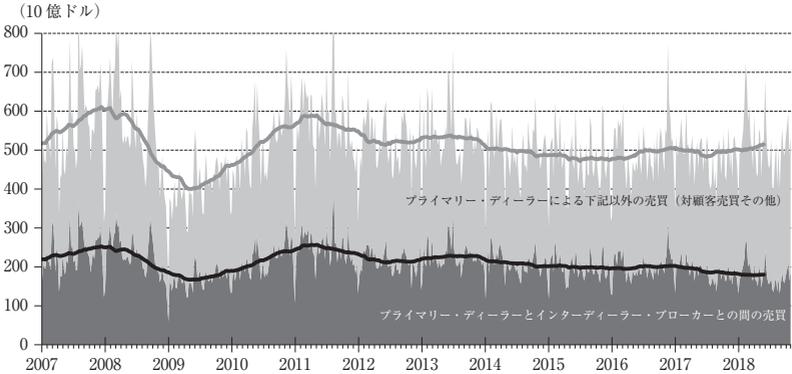
財務省証券の部門別保有額



(注) 非市場性財務省証券を含む。各年末(2018年は3月末)現在。
 「銀行等」には商業銀行、信用組合等のほか、ブローカーディーラーを含む。「政府部門」は州・地方政府。「通貨当局」は連邦準備銀行、財務省。「その他」には非金融事業法人、政府関連機関を含む。

[出所] SIFMA, *Statistics* (原データはFRB, US Treasury) により作成。

プライマリー・ディーラーによる財務省証券売買高



(注) 対象はTBおよび利付債(変動利付債、物価連動債は除く)。面グラフ(積み上げ)は週次1日平均売買高、折線グラフ(積み上げ)は週次1日平均売買高の53週移動平均。

[出所] FRBNY ウェブサイト掲載 *Primary Dealer Statistics* により作成。

4. 財務省証券の売買取引 財務省証券の売買取引は、ブローカー・ディーラーが投資家に売買気配値を提示し、投資家がこれを引き合った上で売買注文を出すという、店頭市場取引の形態によって行われている。ブローカー・ディーラーは、財務省証券および政府機関債の売買取引業務を行うためには、政府証券ブローカー・ディーラーとしてSECに登録することが必要である。

対顧客市場においてマーケットメイクを積極的に行っているのは、ニューヨーク連邦準備銀行によりプライマリー・ディーラーとして指定されている大手のディーラーである。2007年以前は20社程度であったが、2008年の金融危機時に一部業者において経営の悪化や破綻が生じ、業者間での吸収合併等が行われたことから、2009年6月には16社にまで減少した。2009年後半からは外国系業者の参入などから増加し、2018年11月現在23社となっている。

プライマリー・ディーラーを含む政府証券ブローカー・ディーラーは、インターディーラー・ブローカーを通して行われる業者間取引により、ディーリングおよび在庫債券の調整等を行っている。業者間取引における最良気配および出来値・出来高等の取引情報は、大手のインターディーラー・ブローカーによって集約された上で情報バンダーを通じて公表されており、ブローカー・ディーラーと顧客投資家との間で行われる売買取引等のための参考情報として利用されている。

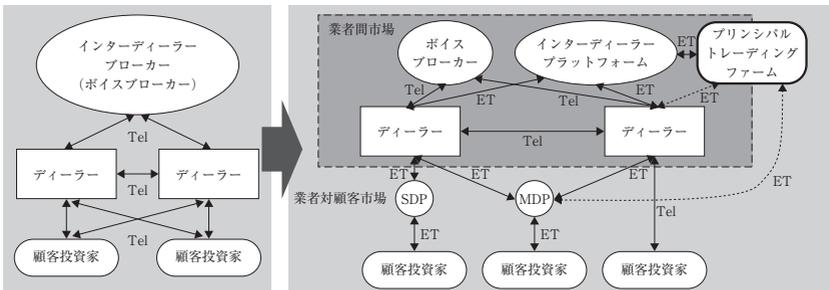
業者間取引、業者対顧客取引のいずれにおいても、従来、電話を介して売買交渉や約定等が行われてきたが、近年、オンラインを利用して電子的に処理する取引形態が普及している。特に、業者間市場では、大手インターディーラー・ブローカーが運営する電子取引プラットフォームを利用する取引が増えており、2015年時点での推計ベースでは、業者間取引全体の50～60%程度、流動性の高いオン・ザ・ラン銘柄（直近発行銘柄）の売買においては90%程度を占めるようになっている。また、近年、ディーラー以外の機関投資家の一部が業者間市場に参入し、売買を積極的に行っている。これらはプリンシパル・トレーディング・ファーム（Principal Trading Firm：PTF）と呼ばれ、コンピュータ・プログラムを利用して自動化された高速取引を行っており、株式市場における高頻度取引業者（High Frequency Trader：HFT）と類似しているとの指摘もある。

ニューヨーク連邦準備銀行指定プライマリー・ディーラーの異動状況

2007年11月20社 (黒字は米国籍, 白字は外国系)	2008年			2009年			2010年	2011年		2014年	2016年	2018年11月現在 23社 (黒字は米国籍, 白字は外国系)
	7月 19社	9月 18社	10月 17社	2月 16社	6月 16社	7月 18社	11月 18社	2月 20社	10月 21社	2月 22社	4月 23社	
バンク・オブ・アメリカ証券									バンク・オブ・ノバスコシア BMO キヤピタル・マーケッツ			バンク・オブ・ノバスコシア BMO キヤピタル・マーケッツ
BNP ノリハ証券												BNP ノリハ証券
パークレイズ・キャピタル												パークレイズ・キャピタル
ペアースターンズ												
カントリーワイド証券												
キャンター・フィッツジェラルド												キャンター・フィッツジェラルド
シティグループ・グローバル・マーケッツ												シティグループ・グローバル・マーケッツ
クレディ・スイス証券 (USA)												クレディ・スイス AG (NY 支店)
アメリカ大和証券												大和証券 キャピタル・マーケッツアメリカ
ドイチェバンク証券												ドイチェバンク証券
ドレスナー・クラインオート証券												
ゴールドマン・サックス												ゴールドマン・サックス
グリニッチ・キャピタルマーケッツ												
HSBC 証券 (USA)												HSBC 証券 (USA) ジェフリーズ
J.P. モルガン証券												J.P. モルガン証券
リーマンブラザーズ									MF グローバル			
メリルリンチ (Merrill Lynch Government Securities)									メリルリンチ (MLPP&S)			メリルリンチ (MLPP&S)
米国みずほ証券												米国みずほ証券
モルガン・スタンレー												モルガン・スタンレー ナウエスト・マーケッツ・セキュリティーズ ノムラ・セキュリティーズ・インターナショナル
									RBC キヤピタル・マーケッツ RBS 証券			RBC キヤピタル・マーケッツ
									SG アメリカ証券			ソジェテ・ジェネラル (NY 支店)
									TD 証券 (USA)			TD 証券 (USA)
UBS 証券												UBS 証券 ウェルズファーゴ証券

(注) 英語名称アルファベット順。縦方向矢印は合併・名称変更等による異動。
 [出所] FRBNY ウェブサイト掲載 *List of Primary Dealers* により作成。

債券市場における取引の態様・構造の変化



(注) Tel = 電話等による取引 ET (Electronic Trading) = 電子取引
 SDP (Single Dealer Platform) = 業者対顧客市場における単一ディーラーによる電子取引システム
 MDP (Multi dealer Platform) = 業者対顧客市場における複数ディーラーによる電子取引システム
 インタディーラー・プラットフォーム = 業者間市場におけるインターディーラー・ブローカーによる電子取引システム
 [出所] BIS [2016] *Electronic trading in fixed income markets*, Markets Committee Publications No.7, p.5, Graph 1 に加筆。

5. 政府機関債・政府関連機関債・公的 MBS 市場 広義の政府機関債は、債券発行体の属性と債券の仕組・形態の二面からの類型分類が可能である。発行体属性としては、(1)連邦政府全額出資の政府機関 (Federal Government Agency) と、(2)政府出資民間企業の形を取る政府関連機関 (Government-Sponsored Enterprise : GSE) に大別される (後者を「政府支援企業」と訳す場合もある)。債券形態としては、①各機関が直接の債務者として発行する債券、②各機関が保有資産を流動化 (証券化) する債券、③各機関が他の者の債務にかかる元利払い保証を提供する債券等がある。

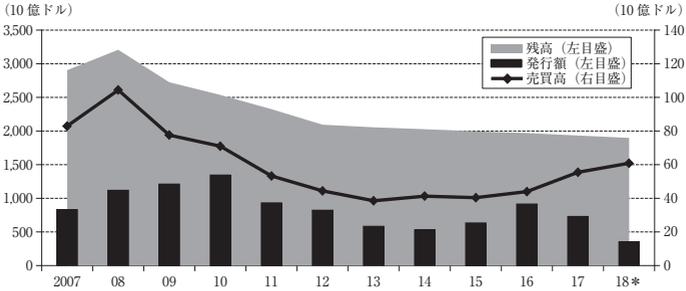
これらのうち②および③の大半は、住宅ローン債権の流動化を目的として行われている。すなわち、GSE である連邦住宅抵当金庫 (FNMA) および連邦住宅貸付抵当公社 (FHLMC) がそれぞれ民間から買取った住宅ローン債権を裏付けに自らモーゲージ担保債 (MBS) を発行する場合と、政府機関である政府抵当金庫 (GNMA) が民間金融機関発行の MBS について元利払い保証を付ける場合である。これらは、「公的 (Agency) MBS」と呼ばれ、住宅ローンのうちでも信用度が比較的高いかまたは公的保証の付いたものを原資産としている。

公的 MBS は、2000年代前半の住宅ブームの下、発行額・残高・売買高ともに拡大した。金融危機発生以降も、サブプライム・ローンを含む信用度の低い住宅ローンを流動化する民間 MBS の市場が機能停止に陥る中で、住宅市場を下支えする必要上、引き続き発行および売買が行われている。ただ、FNMA および FHLMC は、住宅ブーム期に民間 MBS や住宅ローン債権の保有額を増大させていたこと等から、2007年に財務内容が大幅に劣化して経営危機に陥り、2008年9月以降、連邦住宅金融庁 (FHFA) が管財人となるという形で、連邦政府による公的管理の下に置かれている。

政府機関および政府関連機関が資金調達目的で直接に発行する債券 (上述の①に該当する) についても、2011年以降、FNMA および FHLMC の経営の見直し、とくに MBS や住宅ローン債権の保有額の縮小などから、発行額は減少しており、これにつれて売買高も縮小している。

政府機関発行債券、政府関連機関発行債券および公的 MBS を合わせた残高全体について保有者別内訳を見ると、2009年以降、FRB が量的緩和の一環として買い入れを実施したことから、通貨当局部門の保有額が拡大している。

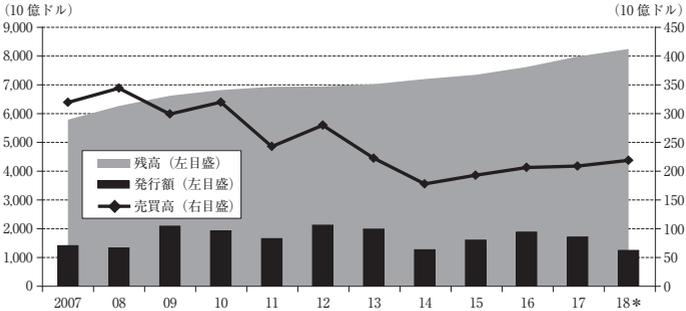
政府機関債・政府関連機関債の発行額・残高・売買高



(注) 対象発行体はFAMA, FHLMC, FHLB, FAMC (連邦農業抵当公社), FFCFS (連邦農業信用制度), TVA。発行額は各年中 (2018年は9月まで)。現存額は各年末 (2018年は9月末)。売買高は、2010年3月まではプライマリー・ディーラーのみ (FRBによる)、2010年4月以降はブローカー・ディーラーによる売買高全体 (FINRAによる)、各年中 (2018年は9月まで) 1日平均。

[出所] SIFMA, Statistics および FRBNY, Primary Dealer Statistics により作成。

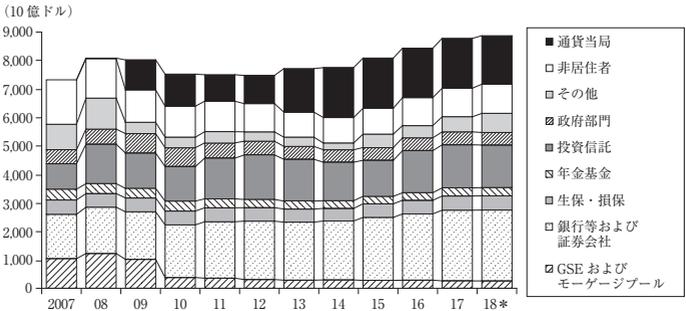
公的MBSの発行額・残高・売買高



(注) FNMA, FHLMC, GNMA が発行するモーゲージ担保債 (CMOを含む)。発行額は各年中 (2018年は9月まで)。現存額は各年末 (2018年は9月末)。売買高は、2011年4月まではプライマリー・ディーラーのみ (FRBによる)、2011年5月以降はブローカー・ディーラーによる売買高全体 (FINRAによる)、各年中 (2018年は9月まで) 1日平均。

[出所] SIFMA, Statistics により作成。

政府機関債・政府関連機関債および公的MBSの投資家別保有額



(注) 各年末 (は2018年6月末) 現在。

[出所] FRB, Financial Accounts of the United States, L211 "Agency-and GSE-Backed Securities" により作成。

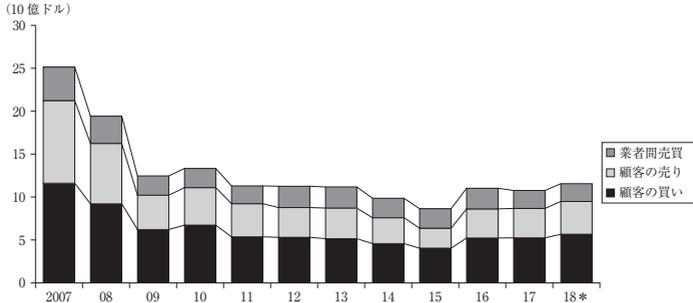
6. 地方債市場 地方債（州政府債・地方政府債・地方公社債等）は従来、民間の信用保証専門保険会社（モノラインと総称される）による保証を得て発行される場合が多かったが、モノライン各社が2000年代半ばにサブプライム・ローン証券化商品等について元利払い保証やCDS（クレジット・デフォルト・スワップ）契約の取組みを増大させていたところ、金融危機の発生により大幅な損失を被ったことから、モノライン自身の格付けが引き下げられ、結果的に地方債の信用度が低下することとなった。このため2008年から2009年にかけて地方債の流通利回りは急上昇するとともに、売買高は急減した。金融危機後には、モノライン保証による地方債発行が大幅に減少したほか、一部の地方債発行体におけるデフォルトの発生などから、発行額・売買高ともに伸び悩みを示した。2016年以降は、発行額が回復してきたこともあり、売買高も下げ止まっている。

地方債の多くは、投資家が得る利子収入について連邦所得税が課されない（投資家が居住する州内で発行された地方債について州・地方所得税も課されない場合もある）ことから、個人投資家に歓迎される傾向が強く、部門別保有状況において個人が4割程度を占めており、また地方債を組み込んで主に個人向けに販売される投資信託（地方債ファンド）の設定も多い。これらの投資家は満期保有の傾向が強いことから、流通市場における売買はそれほど活発ではない。

地方債の流通利回りは、発行体の格付けによっても異なるが、全体としては従来、上述の利子非課税メリットが価格面でのプレミアムとなることから、同年限の財務省証券の利回りを下回る水準で推移していた。しかし、金融危機以降、地方債利回りは上述のような信用リスクならびに流動性リスクの強まりから相対的に上昇し、財務省証券利回りを上回る水準で推移している。

地方債の流通市場では、地方債ブローカー・ディーラーとして地方債規則制定委員会（MSRB）に法令上の登録を行っている証券業者によって、対顧客売買および業者間売買が行われている。売買取引結果の内容は、地方債ブローカー・ディーラーがMSRBに報告する義務を負っており、この報告に基づき、すべての取引にかかる銘柄名、出来値、出来高等が約定成立後逐次に公表されている。この仕組みは「リアルタイム取引報告システム（Real-time Transaction Reporting System：RTRS）」と呼ばれている。

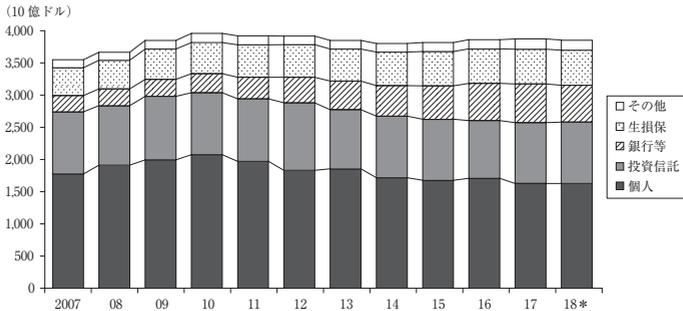
地方債の売買高



(注) 地方債ブローカー・ディーラーによるMSRBへの売買報告高。各年中(2018年は9月末まで)1日平均。

[出所] SIFMA, *Statistics* (原データはMSRB) により作成。

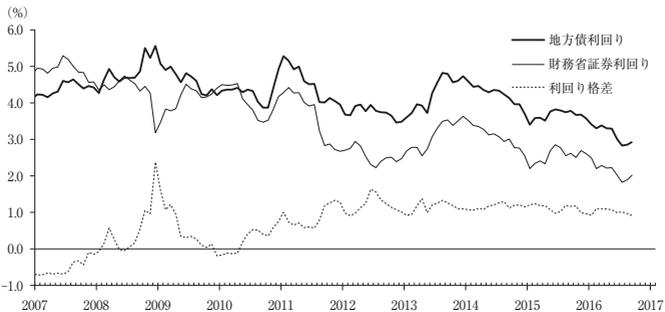
地方債の投資家別保有額



(注) 各年末(2018年は6月末)現在。

[出所] SIFMA, *Statistics* (原データはFRB) により作成。

地方債と財務省証券の流通利回り(残存期間20年)の推移



(注) 数値は各月中平均値。2016年10月以降についてはデータが公表されていない。

[出所] FRB, *Selected Interest Rates* により作成。

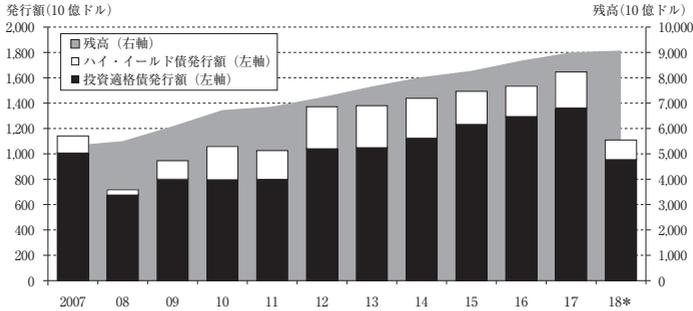
7. 社債市場 社債市場の規模は、残高ベースでみると1990年代後半以降に急増しており、2008年には金融危機の影響による新規発行の減少から伸び悩んだものの、その後は再び拡大し、2017年には9兆ドルを超える水準に達している。売買高についても、2009年以降、増加傾向にあり、特に低格付け社債（ハイ・イールド債）の売買の増加が目立つ。これは、金融緩和を背景に、リスクテイキングな投資資金が低格付け社債に流入したことなどによるものとみられる。

流通利回りについては、金融危機の影響で2008年には大幅に上昇するとともに、財務省証券に対するスプレッドが大幅に拡大したが、2009年初頭をピークとして2014年にかけて概ね低下傾向をたどった。ただ、景気回復の足踏み懸念が出た局面や、新興国経済の減速、原油等資源価格の上昇、その他いわゆる地政学リスクの高まりといった海外要因が意識された局面では、スプレッドは拡大している。

社債の売買取引にかかる情報については、2001年よりプライマリー・ディーラーのニューヨーク連邦準備銀行への報告対象に社債の売買高が加えられ、統計として公表されるようになった。さらに2002年からNASD（全米証券業協会、2007年に金融取引業規制機構（FINRA）に改組）規則に従って、ブローカー・ディーラーが社債（固定利付債、変動利付債等いわゆる普通社債のほか、転換社債も含む。また格付けや公募・私募の別を問わない）について店頭市場で行うすべての売買取引（業者間売買および対顧客売買）の結果が報告されるようになっており、事後的に売買高が集計・公表されている。

価格情報については、従来、気配値および出来値・出来高にかかる市場情報の公開性・透明性は高くなかったが、2002年に、上述のNASD（現FINRA）への売買結果報告をもとに個々の取引にかかる銘柄名、出来値、出来高等の情報が逐次に公表されるTRACE（Trade Reporting and Compliance Engine）制度が導入された。これ以降、売り値と買い値の差（売買スプレッド）が、発行年限、格付け、発行企業の業種等により違いはあるものの、全体としては縮小したことが指摘されている。その評価については、導入直後には、投資家にとっての透明性の向上として肯定的に捉える見方と、業者にとっての収益性の後退を否定的に捉える見方が混在していたが、その後同制度は社債市場のインフラとして定着してきている。

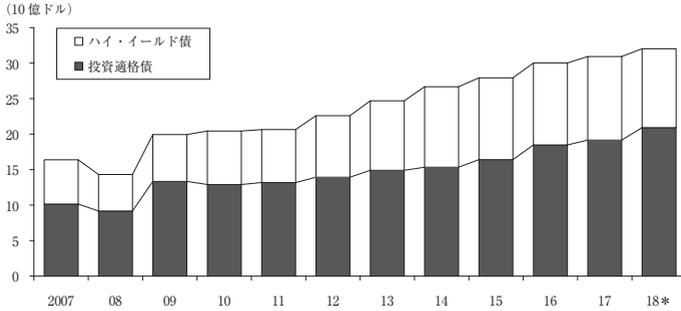
社債の発行額・残高



(注) 発行額は各年中 (2018年は9月まで), 残高は各年末 (2018年は9月末)。

[出所] SIFMA, Statistics (原データは Thomson Reuters, FRB) により作成。

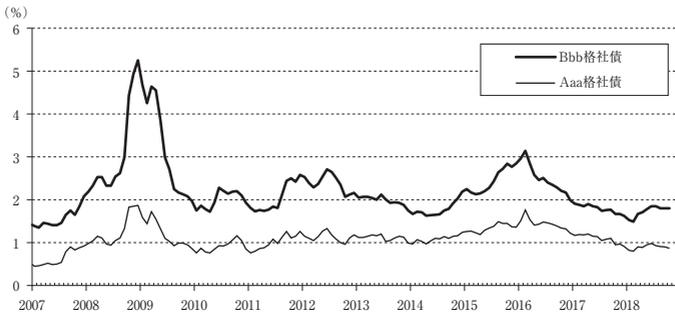
社債の売買高



(注) 残存年限1年以上の普通社債 (公券債および私募債)。証券業者による業者間売買と対顧客売買の合計 (TRACE 制度に基づく FINRA への報告額)。各年中 (2018年は9月まで) 1日平均。

[出所] SIFMA, Statistics (原データは FINRA) により作成。

社債流通利回り (残存年限20年) の対財務省証券スプレッド



(注) 数値は各月中平均値。格付け及び社債利回り (残存年限20年ものの平均値) は Moody's による。

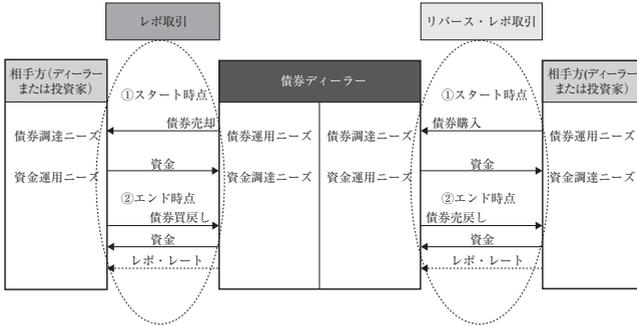
[出所] FRB, Selected Interest Rates およびセントルイス連邦準備 FRED Economic Data により作成。

8. 債券レポ取引 債券レポ (repo) 取引は、債券の買戻し (repurchase) または売戻し条件付売買である。現金を担保とする債券貸借取引と法的な形式は異なるものの、経済的機能としてはほぼ同等である。すなわち、保有債券の買戻し条件付売却 (レポ) または債券貸出によって資金調達を行い、債券の売戻し条件付き購入 (リバース・レポ) または債券借入によって資金運用を行うという形で、短期金融取引の手段として用いられる。個々の取引の形態は債券ディーラー側からみてレポ、リバース・レポのいずれかと呼称されるが、総称としては両方を合わせてレポ取引と呼ばれる。

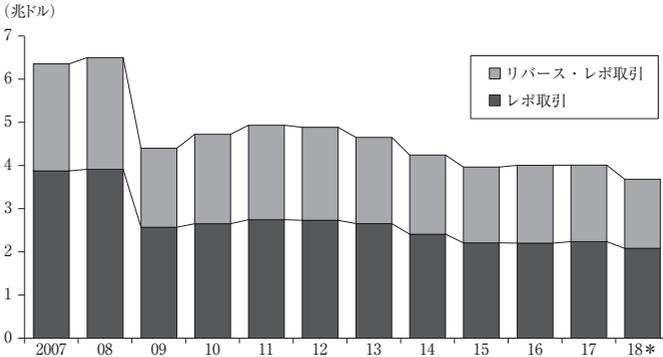
レポ取引においては、取引の終了・決済日 (= エンド時点) に債券の出し手 = 資金の取り手が相手方に対して資金調達コストであるレポ・レートを支払う。レポ・レートは、マネーマーケット金利から債券の貸借料率を差し引いた大きさとなっている。対象債券を特定の銘柄に限定する SC (Special Collateral) レポ取引においては、銘柄の需給状態によって貸借料率が決まり、需給がタイトな場合にはレポ・レートがマイナスとなることもある。対象債券が特定の銘柄でなく取引期間中に一定の範囲内で差換えることができる GC (General Collateral) レポ取引においては、レポ・レートはマネーマーケット金利とほぼ同水準で決まる傾向がある。レポ取引の期間については、取引開始日の翌営業日を決済日とする場合をオーバーナイト取引、2営業日目以降を決済日とする場合をターム取引、エンド日を特定せず取引当事者のいずれか一方からの通知により決済日を指定できる場合をオープン・エンド取引と呼ぶ。

レポ取引の規模については、ニューヨーク連邦準備銀行がプライマリー・ディーラーからの報告に基づき取引残高の1日平均値を週次に公表している。金融危機に至る数年間には、投資銀行等がディーリング取引のための資金の調達を拡大させたことなどから、大きく増加した。この時期には、担保債券として、財務省証券に加えて政府関連機関債、公的 MBS 等の利用も拡大した。2007年から2008年にかけては、信用リスクに対する全般的な懸念から資金取引の有担保化が進行する中、レポ取引は引続き増加したが、ベアスターンズ、リーマン・ブラザーズの経営破綻発生後はカウンターパーティー・リスクの強まり等から急減した。その後も、大手金融機関のディーリング取引に対する規制の強化や、レポ市場の制度改革に向けた議論の行方を見守る状況等から、伸び悩んでいる。

レポ取引とリバース・レポ取引

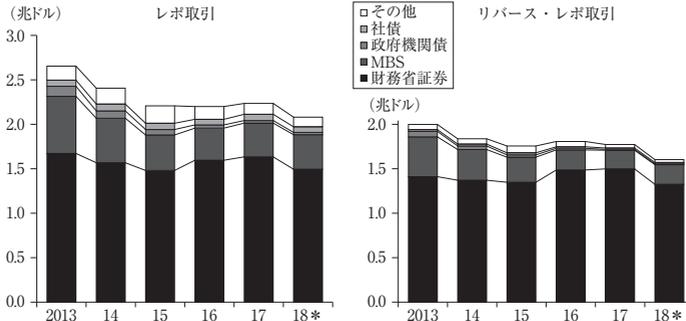


プライマリー・ディーラーによるレポ取引およびリバース・レポ取引の残高



(注) 各年中 (2018年は9月まで) 1日平均。
 [出所] SIFMA, Statistics (原データはFRBNY) により作成。

プライマリー・ディーラーによるレポ取引残高およびリバース・レポ取引残高の担保別内訳



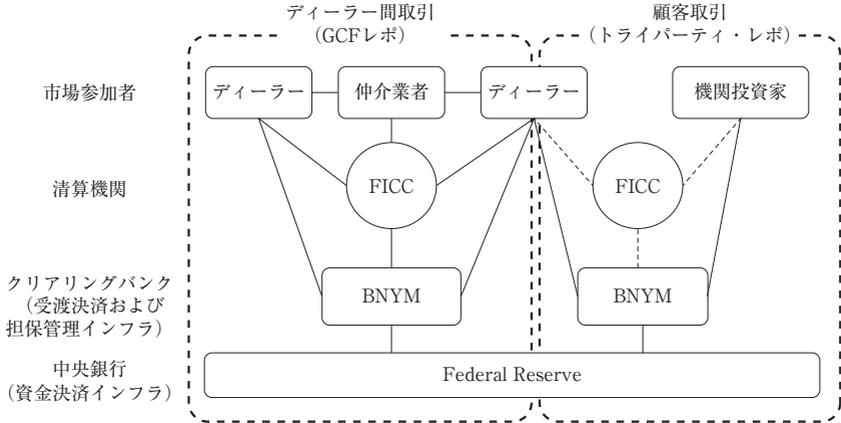
(注) 各年中 (2018年は9月まで) 1日平均。
 [出所] SIFMA, Statistics (原データはFRBNY) により作成。

9. GC レポ取引の仕組みとその改革 担保債券を特定の銘柄に限定せず取引期間中に一定の範囲内で差換えることができる GC レポ取引においては、担保債券の選定、差替え、日々の値洗いといった一連の事務処理が必要となるため、これを効率的に進めるための仕組みが整備されている。ディーラー間取引については、債券取引にかかる集中清算機関である FICC による清算と、民間のクリアリング・バンクによる担保債券の管理（預託している担保用債券のバスケットをもとに取引ごとに割当てられ、取引期間中の日々の値洗いも行われる）および資金・証券の受渡し決済のサービスを受けることができる仕組みとして、GCF レポ（General Collateral Finance Repo）が存在する。ディーラーと機関投資家等との間の取引については、クリアリング・バンクによって担保債券の管理および資金・証券の受渡し決済処理が行われる仕組みであるトライパーティー・レポ（Tri-Party Repo）が存在する。

従来、上記のいずれにおいても、期限の到来していないターム物やオープン・エンド物について、毎営業日朝方にいったん取引を解消（unwind）して資金・証券を返却し、当日中に新たに約定される取引と合わせて担保債券の最適な割当てを決定した後、夕刻にあらためて取引を組み戻す（rewind）仕組みが採用されており、それに伴い、朝方に unwind を行った取引について資金不足となる取引主体がクリアリング・バンクから日中与信を受けていた。これらの点について、金融危機以後、システムック・リスクを軽減する観点から改革が進められた。2013年には、トライパーティー・レポにおいて、unwind の時刻を朝方から15時へ遅らせるとともに、日中に担保の自動差し替えを行うシステムを導入することにより、日中与信供与への依存度を低めることが可能となった。同様の変更は、その後に GCF レポにおいても行われた。また、トライパーティー・レポにおいては、2017年に、一定の基準を満たす機関投資家が FICC に清算口座を開設できることとするにより、FICC によるトライパーティー・レポ向け清算業務である CCIT サービス（Centrally Cleared Institutional Triparty Service）が開始された。

レポ取引にかかるクリアリング・バンク業務は、従来、バンク・オブ・ニューヨーク・メロンと JP モルガン・チェースの2行が行っていたが、後者は2017年末をもって撤退した。

GC レポ取引 (GCF レポおよびトライパーティ・レポ) の概要



(注) FICC : Fixed Income Clearing Corporation BNYM : Bank of New York Mellon
 [出所] 野村総合研究所 [2014] 『国債の決済期間の短縮化に向けて—アウトライト・SC レポ取引のT+1化及びGC レポ取引のT+0化—』(日本証券業協会へのコンサルティング報告書) 3月, 76頁に一部加筆。

トライパーティ・レポの実務タイムテーブルとその改革

		前日	当日		翌日
改革前	既存かつ満期未到来の取引 ・スタート日: 前日以前 ・エンド日: 翌日以降		8:30 Unwind	15:00 クリアリング・バンクによる日中信用供与	18:00 Rewind
	新規約定取引 ・スタート日: 当日 ・エンド日: 翌日以降			約定	クリアリング・バンクによる担保割当・決済 決済完了
改革後 (2013年~)	既存かつ満期未到来の取引 ・スタート日: 前日以前 ・エンド日: 翌日以降			15:30 Unwind	18:00 Rewind
	新規約定取引 ・スタート日: 当日 ・エンド日: 翌日以降			約定	クリアリング・バンクによる担保の自動差換 (Auto-Substitution) クリアリング・バンクによる担保割当・決済 決済完了

[出所] PricewaterhouseCoopers, Bank of New York Mellon [2015] *The Future of Wholesale Funding Markets, A Focus on Repo Markets post US Tri-party Reform*, December, pp.9-11 により作成。

第6章 株式流通市場

I 全米市場システム (NMS)

1. NMS の概要 NMS (National Market System) はアメリカの主要株式市場を緩やかに連結し、各市場間での競争を喚起して、より効率的な株式市場を目指すというコンセプト、あるいはこの仕組みの総称を指し、わが国では全米市場システムという訳語が定着している。NMS の法的根拠は1975年証券諸法改革法であるが、条文ではNMSはより良い証券市場を作り出すための手段として位置付けられており、NMSの構築は証券取引委員会 (SEC) に権限が委譲されると規定されているに過ぎない。

NMS 導入の背景には1960年代に生じた「市場の分裂」があり、NMSはその解決策として導入されることになった。市場の分裂とはニューヨーク証券取引所 (NYSE) の固定手数料制を回避するために機関投資家が地方証券取引所や第三市場 (NYSE 非会員業者による店頭取引市場) で取引を行い、NYSE 上場銘柄の流動性が分散し、取引価格も異なる事態が生じたことを指す。これに対して、SECは1975年に1934年証券取引所法規則19b-3を採択し、証券取引所が会員に固定手数料の徴収を義務づけることを禁止した (メーデー)。市場の分裂は固定手数料制の撤廃で回避される方向へ向かったが、固定手数料制とともに独占禁止法の適用除外とされてきた会員業者に対する市場集中義務や市場情報の外部への提供禁止といった規則に対する批判も高まり、各市場間の競争を促進することが求められた。そこで、議会とSECが採用したのがNMSであり、他国に類を見ないユニークな仕組みがアメリカでは導入された。

NMSは市場間競争の促進を通じて市場の効率性を高めることを目的としているが、この市場間競争は市場の分裂を回避する仕組みによって担保されてきた。具体的には、各市場での取引情報を統合して提供するCTS (総合取引通報システム)、各市場での最良気配を統合して提供するCQS (総合気配表示システム)、より良い気配を表示している市場へ注文を回送するITS (市場間取引システム) という3つのシステムが一体となって市場の分裂を防止しており、この3つのシステムからなる仕組みそのものがNMSと呼ばれることもある。

1934年証券取引所法第11A条（証券の全米市場システムおよび証券情報処理業者）

- (a) (1) 議会は次のことを確認する。
- (A) 証券市場は、保持されかつ強化されるべき重要な国家の財産であること。
- (B) 新しい情報処理および伝達の技術は、より有効かつ効率的な市場運営の機会を創り出すものであること。
- (C) 次のことを確保することは公益に合致し、かつ投資者保護および公正で秩序ある市場の維持のために適当であること。
- (i) 証券取引の経済上効率的な執行、
- (ii) ブローカーおよびディーラー間、取引所市場間および取引所市場と取引所市場以外の市場間の公正な競争、
- (iii) 証券の気配相場（quotations）および取引に関する情報のブローカー、ディーラーおよび投資者による利用可能性、
- (iv) 投資者の注文を最善の市場で執行することについてのブローカーの実行可能性、および
- (v) (i)および(iv)の規定に矛盾することなく、投資者の注文がディーラーの関与なく執行される機会。
- (D) 適格証券についてのすべての市場を通信および情報処理施設を通じて結合することは、効率を促進し、競争を高め、ブローカー、ディーラーおよび投資者に利用可能な情報を増大させ、投資者の注文を相互に対応させることを容易にし、かつ当該注文の最善の執行に貢献すること。
- (2) 委員会は、(1)号に定める確認事項に合致しかつその目的を遂行するための証券の全米市場システム（national market system——取引上特殊な性格をもつ特定種類の証券についての補助的な制度を含むことができる）の確立を容易にするため、公益・投資者保護および公正で秩序ある市場の維持に正当な配慮を払いつつ、本法にもとづくその権限を行使することを指示される。

NMS 以前における NYSE 上場銘柄の取引所外取引

(単位: %)

	地方証券取引所		第三市場		合計	
	株数	取引額	株数	取引額	株数	取引額
1945年	6.2	7.4	…	…	6.2	7.4
1965	10.1	12.1	2.7	3.4	12.8	15.5
1966	11.1	13.3	2.6	2.9	13.7	16.2
1967	10.8	13.0	2.9	3.3	13.7	16.3
1968	11.7	14.0	3.6	4.2	15.3	18.2
1969	12.1	14.5	4.9	5.5	17.0	20.0
1970	14.2	17.0	6.5	7.8	20.7	24.8
1971	14.7	17.7	7.0	9.3	21.7	27.0

〔出所〕 佐賀卓雄 [1991], 『アメリカの証券業—変貌過程と規制緩和』 東洋経済新報社, 56頁。

2. 市場情報の統合 総合取引通報システム CTS (Consolidated Tape System または Consolidated Trade Reporting System) は各市場での取引情報を統合し、直前の取引価格と取引数量、取引市場を周知することによって他の市場での価格よりも不利な価格で取引が行われるのを防止することを目指して導入された。1975年6月にNYSE 上場銘柄 (ネットワークA)、1976年3月にアメリカン証券取引所 (AMEX) および地方証券取引所単独上場銘柄 (ネットワークB) を対象としてCTSは稼動し、1982年6月からはナスダック登録銘柄 (ネットワークC) にも段階的に導入されている。

市場情報の統合はCTSが提供する取引情報だけでは不十分であり、各市場の最良気配と注文数量がわからなければどの市場へ注文を出せば最も有利な価格で取引できるかはわからない。1971年2月に稼動したナスダック (National Securities Dealers Automated Quotations System の略) はもともとマーケットメーカーによる非上場銘柄の気配値を集約して表示するシステムであったが、1977年1月からはマーケットメーカーによるNYSE 上場銘柄の気配値の公表も開始した。そして、1978年8月にはNYSEとAMEXがそれぞれの最良気配の公表をはじめたのが総合気配表示システムCQS (Consolidated Quotation System) であり、CTSと同様、ネットワークA、ネットワークB、ネットワークCごとに、各市場間の気配値情報の統合も行われるようになった。

CTSもCQSもSECの目指すNMSの実現のために市場情報の統合を行う仕組みであるが、これらはSECがすべて計画して系統立てて導入されたわけではない。すでに存在していた機関を利用して行われたため、ネットワークAとネットワークBの取引情報と気配情報は1971年7月にNYSEが3分の2、AMEXが3分の1を出資して設立した証券業オートメーション株式会社 (SIAC) を通じて配信され、ネットワークCの取引情報と気配情報は1971年2月に稼動したナスダックを通じて配信されていたが、取引所上場銘柄に匹敵するナスダックNMS銘柄に対して取引所による非上場取引特権 (UTP) が認可されたことによってナスダックNMS銘柄の取引情報と気配情報はSIACを通じて各取引所にも配信されることになった。そして、利用者が支払う市場情報料の分配も3つのネットワークごとに別々に各市場間で行われている。

CTS で公表された NYSE 上場株式の市場シェア

	NYSE	PCX	CHX	PHLX	BSE	NSX	NASD	CBOE	合計株数 (1,000株)
1976年	85.3%	3.4%	4.1%	1.4%	0.7%	0.5%	4.5%	0.0%	6,281,008
1977年	85.7%	3.3%	4.3%	1.3%	0.7%	0.8%	3.8%	0.0%	6,153,173
1978年	88.4%	2.9%	4.0%	1.5%	0.6%	0.2%	2.3%	0.0%	8,147,569
1979年	88.1%	3.2%	3.9%	1.7%	0.6%	0.4%	1.9%	0.0%	9,254,044
1980年	87.8%	3.0%	4.5%	1.6%	0.5%	0.4%	2.1%	0.0%	12,935,607
1981年	86.7%	3.3%	5.1%	1.6%	0.5%	0.3%	2.3%	0.0%	13,679,194
1982年	85.7%	3.5%	5.7%	1.6%	0.5%	0.3%	2.5%	0.0%	19,203,590
1983年	85.1%	3.2%	6.4%	1.6%	0.7%	0.2%	2.6%	0.0%	25,362,458
1984年	84.0%	3.2%	6.8%	1.7%	1.0%	0.2%	2.9%	0.0%	27,455,178
1985年	83.4%	3.5%	7.0%	1.6%	1.3%	0.2%	2.9%	0.0%	32,988,595
1986年	84.0%	3.6%	6.3%	1.6%	1.4%	0.4%	2.6%	0.0%	42,478,164
1987年	86.2%	3.0%	5.7%	1.4%	1.3%	0.4%	1.9%	0.0%	55,472,855
1988年	86.2%	2.8%	5.6%	1.3%	1.3%	0.5%	2.2%	0.0%	47,390,121
1989年	84.1%	3.1%	5.6%	1.8%	1.6%	0.5%	3.2%	0.0%	49,794,547
1990年	82.9%	3.0%	4.9%	1.9%	1.7%	0.7%	4.8%	0.0%	48,188,072
1991年	82.3%	3.3%	4.5%	1.6%	1.7%	0.7%	5.8%	0.0%	55,294,745
1992年	81.7%	3.0%	4.4%	1.7%	1.5%	1.0%	6.6%	0.0%	63,064,667
1993年	81.9%	2.5%	4.1%	1.5%	1.3%	1.3%	7.4%	0.0%	81,926,892
1994年	82.8%	2.1%	3.6%	1.4%	1.2%	1.5%	7.3%	0.0%	88,870,770
1995年	82.1%	2.2%	3.4%	1.3%	1.3%	1.7%	7.9%	0.0%	106,554,583
1996年	82.9%	2.1%	3.1%	1.2%	1.2%	1.4%	8.1%	0.0%	126,340,065
1997年	83.7%	1.9%	3.4%	1.0%	1.1%	1.2%	7.7%	0.0%	159,451,717
1998年	83.4%	1.7%	4.0%	0.8%	1.4%	0.9%	7.9%	0.0%	203,727,877
1999年	82.5%	1.7%	4.2%	0.7%	1.6%	0.9%	8.4%	0.0%	247,453,423
2000年	82.9%	1.1%	4.3%	0.7%	1.5%	1.2%	8.3%	0.0%	316,760,429
2001年	82.5%	0.1%	3.9%	0.4%	2.1%	0.5%	10.4%	0.0%	369,981,137
2002年	82.0%	0.2%	3.9%	0.5%	2.2%	0.5%	10.8%	0.0%	438,989,082
2003年	79.5%	0.5%	3.8%	0.5%	1.8%	0.8%	13.1%	0.0%	439,595,022
2004年	79.3%	1.2%	2.0%	0.4%	1.3%	2.1%	13.7%	0.0%	460,529,715
2005年	79.3%	n.a.	1.8%	0.3%	0.8%	0.8%	17.1%	0.0%	523,505,400
2006年	72.2%	n.a.	1.4%	0.1%	0.3%	0.6%	25.2%	0.0%	635,063,500
2007年	62.4%	n.a.	0.6%	0.1%	0.2%	0.5%	35.6%	0.0%	853,135,500
2008年	51.8%	n.a.	0.5%	0.1%	0.0%	3.6%	42.4%	0.1%	1,274,540,000

(注) NYSE: New York Stock Exchange (Crossing Session 2 および NYSE ARCA を含む), PCX: Pacific Exchange, CHX: Chicago Stock Exchange, PHLX: Philadelphia Stock Exchange, BSE: Boston Stock Exchange, NSX: National Stock Exchange, NASD: National Association of Securities Dealers (NASDAQ を含む), CBOE: Chicago Board Options Exchange
 [出所] NYSE ホームページより作成。

3. 市場間の注文回送システム 市場情報の統合によって各市場の最良気配と注文数量がわかっていても、その市場へ注文を回送できなければ市場が統合されているとは言えない。ところが、各取引所には会員権があり、会員権を持つ者にしか注文の発注は許されていない。SECは価格優先・時間優先に基づいてCQSで最良気配を表示している市場への注文回送を求めたが、会員権の存在意義がなくなるという取引所の反対によって、各取引所間で人手を介して価格優先のみに基づいて注文回送を行う仕組みが導入されることになった。

1978年4月にNYSEとフィラデルフィア証券取引所(Phlx)の間で11銘柄のNYSE上場株式を対象として市場間注文回送システムITS(Intermarket Trading System)は稼動し、その年半ばにはパシフィック取引所(PCX)、ボストン証券取引所(BSE)、ミッドウエスト証券取引所(現シカゴ証券取引所CHX)、AMEXもITSに接続した。そして、1981年2月にはITSに批判的であったシンシナティ証券取引所(現ナショナル証券取引所NSX)、1982年5月には取引所が参加を拒んできた店頭市場ナスダックもITSに連結され、1991年2月にはシカゴ・オプション取引所(CBOE)もITSに参加することになった。

ITSはCQSで最良気配が公表されている市場を結ぶことが目的であり、CQSを運営しているSIACがITSの運営に当たっているが、取引対象はネットワークAとネットワークBのみであり、ネットワークCのナスダック銘柄は取引対象にはなっていない。これはナスダックにアクセスするための障害が小さいこと、取引所がナスダック銘柄の取引に関心を示してこなかったこと等によるものである。また、CQSを提示するすべての市場がITSでカバーされているわけではなく、1997年にオーダー・ハンドリング・ルールが導入された後も当該証券の直近四半期の取引シェアが1%未満のマーケットメーカーはITSへの接続を強制されてはいない。

ITSを通じた取引は拡大を続けたが、取引所市場全体に占める比率は5%に満たない。取引対象の多くはネットワークAのNYSE上場株式であり、しかも地方証券取引所からNYSEへの注文回送に使われており、NYSEから他の市場への注文回送は少ない。したがって、ITSを通じた市場間競争という目的は注文回送量で見ると、達成されたとはいいがたい。

ITS を通じた取引

	適 格 銘柄数	取引株数	取引件数	1 件当り 株 数	対 NYSE 上場 株式全市場取 引株数比	対 NYSE 上場 株式全市場取 引件数比
1978年	300	42,302,100	67,918	623	0.7%	0.6%
1979年	687	209,374,800	354,624	590	2.3%	2.9%
1980年	884	396,181,200	725,613	546	3.1%	4.7%
1981年	947	542,601,500	925,737	586	4.0%	6.5%
1982年	1,039	825,812,700	1,188,298	695	4.3%	7.4%
1983年	1,120	1,038,319,400	1,428,149	727	4.1%	7.4%
1984年	1,160	1,187,124,900	1,367,271	868	4.3%	8.0%
1985年	1,288	1,428,680,000	1,478,420	966	4.3%	7.5%
1986年	1,278	1,827,183,700	1,951,026	937	4.3%	7.5%
1987年	1,537	2,177,965,500	2,168,875	1,004	3.9%	7.1%
1988年	1,816	1,929,359,400	1,788,394	1,079	4.1%	7.4%
1989年	2,082	2,310,554,600	2,032,368	1,137	4.6%	7.1%
1990年	2,126	2,377,469,900	2,212,249	1,075	4.9%	7.6%
1991年	2,306	2,533,367,100	2,522,586	1,004	4.6%	6.3%
1992年	2,532	2,731,948,800	2,585,585	1,057	4.3%	5.5%
1993年	2,922	2,906,501,300	2,673,468	1,087	3.5%	4.1%
1994年	3,293	2,800,919,100	2,680,613	1,045	3.2%	3.9%
1995年	3,542	3,070,636,100	2,749,675	1,117	2.9%	3.3%
1996年	4,001	3,231,379,900	2,902,079	1,113	2.6%	2.8%
1997年	4,535	3,903,632,300	3,556,413	1,098	2.4%	2.6%
1998年	4,844	4,570,391,000	4,298,156	1,063	2.2%	2.4%
1999年	5,056	5,447,666,300	4,867,504	1,119	2.2%	2.1%
2000年	4,664	7,100,396,800	6,040,863	1,175	2.2%	2.0%
2001年	4,575	8,439,319,300	7,372,656	1,145	2.3%	1.8%
2002年	4,718	12,609,182,108	9,498,882	1,327	2.9%	1.5%
2003年	4,808	16,147,522,400	11,738,857	1,376	3.7%	1.5%
2004年	5,041	17,872,896,600	13,439,741	1,330	3.9%	2.5%

(注) 2005年3月以降の数字は入手できていない。

[出所] NYSE ホームページより作成。

4. **トレード・スルー規則** 市場情報を提供する CTS と CQS に加え、市場間の注文回送手段である ITS が導入されたことにより、NYSE や AMEX に上場されている株式の取引市場は統合されることになった。しかし、ITS は人手を介する注文回送手段であり、しばしば CQS 上の最良気配でない価格で注文執行が行われていること（トレード・スルー）が明らかになった。そこで、SEC は1981年4月に他市場での最良気配よりも劣る価格での注文執行を禁止するとともに、この規則が破られた場合の事後処理の手続きを定めた（トレード・スルー規則）。

トレード・スルーが生じ、それに対して速やかに苦情が出された際に、トレード・スルーの原因となった取引の売り方と買い方が業者の自己売買注文である場合には、その取引は取り消され、その取引情報も CTS から除外される。他方、苦情を受けた取引の売り方または買い方のどちらか一方が顧客の委託注文である場合には、次の2つの方法のいずれかが採られる。第1の方法は、トレード・スルーされた売り気配または買い気配を提示している他市場の注文をその価格ですべて執行するというものであり、第2の方法はトレード・スルーをおこした取引の両当事者がトレード・スルーの生じない価格による取引に訂正し、訂正価格を CTS へ報告するというものである。

なお、トレード・スルー規則は100株（最小取引単位株数）の気配値には適用されず、地方証券取引所の自動気配生成装置（Autoquote）は100株を超える注文の気配生成には用いないよう要請されているので、Autoquote を利用した気配にはトレード・スルー規則は適用されないことになっている。

また、1982年5月にナスダックが ITS に接続された際、店頭市場のマーケットメーカーには業者の注文を執行してトレード・スルーが生じた場合にも、取引所市場において顧客の注文がトレード・スルーをおこした場合と同様の措置が認められ、①取引を取り消し、その取引情報も CTS から除外する、②トレード・スルーされた気配を提示している他市場の注文をその価格ですべて執行する、③トレード・スルーの生じない価格に取引を訂正し、訂正価格を CTS へ報告する、という3つの方法の選択が認められた。ただし、取引所上場株式のみが ITS の対象となっていることから、取引所上場株式以外にはマーケットメーカーに限らず、トレード・スルー規則は適用されていない。

市場別 ITS 参加率

	1978年 11月	1979年 11月	1980年 11月
AMEX	1.4%	2.4%	4.4%
BSE	11.5%	9.9%	10.8%
MSE	26.3%	29.1%	30.1%
NYSE	89.1%	89.5%	91.6%
PSE	54.1%	49.8%	47.7%
PHLX	18.5%	19.3%	15.5%

トレード・スルー比率

	1銘柄当りの トレード・ スルー 件数 (A)	1銘柄当りの 売買件数 (B)	トレード・ スルー 比率 (A)/(B)
1978年12月4-8日	1.29	274	0.47%
1979年5月7-11日	0.77	256	0.30%
1980年1月14-18日	3.38	347	0.97%
1980年10月13-17日	2.18	294	0.74%

(注) 売り方と買い方を含むため合 〔出所〕 SEC, *A Monitoring Report on the Operation of the Intermarket Trading System*, February 1981
計は200%。

〔出所〕 右表と同じ。

ITSコミットメントの平均応答時間：執行

件数	AMEX	BSE	MSE	NYSE	PSE	PHLX	全市場
0～19.9秒	1	207	134	0	229	211	782
20～29.9秒	4	100	170	0	282	125	681
30～39.9秒	11	24	14	15	47	32	143
40～49.9秒	29	5	4	172	4	8	222
50～59.9秒	30	2	0	349	1	3	385
60～69.9秒	9	1	0	142	0	0	152
70～79.9秒	3	0	0	25	0	1	29
80～89.9秒	1	0	0	3	0	0	4
90～99.9秒	1	0	0	2	0	1	4
100秒以上	0	0	0	0	0	0	0
合計	89	339	322	708	563	381	2,402
平均(秒)	47.5	18.6	20.3	53.0	19.3	21.6	40.1

(注) 1980年10月のデータによる。

〔出所〕 上表と同じ。

ITSコミットメントの平均応答時間：手作業による取り消し

件数	AMEX	BSE	MSE	NYSE	PSE	PHLX	全市場
0～19.9秒	0	79	97	0	150	171	497
20～29.9秒	8	84	148	15	155	117	527
30～39.9秒	24	47	31	132	75	32	341
40～49.9秒	13	15	9	220	24	5	286
50～59.9秒	5	7	2	144	4	7	169
60～69.9秒	2	3	1	41	2	3	52
70～79.9秒	2	0	2	19	1	1	25
80～89.9秒	1	0	0	5	1	1	8
90～99.9秒	0	1	0	1	0	1	3
100秒以上	0	1	0	4	1	1	7
合計	55	237	290	581	413	339	1,915
平均(秒)	38.7	25.9	23.1	45.4	21.7	23.1	36.4

(注) 1980年10月のデータによる。

〔出所〕 上表と同じ。

5. PTS 1970年代後半から1980年代前半にかけてのCTS, CQS, ITSの導入以後、各市場のシェアに大きな変化は見られなかった。むしろ、ITSから漏れていたナスダック銘柄の取引拡大が1980年代の特徴と言えよう。ところが、1980年代後半から取引所やナスダックといった従来の市場とは異なる市場が注目を浴びることになり、これらは公的なものではないという意味でPTS (Proprietary Trading System) と呼ばれるようになった。

PTSは取引所類似施設であり、顧客の注文を執行する場であるが、電子的な取引システムを採用し、立会場を持たないほか、顧客を機関投資家やブローカー／ディーラーに限ることによって、自主規制機関としての規制を回避することに成功していた。多くのPTSは顧客注文を取り次ぐブローカー／ディーラーとしてSECからノー・アクション・レターを受け、中には登録免除取引所として規制を免除されて取引所を名乗るものもあった。このように、SECがPTSを厳しく規制するのではなく、従来にないサービスの提供者として保護した背景には、情報通信技術の進歩や顧客の要望をいち早く取り入れた競争相手の参入によって既存市場にサービスの向上を強いる意向があったものと考えられる。

1994年にSECが公表した報告書『マーケット2000』によれば、1993年前半でNYSE上場株式の1.40%、ナスダックNMS銘柄の13.46%がPTSで取引されており、ナスダック市場においてPTSはすでに無視できない存在となっていた。ただし、ナスダック市場は取引所と違い、ナスダックで取引が行われるのではなく、ナスダックを通じて複数のマーケットメーカーが取引している市場であって、SECの要請にもかかわらず、顧客の注文どうしが付け合せられる仕組みを持たなかったことが関わっていたようである。

当時のPTSの代表的なものとしては、機関投資家どうしの交渉余地を取り入れて1969年に開設された老舗のインスティテット、顧客の大口注文やバスケット注文を決められた時間に取引所の価格で執行するクロッシング・システムのPOSIT、独自のアルゴリズムで顧客の注文を価格優先・時間優先で定時にマッチングするアリゾナ証券取引所などがあった。これらのPTSはいずれも従来の市場が提供していなかったサービスを提供することで注目を集め、既存市場も対抗上、多くの仕組みを取り入れることになった。

NYSE 上場銘柄と NASDAQ/NMS 銘柄の市場別売買高分布 (1993年上期)

	1日平均売買高 (100万株)	1日平均売買 高のシェア (%)	1日平均 取引件数 (件)	1日平均取引 件数のシェア (%)
NYSE 上場銘柄*				
NYSE				
レギュラー・アワー	264.8	78.53	186,410	70.48
クロッシング・セッション I	0.2	0.06		
クロッシング・セッション II	4.4	1.30		
地方取引所	34.3	10.17	52,699	19.92
BSE	4.2	1.25	6,941	2.62
CHX	13.1	3.88	16,202	6.13
PHLX	4.8	1.42	7,609	2.88
PSE	8.4	2.49	15,602	5.90
CSE	3.8	1.13	6,345	2.40
CSEを除く全地方取引所	30.5	9.05	46,354	17.53
第三市場				
レギュラー・アワー	19.6	5.81	24,847	9.39
アフターアワー	0.9	0.27		
PTS				
レギュラー・アワー**	3.6	1.07	543	0.21
PTS アフター・アワー	1.1	0.33		
NYSE 会員による海外取引				
プログラム取引	5.9	1.75		
OTC (非プログラム取引)	1.7	0.50		
海外取引所(非プログラム取引)	0.7	0.21		
合計	337.2	100.00	264,499	100.00
NASDAQ/NMS 銘柄***				
NASDAQ				
レギュラー・アワー	206.8	86.13	111,078	90.24
アフター・アワー	1.0	0.42	200	0.16
PTS				
レギュラー・アワー	31.9	13.29	11,812	9.60
アフター・アワー	0.4	0.17		
合計	240.1	100.00	123,090	100.00

*表中の数字は1993年上半期の売買高である (125取引日)。海外の非プログラム取引のみ1993年5月から7月までの1日平均売買高。機関投資家の直接取引の場である第四市場は含まない。

**レギュラー・アワーとはNYSEの取引時間中を指す。アフター・アワーとはNYSEの取引時間外の執行を指す。

***表中の数字は1993年上半期の売買高である (125取引日)。NASDAQ インターナショナルはこの期間中1日平均16,744株の取引しかなかったため別項目をたてなかった。

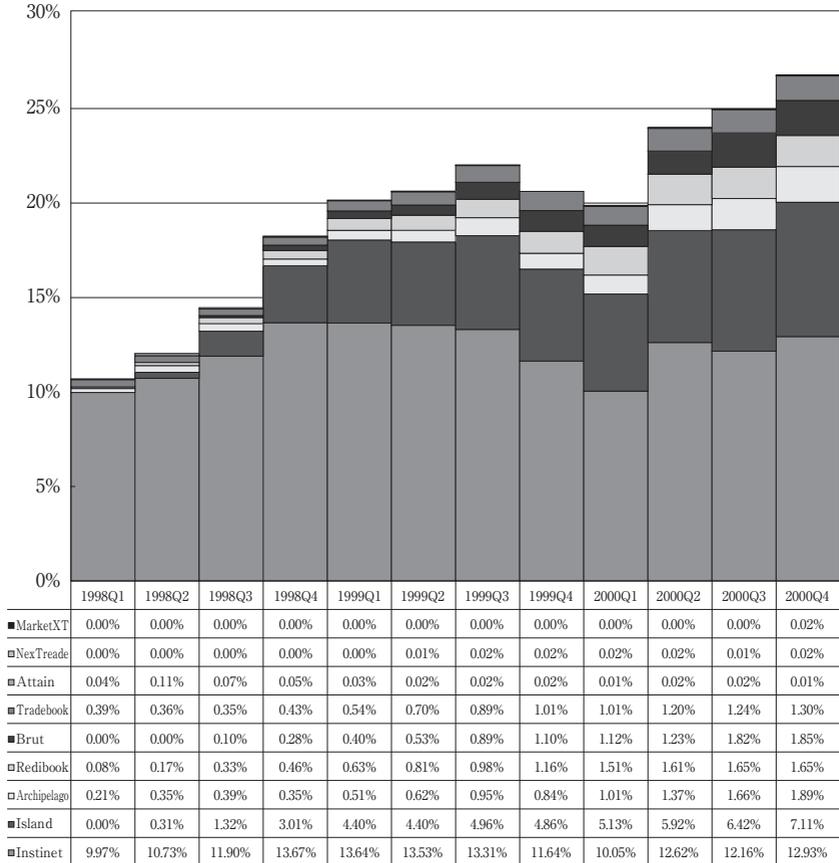
[出所] SEC [1994], *Market 2000; An Examination of Current Equity Market Developments*, January.

6. ECN 1994年にナスダックの気配には奇数が少ないという学術論文の指摘から始まったマーケットメーカー談合疑惑は談合に加わらないマーケットメーカーに対する報復などが立証され、1996年にはナスダックの監督を行う別会社の設立とともにオーダー・ハンドリング・ルール（OHR）が制定され、1997年から施行されることになった。OHRは気配ルールと表示ルールの2つからなり、気配ルールではマーケットメーカーがナスダックに接続していない市場にナスダックで自らが提示する気配よりも有利な価格を提示することを禁じるものである。他方、表示ルールは自らが提示する気配よりも優れた指値注文を受けたマーケットメーカーは、①その価格で自ら執行する、②自らの気配をその価格に変更する、③他のマーケットメーカーに回送する、④ナスダックに接続されたECNに回送する、のいずれかの実行を定めたものである。

ECN（Electronic Communications Network）という名称は一部のPTSが他のPTSとの差別化をはかるために用いたものであるが、OHRの中で自動執行機能を持つオークション市場として定義されたことにより、1997年1月からはナスダックが登録要件としてECNを認可することになった。ECNは取引所と同じオークション市場であるが、すべてがコンピュータで処理されるために執行時間が早いこと、厳しい規制を回避しているので利用料が安いことなどが特徴となっている。ただし、取引のコンピュータ処理はヨーロッパや日本では取引所が行っており、ECNの特徴とはなりえないはずであるが、アメリカではNYSEやナスダックで注文執行のコンピュータ化が回避されてきたので、執行時間の速さがECNの特徴として定着することになった。

当初、ECNはナスダックのマーケットメーカーが顧客との間で生じたポジション解消のため、ナスダックに接続されず、ECN参加者以外には知られない「隠れた市場」として利用されていたが、注文板を持たないナスダックで指値注文を出せる市場として注目され、1997年のOHR施行後にはナスダックのマーケットメーカーが顧客の指値注文の回送先として利用するようになった。そして、1999年にレギュレーションATSが施行され、ECNの気配値が公表され、ナスダックと接続されたことにより、ECNはさらに成長することになった。ただし、取引所上場株式会社ではECNの取引はそれほど伸びておらず、ECNの成長はナスダック市場の欠陥を原因とするものであった可能性もある。

ECN のナスダック銘柄取引高シェア（株数）の推移



(注) Instinetの1998年から2000年第2四半期までは推計値。

〔出所〕 Salomon Smith Barney, "The New World of Electronic Trading: The Missing Links," March 22, 2001.

7. レギュレーション ATS 取引所類似施設である PTS の成長を容認してきた SEC も1997年5月に『取引所規制』と題するコンセプト・リリースを発行し、PTSに対する規制についてコメントを求めた。その際、PTSという名称に変えて ATS (Alternative Trading System) という名称を用い、その一部として ECN を定義した。すなわち、証券の注文を組織的に付け合せるという点では証券取引所と同じ機能を果たしているが、取引所登録を行わず、自主規制機能を果たしていない取引の場を ATS と定義し、このうち内生的な価格発見機能を持つものを ECN と定義した。

ATS に対する従来の規制の問題点としては、①多くの ATS は参加者を一部の業者と機関投資家に限定しており、公平な市場へのアクセスを標榜する NMS の理念に反する、② ATS は気配情報や注文回送において他の市場と接続していないので隠れた市場となる、③ ATS は取引所と変わらない市場機能を果たしながら市場監督義務を負わず、市場運営者としては競争相手である NASD (全米証券業協会) の規制下に置かれている、④価格暴落時の対処方法やシステム容量を確保するための規定が存在しないことが挙げられていた。

1998年12月に発表されたレギュレーション ATS では、ブローカー／ディーラー登録を行い、自主規制機関の会員となること、システムの運営開始・変更・停止等を SEC に届け出ること、日々の取引記録・参加者記録・参加者への通知等の記録を保持すること、四半期ごとに取引高等を報告すること、顧客の取引情報の秘密保持や内部的な利益相反防止のための措置をとることが ATS に義務付けられた。そして、取引高が一定以上の ATS は自主規制機関の気配表示システムに最良気配を公開した上で、外部からのアクセスを認めて NMS に参加することも義務付けられた。さらに、より取引高の大きな ATS は参加認定基準を作成し、この基準によらない参加拒否が禁じられ、システム容量や安全性について取引所並みの措置をとることが追加的に義務付けられた。

レギュレーション ATS では、取引高の小さな ATS には従来と変わらない緩やかな規制が課されるが、取引高の大きな ATS には自主規制領域を除けば取引所に近い厳しい規制が課されることになり、ATS を大目に見てきた SEC の姿勢に変化が現れた。そして、アーキペラゴやアイランドといった ECN は SEC に取引所認可申請を出す道を選択することになった。

ATS規制の概要

1. 二段階構造の規制

- (1) 証券取引所の定義解釈を拡大し、市場としての機能を果たすものは（ATSも含め）すべて証券取引所とする。
- (2) 証券取引所の定義に免除規定を設け、別途定める「レギュレーションATS」に従う場合は取引所登録を免除する（取引所登録を行うか否かは実質的に市場運営者が選択可能）。

2. 取引所定義解釈の拡大：34年証券取引所法第3条(a)(1)の証券取引所の定義の解釈を拡大、市場機能を果たすものはすべて取引所とする。

規則3b-16：組織、社団、個人の団体であって、次の条件を満たす場合、証券取引所法第3条(a)(1)で定める（中略）証券取引所とみなされる。すなわち、そうした組織、社団、個人の団体が、(1)複数の売手と買手の注文を集め、かつ、(2)確立された裁量性のない方法によって（取引施設を提供するのであれ、取引規則を定めるのであれ）、そうした注文が相互交渉され、注文を出した売手と買手が取引条件の合意に達する。

3. 取引所定義からの免除

新規則3a1-1：ATSがレギュレーションATSにしたがう場合には取引所の定義から免除する。

4. ATSの定義：取引所の定義にあてはまり、自主規制機能を果たさない市場をATSとする。

規則300(a)：代替的取引システムとは、組織、社団、個人、個人の集団またはシステムであって、(1)証券の売り手と買い手を集めるか、その他の方法で証券に関して通常証券取引所法3b-16で言う証券取引所の果たす機能を果たす市場もしくは施設を開設・維持もしくは提供するシステムであり、(2)そうした組織、社団、個人、個人の集団またはシステムにおける参加者の行為以外の行為を監督（govern）する規則を制定せず、取引から除外する以外の罰則を設けないもの。ただし、(a)単に他の執行システムへ注文を回送システム、(b)単一のディーラーの気配システムは除外される。

5. レギュレーションATSの規定：取引所登録を行わずATSとなったものには取引高が大きいものほど厳しい規制が課される。

- ① ブローカー・ディーラー登録を行う。
- ② 運営開始、運営停止、運営に関する変更事項等についてSECへの届出を行う。
- ③ SECや自主規制機関の行う検査・監督に対して協力する。
- ④ 日々の取引状況・参加者の記録・参加者への通知等に関する記録保持義務を果たす。
- ⑤ 4半期ごとの取引高等の報告義務を果たす。
- ⑥ 顧客の取引情報の機密保持、内部的な利益相反防止のための措置をとる。
- ⑦ 取引所にあたる名称を用いることを禁止。
- ⑧ 1日平均取引高が総取引高の5%を超える場合、自主規制機関の気配システムに、最良気配を開示し、開示している気配については自主規制機関の会員に対してシステム参加者と同等の条件で執行機会を与える。手数料に関しても不平等な扱いをしない。
- ⑨ 1銘柄でも1日取引高が総取引高の20%を超える場合には、参加認定基準を確立し、不正な参加拒否をしてはならない。参加認定についての記録を保持する。さらに、システム容量や安全性について取引所並みの保持義務が課される。

〔出所〕 SEC〔1998〕, *Regulation of Exchanges and Alternative Trading Systems*, December, Release No. 34-40760.

8. ナスダックの対応 ECNがナスダック銘柄の取引を拡大させる中、ナスダックも自らがECNと同様なオークション形式の電子取引システムの導入を決定した。1999年9月にSECに認可申請されたスーパーモンタージュ(SuperMontage)はマーケットメーカーの気配値や指値注文を集め、最良の買い気配と最良の売り気配から3つずつの価格の注文を統合して表示し、自動的に注文執行も行う電子取引システムである。これまでナスダック銘柄の気配はナスダックを通じて配信されており、レギュレーションATSによって一定の大きさ以上のATSも気配の表示を義務づけられた以上、ナスダックに気配を出せばスーパーモンタージュが注文を執行することになるので、ECNはこの申請に強く反対した。その結果、SECの承認は2001年1月に条件付きで行われ、スーパーモンタージュが実際に稼動したのは2002年10月であった。

ナスダックはナスダック銘柄の気配の配信を独占して行っており、ナスダックに気配を配信すればスーパーモンタージュで注文が執行されるのは不当であるというECNの反対も考慮され、2002年7月にはNASDが運営するナスダック銘柄の新たな気配表示システムであるADF(Alternative Display Facility)が導入された。インスティネットはADFに気配の配信を行ったが、スーパーモンタージュに気配を配信したArcaEx(後述)が取引シェアを大幅に高めたので、2003年11月にスーパーモンタージュへの配信を決めた。

スーパーモンタージュの導入はECNの存立基盤を危うくすると予想されたが、むしろ導入後にナスダックの取引シェアはさらに低下することになった。これはスーパーモンタージュへの注文の回送が予想されたほど伸びず、最良気配の注文が中心となったためである。ナスダックと競合するECNが最良気配以外の注文をスーパーモンタージュに回送するはずはなく、手口を知られたくない機関投資家も指値注文の利用を抑えていたためとも考えられる。

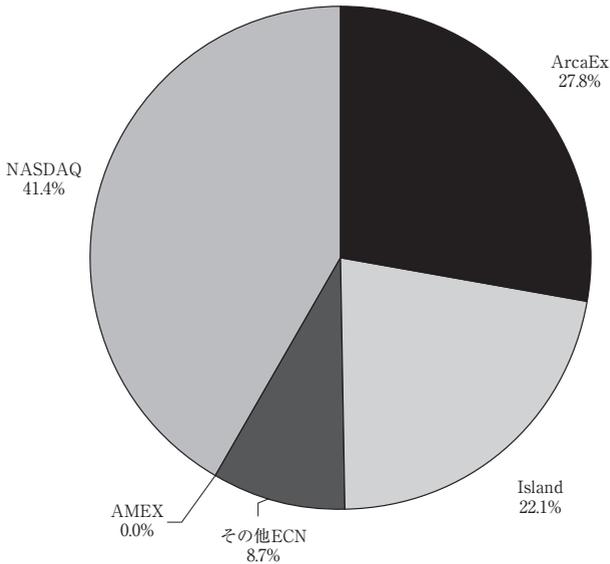
他方、ECNの勢力地図にもスーパーモンタージュの導入を機に大きな変化が見られた。中堅のレディブックとアーキペラゴの合併(ArcaEx)を受けて、ECNの取引シェアの半分以上を分け合っていたインスティネットとアイランドも合併(Inet)したが、PCXの株式取引業務を移管されたArcaExが取引シェアを急速に高め、BrutというECNを子会社としたナスダックとこの2つのグループでナスダック銘柄の取引の大半を3等分することになった。

スーパーモニタージュ導入前（2000年7月）のナスダック銘柄の取引シェア

ECN	取引代金シェア	取引株数シェア	取引件数シェア
Instinet	14.3%	11.8%	10.5%
Island	8.5%	5.8%	11.6%
Redibook	3.3%	2.8%	5.6%
B-Trade	1.6%	1.5%	1.6%
Brut	1.5%	1.5%	2.1%
Archipelago	1.1%	1.0%	1.2%
NexTrade	0.0%	0.0%	0.0%
Attain	0.0%	0.0%	0.0%
ECN 合計	30.3%	24.4%	30.6%

(注) ①他市場へ回送された注文は含まず, ②時間外取引は含まず, ③100株以上の取引のみ。
 [出所] Nasdaq, *Market Quality Statistics*, July 2000.

スーパーモニタージュ導入後（2003年後半）のナスダック銘柄の取引シェア（取引件数）



(注) 2003年9月18日, 10月16日, 11月20日, 12月18日の4日間における3,405銘柄のナスダック上場株式の取引件数をもとにして, CSEをIsland, ADFをその他ECNとして推計。

[出所] SEC Office of Economic Analysis, "Analysis of Trade-throughs in Nasdaq and NYSE Issues," *Memorandum*, December 15, 2004.

9. フラグメンテーション・リリース 1999年12月にNYSEは会員業者に対する取引時間内の外部への自己売買注文を禁ずる規則（ルール390）の撤廃を決定した。1980年にNYSEは1979年4月27日以降の上場銘柄に対してはこの市場集中義務を適用除外としたが、完全に撤廃するには20年も要したことになる。この決定の背景にはSECからの圧力があったが、SECへの規則変更承認申請においてNYSEは業者による注文の内部付け合わせ（Internalization）や注文回送に対するリベート（Payment for Order Flow）の禁止を要請した。そこで、SECは2000年2月に市場の分裂（Fragmentation）を避けるための方策として6つの案を盛り込んだリリースを提示し、コメントを求めた（フラグメンテーション・リリース）。

1999年、モルガン・スタンレー、ゴールドマン・サックス、メリル・リンチといった大手証券会社の会長はレヴィットSEC委員長（当時）に対して、オンライン・ブローカー等による注文の内部付け合わせが横行し、機関投資家の注文を執行するには取引所の流動性が不足していると陳情し、何らかの市場統合策が必要であると働きかけていた。そして、1999年9月にレヴィット委員長が仮想指値注文板（Virtual Limit Order Book）というアイデアを講演の中で紹介したことで、ITSの導入以来、取り上げられることのなかった市場間のリンクエージ（注文回送）というテーマが再び注目を集めることになっていた。

SECが紹介した6つの案は、①取引執行と注文回送に関するより詳細なディスクロージャー、②注文の内部化とリベートの制限、③注文に対する価格改善の機会の提供、④顧客の指値注文に対するブローカー／ディーラーによる市場間フロント・ランニングの禁止、⑤最良気配の最初の注文に対する市場間時間優先原則の導入、⑥すべての指値注文に対する市場間時間優先原則の導入、というものであり、後のものほど、強く統合を意識したものであった。

このリリースに対しては多くのコメントが寄せられ、公聴会や円卓会議も開催されたが、2000年5月にSECはNYSEによるルール390撤廃だけを承認した。そして、同年7月に市場統合策が検討されたが、反対のなかった注文執行状況に関する取引市場の月間レポートと注文回送業者の四半期レポートを公表するというディスクロージャーに関する規則変更案がSECによって公表され、同年11月に決定された。

フラグメンテーション・リリースにおける6つの市場統合案

① 取引執行と注文回送に関するより詳細なディスクロージャー

各市場とブローカー／ディーラーに対して、取引執行と注文回送に関するより詳細なディスクロージャーを課すことで、投資家がブローカー／ディーラーの執行能力を判断し、ブローカー／ディーラーや投資家が各市場の執行能力を判断することを助けることによって、市場間競争を促進し、執行能力の劣ったところへの注文回送を抑制する。

② 注文の内部化とリベートの制限

ブローカー／ディーラーが他の市場の最良気配で顧客注文を執行することを制限することにより、ブローカー／ディーラーの利益を圧縮し、注文回送者へのリベートの原資を削減することで市場の分裂を抑制する。なお、顧客注文の獲得時の最良気配よりも良い値段でのみ、ブローカー／ディーラーは注文の内部付け合わせを行うことができるといふ NYSE の提案はこの案の一種である。

③ 注文に対する価格改善の機会の提供

各市場に対して、成行注文や執行可能な指値注文を執行する前に何らかの形で価格改善の機会を与えることを義務づけ、注文の内部付け合わせを抑制し、価格競争を促進する。この種の案は SEC が1995年にオーダー・ハンドリング・ルールに関するパブリック・コメントを求めた際にも提案されていたが、1996年のオーダー・ハンドリング・ルールには盛り込まれなかった。

④ 顧客の指値注文に対するブローカー／ディーラーによる市場間フロント・ランニングの禁止

スペシャリストを含めたマーケットメーカーに対して、自動執行が可能な他の市場で先に出された顧客の指値注文を執行する前に、自分が受けた顧客注文をその価格で執行することを禁止し、市場の分裂を抑制する。ただし、これを実現するためには、各市場が顧客の指値注文の価格・数量・受け付け時間を他の市場に通知し、取引の自動執行が可能なリンクージ・システムに参加することが必要となる。

⑤ 最良気配の最初の注文に対する市場間時間優先原則の導入

最良気配を最初に提示した注文に対してのみ価格改善者として時間優先権を与え、各市場はその注文を消化しない限り、より良い価格以外では取引を行うことはできなくすることによって、市場の分裂を抑制し、価格競争を促進する。ただし、この場合にも、各市場は指値注文の価格・数量・受け付け時間を他の市場に通知し、取引の自動執行が可能なリンクージ・システムに参加することが必要となる。

⑥ すべての指値注文に対する市場間時間優先原則の導入

すべての指値注文に時間優先権を与え、各市場は同一価格では時間優先権を持つ注文を消化しない限り、取引を行うことはできなくすることによって、市場の分裂を解消し、価格競争を促進する。この場合には、各市場はすべての指値注文に価格優先／時間優先の原則を適用することになり、あたかも1つの市場のようになるが、ナショナル・リンクージ・システム (NLS) を創設することによって複数の市場が存在していても、価格優先／時間優先を実現しながら取引の自動執行を実現することになる。

〔出所〕 SEC, "NYSE Rulemaking: Notice of Filing of Proposed Rule Change To Rescind Exchange Rule 390; Commission Request for Comment on Issues Relating to Market Fragmentation," Release No. 34-42450; File No. SR-NYSE-99-48, February 23, 2000.

10. レギュレーション NMS フラグメンテーション・リリースに基づいたディスクロージャーの強化に SEC は満足しておらず、新たな市場統合策が提案されると噂される中、2004年2月5日に NYSE は注文自動執行システムである NYSE ダイレクト+の拡張を決定し、2月24日に SEC はレギュレーション NMS と名付けた規則変更案を公表した。4月には SEC の公聴会が開かれ、レギュレーション NMS 提案に対する議論が行われた。その際に最も問題となったのは、各市場を自動執行市場 (Fast Market) とフロア取引市場 (Slow Market) に分けるのではなく、確定気配が提示され、自動執行が可能な状態 (Fast Quote) かどうかで区別すべきであるということであった。そして、5月にはコメント期限を6月30日まで延長すると同時に、公聴会での議論を踏まえて Fast Quote を分類基準として採用するかどうか等が追加提案された。

他方、8月には NYSE ダイレクト+の改訂拡張案が公表された。この改訂拡張案は複雑であり、説明が不十分であるという批判が寄せられ、11月に NYSE ダイレクト+の再改訂案が公表された。これを受けて、12月にレギュレーション NMS の改訂案が公表された。改訂案の最大のポイントは、トレード・スルー規則の適用免除を選択できないこと、自動執行可能な確定気配は最良気配でなくともトレード・スルーしてはいけないこと、市場情報料収入の分配方式を取引シェア50%/最良気配比率50%と簡略化し、自動執行可能でない気配には最良気配比率分の情報料収入は分配されないことの3点であった。

2005年4月6日、SEC はコミッショナー会議において3対2の多数決でレギュレーション NMS の導入を決定した。決定内容はほぼ改訂案の通りであったが、最良気配でない確定気配のトレード・スルーは認められた。トレード・スルー規則の適用免除の選択権を支持してきた共和党指名の2人の委員は最後までトレード・スルー規則の改正に反対したが、ドナルドソン SEC 委員長 (共和党の大統領指名) が民主党指名の2人の委員の賛成を得てレギュレーション NMS は決着することになった。こうした SEC の委員の間における意見の対立は珍しく、SEC の権威を保つためにも歩み寄りを求める説得が試みられたが、結果的には成功しなかった。ただし、レギュレーション NMS の実施にあたっては十分な準備期間をとり、トレード・スルー規則 (注文保護規則と改訂案で改名) は2ヵ月間をかけて段階的に導入するという事になった。

レギュレーション NMS のポイントと導入時期

① 注文保護規則（トレード・スルー規則）

各市場は NMS 適格株式の取引において自動執行可能な最良気配があれば、その値段よりも不利な価格で注文を執行してはならない。ただし、この規則には取引の活発な株式に適用可能なように、他市場の最良気配を消化するインター・マーケット・スウィープ注文、自動執行可能でない気配、1秒以内の点滅気配などの適用免除規定が存在する（なお、注文回送に人手を介する ITS は用いない）。

この規則は2006年4月10日から NYSE 上場の100銘柄、ナスダック上場の100銘柄、AMEX 上場の50銘柄を対象として導入され、2006年6月9日までにすべての NMS 適格銘柄を対象とする。

② 市場間アクセス

各市場は最良気配の消化に対して、1株あたり0.003ドル（1ドル未満の株価の場合には0.3%）を超えるアクセス・フィー（他の名目のフィーも含む）を課してはならない。また、各自主規制機関は他市場の売り気配以上の買い気配や、他市場の買い気配以下の売り気配を提示してはならないという規則を作成しなければならない。

この規則は2006年4月10日から NYSE 上場の100銘柄、ナスダック上場の100銘柄、AMEX 上場の50銘柄を対象として導入され、2006年6月9日までにすべての NMS 適格銘柄を対象とする。

③ 呼値の値刻み

各市場参加者は NMS 適格株式の取引において対象銘柄の株価が1ドル未満でないかぎり0.01ドル未満の呼値を提示してはならない。そして、対象銘柄の株価が1ドル未満の場合には0.0001ドル未満の呼値を提示してはならない。

この規則は2005年7月1日から適用される。

④ 市場データ

NMS 適格銘柄の株価を対象とした市場情報料収入は取引量と最良気配の比率に応じて分配する方法を変更する。そして、市場情報統合システムを構成する自主規制機関の委員会は、市場情報料収入に関する透明性を高めるために自主規制機関に属さない者の代表からなるアドバイザー委員会を設置することを義務づけられる。また、各市場は自市場の市場情報を独自に販売することを認められる。

この規則は2006年7月3日から適用される。

〔出所〕 SEC, "SEC Adopts Regulation NMS and Provisions Regarding Investment Advisers Act of 1940," Press Release 2005-48, April 7, 2005.

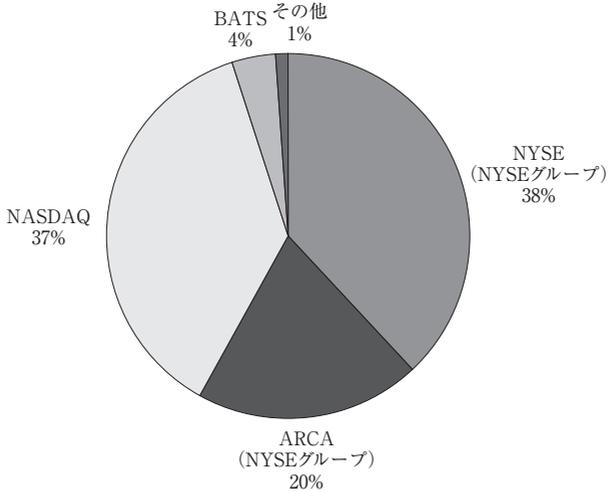
11. レギュレーション NMS 以後 レギュレーション NMS の導入が決定された直後の2005年4月20日、NYSE が ArcaEx（ECN のアーキペラゴが認可された取引所でパシフィック証券取引所の買収で合意していた）との持ち株会社のもとでの統合を発表し、4月22日にはナスダックがアイネット（インスティネットがアイランドを買収して市場を統合した ECN）を買収するという発表を行った。これらは伝統的な取引市場がレギュレーション NMS の導入をにらんで、競争相手となる ECN を囲い込み、取引シェアの維持・拡大へといち早く動き出したものとしてレギュレーション NMS の影響力を実感させた。

他方、レギュレーション NMS の導入は決定されたが、最終規則の公表は6月29日までずれ込み、注文保護規則の適用も2006年6月29日に250銘柄、8月31日にその他の NMS 適格銘柄と変更された。その後、2度延期されたものの、2007年7月9日に250銘柄、10月8日にその他の NMS 適格銘柄に注文保護規則が適用され、株式市場の取引シェアに大きな影響を及ぼすことになった。

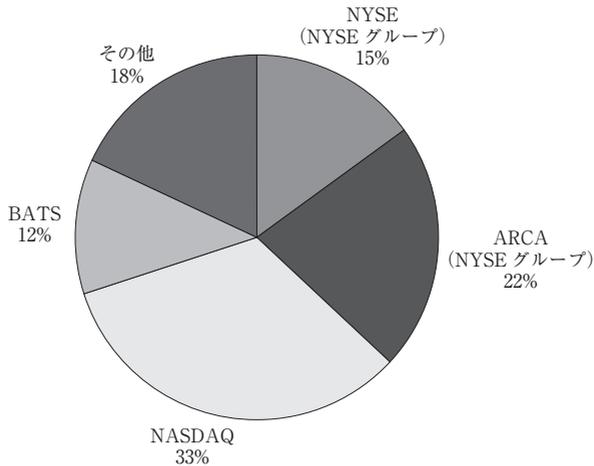
レギュレーション NMS の導入を前にした取引所の合併・再編はアメリカ国内にとどまらず、2006年には大西洋を越えて広がった。2006年3月にナスダックはロンドン証券取引所に買収提案をおこなったが、拒否されて提案を取り下げたものの25%の株式を買い付けて他の取引所による買収を難しくした。一方、ヨーロッパの取引所再編に関心を示していた NYSE は6月1日にパリ取引所を中心とするユーロネクストとの経営統合に合意した（2007年4月に実現）。先を越されたナスダックは10月に再度ロンドン証券取引所に買収提案をしたものの再び拒否され、12月に株式公開買付に踏み切ったが、2007年2月に公開買付は失敗に終わった。ところが、ナスダックは5月25日にストックホルム取引所を中心とする OMX と経営統合することで合意した（2008年2月に実現）。

取引所の合併・再編はこれだけにはとどまらず、10月にはナスダックがボストン証券取引所の買収で合意し、続く11月にはフィラデルフィア証券取引所の買収にもナスダックは合意した。そして、2008年1月にはNYSE がアメリカン証券取引所の買収で合意し、アメリカ国内の証券取引所はNYSE グループとナスダック・グループにほぼ二分されることになった（その後、ダイレクトエッジを買収した BATS グローバル・マーケットを CBOE が2017年に買収し、CBOE グローバル・マーケットとの間でほぼ三分されることになった）。

レギュレーション NMS 導入後の NYSE 上場銘柄の取引シェア
(2007年1月31日)



レギュレーション NMS 導入後の NYSE 上場銘柄取引シェア
(2008年10月31日)



(注) データは Tabb Group による。

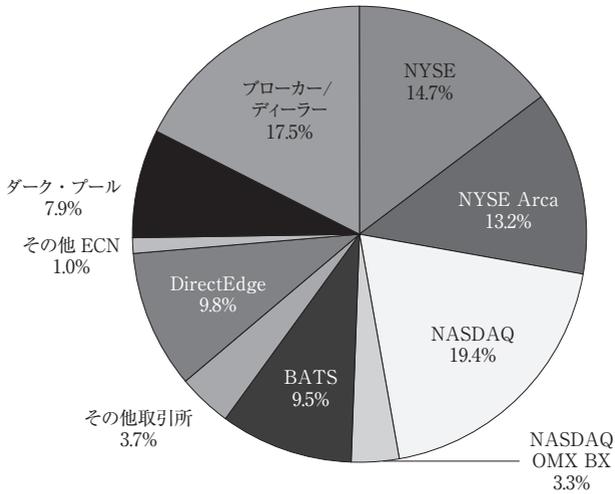
【出所】 Daniel Fisher, "Company of the Year: Nasdaq," *Forbes*, January 12, 2009.

12. 市場構造コンセプト・リリース 2009年7月24日、フラッシュ・オーダーという形でナスダック等の株式取引市場が特定顧客に一般投資家よりも30ミリ秒(0.03秒)早く市場情報を提供しており、この情報を購入した顧客は自動売買機能を持つプログラムを利用した超高速取引で巨額の利益を上げているとニューヨーク・タイムズ紙が報じて物議をかもし、9月18日にSECはフラッシュ・オーダーを禁止する規則変更提案を決定した。その規則変更提案の中でSECはフラッシュ・オーダーと同様に問題のある気配値を公開しない取引市場であるダーク・プールに関する規則変更提案を準備中であることを予告し、10月21日にはダーク・プールに関する規則変更提案を決定した。さらに、この規則変更提案の中でSECは指値注文の発注と取り消しを高頻度で繰り返すハイ・フリークエンシー・トレーディングや、取引所等が提供する施設にサーバーを設置するコロケーション、業者が顧客に名義を貸して取引所等に直接発注させるネイキッド・アクセスといった問題等を取り上げた株式市場構造に関するコンセプト・リリースを準備していることを明らかにした。そして、2010年1月13日、SECはネイキッド・アクセスに関する規則変更提案を決定した後、株式市場構造に関するコンセプト・リリースの公表を決定し、コメントを求めた。

SECの株式市場構造コンセプト・リリースは大きな規制体系の変更を意図したのではなく、レギュレーションNMSのファイン・チューニングのために、どのような問題が存在するかを確認し、その問題に対する具体的な対策のアイデアを求めたものである。とりわけ、2005年のレギュレーションNMSの決定時点ではそれほど顕著ではなく、2009年になって問題となったハイ・フリークエンシー・トレーディングに関する情報提供を求めた。

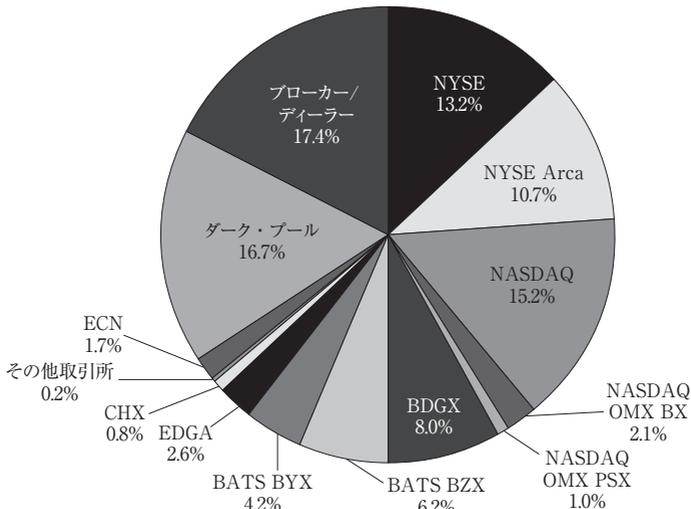
2010年5月6日、主要な株価指数が5%急落した後、ほぼ同じだけ反騰するという株価の急変動が生じた(フラッシュ・クラッシュ)。急落過程では1セントという最低価格での取引が多数成立しており、こうした事態の再発を防止するために、個別銘柄のサーキット・ブレーカーや取引取り消し規則、統合取引追跡システムの導入などが進められたが、ハイ・フリークエンシー・トレーディングに対する規制は導入されておらず、今後の検討課題と考えられている。

2009年9月のNMS銘柄取引シェア



〔出所〕 SEC, "Concept Release on Equity Market Structure," Release No.34-61358; File No. S7-02-10, January 14, 2010 (<http://www.sec.gov/rules/concept/2010/34-61358.pdf>) より作成

2015年第4四半期の全上場銘柄取引シェア



〔出所〕 Valerie Bogard and Sayena Mostowfi, "US Equity Market Structure: Q4-2015 TABB Equity Digest," March 3, 2016より作成

Ⅱ．証券取引所

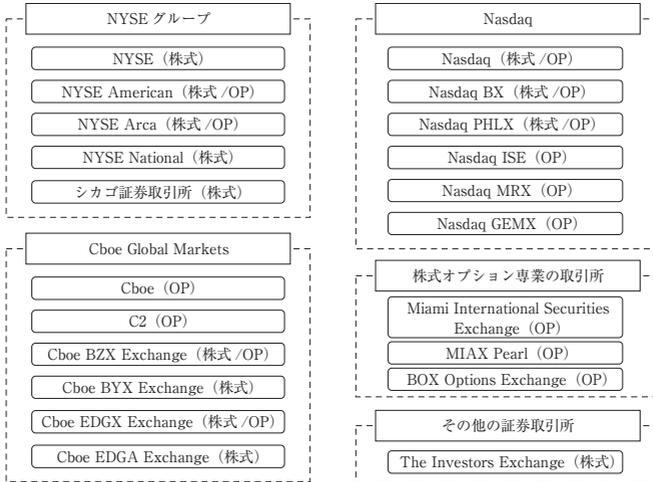
1. 取引所市場の構成 アメリカの証券取引所は、一般的に1934年証券取引所法第6条に基づいて証券取引委員会（SEC：Securities and Exchange Commission）に登録された国法証券取引所（national securities exchange）を指している。2018年9月末現在、国法証券取引所は21あり、そのうち7取引所は株式と株式オプションの双方、6取引所は株式のみ、8取引所は株式オプションのみを取り扱っている。

株式を取り扱う13の国法証券取引所は、大きく、①NYSEグループ（ニューヨーク証券取引所（NYSE）、NYSE American（旧アメリカン証券取引所）、NYSE Arca（旧アーキペラゴ）、NYSE National（旧ナショナル証券取引所）、シカゴ証券取引所）、②Nasdaq（Nasdaq Stock Market（Nasdaq）、Nasdaq BX（旧ボストン証券取引所）、Nasdaq PHLX（旧フィラデルフィア証券取引所））及び③Cboe Global Markets（Cboe BZX Exchange、Cboe BYX Exchange、Cboe EDGA Exchange、Cboe EDGX Exchange）の3大グループと、独立系で元代替取引システム（ATS：Alternative Trading System）のIEX Groupが2016年に設立した④The Investors Exchange（IEX）に分けられる。

上場市場は、NYSE、NYSE American、NYSE Arca及びNasdaqが中心となっており、中でもNYSE Arcaは、主にExchange Traded Products（ETP）の上場市場で、アメリカの大部分のETPがここに上場している。その他の取引所では、非上場取引特権（UTP：Unlisted Trading Privilege）を利用した他市場上場銘柄の売買が中心となっている。

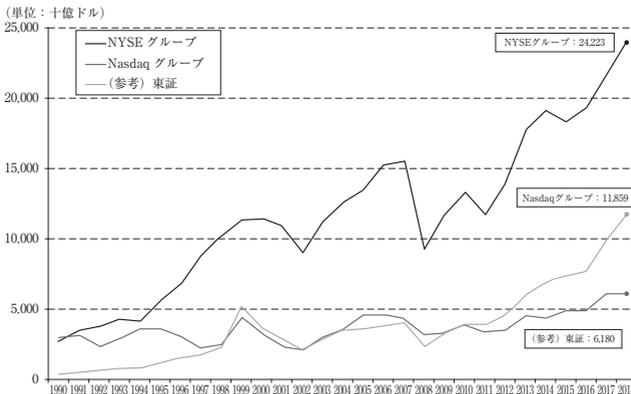
アメリカの取引所は、全米市場システム（NMS：National Market System）の枠組みにおいてリンクされており、総合気配表示システム（CQS：Consolidated Quotation System）等で最良気配を提示する市場に、市場間の注文回送システムによって注文が回送され、総合取引通報システム（CTS：Consolidated Tape System）等を通じて売買情報が公表されている。

アメリカの証券取引所 (2018年9月末)



- (注) 1) 括弧内は取扱う商品を示し、「OP」は株式オプションを意味する。
 2) 取引所とその取引所が運営する市場名は異なる場合がある。Nasdaq PHLXの株式市場の名称はNasdaq PSXである。
 3) 株式オプション専門の取引所は、Cboe、C2、Nasdaq ISE (IH International Securities Exchange)、Nasdaq MRX (IH ISE Mercury)、Nasdaq GEMX (IH ISE Gemini)、カナダの取引所 TMX グループの BOX Options Exchange (IHボストン・オプション取引所)、並びに Miami International Holdings 傘下の Miami International Securities Exchange 及び MIAX Pearl である。

上場会社 (内国会社) 時価総額の推移



- (注) 1) NYSEグループは、2005年まではNYSEのみのデータ、2006年及び2007年はNYSE及びNYSE Arcaの合計、2008年以降はNYSE American (IH NYSE MKT) も含む。
 2) Nasdaqグループのデータは、上場市場を持つNasdaqのみ。
 3) 東証のデータは、市場第一部、市場第二部及びマザーズの合計、2013年以降はJASDAQも含む。
 4) データは各年末時点。ただし、2018年については9月末時点。

〔出所〕 World Federation of Exchanges

2. 取引所業界の再編 アメリカでは、2000年代後半以降、国境を跨いだ取引所のM&Aが活発化したが、近年では国内の取引所間のM&Aが活発に行われている。

NYSEは、2006年3月に大手ECNのアーキペラゴ（現NYSE Arca）と合併し、会員組織から株式会社に組織変更した。2007年4月には、欧州のEuronextとの経営統合を果たし、2008年10月にはアメリカン証券取引所（Amex）を買収した。2011年2月にはドイツ取引所との経営統合に合意したものの、当局の承認が得られず実現には至らず、2013年11月にデリバティブ取引所のIntercontinental Exchange（ICE）により買収された。その後、ICEは、IPOを通じてEuronextのスピンオフを行っている。また、ICEは、2017年1月にナショナル証券取引所（現NYSE National）、2018年7月にシカゴ証券取引所を買収した。

Nasdaqは、複数のECNの買収を経て、2006年1月にSECから国法証券取引所化に係る承認を得て、同年8月より取引所として業務を開始した。2008年2月に北欧やバルト諸国で取引所を運営するOMXとの経営統合を果たし、2008年7月にフィラデルフィア証券取引所、2008年8月にボストン証券取引所、2016年2月にカナダのATSであるChi-X Canada、2016年6月にはInternational Securities Exchange（ISE）とその傘下の3つのオプション取引所を買収した。Nasdaqは、テクノロジーの販売にも注力しており、他取引所や証券会社等に対してトレーディングや売買監視のテクノロジーを提供している。

2006年1月にECNとして業務を開始したBATSは、SECから国法証券取引所設立に係る承認を得て、2008年10月にBZX、2010年10月にBYXの業務を開始した。また、欧州でも、2008年10月にBATS Europeを設立し、2011年11月に欧州最大のMTF（Multilateral Trading Facility）であるChi-X Europeを買収した。Direct Edge ECNは、SECから国法証券取引所設立に係る承認を得て、2010年7月にEDGAとEDGXの業務を開始し、2014年1月にBATSと合併した。その後、BATSは、2017年2月にCBOE（現Cboe Global Markets）により買収された。

取引所の再編を巡る主な動き（2006年以降）

2006年1月	NasdaqがSECより国法証券取引所化に係る承認を得る。
2006年3月	NYSEとアーキベラゴ・ホールディングスの合併が完了。NYSEレギュレーションを設立。
2006年8月	Nasdaqが国法証券取引所としての業務を開始。
2007年4月	NYSEとEuronextの経営統合が完了。持株会社NYSE Euronextを設立。
2008年1月	NYSEがアメリカン証券取引所(Amex)の買収を発表。
2008年2月	NasdaqとOMXの経営統合が完了。持株会社NASDAQ OMXグループを設立。
2008年7月	Nasdaqによるフィラデルフィア証券取引所の買収が完了。旧フィラデルフィア証券取引所はNASDAQ OMX PHLXに名称変更。
2008年8月	Nasdaqによるボストン証券取引所の買収が完了。旧ボストン証券取引所はNASDAQ OMX BXに名称変更し、2009年1月より業務を開始。
2008年8月	BATSトレーディングECNがSECより国法証券取引所設立に係る承認を得る。新しい取引所の名称はBATS取引所。
2008年10月	NYSEによるAmexの買収が完了。
2008年10月	BATS取引所が国法証券取引所としての業務を開始。
2010年2月	BATS BZXがオプション取引所を設立。
2010年3月	Direct Edge ECNがSECより2つの国法証券取引所設立に係る承認を得る。新しい取引所の名称はEDGA取引所及びEDGX取引所。
2010年6月	CBOEがIPOによりNasdaqに上場。
2010年7月	Direct EdgeのEDGA及びEDGXが国法証券取引所としての業務を開始。Direct Edge ECNが所有していたISE株式取引所は、それに併せて業務を停止。
2010年8月	BATS Global Marketsが、同社で2社目の国法証券取引所となるBYXの設立の承認を得、10月に業務を開始。
2010年10月	NASDAQ OMXグループが、米国で3つ目の株式市場となるNASDAQ OMX PSXの業務を開始(なお、同市場は国法証券取引所NASDAQ OMX PHLXに属する)。
2011年2月	NYSE Euronext及びドイツ取引所が、経営統合することで合意。
2011年4月	NASDAQ OMXグループは、ICEとともに、NYSE Euronextに対抗買収を提案。
2011年5月	NASDAQ OMXグループ及びICEが、当局の承認が得られず、NYSE Euronextに対する対抗買収の計画を撤回。
2011年11月	BATS Global MarketsがChi-X Europeの買収を完了。
2011年12月	CBOEの株式市場CBSXがNSXを買収。
2012年2月	NYSE Euronext及びドイツ取引所が、欧州当局の承認を得られず、統合計画を撤回。
2012年12月	NYSE Euronext及びICEは、ICEがNYSE Euronextを買収することで合意。
2013年8月	BATS Global MarketsとDirect Edgeが、合併計画を発表。
2013年11月	ICEがNYSE Euronextの統合を完了。
2014年1月	BATS Global MarketsがDirect Edgeの統合を完了。
2014年4月	CBOEの株式取引所が運営を停止。
2014年5月	2011年にCBOEに買収されたNSXが市場運営を停止。
2014年6月	ICEがヨーロッパの取引所ビジネス部門であるEuronextをスピンオフし、IPOを通じて持分を売却。
2015年2月	National Stock Exchange Holdingsが、CBOEからNSXを買収。取引所再運営について表明。
2015年8月	The Investors' Exchange (IEX Group)がSECに国法証券取引所の承認を求めて申請。その後9月に再申請。
2015年11月	BATS Global Marketsが2つ目のオプション取引所EDGX Options Exchangeを立上げ。
2015年12月	NasdaqがカナダのATSであるChi-X Canadaの買収計画に合意したことを発表。
2015年12月	NSXが取引所再運営に係るSECの承認を獲得し、運営開始。
2016年2月	NasdaqがカナダのATSであるChi-X Canadaの買収を完了。
2016年3月	NasdaqがChi-X Canada(現Nasdaq Canada)をNasdaq CX及びNasdaq CX2に改称。
2016年4月	BATS Global Marketsが、同社の上場市場に自社株式を上場。
2016年6月	NasdaqがISE及びその傘下の3つのオプション取引所の買収を完了。
2016年6月	The Investors' Exchange (IEX Group)が、SECから国法証券取引所化に係る承認を得る。9月に国法証券取引所としての業務を開始。
2016年9月	CBOEがBATS Global Marketsの買収を発表。
2016年12月	ICEがナショナル証券取引所(現NYSE National)の買収を発表。翌年1月に買収完了。
2017年2月	ICEがナショナル証券取引所の運営を停止。
2017年2月	CBOEがBATS Global Marketsの買収を完了。10月にCboe Global Marketsに名称変更。
2018年3月	Nasdaq Canadaが取引所としての業務を開始。
2018年3月	ICEがシカゴ証券取引所の買収を発表。
2018年4月	ICEがナショナル証券取引所をNYSE Nationalとして営業を開始。
2018年7月	ICEがシカゴ証券取引所の買収を完了。

3. 取引市場間の競争 近年、アメリカでは、取引所のみならず、取引所外の市場を巻き込む形で市場間の競争が激化している。2005年には自市場上場銘柄について約80%の売買高シェアを有していたNYSEは、最近では約30%までシェアを落としており、その減少分は、今はCboe Global Markets傘下の元BATSの4取引所のような新興取引所や、取引所外のダーク・プール等に奪われた結果、流動性の分散が進むこととなった。

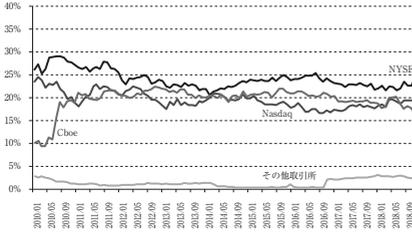
アメリカでは、2001年4月に呼値の単位を1/16ドルから1セントに変更した。これにより呼値の刻みが細かくなり、異なる価格に注文が小口分散化して、取引所市場内での大口注文の執行が困難となった。そのため、市場インパクトを抑えて取引を執行したい投資家は、取引所外の市場に注文を回送するようになった。また、2006年と2007年の間に段階的に導入されたレギュレーションNMSにおいては、トレード・スルー（最良気配を提示している市場を無視して他市場において取引を行うこと）が原則禁止されるなど、電子取引の普及を意識しつつ、市場間の競争を促す制度が導入されることとなった。

こうした制度変更等を背景とした流動性の分散は、テクノロジーの発展に伴い更に加速している。市場が分散するにつれて、複数の執行市場に跨って高速／高頻度にアルゴリズム取引を行うことでトレーディング収益を最大化しようとする高頻度取引（HFT：High Frequency Trading）が成長し、執行市場側はHFT投資家からの流動性を集めるために、彼らのニーズを満たす様々な注文タイプを導入してきた。この繰り返しにより、アメリカの市場構造は極めて複雑で分散したものとなった。

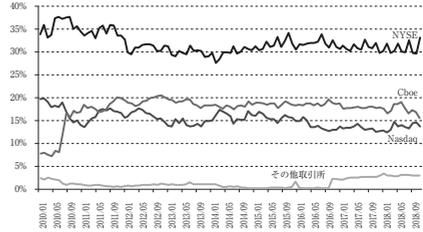
一方、過度な流動性の分散が市場の価格発見機能を損なっているとする批判や、複雑な市場構造が時にシステム障害の要因となり、個人投資家がしばしば不当な扱いを受けているという懸念が、メディア、規制当局、業界内部からも度々表明されたことを受け、2015年1月にSECは、株式市場構造アドバイザー委員会（Equity Market Structure Advisory Committee）を設置し、株式市場構造について議論を行った。本委員会は2018年1月に終了したが、ここでの議論は、呼値の刻みを拡大するパイロットプログラムの実施や、多くの取引所で導入されているアクセス料の効果を確認するパイロットプログラムの提案等に結び付いている。

上場銘柄別売買高シェアの推移

全上場銘柄 (Tape A, Tape B 及び Tape C)



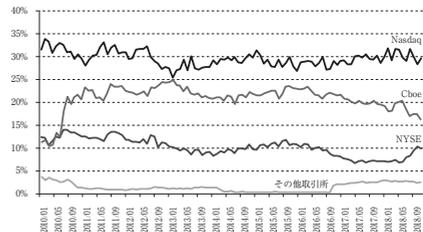
NYSE 上場銘柄 (Tape A)



NYSE American, NYSE Arca 及び
その他取引所上場銘柄 (Tape B)



Nasdaq 上場銘柄 (Tape C)

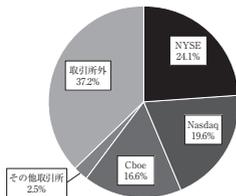


(注) NYSEはNYSE, NYSE Arca, NYSE American, NYSE National 及びシカゴ証券取引所の合計。NasdaqはNasdaq, Nasdaq BX 及び Nasdaq PSX の合計。ChoeはEDGX, BZX, BYX 及び EDGA の合計。2010年1月以降に行われたM&Aは、完了時点からそれぞれの合計に加えている。

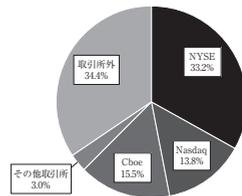
[出所] Choe

上場銘柄別売買高シェア (2018年9月)

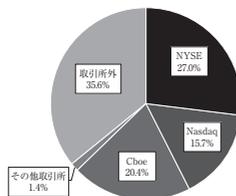
全上場銘柄 (Tape A, Tape B 及び Tape C)



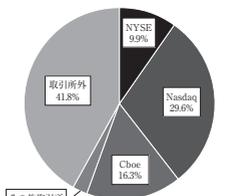
NYSE 上場銘柄 (Tape A)



NYSE American, NYSE Arca 及び
その他取引所上場銘柄 (Tape B)



Nasdaq 上場銘柄 (Tape C)



(注) NYSEはNYSE, NYSE Arca, NYSE American, NYSE National 及びシカゴ証券取引所の合計。NasdaqはNasdaq, Nasdaq BX 及び Nasdaq PSX の合計。ChoeはEDGX, BZX, BYX 及び EDGA の合計。

[出所] Choe

4. 自主規制機能の再編 SECは、国法証券取引所のような自主規制機関（SRO：Self-Regulatory Organization）に対して、一定の規制や基準の執行に関する権限を付与し、証券取引の第一義的な規制を委ねてきた。

しかし、2003年以降、NYSE 理事長の高額報酬に対する批判やスペシャリストによる不正取引問題等をきっかけとして、自主規制機関のガバナンスの在り方について全般的な見直しが求められ、このような問題意識の高まりを背景に、NYSEは、2006年3月のアーキペラゴとの合併に際して、自主規制部門をNYSEレギュレーションとして市場運営部門から分離し、非営利法人化した。また、Nasdaqも、自主規制機能を担う全米証券業協会（NASD）から独立した国法証券取引所として分離され、2006年8月に業務を開始した。

国法証券取引所が自主規制機関として担う機能としては、会員規制や市場監視等が挙げられるが、当時、このような自主規制機関が複数存在し、検査の重複感があったこと等から、市場参加者からは規制対応の効率化を求める声も高まってきていた。そこで2007年7月、NYSEとNASDは、両社の会員規制機能を統合し、新たな自主規制機関である金融取引業規制機構（FINRA：Financial Industry Regulatory Authority）を設立した。当初、FINRAは、紛争の仲裁・調停等の各種規則の制定、NYSEとNASDのルールブックの調和化、アメリカ全土の会員証券会社に対する検査の実施、Nasdaq等から委託された市場監視業務等を行った。

その後、市場監視機能についても効率化が図られることとなり、2008年8月にNYSEレギュレーションとFINRAが市場監視機能を整理統合することで合意した。これにより、NYSE上場銘柄についてはNYSEレギュレーションが、その他の上場銘柄（Nasdaq上場銘柄等）についてはFINRAが、それぞれ執行市場に関係なく市場監視の責任を負うこととなった（従来は、同じNYSE上場銘柄であっても、執行市場が異なれば、執行された取引所が市場監視の責任を負う形となっていた。）。さらに、NYSEレギュレーションは、2010年6月、NYSE上場銘柄の市場監視機能及び同上場銘柄の取引に係る法規執行をFINRAに移管することで合意し、結果として、FINRAは上場銘柄の取引所取引の多くの市場監視業務を引き受ける形になった。

自主規制機能の再編を巡る動き

2004年11月	SECが自主規制機関のガバナンスの在り方に関するコンセプト・リリース（討議用文書）を公表。
2006年3月	NYSEとアーキベラゴ・ホールディングスの合併が完了。持株会社NYSEグループが設立されるとともに、会員組織から株式会社へ組織変更（NYSEグループ株はNYSE市場に上場）。旧アーキベラゴはNYSE Arcaと名称変更。同時に、自主規制機能を分離したNYSEレギュレーションを設立。
2006年8月	Nasdaqが国法証券取引所としての業務を開始（主要な自主規制機能をNASDに委託）。NasdaqとNASDが完全に分離。
2006年11月	NYSEとNASDが会員検査機能を統合し、新たな自主規制機関を設立することで合意。
2007年1月	NASD会員がNYSEとの会員検査機能統合を承認。
2007年7月	SECが統合を承認し、金融取引業規制機構（FINRA）が発足。
2008年8月	FINRAとNYSEレギュレーションが、市場監視機能を上場銘柄別に整理統合することで合意。
2010年6月	NYSEレギュレーションは、2010年6月にFINRAにNYSE上場銘柄の市場監視機能及び同上場銘柄の取引に係る法規執行機能を移管することで合意。

市場審査機能のFINRAへの統合

2007年7月FINRA発足後～2008年8月まで【市場監視は取引執行市場】

上場銘柄区分 取引執行市場	Tape A	Tape B	Tape C
NYSEグループ	NYSEレギュレーション	NYSEレギュレーション	NYSEレギュレーション
Nasdaqグループ	FINRA	FINRA	FINRA

- ・ Tape A はNYSE上場銘柄、Tape B はAmex（現NYSE American）、NYSE Arca及びその他取引所上場銘柄、Tape C はNasdaq上場銘柄。



2008年8月～2010年6月まで【市場監視は上場銘柄区分毎】

上場銘柄区分 取引執行市場	Tape A	Tape B	Tape C
NYSEグループ	NYSEレギュレーション	FINRA	
Nasdaqグループ	NYSEレギュレーション	FINRA	
BATS	BATS	BATS	BATS

- ・ NYSE Euronextグループが2008年10月にAmexを買収した後の状況のみ示している。
- ・ NYSEレギュレーションは、Tape BのうちNYSE Arca及びNYSE Amex（現NYSE American）の上場銘柄とTape A銘柄を担当。
- ・ BATS（現Cboe）は、2008年10月に国法証券取引所としての業務を開始。



5. NYSE レギュレーション等と FINRA 自主規制機関としてのNYSE レギュレーションが担う機能は、①会員規制、②市場監視、③上場審査、④上場会社管理、⑤法規執行の5つに分けることができ、このうち①会員規制、②市場監視及び⑤法規執行については、2007年7月のFINRA 設立と2010年6月のFINRA との合意を経て、ほぼ全面的にFINRA へ業務移管された。その結果、NYSE レギュレーションは③上場審査と④上場会社管理を主体的に行うこととなった。

一方、FINRA は、相次ぐ取引所からの業務移管を受けて、自主規制に係る影響力が強化された。その業務は①FINRA 規則の作成（ブローカー・ディーラーや外務員を対象とする規則をSECの承認を前提に作成）、②ブローカー・ディーラー等の登録、試験及び教育、③ブローカー・ディーラー等の監督・法規執行、④株式・オプション市場等の監視、⑤取引レポート（取引所外で執行された会員ブローカー・ディーラーの取引情報が集約されるメカニズム、Trade Reporting Facilityの提供）、⑥投資家教育、⑦投資家とブローカー・ディーラー間の紛争の解決、というように多岐に渡っている。

2013年5月、Direct Edgeは、自身が運営する2つの取引所における市場監視業務をFINRAが行うことに合意し、2014年2月、BATS Global Marketsは、同社がDirect Edgeと統合してできた各取引所に係る市場間の取引監視をFINRAが行うことに合意した。また2014年12月には、CBOEがCBOEとC2の市場に関して、市場監視、調査及び懲戒業務等をFINRAが行うことに合意している。このような動きは自主規制機能をさらにFINRAに統合する動きを示すものの、その後NasdaqとNYSEは、自主規制業務の一部をFINRAから取り戻すよう働きかけるようになった。2013年8月、Nasdaqは、市場間の取引監視、会員規制及び疑わしい取引に係る調査・告発機能については引き続きFINRAに委託しつつも、自身の市場内の取引監視に関する権限についてはFINRAから取り戻す決定をした。2014年10月にNYSEは、取引監視、調査及び法規執行について、FINRAに代わってNYSEレギュレーションが直接行うことを発表し、2016年3月に業務移管が完了した。なお、市場間の取引監視と会員ブローカー・ディーラーの登録、試験及び審査業務についてはFINRAに残された。自主規制業務を再び取引所が行うことの本来的理由として、両取引所は自らが運営する市場に関する専門性を挙げているが、一部の関係者からは、自主規制機関ステータスによって得られる広範な法的免除特権を維持することが狙いではないかと指摘する声もあがっている。



2010年6月以降～2013年後半【市場監視はFINRA】

上場銘柄区分 取引執行市場	Tape A	Tape B	Tape C
NYSE グループ	FINRA	FINRA	FINRA
Nasdaq グループ	FINRA	FINRA	FINRA
BATS	BATS	BATS	BATS

- ・市場監視機能は、FINRA がほぼ一括して提供する形式。
- ・各取引所は、FINRA が提供する市場審査機能が適切かどうか監視する責任を負う。

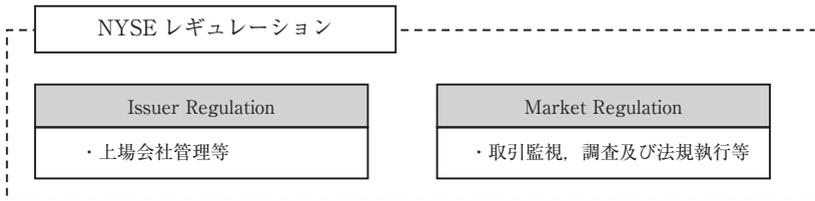


2014年以降～2018年9月現在【市場監視は各取引所が実施】

上場銘柄区分 取引執行市場	Tape A	Tape B	Tape C
NYSE グループ	NYSE レギュレーション	NYSE レギュレーション	NYSE レギュレーション
Nasdaq グループ	Nasdaq	Nasdaq	Nasdaq
Cboe (旧 BATS)	Cboe (旧 BATS)	Cboe (旧 BATS)	Cboe (旧 BATS)

- ・各取引所が自市場の取引監視を実施。FINRA は市場間の取引監視 (Cross-market surveillance) を実施。
- ・NYSE は、2016年1月1日以降、自市場の市場監視を行っている。

NYSE レギュレーション内の管轄

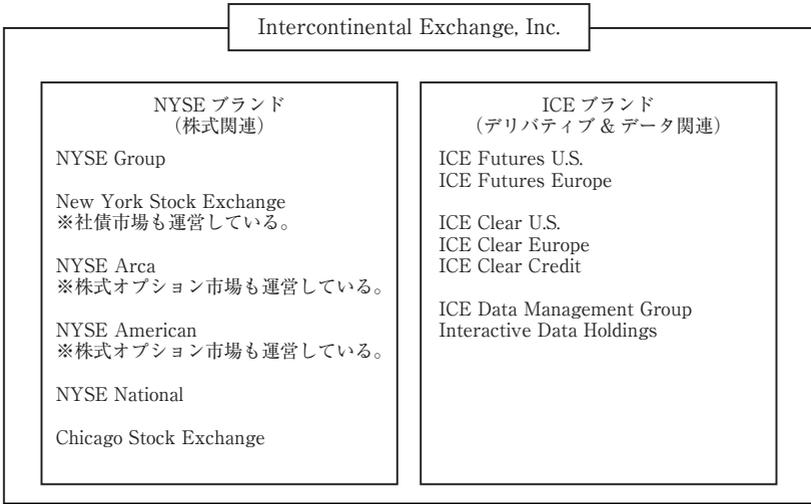


6. 取引所の組織構造 NYSE が属する Intercontinental Exchange(ICE) は、大きく分けてデリバティブ関連商品やデータを取扱う ICE グループと、株式等関連商品を取扱う NYSE グループに二分される。ICE は、コモディティの完全電子取引市場として、2000年にジョージア州アトランタにて業務を開始し、その後はロンドン国際石油取引所（2001年）、ニューヨーク商品取引所（2007年）等、主にデリバティブの取引プラットフォームや取引所を買収しながら成長した。そして、ICE は2013年に、200年以上の歴史を有する NYSE Euronext を買収することで、株式取引のビジネスに参入を果たすこととなる。その後の買収の結果、ICE は米国で、NYSE, NYSE American, NYSE Arca, NYSE National 及びシカゴ証券取引所の5つの国法証券取引所を運営する組織に成長した。

親会社である Intercontinental Exchange の運営構造は、株主総会の下に取締役会が設置され、取締役会に監査委員会、報酬委員会、指名・コーポレートガバナンス委員会及びリスク管理委員会の4つの委員会が常設される形となっている。取締役の数は12名となっており、内規及びガバナンスガイドラインによって、取締役の過半数は独立取締役で、NYSE 上場基準に定める独立性基準を満たすことが求められている。2018年9月末時点において、CEO を除き全ての取締役は独立取締役となっている。

NYSE 及び他のグループ内取引所は、それぞれ独自の取締役会を有している。NYSE の取締役会は、取締役候補者推薦委員会、規制監督委員会、そして規制監督委員会の小委員会である審査委員会を有する。なお、2016年初に行われた FINRA から NYSE への自主規制業務の返還に伴って、NYSE レギュレーションは独立した非営利法人ではなくなり、グループ内のすべての株式及び株式オプション市場に関連する規制業務を取り扱う独立した1つの部門として再統合された。この変更の一環として、グループ内各取引所の取締役会には、各取引所の規制業務等を監督する規制監督委員会が設置された。また、各取引所の規制監督委員会にレポートを行う最高規制責任者も設置された。

Intercontinental Exchange のグループ会社



(注) 上のリストでは、主要な企業のみを掲載している。NYSE ブランドの企業は2018年9月末現在、ICE ブランドの企業は2017年末現在の情報による。

NYSE の委員会



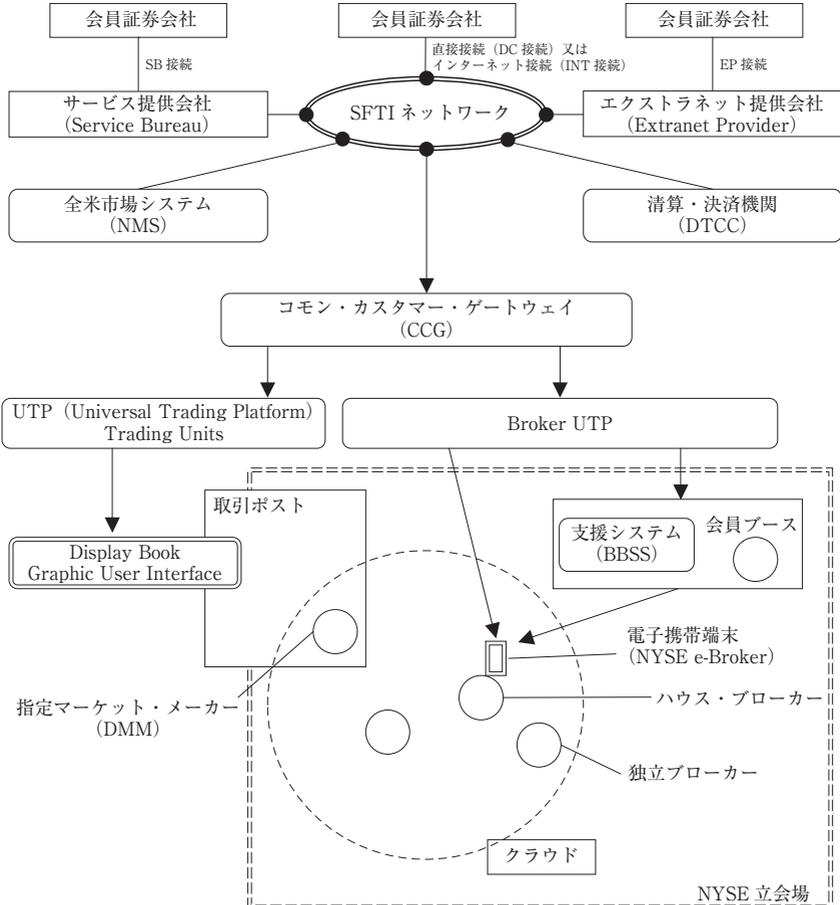
7. NYSEにおける取引の仕組み(1) NYSEグループは、2つの取引モデルを提供している。1つは、主要市場NYSEにおける電子取引と立会場取引を組み合わせたハイブリッド取引モデルで、もう1つは、その他の市場における完全な電子取引モデルである。

NYSEでは、ほとんどの注文が、コモン・カスタマー・ゲートウェイを経て、注文を処理するマッチング・エンジンに直接送られ、電子取引に参加する。そして、残りのごく一部の注文は、委託注文を執行する立会場のフロア・ブローカーにシステムを通して直接又は会員ブースを通して送られる。フロア・ブローカーが手元の電子携帯端末(NYSE e-Broker)で受けた注文は、マッチング・エンジンに直接入力される、アルゴリズム取引戦略に送信される、又は割り当てられた取引ポストにおいて手動で処理される。取引ポストでは、非常に活発な銘柄の場合、その株式のマーケット・メイクを担当する指定マーケット・メーカー(DMM: Designated Market Maker)を中心に、注文を持つ会員が集まって競争売買が行われている(この集団をクラウドと言う)。成行注文及びその時の売り気配や買い気配に合致する指値注文は、即時に執行される。一方、時価から離れた値段での指値注文は、板に入力され、執行可能となった時点で電子的に執行される。取引執行は、価格優先、時間優先、数量優先の原則により行われる。

このハイブリッド取引モデルで重要な役割を果たすDMMは、取引所から割り当てられた特定の銘柄について、公正且つ秩序ある市場を維持するため、取引時間の一定割合でNMS上の最良気配(NBBO: National Best Bid and Offer)を提示する義務を負うとともに、市場の寄り付き、引け及び需給不均衡時における適切な価格発見機能を提供する。

DMMは、従前のスペシャリストの特権であった他の会員が見ることのできない注文内容の一部を見るということはず、気配表示義務等に対するインセンティブはあるものの、あくまで他の会員と同様の立場として取り扱われる。なお、DMMに加えて、フロア外にて電子的な気配提示義務を負う補完的流動性供給者(SLP: Supplemental Liquidity Provider)も流動性提供の役割を果たしており、割り当てられた銘柄において、自己勘定で少なくとも取引時間中の10%以上はNBBOを提示する義務を負っている。

NYSE 立会場までの電子的な注文フロー



(補足1) フロア・トレーダーは、ハウス・ブローカーと呼ばれる自身の所属する証券会社から立会場に送られて来た注文を執行する会員と独立ブローカーと呼ばれるハウス・ブローカーに代わって注文を執行する会員に分かれる。

(補足2) NYSEは、弾力性、効率性及びパフォーマンスを向上させ、システムの複雑さを軽減するために、新しいテクノロジープラットフォーム「PILLAR」への移行を、2016年から開始した。NYSE Arca、NYSE American及びNYSE Nationalは、既に移行完了済み。主要市場であるNYSEは、部分的にPILLARに移行しており、2018年に買収されたシカゴ証券取引所の移行スケジュールは、2018年9月時点では明らかにされていない。

(補足3) 2018年9月末時点でのDMMは5社。

8. NYSE における取引の仕組み（2）

【取引時間】 祝祭日を除き、NYSE のすべての現物市場の日中立会時間は、平日の午前9時30分から午後4時。ただし、主要市場のNYSEを除く他市場では、日中立会時間の前後に、アーリー・トレーディング・セッション及びレイト・トレーディング・セッションがある。

【注文タイプ】 NYSE グループの各市場は、2018年9月末現在、成行注文、指値注文、IOC 注文（即時執行又はキャンセル注文）及びこれらから派生した注文等、多くの注文タイプを提供している。DMM やフロア・トレーダーが立会場のみで使用できる注文タイプも多く存在する。

【売買規制措置】 NYSE を含む全米の株式市場では、株価の急変に対応したサーキット・ブレーカー制度を導入している。同制度は、1987年の暴落を背景に初めて導入されて以来、20年以上もダウ工業株30種平均を基準指数として用いてきたが、2010年5月に発生したフラッシュ・クラッシュ（瞬時の株価急落）に対処できなかった反省を踏まえ、より多くの銘柄で構成されるS&P500指数を基準指数とする新たな市場全体のサーキット・ブレーカー制度が2013年に導入されることとなった。

フラッシュ・クラッシュへの対応として、個別株ベースでも極端なボラティリティを抑制するため、個別株サーキット・ブレーカーが導入されたが、これはその後リミットアップ／リミットダウン制度にとって代わられた。リミットアップ／リミットダウン制度は、パイロット・プログラムとして2013年から2014年にかけて段階的に導入されている。

なお、2015年8月24日のボラティリティ上昇の際には、特に売買開始時の個別株の急落や、その後の急速なリバウンドをうまく制御できていなかったということで、リミットアップ／リミットダウン制度が機能していなかったと批判された。また、ETFの構成銘柄の多くが売買停止となったことで、ETFを適切にプライシングすることが困難となり、結果としてETFそのものも頻繁に売買停止となるなど、ETFに関連した課題も浮き彫りになった。その後、議論とレビューを経て、複数取引所を跨いだ売買停止後の再開時の取り扱いや、再開時における可変制限値幅の導入等の変更が実施された。

NYSE における Tape A 銘柄に対する主な注文タイプ 約定上位5種類 (2018年9月)

寄付き／引け条件付注文	寄付き又は引けのみに有効となる成行注文又は指値注文。最も一般的なタイプは、引けに全量執行される引け条件付注文。
即時執行又はキャンセル注文	一部又は全部の数量について即時に執行され、執行されなかった数量はキャンセルされる成行注文又は指値注文。最も一般的なタイプは、IOC ISO (Immediate-or-Cancel Intermarket Sweep Order) というもので、他の取引所の気配に関わらず、当該取引所のブック内における約定可能な気配と約定する注文。
表示指値注文	指定した値段又はそれよりも有利な値段で、指定した数量の株式を買付ける又は売付ける注文でブックに表示されるもの。最も一般的なタイプは、回送不可注文(当該注文は他の取引所に回送されない)。
非表示指値注文	ブック上には表示されないが、執行可能として登録される指値注文。最も一般的なタイプはMPL-ALO注文と呼ばれるもので、最良売り気配と最良買い気配の仲間で執行される非表示の指値注文であるが、発注時点で仮に執行可能であったとしても約定せず非表示注文として板に登録され、反対側から執行可能な価格で注文が入ったときに約定する注文。
一部表示指値注文	最低数量のみがブック上に表示され、それ以外はリザーブとなりブック上には表示されない指値注文。表示数量が約定する都度、リザーブにある残注文から最低数量が表示される。

〔出所〕 NYSE

市場全体のサーキット・ブレーカー制度 (2018年)

概要	S&P500指数が前日終値から一定基準下落した場合に、市場全体の売買を一定時間停止する制度。発動基準は以下のとおり日々算出される。
発動基準と売買停止時間	<ol style="list-style-type: none"> 1) S&P500指数が前日比7%下落した場合(レベル1) <ul style="list-style-type: none"> ・09:30~15:25の間に発生 → 発生時から15分間の売買停止 ・15:25~16:00の間に発生 → 売買は停止しない 2) S&P500指数が前日比13%下落した場合(レベル2) <ul style="list-style-type: none"> ・09:30~15:25の間に発生 → 発生時から15分間の売買停止 ・15:25~16:00の間に発生 → 売買は停止しない 3) S&P500指数が前日比20%下落した場合(レベル3) <ul style="list-style-type: none"> ・時間帯に関係なく、発生した時点で終日売買停止

〔出所〕 SEC

リミットアップ／リミットダウン制度 (2018年)

制度概要	直近5分間の個別銘柄の値動きの算術平均を基準値として、その基準値から上下一定の割合の値幅に値動きを制限する制度。株価が上下限值に到達しその後15秒以内に値幅内に戻らない場合は、当該銘柄は5分間の売買停止。
基準と値幅	<ol style="list-style-type: none"> 1) S&P 500指数及びRussell 1000指数の構成銘柄並びに一部のETP (Tier 1 株式) <ul style="list-style-type: none"> ・株価3ドル超: 基準値から上下5%の範囲内 ・株価0.75ドル~3ドル: 基準値から上下20%の範囲内 ・株価0.75ドル未満: 基準値から上下0.15ドル又は75%のうち狭い方の範囲内 2) その他のNMS銘柄及び小規模のETP (Tier 2 株式) <ul style="list-style-type: none"> ・株価3ドル超: 基準値から上下10%の範囲内 ・株価0.75ドル~3ドル: 基準値から上下20%の範囲内 ・株価0.75ドル未満: 基準値から上下0.15ドル又は75%のうち狭い方の範囲内
備考	<ul style="list-style-type: none"> ・Tier 2 レバレッジETFの値幅は、レバレッジ倍率に応じて決定される。 ・9:30~9:45及び15:35~16:00の間は、上の値幅は2倍になる。

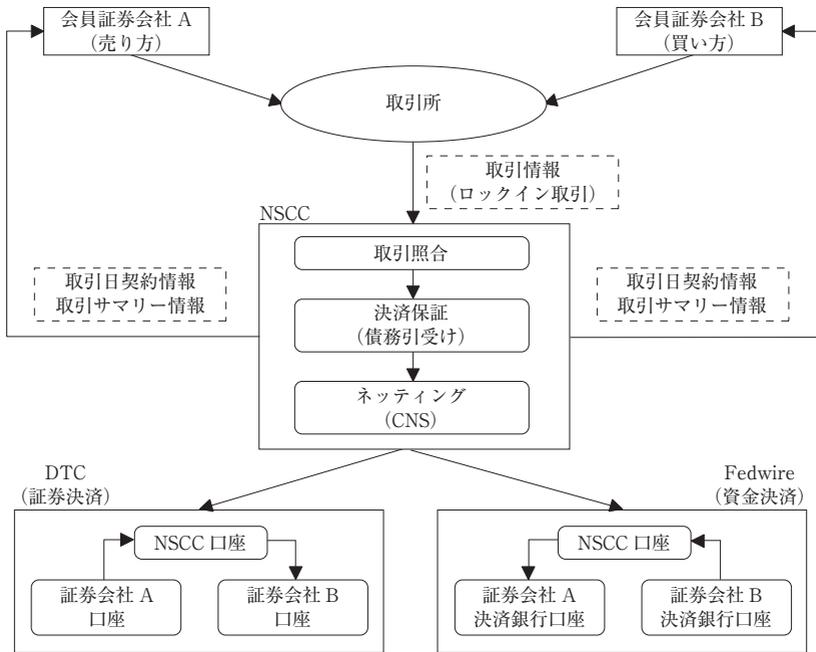
〔出所〕 SEC

9. 取引の清算及び決済 取引所取引の決済は、取引日を含めて3日目(T + 2)に、証券会社ごとに売りと買いをネットティングして証券の受渡し及び資金の受払いが行われる。こうしたネットティング処理等は、NSCC (National Securities Clearing Corporation)が行っている。また、証券の受渡しはDTC (Depository Trust Company)における口座振替により、資金の受払いはFRBにおける口座振替により行われる。NSCCは、1976年に設立された清算機関(CCP: Central Counterparty)で、上場株式や社債、地方債、ミューチュアル・ファンド、ETF等の取引照合、決済保証及びネットティングを行っている。一方、DTCは、有価証券の保管振替等を目的とし、1973年に設立された証券保管機関(CSD: Central Securities Depository)である。なお、両社は1999年11月に経営統合し、新設されたDTCC (Depository Trust Clearing Corporation)という持株会社の100%子会社となっている。

1995年以降、米国では、それまでのT + 5からT + 3に短縮された決済サイクルを用いていたが、2014年にDTCCは、関連する業界参加者とともに、更なる決済サイクルの短縮のための委員会を設立した。そして2017年9月、決済サイクルはT + 2に短縮された。

取引成立から清算及び決済までの流れであるが、まず、取引日(T)に、取引情報が取引所からNSCCに通知され、NSCCにおいて取引照合が行われる(ただし、現在ほぼ100%の株式取引が、取引所において照合済み取引(ロックイン取引)としてNSCCに通知されている)。取引日(T)の夜間に、NSCCは、すべての照合された取引の詳細を電子的なレポートとして証券会社に発行する。取引が検証されると、NSCCは決済保証を行い、ネットティング・システムであるCNS (Continuous Net Settlement)におけるネットティングが行われる。翌日(T + 1)、NSCCは証券会社に対して全ての取引リストに加え、決済日(T + 2)に決済予定のネット・ポジション(証券及び資金)のアップデート情報を通知する。決済日(T + 2)になると、NSCCはDTCに対して証券の振替指図を送り、証券会社とNSCCとの間の口座振替によって証券の受渡しが行われる。一方、資金決済については、NSCCが証券会社及び決済銀行に対して資金決済指図を送り、FRBにおいてNSCCと証券会社(又はその決済銀行)との間の口座振替によって資金の受払いが行われる。

取引の清算及び決済フロー



T (取引日)	NYSE等の取引所で取引が執行されると、通常、その取引は照合済み取引（ロックイン取引）としてNSCCに取引情報が送付される。なお、照合済みでない取引（非ロックイン取引）については、売り方及び買い方双方が取引情報をNSCCに送付し、NSCCにおいて取引照合が行われることとなる（現在、株式取引のほぼ100%は照合済み取引となっている。）。そして、NSCCは証券会社に対して、すべての照合された取引の詳細を、Cycle 1 Consolidated Trade Summary (CTS) という電子的なレポートとして証券会社に発行する。本レポートには、決済日（T+2）に決済予定の個別銘柄及び資金のネット・ポジションが含まれる。
T+1	NSCCは、CNS Projection Report等を証券会社に発行する。
T+2 (決済日)	証券については、NSCCがDTCに対して振替指図を発出し、証券会社とNSCCとの間の口座振替によって証券の受渡しが行われる。一方、資金については、NSCCが証券会社及び決済銀行に対して資金決済指図を発出し、Fedwire（FRB運営の銀行間資金決済・国債決済システム）を通じた証券会社（又はその決済銀行）とNSCCとの間の口座振替によって資金の支払いが行われる。

（注）ロックイン取引の検証後に、NSCCは債務引受け（売り方と買い方の間に入り、債権債務の当事者となる）を行い、決済を保証する。

10. 上場制度 NYSEに株式の上場を希望する会社は、財務数値や株式の分布状況等について、いくつかの上場基準を満たす必要がある。上場基準は、内国会社向けの基準と外国会社向けの基準があるものの、NYSEには東証のような市場第一部及び市場第二部といった区分はない（NYSE ArcaやNYSE Americanは、NYSEとは別市場であり、それぞれ独自の上場基準を有している。）。また、一般的な会社の株式（普通株式）の上場基準以外にも、REIT（不動産投資信託）やクローズド・エンド型投資会社等を想定した上場基準が別途存在している。

上場基準に掲げる財務基準のうち、税引き前利益とは、財務報告書に記載される利益ではなく、NYSEが独自に定義する利益である。NYSEの利益基準は、例えば商品ラインの除去、設備の統廃合等により生じる費用や、子会社株式の売却損益等の一時的な影響を控除することにより、会社の継続的な事業から得られる利益を中心に見ていこうとするものである。従って、一時的な要因等により赤字を計上している会社であっても、NYSEに上場できることもある。

また、NYSEによる上場審査は、上述のような数値基準の他にも様々なポイントに着目して行われている。NYSEが上場希望会社及び上場会社向けに公表している、NYSE上場マニュアル（NYSE Listed Company Manual）によれば、数値基準よりもむしろ「上場申請会社に対する国民的関心の程度、申請会社の製品の市場特性、業界における相対的安定性と地位、事業内容の将来性等に重点が置かれる」と解説されている。更に、独立役員のみで構成される監査委員会、報酬委員会及び指名・コーポレート・ガバナンス委員会の設置といったコーポレート・ガバナンスに関する基準も設けられている。

一方、上場後に株式の分布状況が悪化した場合等は、最終的に上場廃止になることもある。上場株式が上場維持基準に抵触した場合でも、直ちに上場廃止になるわけでないが、そのような場合、会社はNYSEに対して改善プランを提示することができる。改善プランを提示しなかった場合や、改善プランの有効性がNYSEによって認められなかった場合等は、速やかに上場廃止の手続きに入ることとなる。日本のような整理銘柄という制度が存在しないため、一旦上場廃止が決定されると速やかに上場廃止となる（正式な上場廃止はSECへの申請が必要）が、多くの場合、上場廃止となった銘柄は直ちにOTC市場で売買が継続される。

NYSE における主な上場基準（内国会社普通株式の場合）

分布基準（Distribution Criteria）	
株主数 Holders	A) 他市場からの変更上場等： ・北米の単位株主数400人以上、又は ・北米の株主数2200人以上且つ最近6カ月の月間平均売買高10万株以上、 又は ・北米の株主数500人以上且つ最近12カ月の月間平均売買高100万株以上 B) 新規株式公開（IPO）の場合： 北米の単位株主数400人以上
流通株式数 Public Shares	110万株以上
流通株式時価総額 Market Value of Public Shares	A) 他市場からの変更上場等の場合：1億ドル以上 B) 新規株式公開（IPO）や会社分割（Carve-Out, Spin-Off）等の場合： 4,000万ドル以上 ※ 上記に加え、既公開会社の場合は終値を有していること、IPO等の場 合は公開価格が4ドル以上となる必要がある。
財務基準（Financial Criteria）	
利益 Earnings	最近3年間の税引き前利益の合計が1,000万ドル以上且つ最近2年間の税引 き前利益がそれぞれ200万ドル以上且つ最近3年間の税引き前利益がプ ラス、又は、最近3年間の税引き前利益の合計が1,200万ドル以上且つ最近1 年間の税引き前利益が500万ドル以上且つ最近3年間の2年目の税引き前 利益が200万ドル以上
全世界での時価総額 Global Market Capitalization	A) 他市場からの変更上場等の場合： ・全世界での時価総額が2億ドル以上 ・新規上場申請書提出の承認までの直近90日間において、終値が4ドル 以上 ・会社の事業計画及び営業実績から、継続的に時価総額を保つ又は増加 させると見込むことが可能 B) 新規株式公開（IPO）や会社分割（Carve-Out, Spin-Off）等の場合： ・全世界での時価総額が2億ドル以上となることを見込むことが可能

- (注) 1) 分布基準は、株主数、流通株式数、流通株式時価総額の全てを満たす必要がある。
2) 北米とは、米国、カナダ及びメキシコを指す。
3) 単位株主数とは、最低取引単位以上の株式を保有している株主数のこと。
4) 財務基準は、利益と全世界での時価総額のうち、いずれか1つを満たす必要がある。

〔出所〕 NYSE Listed Company Manual, 2018年9月末時点。

NYSE における主な上場維持基準（内国会社普通株式の場合）

以下のいずれかの場合に該当しないこと。

株価基準（Price Criteria for Capital or Common Stock）	
30連続営業日における平均終値が1ドルを下回った場合	
分布基準（Distribution Criteria for Capital or Common Stock）	
A) 総株主数が400人を下回った場合、又は B) 総株主数が1,200人を下回り且つ最近12カ月の月間平均売買高が10万株を下回った場合、又は C) 流通株式数が60万株を下回った場合	
財務基準（Numerical Criteria for Capital or Common Stock）	
A) 30連続営業日における全世界での平均時価総額が5,000万ドルを下回り且つ資本の額（Stock- holders' Equity）が5,000万ドルを下回った場合、又は B) 30連続営業日における全世界での平均時価総額が1,500万ドルを下回った場合	

- (注) NYSEでは、上表のような量的上場維持基準（Quantitative Continued Listing Criteria）の他に、コーポレ
ート・ガバナンス、開示及び事業活動に関する要件などの質的上場維持基準（Qualitative Continued Listing Cri-
teria）がある。

〔出所〕 NYSE Listed Company Manual, 2018年9月末時点。

11. 上場会社管理 2018年9月末現在、NYSEには内国会社及び外国会社を合わせて2,300社以上が上場している。これらの上場会社が遵守・履行しなければならない事項は、上場契約書やNYSE上場マニュアル（NYSE Listed Company Manual）等に記載されている。自主規制機能としての上場会社管理の基本は、上場会社がこれらの事項を適切に実行するよう監視・指導することであり、ディスクロージャー（企業情報の開示）、特にタイムリー・ディスクロージャー（適時情報開示）の徹底及び重要な情報や決定事項の取引所への通知の徹底が中心となっている。

ディスクロージャー制度は、アメリカにおける証券規制の基本であるが、SECは、定期的なディスクロージャー、すなわち年次報告書（フォーム10-K）や四半期報告書（フォーム10-Q）に重点を置いており、タイムリー・ディスクロージャーについては、取引所規則等によって補完される関係にある。NYSEにおけるタイムリー・ディスクロージャー制度は、上場会社は、①常識的にみて、上場する有価証券の相場に重大な影響を与えると考えられるニュースや情報については直ちにこれを公表すること、②異常な取引行為や株価変動をもたらしている根拠のない噂が流布している場合には、速やかにこれを打ち消す措置をとること、③認められたルールに基づいて作成された財務報告書の定期的かつタイムリーな公表を確保することを求めている。

NYSEの場合、上場会社管理の要となっているのが、NYSEレギュレーション内のIssuer Regulation（上場管理部門）の担当者である。上場管理部門では、2,300社以上をいくつかのグループに分けて各担当者に割り当て、各担当者が割当企業のプレスリリースやニュース発表を継続的にモニタリングしている。また、FINRAやMarket Regulation（市場監視部門）等との連携も、上場会社管理の重要な手段の一つとなっている。

円滑且つ公正な取引所市場の運営のためには、ディスクロージャーの徹底のほか、会社動向や株式分布の状況等を含む上場会社の実態把握についても、取引所における上場会社管理の重要な業務の一つとなっている。

NYSE における上場会社数及び上場会社（内国会社）時価総額の推移

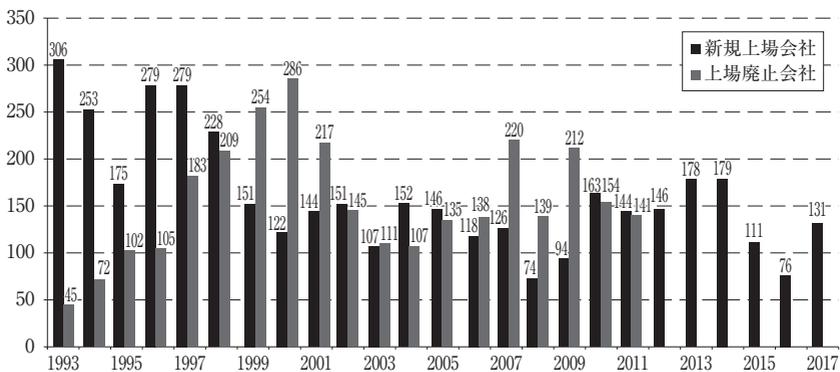
年	上場会社		上場会社（内国会社）時価総額 （百万ドル）
	うち内国会社	うち外国会社	
1995	2,242	1,996	5,654,815.40
1996	2,476	2,172	6,841,987.60
1997	2,626	2,271	8,879,630.60
1998	2,670	2,278	10,277,899.80
1999	3,025	2,620	11,437,597.30
2000	2,468	2,035	11,534,612.90
2001	2,400	1,939	11,026,586.50
2002	2,366	1,894	9,015,270.50
2003	2,308	1,842	11,328,953.10
2004	2,293	1,834	12,707,578.30
2005	2,270	1,818	13,632,303.00
2006	2,280	1,829	15,421,167.90
2007	2,273	1,852	15,650,832.50
2008	1,963	1,548	9,208,934.10
2009	2,327	1,832	11,837,793.30
2010	2,317	1,799	13,394,081.80
2011	2,308	1,788	11,795,575.45
2012	2,339	1,815	14,085,944.12
2013	2,371	1,852	17,949,883.80
2014	2,466	1,939	19,351,417.24
2015	2,441	1,923	18,486,204.34
2016	2,307	1,822	19,573,073.69
2017	2,286	1,791	22,081,367.01
2018	2,285	1,780	24,223,206.00

(注) 1) データは各年末時点（ただし、2018年は9月末時点）。

2) 2005年まではNYSEのみのデータ、2006年及び2007年はNYSE及びNYSE Arcaの合計。2008年以降はNYSE American（旧NYSE MKT）も含む。

〔出所〕 World Federation of Exchanges

NYSE における新規上場会社数及び上場廃止会社数の推移



(注) 1) 2005年まではNYSEのみのデータ、2006年及び2007年はNYSE及びNYSE Arcaの合計。2008年以降はNYSE American（旧NYSE MKT）も含む。

2) 新規上場会社数及び上場廃止会社数には、投資会社（Investment Fund）は含まない。

3) 2012年以降、上場廃止会社数は公表されていない。

〔出所〕 NYSE 及び World Federation of Exchanges

Ⅲ 店頭市場

1. 店頭市場の歴史と現状 店頭市場とは、証券会社や投資家が証券取引所の市場外で行う店頭取引が組織的に行われる場を指す。証券会社のカウンター越しに取引されるという意味で、Over the Counter Market (OTC 市場) と呼ばれてきた。

株式店頭市場の起源は、証券会社が特定の銘柄の売買気配を継続的に提示するマーケットメーカーとしての業務を営んだことに求められる。マーケット・メイキングが活発化するにつれ、情報の組織的な提供が求められるようになり、1904年には店頭市場の気配表であるピンクシートが創刊された。

初期の店頭市場は、実際の売買価格が気配表の記載と大きく異なったり、マーケットメーカーが不当に高いマーク・アップ（マージン）を得るなど、投資家保護の観点からは問題が多かった。このため1938年に証券取引所法の改正法（マロニー法）が制定され、店頭市場の自主規制機関として全国証券業協会（NASD、現 FINRA）が設けられることになったのである。

NASD が監督する店頭市場は、1971年の「全米証券業協会自動気配表示システム（National Association of Securities Dealers Automated Quotations：NASDAQ）」の稼働によって世界初の立会場を有しない組織的な株式市場であるナスダック市場へと発展した。一方、ナスダック市場の登録基準を満たさない銘柄を取り扱う店頭市場についても、1990年以降、NASD が運営する OTC ブリテンボード（OTCBB）が整備され、透明性の向上が図られることになった。こうした非上場銘柄の店頭市場以外に上場銘柄の店頭市場も形成された（第三市場）。

2006年8月、店頭市場の代名詞とされてきたナスダックが国法取引所登録を行い取引所市場となった。しかし、その後も全米市場システム（NMS）に取り込まれない未公開株式の取引は活発である。OTCBB やピンクシートの後身である OTC マーケッツを通じたもののほか、最近では、IT（情報技術）の発達で新たな仕組みも登場している。

FINRA の統計によれば、2018年8月現在、外国株式や ADR（米国預託証券）を含む約1万7千銘柄が株式店頭市場で取引されており、売買代金は月間約316億ドルに達する。但し、米国内株は銘柄数で4割、売買代金では約15%を占めるにとどまる。

アメリカにおける店頭市場の構造

ニューヨーク証券取引所 (NYSE)	ナスダック証券取引所	第三市場 (上場株の店頭取引)
その他の取引所 NYSE グループ (NYSE Arca など) ナスダック・グループ (BX, PHLX など) シカゴ, ナショナル (地方取引所) BATS Direct Edge グループ (BZX, BYX, EDGA, EDGX)		
OTC プリティンボード		OTC マーケッツ
特定の州内で株式が流通するローカル市場や 未公開株式の流通市場		

近年の株式店頭市場取引状況

	国内株		外国株 (含む ADR)		合計	
	銘柄数	売買金額 (百万ドル)	銘柄数	売買金額 (百万ドル)	銘柄数	売買金額 (百万ドル)
2014年	7,234	4,208	10,441	23,361	17,675	27,571
2015年	7,729	36,122	11,355	183,088	19,082	219,211
2016年	7,934	41,351	11,784	180,353	19,701	221,705
2017年	7,301	69,704	11,202	201,935	18,496	271,640
2018年1月	6,742	10,771	10,384	30,565	17,124	41,338
2月	6,718	4,995	10,334	25,380	17,051	30,377
3月	6,715	4,406	10,339	25,478	17,053	29,885
4月	6,711	4,296	10,360	25,180	17,070	29,477
5月	6,682	4,912	10,348	24,489	17,029	29,402
6月	6,672	4,455	10,344	24,918	17,016	29,375
7月	6,668	4,211	10,357	20,478	17,023	24,691
8月	6,642	4,623	10,397	26,980	17,039	31,604

〔出所〕 FINRA 資料より作成。

2. **ナスダックの歴史** 株式の店頭市場としてのナスダックは1971年に成立したが、その最大の特徴は、全米に散らばるマーケットメーカーが示す気配情報をコンピュータ・システム上で集約することにより、マーケットメーカー間の競争による価格向上と高い流動性を実現した点にあった。

ナスダックは、取引所市場よりも緩やかな登録基準や立会場でのオークション取引とは異なる先進的なイメージがハイテク企業に好まれ、成長企業の株式公開の場としての地位を確立した。アップル・コンピュータ、インテル、マイクロソフト、ヤフー、グーグルなどIT企業の雄は、いずれも取引所ではなくナスダックでの株式新規公開（IPO）の途を選んだのである。

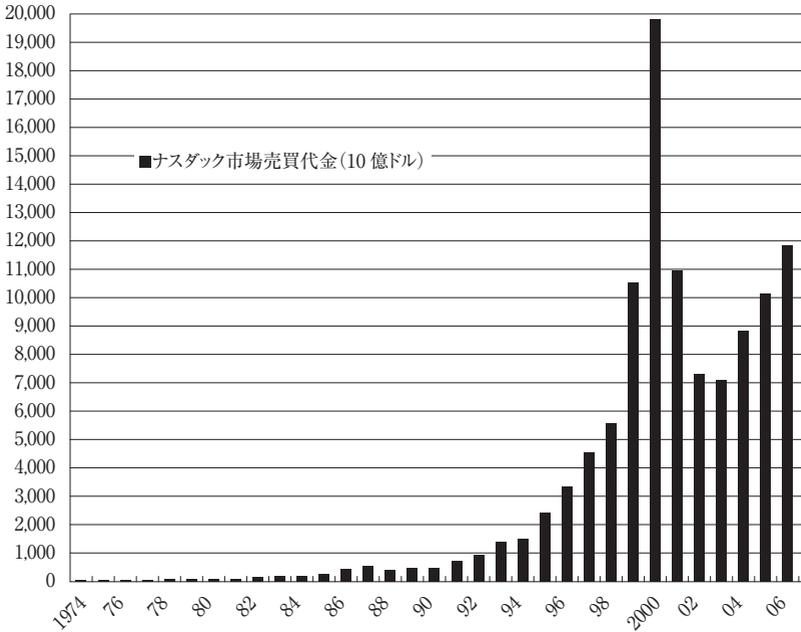
ナスダックは電子取引市場というイメージが強いが、当初からコンピュータ上での売買注文のマッチングが行われたわけではない。基本的な取引形態は、発注者である投資家やブローカーが気配を提示するマーケットメーカーに電話で連絡して約定するというものであった。その後、増加する取引を処理するためにシステム化が求められるようになり、1984年に導入された小口注文執行システム（SOES）を端緒とする注文執行の自動化が進んだ。

ナスダック市場は当初、取引所の上場基準を満たせない企業の株式を取引する場として位置づけられていた。しかし、1982年にNMS銘柄を取引するセクションが設けられ、上場企業並みの基準を充足した銘柄も登録することになったことで取引所市場と対等の存在とみなされるようになった。

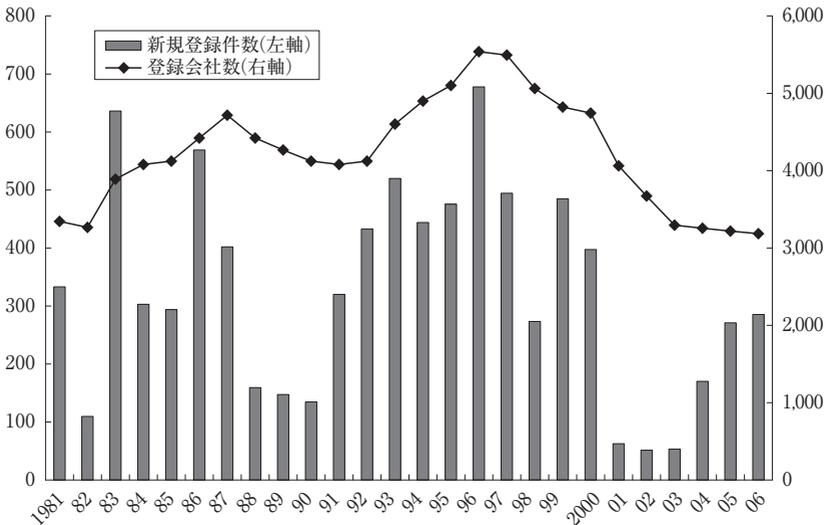
取引所市場のスペシャリスト制度は、各上場銘柄につき一人のマーケットメーカーを指定するものであり、ナスダックの競争的マーケットメーカーの方が投資家にとって好ましい制度のように思われる。ところが1994年にある学術論文がきっかけとなってナスダックのマーケットメーカー間の談合疑惑が持ち上がり、市場に対する信認が損なわれるとともに、マーケットメーカーを十分に規制・監督できなかったNASDに対する批判が高まった。

このことは、全ての証券業者を監督する自主規制機関が、株式だけを取り扱う事実上の取引所を運営することの問題点を示したとも言える。他方、市場としてのナスダックも、世界的な市場間競争が激化する中で、非営利の自主規制機関の一部門であることに限界を感じるようになっていった。2006年8月、ナスダックは取引所に転換し、店頭市場としての歴史に幕を下ろしたのである。

店頭市場としてのナスダックの発展 (売買代金の推移)



店頭市場としてのナスダックにおける IPO 件数, 登録会社数の推移



[出所] 旧 NASD, FINRA 資料より作成。

3. OTC ブリティンボード OTC ブリティンボード (OTCBB) とは、未公開株式の店頭取引気配を表示する電子情報システムであり、証券業者の自主規制機関である FINRA (旧 NASD) によって運営されている。

店頭市場としてのナスダックの登録基準を満たさない企業の株式は、ナスダック・システムの稼働後も、マーケットメーカーがピンクシートなどを通じて気配を表示することで取引されていた。こうした店頭取引の対象となる株式の大半は、時価が5ドル以下の、いわゆるペニー・ストックであり、詐欺的な勧誘が横行して多くの個人投資家が被害を受けるなど、投資家保護の観点から大きな問題を生んだ。そこで1990年1月、1934年証券取引所法を改正する「ペニー・ストック改革法」が制定され、NASD に対して、株式店頭取引に関する価格情報の透明性を高めるためのシステム開発が勧告されたのである。

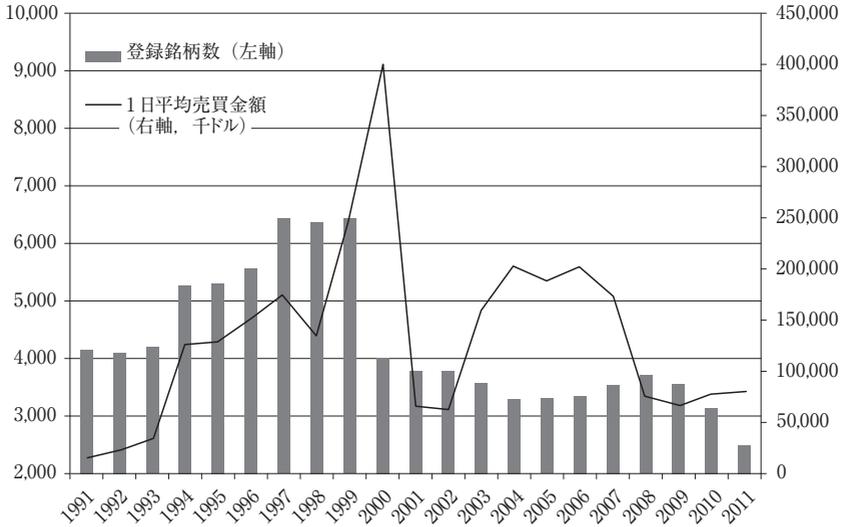
これを受けて1990年6月に稼働したのが OTCBB である。当初の仕組みは、ナスダックの取引端末を通じてアクセスでき、登録銘柄ごとに、気配を提示するマーケットメーカー名と連絡先、気配値が表示されるというものであった。

OTCBB への登録にあたっては、特に審査手続きは要求されず、マーケットメーカーとなる証券会社が発行会社に関する簡単な情報を記載した Form211 などの書類を FINRA に対して提出するだけで足りる。いわば「勝手に市場」とも言うべき規制の緩やかな市場だが、1993年以降、取引報告や情報開示に関する規制が強化され、市場としての整備が進んだ。

すなわち、1993年以降、OTCBB 上の取引を約定成立後90秒以内に報告することが義務づけられ、1999年7月には、新たな規則で OTCBB 登録銘柄の SEC への登録と法定の継続情報開示が義務づけられることになった。この規制強化の影響は大きく、規則が全面施行された2000年6月にかけて3,000銘柄以上が登録廃止となった。その後2001年には OTCBB をブリティンボード取引所 (BBX) へと衣替えする計画が明らかとなったが、2003年中止された。

近年は、後述するように、ピンクシートを電子取引システムに衣替えした OTC マーケットの機能と情報開示の充実も図られていることや未公開株式を流通させる新たな仕組みが生まれたことで、OTCBB の役割は低下している。OTCBB の登録銘柄数は近年著しく減少しており、2018年8月時点では登録銘柄数4、月間約定件数は15件と、もはや風前の灯火とも言うべき状況にある。

OTCBB 登録銘柄数と1日平均売買金額の推移 (2011年まで)



OTCBB 登録銘柄数と売買金額の推移

	内国株		外国株		合計	
	登録銘柄数	売買金額 (千ドル)	登録銘柄数	売買金額 (千ドル)	登録銘柄数	売買金額 (千ドル)
2014年	597	1,768,705	21	5,842	618	1,774,547
2015年	699	8,780,115	23	61,456	722	8,841,571
2016年	423	971,154	11	19,023	434	990,177
2017年	99	218,233	4	6,164	103	224,398
2018年1月	34	17,010	—	—	34	17,010
2月	34	9,116	1	390	35	9,506
3月	33	11,894	1	1,371	34	13,265
4月	31	10,685	1	1,955	32	12,641
5月	31	7,881	1	865	32	8,746
6月	32	9,958	1	606	33	10,564
7月	19	2,024	1	1,620	20	3,645
8月	3	26	1	21	4	47

〔出所〕 FINRA 資料より作成。

4. **ピンクシート** OTCBB が設けられる以前から非上場株式の店頭取引を円滑に行うための情報源として広く利用されていたのが、1904年に創刊された日刊の気配表ピンクシートである。その名称は気配表の印刷に用いられた紙の色に由来し、同時に発行されていた債券の気配表は、黄色の紙に印刷されたのでイエローシートと呼ばれていた。

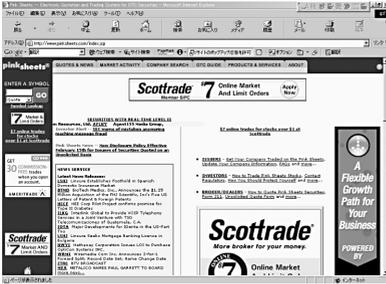
ピンクシートには銘柄ごとに気配を提示するマーケットメーカーの名称と連絡先電話番号が掲載されており、取引を希望する投資家や証券会社は、マーケットメーカーに電話で連絡をとって相対交渉で売買を成立させていた。なお、ピンクシートに気配が掲載される銘柄は、必ずしも未公開株式には限定されず、取引所上場銘柄やナスダック登録銘柄も含まれた。また、掲載される気配は前日のものであったため、マーケットメーカーは掲載気配を尊重する義務を負うわけではなく、実際の売買価格が掲載気配と乖離することは当然視されていた。

ピンクシートは、長く NQB (National Quotation Bureau) によって日刊誌として出版されていたが、1997年、クロムウェル・カールソン氏を中心としたグループによって買収され、大きな変貌を遂げることになった。1999年にピンクシート・システムが稼働し、紙の気配表から電子情報システムへと移行することになったのである。

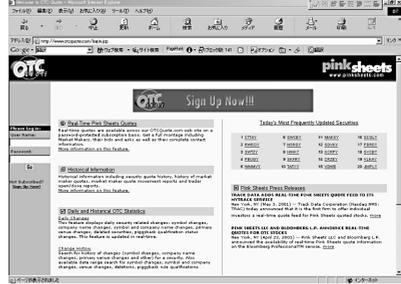
また、運営会社は、2000年に社名を Pink Sheets LLC. に変更するとともにウェブサイトを立ち上げ、インターネットを通じたリアルタイムの気配情報配信を開始した。2008年には運営会社が株式会社化し、社名を Pink OTC Markets, Inc. と改め、その後2010年には OTC Markets Group, Inc. へと再度改称し、今日に至っている。従って、現在ではピンクシートという名称の市場は公式には存在せず、次節で述べる OTC マーケットの市場区分の一つピンク・オープンマーケットとしてその名残をとどめるのみである。

ピンクシートは、しばしばニューヨーク証券取引所 (NYSE) を頂点とするアメリカ株式市場の階層構造の裾野を成すものと受け止められてきたが、前述のように、未公開株式だけを取り扱ったわけではなく、そうした理解は正確とは言えない。しかし、気配掲載の基準が特に設けられていなかった事実からすれば、ピンクシートが株式市場の最下層という見方も外的外れではないだろう。

ピンクシート関連サイト (2008年当時)

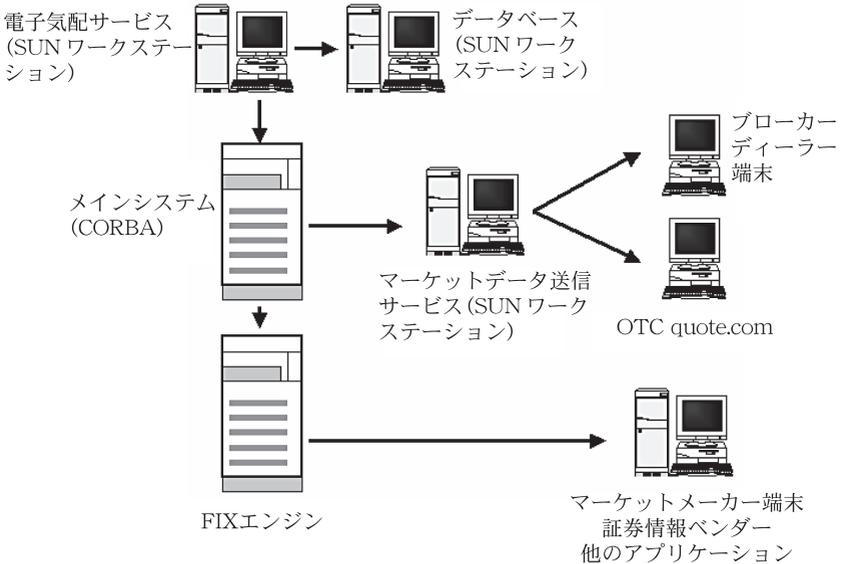


ピンクシート情報の有料サイト
<http://www.otcquote.com/>



ピンクシートのメインサイト
<http://www.pinksheets.com/>

ピンクシート・システム (Electronic Quotation Service) (2008年当時)



5. OTC マーケッツ ピンクシートの後身である OTC マーケッツでは、市場運営会社である OTC マーケッツ・グループの子会社で登録 ATS（代替取引システム）である OTC リンク上でマーケットメーカーが気配を表示することで株式の取引が行われている。

法定の情報開示義務に加えて、OTC マーケッツ登録銘柄に対して一律に課される情報開示義務といったものは存在せず、企業情報の入手が著しく困難な銘柄すら存在する。とはいえ2007年から入手できる情報のレベルなどによる市場区分が設けられており、もはや玉石混淆の市場とは言えない。現在の市場区分は OTCQX ベストマーケット、OTCQB ベンチャーマーケット、ピンク・オープンマーケットの3つである。

最上位区分である OTCQX には、化学の BASF や薬品のロシュ、ドイツテレコムといった世界的な著名大企業を含め米国外の企業が多数含まれることが特徴的である。これは、多くの米国外企業が、アメリカの取引所市場に株式を上場すると SEC 登録が必要となり、SOX 法の内部統制報告・監査制度の適用を受けることになるなど負担が大きいと考え、SEC 登録の不要な ADR（アメリカ預託証書）を発行しているためである。

OTCQX に次ぐものとして位置づけられる OTCQB は、監査済みの財務諸表を開示できることが主要な登録要件となっている。ほぼ OTCBB 登録に相当する市場区分と言える。

一方、下位の区分であるピンクに含まれる銘柄の多くについては、継続的な情報開示がほとんど、あるいは全く行われていない。それでもマーケットメーカーによる売買気配が提示され、情報が不十分である旨の警告を伴いつつ、一般の個人を含む投資家が希望すれば売買できる状態が確保されている。この点は、SEC 登録を回避するために、取引に参加できる投資家の範囲を限定している未公開株式の流通市場（詳しくは次節）とは大きく異なっている。

2018年10月時点では、OTC マーケッツの登録銘柄数は1万400以上、1日の取引金額は約15億ドル、約定件数は約25万件であった。OTC プリティンボードの登録銘柄数が、情報開示規制の強化で減少して以降横ばい傾向にあるのに対し、OTC マーケッツでの取引は、2009年1月当時は50銘柄に過ぎなかった OTCQX 銘柄が532銘柄に増加するなど、拡大傾向にある。

OTC マーケットの市場区分（登録基準の主要項目）

<p>OTCQX (532銘柄)</p>	<p>外国株と米国株に共通する基準</p> <ul style="list-style-type: none"> • OTC リンク上でマーケットメーカーによる気配表示が行われること。 • 法律事務所や信託銀行などが就任する OTCQX スポンサーによる紹介状が発給されること。 • 監査済み財務諸表を含む継続情報開示が行われ、重要情報を適時開示すること。 • ①純資産200万ドル以上で営業年数3年以上または純資産500万ドル以上、②3年間の平均売上高600万ドル以上、③株価5ドル以上かつ純収入50万ドル以上等、のいずれかを満たすこと。 • 100株以上保有株主数50人以上。 • 10セント以上の買い気配を維持。 • 時価総額500万ドル以上を維持。 <p>※より厳しい基準を満たす場合プレミア銘柄に分類される。</p> <p>米国株のみに求められる基準</p> <ul style="list-style-type: none"> • 独立取締役2名以上を有すること。 • 独立取締役が過半数を占める監査委員会を有すること。 • 株主総会の15日前までに財務報告を株主に提供すること。
<p>OTCQB (1,017銘柄)</p>	<ul style="list-style-type: none"> • OTC リンク上でマーケットメーカーによる気配表示が行われること。 • 監査済み財務諸表を開示すること。 • 1セント以上の買い気配を維持。 • 破産していないこと。 • 100株以上保有株主数50人以上。 • 原則として発行済み株式の10%以上が浮動株であること。 • 外国会社の場合、法律事務所や信託銀行などが就任する OTCQB スポンサーによる紹介状が発給されること。
<p>ピンク (9,016銘柄)</p>	<ul style="list-style-type: none"> • OTC リンク上でマーケットメーカーによる気配表示が行われること。 • 入手可能な情報のレベルによって、①開示銘柄、②限定開示銘柄（過去6ヵ月以内に開示した財務情報等が存在）、③非開示銘柄、という区別が表示される。

（注） 各銘柄区分に属する銘柄数は2018年10月2日時点。

〔出所〕 OTC マーケット社資料より作成。

6. 未公開株式の流通市場 アメリカでは近年、株式新規公開（IPO）の件数が減少する一方で、ユニコーンと呼ばれる企業価値10億ドル以上の未公開企業が増加し、未公開株式投資への関心が高まっている。他方、IPOを目指すベンチャー企業の側でもファンドの償還期限が迫るベンチャーキャピタルや退社する幹部社員などによる保有株式の売却が必要になるなど、未公開段階での株式流動化に対するニーズが高まっている。

この背景には、上場株式投資よりも高いリターンを求めるプライベート・エクイティ投資の活発化と規模拡大がある。ベンチャー企業はIPOを急がなくてもPEファンドからの大規模な資金調達が可能となっているのである。

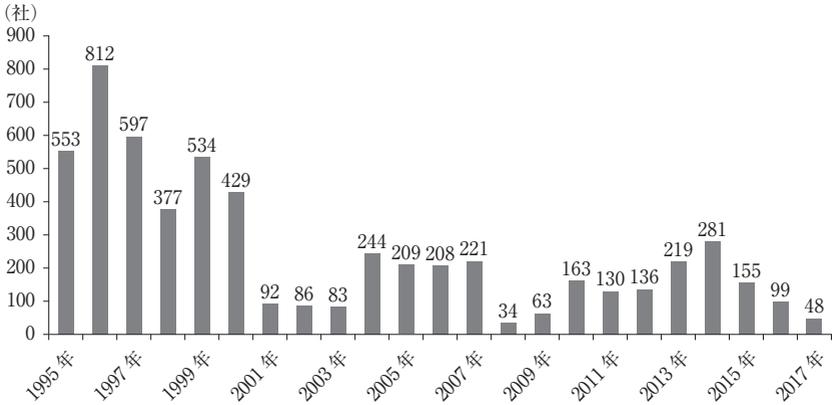
こうした未公開株式の流動化ニーズに応える取引システムが、近年存在感を高めている。2004年に創業したセカンドマーケットや2009年に設立されたシェアーズポストがその典型例であり、リンクドイン、フェイスブック、ツイッターなど、未公開のまま世界的な知名度を獲得した企業の株式を取扱い、注目を集めた。

これらはいずれも私募に関するセーフハーバー・ルールであるレギュレーションDや適格機関投資家間の株式流通を可能にする規則144Aなどに基づいて、インターネット上の電子掲示板などの仕組みを通じ限定的な投資家間での株式の売買を可能にするものである。

新たな形での未公開株式取引を後押しするのが、2012年4月に成立したジョブズ法（JOBS Act：Jumpstart Our Business Startups Act）に象徴される規制緩和の動きである。同法には私募や登録を伴わない転売に関する一般向け勧誘の解禁や継続開示義務の外形基準の引き上げなど、未公開株の幅広い流通を可能にする内容が盛り込まれ、その後も「ジョブズ法2.0」と呼ばれるような規制見直しが行われている。

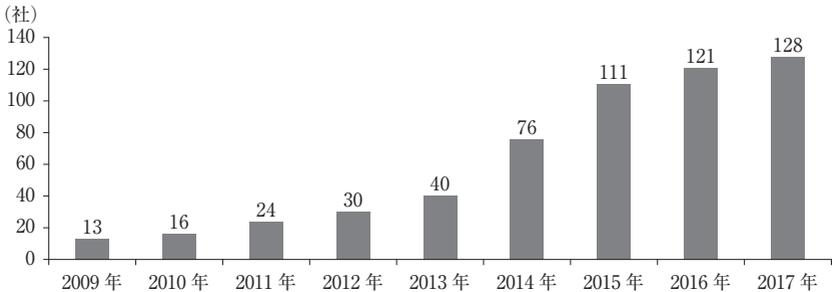
従来、IPOの場として中心的な役割を担ってきたナスダックも新たな取り組みを進めている。2013年3月には、シェアーズポストとの合併事業として、ナスダック・プライベート・マーケット（NPM）を立ち上げ、2015年10月にはセカンドマーケットを買収してNPMと統合した。同時にシェアーズポストが保有するNPM株式を買い取って完全子会社化する一方、ブロックチェーン技術を用いた未公開株式流通の仕組みナスダック・リンクを稼働させている。

IPO 件数の推移



(注) SEC に登録された IPO が対象。買収目的会社 (SPAC) やファンドは除く。
 [出所] SEC より野村資本市場研究所作成

増加するユニコーン企業数



(注) 1. エグジットしたものは翌年の数値から除外。
 2. 2017年の数値は8月時点のもの。
 [出所] PitchBook, "Unicorn Report 2017" より野村資本市場研究所作成

セカンドマーケットとナスダック・プライベート・マーケット (NPM) の取引高の推移



[出所] 各種資料より野村資本市場研究所作成

第7章 デリバティブ

1. **金融先物取引** 金融先物取引とは金融商品を対象とした先物取引を指し、先物取引とは将来の特定の日（満期日）に、現時点で取り決めた価格で、取引所を通じて、対象となる商品（原資産）を買い付けまたは売り付けることを契約する取引であり、取引所を通じて第三者へ契約を移転できるところが当事者間でのみ取引されるフォワード取引とは異なる。先物取引では契約成立時に契約代金をすべて支払う必要はないが、契約不履行のリスクを回避するために証拠金を取引所（清算機関）に預託する必要がある。

先物取引は農産物や貴金属を対象として行われてきたが、1972年以降、金融先物取引がアメリカで最初に開始された。金融先物取引は対象となる金融商品の種類によって、通貨先物取引、金利先物取引、株式先物取引に大別される。このうち、最初に取引が開始されたのは通貨先物取引で、1972年にポンド、フラン、マルク、円等の外国通貨の先物市場がシカゴ・マーカントイル取引所（CME）で開設された。次いで、金利先物取引が1975年にシカゴ商品取引所（CBOT）でGNMA債（政府抵当金庫債）の先物市場開設により始まり、1981年にはCMEでユーロドル金利先物取引が開始された。株式関連の先物取引は、1982年のカンザス・シティ商品取引所（KCBOT）でのバリュー・ライン株価指数先物市場の開設によって始まり、2002年には個別の株式を対象とした株式先物取引（SSF）がOneChicagoとNQLXで開始された。

金融先物取引が導入された背景には、金融市場の規模が拡大し、価格変動リスクに対するヘッジ・ニーズが高まったため、先物取引のヘッジ機能が注目されたことが上げられる。例えば、株価指数先物取引を用いたリスク・ヘッジを考えると、株式を保有している投資家が将来の株価下落を予想した場合、株価指数先物を売り建て、実際に株価が下落した時点で買い戻せば、先物取引の売買益で保有株式の評価損を相殺することができる（売りヘッジ）。他方、将来の流入資金で株式購入を予定している投資家は、将来の株価の上昇を予想した場合、株価指数先物取引を買い建て、実際に株価が上昇した時点で転売すれば、株価指数先物取引の売買益で株価上昇に伴う機会損失を相殺することができる（買いヘッジ）。

主要な金融先物取引

	取引所	取引対象
通貨	CME	ユーロ, 円, ポンド, オーストラリア・ドル, カナダ・ドル, メキシコ・ペソ, スイス・フラン, 韓国・ウォン, NZドル, ブラジル・リアル他
	ICE US	米ドル指数, ユーロ, ノルウェー・クローネ/スウェーデン・クローネ, ポーランド・ズロチ/ユーロ, トルコ・リラ, ユーロ/ハンガリー・フォリント他
金利	CBOT	10年物Tノート, 5年物Tノート, 2年物Tノート, Tボンド, フェデラル・ファンド・レート, ウルトラTボンド, ウルトラTノート他
	CME	3ヵ月ユーロドル金利, 1ヵ月ユーロドル金利
	ERIS	5年物標準, 10年物標準, 3年物標準, 2年物標準, 7年物標準, 4年物標準, 30年物標準, フレックス
株式・株価指数	CFE	S&P500ボラティリティ指数, 12ヵ月バリエーション指数, ラッセル2000ボラティリティ指数
	CME	Eミニ S&P500, Eミニ Nasdaq100, Eミニ Russell2000, 円建て日経225, Eミニ S&P MidCap400, ドル建て日経225, S&P500他
	ICE US	ラッセル2000ミニ, ミニ MSCI EM 指数, ミニ MSCI EAFE 指数, ミニ MSCI EM Asia NTR, MSCI ACWI NTR, ラッセル1000バリュー指数ミニ, ラッセル1000ミニ, ラッセル1000グロース指数ミニ, ミニ Pan Euro 指数他
	OneChicago	株式, 上場投資信託 (ETF)

(注) CBOT : Chicago Board of Trade, CFE : CBOE Futures Exchange, CME : Chicago Mercantile Exchange, ERIS : Eris Exchange, ICE US : ICE futures U.S. (旧 New York Board of Trade, 旧 NYSE LIFFE US)

[出所] JPX 資料他より作成。

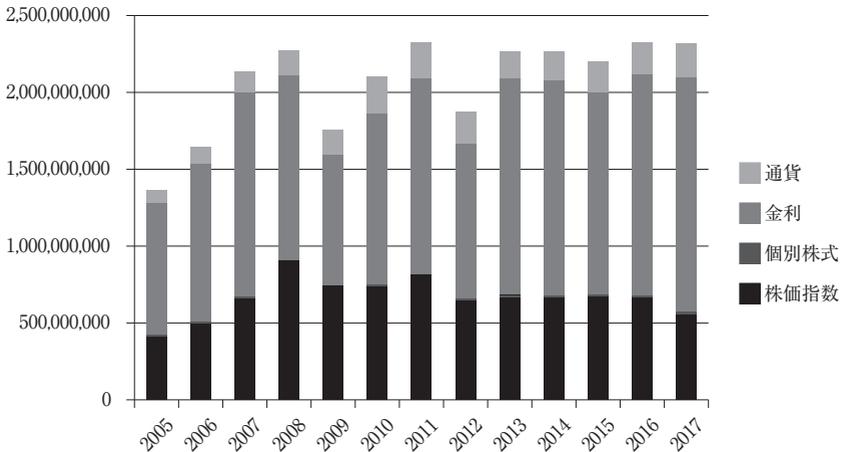
2. 金融先物市場の特徴 機関化現象の進展に伴ってリスク・ヘッジ手段の認識が高まったこと等を背景にして、金融先物を取引する金融先物市場は順調な拡大を続けてきた。1990年代に入ってスワップ取引をはじめとする取引所外での店頭デリバティブ取引が急激に拡大し、取引は店頭デリバティブ市場に流出しているとも伝えられるが、取引所市場も拡大を続けている。

金融先物取引は、コスト面での有利さによって、現物市場を上回る流動性があるのが特徴となっている。そして、市場の流動性には、流動性が小さな市場での取引は減少し、その結果、流動性はさらに低くなり、逆に流動性が大きな市場での取引は増加し、流動性はさらには高くなるという傾向が見られるので、金融先物市場では対象金融商品の性質ごとに取引の集中が特徴となっている。

通貨先物市場では、最初取引を開始し、主要通貨の先物取引を上場している CME のシェアが圧倒的に大きい。また、金利先物市場では、長期金利を対象とした T ノート（財務省中期債）先物や T ボンド（財務省長期債）先物を上場する CBOT、短期金利を対象としたユーロドル金利先物を上場する CME のシェアが大きい。そして、株価指数先物市場では E ミニ S&P500 先物や E ミニ Nasdaq100 先物を上場する CME のシェアが大きい。

株価指数先物市場では、従来は CME の S&P500 先物が圧倒的なシェアを占めてきたが、CME が 1997 年 9 月に導入した E ミニ S&P500 先物が売買代金でも S&P500 先物を上回るに至っている。E ミニ S&P500 先物の想定元本は S&P500 先物の 5 分の 1 で、電子取引のみとなっていることが特徴であり、S&P500 先物が当初は夜間取引を除いてフロアでの伝統的なオープン・アウトクライ方式によって取引が行われていたのとは対照的であった。また、Nasdaq100 指数を対象とした先物でも CME の E ミニ Nasdaq100 先物が Nasdaq100 先物を、CBOT のミニ DJI 先物も DJI 先物を代替し、ミニ取引以外の取引はなくなっている。なお、CME で 2001 年 10 月に取引が開始され、CBOT のミニ DJI 先物を追い抜くまでに成長した E ミニ Russell 2000 先物は 2007 年 6 月に指数を開発したフランク・ラッセル社が ICE との間で専属上場契約を結んだため、CME での取引は 2008 年 9 月にいったん停止された。2017 年 7 月 10 日に CME で E ミニ Russell 2000 先物の取引は再開されたが、ICE の Russell 2000 先物にも CBOT のミニ DJI 先物にもいまだ達してはいない。

金融先物取引高（契約数）



〔出所〕 JPX 資料より作成。

金融先物商品別上位取引高（2017年）

順位	商品名	取引所	取引高	分類内シェア
1	ユーロドル金利先物	CME	639,847,185	93.0%
2	E ミニ S&P500先物	CME	365,601,616	64.9%
3	10年物T ノート先物	CBOT	375,338,442	44.8%
4	5年物T ノート先物	CBOT	226,441,088	27.1%
5	2年物T ノート先物	CBOT	97,249,457	11.6%
6	CBOE ボラティリティ指数 (VX)	CFE	73,858,885	13.1%
7	T ボンド先物	CBOT	73,337,240	8.8%
8	E ミニ Nasdaq100先物	CME	69,559,095	12.4%
9	Euro FX (通貨) 先物	CME	56,455,834	25.7%
10	日本円 (通貨) 先物	CME	41,623,449	18.9%

(注) 分類内シェアは通貨先物・金利先物・株価指数先物のそれぞれに占める比率を表す。

〔出所〕 JPX 資料より作成。

3. 新たな株式関連先物取引 アメリカでは1973年にCBOEで株式オプションの取引が開始され、1982年にKCBOTで株価指数先物、1983年にCBOEで株価指数オプション、CMEで株価指数先物オプションが相継いで導入された後、株式関連の先物取引に限らず、新たな上場デリバティブ取引は成功しなかった。個別の株式を対象としたオプション取引は存在しても、個別の株式を対象とした先物取引は相場操縦の恐れ等から認められてこなかった。

ところが、1999年に商品先物取引法の改正が検討された際、スワップ取引等の店頭デリバティブ取引に対する規制を強化しないことと並んで、個別の株式を対象とした先物取引の解禁が議論され、イギリスのLIFFEがアメリカ株式を対象とした先物取引を開始する計画を発表したことにより、2000年12月21日に成立した商品先物近代化法に基づいて、適格市場参加者には2001年8月21日から、一般顧客には2001年12月21日から株式の先物取引が解禁されることになった。ただし、合同で監督を行うことになった証券取引委員会（SEC）と商品先物取引委員会（CFTC）の規制細目の決定が遅れ、2001年9月の同時多発テロの影響もあって、NQLXとOneChicagoで取引が開始されたのは2002年11月8日であった。そして、導入後も取引は振るわず、ナスダックとLIFFEが開設したNQLXは2003年12月に取引を停止し、現在はCMEとCBOE、そしてCBOTが開設したOneChicagoだけが取引を行っている。

他方、CBOEは新たな収入源を求めて、子会社の先物取引所CFEで2004年3月26日にボラティリティ先物を導入し、同年5月18日にはバリエーション先物も導入している。ボラティリティ指数は1993年からCBOEのS&P100オプションの価格からバイノミアル・モデルを用いて計算してきたVIX指数を改良し、2003年9月からはCBOEのS&P500オプションの価格から新たな計算式で公表するようになった市場の期待変動率をあらわす指標であり、バリエーション指数はS&P500指数自体の3カ月間の分散をあらわす指標である。オプション取引はある意味ではボラティリティの取引であるとも考えられ、ボラティリティ先物は株価指数オプションの代替物になるとも考えられる。CFEのボラティリティ先物は2006年以降、急速に拡大し、2006年に導入されたCBOEのボラティリティ・オプションとともに指数関連商品としてはそれぞれS&P500指数を対象とした先物・オプションに次ぐ商品にまで成長している。

株式（ETF を含む）を対象とした先物の取引高（契約数）

	OneChicago 取引高	NQLX 取引高	OneChicago 建玉	NQLX 建玉
2002年	184,081	90,091	34,226	16,726
2003年	1,615,997	858,900	153,452	44,125
2004年	1,919,682	257,000	154,388	
2005年	5,488,825		1,045,712	
2006年	7,786,365		1,328,220	
2007年	7,892,963		343,680	
2008年	3,703,748		113,396	
2009年	2,726,156		635,217	
2010年	4,803,482		340,651	
2011年	3,642,074		351,379	
2002年	6,432,217		598,887	
2003年	9,515,194		489,272	
2014年	10,907,977		646,059	
2015年	11,714,015		662,876	
2016年	12,391,455		657,288	
2017年	14,929,997		476,430	

〔出所〕 JPX 資料他より作成。

ボラティリティを対象とした新商品の取引高（契約数）

	ボラティリティ 先物（VX） 取引高 （CFE）	ボラティリティ・ オプション（VIX） 取引高 （CBOE）	ボラティリティ 先物（VX） 建玉 （CFE）	ボラティリティ・ オプション（VIX） 建玉 （CBOE）
2004年	89,622		9,466	
2005年	128,977		8,618	
2006年	436,946	5,050,638	33,632	697,011
2007年	1,046,475	23,388,366	56,531	566,520
2008年	1,088,105	25,947,655	11,238	555,832
2009年	1,144,858	33,328,163	61,905	3,167,874
2010年	4,392,796	62,452,232	142,609	3,820,251
2011年	12,031,528	97,988,951	125,881	3,100,814
2002年	23,785,831	110,739,796	326,066	6,397,711
2003年	39,944,022	142,999,960	349,696	7,544,838
2014年	50,531,366	159,369,660	299,185	5,055,567
2015年	51,656,362	144,440,290	252,598	4,216,318
2016年	60,177,810	148,246,402	396,680	5,325,327
2017年	73,935,288	181,311,346	551,703	9,775,016

〔出所〕 CBOE Futures Exchange, Chicago Board Options Exchange のホームページより作成

4. 金融オプション取引 金融オプション取引とは金融商品を対象としたオプション取引を指し、オプション取引とは、将来の特定の日（満期日）に、特定の価格（権利行使価格）で、対象となる商品（原資産）を買い付ける権利（コール・オプション）または売り付ける権利（プット・オプション）の譲渡を行う取引であり、取引に際してはこれらの権利の代金（プレミアム）が買い手によって支払われ、取引所で取引される場合には、契約不履行のリスクを回避するために売り手は証拠金を取引所（清算機関）に預託する必要がある。

オプション取引は原資産が現物であるか先物取引であるかによって現物オプションと先物オプションに大別され、金融オプション取引の場合、現物オプションは原資産の種類によって、株式オプション取引、金利オプション取引、通貨オプション取引、株価指数オプション取引に分類される。株式オプション取引は個別銘柄の株式を原資産とし、古くから店頭市場で取引されてきたが、1973年にシカゴ・ボード・オプション取引所（CBOE）でコール・オプションの取引が開始され、現在の形での取引所でのオプション取引の起源となった。その後、1977年には株式を対象としたプット・オプションの取引が開始され、1982年にはフィラデルフィア証券取引所（PHLX）で通貨オプション取引、CBOEでTボンド・オプション取引、アメリカン証券取引所（AMEX）でTノート・オプション取引、1983年にはCBOEで株価指数を対象としたS&P100オプション取引が相継いで導入され、通貨オプション取引、金利オプション取引、株価指数オプション取引がすべて出そろった。

他方、金融先物オプション取引は原資産となる金融先物取引の種類に応じて、金利先物オプション取引、通貨先物オプション取引、株価指数先物オプション取引に分類される。1982年にCBOTでTボンド先物オプション取引、CMEでユーロドル金利先物オプション取引が開始された後、1983年にCMEでS&P500先物オプション取引、1984年にCMEで通貨先物オプション取引が相継いで導入され、金利先物オプション取引、株価指数先物オプション取引、通貨先物オプション取引がすべて出そろった。なお、先物オプション取引では権利行使によって先物取引のポジション（建玉）が生じることになるので、原資産となる先物取引を上場している取引所で取引が行われ、CFTCの規制に服するが、現物オプション取引はSECの管轄となっている。

主要な金融オプション取引

	取引所	取引対象
通 貨	PHLX	ユーロ, カナダ・ドル, ポンド, 円, オーストラリア・ドル, スイス・フラン他
	ISE	円, ユーロ, カナダ・ドル, Spotユーロ, Spotポンド, ポンド他
	Nadex	ドル/円, ユーロ, オーストラリア・ドル, ポンド, ユーロ/円, ポンド/円他
株 式 ・ 株 価 指 数	CBOE	株式, S&P500, ボラティリティ指数, ラッセル2000, ミニS&P500他
	C2	上場投資信託 (ETF), 株式, S&P500 (引値決済)
	ISE	株式, ナスダック非金融100, ミニ・ナスダック非金融100, KBW 銀行指数
	ISE Gemini	株式, ナスダック非金融100, ミニ・ナスダック非金融100
	ISE Mercury	株式, 上場投資信託 (ETF)
	AMEX	上場投資信託 (ETF), 株式, ナスダック非金融100他
	ARCA	株式, 上場投資信託 (ETF), ナスダック非金融100, KBW 銀行指数他
	PHLX	株式, ナスダック非金融100, 金銀指数, KBW 銀行指数, PHLX オイル部門他
	BOX	株式, 上場投資信託 (ETF)
	NOM	株式, 上場投資信託 (ETF)
	NOBO	株式, 上場投資信託 (ETF)
	MIAX Options	株式, 上場投資信託 (ETF)
	MIAX Pearl	上場投資信託 (ETF), 株式
BATS	株式, 上場投資信託 (ETF)	
EDGX	株式, 上場投資信託 (ETF)	
通 貨 先 物	CME	ユーロ先物, 円先物, ポンド先物, カナダ・ドル, オーストラリア・ドル先物 先物, スイス・フラン先物, ユーロ先物 (ヨーロッパ) 他
金 利 先 物	CBOT	10年物Tノート先物, 5年物Tノート先物, Tポンド先物, 2年物Tノート先物, ウルトラTポンド先物, FFレート先物, ウルトラTノート先物
	CME	ユーロドル金利 Mid Curve 先物, ユーロドル金利先物
株 価 指 数 先 物	CBOT	ミニ・ダウ工業株指数先物, ダウ工業株指数先物
	CME	EミニS&P500先物, S&P500先物, Eミニ Nasdaq100先物, Eミニラッセル2000先物他
	ICE US	ラッセル2000ミニ先物, ミニ MSCI EM 指数先物, USドル指数先物

(注) AMEX : NYSE MKT (旧 American Stock Exchange), ARCA : NYSE ARCA (旧 Pacific Exchange), BATS : BATS Options Exchange, BOX : Boston Options Exchange, CBOE : Chicago Board Options Exchange, C2 : C2 Options Exchange, EDGX : EDGX Options Exchange, ISE : International Securities Exchange, Nadex : Northern American Derivatives Exchange, NOM : Nasdaq Options Market, NOBO : Nasdaq OMX BX Options, MIAX : Miami International Securities Exchange, PHLX : Nasdaq OMX PHLX (旧 Philadelphia Stock Exchange)

[出所] JPX 資料他より作成。

5. 金融オプション市場の特徴 金融オプション市場も金融先物市場と同様に順調な拡大を遂げ、金融商品の種類ごとに取引の集中が著しいが、大きな違いはフロアでの取引がまだ相当程度行われていることである。そして、取引の一部は店頭デリバティブ市場に流出しているとも伝えられ、店頭デリバティブ市場との競争を意識したフレックス・オプション取引も導入されている。

現物オプション市場について見ると、株式オプション市場では2017年の取引シェアはPHLX17.3%、CBOE17.3%、BZX (BATS) 11.1%、NOM (Nasdaq) 9.2%、ISE9.0%、ARCA (PCX) 8.2%、AMEX8.0%、MIAX5.2%、ISE Gemini5.2%であり、株式市場以上に取引シェア争いは熾烈になっている。また、株価指数オプション市場ではCBOEのS&P500オプション取引がラッセル2000オプション取引、S&P100オプション取引、Nasdaq100オプション取引、ダウ・ジョーンズ工業株指数オプション取引を大幅に引き離している。さらに、通貨オプション市場では取引は少ないものの後発のNadaxがPHLXやICEを上回る取引を行っている。

他方、先物オプション市場について見ると、最も取引の活発な金利先物オプション市場のうち、短期金利を対象とした商品ではユーロドル金利先物オプション取引を上場するCME、長期金利を対象とした商品ではTノート先物オプション取引とTボンド先物オプション取引を上場するCBOTのシェアが非常に大きい。次いで取引の盛んな株価指数先物オプション市場でもS&P500先物オプション取引を上場するCMEのシェアが圧倒的に大きく、通貨先物オプション市場でもCMEのシェアが圧倒的に大きい。

このように現物オプション市場でも先物オプション市場でも特定商品への取引の集中が見られるが、同種の商品を対象にした現物オプション取引と先物オプション取引には代替関係が見られ、金利を対象としたオプション取引では金利先物オプション取引が非常に大きい分だけ金利（現物）オプション取引は極めて少ない。同様に、通貨を対象としたオプション取引でも通貨先物オプション取引が通貨（現物）オプション取引を上回っているが、金利を対象としたオプション取引では現物オプション取引が極めて少なく、株価指数を対象としたオプション取引では株価指数（現物）オプション取引が株価指数先物オプション取引よりも活発であるという特徴を有している。

現物オプション（契約数）

原資産	2013年	2014年	2015年	2016年	2017年
株式・ETF	3,725,864,134	3,845,073,167	3,727,919,066	3,626,455,947	3,689,013,636
株価指数	385,185,293	420,119,546	417,356,441	436,921,295	500,900,499
金利	130	0	0	110	10
通貨	226,050	176,094	3,659,762	5,208,812	7,124,133

(注) 株式はETFを含む。

〔出所〕 JPX 資料より作成。

先物オプション（契約数）

原資産	2013年	2014年	2015年	2016年	2017年
株価指数先物	91,653,340	130,230,549	140,319,303	160,299,360	168,762,522
金利先物	285,915,903	364,943,471	388,155,159	763,198,441	874,597,861
通貨先物	15,224,494	17,098,976	21,055,392	18,139,184	19,537,350

〔出所〕 JPX 資料より作成。

金融オプション商品別上位取引高（2017年）

順位	原資産	取引所	取引高	分類内シェア
1	S&P500指数 (SPX)	CBOE	292,029,953	58.3%
2	ユーロドル Mid Curve 金利先物	CME	190,004,215	21.7%
3	CBOE ボラティリティ指数 (VIX)	CBOE	181,311,346	36.2%
4	ユーロドル金利先物	CME	153,425,834	17.5%
5	10年物Tノート先物	CBOT	128,546,313	14.7%
6	E ミニ S&P500先物	CME	51,055,524	30.3%
7	5年物Tノート先物	CBOT	29,659,494	3.4%
8	EOW3 E ミニ S&P500指数先物	CME	39,320,303	23.3%
9	T ボンド先物	CBOT	27,156,898	3.1%
10	EOM E ミニ S&P500指数先物	CME	24,790,850	14.7%

(注) 分類内シェアは金利先物オプション・株価指数（現物）オプション・株価指数先物オプションのそれぞれに占める比率を表す。

〔出所〕 JPX 資料より作成。

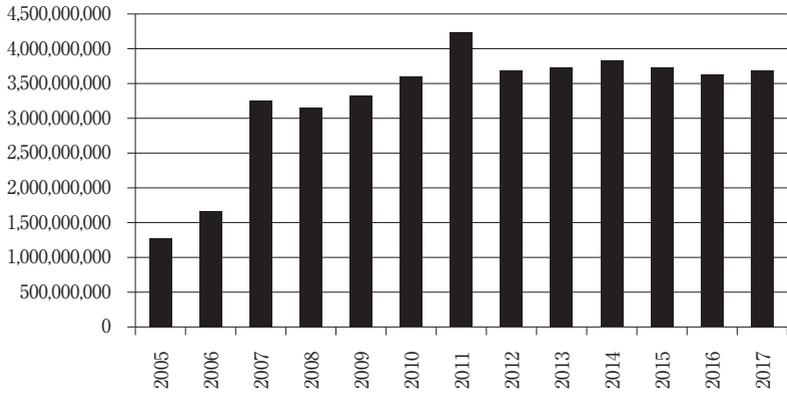
6. 株式オプション取引 アメリカの株式オプション市場では以前から上場銘柄の棲み分けが行われ、取引の集中はさほど生じていなかったが、こうした上場銘柄の棲み分けが生じたのは、1980年にSECがくじ引き方式による新規上場銘柄の振り分けを採用したことに遡る。その後、SECは方針を転換し、1989年に重複上場による市場間競争の促進を決定したが、CBOE、AMEX、PCX、PHLX、NYSE（1997年に株式オプション取引から撤退）と業界の反対で実質的にSECの決定が覆される形になっていた。

ところが、1999年2月にISE（International Securities Exchange）と名乗る民間企業がSECに取引所認可申請を行い、2000年第1四半期に電子オプション取引所をニューヨークに開設する計画が明らかになる一方、既上場銘柄の重複上場を回避したオプション取引所の動きを司法省が独占禁止法違反の疑いで調査をはじめたことから、CBOEが1999年8月に紳士協定を破って重複上場を行い、他の取引所もこれに追随して重複上場が活発化した。

2000年5月に取引を開始したISEは2001年10月には取引シェアが13%に達し、CBOE、AMEXに次ぐアメリカ第3の株式オプション取引所へと急成長した。そして、2003年1月には取引シェアが25%に達し、AMEXを追い抜き、アメリカ第2の株式オプション取引所となり、翌2月には取引シェアが27%に達し、株価指数オプション取引を除けばCBOEを追い抜き、2004年2月には株価指数オプション取引を含めた月間売買高でもCBOEを上回り、一時はアメリカ最大のオプション取引所となった。

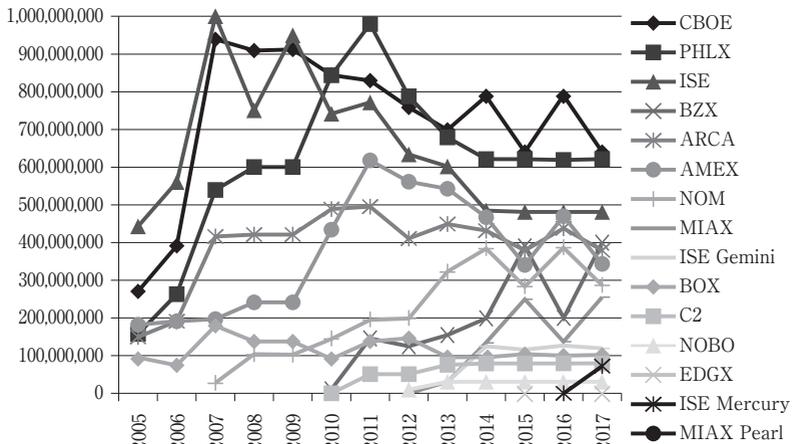
こうしたISEの急成長は重複上場銘柄をめぐる市場間競争やISEに対抗する既存取引所の電子化、電子的な市場間注文回送システムの導入など、株式オプション市場を取り巻く状況を一変させた。2004年にはボストン・オプション取引所（BOX）、2008年にはナスダック・オプション市場（NOM）、2010年にはBATSオプション（BZX）とCBOE傘下のC2オプション取引所、2012年にはナスダックBXオプション市場（NOBO）とマイアミ国際証券取引所（MIAX）、2013年にはISE傘下のISEジェミニ、2015年にはBATS傘下のEDGX、2016年にはISE傘下のISEマーキュリー、2017年にはMIAX傘下のMIAXパールが相次いで参入しており、株式市場と同様、もとは1つの取引所が複数の取引所を開設する流れが続いている。

株式オプション（ETFを含む）取引高（契約数）



〔出所〕 JPX 資料より作成。

取引所別株式オプション（ETFを含む）取引高（契約数）



〔出所〕 JPX 資料他より作成。

7. 店頭デリバティブ取引 店頭（OTC）デリバティブ取引は取引所外で行われる相対のデリバティブ取引を指し、店頭デリバティブ取引には取引所取引における先物取引に対応するフォワード取引、オプション取引、一定期間にわたるキャッシュフローの交換を行うスワップ取引がある。このうちスワップ取引が店頭デリバティブ取引の中心となっており、1990年代に入って金利関連商品を中心とした店頭デリバティブ取引の拡大が著しい。これにはオフバランス取引を自己資本比率に含めない BIS 規制（バーゼル I）の影響もあったと見られるが、顧客のニーズにより適合した商品の開発が店頭デリバティブ市場で進んだためでもあり、各取引所もこうした状況を踏まえて、より顧客のニーズにあった商品を上場する努力を続けている。

通貨を対象とした取引所外でのフォワード取引やオプション取引は以前から行われていたが、1981年に IBM と世界銀行との間で行われた通貨スワップ取引が最初の店頭デリバティブ取引と言われており、1982年には金利スワップ取引も開始されている。金利スワップ取引は同一通貨を対象としているために元本の交換は行われず、通常、固定金利と変動金利の交換が一定期間にわたって行われるのに対して、通貨スワップ取引は異なる通貨を対象としているため、異なる通貨建ての金利の交換が一定期間にわたって行われ、最後に異なる通貨での元本の交換も通常行われる。なお、為替スワップ取引は外貨の買いと外貨フォワード取引の売り、または外貨の売りと外貨フォワード取引の買戻しを組み合わせた取引であり、通貨スワップ取引とは別の取引である。

店頭市場でのデリバティブ取引は統計を作成する機関もなく、状況を把握するのが困難であったが、国際決済銀行（BIS）が3年ごとに行ってきた外国為替市場調査の際に店頭デリバティブ市場の調査も1995年から行っている。この調査によれば、世界全体における1営業日当たりの店頭取引金額（国内とクロス・ボーダーの二重計算をともに調整）は1995年4月の調査開始以来、2016年4月の7.744兆ドルまで着実に拡大してきたが、2016年4月の調査では外国為替関連の店頭取引がはじめて減少に転じた（スポットの減少が大きく、スポットを除けば拡大）。アメリカにおける店頭デリバティブ取引（国内のみ二重計算を調整）の規模は調査開始以来、イギリスに次いで大きい。金利関連取引では2016年にはじめてイギリスを抜いて世界一の規模に達した。

店頭市場売買高

(単位 10億ドル)

	2004年		2007年		2010年		2013年		2016年	
外国為替	1,934	65.4%	3,324	66.3%	3,973	65.9%	5,357	69.9%	5,067	65.4%
スポット	631	21.3%	1,005	20.1%	1,489	24.7%	2,047	26.7%	1,652	21.3%
フォワード	209	7.1%	362	7.2%	475	7.9%	679	8.9%	700	9.0%
為替スワップ	954	32.2%	1,714	34.2%	1,759	29.2%	2,240	29.2%	2,378	30.7%
通貨スワップ	21	0.7%	31	0.6%	43	0.7%	54	0.7%	82	1.1%
オプション他	119	4.0%	212	4.2%	207	3.4%	337	4.4%	254	3.3%
金利	1,025	34.6%	1,686	33.7%	2,054	34.1%	2,311	30.1%	2,677	34.6%
FRA	233	7.9%	258	5.1%	600	10.0%	749	9.8%	653	8.4%
スワップ	620	21.0%	1,210	24.2%	1,272	21.1%	1,388	18.1%	1,859	24.0%
オプション他	171	5.8%	217	4.3%	182	3.0%	174	2.3%	166	2.1%
店頭取引合計	2,959	100.0%	5,010	100.0%	6,027	100.0%	7,668	100.0%	7,744	100.0%
取引所取引合計	4,522	152.8%	6,145	122.7%	7,840	130.1%	4,844	63.2%	5,181	66.9%

(注) 国内およびクロス・ボーダーの二重計算を調整した各年4月の1日当たり売買高。スポット取引を含むので店頭デリバティブ売買高を求めるにはスポット取引を差し引く必要がある。

〔出所〕 Triennial Central Bank Survey of foreign exchange and derivatives market activity in 2016, Updated 11 Dec 2016 (<http://www.bis.org/publ/rpfx16.htm>) より作成。

店頭売買高の国別構成

(単位 10億ドル)

国名	合計								
	店頭デリバティブ			外国為替			金利		
	2010年	2013年	2016年	2010年	2013年	2016年	2010年	2013年	2016年
イギリス	3,089	4,074	3,586	1,854	2,726	2,406	1,235	1,348	1,180
アメリカ	1,546	1,891	2,513	904	1,263	1,272	642	626	1,241
シンガポール	301	420	575	266	383	517	35	37	58
香港	330	402	509	312	374	399	18	28	110
日本	328	342	493	238	275	437	90	67	562
世界全体	7,695	9,388	9,553	5,045	6,686	6,514	2,649	2,702	3,039
イギリス	40.1%	43.4%	37.5%	34.6%	40.8%	36.9%	46.6%	49.9%	38.8%
アメリカ	20.1%	20.1%	26.3%	17.4%	18.9%	19.5%	24.2%	23.2%	40.8%
シンガポール	3.9%	4.5%	6.0%	5.8%	5.7%	7.9%	1.3%	1.4%	1.9%
香港	4.3%	4.3%	5.3%	5.7%	5.6%	6.1%	0.7%	1.0%	3.6%
日本	4.3%	3.6%	5.2%	3.0%	4.1%	6.7%	3.4%	2.5%	1.8%

(注) 国内の二重計算のみを調整した各年4月の1日当たり売買高。国別に振り分ける際の計算上、合計値は過大に評価されている。

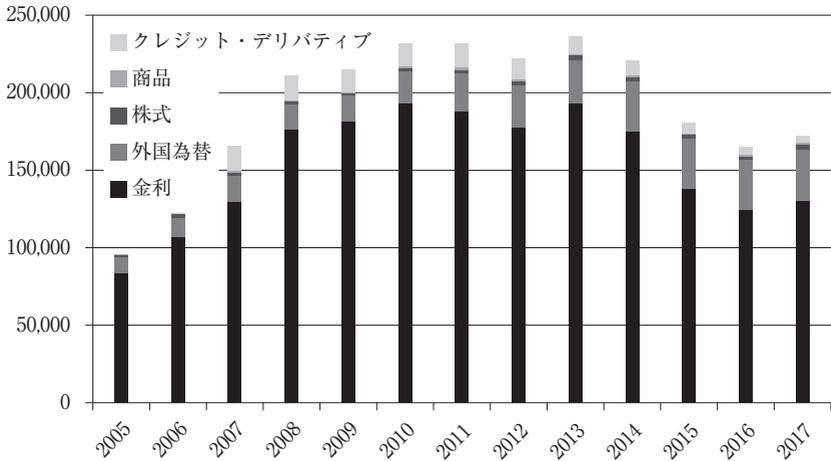
〔出所〕 上表と同じ

8. 店頭デリバティブ市場の特徴 1990年代に入って金利関連商品を中心とした店頭デリバティブ取引の拡大が著しいことはすでに見た通りであるが、想定元本規模で契約残高を見た場合にも、ボラティリティの小さな金利関連の店頭デリバティブ取引が圧倒的に大きく、これに外国為替関連の店頭デリバティブ取引が続き、エクイティ関連や商品関連、近年拡大しつつあるクレジット・デリバティブ取引といった店頭デリバティブ取引は小さい。この理由としては金利変動はあらゆる企業が影響を受けるのに対して、外国為替やエクイティ、商品の価格変動に敏感な企業は少ないからであろう。もちろん、ディーラーは価格が変動するものならば何でも取引するはずであるが、顧客ニーズの少ない商品はディーラーの取引も限られたものにならざるを得ない。

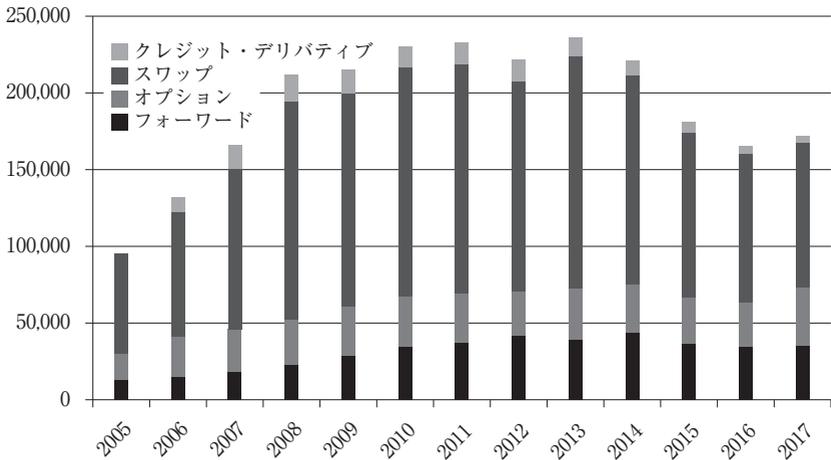
他方、これを商品ごとに分類してみると、スワップ取引のシェアが大きく、これにオプション取引、フォワード取引／先物取引が続き、クレジット・デリバティブ取引はわずかに過ぎない。1994年の金利急騰を受けて店頭デリバティブ取引に絡んだ巨額の損失事件がアメリカで報道され、デリバティブという言葉が世界的にも定着することになったが、デリバティブという言葉のイメージは取引所取引ではなく、店頭デリバティブ取引にあり、スワップ取引、とりわけ金利スワップ取引がその中心となっている。

通貨監督庁（OCC）の銀行デリバティブ・レポートによれば、2017年第4四半期想定元本残高172.0兆ドルのうち25社の上位金融機関の契約残高は171.3兆ドル（99.6%）であり、なかでもJPモルガン・チェイス（28.2%）、シティバンク（26.6%）、ゴールドマン・サックス（24.0%）、バンク・オブ・アメリカ・メリルリンチ（10.5%）といった上位4行の契約残高が圧倒的に大きく、報告を行った1364の金融機関の合計の89.4%にあたる153.8兆ドルにも達している。ただし、想定元本残高はリスク・エクスポージャーそのものではなく、契約の移転が容易ではない店頭デリバティブ取引ではリスク削減のために新たな取引を行う必要から膨らみがちである。ポジションを時価評価したネット・カレント・クレジット・エクスポージャー（NCCE）では想定元本残高の推移とは異なり、2008年末の8041億ドルがピークで2017年末には3370億ドルまで低下してきており、想定元本残高だけを見て店頭デリバティブ取引のリスクを判断するには注意が必要である。

対象別店頭デリバティブ取引残高



形態別店頭デリバティブ取引残高



〔出所〕 Office of the Comptroller of the Currency, *OCC's Quarterly Report of Bank Trading and Derivatives Activities* (<https://www.occ.gov/topics/capital-markets/financial-markets/derivatives/derivatives-quarterly-report.html>)

9. クレジット・デリバティブ取引 クレジット・デリバティブ取引は貸付債権や社債の信用リスクをスワップやオプションの形式で売買する取引の総称であり、従来のデリバティブ取引が市場リスクを取引してきたのに対して、信用リスクが取引対象となっている点が異なる。信用リスクの取引は保証の取引とも言えるが、デリバティブ取引という形態をとることによって、債務不履行に対する保証だけではなく、業績悪化による信用力の低下といった状況を取引の対象とする商品など、多種多様な商品が生み出されている。

クレジット・デリバティブ取引ではクレジット・デフォルト・スワップ(CDS)、トータル・レート・オブ・リターン・スワップ(TROR)、クレジット・リンク債(CLN)の3つが代表的な取引形態である。まず、CDSは貸付債権の信用リスクを保証してもらうオプション取引であり、貸付債権にデフォルト(債務不履行)が起こった際、その損害額が保証されるが、プレミアムの支払いに交換の形式が利用されるところに、この名前は由来している。次に、TRORは債券の生み出す全損益(クーポンと評価損益)と市場金利を交換する取引であり、保有する債券を売却できない場合などに利用される。そして、CLNは信用リスクを異なる発行主体の債券に結びつけた債券であり、CDSの仕組みを債券に取り入れたものと言える。CLNは契約で指定する会社に債務不履行などが発生しなければ満期日に額面で償還されるが、債務不履行などが発生すると期限前に減額した形で償還される。CDSを売るには保証する側に十分な保証能力が必要だが、CLNは債券を購入するという形で保証を行うため、投資家の信用力に関係なく取引が成立するという利点をもつ。

OCCの銀行デリバティブ・レポートではクレジット・デリバティブ取引を独立の項目として分類しており、金利関連、外国為替関連、株式関連、商品関連、クレジット・デリバティブ取引という対象別分類でも、フォワード取引、オプション取引、スワップ取引、クレジット・デリバティブ取引という形態別分類でも、2007年まではクレジット・デリバティブ取引の成長率が高かった。しかし、アメリカのサブプライム・ローン問題に端を発した金融危機は多くの金融機関の破綻をもたらし、破綻直前にはCDSの急騰と株価の急落が生じたことから、クレジット・デリバティブ取引に対する批判が強まっており、2008年をピークとして減少傾向にある。

アメリカの取引対象別店頭デリバティブ取引残高

(単位 10億ドル)

対象年	金利	外国為替	株式	商品	クレジット・デリバティブ	合計
2005	84,530 (88.4%)	9,289 (9.7%)	1,255 (1.3%)	552 (0.6%)	0 (0.0%)	95,626
2006	107,435 (81.7%)	11,900 (9.0%)	2,271 (1.7%)	893 (0.7%)	9020 (6.9%)	131,519
2007	129,491 (78.2%)	16,614 (10.0%)	2,524 (1.5%)	1,067 (0.6%)	15,863 (9.6%)	165,559
2008	175,895 (83.2%)	16,224 (7.7%)	2,207 (1.0%)	1,061 (0.5%)	16,029 (7.6%)	211,416
2009	181,454 (84.5%)	16,555 (7.7%)	1,685 (0.8%)	979 (0.5%)	14,112 (6.6%)	214,785
2010	193,399 (83.7%)	20,990 (9.1%)	1,364 (0.6%)	1,195 (0.5%)	14,151 (6.1%)	231,099
2011	187,866 (81.3%)	25,436 (11.0%)	1,606 (0.7%)	1,330 (0.6%)	14,759 (6.4%)	230,998
2012	177,650 (80.1%)	27,587 (12.4%)	1,970 (0.9%)	1,397 (0.6%)	13,190 (5.9%)	221,794
2013	193,084 (81.8%)	28,480 (12.1%)	2,028 (0.9%)	1,209 (0.5%)	11,191 (4.7%)	235,992
2014	174,698 (79.0%)	33,183 (15.0%)	2,537 (1.1%)	1,222 (0.6%)	9,449 (4.3%)	221,078
2015	138,363 (76.5%)	32,100 (17.7%)	2,395 (1.3%)	1,108 (0.6%)	6,986 (3.9%)	180,952
2016	124,480 (75.3%)	31,737 (19.2%)	2,475 (1.5%)	1,257 (0.8%)	5,293 (3.2%)	165,243
2017	130,423 (75.8%)	32,903 (19.1%)	3,080 (1.8%)	1,373 (0.8%)	5,090 (3.0%)	171,964

[出所] Office of the Comptroller of the Currency, *OCC's Quarterly Report of Bank Trading and Derivatives Activities* (<https://www.occ.gov/topics/capital-markets/financial-markets/derivatives/derivatives-quarterly-report.html>)

アメリカの取引形態別店頭デリバティブ取引残高

(単位 10億ドル)

形態年	フォワード	オプション	スワップ	クレジット・デリバティブ	合計
2005	12,057 (12.6%)	18,858 (19.7%)	64,712 (67.7%)	0 (0.0%)	95,627
2006	14,882 (11.3%)	26,277 (20.0%)	81,340 (61.8%)	9,020 (6.9%)	131,519
2007	18,867 (11.4%)	27,727 (16.7%)	103,102 (62.3%)	15,863 (9.6%)	165,559
2008	22,529 (10.7%)	29,747 (14.1%)	143,111 (67.7%)	16,029 (7.6%)	211,416
2009	29,652 (13.8%)	31,884 (14.8%)	139,138 (64.8%)	14,112 (6.6%)	214,786
2010	35,539 (15.4%)	32,078 (13.9%)	149,331 (64.6%)	14,151 (6.1%)	231,099
2011	37,469 (16.2%)	32,505 (14.1%)	146,266 (63.3%)	14,759 (6.4%)	230,998
2012	41,621 (18.8%)	30,375 (13.7%)	136,608 (61.6%)	13,190 (5.9%)	221,794
2013	40,027 (17.0%)	32,305 (13.7%)	152,469 (64.6%)	11,191 (4.7%)	235,992
2014	43,380 (19.6%)	33,081 (15.0%)	135,169 (61.1%)	9,449 (4.3%)	221,078
2015	35,685 (19.7%)	30,889 (17.1%)	107,392 (59.3%)	6,986 (3.9%)	180,952
2016	34,193 (20.7%)	29,373 (17.8%)	96,384 (58.3%)	5,293 (3.2%)	165,243
2017	34,407 (20.0%)	38,847 (22.6%)	94,524 (55.0%)	5,090 (3.0%)	171,964

[出所] 上表と同じ。

10. 店頭デリバティブ規制 店頭デリバティブ取引には銀行、証券会社、先物会社、保険会社、事業会社等、あらゆる業態の法人が市場に参加してきたため、市場全体を管轄する規制主体は存在しない。アメリカでは、先物取引および先物オプション取引に関しては商品先物取引委員会（CFTC）、証券取引および株式・株価指数等現物オプション取引は証券取引委員会（SEC）が管轄しており、それぞれ商品先物法と証券法による規制の対象となっている（個別株先物とナロー・ベースの株価指数はCFTCとSECの共同監督）。これに対して、証券形態をとらない店頭デリバティブ取引については、1992年の商品先物取引慣行法に基づいてCFTCが管轄から除外したことによって実質的に法律に制約されないことになったが、その後もスワップ取引が商品先物法の対象となるかどうかが問題となり、2000年の商品先物取引近代化法のもとで商品先物法の対象外であることが明確になった。

2008年の金融危機を経て、2009年に発足したオバマ政権は金融市場規制改革を目指し、2010年に成立したドッド・フランク法（ウォール街改革および消費者保護法）のタイトルⅦ（ウォール街の透明性と説明責任法）の中では店頭デリバティブ・ディーラーに対するプルーデンス規制や規制されたセントラル・カウンターパーティでの清算等、店頭デリバティブ取引に対する新たな規制の導入がはかられている。従来は市場参加者によるリスク管理の改善や自主規制の強化という形で市場競争や市場規律を重んじるという規制アプローチがとられてきたが、金融危機の中でCDSを代表とする店頭デリバティブ市場でのリスクの積み上げが危機を伝播させたという認識が定着し、店頭デリバティブ取引を直接監視する規制アプローチへと大きく転換しようとしている。

ドッド・フランク法タイトルⅦによって店頭デリバティブ取引全般が規制の対象とされ、CFTCやSEC等の連邦監督機関に連邦法による監督権限が与えられることになったが、取引対象による監督機関の違いや多くの除外規定が設けられることになったという問題も残っている。また、共和党のトランプ大統領が就任し、銀行の自己売買取引を禁じたボルカー・ルールが緩和されようとしている中、店頭デリバティブ取引に対する規制も緩和される可能性があり、今後の動向を見守る必要があるだろう。

ドッド・フランク法タイトルⅦに基づく店頭デリバティブ規制

主な記述	Subtitle A (CFTC)	Subtitle B (SEC)
定義 スワップ・ディーラーと参加者 証券ベース・スワップ・ディーラーと参加者	Sec. 721 (a) Sec. 721 (c)	Sec. 761 (a) Sec. 761 (a)
スワップおよび証券ベース・スワップの清算 Derivative Clearing Organization (DCO) を通じた清算の要求 Clearing Agency を通じた清算の要求 清算義務が適用除外となる取引 公開会社がカウンター・パーティとなる場合の清算義務適用除外規定	Sec. 723 (a) Sec. 723 (a) Sec. 723 (b)	Sec. 763 (a) Sec. 763 (a)
デリバティブ取引の清算機関に対する規制 スワップを対象とする DCO の CFTC への登録 DCO に対する規則 証券ベース・スワップを対象とする Clearing Agency の SEC への登録	Sec. 725 (a) Sec. 725 (c)	Sec. 763 (b)
取引所外での取引の制限	Sec. 723 (a)	Sec. 763 (e)
スワップ取引情報の報告要求	Sec. 727	
スワップ・データ蓄積機関 (Swap Data Repository) と登録	Sec. 728	Sec. 723 (i)
清算を要求されないスワップに対する報告と記録保持の要求	Sec. 729	Sec. 766 (a)
大規模スワップ取引者に対する報告要求	Sec. 730	Sec. 763 (i)
スワップ・ディーラーと大規模スワップ取引者に対する規制	Sec. 731	Sec. 764
スワップ執行ファシリティ (Swap Execution Facility) 証券ベース・スワップ・ディーラーおよび参加者 登録, 報告, 最小資本およびマージンの要求, 取引内容の記録と保管等	Sec. 733	Sec. 763 (c) Sec. 763 (e)
不正取引 インサイダー取引 その他	Sec. 746 Sec. 747 Sec. 753	Sec. 763 (g)

〔出所〕 若園智明「米国における店頭デリバティブ規制アプローチの変遷」『証券経済研究』79号 (2012年9月) より作成

第8章 証券決済制度

1. アメリカの証券決済制度の概要 一般に、証券会社を通じた証券の取引の決済は、発注した投資家と証券会社との間の証券の受渡および代金支払いと、投資家の注文を市場で執行した証券会社間の証券の受渡、代金支払の2つの側面に大きく分けることができる。

後者（ストリート・サイド）は、個別取引ごとに、証券会社間の相対で決済するのではなく、清算機関において同一銘柄に関する全ての取引がネットイングされ、決済に関わる証券、資金の移動量が削減された上で、証券に関しては、証券預託機関における口座振替で決済されるのが一般的である。

アメリカの場合、株式、社債、地方債、投資信託およびコマーシャルペーパーなどの主たる決済に関わる機関のうち、清算機関として NSCC (National Securities Clearing Corporation) が、証券預託機関としては DTC (Depository Trust Company) が存在する。1999年これらの2社を含め、証券決済と清算に関わる数社が合併し、持株会社 DTCC (Depository Trust & Clearing Company) が設立された。現在、NSCC と DTC は DTCC の完全子会社となっている。

一方、政府債は、連邦準備銀行にブックエントリーされ、連邦準備制度が運営する Fedwire を通じて、取引ごとに、グロス・セトルメントされる。ただし、一部の参加者は FICC (Fixed Income Clearing Corporation) の会員となっており、この場合、会員間の取引は FICC で清算された上で、Fedwire を通じた決済がなされている。FICC は DTCC の完全子会社であり、それまで政府債の清算を行っていた GSCC (Government Securities Clearing Corporation) と Mortgage-Backed Securities (不動産担保証券) の清算を行っていた MBSCC (Mortgage-Backed Securities Clearing Corporation) の合併によって設立されたものである。

こうしたアメリカの証券決済制度は、1960年代後半の出来高急増への対応を原点としている。株式の場合、67年から68年のいわゆるペーパー・クライシスの反省の下に1973年に DTC が、1976年に NSCC が設立された。ペーパー・クライシスとは、株式取引の急増に、そのバックオフィス業務である決済が追いつかず取引を中断しなければならなかった状態を指す。

アメリカの証券決済関連機関

略称	正式名称	主たる業務		取扱証券
DTCC	The Depository Trust & Clearing Corporation	1999年 DTC と NSCC が合併し、設立した持株会社。参加者が出資。DTC と NSCC は DTCC の100%子会社となった。	持株会社	
DTC	The Depository Trust Company	会社証券、地方債、ADR などの証券の預託を受け、この管理と口座振替決済を担う。アメリカにおける CSD (Central Securities Depository)。	子会社	エクイティ、社債、地方債、ADR など
NSCC	National Securities Clearing Corporation	通常の証券会社に関する内閣府令間の証券取引の取引照合、清算を行う清算会社。この他、証券会社と投資運用会社間のメッセージ交換、清算サービス (Fund/SERV) など各種の関連サービスを提供。	子会社	エクイティ、社債、ADR、地方債など
FICC	Fixed Income Clearing Corporation	2003年、政府債の清算会社であった GSCC (Government Securities Clearing Corporation) とモーゲージ・バック証券の清算会社であった MBSCC (Mortgage-Backed Securities Corporation) の合併によって設立された清算会社。	子会社	the Government Securities Division: 財務省証券、政府関係機関証券 the Mortgage-Backed Securities Division: モーゲージ・バック証券
DTCC Deriv/SERV LLC		OTC デリバティブに対し自動化された照合、確認サービスを提供する会社。	子会社	OTC デリバティブ
DTCC Derivatives Reository Ltd. (Europe)		2010年12月にロンドンに設立した DTCC Deriv/SERV LLC の子会社で、TIW が保有する情報との同期性を確保した、OTC の株式、クレジットおよび金利デリバティブの国際的な取引情報蓄積機関。	子会社	OTC デリバティブ
DTCC Data Repository (U.S.) LLC		スワップ取引のデータ(を蓄積する国際的な取引情報蓄積機関 (Swap Data Repository ("SDR"))。同社が提供する SDR サービスにより利用者は、ドッド・フランク法の消費者保護規定 Pub.L. 111-203, H.R. 4173, 報告を行うことができる。		OTC デリバティブ
DTCC Data Repository (Japan) KK		日本における店頭デリバティブ取引情報蓄積機関。2013年4月業務開始。対象商品は、金利、為替、クレジット、株式関連の店頭デリバティブ取引。		OTC デリバティブ
DTCC Data Repository (Singapore) PTE.Ltd.		シンガポールにおける店頭デリバティブ取引情報蓄積機関。		OTC デリバティブ
DTCC solutions LLC		金融機関に対し、コーポレート・アクション情報の通知業務等を行う会社。	子会社	
FRBのブックエントリーシステム	The Federal Reserve Book Entry System	財務省証券、政府関係機関債の講座振替決済とそれに伴う資金決済を担う。		財務省証券、政府関係機関債

(出所) DTCC 他

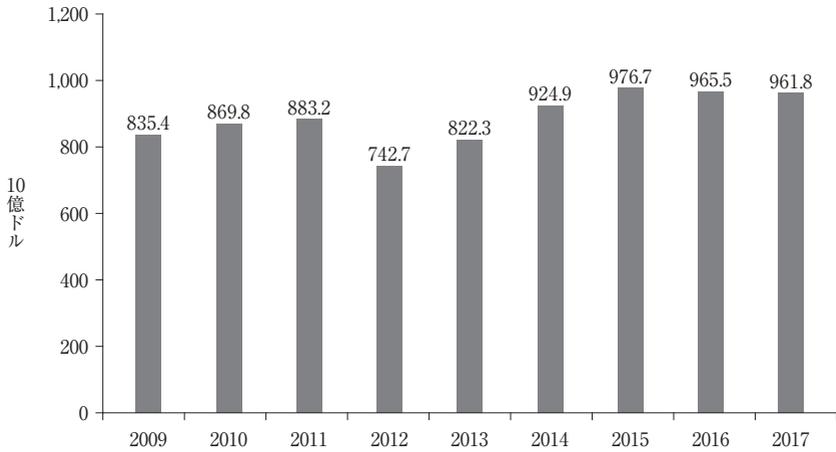
2. NSCC の役割 アメリカにおいて、株式、社債および地方債の取引の清算業務を担っているのが、NSCC (National Securities Clearing Corporation) である。NSCC は1976年にニューヨーク証券取引所、アメリカン証券取引所、NASD のそれぞれの清算会社の統合により設立された。設立当初、株式を対象としていたが、その後、社債、地方債、CP、投資信託など広範囲な証券に拡大している。1999年に、NSCC および DTC は共に持株会社である DTCC の完全子会社となった。

NSCC で清算される取引は、全市場での取引であり、取引所、NASDAQ、その他の店頭市場、あるいは ECN など、どのような市場で取引されるかに係わらず、全て NSCC に集中され清算される。すなわち、個々の参加者の全ての証券取引 (銘柄別)、資金取引は、NSCC を相手とするそれぞれ 1 件の取引に集約される。NSCC は、売り手の債務である証券の引渡し、買い手の債務である資金の引渡しを引受けると同時に、売り手の資金の受取り、買い手の資金の受取りという債権を取得する。つまり、証券売買のカウンターパーティになることによって、取引の債権債務を保証する。NSCC 会員は取引所会員に限定されるわけではなく、店頭のみで取引を行う取引所非会員会社も、NSCC 会員として清算処理に参加できる。

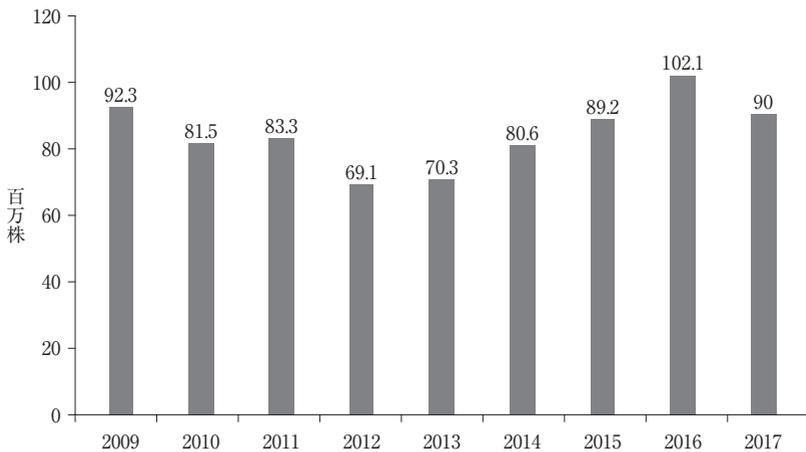
ニューヨーク証券取引所の Universal Trade Platform (UTP) など、注文段階からコンピュータへの入力となっている取引の場合は、注文が人手を介さず成立する。この場合、locked-in 取引としてそれぞれの取引所で既に照合され、そのまま NSCC での清算処理に移行する。取引所における伝統的な方法による注文成立の場合は、取引所から NSCC に売買双方の取引内容が通知され、NSCC のシステム上で取引照合が行われ清算処理される。

一方、NASDAQ やその他の店頭における証券会社間の電話での取引の場合は、取引当事者双方が、取引内容を ATC (Automated Confirmation Transaction) というシステムに入力することにより、NSCC のシステムを通じて取引内容の照合が行われ、その上で清算処理が行われる。その後、銘柄、数量、価格などの取引の様々な要素が確認され、取引の詳細が、多くの場合、取引日当日に NSCC 参加者に報告される。参加者が取引記録をすべての国内市場取引に利用できるように、報告書は共通形式で作成される。

1日平均清算金額



1日平均清算量



3. DTCの役割(1) アメリカにおける証券預託機関はDTC (Depository Trust Company) である。1973年に、ニューヨーク証券取引所の100%子会社として設立され、その後、アメリカン証券取引所、NASD、証券会社、銀行、信託会社も出資者となった。1999年、DTCC (Depository Trust and Clearing Corporation) が設立され、清算機関であるNSCCなどとともに、DTCもDTCCの完全子会社となった。

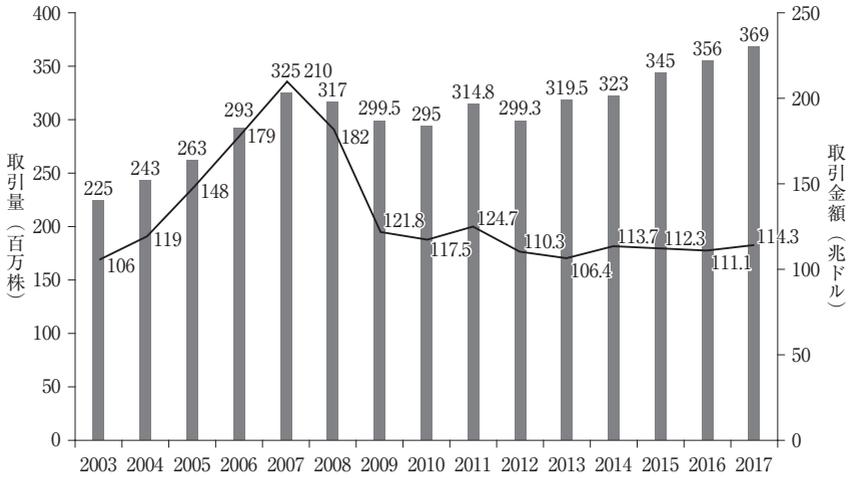
DTCの参加者は、証券会社、銀行、投資会社、保険会社、年金基金などである。通常、証券会社、銀行はDTC内に自己名義で口座を持つ直接会員となっており、投資会社、保険会社、年金基金などは、直接会員を通じて決済を行う間接会員となっている。

参加者が証券を預託する場合、前日までに参加者端末への入力 (Participant Browser Services (PBS)) またはコンピュータ直結の指示により、DTCのコンピュータに預託指図を行う。DTCは参加者から送られてきた証券の内容を入力し、これにより参加者口座の残高が発生する。その後、証券は名義書換代理人に送られる。名義書換代理人は、これを消滅させ、代わりにDTCのノミニーであるCede&Co.名義の大券を発行する。これがDTCの金庫に保管される。本人名義のままDTCでの保護預りを望む顧客に対しては、Cede&Co.名義に書き換えずに保管するサービスDRS (Direct Registration System) が提供されている。

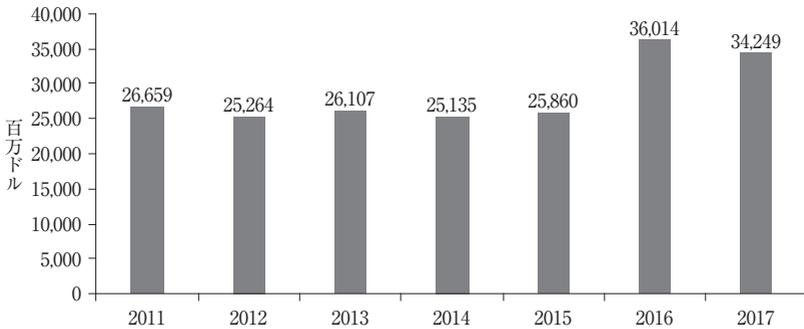
配当は、配当支払い代理人からチェース銀行口座へFedwireで振り込まれ、チェース銀行はFedwire内のDTC口座へ送金する。DTCはこれを各参加者の清算銀行へFedwireで送金する。なおDTCは、ニューヨーク州銀行法に基づく銀行として設立されているため、Fedwireに参加できる。この他、償還の処理や、リオーガナイゼーション (合併やTOBに伴う証券の移動)、証券担保金融に伴う口座処理などもDTCを通じて行われる。

また、2014年10月6日に開始された欧州証券決済期間T+2への短縮化を受け、2017年9月5日から、アメリカ、カナダ、メキシコの株式、社債等の証券の決済期間が約定日から換算し4営業日目 (T+3) から3営業日目 (T+2) に短縮された。

DTCCの決済



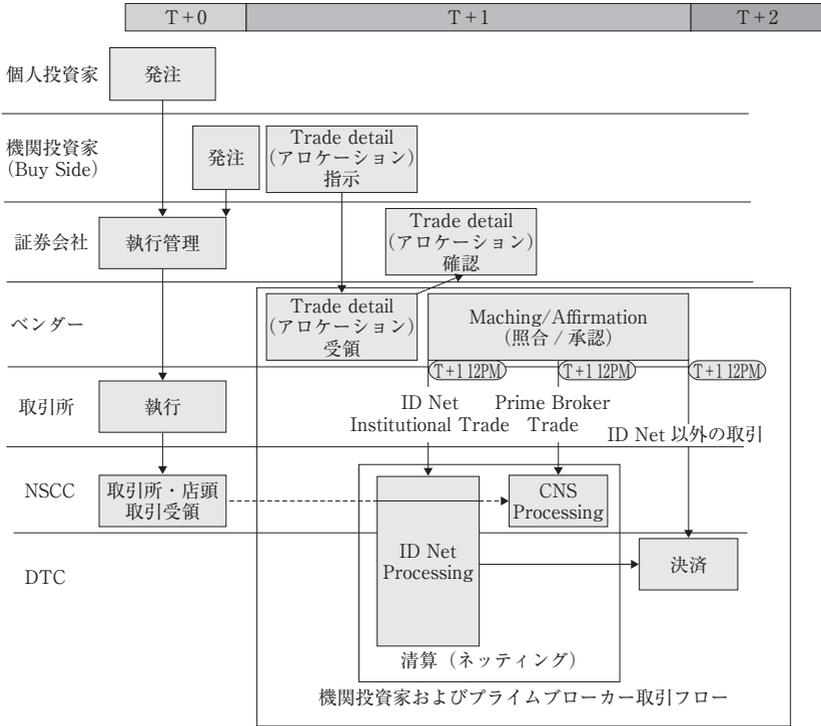
DTCCの資産



4. DTCの役割(2) 証券売買が成立すると、取引の当日、その取引の詳細な情報が、通常、取引市場によって決済のプロセスを進めるために清算機関である NSCC に送られる。現在では、99.9%の証券は取引市場によって、数量、価格、銘柄を含めた取引詳細が既に照合された「ロックイン取引」として NSCC に送られる。NSCC は参加者に対し、「Tコントラクト(契約書)」という自動的に作成されたレポートを送信する。このレポートは法的に拘束力のある文書であり、取引の詳細を示している。これらのレポートによって、取引が清算と決済の手続きに入ったことを確認することができる。NSCC は T + 1 に、決済日に必要である、照合されたすべての取引、ネットのポジションおよび代金の決済の要約を証券会社に発行する。決済日(T + 2)には、ネットイングを行った後の買い手には証券が、売り手には資金が受け渡される。資金の受け渡しに関しては、ブローカー・ディーラーは決済銀行に対し、Fedwire を通じて、NSCC の代理人としての DTC への資金の支払い、または DTC からの資金の受け取りを指示する。一方、証券の受け渡しについては、一般的に物理的な手渡しは行われず、決済日当日、NSCC から DTC に振替指図が行われる。DTC はこれを受け、売り方証券会社の口座から DTC 内にある NSCC の口座へ、その後は NSCC の口座から買い方証券会社の口座へ証券を移動させる。DTC はブローカー・ディーラーの口座をブック・エントリーで電磁的に増減させることによって、所有権を移転させる。

DTC では、決済リスク対策として DVP (Delivery versus Payment) を実施している。その方式は、口座振替の行われた取引については、その時点で資金の支払いを DTC が確実に保証するというものである。この保証を行うために DTC ではネット・デビット・キャップ (Net Debit Cap)、担保モニター、参加者ファンドなどの制度を設けている。ネット・デビット・キャップとは、参加者がその日に DTC に支払う予定の債務額の上限を設定するものであり、担保モニター (Collateral Monitor) とは、参加者の DTC への支払予定額は常に担保されていることを要する制度である。参加者ファンド (Participants Fund) とは、参加者が、支払不能の場合に備え、DTC の参加者ファンドに現金を預託する制度である。また、DTC は、銀行から借入可能枠を保証されている。2017年9月5日から決済期間が T + 3 から T + 2 に短縮化された。

T + 2 決済のワークフロー



5. 機関投資家向けネットティングサービス (ID ネット) 投資信託、保険会社、ヘッジファンド、年金基金や銀行などの機関投資家は、通常証券会社を通じて、一回に同一銘柄を一度に大量に売買するブロック取引を行う。ブロック取引は相対取引である。これらの取引の注文を受けた証券会社は、大口注文によるマーケットインパクトを回避し、取引の確実性を維持するために、大口取引を一度に行う場合もあれば、分割する場合もある。取引を分割する場合には、数日に分けて執行されることもある。機関投資家の証券取引は通常、NSCCのクリアリングを通じた決済システムに流れず、他の取引とネットティングされない。従って、機関投資家の取引は、通常、取引ごとに決済される。

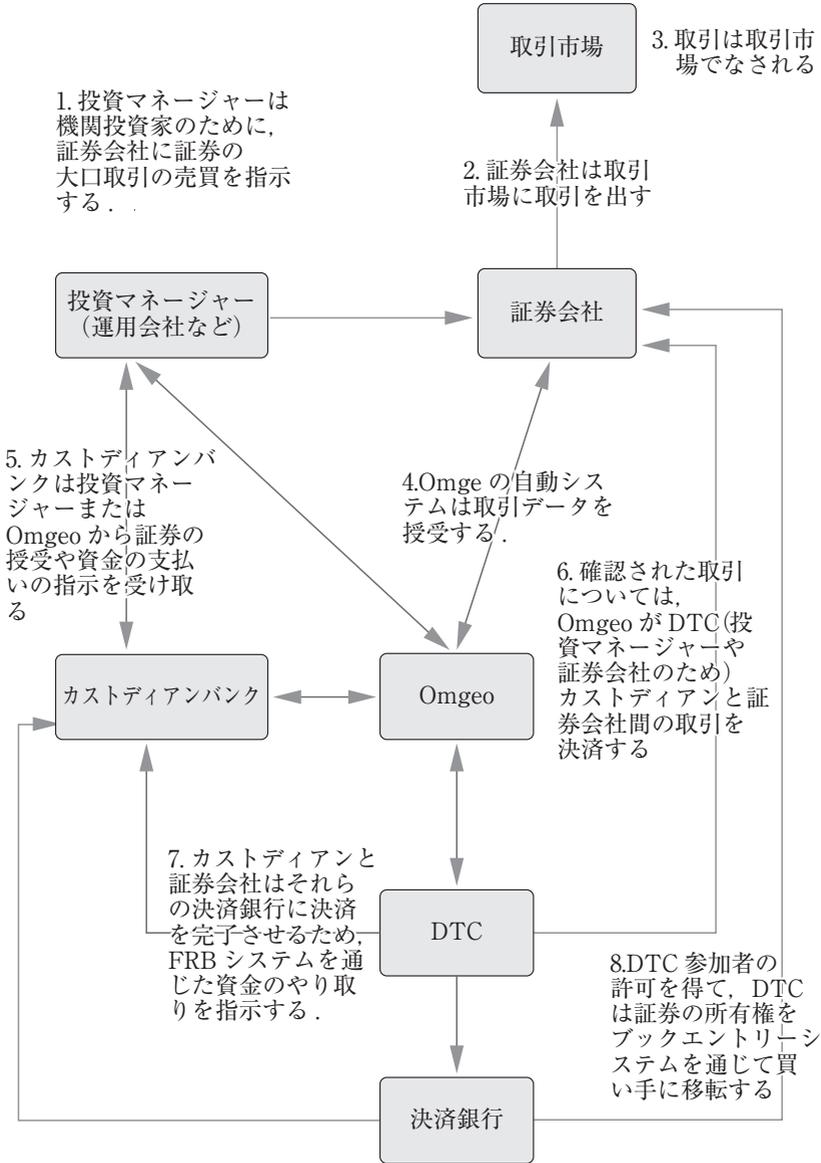
そこで、機関投資家の取引の決済コストおよびフェイルを削減するために、NSCCとDTCは、共同してIDネットという機関投資家向けサービスを提供している。これによって、機関投資家による取引はネットティングのメリットを最大限に利用できる。

IDネットシステムは2008年より開始した。IDネットサービスは、確認済み、照合済みの機関投資家取引を基本的に2つに分ける。ひとつは、ブローカーに、CNS内での機関投資家取引と他の取引を結合されることを認める方法と、もうひとつは、インベストメント・マネージャーの顧客に対してのカस्टディアンとして行動する銀行が取引ごとに決済する方法である。

その結果、IDネットでは、清算と決済を一連の流れで行うことが可能となり、決済費用を削減し機関投資家の株式取引照合ミスを減少させることが可能になる。また、IDネット適格証券の照合の迅速化を促進することができる。また、ネットティングを通じて、機関投資家取引の決済量を削減することができる。

IDネットを通じた取引はOmgeoのTradeSuiteシステムを通じて、確認・照合された後、当事者に通知される。その後、Omgeoは、ネットティングによって決済に必要な証券や支払いを削減した上でIDネットサービスを受けている会社に対してその情報を送る。それと同時に、カस्टディアン銀行は、ネットティングの結果に応じて証券の受け手になるか、資金の受け手になる。これらは、NSCCによって開設されたオムニバス口座を通じて行われる。Omgeoからの取引の照合の受け取りは、IDネットシステムによって自動化されている。

機関投資家取引



6. 政府債の決済制度 財務省証券、政府関係機関債は、連邦準備銀行に開設された口座にブックエントリーされており、連邦準備制度が運営するRTGS (Real Time Gross Settlement) システムである Fedwire が、証券および資金口座振替に関する通知に利用されている。

Fedwire は、銀行を参加者としたシステムであるため、証券会社や投資家が直接アクセスするのではなく、連邦準備銀行内に口座を持つ清算銀行に口座を開設し、同銀行に指示を出すことにより決済を実現する。

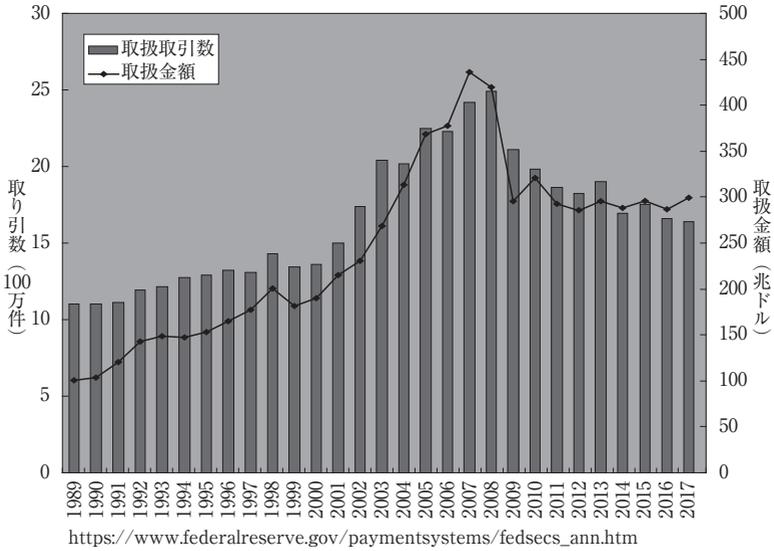
ディーラー間で取引が行われると、清算銀行に対して指示がなされ、T + 1 において、各銀行が連邦準備銀行に開設する証券口座と資金口座の間で、それぞれ口座振替がDVPで行われる。証券会社と機関投資家の間の取引の場合も、通常、機関投資家がカストディアン契約を結んでいる銀行と、証券会社の清算銀行との間で Fedwire を通じた決済がなされる。

財務省証券等のプライマリー・ディーラーの清算銀行は、チェース銀行などニューヨークを本拠とする数行に集中している。このため、ニューヨーク連邦準備銀行が政府債の決済の大半を担っている。なお、従来、ニューヨーク連邦準備銀行も含め12の連邦銀行が決済システムを運営していたが、1998年3月、全国の連邦準備銀行を統合するナショナル・ブックエントリー・システム上での決済に移行した。

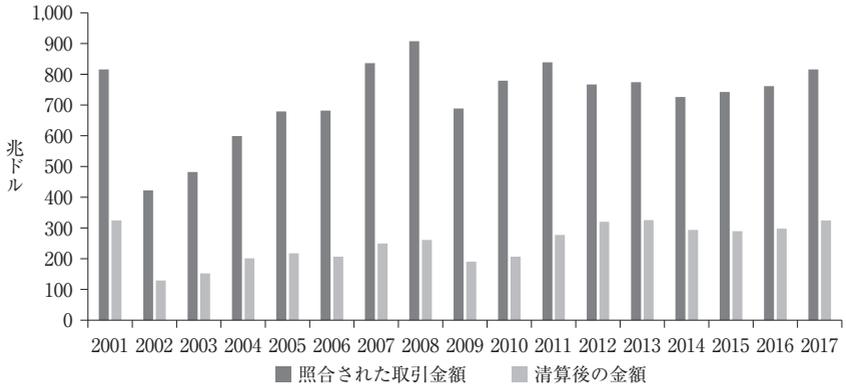
Fedwire を通じた決済は、個別の指示ごとに決済が行われるグロス・セトルメントとなっているが、1日の間では、買い手の口座が一時的に資金不足となる局面も生じうる。これに対して、連邦準備銀行はオーバードラフトで対応している。

1986年にGSCC (Government Securities Clearing Corporation) が設立され、参加者間の政府証券取引の自動照合と清算を開始した。現在は、FICC (Fixed Income Clearing Corporation) を通じた自動照合と清算がなされている。FICC は、2003年1月に業務を開始したDTCCの子会社であり、GSCC と、それまでMortgage-Backed Securitiesの清算を行っていたMBSCC (Mortgage-Backed Securities Corporation) の合併によって設立されたものである。FICCを利用する場合、ネット尻のみが清算銀行を通じて、連邦準備銀行の口座内で決済されることになる。

Fedwire の証券決済



Fedwire の扱うアメリカ政府債の清算



7. 店頭デリバティブの決済（1） 取引所で取引されるデリバティブが規制され、標準化されているのに対し、店頭デリバティブは、顧客のニーズに応じてカスタマイズされている。店頭デリバティブは、分散投資目的やボラティリティや金利、為替、元本を保護するため、投資銀行や機関投資家、ヘッジファンドなど多くの投資家によって利用されている。店頭デリバティブは、かつて、電話やファックスなどを用いた取引が紙ベースで行われていた。これらの取引は、国際的に行われるため、取引に関する法的文書に標準化されたものが少ない。このような標準化の欠如のため、しばしばエラーや遅延、重大なオペレーショナル・リスクが生じていた。

また、金融危機を契機に、店頭デリバティブの規制を強化する必要性が各国においても認識され、G20においても議論がなされることとなった。2009年9月、G20ピッツバーグ・サミットにおいて、「遅くとも2012年末までに、標準化されたすべての店頭デリバティブ契約は、適当な場合には、取引所又は電子取引基盤を通じて取引され、中央清算機関を通じて決済されるべきである。店頭デリバティブ契約は、取引情報蓄積機関に報告されるべきである。中央清算機関を通じて決済がされない契約は、より高い所要自己資本賦課の対象とされるべきである。我々は、金融安定化理事会（Financial Stability Board：FSB）とその関連メンバーに対して、実施状況及びデリバティブ市場の透明性を改善し、システムック・リスクを緩和し、市場の濫用から守るために十分かどうかにつき、定期的に評価することを要請する。」との首脳声明がなされた。これを受け、FSBは2010年10月、「Implementing OTC Derivatives Market Reforms（店頭デリバティブ市場改革の実施に関する報告書）」と題する報告書を公表した。この中にも清算業務に関する勧告や取引情報の報告に関する勧告事項が含まれている。更に、2011年11月のG20カンヌ・サミットで、中央清算されないデリバティブ取引についての証拠金規制に係る国際的に整合的基準を市中協議に付すことを要請されたバーゼル銀行監督委員会（BCBS）および証券監督者国際機構（IOSCO）は、2013年9月「中央清算されないデリバティブ取引に係る証拠金規制」の最終報告書を発表した。更に、清算集中への移行および取引所もしくは電子取引基盤における取引の促進については、ドッド・フランク法723条および763条においても規定された。

アメリカの OTC デリバティブの清算機関

清算機関	運営権限を有する国	取扱デリバティブ
CME グループ (CME クリアリング, CME's クリアポート)	AU ; CA ; EU ; HK ; JP ; MX ; SG ; US	CO (商品), CR (クレジット), EQ (エクイティ), FX (為替), IR (金利)
ICE クリア・クレジット	CA ; EU ; US	CO, CR, FX, IR
LCH クリア ネット (US) LLC	CA ; US	IR
OCC (Option Clearing Copration)	CA ; EU ; US	CO, EQ

〔出所〕 FSB : OTC Derivatives Market Reforms Twelfth Progress Report on Implementation, 29 June 2017

アメリカの OTC デリバティブの取引情報蓄積機関

取引情報蓄積機関	取扱デリバティブ	運営権限を有する国	グループ会社
BSDR LLC	CO (コモディティ), CR (クレジット), EQ (エクイティ), FX (為替), IR (金利)	US	Bloomberg グループ
Chicago Mercantile Exchange Inc.	CO, CR, EQ, FX, IR	AU, CA, US	CME グループ
DTCC-DDR	CO, CR, EQ, FX, IR	AU, CA, US	DTCC グループ
ICE Trade Vault	CO, CR	US	ICE グループ

〔出所〕 FSB : OTC Derivatives Market Reforms Twelfth Progress Report on Implementation, 29 June 2017

8. 店頭デリバティブの決済（2） 2009年9月のG20ピッツバーグ・サミットにおける声明やその後の金融安定化理事会（Financial Stability Board：FSB）の報告書を受け、アメリカにおいても店頭デリバティブ規制の法制化の議論が開始された。

アメリカではそれまで規制の対象外とされていた店頭デリバティブであったが、2010年7月に成立した「ドッド＝フランク・ウォールストリート改革および消費者保護法」（以下、ドッド・フランク法）に店頭デリバティブ取引に関する規制が規定された。

CDSを中心とした店頭デリバティブ取引は、取引所で取引されているデリバティブ取引とは異なり、標準化されておらず、取引する顧客のニーズに応じてカスタマイズされている。そのため、取引の詳細が不透明であり、金融危機の際、流動性が低下し、AIGなどの経営破綻に繋がったとされる。

ドッド・フランク法によって、商品先物取引委員会（Commodity Futures Trading Commission：CFTC）および証券取引委員会（Securities and Exchange Commission：SEC）に対して、店頭デリバティブ市場を規制する権限が与えられ、CFTCおよびSECが具体的な諸規則を策定することとなった。

具体的には、ドッド・フランク法は723条および763条でスワップ取引等を行う者に対し、一定の例外を除いて、清算集中を義務付けた。また、清算を義務付けられた取引は、取引所または登録された取引執行ファシリティでの取引が義務付けられた。清算を義務付けられた取引は、中央清算機関（CCP）を通じて清算することが義務付けられた。一方、清算機関での清算が行われない店頭デリバティブ取引に対しては、証拠金規制が課された。

また、清算機関での清算を行ったか否かに関わらず、取引情報を取引情報蓄積機関（TR）に報告することが義務付けられた（727条および763条(i)）。

現在、アメリカにある清算機関には、CMEクリアリング、ICEクリアクレジット、LCHクリアネット、OCCがある。

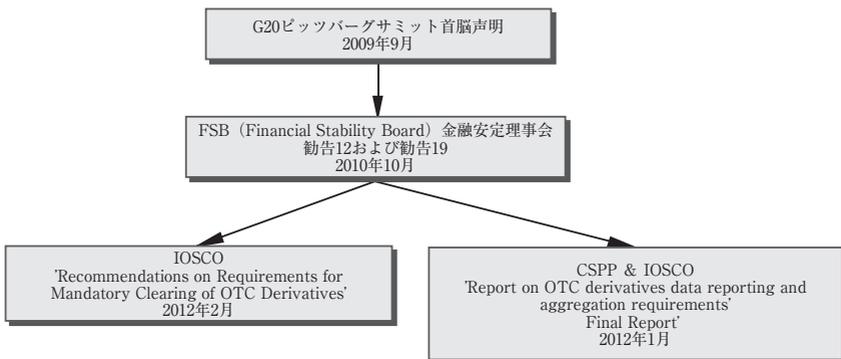
また、アメリカの取引情報蓄積機関には、BloombergグループのBSDR LLC、CMEグループのChicago Mercantile Exchange Inc. DTCCグループのDTCC Data Repository (U.S.) LLC（“DDR”）、ICEグループのICE Trade Vaultがある。これらはCFTCに登録されている。

G20ロスカボス・サミット首脳宣言平成24年6月（抜粋）

我々は、2012年末までに、標準化されたすべての店頭デリバティブ契約は、適当な場合には、取引所又は電子取引基盤を通じて取引され、中央清算機関を通じて決済されるべきであり、店頭デリバティブ契約は取引情報蓄積機関に報告されるべきであり、中央清算されない契約はより高い自己資本賦課の対象とされるべきである、との我々のコミットメントを再確認する。我々は、改革の実施に関するFSBの進捗報告書を歓迎する。中央清算のための強靱で実効的なグローバル枠組みに関する4つのセーフガードについて著しい進展が達成された今、各国・地域は、中央清算に関するG20のコミットメントを満たすために迅速に最終的な意思決定を行い、必要とされる法令や規制を導入するべきである。我々は、中央清算されないデリバティブの証拠金に関する国際的に整合性のある最低基準を促進するための主要な原則の策定に向けた進捗を認識し、国際基準設定主体に対し、その他の店頭デリバティブ改革及びバーゼル自己資本枠組みの実施期限に間に合うように、提案されたグローバルな証拠金基準を本年末までに最終化させるよう奨励する。（外務省訳）

FSB “Implementing OTC Derivatives Market Reforms” 平成2010年10月25日（抜粋）

- ・規制逃れの可能性を最小化するために、IOSCO、は他の規制機関と協力して、清算集中義務を追う商品、市場参加者レベルへの適用、適用除外の要件を調整しなければならない（勧告12）。
- ・TRへの引報告に対する要件を設定する法的義務を有する規制当局は、次回のFSBデータギャップおよびシステムリンクエッジグループのレポートに述べる勧告を考慮しなければならない。また、当局は、当局がそれぞれの業務を遂行し、監視し、とりわけ、G20にある中央清算機関、取引所、電子プラットフォームの勧告が実行できるように、TRに報告されるデータを確定するために、the Committee on the Global Financial System (CGFS)、国際決済銀行 (BIS)、ODSG および ODRF と協議しなければならない。更に、データは世界的なベースで直ちに集計されなければならない。2011年の終わりまでに、CPSS および IOSCO は当局および ODRF、と協議し、市場参加者による TR への報告、および TR による公衆および規制監督への報告の双方のために、(1)最低限必要な報告要件と標準化フォーマット(2)グローバルベースでのデータ集積方法とメカニズムを策定するべきである。（勧告19）

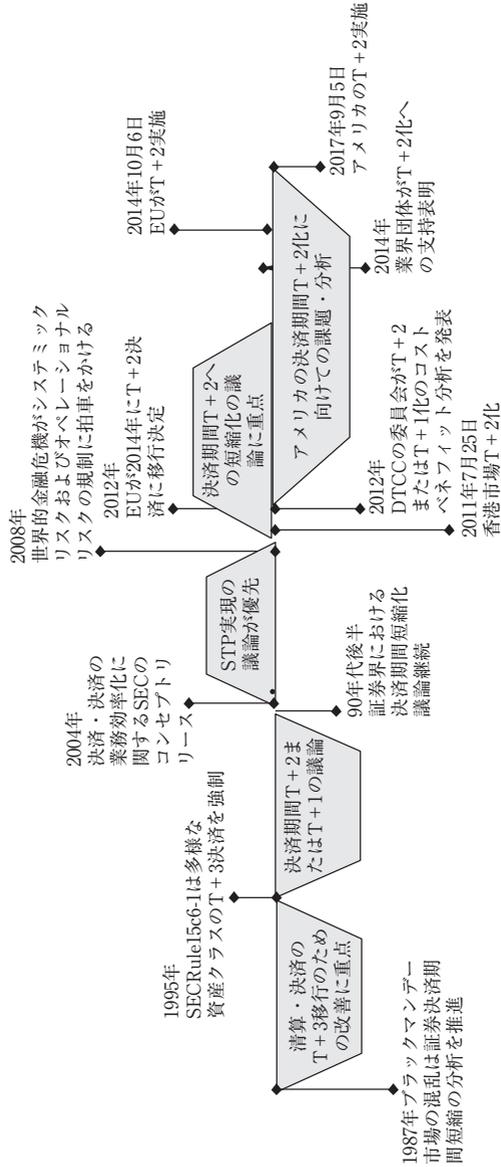


9. 決済期間の短縮 2017年9月5日から、アメリカの株式、社債等の証券の決済期間が約定日から換算し4営業日目（T+3）から3営業日目（T+2）に短縮された。決済期間の短縮化は、カウンターパーティリスク、システムミックリスクなどの削減に繋がる。また、清算機関であるNSCCの参加者はNSCCに証拠金を預託しなければならない。カウンターパーティリスクが削減すると、清算機関が参加者に課す証拠金要件が緩和され、参加者は資金を効率的に活用することができる。

1987年のブラックマンデー以来、証券界では決済期間短縮化の必要性が認識されていた。SECは規則15c6-1を採択し、決済期間は、1995年、それまでのT+5からT+3に短縮された。90年代後半には当時のSIA（現SIFMA）で、T+1への決済期間の短縮化が議論された。2000年7月、SIAは“T+1 Business Case final Report”を発表した。このレポートでは、2004年6月にT+1に移行されることが提言されていた。しかし、2001年9月11日の同時多発テロによって、災害時に備えてバックアップ体制を構築する、BCP（Business Continuity Plan）が最優先課題であるとされるようになった。2001年11月にはT+1の実現時期が2005年6月に延期された。2002年7月、SIAはT+1実施および実施目標時期を仕切りなおし、2004年に再度目標時期の検討を行うことが発表された。

決済期間短縮化の議論が再開されるのは、2004年、SECが発表した清算と決済の効率性改善に関するコンセプトリリースを待つことになる。その後、2008年の金融危機により、国際的に規制の強化や勧告が唱えられ、システムミックリスクを軽減する必要があると認識された。2011年9月、DTCCは、“The Role of DTCC in Mitigating Systemic Risk”を発表し、短期決済サイクル（a shortened settlement cycle, SSC）の影響を評価するための費用便益調査を推奨した。これを受け、2012年10月、ボストン・コンサルティング・グループが「決済期間短縮のコストベネフィット分析」を発表した。これによれば、T+2への移行は幅広い業界の支持が示され、リスクを大幅に軽減する一方でかなりの投資が必要であるとされている。これらの経緯を経て、2017年9月5日より、証券決済期間は、T+3からT+2へと短縮化された。

アメリカにおける決済期間短縮化の歴史



第9章 証券化商品市場

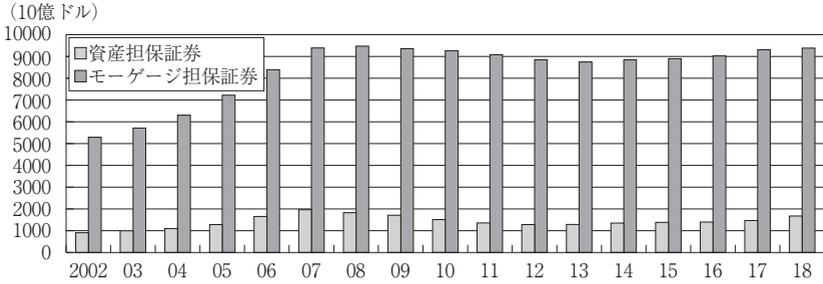
1. 証券化の背景と意義 「証券化」という用語は、幾つかの意味を持つ用語であるが、現在は専ら以下のような意味で用いられる。すなわち、「ある種の資産をプールして、その資産が生み出すキャッシュ・フローを裏付けとした証券を発行する。」という意味である。

この証券化の嚆矢として挙げられるのが、1970年に政府系金融機関 GNMA (Government National Mortgage Association, 政府抵当金庫) によって発行された、公的 MBS (Mortgage Backed Securities, モーゲージ担保証券) である。その後、この仕組みは自動車ローンやクレジットカード・ローン等の金融資産の証券化にも応用され、証券化は広く用いられてきた。2007年ごろからのサブプライム危機の影響で、多少残高が落ちてはいるものの、近年は回復傾向がみられる。また、2018年の残高で見ると、ABS (Asset Backed Securities, 資産担保証券) は 1 兆6800億ドル、MBS は 9 兆3800億ドルであり、現在でも巨大な市場が形成されていることが分かる。

金融機関が債権を売却すること自体は、1880年以前まで遡ることができる長い歴史を持っている。しかし、債権をプールして証券化し、投資家に販売する手法は1980年代になって活発に行われるようになった。両者は貸手にとって債権を簿外に移すという点では共通である。ただし、後者は個別に販売が困難な小口のローンを移転する手段として利用される点で異なる。

コストがかかるにも関わらず、証券化が用いられるのは、十分見合う効果を金融機関が見出しているためであろう。第1に、流動性低い金融資産をパッケージして、証券を流通市場で取引可能とすることで、資産の流動性を高める効果である。第2に資産と負債のミスマッチの解消による金利リスクのヘッジである。これは、短期の預金を原資に長期の住宅向けモーゲージローンを貸し出していた貯蓄貸付組合 (S&L) にとって重要であった。第3に、資産が簿外へ移されることで新たな資金調達が可能になる。第4に、資産を SPV (Special Purpose Company, 特別目的事業体) に移し、その資産が元利支払いの裏付けとなり、証券化商品は高い格付けを取得することができる。このため、格付けの低い会社は証券化によって資金調達のコストを引き下げることができる。

主要な証券化商品の残高推移



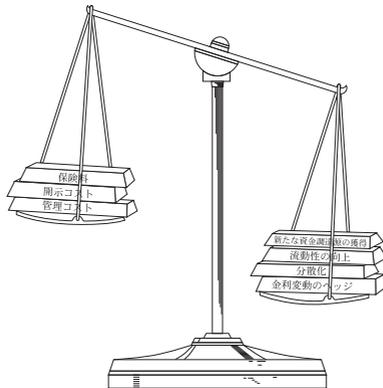
(注) モーゲージ担保証券は、2000年までエージェンシーMBSのみ
 [出所] SIFMA のデータより作成。

市場参加者にとっての証券化の利点

<p>借手の利点</p> <ol style="list-style-type: none"> 1. 資金コストの低下 2. 信用形態の多様化 3. 全国あるいは地方ベースでの、金利や諸条件の決定 4. 常時利用できる資金 <p>債権保有者（オリジネーター）の利点</p> <ol style="list-style-type: none"> 1. 資産を容易に売却可能 2. 売却にあたっての利益 3. 資本のより効果的な利用 	<p>投資家の利点</p> <ol style="list-style-type: none"> 1. 高利回りの格付証券 2. 流動性 3. 分散投資の拡大 4. 売買益の可能性 <p>投資銀行（コーディネーター）の利点</p> <ol style="list-style-type: none"> 1. 新製品ライン 2. 継続的な起案と手数料 3. 取引量と利益 4. 革新と市場拡大の可能性
---	---

[出所] Kendall, Leon T., "Securitization: A New Era in American Finance", in Kendall & Fishman (ed.), M.J. [1996], *A Primer on Securitization*, 1996, p. 13. を参考に作成

証券化のコストとメリット



[出所] Pavel C. A. [1989], *Securitization*,; 邦訳 [1989], 『ゼミナール・セキュリタイゼーション』東洋経済新報社

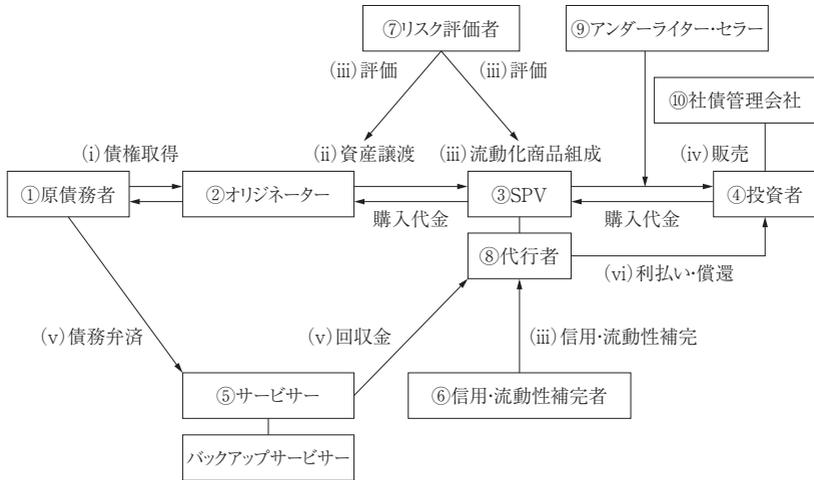
2. 証券化のスキーム 資産の証券化は、ストラクチャード・ファイナンスとも呼ばれ、次の3点を可能にする。1つは、裏付けとなる資産の組合せを調整することで、キャッシュ・フローを投資家のニーズに合わせてくれる点である。2つは、プールされた資産の信用力を高めることで、資金調達のコストを低下させる点である。3つは、原債権者にデフォルトが生じても、対象資産からのキャッシュ・フローを遅滞無く投資家への元利金支払いに充当できる点である。

証券化のスキームは以下の様になっている。証券化の対象となる資産があり、この資産の保持者はオリジネーターと呼ばれる。オリジネーターはSPVへ証券化の対象となる資産を譲渡する。そして、SPVは保有している資産を担保に証券を発行する。SPVは、一般的に株式会社、信託、組合のいずれかの形態で設立されるが、いずれも出資する企業の債権として認識されないよう倒産隔離の工夫がなされる。例えば、証券化商品の一種であるパス・スルー証券の場合、非課税となることもあり、SPVとして委託者課税信託（グラントー・トラスト）を利用している。

他に証券化商品の組成に関与する機関として、サービサー、アレンジャー、信用補完機関、格付機関、受託者が挙げられる。サービサーは、SPVから委託を受け、証券化に利用される資産の管理、および資金回収を行う。サービサーはオリジネーターにより兼務されることが多い。アレンジャーは、オリジネーターと協力して、目的と合致するような発行構造を組み立て、発行される証券を引き受け、販売する役目を果たすが、主に投資銀行が担当する。信用補完期間は、証券化商品の信用リスクを軽減することによって、高格付け、低発行金利を実現し、市場性を高めている。これは、一般的にGNMA（政府抵当金庫、通称ジニー・メイ）等の政府機関、商業銀行、保険会社、および格付けの高い企業の信用状や支払い保証書によって行われている。格付け機関は、SPVの所有する資産がもたらすキャッシュ・フローを評価し、元利金の支払いに関する安全性について判断し格付けを与える。また、受託者は投資家への元利金支払い等の業務を行っている。

証券化のスキームの要点は、対象資産を特定化し、資産をオリジネーターから分離し、証券として売却する、という三点である。

証券化プロセスと全体の構造



①等は参加者, (i)等はプロセスを示す。

(i)	オリジネーターが譲渡する資産（債権）を抽出・取得する
(ii)	オリジネーターがSPVに(i)の資産を譲渡する
(iii)	SPVは譲り受けた資産を裏付けとする商品を組成する。その際、必要に応じて信用・流動性補完が行われる。リスク評価者は、資産と組成方法から商品の信用度を判定する。
(iv)	アンダーライターかセラーに商品の引受・委託をして、販売する。
(v)	サービサーはSPVの委託により、譲渡資産のうち、期日の到来した債権の弁済金を現債務者から受け取り、SPVに渡す。
(vi)	SPVはサービサーから受け取った回収金をもとに、投資家に商品の利払い・償還を行う

〔出所〕 木下正俊, 『私の「資産流動化」教室』, 西田書店より

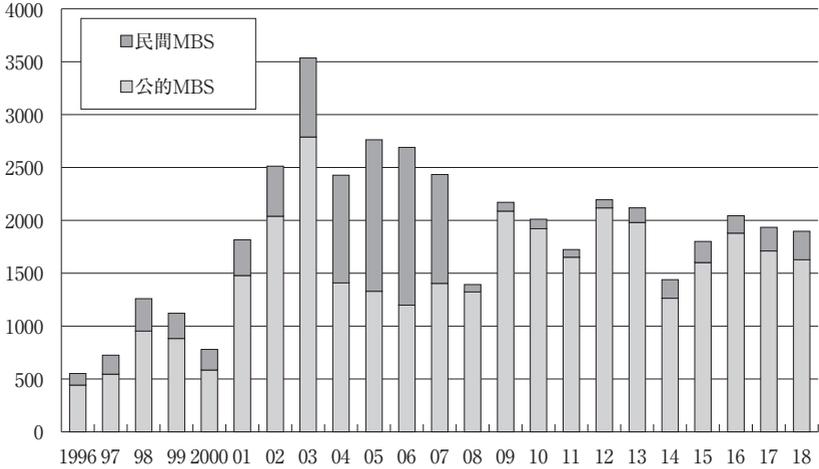
3. MBS (Mortgage Backed Securities, モーゲージ担保証券) アメリカで証券化の先鞭をつけたのはMBSであり、今日においても証券化商品の中で最大の発行額を占める。MBSが市場性を獲得し、証券化商品として成功を取めた最大の理由は、GNMA およびGSE (政府援助法人)と総称されるFNMA (連邦住宅抵当公庫, 通称ファニー・メイ)とFHLMC (連邦住宅金融抵当公庫, 通称フレディ・マック)の各制度を利用した住宅購入に対する公的支援の枠組みにある。これらの機関は元利金に対する支払い保証を付けたMBSを発行するが、これらのMBSは直接・間接に政府保証が付いているため、公的 (agency) MBSと呼ばれ、非常に信用度の高い証券と見られたのである。具体的に、公的MBSを発行するプロセスは以下の通りである。まず、定められた基準を満たすコンフォーミング・ローンをGSEが民間金融機関から買い取る。そして、それらが信用保証を付して、住宅向けモーゲージを担保とする公的MBSを発行するのである。FHA/VAローンを担保として民間機関が発行するMBSについてはGNMAが元利金支払いを保証する業務を行っている。

一方、上記の政府関連機関によって信用保証を受けていないMBSは民間 (non-agency) MBSと呼ばれる。これらは主にコンフォーミング・ローンの基準を満たさない住宅向けモーゲージを証券化したものである。例えば、買取り上限額を超えるジャンボ・ローンやFICOスコア (信用情報スコア)が基準に満たないサブプライム・ローンなどを担保として発行されたMBSがこれに該当する。2000年代に入ると民間MBSが増加しているが、この現象は、利用者が飽和しつつあったコンフォーミング・ローンからサブプライム・ローンなどへ民間金融機関による住宅ローンの貸し出しがシフトしていったためである。そして、民間MBSが2007年に表面化したサブプライム危機を引き起こした。以降、民間MBSの発行額は小さくなったが、近年やや回復傾向が見られる。

MBSの元利金の支払い方法として最初に利用された形態は、パス・スルー型である。実際には、満期、金利、質が一定の範囲に収まるモーゲージをプールし、このプールに対する所有権を現すものとして、パス・スルーMBSが発行された。そしてモーゲージから発生したキャッシュ・フローは、SPVを通じてMBSの保有者へほぼそのまま分配される。キャッシュ・フローが発行体を素通りするため、パス・スルーと言われるのである。

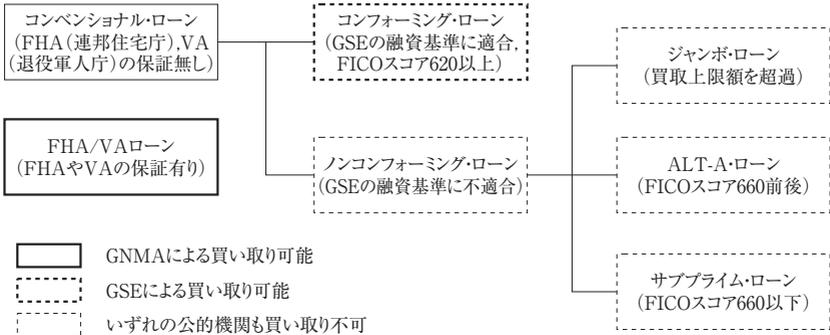
MBSの発行額

(10億ドル)



〔出所〕 SIFMA のデータより作成。

住宅ローンの種類と買い取り可能な機関との関係



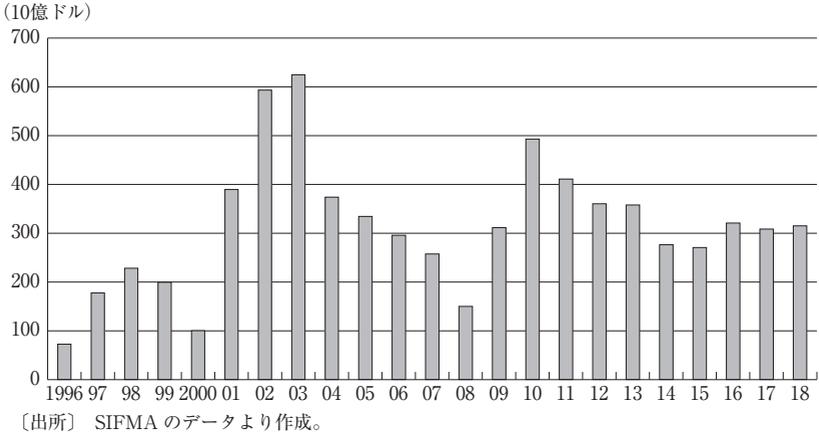
〔出所〕 各種資料に基づき、筆者作成。

4. CMO (Collateralized Mortgage Obligations, モーゲージ担保債務証券)

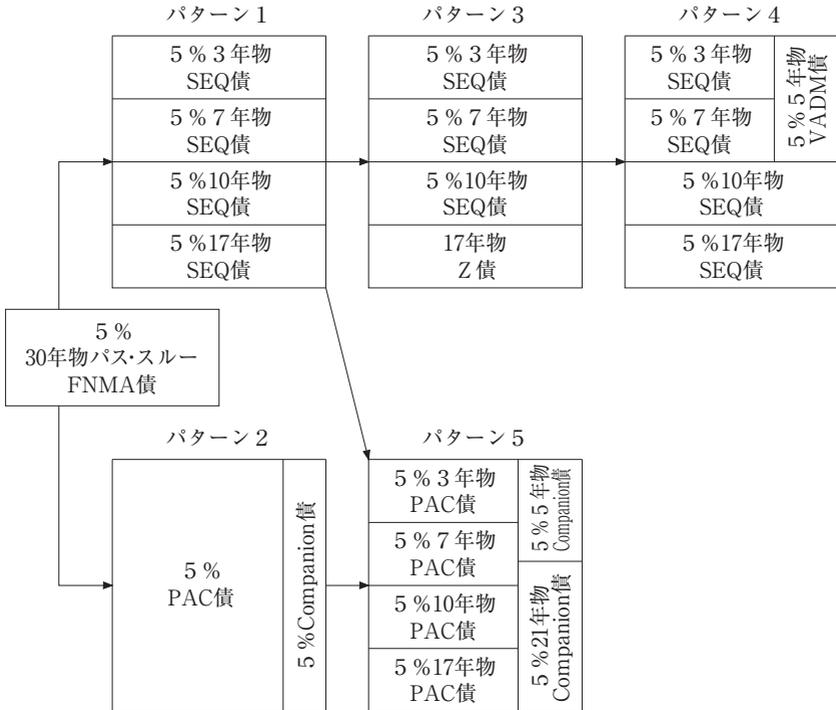
パス・スルーMBSは、住宅向けモーゲージの借り手が繰上げ返済可能であるため、期限前償還という問題を抱えている。つまり、パス・スルーMBSの投資家は、期限前に支払われる借り手の返済金を、そのまま償還金として受け取らざるを得ず、予期せぬ再投資リスクに直面してしまう。CMOはこの問題を緩和するべく組成された商品群であり、1983年にFHLMCにより最初に発行された。また、1987年にREMIC（不動産モーゲージ投資体）法が施行され、CMOなどを組成するためのSPVに対する法人税が回避され、より柔軟な商品設計が可能となった。なお、CMOはペイ・スルー証券と呼ばれる。

CMOの組成の基本的な考え方は、キャッシュ・フローを投資家のニーズに合わせた商品群に切り分けるというものである。そして、切り分け方にも幾つかの種類が存在する。以下では具体例を示そう。右頁図では、クーポン5%の30年物パス・スルーMBSであるFNMA債を利用し、CMOを組成するパターンを示している。現実の組成方法は非常に複雑であるが、二つの基本的な組成方法がある。パターン1は予想平均償還期間で切り分ける方法である。これはプレーン・バニラ債と呼ばれ、最も基本的なCMOであるSEQ (sequential pay) 債を組成したものである。SEQ債は優先度の高い部分（トランシェ）から順に元本が支払われる。平均償還期間が3年物、7年物、10年物、17年物のSEQ債を発行し、平均償還期間が短い物が優先される。この場合、3年物SEQ債への支払いが完了した後に、7年物、10年物、17年物の順で支払われる。パターン2は、PAC (planned amortization class) 債と companion 債に切り分ける方法である。companion 債は、予期せぬ期限前償還が起きた際にその影響を吸収する役割を持ち、残りの部分であるPAC債には予定通りの償還がなされるという組成方法である。他にパターン1に最も下位のトランシェとしてZ債を組込む方法（パターン3）や、Z債を利用して安定した償還を実現するVADM債を組込む方法（パターン4）もある。また二つの基本的な組成方法を組み合わせた、PACquential という組成方法もある（パターン5）。他にも、PAC債の更なるクッションとして機能するPAC2債や、PAC債の持つ保護機能を限定した、TAC債が存在する。また、固定利払いでなくLIBORに連動させたり、利払いと元本を切り分けたCMOの組成も存在する。

公的 CMO 発行額



CMO 組成パターン



〔出所〕 Frank J. Fabozzi. (2000), *The Handbook of Fixed Income Securities*, より作成。

5. CMBS (Commercial Mortgage Backed Securities, 商業用モーゲージ担保証券) CMBSは、オフィスビル、ホテル、賃貸住宅収入を生み出す不動産購入のためのローンを担保にした証券であり、1980年代半ば頃から本格的に発行市場が動き出した。1990年前後のアメリカ不動産危機において、RTC（整理信託公社）が金融機関から不良債権を買い取り、CMBSを発行したことにより、市場拡大に弾みがついた。その後も、多くの金融機関がバランスシートの圧縮を目的として利用したため、増加の一途をたどった。2008年の金融危機で市場は10分の1以下へ縮小したが、その後、回復し、安定している。

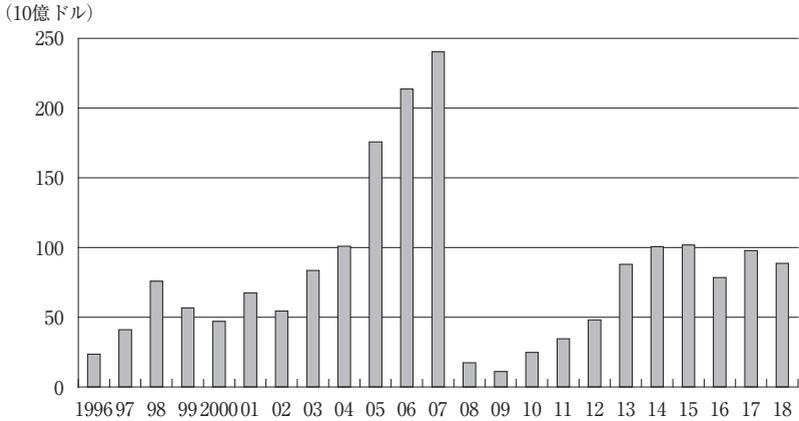
CMBSのオリジネーターとして、MBSと同様にGNMA、FNMA、FHLMCが挙げられるが、これら公的機関の性格上、賃貸住宅向けモーゲージの証券化に関する割合は低い。よって、オリジネーターの大半を占めるのは、民間金融機関である。

借り手の異なる多数の小口モーゲージをプールしたものを担保として発行されるMBSと異なり、CMBSは借り手が単独の場合があるため、新たな制約が課されている。その1つは、単独の借り手が持つ複数の不動産をプールして証券化した場合、それらに相互担保、相互債務不履行の条項が付されることである。これは、借り手がプールの中の質の悪い不動産から手を引くことを阻止し、良質な不動産からのキャッシュ・フローで全体を支えさせるようにする意味がある。もう1つは、解除条項であり、借り手がある不動産に対する借入のみを期限前に償還しようとする場合、その借入だけでなく、プール全体の一定の割合も返済を義務付けるものである。これは借り手が良質な不動産のみをプールから引き上げることを防止する役目を果たす。

また、プールに占める物件1件当たりの割合が大きいことから生じる問題もある。まず、多額の期限前償還が生じる可能性の存在である。これを避けるため、CMBSのほとんどが期限前償還に対してロックアウト条項（発行後の決められた期間、期限前償還を禁止する条項）を付与したり、逸失利益分がペナルティとして課されたりするようになっている。また、不動産固有の内容に左右される傾向が強まるため、それらを分析する必要性が強まることである。

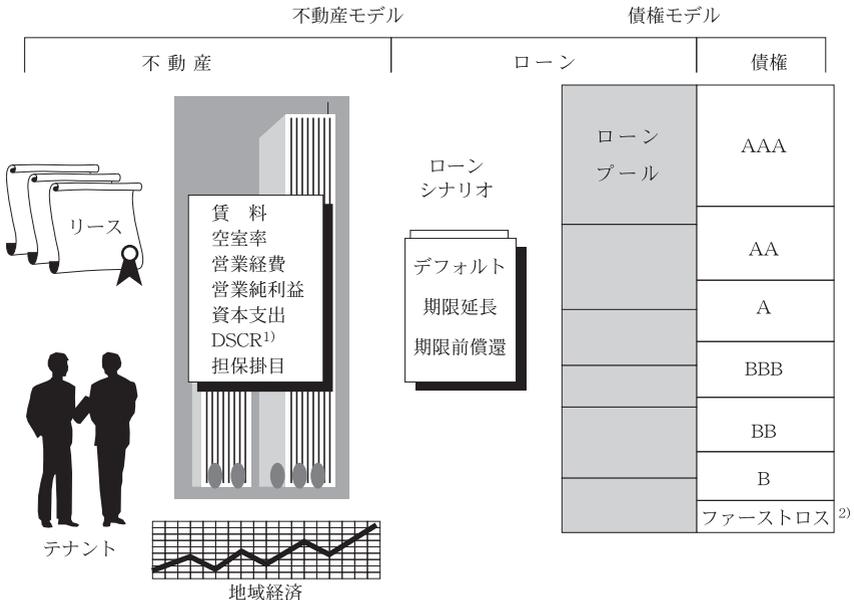
なお、CMBSはSPVを利用し、元本の償還に関して優先劣後構造を持つトランシェに分けて発行されるのが一般的である。

CMBS 発行額



〔出所〕 SIFMA のデータより作成。

CMBS の構造



(注) 1) デット・サービス・カバレッジ・レシオ

2) デフォルトが発行した場合に、最初に損失を受けるトランシェ

〔出所〕 Fabozzi, Frank J., and Jacob, David P. [1999], *The Handbook of Commercial Mortgage-Backed Securities*; 邦訳 [2000], 『CMBS』 きんざい

6. ABS (Asset Backed Securities, 資産担保証券) モーゲージ以外の資産を担保とした証券化はABSと呼ばれる(広義の意味では、MBSもABSに含まれる)。ABSの最初の例は、1985年にスペーリー・リース・ファイナンス社のコンピュータ・リース債権の証券化である。その後、対象資産は、自動車ローン、クレジットカード・ローン等まで広がっている。また特殊なケースを挙げると、アーティストが楽曲からのロイヤリティ収入を担保として証券化したボウイ債もABSに含まれる。証券化の対象となる資産に必要な要件は右頁表の通りであるが、基本的に資産から生じるキャッシュ・フローが、かなりの程度予想でき、かつ実際に回収可能であるための条件とって良いであろう。

なお、対象別の発行シェアでは2000年代前半まで、クレジットカードと自動車ローンの二本柱で市場は支えられていた。しかし、1990年代後半から、CDO/CLOを対象としたABSが発行され、2000年代中頃のサブプライム危機前に急速に増え、危機後は発行が激減した。その後の景気回復に供ない、発行量も増え、自動車ローンのABSを抜き、2018年では市場の4割程度を占めている。ABS全体の発行額は金融危機後に大幅に減ったが、現在は、最盛期の半分程度まで回復している。

これらの証券の組成も、モーゲージと同様に担保する資産をプールし、それを裏付けとして証券を発行するスキームとなっている。また、これらの資産の多くは期限前償還によるリスクを抱えており、パス・スルー証券だけでなく、ペイ・スルー証券も組成される。

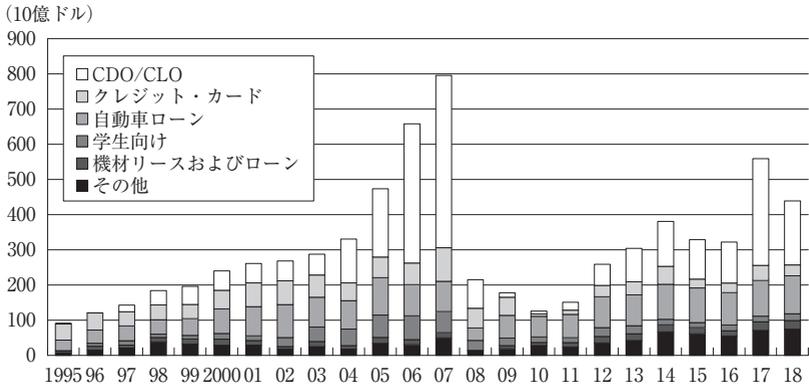
これらの証券が開発され、普及した背景には、住宅向けモーゲージの証券化を支えてきた公的機関による保証に代わる民間ベースの信用補完の仕組みが開発されたためである。信用補完は、発行者による超過担保および利鞘積立勘定(原債権からのキャッシュ・フローの一部を積み立てる)の設定など、または商業銀行や保険会社などの金融機関による信用状の発行や保証契約の締結によって行われる。両者が併用されることもある。信用補完により、発行される証券は高い格付けを取得することで、投資家に受け入れられやすくなる。また、発行体であるSPVが対象資産を譲り受けて証券を発行することのみを目的として設立された会社であり、倒産隔離性も確保されるため、信用補完により得られた高い格付けは、オリジネーターの信用力と無関係になることもプラスに働くであろう。

証券化される債権の要件

- ・適用される関連法令（倒産法、債権譲渡法、SPV 関連の税法や組織法 等）について、先例・解釈が確立されていること。
- ・証券化の原債権の母集団について、貸倒れ等の統計を過去5年程度取得できること。
- ・スキームに対する信用・流動性サポートの提供者が存在すること。
（特に小口債権の場合）
- ・契約が標準化されていること。
- ・貸出し・発生に関しオリジネーターがしっかりしたリスク審査の標準を有していること。
- ・同様の債権を取り扱っている平均的なサービサーがある程度存在していること。
- ・複雑な信用分析等を可能ならしめるシステムサポートが存在すること。

〔出所〕 大垣尚司〔1997〕、『ストラクチャード・ファイナンス入門』日本経済新聞社

対象資産別 ABS 発行額



〔出所〕 SIFMA のデータより作成。

主な信用補完措置

外部	原債権者のリコース Recourse	原債権者がSPCにたいして売却した資産の一定範囲の償還義務（リコース）を負う。リコースの程度によってはオフバランスが認められない場合もある。
	クレジット・デフォルト・スワップ Credit Default Swap	スワップ購入者が一定のプレミアムを支払う代わりに、売却者が特定の債権の信用リスクを負担する。
	金融保証保険 Financial Guaranty Insurance	金融機関による保証契約、信用状の発行、損害保険会社による保険契約を用いて、原債権や発行証券のデフォルト・リスクを低下させる。
内部	利鞘積立勘定 Spread Account	原債権のキャッシュ・フローから、投資家に支払う金額と手数料を差し引いた残余資金を積み立てて、貸し倒れが発生したときにその補填金として使用する。
	超過担保 Over Collateral	証券発行額以上の裏付け資産をSPVに売却することで、発行する証券の信用力を高める。
	優先・劣後構造 Senior Subordinate Structure	発行証券の一部を劣後証券とし、それらの証券にリスクを吸収させることで、その他の部分の信用力を高める。

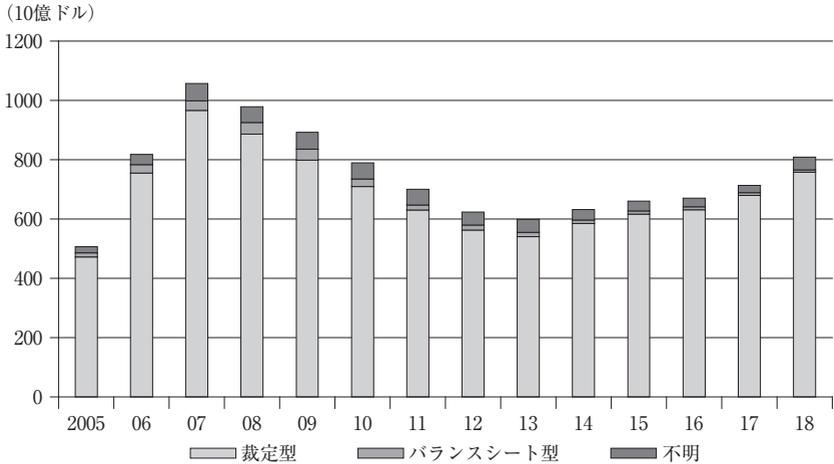
7. CDO (Collateralized Debt Obligations, 債務担保証券) CDOは債権や銀行が保有する一般債権を担保として発行された証券である。CDOが最初に発行されたのは、1980年代後半であり、高利回り債をパッケージ化したものであった。その後、1990年代半ば以降、急速な成長を遂げ、証券化商品の中で主要な地位を占めるに至った。しかし、サブプライム危機によって多くのCDOが大幅な格下げを受けた結果、投資対象としての信頼性を著しく低下させたために残高が急減した。その後、2013年頃から回復傾向にある。

なお、CDOは組成する動機の違いによってバランスシート型と裁定型に分類される。バランスシート型は、主に金融機関が自己資本比率の改善を目的として債権を売却するために利用される。一方、裁定型は、高利回り債等から得られる収益と、それらを担保としてCDOを発行する際に支払うべき金利や手数料等コストを比較し、前者が後者を上回る場合に発行される。金融危機後の一時期を除いて、裁定型が発行額のほとんどを占めている。

また、CDOは元利金の支払いの源泉によって三つに分類される。キャッシュ・フロー型は、実際の債券や債権から発生するキャッシュ・フローが投資家に支払われ、一般的なABSと類似する。市場価格型は、運用担当者が存在して担保資産の入れ替えを行い、そこから得られるキャピタルゲインを含めた収益も投資家への支払いに当てられる。投資ファンドに近い性質を持つと言える。最後にシンセティック（合成）型は、クレジット・デリバティブを売却することで得られるプレミアムによって、擬似的に資産を保有したのと同様のキャッシュ・フローを生み出し、投資家への支払いに当てられる。現在ではキャッシュ・フロー型が残高の約9割を占めている。

CDOの組成に関しては、他のABSと同様にSPVを設立して担保資産を譲渡した上で、優先劣後構造などによる信用補完を付与して行われることが多い。またトランシェごとに格付けを取得しているのが通常である。購入主体として、高格付けを受けているシニア・トランシェ（優先部分）については、生保、銀行、年金基金が中心である。なお、エクイティ・トランシェ（最劣後部分）については、オリジネーター、引受業務を行う投資銀行の購入が多い。これは、CDO全体に対する信頼性を高める行動と見られている。CDOの流通市場は非常に薄く、優先部分にある程度の流動性が存在するのみである。

CDO 発行額と内訳 (グローバル)



各 CDO の特徴

	バランスシート型	裁定型
担保	銀行の高格付け商業債権, 企業向け債権	高利回り社債, 企業向け債権
発行の動機	<ul style="list-style-type: none"> 銀行の自己資本比率改善 オフバランス化の追求 低コストでの資金調達が可能 	<ul style="list-style-type: none"> 裁定取引 運用資産の増加 流通市場から資産を購入
一般的な発行者	国内外の銀行	保険会社, 投資信託, 私募株式向けファンド

〔出所〕 Moorad Choudhry, *The Bond and Money Markets: Strategy, Trading, Analysis* を参考に作成。

8. 市場構造 証券化商品は、会計、法務、税制、金融規制などに関わるさまざまな制約を考慮して組成されるため、複雑な構造を持っている。また、引受業者には高度なプライシング能力が求められるため、有力投資銀行は競って証券化商品のプライシング・モデルの開発を行っている。このような商品特性から、先行者メリットはきわめて大きく、ある証券化商品を最初に企画開発した投資銀行は圧倒的なシェアを押さえ、流通市場も作り上げてしまうため、しばらくの間は他の業者が参入することが難しい。しかし、このことは有力投資銀行の商品開発チームまたはスター・プレイヤーが引き抜かれれば、力関係が一挙に逆転することを意味している。こうした事情は、特殊な能力が要求される M&A 関連業務やトレーディング業務の分野にも当てはまる。このため、スター・プレイヤーに対してきわめて高額の報酬が支払われるのである。また、有力投資銀行以外で、証券化商品の引受業務に強い主体として、一部の住宅に関する貸出に特化したファイナンス会社も挙げられる。

証券化商品の投資家としては、商業銀行、生命保険、年金基金、ミューチュアル・ファンドの割合が高い。機関投資家が中心となっているのは、証券化商品の内容が複雑であり、個人投資家に不向きであるためと考えられる。

流通市場の仲介業者については、引受業者が中心となってマーケット・メイカーとして値付け業務を行っている。相場情報については、当該証券の残存期間、利回り、担保の状況、資金のフローなどについて仲介業者および投資家は情報ベンダーの端末からリアルタイムで入手できる。流動性の面では、公的 MBS の取引が財務省証券並みである一方、ABS の劣後部分がほとんど持ち切りであるなど、リスクの大小によって異なる。決済については、他の証券と同様に DTCC（米証券保管振替機関）が利用されている。

以上のような市場構造のもと、証券化商品市場はサブプライム問題が顕在化する2007年ごろまで順調な成長を続けてきた。しかし、問題の顕在化によって、発行市場における引受機関や格付機関のあり方、流通市場におけるマーケット・メイカーの能力など多くの欠陥を露呈してしまったと言える。かつて MBS の引受ランキングでトップの座に君臨してきたリーマン・ブラザーズ、ベア・スターンズは破綻したため、存在しない。また金融危機以降、ランキングの顔ぶれに大きな変化は見られないが、順位の入れ替わりは激しい。

2017年 ABS の引受ランキング

投資銀行	発行額 (100万ドル)	順位	2016年 順位	シェア (%)	件数	帰属手数料 (100万ドル)
シティ	56,420.7	1	1	17.5	168	219.3
バークレイズ	27,288.4	2	4	8.5	103	102.1
JP モルガン	26,224.1	3	2	8.2	102	95.7
ウェルス・ファースト	23,439.2	4	3	7.3	85	101.0
バンクオブアメリカメリリンチ	21,565.6	5	5	6.7	89	82.4
RBC キャピタル・マーケット	19,404.5	6	8	6.0	69	63.4
ドイチェ・バンク	17,498.3	7	6	5.4	71	60.6
クレディ・スイス	13,596.1	8	7	4.2	63	60.4
三菱 UFJ フィナンシャル	11,973.1	9	14	3.7	44	32.7
ゴールドマンサックス	10,842.5	10	9	3.4	51	50.4
業界全体	321,802.4	-	-	100.0	583	-

〔出所〕 トムソン・ロイター

2017年 MBS の引受ランキング

投資銀行	発行額 (100万ドル)	順位	2016年 順位	シェア (%)	件数	帰属手数料 (100万ドル)
ウェルス・ファースト	57,906.7	1	1	13.8	137	89.7
クレディ・スイス	56,405.0	2	2	13.4	135	78.3
JP モルガン	50,331.9	3	3	12.0	124	72.5
シティ	46,318.1	4	5	11.0	125	69.2
バンクオブアメリカメリリンチ	42,813.9	5	4	10.2	112	68.0
モルガン・スタンレー	36,417.8	6	6	8.6	96	55.5
ゴールドマンサックス	32,197.8	7	7	7.6	74	49.1
野村	20,456.5	8	8	4.9	79	27.0
バークレイズ	13,715.4	9	9	3.3	41	23.2
BNP パリバ	13,103.2	10	11	3.1	34	18.3
業界全体	421,276.3	-	-	100.0	837	-

〔出所〕 トムソン・ロイター

9. 証券化商品に関わる規制 SECは証券化商品に対する規制を設けている。2005年にレギュレーション AB を証券化商品の情報公開制度を拡充させる目的として施行した。これにより、登録届出、開示内容、募集期間中における情報の取り扱い、継続開示制度に関する新たな規則を定めた（情報開示の概要については右頁参照）。

その後、サブプライム金融危機を経て、米国の金融規制を包括的に改革するドット・フランク法が成立し、証券化商品に対する規制も、ドット・フランク法に対応すべく、SECが規則を設けている。これらの新たな規制の内、最終規則として現在採択されているルールは大きく4つに分けられる。情報開示規則、表明・保証条項規則、デュー・ディリジェンス開示規則、信用リスク保持規則である。

情報開示規則はレギュレーション AB を修正するもので、特定の資産について、資産レベルでの情報開示を要求している。資産レベルの情報は、XML (eXtensible Markup Language) を用いて提供することが求められている。表明・保証条項規則は、証券化実施者 (securitizer、証券の発行者等) が買戻し要求に対する履行・不履行の履歴情報を開示することである。デュー・ディリジェンス開示規則は、証券化商品の発行者に、証券化した資産のレビューを実施し、そのレビューの結果等の公開を求めている。信用リスク保持規則は、「証券化実施者が資産担保証券の信用リスクの5%以上を保持しなければならない。」というものである。この規則の意図は、ローン資産の証券化実施者に資産担保証券 (ABS) の一部を保持させることで、無責任なリスクの移転等を防止することにある。この規則は保有することを求められている信用リスクをヘッジすることを禁止し、また様々な例外条項も同時に定めている。例えば、別途定められた QRM (Qualified Residential Mortgage) によって構成される資産担保証券については、適応を除外される。

また、バーゼル銀行監督委員会は、証券化エクスポージャーに対する資本賦課の新方式の最終規則を、2014年12月に公表した。この規則では、STC (Simple Transparent Comparable) 要件を満たす証券化商品のリスクウェイトを下げることで、現状の証券化商品に対するバーゼル規制が抱える問題に対処し、実体経済を支える証券化市場の活性化をしようという当局の姿勢が見られる。

フォーム10-Dに記載されるべき開示項目の概要

1項	ABS保有者への定期的な金銭分配、並びにプール構成の変化等およびプールのパフォーマンスに関する情報（レギュレーション AB1121項）
2項	係属する訴訟手続等（レギュレーション AB1117項） －スポンサー、デポジター、トラスティー、発行体および一部のサービサーやオリジネーターに関して係属しているまたはそのおそれがある訴訟その他の法的手続に関する情報
3項	証券の販売および発行代り金の使途（フォーム10Q第二部2項）
4項	上位証券のデフォルト（フォーム10Q第二部3項）
5項	証券保有者集会への議事の提出（フォーム10Q第二部4項）
6項	重要債務者に関する情報（レギュレーション AB1112項(b)） －財務情報のアップデート等
7項	重要補完措置提供者に関する情報（レギュレーション AB1114項(b)(2)および1115項(b)） －財務情報のアップデート等
8項	その他の情報
9項	添付書類（レギュレーション S-K601項）

〔出所〕 上野元 [2006], 「米国のABSの開示等に関する新規則について（最終回）」『月刊 資本市場』

ドット・フランク法と消費者保護法に適應するための新規則

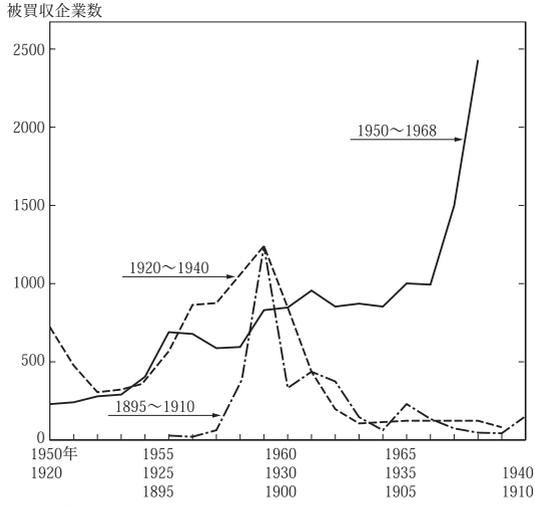
資産レベルの情報開示規則	（再証券化を含めた）住宅不動産、商業不動産、自動車ローン、自動車リースのABSは、標準化された資産レベルの情報開示。
表明・保証条項規則	発行者が、発行済みABSについて受けた買戻し要求と実行した買戻しの履歴を開示。
デュー・ディリジェンス規則	ABS発行者が、担保資産に関してレビューを実施し、一定の開示を行う。
信用リスク保持規則	証券化実施者が、5%の信用リスクを保持。この信用リスクを直接・間接的にヘッジすることを禁止。

〔出所〕 SEC, *Implementing the Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act*, より作成。

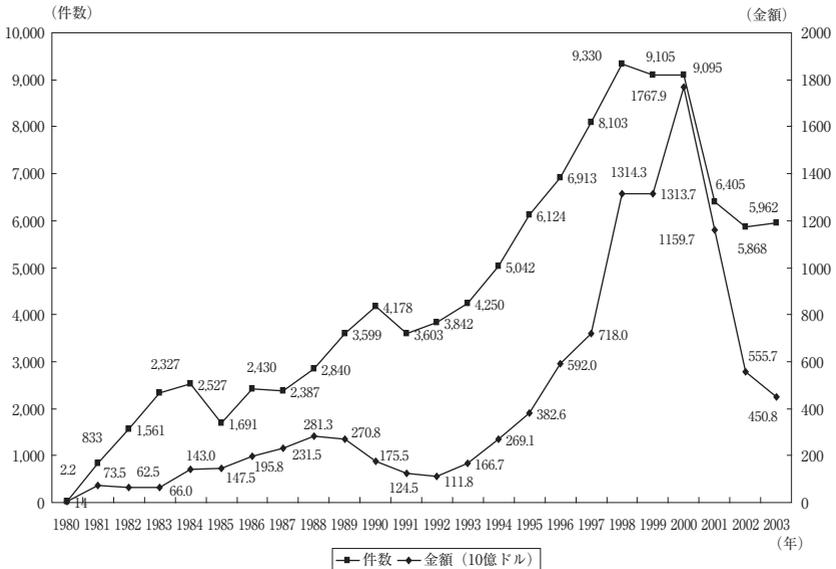
第10章 M & A活動と証券市場

1. M & Aの歴史 アメリカにおける企業の合併・買収 (Mergers & Acquisitions, M & A) 活動は、19世紀の末から幾つかの高揚期を記録している。第1の波は、19世紀末から20世紀初頭にかけてである。この時期には、鉄鋼、鉄道、石油などの基幹産業において独占的な大企業が形成された。その代表的な企業はUS スチール、スタンダード石油などである。これを仲介したのが、モルガン、ロックフェラー、メロンといった投資銀行、プロモーターである。こうした動きに対して、1914年には反トラスト法 (クレイトン法) が強化され、連邦取引委員会が創設された。第2の波は、1920年代の好況期である。第1次世界大戦を契機に債権国となったアメリカは、自動車、エレクトロニクスなどの耐久消費財産業の成長を中心に、未曾有の繁栄を謳歌した。この過程で、公益事業、化学、食品加工などの産業分野で活発なM & A活動がみられた。第1期との違いは、市場シェアの独占を意図した水平的合併に対しては司法省の監視が厳しくなっていたため、垂直的な統合が進められたことである。この時期に生まれた巨大企業には、ベツレヘム・スチール、アライド・ケミカル、ゼネラル・フーズなどがある。第3の波は、1960年代のコングロマリット合併である。戦後、セラー・キフォーバー法は水平合併と垂直合併を厳しく規制したために、需要の停滞していた軍需企業を中心として異業種合併が活発になった。この時期を代表するコングロマリット企業としては、ITT、ガルフ・ウェスタン、リットン・インダストリーズなどがあげられる。コングロマリット合併は、合併によるシナジー効果への期待、また財務レバレッジを効かせることによって1株当たり利益と株価を高め、それによってさらに有利な買収を進めるといったパターンを採った。しかし、十分な技術的裏付けや経営のノウハウを伴わなかったため、期待されたようなシナジー効果は発揮されず、60年代末の株価の下落によってコングロマリット合併は下火になった。第4の波は、1970年代後半から始まり80年代末まで続いたM & Aブームである。このときはUS スチール、エクソン、GE等の米国を代表する一流企業が合併運動の舞台に登場した。80年代後半からは、ジャンク債を利用したLBOの流行や会社買占め屋による敵対的買収の増加とも相まって、M & Aはマネー・ゲーム的な色彩を帯びるようになった。

鉱工業会社による被買収会社数の推移



アメリカのM & A活動の動向



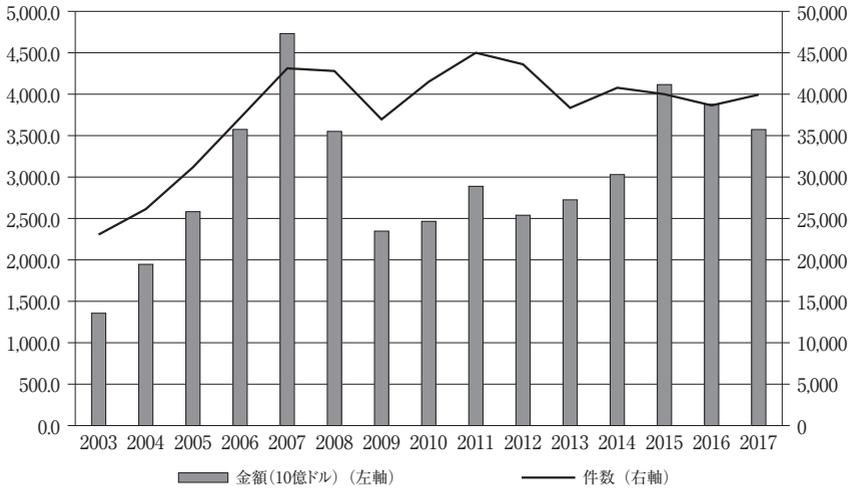
2. 近年のM&A ジャンク債市場の崩壊によって第4次M&Aブームは沈静化したが、その後90年代末にかけて第5の波が発生した。このときは、規制の撤廃・緩和が行われた通信・メディア、エネルギー、金融サービス等の分野でM&Aが活発化し、トラベラーズによるシティコープ買収、エクソンによるモービル合併、ファイザーによるワーナー・ラムバート買収等、大型M&Aが頻発した。また、通貨統合を控えた欧州企業による米国企業の買収も注目を集めた。金利低下による資金調達容易化とITバブルを背景とした株高がこの時期のM&Aを後押しした。

21世紀に入って以降もM&A活動は波を伴いつつも世界的に拡大を続け、対象となる産業セクターはあらゆる業種に及んでいる。2007年をピークとする時期では、KKRやブラックストーン等の買収ファンドによるLBO型の比重が高まり、緩和的な金融環境を反映して現金での買収が主流となった。KKRによるTXUの買収やブラックストーン・グループによるエクイティ・オフィス・プロパティーズ買収など、史上最大のLBOといわれた89年のKKRによるRJRナビスコ買収の規模を上回る案件が発生した。LBOは、LBOブームに沸いたとされる80年代以来の活況を呈したのである。

リーマンショックによってM&A活動の勢いは衰えたが、それでも世界のM&Aの規模は2兆ドルから4兆ドルの間で推移している。近年ではテクノロジーの発展とその産業に与える影響が関心を集めていることもあり、先端技術分野でのM&Aが注目される。CVSヘルス（ドラッグストア）によるエトナ（医療保険）の買収、インテルによるモービルアイ（画像認識用半導体）の買収、アマゾンによるホールフーズ（食品スーパー）の買収など、セクターを超えたM&Aが発生している。

アメリカにおけるM&A活動は、初期の「規模の経済」を求めるM&Aから、多角化の利益を追求するもの（コングロマリット合併）に変化し、80年代からは部門売却（divestiture）も加わり、事業再編によるコア業務の強化（リストラクチャリング）という性格を強くしてきた。90年代以降、グローバル化と規制緩和という環境変化のなかで、「選択と集中」を進める手段としてM&Aは定着したといえる。経営者には、自社の企業価値を高める手段として常にM&Aを検討することが求められるようになったといえよう。

グローバルなM & Aの動向

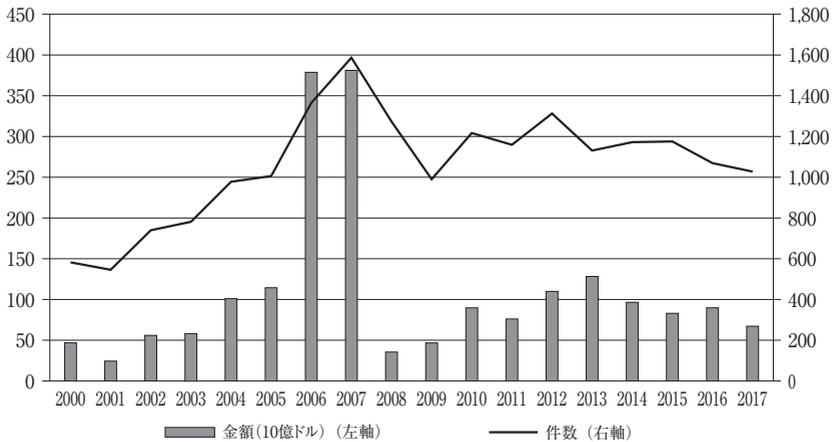


(注) 完了案件

〔資料〕 Dealogic.

〔出所〕 SIFMA FACT BOOK 2018より作成。

アメリカにおけるLBOの動向



(注) 公表案件, 2017年は予測値。

〔資料〕 S & P Global Market Intelligence.

〔出所〕 Mergers & Acquisitions, November/December 2017.

3. M & Aの類型と経済的効果 一般に、M & Aは2つに類型化される。

1つは、財務的M & A (financial M & A) である。これは金融的利得を上げることが目的に企業あるいは事業部門を売買することであり、典型的には財務的な操作により1株当たり利益を増加させることを目的にした60年代末のコングロマリット合併が該当する。また、80年代末のLBOもこうした性格が強いといえる。もう1つは、戦略的M & A (strategic M & A) である。これは事業再構築 (リストラクチャリング) を目的に、企業の買収・合併に加えて、部門の売却 (divestiture) が行われることである。本業が成熟し、収益の伸びが期待できなくなっていることが背景になっていることが多いが、成長性の高い事業への新規参入の場合、既に実績のある既存の業者を買収する方がコスト的に有利との判断から行われることもある。低採算部門を大胆に整理し「選択と集中」を進めた80年代のGEの戦略がその典型である。90年代以降、財務的M & Aに代わって戦略的M & Aの比重が高くなったといわれる。

ただし、M & Aが経営効率性を高めるとは必ずしも言えないようである。むしろ、いくつかの実証分析は、企業価値の向上に成功しているのは極めて例外的事例に止まっていることを明らかにしている。コンサルタンティング会社のベイン・アンド・カンパニーは、合併を成功させる4つの基本原則として、①買収のターゲット企業をどう選ぶか、②どの買収案件を締結すべきか、③本当に統合する必要性はどこにあるか、④買収がうまくいかない時に何をすべきか、を列挙している。これらの基本原則を充足するためには、買収にあたっての明確な経営戦略 (つまり、買収の目的など)、詳細なデューデリジェンス、買収後の統合についての明確な展望、そして万が一論見どおりにいかなかった時の撤退 (出口) 戦略の策定が必要であるとしている。また、M & Aの失敗とみなされている主要な事例を分析した、Bruner R. F. [2005], Deals from Hell (林大幹訳『M & Aは儲かるのかなぜ企業買収に失敗するのか』一灯社、2006年) は、失敗の原因として①複雑さ、②固い結びつき、③誤った経営者の判断、④通常でないビジネス、⑤オペレーション・チームの機能不全にかかわる誤った行動、⑥経験に基づく偏見、という6つの要因をあげている。これらは、M & Aが極めて高度な経営戦略上の判断が必要であることを示している。

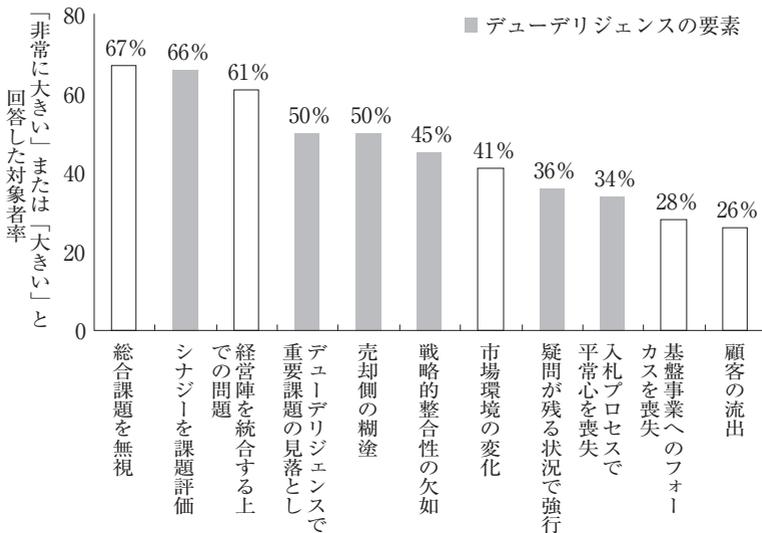
GE の1980年代のリストラクチャリングの歩み

1980	Thorn・EMIの医療機器販売とサービス事業の一部を買収 プラスチック事業の補充のためのインディアナ州にフェノール新工場を建設
1981	オランダのBergen op Zoom プラスチック工場を拡張 Envirotech社から大気汚染制御事業を買収
1982	ニューヨーク州ステネクタディの研究開発センターに1億3000万ドルを支出 ペンシルバニア州エリーにある自動機関車事業に3億ドルを投資 集中空調事業を売却
1983	ケンタッキー州に皿洗い機の新工場を建設、主要な機械設備に1億ドルを投資 AMIC社を買収して担当保険事業を拡張
1984	ユタ・インターナショナル鉱業事業をオーストラリアのBHPに売却 家庭用品事業をBlack & Deckerに売却 Employers Reinsurance社を買収 第2の抵当子会社であるFamily Financial Servicesを売却
1985	よりスリムで、かたよりがなく、市場指向の事業構造を創設するために管理構造を見直してセクターレベルを除去
1986	National Broadcasting Companyを含めて、RCA社を買収 キダー・ピーボディ (Kidder, Peabody Group Inc.) 80%を取得 日本のファナック社 (FANUC Ltd) とファクトリー・オートメーション合弁会社を設立 アラバマ州に3億2500万ドルのプラスチック製造設備を開始
1987	フランスのトムソン S. A. 社から民生用エレクトロニクス事業と引換えにCGR 医療機器事業を取得 ナビスター金融会社 (Navister Financial Corporation Canada), ゲルコ社 (Gelco Corporation), D & K 金融会社 (D & K Corporation) の買収により金融サービス事業を拡張
1988	ボルグワーナーの化学事業の買収によりプラスチック事業を拡張 ローパー社 (Roper Corporation) の買収により機械設備事業を拡張 モンゴメリー・ウォード信用会社 (Montgomery Ward Credit Corporation) を買収 半導体事業をハリス社 (Harris Corporation) に売却 西ドイツのロバート・ボッシュ (Robert Bosch) とモーターで合弁事業を設立
1989	イギリスのGECと、機械設備、発電設備、電気機器で合弁会社を設立 ハンガリーのTungsram Companyの多数持ち分の買収に同意 スウェーデンのEricssonと移動通信合弁会社を設立 1990年代のGEの競争力を改善するために全社の事業でワークアウト (Work-Out) が開始された

〔資料〕 GE, Annual Report, 1989.

〔出所〕 夏目啓二 [1994], 『現代アメリカ企業の経営戦略』 ミネルヴァ書房, 58頁。

ディールが失敗する理由



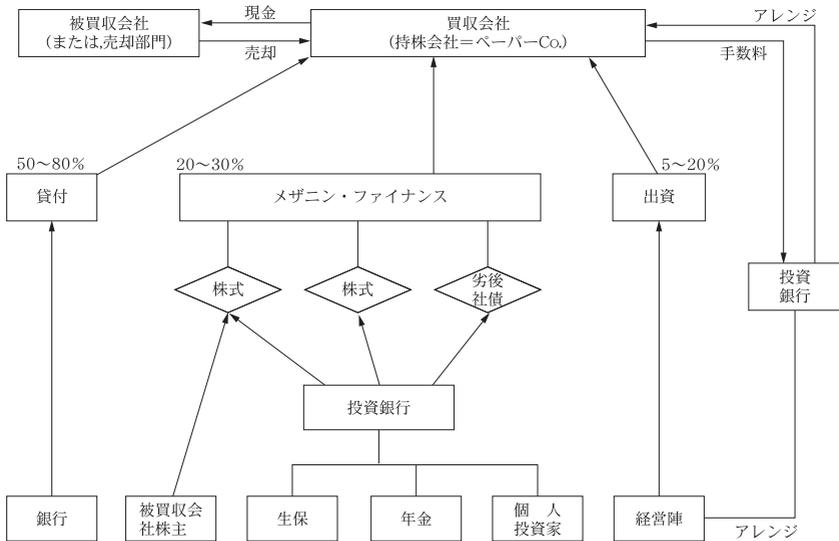
〔出所〕 Bain & Company [2004].

4. LBOと買収ファンド LBOとは、買い手が買収対象の資産や将来キャッシュフローを担保に買収資金の大半を調達する買収手法のことである。一般的には、買い手が自己資金で買収目的の特別目的会社（SPC）を設立し、大手銀行や生命保険会社やヘッジファンド等が協調融資で残りの資金を供給する。買収対象企業の株式（または事業）を買い上げていったん非公開（going private）にした後、一定期間後にこれらを丸ごと、あるいは部門別にバラバラにして売りに出し、投資を回収して収益をあげる。この過程で、ブリッジ・ローンの供与やジャンク債、また金利支払いを他の証券で行ったり、先延しにするPIK（pay in kind）やゼロ・クーポン債など、多彩なファイナンス手段が開発された。なお、経営者が株式や事業などの所有者から対象会社や事業を買収することをMBO（Management Buyout）という。通常、経営者の手元資金は限られるため、MBOの多くはLBOとなる。

事業会社ではなく買収ファンド（プライベート・エクイティ・ファンド）がLBOの買い手となる場合がある。KKR（Kohlberg Kravis Roberts）やブラックストーン・グループなどがその代表的存在である。1989年のKKRによるRJRナビスコ買収は、買収ファンドによるLBOの象徴的な事例として記憶されている。当時、買収を仕掛けるファンドは野蛮人（barbarian）と呼ばれ、ビジネス界からはアウトサイダーとみなされることが多かった。しかし、ファンドによるLBOが世界的に広がる中で、投資先企業の経営改善や経営改革を進めて企業価値を高め、産業再編をけん引する存在として買収ファンドを見る向きも出てきた。2000年代にはKKRによるTXUの買収など、89年のKKRによるRJRナビスコ買収を上回る規模のLBOが注目を集めた。金融危機の発生によってファンドによるLBOは一時縮小したが、低金利による運用難に直面する機関投資家からの資金流入もあって、その規模は近年拡大しつつある。

かつて、ハーバード大学のマイケル・ジェンセンは、大幅に負債を利用したLBOが「負債の統制効果」（control effect of debt）によって経営効率性を高めると主張した。しかし、大量の負債に対する金利支払いによる節税効果で利益が上昇する一方、売上高、雇用は減少するという傾向も指摘されており、LBOが経営効率性を高めるかどうかははっきりしない。

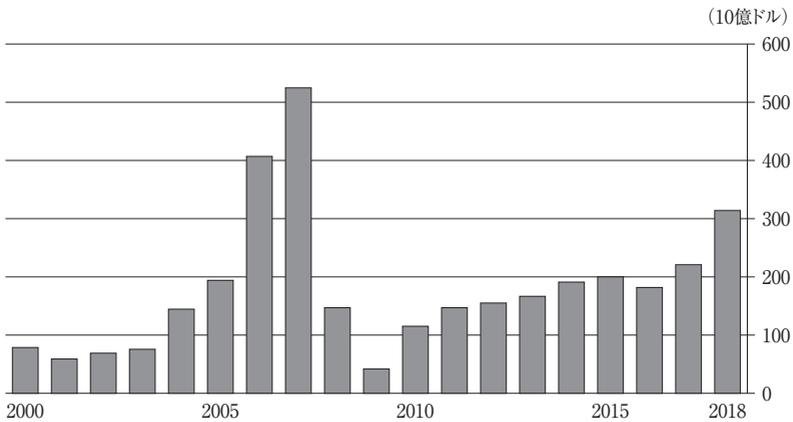
LBOの仕組み



(引用者注) メザニン・ファイナンスは自己資本と上級負債の間の資金調達手段のことである。

〔出所〕 山本哲二 [1997], 『M&Aの経済理論』中央経済社, 12頁。

プライベート・エクイティ・ファンドによる買収額の推移



(注) 2018年は9月30日まで

〔資料〕 Thomson Reuters.

〔出所〕 Financial Times, September 28, 2018.

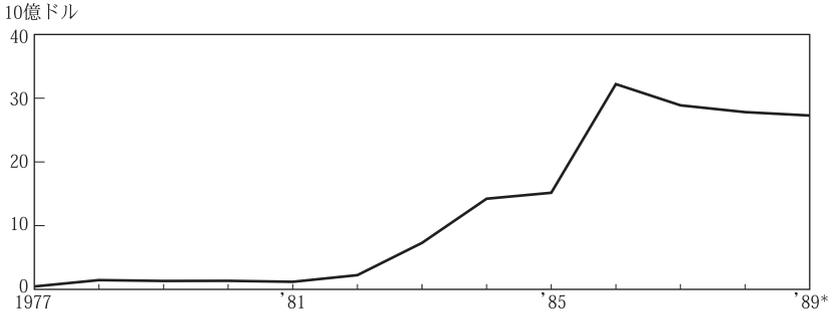
5. M & A ファイナンスとジャンク債市場 M & Aの主たるファイナンス手法は、これまでさまざまに変遷してきた。60年代後半のコングロマリット合併では、株式交換がファイナンスの主流であったのに対して、70年代後半からのM & Aは、余剰資金を使った買収が多いことが特徴である。80年代に入ると「負債の時代」(debt decade)といわれたように負債による資金調達が増加したが、これはM & Aのファイナンス手段としてジャンク債(高利回り債ともいう)が積極的に利用されるようになったことがその背景にある。

ジャンク債とは、格付けが上位4ランクの債券を「投資適格債」(investment grade)というのに対して、それ以下(ダブルB以下)の格付けの債券のことをいう。ジャンク債はリスクが高く、それに投資する投資家が限られていたため、投資適格債の下限の格付けであるトリプルBとの間には大きな利回り格差が存在していた。しかし、70年代後半、ドレクセル・バーナム・ランベール社のマイケル・ミルケンによって、そのデフォルト率の水準が決して利回り格差の存在を正当化するものではないことが明らかにされた。彼はこの分析結果を携えて、機関投資家にジャンク債への投資がいかに有利かを説得してまわった。徐々に機関投資家の注文を集めていき、後にミルケン・マシーンと呼ばれたジャンク債投資家のネットワークが形成されたのである。

1985年になって、ミルケンはジャンク債を、ブームとなっていたM & A活動のファイナンスの手段として大々的に活用することを考える。これによって、ブーン・ピケンズ、ソール・スタインバーグ、アイバン・ボウスキーなどの「乗っ取り屋」や「アープ」などが史上空前の規模のM & Aを実現させた。そのクライマックスが、89年にKKRが取り仕切って成功させた総額264億ドルのRJRナビスコに対するLBOであった。その後、一連のインサイダー事件スキャンダルによって、これらの主役は次々に逮捕され、ミルケン自身も不正取引の容疑で有罪判決を受ける。その結果、90年のリセッションによってジャンク債市場が動揺すると、高収益を誇ったドレクセル社も倒産に追い込まれることになった。

ジャンク債市場の創設とドレクセル社の歴史は、1人の人間が単独で市場を作り上げたという後にも先にも例を見ない、アメリカ金融史の1ページを飾る際立ったイノベーションの事例として記憶されている。

ジャンク債の発行額

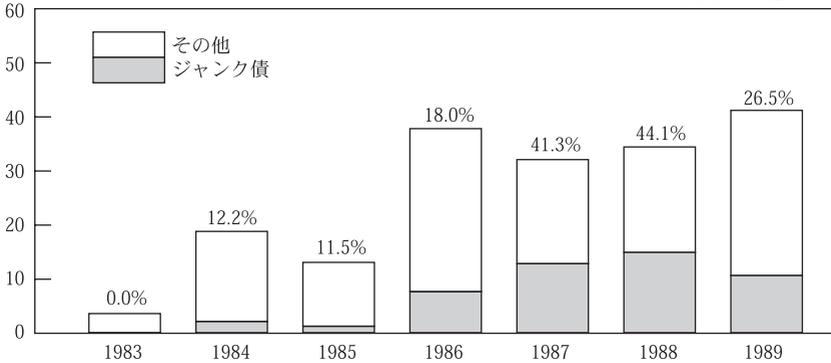


(注) 89年は1 - 9月のデータを年額に換算。

〔出所〕 Bechetti, S. [1990], "The Truth about Junk Bond", FRB of Kansas City, *Economic Review*, July/Aug. p.47.

LBO ファイナンスに占めるジャンク債の割合

(単位 10億ドル)



〔出所〕 Yago, G [1991], *Junk Bond*, p.210.

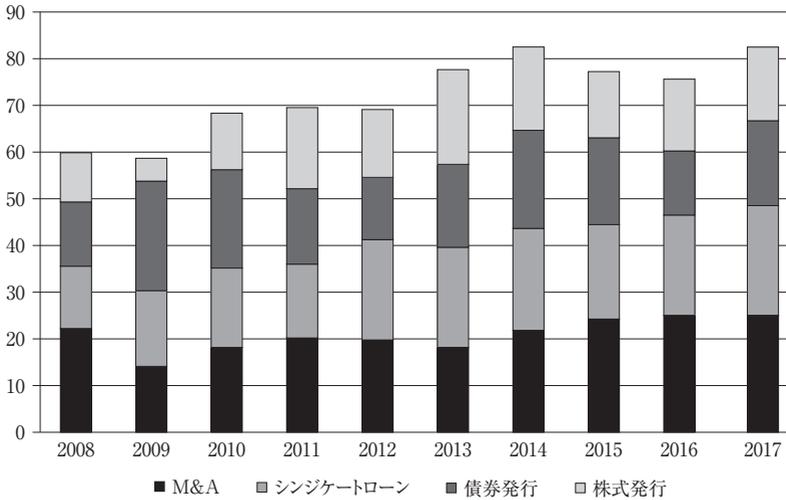
6. 投資銀行のM&A関連業務 1970年代になるまで、投資銀行のM&A活動に対する関わり方は控えめなものであり、特に格式のある投資銀行においては敵対的買収を手掛けることはタブー視されてきた。このような慣習を変える契機となったのが74年のインターナショナル・ニッケル社によるエレクトリック・ストレージ・バッテリー社に対する敵対的なTOBをモルガン・スタンレーが仲介したことであった。最も格式の高い名門投資銀行が敵対的買収を手掛けたことは当時驚きを持って受け止められたが、これを機に非友好的買収も一流の企業、投資銀行、商業銀行、弁護士の業務として認知されるようになったのである。

投資銀行は、買収対象の選定、適正価格の算出、合併買収手段の選択、M&Aファイナンスのための資金調達などを担う。80年代以降、M&A案件が大型化するにつれて、投資銀行は、ブリッジ・ローンの供与、ジャンク債の発行、株式の取得、資産の売却など、M&A&D取引全体に関わるようになったが、それらから歴大な手数料を手にした。特に80年代の後半にはLBOの際に投資銀行自身が出資者として資金を提供するようになり、取得した株式のキャピタルゲインからも多額の収益を得るようになった。M&Aにかかるこれらの複合的な業務からの収益は、取引額の1.7%から5%に達するといわれ、80年代後半には大手投資銀行の収益の半分前後を占めるようになったといわれる。

M&Aアドバイザー業務の分野では、長らくモルガン・スタンレー、ファースト・ボストン、ゴールドマン・サックスが「御三家」と呼ばれており、この3社で87、88年頃にはM&A取引額の70~80%、手数料収入の約40%を占めていた。これらの名門投資銀行は、長年の取引で培われた顧客ベースを武器として、圧倒的なシェアをおさえてきたのである。M&Aの分野では、一握りのスター・プレイヤーが個人的なつながりで案件を獲得することも多く、業者間での引抜きや独立してブティック（専門店）を設立するといった動きが頻繁に生じている。近年では、ゴールドマン・サックスがアドバイザー・ランキングのトップを占め、それにモルガン・スタンレー、JPモルガン、バンク・オブ・アメリカ・メリルリンチ、シティ等の米国大手金融機関が続いている。また、M&A業務に特化したブティック型の投資銀行も一定の存在感を見せている。

投資銀行手数料の内訳

(単位:10億ドル)



(注) グローバルベース。

〔資料〕 Dealogic。

〔出所〕 SIFMA FACT BOOK 2018, p.58。

M & Aアドバイザー・ランキング (2017年)

順位	アドバイザー	金額 (百万ドル)	シェア(%)	案件数	シェア(%)	手数料 (百万ドル)	シェア(%)
1	ゴールドマン・サックス	842,343.2	28.4%	340	0.9%	2,445	6.3%
2	モルガン・スタンレー	727,286.0	24.5%	287	0.8%	1,742	4.5%
3	JP モルガン	624,506.7	21.0%	294	0.8%	1,826	4.7%
4	バンク・オブ・アメリカ・メリルリンチ	544,273.2	18.3%	187	0.5%	1,355	3.5%
5	シティ	458,539.9	15.4%	225	0.6%	1,193	3.1%
6	ラザード	381,545.3	12.8%	255	0.7%	954	2.5%
7	バークレイズ	355,625.0	12.0%	176	0.5%	887	2.3%
8	クレディスイス	327,551.3	11.0%	206	0.6%	897	2.3%
9	エバーコア・パートナーズ	292,086.8	9.8%	127	0.3%	729	1.9%
10	UBS	279,337.3	9.4%	137	0.4%	583	1.5%
11	ドイツェ・バンク	247,671.2	8.3%	125	0.3%	571	1.5%
12	ロスチャイルド	181,300.4	6.1%	363	1.0%	779	2.0%
13	センタービュー・パートナーズ	155,116.0	5.2%	44	0.1%	358	0.9%
14	RBC キャピタルマーケット	137,785.0	4.6%	107	0.3%	404	1.0%
15	CITIC	111,520.6	3.8%	87	0.2%	168	0.4%
	業界全体	2,969,439.0		36,977		38,723	

(注) グローバルベース、完了案件。

〔出所〕 Thomson Reuters。

第11章 証券業者と証券業務

1. 証券業界の概観 アメリカの証券業者（ブローカー・ディーラー）数の推移を米国証券業金融市場協会（SIFMA, Securities Industry & Financial Market Association）の統計で見ると、従来は市況に応じて変動していた。例えば1990年末には5,827社に達したが、同年のマーケット・クラッシュによる市場の低迷などから急速に減少し、1992年末には5,260社になった。またその後の増加基調から1997年には5,597社に達し、横ばい期が続いたが、2001年のITバブルの崩壊等を経て、再び減少に転じた。

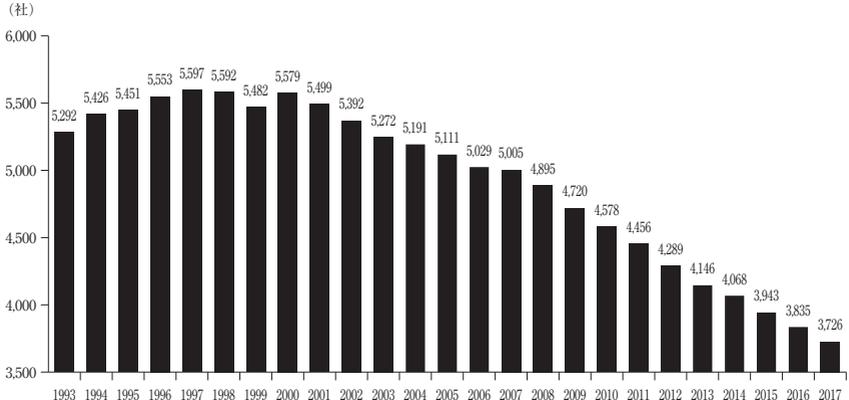
ところが市況が2002年を底に回復基調に転じて、2008年の金融危機を乗り越えても、証券業者の減少は止まらず、2017年は3,726社とピークの7割弱の水準まで落ち込んだ。

これは、金融・証券市場の構造変化を背景に、ITとの親和性が高い証券業務は、規模の経済が働くようになったことが背景にある。また個人向けブローカレッジ業務と、法人向け業務の両業務を営む総合証券業者が台頭し、さらには商業銀行が証券業者を買収したり、また自ら証券業務に進出したことから、巨大な金融コングロマリットが現れた。加えて金融危機が起きたことから、大手投資銀行が破綻したり商業銀行に買収されたりし、証券業者の淘汰が進んだ。またその後の規制強化を受けて、コンプライアンス・コストの上昇を見越した買収・合併も増加した。さらに近年は、個人向けに投資アドバイスを提供する業態として、証券業者よりも投資顧問業者（後述のRIA, Registered Investment Advisor）が選ばれるようになっていることもある。

これに対して、登録外務員数の推移はやや異なる。当初はやはり市況に応じて変動し、1987年末では46万人であったのが、1991年末には41万人弱となった。その後は再び増加基調に転じて2001年には67.4万人に達し、金融危機で63万人程度に下がった後、ほぼ横ばい状態が続いている。

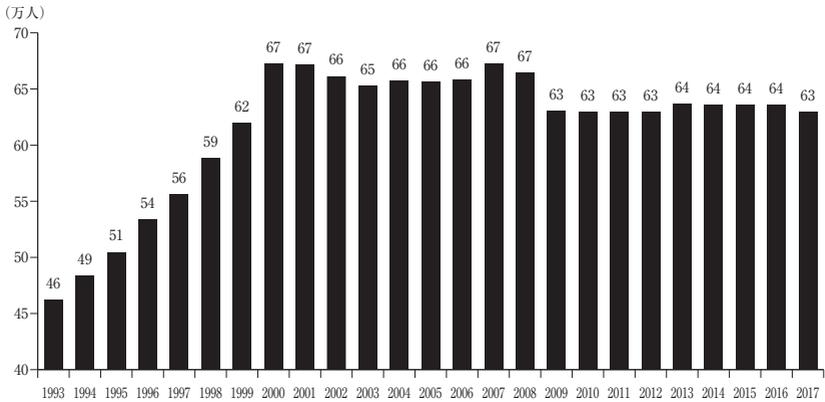
これは、1990年代を通じて投資家の裾野が広がっていった中で、身近なファイナンシャル・アドバイザーが必要とされていったためと考えられる。投資家の多くはごく一般的な資産形成層で、市況に関わらず、老後に向けた資産形成のためのアドバイスを必要とするようになったことも、登録外務員数が一定水準で維持される背景にあると考えられる。

証券業者数



〔出所〕 <https://www.finra.org/newsroom/statistics>, 2018年11月3日アクセス

登録外務員数の推移



〔出所〕 <https://www.finra.org/newsroom/statistics>, 2018年11月3日アクセス

2. 証券業者の収支状況 1975年の株式売買委託手数料の自由化を契機に、証券業者の収益構成は大きく変化した。それ以前には、委託手数料は収益全体の約半分を占めていたが、1980年代末には20%以下となった。また1990年代後半以降はネット取引等の台頭によって手数料率がさらに大幅に下がり、金融危機直前の2007年の委託手数料率は8%と一桁にまで低下した。

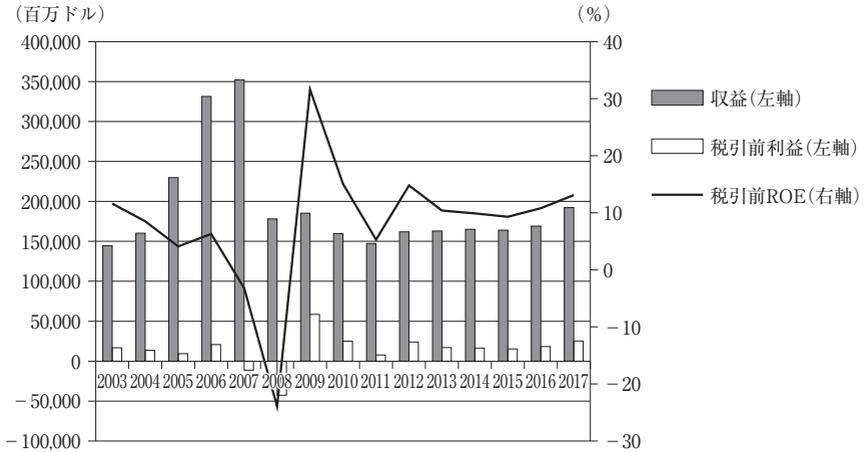
代わりに収益源となっていたのが、トレーディングや資本市場業務等である。2008年の金融危機後はこれらの収益が大幅に縮小した結果、証券業界の収益は2017年1,922億ドルと、金融危機直前のピーク（2007年）の半分強に留まっている。しかし金融危機後のコスト削減が奏功して、2017年税引前利益は251億ドルと金融危機前の水準に戻っている。ROE（自己資本利益率）も安定的に推移しており、2017年は13%を計上した。

アメリカの証券業者は従来、個人向け業務か法人業務のどちらかに注力し、メリル・リンチのような総合証券は例外的な存在であった。しかし大手業者は、ブローカレッジ、引受業務といった伝統的な業務からの収益低下に伴い、トレーディング、M&A関連等、自己がリスクをとるプリンシパル・ビジネスを強化してきた。また銀証融合が進み、投資銀行のレバレッジ規制も緩和されたことから、証券化業務が大幅に拡大した。加えてヘッジファンドの台頭に伴い、彼らに決済、口座管理サービスを提供し、投資家の紹介や資金調達の斡旋等も行うプライム・ブローカレッジ業務が有力な収益源として成長してきた。これらの業務には巨額の資本が必要なことから、大手業者への集中が高まり、2007年の証券業者上位10社のシェアは収益で74%に達した。

ところがこれらの新規業務が金融危機で打撃を被り、その後の金融制度改革によってプリンシパル・ビジネスや高レバレッジ型のビジネスがやりにくくなり、収益性も大幅に低下した。その結果、大手10社の2011年シェアは収益で58%まで低下した後、ほぼ横ばいとなっている。そしてその隙間を埋めたのが上位11～25位の準大手で、2007年を底に拡大を続け、2017年には27%を占めるほどとなった。

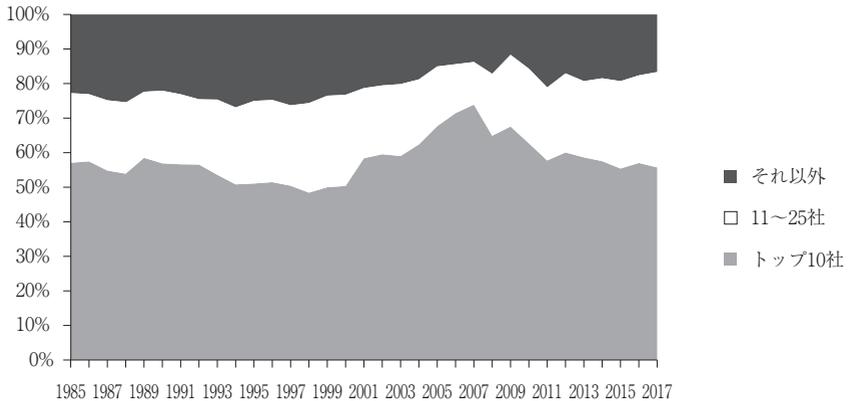
26位以下の証券業者は金融危機以降、一時的にシェアを拡大したものの、その後の規制強化や証券外務員の受託者責任問題等でコンプライアンス負担が増加していることから、2017年は16%と再びシェアを落としてつづける。

証券業者の収益・税引前利益



(注) ニューヨーク証券取引所報告業者
 [出所] SIFMA Fact Book 2018

米国証券業者の規模別収益構成比



(注) 一般向けに業務を行っているニューヨーク証券取引所報告業者
 [出所] SIFMA Fact Book 2018

3. 投資銀行の挫折 アメリカでは証券の発行・引受業務を専門にする証券業者を投資銀行と呼んできた。つまり歴史的には政府証券の投資や売買を主要業務として、その後一般企業の資金調達業に専念する証券業者を個人投資家相手のブローカーとは区別し、圧倒的な名声を保持してきた。

しかし発行・引受業務の競争が激しくなると、大手投資銀行はM&Aアドバイザーや、トレーディング、証券化商品の組成、ヘッジファンド向けのプライム・ブローカレッジ等の自己資本の投下を伴うプロプライエタリー業務に注力していった。そしてROEを高めるためにそのファイナンスをレポ市場（証券を担保にした短期借り）に依存するようになった。

ところが2008年に金融危機が起こり、保有証券の流動性が枯渇する一方で、短期資金の借り換えが行えなくなったため、資金繰りに窮したのである。結局ベア・スターンズはJPモルガンが買収、リーマン・ブラザーズは破綻、メリル・リンチはバンク・オブ・アメリカが買収、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）に業態転換して前者はスミス・バーニーと合併する等、大手全てが事業再編を余儀なくされた。

また米国投資銀行は2010年ドッド・フランク法によって自己勘定取引が行えなくなったため、主力の資本市場業務を縮小せざるを得なくなり、かつての勢いを失った。実際、ゴールドマン・サックスの2017年の機関投資家サービス部門収益は2009年の3分の1まで縮小し、投資銀行、投融資、資産運用業務で補っても純収益は7割に留まる。バンク・オブ・アメリカは、銀行とメリル・リンチの企業金融業務をまとめてグローバル・バンキング部門に、資本市場業務をまとめてグローバル・マーケット部門に再編したため実態がわかりにくい。後者はやはり2009年の半分以下の水準である。モルガン・スタンレーはリテール証券大手のスミス・バーニーと合併して総合証券業者として再出発したことから純収益が伸び、個人向け業務が法人向け業務に拮抗しつつある。

もっとも新勢力も台頭しつつある。特定の業種の新規公開やM&Aアドバイザー等で大手並の力を発揮するブティック投資銀行は従来から一定の存在感を示しており、2018年第3四半期までのアドバイザー収益ではエバコア、センタービュー、ラザードが8～10位を占めた。またスティフル社等の地方証券は投資銀行を買収して総合証券化を目指す。

三大投資銀行の業務別収益の内訳

(百万ドル)

	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
ゴールドマン・サックス									
アドバイザリー	1,897	2,062	1,987	1,975	1,978	2,474	3,470	2,932	3,188
株式引受手数料	1,797	1,462	1,085	987	1,659	1,750	1,546	891	1,243
債券引受手数料	1,290	1,286	1,283	1,964	2,367	2,240	2,011	2,450	2,940
引受手数料総額	3,087	2,748	2,368	2,951	4,026	3,990	3,557	3,341	4,183
投資銀行業務合計	4,984	4,810	4,355	4,926	6,004	6,464	7,027	6,273	7,371
債券・通貨・コモディティ(顧客取引)	21,883	13,707	9,018	9,914	8,651	8,461	7,322	7,556	5,299
株式(顧客取引)	5,237	3,231	3,031	3,171	2,594	2,079	3,028	2,194	2,046
コミッション他手数料	3,680	3,426	3,633	3,053	3,103	3,153	3,156	3,078	2,920
証券サービス	1,919	1,432	1,598	1,986	1,373	1,504	1,645	1,639	1,637
株式総額	10,836	8,089	8,262	8,210	7,070	6,736	7,829	6,911	6,603
機関投資家サービス合計	32,719	21,796	17,280	18,124	15,721	15,197	15,151	14,467	11,902
株式	986	3,439	1,120	2,392	3,930	4,579	3,781	2,573	4,578
債券・ローン	1,045	2,597	96	1,850	1,947	2,246	1,655	1,507	2,003
その他	832	1,505	1,443	1,241	1,141	-	-	-	-
投融資合計	2,863	7,541	1,625	6,299	7,018	6,825	5,436	4,080	6,581
運用手数料	3,860	3,956	4,188	4,105	4,386	4,800	4,887	4,798	5,144
インセンティブ手数料	180	527	323	701	662	776	780	421	417
取引収入	567	531	523	416	415	466	539	569	658
資産運用合計	4,607	5,014	5,034	5,222	5,463	6,042	6,206	5,788	6,219
純収益	45,173	39,161	28,811	34,163	34,206	34,528	33,820	30,608	32,073
モルガン・スタンレー									
アドバイザリー	1,488	1,470	1,737	1,369	1,310	1,634	1,967	2,220	2,077
株式引受手数料	1,695	1,454	1,132	892	1,262	1,613	1,398	887	1,484
債券引受手数料	1,272	1,371	1,359	1,669	1,805	1,956	1,643	1,369	1,976
引受手数料総額	2,967	2,825	2,491	2,561	3,067	3,569	3,041	2,256	3,460
投資銀行業務合計	4,455	4,295	4,228	3,930	4,377	5,203	5,008	4,476	5,537
株式	3,690	4,840	6,770	4,811	6,529	7,135	8,288	8,037	7,982
債券・商品	4,854	5,900	7,507	2,358	3,594	4,214	4,758	5,117	4,928
その他	173	-441	-1,329	-496	-372	-605	-596	-853	-632
セールス&トレーディング総額	8,717	10,299	12,948	6,673	9,751	10,744	12,450	12,301	12,278
投資	-864	809	239	219	707	240	274	147	368
その他	545	766	-207	203	608	684	221	535	630
投資・その他合計	-319	1,575	32	422	1,315	924	495	682	998
法人・機関投資家向け証券業務	12,853	16,169	17,208	11,025	15,443	16,871	17,953	17,459	18,813
ウェルス・マネジメント業務	9,390	12,636	13,423	13,034	14,214	14,888	15,100	15,350	16,836
資産運用業務	1,337	2,685	1,887	2,219	2,988	2,712	2,315	2,112	2,586
部門間調整	-146	-103	-115	-176	-228	-196	-213	-290	-290
純収益	23,434	31,387	32,403	26,102	32,417	34,275	35,155	34,631	37,945
バンク・オブ・アメリカ									
アドバイザリー	1,167	1,018	1,246	1,066	1,131	1,205	1,503	1,269	1,691
債券発行	3,124	3,059	2,693	3,362	3,805	3,583	3,033	3,276	3,635
株式発行	1,964	1,329	1,303	1,026	1,469	1,490	1,236	864	940
投資銀行手数料合計	6,255	5,406	5,242	5,454	6,405	6,278	5,772	5,409	6,266
グローバル・バンキング部門	11,141	11,226	10,553	15,674	16,481	17,607	17,621	18,445	19,999
債券・通貨・商品	12,723	12,857	8,868	8,812	8,882	8,752	7,869	9,373	8,665
株式	4,902	4,155	3,968	3,014	4,200	4,194	4,335	4,017	4,112
セールス&トレーディング	17,625	17,012	12,836	11,826	13,082	12,946	12,204	13,390	12,777
グローバル・マーケッツ部門	32,623	27,949	23,618	14,284	16,058	16,188	15,013	16,090	15,951
グローバル・ウェルス・アド・インベストメント・アドバイザリー部門	16,137	16,289	17,376	16,518	17,790	18,404	18,034	17,650	18,590
コンシューマー・バンキング部門等	61,043	55,926	42,879	37,759	39,472	32,917	31,525	31,731	34,521
純収益	120,944	111,390	94,426	84,235	89,801	85,116	82,965	83,701	87,352

(注) 原データは修正が行われるため、数字は連続しない。また事業構成は2017年現在で、過去のデータは可能な限り類似項目に計上。バンク・オブ・アメリカの投資銀行手数料は、グローバル・バンキング部門とグローバル・マーケッツ部門に計上されるが、上記はグループ全体の数字で、グローバル・バンキング部門の内数ではない。イタリックは純収益を構成する事業セグメント

[出所] 各社財務データ

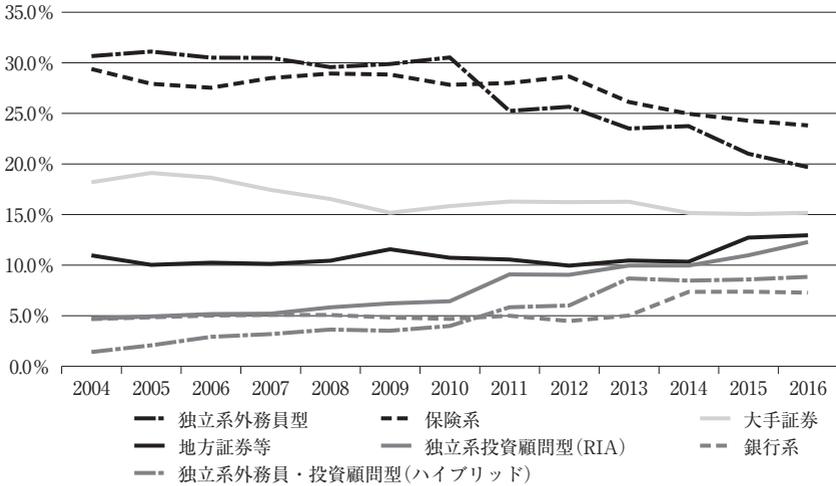
4. 多様化する対面チャネル 個人向けの有価証券販売は、全国に店舗を持つワイヤハウスと呼ばれる大手証券と、特定の地域に根ざした地方証券業者が行った。特にメリル・リンチ等の大手証券は1970年代半ば頃から系列運用業者の投資信託の販売にも力を入れていくようになる。もっとも1960年代後半のペーパー・クライシスや1975年の手数料自由化、石油ショック等、証券業者にとっては厳しい時期が続いたことから、対面チャネルの多様化も始まった。

例えばセントルイスに本社を置くエドワード・ジョーンズは一人店舗の展開へと舵を切った。また正社員型の営業担当者ではなく、独立したアドバイザーを組織するレイモンド・ジェームズのような証券業者も登場した。保険のエージェント達も変額年金販売を通じて証券業務に参入していった。手数料の自由化によって登場したディスカウント・ブローカーは当初、アドバイスを提供せずに電話やオンラインでの注文取次のみ行っていたが、投資顧問登録を行って個人にアドバイスを提供するRIAと呼ばれる独立系アドバイザーを組織するようになった。さらに1990年代初には銀行による投資信託の窓口販売も本格的に解禁された。こうして金融商品の一元管理を謳う異業種チャネルや、地域密着型営業を強みとし、系列商品を持たないことを逆手にとって中立性をアピールする独立系チャネル、富裕層を中心にSMA (Separately Managed Account) やファンドラップ等を活用した資産管理型営業を展開する従来型の証券と、対面チャネルの個性が際立つようになった。

1980年代は確定拠出年金を通じて投資家の裾野が広がり、1990年代半ば以降は低手数料を武器にネット証券が一世を風靡した。しかし2001年にITバブルが崩壊し、2008年の金融危機が起きると、投資の難しさを実感した個人投資家が、対面チャネルに回帰していった。

ただし金融危機以降は、営業担当者の独立気運が高まり、RIAと、証券外務員と投資顧問業者を兼業するハイブリッド型の独立系アドバイザーが勢いを増した。従来は、証券外務員免許を有さないが故にコミッションを受け取らずに残高手数料等を受け取り、適合性原則ではなく、フィデューシャリー・デューティを行動規範とするRIAが理想の業態とされた。しかし確定拠出年金やオルタナティブ商品等、証券外務員でないと提供できない商品もあることも周知され、ハイブリッド型の良さも見直されていった。

米国の営業担当者シェア



米国のリテール証券業者ランキング

順位	証券会社	業態	顧客預かり資産 (億ドル)	営業担当者当たり 預かり資産 (億ドル)	営業担当者数 (人)
1	バンク・オブ・アメリカ／メリル・リンチ	大手証券 (銀行系)	27,250	1.57	17,367
2	モルガン・スタンレー	大手証券	23,730	1.51	15,712
3	ウェルズ・ファージ	大手証券 (銀行系)	16,000	1.10	14,544
4	UBS アメリカ	大手証券 (銀行系)	12,250	1.80	6,822
5	エドワード・ジョーンズ	地方証券	11,210	0.70	16,095
6	レイモンド・ジェームズ	地方・独立系外務員型証券	6,950	0.91	7,604
7	LPL	独立系外務員型証券	6,150	0.40	15,210
8	アメリカプライズ	独立系外務員型証券	4,950	0.50	9,900

〔出所〕 Raymond James 2018 Analyst Investor Day より作成

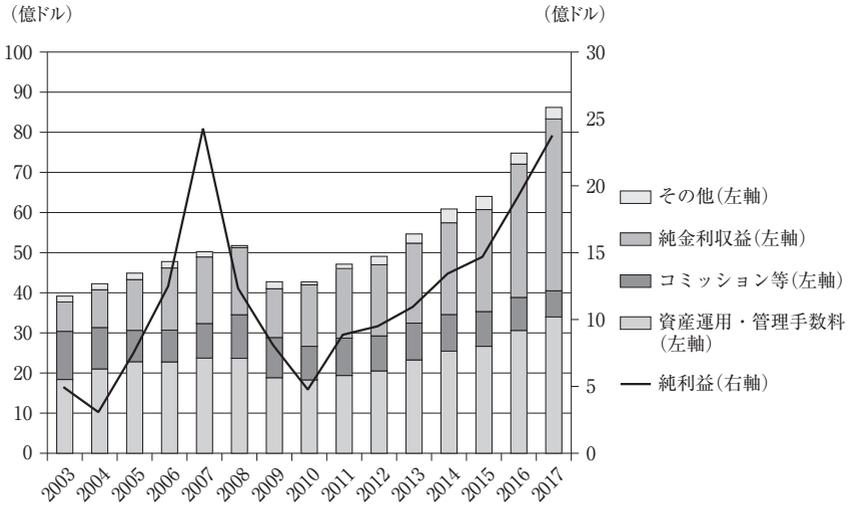
5. ネット証券のフルサービス化 コンピュータを通じて株式、債券、また投資信託の売買を発注するオンライン取引は、インターネットの登場以前に、既に電話とともにディスカウント・ブローカーの有力なチャネルであった。しかし1996年にネット専業証券として登場したE*トレードが格安の手数料で売買注文を取り次ぐようになり、新たな価格引き下げ競争が始まったのである。こうした動きに対し、当時既にディスカウント・ブローカー大手となっていたチャールズ・シュワブは広告塔的な位置づけであった店舗・コールセンターとネット取引を融合し、状況に合わせて取引チャネルを使い分けられる体制を構築して、ネット証券最大手となった。

ところがITバブルの崩壊を受けて2001年に景気が後退すると、オンライン業者は深刻な業績不振に陥り、業者の集約も進んだ。立て直しを迫られたチャールズ・シュワブも独立系アドバイザー（RIA）チャネルを一層重視するとともに本体でもアドバイスを提供するようになり、この頃からフルサービス証券を標榜するようになった。同時期、大手証券は富裕層特化を打ち出して立て直しを図ったこともあり、ベビーブーマー層の受け皿としてチャールズ・シュワブは再び拡大基調に戻る。

収益構造もコミッション等の取引連動型手数料の比重は大きく下がり、投資信託のプラットフォーム業者として徴収する残高連動の手数料や、SMA等の一任サービスの手数料等からなる資産運用・管理手数料が主な収益となる程、体質を変えた。さらに2003年に銀行を設立し、証券総合口座に組み込むことで集めた預金を有価証券運用や貸付に当てて金利収益を得るようになり、2017年にはこれが収益の約半分を占めた。

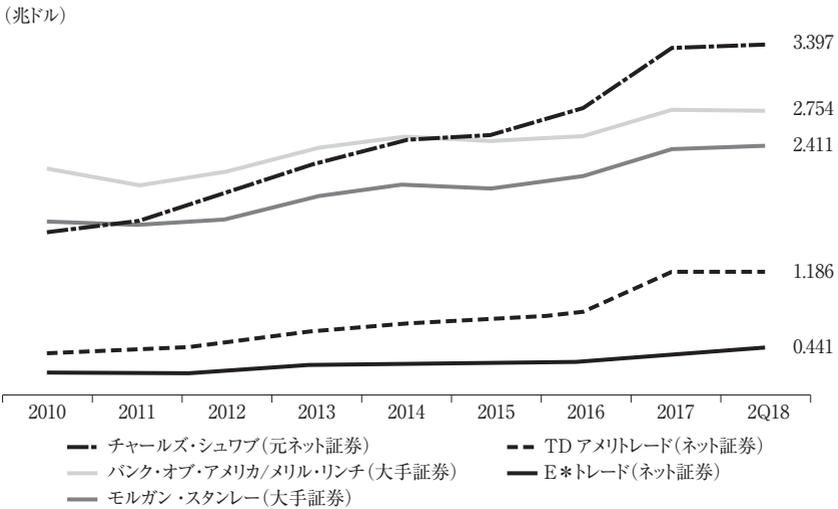
チャールズ・シュワブも業績面では2008年の金融危機の打撃を被ったが、ETF(上場投資信託)や最近ではロボ・アドバイザーに力を入れる等、資産形成層に合った施策を矢継ぎ早に導入したことから、ネット証券と自社店舗(2017年預かり資産の54%)及びRIAチャネル(同46%)の両方が伝統的証券を離れた顧客や営業担当者に支持された。ネット証券チャネルを主力とするE*トレードやTDアメリトレードの預かり資産は長らく横ばいが続いたのに対し、チャールズ・シュワブの預かり資産はより富裕層色を打ち出したメリル・リンチやモルガン・スタンレーを追い抜き、2015年には全米最大の証券業者となった。

チャールズ・シュワブの収益構成



〔出所〕 チャールズ・シュワブ・アニュアルレポートより作成

米国主要証券の預かり資産



〔出所〕 Charles Schwab, "Summer Business Update 2018."

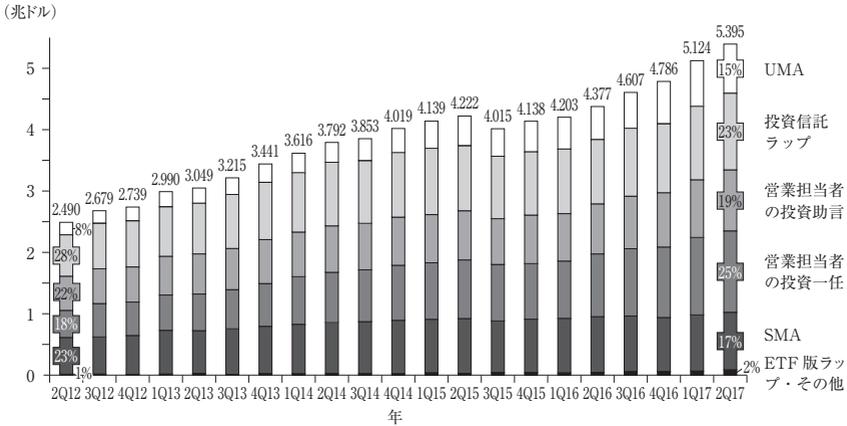
6. リテール証券業の投資顧問化 対面チャネルにおけるアドバイスとは従来、営業担当者の相場観に基づき、値上がり益の期待できる銘柄を推奨することを指した。しかし、確定拠出年金の投資教育等を通じてポートフォリオ運用の考え方が広まったり、回転売買やそれを誘発しかねない取引連動型の手数料の弊害が指摘されるようになった。またネット証券との手数料競争に巻き込まれそうになった従来型の証券業者は、差別化を図るべく、資産管理型営業を標榜するようになった。これはリテール証券業の投資顧問化に他ならない。

例えば大手証券は、SMA やファンドラップ等の投資一任型サービスに注力するようになっていった。これら大手証券の商品は、当初は社内の投資顧問部が、商品や投資顧問業者を選別・モニタリングし、営業担当者には投資の裁量を基本的に与えないものが主流であった。しかし後述するように、独立系投資顧問型アドバイザー（RIA）が台頭したこと等もあり、近年は、営業担当者に投資の裁量を与えるタイプ（注文執行前に顧客の承諾を必要とする投資助言型とこれを必要としない投資一任型）が急速に拡大している。またSMA は株式や債券、ファンドラップは投資信託のみしか扱えない不便さがあったことから、近年はこれらをUMA（総合投資一任口座）に組み込む動きも増えている。

一方、前述のRIA は、基本的に顧客と投資一任契約を結んで自らの裁量で運用を行う。ただし、そのアドバイスの内容は、銘柄選択に留まる資産運用特化型から、資産・負債、場合によっては事業継承や相続対策を視野に入れた包括的なものまで、多岐にわたる。

投資顧問型サービスの普及に伴い、証券外務員が行動規範とする適合性原則では、投資顧問業者が行動規範とするフィデューシャリー・デューティのように高度な投資家保護を提供できないことが知られていった。そこで2016年、労働省が確定拠出年金のアドバイザーにフィデューシャリー・デューティを課す規則を一度は採択した。米国では個人型確定拠出年金が浸透しており、大半の証券外務員がこの規則の影響を受けるとは思われたが、2018年にこの規則は無効となった。トランプ政権がコンプライアンスの負担増に伴う顧客の絞り込みで、アドバイス難民が生まれることに懸念を示したからである。一方で同年、SEC（証券取引委員会）が顧客の最善の利益に資する行動をとることを定めた規則案を発表しており、その行方が見守られている。

投資顧問型サービス残高推移



〔出所〕 Deloitte, "Regulatory Rewards and Risks of Managed Account Programs in the Wealth Management Industry." 2018.

独立系投資顧問型アドバイザー (RIA) の多様化

資産運用と 広義の アドバイス	営業手法	定義	提供サービス	アドバイザー の認識	セラーリ社 の分類
資産運用 特化型 ↑ ↓ 広義の アドバイス	マネーマネージャー	個別銘柄を組み合わせてポートフォリオを構築。資産運用に注力	運用とアセット・アロケーション	9%	9%
	インベストメント・アドバイザー	運用を主要サービスとするが、退職プランニングや教育費積み立て等のモジュール別プランも提供	資産運用、退職・教育費プランニング中心	27%	64%
	ファイナンシャル・プランナー	顧客の資産・負債全体の分析をした上で、包括的なファイナンシャル・プランを構築	税対策や保険等も含め、包括的なプランニング・サービスを提供	54%	21%
	ウェルス・マネージャー	包括的ウェルス・マネジメントや資産継承に特化。ストック・オプション計画や経営幹部報酬、複雑な信託・相続プランニング、慈善活動等に関わるアドバイスも提供	プランニング・サービスを全て提供。複雑な相続対策、慈善活動支援、事業継承プラン等に注力	10%	5%

〔出所〕 SEI "Next Wave Financial Planning." 2015. (原典は Cerulli Associates)

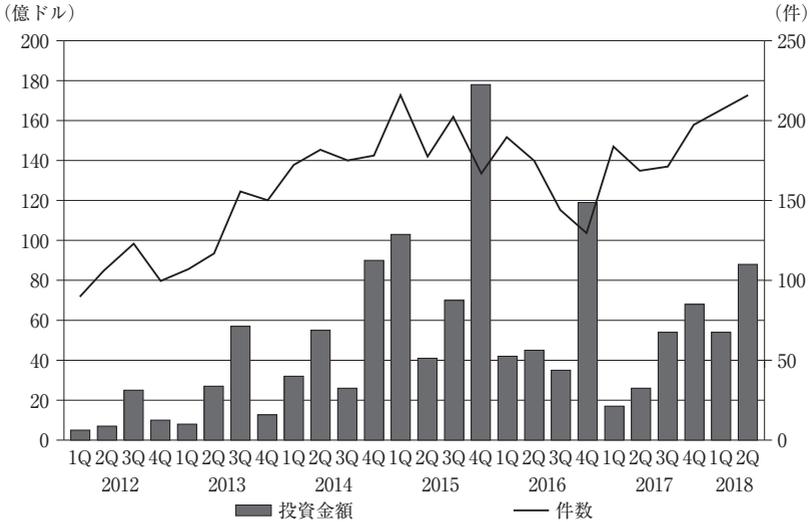
7. 証券業のフィンテック フィンテック (FinTech) とは、金融と情報技術の融合によるイノベーションを指す。そしてフィンテック企業は特定の業務に特化し、情報技術を駆使して伝統的金融機関が提供しえないような破壊的なサービスを提供することで、金融業のアンバンドリングを促進してきた。しかし近年は、多角化や事業買収、大手金融機関との提携等による、複合的なサービスも提供し始めており、リバンドリングの傾向が見られる。

フィンテック企業への投資額は2015年に米国で392億ドルとピークをつけた後は低下傾向だったが、2018年上期は142億ドルと持ち直した。活発な資金供給者には、500スタートアップス等のアクセレレーター、ベイン・キャピタル等の伝統的ベンチャー・キャピタル、グーグル等のコーポレート・ベンチャー・キャピタル、そしてプライベート・エクイティ・ファンドとしてもフィンテック企業の提携先としても存在感を示す金融機関等がある。

フィンテック企業の事業領域も大きく拡大した。フィンテック事業の中核は決済で、証券業に限ればロボ・アドバイザーが中心であった。しかし今後は、証券業だけでも資本市場関連、レグテック、ロボ・アドバイザーから発展したウェルス・マネジメント、と多様化しつつある。

資本市場関連では現状にそぐわなくなった旧来型のシステムをクラウド型に置き換え、データやプラットフォームの一元化を図る業者が台頭している。レグテックは、ドッド・フランク法以降の規制強化の動きや、証券外務員のフィデューシャリー・デューティ議論等の対応に迫られる証券業者や営業担当者のコンプライアンス業務の効率化を目指して発展していった。さらにウェルス・マネジメント分野のロボ・アドバイザー市場には、類似のシステムを自社開発したり、フィンテック企業と提携する大手金融機関の参入が目立ち、ロボ・アドバイザーのエンジンを営業担当者が使う形態が普及しつつある。加えて年金資産向けのロボ・アドバイザーが登場したほか、資産形成層未満の小口顧客を対象とするマイクロ・インベストメントや、インパクト投資等の特定の投資手法に特化した投資ツールが登場している。何よりも個人の家計管理に端を発するパーソナル・ファイナンス・ソフトが資産・負債データや使用機器の一元管理を進めていることから、将来的には決済、証券・暗号通貨投資等とも融合して大きく発展していくことが予想されている。

フィンテック企業への投資金額



(注) 投資金額とは、ベンチャー・キャピタル及びプライベート・エクイティ投資、買収・合併の合計額

〔出所〕 KPMG International. "Pulse of Fintech 2018, Global Analysis of Investment in Fintech." (Data Provided by PitchBook) July 9, 2018.

フィンテックの主要分野

フィンテックの主要分野	概要
貸付	個人間融資, 代替的融資
ブロック・チェーン, 暗号通貨	ブロック・チェーン技術を使ったサービスを提供
レグテック	監査, コンプライアンス, リスク管理ソフト
パーソナル・ファイナンス	個人の家計管理
決済・請求事務	決済業務, カード関連
保険	代替的引受手法, 保険金請求・支払
資本市場	セールス・トレーディング分析
ウェルス・マネジメント, 投資	運用, 投資
送金	国際送金及びその管理ソフト
住宅ローン, 不動産	住宅ローン, 不動産融資プラットフォーム

〔出所〕 CB Insights, "Fintech Trends to Watch in 2018."

8. 自主規制機能 アメリカの証券規制は1930年代に制定された一連の連邦証券諸法によって骨格が形作られた。その特徴は、SECによる公的規制に加えて、証券取引所と全米証券業協会（NASD）という自主規制機関（SRO, Self-regulatory Organization）に業者に対する一定の規制権限を委ねてきたことである。

NASDは、1994年5月に発覚したナスダック市場のマーケット・メーカーによる談合疑惑を契機に、その管理体制や組織のあり方の見直しに取り組んでいたが、1996年ナスダック・ストック・マーケット（現 Nasdaq）と自主規制機能を専門的に扱うNASDレギュレーションを分離した。ニューヨーク証券取引所も2006年にECNのアーキペラゴとの合併、株式会社への組織変更にあたり、NYSEマーケットとNYSEレギュレーションを分離した。そして2007年、NASDとNYSEの各自自主規制機能を統合した新たな自主規制機関として、金融取引業規制機構（FINRA, Financial Industry Regulatory Authority）が発足した。

FINRAの役割は、SECの監督下で、投資家を保護し、市場の統合性（integrity）を維持するよう務めることである。そのため、登録外務員試験、投資家と証券業者の間の紛争の仲裁、調停などを含む規則制定権限を持つとともに、3,726社の証券業者に対して検査を実施することになった。また投資家保護の観点から、証券業者や営業担当者の外務員登録状況や経歴、彼らに対する規制行動等の情報を検索できるブローカーチェックというツールを公開している。投資教育に関しては、2003年の証券業者と規制当局との包括的和解の和解金5,500万ドル等を原資に2004年、専門組織を立ち上げた（FINRA Investor Education Foundation）。

FINRAは2017年からFINRA360と呼ぶ自己評価・改革活動を立ち上げ、その一環として同年末より、検査結果を一般化してまとめたFINRA検査結果報告書を発表し始めた。この報告書によれば、2018年は、個人投資家に適合しない推奨が行われた事例、債券のマークアップ価格の情報開示が不十分だった事例、私募証券の推奨の際、その発行者とその経営等を精査するという合理的な注意義務を怠った事例、営業担当者が自己裁量による取引を行った事例等が際立った。

FINRA の概要

設立	2007年
拠点数	16
従業員数	3,500人
監督証券業者	3,726社
登録証券外務員	63万人
2017年制裁金	6,490万ドル
2017年被害者に対する支払いを命じた原状回復金	6,680万ドル
2017年検査件数	7,800件

〔出所〕 <https://www.finra.org/newsroom/statistics> 2018年11月3日アクセス

FINRA の規制行動 2008－2017年

	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
投資家からの苦情件数	5,405	5,067	3,208	2,979	2,785	2,334	2,802	3,250	3,070	3,002
新規懲戒処分	1,073	1,158	1,301	1,488	1,541	1,535	1,397	1,512	1,434	1,369
正式の解決処置	1,007	1,090	1,178	1,287	1,370	1,307	1,110	1,252	1,093	936
除名処分された企業	19	20	14	21	30	24	18	31	24	20
営業停止処分を受けた企業	0	1	1	0	0	38	5	25	26	29
除名処分された個人	363	383	288	329	294	429	481	496	517	492
営業停止処分を受けた個人	321	363	428	475	549	670	705	736	727	733
広告・販売資料の審査	99,295	96,700	97,378	105,329	101,181	108,534	113,646	99,776	92,489	79,941

〔出所〕 <https://www.finra.org/newsroom/statistics> 2018年11月3日アクセス

9. 投資家保護制度 アメリカでは、1970年に投資者保護法（Securities Investor Protection Act of 1970）が制定され、同法に基づき、証券投資者保護会社（Securities Investor Protection Corporation, SIPC）が設立された。SIPCは、証券業者が経営破綻等に陥った際に、投資家が当該証券業者に預けてある証券や金銭の変換を受けられなくなった場合、その被った損害を一定の限度内で補償する（一人あたり50万ドルまで、現金は25万ドルまで）。

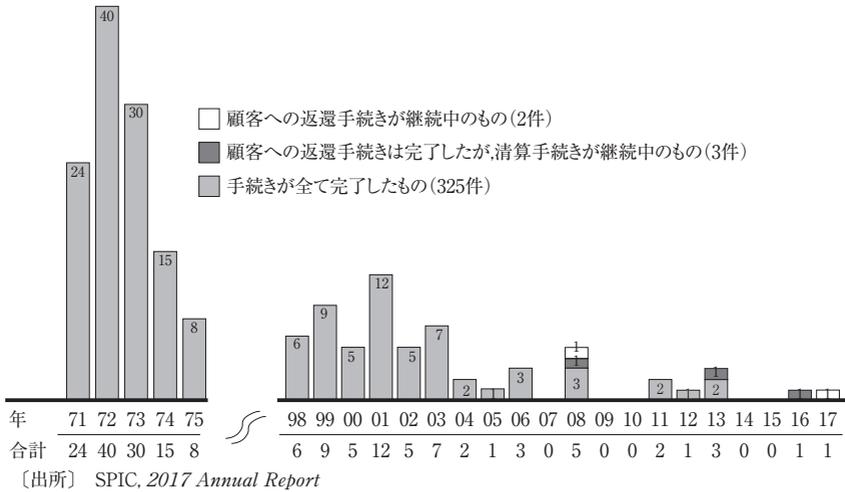
1960年代における株式市場の急激な拡大に伴い、証券業者はその業容を大幅に拡張していったが、当時はまだコンピュータ化が進んでおらず、事務処理の急増（いわゆるペーパー・クライシス）に対しては、人員増強により対応せざるを得なかった。また当時、証券業者は、顧客からの預り金や預り証券を自己の運転資金や銀行借入の担保として利用しており、証券業者が経営破綻に陥ると、顧客の資金、証券が失われうる状況にあった。大幅な人員増強は、業界の高コスト体質を招き、1960年代末に一転して出来高が急減すると、破綻する業者が続出し、投資家が現実に損失を被るケースが相次いだ。こうした情勢に照らし、1970年には投資者保護法が制定された他、SECが1972年には顧客の証券・資金の分別管理を求める規則を制定するとともに、1975年には自己資本規制を改正した。

SIPCは会員組織の非営利法人であり、一定の証券業者を除く全ての登録証券業者を会員としている（2017年約3,700社）。SIPCの理事会は、財務省、連邦準備制度（FRB）各代表1名、大統領任命による証券業界代表3名及び公益代表2名の合計7名により構成される。

SIPCは、SIPC基金を設定し（2017年末残高29.5億ドル）、この基金を維持するために、会員からその証券業務に関わる純業務収入の15ペーシス・ポイントを負担金として徴収する。SIPCは、基金の枯渇等の財務上の困難に陥った場合は、SECを通じて財務省から25億ドルまで借入を行える。

SIPCが設立以来、2017年までに補償を行った破綻証券業者の清算件数は330件である。そのうち、当初の4年間で109件、直近10年間の年平均は1.3件、2017年は1件である。全清算件数中、SIPC基金から100万ドル以上の純立替金が支払われたのは92件である。中でも最も高額だったのは、バーナード・メイドフ社への22.6億ドルであった。

証券投資者保護法に基づく補償・清算手続件数の推移



SIPCによる補償額（純立替金）の規模別支払い状況

(単位：件、万ドル)

積立替金等の規模	件数	金額
4,000万ドル超	1	225,800
1,000万ドル超4,000万ドル以下	11	23,032
500万ドル超1,000万ドル以下	18	12,605
100万ドル超500万ドル以下	62	13,689
50万ドル超100万ドル以下	38	2,803
25万ドル超50万ドル以下	43	1,487
10万ドル超25万ドル以下	61	973
5万ドル超10万ドル以下	42	300
2.5万ドル超5万ドル以下	25	92
1万ドル超2.5万ドル以下	11	17
1万ドル以下	11	3
回収超過ケース	7	-1,399
合計	330	279,403

- (注) 1) 2017年末までの累計
 2) 回収超過のケースは、立替金に利息を付けて返済された場合等
 3) 純立替金には、顧客への支払額(98,186万ドル)に加え、管理費用等(181,217万ドル)が含まれている

〔出所〕 SIPC, 2017 Annual Report

第12章 投資顧問

1. 投資顧問業法の成立と変遷 米国の投資顧問業は、1940年投資顧問業法（Investment Advisers Act of 1940）等により規制されている。投資顧問業法の成立の過程とその後の変遷を概観する。

大恐慌によって引き起こされた社会不安は、前例のない広範囲な法律の制定を促すこととなった。1920年代の金融危機へと導いた要因を除去し、2度と同じような事態が起こらないように金融市場のインフラを整備する必要が背景にあった。議会は矢継ぎ早に、1933年証券法（Securities Act of 1933）、1934年証券取引所法（Securities Exchange Act of 1934）等の法律を制定した。

これらの法律はそれぞれ異なった目的を持って制定されていたが、共通する目標も有していた。それは買い手危険負担責任原則を完全開示原則へと移行させ、証券業界に高水準の業務倫理意識を浸透させる、体系だった市場規制を構築することであった。しかしながら、この目標を達成するためには、証券の発行者や証券の取引業者の規制だけでは不十分であり、投資アドバイスを提供する業者に対する規制の必要性が認識された。第1次世界大戦前は、弁護士、銀行や会計士が付随的に投資顧問サービスを行っていたが、大戦後は小口投資家の数が増加するにつれ、それに呼応するかたちで独立した業者の数も急増した。これらの業者の多くは法律を遵守していたが、中には平気で悪事を行う予想屋のような業者も存在していたことから、これらの悪徳業者を規制する必要性が高まっていた。

このような状況下、小口投資家保護のための施策として、議会は1940年投資会社法（Investment Company Act of 1940）と1940年投資顧問業法を制定した。投資顧問業法の制定目的は、投資アドバイスを受ける人々を、利益相反を排除あるいは開示することにより保護することにあると謳われており、不正行為防止のための広範囲の禁止行為が盛り込まれた。

その後数々の小幅な改定が行われてきたが、議会は増大する登録業者数に対応するために、1996年に大幅な改定を行い、大規模業者は連邦政府の証券取引委員会（SEC）登録、小規模業者は州登録とした。これにより、改定前に約22,500存在したSEC登録投資顧問業者は約8,000へと減少した。

1940年投資顧問業法 (Investment Advisers Act of 1940) の内容

201条	調査結果
202条	定義
203条	投資顧問業者の登録
203条 A	州および連邦の義務
204条	投資顧問業者による報告
204条 A	非公開情報の悪用防止
205条	投資顧問契約
206条	登録投資顧問業者の禁止取引
206条 A	適用除外
207条	重要事項の虚偽記載
208条	一般的禁止事項
209条	本法の執行
210条	情報開示
210条 A	照会
211条	規則, レギュレーションおよび命令
212条	聴聞
213条	命令に対する裁判所審査
214条	法令違反および訴訟の管轄
215条	契約の効力
216条	SEC 年次報告書
217条	罰則
218条	SEC の任用および賃貸に関する権限
219条	規定の可分性
220条	略称
221条	施行日
222条	投資顧問業者に対する州規制
223条	顧客口座のカストディ
224条	商品取引法に関する解釈準則

2. ドッド・フランク法施行後の法規制 2008年に起きた金融危機を受けて、包括的かつ大幅な金融改革を行うドッド・フランク法が制定され、投資顧問業者の規制においても、大幅な改定が行われた。

ドッド・フランク法は、2010年7月21日に制定され、2011年7月21日に施行されたが、これを受け、SECに登録する必要があった、あるいは、必要がなかった投資顧問業者は、以下の3つの基準にしたがい、SEC登録の義務付け、あるいは、州登録への移行が行われることとなった。

(1) 100百万ドル以上の運用資産を有する投資顧問業者 SECへの登録が義務付けられる。

(2) 100百万ドル未満の運用資産を有する投資顧問業者 ドッド・フランク法以前は、25百万ドル以上の運用資産を有する投資顧問業者がSECへの登録(25百万ドル未満は州登録)が義務付けられていたが、同法の施行に伴い、25百万ドル~100百万ドルの間の運用資産を有する投資顧問業者(中規模投資顧問業者)は、2012年6月28日までに州登録へと移行することとなった。これはSEC登録の適用除外ではなく、SEC登録不可の扱いとなるものである。

(3) 登録適用除外投資顧問業者(exempt advisers) これまで長年にわたり、15人未満の顧客(ファンドは1人の顧客としてカウント)しか有しないヘッジファンドやプライベートエクイティファンド(プライベートファンドと総称される)を運用する業者は、運用資産の額に関係なく、SEC登録を回避することが可能(the private adviser exemption)であったが、ドッド・フランク法により、この登録適用除外措置が廃止され、上記(1)にしたがい、2012年3月30日までにSECへの登録が義務付けられることとなった。ただし、投資顧問業者が以下のうちの一つに該当する場合には、SEC登録の適用除外となる。

①ベンチャーキャピタルだけを運用している投資顧問業者

②米国における運用資産が150百万ドル未満であるプライベートファンドだけを運用している投資顧問業者

③米国にビジネスの拠点を有さない等の一定の条件を満たす投資顧問業者
ただし、①あるいは②を拠り所として登録適用除外となる投資顧問業者に対しては、一定の報告義務が課されている。

ドッド・フランク法施行後の投資顧問業者登録の流れ

100百万ドル以上の運用資産を有しているか？ → NO ⇒ 州登録

YES ↓

以下のうちの一つに該当するか？ → NO ⇒ SEC登録

- ①ベンチャーキャピタルファンドだけを運用している
- ②米国における運用資産が150百万ドル未満であるプライベートファンドだけを運用している
- ③米国にビジネスの拠点を有さない一定の外国投資顧問業者である

YES ↓

登録適用除外投資顧問業者
(exempt advisers)

※ただし、上記①あるいは②を拠り所としてSEC登録適用除外となる投資顧問業者に対しては、一定の報告義務が課されている。

プライベートファンドを運用する投資顧問業者は、長年にわたり、15人未満の顧客（ファンドは1人の顧客としてカウント）しか有さない場合には、SEC登録を回避することが可能となっていたが、ドッド・フランク法はこれを廃止し、これにより未登録となっていたヘッジファンドやプライベートエクイティを運用する多くの投資顧問業者が2012年3月30日までにSECへの登録を義務付けられることとなった。

25百万ドル以上の運用資産を有する投資顧問業者は、ドッド・フランク法施行以前は、SECへの登録が義務付けられていたが、ドッド・フランク法施行により25百万ドル～100百万ドルの間の運用資産を有する投資顧問業者（中規模投資顧問業者）は、2012年6月28日までに州登録へ移行することとなった。

3. 投資顧問業に係る規制（1） [投資顧問業者の定義] 1940年投資顧問業法202条（a）（11）は、投資顧問業者を、①報酬を得て、②業として、③他人に対して、④証券に関するアドバイスの提供等を行う者と定義している。その他の者として、ファイナンシャルプランナーや年金コンサルタントについても、投資アドバイスを提供する場合には、同法が適用されることが、1987年に公表されたSECの解釈リリース（“Applicability of the Investment Advisers Act to Financial Planners, Pension Consultants, and Other Persons Who Provide Investment Advisory Services as a Component of Other Financial Services”）において示されている。定義から除外される主な者としては、銀行、投資顧問サービスの提供が彼らの本来業務に付随的である場合における法律家、会計士等が規定されている。証券業者については、提供する投資顧問サービスが単に付随的であり、かつ、そのサービスに対する特別な報酬を得ない場合は除外されるが、投資一任サービスを提供する場合は、報酬形態の如何を問わず、投資顧問業者としてSECへの登録が義務付けられている。

[受託者責任] 投資顧問業法206条は、投資顧問サービスの提供に関し、受託者責任の観点から禁止行為を定めている。投資顧問業法そのものには受託者責任についての直接的な規定はないが、判例により、「受託者として投資顧問業者は顧客に対し忠実義務を有しており、顧客の同意なしに利益相反となる行為を行ってはならない」あるいは「投資顧問業者の最も重要な義務は忠実義務である。この義務は重要な事実については完全かつ公平な開示を行わねばならないという絶対的な義務を含んでおり、したがって利益相反がある場合は、それを除去するか、あるいは最低限開示をしなければならない」とされている。また、SECの見解においても「たとえ投資顧問業者が行う顧客への推奨に対して利益相反が悪影響を及ぼしていない、また将来においても及ぼさないことを確信している場合においても、投資顧問業者は顧客との間のすべての潜在的な利益相反を開示しなければならない」とされている。なお、この206条は投資顧問業者の定義に該当するすべての業者に対して適用される。すなわち、SECに登録しているか、州の証券当局に登録しているかにかかわらず、また、登録をしていない場合においても適用される。

投資顧問業法に関連する SEC 規則 (1)

275.0-2	非居住者に関する一般的手続き
275.0-3	規則および規制に関する参照
275.0-4	提出書類および申請書の一般的要件
275.0-5	申請およびその他事項に関する手続き
275.0-6	認可
275.0-7	小規模業者
275.202(a)(1)-1	譲渡とはみなされない取引
275.202(a)(11)(G)-1	ファミリーオフィス
275.202(a)(30)-1	外国プライベート投資顧問業者
275.203-1	投資顧問業者登録申請
275.203-2	投資顧問業者登録取消
275.203-3	不可抗力による適用除外
275.203(l)-1	ベンチャーキャピタルファンドの定義
275.203(m)-1	プライベートファンド投資顧問業者の適用除外
275.203 a -1	SEC 登録への適格性, SEC 登録への / からの切替え
275.203 a -2	SEC 登録禁止の適用除外
275.203 a -3	定義
275.204-1	フォーム ADV に対する修正
275.204-2	投資顧問業者が保存すべき帳簿および記録
275.204-3	開示書類の交付と開示書類の補遺

4. 投資顧問業に係る規制（2） [最良執行] 投資顧問業者は、顧客の証券取引に対して最良執行の獲得を追求することが義務付けられている。発注する証券業者を選定する際に、単に可能な限り最も低い手数料率で執行することが義務付けられているのではなく、最良品質の執行になっているかどうかを追求することを意味している。例えば、証券業者から提供される調査サービスの価値、執行能力、手数料率等を総合的に判断して発注証券業者を選定する必要がある。

[広告規制] SEC 規則206（4）-1は、SEC登録の投資顧問業者が、重要事実について虚偽の内容を含む、あるいは誤解を招くような広告を行うことを禁止している。当該規則は「広告」を、「投資顧問サービス提供の申し出を2名以上の者に対し、通知、回覧、手紙、あるいは他の書面による通信により行うもの、また刊行物、ラジオ、テレビにおける通知や告示により行うもの」と広範囲に定義している。SECの見解によれば、過去の運用実績（実際の運用実績、模擬運用・モデル運用による結果を含む）を表示する場合は、一定の条件・制限を満たすものでなければならぬとされており、運用実績データを使用した広告は、真偽が保証されていない推論で得た結果を排除するために必要なすべての重要事実を開示しなければならない。

特に、投資顧問業者が、①広告される運用実績と関連する重要な市場・経済状況が与える影響についての開示を行わない場合、②配当その他の利益の再投資を、どの程度まで当該広告が反映しているものか、あるいは反映していないのかについての開示を行わない場合、③損失を被る可能性を併せて開示せずに、利益が得られる可能性のみを示唆あるいは主張する場合は、運用実績データの広告は行ってはならないとしている。加えて、投資顧問業者は、通常手数料・費用控除前の運用実績データについては、同時かつ同程度に目立つ方法で控除後の運用実績情報を含めていない場合は、広告してはならないとされている。しかしながら、顧客が手数料・費用の効果を理解しないリスクが非常に小さいと考えられるある一定の限られた状況、すなわち、当該顧客が洗練された機関投資家であり、投資顧問業者が1対1で当該情報を提示するような場合においては、手数料・費用の効果に関する適切な開示を伴っていれば、手数料・費用控除前の運用実績情報を提供することは可能であるとしている。

投資顧問業法に関連する SEC 規則 (2)

275.204-4	報告適用除外投資顧問業者による報告
275.204(b)-1	プライベートファンドを運用する投資顧問業者による報告
275.204 a - 1	投資顧問業者の倫理規定
275.205-1	投資会社の「投資実績」と証券価格の適切な指標としての「投資記録」の定義
275.205-2	運用を行っている投資会社あるいはファンドの資産価値の平均の対象となる「指定期間」の定義
275.205-3	投資顧問業者に対して法205条(a)(1)により禁止される報酬の適用除外
275.206(3)-1	一定の投資顧問サービスの適用に関連して証券業者として登録されている投資顧問業者の適用除外
275.206(3)-2	投資顧問顧客のためのエージェンシークロス取引
275.206(4)-1	投資顧問業者による広告
275.206(4)-2	顧客の資金/証券の投資顧問業者によるカスタディ
275.206(4)-3	顧客勧誘に対する金銭の支払い
275.206(4)-5	一定の投資顧問業者による政治献金
275.206(4)-6	議決権行使
275.206(4)-7	コンプライアンスの手順と実践
275.206(4)-8	プールされた投資ビークル
275.222-1	定義
275.222-2	些事基準における「顧客」の定義

5. 投資顧問業界の現況 (1) 米国投資顧問業協会 (Investment Adviser Association (=IAA)) と National Regulatory Services (NRS) が共同で発行している米国投資顧問業界の年次概況書である「2018 Evolution Revolution (A Profile of the Investment Adviser Profession)」によると、米国証券取引委員会 (SEC) に登録している投資顧問業者の概況 (2018年4月10日時点) は、以下のとおりである。

(1) 平均的な投資顧問業者

典型的・平均的 (中央値) な投資顧問業者として、①顧客の大半は個人であり、②運用資産359百万ドル、③従業員9名、④顧客口座数124口座といった特徴を挙げることができる。

(2) SEC 登録投資顧問業者数

SEC に登録している投資顧問業者数は、2017年 (4月10日時点) から406社 (3.3%) 増加し12,578社となり、2.7%増となった昨年からの増加傾向が続いている。

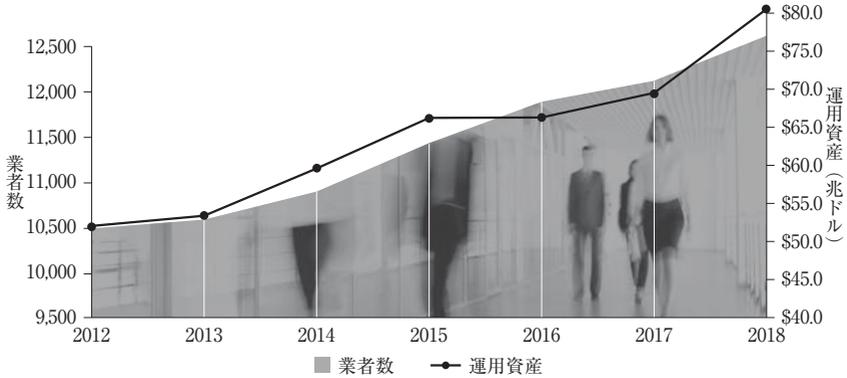
(3) 運用資産

2018年の SEC 登録投資顧問業者の総運用資産は、2017年の70.7兆ドルから、11.8兆ドル (16.7%) 増加し82.5兆ドルとなった。運用資産の大幅な増加は、主として株式市場の力強い相場環境を反映したものである。特に、最大手業者1社で昨年から1兆ドル増加し、上位10業者では3.3兆ドル、上位100業者では7.4兆ドル増加している。

2018年の運用資産82.5兆ドルというのは、Evolution Revolution が最初に発行された2001年当時の4倍以上であり、年平均成長率 (CAGR) 複利換算で8.6%の増加していることになる。同じ期間、米国の代表的な株価指数であるS&P500指数は5.4% (CAGR) 上昇に過ぎず、米国のGDPは4.0% (CAGR) 成長したに過ぎないことと比較しても、米国の投資顧問業界の成長ぶりを垣間見ることができる。

なお、2001年当時は、運用資産の大部分は、投資一任 (discretionary) によるものではなく投資助言 (non-discretionary) によるものであったが、2018年においては、92.1%が投資一任によるものであった。

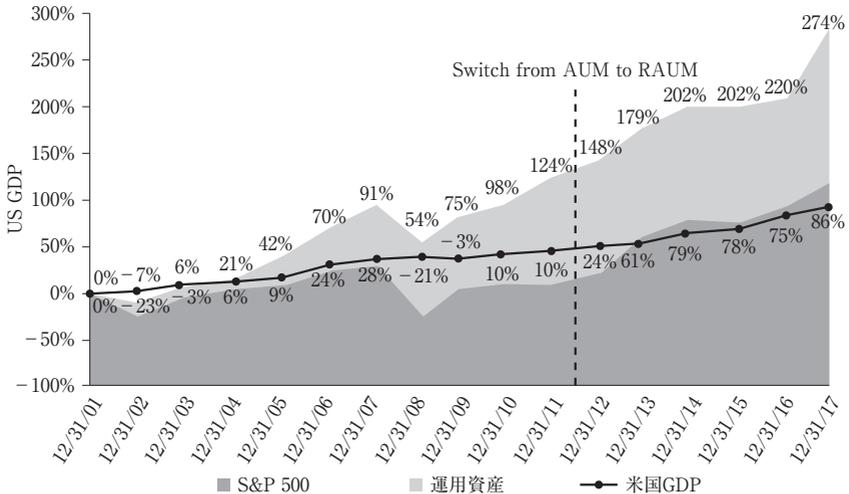
業者数と運用資産



	2012	% Change	2013	% Change	2014	% Change	2015	% Change	2016	% Change	2017	% Change	2018	% Change
業者数	10,511	(8.9)%	10,533	0.2%	10,895	3.4%	11,473	5.3%	11,847	3.3%	12,172	2.7%	12,578	3.3%
運用資産	49.4	12.8%	54.8	10.9%	61.7	12.6%	66.7	8.1%	66.8	0.2%	70.7	5.8%	82.5	16.7%

〔出所〕 2018Evolution Revolution

運用資産：株価・GDP 対比



〔出所〕 2018Evolution Revolution

6. 投資顧問業界の現況（2）

（4）寡占化現象

少数の巨大投資顧問業者が運用資産の大半を占めるという寡占化現象は本年も継続している。運用資産が1,000億ドルを超える投資顧問業者数は、18.5%増加し147社となった。上位1.2%に過ぎない147社が業界全体の運用資産の59.2%を占めている。一方で、運用資産が10億ドル未満の投資顧問業者数は70.6%あるが、その運用資産は業界全体の3%を占めるに過ぎない。

さらに、投資顧問業者を運用資産規模別に、①10億ドル未満、②10億ドル以上1,000億ドル未満、③1,000億ドル以上に3区分して比較すれば、どのカテゴリーでも昨年に比べ業者数・運用資産ともに増加している。もっとも、①10億ドル未満カテゴリーでは、業者数は1.6%増、運用資産6.1%増、②10億ドル以上1,000億ドル未満カテゴリーでは、業者数は7.3%増、運用資産4.4%増に過ぎないのに対し、③1,000億ドル以上カテゴリーでは、業者数は18.5%増、運用資産27%増と、業者数・運用資産ともに大幅な増加となっており、寡占化傾向に拍車がかかっている。

（5）顧客数

2018年のSEC登録投資顧問業者の総顧客数は、2017年の3,560万顧客から3,400万顧客に減少した。もっとも、これは、顧客数の報告方法の変更に伴うものであり、別途、ある種の投資助言のように運用資産を前提としない顧客が340万顧客ある。そのため、過去5年に渡り、依然として、900万顧客が増加という大幅な成長をしていると言える。

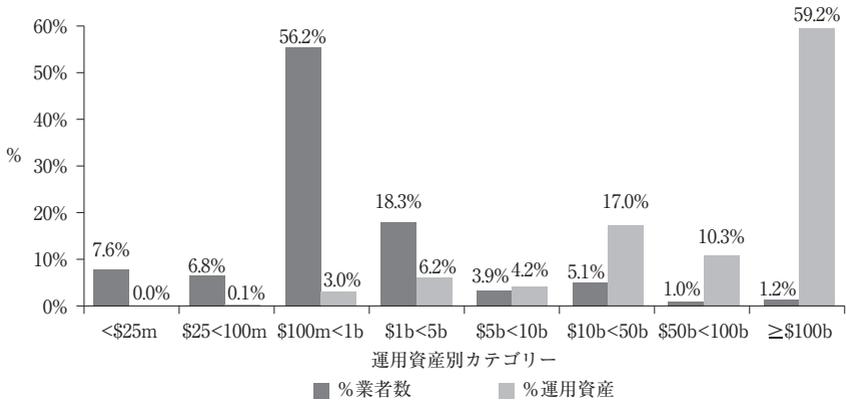
（6）報酬体系

SEC登録投資顧問業者が採用している報酬体系としては、①契約資産に対する料率方式（95.3%）、②固定報酬方式（43.3%）、③成功報酬方式（37.4%）、④タイムチャージ方式（29.0%）、⑤その他（14.5%）、⑥手数料方式（3.6%）、⑦購読料方式（0.9%）を挙げることができる（複数回答あり）。⑤その他にはラップフィー方式などが含まれている。

（7）従業員数

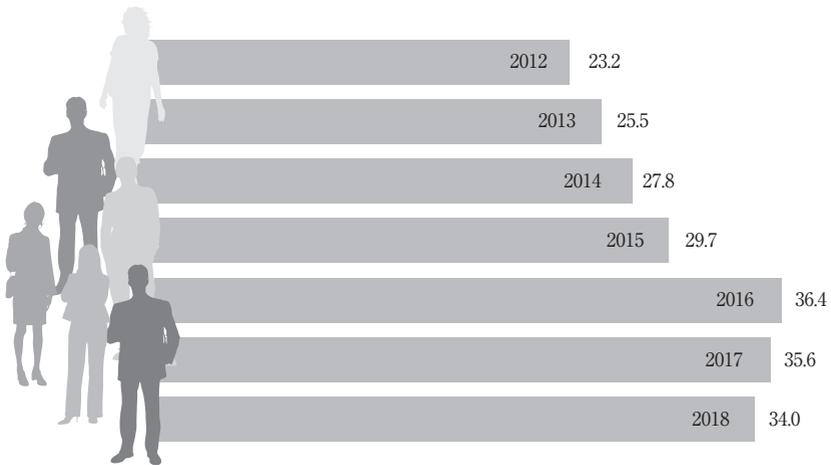
2018年のSEC登録投資顧問業者の非事務・専門的（non-clerical）従業員数は、前年から3.6%増加し、805,623人となった。

運用資産別業者数



〔出所〕 2018Evolution Revolution

顧客数 (百万人)



〔出所〕 2018Evolution Revolution

第13章 ファイナンシャル・ゲートキーパー

I 格付機関

1. 格付の役割 信用格付（以下、「格付」）は、債務証券等の元本・利息の支払いの確実性を表すものであり、トリプル A（Aaa/AAA）やダブル A（Aa/AA）といった格付記号によって証券等の信用価値を表現する。格付を提供する信用格付機関（以下、「格付機関」）は、債務証券等のデフォルトが発生する確率やデフォルト発生時の損失額の分析に基づいて格付を付与している。米国における主な格付機関としては、ムーディーズ・インベスターズ・サービス、S&P グローバル・レーティングス、フィッチ・レーティングスがある。

格付は、ソブリン債、地方債、社債を含む債券の他、CP、優先株、証券化商品または発行体にも付与されている。また、保険金支払能力や銀行預金、MMF や債券ファンドにも格付が供されている。格付は一般に、当初満期が1年以上の証券の信用リスクを表す長期格付、1年未満の短期金融債務を対象とする短期格付に分かれており、互いに異なる格付記号が用いられている。

格付の利用者は、主に証券の発行者や投資家、引受業者や販売業者である。証券発行者にとってはより上位の格付を取得することで調達コストが低減する効果が得られる。一方、投資家は、投資に必要な情報を自ら入手する場合と比べると格付を利用することによって情報コストを抑えることができる。また、投資対象を選ぶ際の中立的な意見として格付を参考にしたり、ポートフォリオ管理やリスク管理のために格付を利用している。引受・販売業者は、1933年証券法の下で引受業者（証券会社、投資銀行）による有価証券の評価が禁じられていることから、第三者の中立意見として格付を利用している。

格付は規制上も幅広く利用されてきた。それは、FRB（連邦準備制度理事会）を始めとする銀行規制当局が、1931年に銀行に対して低格付の債券を時価評価するよう求めたことに始まる。その後も格付の規制利用は拡大した。SEC（証券取引委員会）が1975年にNRSRO（Nationally Recognized Statistical Rating Organization）という公認格付機関制度を導入したことで、NRSROとして認められた格付機関の格付と規制における格付利用との結びつきはさらに強まることとなった。

格付各社の格付定義（長期格付）

ムーディーズ：グローバル・スケール長期格付

Aaa	信用力が最も高いと判断され、信用リスクが最低水準にある債務に対する格付
Aa	信用力が高いと判断され、信用リスクが極めて低い債務に対する格付
A	中級の上位と判断され、信用リスクが低い債務に対する格付
Baa	中級と判断され、信用リスクが中程度であるがゆえ、一定の投機的な要素を含み得る債務に対する格付
Ba	投機的と判断され、相当の信用リスクがある債務に対する格付
B	投機的とみなされ、信用リスクが高いと判断される債務に対する格付
Caa	投機的で安全性が低いとみなされ、信用リスクが極めて高い債務に対する格付
Ca	非常に投機的であり、デフォルトに陥っているか、あるいはそれに近い状態にあるが、一定の元利の回収が見込める債務に対する格付
C	最も格付が低く、通常、デフォルトに陥っており、元利の回収の見込みも極めて薄い債務に対する格付

(注) Aa から Caa までの格付に、1, 2, 3 という数字付加記号を加えている。1 は、債務が文字格付のカテゴリーで上位に位置することを示し、2 は中位、3 は下位にあることを示す

S&P：長期個別債務格付

AAA	当該金融債務を履行する債務者の能力は極めて高い。S&P の最上位の個別債務格付
AA	当該金融債務を履行する債務者の能力は非常に高く、最上位の格付（AAA）との差は小さい
A	当該金融債務を履行する債務者の能力は高いが、上位2つの格付に比べ、事業環境や経済状況の悪化の影響をやや受けやすい
BBB	当該金融債務履行のための財務内容は適切であるが、事業環境や経済状況の悪化によって当該債務を履行する能力が低下する可能性が高い
BB, B, CCC, CC, C	BB, B, CCC, CC, C に格付された債務は投機的要素が大きいとみなされる。この中で BB は投機的要素が最も小さく、C は投機的要素が最も大きいことを示す。これらの債務は、ある程度の質と債権者保護の要素を備えている場合もあるが、その効果は、不確実性の高さや事業環境悪化に対する脆弱さに打ち消されてしまう可能性がある
BB	他の「投機的」格付に比べて当該債務が不履行になる蓋然性は低いが、債務者は高い不確実性や、事業環境、金融情勢、または経済状況の悪化に対する脆弱性を有しており、状況によっては当該金融債務を履行する能力が不十分となる可能性がある
B	債務者は現時点では当該金融債務を履行する能力を有しているが、当該債務が不履行になる蓋然性は BB に格付された債務よりも高い。事業環境、金融情勢、または経済状況が悪化した場合には、当該債務を履行する能力や意思が損なわれやすい
CCC	当該債務が不履行になる蓋然性は現時点で高く、債務の履行は、良好な事業環境、金融情勢、および経済状況に依存している。事業環境、金融情勢、または経済状況が悪化した場合に、債務者が当該債務を履行する能力を失う可能性が高い
CC	当該債務が不履行になる蓋然性は現時点で非常に高い。不履行はまだ発生していないものの、不履行となるまでの期間にかかわらず、S&P が不履行は事実上確実と予想する場合に CC の格付けが用いられる
C	当該債務は、不履行になる蓋然性が現時点で非常に高いうえに、より高い格付けの債務に比べて優先順位が低い、または最終的な回収見込みが低いと予想される。
D	当該債務の支払いが行われていないか、S&P が想定した約束に違反があることを示す。ハイブリッド資本証券以外の債務については、その支払いが期日通り行われない場合、猶予期間の定めがあれば5営業日以内に、猶予期間の定めがあれば猶予期間内か30日以内のいずれか早いほうに支払いが行われると S&P が判断する場合を除いて、D が用いられる。また、倒産申請あるいはそれに類似した手続きが取られ、例えば自動的停止によって債務不履行が事実上確実である場合にも用いられる。経営難に伴う債務交換（ディストレスト・エクステンション）が実施された場合も、当該債務の格付けは D に引き下げられる。

(注) AA から CCC までの格付にはプラス記号またはマイナス記号が付されることがあり、それぞれ、各格付カテゴリーの中での相対的な強さを表す

フィッチ：企業金融債務の長期格付

AAA	最も高い信用力。信用リスクが最も低いと予想していることを示す。金銭債務の履行能力が極めて高い場合に付与される。予見し得る事由がこの能力に悪影響を与える可能性は、非常に低いと考えられる
AA	非常に高い信用力。信用リスクが非常に低いと予想していることを示す。金銭債務の履行能力が非常に高いことを示している。この能力が予見し得る事由により著しく損なわれることはないと考えられる
A	高い信用力。信用リスクが低いと予想していることを示す。金銭債務の履行能力は高いと想定されるが、経営又は経済環境の悪化がこの能力に及ぼす影響は、上位格付の場合より大きくなり得る
BBB	良好な信用力。信用リスクが現在低いと予想していることを示す。金銭債務の履行能力は概ね十分にあると考えられるが、経営又は経済環境の悪化がこの能力を損なう可能性がより高い
BB	投機的。特に経営又は経済環境が時間の経過と共に悪化した場合、信用リスクに対する脆弱性が高まることを示す。ただし、金銭債務の履行に必要な経営又は財務上の代替手段が利用可能な場合もある
B	非常に投機的。重大な信用リスクが現実存在することを示す
CCC	相当重大な信用リスク。相当重大な信用リスクが存在することを示す
CC	非常に高い水準の信用リスク。非常に高い信用リスクを示す
C	極めて高い水準の信用リスク。極めて高い信用リスクを示す

(注) 格付カテゴリーにおける相対的な位置を示すために+又は-の符号を付すことがある。例えば、AA 格には、AA+, AA, AA- のノッチを明示した3種類の格付がある。ただし、AAA 格付と CCC カテゴリー未満の格付にはこれらの符号を付さない。

〔出所〕 ムーディーズ、S&P、フィッチ各社資料

2. 格付ビジネスの歴史 格付は、米国で自然発生的に生まれたビジネスである。1909年にムーディーズの創始者ジョン・ムーディー氏が鉄道会社の経営・財務を分析した書籍を出版し、その中で、鉄道会社が発行する債券の信用力を表すものとしてアルファベット記号を用いた格付を使ったことが現代的な格付の起源であるとされる。それ以前は、金融出版会社や信用調査会社が債券を分析して情報提供するビジネスを行っていたが、格付の出現によって平易で簡潔な信用評価情報が投資家に提供されることになった。1920年代には、S&Pの前身であるプアーズ出版社およびスタンダード・スタティスティクス、さらにフィッチも格付サービスを開始している。この頃には、発行される債券には一般に格付が付されるようになっていた。

格付が投資家に幅広く認知されたのは、1929年に始まる大恐慌が契機である。当時、社債発行残高の3割以上がデフォルトするという状況であったが、ムーディーズ等が高格付を付与した債券ではほとんどデフォルトが発生しなかったため、投資家の間で格付の有用性が認知されるようになった。もっとも、格付は必ずしも常に投資家の信頼を得ていたわけではない。例えば、1934年にデフォルトしたシカゴ・ロックアイランド・アンド・パシフィック鉄道の債券には最上位の格付が与えられていた。格付は、投資家の信認の獲得とその失墜を繰り返しながら徐々に定着していったのである。

格付機関は当時、投資家向け出版物の発行から収入を得ていたが、1960年代になると格付対象の拡大とともに出版物からの収入ではビジネスを支えることが難しくなり、ムーディーズ、S&Pは相次いで買収された。1960年代後半になると格付は有料化され、格付機関は証券発行者から格付付与の対価として手数料を得る「発行者支払い」のビジネス・モデルに転換することになった。

1970年にはベン・セントラル鉄道の破綻に伴うCPのデフォルトによって市場が混乱し、信用リスクが意識されたことから、証券発行者は信頼回復のため格付をより積極的に利用するようになった。その後、格付の利用が進むにつれて、ムーディーズやS&Pなどは保険金支払能力、優先株、証券化商品といった新しい分野の金融商品に格付サービスを拡大していった。

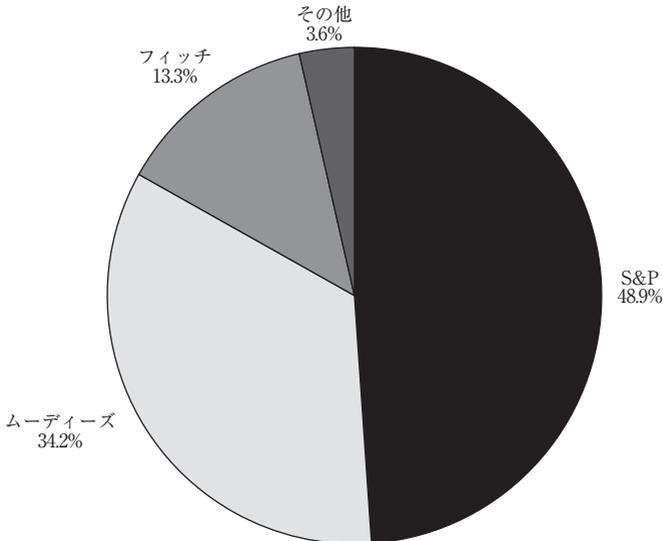
現在、格付市場は米国でも国際的にもムーディーズ、S&P、フィッチの3社による寡占市場となっており、特にムーディーズ、S&Pのシェアが高い。

ムーディーズ, S&P, フィッチ各社の変遷

1900年	ジョン・ムーディー氏がムーディーズ設立
1909年	ムーディーズ, Moody's Analysis of Railroad Investment を出版し鉄道債を格付
1913年	プアーズ出版社設立, フィッチ設立
1914年	ムーディーズ, 事業債の格付開始
1916年	プアーズ出版社, 格付サービス開始
1922年	スタンダード・スタティスティックス社, 格付サービス開始
1924年	フィッチ出版社, 格付サービスを開始
1941年	プアーズ出版社およびスタンダード・スタティスティックス社が合併, スタンダード・アンド・プアーズ (S&P) 発足
1962年	信用調査会社ダン・アンド・ブラッドストリートがムーディーズを買収
1966年	大手出版マクローヒルがS&Pを買収
1968年	S&P, 地方債の格付有料化
1970年	ムーディーズ, 地方債の格付有料化
1971年	ムーディーズ, 社債の格付有料化
1974年	S&P, 社債の格付有料化
1975年	SEC, NRSRO を導入, ムーディーズ, S&P, フィッチをNRSROに認定
1997年	フィッチおよび英系 IBCA が合併, フィッチ IBCA 発足 (持株会社フィマラック傘下, 2002年にフィッチ・レーティングスに商号変更)
2000年	ムーディーズ, ダン・アンド・ブラッドストリートから分離, ニューヨーク証券取引所に上場

〔出所〕 日本公社債研究所「わが国債券格付の歩み」等

ムーディーズ, S&P, フィッチの格付シェア



(注) 2016年12月末時点でNRSROが発行する全格付を基に算定。

〔出所〕 SEC, Annual Report on Nationally Recognized Statistical Rating Organizations, December 2017

3. NRSRO 規制の導入 1975年にSECが公認格付機関であるNRSRO制度を導入したことで、格付市場の競争環境に大きな変化が生じた。この制度は、SECが証券諸規則において格付を利用することを目的として格付機関をNRSROに認定する仕組みである。NRSRO制度の導入によって、NRSROの格付は規制上のベンチマークとして資本市場での影響力を高めることになった。一方、SECは新規のNRSROの認定には消極的であった。NRSRO間の統合・再編も行われた結果、カナダ系格付機関が新たにNRSROに認定された2003年までの間は、NRSROに認定されていた格付機関は、ムーディーズ、S&P、フィッチだけであった。

2001年のエンロン事件の際には、同社がチャプターイレブン（連邦倒産法11章）を申請する直前までムーディーズ、S&P、フィッチが投資適格格付を同社に与えていたことから、格付機関に対して規制を導入する必要性が認識されるようになり、エンロン事件を受けて2002年に制定されたサーベンス・オクスリー法（企業改革法）では、大統領および議会に対してSECが格付機関の調査報告を行うことが規定された。その後の議論では、格付機関の利益相反と格付変更の不確実性が問題となり、「発行者支払い」モデルは潜在的に利益相反の関係が存在しているとして、格付の中立性や独立性に影響が生じる可能性が指摘された。また、格付プロセスに関する格付機関の情報開示が十分ではなかったことから、格付の見直しや変更のタイミングが予測できないという格付変更時の不確実性について、機関投資家が懸念を表明していた。

その後、長い時間をかけて多くの議論が行われた結果、2006年9月に2006年信用格付機関改革法が成立し、NRSROは初めてSECの監督・規制の下に置かれることになった。同法では、NRSROの定義の明確化を始めとしてSECによるNRSRO認定プロセスの透明性を改善する措置が講じられるとともに、NRSROに認定された格付機関はSECへの登録が求められることとなり、NRSROは利益相反の管理、格付手法や格付決定プロセスの開示などのSEC規則の求めに応じなければならなくなった。

信用格付機関改革法と同法に基づくSEC規則は2007年6月に施行され、2007年9月からSEC登録が開始された。現在、ムーディーズ、S&P、フィッチを含む複数の格付機関がNRSROとしてSEC登録を行っている。

格付機関規制の導入に関する主な経緯

1975年		SEC, ムーディーズ, S&P, フィッチを NRSRO に認定
1994年	9月	SEC, NRSRO 規制に関するコンセプト・リリース公表
1997年	12月	SEC, 新規則を提案 —NRSRO の定義の明確化
2001年	12月	エンロン連邦倒産法11章 (チャプター・イレブン) 申請
2002年	7月	サーベンス・オックスリー法成立 —702条(b)項の規定により, SEC は大統領・議会に対する格付会社に関する調査報告の義務
	11月	NRSRO に関する SEC の公聴会
2003年	1月	SEC, サーベンス・オックスリー法702条(b)項の規定に基づく報告書策定
	4月	SEC, 「格付会社を格付することについての証言」公表
	6月	SEC, NRSRO に関するコンセプト・リリース公表 —証券規制に NRSRO を利用し続けるべきか —NRSRO の認定プロセスや NRSRO に対する監督は現行制度でよいか
	9月	IOSCO, 格付会社の活動に関する原則を提示
2004年	12月	IOSCO, 格付会社の基本行動規範を提示
2005年	4月	SEC, NRSRO に関するコンセプト・リリース公表 —NRSRO の定義を提示
	6月	「2005年格付会社の複占を緩和する法案」下院に提出
2006年	6月	「2006年格付会社の複占を緩和する法案」下院で可決
	8月	「2006年格付会社改革法案」上院に提出
	9月	「2006年格付会社改革法案」上院で可決, 大統領署名により成立

〔出所〕 SEC 資料等

NRSRO として SEC 登録を行っている格付機関

A.M. ベスト・レーティング・サービス フィッチ・レーティングス
日本格付研究所 (JCR) クロール・ボンド・レーティング・エージェンシー
モーニングスター・クレジット・レーティングス DBRS
イーガンジョーンズ・レーティングス HR レーティングス・メキシコ
ムーディーズ・インベスターズ・サービス S&P グローバル・レーティングス

〔出所〕 SEC ウェブサイト

4. 証券化商品の格付ビジネス 1970年代に住宅ローンを担保とするRMBSが格付対象となってから、格付機関は証券化商品に格付を付与するようになった。金融危機前はサブプライムRMBSに加えて証券化商品を原資産とするABS CDOが組成され、証券化商品の格付が積極的に取得されていた。

ムーディーズ、S&P、フィッチは証券化商品の格付ビジネスを積極的に展開し、それぞれ数万から数十万件の格付を証券化商品に付与していた。単純比較はできないが、当時のムーディーズでは、ソブリンの格付数が100件、社債等の企業金融が1.1万件、公的金融が2.6万件であったのに対して、証券化商品の格付発行数は11万件に上っていた。

各社は証券化商品の格付ビジネスの積極展開によって当該ビジネスへの収益依存度を高めていった。例えば、ムーディーズをみると、1998年時点では企業金融の格付と証券化商品の格付からの収入は拮抗していた。しかしながらその後は企業金融と証券化商品の格付収入の間に大きな開きが生じており、証券化商品の格付からの収入は、金融危機前には格付収入全体の5割に達していたことが確認できる。S&P、フィッチについても金融危機前は格付収入のうち4～5割が証券化商品の格付収入であったとみられている。

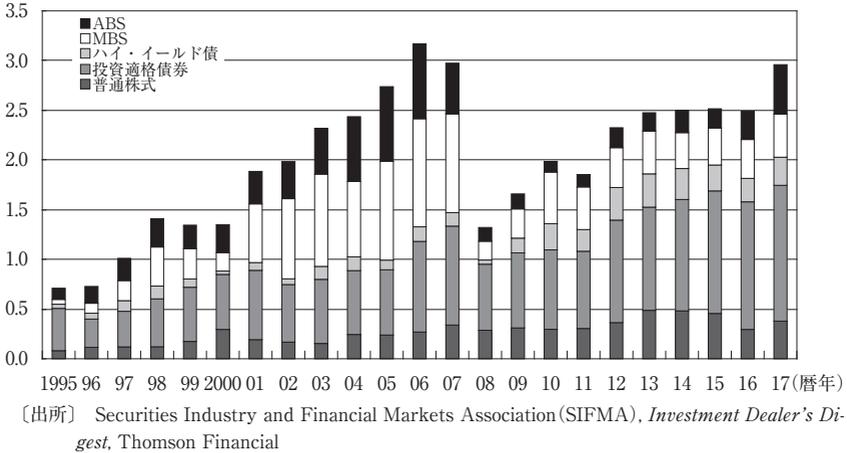
証券化商品の格付収入が増えた背景には、証券化商品に対する旺盛な投資家需要があった。世界的な過剰流動性という金融環境の下、社債等の伝統的なクレジット商品のスプレッドが低下したため、信用リスクが低い(=高格付)一方、相対的にスプレッドが厚い証券化商品に需要が集まった。AAA格が付与された証券は企業金融格付では全体の1%にも満たないのに対して、証券化商品では約6割の証券にAAA格の格付が付与されており、証券化商品は全体的に高格付であったことが指摘されている。証券化商品への強い投資家需要に応えるべく証券化業者が積極的に組成を行っていた面がある。

また、社債の格付手数料が数bpだったのに対して、証券化商品の場合には10bp以上になる場合もあり、商品のストラクチャーが複雑になればさらに手数料が高くなる仕組みであった。そのため、収益性の面で証券化商品の格付を増やすインセンティブが格付機関に強く働いたとする見方もある。

もっとも、金融危機以降は証券化商品の発行額が急速に縮小したことを受けて、格付機関の証券化商品からの格付収入は大きく減少している。

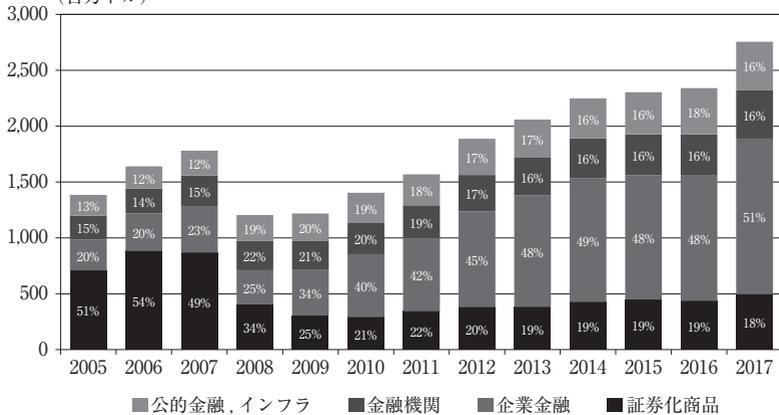
米国の種別民間証券発行額

(兆ドル)



ムーディーズの格付手数料収入

(百万ドル)



5. サブプライム問題と格付 サブプライム問題の表面化に伴って、米国では証券化商品の格付が問題となった。2006年半ば以降、全米規模で発生した住宅価格の下落を機に、信用リスクの高い個人を対象にしたサブプライム住宅ローンのデフォルトが急増した。サブプライム・ローンのデフォルト増加の結果、サブプライム・ローンからサブプライム RMBS、そしてサブプライム RMBS を原資産に含む ABS CDO へと信用リスクが拡散し、証券化商品の格付が広範に格下げされる事態となった。

その背景として、証券化の格付モデルにエラーが生じたことが指摘されている。例えば、RMBS の格付を決定するには、原資産プールの期待デフォルト率を推計する必要があるが、サブプライム・ローンは主に2000年以降に展開された商品であることから、その時系列データには米国経済のダウンサイド局面におけるデフォルト発生状況が含まれていなかった。結果として原資産の期待デフォルト率は過小推計され、デフォルト率に基づくサブプライム RMBS の格付は妥当性を欠くこととなった。さらに、住宅価格が下落しサブプライム・ローンのデフォルト増加が懸念される中で、住宅価格やデフォルトの見通しを含む格付モデル内の前提条件の修正が遅れたという問題も明らかになった。

また、ABS CDO の格付は、サブプライム RMBS を含む原資産の格付を前提に評価するため、サブプライム・ローンの期待デフォルト率の過小推計が格付水準に影響したことに加えて、原資産プールの証券間のデフォルトの相関関係（相関関係）を過小評価していたこと、モノライン保険会社によるプロテクション（信用補完）を過大に評価していたことが指摘された。

このようなモデル・エラーが生じた背景として、格付機関の利益相反の問題が指摘された。寡占的競争の下で格付機関が証券化商品の格付に対する収益依存を高める中、証券化業者は高格付を与えてくれる格付機関を選択する格付ショッピングを行い、格付機関のアナリストは格付を引き上げるためにストラクチャーに関する提案を行うといった利益相反を助長する行為が行われた可能性も指摘された。また、証券化商品の格付や格付モデルのモニタリングやレビュー、原資産の検証がどのように行われているかといった点が明らかではなく、証券化商品の格付プロセスに透明性が欠如している点も指摘された。結果として、格付機関規制の強化が行われることとなった。

米国のサブプライム RMBS, ABS CDO の格付遷移

サブプライム RMBS (2005年~2007年組成分)

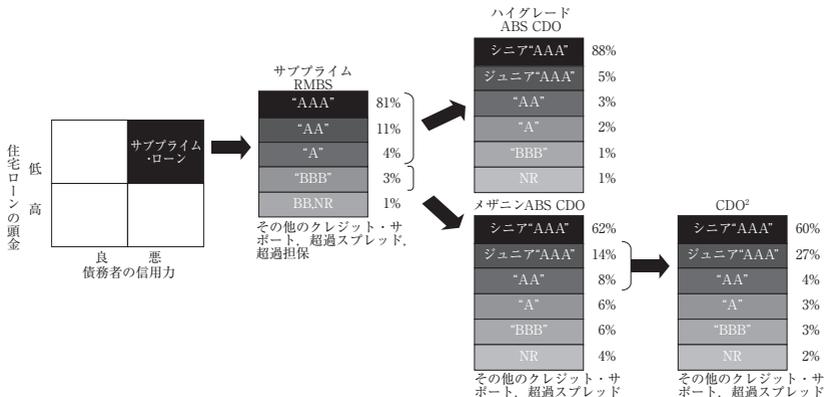
2008年1月28日時点の格付									
当初格付	Aaa	Aa	A	Baa	Ba	B	Caa	Ca	C
Aaa	98.45% (5,519)	1.16% (65)	0.11% (6)	0.09% (5)	0.14% (8)	0.05% (3)			
Aa	0.71% (23)	94.50% (3,043)	0.62% (20)	1.24% (40)	1.24% (40)	0.71% (23)	0.40% (13)	0.34% (11)	0.22% (7)
A	0.03% (1)	0.52% (17)	60.83% (1,991)	17.26% (565)	10.69% (350)	6.02% (197)	1.50% (49)	1.10% (36)	2.05% (67)
Baa				43.51% (1,465)	12.65% (426)	18.53% (624)	7.99% (269)	6.27% (211)	11.05% (372)
Ba					29.68% (320)	13.64% (147)	6.96% (75)	9.18% (99)	40.54% (437)

ABS CDO (2006年, 2007年組成分)

2007年12月31日時点の格付									
当初格付	Aaa	Aa	A	Baa	Ba	B	Caa	Ca/C	WR
Aaa	77.75% (898)	2.86% (33)	6.49% (75)	5.89% (68)	3.29% (38)	1.73% (20)	1.04% (12)	0.52% (6)	0.43% (5)
Aa		55.09% (292)	11.32% (60)	13.02% (69)	7.36% (39)	3.40% (18)	6.42% (34)	2.83% (15)	0.57% (3)
A			34.31% (164)	19.87% (95)	18.41% (88)	7.11% (34)	11.72% (56)	8.58% (41)	
Baa				29.08% (146)	19.72% (99)	14.94% (75)	17.33% (87)	18.73% (94)	0.20% (1)
Ba					24.26% (41)	20.12% (34)	20.71% (35)	33.14% (56)	1.78% (3)
B								100.00% (2)	

[出所] ムーディーズ「証券化商品の格付遷移 (1983年-2007年)」より作成

サブプライム・ローンのデフォルト・リスクの拡散



[出所] UBS, Market Commentary, December 13, 2007

6. SECによるNRSRO規制の強化 サブプライム問題を受けて米国議会では公聴会が開催され、証券化商品の格付のあり方に関して様々な議論が行われた。当時、信用格付機関改革法に基づくNRSRO規制が2007年6月に施行されたばかりであったが、証券化商品の格付に関する問題提起を受けて、SECは新たに規制対応を図ることとなった。

SECは、ムーディーズ、S&P、フィッチに対してRMBSやABS CDOの格付付与の手続きやプロセスに焦点を当てた検査を実施し、その結果、格付プロセスの重要事項が開示されていないこと、格付手法・手続きの開示が不十分であること、格付プロセスの記録に不備があることなど多くの問題を把握した。SECは検査結果を踏まえてNRSROに関するSEC規則の改正を行い、2010年6月から新たな規則の適用を開始した。

規則改正のポイントは、第一に、証券化商品の格付に関する格付機関の利益相反への対処である。SECは、格付市場の競争環境を改善する観点から、証券化商品の原資産やストラクチャーに関する情報について他のNRSROに開示する措置を手当てした。また、新たな禁止事項として、格付を付与する証券化商品のストラクチャーに対して提案を行うこと、格付アナリストを含む格付決定の責任者やモデル開発の責任者が格付依頼者との間で手数料の交渉・協議を行うことが禁止された。

第二に、証券化商品の格付プロセスの透明性向上である。新規則の下では、証券化商品の原資産の検証が格付決定にどの程度考慮されているか、裏付資産に関するオリジネーターの質をどのように評価しているか、格付モニタリングの頻度やモデルの修正が格付機関によるモニタリングの中でどのように扱われているかについて開示することが求められる。また、モデルから得られた格付と発行された格付の間に重大な差異がある場合、格付をモデル外で調整した根拠を記録しなければならない。

第三に、格付機関の情報開示の強化である。格付機関には、他社の格付との比較可能性を改善した格付パフォーマンス統計を作成すること、一定の格付を対象に当初格付から現在の格付に至るすべてのレーティング・アクションを開示すること、レーティング・アクションの総数について格付された資産の種類に応じて年次報告を行うことが新たに要求されている。

SEC 検査で指摘された問題

- 証券化商品の格付発行に際して、取引量と複雑さの増大という困難に直面している。
- 格付決定に関係する格付基準（クライテリア）の中に対外的に公表されていないものがある。
- モデル外で行う調整について調整根拠を文書化していない。
- RMBS や CDO の格付のために特定された手続きが文書化されていない。
- 格付モデルや格付手法で生じるエラーに対応するための方針・手続きが存在しない。
- 格付モデルからの逸脱やモデル外で行われた調整について必ずしも記録に残されていない。
- 格付委員会の行動や決定に関する記録文書が十分に作成されていない。
- 格付委員会の出席者の記録が残されていない場合がある。
- 経営資源の制約からモニタリングがタイムリーに行われていない。
- モニタリングの結果の文書化が行われていない。
- モニタリングの手続きが定められていない。
- 各格付機関は格付方針や手続規定によってアナリストがフィーの交渉に関与することを禁じているものの、アナリスト以外の格付プロセスにおける重要な関与者がフィーの交渉に参加することを禁じていない。
- アナリストは格付発行の契約数を確保するという格付機関にとっての利益を意識している。
- 格付機関は、市場シェアやその他の事業上の利害を踏まえて格付や格付基準に影響を与えうる事柄を排除する手立てを講じていない。
- 格付機関3社のうち2社では内部監査または経営者の対応プロセスが不適切である。

〔出所〕 SEC, *Summary Report of Issues Identified in the Commission Staff's Examinations of Select Credit Rating Agencies*, July 2008.

NRSRO に関する SEC 規則の改正

SEC 規則	規則改正のポイント
登録要件 (17 g - 1 条)	—
登録申請書類 (フォーム NRSRO)	<ul style="list-style-type: none"> ・格付けパフォーマンスの比較可能性向上 ・格付け手続き・手法の開示強化
記録と保存 (17 g - 2 条)	<ul style="list-style-type: none"> ・モデル外の格付け調整根拠の記録 ・レーティング・アクションの記録と開示 ・アナリストに対する苦情等の記録
年次報告 (17 g - 3 条)	<ul style="list-style-type: none"> ・レーティング・アクションの年次報告
重要な非公開情報の誤用防止 (17 g - 4 条)	—
利益相反の管理 (17 g - 5 条)	<ul style="list-style-type: none"> ・証券化商品の法的ストラクチャー、原資産に関する開示 ・利益相反を助長する禁止行為の拡充
不公正・威圧的・不正な実務の禁止 (17 g - 6 条)	—

〔出所〕 SEC 規則 (17 CFR Parts 240 and 249b)

7. ドッド・フランク法の格付規制強化 SECによって2010年6月にNRSRO規制の改正が行われる一方、2010年7月に成立した包括的な金融制度改革を図るドッド・フランク・ウォールストリート改革および消費者保護法(以下、「ドッド・フランク法」)では、金融危機の際に格付に関して明らかになった問題を踏まえてより広範な格付規制の強化が図られた。

まず、NRSROのガバナンスの強化である。NRSROは独立取締役会とコンプライアンス・オフィサーの設置が求められ、格付決定の方針や手続きおよびそれらの遵守を管理するための内部統制構造を確立しなければならない。

また、罰則・責任の強化として、格付機関の意見には会計士事務所や証券アナリストと同様に証券諸法が適用され、発行登録書類に格付を記載する際にはNRSROの同意の下、専門家意見としての責任が課せられる。従来、格付機関は米国憲法修正1条で認められた「言論の自由」で保護されており、格付には法的責任は生じないと主張してきたが、同法は格付機関に対してファイナンシャル・ゲートキーパーとして明確な専門家責任を規定したことになる。

利益相反の管理については、NRSROの販売・マーケティング上の配慮が格付決定に影響することを防ぐこと、過去にNRSROに雇用されていた格付対象先の従業員がその格付決定に関与していた場合には、ルック・バック(遡及調査)を行い利益相反の問題がないか確認することを求めている。

格付手続きや手法の透明性の確保についても措置が講じられている。まず、NRSROの格付手続きや手法は独立取締役会の承認を得ていなければならない。そして、格付手続き・手法に重要な変更が加えられた場合には、既存の格付にも変更を適用することが求められる。

開示規制については、証券発行者が一部の限定された者に重要な非公開情報を提供することを禁止し、重要な非公開情報が一部の者に渡った場合には速やかな公表を求めるフェアディスクロージャーに関して、格付機関に与えられていた適用除外規定を廃止している。

そして、同法は、NRSROの寡占的な状況を生み出してきた格付の規制利用の問題に対処するため、証券取引所法や投資会社法を含む特定の法律における格付への言及を削除し、連邦規制当局に各種規制における格付参照の見直しを求めている。米国では、格付の規制利用が認められなくなったことになる。

ドッド・フランク法における格付規制

<p>ガバナンス、コンプライアンス、内部統制の強化</p>	<ul style="list-style-type: none"> ○ NRSRO は独立取締役会（少なくとも半数の独立取締役を含む）を設置すること ○ NRSRO はコンプライアンス・オフィサーを設置すること ○ NRSRO は格付決定のための方針、手続き、手法の適用および遵守を管理するための内部統制構造を確立すること
<p>罰則・責任の強化</p>	<ul style="list-style-type: none"> ○ NRSRO が品質の高い格付を提供するための財務基盤、経営資源を欠いている場合、特定の証券クラスに関して SEC は登録の停止・取り消しが可能 ○ 発行登録書類に NRSRO の格付を記載する場合、専門家意見として NRSRO の同意の下、NRSRO に専門家責任が発生 ○ 格付機関（NRSRO を含む）のステートメントには、公認会計士事務所、証券アナリストに対するエンフォースメントと同様の方法・程度で証券諸法のエンフォースメントを適用 ○ 格付機関に対して一定の条件の下、損害賠償請求が可能
<p>利益相反の管理</p>	<ul style="list-style-type: none"> ○ NRSRO の販売・マーケティング上の配慮が格付付与に影響することを禁止 ○ 過去に NRSRO に雇用されていた格付対象先の従業員が格付対象先の格付決定に関与していた場合、遡及調査を実施
<p>格付手続き・手法</p>	<ul style="list-style-type: none"> ○ SEC は以下を含む規則を策定 ① 取締役会によって承認された手続き・手法に則って格付が付与されていること ② 手続き・手法に重要な変更が加えられた場合はすべての格付に変更を適用すること ③ 手続き・手法のバージョン、重大な変更・エラーを格付ユーザーに通知 ○ 格付プロセスに関する知識に対するテスト、トレーニング、経験、能力に関するアナリストの基準に係る SEC 規則の策定
<p>ディスクロージャー</p>	<ul style="list-style-type: none"> ○ NRSRO に係るレギュレーション FD の適用除外規定の廃止 ○ 格付パフォーマンスの開示に関する SEC 規則の策定 ○ 格付手続き・手法の前提条件、入力データ、サービスの活用状況を含む開示に関する SEC 規則の策定 ○ 証券発行者は証券化商品の格付に係る第三者によるデュエリジェンス報告書を入手し公表
<p>格付の規制利用の制限</p>	<ul style="list-style-type: none"> ○ 連邦預金保険法、1940年投資会社法、1934年証券取引所法を含む各種の法律における格付への言及を削除 ○ 連邦規制当局は、各種規制における格付の参照を見直し、修正を図ること

(注) ドッド・フランク法より作成

8. 格付市場の競争環境 信用格付機関改革法が制定され、米国に格付機関規制が導入された後も格付市場ではムーディーズ、S&P、フィッチの3社による寡占が続いている。2016年末の時点でNRSROが付与した総格付数でみると、以前よりは低下しているが、これら3社を合わせると96.4%もの市場シェアとなっており、特に総格付数の約8割に上る政府債の格付においては、3社で99%のシェアを占めている。

一方、政府債以外のその他の資産クラスの格付カテゴリをみると、3社以外のNRSROも一定のシェアを確保するようになってきている。そのようなNRSROは一般に、特定の格付カテゴリに特化した事業戦略をベースに市場シェアを拡大している。例えば、A.M.ベストは保険会社の格付ビジネスに焦点を当てており、保険会社に関しては3社が付与する格付よりも多くなっている。

また、最近では証券化商品の格付カテゴリにおいて、3社以外のNRSROが格付付与数を伸ばしている。CMBS（商業不動産担保証券）やABS（資産担保証券）、RMBS（住宅ローン担保証券）の格付では、クロール・ボンドやDBRS、モーニングスターが大手3社の立場を脅かす存在になりつつある。

こうしたNRSROは、ユニークな資産を担保とする「難解」(esoteric)な証券化商品の格付を積極的に提供していることで特徴づけられる。例えば、DBRSやクロール・ボンドは、フィンテックとしてオンライン上で融資仲介を行うマーケットプレイス・レンディングの証券化に対して格付を提供している。また、両社は、クリーンエネルギーの導入によって効率化を図ったPACEと呼ばれる不動産ファイナンスに係る証券化にも格付を付与している。一方、モーニングスターは、CLO（ローン担保証券）という伝統的な証券化商品の格付ビジネスを伸ばしている。

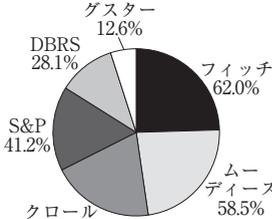
このように3社以外のNRSROは新たな事業機会を模索しており、少しずつではあるが格付市場の競争環境は改善しつつある。もっとも、機関投資家の投資運用契約や投資ガイドラインにおいて、ムーディーズ、S&P、フィッチの少なくとも1社の格付の利用を求める規定が残っている場合があり、それが格付市場の競争の阻害となっているとの見方もある。また、格付機関規制の遵守コストが大手格付機関に有利に働いているとの指摘もされている。今後、新たなNRSROの格付ビジネスの拡大とともに、格付市場における競争環境の改善に注目が集まる。

NRSRO のカテゴリ別格付数 (2016年末)

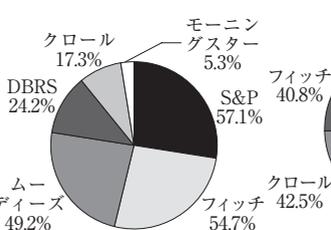
NRSRO	金融機関	保険会社	事業会社	証券化商品	政府債	総付与数
A.M. ベスト	—	7,537 (34.4%)	1,359 (1.1%)	18 (0.0%)	—	8,914 (0.4%)
DBRS	7,969 (4.6%)	158 (0.7%)	3,037 (2.4%)	12,757 (7.3%)	16,784 (0.9%)	40,705 (1.8%)
イーガンジョーンズ	11,112 (6.4%)	837 (3.8%)	6,480 (5.1%)	—	—	18,429 (0.8%)
フィッチ	44,965 (25.8%)	3,188 (14.6%)	17,848 (14.1%)	39,981 (22.8%)	197,543 (11.1%)	303,525 (13.3%)
HR	547 (0.3%)	—	140 (0.1%)	—	352 (0.0%)	1,039 (0.0%)
JCR	787 (0.5%)	65 (0.3%)	2,356 (1.9%)	—	486 (0.0%)	3,694 (0.2%)
クロール	705 (0.4%)	5 (0.0%)	1 (0.0%)	5,561 (3.2%)	63 (0.0%)	6,335 (0.3%)
ムーディーズ	49,472 (28.4%)	3,230 (14.8%)	44,676 (35.2%)	64,188 (36.6%)	619,478 (34.7%)	781,044 (34.2%)
モーニングスター	35 (0.0%)	—	308 (0.2%)	3,591 (2.0%)	—	3,934 (0.2%)
S&P	58,582 (33.6%)	6,859 (31.3%)	50,672 (39.9%)	49,162 (28.1%)	952,910 (53.3%)	1,118,185 (48.9%)
(参考) 三大 NRSRO	(87.9%)	(60.7%)	(89.2%)	(87.5%)	(99.0%)	(96.4%)
合計	174,174	21,879	126,877	175,258	1,787,616	2,285,804

〔出所〕 SEC, "Annual Report on Nationally Recognized Statistical Rating Organizations," December 2017

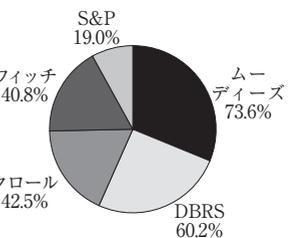
CMBS における格付シェア (2017年)



ABS における格付シェア (2017年)



RMBS における格付シェア (2017年)



〔出所〕 Commercial Mortgage Alert, Asset-Backed Alert

Ⅱ 証券アナリスト

1. 証券アナリストの発展と職能分化 証券アナリスト（security analyst, investment analyst, financial analyst などいろいろな呼称がある）とは、証券投資の分野において、高度の専門知識と分析技術を応用して、各種情報の分析と投資価値評価を行い、投資情報の提供や資産運用サービスを行う専門職のことをいう。その基本的役割は、資本市場を通じての効率的資源配分に寄与することであり、近代的投資社会における不可欠の存在となっている。

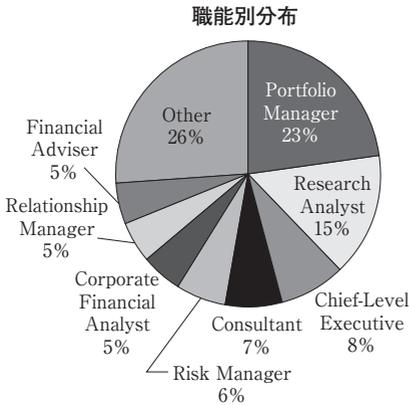
証券アナリストの発祥は1920年代に遡る（1925年シカゴ・アナリスト協会創立）が、証券アナリストという職業が本格的に発展したのは第2次世界大戦後になってからであり、特に機関投資家の成長によるところが大きい。

証券アナリストは元来、個別証券の分析・評価を職務とするいわゆるリサーチ・アナリストを指していたが、近年の資本市場の発展・高度化と投資プロセスの複雑化に伴い、証券アナリストの職能分化が進んだことから、今日では投資情報に基づき資産運用・管理を行うポートフォリオ・マネジャーや、投資方針を策定するストラテジスト等、多様な投資意思決定過程に参画する専門職を総称するものとなっている。また、投資対象も、昨今の金融市場の規制緩和、情報技術の進歩等を背景として、伝統的な上場株式や債券に加えてデリバティブやオルタナティブ投資（不動産、プライベートエクイティ、証券化商品、ヘッジファンド等）等多様化が進んでいる。

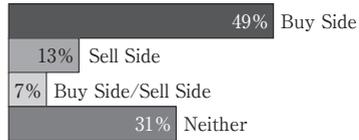
アメリカに本部を置く証券アナリストの団体であるCFA協会（CFA Institute）では、プロフェッショナルな実務経験について、株式、債券、モーゲージ、デリバティブ、ミューチュアル・ファンド、および不動産・商品等のその他の投資資産への投資にかかわる「投資意思決定過程の一部として、財務的・経済的・統計的データを評価または応用すること」（その監督・教育活動を含む）と定義している。

CFA協会の個人会員の職能別分布（2017年調査）をみると、ポートフォリオ・マネジャーが23%、アナリスト（リサーチ・アナリスト、コーポレート・ファイナンシャル・アナリスト）が20%と、両方で43%を占めており、このほかコンサルタント、リスク・マネジャー、リレーションシップ・マネジャー、ファイナンシャル・アドバイザー等に広がっている。

CFA 協会個人会員



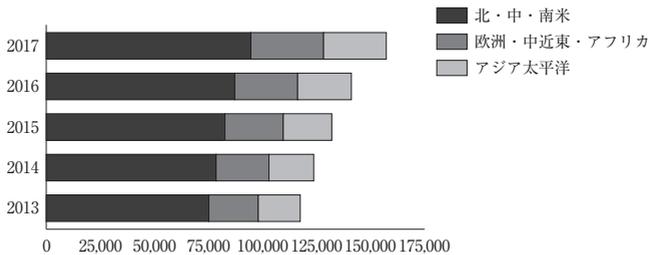
バイサイド、セルサイドの割合



(注) 2017年9月現在。

〔出所〕 CFA Institute 2018 Media Kit, "Top Occupations of Members Globally", "Membership Profile: Buy Side vs. Sell Side"

地域別分布



〔出所〕 CFA Institute Annual Report Fiscal Year 2017, "CFA Institute Membership by Region"

〔備考〕

CFA 協会 (CFA Institute) :

- ・ FAF (Financial Analysts Federation, 北米を中心とした地区協会の連合体として1947年設立) と ICFA (The Institute of Chartered Financial Analysts, FAF の姉妹機関として1961年設立, 主に Chartered Financial Analyst [CFA] 教育・試験を担当) との合併により, AIMR (Association for Investment Management and Research) として1990年に設立, 2004年5月に CFA Institute に改称。本部は, ヴァージニア州シャーロットビル。
- ・ 北米を中心に海外を含め151の地区協会を有し, 165を超える国・地域に及ぶ個人会員総数は約160,000人 (2018年7月現在), うち約154,000人が CFA 資格保有者。
- ・ 事業目的・内容として, 主に, ①投資専門職の職業倫理等に関する最高水準の基準の設定, 実施および投資専門職団体としての意見表明, ②投資専門家教育 (CFA 資格試験の運営・実施, セミナー, IT プロダクト等を通じた会員の継続教育を含む) 等, を柱とする。資格試験については, 55年の歴史を有する CFA プログラムのほか, 2006年に Certificate in Investment Performance Measurement (CIPM) プログラム, 2013年に投資専門職をサポートする層向けに Investment Foundations プログラムを開始している。

2. 証券アナリストの自主規制 証券アナリストの資格については、CFA協会により、投資専門職に関する教育プログラム（CFAプログラム、会員の継続教育等）および会員の規律・信用確保のための「倫理規範および職業行為基準」等の基準の実施を柱とする自主規制が行われており、長年の歴史と実績を経てプロフェッションとしての社会的認知が確立されている。

CFA協会は、その会員とCFA試験受験者（以下、会員等という）に対して倫理規範・職業行為基準の遵守を義務づけ、基準の詳細な解説と事例研究を織り込んだハンドブックを発行して規範・基準の普及に努めている。さらに、CFA協会は、自主規制の実効性を高めるため、会員等に対して自己の職業行為に関する年次申告書の提出を義務づけ、また、会員等の職業行為に関する一般からの情報受付、SEC等の規制機関の発行物、メディアによる情報等を通じて会員等の職業行為をモニターし、違反者には懲戒を課している。懲戒は、CFA協会の定款・諸規則および懲戒手続規則に基づき、調査および公正な審査を経て決定され、①非公式の譴責、②戒告、③会員資格の停止、④CFA称号使用権の停止、⑤除名、⑥CFA称号使用権の剥奪、⑦Summary Suspension（会員資格、CFA称号使用権等の自動終了）、⑧CFAプログラム参加の停止または禁止があり、①を除き原則としてCFA協会の発行物で公表される。

CFA協会は、アナリストの利益相反問題に対応するため、リサーチの客観性に関する基準として“Research Objectivity Standards”（2001年）を、また発行会社との関係のあり方を示した“Best Practice Guidelines Governing Analyst/Corporate Issuer Relations”（2004年、全米IR協会と共同策定）を定めるとともに、2005年に上述の規範・基準の大幅改訂を行った（その後も定期的な見直しが行われている）。このほか、CFA協会では、ソフトダラー取扱いのための倫理的指針である“Soft Dollar Standards”（2004年改訂）、資産運用会社の取引執行実務指針である“Trade Management Guidelines”（2002年）、資産運用会社の倫理的行動規範を示した“Asset Manager Code of Professional Conduct”（2010年改訂）、同様に年金基金向けの“Code of Conduct for Members of a Pension Scheme Governing Body”（2008年）を、さらに、資産運用会社が運用実績を顧客に公正に提示する基準として、“Global Investment Performance Standards”（2020年改訂予定）を定めている。

CFA 協会倫理規範および職業行為基準

(CFA Institute Code of Ethics and Standards of Professional Conduct)

倫理規範

- CFA 協会会員 (Chartered Financial Analyst[®] [CFA[®]] の資格保有者を含む) と CFA 受験者は、
- 誠意、能力、勤勉、敬意、かつ倫理的態度を持って、投資業界における一般投資家、顧客、見込客、雇用主、従業員、同僚およびその他グローバルな資本市場の参加者に対し行動しなければなりません。
 - 投資専門家としての誠実性と顧客利益を、自己の個人的利益より優先させなければなりません。
 - 投資分析、投資推奨、投資行動を行う場合、又その他専門活動に従事する場合は、適切な配慮をし、かつ独立性のある専門判断を行わなければなりません。
 - 専門家として信用に値する専門的かつ倫理に基づいた職務を行い、また他の者がそのように職務を行うよう奨励しなければなりません。
 - 社会に最大の恩恵をもたらすように、グローバルな資本市場の誠実性と実行可能性を推進させなければなりません。
 - 自己の専門能力を維持・向上し、また、他の投資専門家の能力を維持・向上するよう努めなければなりません。

職業行為基準 (項目のみを列記)

- | | |
|---|--|
| <p>I : 専門家としての心構え</p> <ul style="list-style-type: none"> A. 法規知識 B. 独立性と客観性 C. 虚偽の表示 D. 不正行為 <p>II : 資本市場の健全性</p> <ul style="list-style-type: none"> A. 重要な非公開情報 B. 市場操作 <p>III : 顧客に対する義務</p> <ul style="list-style-type: none"> A. 忠実、慎重さ、および配慮 B. 公平な扱い C. 投資適合性 D. 運用成果の提示 E. 機密の保持 <p>IV : 雇用主に対する義務</p> <ul style="list-style-type: none"> A. 忠実義務 B. 追加報酬の取り決め C. 監督者の責務 | <p>V : 投資分析、投資推奨および投資行動</p> <ul style="list-style-type: none"> A. 真摯さと合理的な根拠 B. 顧客および見込顧客とのコミュニケーション C. 記録の保持 <p>VI : 利益相反関係</p> <ul style="list-style-type: none"> A. 利益相反の開示 B. 取引の優先順位 C. 紹介手数料 <p>VII : CFA 協会会員または CFA 受験者としての責務</p> <ul style="list-style-type: none"> A. CFA 協会プログラム参加者としての行動 B. CFA 協会、CFA の称号および CFA プログラムについての言及 |
|---|--|

(注) 「はじめに」掲載略。また、上記資料の末尾には「CFA 協会倫理規範および職業行為基準の日本語版および英語版で内容の相違が生じている場合は、英語版の内容を優先します。」との注意書きがある。

[出所] CFA Institute website (下記) に *CFA Institute Code of Ethics and Standards of Professional Conduct* (2014年改訂版) の日本語訳として掲載。職業行為基準の各項目の具体的内容については同サイトを参照。 <https://www.cfainstitute.org/ethics/codes/code-of-ethics-and-standards-of-professional-conduct>

3. 証券アナリスト資格 CFA 協会によって Chartered Financial Analyst (CFA) 資格付与のための学習・試験プログラムが実施されている。1963年に最初の試験が行われて以来、CFA 資格保有者は2018年現在154,000人となっている。この資格は、他の主要国同様、法律で定められた公的な資格ではないが、専門知識・能力の保持および「倫理規範および職業行為基準 (Code of Ethics and Standards of Professional Conduct)」の遵守が社会的に認知されることによって、プロフェッショナルな資格として定着している。

CFA 学習・試験プログラムは3段階のレベルで構成され、レベルⅢ試験に合格し、4年以上の実務経験を有する者にCFA 資格が付与される。同プログラムはCBOK (Candidate Body of Knowledge, 証券アナリストに必要な知識の体系のうち受験者に課されるもの) に基づいて作成され、レベルⅠでは基本的なツール、レベルⅡでは資産評価、レベルⅢではポートフォリオ・マネジメントに重点が置かれ (倫理・職業行為基準は全レベルでカバー)、レベルが上がるに従ってより実務への応用を重視したものとなっている。

2017年の受験者数をレベル別にみると、Ⅰが約131,400名、Ⅱが約57,000名、Ⅲが約32,000名で、ここ数年の合格率はⅠ～Ⅲそれぞれ43%、45～47%、54～56%と総じてレベルが高くなるほど合格率が高くなっている。また、地域別にみると、最近ではアジア太平洋地域が半数を占め、北米を上回っている。

証券アナリストが習得しておくべき知識の体系は日進月歩の変化をとげており、CFA 試験合格後も専門能力の維持・向上のため不断の努力が必要という観点から、CFA 協会では試験合格後の継続教育プログラム (書籍発行、大会・セミナー開催、IT プロダクト提供等) にも力を入れている。

アメリカでは、アナリストの利益相反問題への対処の一環として、リサーチ・レポートの作成に主たる責任を有するリサーチ・アナリスト (もしくはレポートに名前が掲載されるアナリスト) は、FINRA (Financial Industry Regulatory Authority) にリサーチ・アナリストとして登録することが義務付けられている (2004年実施)。登録が受理されるためには、FINRA が指定するリサーチ・アナリストの資格試験 (Research Analyst Qualification Examination - Series 86/87) に合格しなければならない。CFA 試験レベルⅠおよびⅡの両方に合格している者は、同試験の一部を免除されている。

CFA 試験制度の概要

1. 資格要件 ① CFA 協会倫理規範・職業行為基準の遵守に同意し、② レベル I からレベル III までの 3 段階の CFA 試験（各 6 時間、合計 18 時間）に合格し、③ 投資意思決定プロセスに関わる業務について 4 年以上の実務経験を有し、かつ、④ CFA 協会のレギュラー・メンバーである者に CFA の資格が付与される。
2. 受験資格 有効な旅券（身分証明のため）を有し、学士（または学士プログラムの最終年にいること）、もしくは 4 年間の実務経験（投資関係に限定されない）、または合計 4 年間の実務経験・教育を有し、Professional Conduct Statement を提出すること。受験のためにはプログラムへの事前登録が必要。
3. 試験分野のウエイト

分 野	レベル I	レベル II	レベル III
倫理規範および職業行為基準	15	10-15	10-15
数量分析手法	10	5-10	0
経済	10	5-10	5-10
財務報告および分析	15	10-15	0
コーポレート・ファイナンス	10	5-10	0
株式投資	11	10-15	10-15
確定利付	11	10-15	15-20
デリバティブズ	6	5-10	5-10
オルタナティブ投資	6	5-10	5-10
ポートフォリオ・マネジメントおよび ウエルス・プランニング	6	5-15	35-40
合 計	100	100	100

（注） 実際の試験における分野のウエイトは年によって若干変更がある。

4. 受験者の指導 学習プラットフォームを通じて、各レベル別にカリキュラム（Study Sessions）、学習達成目標（Learning Outcome Statements）、指定テキスト、練習/模擬問題等が電子的に提供される。個人学習を基本とするが、CFA 協会地区協会ごとに試験準備のためのグループ学習が行われており、また、CFA 受験者向けプログラムが地区協会、一部の大学、民間機関等により実施されている。

〔出所〕 <https://www.cfainstitute.org/programs/cfa/curriculum/overview>

CFA 試験受験者数の地域別分布：トップ10（2018年6月試験） 単位：人

中国	米国	インド	カナダ	英国	香港	豪州	シンガポール	韓国	南ア
50,642	31,988	18,949	13,125	11,380	5,862	4,986	3,369	2,409	2,359
(28%)	(19%)	(11%)	(7%)	(6%)	(3%)	(3%)	(2%)	(1%)	(1%)

（注） 2018年6月試験受験者総数179,241人（Level I, II, III 合計）。トップ10地域で全体の81%（うちアジア太平洋地域合計で全体の48%）を占める。

〔出所〕 CFA Institute website: Press Release, 28 August 2018

CFA 試験受験者数の推移

	レベル I			レベル II			レベル III		
	受験者	合格者	合格率	受験者	合格者	合格率	受験者	合格者	合格率
1963-2018A （累計）	1,619,206	684,868	42%	769,425	356,588	46%	430,297	246,654	57%
2016A	58,677	25,093	43%	50,230	23,321	46%	28,884	15,606	54%
2016B	59,627	25,807	43%						
2017A	63,283	27,158	43%	56,939	26,919	47%	31,631	17,173	54%
2017B	68,086	29,583	43%						
2018A	79,507	34,547	43%	64,216	28,872	45%	35,518	19,920	56%

（注） A = 6 月試験（レベル I, II, III） B = 12 月試験（レベル I のみ）

〔出所〕 CFA Institute 1963-2018A Candidate Examination Results

4. アナリストを巡る諸問題(1)——フェア・ディスクロージャー

2000年10月にSECは、公正開示規則(Regulation Fair Disclosure, 以下FD)を施行した。FDは、株価に影響を与えるような企業の重要な未公開情報をアナリストや一部の機関投資家に選別的に開示することを禁止し、すべての投資家に情報が公平に伝達されることを目的としている。意図せず未公表の情報を選別的に開示してしまったときは、直ちに一般に公表しなければならないとした。

制定の理由について、SECは、株価に影響を与えるような重要な情報を選別的に開示することを許容すれば、特定の者のみが利益を得る機会をつくることになり、その者以外の多数の投資家に不公平感を感じさせ、資本市場全体が信頼を失うことにつながりかねないからと述べている。FD制定の背景には、企業側による、いわゆる利益ガイダンスの不正な開示の問題があった。

1995年に制定された証券民事訴訟改革法(Private Securities Litigation Reform Act)の影響から、それ以降、多くのアメリカ企業はその後一定の利益ガイダンスを行うようになった。短期(四半期)の利益ガイダンス数値はアナリストによる予想コンセンサスと株価形成に大きな影響を与えるため、アナリストは企業側から利益動向についての情報を逸早く獲得することに多大なエネルギーを割くこととなった。決算数値が出た時、ガイダンスとわずかに異なった場合でも株価が激しく乱高下する現象がアメリカでは特に頻繁に生じる。そのため前もって情報を得ていたアナリストは顧客である機関投資家に逸早く伝えることにより、そのアナリストが評価を得ているという歪んだ状況があった。もちろんこれらの行為は、アナリストやIRオフィサーの自主規制機関において元来戒められていたことであるが、強行法規としての罰則規定がなかったため野放しになっていた。その状況をSECが憂慮しこのような規則を定めた。2018年には制定後18年以上経たが、この規則はフェア・ディスクロージャーに関する依然根幹的な位置付けを維持している。ただし制定当時からWEBサイトあるいはソーシャルメディアを駆使したディスクロージャー活動が活発になるにつれ新たな問題が生起されることとなった。そこで2008年と2018年にSECは表にあるようなガイドラインを公表している。

FD (Regulation Fair Disclosure) の主な内容

概要	証券の発行者または発行者のために行動する者が、未公表の重要情報を規則100(b)(1)に列挙された者に開示するときは、その情報を一般に公表しなければならない。未公表の重要情報の開示が意図的なものである場合には、その情報の公表は同時に (simultaneously) 行わなければならない。開示が意図せざるものであった場合は、速やかに (promptly) 一般に公表しなければならない。(規則100(a))
開示の相手方	規則100(b)(1)に列挙されている者は、大きく2つに分けられる。第1グループは投資に関する専門家であり、具体的には①ブローカー、ディーラーおよびその関係者②投資顧問、機関投資家の投資マネージャーおよびその関係者③投資会社およびその関係者であり、セカンドのアナリストは①に含まれる。第2グループは、発行会社の発行した証券の保有者で、開示された重要情報に基づいて当該証券を売買することが合理的に予想される者である。
意図的な開示	重要情報の開示が意図的である場合は、開示を行う者がその情報が未公表の重要情報であることを知っているか、または知らないことに過失がある場合である。(規則101(a))
一般への公表	一般への公表は、フォーム8Kの提出、または1つないし複数の方法の組み合わせによる広範囲かつ限定的でない発表により行うべきこととされる。(規則101(a)) SECが作成した解説では、フォーム8K以外の方法として広範囲に発信されるニュース・サービス等を通じたプレス・リリース、一般人が、出席・電話・電子媒体等によりアクセスができ、かつ事前に通知が行われる会議における発表が例示されている。

FD 施行後の情報開示状況に関するサーベイと IR 関連事項

1996年8月	AIMR : Standards of Practice Handbook (3 rd edition) 公表. ; アナリストによる Fair Disclosure 遵守。
1996年10月	NIRI : Task force on Disclosure Issues Standards and Guideline for Disclosure. 公表 : IR 担当者側による Fair Disclosure の遵守を明記。
2000年10月	SEC : Regulation Fair Disclosure 制定
2001年2月	AIMR : Regulation FD e-Survey Summary. 第1回調査
2001年6月	SIA : Best Practice for Research. 発表
2001年6月	SEC : Analyzing Analyst Recommendations. 発表
2001年9月	AIMR : Regulation FD e-Survey Summary. 第2回調査
2001年3月	NIRI : Corporate Disclosure Practice Survey 2001. 発表
2008年8月	SEC : Interpretive Guidance on the Use of Company Web Sites
2018年9月	SEC : Guidance on the use of Social Media for communication information to Investors

5. アナリストを巡る諸問題(2)——アナリストの利益相反 アメリカにおいて2001年春ごろから、証券会社のリサーチ・アナリストの業務の独立性・客観性が損なわれ、歪められたレポート作成により不適当な投資推奨が行われているケースが多数みられるとの批判が高まり、アナリスト業務の規制強化が求められることとなった。

特に重要な点として指摘されたのは、証券会社においてリサーチ業務と投資銀行業務を兼業することにもなう利益相反から発生する問題であった。アメリカの証券会社においては、1975年における売買委託手数料の自由化以降ブローカレッジ業務の収益性が極端に低下した一方で、新株発行の引き受けやM&Aのアドバイスといった収益性の高い投資銀行部門の業務の重要性が増してきた。このため証券会社においては、投資銀行案件を獲得することを優先する傾向が強まり、アナリストが、顧客企業に有利な内容は書くが、不利な情報は記載しないというようなケースが生じた。

このような批判に対し、業界団体、各証券会社がそれぞれ自主規制ガイドラインの制定や社内規定の強化などの措置を取り、2001年秋には事態は収まるかに見えた。しかし、同年12月にエンロン社が破綻した際、その直前まで同社株の買い、継続保有や買いを推奨していたアナリストがほとんどであったことが判明して、徹底した調査により膿を出す必要性が指摘された。

伝統的には本件のようなウォール街の証券会社の問題は、SECの所管であるにもかかわらず、2002年4月、ニューヨーク州のスピッツァー司法長官率いる州司法当局が調査に乗り出した。同長官は、州当局によるメリルリンチ社の調査において、同社のアナリストが、投資銀行業務への配慮から自らの重要顧客には買い推奨に値しないと声明しているながら、一般の投資家向けには買い推奨していたことを指摘した。これを見て、SECも同年4月、主要証券会社における利益相反問題の調査を開始した。その後、投資家、多数の証券会社、議会、連邦・州の当局等を巻き込む大事件となり、和解により一応の決着がついたのは表にあるように2003年4月である。この和解はGlobal Settlementと呼ばれている。既に和解後15年経っているが、証券会社自身の組織変革もあり大きな問題は起きていない。一方でアナリストにとっての顧客構造の変化を受けロングオンリー向けからヘッジファンド向けにシフトしていることによる新たな問題が提起されている。

アナリスト批判を巡る主な動き

2001.6.7	証券業者協会（SIA）が、業界の自主的ガイドライン「調査のためのベスト・プラクティス」を発表。
2001.6.14	アメリカ下院資本市場委員会が、証券会社が提供するリサーチの公正性についての公聴会を開催。
2001.7.10	アナリストの団体である AIMR（現 CFA Institute）が、アナリストの独立性に関するイシューズ・ペーパーを発表。
2001年夏	複数の証券会社が、アナリストが担当株式に個人的投資を行うことを禁止する社内規則を制定。
2001.8	複数の投資家が、株式への投資により損害を蒙ったとして当該株式の買い推奨を行った証券会社、アナリストを提訴。
2001.10.16	エンロン事件の勃発。
2002.2.27	アメリカ上院が有力証券会社のアナリストを召喚してエンロン事件に関し証言を求める。
2002.4.8	ニューヨーク州スピッツァー司法長官が、メリルリンチ社におけるリサーチと投資銀行業務の利益相反問題に関する調査結果を発表。
2002.4	SEC が、主要証券会社に対し、利益相反問題に関する資料提出を要求。
2002.5.8	SEC が、NASDAQ/NYSE のリサーチ・アナリストおよびリサーチ・レポートに関する規則を承認。
2002.5.21	ニューヨーク州司法当局とメリルリンチ社が、和解に合意。
2002.12.20	当局と主要証券会社が包括的和解のための基本合意を公表。
2003.4.28	当局と主要証券会社が合意した包括的和解の最終的な内容を公表（Global Settlement）。
2003.7.29	SEC が、NASDAQ/NYSE のアナリストに関する規則改正案を承認。

（注） 当局とは、SEC、ニューヨーク司法当局、NASDAQ、NYSE 等のこと。

アナリストに関する NASD/NYSE の規則改正（2003年7月）の概要

<ul style="list-style-type: none"> ・アナリストの報酬に対する投資銀行部門の影響排除 社内にアナリストの報酬を査定、承認する報酬委員会を設置。査定においては、リサーチ成果物の質、投資推奨と株価の相関関係、投資銀行部門を除く社内外の関係者の全般的評価等を考慮。 ・投資銀行業務の顧客誘引のためのピッチ等へのアナリストの参加を禁止。 ・会社をリサーチ対象から除外する場合は、その旨顧客に通知することを証券会社に義務付け。 ・証券会社が、投資銀行業務に不利な影響を与える可能性のあるレポートを作成したアナリストに報復を行うことを禁止。

6. アナリストを巡る諸問題(3)——ショートターミズムの打破と ESG 投資の隆盛化 エンロン・ワールドコム事件が起きたときのアナリストに関連した重要な問題は前項(2)で触れた「利益相反」とさらに曖昧な「投資格付け」であった。

セルサイドアナリストにおける投資格付けは2000年当時、アナリスト個人の基準に基づいて設定されていることが多かった。絶対リターンがプラスであれば良いとする極端なものすらあった。すなわち目標となる期間に株価がプラスと見込まれれば「買い推奨」と言った場合がそれにあたる。

2002年に AIMR (現 CFA Institute) が出したリポートでは、ファンダメンタルズ・リサーチに基づき長期の業績予想を行い企業の内在価値を探り、フェアバリュー(妥当株価)の算定を行う。そのうえで何らかのベンチマークを据えて、その、その相対的な株価の動向を予見し投資格付けを設定することが基本であることを指摘した。ベンチマークとして市場平均を採るよりも関連するインダストリー・インデックスあるいはカバード・カンパニーズ・インデックスを使用することを奨励した。この結果、アナリストリポートの中には「売り」あるいは「アンダーパフォーム」という格付けが頻繁にみられるようになった。

しかし2003年になりニューヨーク証券取引所は投資家にとっては分かりにくい批判があるとして目標株価とその根拠に付きアナリストがレポートにおいて公表することを奨励した。皮肉なことにこの推奨は投資家の多様化、特に短期志向のヘッジファンドの勃興により目標株価を明確にして機を見て短期間に投資格付けを見直すりサーチ手法が再びアナリストに求められるようになった。

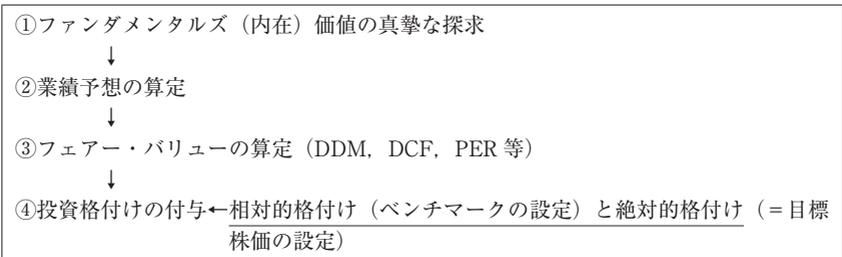
これに対し CFA Institute や NIRI は2005年に協働しリサーチペーパー(表に掲載)を著し、こういった動きが投資における過度なショートターミズムを引き起こすものであるとし警告を促した。それから10年以上が経過し ESG 投資の動きが活発になりそれに即応した企業のサステナビリティを考慮したりサーチが提唱されるようになった。

欧州において2018年1月に導入された MIFID II (第2次金融商品市場指令)は米国のアナリスト(セルサイド・バイサイド両方)に大きな影響を与えようとしている。しかしこの動きはアナリストに正に長期投資・ESG 投資のためのリサーチを強いるものとしてむしろ期待する向きもある。

アナリストと情報開示側（IR）の動き（2004年以降）

2004年 7月	CFA Institute : What we stand for – The highest standards of education, integrity, and professional excellence を発表。
2005年 3月	CFA Institute and NIRI : Best Practice Guidelines Analyst/Corporate Issuer Relations～CFA Institute and NIRI Task Force. を発表。
2005年 3月	CFA Institute and NIRI : Best Practice Guidelines Analyst/Corporate Issuer Relations～CFA Institute and NIRI Task Force. を発表。
2005年 3月	CFA Institute : The Corporate Governance of Listed Companies: A Manual for Investors を発表。
2005年 5月	Donaldson Speech 2005 CFA Institute Annual Conference (the challenge to move beyond short-Termism) ショート・ターミズム批判を発表。
2005年10月	CFA Institute : A Comprehensive Business Reporting Model-Financial Reporting for Investors. を発表。
2006年 5月	NIRI : Louis M Thompson, JR, “Investor Relations: It’s Not a Dog and Pony Show” . : IR 活動の行き過ぎを批判。
2006年 7月	CFA Institute が NIRI と 共同 で : “Breaking the Short Term Cycle” を発表。
2015年11月	CFA Institute が “Environmental, Social, and Governance Issues in Investing” を発表。
2018年 9月	CFA Institute が “ESG Integration in the Americas: Markets, Practices, and Data” を発表。

アナリストによる投資格付け設定プロセス



〔出所〕 北川哲雄 [2007], 「アナリスト格付けの相対性と絶対性」, 『経済系』（関東学院大学）233号, 88頁。

第14章 投資信託

1. 歴史 アメリカでは1920年代にイギリスの投信の仕組みを取り入れた本格的な投信が発足した。当時のファンドは投資家の解約請求に応じない（取引所に上場して換金性を付与していた）クローズド・エンド型が主流であり、借り入れ等によるレバレッジを利用して収益増大をめざす運用を行っていた。そのため、1929年（大恐慌）以降に株価が暴落したときには大打撃を受け、売買価格が高値時の20分の1に下落したファンドもあったという。このため1930年代には原則として組入れ銘柄の入れ替えを行わない固定運用型ファンドが一時盛行したが、証券市場の正常化とともに次第にオーソドックスな運用型ファンドへ回帰していった。1940年には投信の特別法である投資会社法が制定されて法的基盤が整うとともに、ファンド形態も大恐慌後の経験を生かして、常に純資産価値で追加資金の受け入れと保有者からの買戻し請求に応じるオープン・エンド型が主流を占めるに至った。

第2次大戦後、アメリカの投信は1960年代にかけて経済成長とともに株式ファンド中心に順調に成長した。1970年代には株価が長期的に低迷したため株式ファンドが伸び悩んだが、MMFが開発され、投信会社による直接販売が始まるなど、その後の大発展につながる動きが見られた。そして1982年を底に株価は長期上昇に向かい、アメリカの投信は株式ファンドを中心としつつ、高金利期にはMMF、金利低下期には債券ファンドが拡大するなど商品バラエティを生かしながら高成長を遂げ、残高は1980年代に10倍、1990年代に7倍（1999年の残高は1979年の72倍）に拡大した。1980年代以降の成長の主因は株価の持続的上昇にあったが、その他に確定拠出型年金の普及と、その運用商品として投信の保有が増大したこと（確定拠出型年金と投信の関係については後述）、販売チャンネルが銀行・独立FPなどへ大きく広がったことの影響も大きい。

2003年には投信不祥事（一部の投信会社が、一部の顧客について所定の時間外のファンド売買注文を受け、ファンドの短期売買による利益獲得を容認したこと）が明るみに出たが、投資家の信頼が大きく揺らぐことはなかった。2017年末現在のオープン・エンド型ファンド（含むETF）の残高は22.15兆ドル（この時の為替113円で換算して2,503兆円）となり、日本（111兆円）の23倍に達している。

アメリカ投信年表

年	米国投信に関連する環境・制度の変化	米国投信の商品・販売・運用等の変化
1921		英国の仕組みを取り入れたクロズド・エンド投資会社発足
1924		世界最初のオープン・エンド型投資信託（いわゆるミューチュアル・ファンド）であるマサチューセッツ・インベスターズ・トラストが発足
1929	世界大恐慌発生	大恐慌前の株価上昇期にレバレッジを利用したクロズド・エンド型ファンドが盛行 上記レバレッジ型ファンドが大暴落
1933	投信をふくむ新規発行証券の登録・募集を規制する1933年証券法成立	大恐慌後、一時、原則として組入れ銘柄を入れ替えない固定型ファンドが盛行
1934	SECに証券市場監督権を与え、証券流通市場を規制する1934年法成立	
1940	投資信託を規制する1940年投資会社法、および投資顧問を規制する1940年投資顧問法成立	この頃から、徐々に銘柄入れ替え等を行う管理型ファンドに戻る
1944		オープン・エンド型の資産がクロズド・エンド型を上回る
1951		ミューチュアル・ファンド数が100を突破
1954		米国個人の投信純買付額が株式の純買付額を上回る
1955		米国初の国際投資ファンド発足
1971		マネーマーケット・ファンド（MMF）発足
1974	ERISA（従業員退職所得保障法）制定によりIRA（個人型年金）発足 (1970年代に株式市況低迷)	 (この頃、投信の直接販売増加)
1976		地方債ファンド設定可能となる。 初の個人向けインデックスファンド募集
1978	1978年歳入法により401(k)制度発足	
1980		12b-1フィー導入
1981	IRS（内国歳入庁）が401(k)規則提案	
1989		(80年代後半頃から銀行が投信販売に参画)
1989		ミューチュアル・ファンド資産が1兆ドルを突破
1993		米国初のETF発行
1994	IRA資産が1兆ドルを突破	
1996	401(k)資産が1兆ドルを突破	
2001	エンロン事件発生	
2003		投信会社と一部顧客との投信不正取引明るみに出る
2004	投信スキャンダルを受け、SECは2003年から2004年にかけて1940年投資会社法規則を大幅に改正し、ファンドガバナンス、関係者の行為規制、ディスクロージャー要件等を強化	
2006	年金改革法により401(k)制度充実（自動加入方式、デフォルト・オプション導入など）	ミューチュアル・ファンド資産が10兆ドルを突破
2008	世界金融危機発生	個人向けMMFで初の元本割れ発生
2009	ICIボードがMMFの新しい規制および監視基準を承認	MMF残高が史上最高の3.9兆ドルに
2010	SECがMMFに関する新しい規則を採用	
2014	SECが2010年導入のMMFに関する規則を大幅変更	

〔出所〕 杉田浩治氏作成の年表に、ICI, 2018 Investment Company Fact Book 等を参考に筆者が加筆

2. 制度的枠組み 米国の投資信託は、1940年投資会社法、1940年投資顧問法および1930年代に制定された証券法、証券取引所法に基いて連邦政府により厳格な規制を受けているが、一方では税制上の優遇措置も受けている。

1940年投資会社法は、不正に対する投資家保護をその重要な目的としており、投資会社株主の利益のためにファンドが運用されるよう要件を定めている。この要件は、株主の承認なしに投資会社の基本的な投資政策を変更することを禁じており、投資顧問会社への報酬（わが国では信託報酬のうち投資信託委託業者に支払われる報酬にあたる）の決定等についても投資会社と利害関係を有しない独立取締役（取締役全体の40%以上を占めなければならない）が、そのために招集された取締役会に自ら出席し、その過半数の同意を必要としている。さらに、投資会社とその取締役あるいは関連会社との利益相反をもたらす取引の禁止、組入れ資産を原則としてマーケット・バリュエに基づいて評価すること、オープン・エンド型について借入れの制限や特定の場をを除き換金請求から7日以内に換金を行うこと等を規定している。

1940年投資顧問法は、投資会社の資産運用を行う投資顧問会社のSECへの登録を要求しており、さらに投資顧問会社の詐欺的な行動の禁止や法の執行権限のSECへの付与を規定している。

1933年証券法は、証券の公募に関して登録義務を課しており、公募内容および証券を発行する会社に関する情報をSECに登録すべきことを規定するとともに、目論見書の交付によってファンドの運営、投資政策、その他詳細な情報を投資家に対して提供することを要求している（投資信託の情報開示の詳細については後述）。

このような連邦諸法を執行する権限はSECに与えられており、投資管理局を中心として投資会社の規制を行っている。SECは、投資会社の開示要件の見直しを行うとともに、投資活動および販売についての検査も行っている。なお、これら連邦レベルの証券諸法に加えて、投資会社を法人として設立するための準拠法である州法がある。

また、内国歳入法の準則Mは、一定の要件を満たす投資会社に対し導管理論に基づいて二重課税回避の優遇措置を与えている。

1940年投資会社法による規制の要点

- ・投資会社は、所定の様式に従ってSECに登録を行うこと（第8条）
- ・取締役と利害関係者……取締役会は、その構成員の60%超が投資会社の利害関係人であってはならない。また、役員またはその関係人を原則としてブローカー、元引受人としてはならない（第10条）
- ・投資会社の機能および活動……公益または投資家保護のためSECが定める規則等に反して、証拠金を払って証券を買い入れること、共同して証券の取引勘定に参加すること、空売りをを行うことを禁止している（第12条）
- ・投資政策の変更……発行済証券の過半数の決議によらなければ、オープン・エンド型とクローズド・エンド型の変更、分散型から非分散型への変更、登録届出書に記載された方針に合致しない金銭の借入、上位証券の発行等を行ってはならない（第13条）
- ・投資会社の規模……公募を行う場合には10万ドル以上の純資産を有する必要がある（第14条）
- ・投資顧問契約……過半数の株主の承認を得たうえで、所定の条件を備えた書面で投資顧問契約を締結しなければならない。また、同契約の締結は投資会社と利害関係を有しない独立取締役がそのために招集された取締役会に自ら出席し、その過半数の同意を必要とする（第15条）
- ・特定の関係人や引受人との取引の禁止……投資会社の関係人等との間で証券等の売買、金銭等の借入を行ってはならない（第17条）
- ・資本構成……クローズド・エンド型の上位債務証券、優先株の発行の制限、オープン・エンド型の上位証券発行の禁止、借人の制限を規定している（第18条）
- ・発行株式の相互保有および循環保有の禁止（第20条）
- ・買取請求権付証券の分売、償還および買戻し……登録証券業協会は、協会の報酬、投資家の手数料について規制を設けることができる。また、投資会社は、特定の場合を除き、買取請求権を停止してはならない（第22条）
- ・投資会社および関係人の報告書……所定の報告書に、年次財務諸表については独立の公認会計士の証明書を付して、年度毎にSECに提出しなければならない（第30条）
- ・会計および記帳……所定の計算書類等を維持・保存しなければならない（第31条）

〔出所〕 杉田浩治氏作成

3. 形態 アメリカの投信は、法律上は投資会社と呼ばれており、1940年投資会社法は投資会社を右表のように分類・定義している。この内、(1)の額面証書会社はICI (Investment Company Institute, 以下「米国投信協会」)のファクトブックが現在取り上げていないので、殆ど活動していないものと思われる。

(2)ユニット投資信託(ユニット・インベストメント・トラスト)とは、あらかじめ選択した株式または債券のポートフォリオを原則として固定的に保有し、通常、一定期間後に償還するタイプのファンドである(1940年法上はこれも投資会社とみなされる)。ETFの一部がこの形で組成されている。

(3)の管理型投資会社(ユニット投資信託と異なりポートフォリオの入れ替え等の「管理」を行う投資会社)のうちオープン・エンド型は、ファンド発足後も日々の純資産価値により継続的に販売(増資)し、またいつでも投資家からの換金請求(減資)に応じるタイプである。一方、クローズド・エンド型は、ファンド発足後は継続的な販売(新株発行)を行わず、投資家からの換金請求に応じない(換金性を付与するため証券取引所に上場する)タイプである。

オープン・エンド型とクローズド・エンド型を比較すると次のような相違を指摘できる。オープン・エンド型は、投資家からみて常に純資産価値で換金できるという安心感があり、また毎月投資なども行い易いというメリットがある。ファンドは常に換金請求に応じるため資金が減少することがあり、また運用上の制約はある(流動性の高い証券を組入れる必要がある)が、常に追加販売できるのでファンド規模の拡大も図りやすい。一方、クローズド・エンド型は、資金の追加・減少が発生しない(資金を固定できる)ので、たとえば非上場株など流通性の小さい証券に投資するファンドを組成しやすいという利点がある。しかし投資家にとってクローズド・エンド型は、ファンドの純資産価値と取引所における売買価格が一致しない(過去においては取引所で付く価格が純資産価格を下回ることが多かった)などの問題がある。

右表に見る通り、現在アメリカの投信はオープン・エンド型ファンド(ミューチュアル・ファンドと呼ばれる)が主流を占めている。

1940年投資会社法による投資会社の分類

投資会社 (Investment Company)

- (1) 額面証券会社 (Face-amount Certificate Company)
- (2) ユニット投資信託 (Unit Investment Trust)
- (3) 管理型投資会社 (Management Company)
 - A オープン・エンド会社 (Open-end Company)
 - B クローズド・エンド会社 (Closed-end Company)

1940年投資会社法による投資会社の定義

第4条 (投資会社の種類)

この法律における投資会社は次の各号に定義する3つの主たる種類に分類される

- (1) 「額面証券会社」とは、分割払型額面証券の発行業務に従事しもしくは従事しようとしている投資会社または当該業務に従事していたことがあり、かつ、当該証券を既に発行している会社をいう
- (2) 「ユニット投資信託」とは、信託契約書、管理・代理契約書またはこれに類似する証券に基づいて設立され、取締役会を有さず、かつ特定の証券において不可分の利益を表示している買取請求権付証券のみを発行する投資会社をいう。ただし、議決権信託を含まない
- (3) 「管理型投資会社」とは、額面証券会社、ユニット投資信託以外の投資会社をいう

第5条 (「管理型投資会社」の細分類)

この法律の管理型投資会社は次に定義するオープン・エンド会社およびクローズド・エンド会社に分類される

- (1) 「オープン・エンド会社」とは、当該会社が発行者である買取請求権付証券を売出しまたは当該証券をすでに発行している管理型投資会社をいう
- (2) 「クローズド・エンド会社」とは、オープン・エンド会社以外の管理型投資会社をいう

形態別のファンド数と残高の状況 (除くETF)

	管理型投資会社				ユニット投資信託	
	オープン・エンド会社 (ミューチュアル・ファンド)		クローズド・エンド会社			
	ファンド数	残高 (十億ドル)	ファンド数	残高 (十億ドル)	ファンド数	残高 (十億ドル)
1995	5,725	2,811	499	143	12,979	73
2000	8,154	6,964	481	143	10,072	74
2005	7,976	8,891	634	276	6,019	41
2006	8,122	10,398	645	297	5,907	50
2007	8,040	12,000	662	312	6,030	53
2008	8,039	9,620	642	184	5,984	29
2009	7,663	11,111	627	223	6,049	38
2010	7,555	11,833	624	238	5,971	51
2011	7,590	11,633	632	242	6,043	60
2012	7,590	13,054	602	264	5,787	72
2013	7,715	15,049	599	279	5,552	87
2014	7,927	15,873	568	289	5,381	101
2015	8,115	15,652	559	261	5,188	94
2016	8,066	16,344	532	263	5,100	85
2017	7,956	18,746	530	275	5,035	85

〔出所〕 ICI, 2018 Investment Company Fact Book.

4. 運営体制 アメリカの投信は右図のような体制の下で運営される。各当事者の係わり合いは次の通りである。

投資家（ファンドの株主）は、他の一般企業の場合と同様に、特定の議決権を有している。たとえば、株主は、欠員を補充する場合を除いて取締役を株主総会で選任する権利を有する。また、投資顧問契約の重要な変更は株主の承認を得るほか、基本的な投資政策の変更については株主の承認を必要とする。

ファンドの株主によって選出される取締役は、ファンドの業務を監督する責任があり、善管注意義務と忠実義務を負っている。取締役会は資産運用を委託する資産運用会社（投資顧問会社）を選択し、投資顧問契約を締結する。資産運用会社はこの契約に基づいてファンドの投資政策と投資目的に沿った資産運用を行うとともに、運用業務の遂行に必要な調査を行う。資産運用会社は、これに対する報酬として投資顧問報酬を受け取る。投資顧問報酬は、契約により管理資産額の一定割合と定められており、このため管理資産額を増大させることは資産運用会社の収入を増大させる仕組みとなっている。

取締役会は、ファンドの資産を保管するため保管会社を雇用する。保管会社は銀行である場合が多く、ファンド資産の保管、組入れ証券の売買に伴う代金の受取りと支払い、組入れ証券からの配当と利息の受取り等を業務としており、保管資産額の一定比率その他の保管報酬を受け取る。

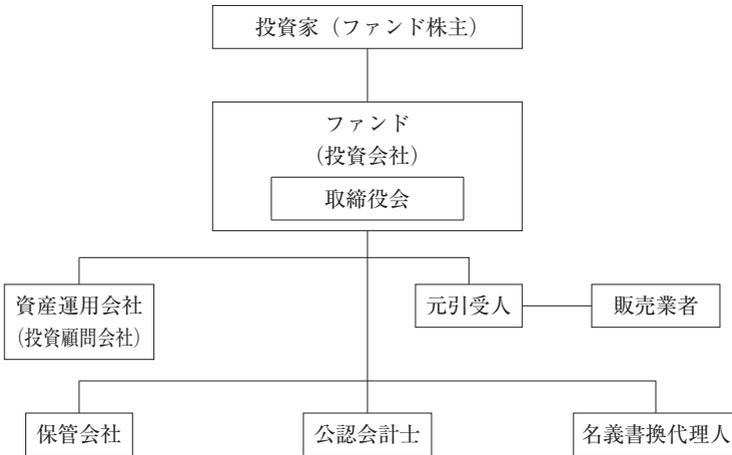
また取締役会によって選定された名義書換代理人（トランスファー・エージェント）が、株主口座の保有記録の維持、新株の発行、配当の計算とその投資家への支払、株主口座明細書や連邦所得税情報の発送、償還株式の消却等を行う。アメリカの投信の運営において、このトランスファー・エージェントの果す役割は大きい。

公認会計士は取締役会において独立取締役の過半数が出席して行った票決により選任され、選任後最初の年次株主総会で追認されなければならない。

ファンドの株式の販売については後述する。

なお、投信運用ビジネスへの参画状況は右表のとおりである。毎年新規参入がある一方で退出する会社もあり、会社数は最近5年では800社台である。また運用会社の母体別内訳をみると圧倒的に独立系が多く、金融機関等の子会社は少ない。

ミューチュアル・ファンドの運営体制

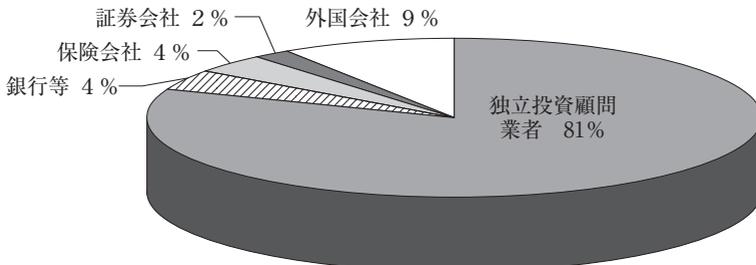


米国投信運用ビジネスへの参画状況

	新規参入会社数	退出会社数	年末現在参加会社数
2006	44	46	693
2007	58	40	711
2008	51	62	700
2009	37	53	684
2010	76	53	707
2011	89	39	757
2012	77	43	791
2013	82	49	824
2014	79	29	874
2015	55	48	881
2016	51	75	857
2017	41	42	856

〔出所〕 ICI, 2018 Investment Company Fact Book.

米国投信運用会社の母体別内訳 (2017年末現在)



〔出所〕 ICI, 2018 Investment Company Fact Book.

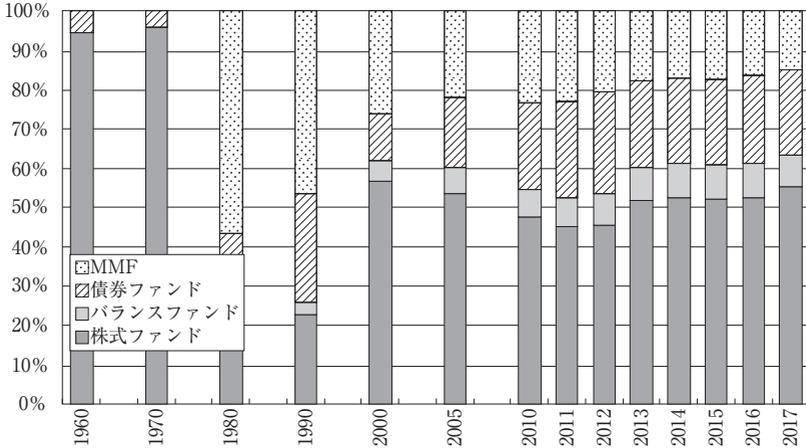
5. 商品 ミューチュアル・ファンドの種類は、大きく分けると株式ファンド、債券ファンド、バランスファンド、MMFの4つに分類される。この商品バラエティが整ったのはMMFが開発された1970年代である。それ以前は株式ファンドと長期債ファンド（およびそのバランスファンド）しかなかったから、投信は金利上昇時にパフォーマンスが低下する（株式も長期債も金利上昇時には価格が下落する傾向がある）という弱味を持っていた。しかしMMFという金利上昇に連動してパフォーマンスが向上する商品を持ったことにより、全天候型の品揃えが整った。またMMFは株式市況急変時等に投資家資金の一時待機の受け皿となって、以前のように銀行預金に資金が流出してしまうことを防ぐ機能も果たしてきた。

上記の4分類による残高構成比率の推移を長期的に見ると右図の通りである。証券市況の変化などにより構成比率はかなり変動してきている。たとえば、1980年代初めの短期金利高騰時にはMMFの比重が高まり（図では省略しているが1981年にはMMFのシェアが77%を占めていた）、逆に1980年代半ばの金利低下局面においては債券ファンドの残高が急増（1986年には債券ファンドのシェアが34%に上昇）していた。株価が長期上昇を続けた1990年代からは株式ファンドの比重が高まり、1997年以降は株式ファンドのシェアがほぼ5割以上を占める状態が続いた。しかし2008年にはサブプライム・ローンの破綻をきっかけとした株価下落（リーマン・ショック）から安全資産への回帰の動きを受けて再びMMFが増加、そして2009年以降は債券ファンド、株式ファンドの比重が高まっている。

ICIは商品をさらに細分化したデータを発表しており、2017年末の状況は右表の通りである。株式ファンドについては外国株に投資する「世界株式型」が2005年頃から国内株ファンドを上回る資金を吸収してきた結果、投信全体の15%（株式ファンドの27%）を占めるまでに拡大している。

商品について特筆すべきはETF（証券取引所に上場して取引されるファンド）の急増である。アメリカにおいては1993年にスタートしたETFは、2017年末現在で1,832本のファンドが上場され、その残高は3兆4,007億ドルに達している。ファンドの種類も、右図のように国内株を対象とするもの以外に外国株、債券、商品などを対象とするファンドなど多様化が進んでいる。

ミューチュアル・ファンド（除くETF）の商品別残高構成比率の推移



〔注〕 上図において MMF は1980年から、バランスファンドは1990年から独立分類表示。

〔出所〕 このページの図表すべて ICI 資料より作成。

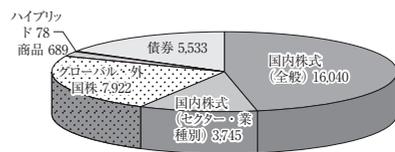
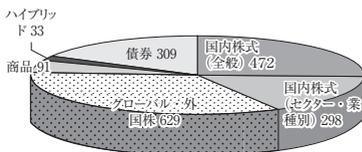
2017年末の商品種類別残高（除くETF）の内訳

大分類	残高 (十億ドル)	大分類 構成比	中分類	残高 (十億ドル)	中分類 構成比
株式ファンド	10,306	55.0%	値上がり追求株式型	2,093	11.2%
			トータルリターン型	5,389	28.7%
			世界株式型	2,824	15.1%
バランスファンド	1,526	8.1%	ハイブリッド型	1,526	8.1%
債券ファンド	4,067	21.7%	投資適格社債型	1,840	9.8%
			ハイイールド債型	375	2.0%
			世界債券型	491	2.6%
			政府債型	290	1.5%
			マルチセクター型	405	2.2%
			地方債型	665	3.5%
MMF	2,847	15.2%	課税債型	2,716	14.5%
			非課税債型	131	0.7%
合計	18,746	100.0%	合計	18,746	100.0%

ETFの本数と金額（2017年末）

〔ファンド数内訳（本）〕

〔残高内訳（億ドル）〕



6. 販売 アメリカの投信の販売は1960年代までは証券会社中心に行われていたが、1970年代から投信会社による直接販売が本格化、1980年代には確定拠出型年金の運用対象としての投信販売開始、1980年代後半から銀行が投信販売に参画、さらに1990年代には証券会社等によるファンドのスーパー・マーケット（多数の投資会社のノーロード（無手数料）ファンドを並べて顧客に提供する仕組み）もスタートして、投信と顧客との接点は大きく広がっている。右表は米国の投信販売方法の歴史的変化を年代別に要約したものである。

投信を保有する家計の購入経路をマルチアンサーで問うてみたのが右の中段の表である。2017年でみると、雇用者退職給付制度経由で投信を保有した家計は81%あるが、他の経路で投信を購入した家計も64%に達する。投資専門家経由が50%、直接販売が36%となっており、米国の家計は多様なチャネルから投信を購入していることが分かる。2013年からの5年間で見ると、これらの数字に大きな異動はなく、安定的に推移していることが確認できる。家計の主たる投信購入経路を問うたのが右の下段の表であるが、2017年では雇用者退職給付制度がトップで60%を占める。投資専門家の中では独立ファイナンシャル・プランナーが11%、直接販売の中ではディスカウト・ブローカーが8%と比較的高いシェアを持っている。

次に、販売手数料の受取方式について触れると、SECが1980年にファンド資産から販売コストを支弁すること（「12b-1フィー」と呼ばれる経費の徴収）を認めてから大きな変革が起こっている。すなわち販売時には手数料を徴収しないで、代わりに毎年ファンド残高から販売コストを回収していく方法や、解約時に未回収手数料分を徴収する方法などが採用されるようになった。現在は同一ファンドにおいて、これらの異なる手数料徴収方式を併存させている（顧客の選択に委ねている）例が多い。さらに投資家のコスト意識が高まる中で、本格的なノーロード・ファンド（販売時の手数料がなく、毎年の12b-1フィーが0.25%以下のファンド）の残高が拡大しており、ICIの調査では長期ファンド残高の内に占めるノーロード・ファンドの比率は2017年に70%に達している。

米国の投信販売方法の歴史的变化

	環境・制度	ダウ平均 (各年代末)	販売主体	販売方式	販売担当者 (FA) の投信営業手法	手数料 取受方法
60年代	株価好調 (黄金の60年代)	679→800	証券会社中心	営業マンによる 対面販売	個別商品販売営業	顧客から販売時に コミッション取受
70年代	株価長期低迷、 手数料規制の強化 株式売買委託手数料自由化	838	証券会社の投信 販売意欲後退、 投信会社の直販 勃興	通信販売 (コール センター) 始まる		
80年代	ファンド資産から販売経費 を支弁する12b-1フィー認可 401 (k) スタート 株価上昇基調へ転じる	(10年で 3.3倍) 2753	再び証券会社の 比重が高まる 銀行が参加	401 (k) プラン 外 交本格化		販売コミッションに 加え、ファンドから 対残高フィー (12b-1 フィー) を取受
90年代	株価上昇継続 (IT バブルへ)	(10年で 4.2倍) 11497	ネット証券が参加	ファンドスーパー出現 ラップアカウント成長 変額年金保険経由 も増加		
00年代	株価暴落 (IT バブル崩壊、 リーマンショック)	10428	IFA の増加		資産管理型営業 へ変化	顧客から預かり資産 に対するフィーを別 途取受の方向へ →ファンドはノー ロード化
10年代	IT 化の進展 利益相反防止規制の強化 (コストの透明化促進)	(17年9月) 22000		ロボアoadの成長	ゴールベース (人 生設計のサポート) 助 言を志向する 動きも出る	00年代の動きが加速

〔出所〕 杉田浩治, 「投資信託の制度・実態の国際比較」, 2018年3月, 日本証券経済研究所

投信を保有する家計の購入経路 (%)

	2012	2013	2014	2015	2016	2017
雇用者退職給付制度経由	72	81	82	80	81	81
雇用者退職給付制度以外	65	61	57	60	63	64
投資専門家 (合計)	53	49	46	47	50	50
フルサービス・ブローカー	29	28	25	27	27	26
独立ファイナンシャル・プランナー	28	26	23	22	26	26
銀行・貯蓄金融機関	17	18	18	17	19	18
保険会社	10	10	10	10	10	11
会計士	7	6	6	7	6	6
直接販売 (合計)	30	31	30	34	34	36
投信会社の直販	19	19	19	19	20	20
ディスカウント・ブローカー	18	18	18	24	22	24

〔出所〕 ICI, "Profile of Mutual Fund Shareholders"

家計の主たる投信購入経路 (%)

	2012	2013	2014	2015	2016	2017
雇用者退職給付制度	57	45	64	63	61	60
投資専門家 (合計)	33	40	26	27	27	28
フルサービス・ブローカー	11	13	9	10	9	8
独立ファイナンシャル・プランナー	13	14	9	8	10	11
銀行・貯蓄金融機関	6	8	5	6	6	6
保険会社	2	4	2	2	1	2
会計士	1	1	1	1	1	1
直接販売 (合計)	10	15	10	10	12	12
投信会社の直販	5	8	5	5	5	4
ディスカウント・ブローカー	5	7	5	5	7	8

〔出所〕 ICI, "Profile of Mutual Fund Shareholders"

7. 運用 アメリカの投信の運用は法令（1940年法，同法に基づくSEC規則，および内国歳入法）の規定の範囲内で，かつ投資家向けの目論見書等に記載した投資目的・投資方針等に沿って行われる。

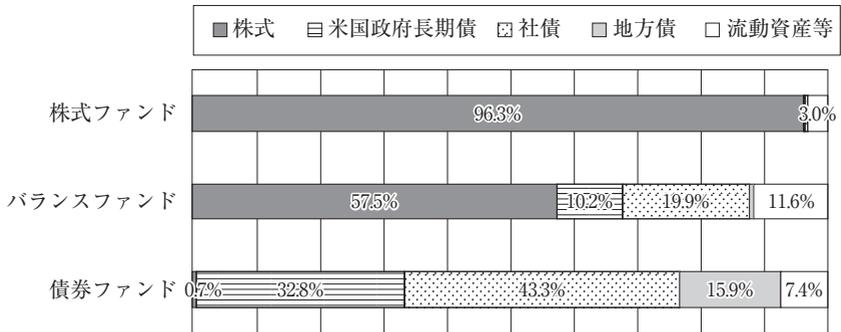
法令で規定している投資制限としては，1940年法上の分散型投資会社について純資産のうち少なくとも75%の部分につき，1発行会社の発行証券の組み入れがファンド純資産の5%を超えないこと，1発行会社の議決権証券の10%を超えて保有しないことといった制限がある。またSEC規則の中には，たとえばファンドの名称と投資方針の整合性を求める規則があり，特定の資産に投資することを示すファンド名（産業名，地域・国名など）を用いた場合には，その資産に80%以上を投資することが求められる。一方，MMFについては，保有資産の加重平均残存期間を60日以内とする，組入れ証券を高格付けのものに限定する，ファンドの流動性を一定水準以上に保つ，所定の分散投資要件を守る，ディスクロージャーの徹底などが義務付けられている。また毎日の基準価額を1ドルに固定する方式は，2016年10月から政府債MMFおよび個人向けMMFに限定されることとなった。

さらに，投資制限以外に運用に当たっての行動規制があり，特に利害関係人との取引制限など利益相反を防止するための諸規定が設けられている。

商品別の運用資産内容は右図の通りであり，当然のことながら各商品の性格に沿った運用が行われている。時系列的に見ても，たとえば株式ファンドは株式の比率が一貫して9割以上を占めている。

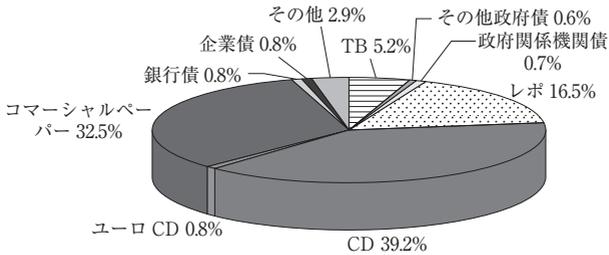
また，アメリカの証券・金融市場における投信の地位は右下図の通りである。株式については全体の31%を広義の投信が保有しており，4半世紀前（1988年）の7%弱に比べ4倍以上に拡大している。アメリカでは，かつてドラッカーが70年代の名著『見えざる革命』のなかで「年金基金が米国経済の資本を支配する」と指摘していたが，現在では極言すれば「投信資本主義」ともいえるべき様相を呈している。CP（コマーシャル・ペーパー）についてもMMF中心に投信が発行残高の25%を保有している。2008年9月に一部のMMFが元本割れを起した際に政府が直ちにMMFの元本保証制度を導入したのも，MMFが決済手段に使われている商品ということのほか，MMFから資金が流出すると短期金融市場に混乱を生じることを懸念した結果であると見られている。

長期ファンドの資産構成 (2017年末)

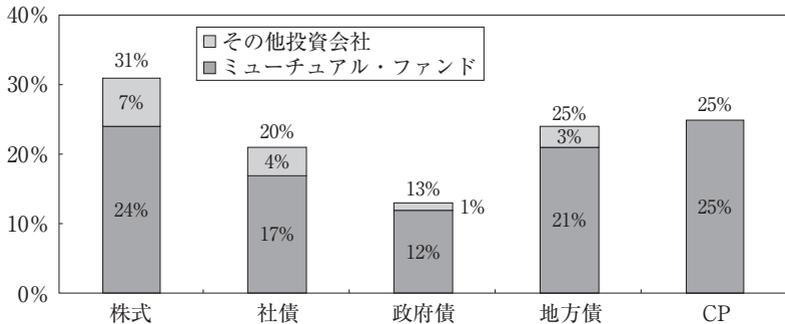


[出所] このページの図すべて ICI 2018 Investment Company Fact Book. より作成

MMF (投資対象を政府債に限定しないプライム MMF) の資産構成 (2017年末)



米国証券・金融市場における投信の地位
(証券発行残高に対する投信の保有比率 (%)・2017年末)



8. ディスクロージャー アメリカの投信のディスクロージャー（情報開示）制度について、発行開示（募集時の開示）と継続開示（ファンド運用中の開示）とに分けて述べると次のとおりである（概要表を右頁に掲載した）。

(1) 発行開示

1940年投資会社法および1933年証券法の規制を受けるが、前者にもとづくSECへのファンド登録届出書の様式と、後者にもとづくSECへの有価証券公募の届出書の様式が一つ（FORM N1-A）にまとめられている。FORM N1-AはパートA、B、Cで構成されており、このうちパートAの内容を投資家向け目論見書（日本の交付目論見書に相当し全購入者に交付する義務がある）に記載し、パートBの内容を追加情報書（Statement of Additional Information, 略称SAI = 日本の請求目論見書に相当し投資家から請求があった場合に交付する）に記載することとされていた。

しかし、FORM N1-AのパートAをすべて記載した目論見書は数十ページになるため「投資家は読まない、紙の無駄だ」との批判が多かった。そこで、SECは07年11月に投信目論見書の抜本的改革を提案し、検討・修正を加えて08年11月に最終案を採択した。09年3月31日から実施された最終規則の内容は「3～4頁程度の要約目論見書を投資家に交付し、目論見書本体を投信会社のウェブサイトに掲載すれば、目論見書交付義務を満たしたと認める（ただし、投資家から請求があった場合には目論見書本体を紙で送るか、またはe-mailで送付する）というものである。要約目論見書の記載項目は6項目（右頁参照）にしぼる」ことが柱になっており。いわばインターネットの活用により投信目論見書の交付方法を大幅に合理化したといえよう。

(2) 継続開示

ファンドは、SECに対して投資家向け報告書の写しのほか、半期報告書、年次・議決権行使記録報告書、四半期・保有証券報告書を提出する。投資家にはファンドの運用状況を記載した年次および半期報告書が送付される。財務諸表中の保有証券リスト掲載にあたっては、組入れ上位50銘柄およびファンド純資産の1%を超える銘柄だけの要約表でも良く、MMFは組入れ銘柄の記載を省略しても良い（ただし、いずれも株主の請求があれば全組入れ銘柄リストを送る）とされている。

アメリカの投信ディスクロージャー制度の概要

	監督当局向けと公衆縦覧開示		投資家向け個別交付開示	
発行開示 (募集時開示)	1933年証券法	1940年投資会社法	1933年証券法	1940年投資会社法
	FORM N1-A (1940年法にもとづくファンド登録 届出書の様式と1933年法にもとづく 公募の届出書の様式を兼ねる)		要約目論見書 目論見書 SAI ^(注)	
継続開示 (運用中開示)	1934年証券取引所法	1940年投資会社法	1934年証券取引所法	1940年投資会社法
	株主向け報告書の写し 半期報告書 (FORM N-SAR) (年次) 議決権行使記録報告書 (四半期) 保有証券報告書		年次報告書 半期報告書	

(注) SAIは「追加情報書」“Statement of Additional Information”の略

〔出所〕 杉田浩治氏作成

2009年3月から実施された「要約目論見書」の記載事項

- (イ) ファンドの投資目的
- (ロ) 手数料・報酬の一覧表 (ポートフォリオ回転率を付記)
- (ハ) 投資戦略・リスク・パフォーマンス
- (ニ) 投資顧問会社・サブアドバイザー・運用担当者 (担当年数を含む)
- (ホ) 購入・売却方法, 税制
- (ヘ) 投信会社から販売会社への報酬支払いに関する記述

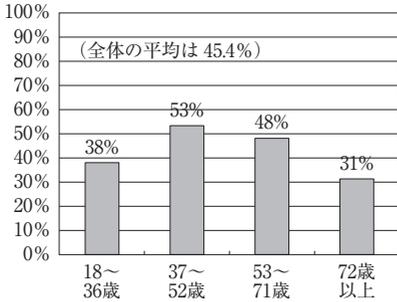
9. 保有者像 FRB（連邦準備制度理事会）の資金循環統計により、2017年末現在の投信の保有者構成を見ると次の通りである。まず、長期ファンド（株式ファンド、債券ファンド、バランスファンド）については個人54%、私的年金（401(k)を含む）が24%、金融法人11%、事業法人2%、その他合計で9%となっている。個人中心であって事金法の保有は少ないことが分かる。一方、MMFについては個人が41%、私的年金が5%、金融法人2%、事業法人16%、その他合計で36%となっているから、こちらは事業法人の余裕資金運用の対象としても活用されていることが窺える。

次に、投信の中心的保有者である個人についての状況を分析してみた。まず、投信がアメリカの個人世帯にどの程度普及しているかをICIの調査によって見ると、2017年現在で45%に達している。ちなみに、この世帯普及率は1980年に6%、1990年には25%であったから、投信保有率は過去30数年間に7倍以上に高まったことが分かる。

ICIの調査結果により個人保有者のプロフィールを種々の観点から眺めて見ると、右図の通りである。平均的数値のあるデータにより典型的投信保有者像を描くと（以下、中位数を取った）、年齢は51歳、年収100,000ドル、保有金融資産は200,000ドル、3本のファンドを持っており、その保有額は120,000ドルであった。保有者のうち53%が2000年より前に初めて投信を購入しており、63%が雇用者退職給付制度を通じて初めて投信を購入した。

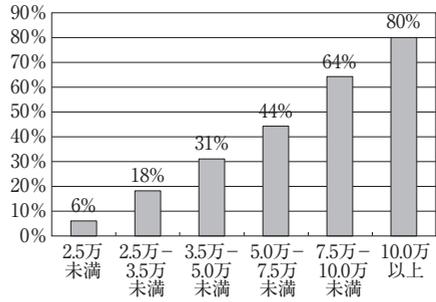
項目別に見ていくと、年齢別保有率では37～52歳の層で53%が投信を保有しており、次いで53～71歳の保有率が高い（48%）。日本では全体的に保有率が低い中で相対的に60歳以上の高齢者の保有率が高いことと比べると、アメリカでは中年層で多く保有されていると言える。その背景には401(k)など確定拠出型年金の影響があることを指摘できよう。次に投信保有者の金融資産保有額（投信をふくむ）を見ると、25万ドル以上の層が49%を占めているが、10万～25万ドル未満が20%、5万～10万ドル未満が13%、5万ドル未満の層も18%を占めており、投信は主に中堅資産家層によって保有されていると見られる。そして、投信の購入目的は「退職に備えて」が9割を超えており、購入目的は非常に明確である。

年齢別投信保有率



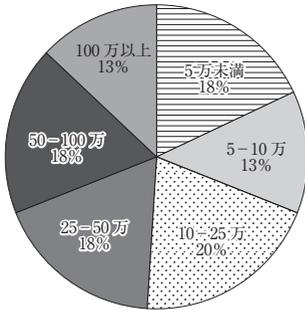
〔出所〕 ICI, 2018 Investment Company Fact Book.

世帯年収別投信保有率



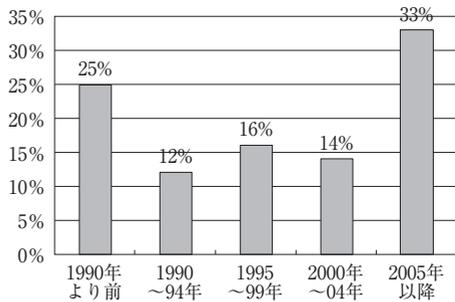
〔出所〕 ICI, 2018 Investment Company Fact Book.

投信保有者の金融資産保有額 (ドル)



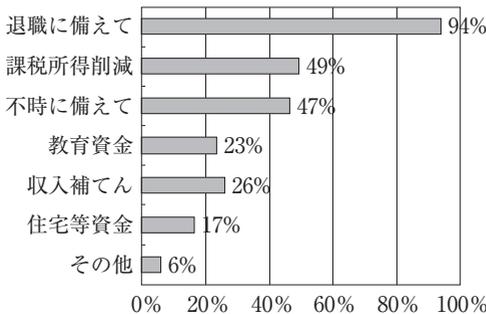
〔出所〕 ICI, Profile of Mutual Fund Shareholders, 2017

初めて投信を購入した時期



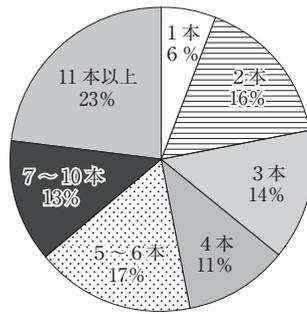
〔出所〕 ICI, Profile of Mutual Fund Shareholders, 2017

投信の購入目的



〔出所〕 ICI, Profile of Mutual Fund Shareholders, 2017
から筆者が加工計算

保有しているファンド数



〔出所〕 ICI, Profile of Mutual Fund Shareholders, 2017

10. 確定拠出 (DC) 年金と投信 確定拠出 (DC) 年金の資産が急増している。1980年代半ばに5,000億ドルであった職域型 DC 年金資産残高は2017年には7.7兆ドルへ15倍に拡大し、また IRA (個人型 DC 年金) 資産残高は同じ期間に2,400億ドル程度から9.2兆ドルへ38倍に拡大した。

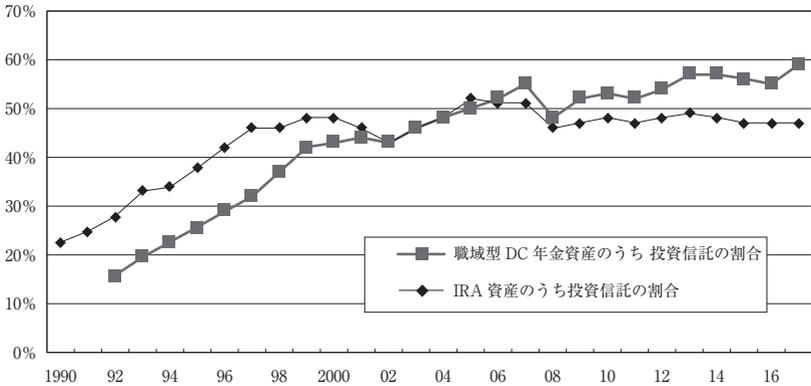
長期・分散投資を特長とする投信は、超長期で運用するこの確定拠出 (DC) 年金に適した投資対象であり、特に1990年代以降、市場シェア (DC 年金資産残高のうち投信により運用されている割合) を高めてきた。1990年から2017年にかけて、IRA 市場における投信のシェアは22%から47%へ、また職域型 DC 年金市場においては投信のシェアが1992年の16%から59%へ拡大した。

この結果、DC 年金プラン (公務員等のプランをふくむ) による投信保有額は2017年末に約8.8兆ドルに達し、米国投信全体の残高の47%を占めるに至っている。また資金の性格上「短期的にはリスクはあっても長期的には高いリターンが期待される株式投信」が利用されるケースが多いため、株式投信については特に DC 年金資金の比率が高くなっている。

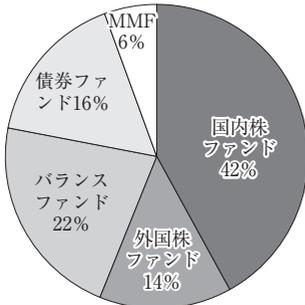
なお、企業型 DC 年金である401(k)については2006年から制度が変わった。同年に成立した年金改革法により、401(k)加入従業員の運用指示がなかった場合、「適格投資商品」(デフォルト・オプション) に投資しておけば、企業主など関係者は結果責任を問われないこととなった。そして米国労働省は2007年10月に「デフォルト・オプションをライフ・サイクル・ファンド (注参照)、バランスファンド、投資顧問による運用勘定 (SMA) の三つに限定する」規則を制定した。言い換えると適格投資商品の中に確定利付など元本安定商品を含めなかった。労働省はその理由を「401(k)プランの下での投資は長期であり、元本安定商品は長期で見た場合に三つの商品のような好リターンを生まないため、加入者が退職時に十分な資産形成を達成できない恐れがあること」などを挙げている。この制度改正は株式ファンド中心に投信にとって追い風となると業界では受け止められている。

(注: ライフ・サイクル・ファンドとは、投資家の退職予定時期別に (例えば2030年、2040年など) 数本のファンドを用意し、各ファンドの資産配分を時間の経過 (退職時期の接近) に合わせて安定化させていくファンドである。ターゲット・イヤー・ファンドなどとも呼ばれる。)

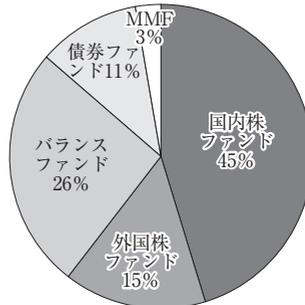
確定拠出（DC）年金資産のうち投資信託で運用されている割合



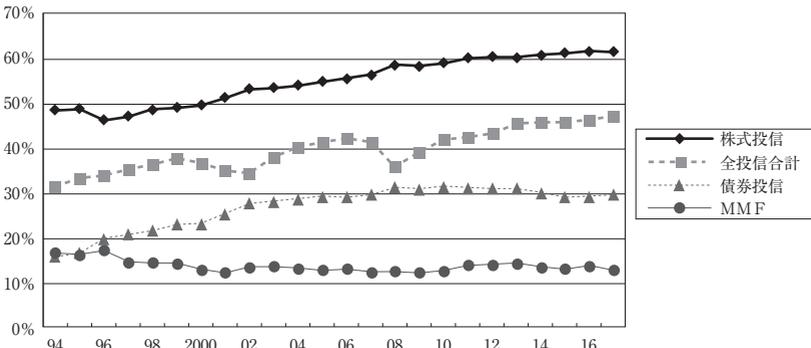
IRA 口座で保有されている投信の内訳 (2017年末)



職域型 DC 口座で保有されている投信の内訳 (2017年末)



米国投資信託残高に占める確定拠出（DC）年金資金の割合（%）



〔出所〕 このページの図表はすべて ICI, 2018 Investment Company Fact Book.

第15章 証券金融

1. 概要 証券金融とは、有価証券を担保とした信用供与の意味で使われることが多く、わが国では信用取引が一般に知られている。アメリカにおいては同様のことが主に証券業者による証拠金取引の形で行われているが、アメリカにはわが国における証券金融会社や貸借取引制度のような仕組みが存在しないため、証券業者の証拠金取引のバックファイナンスは主として銀行からの借入に依存している。

アメリカの株式市場においては、証拠金取引が1920年代後半にかけて増加したことなどを背景に過当投機の状態となり、1929年に株価大暴落を招く一因となったといわれる。こうした経験から、①過当投機による異常な株価の変動を回避すること、②投機資金を株式市場に不当に吸引しないことといった点を中心に投機資金の規制の必要性が叫ばれるようになった。

これをうけて、証拠金取引を通じた過当投機の抑制を中心に整合的に証券金融を規制したものが1934年証券取引所法（Securities Exchange Act of 1934）である。同法では第7条において「証券の購入、保有のための過度の信用利用を防止する」ため、証拠金取引規制の権限を連邦準備制度理事会（FRB）に与え、FRBはこの権限に基づき、1934年にT規則（Regulation T）、1936年にU規則（Regulation U）をそれぞれ制定した。T規則は証拠金取引対象証券の購入に際して、証券業者が証拠金勘定を通じて顧客に信用供与する量を証拠金所要率の操作により規制しているが、U規則はT規則を補完するものとして制定され、銀行が行う有価証券の購入、保有を目的とする資金の貸付についての信用供与量をT規則と同様に規制している。

さらに、1968年にG規則（Regulation G－銀行、証券業者以外の者により供与される信用についての規制）、1971年にX規則（Regulation X－信用供与を受ける者に関する規制）が制定された。このようにFRBが証券金融について規制の強化を図ったのは、証拠金規制の重要性が増したためである。

その後、これらの諸規則は累次の改正により複雑化したため、1983年に全面改正され簡素化された。また、1996年の証券市場改革法により1934年証券取引所法が改正されたことに伴い、1998年にG規則はU規則に吸収・統合された。

証拠金取引に関する法令および規則

- (1) 1934年証券取引所法
 - 第7条……証拠金要件
 - 第8条……会員，ブローカーおよびディーラーの借入に関する制限
- (2) 連邦準備制度理事会規則
 - T規則……証券業者による信用供与に関する規制
 - U規則……銀行およびその他の者（証券業者を除く）による有価証券の購入および保有資金の貸付に関する規制
 - X規則……信用供与を受ける者に関する規制
- (3) 各証券取引所独自の規則
- (4) 証券業者の内部規則

T、U、X規則の比較

事 項	T規則	U規則	X規則
制 定	1934年10月 (1937年から空売りにも適用)	1936年5月	1971年11月
全面改正年	1983年	1983年 (1998年に従来のG規則を吸収して統合)	1983年
規 制 対 象	証券業者 ・一定の基準を満たす証券業者が信用供与を受ける場合は適用除外 ^(注)	銀行およびその他の者 (証券業者を除く) ・同 左 ・証券業者がT規則適用の顧客融資のために顧客の証拠金買付担保株券を再担保として信用供与を受ける場合も適用除外	信用供与を受ける者 (主にアメリカ国外でアメリカの株式の購入、保有について信用供与を受けるアメリカ人およびその関係者)

(注) 次のいずれかの基準を満たす証券業者に対する信用供与は適用除外

- (1) 証券業者または証券業者の関係者以外の者との間で取引が行われている勘定の数が1,000以上あること。
- (2) 証券業者または証券業者の関係者以外の者との間での取引による年間総収入が1,000万ドル以上あること。
- (3) 証券業者の年間総収入の10%以上が証券業者または証券業者の関係者以外の者との間での取引により生じていること。

2. 証拠金取引 一般投資家は有価証券の買付、保有のための資金を銀行、証券業者、さらにはそれ以外の金融機関からも借り入れることができるが、その中心的なものはニューヨーク証券取引所（NYSE）の会員などの証券業者による信用供与によって行われている。

この一般投資家（顧客）が証券業者から信用供与を受けて行う売買取引が証拠金取引（margin transaction）であり、顧客が証券業者に証拠金を差し入れたうえで買付代金の一部を借り入れて買付を行うものを証拠金買付（margin buying）、売付証券を借り入れて売付を行う取引を空売り（short selling）という。

証拠金取引も取引所における決済は実物取引と同じであり、証券業者は決済日に買付代金を支払い、または売付証券の引渡を行わねばならない。この際、証券業者は買付を行った顧客には買付証券を担保に徴して、買付代金と証拠金との差額を貸し付け、また、売付を行った顧客には売却代金と証拠金を担保に、売付証券の貸付を行うことになる。

このようにアメリカの証拠金取引では、取引所での決済が行われた後、証券業者と顧客との間に各々貸借関係が生じることになるが、買付の場合においては、買付代金と証拠金の差額を信用供与する点でわが国の信用取引（委託保証金の差し入れを受けたうえで買付代金全額を信用供与する）とは異なる。

FINRA（米国金融業規制機構）の会員証券業者による証拠金買付けに伴う信用供与額は、1990年代はネット取引の活発化などから右肩上がりで推移したものの、2000年代初頭のネットバブル崩壊を機に残高は伸び悩んだ。その後、残高は増加に転じ、2007年末に3,552億ドルと過去最高を記録したが、2008年末には世界的な金融システム不安などから一時減少に転じた。2013年以降は堅調な株式相場を背景に過去最高残高を更新している。また、アメリカにおける上場株式時価総額（NYSE および NASDAQ の合計）に対する信用供与額の比率は2%前後であり、東京証券取引所における同比率（0.5%前後）を上回る水準となっている。

また、空売り残高（NYSE および NASDAQ の合計）は、2015年にかけて増加し、同年末には直近10年で最高となる260億株となったが、その後はやや減少傾向となっている。

証拠金取引と信用取引残高

(1) 買い残高

各年末	アメリカ				日本		
	会員の 与信残高 (A)	上場株式時価総額		(A)	信用買い 残高(D) (東証)	上場株式 時価総額(E) (東証)	(D)
		NYSE (B)	NASDAQ (C)	／ (B)+(C)			／ (E)
	億ドル	億ドル	億ドル	%	億円	十億円	%
2007	3,552	156,508	40,136	1.80	27,786	483,828	0.57
2008	2,101	92,089	22,489	1.83	10,676	283,460	0.37
2009	2,623	118,377	32,394	1.73	13,497	307,779	0.43
2010	3,136	133,940	38,893	1.81	12,501	310,451	0.40
2011	3,016	117,955	38,451	1.92	12,488	255,855	0.48
2012	3,550	140,859	45,823	1.90	11,501	300,797	0.38
2013	4,785	179,498	60,849	1.99	30,642	477,509	0.64
2014	4,957	193,514	69,791	1.88	29,620	524,899	0.56
2015	5,034	177,867	72,807	2.00	30,586	589,788	0.51
2016	5,293	195,730	77,791	1.93	20,913	579,596	0.36
2017	6,427	220,813	100,393	2.00	30,185	700,982	0.43

(注) 表中の会員とはFINRA (Financial Industry Regulatory Authority) の会員証券業者
〔出所〕 FINRA, World Federation of Exchange, 東京証券取引所

(2) 売り残高

各年末	アメリカ			日本
	空売り残高			信用売り残高 (東証)
	NYSE (F)	NASDAQ (G)	(F)+(G)	
	百万株	百万株	百万株	百万株
2007	12,742	8,112	20,854	1,308
2008	13,299	6,870	20,169	1,328
2009	12,983	6,404	19,387	1,179
2010	13,601	6,468	20,069	1,104
2011	12,774	6,794	19,568	839
2012	12,903	7,202	20,105	1,052
2013	13,418	7,579	20,997	717
2014	14,930	8,124	23,054	700
2015	17,392	8,676	26,068	704
2016	14,947	7,800	22,747	837
2017	15,168	7,839	23,007	587

〔出所〕 NYSE Web site, NASDAQ Web site, 東京証券取引所

3. 証拠金取引の条件 証拠金取引を行おうとする顧客は証拠金勘定 (margin account) を開設しなければならないが、その際、証券業者は顧客の投資能力を調査し、契約書の提出を求めることとなっている。証拠金取引に関する証券業者と顧客間の処理は、1983年までは、証拠金取引の対象証券 (margin securities) ごとに特別債券勘定 (special bond account) や特別転換社債勘定 (special convertible bond account) をはじめとした特別勘定 (special account) と、それ以外のものを1つにまとめた一般勘定 (general account) において行われていた。しかし、同年に全面改正されたT規則では特別勘定や一般勘定は一本化され、原則的には証拠金勘定で処理されることになった。

証拠金取引の対象証券は、証券取引所上場証券、NASDAQ 上場証券、非持分証券、1940年投資会社法第8条に基づいて登録されたオープン・エンド投資会社およびユニット投資信託により発行された証券、一定の基準を満たす外国株式ならびにこれらいずれかの対象証券に転換可能な債務証券である。

顧客が有価証券を売買する際に、証券業者から信用供与を受ける場合、当該顧客が証券業者にあらかじめ預託しなければならない一定金額を当初証拠金所要額 (initial margin requirements) という。

さらに、顧客は証拠金取引開始後も証拠金勘定において一定の証拠金率を維持しなければならない (maintenance margin requirements)。

証券業者の顧客に対する信用供与期間は特に定められていないので、事実上、無期限に繰延べが可能である。

証券業者が顧客から徴収する金利は、証券業者の調達コストによって個々に決まる。証拠金貸付の金利は通常、銀行等から証券業者への融資金利をベースに決められているが、同一証券業者内での顧客について、取引量などに応じて異なる金利を適用することが多い。また、売付株券の品借料は通常、無料であり、顧客は品借料を支払わない一方、差し入れている売却代金の金利は受け取ることができない。しかし、株券の需給状況あるいは金融情勢によっては、顧客は品借料を支払うこともあり、逆に品借料は無料で担保金の金利を受け取る場合もある。

なお、証拠金取引とわが国の制度信用取引との比較は右表のとおりである。

証拠金取引と制度信用取引の比較

事 項	証拠金取引（アメリカ）	制度信用取引（日本） ^(注1)
取引規制の根拠法令	1934年証券取引所法第7条、 第8条 連邦準備制度理事会制定 T. U. X規則	金融商品取引法第161条の2 金融商品取引法第161条の2 に規定する取引及びその保証 金に関する内閣府令
証拠金・保証金 担保掛目の変更権者	連邦準備制度理事会	内閣総理大臣
対 象 証 券	証券取引所上場証券、NASDAQ 上場証券、非持分証券、1940年 投資会社法第8条により登録さ れたオープン・エンド投資会社 およびユニット投資信託により 発行された証券、外国株式の一 部、ならびに上記いずれかの対 象証券に転換可能な債務証券。	内国法人の発行する株券、協 同組織金融機関の発行する優 先出資証券、投資信託受益証 券、投資証券のうち取引所 が選定したもの。証券金融会 社が融資・貸株を行うのは貸 借銘柄に限られる（その他の 銘柄は融資のみを行う）。
当 初 証 拠 金 （ ア メ リ カ ） 委 託 保 証 金 （ 日 本 ）	買付総費用（買付代金＋委託手 数料）または売付純手取金（売 付代金－委託手数料）の50%に 相当する金額。ただし、最低 2,000ドル。	約定金額の30%に相当する金 額。ただし、最低30万円。
維 持 率	25%（空売り30%）	20%
信 用 供 与 の 額	①証拠金が現金の場合は、買付 総費用から証拠金の額を差し 引いた残高 ②証拠金が有価証券の場合は、 買付総費用の額	買付代金の総額
弁 済 期 限	期限はあらかじめ設定しない で、いつでも貸借を中止できる オープン方式が一般的。	貸付の日の翌日。ただし、 6ヵ月目まで繰延べ可。
決 済 方 法	取引所取引としては普通取引で あり、3営業日目（T＋2）に 現金、現株の授受により決済。 証券業者と顧客間の貸借は、顧 客が現金または現株を提供して 弁済するか、あるいは反対売買 により決済。	取引所取引としては普通取引 であり、4営業日目（T＋ 3） ^(注2) に現金、現株の授受 により決済。 金融商品取引業者と顧客間の 貸借は、顧客が現金または現 株を提供して弁済するか、あ るいは反対売買により決済。

(注1) 日本の場合、制度信用取引のほかに一般信用取引がある。

(注2) 2019年7月より3営業日目（T＋2）に変更予定。

4. 証拠金取引の当初証拠金所要額および証拠金維持率 証拠金取引の対象証券を買付する際の当初証拠金所要額については、1934年証券取引所法第7条(a)において、当初信用供与額（買付代金と証拠金の差額）が、①当該証券の時価の55%、または、②過去36ヵ月間における当該証券の最低市場価格の100%（ただし、時価の75%を超えない額）のうちいずれか高い方の額を超過しないことと定められており、同法第7条(b)に基づき連邦準備制度理事会が別に定める当初証拠金所要額は、1974年以降時価の50%（T規則第12条、U規則第7条）となっている。

一方、空売りの際の証拠金所要額は、株式の場合、時価の150%（T規則第12条）となっている。ただし、これには空売り代金の預託が含まれており、予め時価の50%の証拠金が必要な点は買付の場合と同様である。また、90日以内に当該空売り証券と交換またはそれに転換できる証券が保有されている場合には、当該空売り証券の時価の100%となっている。

しかしながら、これらの証拠金所要額も法律上の最低レベルを示したものである。各証券取引所においては、T規則第1条(b)(2)に基づいて最低預託額を定めており、ニューヨーク証券取引所（NYSE）の場合は理事会規則第431条で2,000ドル（5営業日以内に4回以上デイトレーディングを行う投資家は25,000ドル）としている。

証拠金維持率については、NYSEにおいては、買付の場合、証券の時価の25%以上を、空売りの場合、①1株5ドル未満の株式については1株につき2.5ドルまたは時価の100%のうちいずれか大きい額、②1株5ドル以上の株式については1株につき5ドルまたは時価の30%のうちいずれか大きい額を、それぞれ維持することとしている。証拠金取引により買付した証券が値下がりまたは空売りした証券が値上がりし、維持率を下回った場合には、顧客は追加の資金または証券を預け入れる必要があり、維持率を回復できないときは、証券業者は顧客の勘定内の証券を売却または証拠金により空売りした証券を買戻し、取引を清算することができる。

なお、各証券業者において、T規則や証券取引所の定めを上回る所要額や維持率を独自に設定することも可能である。

当初証拠金所要率の推移
(T, U, X規則)

(単位：%)

変 更 日	株 式	転換社債	空売り T規則のみ
1934 10. 1	25~45	n/a	*
1936 2. 1	25~55	n/a	*
	4. 1	n/a	*
1937 11. 1	40	n/a	50
1945 2. 5	50	n/a	50
	7. 5	n/a	75
1946 1.21	100	n/a	100
1947 2. 1	75	n/a	75
1949 3. 3	50	n/a	50
1951 1.17	75	n/a	75
1953 2.20	50	n/a	50
1955 1. 4	60	n/a	60
	4.23	n/a	70
1958 1.16	50	n/a	50
	8. 5	n/a	70
	10.16	n/a	90
1960 7.28	70	n/a	70
1962 7.10	50	n/a	50
1963 11. 6	70	n/a	70
1968 3.11	70	50	70
	6. 8	80	80
1970 5. 6	65	50	65
1971 12. 6	55	50	55
1972 11.24	65	50	65
1974 1. 3	50	50	50

(注) *印(1934年10月1日から1937年10月31日まで)は証券業者が慣習上要求した証拠金額によっていた時期。

[出所] FRB Annual Report

5. 証券業者の資金・株券の調達 証拠金取引の取引所決済に伴い、顧客と証券業者の間に資金または株券の貸借関係が成立することになる。まず、証券業者が顧客の証拠金買付に伴って信用供与を行う場合、その貸付資金は主として証券業者の自己保有資金、顧客の空売りによる売付証券の売却代金および銀行からの借入金であるブローカーズ・ローンなどによって賄われている。

証券業者は、信用供与額が多額にのぼるため、これらの資金源の中でも主としてブローカーズ・ローンに依存している。このブローカーズ・ローンは証券業者と銀行などとの間の直接交渉により、顧客からの受入担保証券を再担保として、コール・ローンの形で借入が行われるものである。

証券業者の銀行借入金残高をみると、1990年代後半のネット取引の活発化により残高は右肩上がりとなり、2007年末には1,144億ドルと過去最高を記録した。その後は証券業者の資本拡充や資金調達力の向上から銀行依存が低下し、2015年末は424億ドルと1997年末以来18年ぶりの水準まで落ち込んだものの、2016年末は560億ドルと増加に転じている。

一方、空売りに伴う株券の調達については、わが国における信用取引に伴う融資、貸株を業とする証券金融会社が存在しないため、証券業者自身が行わなければならない。証拠金買付の担保株券を貸付に充当することができるほか、預かり証券の貸付について同意を得ている顧客、他の証券業者、機関投資家等から借入を行っている。また、カストディアンなどのレンディング・エージェントを経由する投資信託等からの調達も増えている。なお、T規則により、他の業者から借り入れる場合、株券を調達しようとする証券業者は借入先に対して調達株券の時価相当額以上の担保を預託することが義務付けられていたが、1998年の改正により廃止された。

アメリカの貸株市場は、1970年代からコーポレートアクションやそのヘッジニーズから本格的な取引が開始されたものであり、年金基金などの機関投資家が当初から貸株取引に積極的であったことなどから、歴史、規模ともに世界最大の市場となっている。現在、貸株取引は銘柄毎の需給に応じてリターンを目指すオンデマンド方式と複数銘柄で構成したポートフォリオを一定期間運用することによりリターンを取るエクスクルーシブ方式の2種類に大別される。

証券業者の銀行借入金

(単位：百万ドル)

各 年 末	借 入 残 高
2007	114,419
2008	43,244
2009	73,472
2010	74,978
2011	45,046
2012	57,936
2013	67,882
2014	78,838
2015	42,422
2016	56,002
2017	n/a

〔出所〕 SEC Annual Report

空売り株券の調達

	ア メ リ カ	日 本
○証券業者の主要な借入先	証券業者 機関投資家（年金基金等） レンディング・エージェント（カストディアン等）	証券金融会社 機関投資家 レンディング・エージェント
○貸株の源泉	①証拠金勘定の担保株券 ②貸付について同意を得ている顧客からの預かり株券 ③第三者からの借入株券（主として他の証券業者、機関投資家） ④自己の所有する株券	①融資担保株券 ②証券金融会社が別途調達する株券（主として金融商品取引業者、生命・損害保険会社からの借入れ） ③第三者からの借入株券（金融機関、一般事業会社、個人投資家等） ④自己の所有する株券

6. 空売り規制 アメリカの空売り規制は1938年に証券取引委員会(SEC)が導入し、主な内容は、①下落相場で直近価格よりも低い価格での空売りを禁じる価格規制(アップティックルール)、②売り注文に際して現物売り(long)または空売り(short)の表示を行う明示義務、③空売りを行おうとする顧客が空売り注文を証券業者に出した際、証券業者は顧客が期日に受渡が可能であるという確証を持つ必要があるとされる確認義務などが付されたものであった。

その後、①の価格規制は市場の透明性や市場監視のメカニズムが向上してきたなか、不公正取引の防止策としては意義が小さく、かえって市場の機能向上を妨げているとの見方が広がり、SECは約70年後の2004年8月の規制改正(Regulation SHO)で、特定銘柄にかかる空売りの価格規制を試験的に一時停止するパイロット・プログラム(市場実験)を実施した(2005/5/2~2007/8/6)。一方で、借入証券の手当てがないまま空売りを行うネイキッドショートセルの急増に伴い、市場でのフェイル急増が懸念されたことから、空売りにかかる明示義務や確認義務については規制の強化が図られ、価格規制の適用除外となる取引にかかる空売り注文については新たに「空売り規制適用除外」(short exempt)の表示区分が設けられるなどの見直しが行われた。

上記市場実験の結果、SECはアップティックルールを撤廃しても市場への悪影響は見られないとの結論に至り、2007年7月に価格規制を撤廃した。

しかしながら、2008年のサブプライム問題を契機として規制緩和の流れは一変し、SECは世界金融不安を沈静化させるため、時限的措置として同年7月、金融機関19社の株式のネイキッドショートセルの禁止、同年9月、全銘柄のネイキッドショートセルおよび金融機関799社の株式の空売り禁止などの措置を講じた。また、同年10月、SECは機関投資家に空売りポジションの報告(Form SH)を義務付けた。

その後、SECは2009年4月に価格規制の復活を提案するリリースを公表し、2010年2月に採択(2011年2月実施)されたものが現行規制となっている。

現行規制においては、価格規制が従来のように恒常的に適用されるものではなく個別銘柄の価格が前日終値から10%以上下落した場合に発動されるサーキットブレーカー方式が採用された。価格規制が発動された銘柄は、その当日及び翌日、直近の最良(最も高い)買い気配以下での空売りが禁止される。

日米における空売り規制比較

		アメリカ	日本
価格規制	適用対象銘柄	前日の通常取引時間の終値から10%以上の株価下落があった銘柄（サーキットブレーカー方式）	基準値段（前日終値等）から10%以上株価が下落した銘柄（トリガー方式）
	価格制限	当日の残りの取引時間および翌日において、直近の最良（最も高い）買い気配値以下での空売りを禁止（代替アップティックルール）	当日の残りの取引時間および翌日において、株価上昇局面では直近公表価格未満、株価下落局面では直近公表価格以下での空売りを禁止（アップティックルール）
明示義務		証券業者は、すべての売り注文に、「long」 ^(注1) 「short」 ^(注2) 「short exempt」 ^(注2) のいずれかの表示をしなければならない。	金融商品取引業者は、自己または委託の売り注文を行うにあたって、その売り注文が「空売り」か否かを明示しなければならない。
確認義務		証券業者は、①当該証券を借りているか、善意の借株契約を締結しているか、②当該証券が受渡日に受け渡しができると信じるに合理的な根拠を有していないかぎり、空売り注文を受託または自己の勘定で空売りを行ってはならない。	金融商品取引業者は、有価証券の売り注文を受けた場合、その顧客に対して、その売り注文が「空売り」か否かを確認しなければならない。

(注1) 所有している証券の売付け

(注2) 空売り規制の適用除外取引（証券業者が注文時点で直近の最良気配値を上回っていたことを確認した場合など）

第16章 証券税制

1. 証券税制の概要 現行税制は、基本的にレーガン共和党政権による「1986年内国歳入法」に定められている。同年の改正では包括的所得税が理念的基礎とされ、税負担中立という枠組みの中で課税ベースの拡大と累進税率構造のフラット化が図られた。それに伴い、証券税制としては、個人段階の少額配当控除の廃止、キャピタル・ゲイン課税優遇の廃止、法人間の受取配当益金不算入割合の圧縮等が行われた。

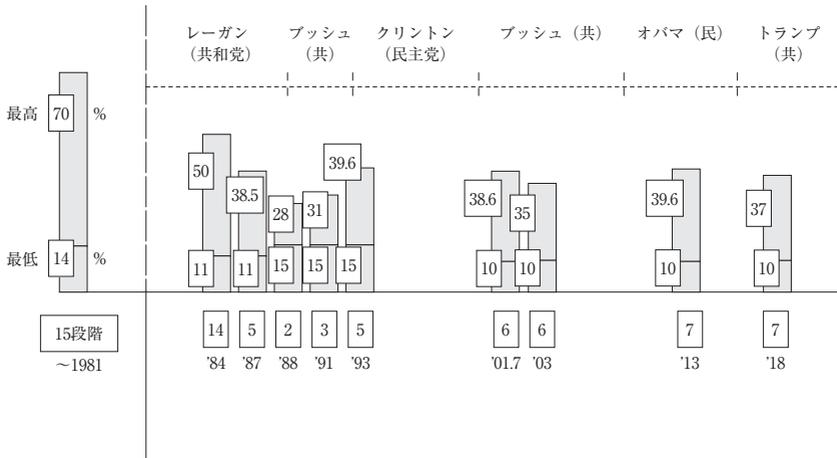
その後、ブッシュ(George H.W.Bush)政権の下で、個人所得税の最高税率が31%に引き上げられたが、長期キャピタル・ゲインの最高税率28%は据え置かれたため、これ以降、再びキャピタル・ゲインは課税上優遇されることになった。

クリントン民主党政権においても、「1993年財政調整法」のなかで個人所得税に36%、39.6%の2段階の税率が上乘せされるとともに、法人税についても、35%の最高税率が新設された。財政収支が改善の兆しを見せてきた1997年には「1997年納税者救済法」が成立し、証券税制としては、18カ月超保有した資産譲渡にかかるキャピタル・ゲイン税率の引下げ(翌98年に長期ゲインの要件は1年超に改正)、個人退職勘定(IRA)の拡充等が盛り込まれた。

2001年に大統領に就任したブッシュ(George W. Bush)は、同年6月、大型減税法を成立させた。その主たる内容は、個人所得税減税、IRA等のさらなる拡充などである。さらに、同年9月に発生した同時多発テロを背景に2002年度に財政収支が赤字に転じ、その後も景気低迷が続いたことから、2003年に政府はキャピタル・ゲインと配当に対する税率引下げを含む、新たな減税法を制定・実施することになった。こうしたブッシュ減税は期限立法であり、その適用期限は2012年末までであった。しかし、減税の失効と歳出の強制削減が重なる「財政の崖」を回避することを目的とした「2012年米国納税者救済法」が2013年1月2日に成立した。これによりブッシュ減税が一部継続される一方で、個人所得税の最高税率、長期キャピタル・ゲイン、配当に対する税率が引き上げられ、高所得者に対する課税が強化された。

また、トランプ大統領は2017年12月に個人所得税率の見直しや法人税率の引き下げを含む税制改革法を成立させている。

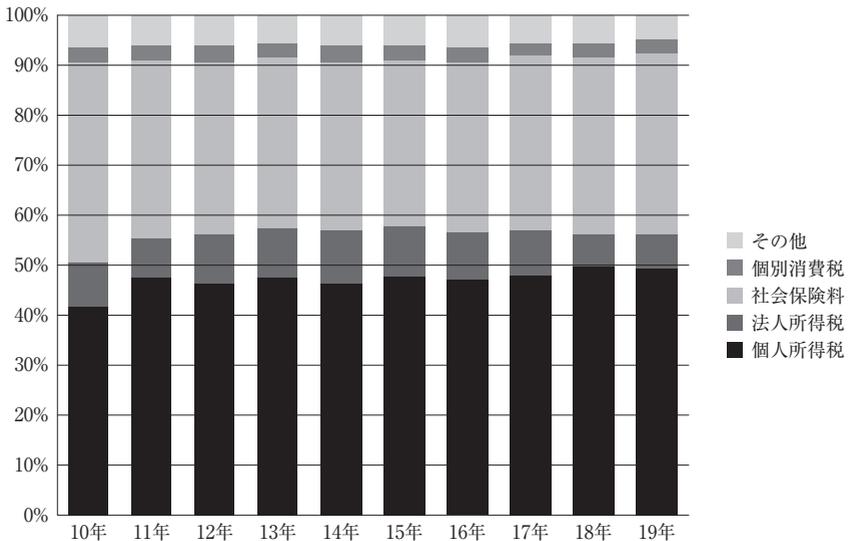
個人所得税の累進税率構造の変遷



(注) 上記に加えて、州、郡、市等の地方所得税が課される。

[出所] 財務省ホームページより作成。

税収等構成比の推移



(注) 2018年以降は推定値。

[出所] Office of Management and Budget ホームページより作成。

2. 利子所得課税 個人の利子所得には、債券利子、銀行・貯蓄貸付組合・相互貯蓄銀行・信用組合等の金融機関の預金利子等が含まれる。利子所得に対しては、総所得から除外される州・地方債および教育貯蓄債券の受取利子を除き、次節以下で述べる配当所得やキャピタル・ゲイン等、他の所得と合算のうえ総合課税される。こうした納税者の申告による総合課税制度を有効に機能させるために、社会保障番号（Social Security Number：SSN）による納税者番号制度が1962年に導入されている。

利子（配当）所得に対する源泉徴収は、アメリカでは伝統的に行われていない。82年のレーガン政権の下で、増税策の一環として「課税の公正と財政責任のための1982年法（Tax Equity and Fiscal Responsibility Act of 1982, 通称TEFRA）」により、83年7月1日以降、利子（配当）に対して10%の税率により源泉徴収を行うこととされたことがあったものの、金融界を中心とした強い反対があり、同法は実施されないまま撤回されたという経緯がある。しかし、84年1月から、利子（配当）の受領者が支払い者に納税者番号を告知しなかった場合等にバックアップ源泉税（Back-up Withholding Tax）が徴収される。その税率は導入時の84年時点では20%であったが、18年現在24%である。

また、ゼロ・クーポン債やストリップ債など割引債の償還差益も利子所得として扱われるが、その売却益はキャピタル・ゲインとして課税される。割引債に対する課税に関しては、発行価格と満期時における表示償還価額との差額を発行差金（OID：Original Issue Discount）といい、時の経過とともに所得として認識することが求められる。

なお支払利息に関しては、私的利息は所得から控除することは認められていないが、住宅取得のための借入利息、住宅価値を担保にした借入利息、投資資金の支払い利息などは調整総所得から控除できる。

利子所得に対する税制上の優遇措置としては、伝統的な個人退職勘定（IRA）や、401(k)プランなどの確定拠出型年金に関して、拠出金の所得控除制度および積立金の運用益の給付段階までの課税繰延べ措置がある。また、1997年に導入された課税後勘定であるロスIRAでは、その収益に対して運用・給付の各段階で非課税とされる。さらに2006年からロスIRAと同様の仕組みを持つロス401(k)プランも開始された（第6、7節を参照）。

利子所得に対する課税

	個 人	法 人
課税関係 (源泉徴収)	<ul style="list-style-type: none"> 源泉徴収なし（ただし、納税者番号の告知を怠った場合等は24%の税率によりバックアップ源泉税徴収） 総合課税（割引債の途中売却益はキャピタル・ゲイン課税、償還差益は利子所得課税） 	総合課税 (税率：21%)
非課税措置等	<ul style="list-style-type: none"> 州債および地方債の受取利子 教育貯蓄債券の受取利子 	_____

利子所得課税の状況

年	課税利子		非課税利子	
	申告数	金額 (単位：千ドル)	申告数	金額 (単位：千ドル)
1999	67,218,877	175,675,236	4,801,877	52,513,007
2000	68,046,458	199,321,670	4,658,345	53,951,877
2001	67,479,816	198,177,814	4,557,381	55,582,376
2002	63,584,806	149,024,899	4,453,829	54,564,465
2003	59,459,344	127,159,692	4,524,955	53,750,230
2004	57,605,888	125,474,158	4,416,851	52,031,763
2005	59,249,357	162,432,720	4,497,973	57,693,924
2006	62,401,235	222,707,445	6,038,822	72,970,971
2007	64,505,131	268,058,182	6,321,596	79,351,341
2008	62,449,609	223,291,064	6,453,113	79,821,721
2009	57,811,427	168,001,234	6,255,546	73,574,105
2010	55,130,125	139,611,242	6,103,182	75,163,368
2011	52,067,484	120,111,673	5,988,308	72,995,406
2012	47,972,509	111,789,613	5,954,819	71,066,052
2013	44,920,763	100,648,711	5,987,263	68,099,984
2014	43,334,329	93,894,280	5,799,616	62,473,659
2015	42,636,696	95,881,223	5,827,038	61,871,455
2016	42,583,036	96,640,232	6,069,076	60,652,535

〔出所〕 IRS 資料 (SOI Bulletin Historical Table 1, Individual Income Tax Returns: Selected Income and Tax Items for Tax Years 1999-2016) より作成。

3. 配当所得課税 個人の配当所得については、以前は一定の場合に利子所得と同様にバックアップ源泉税の対象になるもの以外は、原則として支払い段階では課税が行われず、社会保障番号（Social Security Number：SSN）に基づく申告により他の所得と合算したうえで総合課税されていた。

2003年減税法（Jobs and Growth Tax Relief Reconciliation Act of 2003）では一般の配当は有価証券の長期キャピタル・ゲインと同様に時限的に通常所得よりも低い税率で課税されることになった。すなわち、中高所得者が2003年1月から2008年末までに「適格配当所得（qualified dividend income）」を受け取った場合、当該所得に対して15%の税率が適用されることになった。同様に、低所得者が適格配当所得を2003年1月から2007年末までに受け取った場合は税率が5%となり、2008年中の配当については非課税となることになった。この0%と15%の税率は、2005年増税防止及び調整法（Tax Increase Prevention and Reconciliation Act of 2005）、及び2010年減税延長法（Tax Relief, Unemployment Insurance Reauthorization, and Job Creation Act of 2010）によって最終的に2012年末まで延長された。さらに、2013年1月2日に成立した2012年米国納税者救済法（American Taxpayer Relief Act of 2012）により、この措置は継続されるとともに高所得者に対しては、新たに20%の税率が適用されることとなった。よって現在は0、15、20%の段階的課税（分離課税）が行われている。なお、配当に係る負担調整については、調整を行っていない（ただし、1986年12月31日までの受取配当金については、100ドルまで所得控除が可能であった）。

ここでいう「適格配当所得」の資格を得るには、基本的に以下の2つの条件を満たす必要がある。1つは、個人が国内課税法人、一定の条件を満たした適格外国法人、のいずれかより配当を支払われていることである。もう1つは、個人が配当の支払われる証券を、配当落ち日の60日前から数えて121日間のうち60日を超えて保有していることである。これらの要件を満たさない配当所得については、従来どおり通常所得として総合課税される。ただし、軽減税率が適用される適格配当所得は、これを通常所得として（所得税の限界税率で）課税されることを選択した場合を除き、長期キャピタル・ゲインと同様、負債利子控除の対象とはならない。

配当所得に対する課税

	個 人	法 人
課税関係	<ul style="list-style-type: none"> ・ 0, 15, 20% の段階課税（分離課税） ・ 源泉徴収なし（ただし、納税者番号の告知を怠った場合等は24%の税率によりバックアップ源泉税徴収） 	総合課税
二重課税調整措置	なし (86年以前には受取配当を \$ 100 まで所得控除可能)	内国法人間配当控除（①株式保有率が20%未満の場合は50%，②同比率が20%以上80%未満の場合は65%，③同比率が80%以上の場合は100%が、それぞれ益金不算入）

配当所得課税の状況

年	通常配当		適格配当	
	申告数	金額 (単位：千ドル)	申告数	金額 (単位：千ドル)
2002	31,409,759	103,241,332		
2003	30,475,097	115,141,232	22,449,379	80,994,736
2004	30,687,178	146,838,808	24,549,867	110,500,411
2005	31,175,376	166,482,004	25,853,686	118,980,474
2006	31,619,775	199,359,146	26,584,184	137,195,800
2007	32,006,152	237,052,127	27,145,274	155,872,285
2008	31,043,113	219,330,668	26,409,275	158,975,193
2009	29,287,816	163,458,846	25,412,544	123,570,203
2010	28,007,627	183,539,268	25,049,470	136,483,398
2011	27,762,355	194,609,806	25,154,875	142,015,345
2012	27,974,976	260,393,306	25,490,820	204,401,524
2013	27,688,374	214,972,683	25,493,503	158,069,115
2014	27,651,681	254,702,232	25,702,423	192,447,711
2015	27,607,044	260,252,720	25,755,976	203,187,788
2016	27,469,566	254,065,327	25,630,373	202,033,794

〔出所〕 IRS 資料 (SOI Bulletin Historical Table I, Individual Income Tax Returns: Selected Income and Tax Items for Tax Years 1999-2016) より作成。

4. キャピタル・ゲイン課税 1913年に恒久的な個人所得税が導入された当初はキャピタル・ゲインも通常所得として全額総合課税された（ただしロス控除は不可）が、1922年に長期ゲイン（保有期間2年超）に低率の分離課税の選択が認められて以来、キャピタル・ゲインは課税所得のなかで特例的に扱われるようになった。そうした伝統を絶ち、キャピタル・ゲインの優遇を廃止したのが、1986年のレーガン改革である。このとき、ゲインは通常所得とともに最高28%で課税され、長期ゲインと短期ゲインの差異も消滅した。しかし、1990年の最高所得税率の引上げに際して、長期ゲインに対する税率が据え置かれたことから、キャピタル・ゲインの優遇が復活することになった。

その後、1997年と1998年の改正で、1年超保有の有価証券のキャピタル・ゲインは10%、20%の2段階の課税に軽減されたが、これらの税率は、2003年減税法によってさらに10%から5%（2008年のみ0%）に、20%から15%にそれぞれ引き下げられることになった。この2段階の税率は配当と同様に、2005年増税防止及び調整法（Tax Increase Prevention and Reconciliation Act of 2005）、及び2010年減税延長法（Tax Relief, Unemployment Insurance Reauthorization, and Job Creation Act of 2010）によって最終的に2012年末まで延長された。さらに、2013年1月2日に成立した2012年米国納税者救済法（American Taxpayer Relief Act of 2012）により、この措置は継続されるとともに高所得者に対しては、新たに20%の税率が適用されることとなった。よって現在は0、15、20%の段階的課税（分離課税）が行われている。

一方、キャピタル・ロスについては、まず当該年のキャピタル・ゲインと通算し、通算しきれない場合は、年間3000ドル（夫婦合算申告）まで通常所得から控除可能である。相殺しきれないロスは、翌年以降無期限に繰越できる。

またキャピタル・ゲイン課税に関連して、5年超保有の適格小規模法人株式のゲインに対する優遇措置（2010年9月28日以降については全額課税免除）や特定小規模法人（セクション1244）株式のキャピタル・ロスを5万ドル（夫婦合算申告の場合は10万ドル）まで通常所得から控除できる制度がある。なおここで、適格小規模法人株式とは、総資産が5000万ドル以下、資産の80%以上が適格事業に使用されていることなどの要件を満たす法人が1993年8月11日以降に発行した株式のことをいう。

キャピタル・ゲインに対する課税

	個 人	法 人
課税関係	<ul style="list-style-type: none"> ・ 1年超保有の長期キャピタル・ゲインは0, 15, 20%の段階課税（分離課税） ・ 1年以下保有の短期キャピタル・ゲインは通常所得として総合課税 	総合課税
ロスの取扱い	<ul style="list-style-type: none"> ・ 他の所得から年3,000ドルまで控除可能 ・ 控除不足額は、次年度以降に繰越可能 	<ul style="list-style-type: none"> ・ キャピタル・ゲインからのみ控除可能 ・ 控除不足額は3年の繰戻しまたは5年の繰越しが可能
非課税措置等	適格小規模法人株式に対する優遇措置	

キャピタル・ゲイン課税の状況

年	ネット・キャピタル・ゲイン		ネット・キャピタル・ロス	
	申告数	金額 (単位：千ドル)	申告数	金額 (単位：千ドル)
2002	9,969,731	268,202,336	13,279,894	29,833,878
2003	9,081,384	322,973,738	12,808,303	28,952,022
2004	10,875,231	497,227,695	11,513,428	25,492,046
2005	12,017,926	685,194,041	10,022,532	22,136,901
2006	13,427,079	789,797,297	8,641,990	18,751,674
2007	14,585,572	912,182,379	7,558,240	16,508,394
2008	8,052,357	495,146,902	12,356,862	28,568,091
2009	6,007,930	263,099,445	13,531,912	31,912,136
2010	7,353,062	393,628,206	12,806,473	29,819,583
2011	8,431,955	402,566,646	11,839,934	27,307,089
2012	9,761,666	644,856,734	10,479,764	24,186,446
2013	11,530,655	504,322,768	9,008,579	20,909,110
2014	12,594,948	705,007,630	7,594,938	17,619,852
2015	11,674,771	713,598,090	8,279,783	18,646,316
2016	11,070,003	634,341,271	9,054,395	20,125,823

〔出所〕 IRS 資料 (SOI Bulletin Historical Table I, Individual Income Tax Returns: Selected Income and Tax Items for Tax Years 1999-2016) より作成。

5. 投資信託課税 ①規制投資会社 (Regulated Investment Company :

RIC) : 1940年投資会社法に基づく規制投資会社については、各年度の課税所得の90%以上を受益者(株主)に対して分配しなければならず、その分配額は損金に算入することが認められ、所得税と法人税の二重課税が回避される。なお未分配の部分は通常の法人税が課税される。規制投資会社から株主に分配される課税所得は原則として、通常の配当とキャピタル・ゲイン配当に区分される。一定の要件を満たす通常の配当については、株主が適格配当所得の一部に算入することができる。また、キャピタル・ゲイン配当は長期キャピタル・ゲインとして申告することができる。

②不動産投資信託 (Real Estate Investment Trust : REIT) : 不動産投資信託は、各年度の課税所得の90%以上を株主に分配すること、信託の総所得の75%以上が不動産から生じることなどの要件を満たさなければならず、未分配部分にのみ通常の法人税が課税される。株主に分配される課税所得に対する課税に関しては、キャピタル・ゲイン配当は長期キャピタル・ゲインとして申告することができる。

③不動産担保共同出資 (Real Estate Mortgage Investment Conduits : REMIC) : 1986年改正法により導入された不動産担保共同出資は、不動産を担保とする抵当権をプールする組織体であり、それ自体は法人税の課税対象とはならず、出資者のみ課税が行われる。出資持分は通常持分(regular interests)と残余持分(residual interests)に区別されるが、税法上前者は債務として扱われる。

④金融資産証券化投資信託 (Financial Asset Securitization Investment Trust : FASIT) : 1996年小規模企業職務保護法により導入された金融資産証券化投資信託は、住宅ローン、クレジットカードの債権、自動車ローンなどの債権を証券化する法的主体であり、税法上納税主体とされない。また、対象となる資産が不動産関連ローンに限定されない点に特徴がある。金融資産証券化投資信託の通常持分は税法上債務として扱われ、その収益は発生主義に基づき課税される。

①と②は支払分配金に課税されないのでペイスルー事業体、③と④は税法上納税主体とされないのでパススルー事業体といわれる。

RIC および REIT に対する主な要件

規制投資会社 (RIC)	不動産投資信託 (REIT)
<p>①内国法人であること</p> <p>②1940年投資会社法に基づき管理会社もしくはユニット投資信託として登録されるかまたは同法に基づき事業開発会社として取り扱われること</p> <p>③コモン・トラスト・ファンドまたは類似のファンドであって、同法に基づく投資会社でなく、銀行が保有するコモン・トラスト・ファンドでないもの</p> <p>④当該課税年度の総所得の90%以上が、配当、利子、株式の売却からの収益等で構成されていること</p> <p>⑤当該課税年度の各四半期末において、全資産価値の50%以上が現金、政府証券、他の RIC 及び他の発行者の証券で表せられること</p> <p>⑥一発行者の証券または類似の事業を行う法人が支配する複数の発行者の証券に対する投資が全資産価値の25%以下であること</p> <p>⑦通常の所得と免税利子の合計額の90%以上を株主に分配すること</p> <p>⑧選択年度に様式1120-RICによる申告を行うことにより RIC として取り扱われることを選択すること</p>	<p>①組織が、REITの規定を除き、内国法人として課税される原因となるすべての属性を備えていること</p> <p>②課税年度の課税所得の90%以上をその株主に分配すること</p> <p>③選択の第一課税年度に様式1120-REITによる申告を行い、REITとして取り扱われることを選択すること</p> <p>④信託の総所得の75%以上が不動産から得られること</p> <p>⑤信託の総所得の95%以上が配当、利子、不動産賃貸料、株式の売却からの収益等で構成されていること</p> <p>⑥課税年度の各四半期末における資産価値の75%以上が現金、不動産、または政府証券で構成されていること</p> <p>⑦課税年度の各四半期末に、75%基準に規定するもの以外の証券が信託資産の価値の25%以下であること及び一発行者の証券が信託の全資産価値の5%または発行者の議決権のある証券の10%を超えないこと</p>

REMIC および FASIT に対する主な要件

不動産担保共同出資 (REMIC)	金融資産証券化投資信託 (FASIT)
<p>① REMIC として扱われることを選択すること</p> <p>②全ての持分が通常持分か残余持分で構成されること</p> <p>③残余持分が一種類であること</p> <p>④設立日より3ヶ月目の末日及びその後の各四半期末に全資産が適格モーゲージと認められる投資からなること</p> <p>⑤課税年度が暦年であること</p>	<p>① FASIT として扱われることを選択すること</p> <p>②所有資産の全部が認められる資産であること</p> <p>③内国銀行またはC法人が単一の所有持分を有すること</p> <p>④規制投資会社とならないこと</p>

〔出所〕 *Internal Revenue Code*, 本庄 資『アメリカ法人税法講義』税務経理協会, 2006年より作成。

6. 税制上の優遇措置(1)——IRAを中心として 勤労者の退職貯蓄に対する税制上の優遇は、1942年歳入法による適格退職年金拠出の非課税措置にまで遡る。税制面での恩典から、それ以降企業年金資産残高は急速に拡大するが、なお勤労者全体の半分しか企業年金に加入できない状況が続いていた。そうした背景から、個人退職勘定(IRA)は、1974年の従業員退職所得保障法(ERISA)に基づき、雇用主が提供する適格退職年金に加入できない勤労者を対象に創設された。IRAへの拠出は一定額まで所得控除が認められ、かつ引出し時までその運用収益に対する課税が繰り延べられる。また、適格確定拠出型年金の加入者が退職した場合、その積立金を一定期間IRAに移管することも可能であり、そうした離転職等の際に他の企業年金の受け皿となるIRAはロールオーバーIRA(通常のIRAとは別勘定で追加拠出は不可)と呼ばれている。

当初は、IRAには従業員1人につき年間1,500ドルまでの非課税拠出が認められていたが、81年にこの限度額が2,000ドルに引き上げられ、対象者も適格年金に加入している従業員や自営業者にまで拡大された。しかし、IRAは「高所得層に利益をもたらす」との批判から、86年改正法は企業年金加入者によるIRA拠出に対して制限を加えた。このため、非課税拠出額は85年の382億ドルから改革後の87年には141億ドルと激減した。

1997年納税者救済法は、貯蓄拡大の目的から、伝統的なIRAを利用するための企業年金加入者に対する所得制限を引き上げながら、同時に新たな勘定である「ロスIRA(Roth IRA)」を創設した。ロスIRAでは、拠出が所得控除されないかわりに一定の要件を満たした将来の引出しは非課税となる。その課税拠出は、従来のIRAとの合計で年間2,000ドルまで可能とされたが、ロスIRAには企業年金非加入者に対しても所得額による利用制限が設けられた。このような貯蓄振興策は2001年のブッシュ減税法(経済成長のための減税調整法)でさらに強化され、IRA(ロスIRAを含む)への拠出限度額は2008年までに段階的に5,000ドルに引き上げられることになり、加えて50歳以上の加入者を対象とした新たなキャッチアップ拠出も導入されている。また、拠出限度額の引き上げなどは2010年までの時限措置であったが、2006年の年金保護法により恒久化された。なお、拠出限度額はインフレ調整され、2018年は5,500ドル、2019年は6,000ドルとなっている。

伝統的 IRA とロス IRA の相違点

	伝統的 IRA	ロス IRA
利用資格	・ 70.5歳未満で稼得所得を得ていること ・ 配偶者が企業年金加入者であるが、自らは企業年金に加入していない者は所得制限の下で非課税拠出可能	・ 所得制限の下で稼得所得を得ていること
控除可能性	・ 企業年金非加入者の場合、限度額まで控除可能 ・ 企業年金加入者の場合、所得制限の適用を受ける	・ 控除不可
適格給付の要件と課税状況	・ 59.5歳以降の引出しは通常所得として課税 ¹⁾ ・ 控除不可の拠出からの引出しについては元本部分が非課税	・ 口座開設から5年以上経過し、かつ59.5歳以降の引出しは非課税 ²⁾
必要最低給付(引出し)	・ 70.5歳に達した後の4月1日までに引出しを開始する必要あり	・ 70.5歳以降も引出しを開始する必要なし ・ 死亡後は引出す必要あり

- (注) 1) 59.5歳未満での引出しに対しては、通常の所得税および10%のペナルティ税がかかる。
2) 59.5歳未満での引出しに対しては、引出額のうち収益部分に対して通常の所得税および10%のペナルティ税がかかる。

IRA (ロス IRA を含む) の拠出限度額と伝統的 IRA 拠出のための所得制限 (単位: ドル)

	通常の IRA 拠出限度額	キャッチアップ拠出額	伝統的 IRA 拠出の所得制限
2006年	4,000	1,000	75,000～85,000
2007年	↓	↓	83,000～103,000
2008年	5,000	↓	85,000～105,000
2009年	↓	↓	89,000～109,000
2010年	↓	↓	89,000～109,000
2011年	↓	↓	90,000～110,000
2012年	↓	↓	92,000～112,000
2013年	5,500	↓	95,000～115,000
2014年	↓	↓	96,000～116,000
2015年	↓	↓	98,000～118,000
2016年	↓	↓	98,000～118,000
2017年	↓	↓	99,000～119,000
2018年	↓	↓	101,000～121,000
2019年	6,000	↓	103,000～123,000

- (注) 1) 拠出限度額については年間報酬額を超えることはできない。また、2009年以降毎年インフレ調整される。
2) 所得制限の数値は夫婦合算申告者の場合。

7. 税制上の優遇措置(2)——401(k)を中心として アメリカの年金制度は基本的に確定給付型年金(DB)と確定拠出型年金(DC)に分かれるが、後者の代表である401(k)プランは、利益分配プラン、株式賞与プラン、マネーパーチェス・プラン(ERISA以前のもの)など多くのDCプランの中で、内国歳入法401条(k)項の条件を満たすものを指す。401(k)プランが他のDCと異なるのは、従業員に課税前拠出が認められる点にある。すなわち、その正式名称が「Cash or Deferred Arrangement(現金または給付の繰延べに関する取決め)」であるように、401(k)プランでは、給与のうち一定額までは、そのまま現金で受け取るか、適格年金プランに非課税拠出するかを選択できる。そして拠出を選択すれば、将来、年金または一時金で受給する時点まで課税が繰り延べられる。しかし、伝統的IRAと同様に、59.5歳に達する前に積立金を引き出した場合は通常の所得税に加えて10%のペナルティ税が課される。また401(k)プランでも、在職中でない限り、加入者は70.5歳に達して以降、一定額以上の引出しを開始しなければならない。2001年には、拠出限度額の段階的引上げ(それまで10,500ドルだったものを2002年に11,000ドルへ、以降、毎年1,000ドルずつ引き上げ2006年には15,000ドルとし、2007年以降はインフレ調整する。)、50歳以上の加入者によるキャッチアップ拠出の新設、さらにはロスIRAと同様な「ロス401(k)」の導入(2006年以降)などの改正が行われている。

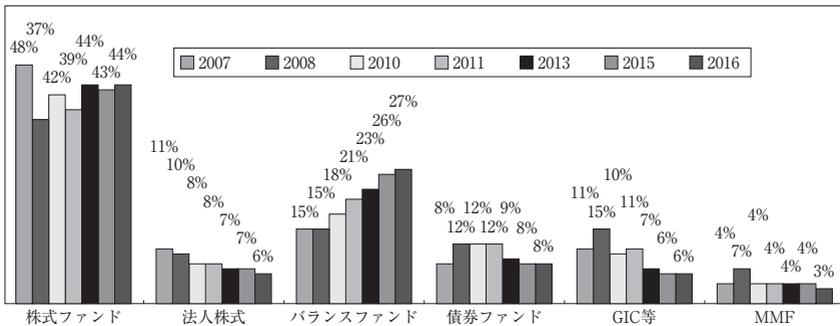
401(k)プランなどDCの主な特徴としては、DBと異なり、従業員ごとの個別口座があり、いつでも自らの積立金残高の状況を確認できること、またそのため転職時には他の企業年金やIRAへの移管が容易に行えることなどがある。一方、企業側にとっても、DCでは、DBのような複雑な年金数理計算が必要でないためにその運営管理費用が安いことや従業員に給付額を保証しないために年金債務が発生しないといった利点がある。アメリカでは80年代に景気が低迷し大企業がレイオフを進めたという社会的背景から、年金ポータビリティの確保とIRAの利用により税制上の優遇措置を継続できるという点で自助努力による老後の備えができる401(k)に対する意識が高まり、それ以降急速に普及していった。その結果、401(k)プランの資産残高は85年の1,439億ドルから2017年には5兆3,250億ドルへと膨れ上がっている。

401(k)プランの拠出限度額 (単位: ドル)

	通常の拠出限度額	キャッチアップ拠出額
2015年	18,000	6,000
2016年	18,000	6,000
2017年	18,000	6,000
2018年	18,500	6,000
2019年	19,000	6,000

(注) 拠出限度額については年間報酬額を超えることはできない。
毎年インフレ調整される。

401(k)プランの平均的資産構成(総資産に占める割合)



〔出所〕 EBRI, *Issue Brief*, No.458, 2018より作成。

年金資産残高の推移

(単位: 10億ドル)

年	IRA	DCプラン ¹⁾		私的DBプラン	州地方政府年金プラン	連邦政府年金プラン ²⁾	生命保険年金 ³⁾	合計
		総額	うち401(k)					
2008	3,681	3,558	2,203	1,979	2,468	1,037	1,263	13,987
2009	4,488	4,211	2,718	2,228	2,745	1,101	1,419	16,193
2010	5,029	4,769	3,119	2,481	2,946	1,168	1,583	17,977
2011	5,153	4,745	3,112	2,525	2,851	1,236	1,604	18,113
2012	5,785	5,255	3,495	2,709	3,168	1,276	1,735	19,928
2013	6,819	6,153	4,148	2,892	3,554	1,377	1,916	22,710
2014	7,292	6,511	4,406	3,003	3,730	1,445	1,988	23,968
2015	7,477	6,467	4,377	2,861	3,679	1,519	1,996	23,999
2016	8,080 ^e	6,930	4,741	2,935	3,819	1,603	2,062	25,429
2017	9,200 ^e	7,734	5,325	3,169	4,279	1,695	2,226	28,302

(注) 1) 403(b)プラン, 457プラン, 民間企業提供のDCプランなどを含む。

2) the civil service retirement and disability fund, the military retirement fund, the judicial retirement funds, the Railroad Retirement Board, and the foreign service retirement and disability fundによる財務省証券保有を含む。

3) 生命保険会社におけるすべての固定・変額年金積立て金から退職金制度, IRAで保有される年金を引いたもの。

4) eは推定値。

〔出所〕 Investment Company Institute, *The U.S. Retirement Market, Third Quarter 2018*, より作成。

8. 非居住者に対する課税 米国では税法上、個人を米国市民と外国人に分類する。外国人のうち米国居住者の課税対象は米国市民と同じく全世界所得である。それに対して、米国非居住者の課税対象は国内（米国）源泉所得である。課税対象の国内（米国）源泉所得は、「米国事業と関連のある所得」（Income Effectively Connected with U.S. Trade or Business）と「固定的、確定可能な定期所得」（Fixed or Determinable Annual or Periodical Income）に区分される。前者については、米国居住者と同様に課税され、申告には Form1040NR を用いる。また、後者に対しては、原則として30%の税率で源泉徴収される。源泉徴収が適切に行われていない場合や源泉徴収額に超過がある場合には Form1040NR を提出する。なお、各国との租税条約に規定された軽減税率の適用がある場合は、源泉徴収税率は軽減される。

アメリカの金融機関などから利子や配当などを受け取る非居住者が、租税条約による源泉徴収の免除や軽減税率の適用を受ける場合、FormW-8BEN（個人以外の場合は FormW-8BEN-E）を源泉徴収義務者などに提出する。非居住者が FormW-8BEN を提出しなかった場合はバックアップ源泉税がかかる。また、FormW-8BEN には内国歳入庁（IRS）が発行する個人納税者番号（Individual Taxpayer Identification Number：ITIN）もしくは社会保障庁（SSA）が発行する社会保障番号（Social Security Number：SSN）を記載する。ただし、申告の内容によっては記載不要となることもある。

日米間の租税条約については、新日米租税条約が2004年3月30日に日米両国の批准書の交換により発効し、同年7月1日から適用となっている。さらに2013年1月24日（米国時間）にワシントンにおいて、租税条約の一部を改正する議定書（以下、改正議定書）の署名が行われた。改正議定書では両国間の投資交流を一層促進するため、投資所得（配当及び利子）に対する源泉地国免税の対象が拡大されている。より具体的には、配当の免税要件が持株割合50%超、保有期間12カ月以上だったのが、持株割合50%以上、保有期間6カ月以上となった。また利子については、金融機関等が受益者である利子は免税、金融機関等以外が受益者である利子は原則として税率10%であったが、原則として免税となった。さらに相互協議手続に仲裁制度を導入したり、徴収共助の対象が拡大している。

非居住者の課税対象

米国事業と関連のある所得の例	固定的、確定可能な定期的所得の例
<ul style="list-style-type: none"> ・ 事業所得 ・ ビジネス目的の預金口座よりの利息収入 ・ ビジネス目的の株式よりの配当 ・ 給与 ・ コミッション ・ 米国での役務提供に対して後日受け取る退職金及び年金（給与の源泉地の決定は日数按分で、一定の経済的利益は地理的条件による） ・ ハワイの賃貸不動産の売却益 ・ 米国でビジネスに使用された資産の売却損益 	<ul style="list-style-type: none"> ・ 受取配当 ・ 受取利息 ・ 賃貸所得 ・ ロイヤリティ ・ 年金 ・ ソーシャルセキュリティベネフィット ・ パテント ・ コピーライト

〔出所〕長澤則子(2018), 『米国所得税申告 基礎Ⅰ・Ⅱ』バプフルより作成。

アメリカ合衆国との租税条約を改正する議定書のポイント

1. 源泉地国免税の拡大

投資所得（配当及び利子）に対する源泉地国免税の対象が、以下のとおり拡大されている。

	現行条約	改正条約
配当	免税要件：持株割合50%超 保有期間12ヶ月以上	免税要件：持株割合50%以上 保有期間6ヶ月以上
利子	原則：10% 金融機関等の受取利子：免税	原則：免税

2. 相互協議手続における仲裁制度の導入

条約の規定に適合しない課税に関する相互協議手続に関して、両国の税務当局間の協議により2年以内に事案が解決されない場合には、納税者からの要請に基づき、第三者から構成される仲裁委員会の決定により事案を解決することが新たに規定されている。

3. 徴収共助の拡充

相手国の租税債権の徴収を相互に支援する制度（徴収共助）は、現行条約では条約濫用の場合に対象範囲が限定されているが、改正後は滞納租税債権一般について適用されるように対象範囲が拡大されている。わが国の租税については、所得税、法人税、復興特別所得税、復興特別法人税、消費税、相続税、贈与税が対象となる。

〔出所〕財務省ホームページより作成。

第17章 証券規制

1. 連邦証券規制の概要 証券取引は、一面において人々の思惑による投機的な行動、あるいは実態のない無価値な証券発行等の詐欺的行為の誘引となる一方で「流通市場」の成立を促すが、他方で、流通市場の価格形成機能が人為的に操作される危険性、さらには企業から継続的に証券市場に開示される情報に虚偽や誤解の恐れが生じる可能性がある。もとより、各州レベルの証券規制は古くからあるが、規制態様が不統一であり、州境を越えて行われる証券発行・取引には無力であった。そこで1929年の世界大恐慌を契機として、連邦レベルでの初の統一的な証券取引規制が定められた。また、連邦証券規制は、証券市場への開示情報の信頼性確保のため、公開会社のガバナンス規制について州会社法を補完する役割も担っており、FINRA等の自主規制機関の規則、および州会社法が、モザイク的に連携して補完し合っている。連邦証券規制として最初に制定されたのは、証券の発行市場を対象とした1933年証券法である。発行市場規制では、一般投資家に対する証券発行である公募と、特定投資家に対する私募に分かれて登録・開示規制が定められている。さらに、発行された証券を保有する投資家が、相対取引・市場取引により証券を転売する場を提供する流通市場を1934年証券取引所法が規律している。米国には、証券取引所と店頭取引市場（over-the-counter）という2つの主要な流通市場があるが、証券取引所には、NYSEやNASDAQに代表される国法証券取引所（national securities exchange）がある一方で、店頭取引には、ATS（alternative trading system）と呼ばれる私設取引システム等が多数、併存している。一見すると、米国の証券市場は分断されているかにみえるが、これを非上場証券取引特権（unlisted trading privileges）および、全米市場システム（national market system NSM）が補完している。前者は、SECに登録された国法証券取引所に上場されている証券を他の全米証券取引所が審査なしに取扱うことができる制度である。米国の主要上場企業はNYSEまたはNASDAQに上場しているが、多くの取引が同制度を利用して他の取引所でも行われている。さらにNSMでは、複数の市場が提示する気配値のなかで、最良の気配値を表示する市場に注文を回送するトレード・スルー・ルールを義務付けている。

証券取引所の比較（時価総額）

（単位10億ドル）

暦年	NYSE	NASDAQ	合計
2003	11,329.0	2,844.2	14,173.1
2004	12,707.6	3,532.9	16,240.5
2005	13,310.6	3,604.0	16,914.6
2006	15,412.2	3,865.0	19,286.2
2007	15,650.8	4,013.7	19,664.5
2008	9,208.9	2,249.0	11,457.9
2009	11,837.8	3,239.5	15,077.3
2010	13,394.1	3,889.4	17,283.5
2011	11,795.6	3,845.1	15,640.7
2012	14,085.9	4,582.4	18,668.3
2013	17,949.9	6,085.0	24,034.9
2014	19,351.4	6,979.2	26,330.6
2015	17,786.8	7,280.8	25,067.5
2016	19,573.1	7,779.1	27,352.2
2017	22,081.4	10,039.3	32,120.7

〔出所〕 World Federation of Exchanges

証券取引所の比較（取引）

（100万株）（10億ドル）

暦年	NYSE		NASDAQ	
	取引株数	取引金額	取引株数	取引金額
2003	—	—	424,745	7,057
2004	—	—	453,930	8,727
2005	—	—	448,175	9,965
2006	—	—	502,486	11,676
2007	—	—	537,263	15,116
2008	—	—	580,909	15,105
2009	1,420,980	27,997	563,398	10,512
2010	1,216,841	29,564	552,466	12,811
2011	1,094,332	30,544	509,523	13,920
2012	908,892	25,664	437,352	13,373
2013	848,098	27,227	444,114	14,223
2014	847,594	31,475	492,188	17,852
2015	923,306	33,056	477,058	19,010
2016	984,312	32,510	480,484	18,015
2017	858,465	31,738	481,993	20,935

〔出所〕 SIFMA FACT BOOK 2018

2. 監督機関 米国の資本市場を規律するのは、証券取引委員会 (Securities and Exchange Commission, 以下 SEC という) である。SEC は、連邦証券諸法の運用及び執行を担う連邦の監督機関として1934年に創設され、準司法的機能を併せもつ独立の行政委員会として位置付けられている。SEC のメンバーは、大統領により任命された5名からなるが、同一の政党から3名を超えることはできず、任期は5年である。SEC は5つの主要部局と多くの支部を持つ。第1に、企業金融局 (Division of Corporation Finance) は、SEC に提出される登録文書及び報告書の全てを審査する第一次的な責任を有し、ほとんどのSEC の規則及び開示文書の様式や行政解釈の指針を提供する。第2に、市場規制局 (Division of Trading and Markets) は、証券業者及び自主規制機関等の流通市場関係者に対する監督ならびに流通市場取引を監視する。SEC は、自主規制機関であるFINRA とともに共同規制機関として、国法証券取引所やブローカー・ディーラーの規制の役割も担っている。第3に、投資管理局 (Division of Investment Management) は、1940年投資会社法、1940年投資顧問法、1935年公益企業持株会社法に基づいて、投資会社及び投資顧問に対する法執行を行う。第4の法執行局 (Division of Enforcement) は、1972年に設置され、違法の疑いのある行為の調査及びSEC に対する是正・救済措置の勧告等を行う。調査の結果、裁判所に対する差止提訴手続ないしSEC による行政手続きが必要とされた場合には、SEC が法執行局に対して必要な権限を与えるものである。第5の経済・リスク分析局 (Division of Economic and Risk Analysis) は、金融の経済的分析及び精密なデータ分析をSEC の中核的任務と統合するため2009年に設置された。この部局は、SEC の政策指針、規則制定、法執行・審査を含むすべての活動に関係する。そのほか、検査部 (Office of Compliance Inspections and Examinations) は、ブローカー・ディーラー、自主規制機関、投資会社及び投資顧問会社等を対象として立ち入り検査を行う。なお日常業務は、SEC スタッフに権限を委ねて行われる。同スタッフの多くが、ワシントン D.C. の本部に置かれているが、それ以外は全米主要都市にある11の金融センター支部に配備されている。各部局に弁護士・会計士・エコノミスト等の専門家集団をスタッフとして抱えることによって、連邦証券諸法を実効的に運用できる体制を整えている。

3. 発行市場の規制 証券法は、証券発行（売出しを含む）の規制の法的枠組みとして、登録届出書及び目論見書による情報開示制度を確立した。まず、証券法では、判例理論（Howey Test）を踏まえ、株式、債券、約束手形に加え、債務の証拠、投資契約、利益分配契約の持分証券など、一定の法的性質をもつ商品を証券として定義づけている。証券に該当すれば登録義務が発生し、民事責任等の規制対象となる。また、発行体、引受人及びディーラーは、証券を登録せずに証券の公募を行うことが禁止されている（証券法5条）。この証券法5条違反は「ガン・ジャンピング」と称され、登録届出に関する届出前、待機、効力発生後の3区分の期間について、禁止行為、可能な行為及び義務が定められている。届出前期間には、証券募集が禁止され、届出書提出後は、特定情報を含まない目論見書の使用が禁止される。また、届出書の効力発生までの間は、売付けと交付が禁止される。登録届出書の記載事項のうち目論見書には、①発行体名、設立場所、主要事業所等、②役員、引受人、10%超株主の情報等、③業務内容、資本構成、債務状況、役員報酬、重要契約、財務状況、④株式募集の手取金の予想額及びその用途、募集価格、引受人報酬・費用等を記載する。このような登録届出書情報には、取引所法の継続開示制度が提供する発行会社に関する情報開示との重複もあったため、1982年の統合開示制度により、簡便な方式の登録届出書が許容され、さらに1983年の一括登録制度（shelf registration）は、後述するS-3様式を許容された発行会社を対象に、予定発行額（2年間）の登録を条件に、発行時の情報開示を大幅に緩和した。その後、2005年の公募制度改革は証券募集・情報開示プロセスの現代化を目指し、民事責任との関係で、売主の登録届出書の情報と情報入手の適時性の双方について明確化した。現在の登録届出書の様式は、まず、米国の非報告発行体（non-reporting issuer）又は非適格報告体（unseasoned reporting issuer）には最も詳細な開示が要求されるS-1様式が適用されるが、大規模で実績ある米国の発行体である適格報告発行体（seasoned reporting issuer）には、継続開示書類の参照方式による簡易な登録届出であるS-3様式が適用される（なお、小規模会社向けの組入方式を許容するS-2様式は公募制度改革で廃止された）。もっとも、後述するJOBS法では、新興成長企業のIPOを活性化するため、一定の証券法上の登録規制を緩和している。

1933年証券法 (Securities Act of 1933)

- Sec. 1. Short Title. (法の名称)
- Sec. 2. Definitions. (定義)
- Sec. 2A. Swap Agreements. (スワップ契約)
- Sec. 3. Exempted Securities. (適用除外証券)
- Sec. 4. Exempted Transactions. (適用除外取引)
- Sec. 4A. Requirements With Respect to Certain Small Transactions. (少額取引に関する要件)
- Sec. 5. Prohibitions Relating to Interstate Commerce and the Mails. (州際通商および郵便に関する禁止事項)
- Sec. 6. Registration of Securities and Signing of Registration Statement. (証券の登録及び登録届出書への署名)
- Sec. 7. Information Required in Registration Statement. (登録届出書の記載事項)
- Sec. 8. Taking Effect of Registration Statements and Amendments Thereto. (登録届出書および訂正届出書の効力発生)
- Sec. 8A. Cease-And-Desist Proceedings. (違法な行為の停止命令に関する手続)
- Sec. 9. Court Review of Orders. (命令に対する司法審査)
- Sec. 10. Information Required in Prospectus. (目論見書の記載事項)
- Sec. 11. Civil Liabilities on Account of False Registration Statement. (登録届出書の虚偽記載に関する民事責任)
- Sec. 12. Civil Liabilities Arising in Connection With Prospectuses and Communications. (目論見書及び口頭の伝達に関する民事責任)
- Sec. 13. Limitation of Actions. (出訴期限)
- Sec. 14. Contrary Stipulations Void. (違法合意の無効性)
- Sec. 15. Liability of Controlling Persons. (支配者責任)
- Sec. 16. Additional Remedies; Limitation on Remedies. (他の救済; 救済に対する制限)
- Sec. 17. Fraudulent Interstate Transactions. (詐欺的な州際間の取引)
- Sec. 18. Exemption From State Regulation of Securities Offerings. (証券の募集・売出しに対する州の規制の適用除外)
- Sec. 19. Special Powers of Commission. (SECの有する特別な権限)
- Sec. 20. Injunctions and Prosecution of Offenses. (差止命令と犯罪の訴追手続)
- Sec. 21. Hearings by Commission. (SECにおけるヒアリング)
- Sec. 22. Jurisdiction of Offenses and Suits. (犯罪および訴訟の管轄権)
- Sec. 23. Unlawful Representations. (違法な予防)
- Sec. 24. Penalties. (罰則)
- Sec. 25. Jurisdiction of Other Government Agencies Over Securities. (証券に関する他の行政機関の管轄権)
- Sec. 26. Separability of Provisions. (規定の分離性)
- Sec. 27. Private Securities Litigation. (私人による証券訴訟)
- Sec. 27A. Application of Safe Harbor for Forward-Looking Statements. (将来指向情報に対するセーフ・ハーバー)
- Sec. 27B. Conflicts of Interest Relating to Certain Securitizations. (証券化に関する利益相反)
- Sec. 28. General Exemptive Authority. (一般的適用除外権限)

4. 証券発行規制の適用除外 一般に、証券分売時には、投資家には販売圧力がかけられる。そのため投資家を保護する証券法の規制が必要になるが、販売圧力の低い、または合理的な投資判断が可能であると典型的に考えられる場合には、費用のかかる証取法の登録・開示規制の適用免除を認めている（ただし、証券法の適用免除が認められても、詐欺禁止規定の適用除外はない）。証券法自体が定める適用除外取引には、第1に募集総額500万ドル以下の少額募集（証券法3条(b)(1)）があるが、登録自体を免除するものではない。この類型については、レギュレーションAに基づき、1-A様式による簡易な募集届出書をSECに提出することで、待機期間中は、仮募集回状（preliminary offering issuers）を利用した募集が可能となる。さらに、2012年JOBS法に基づく証券法3条(b)(2)では、中小企業の資金調達促進のため、1年間に5000万ドルまでの募集に登録義務を免除するレギュレーションA+が規定された。第2の適用除外には「発行者、引受人またはディーラー以外の者による取引」（証券法4条(a)(1)）がある。列挙された者以外の者同士の取引であれば情報格差に基づくリスクが少ないと考えたためである。第3に私募と呼ばれる「公衆に対する分売を含まない発行者による取引（証券法4条(a)(2)）」も証券法の登録・開示の適用除外をうけるが、規制の潜脱を回避するため、一定の条件で転売規制がある（Rule144）。なお、Rule144では、発行者に関する情報、2年間の保有期間、転売数量の制限、および勧誘を行わないブローカー取引またはマーケット・メーカーとの直接取引等の諸条件を課し、その範囲内で転売を許容している。第4は「専ら自衛能力ある投資家（accredited investors）に向けられた募集総額500万ドル以下等の条件を満たすもの（証券法4条(a)(5)）」である。ここでの自衛能力のある投資家には、銀行等の各種機関投資家、一定規模以上の資産を有する個人投資家が含まれる（証券法2条15号）。もっともSECは1982年にレギュレーションDを制定し、私募免除に関するRule506（募集金額の上限を設けない代わりに、購入者を自衛能力ある投資家のほか35名以内の投資判断能力ある投資家に限定するもの）、および中小規模募集に関するRule504（小規模募集）、Rule505（中規模募集）で構成されるセーフハーバー・ルールを明確化し、さらに1990年にはRule144Aの制定により、適格機関投資家間では、保有期間等のRule144の制約なく私募証券の転売を認めるなど、国際的な証券市場競争の激化のなか、機関投資家による証券取引の利便性に配慮した取組みがなされている。

私募の実績（金額および件数）

暦年	金額（10億ドル）			件数		
	負債証券	持分証券	合計	負債証券	持分証券	合計
2003	489.1	10.7	499.8	2,631	539	3,170
2004	568.3	16.7	584.9	2,727	597	3,324
2005	548.2	18.8	567.0	2,886	575	3,461
2006	515.9	17.0	532.9	2,678	726	3,404
2007	566.0	33.6	599.6	2,005	967	2,972
2008	143.8	53.1	196.9	508	855	1,363
2009	161.7	8.2	169.9	511	523	1,034
2010	147.1	27.4	174.4	546	655	1,201
2011	113.9	25.5	139.4	490	546	1,036
2012	134.1	13.5	147.6	521	347	868
2013	129.5	45.4	174.9	553	206	759
2014	130.4	7.8	138.1	492	126	618
2015	130.3	12.0	142.3	486	192	678
2016	130.3	19.2	149.5	462	248	710
2017	224.1	14.2	238.3	593	101	694

〔出所〕 SIFMA FACT BOOK 2018

5. 流通市場の規制 流通市場に対する連邦法上の主要な証券規制は、以下のように取引所法に定められている。(1) **取引所等の規制**；証券取引所は、原則としてSECに登録義務があり(取引所法5条；以下条文のみの記載は取引所法を指す)、自主規制機関として規則制定権を有するが(6条)、規則変更にはSECの承認が必要であり(19条(b), (c))、SECには、取引所、会員等に対する審査・処分権がある(19条(d), 19条(h))。(2) **登録会社の開示規制** 取引所法は、公開市場で流通する株式等の発行体にSEC登録を義務付け(12条)、また、非公開会社であっても2000人以上(適格投資家でない場合は500人以上)の株主及び1000万ドル超の資産を有する会社もSEC登録義務がある(12条(g), Rule12g-1)。もっとも、年間収益が10億ドル未満の新興成長会社(emerging growth company ; EGC)については、後述するJOBS法によりIPO規制が緩和され、取引所法にも緩和措置がある(JOBS法102条, 103条)。上記SEC登録会社は、年次報告書(annual report)、四半期報告書(quarterly report)、臨時報告書(current report)の提出による継続開示義務がある(15条(d))各報告書は、10-K様式、10-Q様式、8K様式に記載され、これらの様式に関する詳細な指示書がレギュレーションS-Kに含まれている。報告書の提出には、SECの電子システム(Electronic Data Gathering, Analysis and Retrieval ; EDGER)が用いられる(レギュレーションS-T)。こうした報告書に虚偽又は誤解を招くおそれのある記載を行った場合には民事訴追の対象となるが(18条(a))、原告は当該開示情報への信頼による買付・売付け及びその価格への影響等の因果関係などにつき重い立証責任を負うため、実際には、「信頼の存在」が推定される「市場における詐欺理論」に基づきRule10-b5による訴追を行う場合が多い。(3) **開示情報の正確性を確保する体制** これらの開示情報に虚偽等がないように上記発行体には、1977年FCPAにより内部統制構築義務が課され(13条(b)(2))、さらにSOX法では、役員には年次・四半期報告書の適正性につき証明が義務付けられ、内部統制の有効性を評価した報告書の作成が求められる(SOX法302条)。かかる内部統制報告書には監査人の監査証明を要する(SOX法404条)。以上のように、証券市場の開示情報の信頼を高めるため、取引所法も企業ガバナンスの確保を要請している。

1934年証券取引所法（抜粋）

- Sec. 2. Necessity for Regulation As Provided in This Title. (本法による規制の必要性)
- Sec. 4. Securities and Exchange Commission. (SEC；証券および取引所委員会)
- Sec. 4A. Delegation of Functions by Commission. (SECによる権限の授権)
- Sec. 5. Transactions on Unregistered Exchanges. (未登録取引所における取引)
- Sec. 6. National Securities Exchanges. (国法証券取引所)
- Sec. 7. Margin Requirements. (証拠金に関する資料)
- Sec. 8. Restrictions on Borrowing by Members, Brokers, and Dealers. (会員、ブローカー及びディーラーによる借入に関する制限)
- Sec. 9. Prohibition Against Manipulation of Security Prices. (証券価格の相場操縦の禁止)
- Sec. 10. Regulation of the Use of Manipulative and Deceptive Devices. (相場操縦的及び詐欺的策略の使用に関する規制)
- Sec. 10A. Audit Requirements. (監査要件)
- Sec. 11. Trading by Members of Exchanges, Brokers, and Dealers. (取引所の会員、ブローカー及びディーラーによる取引)
- Sec. 12. Registration Requirements for Securities. (証券の登録義務)
- Sec. 13. Periodical and Other Reports. (定期的及びそれ以外の報告)
- Sec. 14. Proxies. (委任状規制)
- Sec. 14A. Shareholder Approval of Executive Compensation. (役員報酬に対する株主による承認)
- Sec. 14B. Corporate Governance. (コーポレート・ガバナンス)
- Sec. 15. Registration and Regulation of Brokers and Dealers. (ブローカー及びディーラーの登録・規制)
- Sec. 15A. Registered Securities Associations. (登録証券業協会)
- Sec. 15D. Securities Analysts and Research Reports. (証券アナリスト及び調査報告)
- Sec. 16. Directors, Officers, and Principal Stockholders. (取締役、オフィサー及び主要株主)
- Sec. 17. Accounts and Records, Examinations of Exchanges, Members, and Others. (取引所。会員およびそれ以外の者による報告および記録、調査)
- Sec. 17A. National System for Clearance and Settlement of Securities Transactions. (証券取引の清算及び決済のためのシステム)
- Sec. 18. Liability for Misleading Statements. (誤導的言明の責任)
- Sec. 19. Registration, Responsibilities, and Oversight of Self-Regulatory Organizations. (自主規制機関の登録、責任及び監督)
- Sec. 20. Liability of Controlling Persons and Persons Who Aid and Abet Violations. (支配者及び違法行為を教唆・ほう助した者の責任)
- Sec. 20A. Liability to Contemporaneous Traders for Insider Trading. (インサイダー取引と同時に取引した者に対する責任)
- Sec. 21. Investigations; Injunctions and Prosecution of Offenses. (調査；差止命令と犯罪の訴追手続)
- Sec. 21A. Civil Penalties for Insider Trading. (インサイダー取引にかせられる民事制裁金)
- Sec. 21B. Civil Remedies in Administrative Proceedings. (行政手続における民事救済)
- Sec. 21C. Cease-And-Desist Proceedings. (違法な行為の停止命令に関する手続)
- Sec. 21D. Private Securities Litigation. (私人による証券訴訟)
- Sec. 21E. Application of Safe Harbor for Forward-Looking Statements. (将来指向情報に対するセーフ・ハーバー)
- Sec. 21F. Securities Whistleblower Incentives and Protection. (証券の公益通報者のインセンティブと保護)
- Sec. 23. Rules, Regulations, and Orders; Annual Reports. (ルール、規則および命令；年次報告書)
- Sec. 24. Public Availability of Information. (情報の公共利用可能性)
- Sec. 25. Court Review of Orders and Rules. (命令及びルールに対する司法審査)
- Sec. 31. Transaction Fees. (取引手数料)
- Sec. 32. Penalties. (罰則)
- Sec. 34. Effective Date. (効力発生日)
- Sec. 35A. Requirements for the Edgar System. (EDGAR システムの要件)
- Sec. 39. Investor Advisory Committee. (投資者助言委員会)

6. 不実表示と民事責任 (1) **不実表示とデュー・ディリジェンスの抗弁** 証券法に基づき、登録届出書又は目論見書に重要な不実記載がある場合、買い手は募集に関わった特定の者（発行体、発行体の役員、募集に参加した引受人等）に対して損害賠償を請求できる（証券法11条）。この責任は伝統的なコモンロー上の詐欺や Rule10b-5とは異なり、欺罔の意図等の立証がなくとも単に重要な不実表示等を立証すれば足りるため、厳しい民事責任となっている。もっとも、被告は、合理的な調査を尽くしたこと（デュー・ディリジェンスの抗弁）、原告が当該記述の不実を知っていたこと、又は不実表示以外の要素による株価下落への影響を証明すれば免責されるとすることで、両者のバランスが図られている。(2) **将来指向記載 (forward-looking statements)** 将来指向記載とは、業績や事業計画など将来事項に関する予測、又は意見を述べたものである。2000年代初頭の大企業による粉飾事件を踏まえ、単に過去の財務状況だけでなく、発行体の財務状況に重要な変化を与える合理的な可能性がある事項についても適正な開示が求められるようになった。しかし、仮に将来指向記載にも証券法11条責任が適用されると、企業の将来予測に関する情報開示が委縮するおそれがある。そこで、以下のようなセーフハーバー・ルールが機能している。①合理的な根拠がないもの又は善意とはいえない状況で開示されたものでない限り、将来指向記載には不実表示の責任を問わない（証券法 Rule175・証券取引所法 Rule3b-6）。②例えば株式募集の目論見書に「投資は危険なものである」等の常套句ではなく、発行体が将来指向情報に関して注意を喚起した意味のある警告文言を記載した場合には、将来指向情報への信頼は不合理なものとなり、11条責任を問わないという「注意表示の法理」が判例により示され、③1995年証券民事訴訟改革法（右図参照）により11条責任の免除規定が導入された。(3) **登録義務違反等** 証券法の開示義務を補完するため証券法5条の登録義務やガン・ジャンピング規制に違反した募集又は売付けが行われた場合、買い手は取引を無効として、支払金額等の返還を請求でき（同法12条(a)(1)）、無登録の証券募集者には無過失責任が課されている。もっとも11条違反がなくとも、重要な点で不実であるか誤解を招く恐れがある目論見書又は口頭の手段によって募集が行われた場合、デュー・ディリジェンスの抗弁が認められない限り、取引の無効を主張できる（同法12条(a)(2)）。

1995年証券民事責任訴訟改革法の主要内容

- ①**証券法27A条・証券取引所法21E条の追加** 継続開示会社である発行会社（株式公開・ブランク・チェック会社等に関する場合は除外）、その役員・取締役・従業員、発行会社から記述・陳述の検討を依頼された者（会計士・弁護士を含み、証券業者は含まれない）ならびに引受人による予測的記述・陳述が対象。予測的記述・陳述とは、損益・設備投資・配当・資本構成等の財務事項の予測、将来の事業に関する経営計画および目標、将来の業績等に係る記述・陳述を指す。予測的記述・陳述である旨明示し、かつ、予測的記述・陳述と重要な程度に異なる現実の結果を生じさせる重要な要因を特定する意味のある注意文言を付すことが必要。発行会社、その取締役・役員・従業員が行う口頭による予測的陳述に対しては、別にセーフ・ハーバー規定あり。業績予測等についてのセーフ・ハーバー規定をSEC提出書類のみならずメディアやアナリスト等に対する自発的な情報開示に対しても拡大している。
- ②**証券法27条(a)・証券取引所法21D条(a)の追加** 集団訴訟における一般原告の保護および職業的原告の禁止を趣旨として、もっとも適切な原告利益の代表者（大株主としての機関投資家を想定）が訴訟手続に参加するとともに弁護士を監督することができるように手続を整備した。
- ③**証券取引所法21D条(b)(1)の追加** 原告が詐欺と主張する記述・陳述の内容に関する訴状記載要件の加重。
- ④**証券法27条(b)・証券取引所法21D条(b)(3)(B)(C)の追加** 被告による訴え却下または略式判決の申立てが係属している間の証拠開示手続の停止。
- ⑤**証券法27条(c)・証券取引所法21D条(c)の追加** 濫訴に対する制裁として相手方の弁護士報酬を含む訴訟関連費用の敗訴者負担の原則を明定。
- ⑥**証券取引所法21D条(e)の追加** 損害賠償額に制限設定。
- ⑦**証券取引所法20条(f)の追加** 規則10b-5違反に基づく加担者に対するSECの訴追権を明定。
- ⑧**証券法11条(f)(2)・証券取引所法21D条(g)の追加** 証券訴訟において社外取締役の連帯責任を排除して比例的責任とすることを明定。
- ⑨**証券取引所法10A条の追加** 会計士のSECへの通告手続による違法行為の監視強化。

7. 不公正取引規制 (1) **Rule10b-5** 米国の証券規制のなかで、最も利用されているのは、取引所法10条(b)に基づく以下に示す詐欺防止条項 Rule10b-5であるといわれている。「何人も、直接的又は間接的に州際通商の手段を利用して以下の行為を行ってはならない。①詐欺を行うための策略、計略又は技巧を用いること、②重要な事実について不実表示をすること、又は状況に照らして、誤解を避けるために必要な重要事実の表示を省略すること、③詐欺もしくは欺罔となる又はそのおそれのある行為、慣行もしくは業務を行うこと」。このような曖昧な文言の規則ではあるが、SECは、取引所法21条に基づき Rule10b-5違反で民事訴訟を提起でき、また刑事裁判を提起するよう連邦地方検事に対して付託することもできる。もっとも、条文上には、詳細な要件は明示されておらず、判例の集積により、①重要性、②欺罔の意図、③信頼、④因果関係、⑤損害の5つの要件の立証が必要であるとする。(2) **インサイダー規制** インサイダー取引とは、証券の価値に関する重要な未公開情報を有する者による違法な取引をいう。取引所法制定当時もこの取引は非難の対象となっていたが、取引所法に直接これを規制する規定はなく、裁判所及びSECは、一般的な詐欺禁止規定を定めた Rule10b-5を利用することで対処しようとした。即ち、同規則2号によって、証券売買に関する重要な情報の虚偽表示及び開示漏れを禁じた規定をインサイダー取引に適用し、右図が示すように今日まで多くの判例の集積ある。(3) **相場操縦規制** 取引所法9条(a)は、政府証券を除く全ての証券について、①仮装取引(証券の実質移転を伴わない)、②馴合取引(買い手と売り手が意図的にほぼ同一の量・時・価格で相互に注文を出すこと)、③現実取引(他者による売付け・買付を誘引する目的で、實際上活発な取引が行われていると見せかける、又は価格を騰貴・下落させる一連の取引)、④風説の流布(誘引目的をもって、相場を操縦するために価格が騰貴・下落する効果を及ぼす情報を流布すること)、⑤誘引目的をもって、重要事項について虚偽又は誤解を招く表示、等を禁止する。なお、Dodd-Frank法改正以前は、適用対象が取引所の上場証券に限定されていたが、現在では店頭取引証券を含む証券にまで拡大されている。さらに、同法9条の適用外の相場操縦に対しても、裁判所やSECは、誘引目的の認定の必要がない Rule10b-5を積極的に適用し、証券市場における証券取引の公正性を確保しようとしている。

主要インサイダー取引事件の概要

① Cady, Roberts & Co., 40 SEC 907 (1961) .

インサイダー取引に係る証券業者に対するSECの懲戒処分事件。SECは、インサイダー情報利用の不正さ等を根拠に、公開市場における取引も規則10b-5違反となると審決した。

② SEC v. Texas Gulf Sulphur Co., 401 F. 2d 833 (2d Cir. 1968) .

重要なインサイダー情報を有する者は、それを開示するか、または開示されていない間は当該株式の取引を思いとどまるべきである、という「開示または断念」原則を確立した判例。

③ United States v. Chiarella, 445 U.S. 222 (1980) .

株式公開買付に関する書類を印刷する会社の印刷工が、公開買付公表前に当該株式を売買することで利得した事案で、連邦最高裁は、重要な未公表情報を開示することなく取引した場合でも、取引の一方当事者に対して信認義務またはこれと類似の義務を負わないかぎり、SEC規則10b-5違反を問われないと判示した。

④ Dirks v. SEC, 463 U.S. 646 (1983) .

未公表の重要情報を受領した者 (tippee) がインサイダー取引の責任を問われるのは、情報提供者 (tipper) の側に個人的利得の意思があり、その結果として発行会社に対する信認義務違反が肯定されること、および、tippeeもtipperの信認義務違反を知りまたは知りうべき理由を有していたことを必要とした。

⑤ Carpenter v. United States, 445 U.S. 19 (1987)

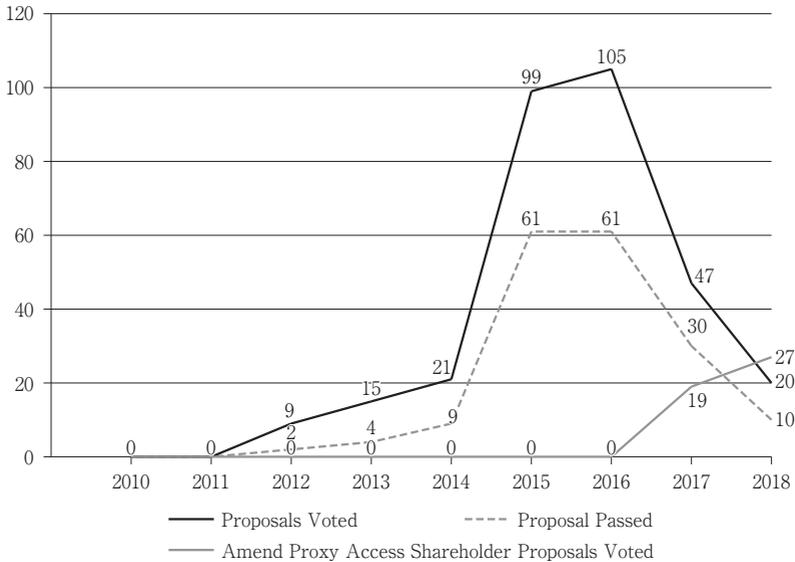
経済紙の株式欄担当者が記事に関する情報を事前に漏洩した事案で、不正流用理論に対して可否同数により最高裁の明確な判断が示されなかった。

⑥ United States v. O'Hagan, 117 S. Ct. 2199 (1997)

弁護士事務所パートナーであった者が、顧客の信託口座の金を使い込んでその穴埋め資金に窮していたところ、同事務所の顧客企業が持ち込んだ他社買収案件について同僚弁護士から情報を聞き出して、先回りして買収対象会社の株式等を売買して多額の利益を稼いだ事案。不正流用理論を否定した下級審判決を破棄し、最高裁として初めて不正流用理論支持を鮮明にした。

8. 会社支配の争奪と証券規制 取引所法は、会社支配に関わる委任状(proxy)の勧誘及び公開買付(tender offer)を、投資家に対する情報開示に係る側面を重視して規制対象としている。(1) **委任状勧誘の規制** 取引所法は、立法当初から、同法12条に基づく登録証券(継続開示会社の発行する証券)に関して、SEC規則に従った委任状勧誘を行うよう強制した(14条(a))。取引所法制定前は、大規模公開会社の所有と経営の分離を背景に、経営者による会社支配の道具として白紙委任状の勧誘が横行していたことから、この規制のためSECはレギュレーション14Aを制定し、①委任状説明書(proxy statement)等の記載事項、②委任状用紙の記載様式、③委任状説明書の届出書等に関する諸規則を定めた。なお、株主が委任状説明書に独自に取締役の推薦提案を記載するプロキシ・アクセス(proxy access)の状況は右図を参照願いたい。(2) **公開買付** 1960年代以降の米国では、公開会社の支配権取得の手段として現金を対価とする株式公開買付(cash tender offer)が行われていた。しかし、これは市場外で会社支配可能な株式を短期間に取得するものであり、株主には投資判断に必要な情報提供も熟慮期間も保証されないまま売却圧力に曝されるという問題点が指摘されていた。そこで、1968年改正(ウイリアム法)により、取引所法12条に基づく登録継続開示会社の発行する持分証券に関して、公開買付規制が導入され、その後の1970年の改正を経て、現在の規制となっている。まず、登録会社の株式を5%超実質的に保有することになった者は、10日以内に、開示項目を記載したスケジュール13D(①取得者の情報、②買付の資金源と金額、③既に所有している株式数、④当該株式についての取決め、⑤保有目的と対象会社に対する意図を記載)をSECに提出する義務がある。また、登録会社の株式を5%超取得するため公開買付をする者は、買付開始日に、スケジュール13Dの開示内容に加えて公開買付の条件等を記載したスケジュールTOをSECに提出する(14条(d))。さらに対象会社の経営者は、公開買付の申込みから10営業日以内に、公開買付に対する自らの立場を明確にしたスケジュール14D-9をSECに届け出る必要がある。これらは、投資家にとっては、公開買付に応じるか否かを判断するための情報と熟慮期間の提供という意義がある。その他、対象会社の投資家保護のために公開買付規則を詳細に規定したレギュレーション14D及び14Eがある。

プロキシ・アクセス (件数)



(注) 2018年は7月まで。

【出所】 ISS

レギュレーション14D 及び14E

- ①公開買付の申込は、少なくとも20営業日間、すべての株主が受諾可能でなければならない (Rule14d-10(a)(1), 14e-1(a))
- ②買付価格又は買付数の変更があった場合、上記の20営業日は、10日間延長される (Rule14e-1)
- ③株主は、公開買付機関中、いつでも承認を撤回できる (Rule14d-7)
- ④すべての株主は同一の価格を提示されなければならない (Rule14d-10(c))
- ⑤買付予定数よりも多くの株式が提供された場合には、比例按分で購入し、買い付けなかった株式は株主に返還しなければならない (14条(d)(6), Rule14d-8)
- ⑥公開買付期間中は、公開買付け以外の方法で株式を買付けてはならない (Rule14e-5)
- ⑦公開買付に関して、又は買付の応諾もしくは拒否に関する勧誘について、不実又は誤解を招くような表示、及び不正、詐欺的又は相場操縦的な行動をしてはならない (14条(e))

9. エンフォースメント (1) **調査権** SECは、まず証券法8条(e), 19条(c), 取引所法21条(a)に基づく調査権限がある。SECは、非公式の調査により対象者から任意の情報収集ができるが、調査の結果、公式調査命令を出して、調査に関する重要情報の保有者に召喚状を送付し、宣誓証言や書類提出を求めることができる。召還状に従わなければ、法廷侮辱罪に問われることがある。調査の終了後、違反行為があったと判断された場合、次の段階の行政手続、民事手続、刑事手続のいずれかに移行することになる。もっとも、今日まで、SECは多くの場合、被審人と和解合意を締結して、早期に問題解決を図る手法を採用している。(2) **行政手続** SECには、1964年行政手続法に基づきSECが任命した行政法判事 (administrative law judge) による裁判類似の手続である行政手続の救済が認められている。行政手続の主要な救済には、①拒否・停止命令、②取引停止、③排除措置命令 (cease-and-desist order)、④利益の吐き出し (disgorgement)、⑤役職員からの排除 (bar) がある。さらに、SECには、当初、民事制裁金 (civil penalty) を課す権限はなかったが、1984年インサイダー取引制裁法を契機に、民事裁判手続により請求することが可能となり、その後の幾度かの法改正を経てその権限が拡張され、現在は、ドッド・フランク法929P条によって、誰に対しても行政手続により請求可能となった。(3) **裁判上の救済** SECは、証券取引法違反について、連邦地方裁判所に民事訴訟を提起する権限が認められている (証券法20条(b)・取引所法21条(d))。民事裁判においてSECが裁判所に請求する主たる救済の手段は、差止命令 (injunction) であり、これには暫定的差止命令 (temporary restraining order) と仮差止命令がある (preliminary injunction)。また将来の違反につき合理的な蓋然性が立証できれば、資産凍結 (asset freeze) を含む永久差止命令 (permanent injunction) も可能である。さらにSOX法により、公開会社が内部者に「異常な支払い」をしようとしている場合には、45日間の資産凍結を請求できるようになった (取引所法21C条(c)(3))。そのほか利益の吐き出し、民事制裁金、役員の就任禁止も行政手続と同様に認められている。利益の吐き出し及び民事制裁金で得た利益は、裁判官の裁量により、被害者の救済ファンド (fair fund) に入れることができる (SOX法308条)。なお、SECは、刑事手続が妥当と判断すれば、連邦地方検事に事案を付託することもある。

近年の SEC による法執行統計

	2016		2017	
	件数	比率	件数	比率
発行体の報告／監査・会計	93	17%	95	21%
証券募集	90	16%	94	21%
投資顧問／投資会社	98	18%	82	18%
ブローカー・ディーラー	61	11%	53	12%
相場操縦	30	5%	41	9%
インサイダー取引	45	8%	41	9%
公共債不正行為	97	18%	17	4%
海外腐敗行為防止法	21	4%	13	3%
その他	9	2%	7	2%
名義書換代理人	2	0%	7	1%
NRSRO	2	0%	0	0%
合計	548		446	

〔出所〕 Division of Enforcement, Annual Report 2017

SEC による行政手続と民事手続きの相違

	行政手続	民事手続
手続開始	開始命令	連邦地裁起訴
主宰者	行政法判事	連邦裁判官
陪審	なし	あり
スピード	4～5か月	数年
証拠採用基準	緩やか	厳しい
証拠開示	限定	広範
控訴手続	SEC⇒連邦高裁	連邦高裁
和解の承認	不要	連邦裁判官の承認

〔出所〕 山本雅道〔2015〕、『アメリカ証券取引法入門』150頁

SEC による民事制裁金の執行権限の拡大

対象	インサイダー取引		インサイダー取引以外の証券取引法違反			
			規制対象業者等		非規制対象業者等	
改正年	民事	行政	民事	行政	民事	行政
1984年	○	×	×	×	×	×
1988年	○	△	×	×	×	×
1990年	○	○	○	○	○	×
2010年	○	○	○	○	○	○

(○は民事制裁金の対象であることを示す。△は行為者の支配者のみが対象)

〔出所〕 山本雅道〔2015〕、『アメリカ証券取引法入門』148頁

10. SOX 法 エンロン、ワールドコムなど米国の大規模上場企業の粉飾事件を契機に2002年制定されたSOX法は、投資家の投資判断の基礎となる財務情報の信頼性を向上させ、証券市場の公正な価格形成機能を確保するため、とくに監査・監督の強化及び監査人の独立性の確保を図るべく以下のように規定を定めた。①監査人の監督機関として設立された公開会社会計監督委員会(Public Company Accounting Oversight Board ; PCAOB)は、監査法人の登録及び検査を行い(SOX法101条)、監査の品質管理、独立性その他の基準を定め、監査規則違反の調査・処分を行う、②発行体の監査委員会は、全ての監査業務につき事前承認を行う(SOX法202条、取引所法10A条(i))、③同一の監査法人が、監査業務以外に会計管理や資産価値評価などの非監査業務を提供することを禁止する(SOX法201条、取引所法10A条(g))、④発行体に対する監査業務の主任監査者を5年毎に交代させ、監査後1年間は監査業務の担当者らは、発行体の財務責任者に就任できない(SOX法204条、206条、取引所法10A条(j), (1))。さらに、SOX法は、監査の強化のみならず、証券市場に対して公開会社が提供する企業情報の信頼性を高めるため、以下のようにコーポレート・ガバナンスの強化を要請している。①年次報告書を提出する会社は、経営者による内部統制の有効性評価、および当該評価に対する監査人の証明、内部統制に対する経営者の責任表明を年次報告書に記載しなければならない(SOX法302条、404条、Regulation S-K Item307・308)、②SEC関連業務を行う弁護士が、重大な法令違反等を発見した場合、社内の法務責任者又はCEOに報告し、対応が不十分であれば、さらに監査委員会又は取締役会に報告する義務がある(SOX法307条)、③上場会社の監査委員会は全て独立取締役により構成され、その内の最低1名は財務の専門家であるか等を開示しなければならない(SOX法407条 Regulation S-K Item407(d)(5)(ii)・(iii))。④発行体の監査委員会は、監査人の任命・監督権限をもち、会社費用で弁護士・アドバイザーを雇用できる(Rule10A-3)。⑤SEC報告会社は、倫理規程(code of ethics)の採用の有無(不採用の場合は理由も)等を開示しなければならない(SOX法406条、Regulation S-K Item406)。⑥証券不正を政府機関等または上司に通報した内部通報者の保護のため、刑事罰によって報復行為を禁止した(SOX法806条、1107条)。

SOX 法の構成とポイント

第1章 公開会社会計審査会 (Public Company Accounting Oversight Board)

①監査人の監督を目的とした自主規制機関である PCAOB の設立、② PCAOB の権限：公開会社の財務諸表を監査する監査法人の登録・検査、監査の品質管理、独立性等の基準を定立、監査規則違反の調査・処分権限、③ PCAOB の構成メンバー：5人の委員はSEC が任命、④ PCAOB 及びその規則はSEC の監督に服する。

第2章 監査人の独立性 (Auditor Independence)

①公開会社の監査法人による非監査業務の原則禁止、②監査パートナーの5年毎の交代、③監査委員会への監査人による監査報告の義務付け、④監査後1年間、監査メンバーによる発行体の財務責任者への就任禁止

第3章 会社の責任 (Corporate Responsibility)

①公開会社の監査委員会の構成と機能を上場基準とするよう要請、②財務報告に関する会社の責任、③証券不正による役員等の就業禁止と制裁、④弁護士が重要な法令違反等を発見した場合のCEO への第一次報告義務と未対応の場合の監査委員会等への第二次報告義務、⑤投資家のための公正基金の設立

第4章 財務情報開示の強化 (Enhanced Financial Disclosures)

①年次報告書の開示情報が適正である旨の経営者に対する宣誓書提出義務、②監査委員会は独立取締役で構成されること、最低一名は財務専門家であるかを開示、③上級財務担当役員の倫理規程採用についての開示要請、④経営者による内部統制の有効性評価と監査人による監査証明義務、⑤発行会社に対するリアルタイム開示の要求

第5章 証券アナリストの利益相反 (Analyst Conflicts of Interest)

証券アナリストによるリサーチ・レポートの信頼性向上のための規則策定をSEC に要請

第6章 証券取引委員会の財源および権限 (Commission Resources and Authority)**第7章 調査および報告 (Studies and Reports)****第8章 企業不正および刑事詐欺に関する責任 (Corporate and Criminal Fraud Accountability)**

①公開会社の従業員のための報復禁止、②連邦量刑ガイドラインの見直し、③民事訴訟の出訴期限の延長

第9章 ホワイトカラー犯罪の罰則強化 (White Collar Crime Penalty Enhancement)**第10章 法人税申告書 (Corporate Tax Returns)****第11章 企業不正および責任 (Corporate Fraud And Accountability)**

①SEC による発行体資産の一時凍結権限の付与、②SEC による役員等への就業禁止命令、③情報提供者に対する報復禁止違反の刑事罰

11. **ドッド・フランク法** 2010年制定の Dodd-Frank 法（以下 DF 法）は、リーマン・ショック後に金融システム危機の再発防止を最優先事項として掲げた極めて広範な内容の金融改革法である（右図参照）。以下、DF 法のうち上場会社のゲート・キーパーに関する規制及び株主議決権関連を中心に解説する。①前年の取締役報酬額と退職パッケージに対する拘束力のない勧告的議決権（say on pay）を株主に付与し（DF 法951条（以下条文のみの場合 DF 法を指す）、取引所法14A 条）、また、委任状説明書（(proxy statement)）に対するアクセス権（プロキシ・アクセス権）を株主に付与する権利を SEC に与える（971条、取引所法14条(a)）など、株主の議決権の拡大を図った。②取締役の報酬について、証券取引所上場規則に、独立取締役のみの報酬委員会を義務付けるよう要求し（952条）、さらに SEC 規則により、5年間の株価と取締役報酬の比較、及び全社員の報酬の中間値と CEO の報酬比較の開示を義務付けた（953条）。③資本金7億5000万ドル未満の SEC 登録中小企業に対しては、監査人が内部統制の監査証明をする SOX 法404条の義務を免除し、SOX 法上の義務を軽減した（989G 条）。④内部告発通報制度において、報復を受けた内部通報者による提訴権等を強化し（924条）、通報者には徴収金額10～30%を報奨金として与える新たな通報制度を作るよう SEC に要求した（922条～924条）。⑤仲介者に対する規制として、信用格付会社に対し証券募集における証券業者の義務と同様の義務を課し（932条～939条）、さらに店頭デリバティブの規制権限を SEC に付与し（701条～774条）、プライベート・ファンドの投資顧問に対して SEC 登録義務を課した（402条、403条）。⑥教唆・帮助（aiding and abetting）について SEC の法執行権を強化し（929M 条・929N 条）、かつ召還権限（subpoena power）を拡大（929E 条）した。また、国外の証券不正に対する SEC の法執行権を明確化し（929P 条）、証券不正を行った役員に対する制裁を強化し（925条）、行政手続により民事制裁金を課す権限の範囲を拡大した（929P 条）。⑦洗練された投資家の保護として、悪意性の強い違反行為を行った発行体には、レギュレーション D に基づく私募の禁止を SEC に義務付けるとともに、適格投資家に対する私募の場合でも、資産担保証券に対する追加的開示規制の整備（943条）や、⑧ブローカー・ディーラーに対する SEC の規制権限を強化した（913・921条）。

DF法の構成と主な内容

Title I	金融安定
	・金融安定監督協議会（FSOC）の創設
	・米財務省内に金融調査局（OFR）を新設
	・銀行持株会社や特定のノンバンクに対するFRBの権限を追加
Title II	整然清算の権限
	・秩序だった清算を行うための権限整備
Title III	通貨監督庁、連邦預金保険公社、連邦準備制度理事会への権限委譲
	・貯蓄金融機関監督庁（OTS）の解体と機能の移管
	・預金保険改革
Title IV	ヘッジファンドおよびその他に対するアドバイザーの規制
	・プライベート・ファンド・アドバイザーの登録と規制
Title V	保険
	・米財務省内に連邦保険局（FIO）を新設
	・州ベースの保険改革
Title VI	銀行持株会社、貯蓄組合持株会社および預金取扱金融機関の規制の改善
	・ボルカー・ルールを導入
	・大規模金融機関の集中制限
Title VII	ウォール街の透明性および説明責任
	・店頭デリバティブ規制
Title VIII	支払い、決済および清算の監督
	・支払い、清算と決済の監督強化
	・金融市場ユーティリティ（FMU）の指定と規制
Title IX	投資者保護および証券規制の改善
	・投資者保護の強化およびSECの組織改革
	・信用格付会社に対する監督の見直し
	・証券化プロセスの改善、役員報酬とガバナンス改革
	・PCAOBの機能強化
Title X	消費者金融保護局
	・FRB内に独立部署として消費者金融保護局（CFPB）を新設
Title XI	連邦準備制度規定
	・連邦準備制度の強化、透明性の向上、利益相反の排除
Title XII	メイン・ストリーム金融機関へのアクセスの改善
	・主流金融機関へのアクセス改善
Title XIII	ペイ・イット・バック法
	・返済法
Title XIV	モーゲージ改革および反略奪的貸付法
Title XV	その他の規定
Title XVI	セクション1256契約

12. JOBS法とクラウド・ファンディング JOBS法（Jumpstart Our Business Startups Act）は、2012年4月に、低迷する米国のIPO市場に刺激を与え、小規模成長企業の資金調達を活性化する目的で制定された。その内容として、第1に、新興成長企業（Emerging Growth Company；EGC）に対して、IPO後、最長5年間は負担の重い証券規制の適用外とする規制緩和の恩恵を与える入口規制（IPO On-Ramp）が置かれた。EGCとは、直前事業年度の年間総収入が10億ドル未満の発行会社を指す。EGCに対する規制緩和には、役員報酬がバナンス・開示規定の適用除外や簡便な開示、登録届出書に必要な監査済財務書類を3年分から2年分への短縮、監査法人による内部統制監査の適用除外、公開会社会計監督委員会の監査について一定の適用除外等が挙げられるが、その他の恩恵として、EGCに関する投資家の情報入手の機会を拡大（リサーチ・レポートの公表促進の措置）や、一定の機関投資家には登録届出書提出前にEGCの公募につき関心の有無を打診する事前調査を解禁し、また登録届出書の正式提出前にSECスタッフから内々にドラフトのコメントを享受できるなどの情報アクセス面での配慮が加えられている。第2に、従来の登録免除規定では十分な対応ができないクラウド・ファンディング（特定の目的を達成するための金銭出資を主にインターネットを通じて募り、多数の者から拠出された小口資金をプールして当該目的達成に当てる新しい資本形成手法）に対して、JOBS法は、以下の条件を満たす取引を登録規制の適用除外とした（証券法5条）。即ち、①年間売付総額100万ドル以下、②投資家への売付総額の制約（投資家の年収または純資産が10万ドル未満の場合には、2千ドルまたは年収・純資産5%相当額のいずれか大きい方、年収または純資産が10万ドル以上の場合には、年収・純資産の10%相当額（但し上限10万ドル）のいずれか）、③証券法4A条(a)に基づくブローカーまたはファンディング・ポータルを通じた取引、④発行会社の証券法4A条(b)の遵守等の条件を満たすことが求められる。第3に、私募の活用による資本調達等を図るため、同法では、小規模会社の少額免除取引による資本調達の拡充等のほか、私募（Rule506・Rule144A）における一般的勧誘の解禁や、私募（Rule506）に係るオンライン・プラットフォームのブローカー・ディーラー登録規制からの適用も除外し、オンラインによる資金調達を容易にしている。

JOBS法の主要ポイント	狙い及び予想される効果
<p>Regulation144A及びRegulationDの規則506の改正</p> <p>-144A私募における全ての購入者が適格機関購入者、規則506による私募における全ての購入者が適格投資家である場合、広範囲な広告及び一般勧誘を許可</p>	<p>-企業が当該私募において、新聞、インターネット、TV広告等、幅広い媒体を利用して投資家を見つけ出すことができるようになる。</p>
<p>クラウドファンディングに関する規制緩和</p> <p>-一人の投資家への売り付け額が一定の基準を満たし、且つ、12か月間に売り付けられる証券の総額が100万円以下の場合に、ファンディングポータルを通じた取引は33年法5条に基づく登録から免除される。</p>	<p>-インターネット等を通じて小規模投資家から資金調達を行う手法が普及し、ベンチャー企業の資金調達手段が拡大する可能性がある。他方、投資家保護上、問題となる取引が発生するリスクもある。</p>
<p>IPO登録申請書の提出に係る秘匿扱い制度のEGCへの適用</p> <p>-EGCはIPO登録届出書を秘匿扱いでSECに提出できる。(但し、ロードショー実施の21日前までに、同登録届出書はSECにファイルされ公開される必要がある。)</p>	<p>-EGCは、企業競争上重要な情報を市場(同業他社)に晒すことなく、IPOの申請手続きを進めることができるようになる。</p>
<p>プレファイリングマーケットの許可</p> <p>-33年証券法5条を改正し、EGCが適格機関購入者又は適格投資家である潜在的投資家と口頭又は書面で意見交換を行える。</p>	<p>-EGCは証券募集に関して潜在的投資家の関心の強さを募集実施前に判断することができるようになる。</p>
<p>リサーチレポートの公表・配布の許可</p> <p>-EGCに関するリサーチレポートをIPO前に公表することを許可する。またJOBS法は、自主規制機関に対してアナリストが投資銀行と共にEGCとの会議に参加することを禁止する規則を廃止するよう要請している。</p>	<p>-投資家銀行がリサーチレポートの公表を行えば、投資家がEGCの投資判断に際して利用できる情報量が増大する可能性がある。</p>
<p>監査済み財務諸表及びその他の財務データ報告の簡素化</p> <p>-EGCは、IPO登録届け出書に2年分の監査済財務諸表を提出すればよく、また、直近の監査期間より前の期間に係る主要財務データの記載を省略することができる。</p>	<p>-EGCは監査費用及び財務諸表の作成等に要する費用を削減することが可能。</p>
<p>SOX法404(b)条の適用除外</p> <p>-内部統制に係る経営者評価及び監査法人の認証・報告を求めるSOX法404(b)条をEGCに対して適用しない扱いとする。</p>	<p>-EGCは内部統制の経営者評価及び監査法人による認証・報告に伴う各種の諸費用を削減することができる。</p>
<p>経営者報酬に係る開示義務の一部免除</p> <p>-EGCに関して、公開企業に課されているRegulationS-KのItem402の開示内容を一部免除及びドットフランク法の報酬開示義務等(Say-on-pay等)を免除する。</p>	<p>-EGCが開示を気にすることなく、経営者等の報酬を自由に選択することが可能となり、経営の自由度が高まる。</p>
<p>策定予定の財務会計基準及び会計監査人ローテーション制度の適用免除</p> <p>-EGCは、今後策定される財務会計基準が非公開企業に適用されるまでの間、同基準を遵守する必要はない。また、会計監査人のローテーション制度等も適用免除とされる。</p>	<p>-監査費用の削減に寄与する。また、監査人のローテーションを回避することにより、会計監査人の監査義務の効率化が実現する可能性がある。</p>
<p>非公開会社に対する公開会社と同様の報告義務を課す株主数基準の緩和</p> <p>-株主名簿上の株主が2000名あるいは適格投資家でない株主数が500名になるまで、SECへの登録を免除する(銀行及び銀行持株会社は前者の基準のみが利用される。)</p>	<p>-非公開会社が従前に比べて長期に亘り公開企業に課せられる報告義務を免除され、報告に伴う費用を削減できる。EGCの場合には、プレファイリング・マーケティングの効果と相まって、公開前の株式取引が活性化される可能性がある。</p>

〔出所〕 岩井 浩一〔2012〕、「JOBS法の成立と米国IPO市場の今後の動向」、『野村資本市場クォーターリー』Autumn 129頁

図説 アメリカの証券市場 2019年版

令和元年5月31日 ©

定価(本体2,300円+税)

編集兼
発行者 公益財団法人 日本証券経済研究所
東京都中央区日本橋2-11-2
〒103-0027
電話 03(6225)2326代表
URL : <http://www.jsri.or.jp/>

印刷所 奥村印刷株式会社
東京都北区栄町1-1 〒114-0005

ISBN978-4-89032-555-9
C3033 ¥2300E



9784890325559



定価(本体2300円+税)

1923033023008

Securities Market in the USA