

証 研

レポート

No.1663

2010年12月

なぜ日本の政府債務は世界最悪になったか
～平成元年以降の財政構造分析～ 中島 将隆（1）

SEC、登録外務員（RR）に受託者責任（fiduciary duty）を適用（2）
坂下 晃（18）

農林業再生と金融機関・投資ファンド
松尾 順介（30）

フラッシュ・クラッシュ後の対応策
清水 葉子（47）

個別株主通知とは何か
福本 葵（57）

大手ネット証券を巡る最近の動向
深見 泰孝（73）

公益財団法人 **日本証券経済研究所**
大阪研究所

なぜ日本の政府債務は世界最悪になったか

～平成元年以降の財政構造分析～

中島 将隆

はじめに

ギリシャの財政危機が契機となって、主要国では財政健全化の目標が作成されている。本年6月のG20トロントサミット宣言では、「強固で持続可能かつ均衡ある成長のための枠組みをつくる」ため、先進国は二〇一三年までに少なくとも赤字を半減させ、二〇一六年までに政府債務の対GDPを安定化または低下させる財政計画を作成することにした。ところが、日本は例外扱いで、財政状態は最悪だから、日本の財政健全化目標は先延ばしにしてよろしい、ということになった。なんとも、不名誉なことである。

なぜ、日本の政府債務は世界最悪になったのだろうか。振り返ってみると、平成二年度には赤字国債依存体制を脱却し、平成三年から平成五年までの間、赤字国債発行額がゼロとなった。ところが、今年度の赤字国債発行額は約三八兆円、赤字国債発行比率は八六%、国債依存度は実に四八%である。この間、政府債務残高は急増し、今年度には国と地方を合わせた政府債務残高は八六二兆円となる。今日では、持続可能な財政制度の維持が不可能、と深刻な議論が続いている。僅か一五年余の間に、なぜ、かくも財政赤字が拡大し、政府債務残高が途方もない金額に膨れ上がったのだろうか。

急激な財政膨張と財政赤字の拡大は、通常、戦争やテロ対策、経済危機など国家が危機的状况に置かれた時に発生する。今日では冷戦体制が終了してもテロ対策や国家主権を守るため、各国は軍事費を削減することができず軍事費の膨張に悩まされている。日本の場合、軍事費の対GDPは1%であり、世界中で最低水準にある。日本は軍事費の膨張から開放されている。また、リーマンショックによって拡張的財政政策が採られたが、これは日本だけでなく各国とも共通している。むしろ日本の場合、海外と比較して財政支出は過大であったとはいえない。

日本の財政は軍事費の膨張から開放されているにもかかわらず、財政赤字は拡大を続けている。日本の政府債務が世界最悪となった原因、この原因を明らかにするには、財政構造を分析する必要がある。歳出構造と歳入構造を分析し、なぜ、財政資金を金融市場から調達することになったか、この点を解明する必要がある。以下では、一般会計に焦点を当て、平成年代における財政構造の特徴を分析していく。

1 平成元年以降にみる財政構造の特徴

図表1は、昭和五〇年以降と平成元年以降の財政構造を鳥瞰したものである。昭和五〇年以降と平成元年以降を比較すると、一般会計歳出は何れも右上がりが増加を続けている。財政規模は膨張を続け、昭和五〇年度と平成二二年度を比較すると、歳出は約五倍になっている。

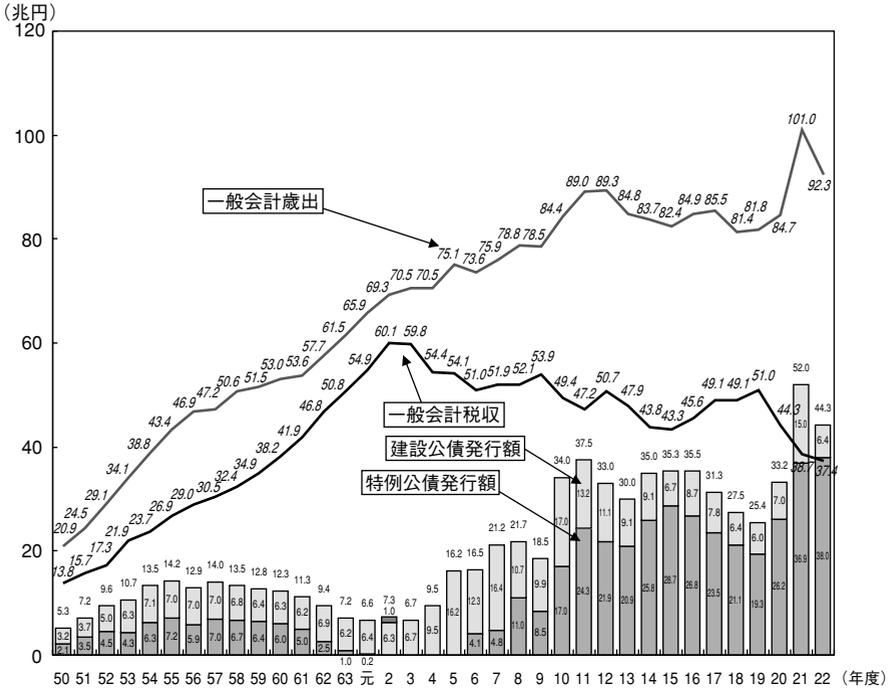
歳入構造をみると、そこに決定的な相違点を見出すことができる。まず、税收については、昭和五〇年代の税收は一貫して増加し、かつ、歳出とバラレルに増加している。ところが、平成元年以降になると、この動きは完全に逆転する。歳出は右上がりが増加するが、税收は右下がりとなり減少する。税收入が減少した原因は、ひと

つには、景気後退によるものであろう。平成一九年度の税収は五一兆円であったが、平成二二年度に三七・四兆円に激減している。とはいえ、税収入は平成元年以降、一貫して減少を続けているから、税収減の原因は、単に循環的要因によるだけでなく、構造的要因に起因することを示唆している。

国債については、昭和五〇年度以降、大量国債発行の時代となる。とはいえ、昭和五〇年代と平成時代とでは大きな相違点がある。

まず、発行額についてである。平成年代の国債発行額は昭和五〇年代の発行額と比較にならないほど巨額である。図表1でみるように、昭和五五年度の国債発行額は一四・二兆円となったが、五〇年代ではこの額を超える年度はない。ところが、平成五年度以降になると、どの年度をみても昭和五五年度のピークを大幅に上回り、平成二二年度の国債発行

図表1 平成元年以降の財政膨張の構造



(出所) 財務省「日本の財政関係資料」平成22年8月

額は五二兆円に達した。そして、新規国債発行額が税収入を大幅に上回るに至った。この状態は平成二二年度も継続している。

次に、発行される国債の種類が異なる。昭和五〇年代では建設国債が中心であり、五五年度のみ赤字国債が僅かに上回った。ところが、平成年代に入ると建設国債と赤字国債の発行額は逆転する。平成九年度から赤字国債発行額が建設国債を上回り、以後、赤字国債が圧倒的となる。平成二二年度の赤字国債発行比率は、実に八五・七％に達し、国債発行は赤字国債発行と言っても過言ではない。

以上にみてきたように、昭和五〇年代と平成年代の財政構造を比較すると、財政支出は一貫して増加している点では共通している。だが、歳入構造は決定的に異なることが明白であった。昭和五〇年代は大量国債発行の時代といわれているが、昭和五〇年代中ごろ以降、国債発行額は毎年、減額されている。ところが、平成年代では小泉内閣の時期を除いて発行額は膨張を続け、政府債務は途方もない金額に膨れ上がった。なぜ財政構造が異なるのか、その原因を突きとめるため、財政構造を歳出構造と歳入構造の二つの側面から分析していく。日本の政府債務が短期間で世界最悪となった原因は、この分析から浮かび上がってくるはずである。

2 なぜ財政支出は膨張しているか

(1) 歳出構造の変化

図表2は、一般会計歳出総額と一般歳出の主要経費の推移をみたものである。一般会計歳出総額は一貫して増加しているが、平成年代では二二年、二三年が突出している。これは政権交代とマニフェストによるもので、次節以下で検討する。図表2では平成一〇年前後の財政膨張が示されていないが、この点についても次節で補足す

る。

一般歳出とは、一般会計歳出総額から国債費と地方交付税を差し引いた財政支出である。昭和六〇年以降、歳出総額に占める一般歳出の比率は低下しているが、これは国債費が増加したことによる。一般歳出のうち、歳出の一〇%を超える主要経費項目を拾い上げてみると、まず、社会保障費が圧倒的である。社会保障費は歳出の約半分を占め、伸び率も他を圧している。次いで公共事業関

図表2 一般会計歳出予算主要経費別内訳の推移

金額：億円

	昭和30	40	50	60	平成7	15	16	17	18	19	20	21	22
一般会計歳出総額	9,915	36,581	212,888	524,996	709,871	817,891	821,109	821,829	796,860	829,088	830,613	885,480	922,992
一般歳出	8,107	29,198	158,408	325,854	445,504	475,922	476,320	472,829	463,660	469,784	472,845	517,310	534,542
社会保障関係費	1,012	5,164	39,269	95,736	139,898	189,907	197,970	203,808	205,739	211,409	217,824	248,344	272,686
文教及び科学振興費	1,173	4,757	26,401	48,409	60,777	64,712	61,330	57,235	52,671	52,743	53,122	53,104	55,860
防衛関係費	1,328	3,014	13,273	31,371	47,236	49,530	49,030	48,564	48,139	48,017	47,797	47,741	47,903
公共事業関係費	1,466	6,886	29,095	63,689	92,406	80,971	78,159	75,310	72,015	69,473	67,352	70,701	57,731
その他の事項経費	2,215	5,637	27,027	43,245	45,079	51,306	52,784	52,167	51,222	51,945	49,071	50,642	51,968

比率：%

	昭和30	40	50	60	平成7	15	16	17	18	19	20	21	22
一般会計歳出総額	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100
一般歳出	81.8	79.8	74.4	62.1	62.8	58.2	58.0	57.5	58.2	56.7	56.9	58.4	57.9
社会保障関係費	12.5	17.7	24.8	29.4	31.4	39.9	41.6	43.1	44.4	45.0	46.1	48.0	51.0
文教及び科学振興費	14.5	16.3	16.7	14.9	13.6	13.6	12.9	12.1	11.4	11.2	11.2	10.3	10.5
防衛関係費	16.4	10.3	8.4	9.6	10.6	10.4	10.3	10.3	10.4	10.2	10.1	9.2	9.0
公共事業関係費	18.1	23.6	18.4	19.5	20.7	17.0	16.4	15.9	15.5	14.8	14.2	13.7	10.8
その他の事項経費	27.3	19.3	17.1	13.3	10.1	10.8	11.1	11.0	11.0	11.1	10.4	9.8	9.7

伸び率：%

	30→40 平均 伸び率	40→50 平均 伸び率	50→60 平均 伸び率	60→70 平均 伸び率	14→15 伸び率	15→16 伸び率	16→17 伸び率	17→18 伸び率	18→19 伸び率	19→20 伸び率	20→21 伸び率	21→22 伸び率
一般会計歳出総額	13.9	19.3	9.4	3.1	0.7	0.4	0.1	▲3.0	4.0	0.2	6.6	4.2
一般歳出	13.7	18.4	7.5	3.2	0.1	0.1	▲0.7	▲1.9	1.3	0.7	9.4	3.3
社会保障関係費	17.7	22.5	9.3	3.9	3.9	4.2	2.9	0.9	2.8	3.0	14.0	9.8
文教及び科学振興費	15.0	18.7	6.3	2.3	▲3.4	▲5.2	▲6.7	▲8.0	0.1	0.7	▲0.0	5.2
防衛関係費	8.5	16.0	9.0	4.2	▲0.1	▲1.0	▲1.0	▲0.9	▲0.3	▲0.5	▲0.1	0.3
公共事業関係費	16.7	15.5	8.1	3.8	▲3.9	▲3.5	▲3.6	▲4.4	▲3.5	▲3.1	5.0	▲18.3
その他の事項経費	-	16.9	4.8	0.5	1.0	2.9	▲1.2	▲1.8	1.4	▲5.5	3.2	2.6

(注) 一般歳出＝一般会計歳出総額－国債費－地方交付税等
(出所) 財務省「財政関係基礎データ」平成22年6月より作成

係費であり、平成二二年度では歳出の約一〇%である。以前には公共事業費は膨張を続けていたが、近年になると減少している。社会保障費と公共事業関係費については、次節で更に詳しく検討する。文教および科学振興費は歳出の一〇%を占めているが、昭和年代と比較すると比率、伸び率共に激減している。もっとも平成二二年度では五%の伸び率である。

防衛費についてはどうか。図表2でみると一般歳出に占める防衛費の割合は、昭和四〇年以降、約一〇%と一定している。日本の防衛費は、昭和五二年の閣議決定で防衛費率は対GDPの一%以内と決定された(三木内閣)。昭和六二年の中曽根内閣の時、一%枠は撤廃されて総額明示方式に転換したが、防衛費が対GDP比一%を超えたことはない。総務省統計局の「世界の統計二〇〇八」によると、日本の防衛費の対GDP比は〇・九%で世界各国の中で最低水準である。ちなみに、アメリカは四%、イギリス二・九%、韓国二・七%、スイス一・八%となっている。諸外国と比較すると、日本は永世中立国のスイスよりも低く、防衛費の重圧による財政圧迫から開放されている。仮に防衛費の対GDP比が先進国並みの水準になれば、日本の財政は瞬時にして破綻を免れないだろう。

(2) なぜ社会保障関係費が増加するか

社会保障関係費は金額、比率、伸び率共に最大の支出項目であった。金額でみると、毎年、税収の如何にかかわらず、一兆円強ずつ増加している。比率、伸び率共に、平成年代には年を追って増加している。

社会保障関係費とは介護・福祉、医療、年金等の社会保障給付費のうち政府負担の財政支出である。社会保障給付金が増加するのは、過去に前例のないスピードで少子高齢化が進んでいることに起因している。日本の少子

高齢化のスピードは諸外国でも経験したことがない。社会保障給付金の財源は主として地方税、国税、社会保険料だが、問題は社会保障給付金は増加しているのに、社会保障料収入が増加していない点である。

具体的に数字をあげてみよう。昭和六〇年度、平成七年度、平成一五年度、平成二二年度を比較すると、社会保障給費は三四兆円、六一兆円、八四兆円、一〇六兆円と急増しているが、社会保障料収入は二八兆円、五一兆円、五五兆円、五九兆円であり、給付金の急増に対して保険料収入が対応していない。保険料収入の停滞は、年金制度に対する不信から年金積立金の不払いが拡大していることにもよるが、最大の原因は少子化による保険料負担人口の減少である。保険料収入が停滞しているにもかかわらず、高齢化の進展で給付費は増大せざるを得ない。この差額は地方税と国税によって負担され、この間の一般会計の負担額は、六兆円、一四兆円、一九兆円、二七兆円と飛躍的に激増することになった。

現在の社会保障制度の維持を前提にすれば、社会保障関係費は従来と同じペースで増加していく。社会保障関係費の増加は不可避といわねばならない。

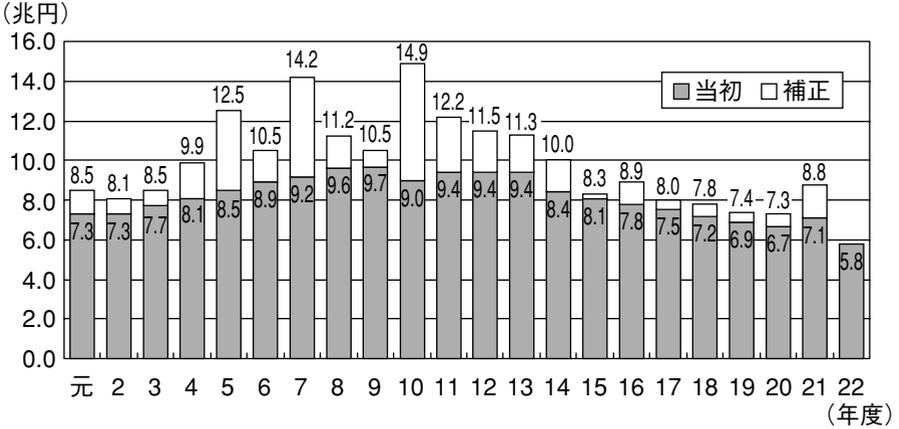
(3) 公共事業関係費は国際水準と比較すると高水準

公共事業関係費は、前掲の図表2でみたように、金額・比率・伸び率共に低下し、ことに近年は伸び率もマイナスとなっている。昭和の時代に公共事業関係費が社会保障関係費を上回る時期もあった。平成時代になると公共事業費は相対的に低下していくが、この低下は一様ではない。

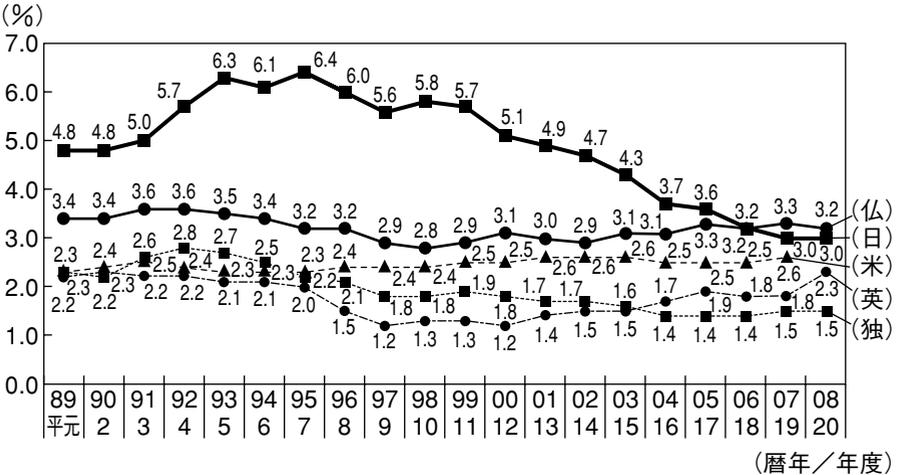
図表3は、平成時代の公共事業関係費の推移をみたものである。平成五年、七年、一〇年には当初予算を上回る補正予算が計上されている。特に、平成一〇年度の公共事業関係費は当初予算の九兆円から補正段階では一五

図表3 公共事業費の推移

公共事業関係費の推移



一般政府の総固定資本形成（対GDP比）の推移



(出典) 日本は「国民経済計算」(内閣府)(年度ベース)、諸外国は「National Accounts 2008」(OECD)(暦年ベース)
 (出所) 財務省「日本の財政関係資料」平成22年8月

兆円となった。この時期、公共事業関係費が膨張したのは連立政権による政局の不安定化とバブル崩壊の対応策によるものであったが、大型公共予算が編成され、無条件の予算要求が容認され、加えて公共事業一律三五%予算要求拡大を求めた。その結果、公共事業関係費が著しく膨張した。近年、公共事業費は縮小されてはいるが、国際水準と比較すると、なお、高水準を維持している点に留意すべきであろう。

(4) 政権交代とマニフェスト

平成二一年度、二二年度は、政権交代とマニフェストにより、一般歳出は更に膨張している。子供手当、農業の戸別所得保障、高校の実質無償化、高速道路の無料化等の新規の政策が登場したからである。政権交代によって、財政が一段と膨張を続けている。マニフェストが変更されない限り、財政膨張は新たな局面に入ったと言わざるをえない。

3 なぜ税収入は減少を続けているか

(1) 相次ぐ減税と恒久的減税

一般会計の歳入構造をみると、冒頭にみたように、税収入の減少が平成時代の大きな特徴である。税収入が減少した一つの要因として景気後退をあげることもできるだろう。しかし、経済変動の如何にかかわらず、平成時代になると税収入は一貫して減少を続けている。この点に格段の注意を払う必要がある。税収の減少要因は、単に循環要因によるものではなく、構造的要因に起因していることを強く示唆している。

図表4は、政府税制調査会で提出された減税に関する資料の転載である(石弘光『消費税の政治経済学』日本

経済新聞社 二〇〇九年 二〇二頁より引用)。平成六年以降の減税措置をみると、まず、特別減税である。個人所得に対する特別減税は平成六年、平成七年、平成一〇年に実施された。次いで、平成一一年には恒久的減税が実施された。個人所得に対しては最高税率の引き下げと定率減税である。法人に対しては、基本税率の引き下げが実施され、法人税、法人事業税が引き下げられ、実効税率は四六・三六%から四〇・八五%に引き下げられた。特別減税は単年度の減税だが、恒久的減税は次年度以降にも波及する。恒久的減税はその後の税収入減少の大きな要因となった。

(2) 累進税率のフラット化

所得税及び資産課税の累進税率も大幅に引き下げられている。所得税の税率の推移をみると、昭和六二年には住民税と合わせた最高税率は七八%であったが、平成元年には六五%、平成一一年には五〇%に引き下げられている。そして、税率の刻み数は一二、五、四と少なくなっている。刻み数が少ないことは高額所得者に有利であり、所得税率の改正は高所得者ほど有利な税率構造となっている(財務省「各種税金の資料」参照)。

資産課税率についてみると、まず、相続税の課税割合は昭和六三年の改正で七・九%から六・八%になった。更に、平成四年度の改正、平成六年度の改正、平成一五年度の改正によって、六%から四・五%へ、更に四・二%に軽減された。また、税率構造もそれぞれ二三段階から九段階、六段階となり、ここでも高額相続者に有利な税制改正が行われている(財務省「各種税金の資料」参照)。

贈与税の税率推移をみると、昭和六三年には一一・六%であったが、平成五年には九・一%、平成一四年には五・五%となった。平成一五年には相続時清算制度が導入され、清算時の課税分は平成二〇年で二%となっている

図表 4 平成 6 年以降の特別減税と恒久的減税

	個人所得課税	法人課税	消費課税	資産課税等
1994年 (平成 6 年)	<p>特別減税 ▲5.5兆円)</p> <p>税制改革</p> <p>制度減税の法定 税率構造の累進緩和 (課税最低限の引き上げ)</p>			<p>相続税の減税</p> <p>固定資産税評価の均衡化・適正化(地価公示価格の7割評価)</p>
1995年 (平成 7 年)	<p>先行減税の実施(▲3.5兆円)</p> <p>制度減税</p> <p>+特別減税 ▲2.0兆円)</p>		<p>消費税率引き上げ等の法定 消費税率の引き上げ (3%→4%) 中小特別措置縮減等 地方消費税創設(1%)</p>	
1996年 (平成 9 年)	<p>+特別減税 ▲2.0兆円)</p>		<p>消費税率引き上げ等の実施 地方消費税の実施</p>	<p>土地譲渡益課税の軽減</p> <p>負担水準の均衡化を重視した固定資産税負担の調整措置の導入</p>
1998年 (平成10年)	<p>法人税改革 (財政構造改革 法凍結)</p> <p>+特別減税(▲2.0兆円) (当初分 ▲2.0兆円) (追加分 ▲2.0兆円)</p>	<p>基本税率引き下げ (法人税 37.5%→34.5%) (法人事業税 12%→11%) (実効税率 49.98%→46.36%)</p> <p>・課税ベースの適正化</p>		<p>地価税の課税停止</p> <p>土地譲渡益課税の軽減</p>
1999年 (平成11年)	<p>恒久的な減税</p>	<p>個人課税(▲2.5兆円)</p> <p>個人所得課税(▲4.1兆円) ・最高税率引き下げ (65%→50%) ・定率減税</p>	<p>消費税(国分)の福祉目的 化</p>	<p>有価証券取引税、取引所 税の廃止</p>
2000年				
2001年			<p>・企業組織再編成に係る税制の整備</p>	

(出所) 政府税調提出資料。
(引用) 石 弘光『消費税の政治経済学』日本経済新聞社 2009年 202頁

る。いずれも、高額贈与を受ける側にとっては有利な税制改正といえるだろう（財務省「各種税金の資料」参照）。

平成時代に入って大幅な税制改正が何度も繰り返され、所得税や資産課税の累進税率が著しくフラット化した。同時に、課税額の刻みが少なくなった。その結果、税収入構造が変化して大幅な税収減となった。また、刻みの縮小により高額所得者ほど有利な税制上の扱いになってしまった。

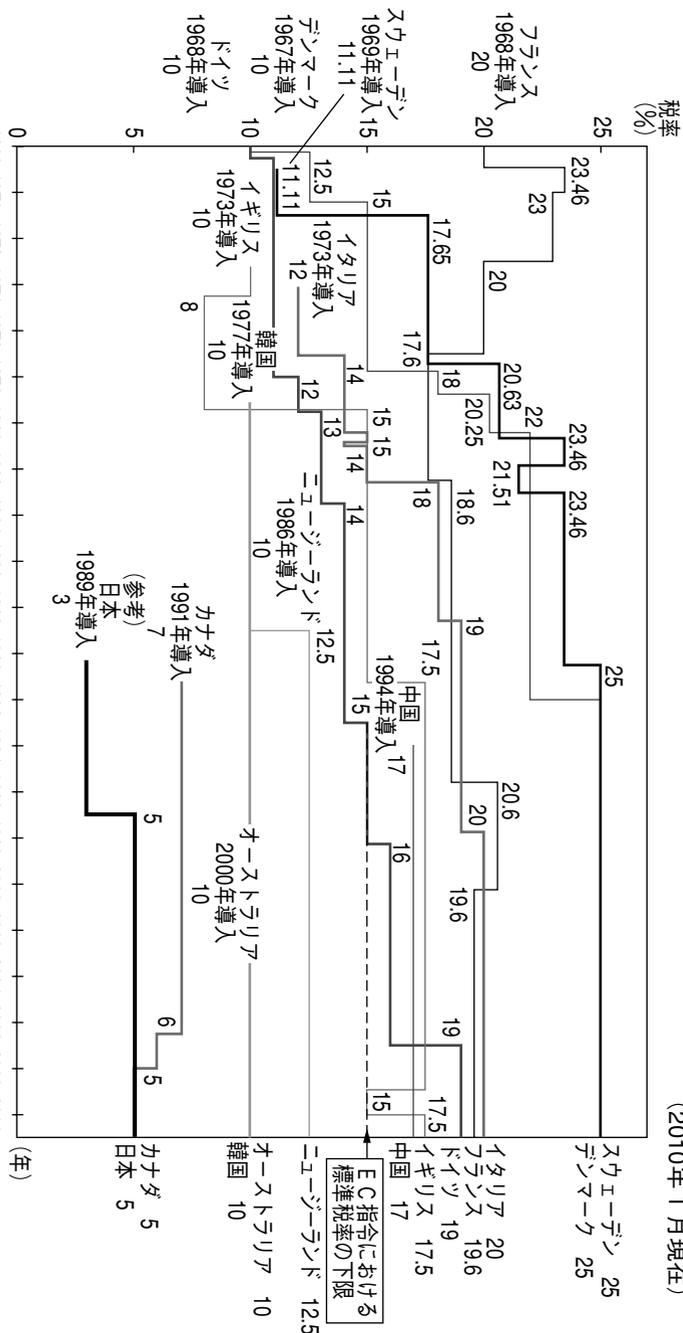
（3）消費税の導入と問題点

消費税は平成元年に導入され、平成九年には税率が三%から五%へ引き上げられた。消費税は導入の直後から様々の問題を内包している。まず、導入の経緯である。驚くべきことに、消費税は減税とワンセットで導入された点である。石弘光『消費税の政治経済学』では、この間の経緯が詳細に紹介されているので、ここでは要点だけを紹介する。主税局は消費税の導入に際して税制改革による増減収額試算を行っている。試算では、消費税を導入しても所得税や相続税・贈与税、法人税の減税を行えば、減税分が消費税増税分を上回るとしている。すなわち、消費税を導入するため「所得税・法人税をかなりの規模で減税し、税収の中立性以上に減税をし、国民の支持を得ようとしていた」のである（石弘光『消費税の政治経済学』日本経済新聞社 二〇〇九年 一六四、一六五頁）。これでは、何のための消費税導入か、全く理解できない。

次に、日本の消費税は諸外国と比較して導入時期が遅いだけでなく、税率が一番低いという点である。図表5は諸外国の付加価値税率の推移をみたものだが、付加価値税は日本の消費税に該当するものである。図表で明らかのように、まず、消費税の導入はカナダと並んで日本が一番遅い。次に、日本の税率は諸外国より低く、カナ

図表 5 諸外国の付加価値税率の推移

(2010年1月現在)



(注) EUにおいては、1992年のEC指令の改正により、1993年以降付加価値税の標準税率を15%以上とすることが決められている。
 (出所) 財務省「各種税金の資料」

ダと並んで最低水準である。諸外国の付加価値税率の水準をみると、また、日本より二〇年以上前に導入されていることをみると、付加価値税が税収入の太宗となっていることがわかる。EUにおいては、一九九二年のEC指令の改正により、一九九三年以降付加価値税の標準税率を一五%以上とすることが決められていた。

問題点は、さらに、消費税と選挙の関係である。消費税引き上げを訴えた政党は選挙で何時も敗れている。今回の選挙でも、民主党は唐突に消費税の引き上げを持ち出して、選挙で大敗した。持続可能な財政制度を維持するため、今日、国民は消費税の引き上げを承認している。この点は、今回の選挙でみる特筆すべき変化と言わねばならない。にもかかわらず、民主党の主張を認めることは無かった。税体系の全体を見直す作業をせず、消費税増税だけを問題にしたから、国民の信頼を得ることができなかったのであろう。ここでは、政府の財政膨張政策と税制改革に対する国民の根強い不信感をみてとることができる。

4 歳出膨張と減税政策が招いた政府債務の膨張

(1) なぜ政府債務は急膨張したか

平成時代にみる財政支出の膨張は、まず、社会保障関係費の膨張であった。次いで、平成五年からほぼ一三年までの公共事業費の驚くべき増額である。平成五年からほぼ一三年までの間、公共事業費の補正予算は当初予算を大幅に上回った。平成二二年度・二二年度には政権交代とマニフェストによって財政支出は更に膨張し、財政膨張は新たな局面を迎えることになる。

財政支出の膨張と対照的に税収入は減少を続けている。重ねて強調するが、税収入の減少は単に循環的要因によるだけでなく、構造的要因に起因している。すなわち、相次ぐ特別減税と恒久的減税、所得税と資産税の累進

税率の引き下げである。更に、消費税は政治経済学の問題となり、歳出構造と歳入構造、税体系の中で消費税を位置づける議論が全くなされていない。今日、消費税の引き上げの議論はタブーとなつてしまつた。

財政支出が膨張し、租税収入が減少すれば、不足する財源は国債発行で調達せざるをえない。日本の政府債務が短期間で世界最悪になつた根本原因は、財政支出拡大の放置、および、税収入を確保する努力を放棄した帰結と言わざるを得ない。そして今日、財源調達問題を棚上げにし、消費税の引き上げ問題をタブー視し、更なる財政膨張が予定されている。政府債務の膨張に歯止めがかからない。政府債務が世界最悪になつたのは、こうした財政構造の必然的な帰結である。

(2) 財務省の「国債残高の増加要因」分析

財務省は本年八月、国債残高の増加要因を分析した興味あるチャートを公表した。このチャートが図表6である。図表6を読み解くことにより、国債残高の増加要因について数字をあげて具体的に検討してみたい。

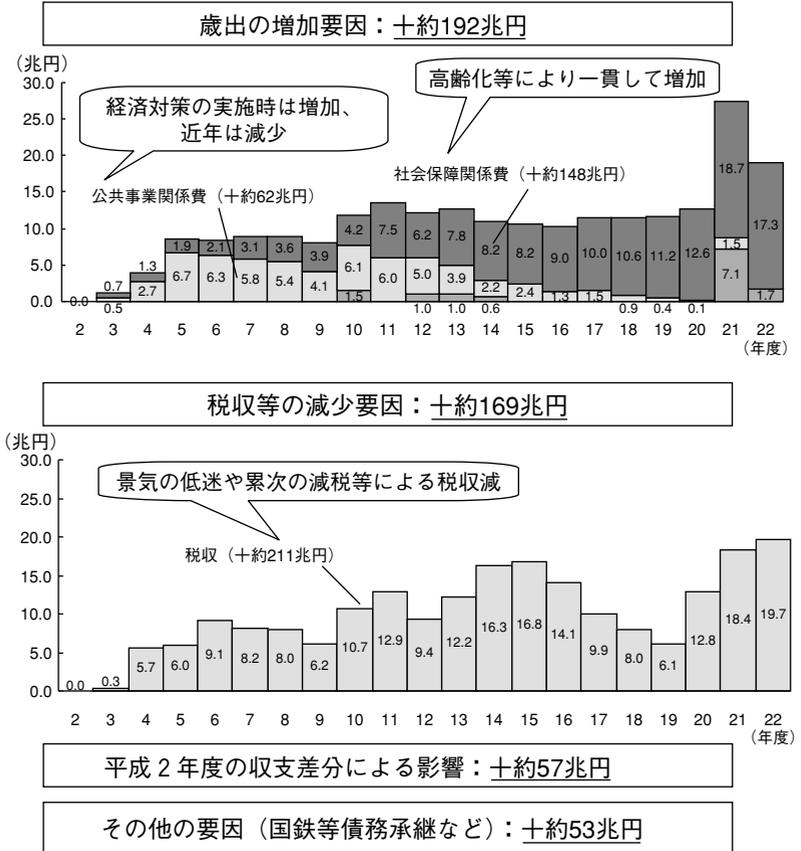
平成二年度から二二年度末までの公債残高増加額は四七一兆円となつているが、これは公表されている財務省資料で簡単に算出できる。また、公債残高増加額には平成二年度の収支差分による影響、その他要因が含まれているので、それを差し引けば純増額が算出できる。

公債残高増加額Ⅱ平成二二年度国債残高Ⅰ平成二年度国債残高Ⅱ六三七兆円Ⅰ一六六兆円Ⅱ四七一兆円
純増額Ⅱ増加額Ⅰ平成二年度収支差分Ⅰその他要因Ⅱ四七一兆円Ⅰ五七兆円Ⅰ五三兆円Ⅱ三六一兆円

この間の国債純増額三六一兆円は、平成二年度を基準にした各年の歳出増加額、それと相次ぐ減税によって税収入が減少した分の和で計算できる。前者の歳出増加要因は公共事業費と社会保障費の増加分である。税収減は景気低迷や特別減税、恒久的減税、累進税率のフラット化による税収入の減少である。財務省

図表6 国債残高の増加要因

平成2年度末から22年度末にかけての公債残高増加額：約471兆円



(注) 平成21年度までは決算、22年度は当初予算による。
 (出所) 財務省「日本の財政関係資料」平成22年8月

のチャートでは「税収等の減少要因」の項目で「その他収入」を図示しているが、図表6では煩雑になるため「その他収入」を割愛している。なお、「歳出の増加要因」の項目でも、「その他歳出」の額は僅少のため割愛している。

純増加額内訳Ⅱ歳出の増加要因＋税収減Ⅱ一九二兆円＋一六九兆円Ⅱ三六一兆円

歳出の増加要因Ⅱ公共事業費増加分＋社会保障費増加分ーその他歳出Ⅱ約六二兆円＋約一四八兆円ー一八兆円Ⅱ一九二兆円

税収減Ⅱ（景気低迷＋特別減税と恒久的減税＋累進税率のフラット化）ーその他収入Ⅱ二一兆円ー四一兆円Ⅱ一六九兆円

財務省の分析が示していることは、税制改革による減税がなければ、また、公共事業費の増加を抑えることができれば、政府債務の膨張は避けられた、ということである。更に言えば、社会保障費増加分に対応する消費税の引き上げがあれば、健全財政を維持することができた、ということであろう。

去る一月二〇日のロンドンエコノミスト誌は「未知の領域に踏み込む日本」と題する日本特集を組んだ。そして、少子高齢化と財政問題が大きな問題と指摘している。改めて現在の財政構造を分析し、歳出構造と歳入構造の特徴と問題を洗い出し、ここでの問題を広く共有することが必要な課題と思われる。

（なかじま まさたか・特別嘱託研究員）

SEC、登録外務員(RR)に受託者責任(fiduciary duty)を適用(2)

坂下 晃

1 はじめに

米国の金融規制改革法 (financial-reform bill 'Dodd-Frank Wall Street Reform and Protection Act) では、従来投資顧問業 (Registered Investment Adviser 以下「RIA」という) にのみ適用されてきた受託者責任 (fiduciary duty) を登録外務員 (Registered Representative 以下「RR」という) に対しても適用されることになった。

前号では、米国で証券リテールの担当者のうちRRがアドバイザーを提供した場合、証券業務に付随するアドバイザーとアドバイザーを業として対価を得るRIAの業務の境目が明確でなかったため、これまで長期にわたる議論が展開されてきたこと。二〇一〇年七月の金融規制改革法により、SECが証券会社のフイー型証券口座による投資勧誘規制に受託者責任の導入に至った経緯や背景、米国の証券リテールの担い手であるRIAとRRについての概要等について述べた。

本号では、その後、RIAの監督機関をめぐって、SECと州の監督範囲や自主規制機関はFINRA (金融取引業規制機構) が適当なのかについて議論が行われている。そこで、その議論の紹介とこれまでの受託者責任に関する我が国における法制化の経緯について考察することとする。

2 RIAの監督機関をめぐる最近の議論

二〇一〇年七月に金融規制改革法が成立した後、これまでに受託者責任の導入に関し様々な意見が出されている。ブローカー・ディーラーの中にはRRに対する受託者責任の適用についての不満が多く残っている。また、予算の制約からくるSECと州の管轄範囲の問題や、前号で触れたようにRIAに対する検査をめぐつてのFINRAとの歴史的な確執からくる自主規制機関に対する不満や反対意見が多いので、そのあたりを中心にみてみることにする。

(1) RRに対する受託者責任の適用について反対する意見

NAIFA (National Association of Insurance and Financial Advisors 全米保険・ファイナンシャル・アドバイザー協会) は、これまでRRに関する投資勧誘規制の中心をなしていた適合性の原則は投資者保護上適切で重要であったと考える。受託者責任のRRに対する適用はコンプライアンス・コストの上昇を招き、それは顧客に転嫁されることになろうと意見表明をした。

NAIFAは、ブローカー・ディーラーのRRが金融商品を販売し、手数料収入を得ることは必ずしも受託者責任に違反することではなく、金融商品販売に受託者責任の適用は必要ではないとSECを批判している。

(2) RIAに対する規制監督権限の一部を州へ移管することに関する意見

二〇一〇年一〇月コロラド州デンバー市で開催されたFP協会 (Financial Planning Association) の年次総会において、規制機関が、切り替え (Switch) されるということが明らかになった。

SECは、二〇一一年七月二一日からこれまで預かり資産二五〇万ドル以上であったRIAの監督範囲を一億ドル以上の預かり資産のRIAとすることとした。これにより、現在の登録RIA二万六〇〇〇人のうちSECに一万四〇〇〇人が、州に一万二〇〇〇人がそれぞれ登録しているが、この改革により多くのRIAがSECから州登録に移管され、その結果SECは七三〇〇人のRIAを、州は一万九〇〇〇人のRIAを監督することになる。⁽¹⁾

(3) RIAに対する自主規制機関に関する意見

FP協会の年次総会において、RIAに対する自主規制機関の設置、とりわけFINRAを自主規制機関(SRO)にすることにについて透明性(transparency)の欠如、説明義務(accountability)の不足、RIAの記録保持の問題、とりわけFINRAはRIAに対する規則をブローカー・ディーラーのモデルに合わせるのではないなどの懸念や反対意見が相次いだ。

これに対し、FINRAの会長兼チーフ・エクゼクティブのリチャード・ケッチャム(Richard Ketchum)氏は、FINRAはここ数年月間、ブローカー・ディーラーとRIAの規則の調整に努力している議会に協力してきたとして「FINRAは金融業のプロのSECへの登録がRRであるかRIAであるかにかかわらず、RIAがより良い投資家保護を行うように監視するために、一つもしくは複数の独立機関をSECが自主規制機関として指名することを議会が承認すると信じている」と述べている。

しかしながら、RIAにはFINRAはSECがこれまで行ってきたような高度な専門的知識・技能(expertise)を持ち合わせていない。特にFINRAの諸規則はRIAビジネスのプリンシパルを基底としていな

い。SECはこれまで六〇年間RIAを監督してきており監督の基盤になる経験を有しているので、SECがRIAの単独の監督機関として今後も留まるのが望ましいとした意見がある。

また、金融規制改革法はFPに対してより厳しい規制を要求しているが、CFPボードは、FPの能力と倫理の指導基準をSECに報告するための監督機構を設けるように主張している。

(4) FINRAの見解

SECのRIAに対する検査(examinations)は一〇年ごとに実施されているのが実情で、場合によっては長年にわたり検査を一度も受けていないケースも見られる。金融規制改革法案では、RIAに対する検査をより頻繁にすることと、一つ又は二つの自主規制機関がSEC検査を補完することについてもSECが調査書に織り込むように要請している。

FINRAのケッチャム会長は、金融規制改革法により、SECは一億ドル以上の預かり資産を保有するRIAを管轄することになるが、これによる予算はこれまでの一二億ドルから二〇一一年は倍の二二億五千万ドルになるとみられていること⁽³⁾から、SECには予算等の限界があり、一つ又は二つの自主規制機関がここ数年のRIAに対する検査の不足な状況、とりわけ検査回数を改善するためSECの監督の下でRIAを検査しなければならぬ。FINRAは、違反者の処分手続きを含めて検査が効果をあげるに必要な数多くの事例を持ち合わせている。ブローカー・ディーラーの場合は毎年、半数以上がSECとFINRAの検査を受けているが、SECによるRIAの検査は年に全体の九%に過ぎない。そのためFINRAは、自らがSEC検査を補完する用意があると述べている。

ケッチャム氏は、さらにFINRAはスピーディかつ効率的に監督する実用的で規模を抑えた検査機構を構築する用意があり、それとともに、ブローカー・ディーラー用の受託者責任管理体制をそのままRIAに課すことは適切ではなく公益にそぐわないのではないかと述べている。

これに対し、ワシントンのインベストメント・アドバイザー協会 (Investment Adviser Association) は、SECが最も適切なRIAの規制機関であり、自主規制機関ではなくSECが適切な検査を効果的に実施できるようにとSEC検査の継続を支持して、RIAを対象とする自主規制機関の設置について反対している。また、検査回数についても増加を避けるようにと主張している。⁽⁴⁾

3 我が国における受託者責任に関する法制化の経緯と現状

神田教授は、いわゆる「受託者責任」は、金融ビッグ・バンに伴う規制緩和や競争激化が進展する中で、将来の日本の金融法制において金融仲介業者（金融サービス業者）にとつて基本となるべきルールの重要な柱である。そして、この受託者責任は、業者が誰ではなく、何が行われるかに応じて、横断的なルールとして存在する必要がある。ところが現存する日本の法体系のもとでは、この受託者責任の存否や具体的な内容が必ずしも明確であるとはいえない⁽⁵⁾、として金融分野における受託者責任の導入、明確化の必要性を述べるとともに、日本における「受託者責任」は未成熟というか未発達で、不明確な点が多いとされている⁽⁶⁾。

これまで、我が国の受託者責任に関する法制では、民法における委任契約の受任者の善管注意義務の規定以外には信託法で注意義務、忠実義務、自己執行義務及び分別管理義務を規定しているにすぎなかった。神田教授は「受託者責任」は「Fiduciary」とは、信託 (trust) における受託者 (trustee) よりも広い概念である。一般的

にいえば「他人のために仕事をする者」である。非常に広い意味では医者とか弁護士とかもすべて含まれる。金融分野では、たとえば金融資産を運用する立場にある者はすべてフィデューシャリーに含まれる。また、一般に受託者は法律上いろいろな義務を負うが、なかでもの注意義務、忠実義務、自己執行義務、分別管理義務の四つが中心的な義務であり、もつとも重要な義務と述べているが、これに対して、最近では、一般に受託者責任とは、英米に見られるように、他者の信任を得て一定範囲の任務を遂行すべきものが負う責任と解される。そしてこれは、誠実義務、忠実義務、善管注意義務、分別管理義務、自己執行義務等で構成されていると考えられている⁽⁹⁾、として誠実義務を加える意見が多い。「注意義務」とは、委託を受けた以上専門家として、できる限りのことを全力で尽くさなければならない。資産運用の場合においては資産運用にあたっては相当の注意を要求されるというもので、受託者責任の最も重要な義務の一つである。また、「忠実義務」は、単に利益相反を起こさない義務ではなく、利益相反が生じる可能性がある状況に「自らの身を置かない」ことが本質であるといわれる⁽¹⁰⁾。これに対し、「誠実義務」は顧客の最大の利益を図るため、誠実かつ公正に行動しなければならない。そして、そこからは適合性の原則や商品説明義務が導かれている義務といわれる。

証券市場への受託者責任の適用については、一九六七年投資信託法で忠実義務の規定が導入され、一九九八年投資信託法では証券投資信託や証券投資法人の運営にあたって忠実義務が規定されていたが、二〇〇〇年投信法ではこれに加えて、新たに善管注意義務も課せられた。投資信託および投資法人では、従来規定されていた忠実義務に加え、二〇〇〇年の改正で、善管注意義務が加えられたことになり、受託者責任の規定が幅広く網羅されたといべきであろう⁽¹¹⁾。このように、我が国証券市場では、まず、顧客の資産を運用する投資信託及び投資法人に対して当然といえは当然のことではあるが、受託者責任が適用されたわけである。

証券取引法に注意義務が導入されたのは、証券監督者国際機構（IOSCO）が一九九〇年十一月、サンチャゴ総会において、七つの原則からなる行為規範原則を採択したことによる。行為規範とは、「顧客利益の保護及び市場の健全性の目的をもって金融サービスを提供する者の活動を規制する諸原則」である。

IOSCOが国際的なレベルでの行為規制を明らかにした背景には、一九七〇年代以来の世界の金融・資本市場の国際化がある。規制対象となる仲介者の活動の国際化、国境を越えた投資の増加などの問題に直面していた。そこで、市場及び業者の健全性を確保し、投資者の信頼感を増進させるためには、業者の国際的なレベルでの行為規範の形成が重要であるとの認識に基づき、①誠実・公正、②注意、③能力、④顧客に関する情報、⑤顧客に対する情報、⑥利益相反、⑦順守の七項目の原則による行為規範が作成された⁽¹²⁾。

我が国では、一九九一年六月の証券取引審議会報告「証券監督者国際機構（IOSCO）の行為規範原則の我が国への適用について」において、業者規制の国際的調和を図っていく観点も踏まえつつ、七つの原則の観点から、体系的な検討を加え、所要の見直しを行うという提言が行われた。この提言を受け、一九九二年の証券取引法改正で導入されたのが、業務の状況にかかる規則（四三条）と顧客に対する誠実義務（三三条）である。

二〇〇五年一二月の金融審議会金融分科会第一部会報告では、『投資サービス業（仮称）』の行為規制の全体像で、「行為規制については『中間整理』を踏まえ、証券取引法及び証券投資顧問業法における規制を基本としつつ、対象となる投資商品を規制する既存の規制などを勘案の上、受託者責任及びこれを具体化した義務の履行が販売・勧誘、資産運用・助言、資産管理といった各業務において確保されるよう、機能別・横断的に整理することが適当と考えられる」と述べている。

これを受けて、金融商品取引法では、受託者責任の理念やこれを受けた具体的な規定が整備された。「金融商

品取引業者並びにその役員及び使用人は、顧客に対して誠実かつ公正に、その業務を遂行しなければならない」(二六条)と顧客に対する誠実義務を規定した。金融商品取引業者のみならず、その役員及び使用人についても規制の対象としている。誠実公正義務は、金融商品取引業者並びにその役員及び使用人が共通に課せられる基本的な義務であり、単なる訓示規定ではなく、法定義務であるから違反があれば法令違反となり、行政処分の対象になる。¹³⁾

金融商品取引法では、受託者責任を基本原則として位置づけ、それを具体化したものを各個別の行為規制として位置付けた。さらに一部の金融商品取引業にのみ適用されるものは特則を設けていることから、金融商品取引業者全体に対する受託者としての責任については、顧客に対する誠実義務(二六条)が適用される。

投資助言業務について、金融商品取引法では、有価証券の価値等または金融商品の価値等の分析に基づく投資判断に関し、助言を行うことを約し、相手方がそれに対し報酬を支払うことを約する契約(投資顧問契約)を締結し、当該契約に基づき助言を業として行うこと(二条八項一―号)を投資助言業務という(二八条六項)と規定している。

投資顧問契約とは、当事者の一方が相手方に対して、有価証券の価値等に関し、または金融商品の価値等の分析に基づく投資判断に関し、口頭、文書(新聞、雑誌、書籍その他不特定多数の者に販売することを目的として発行されるもので、不特定多数の者により随時に購入可能なものを除く)その他の方法により助言を行うことを約し、相手方がそれに対し報酬を支払うことを約する契約である。投資一任契約と異なり、投資判断自体は助言を受けた者が行う。

有価証券の価値、有価証券関連オプションの対価の額又は有価証券指標の動向については、当該価値に関する

助言があれば投資顧問契約に該当し（二条八項一―号イ）、金融商品の価値等（金融商品の価値等、オプションの対価の額又は金融指標の動向）の分析に基づく投資判断（投資の対象となる有価証券の種類、銘柄、数及び価格並びに売買の別、方法及び時期についての判断）が投資顧問契約の助言内容になる（同号ロ）。

このように投資助言業務は、顧客と投資助言業者との間で投資顧問契約を締結し、その契約内容にしたがって投資助言を行うが、それに基づく実際の投資判断と有価証券の売買・発注は顧客が判断して行う。また、顧客はこの投資助言に対して投資助言料を支払う。無償の投資助言については投資顧問業規制の対象とならない。投資助言業者等に対しては忠実義務（四一条一項）。善管注意義務（四一条二項）を規定しているが、自己執行義務については売買・発注は顧客自らが行うことから適用されない。分別管理業務についても同様の理由から適用されない（金融商品取引業者は四三条の二項により分別管理を行わなければならない）。また、誠実義務については前述のように、金融商品取引業者及びその役職員全体に規制を及ぼしている。このように金融商品取引法は投資助言業務に受託者責任を適用している。

4 結びにかえて

前号でも触れたが、「受託者責任」については、受託者たるものはその道の深い知見を有することが前提となっており、特に金融に関係する業務の中では中心的な課題となりつつある。米国では金融規制改革法により進展することになるが、今後、米国にとどまらずに近年進展が著しい金融資本市場のグローバル化と、それにあわせて市場を規制する諸制度がグローバル・スタンダードと調和する方向に一層のスピードをもって変化すると考えられる。受託者責任が、米国証券市場の問題だけでなく、グローバル化が進展している中において我が国を含め

てどのような波及を及ぼすのか、二〇一一年一月にSECが提出する規則案は言うに及ばず、米国における今後の展開に深く留意しておくべきとみられる。

我が国においても「貯蓄から投資へ」の動きが進展すれば、資産管理営業が根付くことが期待でき、ファイナンシャルプランニングや投資顧問業が大きな役割を演ずることになる。その時には「受託者責任」の重要性がより認識されるとともに、その実効性が問われることになろう。

受託者責任を構成する要素である法律的な義務についての整理や米国の受託者責任との比較等について多くの研究課題があることが判明したので、各位によるご叱責とご教示をお願いしたい。

(注)

- (1) 「Financial advisers, brokers in fiduciary-study rumble」 Investment News 二〇一〇年八月二日。
- (2) CFP資格認定制度の確立や、CFP商標の保護・普及を行う目的で一九八五年に設立された。
- (3) 「Financial advisers, brokers in fiduciary-study rumble」 Investment News 二〇一〇年一月一日。
- (4) 「Self-Regulator Ready to Step Up on Investment Advisers」 The Wall Street Journal 二〇一〇年一月八日。
- (5) 神田秀樹「いわゆる受託者責任について：金融サービス法への構想」『フィナンシャル・レビュー』財務省財務総合政策研究所 March-2001、九八頁。
- (6) 神田 前掲書 一〇〇頁。
- (7) 神田 前掲書 九八、九九頁。
- (8) 樋口範雄教授は、受託者責任は注意義務、忠実義務及び説明義務から成り立っているとされている（『投資信託事情』

一九九九年一月号、一〇頁。

- (9) 野村アセットマネジメント(株) 編著『投資信託の法務と実務』第四版、二七頁、金融財政事情研究会 二〇〇八年。
 - (10) 河村賢治、西山 寛、村岡佳紀『投資顧問業の法務と実務』二〇〇六年 三五頁 金融財政事情研究会。
 - (11) 野村アセットマネジメント(株) 前掲書二七頁。
 - (12) 1990 IOSCO "WORKING PARTY No. 8 THE TECHNICAL COMMITTEE OF INTERNATIONAL ORGANIZATION OF SECURITIES COMMISSIONS-INTERNATIONAL CONDUCT OF BUSINESS PRINCIPALS".
 - (13) 神田秀樹、黒沼悦郎、松尾直彦、田中 浩「座談会 新しい投資サービス法制」『商事法務』N. 一七七四 二八頁 二〇〇六年八月。
 - (14) 神田、黒沼、松尾、田中 前掲書 二八頁。
- 参考文献
- ・河村賢治、西山 寛、村岡佳紀『投資顧問業の法務と実務』金融財政事情研究会、二〇〇六年
 - ・野村アセットマネジメント(株)『投資信託の法務と実務第四版』金融財政事情研究会、二〇〇八年
 - ・金融審議会金融分科会第一部会報告「投資サービス法(仮称)に向けて」二〇〇五年
 - ・神田秀樹「いわゆる受託者責任について：金融サービス法への構想」『フィナンシャル・レビュー』March-2001 財務省財務総合政策研究所
 - ・(社) 日本証券投資顧問業協会 投資顧問業法研究会「投資サービス法(仮称)に向けての提言――資産運用の見地から」(社) 日本投資顧問業協会 二〇〇六年一月

- ・ (社) 日本証券投資顧問業協会 投資顧問業者の注意義務研究会「投資顧問業者の注意義務について」(社) 日本投資顧問業協会 二〇〇一年九月
- ・ (社) 日本証券投資顧問業協会「米国の証券業者の行う投資アドバイス提供が投資顧問業法適用除外となる範囲について」二〇〇五年四月 (社) 日本証券投資顧問業協会
- ・ 河本一郎、大武泰南『金融商品取引法読本』有斐閣、二〇〇八年
- ・ 岸田雅雄監修『注釈金融商品取引法』第二巻 金融財政事情研究会、二〇〇九年
- ・ 野村資本市場研究所編『総解説 米国の投資信託』日本経済新聞出版社、二〇〇八年
- ・ 証券取引審議会報告「証券監督者国際機構(IOSCO)の行為規範原則の我が国への適用について」(財) 資本市場研究会 一九九一年

(さ) かけた あきら 客員研究員

農林業再生と金融機関・投資ファンド

松尾 順介

はじめに

近年、農林業への注目が高まっている。その背景として、資源価格の急騰が世界的な注目を浴びたように、世界的な穀物・資源不足に対する危機感の高まりがある。特に、日本は先進諸国の中でも、食料自給率が低いため、今後安定的な食料供給に大きな影響が生じることも懸念される。また、国内では、食の安全性に対する懸念が広がっており、安全・安心な食品への注目は高まっている。さらに、地域再生の観点からも農業ビジネスへの注目は高まっている。農業は単に食料を生産するだけでなく、環境保全や国土保全の面でも重要な役割を果たし、地域再生に取り組み上で不可欠な要素となっている。

このような変化を背景に、異業種からの農業参入も相次いでいる。⁽¹⁾例えば、二〇〇二年に、ワタミがワタミフアームを設立し、各地で農場経営を行っていることは有名であるが、二〇〇三年には阪急百貨店（現、阪急阪神百貨店）も農業生産法人を立ち上げ、泉南市で有機野菜の生産に取り組んでいる。また、イトーヨーカ堂やイオンも、農業生産法人を設立し、露地で野菜類の生産を開始し、吉野家も農業生産法人を設立し、牛井用の玉ねぎの生産を開始した。豊田通商は、大手商社で初めて農業生産に参入し、宮城県で農業生産法人を設立し、露地でパプリカを生産している。さらに、最近では、JR東日本、中電工なども農業参入している。これ以外にも、各種メーカーが、植物工場を設立する事例も相次いでいる。

他方、銀行・証券会社や投資ファンドなどによる農林業再生への取り組みも始まっている。なかでも野村グループは、二〇一〇年一〇月、農業専門会社を立ち上げ、地域経済再生の観点から農業ビジネスへの取り組みを開始した。また、地方銀行の中では、北洋銀行や愛媛銀行などをはじめとして、すでに農業ファンドを立ち上げている。さらに、民間のファンドとしては、ミュージックセキュリティーズやサステイナブル・インベスターなどが、農業ファンドや森林ファンドを立ち上げ、一般の個人投資家から出資を集めている。

本稿では、このような取り組みを紹介した上で、農林業再生における金融機関の役割を考察する。

1 農業ファンド

農業に関連するファンドを概観すると、以下の農業ファンドを挙げることができる。

(1) アグリビジネス投資育成株式会社の農業ファンド

アグリビジネス投資育成株式会社は、二〇〇二年一〇月に設立（資本金約四〇億円）され、株主は、日本政策金融公庫（四九・八八％）、農林中央金庫（一九・九八％）、全国農業協同組合連合会（一五・〇六％）、全国共済農業協同組合連合会（一五・〇六％）、全国農業協同組合中央会（〇・〇二％）となっている。主たる事業内容は、①農業法人への投資育成業、②農林水産業に関連する企業への投資育成業、③投資先への経営コンサルティングである。同社の投資実績は、二〇〇二年度から二〇〇九年度までの八年間で、六一件、一七億三五〇〇万円となっており、一件平均二八四万円となっている。これらの出資は、主に設備投資や運転資金への充当および財務安定化を支援するものである。

(2) 地方銀行の農業ファンド

地方銀行の農業ファンド設立の動きも広がっており、主なものは以下の通りである。

まず、北洋銀行の「農業者関連事業者向けの出資ファンド」(二〇〇六年六月)は、総額一億円で、投資対象は、農産物の加工・流通会社、農機具・肥料関係(農地法による規制で、農業生産法人は対象外)としており、一社当たり一〇〇万円以内の投資を行っている。投資実績としては、「エバーウイン」(肥料製造販売)があり、同社は食品製造会社から出る食品残さや家畜農家の糞尿を集めて有機肥料や堆肥にリサイクルする事業を行っている。⁽²⁾

次に、愛媛銀行「えひめガイヤファンド」(二〇〇六年一月)は、県内の農林水産業関連企業向けのファンドであり、投資総額五億円規模、運用期間は、二〇一五年末(二年の延長あり)までとされており、投資額は一社当たり五〇〇万円〜三〇〇〇万円程度、最高五〇〇〇万円としている。また、出資は、愛媛銀行、中小企業基盤整備機構、日立キャピタルなどである。なお、二〇〇八年八月一日現在の投資先は一一先、二億四七〇〇万円の投資額となっている。⁽³⁾ また、同ファンドの投資第一号は、みかん職人武田屋、活媛であり、前者はかんきつ類を有機低農薬で栽培し、個人宅配など直販を行っている農業生産法人であり、後者はアナゴを養殖・販売するほか、加工販売も手掛けている。⁽⁴⁾

第三に、鹿児島銀行は、投資会社ドーガン・インベストメンツおよび鹿児島県下の企業六社と提携し、「アグリクラストーフアンド」(二〇〇八年八月)を立ち上げている。ファンドの総額は七億円、運営はドーガン・インベストメンツが行い、鹿児島県、宮崎県、熊本県を中心とした農業生産法人や中小企業に投資する。⁽⁵⁾ 二〇〇九年九月時点で、合計五件の投資を行っている。

最後に、宮崎銀行・宮崎太陽銀行、高鍋信用金庫、都城信用金庫、延岡信用金庫は、県下のメーカーなどと提携し、「宮崎ネオアグリファンド」(二〇〇九年七月)を設立している。⁽⁶⁾同ファンドの無限責任組合員は、宮銀ベンチャーキャピタルであり、宮崎県下の農業法人、食品加工(製造)業、食品流通(販売)業に投資する。一社当たりの投資上限額は二億円、ファンド存続期間は二〇〇九年七月から二〇一七年六月末(八年間)である。なお、第一号投資先は、有田牧畜産業(肉牛業)であり、同社は仔牛の時から薬品や抗生物質を一切使わず、肥育する技術を確立している。

(3) メガバンクの農業ファンド

上述のような地方銀行による農業ファンド設立が相次ぐ中、メガバンクによる農業ファンドの設立も見られた。

三菱東京UFJ銀行は、三菱UFJキャピタル、三菱総合研究所とともに「MUFGアグリベンチャーファンド」(二〇〇九年二月)を設立した。投資対象は、新たな技術や独自の生産方式を用いた農業法人や農業関連のベンチャー企業などで、一件当たりの投資上限は一〇〇〇万円、総額五億円規模である。⁽⁷⁾

(4) 政府系金融機関の農業ファンド

農林中央金庫は、日本アジア投資とともに「アグリ・エコサポート投資事業有限責任組合」(二〇〇八年八月)を設立した。⁽⁸⁾投資対象は、農業関連を中心に、農業振興・環境貢献に資する取り組みを行う企業(非上場)で、投資総額は二二億円である。なお、二〇〇九年九月時点での投資先は計一〇件である。

(5) 公的機関による農業ファンド

京都府は、農商工連携の支援拠点として「農業ビジネスセンター京都」を設立するとともに、「きょうと農商工連携応援ファンド」(二〇〇九年九月)を設立した。同ファンドは、中小企業基盤整備機構二〇億円、京都府二億円、地元金融機関等三・二億円の無利子貸付によって設立されたものであり、総額二五・二億円である。対象事業は、府内の農林漁業者と中小企業者の連携体である。ファンドの運用を行うのは、財団法人京都産業21であり、同財団はこのファンド総額を運用し、その運用益(年一・三九%を想定、年三五〇〇万円)によって、対象事業に対し助成を行う。助成額は三〇〇万円以内である。また、同財団は対象事業に対し専門家派遣などのハズオン支援も行う。同ファンドは、二〇〇九および二〇一〇年度で合計一九件、総額五〇〇〇万円の助成を行った。なお、助成金は交付される。

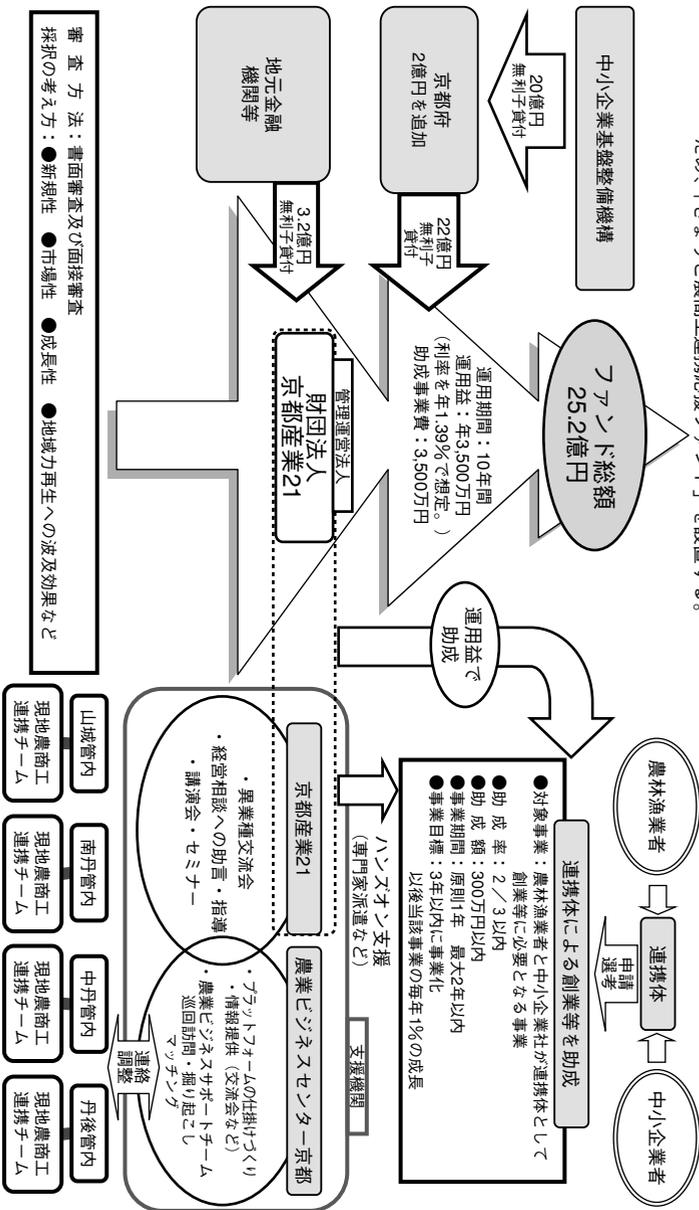
(6) 民間投資ファンドの農業ファンド

民間の投資ファンド運用会社の農業ファンドとしては、ミュージックセキュリティーズが運用するファンドが挙げられる。同社は、二〇〇一年設立の投資ファンド運用会社であり、音楽CD制作・販売やアーティスト・マネジメントなどの音楽事業を行う一方、音楽ファンドを設立し、注目されている。現在、音楽ファンドは、数百万円から数千万円規模で、六〇本(二〇一〇年二月現在)が設立され、アーティストの育成・プロモーションのための投資が行われている。また、音楽ファンド以外にも、後述する森林ファンド、酒蔵ファンド、放牧豚ファンド、ジーンズファンドなどを運用している。また、同社のファンドは、基本的にネットによる直接販売である。

図表 1

きょうと農商工連携応援ファンド スキーム図

京都府における農商工連携を積極的に進めることを目的に、農林漁業者と中小企業者が連携した事業を支援するため、「きょうと農商工連携応援ファンド」を設置する。



(出所) 京都府HP：http://www.pref.kyoto.jp/nougyo-business/resources/1270607455487.pdf#search=きょうと農商工連携応援ファンド

投資先のおつた農産は、石川県野々市町にある農業法人で、創業者は江戸後期から続く農業者で、同社は米作りを中心とした農作物の生産・加工・販売を手掛けている。同社の特徴は、生産から加工・販売を行うとともに、インターネットを通じた消費者への直接販売、特別栽培米の請負も手掛けていることである。また、二〇〇一年、農業法人として初の株式会社化を行ったと言われている。さらに、同社の取り組みは、二〇〇八年農林水産省から第一回「農業技術の匠」に選定され、二〇〇九年には、北陸三県で初めてJ-GAP (Japan Good Agricultural Practice) 認証を受けている。

ここで運用されているファンドは、「おつた農産特別栽培コシヒカリファンド二〇〇九」および「おつた農産特別栽培コシヒカリファンド二〇一〇」である。前者は、既に償還を向かえ、二・〇五%の利回りで分配を行っている。後者のファンドの概要は、一口五万円、募集金額は一〇九〇万円(最大)であり、出資金は、一〇ヘクタールでコメを生産するための苗や肥料等の購入資金、作業人件費、地代、ファンド手数料等に充当される。

また、収穫されたコメの販売量に応じて、出資者には金銭とコメで分配される。分配例としては、販売量四八kg/一〇〇〇m²の場合…約五万一六〇〇円(利回り+約三%)、販売量三二五kg/一〇〇〇m²の場合…五万円(元本)、販売量二八〇kg/一〇〇〇m²の場合…四万四四〇〇円(元本毀損) + コメ約八kg となる。なお、収穫量が三二五kg/一〇〇〇m²を下回った場合、現物分配されない場合が生じる。ただし、おつた農産の過去一七年間の平均収穫量は、約四九〇kg/一〇〇〇m²となっている。

さらに、出資者特典として、出資一口あたりコシヒカリ一・五キロの送付(無料)、コシヒカリ一〇%割引購入券(購入上限金額五万円/口)、田植え・収穫ツアー(田植え…五月、収穫…九月)、おつた農産との食事会イベントのご招待(交通費、食費等は出資者負担)などがある。

なお、同ファンドの手数料は、取扱手数料・出資金の五・五%のほか、運営手数料・一万五〇〇円/月×運用期間一八ヶ月分（最大調達時）があり、これは出資金の一・七%（一八ヶ月）に相当する。また、監査手数料・一〇万五〇〇〇円（最大調達時）が課せられ、これは出資金の一・〇%（一八ヶ月）に相当する。さらに、成功報酬・リクープ後販売量×六八円/kgとなっている。これは、収穫量の損益分岐点（三二五kg/一〇〇〇m²）を上回った収穫量に対して課せられるものである。

2 野村グループの農業専門会社

野村グループは、二〇一〇年一〇月、野村ホールディングスの一〇〇%出資（一億五〇〇〇万円）によって、野村アグリプランニング&アドバイザリー株式会社（NAPA）を設立した。同社は、アグリビジネスを軸に、地域活性化を通じて、日本経済の発展に貢献することを目指している。

同社のビジネスモデルは、野村証券の支店網などのネットワークを利用して、アグリビジネス分野での様々なニーズを調査・分析し、最適なコンサルティングやファイナンスのソリューションを提供するというものである。提供先としては、農業生産者、事業会社、地方自治体、地元大学、地域金融機関、経済団体などである。具体的なコンサルティング内容としては、地域活性化策の策定支援、産官学・地域間連携の支援、地域ブランド開発・育成支援、事業戦略支援、ファイナンスのソリューション提供、調査・マーケティング支援、補助金受託支援事業などである。

また、NAPAは、事業部を有しており、ここでは生産事業として、農産物の仕入・販売・加工・小売、農業資材の研究開発および仲介、店舗経営などを手掛けることを構想している。これには、太陽光利用型植物工場で

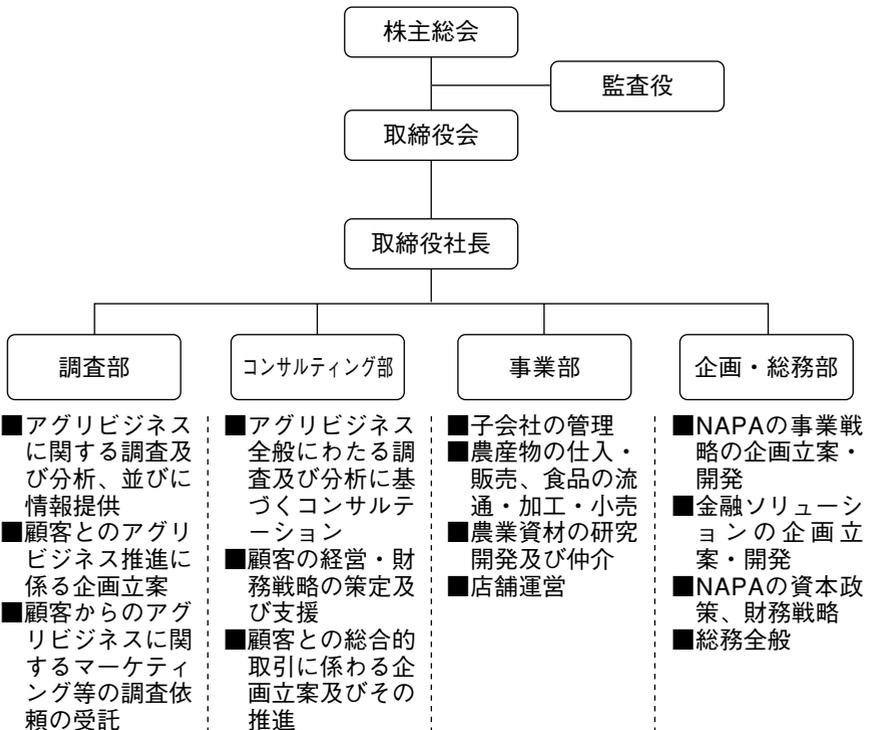
の農作物の生産・加工・販売など、次世代農業への取り組みが含まれている（図表2および図表3参照）。

さらにNAPAは、一〇〇%子会社として、野村ファームを設立し、農産物の生産にかかりつつ、情報・ノウハウを蓄積することを予定している。

NAPAは、アグリビジネスの将来展望として、次の二つのモデルを想定している。ひとつは、他のビジネスとの融合での成長するモデルであり、具体的には、医療・健康ビジネス、観光ビジネス、環境ビジネス、水資源ビジネスなどとの融合を想定している。もうひとつは、急成長する中国やインドなど海外市場への進出による外需獲得モデルであり、海外での持続可能な循環型農業の実施や海外での食材生産基

図表2 野村アグリプランニング&アドバイザー株式会社の組織図

■組織図



（出所）野村アグリプランニング&アドバイザー株式会社説明資料、2010年10月、3ページ。

地の建設・運営などを想定している。

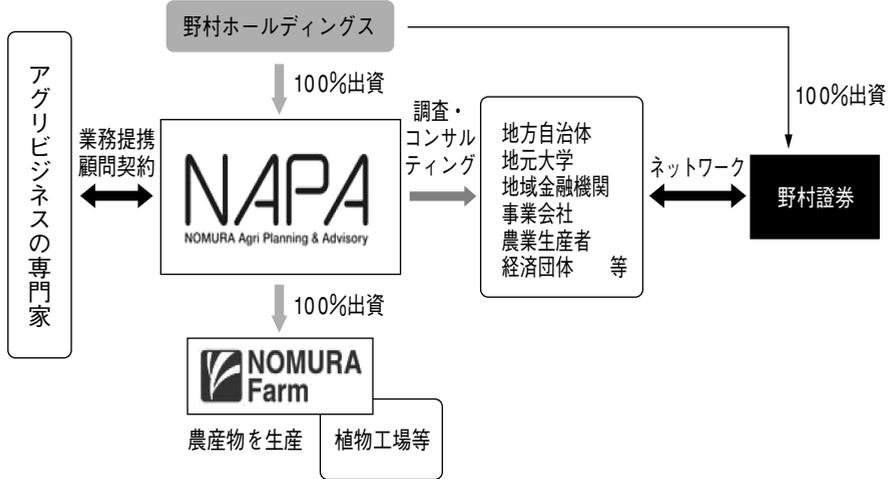
現在、NAPAは設立直後であり、具体的な取り組み事例は報道されていないが、今後の取り組みが注目される。

3 森林ファンド

欧米では、森林投資が機関投資家の注目を集め、米国での投資残高は、二〇〇五年時点で一八〇億ドルに達し、米国の投資用不動産に占める割合では、森林・農地が二・八％に達しているといわれている。この背景には、大学基金などの機関投資家が、インフレ懸念に対応する実物資産保有があることが指摘されている⁽⁹⁾。また、米国では、機関投資家が森林投資を行う場合、TIMO (Timberland Investment Management Organization) といわれる専門のマネジャーに運用委託することが一般的であるといわれている⁽¹⁰⁾。

日本の場合、欧米ほどではないが、すでにいくつかの森林ファンドが設立・運用されている。以下、それらを紹介する。

図表3 野村アグリプランニング&アドバイザー株式会社のビジネスモデル



(出所) 野村アグリプランニング&アドバイザー株式会社HP : <http://www.nomuraholdings.com/jp/company/group/napa/>

(1) ミュージックセキユリティーズの森林ファンド

まず、森林ファンドについても、ミュージックセキユリティーズが運用するファンドを挙げることができる。同社が森林ファンドとして設立したのは、「西粟倉村共有の森ファンド二〇〇九」および「西粟倉村共有の森ファンド二〇一〇」である。

両ファンドの対象事業は、西粟倉村、美作森林組合、株式会社トビムシが共同で実施する西粟倉村の森林（最大一五〇〇ヘクタール）を対象にした長期森林管理および木材生産に資する施業・販売事業であり、これら事業のうち、トビムシが実施する施業および販売支援業務から得られる収入の一部を出資者に分配する。

トビムシは環境リサイクルや地域再生事業などを手がけるアマタホールディングス（JASDAQ上場）の一〇〇%子会社であり、林業再生に特化している。日本でもっとも施業技術のある三重県尾鷲の「速水林業」との資本提携も行い、林業の川上から川下までのトータルな支援事業を日本全国で展開している。

また、両ファンド対象資金使途は、森林管理に係る生産性の向上と施業費用を低減する高性能林業機械の購入費用、持続可能な森林経営の証明であり、木材の品質と付加価値を高めるFSC認証取得費用などである。

具体的なスキームは、図表4の通りである。

ここで運用されている二つのファンドのうち、「西粟倉村共有の森ファンド二〇一〇」のファンドの概要は、募集金額・二四二〇万円（最大）、一口五万円（上限・一〇口五〇万円）であり、すでに「同ファンド二〇〇九」において二五二〇万円の募集を完了しており、両ファンド合計は、四九四〇万円となる。

出資者への分配金は、①美作森林組合への施業支援に関する林業機械レンタル収入（見込）…年平均六三二万七〇〇円×八年四ヶ月契約Ⅱ五三〇六万二八〇〇円（会計期間中二ヶ月は積雪のためレンタル収入なし）、②木

上高から美作森林組合への施業委託費、トビムシへの販売支援支払、原木市場手数料、森林保険料などの経費を差し引き、利益が残った場合、森林所有者とトビムシに施業収益分配金として配分される。具体的な収益シミュレーションは、図表5である。

なお、出資者への特典として、①西粟倉村の森の学校施設内に出資者名を記載したプレートを設置、②西粟倉村の木の家（モデルハウス）無料宿泊および温泉入浴権の付与、③西粟倉村森の村振興公社の施設利用割引などがある。

(2) サステイナブル・インベスター「森林ファンド・一号投資事業匿名組合」(二〇〇六年)

まず、サステイナブル・インベスターは、エコバリユアアップ投資事業、森林再生事業、プライベートバンク型投資顧問事業、サステイナブル・インベスター（持続可能な投資家）育成事業、企業価値向上コンサルティング事業、M&Aアドバイザー事業を営んでおり、経営陣は野村証券、野村プリシパル・ファイナンスなど金融機関出身者である。すでに、二〇〇六年七月、エコバリユアアップ・ファンド・一号投資事業匿名組合を募集している。これは、環境対策に優れた法人、将来的に環境改善の可能性が高い法人、環

図表5 「西粟倉村共有の森ファンド2010」の収益シミュレーション

事業収益		出資者収益			
機械レンタル 収入(円)	販売支援 収入(円)	1口払戻額 (円)	利回り	源泉徴収後	
				1口受取額(円)	利回り
53,062,800	0	42,966	-14.10%	42,966	-14.10%
53,062,800	5,000,000	45,496	-9.00%	45,496	-9.00%
53,062,800	10,000,000	48,027	-3.90%	48,027	-3.90%
53,062,800	13,899,520	50,000	0.00%	50,000	0.00%
53,062,800	15,000,000	50,256	0.50%	50,205	0.40%
53,062,800	20,000,000	51,420	2.80%	51,136	2.30%
53,062,800	25,000,000	52,584	5.20%	52,067	4.10%

(出所) ミュージックセキュリティーズHP、<http://www.musicsecurities.com/communityfund/details.php?st=i&fid=145>

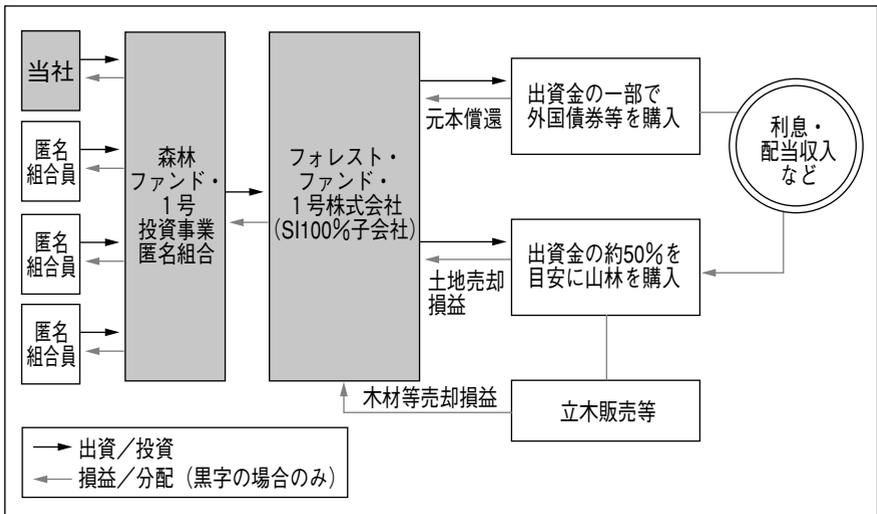
境改善の寄与度の高い技術やビジネスモデルを有する法人の発行する有価証券に投資するファンド（募集総額二億七八一〇万円）である。

同社が、二〇〇六年一二月から二〇〇七年三月にかけて募集したのが、「森林ファンド・一号投資事業匿名組合」である。このファンドでは、募集総額の半分は山梨県三富に一八ヘクタール、東京都檜原（ひのはら）村に一〇ヘクタールの山林を購入し、残りは格付けの高い外貨建て債券などで運用し、運用益を草刈りや間伐の費用に充てることになっている（図表6）。

出資は、一口一〇万円で、募集総額七三〇〇万円、全国八四人の投資家が出資した。運用期間は一四年（二〇二〇年八月末）で、損益は、木材等および土地の売却損益である。なお、出資者には、植樹会などが開催される。

手数料は、申込手数料…五%、管理報酬…年二・一%、成功報酬…毎期の計算上の利益の二一・〇%である。

図表6 「森林ファンド・1号投資事業匿名組合」のスキーム



(出所) サステイナブル・インベスターHP、<https://www.sustainable-investor.co.jp/si/fund/detail.html>

まとめ

近年、農林業への注目が高まる中、銀行、証券会社、投資ファンドによる農林業への取り組みが進展している。現時点では、このような取り組みは、萌芽的・限定的であるが、農林業再生に対して、どのような役割を担い得るのであるうか。

まず、従来の農業金融は、系統金融機関を中心とした固定的なチャネルに限定されていた。しかし、様々なファンドが登場することによって、金融チャネルが複雑化し、選択の幅が広がることが考えられる。このことは農林業経営の在り方にも影響を及ぼし得る。

次に、現在の農業の課題の一つとして、後継者不足が挙げられている。その反面、就農に関心を持つ若者が増加していることも指摘されている。ただし、就農する際には、一種のベンチャー起業であり、資金や当面の生活費が必要となる。しかし、必ずしも十分な支援が得られないのが現状である。その際、様々な金融チャネルや金融スキームが構築されれば、新規参入や就農支援につながる可能性がある。

第三に、金融機関は支店網や取引先などのネットワークを有しており、単に金融チャネルとしてだけでなく、販路開拓やマーケティング面の支援も可能である。すでに関西の金融機関が農産物や食品のアジアへの輸出支援を本格化させていることも報じられている⁽¹²⁾。日本の農産物は、高い品質を有していることから、アジアでのニーズも高まっている。今後、金融機関のネットワークが有効に機能する可能性は高いと考えられる。

(謝辞) 本稿を作成するに際し、小松真実氏(ミュージックセキュリティーズ)、瀧澤信氏(サステイナブル・インベスター)、

饒村健氏(アグリビジネス投資育成株式会社)、若林滋和氏(野村アグリプランニング&アドバイザー株式会社)、西澤隆

(同) にインタビューさせていただきました。厚く御礼申し上げます。

注

- (1) 室屋有宏「増加する大企業の農業参入」『農中総研情報』二〇〇九年九月号、二二三ページ、参照。
- (2) 『日本経済新聞』（北海道版）二〇〇六年六月三〇日、参照。
- (3) 愛媛銀行HP： <http://www.himegin.co.jp/info/gaiya.html> 参照。
- (4) 『愛媛新聞』二〇〇七年二月七日、参照。
- (5) ドーガン・インベストメンツHP： <http://www.dogan.jp/topics/data/pdf/20080730a.pdf#search=鹿兒島銀行アグリクラスターファンド>、
- (6) 宮崎銀行HP： http://www.miyagin.co.jp/pdf/0757_pdf_data.pdf#search=宮崎銀行ネオアグリファンド、
- (7) 『日刊工業新聞』二〇〇九年二月一八日、参照。
- (8) このファンドは、農林中金そのものではなく、農林中金が出資する「JAバンクアグリ・エコサポート基金」が出資するものである。同HP： <http://www.jabank-aes.or.jp/news/pdf/080804.pdf#search=農林中金アグリ・エコ>、参照。
- (9) 関雄太「欧米機関投資家の注目を集める森林投資」『資本市場クォーターリー』二〇〇七年夏号、一七八〜一七九ページ、参照。
- (10) 飯塚正章、神坂潔、オレグ・カピノス「日本の年金基金にとつての森林投資の導入意義」『証券アナリストジャーナル』二〇〇九年九月、八二ページ、参照。
- (11) ここで「営業者が新規に開拓した販路」としているのは、従来の販路が、森林組合を通じた、原木市場を通じての丸

太の販売が中心であったのに対し、このファインドでは、トビムシの一〇〇%子会社で、西粟倉村で商社的な活動を行っている「森の学校」が、製品市場を通じて角材の販売、大手製材会社と提携した販売、工務店などと提携しての住宅部材の販売、ワリバシの原木販売などを手掛けることを想定している。

(12)

『日本経済新聞』二〇一〇年一月二十五日、参照。

(まつお じゅんすけ・客員研究員)

フラッシュ・クラッシュ後の対応策

清水 葉子

はじめに

すでに報じられているように、二〇一〇年五月六日、アメリカ証券市場で先物市場と現物市場の両方にわたって大幅な価格変動が発生し、後に「フラッシュ・クラッシュ」と呼ばれて原因の究明や対応策が高い関心をひいている。この日、午後一四時四〇分から一五時にかけて、ダウ工業株三〇種平均株価指数が五分間で五七三ドルもの急激な値下がりを示した直後、わずか二分足らずで五四三ドルも急騰してほぼ急落前の価格に戻したことで、市場は大きく混乱した。市場全体の変動もさることながら、個別銘柄の価格でも、この二〇分間に個別株やETFなど多くの商品で五%から一五%もの価格変動が見られただけでなく、三二六銘柄にわたる二万件以上の取引（ETFを含む）が、急落直前の価格と比べて六〇%以上も下回る低価格で取引された。さらに、一セントという最低価格での取引や、逆に一〇万ドルといったきわめて高い価格での取引が多数成立してしまったことも大きな問題となった。結果的には、取引所やFINRAなどの市場運営側が、急落前から六〇%以上乖離した価格での取引を対象に、過去最大の取り消し措置を行った。

五月六日の株価急落については、SECとCFTCによる合同調査結果が二度にわたって発表された。調査では、当初に原因とされた誤発注やハイ・フリクエンシー・トレード（高頻度取引、HFT）などが急落の原因になったという可能性は否定されたものの、単一の原因が見つかったわけではなく、流動性の極端な低下や注文回

送の問題など、いくつもの要因が複合的に重なりあったことが指摘されている。⁽¹⁾

五月六日の価格急変動による混乱の基本的な背景には、取引所外の市場であるATSや証券会社の店内付け合せなど、取引の場が複雑に分散したアメリカ証券市場の状況や、自動化されたアルゴリズム取引などの市場慣行が複雑に絡み合っていると考えられ、こうした現状に規制が十分ついていないのではないかという懸念を引き起こした。本稿では、フラッシュ・クラッシュ後に矢継ぎ早に提示された対応策を検討する。

1 統一サーキット・ブレーカー

従来から、一定以上の価格変動発生時に市場全体の取引を停止するサーキット・ブレーカー制度がアメリカには存在するが、今回のフラッシュ・クラッシュでは、市場全体にサーキット・ブレーカーが発動されることはなかった。これは、従来のサーキット・ブレーカーの発動基準が前日終値からの下落率一〇%と定められているのに対し、五月六日のダウ平均の下落率が九・一六%と発動基準に及ばなかったためである。とはいえ、先に見たように個別の銘柄の下落率には極端なものが多数見られたほか、結果的に多くの取引が取り消しに追い込まれるなど、その影響はさわめて大きく、フラッシュ・クラッシュでは従来タイプのサーキット・ブレーカーが十分機能しなかったと考えられる。また、ニューヨーク証券取引所など特定市場が取引を抑制したために、注文が他市場に流れて下落を加速したといった見解も見られるなど、市場間でルールや慣習が異なることが、被害を拡大したという問題意識が高まった。

このため、SECは、サーキット・ブレーカーについてのルールを市場間で統一するとともに、単一銘柄ごとに大幅な値動きがあったときに取引を止める制度を導入する。これは従来の市場全体を停止するサーキット・ブ

レーカーに加えて、銘柄ごとに取引を止めるものであるため、単一銘柄サーキット・ブレーカー (Single Stock Circuit Breaker, SSCB) と呼ばれている。

今回の提案内容は、まずは二〇二〇年二月一日までのパイロット (実験) プログラムとして導入し、対象証券は当初 S & P 五〇〇構成証券とされた。プログラムは六月一日に承認、コメント期間わずか一〇日間で施行された。その後、六月三〇日に、Russell 一〇〇〇構成銘柄と、指定した ETP を対象に追加する提案が行われ、九月一日に追加を承認している。⁽²⁾

このルールは、対象証券の上場市場 (プライマリー・マーケット) と、非上場で取引している市場 (非プライマリー・マーケット) とで内容が異なる。

①プライマリー・マーケットのルール

当該証券を上場しているプライマリー・マーケットでは、サーキット・ブレーカーの対象となつている証券が直前五分間に一〇%以上の価格変動をした場合には、当該証券の取引を五分間にわたつて停止する。このルールの適用時間は九時四五分から三時三五分とする (朝の寄付きを解消して以降から、大引けへの参加を確保できる時間までとするため)。プライマリー・マーケットで取引が停止されると、総合テープに取引停止を示す特殊な表示 (special indicator) を出すことで他市場に通知し、他市場でも取引を停止する。

取引再開については、基本的に五分の停止時間が経過してプライマリー・マーケットで取引が再開されれば、他市場も再開する。プライマリー・マーケットが需給インバランス以外の理由 (システムの不具合など) で再開できない場合には、プライマリー・マーケットはその旨を他市場へ通知し、他市場はその通知を受けてプライマ

リー・マーケットの再開を待たずに再開することができる。また、再開可能の通知がなくても、一〇分以上経過すれば、他市場は再開してよい。サーキット・ブレーカーは、誤発注による価格変動の場合には発動されない。

②非プライマリー・マーケットおよびFINRA

プライマリー・マーケット以外の市場は、右記の通りプライマリー・マーケットに合わせて取引を五分間停止する。プライマリー・マーケットが停止して一〇分経過するか、プライマリー・マーケットの停止が需給インバランス以外の理由の場合、他市場は再開してよい（ただしISEのみ例外とされている）。FINRAも同様に、店頭市場および取引所外市場であるATSでの取引を停止する。ただし、FINRAの再開にあたっては、どこか一カ所の取引所が再開するまでは再開することができない。

単一銘柄でのサーキット・ブレーカーは、日本の値幅制限とは性質の異なるルールであるが、SECは、事前⁽⁴⁾に決められた値幅以上の価格がそもそも出せない日本のようなルールを導入することも検討している⁽⁴⁾に言及している。

2 乖離した価格での取引 (erroneous trade) の取り消し

五月六日フラッシュ・クラッシュでは、結果的には下落前に比べて六〇%以上乖離した取引を取り消したが、参加者にとっては透明性に欠けた面がある。たとえば、急速な下落のなかで下落が始まった時点をどこに定めるのか、取り消しの対象とする乖離幅を六〇%としたことが正當かなど、取り消しの扱いが恣意的である、あるいは公正でないといった批判が寄せられたとされる。また、取引自体は取り消されるにせよ、合理性を欠く理由で

大きな価格変動が生じその価格で出来情報が流れることも、市場全体を大きく混乱させるので、市場参加者の予測可能性を高めるためにも取り消しの基準が客観化されている方が都合がよい。

こうした批判をうけて、SECでは、現行価格より一定以上乖離して成立した注文を「明らかな誤り (clearly erroneous)」とみなして取り消すこととし、乖離幅の客観基準を市場横断的に統一することとした。これにより、ボラティリティが拡大したときに、いつどのような条件で取り消しが行われるかが明確となり、市場参加者の予測可能性が高まる。SECでは、フラッシュ・クラッシュに先立つ二〇〇九年秋から誤発注の取り扱いルール制定を検討していたが、この時点では取引所ごとに取り消し基準について裁量を許す方式を想定していたとされる。フラッシュ・クラッシュの発生で、市場間で統一した取り消しルールを導入する方向に転換した。

提案内容は次の通りである。サーキット・ブレーカー対象証券についてはサーキット・ブレーカーの発動価格を参照価格とし、二五ドル以下の証券については参照価格から一〇%の乖離で取り消し、二五ドル超から五〇ドル以下の証券は五%の乖離で、五〇ドル超の証券は三%の乖離で、それぞれ取り消しとする。サーキット・ブレーカー対象証券の取り消しの適用時間帯はサーキット・ブレーカー発動時間帯と同じく、九時四五分から三時三五分とする。

一方、サーキット・ブレーカー対象外の証券およびサーキット・ブレーカー発動時間帯以外のケースについては、複数証券が巻き込まれたかどうかを基準とする。五分以内に五銘柄以上二〇銘柄未満の証券については、一〇%以上の変動で、二〇銘柄を超える銘柄で変動があった場合には、三〇%以上の変動で取り消しとする。変動をはかる参照価格は、変動直前の総合テープの出来値などを適用する。また、取引所の取引時間外については、変動基準を二倍にするほか、ETFについても別途定めている⁽⁵⁾。

本提案は、六月二一日提案リリースが発表され九月一〇日に承認された。

3 ダイレクト・マーケット・アクセスの制限

本提案は、フラッシュ・クラッシュに先立つ二〇一〇年一月に行われていたが、フラッシュ・クラッシュを経(6)て、一月三日に承認され、六〇日後に施行される。ダイレクト・マーケット・アクセス(DMA)、あるいはスポンサード・アクセスとは、顧客投資家がブローカー・ディーラーのMPID (Market Participant Identifier、会員識別番号) を使って直接的に取引所やATSに取引を発注する慣行である。ブローカー・ディーラーを経由する従来の発注方法に比べ、高速の執行、低い手数料、高度・複雑な取引戦略(アルゴリズムなど)の利用などの点で優れるとされ、利用が拡大している。

ダイレクト・マーケット・アクセスの場合でも、取引を仲介しているブローカー・ディーラーは、顧客投資家の取引についてインサイダー取引、相場操縦、空売り規制などを事前にチェックする法律・ルール上の管理義務を負っているが、中には、Unfiltered Accessと呼ばれるように、ブローカー・ディーラーによる事前管理が行われないまま投資家が市場に直接発注を行う例が見られ、SECは以前から問題にしてきた。こうした管理不十分なダイレクト・マーケット・アクセスは、「免許のない者に自分の車の鍵を渡すようなもの」(SEC議長シヤピロ) などとされ、強く批判されている。

管理不十分なダイレクト・マーケット・アクセスを許容すると、先述したように、インサイダー取引などの意図的なあるいは意図しない規制ルール違反に対し、ブローカー・ディーラーの事前チェックが働かない。このため、こうした取引が発注されてしまったことに対して、投資家はもちろんブローカー・ディーラーも経済上・規

制上のリスクを負うことになる。さらに、証券取引所やA T Sなどの市場運営者側も、高速で直接発注が行われることで市場のボラティリティが増大し、場合によっては注文取り消しへの対応やインデックスの修正などが必要となり、長期的に見た市場運営コストが上昇したり市場への信認が低下したりするリスクを負う。また、高速・アルゴリズム取引が拡大した現在の市場環境では、小さな誤発注が思いがけない大きなトラブルに拡大することも考えられる。⁽⁷⁾

以上のようなリスクに対して、ブローカー・ディーラーは、ダイレクト・マーケット・アクセスであつても事前に自動システムによるフィルターをかけて取引内容をチェックし、法や取引所ルール、S E Cルールに違反した取引を自動的に排除する義務を負うとされた。加えて、こうした事前チェックのための手続きを書面およびシステムで確立し、リスク管理の有効性をチェックし、ビジネス内容と照らし合わせて問題対処ができるよう定期的にシステムを点検・記録するとともに定期点検のための手続きを維持すること、C E Oあるいはそれと同等の者によるチェックも義務づけることなどが定められた。

4 Stub Quoteの禁止

マーケット・メーカーは、基本的に売り買い両方の気配を常時提示する気配提示義務が課されているが、流動性が十分でないなどの理由で取引を成立させたくないときには、極端に安い買い気配・極端に高い売り気配を提示し、意図的に取引が成立しないようにしながら、形式的に気配提示義務を果たしていることがある。たとえば一セントの買い気配、一〇万ドルの売り気配などを提示している場合は、気配を提示してはいても、売買成立を意図していないのは明らかであると考えられる。このように、マーケット・メーカーが売買を回避するつもりで

提示している極端な気配を *stub quote* と呼んでいる。五月六日のフラッシュ・クラッシュでは、多くの取引が一セントなど極端な価格で成立したが、これは成り行き注文などが、極端な流動性不足の中で *stub quote* に対して成立してしまったものと考えられる。こうした極端な取引は結果的には取り消されたものの、市場への影響は大きく混乱を招いた。

こうした事態に対応して、取引所上場証券の取引時間内の取引について、マーケット・メーカーが全米最良気配 (NBBO) の一定範囲内ではか気配を出せないよう制限することが提案された。具体的には、サーキット・ブレーカー対象証券については、NBBOの8%以内、サーキット・ブレーカー対象時間外では20%以内、サーキット・ブレーカー対象外の証券については30%以内に気配提示が制限される。ただし、気配更新のときに、1・5%程度の追加的な乖離 (*tick*) は認めるなど一定の柔軟性を盛り込んでいる。提案は、一月五日に承認され二月六日から施行される。

おわりに

この間、SECは二〇一〇年一月に市場構造に関する包括的なコンセプト・リリースを発表して、市場の分散や高頻度取引、アルゴリズム取引などの新しい市場動向に適合的なNMS再構築の方向性を探る方針を打ち出した。さらに並行して、フラッシュ・オーダーの禁止(二〇〇九年九月)、ダーク・プールの透明性向上(二〇〇九年一〇月)、本稿でとりあげたアンフィルタード・アクセスの禁止、大口取引者情報の収集(二〇一〇年五月)、統一オーダーブック・トレイルの導入(同五月)などをすすめている最中にフラッシュ・クラッシュが発生した。今回紹介した新しいルールの多くは取引所ルールとして導入されているが(サーキット・ブレーカー、注文取り

消し、stub quote)、市場構造の複雑化にともなうルール複雑化・パッチワーク化が進んでいる印象は否めない。証券市場の構造設計といったものが可能であるとすれば、市場間競争やテクノロジーの進展による大きなメリットと、規制コストの上昇の間にバランスをとることが必要ではないだろうか。

注

- (1) Report of the Staffs of the CFTC and SEC to the Joint Advisory Committee in Emerging Regulatory Issues, "Findings Regarding the Market Events of May 6, 2010", September 30, 2010. CFTC & SEC, "Preliminary Findings Regarding the Market Events of May 6, 2010", May 18, 2010. フラッシュ・クラッシュの詳細と、SECおよびCFTCの合同調査委員会が発表した右記二本の調査については、吉川真裕(二〇一〇)「フラッシュ・クラッシュ」米国株価急変動の実態」『証研レポート』一六六二号、同(二〇一〇)「フラッシュ・クラッシュに関する共同報告書」謎は解けたか」一六六〇号参照。
- (2) 並行してオプション取引についても現物が停止になったときに停止するルールを導入する。
- (3) 日本と異なり、アメリカでは取引所で証券を取引するのに必ずその取引所に上場しなければならぬわけではなく、他の取引所に上場されている銘柄であれば、SECに非上場取引特権(UTP)を認められれば非上場のまま取引することができる。このため、地方証券取引所等の多くは、ニューヨークやナスダックなど主要証券取引所の上場銘柄を非上場取引特権に基づいて取引している。

- (4) 前出Report of the Staffs of the CFTC and SEC to the Joint Advisory Committee in Emerging Regulatory Issues, "Findings Regarding the Market Events of May 6, 2010", September 30, 2010参照。

(5) レバレッジドETF、Exchange-Traded Noteについては、レバレッジ比率を掛けた変動基準を設ける。

(6) 提案については、清水葉子(二〇一〇)「ダイレクト・マーケット・アクセスに関する新規制」『証研レポート』一六五九号参照。

(7) リリースでは、誤発注によって特定銘柄のボラティリティが異常に高まったため市場運営者側が注文取り消しや指数の修正を行ったケースのほか、契約先ブローカーの信用制限を越えた多額の取引を管理できなかったため証券会社が多額の赤字を計上したケースなどが紹介されている。

(しみず ようこ・客員研究員)

個別株主通知とは何か

福本 葵

1 はじめに

二〇〇九年一月の株券電子化開始から二年を迎えようとしている。移行後、大過のない中で、個別株主通知については、いくつかの問題が発生している。例えば、施行後間もない昨年三月二三日、「社債、株式等の振替に関する法律施行令」の一部改正がなされた。つまり、「社債、株式等の振替に関する法律施行令」第四〇条が改正され、少数株主権等の行使期間は「二週間」から「四週間」に延長された。振替株式についての少数株主権等は、個別株主通知がされた後、政令で定める期間が経過する日までの間でなければ、行使することができないものとされている。株主総会に対する議案の提案権を行使したいとする市民団体等から、賛同者が揃って個別株主通知を行うのには、二週間では短いとする意見が提出され、これを受けて改正が行われたものである。

また、本稿で取り上げる個別株主通知を巡る高裁の解釈の相違についても問題点が指摘されている。経済産業省は、平成二二年六月二三日発表の「今後の企業法制のあり方について」という文書の中の「企業の組織再編・M&A支援」という項目の中でいくつかの提案を挙げている。提案の一つに「商事・金融高等裁判所（仮称）の創設」がある。ここでは現行制度の問題点として、「最近のM&Aや組織再編等に係る紛争事案において、第一審（地裁レベル）での判断が第二審（高裁レベル）で覆された場合における当該高裁の判断につき、同じ高裁の判決なのに異なる結果となっている事例が見受けられる」とあり、その具体例として、本稿で取り上げる事例を

挙げている。そしてその具体的な対応策として、「会社法・金融商品取引法など商事・金融紛争の控訴審・抗告審を専門的に審理する部を設けて事件の処理を集中させ、これを「商事・金融高等裁判所」と称するものとする。」としている。その理由は、「M&Aや組織再編、証券市場における株式の取扱等に係る紛争事案においては、株式の価格認定や実務特有の手続の瑕疵などが争点となることが多く、その判断には法解釈のみならず、ファイナンスや実務上の取扱等、高度に専門的な知見が必要となってきた。しかし、こうした新たな紛争類型に対して、控訴審・抗告審レベルにおいては専門的体制が設けられておらず、現在のところ、この分野における裁判所の専門的処理体制が必ずしも十分ではないとの指摘がある。」⁽¹⁾からであると述べている。

個別株主通知については、少数株主権行使の際に必要な手続であるにも関わらず周知のものであるとは言い難い。証券会社の窓口対応での混乱、手続の遅延が見られ、個別株主通知受付事務が証券会社の窓口まで徹底していない実態が伺える。

そこで、本稿では、個別株主通知を巡る高裁での解釈の相違について分析し、何が起きたのか、個別株主とは何か、何が問題なのかを考察したい。

2 メディアエクステンジの事例

(1) フリービットによるメディアエクステンジ株式の公開買付

メディアエクステンジは、東証マザーズ上場のインターネット関連会社であった。⁽²⁾二〇〇五年一月にライブドアの傘下に入ったが、ライブドアの証券不祥事の影響を受け業績が悪化し、二〇〇七年一月には提携関係を解消した。その後も業績不振が続いていた。ライブドアとの提携解消後、日本SGI株式会社とも資本提携を行

ったが、業績悪化に歯止めがかからなかった。そこで東証マザーズ上場のインターネット関連企業であるフリービット株式会社の完全子会社となるため、フリービットによる公開買付が行われ、上場廃止を目指すこととなった。⁽³⁾

フリービットによる株式公開買付は、公開買付期間、平成二十二年一月一三日から平成二十二年三月一二日まで(二〇営業日)、買付価格は普通株式一株につき二万四二一九円で行われた。この公開買付けによりフリービットはメディアエクステンジの株式を七万八九五八株取得した。この結果、フリービットはメディアエクステンジ株式を公開買付以前に所有していたものと併せて、七万九〇五七株保有することとなり、その所有割合は八二・四六%となった。⁽⁴⁾

(2) 全部取得条項付株式を発行するための法的な手続

フリービットの完全子会社となるための第二段階は、メディアエクステンジの定款の一部を変更し、普通株式を全部取得条項付株式とする手続である。全部取得条項付種類株式とは、一〇〇%減資を容易にするために会社法によって導入された種類株式の一種である。

一般に全部取得条項付種類株式を発行するためには、以下の手続を経なければならない。まず、これまで普通株式しか発行してこなかった発行会社は、定款の一部を変更し、種類株式発行会社となる。次に、既に発行されている普通株式を全部取得条項付種類株式とするための定款変更を行わなければならない。これらの定款変更には、株主総会の特別決議を必要とする(三〇九条二項二一号)。また、全部取得条項付種類株式の内容も定款で定めておく必要があり、その内容は、一〇八条二項七号の取得対価の価額の決定方法、全部取得を実行するため

の株主総会決議を行うことができる条件を定めるときは、その条件を定める。さらに、全部取得条項を付される種類株式の種類株主総会（三二四条二項一号）の特別決議も必要であり、全部取得条項を付すことに反対の株主には、株式買取請求権が与えられる（会社法二一六条一項二号）。また、取得価額に反対の株主には裁判所への取得価額申立決定権がある。

さらに、全部取得条項付種類株式取得のための株主総会の特別決議も必要となる。取締役は、この株主総会において、全部取得条項付種類株式の全部を取得することを必要とする理由を説明しなければならない（一七一条三項）。発行会社は株主総会の特別決議によって、取得対価の内容（金銭、社債、新株予約権など）、数額等又はその算定方法、取得対価を交付する場合は、その割当てに関する事項、会社が全部取得条項付種類株式を取得する日（取得日）を定めなければならない（一七一条一項）。

実務上は定款変更の株主総会、種類株主総会、それに続く全部取得条項付種類株式取得のための株主総会の特別決議までを一回の株主総会で行うことができる。

（3）反対株主による価格決定の申立（会社法一七二条一項）

全部取得条項付種類株式によって株主から株式を取得する場合、決議された価額に不満のある株主は、裁判所に価格決定の申立てをする権利が与えられている。そのためには、まず、株主総会に先立って全部取得条項付種類株式取得反対の旨を通知し、さらに株主総会において取得に反対し、株主総会の日から二〇日以内に裁判所に対し、全部取得条項付種類株式の取得の価格決定の申立なければならない。

(4) メディアエクステンジの全部取得条項付株式

平成二十一年六月二十九日付けの株主総会及び種類株主総会において、

- ① 資本金及び資本準備金の額の減少
- ② 定款の一部を変更して種類株式発行会社とすること
- ③ 上記②の議案が承認された定款変更の効力が生ずること等を条件とし、②による変更後の定款の一部を変更し、発行する全ての普通株式に全部取得条項を付すこと

④ 上記②及び③の議案に係る定款変更の効力が生ずること等を条件とし、株式の全部取得株式と引き換えに別個の株式を交付すること

が承認された。⁽⁵⁾

また、全部取得条項付株式の対価としてA種種類株式を設けることとなった。また交換比率はA種種類株式対全部取得条項付普通株式Ⅱ一対一万六〇〇〇となった。全部取得条項付普通株式の取得対価として交付されるA種種類株式は、フリービット以外の株主には一株未満の端数となる。このため、フリービット以外の株主には、株式処分代金が支払われる。価格は一株につき公開買付価格の二万四二一九円であった。これにより、メディアエクステンジ普通株式は、平成二十一年七月三〇日付で上場廃止となった。

また、メディアエクステンジは、平成二十一年七月一四日の取締役会で、A種種類株式の交付の基準日を八月四日と定め、平成二十一年七月一五日、会社法二二四条三項の規定により公告し、保管振替機構に対し、平成二十一年八月四日を基準とする総株主通知を実施するように依頼した。メディアエクステンジによる全部取得条項付普通株式の取得及びA種種類株式交付の効力発生日は平成二十一年八月五日であった。

3 株主を特定するための方法

本稿で取り上げる三つの事例は、メディアエクステンジが全部取得条項付株式を取得する際、株主総会で決議された価額に反対するそれぞれの株主が、価格決定申立前に個別株主通知をせずに申し立てたものである。事件の詳細を見る前に、個別株主通知とは何かについて概観したい。

株券電子化以前、株主名簿は株券を保有する株主の株主名簿と保管振替制度における実質株主名簿とがあり、基準日には両者が合算され、株主名簿が作成されていた。保管振替制度にある実質株主が少数株主権を行使する場合、保管振替制度機構から預託していた株券を引き出し、名義書換することによって対抗要件を具備し、株主権を行使していた。株券電子化後は、株券を引き出すことができなくなった。

株式等振替制度においては、振替機関が、振替法（第一五一条）に基づき、株主確定日における振替口座簿の記録事項を発行会社に通知する。この通知を総株主通知という。会社法が基準日（会社法一二四条一項）を定め株主に一斉に行使を認める権利については、振替機関からの総株主通知（振替法一五一条）による名義書換（振替法一五二条）がなされる。

次に、個別株主通知は、振替機関が、振替法（第一五四条）に基づき、会社法一二四条一項に規定する以外の権利、つまり少数株主権等を行使しようとする加入者に係る振替口座簿の記録事項を発行会社に対して通知するものをいう。少数株主権を行使しようとする株主は、口座管理機関である証券会社を通じて、振替機関から発行会社に対して、個別に通知を行うよう申し出る。

個別株主通知が、株主からの申し出によって行われるのに対し、発行会社が現在の株主を知る方法に発行会社による情報提供請求がある。株式等振替制度では、振替口座簿の記録事項を証明した書類の交付又は当該事項に

係る情報の提供を請求できる主体として、加入者本人のほか、発行会社等の加入者の口座に利害関係を有する者についても、正当な理由があるときは、加入者の直近上位機関に対して当該直近上位機関が定める費用を支払って、情報提供の請求を行うことができる。

4 個別株主通知の解釈を巡る高裁の三つの決定

(1) 高裁の異なる三つの決定

以下の三つの事例のいずれも、メディアエクステンジは、反対株主が裁判所への価格決定の申立前に個別株主通知をしていないから、社振法一五四条二項の規定により本件申立は不適法であると主張した。⁽⁶⁾

第一審（地裁）決定は、それぞれ価格決定申立期間内（株主総会の日から二〇日以内）に個別株主通知を株券電子化会社（メディアエクステンジ）に到達させなければならないと解して、申立は不適法であるとして却下した。そこで、それぞれの原告人（反対株主）が抗告した。

(2) 平成二二・一・二〇東京高裁第一五民事部決定、平成二二年（ウ）第二二一六号株式価格決定申立却下決定に対する抗告事件、抗告棄却〔①事件〕、原審 平成二一・一一・一三東京地裁決定、平成二二年（ヒ）第三四三三号

原審は、申立ては不適法であるとして却下した。

東京高裁の判決は以下のように述べている。

「本件申立て（裁判所に対する価格決定の申立て）は、少数株主権の行使の一態様であり、その行使は株主総会の日から二〇日以内に行わなければならないところ（会社法一七二条一項）、本件申立てにおける個別株主通

知は単なる対抗要件ではなく、振替制度の下、会社法一七二条一項所定の株主が、同時点において自らが同条の『株主』であることを立証するための要件であるから、同条項の申立期間内、すなわち、株主総会の日から二〇日以内に具備しておかなければならないというべきである。」⁽⁷⁾とし、裁判所への申立期間内の会社への個別株主通知をすることを要するとした。

(3) 平成二二・二・九東京高裁第一四民事部決定、平成二二年(ラ)第二二一五号株式価格決定申立却下決定に対する抗告事件、原判決取消し・差戻し「②事件」、原審 平成二一・一一・一三東京地裁決定、平成二二年(ヒ)第三三九号

原審は、申立ては不適法であるとして却下した。

東京高裁の判決は以下のように述べている。

「会社法一七二条一項は、価格決定の申立てをする者の資格を一定の株主に限定し、申立てができる期間を会社法一七一条一項の株主総会の日から二〇日以内としているものの、明文上、申立時あるいは上記期間中に株主資格について対抗要件を備えることまで要求していない。また、実質的にみても、会社は、上記株主総会の招集に際しては、同法一七二条一条一項一号の要件を充足する申立人については、株主と認めて招集通知を送付することが予定されており、同条項の申立ては同株主総会からわずか二〇日以内にあるのであるから、同条項が、その申立時において、会社が申立人の株主資格を争うことを想定して前もって対抗要件を具備しておくことまで要求していると解することはできない。また、上記二〇日以内に個別株主通知がされなければならないとすると、その手続に要する期間を加味する必要が生じ株主の考慮期間が限定されることになる上、価格決定の申立ての効

力が、会社が申立人の株主資格を争う旨を表明する時期や振替機関が個別株主通知をする場合の事務手続きの都合などに左右されることになって相当でない。

そうすると、価格決定の申立て後、会社が申立人の株主資格を争う旨の陳述をした場合には、その審理期間中すなわち裁判所の決定がされるまでに、個別株主通知の手續を行って対抗要件を具備すれば足りると解すべきである。そう解しても、申立期間を二〇日に限定して総会決定をめぐる法律関係の早期安定を図った主旨に反するとはいえないし、特段価格決定の審理に支障を生じるといふこともない。

したがって、相手方の上記主張は理由がない。⁽⁸⁾とし、裁判所の価格決定申立事件の審理終結までの間に会社への個別株主通知をすればよいとした。

(4) 平成二二・二・一八東京高裁第一七民事部決定、平成二二年(ラ)第二二一八号株式価格決定申立却下決定に対する抗告事件、原判決取消し・差戻し「③事件」、原審 平成二二・一一・一三東京地裁決定、平成二二年(ヒ)第三三六号

原審は、申立ては不適法であるとして却下した。

「3. 価格決定申立権と少数株主権等の行使

価格決定申立権は、会社法一二二四条一項に規定する権利に該当するか、少なくとも同項に規定する権利に関する規定を類推適用すべき権利であって、社振法一五四条一項に規定する少数株主権等には該当しないものと解すべきである。…中略」

「(6) 結論

以上に説示してきたところによれば、取得の基準日における株主であることが価格決定申立権行使の要件の一つとなり、会社は取得の基準日の総株主通知により価格決定申立権を有する株主を知ることができ、総株主通知とは別に個別株主通知を受けることにより会社が受けるべき格別のメリットは認められず、価格決定申立前に個別株主通知を要求する株券電子化会社における価格決定申立権の行使が通常の会社におけるよりも著しく株主に負担を課す結果となり、個別株主通知も制度設計自体もこれを価格決定申立権に適用するにはあまり合理性が認められないことを考慮すると、価格決定申立権は、基準日における株主であることが権利行使要件の一部を構成するものとして会社法一二四条一項に規定する権利に該当するか、少なくとも会社法一二四条一項に規定する権利に関する規定が類推適用されるものと解するのが相当である。：：中略」

「しかしながら、価格決定申立権は、定時株主総会の基準日の株主が同法一七二条一項一号に定めるところに従って反対を行ったこと、及び取得の基準日においても相手方の株主であることが要件となつているところ、原告人がいずれの基準日においても相手方の株主であることは、総株主通知により明らかである。そうすると、前説示の、株主が同法一二四条一項に規定する権利を行使するに当たって個別株主通知を要しないこととした実質的理由をすべて満たしているということができ、実質的に、原告人が行使した価格決定申立権は、同項に規定する権利といって差し支えないといえることができる。

そうすると、価格決定申立権の行使には社振法一五四条二項の規定は適用されないから、原告人の本件価格決定申立は適法である。これと異なり、本件価格決定申立を不適法として却下した原判決は、取り消すべきである。」⁽⁹⁾とした。

5 個別株主通知とは何か

(1) 個別株主通知の法的な性格は何か

上記、事件では個別株主通知の法的な捉え方が異なっていると考えられる。個別株主通知は、本案判決をするための前提条件である訴訟要件と捉えられるか、既に成立した権利関係、法律関係を他人に対して法律上主張することができるために必要とされる法律要件か。

会社法一三〇条一項は「株式の譲渡は、その株式を取得した者の氏名又は名称及び住所を株主名簿に記載し、又は記録しなければ、株式会社その他の第三者に対抗することができない。」とし、株主名簿の名義書換を対抗要件としている。株券等振替制度においては、会社法が基準日（会社法二二四条一項）を定め株主に一斉に行使を認める権利については、振替機関からの総株主通知（振替法一五一条）による名義書換（振替法一五二条）がなされる。

また、少数株主権については、社振法一四七条四項は「振替機関が第一四五条第三項の義務の全部を履行したときは、株主の権利（会社法第一二四条第一項に規定する権利を除く。次条第四項及び第一五四条において「少数株主権等」という。）の行使については、第一項の規定は、適用しない。」とし、名義書換を会社への対抗要件でないとしている（社振法第一五四条）。振替株式についての少数株主権等の行使については、会社法第一三〇条第一項の規定は適用せず、株主名簿の名義書換に代えて、社振法一五四条に基づく個別株主通知がなされる。株主は個別株主通知から四週間以内に権利を行使する⁽¹⁰⁾。

上記決定を個別に見てみると、①決定では、個別株主通知を単なる対抗要件としてではなく、自らが「株主」であることを立証する要件としている。会社法一七二条は株主としての価格決定申立ては株主総会後二〇日以内

に提起しなければならないとしている。この期間に個別株主通知を要求することは、個別株主通知を対抗要件ではなく、実質的に訴訟要件として捉えていることになる。一方、②及び③決定では、個別株主通知を訴訟要件としてではなく、対抗要件として捉えている。一方、立法担当者は、個別株主通知を株主名簿の記録に代わる会社に対する対抗要件と捉え、訴訟要件とは考えていない。⁽¹¹⁾

(2) 個別株主通知はいつまでに必要か

個別株主通知はいつまでに必要かという点については、①決定では、個別株主通知を単なる対抗要件ではなく、自ら株主であることを立証する要件であるので、申立ての時に必要であるとしている。②決定では、「価格決定の申立て後、会社が申立人の株主資格を争う旨の陳述をした場合には、その審理期間中すなわち裁判所の決定がされるまでに、申立期間を二〇日に限定して総会決定をめぐる法律関係の早期安定を図った主旨に反するとはいえないし、特段価格決定の審理に支障を生じるといったこともない。」とし、裁判所の決定がなされるまでに具備すればよいとしている。

(3) 個別株主通知に関する他の論点及びその他の論点

全部取得条項付株式の価格決定申立権のほかのような場合に、訴訟までに個別株主が必要とされているものがあるか。その代表的なものに組織再編等における反対株主の買取請求権（会社法四六九条、七八五条、七九七条、八〇六条及びそれに続く価格決定の申立て）がある。

全部取得条項付株式の価格決定申立権との共通点は、会社への反対の通知、総会での反対に続く一連の手續が

必要なこと、株主総会での反対の議決権行使は、総株主通知による個別株主通知ではなく、会社の総株主通知によることが挙げられる。これらについても、総株主通知によって、反対株主が権利行使できる株主であることが確認できている。であるにも関わらず、買取請求権、価格決定申立権のそれぞれの行使について、別個に個別株主通知が必要かという問題は存在し得る。また、全部取得条項付株式の価格決定申立権には、組織再編等における反対株主の買取請求権と異なり、会社が株式を取得する取得日の総株主通知を行う。つまり、会社は取得日の株主を総株主通知で知ることができる。

また、③決定では、価格決定申立権は会社への反対の通知、総会での反対に続く一連の手続であるので、会社法一二四条一項に規定する権利（総株主通知によって権利行使）に含まれ、少数株主権ではないと捉えている。そうであれば、個別株主通知は必要ないとしている。

社振法第一五四条は、少数株主権を行使する際、三項で規定する個別株主通知を行うこと、四週間以内に権利を行使することを規定している。つまり、少数株主権を行使するのであれば、個別株主通知が必要である。しかし、実務的には総株主通知によって、会社は相手方が株主であることを確認できていることになる。

6 おわりに

東京高等裁判所による株式価格決定申立却下決定に対する抗告事件は、個別株主通知の解釈、価格決定申立権の解釈の相違から異なる結果が導かれた。これは経済産業省の「今後の企業法制のあり方について」の中でも述べられている。レポートが述べるように、「株式の価格認定や実務特有の手続の瑕疵などが争点となることが多く、その判断には法解釈のみならず、ファイナンスや実務上の取扱等、高度に専門的な知見が必要となってきた

いる。」

個別株主通知の解釈についても、法解釈のみならず、実務上の取扱等、高度に専門的な判断が必要とされる。株券発行会社から株券等振替会社に移行したことによって、株主権の行使が困難になったり、システムに伴う遅延、事務手続きの遅延が株主の負担となったりする事態は、制度主旨と反するところであろう。

また、会社が総株主通知によって、相手方が株主であると確認できるか否かに関わらず、社振法第一五四条は少数株主権行使の際、個別株主通知を行うことを必要としている。③事件の結論で述べるように、総株主通知で確認できた場合、わざわざ個別株主通知を受けることによる会社のメリットとは何だろうか。

個別株主通知は株券等振替制度移行後の一番の問題点であるように思われる。今般の問題に関しても、最高裁での統一的な決定が待たれるところである。

また、本稿では詳細には述べていないが、③事件では、証券会社窓口における事務の混乱、不徹底のために個別株主通知が遅れている。このような遅れがなくとも、個別株主通知が証券会社によって受け付けられてから、発行会社に届くまでに事務的には一〇日程度を要している。これは個別株主通知が申立時までに必要とする立場に立つと、価格決定申立権のように行使に二〇日というタイムリミットのある権利を行使するには、あまりに長い。また、そもそも少数株主権行使の際には個別株主通知が必要だということが、株主に浸透しているとは言えないのではないか。個別株主通知については、関係者への制度の周知の必要性が感じられるところである。

(付記) 本項は平成三二年度日本学術振興会科学研究費基盤研究(C)一般による研究成果の一部である。

注

- (1) 経済産業省「今後の企業法制のあり方について」、一九頁。
- (2) 平成二一年七月三〇日、上場廃止。
- (3) 平成二二年九月一日付けで、フリービットは子会社となったメディアエクステンジ(MEX)のデータセンター事業を株式会社CECに売却した。
- (4) メディアエクステンジIRニュース、平成二二年二月二二日、「フリービット株式会社との資本業務提携及び当社株式等に対する公開買付けに関する賛同意思表明のお知らせ」。
- (5) メディアエクステンジIRニュース、平成二二年六月二九日、「定款一部変更等及び全部取得条項付普通株式の取得等に関する承認決議に関するお知らせ」。
- (6) 金融・商事判例、一三三七号、三一頁。
- (7) 金融・商事判例、一三三七号、二四頁。
- (8) 金融・商事判例、一三三七号、二七頁。
- (9) 判例時報、二〇六九号、一四四頁。
- (10) 社振法第四〇条法第一五四条第二項に規定する政令で定める期間は、四週間とする。
- (11) 「株券電子化開始後の解釈上の諸問題」、商事法務、一八七三号、五二～五三頁。

【参考文献】

・川島いずみ「商事判例研究 反対株主の取得価格決定申立てと個別株主通知―メディアエクステンジ事件―」東京高決平成

二二・一・二〇、東京高決平成二二・二・九、東京高決平成二二・二・一八」金融・商事判例、一三四三号、二～六頁、二〇一〇年六月二十五日。

・清水有希子「全部取得条項付種類株式の取得価格決定の申立ての際の個別株主通知の要否について判断した三つの事例」、ビジネス法務、一〇頁、二〇一〇年一月号。

(ふくもと あおい・客員研究員)

大手ネット証券を巡る最近の動向

深見 泰孝

1 はじめに

昨年来、ネット証券を巡って再編や手数料割引競争が再開した。前者に関しては、昨年一〇月二八日に発表されたマネックス証券とオリックス証券の合併が最も注目されたが、そのオリックス証券は、昨年三月にジェット証券を合併、八月には丸八証券の通信取引事業を吸収分割、さらに九月にはかざか証券のオンライントレード事業を買収し、規模の拡大を目指していた。

オリックス証券は合併理由を、「当社の戦略として、オンライン証券事業の装置産業的側面から、収益基盤の拡大を図るためには口座数の拡大と預かり資産の積み上げは必須要件である⁽¹⁾」と述べている。ネット証券を取り巻く環境は、手数料率が低下し、株式売買代金も減少している。こうした厳しい環境の中で生き残るためには規模の拡大が不可欠であると判断し、再編を引き起こしたのであった。

後者に関しては、昨年七月一〇日に楽天証券が日本株売買手数料を最大五八%引き下げて、ネット証券最大手のSBI証券と委託売買手数料を同水準にすると公表した。このことをきっかけに、SBI証券も手数料を引き下げ、両社の手数料引き下げ競争が起きた⁽²⁾。また、大和証券が信用取引手数料を今年七月から引き下げ、サブドットコム証券などもこれに追随した。これは、ネット証券が価格以外の差別化を図りにくいことを如実に示している。また、ネット証券の顧客は、短期での利益を狙うデイトレーダーへの依存が高く、乗り換えコストも不要

であるため、手数料の安い会社への乗り換えも容易である。そのため、楽天証券は手数料割引でシェア拡大を狙い、一方のSBI証券は既存顧客の流出を防ぐことが、その目的だったのであろう。

ネット証券を巡っては、ネット取引が個人投資家の売買代金の九割弱を占め、成長余地がほとんどないこと。収益構造が手数料収入や信用取引の貸付金利息に依存しており、収益基盤が相場動向に左右されること。そして、ネット証券の戦略は、その主な顧客が短期売買を繰り返して、細かく利益を積み上げるデイトレーダーであり、それゆえに彼ら向けの総合サイトを志向する戦略が採られていることが明らかに⁽³⁾されている。

さて、手数料率の低下や株式売買代金の減少を背景とした、再編や手数料引き下げが行われるなど、ネット証券はこれまでにない厳しい環境に置かれている。こうした厳しい環境の下で、収益の多様化に向けた新たな潮流は起きていないのであろうか。まず、ネット証券が置かれている環境を確認し、大手ネット証券を巡る最近の動向を考察したい。

2 ネット証券の置かれている環境

まず、ネット証券が置かれている環境を確認しておきたい。ネット証券は、一九九九年の株式売買委託手数料自由化をきっかけに、安い手数料をセールスポイントに急成長を遂げてきた。それは他社よりも安い手数料で、しかも頻繁に株式を売買する人たちに有利な手数料体系を採り、短期間での売買益を狙うデイトレーダーという新たな投資家に、高回転の売買をさせることで、収益を向上させてきた。それゆえ、営業収益は委託手数料と金融収益に依存してきた。

ところが、近年、ネット証券を利用した売買回転率が大きく低下を始めた。売買回転率を開示している松井証

券では、二〇〇五年第3四半期には二・四五だった月間株式売買回転率が、二〇〇七年第3四半期には一・一四、二〇〇九年第3四半期には〇・六八まで低下している。その結果、表1に示したように委託手数料収入は、各社とも相場が好調であった二〇〇六年三月期をピークに減少を続けている。もちろん、委託手数料の大幅な減収は、手数料収入と信用取引の手数料に大きく依存している、ネット証券の営業収益を大幅な減収に導いた。

このように収益が悪化する中、ネット証券に対して収益の多様化が叫ばれた。他方、ネット証券もそのための取り組みを行ってこなかったわけではない。その一例としては、PTS（私設取引システム）の開業が挙げられる。ネット証券は、個人投資家のブローキングに依存しており、機関投資家などに取引の場を提供することで、これまでとは異なる収入源の獲得と、機

表1 委託手数料収入の推移

(単位：百万円)

		2003.3	2004.3	2005.3	2006.3	2007.3	2008.3	2009.3	2010.3
SBI	委託手数料	4,002	10,502	18,689	40,175	31,695	30,873	22,741	19,524
	金融収益	1,933	2,719	5,803	13,231	17,471	21,744	16,344	13,012
	営業収益	7,774	14,765	27,175	60,214	57,413	64,500	47,543	46,114
	依存度	76.3%	89.5%	90.1%	88.7%	85.6%	81.6%	82.2%	70.6%
楽天	委託手数料	4,366	8,374	9,743	20,475	17,658	14,817	12,364	11,737
	金融収益	1,169	1,625	3,263	7,118	8,981	9,987	7,454	6,440
	営業収益	6,014	10,497	13,911	30,552	29,025	27,883	22,960	23,017
	依存度	92.0%	95.3%	93.5%	90.3%	91.8%	89.0%	86.3%	79.0%
マネックス	委託手数料	2,354	5,665	15,362	27,306	20,610	16,104	11,372	10,494
	金融収益	90	685	3,457	6,743	7,439	8,576	8,611	6,007
	営業収益	2,766	7,800	21,716	39,223	33,244	30,497	24,812	22,499
	依存度	88.4%	81.4%	86.7%	86.8%	84.4%	80.9%	80.5%	73.3%
松井	委託手数料	—	—	25,182	39,182	24,386	22,085	15,888	15,424
	金融収益	—	—	9,923	14,839	16,828	15,384	8,456	7,060
	営業収益	—	—	36,918	57,072	43,691	39,915	26,724	24,346
	依存度	—	—	95.1%	94.7%	94.3%	93.9%	91.1%	92.4%
カブドットコム	委託手数料	2,239	5,185	8,786	15,905	13,668	11,316	9,119	8,231
	金融収益	639	1,264	2,353	4,430	5,857	6,965	5,513	5,026
	営業収益	2,945	6,569	11,725	21,311	20,946	20,674	16,743	15,084
	依存度	97.7%	98.2%	95.0%	95.4%	93.2%	88.4%	87.4%	87.9%

(出所) 各社決算短信より作成

関投資家に向けた新たなサービス提供の可能性も生まれる。しかし、実際にはPTSでの取引量は表2に示したとおり伸び悩んでいる。

設立当初のネット証券各社は、安い手数料で断然のシェアを奪い、その販売力を背景に引受をはじめとする様々なビジネスを展開する、総合証券化を目指していた。しかし、最近SBI証券の井土社長は、総合証券化は難しいとの判断から、まずは将来に向けてリテールNo.1を目指す⁽⁴⁾と戦略の転換を、楽天証券の楠社長も、投資銀行業務も視野に入れていたが、IPOを中心とした法人業務はビジネスポテンシャルが低いため全面撤退するとし、両社ともリテール分野に特化することを明らかにした⁽⁵⁾。しかし、ネット証券が創業以来採ってきたビジネスモデルからの脱却は、現時点ではうまくいっておらず、相場動向に左右される不安定な収益構造が続いているのである。

3 最近のネット証券の動向

株式売買代金がピーク時の半分に落ち込み、低手数料戦略が曲がり角にきている今、ネット証券には収益の多様化に向けた新たな潮流も見られる。それは、次の三点に集約されよう。すなわち、一点目は取扱商品の拡充である。そして、二点目は長期投資家の獲得、三点目はグループ企業との連携によるビジネスチャンスの獲得である。以下、それぞれについて見てみたい。

表2 PTSでの売買金額

	取引所内取引	PTS取引	PTS取引が取引所内取引に占める割合
2002年	209,229,406	156,798	0.07%
2003年	255,342,134	101,578	0.04%
2004年	357,286,089	115,983	0.03%
2005年	534,774,213	227,916	0.04%
2006年	725,688,187	724,671	0.10%
2007年	795,118,610	1,952,081	0.25%
2008年	605,409,781	2,148,689	0.35%
2009年	390,224,627	2,992,802	0.77%
2010年 1月～10月	314,325,761	2,284,146	0.73%

(出所) PTS Information Networkの統計情報より作成

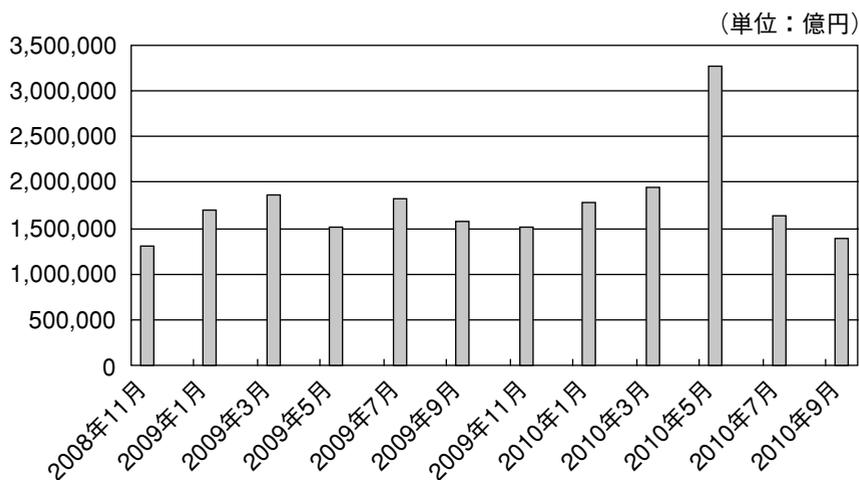
(1) 取扱商品の拡充

ネット証券の主たる顧客がデイトレーダーであることは、先に述べたとおりである。こうした顧客に対するアプローチとして、ネット証券は、二〇〇七年頃からFX取引の手数料を下げするなど、販売を本格化させた。二〇〇七年は、委託手数料収入が減少へと転じた年である(表1)。まず、図1で店頭FX取引の市場規模を確認しておきたい。

図1によれば、一部の例外を除き一五〇兆円から二〇〇兆円で取引高は推移している。また、レバレッジ規制導入が目前に迫った、二〇一〇年七月からは取引高が減少している。他方、大手ネット証券のFX取引売買代金の推移をまとめた図2によれば、二〇〇八年八月頃からSBI証券が売買代金を増やし、マネックス証券も二〇〇九年夏頃から売買代金を増やしている。では、FX取引がネット証券の収益にどのくらいの影響を与えたのであろうか。そこで、FX取引関連収入とそれが営業収益に占める割合を表3にまとめた。

表3によれば、SBI証券のFX取引関連収入が営業収益に占める割合は、二〇〇六年三月期の二・三%から二〇一〇年三

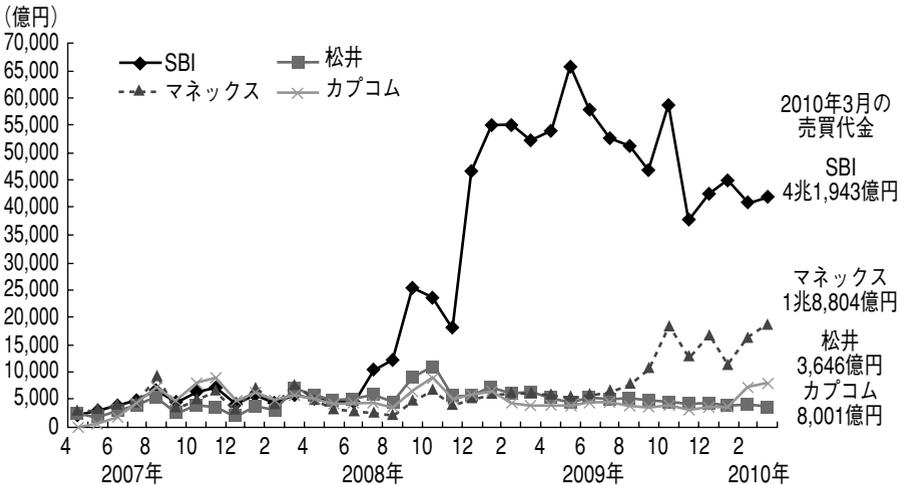
図1 店頭FX取引の月次取引高



(出所) 金融先物取引業協会「店頭FX月次速報値」より作成

月期には一四%まで拡大し、他社においても、営業収益の五%前後を占めていることがわかる。図2と表3によれば、特にSBI証券がFX取引の売買代金と関連収入を大幅に増やしていることがわかる。図2によれば、二〇〇八年七月頃と一一月頃、二〇〇九年四月頃にSBI証券は売買代金を増やしている。この時期にSBI証券は次の施策を行っていた。すなわち、二〇〇八年七月には既にFX業者が行っていた手数料無料化とスプレッドの大幅な縮小を実施した。また、二〇〇八年一月と二〇〇九年四月には、レバレッジ五〇倍の商品と一〇〇倍の商品をそれぞれ投入している。このことから、デイトレーダーを中心としたネット

図2 ネット証券大手4社のFX取引売買代金の推移



(出所) SBI証券「株式会社SBI証券 決算説明資料～2010年3月期～」より転載

表3 FX取引関連収入と営業収益に占める割合の推移

	SBI		マネックス		松井		カブドット	
	収益	割合	収益	割合	収益	割合	収益	割合
2006.3	1,394	2.3%	2,234	5.7%	1,420	2.5%	—	—
2007.3	1,612	2.8%	1,834	5.5%	1,176	2.7%	—	—
2008.3	2,069	3.2%	2,141	7.0%	1,484	3.7%	871	4.2%
2009.3	3,098	6.5%	1,590	6.4%	1,688	6.3%	1,063	6.3%
2010.3	6,657	14.4%	—	—	1,184	4.9%	750	5.0%

(出所) 各社決算短信および決算説明資料より作成

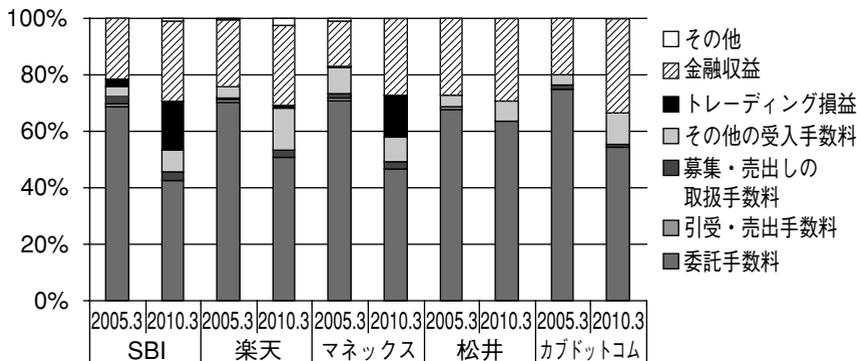
証券利用者が、価格変動が大きいFX取引の商品性を好んで取引を行ったと考えられる。

次に、FX取引がネット証券の収益多角化にどのような影響を与えたのかを考察したい。そこで、FX取引が活発化する前の二〇〇五年三月期と二〇一〇年三月期の大手ネット証券の収益構造を比較した図3を作成した。図3によれば、収益構造の変化が見られる。具体的には、SBI証券とマネックス証券はトレーディング損益が、楽天証券とカブドットコム証券はその他受入手数料が増加、収入に占める委託手数料収入の割合は減少している。

SBI証券の場合はスプレッドを中心に、トレーディング損益が二〇〇五年三月期の約七億円から、二〇一〇年三月期には営業収益の一七・九%にあたる八二億円へと急激に拡大している。また、レバレッジ規制が始まり、店頭FX取引の取引高が減少した二〇一〇年九月には、SBI証券は「逆手数料」キャンペーン⁶⁾とスプレッドの縮小をスタートさせた。売買金額の減少は、スプレッドで稼いでいたSBI証券にとって、スプレッド収入の減少に直結するため、こうしたキャンペーンを行ったのであろう。

マネックス証券もトレーディング損益が伸びていた。これはカバー取

図3 ネット証券の収益構造の変化



(出所) 各社決算短信より作成

引による収益の拡大である。マネックス証券は二〇〇八年四月に外国為替売買仲介業者であった、トウキョウフオレックス（現・マネックスFX）を子会社化し、同社とカバー取引を行っている。取引高の増加に従ってトレーディング損益は、二〇〇八年三月期の一億三〇〇〇万円（営業収益の〇・五％）から、二〇〇九年三月期には一億円（同四・四％）、二〇一〇年三月期には三四億円（同一五・二％）と大幅に収益を増やしている。他方、楽天証券とカブドットコム証券は、その他受入手数を増やしているが、決算短信によれば、そのうちの五〇％はFX取引の手数料であった。

（2）長期投資家層の獲得

ネット証券の収益構造は株式委託手数料収入に偏っており、デイトレーダーへの依存が高かったことは先にも述べた。他方、ネット証券での投資信託などの投資商品の販売は、あまり伸びていなかった。そこで、ネット証券は長期投資家層の獲得に向けた戦略として、二〇〇六年ごろからノーロード投信を販売し始めた。ノーロード投信とは、二〇〇五年一〇月にコスモ証券が販売を始めたのをきっかけに、ネット証券を中心に販売された販売手数料が無料の投資信託である。

マネックス証券では、二〇〇五年一二月にインド株式投信をはじめ三五本をノーロード投信にし、月間の販売額が前月のそれを八〇％上回った。楽天証券でもノーロード投信の取り扱いを始め、二〇〇六年一月には取り扱っている投信の六割がノーロード投信となり、カブドットコム証券でも二〇〇五年末から取り扱いを始め、二〇〇六年四月には国際投資信託顧問が運用する投信すべてを無料化した。⁽⁸⁾ その結果、ネット証券によるノーロード投信の販売残高は、二〇〇六年三月末には前年同期に比べ二倍強の六七〇億円となり、二〇〇七年三月末には約

一四〇〇億円とさらに倍増した。⁽¹⁰⁾

しかし、ネット証券による投資信託の販売金額は、業界全体の販売金額の数%に過ぎない。表4にネット証券による投信販売代金が業界全体の売買金額に占める割合を示したが、二〇〇七年三月期には業界全体の販売額の約3%に過ぎなかった。また、収益面でもそれほど効果も見出せない。表5にネット証券が受け取った信託報酬額と、営業収益に占める割合を示したが、これによれば、二〇〇六年三月期や二〇〇七年三月期には、多い会社でも3%に満たなかった。さらに、同時期には郵便局が投信販売に本格的に参入し、販売競争も激化した。そもそも投資信託は、詳しい説明が販売に繋がるといふ特性を持っており、対面での説明がないネット証券には、販売の難しい商品でもあった。

そこで、SBIイー・トレード証券は、「収益源を多様化するためにはネット専業では限界がある⁽¹²⁾」として、対面販売を行うSBI証券との合併（二〇〇七年一月）を決めるとともに、「ネット専業証券」から「リアル Based On ネット証券」へと戦略を変化させ、ネットとリアルの融合を目指した。また、SBI証券の井土社長は「説明が必要な金融商品をネットだけで売るには限界がある⁽¹³⁾」として、一五〇以上の会

表4 ネット証券による投信販売代金とその割合
(単位：百万円)

	ネット証券	売買金額	割合
2007.3	531,619	15,374,029	3.46%
2008.3	1,267,584	14,583,034	8.69%
2009.3	571,560	8,767,908	6.52%
2010.3	671,849	9,316,139	7.21%

(出所) 日本証券業協会「投資信託受益証券の売買等状況」、日本証券業協会「インターネット取引に関する調査」より作成⁽¹¹⁾

表5 投資信託代行手数料収入と営業収益に占める割合

(単位：百万円)

	2006.3		2007.3		2008.3		2009.3		2010.3	
	収入	割合								
S B I	236	0.4%	802	1.4%	1,901	2.9%	1,552	3.3%	1,428	3.1%
マ ネ ッ ク ス	362	0.9%	888	2.7%	1,523	5.0%	1,116	4.5%	1,017	4.3%
カブドットコム	81	0.4%	227	1.1%	359	1.7%	286	1.7%	330	2.2%

(出所) 各社決算短信および決算説明資料より作成

計事務所を金融商品仲介業者として活用していた日本インベスターズ証券の一部事業を譲り受けた（二〇〇九年七月）。また、二〇一〇年一月現在で金融商品仲介業者も含めた営業拠点は一三二拠点となり、金融商品仲介業者には、既に中堅企業のオーナーや医師を顧客基盤にもつ会計事務所や税理士事務所、コンサルタントに業務を委託していた。

また、楽天証券の楠社長は「数年後に投資信託の預かり資産残高を一兆円以上に増やす」方針を立て、富裕層顧客の獲得には「人間関係の構築が不可欠⁽¹⁵⁾」として、アメリカのR I A（Registered Independent Adviser）に類似したI F A（Independent Investment Adviser）支援サービスを二〇〇八年一〇月から始めた。楽天証券がI F Aとして採用しているのは、金融機関勤務経験者や独立系F P、既に富裕層や中堅企業のオーナーを顧客にもつ会計士、税理士である。サービス開始当初に業務委託契約を締結したI F A法人は三社であったが、現在は一六社に増えている。このサービスは、店舗、営業社員をもたないが故に安い手数料を実現したネット証券が、個人投資家と金融商品の間に存在する情報の非対称性の補完ができないという弱点を、最小限のコストで補完できるものと位置づけられている。

こうした金融商品仲介の成果は、両社の決算では明らかにされていないため断定はできない。ただ、S B I証券では、二〇一〇年三同期の顧客の年齢層は、三〇代が三三・一％、四〇代が二五・〇％、五〇代が一五・二％、六〇代以上が一七・一％と、これまでの顧客構成とそれほど大きな違いが見られないこと。日経平均株価の上昇率に比べて預り資産も増えていないこと。また、先にI F A制度を取り入れ、最多のI F Aを抱えていた日興コーディアル証券でも、それほど効果が上がっていないこと。⁽¹⁶⁾以上を鑑みると、あまり過度の効果を期待するのは難しいのではないかと推測される。

(3) グループ企業との連携によるビジネスチャンスの獲得

次の動きとして、SBI証券の井土社長が、「ネットの世界では単独のブティック型証券会社では厳しい⁽¹⁷⁾」と指摘しているように、グループ企業との連携によって、ビジネスチャンスの獲得を目指す動きがある。

まず、SBI証券が属するSBIホールディングスでは、銀行、損保、生保も含めた金融コングロマリットの形成が目指されている。SBI証券の金融商品仲介業者には、SBIモーゲージ、ヤフー、住信SBIネット銀行といったグループ企業も名を連ね、FX取引のカバー取引先はSBIリクイディティ・マーケットが行っている。また、住信SBIネット銀行とは、SBI証券での買付代金や信用取引の保証金に充当できる、銀証預り金一体化商品であるハイブリッド預金の販売や住信SBIネット銀行経由での証券総合口座の開設、投資信託の購入などに現金のキャッシュバックを行い、顧客を証券取引に誘導している。

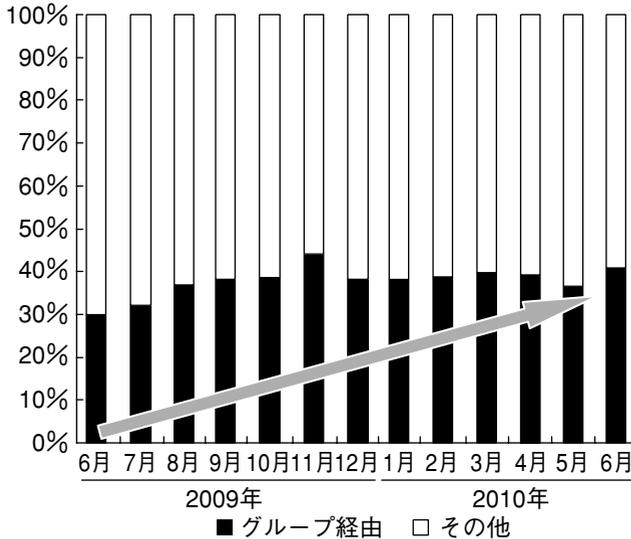
また、楽天証券の所属する楽天グループでは「楽天経済圏」の構築を事業戦略に位置付けている。楽天経済圏とは楽天グループが展開する様々なサービスを、IDを統一し、全てのサービスで利用可能な楽天スーパーポイントというロイヤリティプログラムを提供し、四七〇〇万人の楽天会員（二〇〇九年三月時点）に、複数のサービスをクロスユースさせ、グループとしてのシナジーの向上を目指すものである。楽天証券でも、楽天銀行との連携はもちろん、ロイヤリティプログラムも展開されている。

それは、楽天会員の証券総合口座開設はもちろん、楽天銀行を配当金受取口座に指定することや、一定額以上の投信の購入など多種多様な取引に対して、楽天スーパーポイントを還元するプログラムが設けられている。しかも、取引が複数になればなるほど還元されるポイント数が、大きくなるように設定され、クロスユースを促す仕組みとなっている。

こうしたポイント還元プログラムを有効に利用し、二〇〇九年度の楽天証券の新規開設口座に占める楽天会員の割合は、図4に示すとおり三〇%を超えている。同様に、楽天FX口座に占める楽天会員の割合も、二〇〇八年第一四半期こそ三%であったが、第二四半期は六%、第三四半期は二二%と増えており、ポイント還元を有効に活用した顧客拡大に成功している。

カブドットコム証券でもグループ内に属する金融グループとの証券仲介を始めとする連携によって、グループ力を活かした営業展開が行われた。まず、三菱東京UFJ銀行とは証券仲介サービスを、さらには三菱東京UFJ銀行系列の池田泉州銀行、中京銀行、三菱UFJニコス、ジャックスが金融商品仲介業務を行っている。ただ、表6によれば三菱東京UFJ銀行経由の金融商品仲介口座は全体の約五%、二〇〇八年三半期

図4 楽天証券における新規獲得口座の獲得経路構成比



(出所) 楽天株式会社「2009年度通期及び第4四半期決算説明」

表6 三菱東京UFJ銀行経由の口座開設数

	仲介 口座数	証券 口座数	仲介口座の 割合	仲介口座預り 資産残高	預り資産 残高	仲介口座の 割合
2007年3月	25,126	562,606	4.5%	359	12,451	2.9%
2008年3月	31,277	622,422	5.0%	391	10,211	3.8%
2009年3月	32,238	665,922	4.8%	—	8,713	—
2010年3月	40,184	700,162	5.7%	—	11,207	—

(出所) カブドットコム証券「決算短信」および「決算説明資料」より作成

の預かり資産も4%に過ぎず、三菱東京UFJ銀行と三菱UFJ証券（現…三菱UFJモルガン・スタンレー証券）とのそれに比べると、それぞれ約三分の一と半分に過ぎず、連携ビジネスはまだまだ十分とはいえない⁽¹⁸⁾。

他方、二〇〇六年九月には三菱UFJ証券と株式等の引受業務に関する包括業務提携を締結する。この提携以後、カブドットコム証券のIPO、PO取扱件数は、表7に示したとおり、ネット証券大手五社ではトップに躍り出る。また、三菱UFJファイナンシャルグループの子会社となったことで、格付けがBBB+からA+へ見直され、資金調達コストの低下による金融収支の増加（二〇〇七年三学期の四七億円から二〇〇八年三学期には五六億円へ）という効果も出ている。その他にも、二〇〇九年一〇月からはモルガン・スタンレーとの提携による「CME日経225先物」の取扱を開始して取扱商品の充実を図るなど、グループ企業との連携による効果が出ている部分もある。

4 むすびにかえて

これまでネット証券は、低手数料戦略で取引を増やし、収益を拡大させてきた。しかし、手数料を割り引いても、株式委託売買代金が増えず、ネット証券も収益の多様化に向けた新たな取り組みが必要となってきた。

そこで、ネット証券では収益の多様化に向け、取扱商品の拡充、長期投資家層の獲得、グループ企業との連携

表7 ネット証券大手5社のIPO/PO取扱件数の推移

		2006.3	2007.3	2008.3	2009.3	2010.3	
S	B I	IPO	46	124	58	17	11
		PO	14	12	11	1	1
楽	天	IPO	24	42	20	16	2
		PO	—	—	—	—	—
マ	ネ ッ ク ス	IPO	61	97	34	8	7
		PO	10	12	10	0	3
松	井	IPO	33	46	24	21	7
		PO	5	2	6	1	0
カ	ブドットコム	IPO	18	76	57	25	14
		PO	14	46	38	11	18

(出所) カブドットコム証券「決算説明資料」より作成

によるビジネスチャンスの獲得といった新たな取り組みが行われている。もちろん、これらがすべて収益の多様化に貢献しているわけではないが、中には今後の動向が注目される動きもある。

現時点で、最も収益の多様化に貢献しているのはFX取引であろう。SBI証券やマネックス証券ではトレーディング損益を、楽天証券やカブドットコム証券でもその他受入手数料を増加させている。ただ、FX取引に関わっては、レバレッジ規制が今年八月から導入され、店頭FX取引の取引高は、規制導入直前から減少を始めており、今後も同程度の収益をあげられるかは不透明な面もある。

そこで、ネット証券では先物・オプション取引やCFD取引に力を入れている。楽天証券やカブドットコム証券が、ミニ日経平均先物の手数料を半額にした。また、SBI証券や楽天証券、マネックス証券では、CFD取引のサービスを始めている。こちらも来年からレバレッジ規制が始まるが、国内外の個別株や指数、債券、商品など原資産の幅が広がるため、FX取引とは異なる広がりが見込まれる。このCFD取引の口座数は、楽天証券ではサービス開始から三カ月で四〇〇〇〇口座（二〇一〇年二月現在）、SBI証券では半年で一万口座が開設されており（二〇〇九年八月時点）、今後が注目されよう。

次に、相場動向に左右されない収益基盤づくりという観点では、投資商品の販売に向けた動きがある。これまでに、ノーロード投信の販売や金融商品仲介業者によるサービス提供なども行われてきたが、現時点では大きな効果を見出せてはいないと思われる。これに関しても、毎月一〇〇〇円から積み立てができる投信の積立買付サービスやラップ型投信の販売を行う会社もある。そして、グループ企業と連携したロイヤリティプログラムを利用した商品販売なども行われている。

ネット証券が収益の多様化のために行っている新たな取り組みからは、まだ成果がそれほどあがっていないも

のも多い。ただ、しばらくは、短期利益を追う投資家には価格変動の大きな商品を提供し、その一方で長期的投資家の獲得を狙う、収益構造の転換を目指した運営がされるのであろう。

注

- (1) http://www.orix.co.jp/grp/content/090915_shoken.pdf
- (2) 楽天証券の日本株売買手数料引き下げが発表されると、翌営業日である七月一三日にSBI証券は株式売買手数料を一律一割引き下げを公表。これを受けて、楽天証券は二日後に再度SBI証券と同等の手数料引き下げを公表した。
- (3) 福田徹「ネットトレーダー向け総合サイトを志向するインターネット証券会社」『証券レビュー』第四七巻第七号、財団法人日本証券経済研究所、二〇〇七年七月
- (4) 児玉智浩「井土太良SBI証券社長に聞く ネット証券は「二強四弱」対面チャネルで首位を盤石に」『月刊「BOSS」』一〇一〇年一月号、経営塾、p.90-92
- (5) 児玉智浩「楠雄治楽天証券社長に聞く 証券と銀行のシナジーで見た「楽天経済圏」の実現」『月刊「BOSS」』二〇〇九年二月号、経営塾、p.95
- (6) 逆手数料取引は、SBI証券がカバード取引先であるSBIリクイティ・マネジメントが一九の大手金融機関との取引で得た収益を売買金額に応じて還付し、それを原資として顧客に還元するサービス
- (7) 「日本経済新聞」二〇〇六年二月二十四日、七面
- (8) 「日本経済新聞」二〇〇六年四月六日、七面

- (9) 「日本経済新聞」二〇〇六年五月一日、七面
- (10) 「日本経済新聞(夕刊)」二〇〇七年六月二三日、一面
- (11) ネット証券の国内投信販売額には、証券総合口座におけるMRFなどの自動買付分を除いている。
- (12) 「日経金融新聞」二〇〇七年五月九日、三面
- (13) 武政秀明「成長力を失ったネット証券、決め手欠く主要各社の戦略」『金融ビジネス』Winter 2010、東洋経済新報社、p.57
- (14) 「投信預かり資産残高一兆円超目指す」ロイター通信、二〇〇八年五月二一日
- (15) 前掲「成長力を失ったネット証券、決め手欠く主要各社の戦略」p.57
- (16) 証券経営研究会編『金融システム改革と証券業』財団法人日本証券経済研究所、p.11
- (17) 前掲「井土太良SBI証券社長に聞くネット証券は「二強四弱」対面チャネルで首位を盤石に」、p.90-92
- (18) 二上季代司「最近の証券業界の動向」『証研レポート』一六五八号、二〇一〇年二月に掲載の数値との比較による。
(ふかみ やすたか・客員研究員)

証研レポート既刊目録

No.1646 (2008. 2)	執筆者	No.1655 (2009. 8)	執筆者
課徴金制度の改正について	梅本	矛盾するレボ差額非課税の論理	中島
ワーキンググループ報告の検討を中心に		企業再生手法の現状	松尾
反社会的勢力等の不正取引行為者の排除等について	坂下	一私的整理と法的整理をめぐって	
米国における「証券リテラルビジネス」の潮流	二上	レギュレーションNMS後のニューヨーク証券取引所の地位について	清水
政府系ファンドをどう見るか	伊豆	スポンサーなしADR急増の理由	福本
E U債券市場に透明性要件制度化は必要か	横山	クレジット・デフォルト・スワップ(CDS)取引の清算を米国の現状と考え方	志馬
レギュレーションNMSと米国株式会社市場	吉川		
No.1647 (2008. 4)		No.1656 (2009.10)	
株主とは誰のことか	奥村	リーマンショック後の金融規制	二上
一株式会社所有と会社支配		リーマンショック・MMF・FRB	伊豆
変貌する日本の国債保有構造	中島	フラッシュ・オーダー	吉川
企業再生の課題と展望	松尾	一問題の真相	
アメリカの私募市場拡大について	清水	〈再開〉に向け情報開示の整備進む証券化商品市場	横山
JDR (日本版預託証券)とは何か?	福本		
No.1648 (2008. 6)		No.1657 (2009.12)	
ユーロ域の企業金融と資本市場	入江	リーマン・ブラザーズ証券の破綻とフェイル債の整備に向けて	中島
一ユーロ導入後の傾向と変化		私的整理の拡充と課題	松尾
第三者割当増資の規制に関する英米の事例	二上	アメリカのダークプール規制について	清水
サブプライム問題とITバブル	伊豆	ノミニの自由裁量議決権行使を制限するNYSE規則452の改正	福本
取引所とクリアリング機関	吉川	独立取締役導入義務化を巡って	深見
証券化商品の原資産情報トレーサビリティ向上とは	横山		
No.1649 (2008. 8)		No.1658 (2010. 2)	
資金循環統計にみる国債保有構造の変化(再論)	中島	最近における金融経済教育の動向について	坂下
整理回収機構による企業再生	松尾	最近の証券業界の動向	二上
株券電子化後の株式担保	福本	IMFをめぐる最近の動き	伊豆
先物市場の分裂と取引流動性	志馬	SECの株式市場構造コンセプト・リリース	吉川
一大証225mini導入のインパクトを測定する		一レギュレーションNMSの修復	
No.1650 (2008.10)		規制強化迫られる証券化商品市場	横山
厳しい状況下のグリーンシート銘柄制度	坂下		
再考迫られる米系投資銀行ビジネス	二上	No.1659 (2010. 4)	
レバレッジド・ローン市場について	伊豆	歴史の教訓——グラス・スティーガル法——	奥村
MIFD後のヨーロッパ株式会社市場	吉川	リーマンショックとレボ市場の整備	中島
住宅ローン証券化商品の市場規模と価格形成	横山	一二つのワーキング・グループ	
No.1651 (2008.12)		新しい信託と事業再生	松尾
「貯蓄から投資へ」の動きとファイナンシャル・プランナー	坂下	ダイレクト・マーケット・アクセスに関する新規制	清水
創刊から五〇年を迎えた証研レポート	中島	議決権行使結果の開示	福本
ヘッジファンドが主役の新たな議決権売買	福本	機関投資家の議決権行使結果の開示について	深見
米国の空売り規制と住宅公社の救済	志馬		
No.1652 (2009. 2)		No.1660 (2010. 6)	
事業再生の新たな展開	松尾	地方銀行の証券ビジネス	二上
国際金融危機と短期金融市場	伊豆	FRBの出口戦略	伊豆
ヨーロッパの株式保有構造	吉川	フラッシュ・クラッシュ	吉川
金融危機下の債券フェイル多発について	横山	一米国株価急変動の実態	
No.1653 (2009. 4)		米国資産担保証券の開示規制強化にかかるSEC規則改正案	横山
銀行証券分離撤廃後の「ゲームのルール」	二上	シンガポール取引所のデリバティブ市場	志馬
一「CSEプログラム」のどこが間違っていたのか?		一市場の分裂者か?パイの共同メーカーか?一	
地域における中小企業再生の取り組み	松尾		
ドル不足はなぜ生じたか	伊豆	No.1661 (2010. 8)	
一米国におけるレボ市場と通貨供給方式		ギリシャの財政危機から何を学ぶか	中島
アメリカの市場分裂は深刻化しているのか?	清水	風力・太陽光発電ファンドの展開	松尾
一ダークプールの拡大について		一市民出資型ファンドを中心に	
ニューポートバイニングの現状と対応策	福本	統合監査追跡システムに関するSEC提案について	清水
二〇〇八年九月 米国金融システム危機と空売り規制	志馬	アメリカのコポレート・ガバナンス改革	福本
No.1654 (2009. 6)		我が国のPTSの現状と課題について	深見
「銀証融合」コングロマリット形成の意味するもの	二上		
パランスシートから見たFRBの金融危機対策	伊豆	No.1662 (2010.10)	
ヨーロッパの市場間競争	吉川	SEC、登録外務員(RR)に受託者責任(fiduciary duty)を適用	坂下
一取引所 MTF ダーク・プール		利回り「反」革命は定着するか	二上
住宅ローン関連不良資産買い取りスキームの困難性	横山	金融危機下の米国ネット証券会社	伊豆
		フラッシュ・クラッシュに関する共同報告書	吉川
		一謎は解けたか	
		国庫短期証券は国債か一公社債市場関連統計に関する一考察一	横山
		J-REIT市場の投資家構造	志馬

証券図書館

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

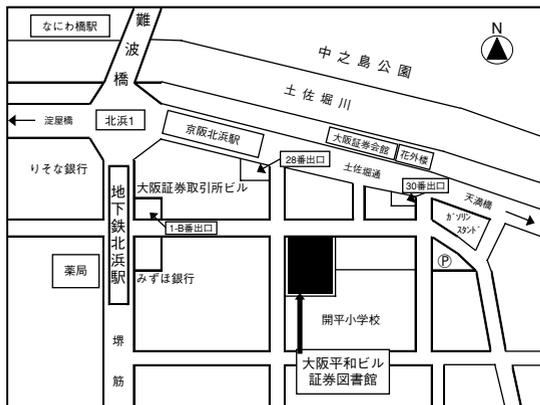
所在地 大阪市中央区北浜1-5-5 大阪平和ビル地下1階
TEL (06) 6201-0062

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

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

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

(みなさんのご利用をお待ちしております。)



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

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

証研レポート第一六六三号
二〇一〇年十二月十三日発行
(偶数月第二月曜日発行)

2010年12月号

発行所

公益財団法人 **日本証券経済研究所**
大阪研究所

〒541-0041 大阪市中央区北浜 1-5-5 大阪平和ビル
電話 (06) 6201 0061 (代表) Fax (06) 6204 1048

<http://www.jsri.or.jp>

定価400円(本体381円)