図説

アメリカの証券市場

2025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

2025年版

公益財団法人　日本証券経済研究所

はしがき

『図説　アメリカの証券市場』は，アメリカの証券市場の仕組みや機能などを一般向けにわかり易く解説した概説書であり，1977年から当研究所によって刊行されてきている。本書は，類書が少ないこともあって各方面から好評をもって迎えられ，概ね数年に一度改訂を行ってきた。今回は，これまでの2019年版を改訂し，2025年版として刊行するものである。

アメリカの証券市場は，質・量ともに世界最大の市場であり，世界の金融・経済に大きな影響を与えている。また同時に，最も変化が激しく，先進的な事象が生起する市場でもある。わが国の証券市場は，戦後，アメリカの影響を強く受けつつ市場が構築され，現在でも，日々様々な影響をアメリカ市場から受けている。こうしたアメリカの証券市場について，その成立ちや現在の問題状況を把握することは，わが国の証券市場を理解するためにも有益であり，また，証券市場全般の調査・研究を深める上では極めて重要である。

最近のアメリカ証券市場について見ると，2020年に発生した新型コロナ・パンデミックの影響が大きく，FRB の金融政策は，当初の大胆な金融緩和から，その後の物価上昇による大幅な金利引上げへと大きく転換した。この間，市場ではシリコンバレー・バンクの破綻などによる金融不安が見られたが，他方，GAFA を中心とする新興企業への資金の集中といった現象も進んでいる。

今回の2025年版では，そうしたアメリカ証券市場の動きを踏まえて，新たに「パンデミック（COVID-19）の拡大と金融市場」，「不安定な金融市場と銀行破綻の発生」，「SPAC ブーム」などの項目を追加したところである。また，他の項目においてもこの数年間の市場の進展に応じて記述や統計をアップデートした。

本書の執筆は，当研究所の研究員のほか，大学教授，野村総合研究所，野村資本市場研究所，大和総研，東京証券取引所，日本証券金融及び日本証券アナリスト協会などの専門家に分担していただき，当研究所の若園智明理事・主席研究員が全体の取りまとめに当たった（次ページ参照）。

なお，当研究所では，このアメリカの証券市場のほか，『図説　日本の証券市場』，『図説　ヨーロッパの証券市場』，『図説　アジアの証券市場』などを刊行し，数年ごとに改訂している。併せてご活用頂ければ有難い。

最後に，本書2025年版が，証券市場に関心を持つ多くの方々に利用され，幅広く役立つことが出来れば幸いである。

2025年１月

公益財団法人　日本証券経済研究所
理事長　森　本　　学

執　筆　分　担

第１章	証券市場の歴史	佐賀　卓雄	当研究所名誉研究員
第２章	金融構造と証券市場	若園　智明	当研究所理事・主席研究員
		太田　達也	当研究所研究員
第３章	債券発行市場	若園　智明	前出
第４章	株式発行市場	宮本佐知子	当研究所シニアフェロー
第５章	債券流通市場	田代　一聡	当研究所研究員
第６章	株式流通市場		
Ⅰ	全米市場システム（NMS）	若園　智明	前出
Ⅱ	証券取引所	山下　晴之	東京証券取引所ニューヨーク駐在員事務所副所長
		山本　武	東京証券取引所ニューヨーク駐在員事務所副所長
		Sara Beam	東京証券取引所ニューヨーク駐在員事務所リサーチ・ディレクター
Ⅲ	店頭市場	大崎　貞和	当研究所理事・野村総合研究所主席研究員
第７章	デリバティブ	志馬　祥紀	帝塚山大学経済経営学部教授当研究所客員研究員
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	若園　智明	前出
第10章	M＆A活動と証券市場	佐賀　卓雄	前出
第11章	証券業者と証券業務	沼田　優子	明治大学専門職大学院グローバル・ビジネス研究科専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法務部次長
第13章	ファイナンシャル・ゲートキーパー		
Ⅰ	格付機関	橋口　達	野村資本市場研究所副主任研究員
Ⅱ	証券アナリスト	森　直子	日本証券アナリスト協会国際第１部長・ESG調査第１部長
第14章	投資信託	鳥毛　拓馬	大和総研・金融調査部長
第15章	証券金融	瀧上　聡史	日本証券金融リスク管理部参事役
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	石川　真衣	東北大学大学院法学研究科准教授当研究所客員研究員

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

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
20. パンデミック（COVID-19）の拡大と金融市場 …… 40
21. 不安定な金融市場と銀行破綻の発生 …… 42

第２章　金融構造と証券市場

１．金融市場と証券市場 …… 44
２．企業の資金調達 …… 46
３．政府証券市場 …… 48
４．個人金融資産 …… 50
５．主要機関投資家の資産運用 …… 52

第３章　債券発行市場

１．発行債券の種類 …… 54
２．国債入札方式（単一価格方式） …… 56
３．引受と管理 …… 58
４．財務省証券 …… 60
５．インフレ連動債 …… 62
６．政府機関債 …… 64
７．地方債 …… 66
８．社債 …… 68
９．高利回り債（ハイ・イールド債） …… 70

第４章　株式発行市場

１．概観 …… 72
２．新規公開発行（IPO） …… 74
３．公募増資発行（PO） …… 76
４．登録届出適用除外取引 …… 78
５．外国株式の発行 …… 80

6．投資銀行の役割 …… 82

第５章　債券流通市場

1．債券の種類と流通利回り・売買高 …… 84
2．財務省証券市場 …… 86
3．政府機関債・公的 MBS 市場 …… 88
4．地方債市場 …… 90
5．社債市場 …… 92
6．債券レポ取引 …… 94
7．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 構想とその背景 …… 98
2．NMS の概要 …… 100
3．レギュレーション NMS …… 102
4．レギュレーション ATS …… 104
5．ナスダックのスーパーモンタージュ …… 106

Ⅱ　証券取引所

1．取引所市場の構成 …… 108
2．取引所業界の再編 …… 110
3．取引市場間の競争 …… 112
4．自主規制と市場監視 …… 114
5．NYSE における取引の仕組み（1） …… 116
6．NYSE における取引の仕組み（2） …… 118
7．取引の清算及び決済 …… 120
8．上場制度 …… 122
9．上場会社管理 …… 124

Ⅲ　店頭市場

1．店頭市場の歴史と現状 …… 126

2．ナスダックの歴史 …… 128
3．OTC ブリティンボード …… 130
4．ピンクシート …… 132
5．OTC マーケッツ …… 134
6．未公開株式の取引プラットフォーム …… 136

第７章　デリバティブ
1．金融先物取引 …… 138
2．金融先物市場の特徴 …… 140
3．新たな株式関連先物取引 …… 142
4．金融オプション取引 …… 144
5．金融オプション市場の特徴 …… 146
6．株式オプション取引 …… 148
7．店頭デリバティブ取引 …… 150
8．店頭デリバティブ市場の特徴 …… 152
9．クレジット・デリバティブ取引 …… 154
10．店頭デリバティブ規制 …… 156

第８章　証券決済制度
1．アメリカの証券決済制度の概要 …… 158
2．NSCC の役割 …… 160
3．DTC の役割（１） …… 162
4．DTC の役割（２） …… 164
5．政府債の決済制度 …… 166
6．店頭デリバティブの決済 …… 168
7．決済期間の短縮（１）Ｔ＋３からＴ＋２ …… 170
8．決済期間の短縮（２）Ｔ＋２からＴ＋１ …… 172

第９章　証券化商品市場
1．証券化の背景と意義 …… 174

2．証券化のスキーム ……176
3．MBS（Mortgage Backed Security,
　モーゲージ担保証券）……178
4．CMO（Collateralized Mortgage Obligation,
　モーゲージ担保債務証書）……180
5．CMBS（Commercial Mortgage Backed Securities,
　商業用モーゲージ担保証券）……182
6．ABS（Asset Backed Securities，資産担保証券）……184
7．CDO（Collateralized Debt Obligations，債務担保証券）……186
8．市場構造 ……188
9．証券化商品に関わる規制 ……190

第10章　M&A活動と証券市場

1．M&A の歴史 ……192
2．1990年代以降の M&A ……194
3．M&A の類型と経済的効果 ……196
4．LBO と買収ファンド ……198
5．M&A ファイナンスとハイ・イールド債市場 ……200
6．投資銀行の M&A 関連業務 ……202
7．大手 ICT 企業によるスタートアップの買収 ……204
8．SPAC ブーム ……206
9．VC のエグジットとしての SPAC ……208

第11章　証券業者と証券業務

1．証券業界の概観 ……210
2．証券業者の収支状況 ……212
3．投資銀行の挫折 ……214
4．多様化する対面チャネル ……216
5．ネット証券のフルサービス化 ……218
6．リテール証券業の投資顧問化 ……220

7．証券業のフィンテック ……222
8．自主規制機能 ……224
9．投資家保護制度 ……226

第12章　投資顧問
1．投資顧問業法の成立と変遷 ……228
2．ドッド・フランク法施行後の法規制 ……230
3．投資顧問業に係る規制（1）……232
4．投資顧問業に係る規制（2）……234
5．投資顧問業界の現況（1）……236
6．投資顧問業界の現況（2）……238

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 ……240
2．格付ビジネスの歴史 ……242
3．証券化商品の格付ビジネス ……244
4．サブプライム問題と格付 ……246
5．NRSRO 規制の導入と規制強化 ……248
6．ドッド・フランク法の格付規制強化 ……250
7．格付市場の競争環境 ……252
8．大手格付機関の事業多角化 ……254
Ⅱ　証券アナリスト
1．証券アナリストの発展と職能分化 ……256
2．証券アナリストの自主規制 ……258
3．証券アナリスト資格 ……260
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 ……262
5．アナリストを巡る諸問題（2）——アナリストの利益相反 ……264

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 …… 266

第14章　投資信託

1．歴史 …… 268
2．制度的枠組み …… 270
3．形態 …… 272
4．運営体制 …… 274
5．商品 …… 276
6．販売 …… 278
7．運用 …… 280
8．ディスクロージャー …… 282
9．保有者像 …… 284
10．確定拠出（DC）年金と投信 …… 286

第15章　証券金融

1．概要 …… 288
2．証拠金取引 …… 290
3．証拠金取引の条件 …… 292
4．証拠金取引の当初証拠金所要額および証拠金維持率 …… 294
5．証券業者の資金・株券の調達 …… 296
6．空売り規制 …… 298

第16章　証券税制

1．証券税制の概要 …… 300
2．利子所得課税 …… 302
3．配当所得課税 …… 304
4．キャピタル・ゲイン課税 …… 306
5．投資信託課税 …… 308
6．税制上の優遇措置（1）——IRA を中心として …… 310

7．税制上の優遇措置（2）――401（K）を中心として …… 312
8．非居住者に対する課税 …… 314

第17章　証券規制

1．連邦証券規制の概要 …… 316
2．監督機関 …… 318
3．発行市場の規制 …… 320
4．証券発行規制の適用除外 …… 322
5．流通市場の規制 …… 324
6．不実表示と民事責任 …… 326
7．不公正取引規制 …… 328
8．会社支配の争奪と証券規制 …… 330
9．エンフォースメント …… 332
10．SOX 法 …… 334
11．ドッド・フランク法 …… 336
12．JOBS 法とクラウド・ファンディング …… 338

略　語　一　覧

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）
BCBS（Basel Committee on Banking Supervision）
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）
CCP（Central Counterparty）
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）

CMB（Cash Management Bill）
CMBS（Commercial Mortgage Backed Security）
CME（Chicago Mercantile Exchange）
CMO（Collateralized Mortgage Obligation）
CNS（Continuous Net Settlement）
CP（Commercial Paper）
CPI（Consumer Price Index）
CPFF（Commercial Paper Funding Facility）
CQS（Consolidated Quotation System）
CTS（Consolidated Trade Reporting System）

DC（Defined Contribution）
DTC（Depository Trust Company）
DTCC（Depository Trust Clearing Corporation）
DVP（Delivery versus Payment）

ECN（Electronic Communications Network）
EDGER（Electronic Data Gathering, Analysis and Retrieval）
EGC（Emerging Growth Company）
EMCC（Emerging Markets Clearing Corporation）
ERISA（Employee Retirement Income Security Act of 1974）
ETF（Exchange Traded Funds）
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）
FHFA（Federal Housing Finance Agency）
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）
FSB（Financial Stability Board）
FSOC（Financial Stability Oversight Council）
FTC（Federal Trade Commission）

GAO（Government Accountability Office）
GDP（Gross Domestic Product）
GDR（Global Depository Receipt）
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）
ICMA（International Capital Market Association）
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）

JOBS（Jumpstart Our Business Startup）Act

KCBOT（Kansas City Board of Trade）
KYC（Know Your Customer）

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）
NQLX（Nasdaq Liffe Markets）
NRSRO（National Recognized Statistical Rating Organization）
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）
PO（Public Offering）

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）
RMD（Required Minimum Distribution）
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）
SIA（Security Industry Association）
SIAC（Securities Industry Automation Corporation）
SIFIs（Systemically Important Financial Institutions）
SIFMA（Securities Industry and Financial Markets Association）
SIFMU（Systemically Important Financial Market Utility）
SIP（Securities Information Processor）
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）
SPAC（Special Purpose Acquisition Company）
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）
UTC（Universal Trade Capture）
UTP（Unlisted Trading Privilege）

VA（Veterans Affairs）
VC（Venture Capital）

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年に設けられた塀（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ったため，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…… 98¾％
３分利付　〃　…… 56½－57％
８分利付国債…… 112½％
６分利付海軍公債…… 額面どおり

銀 行 株

United States Bank …… 143－143½％
New York（配当落） …… 131½％
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（一覧後60日）

on London …… 100－101％
on Hamburgh …… 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
保険会社株	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広げられた。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，議会のプ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		
鉄道株	5,968,836,650	51.2
工業株	3,341,039,750	28.6
電信電話株	548,916,200	4.8
電鉄株	468,980,600	4.0
鉱業株	467,062,650	4.0
ガス・電気株	256,198,000	2.2
石炭・鉄鋼株	143,520,300	1.2
銀行株	115,570,000	0.9
運輸株	63,967,300	0.5
信託会社株	6,500,000	0.1
その他	294,023,900	2.5
計	11,674,615,350	100.0
公社債		
鉄道債	7,539,408,100	59.4
外国債	1,879,359,000	14.7
合衆国債	897,890,530	7.0
工業債	679,480,350	5.4
電鉄債	511,283,000	4.0
ニューヨーク州債	449,917,500	3.5
電信電話債	246,497,500	1.9
ガス・電気債	241,138,000	1.9
州政府債	121,711,693	1.0
石炭・鉄鋼債	103,545,300	0.8
地方債	20,055,000	0.2
その他	−	−
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こと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年にフェルデイナンド・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，国民の尊敬の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。

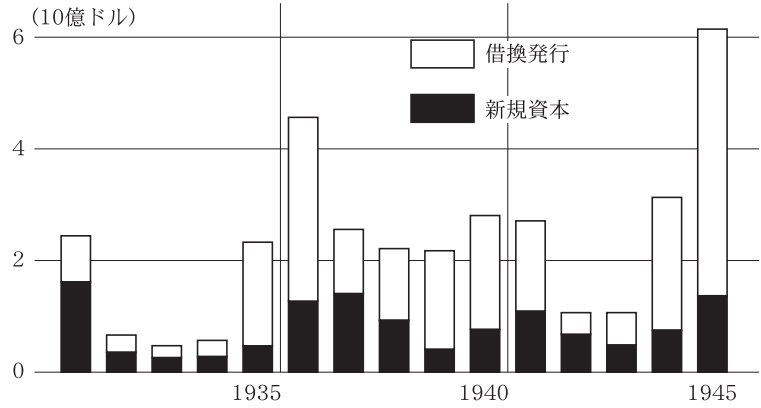
また，33年証券法，34年証券取引所法はいずれも徹底した情報開示を基本理念として，それぞれ証券発行時の情報開示，継続開示を義務づけた。後者は証券取引の監視機関として，証券取引委員会（Securities and Exchange Commission，SEC）を創設した。さらに，35年公益事業持株会社法，39年信託証書法，40年投資会社法，投資顧問法が制定された。

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. sit.*；邦訳，402頁。

会社証券発行高



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

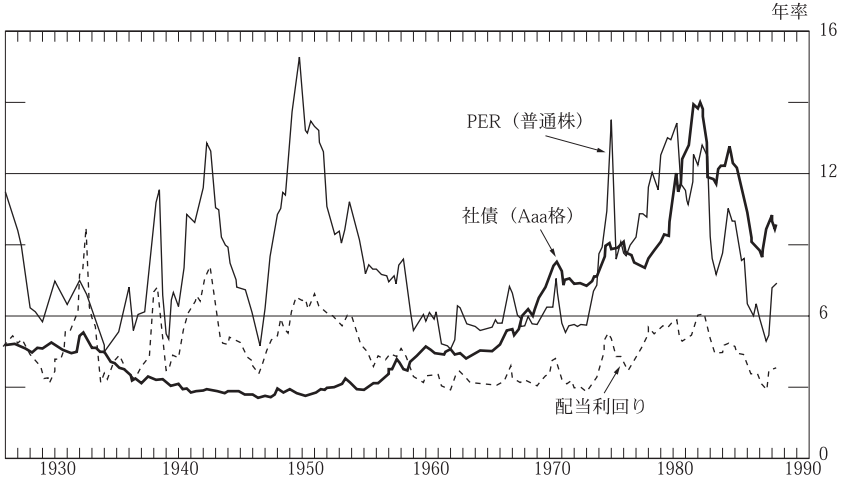
５．利回り革命と機関投資家――1950年代　戦後アメリカの株式市場を特徴づけたのは，機関投資家の比重増大，いわゆる機関化現象である。この時期以降，生命保険，年金基金，投資信託，財団といった機関投資家の動向が株式市場に大きな影響を及ぼし始めるのである。

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ーフォ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れば，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 McGrow-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	%	金額	%	金額	%	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
財団	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[3]	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。

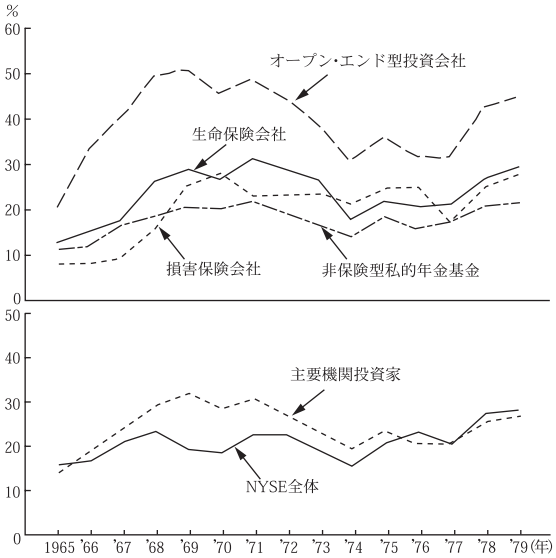
６．「黄金の60年代」とミューチュアル・ファンド・ブーム　戦後初期のデフレの懸念が杞憂に終わったことから，ダウ指数は1953～56年に275から525まで91％の上昇を記録した。株価の上昇は市場全般に及んだため，銘柄選択よりもポートフォリオに占める株式のウェートづけが投資戦略の課題であった。その後，57～58年にかけてリセッションを経験するが，軽微に止まったため，株価は再び上昇に転じた。しかし，大型優良株は期待されたほどの上昇を示さなかったために，コンスタントに高い利益成長を示す成長株が選別された。57年にはソ連がスプートニク１号の打ち上げに成功し，アメリカではハイテク分野での研究意欲が高まり，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

〔出所〕 *Moody's Handbook.*

売買回転率の推移（NYSE）



〔出所〕 NYSE, *Fact Book,* 1980. SEC, *Annual Report,* each year. SEC, *Statistical Bulletin,* May 1980, より作成。

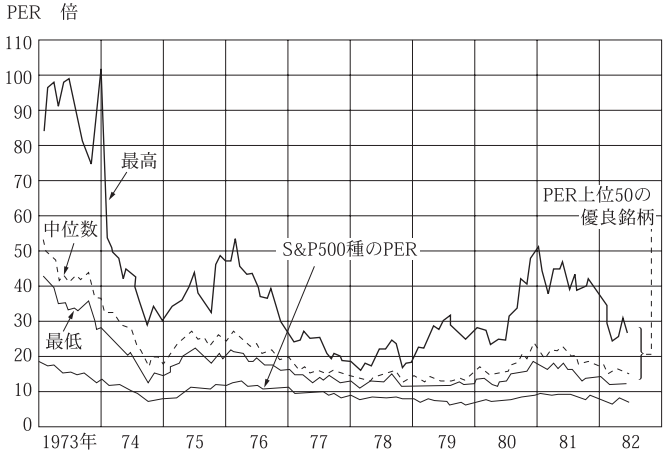
７．ニフティ・フィフティ銘柄への集中投資と二重相場――1960年代末から1970年代前半　国内的には高福祉を謳ったスペンディング政策，対外的にはベトナム戦争への泥沼化によって，アメリカ経済の成長に支えられた長期にわたる上昇相場も，インフレの高進，企業収益率の低下によって60年代末には終りをつげる。69年から70年にかけての相場の下落局面では，ほとんどすべての投資信託がマイナスのパーフォマンスを記録したが，とりわけ成長株を中心に組み込んでいた「ゴー・ゴー・ファンド」の記録は最悪であった。これを契機に，60年代の相場をリードした投資信託ブームも終焉を迎えたのである。

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，投資家全体のパーフォ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，こうしたおざ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ーフォ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ーフォ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）　キダー・ピーボディ．
〔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＆Ｐ500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＆Ｐ500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

	1971	1972	1973	1974	1975	1976	1977
３．利益成長比較[2]							
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＆Ｐ500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う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，議会が調査に乗り出した。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）

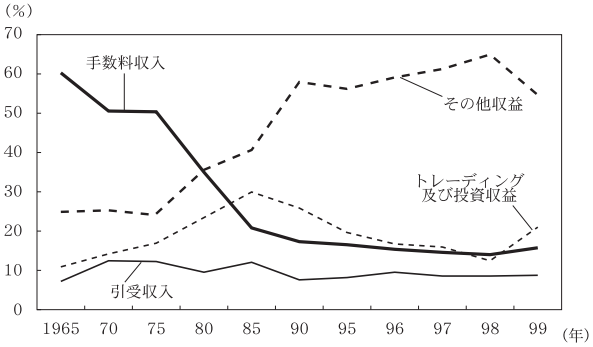
1934～36年	地方証券取引所におけるニューヨーク証券取引所上場株の非上場取引を規制しようとした34年法12ｆ⑴に対し，SEC は議会を説得し，非上場取引特権（UTP）の継続を実現。ニューヨーク証券取引所の上場株取引独占への懸念が背景。
1940年	ニューヨーク証券取引所会員が，同取引所上場株を，会員権を持つ他の証券取引所で扱うことを禁止する措置を，SEC は却下。
1960年代半ば～	ニューヨーク証券取引所の取引所外取引禁止規制（ルール394）を SEC が繰り返し批判。
1975年	75年改正法に基づき議会は SEC が取引所の場外取引禁止規定（ニューヨーク証券取引所のルール394－現在ルール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。

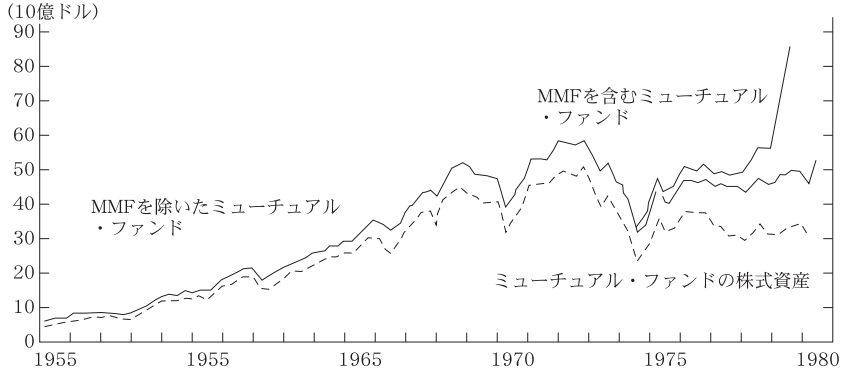
９．金融革新の進展　60年代後半，70年代のインフレの高進，金利の乱高下は金融・証券市場にも多大の影響を及ぼした。商業銀行は預金金利の上限を定めたレギュレーションＱの存在のために，市場金利高騰時には競争力を失い預金の流出に悩まされた（これを「金融仲介の中断」（ディスインターミディエーション）と呼ぶ)。商業銀行はこれを契機に預金金利の自由化を求めるようになる。

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。こうしたアイディアは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。

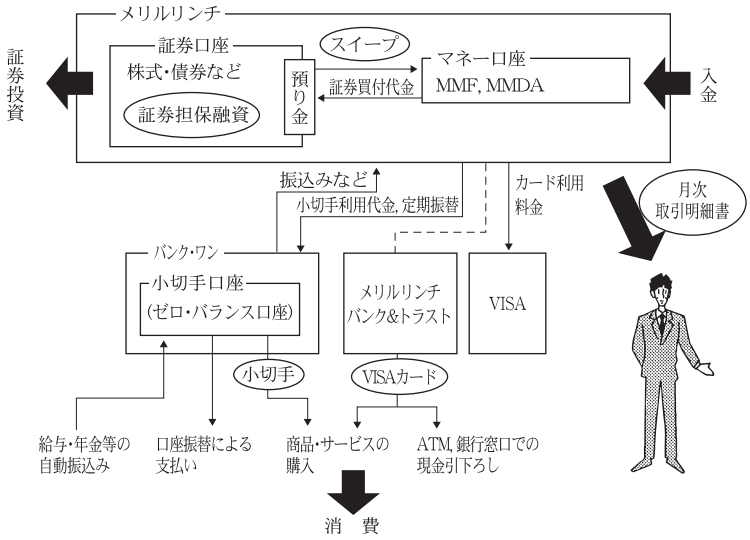
ミューチュアル・ファンドの資産額の推移



（資料）　Investment Company Institute, Statistical Workbook.

〔出所〕　C. Dunhum［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にではなく，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・レショオは，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。

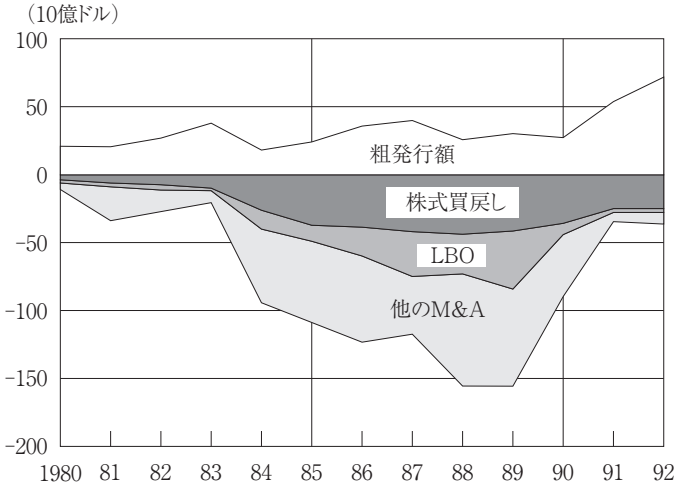
米国非金融企業の外部資金調達動向

（単位　10億ドル）

年	外部資金	市場外部資金	株式	免税債	社債	モーゲッジ	銀行借入	ＣＰ	その他借入	その他の外部資金
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



〔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

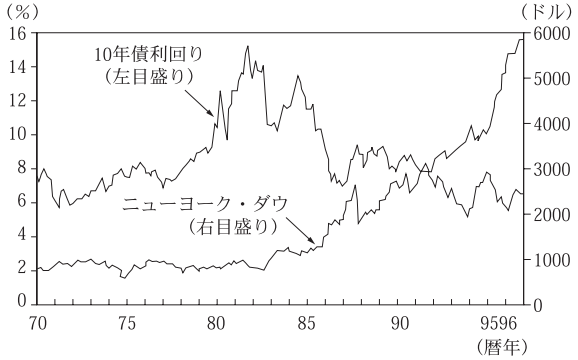
好調な企業収益の伸びを背景に，株価（NY ダウ）は91年から95年まで年率14.2％の伸びを記録した。これは80年代を上回る上昇率である。95年には年率で33.5％の伸びを記録し，2000年春まで好調な推移を示した。

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う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ーフォ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・シュワッブは，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。

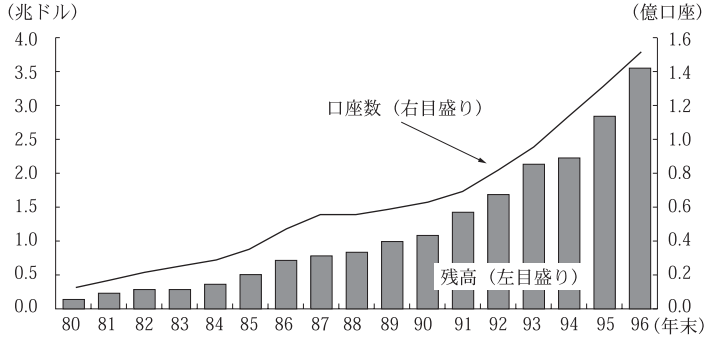
株価の上昇を支えているもう１つの要因は，年金資金の流入である。特に401（ｋ）プランに代表される確定拠出型年金の普及と，その運用対象として投信を組み入れる傾向が強まっていることである。現在では，投信残高の40％弱が年金資産によって占められている。年金資産と投信残高の増加が順調なため，商業銀行，保険，証券のいずれの業界も資産管理業務に注力し，それをめぐって金融サービス業全体の再編が進んでいる。

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。

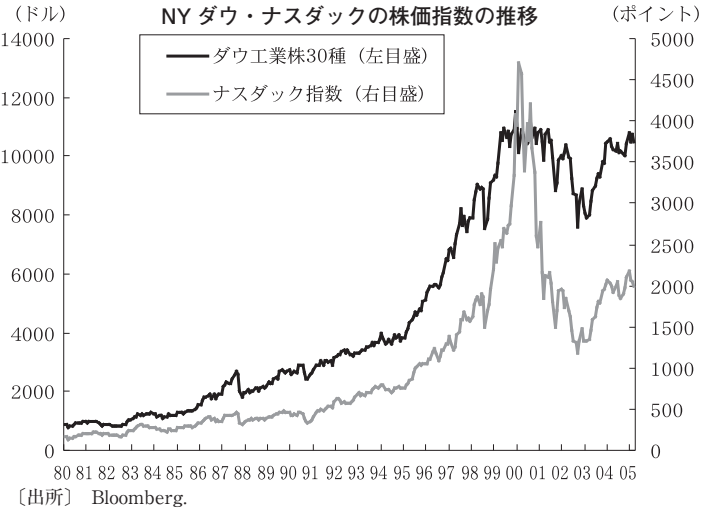
歴史的にみると，一定期間にわたる株価の高騰局面では必ず新しい「理論」が登場する。1920年代後半の大相場ではイェール大学のアーヴィング・フィッシャー教授が「株価は永久的に高い高原状態とみてもよさそうな水準に達した」と述べ，それを支持する学者が多数派を形成した。また，1960年代の JF ケネディ政権下のエコノミストは適切な財政・金融政策によって資本主義は不況免疫性を持つに至ったとする「ニュー・エコノミックス」を主張した。

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が醸成された。

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，グリンスパーン 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	株価 同安値	株価 2000年４月末	株価 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
CD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

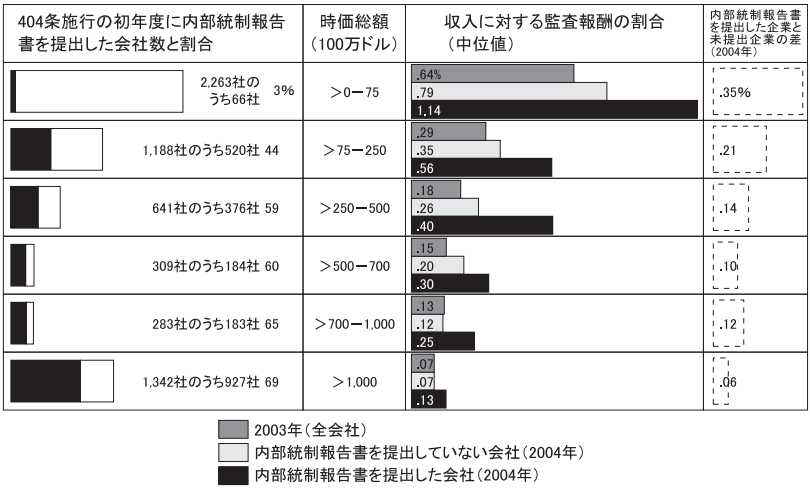
2001年12月，売上高で全米第７位の総合エネルギー会社であったエンロン社が破綻し，連邦破産法第11条の適用を申請した。同社は天候デリバティブの開発や，エンロン・オンラインを立ち上げるなど，革新的ビジネス・モデルで知られ，『フォーチュン』誌において５年連続で「最も革新的な企業」に選ばれた優良企業であったため，その破綻は大きな衝撃を与えた。

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，ワールドコムの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感が強まった。

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。

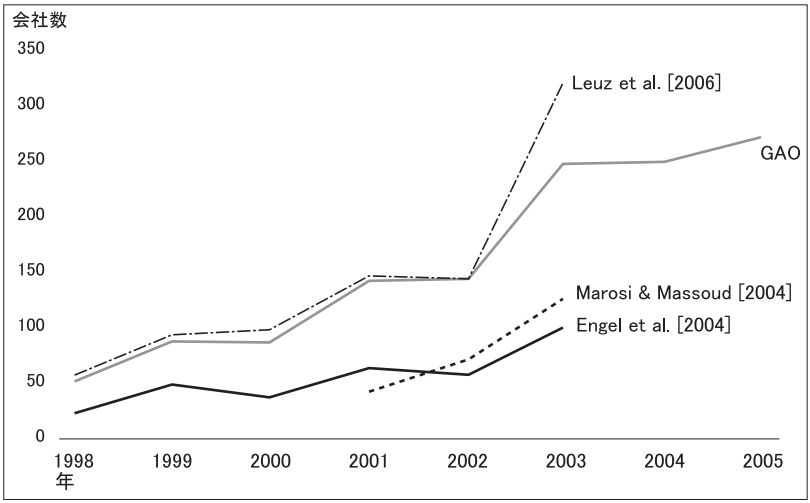
その影響を調査した2006年の GAO の報告書は，内部統制報告書提出企業の監査報酬が未提出の企業のそれよりも多額なこと，また規模が小さくなるほど収入に占める割合が高くなることを明らかにした。さらに，SOX 法が制定されてから，上場廃止が増加していることを明らかにした。この結果，同法が証券市場の国際的な競争力を削ぐとして，見直しを求める動きも強まっている。

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）



〔出所〕 Government Accountability Office（GAO）［2006］, *Sarbanse-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.

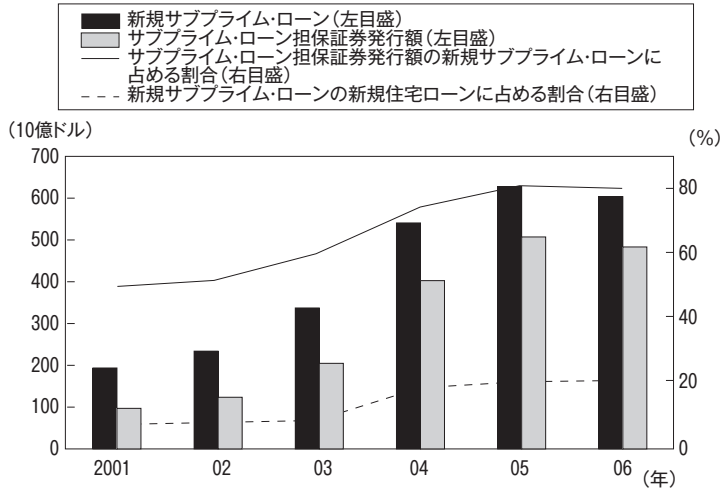
14. サブプライム問題の深刻化　2007年８月から顕著になったグローバルな規模での金融市場の混乱は，アメリカの信用度の低い借り手向けの住宅ローン（サブプライム・ローン）の延滞率の上昇によって，それらを組み込んだ証券化商品（RMBS や CDO など）の格下げにより，事実上，流通市場（セカンダリー・マーケット）が消滅し，金融機関が大幅な損失を計上したことが発端であった。低い信用度の原債権（サブプライム・ローン）は相対的に高い金利が付いていたから，それらを組み込んだ証券化商品はハイリターンの商品として組成され，優先・劣後構造や保証会社（モノライン保険）の保証で信用補完されることによって，ローリス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

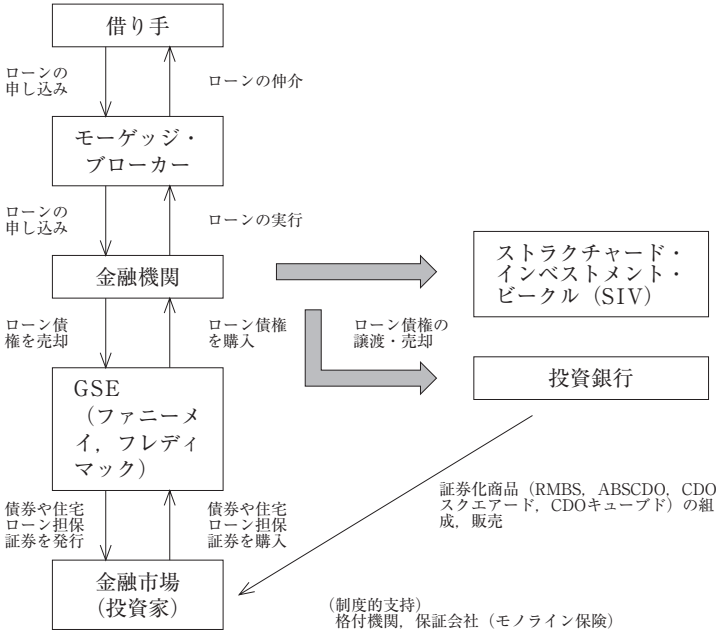
かくして，まずこれらの証券化商品の格下げ，流通市場の消滅（つまり，二束三文でしか売れない状態），さらには金融機関の損失の拡大により，金融機関の破綻が相次いだ。さらには，ABCP 市場，M&A 資金の調達難など，金融市場全体が機能不全状態に陥った。かくして，金融市場の機能の回復を目指して，各国で中央銀行信用の拡大，および公的資金の投入が行われた。

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。

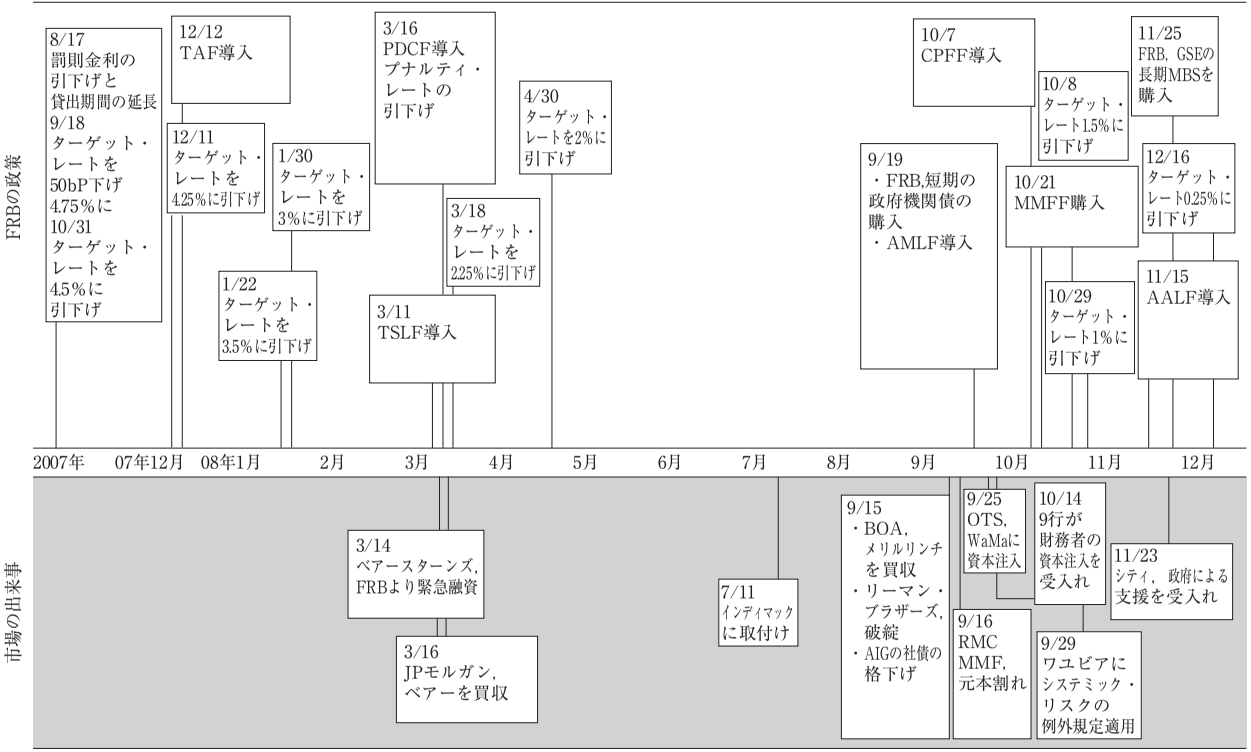
サブプライム問題をきっかけに，これらの関係が急速に逆回転した。巨大な市場が急激に収縮したため，発展途上国は軒並み高い成長に急ブレーキがかかることになった。アメリカの消費が冷え込み，その影響により小売りだけでなく，自動車などの製造業も深刻な業績不振に追い込まれ，失業者が急増した。グリンスパーン連銀議長（当時）が「100年に一度の危機」と呼んだように，今回は1929年10月の株価暴落に端を発する30年代の大不況に匹敵する深刻な状況であろう。もっとも，当時と較べて，数字で見る限りは，失業率，銀行倒産数などではそこまで深刻にはなっていないし，政府や連銀による金融・財政政策も機動的に対応できる点は異なる。

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，フレデイ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る 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－08年12月）



〔出所〕 Sarkar, [2009], "Liguidity Risk Credit Risk, and the Federal Reserve's Resporses 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（３）条の「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）への途を開くものであるとして非難の的になり，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ィ）

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（週ベース）
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ナンス	海外中央銀行	TAFの最低落札レート	米ドルターム物資金	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	ディスカウント・ウインドウ（Primary Credit）同じ	（tri-party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の買入れをファイナンス	預金取扱金融機関，銀行持株会社，外銀支店	ディスカウント・ウインドウ（Primary Credit）同じ	（担保は，借入先がMMFから買い入れたABCP〈A-1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）買入れをファイナンス	SPV（CPF-FLLC）	３か月OISレートに，CPは200bp，ABCPは300bpを各々付加	（担保はSPVが買い入れたCP〈ABCPを含む，A-1格以上〉）	担保となるCD（ABCPを含む）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の買入れをファイナンス－短期ファンドが対象	SPV	入札による（下限金利あり）	（担保はSPVが買い入れたCDおよびCP〈金融機関発行，A-1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シル（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られ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

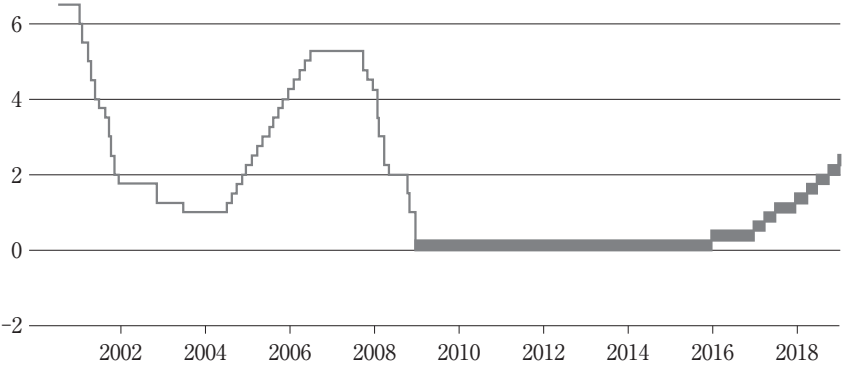
●議決権を有するメンバー
　財務長官（カウンシルの議長）
　連邦準備制度銀行理事会（FRB）議長
　通貨監督官（OCC）
　金融消費者保護局（DF 法において新設）長
　証券取引委員会（SEC）委員長
　連邦預金保険公社（FDIC）委員長
　商品先物取引委員会（CFTC）委員長
　連邦住宅金融庁長官
　信用組合監督庁長官
　保険についての専門家（上院の同意を得て大統領が指名）
●議決権を持たないメンバー
　金融調査局長
　連邦保険局長（DF 法において新設）
　州保険局の代表者
　州銀行局の代表者
　州証券局の代表者

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う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・プリンシプル

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 A Financial System That Creates Economic Opportunities（共通テーマ）	公開日
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

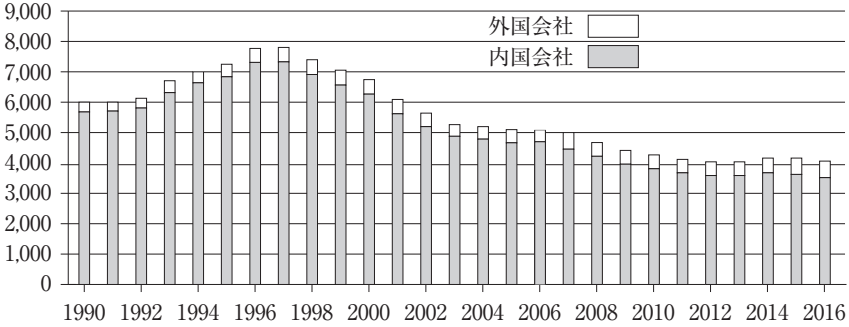
〔出所〕　上表と同じ。

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。

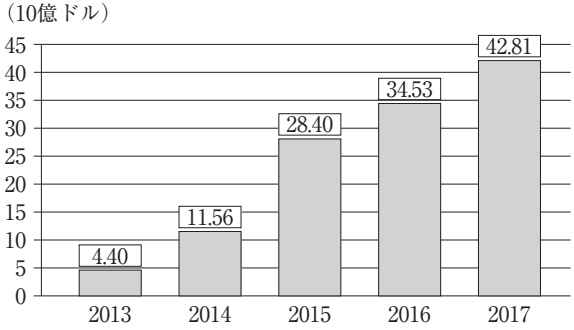
また，2017年頃からは企業等が電子的にトークン（証票）を発行して，公衆から資金調達を行う ICO が急増した。主としてシード段階のベンチャー企業等が ICO を利用しているとされ，2017年７月にはエンジェル・シード段階のネット関連ベンチャー企業による ICO での資金調達額が VC からの調達額を上回ったとの報告もある。ただし，詐欺が疑われる事案も数多く存在するとみられ，各国において規制枠組みの検討が行われている。米国においては，2017年７月，証券市場の規制監督機関である SEC が ICO トークン等のデジタル資産の発行が証券法にいう投資契約にあたりうるという考え方を打ち出した。最近で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



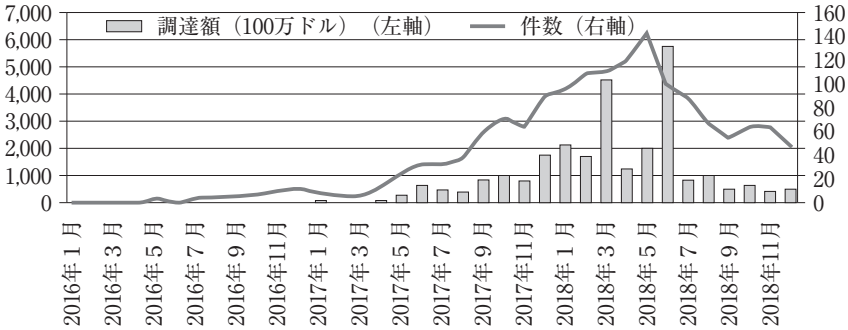
〔出所〕 U.S. Department of Tresury［2017］, *A Financial System That Creates Economic Opportunities: Capital Markets*, October, p. 21.

米国における代替的資金調達市場の規模



〔出所〕 Cambridge Centre for Alternative Finance［2018］, *Reaching New Height: 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/

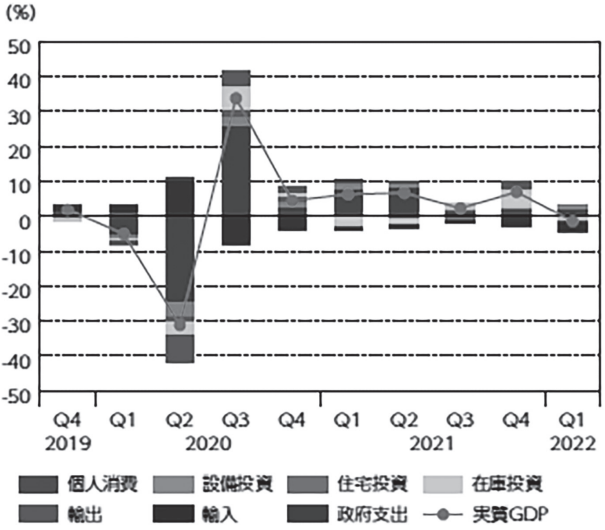
20. パンデミック（COVID-19）の拡大と金融市場　2019年12月に中国の武漢で発生した新型コロナ・ウイルス（COVID-19）は，瞬く間に世界中に感染が拡大し，各国が相次いでロックダウン（都市封鎖）に踏み切り，不要不急の外出が禁止された。これによって，消費活動が停滞し，またグローバルなサプライチェーンが分断されることによって世界経済は深刻な停滞に追い込まれた。

こうした事態を受けて，アメリカ政府は３月13日に非常事態を宣言し，議会は３月27日に総額2.2兆ドルの財政出動を決定した。失業率は１月の3.6％から４月には1948年以来最悪の10.1％を記録した。株価はCOVID-19感染拡大のニュースを受けて２月19日から３月23日に42％下落したが，その後，政府の経済対策，FRBの金融対策によって７月10日までに37％上昇した。実質GDPは，2020年第１および第２四半期には5.1％，31.2％の減少になった。その後，民間の経済活動がやや落ち着きを取り戻し，実質GDPも同年第３四半期には33.8％の増加を記録し，21年末まで増加を記録した。

FRBは３月15日に金利（フェデラル・ファンド・レート）を０－0.25％まで引き下げ，事実上のゼロ金利政策を採用した。また，３月27日の政府の2.2兆ドルの緊急経済対策に呼応して，予想される財務省証券発行額の増加に対する対策として，財務省証券とモーゲッジ担保証券（MBS）の無制限の買入れを決定した。さらに，緊急事態に対応した対策を認めている連邦準備銀行法13（３）条に基づき，金融機関のみならず，企業，ファンドなどに対する債券の買い入れと融資を行った。大企業に対する直接融資あるいは社債の直接引受，および既発社債と社債ETFの購入，中小企業向け融資および従業員の給与支払いのための融資に利用できるペイチェック・プロテクション・プログラム・リクイデティ・ファシリティ（PPPLF），そして，州・地方政府発行の適格短期社債の購入（ムニシパル・リクイデティ・ファシリティ（MLF）を決定した。

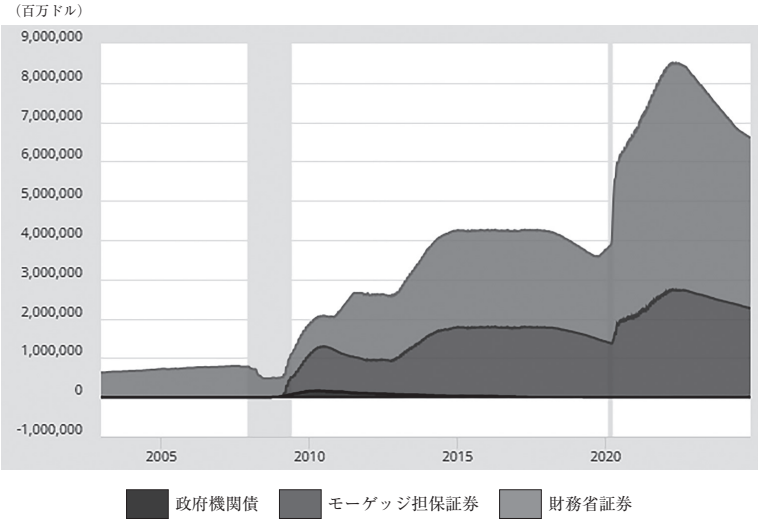
この結果，FRBの保有資産は2020年から急増した。FRBは民間企業の社債の直接買入れや中小企業への融資にまで踏み込んだため，中央銀行の独立性を脅かしかねない「財政ファイナンス」，「最後の貸し手」から「最初の貸し手」へという批判が起こった。

需要項目別実質 GDP 成長率



（資料）　米商務省，CEIC。
〔出所〕　経済産業省『通商白書』2022年版

FRB の保有資産額の推移



〔出所〕　FRB

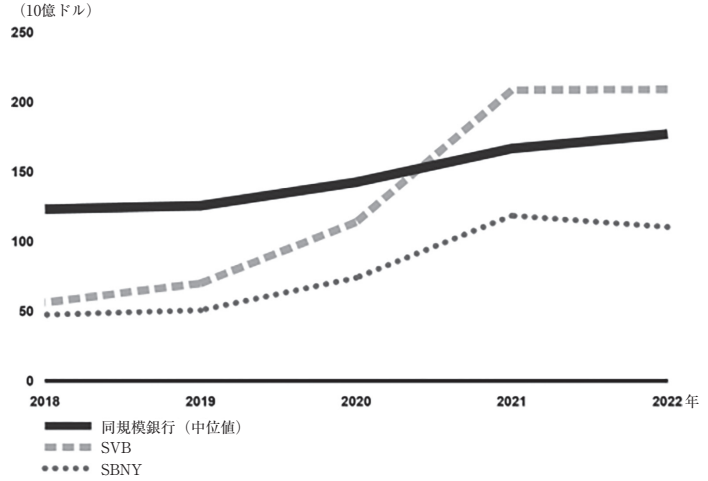
21. 不安定な金融市場と銀行破綻の発生　パンデミックに対応した金融緩和により物価が上昇したため，FRB は2022年３月から数度にわたる利上げを行い，政策金利は23年７月には5.5％まで上昇した。短期間にこれだけ金利が上昇すれば，金融機関のリスク管理と流動性管理は非常に厳しくなる。案の定，23年３月から銀行破綻が相次ぐ事態となった。

最初は，シリコンバレー・バンク（SVB）の破綻である。SVB は1983年に創立された州法銀行であるが，名前が示すようにベンチャー・キャピタル（VC）やスタートアップを主要な顧客として業務を拡大してきた。特に1990年代後半からの IT バブルの時期以降，資産規模を拡大し，2019年以降の IPO，SPAC の急増により，その資金が同行に流入した。SVB フィナンシャル・グループ（SVBFG，持株会社）の資産総額は19年の710億ドルから22年にはその３倍の2120億ドルに急増した。しかし，預金は預金保険の対象とならない25万ドル以上の大口預金が８割を占めた。その２日後に破綻するニューヨーク州のシグネチャー・バンク（SBNY）もやはり80％強が預金保険で保証されていなかった。同規模の商業銀行の水準は31-41％であったから，両行がいかに大口預金の割合が高かったかが分かる。

FRB の金利引上げによって，SVB の預金の一部が引き出され，相対的に利回りが有利になった MMF へと流出した。これに対処するために，同行は保有債券を売却したが，多額の損失が計上された。その後も預金の流出は止まらなかったため，サンフランシスコ連銀（FRBSF）は FDIC（連邦預金保険公社）を管財人とする破綻処理を行った。FDIC は金融不安を沈静化させるために，預金の全額を保護した。３月12日には SBNY が資金ショートを起こし，FDIC は同様の措置をとった。2001年設立の SBNY も19年頃より VC への融資など，プライベート・エクィティ投資とデジタル・アセット業務に進出し急成長を遂げた。５月には預金流出に見舞われた中堅銀行のファースト・リパブリック・バンク（FRB）が，JP モルガンチェースとバンク・オブ・アメリカなど大手銀行11行から300億ドルの預金預入の支援を受けた。

FRBSF と FDIC は2018年頃から，これらの銀行に対して再三，リスク管理と流動性管理の強化を求めてきたが，結果的には銀行危機への対応に課題を残す結果となった。

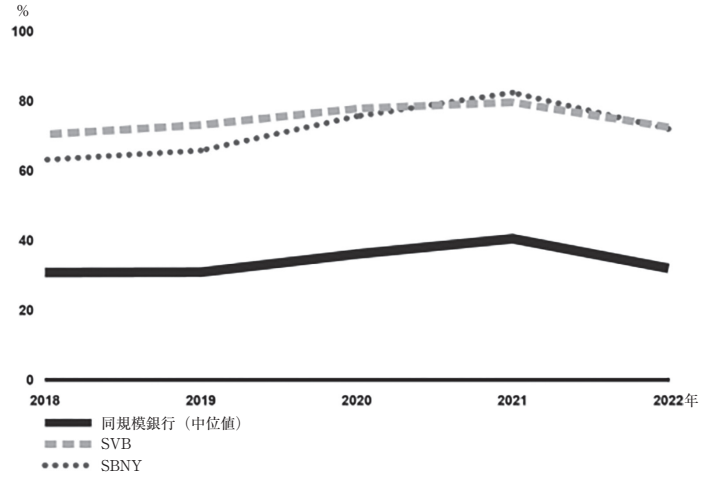
シリコン・バレー・バンク（SVB）とシグネチャー・バンク（SBNY）の資産額



（注）　同規模銀行は，2022年末に資産総額が1000億から2500億ドルの19銀行である。

〔出所〕　Government Accountability Office（GAO）〔2023〕, *Bank Regulation: Preliminary Review of Agency Actions Related to March 2023 Bank Failures,* April.

SVB と SBNY の総資産に占める預金保険で保証されていない預金の割合



〔出所〕　GAO, ibid.

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が対象となるため，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	主に１営業日	預金金融機関	活発な銀行間市場
譲渡可能定期預金（CD）	１～６カ月およびそれ以上	預金金融機関	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	翌日もの，１週間	銀行	なし
（譲渡不能）	１～６カ月，それ以上		
CD（譲渡可能）	１～６カ月，それ以上	銀行	やや活発
短期財務省証券（TB）	３～12カ月	連邦政府	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：		連邦政府機関	
割引債	30～360日	農業信用制度 連邦住宅貸付銀行（FHLB）	活発
利付債	６～９カ月	連邦住宅抵当公庫（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・ミューレンダイク著，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	２～10年	連邦政府	非常に活発
長期債	20年・30年	連邦政府	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	連邦住宅抵当公庫（FNMA），連邦住宅貸付抵当公社（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・クーポン債	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，借入れを主体としてきた日本と異なり，株式，社債，借入れを組み合わせた多彩な構造をとっている。

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。ITバブル崩壊や2008年の金融危機の直後と同様に，COVID-19の蔓延期に株式による純調達は増加したものの，2022年以降はマイナス基調が復活している。

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ハイ・イールド債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，2023年の社債による純調達額は2,000億ドルを超えている。（第３章「債券発行市場」も参照されたい。）一方，アメリカにおいて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。ただし近年では，投資ファンドが貸付を行うプライベートクレジットなどが増加している。

非金融法人企業の運用と調達（フロー）　（単位100万ドル）

	2018	2019	2020	2021	2022	2023
運用（金融資産増加額）						
投資（グロス）	2,069,148	2,397,896	2,129,452	2,254,446	2,572,689	2,831,965
金融資産（ネット）	855,322	2,404,629	434,340	1,336,701	2,686,119	546,290
民間外国預金	－110,260	24,693	4,029	31,283	34,711	44,660
決済性預金・預金・通貨	250,966	140,590	444,351	265,484	－54,593	16,039
定期預金・貯蓄預金	5,842	14,299	76,681	5,582	17,289	106,486
MMF	－51,777	108,326	122,106	100,281	－73,448	156,783
レポ	－24,972	－1,195	23,607	－10,258	3,360	－1,502
負債証券	22,283	69,352	37,121	37,825	－5,407	－4,274
コマーシャル・ペーパー	38,399	55,442	33,285	5,399	－39,380	－14,405
財務省証券	－15,591	6,709	7,423	10,660	21,203	9,571
GSE 債	－5,455	2,380	3,637	2,886	5,750	3,189
地方債	1,734	4,789	－8,443	11,189	4,272	12
社債・外国債等	3,196	32	1,219	7,691	2,748	－2,641
貸付	－3,490	5,255	14,362	14,394	－9,304	8,040
株式（資産）	－40,673	10,193	－136,007	－101,357	－136,173	71,456
調達（負債およびエクイティ増加額）						
コマーシャル・ペーパー	－10,203	－1,937	－62,328	6,041	59,310	20,406
地方債	－2,603	15,763	5,563	11,533	696	－1,385
社債	182,066	302,673	752,229	234,397	18,162	206,320
借入れ	198,966	320,582	334,418	285,083	588,895	19,571
株式発行（ネット）	－391,876	－107,457	81,774	262,288	－297,288	－356,365
（参考）配当金支払い	282,406	667,792	832,645	1,109,595	1,233,269	1,086,488

〔出所〕 Flow of Funds Account, F.103.

発行済み株式の主体別保有額　（年末，単位100万ドル）

	2018	2019	2020	2021	2022	2023
家計および非営利組織	16,539,220	21,273,855	26,172,738	31,866,929	26,294,504	31,219,493
非金融企業	1,789,868	2,317,738	2,543,177	3,144,897	2,397,646	3,085,052
連邦政府	33,178	33,178	33,178	33,158	33,158	33,158
州・地方政府	118,319	121,183	132,932	140,216	143,326	154,570
商業銀行	31,178	38,979	44,266	54,797	46,418	54,217
損害保険	392,117	493,890	518,606	642,792	532,945	596,349
生命保険	573,740	683,513	771,089	811,490	659,799	697,475
個人年金	2,447,979	2,961,841	3,378,771	3,869,810	3,177,495	3,941,886
公務員年金（連邦・州）	2,740,042	3,332,536	3,797,353	4,393,816	3,596,173	4,476,374
ミューチュアルファンド	9,657,450	11,934,519	13,391,070	15,533,811	11,867,026	13,882,105
クローズドエンド型ファンド	91,200	107,181	105,888	123,363	99,002	100,232
ETF	2,659,009	3,476,225	4,229,440	5,803,330	5,059,149	6,433,083
ブローカー・ディーラー	147,686	167,000	214,271	233,886	170,265	283,438
米国外	6,629,533	8,278,548	10,673,362	13,898,265	10,871,840	13,322,687
総額（時価）	43,881,144	54,813,771	65,542,288	80,050,564	64,724,771	77,513,735

〔出所〕 Flow of Funds Account, L.224.

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いるが，2008年の金融危機やCOVID-19に対処した複数回の大型財政出動などがあり赤字幅は拡大している。

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９割近く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）などを発行しており，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。

2023年に発行された市場性証券は合計で22.7兆ドル（償還は20兆ドル），同年末の発行残高は26兆ドルを超えている。特にCOVID-19の蔓延を受けて2020年以降の残高は急増した。その保有構造をみると，COVID-19下の金融緩和政策の結果，金融当局の保有は一時25％を超える水準となった。2023年末時点で30.3％が海外で保有され，個人が10.2％，州・地方政府が5.6％を保有している。またMMFの保有増は，COVID-19後の急激なインフレ率の上昇に対処した金融引き締めを受けて，MMFへの資金流入が急増したためである。

財務省証券の流通市場は，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，財務省証券は，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。

財務省証券の主体別推定保有額

（単位10億ドル）

	公的負債総額	FRB・政府機関保有	民間総保有額	預金取扱機関	貯蓄国債	年金ファンド	
						民間	州・地方政府
2014	18,141.4	7,578.9	10,562.6	516.8	175.9	507.1	199.2
2015	18,922.2	7,711.2	11,211.0	547.4	171.6	504.7	174.5
2016	19,976.9	8,005.6	11,971.3	663.1	165.8	538.0	218.8
2017	20,492.7	8,132.1	12,360.6	636.7	160.4	432.1	289.4
2018	21,974.1	8,095.0	13,879.1	769.7	155.7	637.3	367.9
2019	23,201.4	8,359.9	14,841.5	935.1	151.3	705.3	333.4
2020	27,747.8	10,809.2	16,938.6	1,265.2	147.1	770.6	354.4
2021	29,617.2	12,125.9	17,491.3	1,734.0	146.2	809.6	414.2
2022	31,419.9	12,401.4	19,018.5	1,713.6	173.5	814.0	327.2
2023	34,001.5	11,848.1	22,153.4	1,652.9	171.9	613.7	420.7
2024.3末	34,592.4	11,689.3	22,903.1	1,738.0	166.8	612.0	430.9

（注１）　預金取扱機関は，米国内の外国銀行支店，米国提携地域の銀行，信用組合，銀行持株会社を含む。

（注２）　年金ファンドの民間は連邦職員退職金制度倹約貯蓄プラン「G ファンド」が保有する財務省証券を含む。

（注３）　年金ファンドの州 . 地方政府は MMF，ミューチュアル・ファンド，クローズドエンド型投資会社を含む。

	保険会社	ミューチュアル・ファンド	州・地方政府	外国機関	その他
2014	310.5	1,121.8	654.5	6,157.7	919.0
2015	310.1	1,318.3	680.9	6,146.2	1,357.1
2016	334.2	1,705.4	717.3	6,006.3	1,622.4
2017	377.9	1,850.8	735.0	6,211.3	1,667.1
2018	360.5	2,094.9	713.2	6,270.1	2,509.9
2019	374.8	2,412.8	793.1	6,844.2	2,291.5
2020	404.1	3,784.6	1,111.9	7,070.7	2,030.0
2021	425.0	3,411.7	1,440.7	7,740.4	1,369.6
2022	396.0	2,416.2	1,563.3	7,290.1	4,324.7
2023	477.2	3,659.3	1,680.3	7,940.8	5,536.6
2024.3末	469.9	3,953.5	1,663.5	N/A	N/A

（注４）　ミューチュアル・ファンドは個人，政府支援企業，ブローカーおよびディーラー，銀行個人信託および遺産，法人および非法人事業，ならびにその他の投資家を含む。

（注５）　2024年6月末の数字は，公的負債総額が34,831.9，FRB・政府機関保有が11,672.4，民間総保有額が23,159.5，貯蓄国債が163.9。

〔出所〕　U.S. Department of the Treasury, Treasury Bulletin, September. 2024. https://www.fiscal.treasury.gov/reports-statements/treasury-bulletin/current.html

財務省証券の保有主体別割合

（年末）（単位100万ドル，％）

	2018		2019		2020		2021		2022		2023	
家計および非営利組織	1,251,862	8.0	1,475,514	8.9	1,268,328	6.1	497,900	2.2	1,691,299	7.1	2,666,431	10.2
非金融企業	54,404	0.3	63,629	0.4	72,901	0.3	79,668	0.4	88,981	0.4	101,091	0.4
州・地方政府	595,429	3.8	640,865	3.9	876,298	4.2	1,269,414	5.6	1,327,256	5.6	1,475,198	5.6
金融当局	2,337,994	15.0	2,540,730	15.3	5,254,556	25.1	6,052,055	26.8	5,056,405	21.2	4,403,083	16.8
商業銀行	569,784	3.7	704,089	4.2	1,044,445	5.0	1,472,289	6.5	1,388,880	5.8	1,329,208	5.1
損害保険	156,818	1.0	153,395	0.9	157,487	0.8	187,875	0.8	212,928	0.9	263,204	1.0
生命保険	209,382	1.3	221,364	1.3	246,579	1.2	237,092	1.1	183,110	0.8	180,916	0.7
個人年金	371,912	2.4	440,034	2.6	461,231	2.2	507,815	2.3	427,656	1.8	452,899	1.7
公務員年金	22,326	0.1	23,262	0.1	23,939	0.1	22,166	0.1	17,964	0.1	19,924	0.1
MMF	945,064	6.1	1,122,598	6.8	2,465,928	11.8	1,814,671	8.0	1,064,015	4.5	2,269,494	8.7
ミューチュアルファンド	1,146,356	7.4	1,287,015	7.7	1,315,725	6.3	1,593,978	7.1	1,342,336	5.6	1,376,230	5.2
ETF	176,141	1.1	227,645	1.4	270,617	1.3	332,052	1.5	400,630	1.7	502,334	1.9
GSEs	120,042	0.8	175,753	1.1	259,236	1.2	202,365	0.9	155,618	0.7	163,590	0.6
ブローカー・ディーラー	250,357	1.6	214,060	1.3	215,152	1.0	98,990	0.4	170,650	0.7	269,210	1.0
米国外	6,270,130	40.3	6,917,822	41.6	7,291,566	34.8	7,740,370	34.3	7,294,065	30.6	7,946,509	30.3
合計	15,566,216		16,628,907		20,946,158		22,557,536		23,844,978		26,226,569	

〔出所〕　Flow of Funds Account, L.210.

４．個人金融資産　家計部門は，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，日本の家計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年代後半からは家計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。

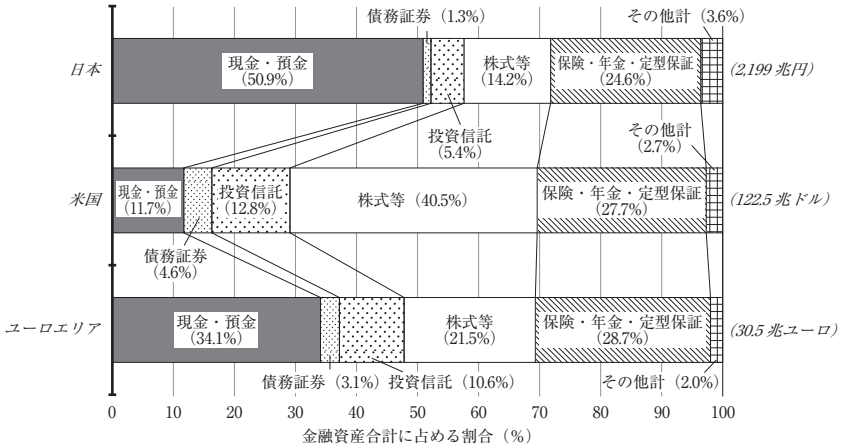
家計の保有金融資産をフローで見た傾向としては，まず株式発行の純減が続いていることを反映して，家計の株式取得もネットでは高まっていない。しかしながら後述するように，株価の上昇を受けて残高は増加している。これに対して年金は一貫して高い純増を示している。ミューチュアルファンドへの投資と合わせて機関投資家を通じた株式保有は増加していると言える。財務省証券の購入は1990年代前半まで増加した後，金融危機直後を除いて減少が続いていたが，COVID-19後の高インフレに対処した金融引き締めを受けて2022年からは増加に転じている。家計が高金利を享受する姿勢は，地方債や MMF への投資でもみられる。

ストックでみた家計保有の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は一貫して低下しており，特に市場金利の高騰に銀行預金金利が追随できなくなった結果，銀行預金の代替として MMF が選ばれているのが近年の特徴であろう。2023年時点で，家計が保有する金融資産の主は株式と年金である。企業は株式発行を純減させているものの，2020年半ば頃からの株価の上昇を受けて，家計による株式の直接保有額や年金を通じた株式の保有額は大きく増加している。この他，金融引き締めによる高金利を享受すべく，負債証券の保有も顕著に増加している。

家計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。

家計保有の金融資産額が増加する一方で，負債の拡大も指摘できる。負債残高は住宅担保の借入れや消費者金融の拡大が主な理由であるが，金融危機時に一時的に減少したものの，2020年からの COVID-19の蔓延にともない顕著に増加し，2023年末時点で20.5兆ドルまで拡大している。

家計の金融資産構成の国際比較（2024年３月末）



（注）「その他計」は，金融資産合計から，「現金・預金」，「債務証券」，「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』2024年９月。

家計保有の金融資産　（年末，単位100万ドル）

	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
外貨預金	38,974	41,837	40,637	48,460	48,228	51,653	50,820
現金・当座預金	1,341,003	1,165,421	1,200,461	3,182,918	4,145,955	4,551,872	4,304,040
定期性預金	8,836,163	9,267,521	9,844,728	10,300,155	11,063,807	10,267,552	9,840,756
MMF	1,653,051	1,826,392	2,271,791	2,689,384	2,802,931	3,093,612	4,001,488
負債証券	3,386,571	4,078,637	4,433,100	3,945,634	2,988,255	4,653,898	6,000,859
財務省証券	676,209	1,251,862	1,475,514	1,268,328	497,900	1,691,299	2,666,431
GSE 債	599,664	763,356	848,659	529,591	452,174	1,123,950	1,330,692
地方債	1,919,993	1,871,067	1,897,093	1,922,567	1,791,871	1,604,831	1,755,306
社債・外国債	190,705	192,352	211,834	225,148	246,310	233,818	248,430
ローン	1,284,224	1,226,958	1,264,988	1,376,816	1,466,929	1,416,632	1,349,793
株式	18,168,615	16,539,220	21,273,855	26,172,738	31,866,929	26,294,504	31,219,493
ミューチュアルファンド	8,727,340	8,059,799	10,050,483	11,046,734	12,902,763	9,837,772	11,104,728
生命保険	1,678,576	1,709,872	1,786,248	1,921,752	2,000,338	1,987,089	2,060,476
年金	25,973,923	25,850,451	28,075,372	29,792,170	31,576,787	28,368,553	30,453,990
その他	13,706,565	14,086,046	14,960,797	16,236,529	18,785,181	19,533,178	18,930,577
総金融資産	83,510,781	82,625,196	93,937,472	105,336,474	118,181,174	108,639,683	117,967,227
総負債	15,480,168	15,960,419	16,595,738	17,185,072	18,828,321	19,927,824	20,493,265

（注） Households and Nonprofit Organizations の数字。

〔出所〕 Flow of Funds Accounts，L101.

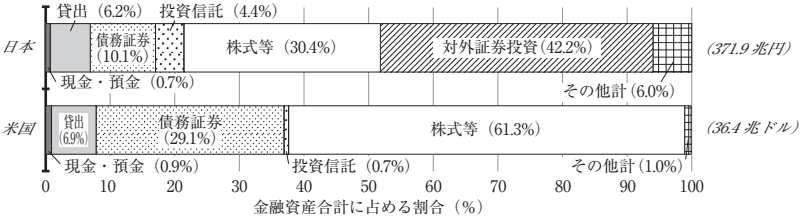
５．主要機関投資家の資産運用　機関投資家には定まった定義はなく，投資家から幅広く資金を集め証券投資を業務とする組織として大まかに理解されている。代表的な機関投資家としては，大学基金，年金基金，証券投資信託，生命保険会社，損害保険会社，投資信託などを挙げることができ，銀行業務を行う機関を含めるかどうかは場合によって異なる。機関投資家は，大量の資金を集中することで分散投資を可能にすることが最大の特長である。一方，市場規模に比べて相対的に大口の売買を行うために，特殊な取扱いを必要とする取引も含まれ，証券市場の価格形成に様々な影響を及ぼす存在でもある。

機関投資家の内，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2024年３月末時点で77兆ドルを超えて極めて大規模である。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 では財務省証券やオープン・マーケット・ペーパーなどの短期証券が主力である。財務省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，財務省証券は外国投資家の保有が３割以上を占めるほか，COVID-19下での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。

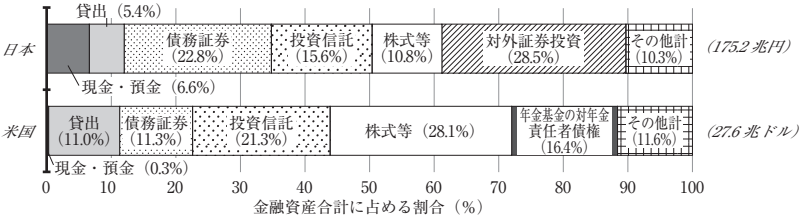
ミューチュアルファンド（投資信託）の資産構成（2024年３月末）



（注）「その他計」は，金融資産合計から，「現金・預金」，「貸出」，「債務証券」，「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』2024年８月

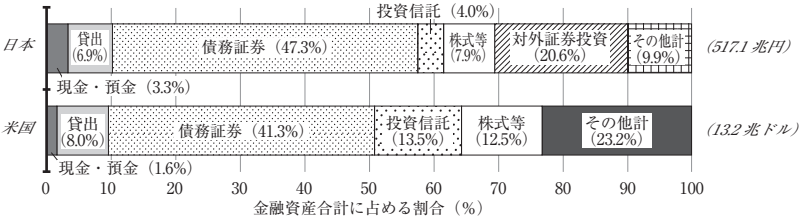
年金基金の資産構成（2024年３月末）



（注）　同上

〔出所〕　同上

保険の資産構成（2024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　アメリカの債券には，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，企業が発行する社債（事業債），非居住者による外国証券（ヤンキー債）などがある。

第１に，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（T-bill），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。

第２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，これらの機関は，連邦住宅抵当公庫，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。発行される債券は，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３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。その銘柄数は100万を超えるほど膨大であるが，多くは数百万ドルから5,000万ドルの小口発行である。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４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（ハイ・イールド債）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。

債券の発行額

（単位：10億ドル）

種類	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024.6末
財務省証券	2,140.0	2,215.5	2,122.5	2,169.4	2,224.3	2,684.7	2,935.5	3,895.8	5,139.1	3,826.8	3,518.0	2,150.1
社債	1,424.8	1,480.8	1,515.9	1,550.0	1,677.3	1,378.4	1,417.4	2,274.9	1,961.3	1,369.8	1,444.7	1,061.0
地方債	335.4	339.1	405.1	451.9	449.0	346.8	426.4	485.2	483.4	390.8	385.1	241.4
政府機関債	652.9	558.7	645.5	927.9	731.3	653.6	989.3	1,251.3	692.9	845.9	1,336.7	593.7

（注）　財務省証券と地方債は長期債のみ。2024年は６月末時点。
〔出所〕　SIFMA，Capital Markets Fact Book 2024.

地方債の発行額

（単位：10億ドル）

種類	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024.6末
一般財源保証債	127.9	136.4	158.8	179.3	165.2	123.8	163.3	200.0	180.9	145.5	150.0	82.3
レベニュー債	207.5	202.8	246.3	272.7	283.8	223.0	263.1	285.3	302.5	245.2	235.0	159.2
（内，新規調達）	161.6	145.4	154.6	176.8	203.2	241.8	263.9	275.7	321.6	309.9	298.8	166.1
（内，借り換え）	173.9	193.7	250.5	275.1	245.8	105.0	162.5	209.5	161.8	80.8	86.3	75.3

（注）　2024年は６月末。
〔出所〕　SIFMA，Capital Markets Fact Book 2024.

社債・転換社債の発行額

（単位：10億ドル）

種類	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024.9末
普通社債（総額）	1,383.7	1,442.5	1,494.6	1,525.5	1,647.8	1,334.7	1,416.6	2,272.7	1,958.0	1,359.4	1,441.9	1,562.8
（内，高利回り債）	332.2	315.8	260.7	236.5	283.4	171.9	279.8	424.6	486.9	112.3	183.6	249.7
（内，固定利付債）	1,222.0	1,294.1	1,381.0	1,410.4	1,372.4	1,078.3	1,261.7	2,065.0	1,682.3	1,058.8	1,202.2	1,326.6
転換社債	40.7	39.2	20.1	21.7	29.6	41.6	0.8	1.8	0.8	8.5	2.9	4.6

（注）　2024年は９月末。
〔出所〕　SIFMA，Capital Markets Fact Book 2024等より作成。

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。しかしながらこの方式の場合は，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。また現在では，単一の入札において顧客が20億ドル以上の額面を落札した場合に，財務省へ確認書の提出を求められる。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行っ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）もこれに加えている。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に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年信託証書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。

2023年の投資適格債引受ランキング

ブックランナー	2023年順位	2022年順位	手数料（100万ドル）	市場シェア（%）	件数
BofA Securities Inc	1	2	132,525	10.8	449
JP Morgan	2	1	119,894	9.8	459
Citi	3	3	104,348	8.5	378
Morgan Stanley	4	5	97,477	7.9	266
Wells Fargo & Co	5	6	81,425	6.6	312
Goldman Sachs & Co	6	4	74,738	6.1	253
Barclays	7	7	64,868	5.3	226
HSBC Holdings PLC	8	8	47,619	3.9	119
Mizuho Financial Group	9	14	46,440	3.8	220
BNP Paribas SA	10	13	38,608	3.1	167
RBC Capital Markets	11	11	38,533	3.1	188
Deutsche Bank	12	12	36,012	2.9	120
Mitsubishi UFJ Financial Group	13	10	34,226	2.8	182
UBS	14	9	31,949	2.6	70
Sumitomo Mitsui Finl Grp Inc	15	17	28,275	2.3	152
TD Securities Inc	16	15	26,861	2.2	147
US Bancorp	17	16	23,441	1.9	149
Scotiabank	18	20	20,242	1.7	125
PNC Financial Services Group	19	18	18,652	1.5	110
Credit Agricole CIB	20	22	17,271	1.4	88
Industry Total			1,229,858		

〔出所〕 LESG Data & Analytics「Global Debt Capital Markets」（Full Year 2023）。

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（ダッチ方式）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，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・ブラザース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，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（2024年10月時点で24社）と取引のあるニューヨーク連銀に入札は集中している。

T-bill（短期債）は，４週，８週，13週，17週，26週，52週が定期的に入札されている。T-bill の入札は52週が４週に１度，その他の短期債は毎週入札が実施される。T-note（中期債）は２年債，３年債，５年債，７年債，10年債があり，この内２年債，３年債，５年債，７年債は毎月入札が行われ，10年債の入札は４半期（２月，５月，８月，11月）ごとに実施される。T-bond（長期債）に該当するのは20年債と30年債であり，20年債は2020年５月に34年ぶりに再発行された（1986年以来）。T-bond は10年債と同様に４半期ごとの入札を経て発行される。これら入札にあたり，競争入札方式では募集金額の35％，非競争入札方式では1,000万ドルが購入の上限となる。2024年８月の入札では，10年債が総額420億ドル落札されており，この内競争入札方式で落札されたのは419億ドル（プライマリー・ディーラーが75億ドル），30年債は総額250億ドル落札され，この内競争入札方式では249億ドル（プライマリー・ディーラーが48億ドル）が落札されている。

この他，財務省は短期の資金繰りのニーズに応じて，キャッシュ・マネジメント・ビル（CMB）を適宜発行している。CMB の償還期間は，数日から６ヶ月に設定されている。

財務省証券の主体別推定保有額

（単位：10億ドル）

	公的負債総額	FRB・政府機関保有	民間総保有額	預金取扱機関	貯蓄国債	年金ファンド	
						民間	州・地方政府
2014	18,141.4	7,578.9	10,562.6	516.8	175.9	507.1	199.2
2015	18,922.2	7,711.2	11,211.0	547.4	171.6	504.7	174.5
2016	19,976.9	8,005.6	11,971.3	663.1	165.8	538.0	218.8
2017	20,492.7	8,132.1	12,360.6	636.7	160.4	432.1	289.4
2018	21,974.1	8,095.0	13,879.1	769.7	155.7	637.3	367.9
2019	23,201.4	8,359.9	14,841.5	935.1	151.3	705.3	333.4
2020	27,747.8	10,809.2	16,938.6	1,265.2	147.1	770.6	354.4
2021	29,617.2	12,125.9	17,491.3	1,734.0	146.2	809.6	414.2
2022	31,419.9	12,401.4	19,018.5	1,713.6	173.5	814.0	327.2
2023	34,001.5	11,848.1	22,153.4	1,652.9	171.9	613.7	420.7
2024.3末	34,592.4	11,689.3	22,903.1	1,738.0	166.8	612.0	430.9

（注１）　預金取扱機関は，米国内の外国銀行支店，米国提携地域の銀行，信用組合，銀行持株会社を含む。

（注２）　年金ファンドの民間は連邦職員退職金制度倹約貯蓄プラン「G ファンド」が保有する財務省証券を含む。

（注３）　年金ファンドの州 . 地方政府は MMF，ミューチュアル・ファンド，クローズドエンド型投資会社を含む。

	保険会社	ミューチュアル・ファンド	州・地方政府	外国機関	その他
2014	310.5	1,121.8	654.5	6,157.7	919.0
2015	310.1	1,318.3	680.9	6,146.2	1,357.1
2016	334.2	1,705.4	717.3	6,006.3	1,622.4
2017	377.9	1,850.8	735.0	6,211.3	1,667.1
2018	360.5	2,094.9	713.2	6,270.1	2,509.9
2019	374.8	2,412.8	793.1	6,844.2	2,291.5
2020	404.1	3,784.6	1,111.9	7,070.7	2,030.0
2021	425.0	3,411.7	1,440.7	7,740.4	1,369.6
2022	396.0	2,416.2	1,563.3	7,290.1	4,324.7
2023	477.2	3,659.3	1,680.3	7,940.8	5,536.6
2024.3末	469.9	3,953.5	1,663.5	N/A	N/A

（注４）　ミューチュアル・ファンドは個人，政府支援企業，ブローカーおよびディーラー，銀行個人信託および遺産，法人および非法人事業，ならびにその他の投資家を含む。

（注５）　2024年6月末の数字は，公的負債総額が34,831.9，FRB・政府機関保有が11,672.4，民間総保有額が23,159.5，貯蓄国債が163.9。

〔出所〕　U.S. Department of the Treasury, Treasury Bulletin, September. 2024. https://www.fiscal.treasury.gov/reports-statements/treasury-bulletin/current.html

財務省証券・エージェンシー債の主体別保有額

（単位：100万ドル）

	財務省証券				エージェンシー債民間保有	総発行額
	政府機関保有	FRB 保有	民間保有	（内，市場性証券）		
2019	5,893,424	2,436,438	14,389,540	13,910,902	21,455	22,740,857
2020	5,907,764	4,872,973	16,164,654	15,501,967	20,151	26,965,542
2021	6,123,040	5,911,599	16,394,280	15,967,103	19,502	28,448,421
2022	6,608,706	6,097,085	18,223,121	17,597,039	19,353	30,948,265
2023	6,817,835	5,352,361	20,997,138	20,401,322	19,568	33,186,902
2024.6末	7,197,526	4,813,840	22,820,268	22,236,154	20,220	34,851,854

（注）　エージェンシー債はすべて民間の投資家が保有。

〔出所〕　U.S. Department of the Treasury, Treasury Bulletin, September, 2024.

５．インフレ連動債　　インフレ連動債（物価連動債）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（他に５年満期，30年満期，変動利付債としては２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。

第１に，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。例えば，イギリスでは，この種のインフレ連動債が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ていた。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・プレミアムの上乗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が期待された。

第２に，アメリカ国債の国内消化を拡充するねらいがあった。2023年末時点で民間保有のアメリカ国債のうち外国機関による保有比率は34.7％に達している。国債への海外資金の流出入は国内金利を不安定化させ，特に資金の流出が国内の金利上昇を引き起こす要因となることも懸念されている。この事態に対処するため，401（k）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てきた。

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，2023年には２兆ドルを上回っている。

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とがある。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・バジョット機関である。これらの政府機関債はSECの規制が免除され，TVAなどの例外はあるものの合衆国連邦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），連邦住宅抵当公庫（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・バジョット機関である。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

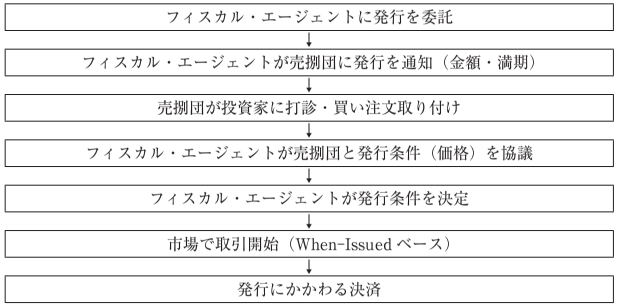
（単位：100万ドル）

	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024.9末
固定金利満期一償還	148,773.3	149,112.9	142,469.0	167,858.7	179,164.0	139,842.0	121,968.1	53,356.5	52,856.3	111,736.5	111,670.6	177,568.0	73,114.5	92,568.1	43,196,890.0
変動利付	82,068.5	30,358.0	65,210.0	64,571.0	54,425.0	89,012.0	332,379.5	392,984.1	387,373.2	395,592.0	340,021.6	68,016.5	390,520.2	700,904.4	507,747,000.0
固定利付コーラブル	226,843.0	175,457.5	163,227.5	84,698.0	86,006.7	55,136.4	53,947.5	30,321.3	26,476.8	105,193.5	52,865.5	157,711.5	100,496.1	255,563.3	151,437,720.0
ステップアップ・ステップダウン	69,548.0	50,108.5	46,622.5	23,588.6	26,558.0	17,868.0	14,360.5	5,703.0	10,103.8	1,154.0	620.0	26,499.9	23,676.1	716.6	30.0
発行総額	532,905.0	408,949.7	418,075.1	341,243.3	348,506.8	304,333.4	524,060.6	482,550.9	476,915.1	613,726.0	505,177.7	429,795.9	587,807.0	1,049,752.5	702,411,610.0

（注） ステップアップ（ダウン）債は，発行時点から償還時までの利回り（クーポンレート）が徐々に上昇（下降）する債券。

〔出所〕 FHLB, Debt Issuance Statistics,http://www.fhlb-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，学校区のほか，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。この免税措置と合わせてデフォルト率が0.1％程度と社債などと比較して非常に低いこともあり，地方債の約３分の２は個人（家計およびミューチュアル・ファンド）が保有し，満期まで保有される場合が多い。また，損害保険会社や商業銀行の投資対象ともなっている。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。近年，医療・教育など，地方の財政支出拡大もあり，発行額は増加傾向にある。

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，発行体が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とがあり，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こともあるといわれている。

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（長期債）の発行額

（単位：10億ドル）

		債券の種類		入札方式			資本の種類	
	総計	一般財源保証債	レベニュー債	競争入札	協議引受	私募	新規発行	借換発行
2013	335.4	127.9	207.5	69.4	243.4	22.7	161.6	173.9
2014	339.1	136.4	202.8	71.8	242.8	24.5	145.4	193.7
2015	405.1	158.8	246.3	87.3	290.1	27.8	154.6	250.5
2016	451.9	179.3	272.7	98.7	325.2	28.1	176.8	275.1
2017	449.0	165.2	283.8	98.2	310.2	40.6	203.2	245.8
2018	346.8	123.8	223.0	84.6	238.4	23.9	241.8	105.0
2019	426.4	163.3	263.1	99.2	307.6	19.6	263.9	162.5
2020	485.2	200.0	285.3	93.0	358.3	33.9	275.7	209.5
2021	483.4	180.9	302.5	99.6	357.5	26.3	321.6	161.8
2022	390.8	145.5	245.2	78.5	281.4	30.9	309.9	80.8
2023	385.1	150.0	235.0	71.7	291.7	21.6	298.8	86.3
2024.9末	381.2	129.7	251.5	65.6	306.3	9.3	257.9	123.3

〔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，①その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会社が早くから定着し，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を得た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，を理由に早くから発達し，多種多様な社債が発行されてきた。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，さらにミディアム・ターム・ノート（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年の中期物を中心に，短期のコマーシャル・ペーパーから25～30年の長期物まで期間設定は様々である。世界銀行によれば，アメリカの社債の平均期間は2021年で32.4年であり，長期化する傾向がみられる。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り，公募および私募の 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・デリジェンスを厳格に行う必要がある。管理会社は，信託証書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。格付会社による格付は，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。

確定利付債（Fixed Income Security：社債，転換社債，MBS，ABS）の発行額

（単位：10億ドル）

	社債		転換社債	Asset-Backed Security						Mortgate-Backed Security			
	固定利付債	変動利付債		自動車ローン	CDO/CLO	クレジットカード	機材ローン等	その他	学生向け	エージェンシー債		ノンエージェンシー債	
										MBS	CMO	CMBS	RMBS
2013	1,222.0	161.7	40.7	88.1	95.0	36.9	19.4	42.0	22.7	1,624.3	357.7	88.0	50.2
2014	1,294.1	148.4	39.2	99.1	140.1	51.4	20.3	66.9	15.7	989.0	276.2	100.6	73.9
2015	1,381.0	113.6	20.1	98.4	116.7	25.0	17.7	61.4	14.2	1,330.8	270.6	101.8	97.4
2016	1,410.4	115.2	21.7	92.0	119.7	27.2	14.9	55.1	16.4	1,559.6	320.6	78.4	85.5
2017	1,372.4	275.4	29.6	101.2	294.3	43.3	24.4	71.0	16.0	1,465.4	314.0	97.7	126.3
2018	1,078.3	256.4	41.6	107.3	280.7	31.3	26.2	52.5	18.9	1,332.8	270.1	88.7	181.4
2019	1,261.7	154.8	0.8	123.5	169.9	18.7	33.0	71.7	17.8	1,581.1	291.3	107.0	139.6
2020	2,065.0	207.8	1.8	108.4	103.1	3.1	22.2	48.6	18.9	3,559.6	465.2	58.9	187.3
2021	1,682.3	275.6	0.8	142.2	262.5	14.1	35.9	94.2	33.0	3,717.7	457.8	137.2	271.7
2022	1,058.8	300.6	8.5	107.8	64.1	29.6	24.2	71.2	5.8	1,820.0	271.4	36.6	18.1
2023	1,202.2	239.6	2.9	144.0	28.6	20.3	22.8	51.3	3.5	1,087.3	191.4	21.6	11.6
2024.9末	1,326.6	236.2	4.6	130.0	52.7	15.0	30.2	65.3	8.1	852.0	212.9	35.3	17.9

（注） ABS（資産担保証券）およびMBS（モーゲージ担保証券）は第9章「証券化商品市場」を参照。

〔出所〕 SIFMAのデータを基に作成。

SIFMAのCorporate Bonds, MBS（単位の100万ドルを10億ドルに修正），ABSをミックスして作成。

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

９．高利回り債（ハイ・イールド債）　1980年代の高利回り債（当時はジャンク債と呼ばれていた）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以降，発行は急減している。

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，高利回り債の引受に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。

投資適格債および高利回り債（ハイ・イールド債）の発行

（単位：10億ドル）

年	投資適格債発行		高利回り債発行		合計
	発行額	%	発行額	%	
2013	1,051.5	76.0	332.2	24.0	1,383.7
2014	1,126.8	78.1	315.8	21.9	1,442.5
2015	1,233.9	82.6	260.7	17.4	1,494.6
2016	1,289.0	84.5	236.5	15.5	1,525.5
2017	1,364.3	82.8	283.4	17.2	1,647.8
2018	1,162.8	87.1	171.9	12.9	1,334.7
2019	1,136.8	80.3	279.8	19.7	1,416.6
2020	1,848.1	81.3	424.6	18.7	2,272.7
2021	1,471.0	75.1	486.9	24.9	1,958.0
2022	1,247.1	91.7	112.3	8.3	1,359.4
2023	1,258.2	87.3	183.6	12.7	1,441.9
2024.9末	1,313.1	84.0	249.7	16.0	1,562.8

〔出所〕 SIFMA のデータを基に作成。
https://www.sifma.org/resources/research/us-corporate-bond-issuance/

2023年の高利回り債引受ランキング

ブックランナー	2023年順位	2022年順位	手数料（100万ドル）	市場シェア（%）	件数
JP Morgan	1	1	14,884	16.2	137
BofA Securities Inc	2	3	12,523	15.2	126
Goldman Sachs & Co	3	5	12,299	9.6	116
Citi	4	4	10,057	9.3	110
Wells Fargo & Co	5	7	9,337	9.0	100
Morgan Stanley	6	2	8,019	7.4	81
Deutsche Bank	7	9	7,098	7.1	61
Barclays	8	6	6,989	6.5	84
RBC Capital Markets	9	10	6,879	3.8	79
Truist Financial Corp	10	13	4,309	3.0	70
上位10社			92,394	87.1	
Industry Toal			169,343		

〔出所〕 LESG Data & Analytics「Global Debt Capital Markets」（Full Year 2023）。

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発行市場であるが，近年，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。

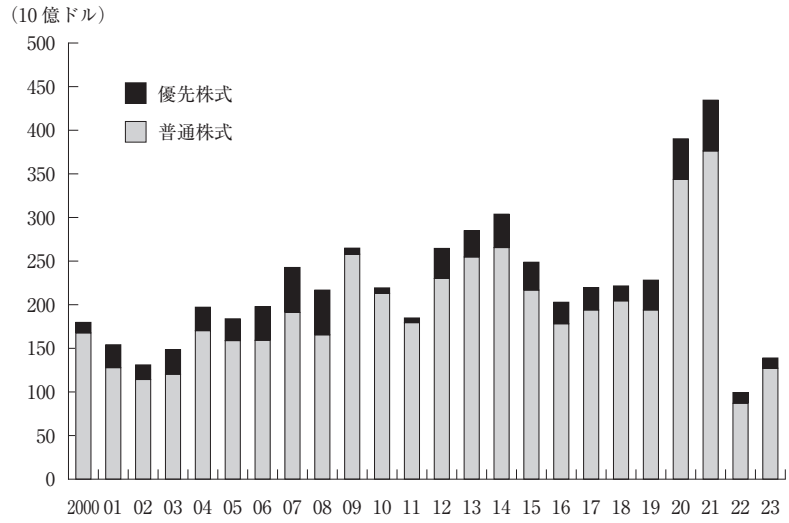
1990年半ば以降2000年までは，好調なアメリカ経済や株式市場を背景に株式発行は増加した。IT バブルの最盛期である2000年には600億ドルを越える IPO が行われたが，バブル崩壊後は急速にしぼんだ。その後の景気回復と共に IPO の金額も増え，2007年には540億ドルまで回復したが，翌年にはサブプライム金融危機のあおりを受けて IPO は75億ドルまで減少した。

しかし，2009年以降は IPO は緩やかに回復し，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935億ドルに達した。ただし，その４割強は米国外企業による IPO に占められており，その後は経済や株式市場は好調であるにもかかわらず IPO は低位にとどまった。2020年からのコロナ禍のもとでは金融緩和が実施され，主要株価指標が最高値を更新するなか IPO が急増し，2021年には過去最高となる1,536億ドルを記録した。特別買収目的会社（special purpose acquisition company, SPAC）の IPO が急増したことも，IPO ブームの一因となった。しかし，その後はインフレや金融引き締め，地政学リスクを警戒し株式市場が軟調となり，IPO は急減した。

株式発行市場というと IPO が注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公開会社による発行である。2000年以降では金額で見て概ね６割以上，足元では８割以上が既公開会社による発行である。

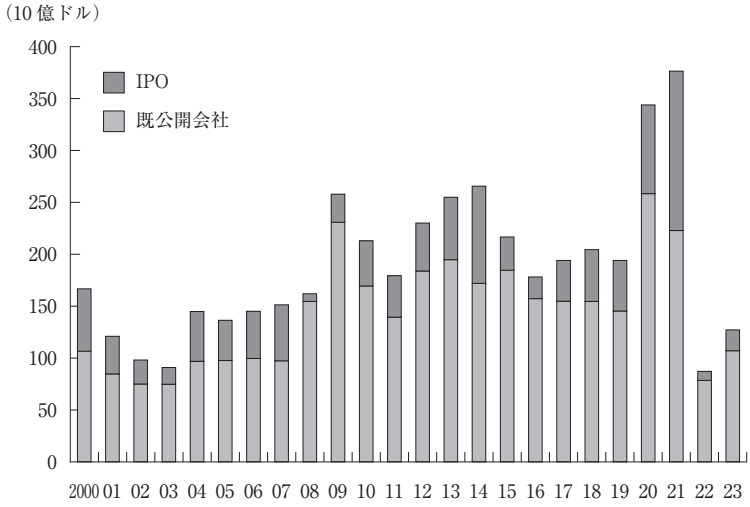
公募発行を実施するにあたっては，主幹事引受業者（lead manager）は1933年証券法に基づき発行会社に関する「適切な調査」（due diligence）を行うべきものとされている。また，SEC への登録届出書（registration statement）の提出が義務付けられている。なお，1980年代以後 SEC は，公募増資実施における一括登録制度導入等，次々に手続きの簡素化措置を打ち出している。

国内株式発行額



〔出所〕　SIFMA のデータより作成。

国内普通株式発行額内訳



〔出所〕　SIFMA のデータより作成。

２．新規公開発行（IPO）　IPO とは，非公開会社が初めて発行市場で株式を一般投資家に発行し資金を募ることである。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。

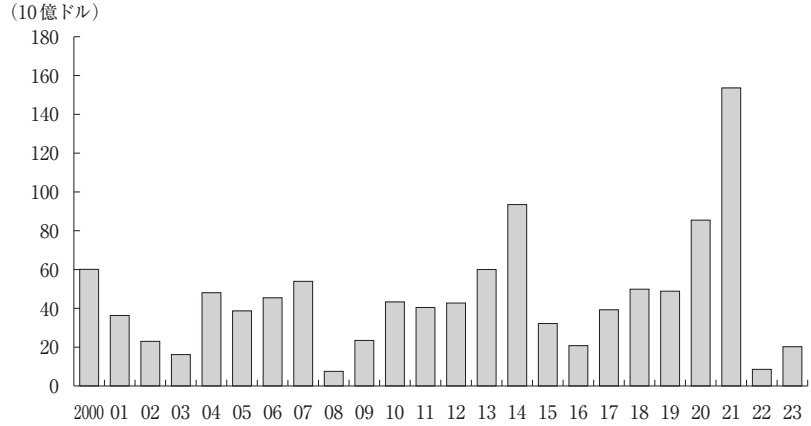
IPO を成功させるに当たって，投資家の需要動向を探ることは大変重要である。それを目的として行われる中心的なイベントがロードショーである。ロードショーとは，引受シンジケートの手配によって発行会社が機関投資家に対して事業内容等を説明し，発行条件に対する意見聴取等を行うものである。ロードショーの実施後に公開価格が決定される。

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，主幹事が発行会社から株式を買い取り，募集・売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会社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。GAFAM と呼ばれる，アルファベット（グーグル），アップル，メタ・プラットフォームズ（フェイスブック），アマゾン・ドット・コム，マイクロソフトや，エヌビディアなど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（ブリング・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〕 各種資料より作成。

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あたり，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。既公開会社の株式発行においては，公募増資がかなりの部分を占めている。

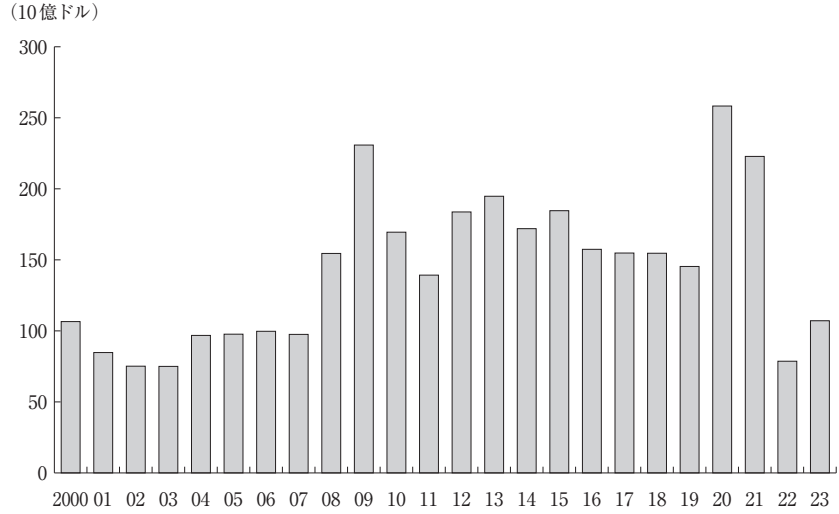
公募増資のプロセスについては，新規公開発行の場合と同様に，SEC へ登録届出書を提出後，ロードショー等のマーケティングを行って需要調査した上でブックビルディングを実施して公募価格および購入者を決定するというフルマーケティング方式が一般的であった。しかしながら，1983年に一括登録制度が導入されたことをきっかけとして，アクセラレーティッド・ブックビルディング方式（accelerated bookbuilding）が現在の主流となっている。

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，その後に実際の公募増資を公表し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は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，一括登録制度とは，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行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。

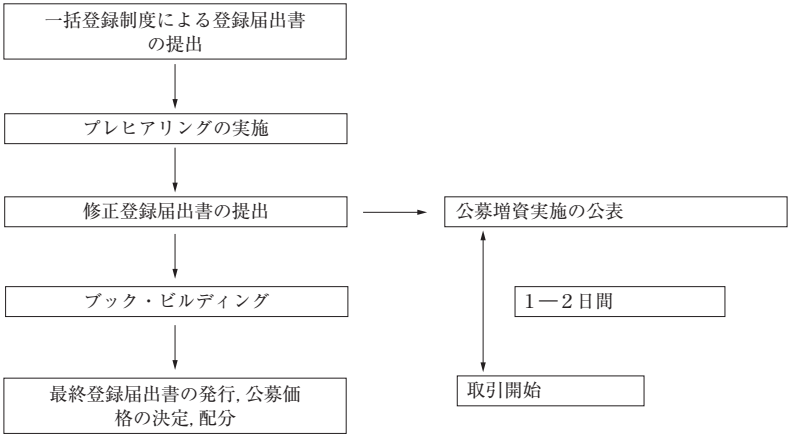
アクセラレーティッド・ブックビルディング方式が普及した背景としては，いくつかの理由が挙げられる。その１つとして，株式公募増資の発表後に生じる株価下落を抑える効果が指摘されている。つまり，株式公募増資を実施しようとする上場企業にとって，より有利な公募価格での株式発行が可能になるという利点があるとされる。

既公開会社による株式発行額



〔出所〕 SIFMA のデータより作成。

アクセラレーティッド・ブックビルディング方式の大まかなタイムライン



〔出所〕 各種資料より作成。

４．登録届出適用除外取引　アメリカでは証券を募集するにあたり，SECへの登録届出が1933年証券法で義務付けられているが，一定の要件を満たせば，登録届出義務から適用除外とすること（exempt offering）が認められている。近年，SECへの登録届出義務に伴う情報開示等の規制遵守コストの重さが，ベンチャー企業など未公開会社による資金調達の拡大を妨げているといった観点から，登録除外の対象範囲を拡大する方向で制度改正が進められてきた。加えて，未公開会社に投資する投資ファンドの活動が活発化していることもあって，登録除外の規定を利用した資金調達の規模は拡大している。SECの推計によれば，2022年７月から2023年６月の１年間の調達額は，登録届出を行う公募での調達が1.1兆ドルであるのに対し，登録届出適用除外等を利用した調達は4.2兆ドルである。

登録届出適用除外に関する中心的規定はレギュレーションDである。レギュレーションDの規則506は私募にかかる規定である。506（b）と506（c）はいずれも募集額の制限はないが，506（b）を利用した調達額が特に大きい。506（b）では，投資家は自衛力認定投資家（accredited investor）及び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）でなければならず，ネットやメディア等を用いた一般的勧誘はできない。506（c）では，投資家は自衛力認定投資家に限られるが，一般的勧誘は可能である。ただし，発行体は投資家全員が自衛力認定投資家であることを確認するための合理的な措置を講じなければならない。なお，自衛力認定投資家とは，一定の要件を充たす自然人（個人）と事業体であり，規則501（a）に定義されている。

レギュレーションDの規則504は小規模募集にかかる規定である。募集限度額は12カ月間で1,000万ドルであり，1934年証券取引所法上の報告会社や投資会社等ではない発行体が利用できる。投資家に関する制限はなく，一般的勧誘も限られた場合には認められている。

2015年に導入されたレギュレーションCF（Crowdfunding）は，証券投資型CFにかかる規定である。募集限度額は12カ月間で500万ドルであり，募集は登録仲介者を通じてインターネット・プラットフォーム上で行われ，一般的勧誘も限定的に認められる。投資家は非自衛力認定投資家の場合には投資額が制限される。転売は可能だが証券取得後１年間の制限がある。

登録届出適用除外等を活用した資金調達額

根拠規定	調達総額（10億ドル）	調達額中央値（万ドル）
レギュレーションＤ規則506（ｂ）	2,700	120
レギュレーションＤ規則506（ｃ）	169	75
レギュレーションＡ	1.5	160
レギュレーションＤ規則504	0.258	25
レギュレーションクラウドファンディング	0.352	10
その他（規則144A，レギュレーションＳ）	1,300	―

（注）　2022年７月１日から2023年６月30日の１年間の調達額。
〔出所〕　SEC より作成。

主な登録届出適用除外等の取引規定の概要

根拠規定	12カ月以内の募集上限	一般的勧誘	発行体の要件	投資家の要件	SEC への届出	転売制限
1933年証券法４条(a)(2)	なし	不可	なし	公募を伴わない取引に限る	なし	転売不可
レギュレーションD規則506（b）	なし	不可	「悪者」は不適格	自衛力認定投資家及び35名以下の洗練された非認定投資家（90日間内）	フォームＤ（非認定投資家に対しては財務諸表）	転売不可
レギュレーションD規則506（c）	なし	可	「悪者」は不適格	自衛力認定投資家（発行者は投資家全員が自衛力認定投資家であることを確認するための合理的な措置を講じる必要）	フォームＤ	転売不可
レギュレーションA(Tier1)	2,000万ドル	可，TW も可	米国またはカナダの発行体であること。登録投資会社等を除く。「悪者」は不適格。資産担保証券は不可	なし	フォーム1A（２年分の財務諸表を含む）	転売可
レギュレーションA(Tier2)	7,500万ドル			非認定投資家については投資額の制限あり	フォーム1A（２年分の監査済財務諸表を含む）	転売可
レギュレーションD規則504	1,000万ドル	限られた場合のみ可	取引法上の報告会社や登録投資会社等を除く。「悪者」は不適格	なし	フォームＤ	原則転売不可
レギュレーションCF	500万ドル	フォームＣ提出前はTW のみ可。フォームＣ提出後は一般的勧誘も可（広告の制限あり）。募集は登録仲介者によるインターネット・プラットフォーム上においてのみ可	米国外の発行体を除く。取引法上の報告会社や登録投資会社等を除く。投資会社等は不可。「悪者」は不適格	自衛力認定投資家は制限なし，非認定投資家は投資額制限あり	フォームＣ（２年分の財務諸表を含む）	12カ月間の転売制限

（注）　１．TW は Test the Water の略で，発行者による機関投資家を対象とする潜在的需要調査。
２．「悪者」（Bad Actor）とは一定の違法行為により有罪判決を受けたり行政処分等の対象となった者。
〔出所〕　SEC 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書発行である。

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書（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 は特定の外国発行体名でアメリカの預託銀行が発行するドル建ての登録証書である。預託銀行は投資家のために当該発行体の株式を預託することを保証している。発行体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 は発行体のエクイティを表象している。具体的には，預託銀行は発行体の自国で仲介業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数の ADR を発行する。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関わっており，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。

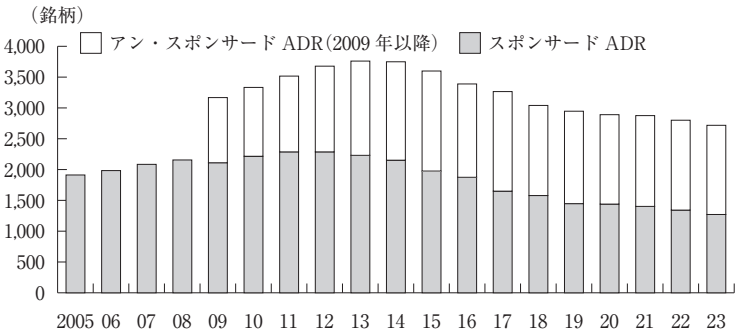
2023年時点では，ADR の銘柄数は2,720，取引額は４兆ドルを超える規模となっている。

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・スポンサードは外国発行体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，スポンサードは外国発行体の意思によるものである。

SEC への登録は，レベルⅠは店頭市場取引用でフォーム６の登録，レベルⅡは証券取引所上場用でフォームＦ－６の登録と外国発行体によるフォーム20- Ｆの登録，レベルⅢは上場に加え公募発行を行う場合のものでフォームＦ－１，フォームＦ－３，またはフォームＦ－４の登録と外国発行体によるフォーム20- Ｆの登録が，それぞれ必要となっている。

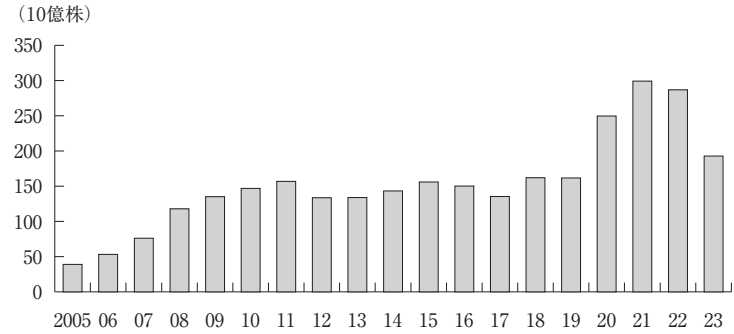
なお，ヨーロッパ株式市場と併行発行する場合に利用される GDR（Global Depositary Receipts）もある。

ADR 銘柄数



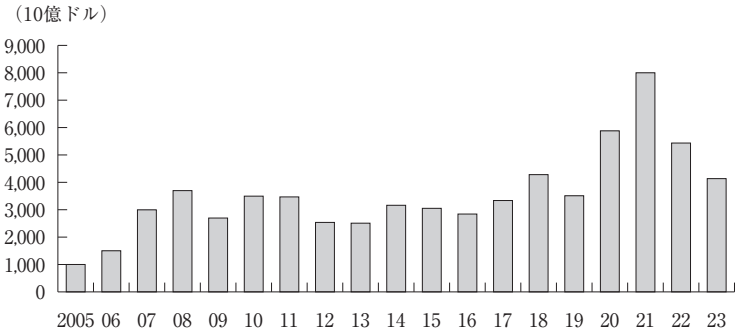
〔出所〕 SIFMA のデータより作成。

ADR 取引株数



〔出所〕 SIFMA のデータより作成。

ADR 取引額



〔出所〕 SIFMA のデータより作成。

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行ってきたが，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みられるが，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果たしている。

ロードショーは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ており，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，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。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 がレギュレーション FD（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関わりを持つ。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。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。

2023年 IPO 引受ランキング

投資銀行	調達手取金（100万ドル）	順位	（2022年順位）	シェア（%）	件数
JP モルガン	1,395	1	2	11.6	12
ゴールドマンサックス	1,154	2	3	9.6	8
シティ	1,069	3	6	8.9	6
BofA 証券	1,029	4	4	8.5	8
バークレイズ	704	5	10	5.8	7
ジェフリーズ	688	6	8	5.7	8
RBC キャピタル・マーケッツ	607	7	—	5.0	4
UBS	601	8	—	5.0	2
スタイフェル /KBW	560	9	11	4.6	9
HSBC ホールディングス	539	10	—	4.5	2
業界全体	12,060	—	—	100.0	64

〔出所〕 LSEG Data & Analytics のデータより作成。

2023年既公開会社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	（2022年順位）	シェア（%）	件数
ゴールドマンサックス	14,264	1	2	18.1	85
JP モルガン	11,572	2	1	14.6	95
BofA 証券	9,039	3	4	11.4	80
モルガン・スタンレー	7,698	4	3	9.7	61
シティ	4,973	5	5	6.3	44
バークレイズ	3,277	6	12	4.2	36
ジェフリーズ	3,195	7	6	4.0	53
RBC キャピタル・マーケッツ	2,356	8	9	3.0	35
ウェルズ・ファーゴ	2,013	9	10	2.9	29
コーウェン	1,759	10	11	2.2	38
業界全体	79,037	—	—	100.0	426

〔出所〕 LSEG Data & Analytics のデータより作成。

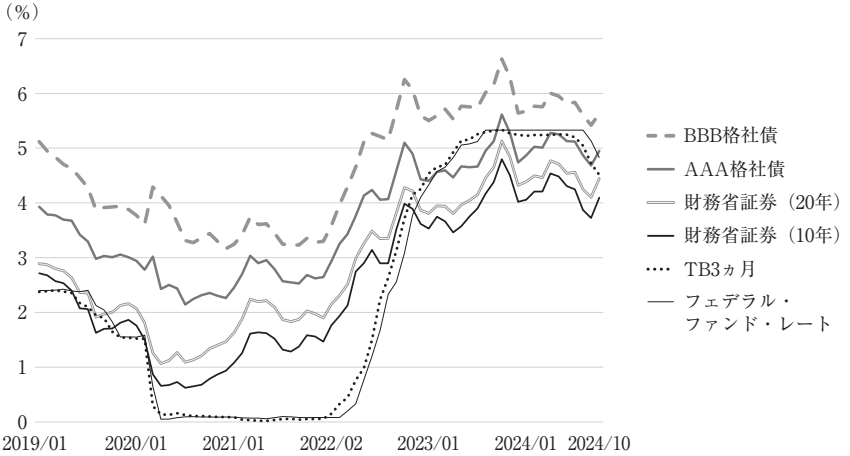
第５章　債券流通市場

１．債券の種類と流通利回り・売買高　アメリカの債券流通市場は，財務省証券，政府機関債，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（家計部門）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は，市場規模の大きさ，流動性や安定性において際立ち，財務省証券の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，金融危機時に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り，質への逃避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，特に財務省証券利回りに対する低格付け社債利回りのスプレッドが大きく拡大した。2009年から2012年は，景気後退を受けて政策金利が史上最低水準にまで引き下げられ，FRB による量的緩和もあり，債券利回りは概ね低下基調をたどった。2015年末に FRB が政策金利引き上げに踏み切ったが，2016年の英国の EU 離脱の決定（ブリグジット）もあり債券利回りは一時的に低下したが，好景気や，トランプ1次政権の前半は拡張的財政政策による国債発行増額により利回りの上昇が見られた。その後，2020年初めからの COVID-19の蔓延と緊急の金融緩和により債券流通利回りは急激に低下をした。その一方で，2020年3月の CARES 法などによる巨額の財政出動が複数回にわたり行われたこともあり2021年初頭から顕著な物価上昇がみられ，翌年3月からは急速な金融引き締めが行われた結果，財務省証券等の利回りは大きく上昇した。

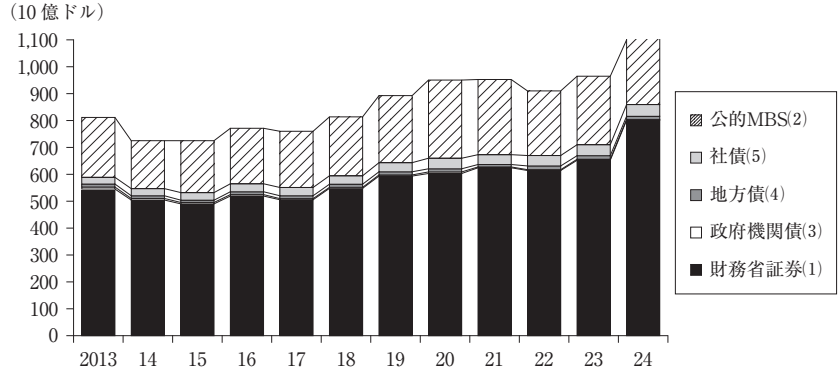
債券売買高は，2008年から09年にかけて，金融危機による信用リスク・流動性リスクの強まり等により総じて減少した。金融危機以後も，金融規制の見直し・強化により大手金融機関のディーリング勘定による債券売買が消極化したこともあり2017年ごろまで売買高は伸び悩んだ。しかしながら，COVID-19の蔓延にともなう金融緩和は債券売買を活性化させ，財務省証券を中心とした債券売買高は現時点まで高水準となっている。

債券流通利回りの推移



（注）　月中平均。AAA 格社債および BBB 格社債は20年物（Moody's 格付）。
〔出所〕　セントルイス連邦準備銀行ウェブサイト掲載 FRED Economic Data。

債券の種類別売買高の推移



（注）　各年中（2024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〕　SIFMA，*Statistics*（原データは FRBNY, MSRB, FINRA）により作成。

２．財務省証券市場　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2023年中グロスベースで約22兆7,000億ドル，現存額は2023年末で約26兆4,000億ドル，売買高はプライマリー.ディーラーによる2023年中１日平均で約7，600億ドル）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。

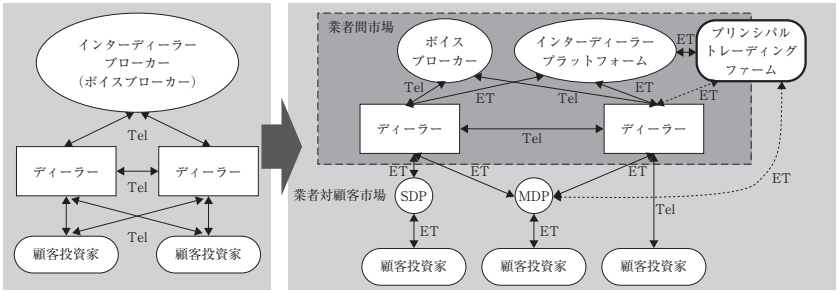
財務省証券の売買取引は，ブローカー・ディーラーが投資家に売買気配値を提示し，投資家がこれを引き合った上で売買注文を出すという，店頭市場取引の形態によって行われている。ブローカー・ディーラーは，財務省証券および政府機関債の売買取引業務を行うためには，政府証券ブローカー・ディーラーとしてSEC（米証券取引委員会）に登録することが必要である。ただし，財務省証券の売買は2025年末までに原則として中央清算機関を経由することが義務つけられている。

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（FRBNY）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。プライマリー・ディーラーは，FRBNYが行う公開市場操作のカウンターパーティーとなるとともに，財務省証券の入札のすべてに一定規模以上の応札および落札を行うこと等が求められている。金融危機時に一時的に減少したが，2009年後半からの外国系業者の参入もあり，2024年10月末時点で24社となっている。

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，金融規制の強化や投資銀行等の経営の悪化等を受けたディーリング売買の減少もあり売買高は伸び悩んでいたが，COVID-19時の対策としての金融緩和や，その後の高インフレに応じた急激な金融引き締め，さらには2024年9月からの金融緩和もあり，売買は活性化している。

業者間取引市場において，電子取引を利用する新手の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は相対的に後退している。特に，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の普及にともない，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うプリンシパル・トレーディング・ファーム（Principal Trading Firms：PTFs）の存在感が増している。FINRAの報告では，2019年の時点でPTFsの取引シェアは全体の2割を超えている。

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。

プライマリー・ディーラーによる財務省証券の売買高（１日平均）（単位10億ドル）

	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024.9末
Treasury Bills	80.56	65.35	64.94	84.92	91.75	115.93	90.13	111.39	115.13	123.07	161.12	188.41
TIPS	12.36	11.39	12.83	16.18	17.29	16.69	15.97	15.23	16.10	15.39	15.77	17.52
FRNs	n/a	n/a	2.04	3.16	2.69	2.81	2.26	2.14	1.70	1.68	4.15	2.82
利付債	453.60	428.20	410.22	414.83	393.43	412.37	516.28	466.88	522.24	544.92	579.50	755.35
合計	546.52	505.02	490.03	519.10	505.16	547.80	624.64	595.64	655.16	685.06	760.54	964.09

（注）　TIPS：Treasury Inflation Index Securities，FRNs：Floating Rate Notes。2019年より前はNY連銀の統計データ，以降はFINRA TRASE。
〔出所〕　SIFMA, Statisticsにより作成。

３．政府機関債・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，⑴連邦政府全額出資の政府機関（Federal Government Agency）と，⑵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公庫（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・売買高は減少していたが，近年では回復の傾向にある。

政府機関発行債券，政府関連機関発行債券の保有者別内訳を見ると，COVID-19下で FRB が量的緩和策の一環として買い入れを実施したことから，金融当局の保有額が増加したが，その後のインフレに対応した金利の引き上げにより家計部門の保有増も顕著となっている。

政府機関債の売買高（１日平均）　（単位100万ドル）

発行体	2013	2015	2017	2019	2020	2021	2022	2023	2024. 9 末
ファニーメイ	2,365.3	1,257.3	762.9	557.6	1,137.9	423.6	303.8	245.8	334.7
FHLB	2,043.6	1,722.2	1,402.9	1,609.6	1,270.1	1,309.3	1,193.0	1,638.7	1,509.6
フレディーマック	1,936.4	1,238.6	1,117.3	762.3	1,394.1	572.1	1,087.0	1,122.7	380.9
その他	943.9	1,031.0	869.1	1,233.5	1,538.0	922.4	245.5	912.0	2,107.6
全体	7,289.3	5,249.1	4,152.2	4,163.1	5,340.2	3,227.5	2,829.3	3,919.2	4,332.6

（注）　FHLB：Federal Home Loan Bank.
〔出所〕　SIFMA, Statisticsにより作成。

公的MBSの売買高（１日平均）　（単位100万ドル）

	2013	2015	2017	2019	2020	2021	2022	2023	2024. 9 末
エージェンシーCMO	2,245.3	1,627.2	1,643.8	1,696.1	1,837.0	1,274.1	1,267.7	1,447.4	1,831.2
エージェンシーRMBS	11,305.8	11,155.5	13,387.9	17,221.0	25,729.0	23,988.5	15,084.9	14,891.0	18,921.0
エージェンシーTBA	208,261.7	179,479.6	193,515.6	228,729.3	262,262.2	252,844.8	223,205.5	237,396.1	300,640.0
エージェンシーCMBS（IO/PO）	0.0	0.0	391.1	724.7	788.9	850.2	414.4	476.8	514.0
エージェンシーCMBS（P&I）	0.0	0.0	356.6	593.1	505.8	355.7	637.1	466.1	592.2
全体	221,812.8	192,262.3	208,734.9	248,964.2	291,123.0	279,313.3	240,609.5	254,677.4	322,498.4

（注）　IO：Interest Only，PO：Principal Only.
〔出所〕　SIFMA, Statisticsにより作成。

政府機関債およびGSE債の主体別保有額　（単位10億ドル）

	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
家計	394.3	589.1	560.3	599.7	763.4	848.7	529.6	452.2	1,124.0	1,330.7
州・地方政府	506.4	488.9	483.0	493.5	473.6	470.0	422.3	415.4	412.2	428.7
金融当局	1,863.0	1,845.4	1,804.9	1,815.3	1,644.6	1,471.1	2,167.7	2,681.1	2,292.7	2,120.7
商業銀行	1,783.8	1,916.9	2,046.2	2,195.5	2,239.3	2,408.2	3,061.0	3,505.5	2,873.0	2,782.5
クレジット・ユニオン	187.5	175.6	172.3	168.0	155.3	165.0	239.0	307.5	276.6	253.9
生損保	514.5	487.3	491.1	512.7	502.0	548.9	520.4	455.9	394.6	425.2
私的年金	168.1	158.3	168.1	193.6	205.0	224.1	235.4	259.2	219.5	228.3
MMF	456.8	533.1	700.5	716.4	680.6	828.2	688.1	409.9	579.8	708.2
ミューチュアル・ファンド	689.8	584.9	594.9	600.0	603.6	677.9	674.5	539.3	536.9	698.9
GSEs	300.6	283.9	285.4	266.9	258.0	265.1	237.3	208.4	215.1	264.2
ブローカー・ディーラー	150.7	118.4	108.6	97.4	117.2	139.5	77.8	53.8	108.6	121.4
海外	899.6	916.5	991.6	1,012.2	1,087.0	1,230.7	1,276.4	1,252.6	1,232.9	1,352.4
その他	462.5	397.5	369.3	470.1	532.7	639.5	548.0	499.9	434.6	456.6
総額	8,377.7	8,495.8	8,776.1	9,141.1	9,262.3	9,916.9	10,677.4	11,040.8	10,700.4	11,171.6

（注）　家計は nonprofit oeganization を含む。
〔出所〕　Financial Accounts of the United States，L.211。

４．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，民間の信用保証専業保険会社（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。感染症の蔓延で一時的に売買は低迷したが，2022年以降は特に需要が増加して売買も活性化している。

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，金融危機により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期間があったものの，現在（2024年11月）では1年物の地方債の利回りが2.84％に対してT-billの利回りが4.33％となっている。

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いる。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。

地方債の売買額（１日平均）　（単位100万ドル）

	2013	2015	2017	2019	2020	2021	2022	2023	2024. 9 末
顧客の買い	5,154.5	4,049.9	5,257.9	5,918.3	6,337.5	4,826.0	7,058.0	6,747.0	7,058.0
顧客の売り	3,565.4	2,310.1	3,415.2	3,513.9	3,717.8	2,390.0	4,680.0	4,083.0	3,663.0
業者間売買	2,456.0	2,255.4	2,086.7	2,063.7	1,926.5	1,606.0	2,371.0	2,332.0	2,333.0
合計	11,175.9	8,615.4	10,759.8	11,495.9	11,981.8	8,822.0	14,109.0	13,162.0	13,054.0

（注）　地方債ブローカー・ディーラーによる Municipal Securities Rulemaking Board（MSRB）への売買報告高。

〔出所〕　SIFMA, Statistics により作成。

地方債の売買数　（１日平均）

	2013	2015	2017	2019	2020	2021	2022	2023	2024. 9 末
顧客の買い	18,091	15,152	15,621	13,169	12,431	10,878	18,342	19,118	20,340
顧客の売り	9,530	7,576	8,378	8,082	8,552	8,417	12,868	13,253	14,160
業者間売買	14,383	13,870	15,225	13,408	12,552	11,021	19,352	20,043	21,539
合計	42,004	36,598	39,224	34,659	33,535	30,317	50,561	52,414	56,039

（注）　地方債ブローカー・ディーラーによる Municipal Securities Rulemaking Board（MSRB）への売買報告高。

〔出所〕　SIFMA, Statisticsにより作成。

地方債の主体別保有額　（単位10億ドル）

	2013	2015	2017	2019	2020	2021	2022	2023	2024. 9 末
個人	1,850.4	1,925.7	1,920.0	1,897.1	1,922.6	1,791.9	1,604.8	1,755.3	1,797.5
ミューチュアル・ファンド	933.0	959.6	946.3	1,111.9	1,174.7	1,283.2	1,049.9	1,089.8	1,111.7
銀行等	442.3	528.1	605.6	530.7	600.7	656.3	603.1	556.3	527.2
保険	502.0	540.1	543.0	507.0	538.4	530.7	444.0	414.1	394.5
その他	135.7	154.0	170.8	180.9	191.2	200.5	189.5	201.0	203.3
総額	3,863.4	4,107.6	4,185.6	4,227.6	4,427.5	4,462.6	3,891.3	4,016.5	4,034.3

〔出所〕　SIFMA, Statisticsにより作成。

５．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きた。金融危機時による新規発行が減少したものの，COVID-19を経た高インフレにともなう市場金利の上昇下でも投資適格債は安定的に発行され，2024年3月末では市場全体で10.9兆ドルを超える水準に達している。売買高については，2009年以降，低格付け社債（ハイ・イールド債）の売買の増加が目立っていたが金利の上昇期において売買は低迷し，逆に投資適格債の売買は活発となっている。

流通利回りについては，感染症の拡大期に財務省証券に対するスプレッドは大幅に広まったが，その後は緩やかに縮小傾向にあり，2024年10月時点では投資家のより高い利回りの追求もあり，以前よりも小幅なスプレッドとなっている。

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，社債売買取引は店頭市場において投資家がブローカー・ディーラーに気配を引合うことによって行われているため，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，同制度は社債市場のインフラとして定着している。また，現在ではブラックロック社が提供する「アラディン」などからもリアルタイムで透明性の高い社債の価格情報が提供され，その利用が広まっている。

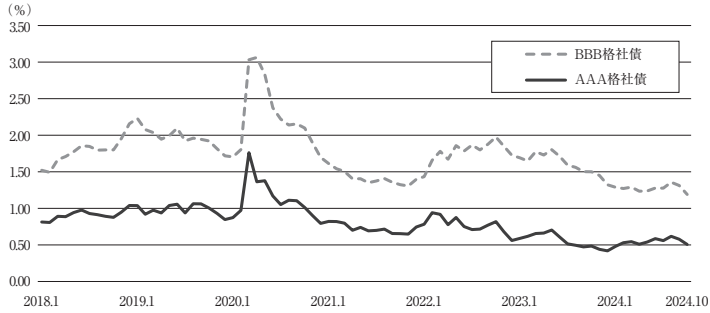
特に金融危機以降は，アメリカの社債市場においても電子化が進み，「マーケットアクセス」や「トレードウェブ」などの電子取引プラットフォームを通じた取引が増加している。

社債の売買高（1日あたり）　　（単位10億ドル）

	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024.9末
投資適格債	12.85	13.23	14.05	16.12	16.75	17.77	19.28	21.15	20.44	22.46	24.92	32.08
ハイ・イールド債	6.80	8.05	8.02	7.99	7.74	6.98	7.40	8.47	6.44	5.70	5.85	5.16
合計（注）	19.65	21.28	22.06	24.11	24.49	24.75	26.68	29.62	26.88	28.16	30.77	37.24
投資格付別												
AAA	0.43	0.35	0.28	0.27	0.43	0.36	0.33	0.38	0.30	0.29	0.31	0.35
AA	1.67	1.78	1.96	2.36	1.44	1.49	1.50	1.67	1.49	1.40	1.42	2.21
A	6.23	6.26	5.88	6.66	6.55	6.19	7.13	7.59	7.63	9.35	11.36	13.52
BBB	6.58	6.96	8.29	9.21	10.75	12.41	13.29	14.78	14.61	14.97	15.63	20.73
BB	2.76	3.03	3.60	3.30	3.82	4.24	4.48	6.39	5.68	4.61	4.48	5.14
B	2.43	2.82	3.22	3.49	3.49	3.11	3.31	3.51	3.52	4.03	4.19	4.57
CCC	1.35	1.41	1.44	1.71	1.67	1.47	1.41	1.58	1.29	1.35	1.32	1.44
CC	0.13	0.05	0.12	0.10	0.16	0.10	0.14	0.07	0.07	0.18	0.08	0.11
C	0.09	0.07	0.03	0.08	0.02	0.06	0.04	0.07	0.02	0.02	0.02	0.05
D	0.04	0.06	0.31	0.50	0.26	0.09	0.53	0.08	0.03	0.03	0.04	0.02

（注）　Publicly Traded（対顧客売買）の取引高のみ。
〔出所〕　SIFMA, Statistics 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

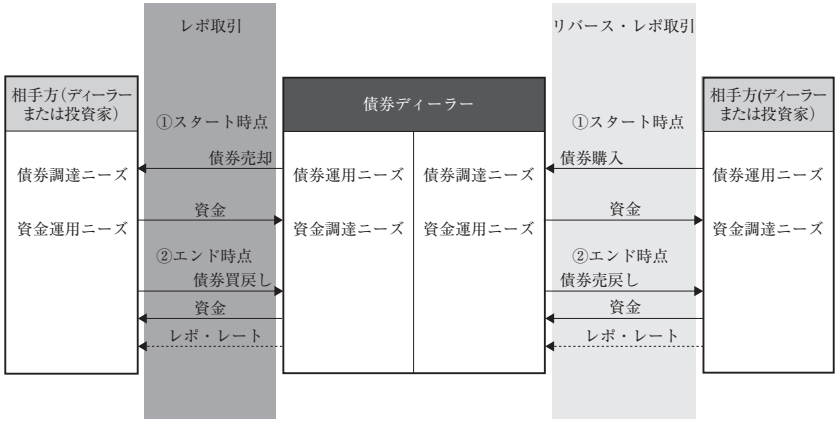


（注）　数値は各月中平均値。格付け及び社債利回り（残存年限20年ものの平均値）は Moody's による。
〔出所〕　FRB, *Selected Interest Rates* およびセントルイス連邦準備 FRED Economic Data により作成。

６．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，一部ではフェイルも発生した。金融危機後には，投資銀行を含む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，レポ取引の規模は伸び悩んだが，現在では回復の傾向にある。



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（１日平均残高）　（単位10億ドル）

	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024.9末
レポ取引												
オーバーナイト取引	1720.1	1475.2	1399.5	1448.9	1494.9	1496.1	1804.8	1863.3	1738.5	1838.4	2250.3	2739.3
ターム取引	933.6	930.3	802.8	740.0	723.1	692.0	743.3	744.1	721.1	667.0	634.3	822.1
合計	2653.7	2405.5	2202.4	2188.8	2218.0	2188.2	2548.1	2607.4	2459.6	2505.4	2884.6	3561.4
リバース・レポ取引												
オーバーナイト取引	812.1	727.7	738.0	755.2	778.8	763.5	884.0	927.8	974.1	1118.5	1268.2	1446.9
ターム取引	1208.8	1108.3	1016.7	1051.4	984.0	926.0	1071.1	1018.0	870.5	883.6	967.8	1217.9
合計	2020.9	1836.0	1754.7	1806.6	1762.8	1689.4	1955.1	1945.8	1844.6	2002.1	2236.0	2664.8

（注）　財務省証券，連邦政府機関債，社債，公的MBSを含む。2015年１月以降は ABS も含む。
〔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（1日平均）の担保別内訳　（単位10億ドル）

	レポ取引								リバース・レポ取引							
	ABS	連邦機関債	社債	株式	MBS	TIPS	財務省証券	その他	ABS	連邦機関債	社債	株式	MBS	TIPS	財務省証券	その他
2015	31.4	61.2	70.4	77.5	400.1	160.1	1,320.5	84.1	20.2	27.3	22.9	0.4	281.7	152.3	1,195.3	54.5
2016	24.5	37.0	61.8	39.6	361.4	157.1	1,438.5	68.9	16.1	17.0	17.7	0.0	226.3	163.1	1,322.6	43.8
2017	19.8	29.9	69.7	49.2	379.7	161.2	1,460.5	48.0	11.6	9.7	15.6	0.0	210.3	169.5	1,318.4	27.6
2018	18.3	28.1	67.4	61.2	395.8	140.8	1,434.0	42.7	9.5	9.3	15.4	0.0	215.9	146.7	1,269.9	22.7
2019	17.9	24.5	62.3	52.0	463.6	155.7	1,729.1	42.9	9.0	8.5	13.9	0.0	241.9	159.6	1,497.9	24.3
2020	13.6	24.1	68.8	52.6	498.5	164.1	1,747.7	38.0	6.7	7.0	15.0	0.0	227.1	162.5	1,507.3	20.2
2021	10.3	19.9	74.5	95.1	384.6	179.0	1,665.1	31.2	4.6	6.0	16.8	0.0	175.6	176.8	1,450.9	13.9
2022	11.2	19.5	79.2	74.8	357.5	184.1	1,741.8	37.2	5.7	6.3	19.2	0.0	163.8	184.5	1,603.4	19.2
2023	13.6	18.2	84.3	66.5	540.2	186.5	1,933.7	41.6	6.7	4.3	24.6	0.0	221.8	173.7	1,783.6	21.4
2024.9末	13.7	18.2	105.2	93.7	703.2	222.4	2,361.5	43.6	7.1	3.1	25.5	0.0	279.2	204.2	2,122.6	23.0

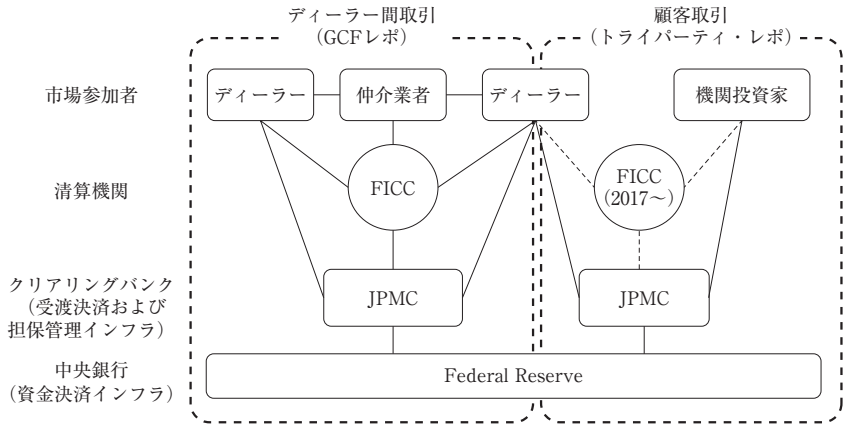
〔出所〕　SIFMA, Statistics（原データは FRBNY）により作成。

７．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，システミック・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ことにより，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，以前は，バンク・オブ・ニューヨーク・メロンの他にも JP モルガン・チェースが行っていたが，後者は2017年末をもって撤退した。

2019年のレポ取引の混乱等を受けて，2023年12月に SEC は，財務省証券の売買は2025年末，レポ取引は2026年半ばまでに原則として中央清算機関を経由することを義務づける規則を採択している。

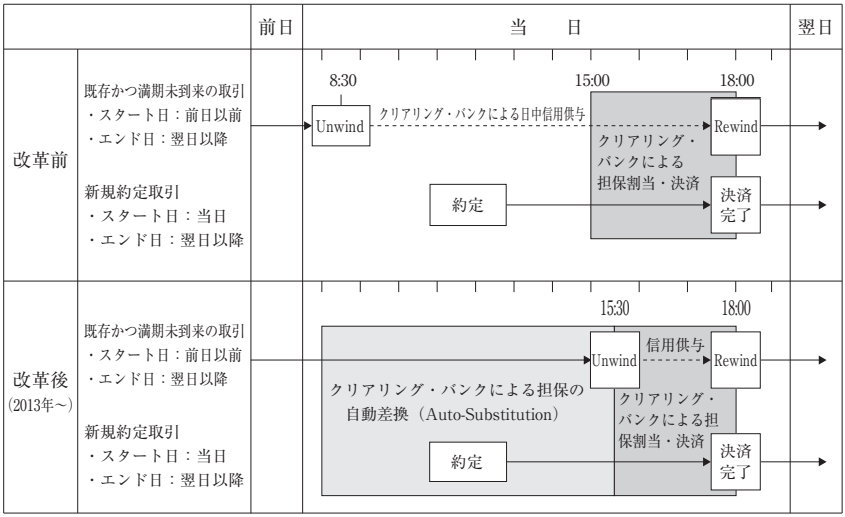
GC レポ取引（GCF レポおよびトライパーティ・レポ）の概要



（注）　FICC：Fixed Income Clearing Corporation BNYM：Bank of NewYork 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。

トライパーティー・レポの実務タイムテーブルとその改革



〔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 構想とその背景　NMS（National Market System）はアメリカの主要株式市場を連結し，市場間競争を促して効率化をはかる仕組みの総称であり，1975年証券諸法改正法を法的根拠とする。アメリカでは非上場取引特権により上場市場以外の市場での株式取引が認められている。NMS 構想の背景には，機関投資家などの大口取引がニューヨーク証券取引所（NYSE）などの固定された手数料体系を避けて，地方証券取引所や取引所外取引である第三市場（NYSE 非会員業者による店頭取引市場）執行される傾向があった。NYSE 上場銘柄の価格等の取引情報や流動性が分散化された結果，最良気配での取引を困難とする「市場の分裂」状態となり，市場取引の効率性が低下していた。SEC（証券取引委員会）は1975年の1934年証券取引所法規則19b-3（1934年証券取引所規則）により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（メーデー）したが，独占禁止法の適用除外であっ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ていた。市場の分裂に対応すべく連邦議会は，75年改正法により SEC の権限を拡充するとともに NMS の創設を命じた。ただし，75年改正法は NMS の定義を示さず NMS の具体的な構想は SEC に一任された。

SEC が整備した NMS は①総合取引通報システム（CTS）と②総合気配（最良気配）表示システム（CQS）で各市場の取引情報を統合し，③市場間注文回送システム（ITS）と合わせて，オーダー・フローの集中化を可能とする改革であった。1980年代後半に入り，米国では新たな取引システムとして私設取引システム（PTS）や代替取引システム（ATS）もしくは電子証券取引ネットワーク（ECN）が発達し始めるなど，多様な証券取引が実現しているが，これらの成長は NMS 構想による市場の発達の恩恵とも言える。しかしながら，2007年施行のレギュレーション NMS により市場間競争が促進される一方で，各取引所が導入したメイカー・テイカー手数料モデル（テイカー・フィー）を避けて，より手数料が廉価なダーク・プール等での注文執行も増え，新たな市場の分裂が問題視され始めている。

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．NMSの概要　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，取引市場を周知し，最良執行を促すことを目的とする。1975年にNYSE上場銘柄（テープA銘柄，ネットワークA），1976年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（テープB銘柄，ネットワークB）を対象としてCTSは稼動し，1982年からはナスダック登録銘柄（テープC銘柄，ネットワークC）にも導入された。

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，最良執行のためには，各市場の最良気配と注文数量の情報も不可欠である。1978年にNYSEとAMEXが最良気配の公表を目的として始めたのが総合気配表示システムCQS（Consolidated Quotation System）である。1971年に稼動したナスダック（Nasdaq）は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，1979年よりCQSを通じて情報を配信している。ただし情報の配信主体（Securities information Processor，SIP）はテープA銘柄とテープB銘柄がCTA/CQ SIP（NYSE）であるのに対して，テープC銘柄はUTP SIP（Nasdaq）である。CTSとCQSにより情報の集約が可能となったが，近年では速度を重視する投資家向けに各取引所がデータを直接提供するサービスも行っている。

市場情報の統合によって各市場の最良気配と注文数量を把握できても，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。1978年に稼働した市場間注文回送システムITS（Intermarket Trading System）はCQSで最良気配が公表されている市場をリアルタイムで繋ぎ，単一の統合市場の形成を可能とした。1981年にはSEC規則によりトレード・スルー（CQS上の最良気配でない価格での注文執行）禁止規則がITSに導入されている。このトレード・スルーの禁止は後述するレギュレーションNMSの規則611（オーダー・プロテクション規則）で強化された。ただし，電子取引技術の進歩に伴いより近代的で効率的な取引プラットフォームが求められた結果NYSEは2000年に，ナスダックも2006年にITSから離脱し，現在では取引所傘下の市場間注文回送ブローカーを通じて他の市場にアクセスしている。

市場情報配信関係用語の整理

	証券市場間の統合ネットワーク	価格情報を提供する主体			
			管理者	運営機関	処理業者
規制上の呼称	ナショナル・マーケット・システム（NMS）	証券情報処理装置（SIP(s)） (Securities Information Processor)	SIP プラン (SIP Plan)	SIP 運営委員会 (SIP Operating Committee)	プロセッサ（処理業者）
現実の機関	ー （一般に Consolidated Market Data Feeds と呼ばれることもある）	CTA (Consolidated Tape Association) （取引所上場銘柄情報を対象（Nasdaq を除く）） (CQ/CTA SIP とも呼ばれる)	CTA Plan (CTA/CQPlan) (= CTA + CQ) ・CTA ・CQ（Consolidated Quotation System） (管理の主体は NYSE)	運営委員会 (Operating Committee)	SIAC (Securities Industry Automation Corporation, NYSE グループ会社)
		UTP SIP (Nasdaq 上場銘柄情報を対象)	UTP Plan (テープＣとも呼ばれる) (管理の主体は Nasdaq)	Operating Committee	Nasdaq
(CTA と別個の）取引所独自の情報提供サービス	ー	総称：Proprietary Data Feed （又はダイレクト・フィード） (個々の名称は各取引所が命名)	各取引所	各取引所	各取引所

〔出所〕　志馬（2020）「取引所の価格情報配信に関する SEC の指令提案」『証券レポート』1720号。

上場市場別および取引所別の株式一日平均取引額　（単位　10億ドル）

	上場市場別			取引所別					総計
	テープＡ銘柄	テープＢ銘柄	テープＣ銘柄	ICE	Nasdaq	Cboe	その他	取引所外	
2013	108.04	58.18	56.44	55.66	45.19	47.32	0.00	74.50	**222.67**
2014	124.90	64.05	70.84	64.05	56.85	52.46	0.00	86.43	**259.79**
2015	131.17	71.56	75.44	71.17	58.28	56.70	0.00	92.01	**278.17**
2016	129.01	72.39	71.49	70.82	53.35	54.30	1.65	92.78	**272.89**
2017	126.45	61.30	83.40	64.55	55.98	49.01	6.44	95.18	**271.15**
2018	149.47	86.34	121.06	81.51	80.83	63.89	8.71	121.93	**356.87**
2019	137.92	75.19	108.63	75.91	71.83	52.18	9.19	112.63	**321.74**
2020	175.82	104.64	198.99	103.80	104.55	74.88	13.05	183.17	**479.45**
2021	205.29	112.31	247.06	119.61	119.77	83.37	29.98	211.94	**564.66**
2022	193.67	139.92	239.50	119.72	117.13	75.82	39.62	220.80	**573.09**
2023	174.05	114.54	226.05	105.95	99.90	60.12	33.63	215.03	**514.64**
2024.9月	194.12	118.70	273.07	116.70	116.42	59.66	31.07	262.05	**585.90**

（注）　テープＡ銘柄：NYSE 上場銘柄，テープＢ銘柄：主に NYSE Arca 上場銘柄，テープＣ銘柄：ナスダック上場銘柄。

取引所外に ATS や高頻度取引（HFT）業者（ホールセラー）が含まれている。

〔出所〕　Cboe および SIFMA。

３．レギュレーション NMS　NMS を補完する規制対応として，SEC は2000年に提示したフラグメンテーション・リリースによりディスクロージャーの強化をはかるとともに，2004年２月に新たな市場統合策としてレギュレーション NMS と名付けた規制を提案した。SEC は同年11月に NYSE が公表した NYSE ダイレクト＋の改訂案を受けて（８月の改定拡張案の修正版），12月にレギュレーション NMS 案を改訂した。この改訂は，①トレード・スルー規則（改訂案ではオーダー・プロテクション規則）の適用免除を選択できない，②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・スルーできない，③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を加えている。SEC は，2005年４月にレギュレーション NMS の最終規則を採択した。最終規則は採択されたものの，その公表が６月までずれ込んだことはレギュレーション NMS が市場に与える影響の大きさを示している。

最終規制の内容はほぼ改訂案の通りであるが，最良気配でない確定気配のトレード・スルーが認められたことが注目された。このトレード・スルーに関しては SEC 委員の間で意見対立もあったことから，オーダー・プロテクション規則は段階的に導入することになった。規則の適用は２度の延期を経て，2007年７月に250銘柄，10月８日にその他の NMS 適格銘柄に規則が適用され，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 が採択された直後の2005年４月に，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，ナスダックはアイネット（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競争相手となる ECN を囲い込み，取引シェアの維持・拡大する行為であるが，レギュレーション NMS の施行を受けてのものであろう。その後の取引技術の革新などを受けて，NMS を囲む環境は大きく変化している。対応すべく SEC は，2022年12月に市場構造に関する４つの規則改正を提案した。これらの内，2024年にレギュレーション NMS の規則605（注文執行品質の開示）や規則612（最小呼値，ティックサイズ）の改正などが成立している。

レギュレーション NMS のポイントと導入時期

①　規則611　オーダー・プロテクション規則（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。

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　規則610　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。（2024年９月の最終規則で，１ドル以上の株価の場合は0.001ドルを上限に，１ドル未満は0.1％を上限へと引き下げられた。）

③　規則612　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。（2024年９月の最終規則で最小呼値は0.01ドルから0.005ドルに引き下げられた。）

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リ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月から適用されている。

〔出所〕 SEC, “SEC Adopts Regulation NMS and Provisions Regarding Investment Advisers Act of 1940,” Press Release 2005-48, April 7, 2005. に加筆修正。

4．レギュレーションATS　1980年代後半からブローカー・ディーラー業務として注目を浴びたPTS（Proprietary Trading System）は，顧客を機関投資家やブローカー・ディーラーに限る電子的な取引システムを採用する取引所類似施設である。1969年に創設されたインスティネットが代表例である。自主規制機関としての規制を回避し，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。また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，1996年のオーダー・ハンドリング・ルール（OHR）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。ナスダックと接続されたことがECNの成長を促した。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。

SECは1997年のコンセプト・リリースにおいて，PTSという名称に変えてATS（Alternative Trading System）を用いた。ATSは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すが，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とした。

またSECが1999年に施行したレギュレーションATSは，①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，②システムの運営開始・変更・停止等をSECに届け出ること，③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，④四半期ごとに取引高等を報告すること，⑤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をATSに義務付けるとともに，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ている。取引高の大きなATSは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結果，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
⑴　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。
⑵　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，⑴複数の売手と買手の注文を集め，かつ，⑵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，⑴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，⑵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％を越える場合には，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.

5．ナスダックのスーパーモンタージュ　ECNがナスダック銘柄の取引を拡大させた中，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検討した。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。当初ECNはこの申請に強く反対したため，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（現FINRA）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（当時）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。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。

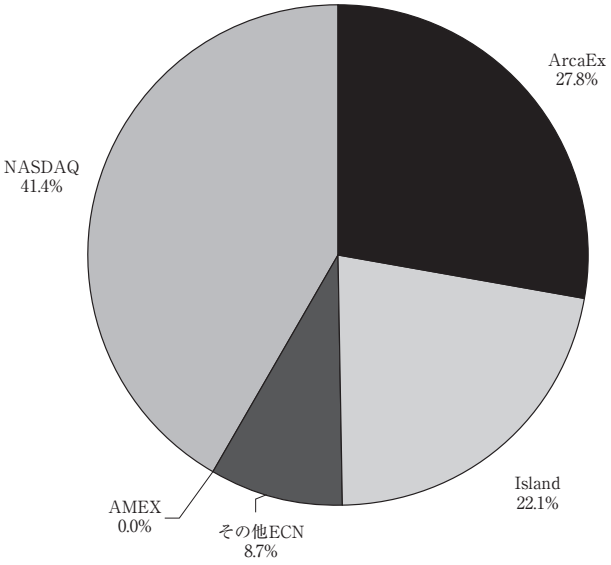
他方，ECNの勢力地図にもスーパーモンタージュの導入を機に大きな変化が見られた。中堅のレディブックとアーキペラゴの合併（ArcaEx）を受けて，ECNの取引シェアの半分以上を分け合っていたインスティネットとアイランドも合併（Inet）したが，PCXの株式取引業務を移管されたArcaExが取引シェアを急速に高め，ECNのBrutを子会社としたナスダックとこの2つのグループでナスダック銘柄の取引の大半を担うこととなった。このスーパーモンタージュは2006年にその機能をBrut ECNと統合し，より効率的で包括的な取引プラットフォームであるNasdaq Market Centerに代替された。

スーパーモンタージュ導入前（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.

スーパーモンタージュ導入後（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.

Ⅱ．証券取引所

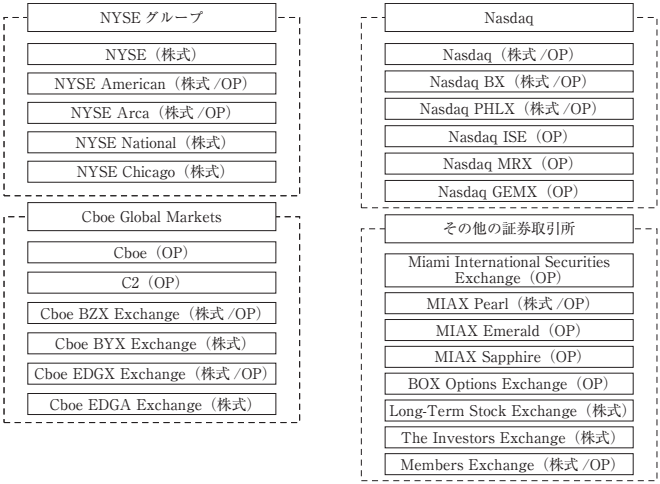
1．取引所市場の構成　アメリカの証券取引所は，一般的に1934年証券取引所法第６条に基づいて証券取引委員会（SEC：Securities and Exchange Commission）に登録された国法証券取引所（national securities exchange）を指している。2024年10月末現在，国法証券取引所は25あり，そのうち９取引所は株式と株式オプションの双方，７取引所は株式のみ，９取引所は株式オプションのみを取り扱っている。

株式を取り扱う16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），NYSE Chicago（旧シカゴ証券取引所），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，④その他独立系（The Investors Exchange（IEX），Members Exchange（MEMX），The Long-Term Stock Exchange（LTSE），Miami International Securities Exchange（MIAX））に分けられる。

株式の上場市場は，NYSE，NYSE American 及び Nasdaq が中心となっており，Exchange Traded Products（ETP）については，NYSE Arca，Nasdaq 及び Cboe Global Markets のいずれかに上場している。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。

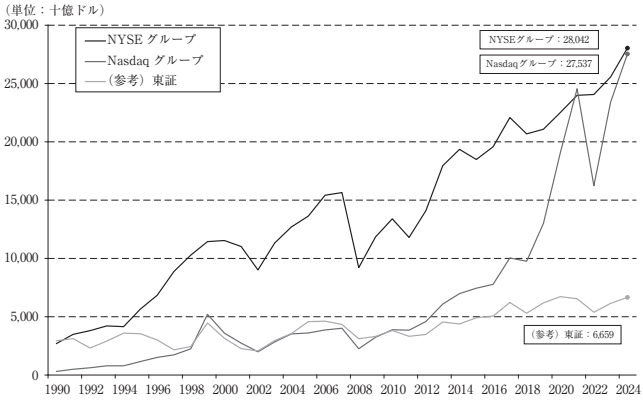
アメリカの取引所は，全米市場システム（NMS：National Market System）の枠組みにおいてリンクされており，総合気配表示システム（CQS：Consolidated Quotation System）等で最良気配を提示する市場に，市場間の注文回送システムによって注文が回送され，総合取引通報システム（CTS：Consolidated Tape System）等を通じて売買情報が公表されている。

アメリカの証券取引所（2024年10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）株式オプション専業の取引所は，Cboe，C2，International Securities Exchange（Nasdaq ISE），ISE Mercury（Nasdaq MRX），ISE Gemini（Nasdaq GEMX），カナダの取引所 TMX グループの BOX Options Exchange（旧ボストン・オプション取引所），並びに Miami International Holdings 傘下の Miami International Securities Exchange，MIAX Pearl 及び MIAX Sapphire 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（旧 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，2021年までは市場第一部，市場第二部及びマザーズの合計（2013年以降は JASDAQ も含む。）。2022年以降はプライム，スタンダード，グロース市場の合計。
4）データは各年末時点。ただし，2024年については８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，他の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。

また，近年は３大取引所グループに属さない，ユニークな特色を持つ国法証券取引所が設立される動きも複数見られている。2016年９月には高速取引業者の影響力排除をうたう The Investors Exchange（IEX）が，2020年９月には有力ベンチャーキャピタルの支援を受けて長期的視野で成長を促す The Long-Term Stock Exchange（LTSE）が，そして大手金融機関の後押しのもと市場データ提供料金の引き下げを掲げる Members Exchange（MEMX）が，国法証券取引所として運営を開始している。

取引所の再編と設立を巡る主な動き（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 とアーキペラゴ・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 Securities Holding 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。
2019年３月	Miami International Holdings が運営するオプション取引専門の取引所である MIAX Emerald が国法証券取引所として業務を開始。
2020年９月	Miami International Holdings が運営する MIAX PEARL が国法証券取引所としての業務を開始。
2020年９月	Members Exchange（MEMX）が国法証券取引所としての業務を開始。
2020年９月	The Long-Term Stock Exchange（LTSE）が国法証券取引所としての業務を開始。
2021年６月	CBOE がアジアで私設取引所業務を展開する Chi-X Asia の買収を完了。
2024年８月	Miami International Holdings が運営するオプション取引専門の取引所である MIAX Sapphire がオプション取引専門の国法証券取引所としての業務を開始。

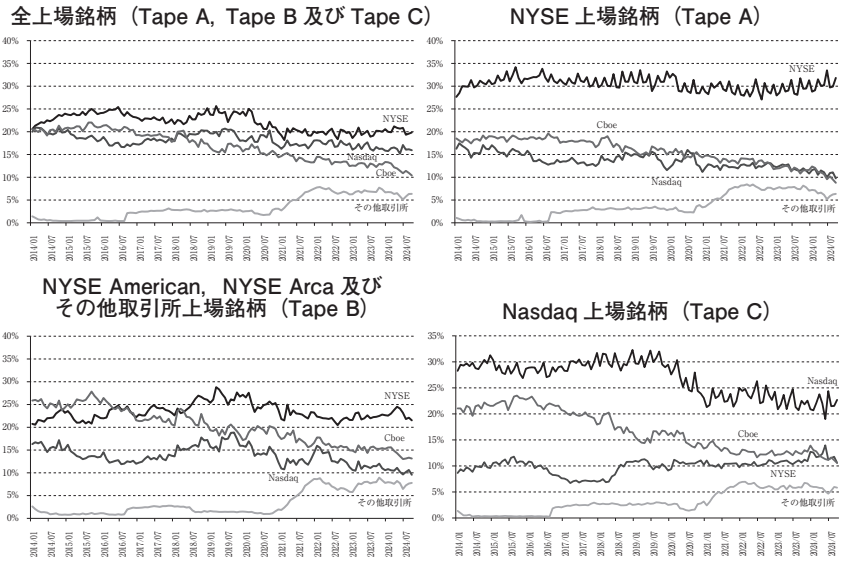
３．取引市場間の競争　　近年，アメリカでは，取引所のみならず，取引所外の市場を巻き込む形で市場間の競争が激化している。2005年には自市場上場銘柄について約80％の売買高シェアを有していたNYSEは，最近では約20％までシェアを落としている。前章で紹介したような近年登場した独自の戦略を持つ新興取引所や，取引所外のダーク・プール等に取引フローが奪われた結果，流動性の分散が進むこととなった。

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，業界内部からも長年にわたり度々表明されてきた。こうした動きを踏まえ，2022年12月にSECは，個人投資家の最良執行に関連する規則を包括的に見直すことを企図し，市場構造改革に関連する規則改正案を発表した。2024年10月現在，注文執行品質開示の強化，ティックサイズの拡大（0.5セントテーブルの導入）及びアクセス料の上限引き下げに関する規則が既に最終化しており，これらの導入によって市場参加者の取引行動が今後変化していく可能性がある。

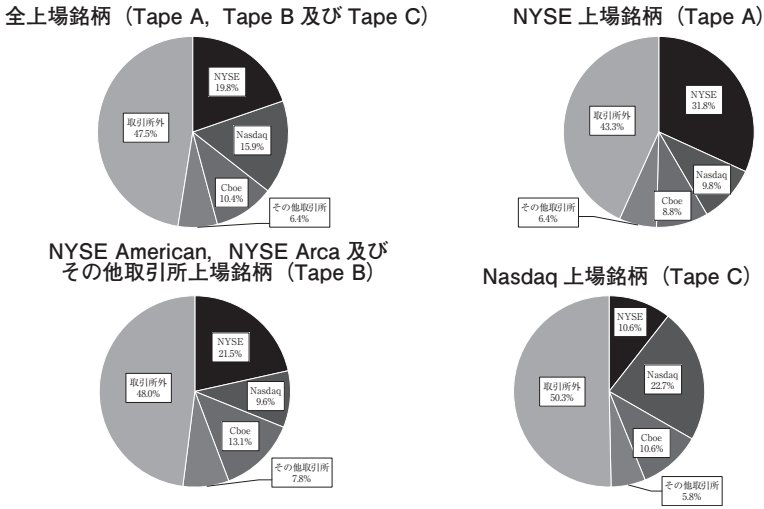
上場銘柄別売買高シェアの推移



（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。Cboe は EDGX，BZX，BYX 及び EDGA の合計。

〔出所〕　Cboe

上場銘柄別売買高シェア（2024年 9 月）



（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。Cboe は EDGX，BZX，BYX 及び EDGA の合計。

〔出所〕　Cboe

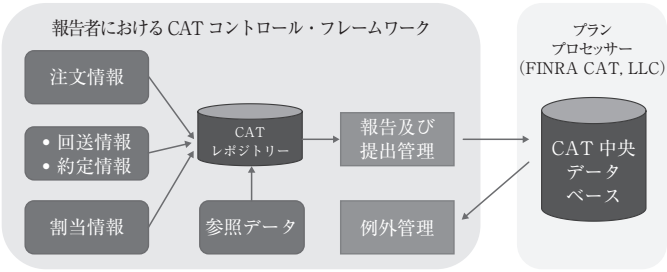
4．自主規制と市場監視　SECは，国法証券取引所のような自主規制機関（SRO：Self-Regulatory Organization）に対して，一定の規制や基準の執行に関する権限を付与し，証券取引の第一義的な規制を委ねてきた。しかし，2003年以降，NYSE理事長の高額報酬に対する批判やスペシャリストによる不正取引問題等をきっかけとして，自主規制機関のガバナンスの在り方について全般的な見直しが求められ，このような問題意識の高まりを背景に，NYSEは，自主規制部門をNYSEレギュレーションとして市場運営部門から分離し非営利法人化した。この頃，市場監視機能は取引銘柄の上場市場に関係なく取引が執行された取引所において行われていたが，その後市場監視機能の効率化に向けた声を背景に2007年に設立された金融取引業規制機構（FINRA：Financial Industry Regulatory Authority）が，NYSE及びNasdaqにおける取引の市場監視を一手に引き受けることとなった。その後，2013年8月にNasdaqが，2014年10月にNYSEレギュレーションが，自身において直接市場監視等の自主規制を直接行うことを発表している。自主規制業務を再び取引所が行うことの背景として，両取引所は自らが運営する市場に関する専門性を主な理由として挙げているが，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の指摘もある。

一方で市場間取引監視（Cross-market surveillance）については，FINRAが引き続きその役割を担っており，近年の市場の分断による取引の複雑化を背景にその重要性に対して注目が高まっている。これには，市場操作（レイヤリングやスプーフィング）やインサイダー取引の禁止に係る規則や最良執行，指値注文表示等に係る規則の遵守が含まれる。FINRAは，規制責任の分配に関する規則を定めるプラン17d-2や監視業務のアウトソーシング等を規定する取引所との規制サービス契約（RSA：Regulatory Services Agreement）に基づき，当該市場間取引監視の役割を担っている。これまでFINRAは注文監査証跡システム（「OATS」）を通じて市場横断的なデータを会員証券会社から収集し，取引所における注文等に関するデータと組み合わせることでその役割を遂行してきたが，こうしたデータの統合や調査・分析等に係る非効率性を解消することを期待して2021年から段階的に運用が開始された統合取引監視システム（CAT：Consolidated Audit Trail）では，取引所や証券会社に対して注文情報や顧客情報の報告を義務付け，これらのデータを一元的に参照することが可能となっている。

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 とアーキペラゴ・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）。旧アーキペラゴは 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。
2014年10月	NYSE が，FINRA との契約満了に伴い，市場監視を NYSE レギュレーションが直接行うことを発表。市場間取引監視は引き続き FINRA が担うことに。

CAT の概念アーキテクチャ



※ CAT コントロール・フレームワークは，CAT 報告の完全性と正確性を監視可能にすることを目的として構築されている。
※プラン・プロセッサーFINRA CAT, LLC（FINRA の子会社）が，CAT 参加者に代わりシステムの設計，構築，運営を担う。

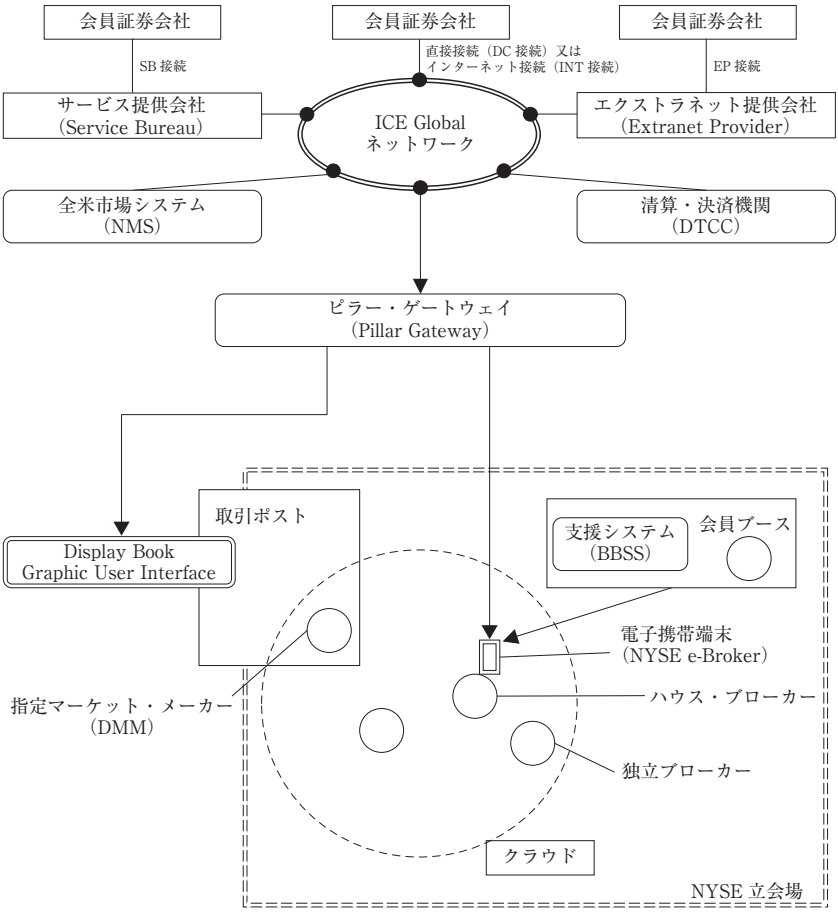
５．NYSE における取引の仕組み（１）　NYSE グループは，２つの取引モデルを提供している。１つは，主要市場 NYSE における電子取引と立会場取引を組み合わせたハイブリッド取引モデルで，もう１つは，その他の市場における完全な電子取引モデルである。

NYSE では，ほとんどの注文が，NYSE 独自のトレーディング・プラットフォームであるピラー・ゲートウェイ（Pillar Gateway）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。

このハイブリット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できず，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）　ピラー・ゲートウェイは市場参加者が取引システムへ接続する際のトレーディング・プラットフォームとして機能しており，弾力性，効率性及びパフォーマンスを高めながら，システムの複雑さを軽減するように設計されている。参加者においては標準プロトコルを使用して NYSE 傘下のすべての株式およびオプション市場に接続することが可能となる。

（補足３）　2024年10月末時点での DMM は３社。

６．NYSE における取引の仕組み（２）

【取引時間】 2024年10月末現在，祝祭日を除き，NYSE 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時となっている。ただし，NYSE 傘下の一部の市場では，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・セッションが設けられている。

【注文タイプ】 NYSE グループの各市場は，2024年10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2012年に採択され，試験的な導入時期においては様々な検討が行われた。例えば，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。

こうした議論とレビューを経て，複数取引所を跨いだ売買停止の取り扱いや，リミットアップ／リミットダウン制度による売買停止後の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，2019年に恒久的な制度として承認された。

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（2024年10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値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に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（2024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	１）S&P500指数が前日比７％下落した場合（レベル１） ・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） ・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） ・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（2024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。株価が上下限値に到達しその後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	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） ・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） ・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	・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。

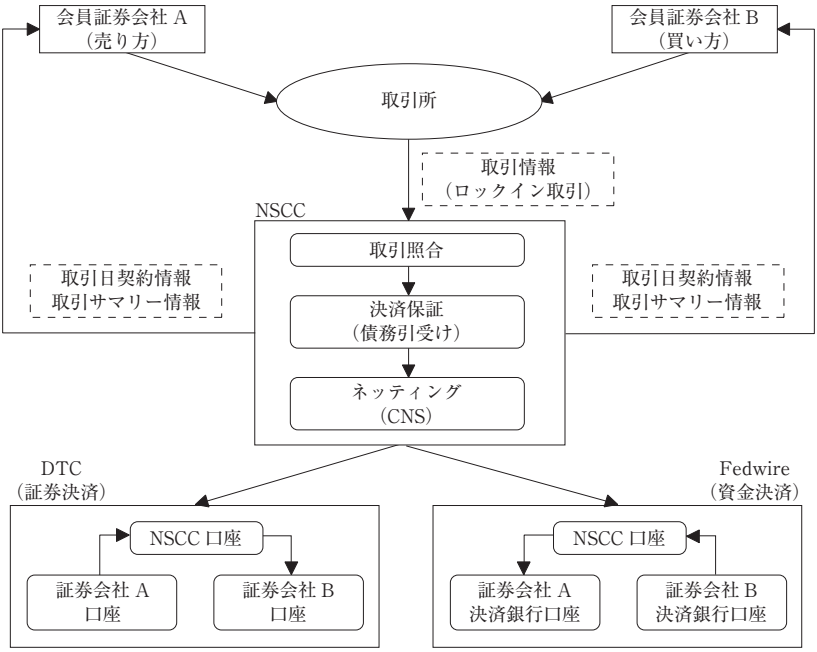
〔出所〕 SEC

７．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２日目（Ｔ＋１）に，証券会社ごとに売りと買いをネッ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年頃から，リスクの低減と証券決済の効率化を企図した決済サイクル短縮化の機運が高まり，2017年９月に決済サイクルはＴ＋２に見直された。さらに2020年以降，度重なる市場の混乱を受け，決済サイクルを更に短縮すべきという議論が活発化し，2024年５月に決済サイクルはＴ＋１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）のうちに，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，ネッティング・システムであるCNS（Continuous Net Settlement）におけるネッティングが行われ，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＋１）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＋１）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＋1）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。NSCC は，CNS Projection Report 等を証券会社に発行する。
T＋1 （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受払いが行われる。

（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。

8．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 には東証のようなプライム，スタンダード，グロースといった市場区分はない（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ドル以上となることが必要。
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，2024年８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か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（Stockholders' 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 Criteria）がある。
〔出所〕　NYSE Listed Company Manual，2024年８月末時点。

９．上場会社管理　2023年12月末現在，NYSE には内国会社及び外国会社を合わせて約2,300社が上場している。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では，上場会社に対して，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，約2,300社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。

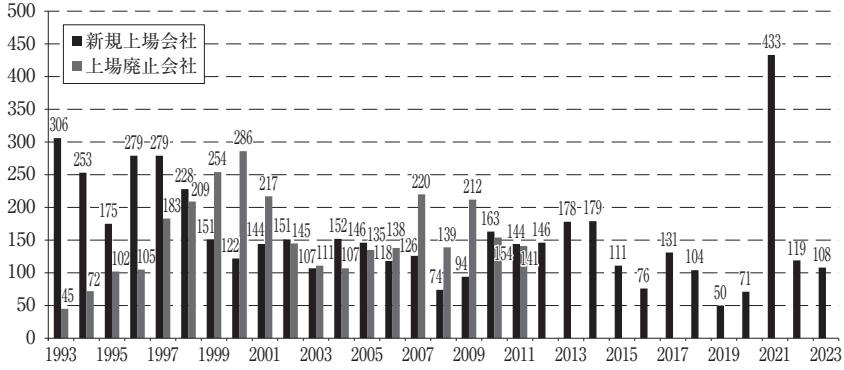
NYSE における上場会社数及び上場会社（内国会社）時価総額の推移

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	246	5,654,815.40
1996	2,476	2,172	304	6,841,987.60
1997	2,626	2,271	355	8,879,630.60
1998	2,670	2,278	392	10,277,899.80
1999	3,025	2,620	405	11,437,597.30
2000	2,468	2,035	433	11,534,612.90
2001	2,400	1,939	461	11,026,586.50
2002	2,366	1,894	472	9,015,270.50
2003	2,308	1,842	466	11,328,953.10
2004	2,293	1,834	459	12,707,578.30
2005	2,270	1,818	452	13,632,303.00
2006	2,280	1,829	451	15,421,167.90
2007	2,273	1,852	421	15,650,832.50
2008	1,963	1,548	415	9,208,934.10
2009	2,327	1,832	495	11,837,793.30
2010	2,317	1,799	518	13,394,081.80
2011	2,308	1,788	520	11,795,575.45
2012	2,339	1,815	524	14,085,944.12
2013	2,371	1,852	519	17,949,883.80
2014	2,466	1,939	527	19,351,417.24
2015	2,441	1,923	518	18,486,204.34
2016	2,307	1,822	485	19,573,073.69
2017	2,286	1,791	495	22,081,367.01
2018	2,285	1,775	510	20,679,476.91
2019	2,165	1,641	524	21,083,679.36
2020	2,229	1,695	534	22,509,489.46
2021	2,496	1,893	603	23,991,464.17
2022	2,405	1,818	587	24,060,385.92
2023	2,272	1,709	563	25,564,650.47

（注）　1）データは各年末時点。
　　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（Over the Counter Market：OTC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である。アメリカでは株式の店頭市場が古くから発達している。

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。気配表示の対象とされる銘柄には，取引所市場に上場されない株式のほか，上場株式も含まれた。1904年には店頭市場の気配表であるピンクシート（詳しくは後述）が創刊された。

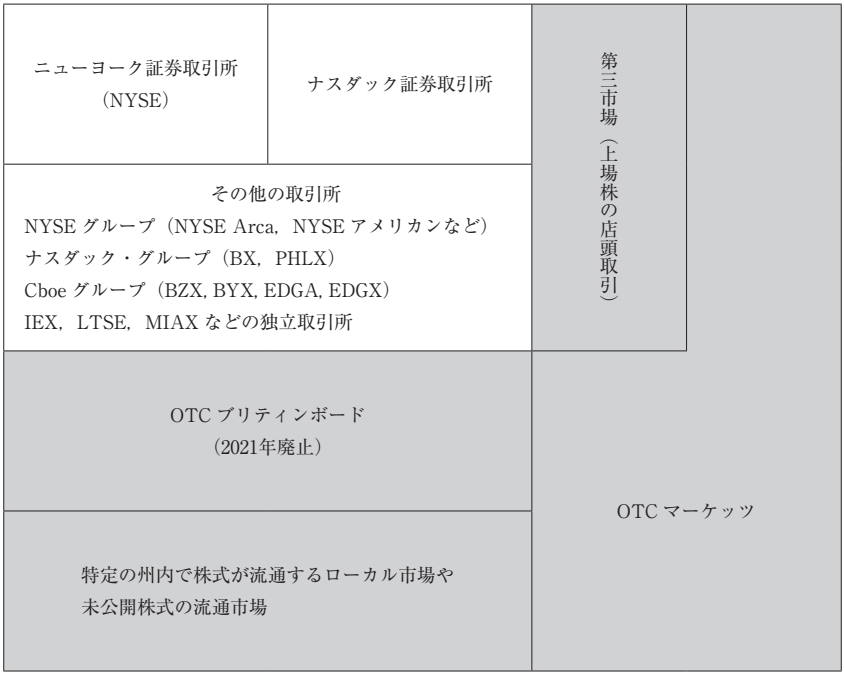
初期の店頭市場は，実際の売買価格が気配表の記載と大きく異なったり，マーケットメーカーが不当に高いマーク・アップ（マージン）を得るなど，投資家保護の観点から問題が多かった。このため1938年に証券取引所法の改正法（マロニー法）が制定され，店頭市場の自主規制機関として全国証券業協会（NASD，現 FINRA）が設けられることになった。

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，後述する OTC ブリティンボード（OTCBB）が整備され，透明性の向上が図られることになった。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。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。ピンクシートの後身である OTC マーケッツのほか，新たな取引プラットフォームも登場した。連邦証券法の規制を受けない一州内のローカル市場も存在するようである。

FINRA の統計によれば，2023年には外国株式や ADR（米国預託証券）を含む１万８千銘柄以上が株式店頭市場で取引され，売買代金は年間3,913億ドルに達した。もっとも，そのうち米国内株は銘柄数で３分の１，売買代金では11.7％を占めるにとどまる。

アメリカにおける店頭市場の構造



近年の株式店頭市場取引状況

暦年	内国株		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）
2015	8,260	42,593	11,642	199,287	19,902	241,880
16	8,087	44,246	12,096	192,414	20,183	236,660
17	7,345	72,584	11,495	212,693	18,840	285,277
18	7,000	62,345	11,577	317,067	18,577	379,412
19	6,818	71,934	11,953	262,162	18,771	334,096
20	6,374	95,912	12,167	357,934	18,541	453,846
21	6,117	268,477	12,653	456,932	18,770	725,409
22	6,342	69,662	12,630	444,930	18,972	514,592
23	6,196	45,818	12,357	345,502	18,553	391,320

〔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とそれによる価格改善と流動性の向上を実現した点にあった。

ナスダックは，伝統的な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。

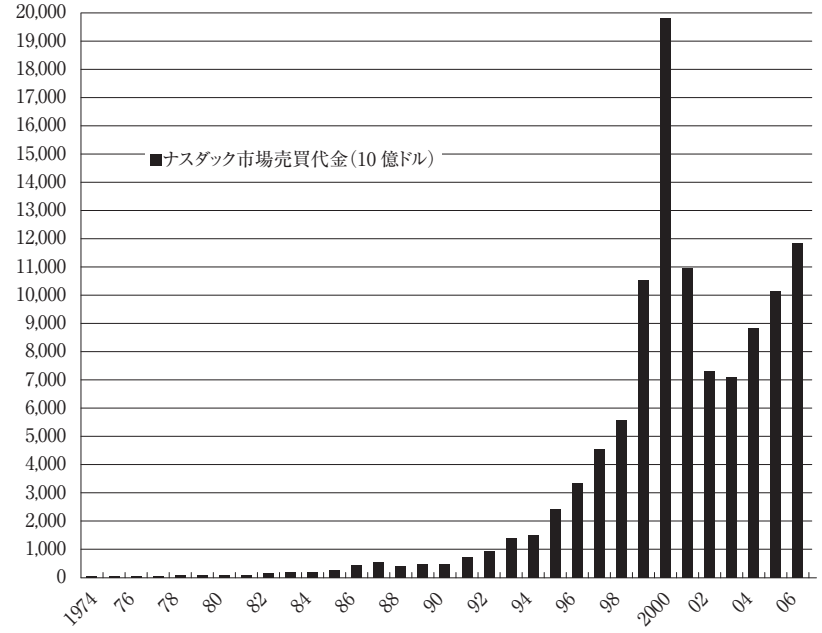
ナスダックは電子取引市場というイメージが強いが，初めからコンピュータ上での売買注文のマッチングが行われたわけではない。発注者である投資家やブローカー証券会社が，気配を提示するマーケットメーカーに電話で連絡して約定するというのが基本的な取引形態であった。その後，大量の取引を処理するためのシステム化が求められるようになり，1984年に導入された小口注文執行システム（SOES）を端緒とする注文執行の自動化が進んだ。

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されることになり，取引所市場と対等の存在とみなされるようになった。

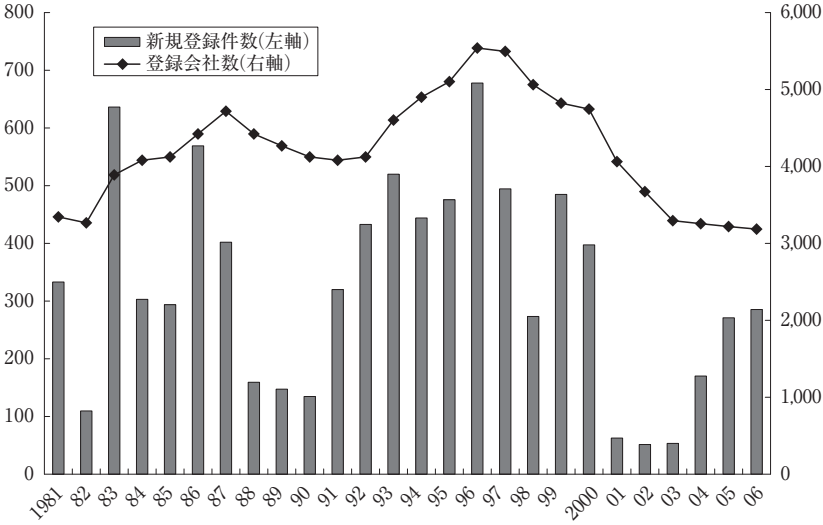
しかも，ナスダック市場の競争的マーケットメーカー制度は，取引所市場のスペシャリスト制度よりも投資家にとって好ましい制度だとの見方が強かった。ところが1994年，一つの学術論文をきっかけにナスダックのマーケットメーカー間の談合疑惑が持ち上がり，市場制度に対する信認が損なわれる事態となった。マーケットメーカーを十分に規制・監督できなかったNASDに対する批判も高まった。

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た。そこで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，証券業者の自主規制機関である FINRA（旧 NASD）が運営した非上場株式の店頭取引気配を表示する電子情報システムである。

店頭市場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，主にマーケットメーカーがピンクシート等を通じて気配を表示することで取引された。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問題を生んだ。

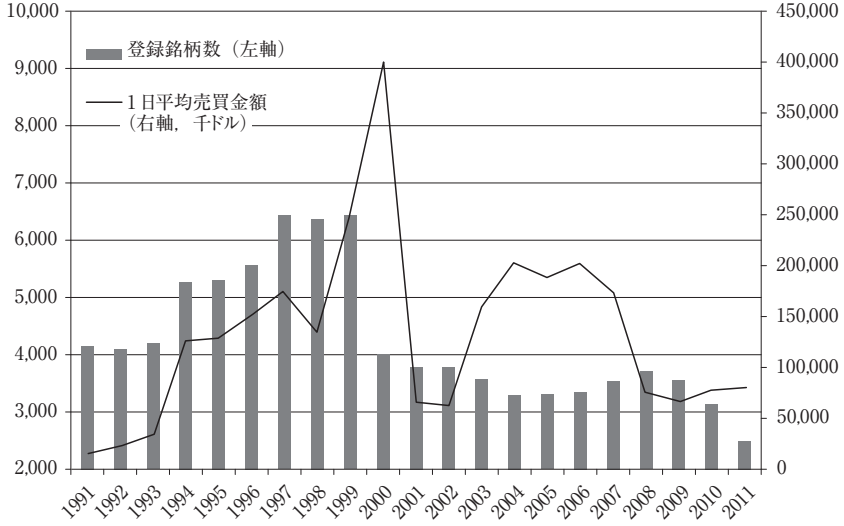
そこで1990年１月に制定された「ペニー・ストック改革法」に基づき，NASD に対して，株式店頭取引に関する価格情報の透明性を高めるためのシステム開発が勧告されることとなった。これを受けて1990年６月に稼働したのが OTCBB である。

非上場株式の 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などの書類を提出するだけで足りた。「勝手上場市場」とも呼ぶべき規制の緩やかな場だったのである。

1993年以降，OTCBB を市場として整備する制度改革が進められたが，このことは結果的に OTCBB の衰退につながった。まず，登録銘柄の取引の約定成立後90秒以内の報告が義務づけられ，1999年７年には，登録銘柄の SEC 登録と法定継続情報開示が義務づけられた。この規制強化の影響は大きく，新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年に中止された。

他方，後述のように，ピンクシートを電子取引システムに衣替えした OTC マーケッツの機能強化が進み，未公開株式を流通させる新たな仕組みも生まれたことで，OTCBB の役割は低下した。2018年８月時点で登録銘柄数は４，月間約定件数は15件と，風前の灯火とも言うべき状況に陥った。運営者である FINRA にとってもシステムの維持コストがかさむだけのお荷物と化した OTCBB は，FINRA 規則改正で廃止が決まり，2021年11月８日をもって取引や情報配信が停止されたのである。

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，同じ発行者が刊行した債券の気配表は，黄色の紙に印刷されたのでイエローシートと呼ばれた。

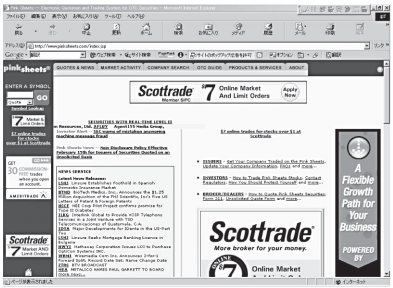
ピンクシートには銘柄ごとに気配を提示するマーケットメーカーの名称と連絡先電話番号が掲載されており，取引を希望する投資家や証券会社は，マーケットメーカーに電話で連絡をとって相対交渉で売買を成立させた。ピンクシートに気配が掲載される銘柄は，必ずしも未公開株式には限定されず，取引所上場銘柄やナスダック登録銘柄も含まれた。掲載される気配は前日のものであったため，マーケットメーカーは掲載気配を尊重する義務を負うわけではなく，実際の売買価格が掲載気配と乖離することは当然視されていた。

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，現在OTCマーケッツ・グループのCEOであるクロムウェル・カールソン氏を中心とする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したのである。

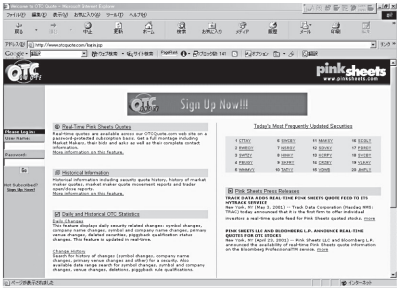
ピンクシート・システムの運営会社は，2000年に社名をPink Sheets LLC.に変更するとともにウェブサイトを立ち上げ，インターネットを通じたリアルタイムの気配情報配信を開始した。2008年には株式会社化して社名をPink OTC Markets, Inc.と改め，2010年には現在のOTC Markets Group, Inc.へと改称した。従って，現在ではピンクシートという名称の株式取引の場は存在しない。次節で述べるOTCマーケッツの市場区分の一つピンク・マーケットとしてその名残をとどめているのみである。

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。しかし，前述のように，未公開株式だけが取り扱われたわけではなく，そうした理解は正確とは言えない。むしろピンクシートは，取引所市場外で活動するマーケットメーカーの宣伝媒体だったと見るべきだろう。

ピンクシート関連サイト（2008年当時）

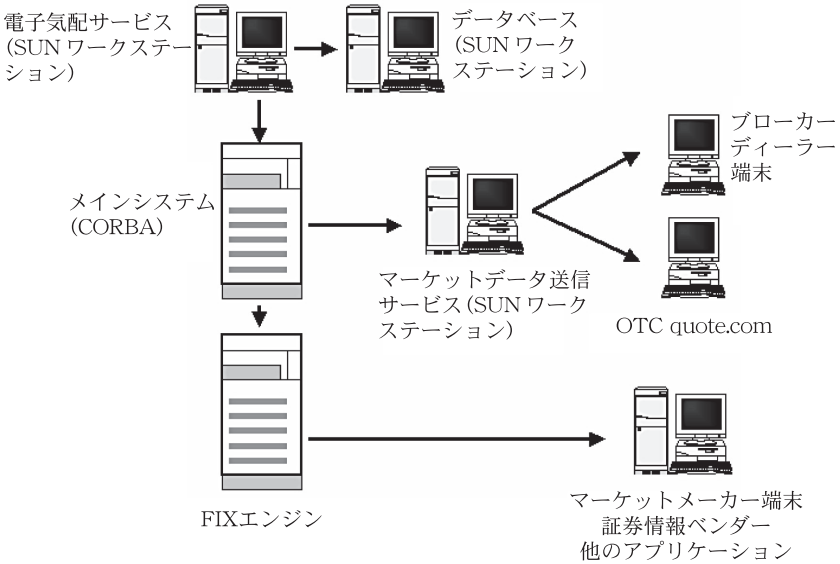


ピンクシート情報の有料サイト
http://www.otcquote.com/



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 OTC マーケッツ・グループの子会社で SEC 登録を受けた 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取引が行われている。登録銘柄数は，株式以外の証券も含め１万２千以上に達する。

OTC マーケッツの特色は，後述する未公開株式の取引プラットフォームとは異なり，零細な個人投資家が自由に取引に参加できる点にある。しばしば玉石混交の市場と言われたが，2007年，求められる情報開示のレベル等による市場区分が創設された。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つの区分だが，2025年７月以降，ピンク・マーケットが，最新の情報を入手可能な銘柄の OTCID とそれ以外のピンク・リミテッド・マーケットに分けられて４区分となる予定である。

最上位区分である OTCQX には，世界的な著名大企業を含む米国外の企業が多数含まれる。これは，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ことに伴う負担を嫌う外国企業が，SEC 登録の不要な ADR（アメリカ預託証書）を発行するケースが少なくないためである。

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。ほぼかつての 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銘柄の多くについては，当初は情報開示がほとんど行われていなかった。しかし2021年９月に施行された SEC 規則15c2-11の改正で，証券会社が発行者に関する最新の公表されている情報の入手できない株式等について気配を表示することが禁じられたため，情報入手の困難な銘柄は，証券会社や機関投資家，レギュレーション D のプロ投資家である自衛力認定投資家などに参加者が限定されるエキスパート市場へ移行することになった。エキスパート市場は新たな市場区分と見ることもできるが，マーケットメーカーによる投資家への勧誘が認められない点が大きく異なる。

2024年10月31日時点では，OTC マーケッツの登録銘柄数は12,301，１日の取引金額は約27億ドル，約定件数は約27.6万件であった。

OTC マーケットの市場区分（登録基準の主要項目）

OTCQX （636銘柄）	米国株の登録基準 • OTC リンク上でのマーケットメーカーによる気配表示。 • 株価５ドル未満のペニー・ストックでないこと • 運営会社の認定を受けたコーポレート・ブローカー証券会社を指定すること。 • 米国 GAAP に準拠する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。 • 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。 外国株の登録基準 • OTCリンク上でのマーケットメーカーによる気配表示。 • ペニー・ストックでないこと。 • 適格外国取引所に上場するかまたは SEC登録していること。 • 監査済み年次報告書を開示すること。 • 英語で適時情報開示を行うこと。
OTCQB （1,100銘柄）	• OTC リンク上でのマーケットメーカーによる１セント以上の買い気配表示維持。 • 監査済み財務諸表の開示と重要情報の適時開示。 • 破産しておらず，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。 • 外国会社の場合，適格外国取引所に上場するか SEC 登録しており，運営会社の認定した法律事務所や監査法人等の OTCQB スポンサーによる紹介状が発給されること。
ピンク （10,563銘柄）	• マーケットメーカーによる気配表示が行われること。 • 証券会社が規則15c2-11を遵守し，最新の情報を開示すること。 • 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）という区別が表示される。

（注）　カッコ内は各市場区分の登録銘柄数。このほかエキスパート市場に3,687銘柄が登録されていた（2024年10月31日時点）。
〔出所〕　OTC マーケッツ社資料より作成。

6．未公開株式の取引プラットフォーム　アメリカでは2010年代半ば以降，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た。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。スタートアップ企業は，IPO を急がずとも大規模な資金調達を実現できるようになったのである。

ユニコーンやそれに準ずるような未公開企業の株式への投資家の関心は高い。一方，未公開企業の側に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による保有株式の売却への対応が求められるなど，未公開段階での株式流動化に対するニーズがある。

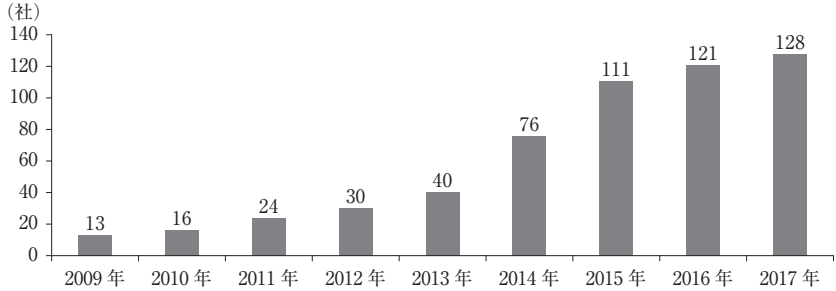
そこで生まれたのが未公開株式の流動化ニーズに応える取引プラットフォームである。初期の例としては，2004年創業のセカンドマーケットや2009年設立のシェアーズポストがあり，リンクドイン，フェイスブック，ツイッターなど，未公開のまま世界的な知名度を獲得した企業の株式を取扱い，注目を集めた。

近年最も活発に利用されている取引プラットフォームは，2013年にナスダック証券取引所とシェアーズポストの合弁事業としてスタートし，2015年にはセカンドマーケットを買収したナスダック・プライベート・マーケット（NPM）である。2021年以降，大手金融機関等からの出資を受け入れてナスダック・グループとの関係は維持しつつ，独立の道を歩んでいる。このほか，エクイティ・ゼンといった取引プラットフォームも多くの未公開株式を取り扱っている。

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に関する規則144A などに依拠しながら，限られた投資家間での株式の売買を可能にするものである。

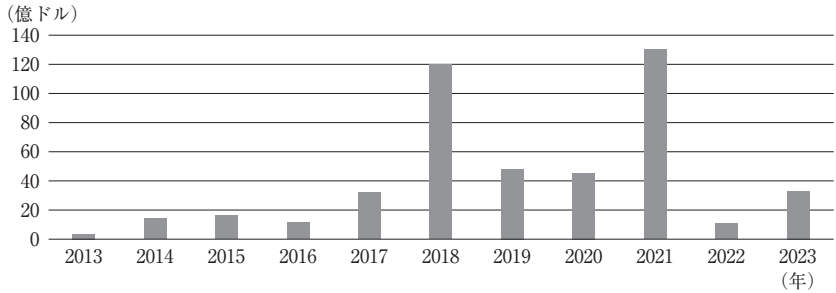
2012年に成立したジョブズ法（JOBS Act：Jumpstart Our Business Startups Act）では私募や登録を伴わない転売に関する一般向け勧誘の解禁や継続開示義務の外形基準の引き上げなど，未公開株のより幅広い流通を可能にする規定が盛り込まれた。また，2020年の SEC 規則改正では，レギュレーションDに依拠する未公開株式の売付け可能とされる自衛力認定投資家の範囲が拡大された。未公開株式取引プラットフォームの利用拡大は，こうした規制緩和の動きによって後押しされているのである。

急増したユニコーン企業数



（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。

ナスダック・プライベート・マーケット（NPM）の取引高推移



（注）　１．2013年，14年の計数は NPM によって買収されたセカンドマーケットの取引高。
　　２．2022年の計数は推計値。
〔出所〕　NPM のプレスリリース，野村資本市場研究所資料等より作成。

2020年の規則改正で拡張された自衛力認定投資家の範囲

	新たに自衛力認定投資家とされた類型
自然人	• SEC が指定する専門資格や地位または適切な教育機関から授与された資格情報を有する者 • 当該有価証券の発行者となるヘッジファンド等の知識を有する従業員
法人その他の団体	• 登録投資助言業者（RIA） • 農村地域事業投資会社 • 総資産500万ドル超の有限責任会社（LLC） • 総資産500万ドル超のファミリー・オフィスとその受益者 • 当該有価証券の取得のために組織されたものでない総資産500万ドル超の団体

〔出所〕　SEC 資料より作成。

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ー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・マーカンタイル取引所（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（KCBT）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・ヘッジを考えてみると，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，NZドル，ブラジル・レアル，Eミニ・ユーロ等
	ICE US	米ドル指数，オーストラリア・ドル，ユーロ，ポンド/オーストラリア・ドル，ポンド/NZドル，カナダ・ドル/円他
金利	CBOT	10年物Tノート，5年物Tノート，2年物Tノート，フェデラル・ファンド・レート，ウルトラTボンド，30年物モーゲージ証券（UMBS TBA），10年物ウルトラTノート他
	CFE	IBIG（投資適格社債）指数，IBHY（高利回り社債）指数
	CME	SOFR（担保付翌日物調達金利），ESTR（ユーロ短期金利）
株式・株価指数	CBOT	Eミニ・ダウ工業株平均，マイクロ・ミニ・ダウ工業株平均，DJ米国不動産部門
	CFE	S&P500ボラティリティ指数（VIX），ミニS&P500ボラティリティ指数
	CME	EミニS&P500，EミニNasdaq100，EミニRussell2000，マイクロEミニS&P500，マイクロEミニNasdaq 100，マイクロEミニRussell2000，円建て日経225，S&Pエネルギー部門指数，ドル建て日経225，Eミニ・ミッドキャップ他
	ICE US	MSCI EM指数，MSCI EAFE指数，MSCIブラジル指数，MSCI EMアジア指数，MSCI ACWI指数，マイクロFANG+指数他

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

〔出所〕　各取引所資料より作成。

2．金融先物市場の特徴　機関化現象の進展に伴いリスク・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その特徴となっている。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。

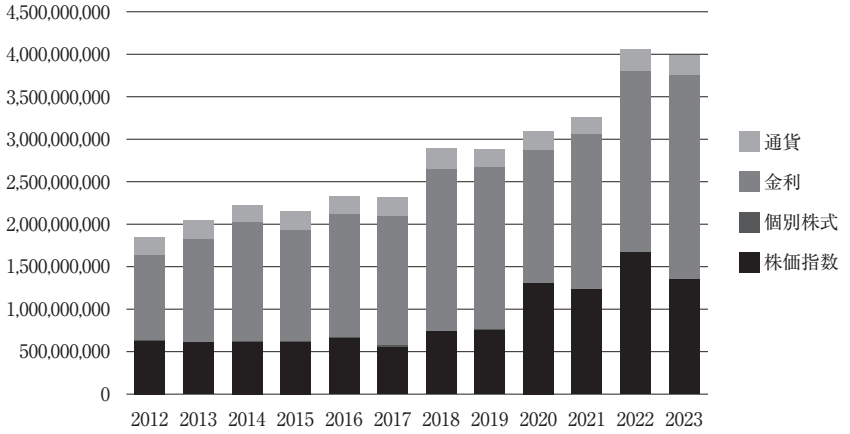
通貨先物市場では，最初に取引を開始し，主要通貨の先物取引を上場しているCMEのシェアが圧倒的に大きい。また，金利先物市場では，長期金利を対象としたTノート（財務省中期債）先物やTボンド（財務省長期債）先物を上場するCBOT，短期金利を対象としたSOFR（担保付翌日物調達金利）先物を上場するCMEのシェアが大きい。そして，株価指数先物市場ではEミニS&P500先物やEミニNasdaq100先物を上場するCMEのシェアが大きい。

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先物を上回った。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。

なお，電子取引の拡大，2020年のコロナウイルス蔓延を受けて，伝統的な立会場取引は廃止されることとなり，金融先物市場の電子取引化が完了した。

また，CMEは2007年にCBOTを買収，グループ化しており，その結果，先物市場における主要商品の大半がCMEグループのCMEあるいはCBOTで取引されることとなった。

金融先物取引高（契約数）



〔出所〕 Futures Industry Association（FIA）データより作成。

金融先物商品別上位取引高（2023年）

順位	商品名	取引所	取引高	分類内シェア(%)
1	SOFR（担保付翌日物調達金利）3か月物先物	CME	809,156,568	33.7
2	10年物Tノート先物	CBOT	498,258,217	20.8
3	Eミニ S&P 500先物	CME	452,701,954	32.5
4	5年物Tノート先物	CBOT	389,403,706	16.2
5	マイクロEミニ Nasdaq 100指数先物	CME	273,085,353	19.6
6	マイクロEミニ S&P 500指数先物	CME	248,272,150	17.8
7	2年物Tノート先物	CBOT	203,664,150	8.5
8	Eミニ Nasdaq 100先物	CME	166,975,397	12.0
9	10年超Tノート先物	CBOT	125,569,436	5.2
10	30年物Tボンド先物	CBOT	111,513,523	4.6

（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〕 FIAデータより作成。

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KCBT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。

2000年の商品先物近代化法により，個別株を対象とする先物取引が解禁され，202年より2つの取引所（ナスダックとLIFFEが開設したNQLX，またCME，CBOE，CBOTが開設したOneChicago）において個別株先物が開始された。しかし取引は振るわず，NQLXでは2003年，OneChicagoでは2020年に取引が停止された。

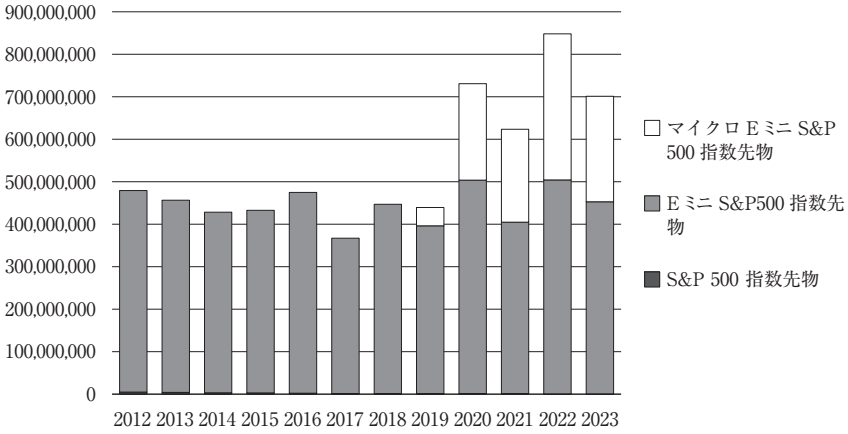
既存の株価指数先物取引については，前述のＥミニS&P500に代表される小口化商品の取引拡大を受けて，CMEは他の株価指数先物についても取引単位を小口化したＥミニシリーズを上場，同取引が中心的商品となった（S&P500先物は2021年に上場廃止）。更にCMEは2019年に，ＥミニＳ＆Ｐ500先物の取引単位を十分の一に設定したマイクロＥミニS&P500先物を上場し，こちらも一定の取引規模を有する市場に成長している。

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月にボラティリティ先物を導入した。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的性格を有している。CFEのボラティリティ先物は2006年以降，急速に拡大し，2006年上場の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・オプションシリーズに次ぐ商品に成長している。なお，CFEは2020年から取引単位を小さくしたミニ・ボラティリティ先物取引を開始し，一定規模に成長している（同商品は2009年に上場されたが当時は振るわず2014年に取引停止されていた）。

ボラティリティを対象とした新商品の取引高（契約数）

	ボラティリティ指数先物（VX）取引高（CFE）	ミニ・ボラティリティ指数先物（VXM）取引高（CFE）	ボラティリティ・オプション（VIX）取引高（CBOE）
2012年	23,785,729	17,057	110,739,796
2013年	39,944,022	18,198	142,999,960
2014年	50,531,366	230	159,369,660
2015年	51,656,362	−	144,440,290
2016年	60,170,725	−	148,246,402
2017年	73,858,885	−	181,311,346
2018年	74,318,415	−	167,470,555
2019年	62,462,867	−	126,627,356
2020年	48,574,180	2,009,661	124,518,765
2021年	54,239,203	3,376,752	131,664,284
2022年	52,243,794	2,104,629	133,663,358
2023年	53,711,290	1,962,138	185,719,449

ミニ先物取引市場の拡大（契約数）



S&P500関連先物の取引単位

	S&P500先物取引	Eミニ S&P500先物取引	マイクロEミニS&P500先物取引
取引単位 上場等の時期	指数×250ドル 1982年上場 2021年上場廃止	指数×50ドル 1997年上場	指数×5ドル 2019年上場

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。

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
	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	AMERICAN	株式，上場投資信託（ETF）
	ARCA	株式，上場投資信託（ETF），KBW 銀行指数他
	BOX	株式，上場投資信託（ETF）
	BX	株式，上場投資信託（ETF）
	BZX	株式，上場投資信託（ETF）
	CBOE	株式，上場投資信託（ETF），S&P500，S&P500ボラティリティ指数（VIX），Russell2000他
	C2	株式，上場投資信託（ETF）
	EDGX	株式，上場投資信託（ETF）
	EMERALD	株式，上場投資信託（ETF）
	GEMX	株式，上場投資信託（ETF）
	ISE	株式，上場投資信託（ETF），Nasdaq100指数
	MEMX	株式，上場投資信託（ETF）
	MIAX	株式，上場投資信託（ETF）
	MRX	株式，上場投資信託（ETF）
	NOM	株式，上場投資信託（ETF）
	PHLX	株式，上場投資信託（ETF），ユーティリティ部門，金銀指数，KBW 銀行部門，オイルサービス部門，住宅部門，半導体部門他
	PEARL	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・ドル先物，オーストラリア・ドル先物，スイス・フラン先物他
金利先物	CBOT	10年物Ｔノート先物，5年物Ｔノート先物，2年物Ｔノート先物，ウルトラＴボンド先物，ウルトラＴノート先物，30年物Ｔボンド先物他
	CME	SOFR 先物，SOFR ミッドカーブ先物
株価指数先物	CBOT	Ｅ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，マイクロＥミニS&P500先物，ＥミニNasdaq100先物，マイクロＥミニNasdaq100先物，ＥミニRussell2000先物他

（注）AMERICAN：NYSE AMERICAN（旧 NYSE MKT），ARCA：NYSE ARCA，BZX：CBOE BZX Options Exchange，BOX：Boston Options Exchange，BX：Nasdaq BX Options，CBOE：CBOE Options Exchange，C2：CBOE C2 Options Exchange，EDGX：CBOE EDGX Options Exchange，EMERALD：MIAX EMERALD，GEMX：Nasdaq GEMX（旧 ISE Gemini），ISE：Nasdaq ISE（旧 International Securities Exchange），NADEX：The North American Derivatives Exchange，NOM：Nasdaq Options Market，MIAX：Miami International Securities Exchange（MIAX） options，MRX：Nasdaq MRX（旧 ISE Mercury），PEARL：MIAX PEARL，PHLX：Nasdaq PHLX（旧 Philadelphia Stock Exchange）

〔出所〕Options Clearing Cooperation（OCC）及び各取引所資料他より作成。

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，金融商品の種類毎に取引の集中が著しい。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（ETF も含む）オプション市場の取引高は急拡大しており，市場全体で2003年に8.3億単位だった取引規模は，2013年には37.2億単位，2023年には92.6億単位に拡大している。取引拡大の背景には，リテール・ブローカーによる取引手数料無料化の動きや，2020年のコロナウイルス蔓延時の都市部ロックダウンを契機に，個人投資家のオプション取引が拡大した点が挙げられる。

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 NADEX が PHLX や ICE を上回る取引を行っている。

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 SOFR 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の特徴を有している。

現物オプション（契約数）

原資産	2019年	2020年	2021年	2022年	2023年
個別株・ETF	4,420,542,768	7,004,304,148	9,366,823,566	9,499,231,141	10,092,147,417
株価指数	351,394,906	337,910,975	371,590,469	687,546,730	775,278,672
金利	0	0	0	0	0
通貨	36,840	24,604	11,662	19,721	12,511

（注）　株式はETFを含む。
〔FIA〕　資料より作成。

先物オプション（契約数）

原資産	2019年	2020年	2021年	2022年	2023年
株価指数先物	164,824,850	183,418,378	193,698,674	307,280,455	358,842,544
金利先物	696,389,162	459,566,039	499,913,469	574,758,048	729,064,847
通貨先物	20,169,564	18,131,155	15,718,698	16,005,070	12,155,611

〔FIA〕　資料より作成。

金融オプション商品別上位取引高（2023年）

順位	原資産	取引所	取引高	分類内シェア（%）
1	Eミニ S&P 500指数先物	CME	216,714,442	62.7
2	S&P 500指数（SPX）	CBOE	729,346,246	77.3
3	SOFR（担保付翌日物調達金利）3カ月物先物	CME	431,589,091	59.2
4	CBOEボラティリティ指数（VIX）	CBOE	185,719,449	19.7
5	10年物Tノート先物	CBOT	177,085,547	24.3
6	5年物Tノート先物	CBOT	68,983,941	9.5
7	EOW3 Eミニ S&P 500先物	CME	43,497,246	12.6
8	30年物Tボンド先物	CBOT	35,331,858	4.8
9	EOW2 Eミニ S&P 500先物	CME	24,162,769	7.0
10	EOW1 Eミニ S&P 500先物	CME	22,564,018	6.5

（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〕　FIA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当初，上場銘柄は取引所間で棲み分けられ，取引の集中はさほど生じていなかった。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，取引所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）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する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はその後急成長し，2004年2月には株価指数オプション取引を含む月間売買高で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。その後，既存の取引所による取引所のグループ化や取引所業務への新規参入が進み，1973年にCBOEのみであった取引所は，2023年末には17取引所まで拡大した。

なお，グループ化された取引所においては，マーケットメイカーが気配値を提示する伝統的な取引手法（マーケットメイカー方式）に加えて，顧客注文を価格優先・時間優先順に配置し，成り行き注文等の流動性を取得する取引注文には手数料を課す一方，流動性を増加させる即時性の無い指値注文には執行時にインセンティブを付与する取引手法（メイカー・テイカー方式），更にメイカー・テイカー方式の真逆である取引手法（テイカー・メイカー方式）等の異なる取引手法が並行して提供され，投資家の選択肢を増している。また先物市場とは異なり，立会場取引を提供する取引所が取引所グループ毎に存在しており，多様な投資家注文への対応を可能としている（なお2024年にMIAXグループのMIAX SAPPHIRE取引所が立会場を新設，稼働している）。

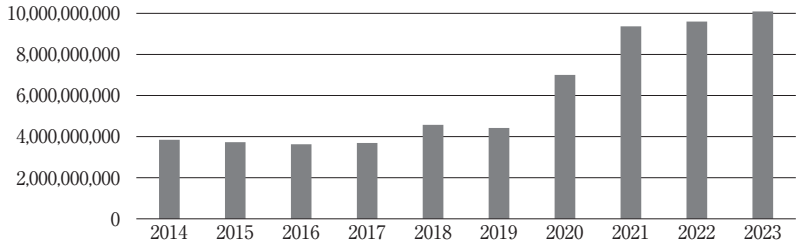
オプション取引所グループと各取引所

グループ	取引所	
CBOE	CBOE Options Exchange	(1973)
	CBOE EDGX Options Exchange	(2015)
	CBOE BZX Options Exchange	(2010)
	CBOE C2 Options Exchange	(2010)
NASDAQ	Nasdaq ISE	(2000)
	Nasdaq PHLX	(1975)
	NASDAQ Options Market	(2008)
	Nasdaq GEMX	(2013)
	Nasdaq BX Options	(2012)
	Nasdaq MRX	(2016)

グループ	取引所	
NYSE	NYSE American Options	(1975)
	NYSE ARCA Options	(1976)
MIAX	MIAX Options Exchange	(2012)
	MIAX Emerald	(2019)
	MIAX Pearl	(2017)
独立系	BOX Options	(2004)
独立系	Members Exchange	(2023)

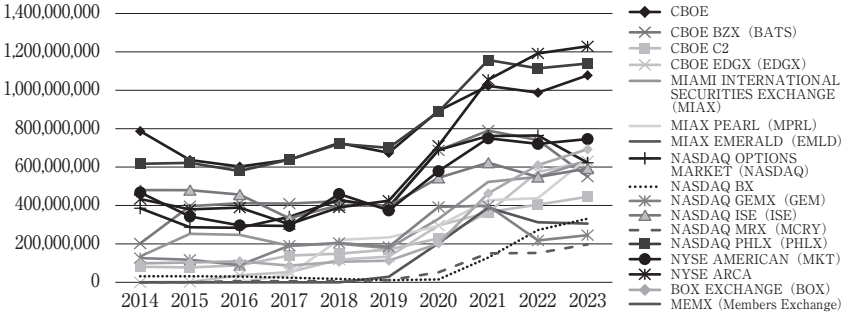
＊（　）内は各取引所のオプション取引開始年。
＊上記取引所に加え2024年8月に MIAX グループの MIAX SAPPHIRE 取引所が取引を開始。

株式オプション（ETF を含む）取引高（契約数）



〔出所〕 OCC 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〕 OCC 資料より作成。

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年から行われている。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，2022年4月の12.7兆ドルまで，拡大傾向を示している。また，アメリカにおける店頭デリバティブ取引も，時期や商品毎の変動を伴いつつ，イギリスに次ぐ規模となっている。

店頭市場売買高

（単位　10億ドル）

	2010年		2013年		2016年		2019年		2022年	
外国為替	3,973	65.9%	5,357	69.9%	5,067	65.4%	6,595	50.3%	7,506	59.0%
スポット	1,489	24.7%	2,047	26.7%	1,652	21.3%	1,987	15.1%	2,104	16.5%
フォワード	475	7.9%	679	8.9%	700	9.0%	999	7.6%	1,163	9.1%
為替スワップ	1,759	29.2%	2,240	29.2%	2,378	30.7%	3,203	24.5%	3,810	29.9%
通貨スワップ	43	0.7%	54	0.7%	82	1.1%	108	0.8%	124	1.0%
オプション他	207	3.4%	337	4.4%	254	3.3%	298	2.3%	304	2.4%
金利	2,054	34.1%	2,311	30.1%	2,677	34.6%	6,505	49.7%	5,226	41.1%
FRA	600	10.0%	749	9.8%	653	8.4%	1,902	14.5%	496	3.9%
スワップ	1,272	21.1%	1,388	18.1%	1,859	24.0%	−	−	−	−
スワップ（翌日物指数スワップ）	−	−	−	−	−	−	2,046	15.6%	2,317	18.2%
スワップ（その他）	−	−	−	−	−	−	2,101	16.0%	2,174	17.1%
オプション他	182	3.0%	174	2.3%	166	2.1%	451	3.4%	235	1.8%
店頭取引合計	6,027	100.0%	7,668	100.0%	7,744	100.0%	13,101	100.0%	12,732	100.0%
取引所取引合計	7,840	130.1%	4,844	63.2%	5,181	66.9%	7,878	60.1%	8,683	68.2%

（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 Over-the-counter（OTC）derivatives markets in 2022（https://www.bis.org/statistics/rpfx22.htm）より作成。

店頭売買高の国別構成

（単位　10億ドル）

国名	店頭デリバティブ			合計					
				外国為替			金利		
	2016年	2019年	2022年	2016年	2019年	2022年	2016年	2019年	2022年
イギリス	3,586	7,246	6,381	2,406	3,576	3,755	1,180	3,670	2,626
アメリカ	2,513	3,726	3,601	1,272	1,370	1,912	1,241	2,356	1,689
シンガポール	575	756	1,085	517	640	929	58	116	156
香港	509	1,068	1,015	437	632	694	110	436	321
日本	493	451	484	399	376	433	56	75	51
世界全体	9,553	15,531	15,612	6,514	8,280	9,843	3,039	7,251	5,769
イギリス	37.5%	46.7%	40.9%	36.9%	43.2%	38.1%	38.8%	50.6%	45.5%
アメリカ	26.3%	24.0%	23.1%	19.5%	16.5%	19.4%	40.8%	32.5%	29.3%
シンガポール	6.0%	4.9%	6.9%	7.9%	7.7%	9.4%	1.9%	1.6%	2.7%
香港	5.3%	6.9%	6.5%	6.7%	7.6%	7.1%	3.6%	6.0%	5.6%
日本	5.2%	2.9%	3.1%	6.1%	4.5%	4.4%	1.8%	1.0%	0.9%

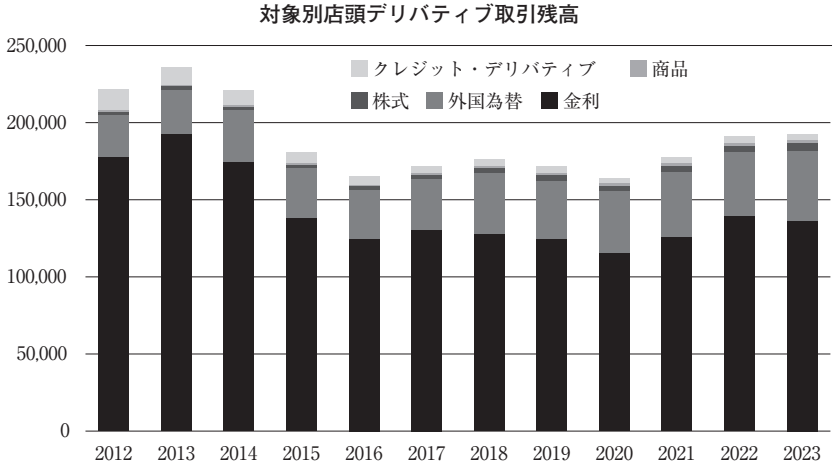
（注）　国内の二重計算のみを調整した各年4月の1日当たり売買高。国別に振り分ける際の計算上，合計値は過大に評価されている。

〔出所〕　上表に同じ。

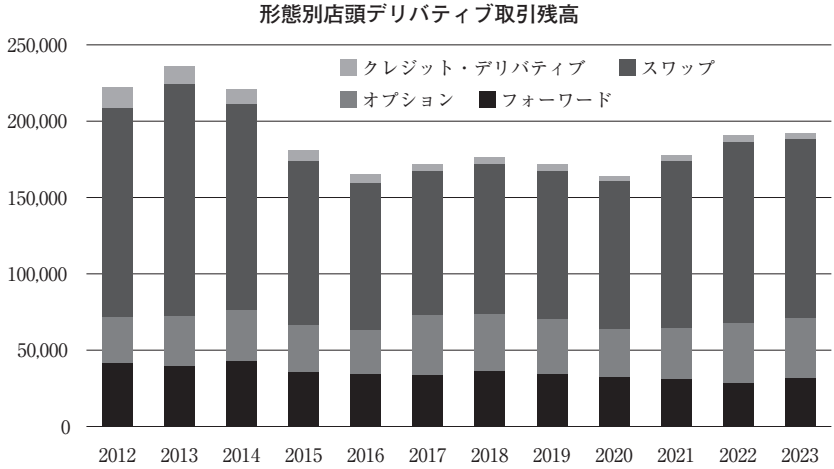
8．店頭デリバティブ市場の特徴　1990年代に入って金利関連商品を中心とした店頭デリバティブ取引の拡大が著しいことはすでに見た通りであるが，想定元本規模で契約残高を見た場合にも，ボラティリティの小さな金利関連の店頭デリバティブ取引が圧倒的に大きく，これに外国為替関連の店頭デリバティブ取引が続き，エクイティ関連や商品関連，近年拡大しつつあるクレジット・デリバティブ取引といった店頭デリバティブ取引は小さい。この理由として金利変動はあらゆる企業が影響を受けるのに対して，外国為替やエクイティ，商品の価格変動に敏感な企業は少ないからであろう。

他方，これを商品毎に分類すると，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，2023年第4四半期想定元本残高192.5兆ドルのうち25社の上位金融機関の契約残高は191.3兆ドル（99.4％）であり，なかでもゴールドマン・サックス（28.1％），JP モルガン・チェイス（25.8％），シティバンク（23.9％），バンク・オブ・アメリカ（9.6％）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1382の金融機関の合計の87.4％にあたる168.3兆ドルに達する。ただし，想定元本残高はリスク・エクスポージャーとは異なり，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8,041億ドルがピークから減少し，コロナウイルス蔓延時の2020年末に5,070億ドルまで一時上昇したものの，2023年末には2,400億ドルまで低下している。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のには注意が必要である。



〔出所〕 Office of the Comptroller of the Currency, OCC' s Quarterly Report on Bank Trading and Derivatives Activities（https://www.occ.gov/publications-and-resources/publications/quarterly-report-on-bank-trading-and-derivatives-activities/index-quarterly-report-on-bank-trading-and-derivatives-activities.html）



〔出所〕 上表に同じ。

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。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。しかしサブプライム・ローン問題に端を発した金融危機後，取引仕様標準化の動きや清算機関（DCO，次節を参照）制度等リスク管理が進められた結果，市場全体のポジション圧縮が進展，取引残高は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）

年	金利	外国為替	株式	商品	クレジット・デリバティブ	合計
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	174,687（79.0）	33,183（15.0）	2,537（1.1）	1,222（0.6）	9,449（4.3）	221,078
2015	138,369（76.5）	32,100（17.7）	2,395（1.3）	1,108（0.6）	6,986（3.9）	180,959
2016	124,488（75.3）	31,737（19.2）	2,475（1.5）	1,257（0.8）	5,293（3.2）	165,252
2017	130,417（75.8）	32,903（19.1）	3,080（1.8）	1,388（0.8）	4,186（2.4）	171,974
2018	128,175（72.7）	39,220（22.2）	3,374（1.9）	1,315（0.7）	4,270（2.4）	176,354
2019	125,065（72.9）	37,170（21.7）	3,796（2.2）	1,488（0.9）	3,945（2.3）	171,465
2020	116,000（70.8）	39,596（24.2）	3,775（2.3）	1,395（0.9）	3,034（1.9）	163,799
2021	126,236（71.1）	41,847（23.6）	4,256（2.4）	1,584（0.9）	3,540（2.0）	177,464
2022	139,755（73.2）	41,123（21.5）	4,424（2.3）	1,433（0.8）	4,241（2.2）	190,977
2023	136,274（70.8）	45,278（23.5）	5,674（2.9）	1,493（0.8）	3,746（1.9）	192,463

〔出所〕 Office of the Comptroller of the Currency, OCC's Quarterly Report on Bank Trading and Derivatives Activities（https://www.occ.gov/publications-and-resources/publications/quarterly-report-on-bank-trading-and-derivatives-activities/index-quarterly-report-on-bank-trading-and-derivatives-activities.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）

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
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	35,691（19.7）	30,889（17.1）	107,392（59.3）	6,986（3.9）	180,959
2016	34,201（20.7）	29,373（17.8）	96,384（58.3）	5,293（3.2）	165,252
2017	34,162（19.9）	38,841（22.6）	94,784（55.1）	4,186（2.4）	171,974
2018	36,145（20.5）	38,009（21.6）	97,930（55.5）	4,270（2.4）	176,354
2019	34,789（20.3）	36,117（21.1）	96,614（56.3）	3,945（2.3）	171,465
2020	32,350（19.7）	31,991（19.5）	96,423（58.9）	3,034（1.9）	163,799
2021	31,180（17.6）	33,453（18.9）	109,290（61.6）	3,540（2.0）	177,464
2022	28,748（15.1）	39,389（20.6）	118,598（62.1）	4,241（2.2）	190,977
2023	31,806（16.5）	39,608（20.6）	117,303（60.9）	3,746（1.9）	192,463

〔出所〕 上表に同じ。

10. 店頭デリバティブ規制　店頭デリバティブ取引は銀行，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は，1992年の商品先物取引慣行法に基づきCFTCが管轄から除外したことで実質的に法律に制約されないこととなった。その後もスワップ取引が商品先物法の対象となるか否かは問題となり，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化された。

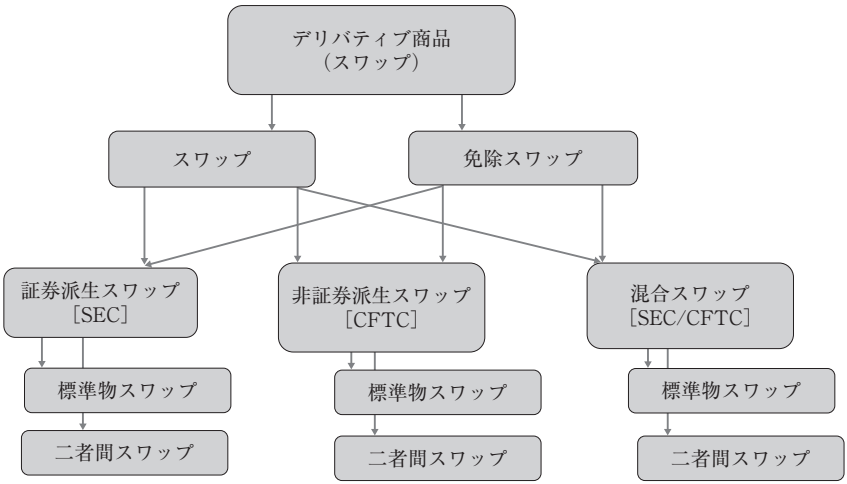
2008年の金融危機を経て，2010年成立のドッド・フランク法（ウォール街改革および消費者保護法）のタイトルⅦ（ウォール街の透明性と説明責任法）の中では店頭デリバティブ・ディーラーに対するプルーデンス規制や規制されたセントラル・カウンターパーティでの清算等，店頭デリバティブ取引に対する新たな規制の導入がはかられた。

まず，店頭デリバティブ取引全般が規制の対象とされ，CFTCは金利・外国為替・包括的な証券指数等を対象とするスワップを管轄し，単一証券や限定的な証券指数等を対象とするスワップはSECが管轄，双方の性質を有する混合スワップについては両当局が共同管轄する。そして，店頭デリバティブ取引に清算機関（DCO）を通じた清算が義務付けられる一方，清算されない場合には，証拠金の差し入れが義務付けられた。

清算機関における清算対象となったスワップ取引は，取引所（DCM）あるいはスワップ執行ファシリティ（SEF）における執行が義務付けられ，（清算機関での清算の有無に関わらず）スワップ取引を行った場合，取引情報蓄積機関（SDR）への報告が義務付けられた。

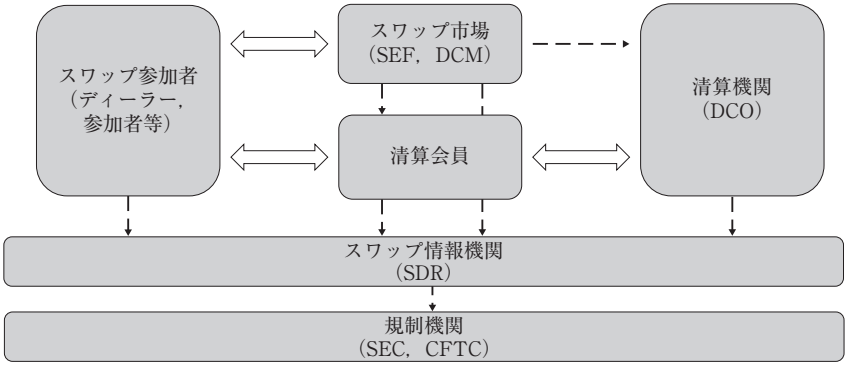
CFTCに続き，SECも証券ベースのスワップを対象とするスワップ執行ファシリティに関する規制（レギュレーションSE）を2023年に発表，2024年から適用している。その内容はCFTCの規制と整合性が図られたものとなっている。

スワップ取引の分類



〔出所〕　ドッド・フランク法説明資料より作成。

スワップ市場の概要



DCM : Designated Contract Market の略で取引所を意味する。
〔出所〕　ドッド・フランク法説明資料より作成。

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ティングされ，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，政府債に関しては，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付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 / 取扱取引
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。	持分会社
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）。	株式，社債，地方債，ADR など
DDRL	DTCC Derivatives Repository PLC	OTC デリバティブおよび上場デリバティブ取引のイギリスにおける TR（Trade Repository，取引情報蓄積機関）	OTC デリバティブ，上場デリバティブ
DDRIE	DTCC Data Repository（Ireland）PLC	OTC デリバティブおよび上場デリバティブ取引のアイルランドにおける TR（Trade Repository 取引情報蓄積機関）	OTC デリバティブ，上場デリバティブ
DDR	DTCC Data Repository（U.S.）LLC	米国およびカナダにおけるデリバティブ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）。	OTC デリバティブ
DTCC Data Repository（Japan）KK		日本における OTC 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 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	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	
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	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）
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。	エクイティ，社債，地方債，ADR など

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

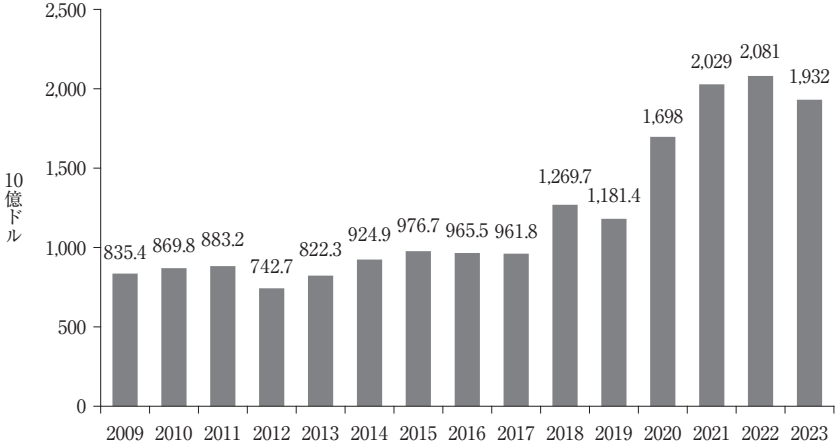
〔出所〕 DTCC 他

２．NSCC の役割　アメリカにおいて，株式，社債および地方債の中央清算機関（Central counter party, CCP）の役割を担っているのが，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，NASDAQ 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，株式のみを対象としていたが，その後，対象証券は社債，地方債，CP，投資信託，米国預託証券（ADR）など広範囲な証券に拡大している。1999年に，NSCC および DTC は共に持ち株会社である 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，店頭市場等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，売り手の債権である資金の受取り，買い手の債権である証券の受取りを引き受ける。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 は取引参加者の債権債務を引受け，その決済に当たっては，ネッティング（相殺）を行うことで，エクスポージャーを圧縮する。また，参加者によるデフォルトが生じた場合には，CCP が当該参加者に代わって引受けた債務を履行する。NSCC は1934年証券取引所法第17A 条に基づいて SEC に登録され，SEC によって監督・規制されている。また，ドッド・フランク法第８条に基づき，NSCC は，2012年７月，システム上重要な金融市場ユーティリティ（Systemically Important Financial Market Utility, SIFMU）に指定された。

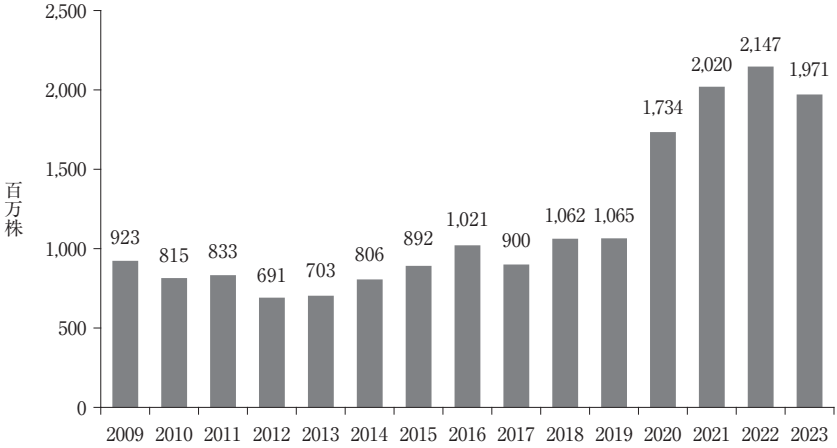
NSCC が実行する中核的な業務には，Trade Capture と継続ネッティングシステム（Continuous Net Settlement, CNS）による清算および決済とがある。プロセスの第一段階である Trade Capture で，NSCC は，アメリカのすべての証券取引所や ATS（代替的取引システム）および NSCC の会員から送信される取引データを受信する。その後，そのデータが照合または記録され，メンバーに報告される。ほとんどの取引データは，「locked-in」取引として，それぞれの取引市場で既に照合され，そのまま NSCC での清算処理に移行する。送信されたロックイン取引は，NSCC の UTC（Universal Trade Capture）システムを介して記録され，メンバーに報告される。

１日平均清算金額



〔出所〕 DTCC Annual Report.

１日平均清算量



〔出所〕 DTCC Annual Report.

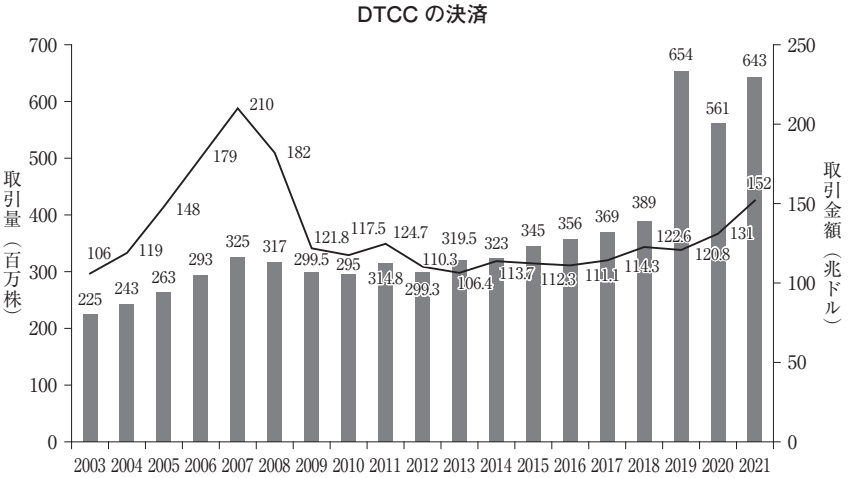
３．DTC の役割（１）　DTC（the Depository Trust Company）は，アメリカにおける中央証券預託機関（Central Securities Depository）である。DTC は,1960年代後半のペーパークライシス（ペーパークランチ）を契機に1973年にニューヨーク証券取引所の100％子会社として設立された。証券取引（フロントオフィス）の急激な拡大にバックオフィスである決済が追い付かなかったため，1960年代初頭，SEC は決済をＴ＋４からＴ＋５に延長する規則改正を行った。また，バックオフィスの処理に時間的な余裕を与えるため，ニューヨーク証券取引所（NYSE）は毎週水曜日，市場を閉鎖し，他の曜日も取引時間を短縮した。

DTC 設立の目的は，効率的決済の妨げとなっていた紙の証券への依存を解消し，証券を集中保管した上で不動化し，証券の所有権を電子的に処理された帳簿記載方式（ブックエントリー）によって移転させることで，決済に掛かるコストを削減し，清算と決済の効率性を高めることであった。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。

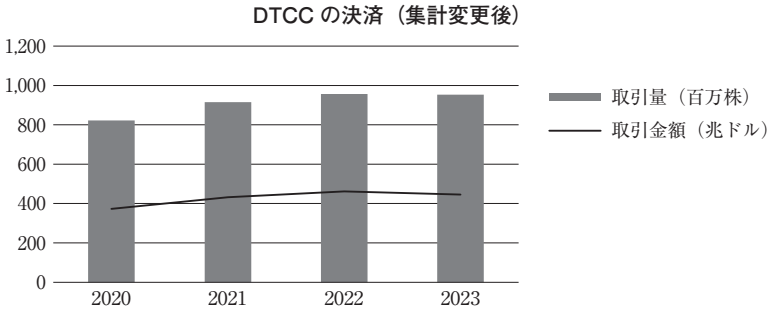
2012年７月，金融安定監視委員会は，ドッド・フランク法第８条に基づき，DTCC の子会社である NSCC，FICC とともに DTC をシステム上重要な金融市場ユーティリティ（Systemically Important Financial Market Utilities, SIFMU）に指定した。これらの会社のいずれかが破綻すると，金融機関や市場に重大な流動性リスクが高まり，世界の金融システムの安定性が脅かされる可能性があるためである。この指定により，これらの会社は規定のリスク管理基準を満たすことが求められ，SEC による監視が強化された。

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。

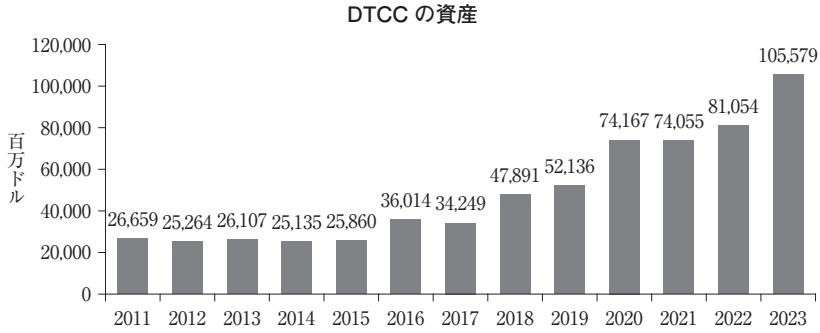
不動化された証券はすべて DTC によって大券保管され，Cede & Co. 名義で登録される。証券の売買取引が行われても証券自体は DTC から出ることはなく，登録所有者の名前も変更されることはない。すべての取引は電子的に処理され，DTC の帳簿入力システムの記録が更新され，あるブローカーディーラーの顧客が売却した証券が，その DTC の口座からマイナス記帳され，その証券を購入した顧客のブローカーディーラーの口座にプラス記帳される。配当は，配当支払い代理人からチェース銀行口座へ Fedwire で振り込まれ，チェース銀行は Fedwire 内の DTC 口座へ送金する。DTC はこれを各参加者の清算銀行へ 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。



〔出所〕　DTCC のアニュアルレポートより筆者作成



〔出所〕　DTCC のアニュアルレポートより筆者作成



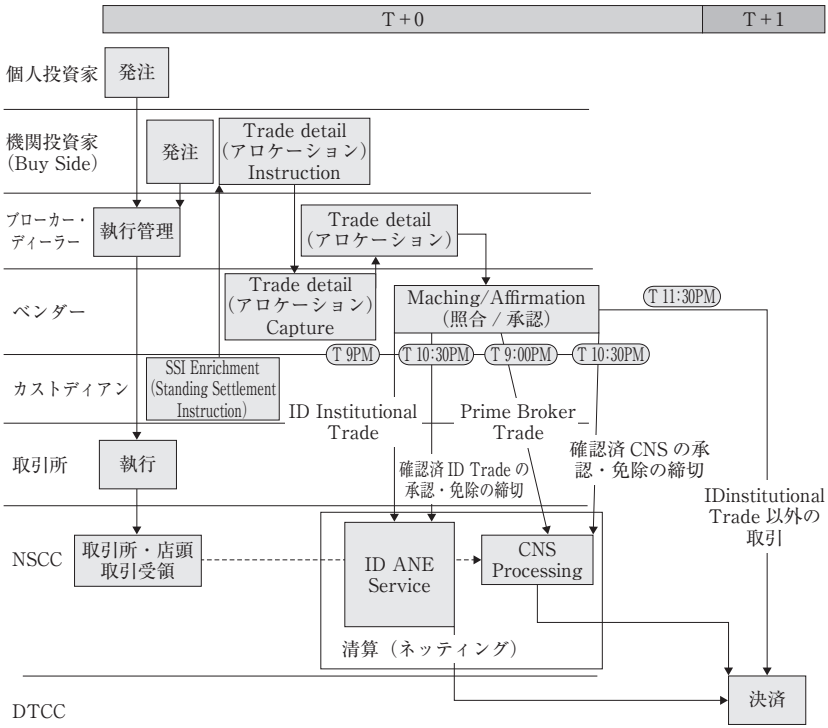
〔出所〕　DTCC のアニュアルレポートより筆者作成

４．DTC の役割（２）　証券売買が成立すると，取引の当日（Trade day, Ｔ＋０），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，技術の進歩によって，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，買い手の信用リスクと売り手のデリバリーリスクを引き受けるセントラル・カウンター・パーティとしての役割を担う。NSCC が担うこの保証によって，市場参加者は，公的な信用の下，安心して取引を行うことができる。NSCC は事前に，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。NSCC はまた，証券の所有権の移転を更新する必要がある証券口座等，取引詳細を記した電子的なレポートを DTC に送信する。

決済日（Ｔ＋１）には，ネッティ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ない。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（Collateral Monitor），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。2024年５月28日から株式等の証券の決済期間がＴ＋２からＴ＋１に短縮化された。

Ｔ＋１決済のワークフロー



（DTCC：Accelerating the U.S. Securities Settlement Cycle to T + 1 Published December 1, 2021 Version 1.0より筆者作成）

一般に，ブローカー ディーラーが顧客のために取引を実行した後，ブローカー・ディーラーは顧客に取引の詳細を通知する。この手順は，「notice of execution（実行通知）」または「NOE」と呼ばれる。顧客が他の当事者（年金基金などの機関投資家）に代わって注文を発注した場合（たとえば，複数の投資信託に代わって投資マネージャーが注文を発注した場合），顧客はブローカー・ディーラーに，約定された当該証券の中で取引を「Allocation（割り当て，配分指示）」を行う。このような場合，機関投資家の取引注文は，顧客ごとに行うのではなく，まとめて発注されるからである。従って，約定成立後，顧客からブローカーに対し，約定した証券の Allocation を行わなければならない。ブローカー・ディーラーは，Allocation された詳細を confirmation（確認）し顧客に返信する。これらが正しく行われていた場合，顧客（指示当事者または代理人）は取引を Affirmation（承認）する。（SEC のコンセプトリリース https://www.sec.gov/rules-regulations/2004/03/securities-transactions-settlement#P70_17851）

Standing Settlement Instruction（標準決済指図）：照合インフラの加入者が予め照合インフラに登録しておく決済情報。SSI を登録しておくことにより，決済の都度，決済に用いる証券口座および資金口座を相互に確認し送信する必要がなくなる。

ID ANE Service: DTC の提供する承認サービス。Authorization and Exemption Service（ANE）。ANE を利用することによって，機関投資家は自動化された，または PTS などを介した手動によって，取引の承認または免除をグローバルまたは個別に提供することができる。

CNS processing: Continuous Net System CNS では，NSCC は米国におけるブローカー間の株式，社債，地方債，投資信託のほぼすべての取引の清算と決済のカウンターパーティ（債権債務の相手方）となる。CNS は，国内の取引所，PTS 等の取引システムからの取引を１日あたりひとつのポジションにネッティングする。CNS プロセスによって証券と資金の決済が一元化される。CNS processing を通じて，レポートを生成し，証券と資金のポジションと関連情報の記録を参加者に送付する。NSCC は日々，参加者に最終決済指示を送付するが，支払いと証券の移動は DTC で行われる。CNS によって参加者は証券や資金を効率的に利用することができ，リスクを回避することができる。つまり，CNS によって参加者の証券引渡義務を毎日，各発行のネットのロングポジション（買い）とネットのショートポジションにネット（売り）化し，証券移転コストを最小限にする。

CNS を通じて，NSCC は各取引の相手方となり，取引を保証している。

CNS ロングポジションは，NSCC が参加者に引渡義務を負っている証券を表し，アルゴリズムによって決定された順序で処理される。証券は，NSCC が受け取ると，自動的に参加者のロングポジション（買い）に割り当てられる。

５．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。

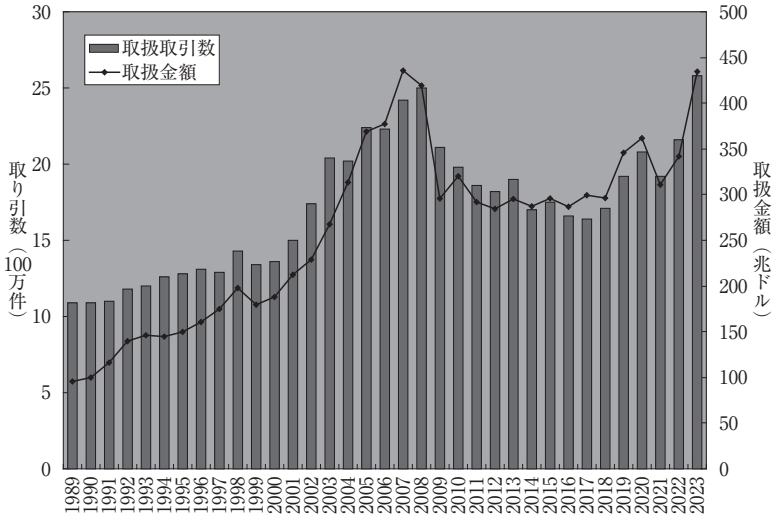
ディーラー間で取引が行われると，清算銀行に対して指示がなされ，T＋１において，各銀行が連邦準備銀行に開設する証券口座と資金口座の間で，それぞれ口座振替がDVPで行われる。証券会社と機関投資家の間の取引の場合も，通常，機関投資家がカストディアン契約を結んでいる銀行と，証券会社の清算銀行との間でFedwireを通じた決済がなされる。

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。

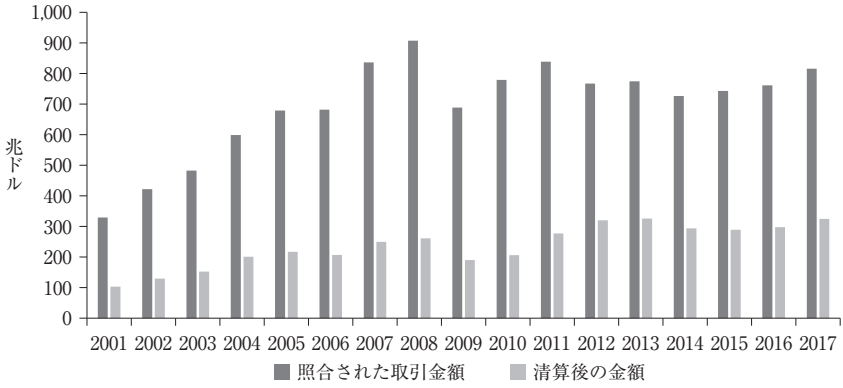
2012年７月，金融安定監視委員会は，ドッド・フランク法第８条に基づき，DTCCの子会社であるDTC，NSCCとともにFICCをシステム上重要な金融市場ユーティリティ（Systemically Important Financial Market Utilities, SIFMU）に指定した。これらの会社のいずれかが破綻すると，金融機関や市場に重大な流動性リスクが高まり，世界の金融システムの安定性が脅かされる可能性があるためである。この指定により，これらの会社は規定のリスク管理基準を満たすことが求められ，SECによる監視が強化された。

Fedwire の証券決済



https://www.frbservices.org/resources/financial-services/securities/volume-value-stats/annual-stats.html

FICC の扱うアメリカ政府債の清算



https://www.dtcc.com/charts/previous-12-months-volume-for-gsd

６．店頭デリバティブの決済　国債先物や日経225先物のように取引所で取引される上場デリバティブが規制され，標準化され，高い流動性を有しているのに対し，金利スワップのように，顧客が証券会社と相対で取引をするデリバティブは店頭デリバティブである。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，店頭デリバティブにおけるカウンターパーティー・リスク，ひいては，システミック・リスクが意識されるようになり，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，システミック・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。

店頭デリバティブの中には，中央清算機関での決済になじまないものもある。金利スワップやCDS（Credit Default Swap）は標準化されているため，中央清算機関で清算されているが，為替スワップなど標準化されていないデリバティブは効率的ではないため，中央清算機関での清算がなされていない。中央清算機関は証拠金制度を採用しており，参加者は証拠金を支払わなければならないが，中央清算機関を通じた清算を行わない店頭デリバティブについては，証拠金規制を導入すべきであるとされる。2011年11月のG20カンヌ・サミットでは，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。

アメリカに拠点を置く 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, CH, UK, 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 LLC	CA, EU, SG, CH, UK, US	CR
OCC（Option Clearing Copration）	CA, US	CO, EQ

〔出所〕 FSB；OTC Derivatives Market Reforms Implementation progress in 2022

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
Chicago Mercantile Exchange Inc.	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）	CA, US	CME グループ
DTCC Data Repository（U.S.）LLC	CO, CR, EQ, FX, IR	AU, CA, US	DTCC グループ
ICE Trade Vault, LLC	CO, CR, FX, IR	CA, US	ICE グループ
KOR Reporting Inc.（new）	CO, CR, EQ, FX, IR	US	2022年３月 CFTC 暫定登録
BSDR LLC	CO, CR, EQ, FX, IR	US	Bloomberg グループ2019年３月21日登録取下

〔出所〕 FSB；OTC Derivatives Market Reforms Implementation progress in 2022

７．決済期間の短縮（１）Ｔ＋３からＴ＋２　決済期間の短縮化は，カウンターパーティリスク，システミックリスクなどの削減に繋がる。カウンターパーティリスクは，決済期間が短ければ短いほど減少する。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。この白書では，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，以後２年間STP（Straight Through Processing）プログラムを推進すると発表された。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，システミックリスクを軽減する必要性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・コンサルタント・グループが「決済期間短縮のコストベネフィット分析」“Cost benefit analysis of shortening the settlement cycle”を発表した。この調査によれば，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。また2014年SIFMA（米国証券業金融市場協会）によってＴ＋２の支持が示された。これらの経緯を経て，2017年９月５日より，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。

DTCC および業界団体の決済期間短縮化の動き１

年月	決済短縮化関連事項
1967～1968年	ペーパークライシスの発生　売買取引の急増にバックオフィスが追い付かず，証券取引をストップ
1973年	DTC の設立
1976年	Ｔ＋５（議会が SEC に決済期間短縮の権限を与え，SEC 規則 Section 17A による）
1976年	NSCC の設立
1987年	ブラックマンデー　決済期間短縮化の必要性認識
1989年３月	G30の勧告
1995年	米証券の決済期間をＴ＋５からＴ＋３へ
1999年	業務効率の向上，コスト削減，リスク管理を目的として DTCC の設立
2000年７月	SIA（現 SIFMA）“Ｔ＋１ Business Case final Report”発表 2004年６月にＴ＋１移行を提言
2001年９月11日	同時多発テロ発生　BCP（Business Continuity Plan）が最優先課題であるとされるようになった　DTCC は週明けまでに１兆8000億ドルを決済し，９月17日の市場再開
2001年11月	Ｔ＋１の実現時期を2005年６月に延期
2002年７月	SIA は2004年に再度目標時期の検討を行うと発表
2004年	DTCC が初めて１兆ドルを超える証券取引を決済
2008年	リーマン・ブラザーズの破綻　金融危機により，システミックリスク軽減の必要性認識
2011年９月	DTCC “The Role of DTCC in Mitigating Systemic Risk”を発表 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
2012年７月	金融安定監視委員会，ドッド・フランク法第８条に基づき DTC, NSCC, FICC をシステム上重要な金融市場ユーティリティ（Systemically Important Financial Market Utilities, SIFMU）に指定
2012年10月	ボストン・コンサルティング・グループ「決済期間短縮のコストベネフィット分析」を発表
2017年９月５日	米証券決済期間Ｔ＋３からＴ＋２へ

８．決済期間の短縮（２）Ｔ＋２からＴ＋１　2024年５月28日，アメリカの証券決済期間はＴ＋２からＴ＋１に短縮化された。これまでもＴ＋１への決済期間の短縮化の議論は何度か盛り上がりを見せたが，実現には至らなかった。その後の2021年１月のゲームストップ株騒動（ミーム株騒動）が決済期間の短縮化に拍車を掛けた。ゲームストップ株騒動では，株価の急騰や取引の急増に伴うNSCCへの追加預託金が支払われなかったため，Robinhood（証券会社）は取引を停止した。その結果，ゲームストップの株価が急落した。2021年２月18日に開かれた米議会下院の金融サービス委員会の公聴会で，Robinhood CEO，テネフ氏は意見を徴収された。テネフ氏は決済期間のＴ＋１，ひいてはＴ＋０やリアルタイム・グロスセトルメント（即時決済）の必要性を述べた。

2021年４月，Securities Industry and Financial Markets Association（SIFMA），Investment Company Institute（ICI），およびDTCCは，過去数年進めてきた，Ｔ＋１の実現に向けた取り組みを加速すると発表し，SIFMA，ICI，およびDTCCは“Accelerating the U.S. Securities Settlement Cycle to Ｔ ＋ １”「米国証券決済サイクルのＴ＋１への加速」を発表し，Ｔ＋１を実施するため業界に推奨事項を提示した。さらに2022年８月22日，SIFMA，ICI，DTCCは“Ｔ＋１SECURITIES SETTLEMENT INDUSTRY IMPLEMENTATION PLAYBOOK”の中で，証券業界のための詳細なロードマップを発表した。2022年２月９日，SECはＴ＋１化のため1934年証券取引所法改正案を公表し，翌年2023年２月15日，1934年証券取引所法，規則15c6-1および15c6-2を改正した。

これを受け，2023年８月，DTCCは業界に対し，Ｔ＋１実施のためのテストを開始し，2024年５月27日に，カナダおよびメキシコの証券決済期間がＴ＋１に短縮化され，翌，５月28日アメリカの証券決済期間はＴ＋１に短縮化された。

2024年９月12日，SIFMA，ICI，DTCCは“Ｔ＋１After Action Report”を発表し，Ｔ＋１への移行は成功したと評価した。ここで，取引日の午後９時（東部標準時）の締め切りまでに，取引の約95%が確認（Affirmation）基準を充足したとし，また，Ｔ＋１環境下のNSCCの清算基金は，Ｔ＋２下よりも減少したと述べた。

2022年に公表されたSECの法改正案では，Ｔ＋０へのさらなる決済期間の短縮化についても業界にコメントを募集していたが，SIFMA等の実施後のレポートでは，業界標準としてＴ＋０へのさらなる加速は，大きなリスクと複雑さをもたらす可能性があり。それよりも，Ｔ＋１の世界市場での採用に重点を置く必要があると述べた。

DTCC および業界団体の決済期間短縮化の動き２

2018年１月	DTCC は “Modernizing the U.S. Equity Post-Trade Infrastructure” と題するホワイトペーパーを公表 決済の最適化と加速化された決済モデルに言及
2020年１月	高度な決済処理アルゴリズム完成　DTCC は現存する夜間の時間サイクルを変更することなく，夜間サイクルの決済効率を最適化
2020年５月	Project Ion（分散型台帳（DLT）技術を用いた決済プラットフォームプロジェクト）ケーススタディ公表 資産のデジタル化により，資本市場インフラの近代化への道を開くことができるかどうかを判断するもの
2020年９月	Project Ion のプロトタイプ開発
2020年10月	DTCC のチームは様々な分析（Ｔ＋１統合決済，Ｔ＋１加速決済）これを受け，DTCC は業界向けにＴ＋１環境を提供する決済システムのプロトタイプを提供するための作業を開始
2021年１月	GameStop 株の株価の急騰（GameStop 騒動）
2021年２月９日	DTCC “ADVANCING TOGETHER: LEADING THE INDUSTRY TO ACCELERATED SETTLEMENT” 発表
2021年２月18日	米議会下院の金融サービス委員会の公聴会で，Robinhood CEO，テネフ氏の意見を徴収　Ｔ＋１の必要性に言及
2021年４月	Securities Industry and Financial Markets Association（SIFMA），Investment Company Institute（ICI），及び DTCC は，過去数年進めてきた，Ｔ＋１の実現に向けた取り組みを加速すると発表
2021年５月６日	SEC 委員長ゲンスラー氏が下院の金融サービス委員会で発言 Ｔ＋１あるいは（時間は掛かるが）即時決済に対応する技術がある
2021年12月１日	SIFMA，ICI，DTCC Deloitte “Accelerating the U.S. Securities Settlement Cycle to Ｔ＋１”「米国証券決済サイクルのＴ＋１への加速」発表米国でＴ＋１を実施するための業界に推奨事項を提示 2024年上半期にＴ＋１を実現予定としたロードマップ公表
2022年８月22日	SIFMA，ICI，DTCC，Deloitte “Ｔ＋1 SECURITIES SETTLEMENT INDUSTRY IMPLEMENTATION PLAYBOOK” 証券業界のための手順書発表
2022年２月９日	SEC Ｔ＋１化のため1934年証券取引所法改正案の公表
2023年２月15日	SEC Ｔ＋１化のため1934年証券取引所法改正　rule 15c6-1，15c6-2
2023年８月	業界に対し，Ｔ＋１テスト開始
2024年５月27日	メキシコ，カナダ決済期間Ｔ＋２からＴ＋１へ
2024年５月28日	米国決済期間Ｔ＋２からＴ＋１へ（５/27は戦没者記念日の祝日のため）
2024年９月12日	SIFMA，ICI，DTCC “Ｔ＋１ After Action Report” を発表

第９章　証券化商品市場

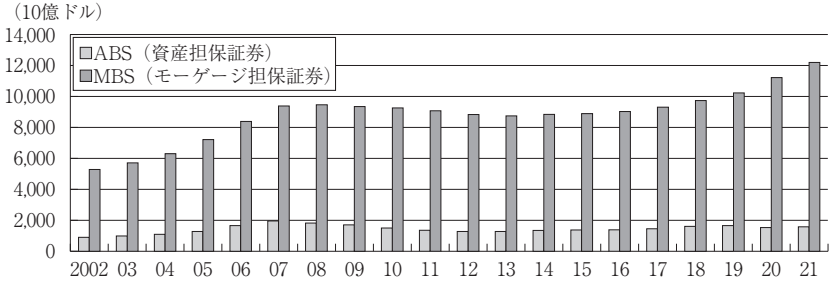
１．証券化の背景と意義　「証券化商品」とは「原資産の譲渡を主な目的として当該原資産から発生するキャッシュ・フローを裏付けとして発行され，又は実質的に原資産のリスクの移転を主な目的として当該原資産のリスクを参照して発行される証券」（日本証券業協会）であり，「証券化」とは，このような証券を発行する行為を指す。アメリカでは住宅ローン債権を担保として発行される証券化商品を MBS（Mortgage Backed Security, モーゲージ担保証券）と呼び，ABS（Asset Backed Security, 資産担保証券）は，それ以外の自動車ローン債権などを担保として発行される証券化商品を指すことが多い。

アメリカで証券化商品の先駆けとなったのは，政府系金融機関である GNMA（(政府抵当金庫，通称ジニー・メイ）が1970年に発行したエイジェンシーMBS（あるいは公的 MBS）である。この仕組みは住宅ローンの債権以外にも，自動車ローンやクレジットカード・ローンなどの債権の証券化にも応用されるようになり，今では証券化の手法は広く適用されている。2021年末時点の発行残高は，MBS が12兆2010億ドル，ABS でも１兆5850億ドルであり，アメリカの証券化商品市場は巨大である。

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が，債権をプールして証券化し，証券化商品として投資家に販売することは1980年代になって活発に行われるようになった。貸手（売手）が債権を簿外に移すという点は共通であるが，証券化は主に個別に販売が困難な小口のローンを売り出す手段として利用される点が特徴となる。

金融機関がコストをかけて証券化を行う利点は複数ある。第１に，流動性が低い資産でも証券化により流通市場で取引可能な証券となり資産の流動性が高まる。第２に，資産と負債のミスマッチの解消により金利リスクをヘッジすることができる。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，SPV（Special Purpose Vehicle, 特別目的事業体）に移した資産が元利支払いの裏付けとなるため証券化商品は高い格付けを取得することができ，証券化により低格付けの会社でも資金調達コストを引き下げることが可能となる。

主要な証券化商品の残高推移



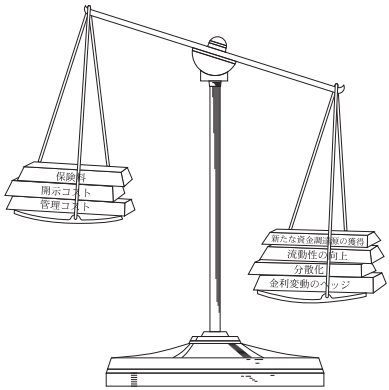
（注）　モーゲージ担保証券は，2000年までエージェンシーMBS のみ
〔出所〕　SIFMA

市場参加者にとっての証券化の利点

借手の利点 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	投資家の利点 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
債権保有者（オリジネーター）の利点 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	投資銀行（コーディネーター）の利点 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., 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点が利点となる。第１が，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ることが可能になる。第２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。第３の利点は，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することができる。

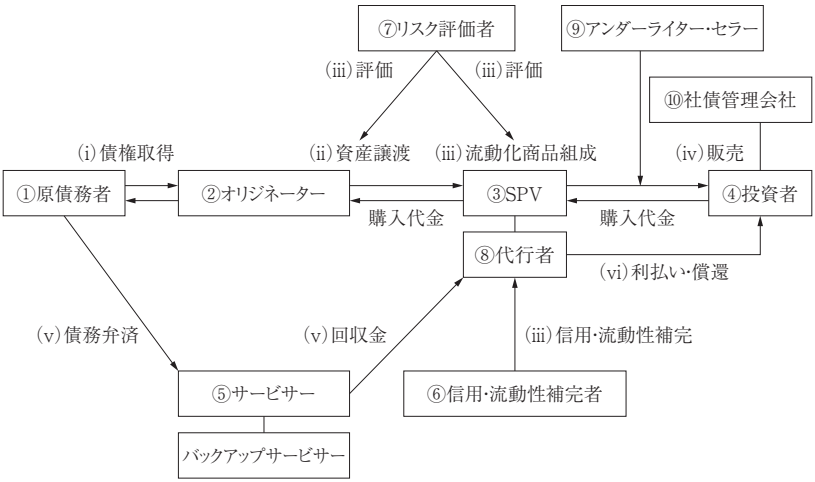
証券化のスキームは以下となる。まず証券化の対象となる資産を定める。この資産の保持者はオリジネーター（あるいはスポンサー）と呼ばれる。オリジネーターはSPVへ証券化の対象となる資産を譲渡する。資産の譲渡を受けたSPVはその保有資産を担保に証券を発行する。ここでSPVは一般的に株式会社，信託，組合のいずれかの形態で設立されるが，いずれも出資する事業体の債権として認識されないよう倒産隔離の工夫がなされる。例えば，証券化商品の一種であるパス・スルー証券の場合は非課税となることもあり，SPVとして委託者課税信託（グランター・トラスト）を利用している。

証券化商品の組成に関与する機関としては，サービサー，アレンジャー（アンダーライター），信用補完機関，格付会社，受託者（トラスティ）が挙げられる。サービサーはSPVから委託を受けて証券化に利用される資産の管理および資金回収を行う。わが国では債権回収会社とも呼ばれる。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。アレンジャーは投資銀行が担うことが一般的であり，投資家の需要動向の調査・分析を行い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る。また，発行される証券を引き受けて募集や販売業務を行うことからアンダーライターとも呼ばれる。

信用補完機関は，証券化商品の信用リスクを軽減することにより高い格付と低い発行金利を実現し，市場性を高めている。この業務は，一般的にGNMA（ジニー・メイ）などの政府機関や商業銀行，保険会社，あるいは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。格付け会社は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。

証券化は，①対象資産を特定化し，②資産をオリジネーターから分離し，③証券として売却する，という段階のスキームを経て実行される。

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

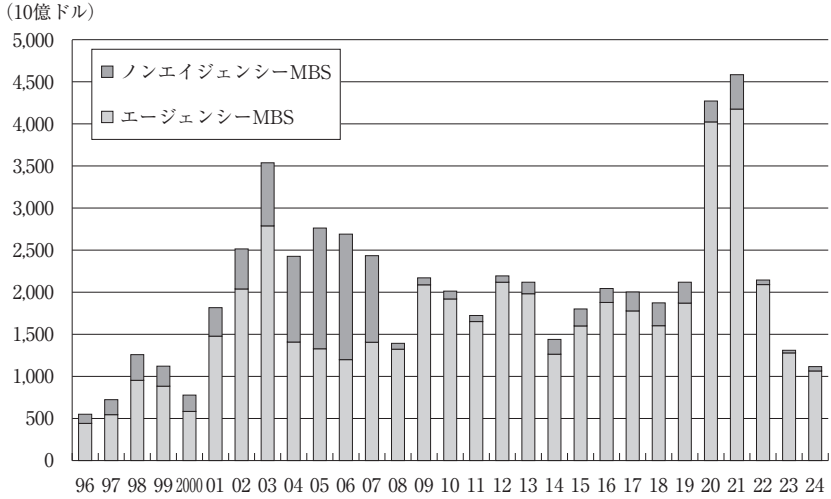
〔出所〕　木下正俊，『私の「資産流動化」教室』，西田書店より

３．MBS（Mortgage Backed Security，モーゲージ担保証券）　アメリカで資産の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収めた最大の理由は，GNMA（ジニー・メイ）の他にもGSE（政府支援企業）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エイジェンシー（agency）MBSと呼ばれ，非常に信用度の高い証券として扱われる。具体的にエイジェンシー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GSEの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。GSEはそれらに信用保証を付して，住宅向けローン（モーゲージ）を担保とするエイジェンシーMBSを発行する。FHA・VAローン（右図）を担保として民間金融機関が発行するMBSについては，GNMAが元利金支払いを保証する業務も行っている。

一方で，上記の政府関連機関による信用保証が付かない民間金融機関が発行したMBSはノンエイジェンシー（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。なお2000年代に入りノンエイジェンシーMBSの発行額が増加したが，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・ローンなどへと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ことが背景にある。その後，増加したノンエイジェンシーMBSは2008年に深刻化した金融危機（サブプライム危機）を引き起こした一因となったこともあり発行は低迷したが，その後は新型コロナが蔓延する前までは回復傾向にあった。

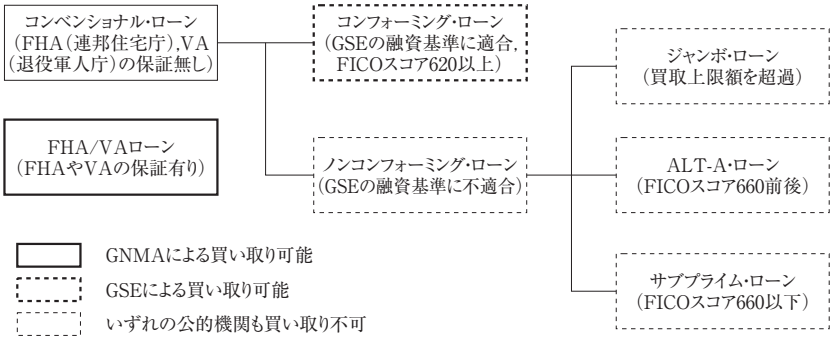
MBSの元利金の支払い方法として最初に利用された形態はパス・スルー型である。実際には，満期・金利・質が一定の範囲に収まるモーゲージをプールし，このプールに対する所有権を現すものとしてパス・スルーMBSが発行される。モーゲージから発生したキャッシュ・フローはSPVを通じてMBSの保有者へほぼそのまま分配される。パス・スルーと呼ばれるのは，キャッシュ・フローが発行体を素通りするためである。

MBS の発行額



（注）　Mortgage-Related Securities の数値を表示。2024年は９月末時点。
〔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〕　各種資料に基づき作成。

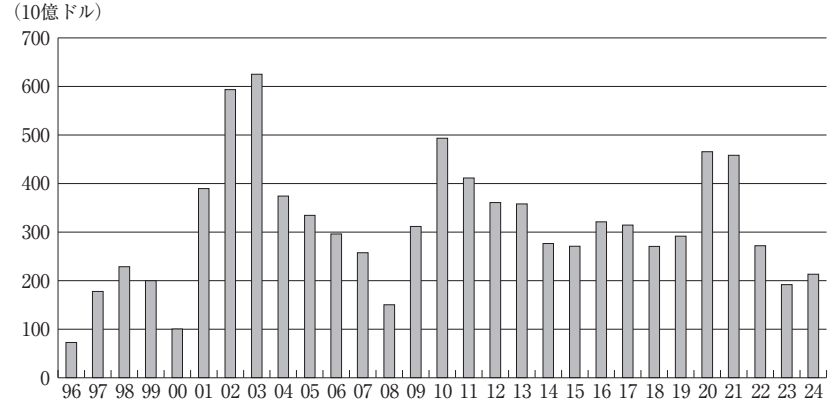
４．CMO（Collateralized Mortgage Obligation，モーゲージ担保債務証書）

パス・スルーMBS は住宅向けローン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。パス・スルーMBS への投資家は，ローンの期限前に支払われた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，この場合に投資家は予期せぬ再投資リスクに直面する。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 によって初めて発行された。また1987年に施行された REMIC（不動産モーゲージ投資体）法により CMO などを組成する SPV に対する法人税が回避されたことが，より柔軟な商品設計を促進した。なお CMO は，ペイ・スルー証券とも呼ばれる。

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。この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 債を利用して 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，２つの基本的な組成方法がある。パターン１は予想される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 債は支払い優先度の高い部分（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債券への支払いが優先される。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年物の順で，最後に17年物へ支払われる。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。

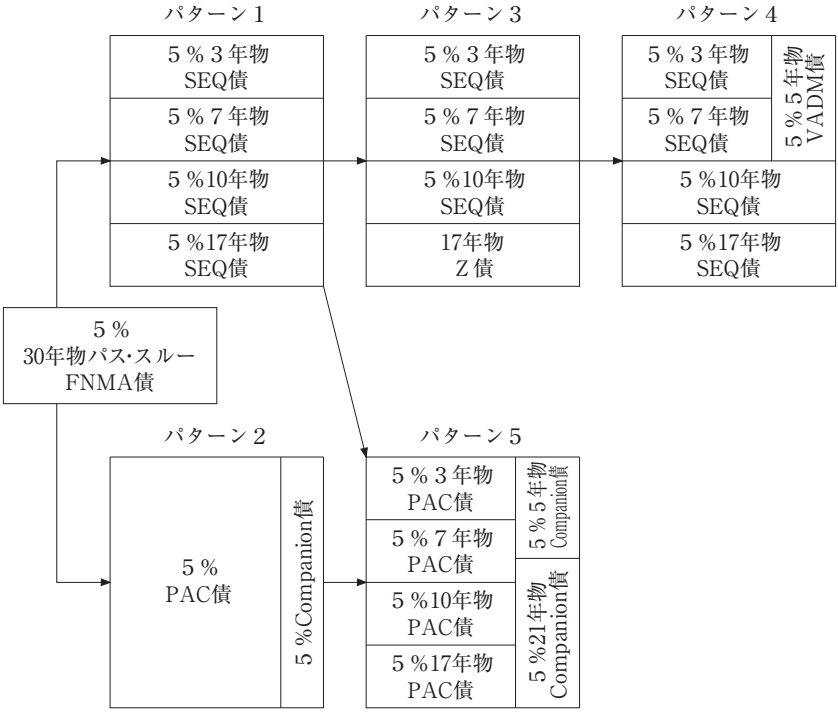
他にも，パターン１において最も下位のトランシェとして Z 債を組込む方法（パターン３）や，Z 債を利用して安定した償還を実現する VADM 債を組込む方法（パターン４）もある。また２つの基本的な組成方法を組み合わせた PACquential という組成方法もある（パターン５）。この他，PAC 債の更なるクッションとして機能する PAC２債や，PAC 債の持つ保護機能を限定した TAC 債も存在する。また，固定利払いでなく LIBOR に連動させるスキームや，利払いと元本を切り分けた CMO の組成も存在する。

エージェンシーCMO の発行額



（注）　2024年は９月末時点。
〔出所〕　SIFMA のデータより作成。

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，オフィスビルやホテル，賃貸住宅収入を生み出す不動産を購入するための商業用不動産ローン（商業用モーゲージ）債権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年前後にアメリカで発生した不動産危機において，RTC（整理信託公社）が不良債権を金融機関から買い取り CMBS を発行したことで市場の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 CMBS 市場の拡大が続いた。2008年の金融危機で市場は10分の１以下へ縮小した後，一時期市場は回復傾向にあったが，新型コロナの蔓延とともに CMBS の発行額も減少した。

MBS と同様に CMBS のオリジネーターとして GNMA，FNMA，FHLMC が挙げられるが，これらは公的機関としての性格上，賃貸住宅向けローンの証券化に関与する割合は低い。そのため，CMBS のオリジネーターは民間金融機関が大半を占めている。

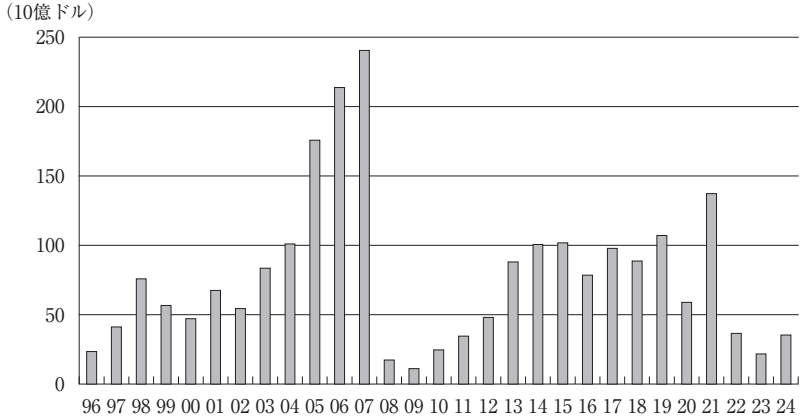
借り手の異なる多数の小口モーゲージをプールしたものを担保として発行される MBS と異なり，CMBS は借り手が単独の場合があるため新たな制約が課されている。

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，それらに相互担保や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効果がある。もう１つは解除条項である。この条項により，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に，その借入だけではなくプール全体の一定の割合も返済が義務付けられる。この条項は，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。第１の問題は，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）を付与する他，逸失利益分がペナルティとして課される。第２の問題は，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。

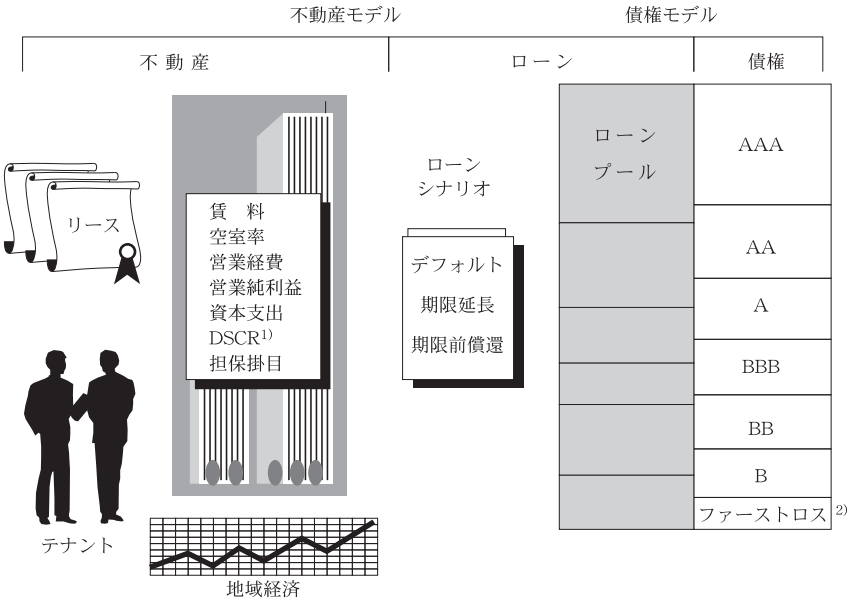
なお CMBS は，SPV を利用し元本の償還に関して優先劣後構造を持つトランシェ（クラス）に分けて発行されるのが一般的である。

CMBS 発行額



（注）　2024年は９月末時点。
〔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（ただし，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・ファイナンス社が保有するコンピュータ・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・ローン等にまで広がっている。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図表の通りであるが，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ことが条件といっても良いであろう。

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。しかしながら1990年代後半から，CDO/CLO を対象とした ABS が発行され，金融危機（サブプライム危機）が発生する前の2000年代中頃に急速に増加した後，危機により発行は激減した。ABS 全体の発行額も金融危機後に大幅に減った後，前述の CDO/CLO の発行額の増加が寄与して増加傾向にあったが，新型コロナの蔓延によって CDO/CLO が急減したことにより ABS の総発行額は低迷している。

これらの証券の組成も，MBS 等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基づく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。

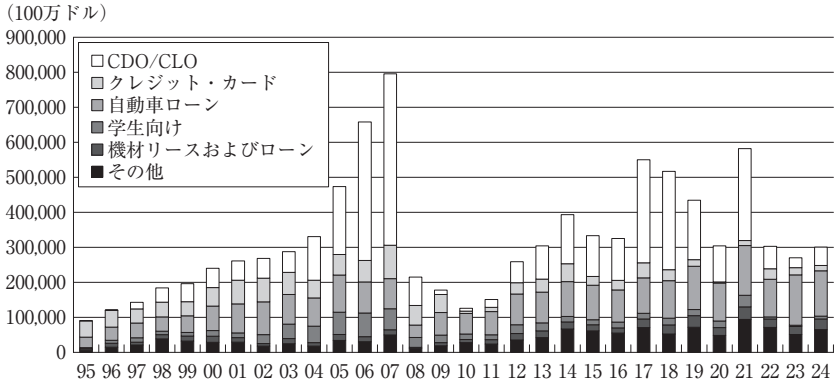
これらの証券が開発されて普及した背景には，前述したように，住宅向けローン（モーゲージ）の証券化を支えてきた公的機関による保証に代わる民間ベースの信用補完の仕組みが開発されたことがある。この信用補完は，発行者による超過担保および利鞘積立勘定（原債権からのキャッシュ・フローの一部を積み立てる）の設定などにより実行され，あるいは商業銀行や保険会社などの金融機関による信用状の発行や保証契約の締結によって行われる。両者が併用されることもある。信用補完により発行される証券は高い格付けを取得することでき，投資家に受け入れられやすくなる。また，発行体である SPV は対象資産を譲り受けて証券を発行することのみ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，このような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は無関係であることも ABS が普及した背景にある。

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



（注）　2024年は９月末時点。
〔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。

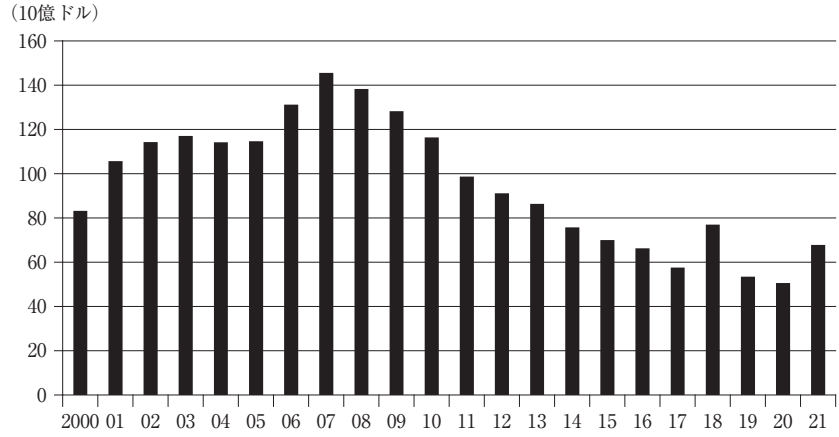
7．CDO（Collateralized Debt Obligations，債務担保証券）　CDO は ABS の一種で，社債などの債券を担保とする CBO と銀行保有の一般債権などを担保とする CLO で構成される。CDO が最初に発行されたのは1980年代後半であり，高利回り債をパッケージ化した商品として組成された。その後，1990年代半ば以降は急速な成長を遂げ，証券化商品の中で主要な地位を占めるに至った。しかし，金融危機（サブプライム危機）により多くの CDO が大幅な格下げを受け，投資対象としての信頼性を著しく低下させた結果，発行額は急減した。その後も CDO の発行額は低迷している。

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とに分類される。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。一方で裁定型は，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て，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３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 と類似している。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り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・フロー型が残高の大半を占めている。

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。次に発行形態であるが，規則144A などを活用した私募形式で行われる場合が多い。購入主体は，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，オリジネーターや引受業務を行う投資銀行の購入が多く，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シニア・トランシェにある程度の流動性が存在するのみである。

米ドル建て CDO の残高



〔出所〕　SIFMA のデータより作成。

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	・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	・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て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。しかしながら，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，その優位性は容易に崩れる可能性もある。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と同様である。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。また有力投資銀行以外でも，証券化商品の引受業務に強い主体としては，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は不向きな商品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，エイジェンシー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，証券化商品市場は金融危機（サブプライム危機）が顕在化する前の2007年ごろまで順調な成長を続けてきた。しかしながら危機の発生によって，発行市場における引受機関や格付け機関のあり方，流通市場におけるマーケット・メイカーの能力などにおいて，多くの欠陥を露呈した。かつてはMBSの引受ランキングでトップの座にはリーマン・ブラザーズやベア・スターンズが君臨していたが，危機により経営破綻をした。現在ではランキングの顔ぶれには大きな変化は見られないが，順位の入れ替わりは激しい。

2023年の MBS 引受ランキング

ブックランナー	2023年順位	2022年順位	手数料（100万ドル）	市場シェア（%）	件数
JP Morgan	1	1	42,246	14.8	119
BofA Securities Inc	2	3	33,841	11.8	103
BMO Capital Markets	3	11	31,169	10.9	66
Goldman Sachs & Co	4	2	30,091	10.5	115
Citi	5	4	28,180	9.9	98
Morgan Stanley	6	5	26,537	9.3	100
Wells Fargo & Co	7	6	24,096	8.4	101
Barclays	8	8	17,226	6.0	111
Santander Corp & Invest Bkg	9	26	8,366	2.9	25
Mizuho Financial Group	10	12	7,706	2.7	28
Industry Total			286,049		

〔出所〕 LESG Data & Analytics「Global Debt Capital Markets」(Full Year 2023)。

2024年の ABS 引受ランキング

ブックランナー	2023年順位	2022年順位	手数料（100万ドル）	市場シェア（%）	件数
BofA Securities Inc	1	2	28,549	10.4	118
JP Morgan	2	1	28,535	10.4	132
Wells Fargo & Co	3	5	25,337	9.2	114
Citi	4	4	20,193	7.3	98
Barclays	5	3	17,455	6.4	88
RBC Capital Markets	6	6	13,943	5.1	67
Deutsche Bank	7	9	13,213	4.8	81
Mizuho Financial Group	8	11	13,148	4.8	58
Mitsubishi UFJ Financial Group	9	12	10,399	3.8	50
TD Securities Inc	10	18	10,233	3.7	48
Industry Total			98,251		

〔出所〕 LESG Data & Analytics「Global Debt Capital Markets」(Full Year 2023)。

９．証券化商品に関わる規制　証券化商品市場の拡大を受けて，アメリカの証券市場を監督するSEC（米証券取引委員会）はABSの情報開示を拡充するレギュレーションABを2005年に施行した。この規制はABSに関する情報の開示を通じて投資家の予測可能性を高めることが目的であり，特に様式10-Dによって追加的に要求される金銭の分配やプールのパフォーマンスの情報は，ABSの投資家ににとり重要である（右頁参照）。

金融危機を経て，アメリカの金融規制を包括的に改革するドッド・フランク法が2010年に成立し，証券化商品に対する規制は規制改革の柱の１つとされた。SECは，ドッド・フランク法の命を受けて規則の整備をすすめてきた。ドッド・フランク法が要求する規則として，これまでに情報開示規則，表明・保証条項規則，デュー・デリジェンス開示規則，信用リスク保持（risk retention）規則がSECにより施行されており，2023年11月に最終規則が公開された証券化における利益相反の禁止規則は，ドッド・フランク法が要求する最後の規則である。

これらの内，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。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の実施と，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，無責任なリスクの移転等の防止を目的として証券化実施者にABSの信用リスクの５％以上の保持を求めている。またこの規則は，保有が求められている信用リスクのヘッジも禁止している。ただし，適用が除外される条件も定めている。

ドッド・フランク法の621条は，1934年証券取引所法の３条が定義するABS（合成ABSを含む）のアンダーライターやスポンサー等が，特定の重大な利益相反をともなう，またはそのような結果となるような取引に関与することを禁止する規定を1933年証券法の27条Aに加え，SECに規則の作成を命じた。しかしながら，SECが2011年に最初に提案した規則はマーケット・メイキングやリスクヘッジ取引なども禁止対象としたため（今回の規則では除外），金融機関の強い反対もあり規則の成立が見送られていた。今回の最終規則により，ABS等の発行に関与する者による当該証券の空売りや，ABSの購入者の利益に反する可能性がある投資商品の購入などが利益相反の対象とされている。

様式10-D が追加的に開示を要求する情報

Part 1 分配関する情報
Item 1 分配とプールのパフォーマンスに関する情報
✓資産レベルの情報等
Part 2　その他の情報
Item 2 法的手続き
Item 3 証券の売却と売買利益の使途
Item 4 シニア（トランシェ）証券の債務不履行
Item 5 保留（Reserved）
Item 6 プール資産の重要な債務者
Item 7 証券のスポンサーの持分の変更
Item 8 重要な信用補完提供者の情報
Item 9 その他の情報

（注）　2019年５月に更新。

ドッド・フランク法に従い SEC が整備した主な規則

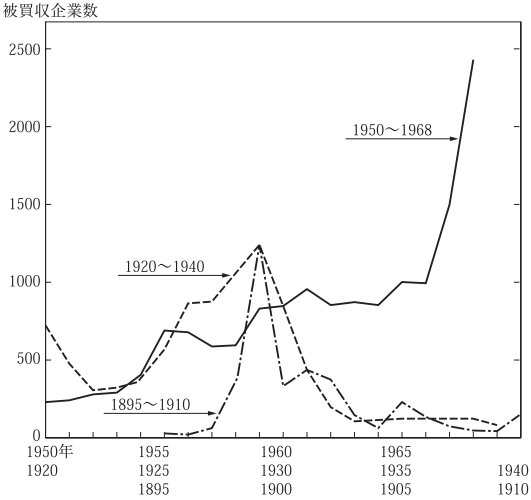
資産レベルの情報開示規則	（最証券化を含めた）住宅不動産，商業不動産，自動車ローン，自動車リースの ABS は，資産レベルの情報開示を標準化。
表明・保証条項規則	発行者が，発行済み ABS について受けた買戻し要求と実行した買戻しの履歴を開示。
デュー・デリジェンス開示規則	ABS 発行者が担保資産に関してレビューを実施し，一定の開示を行う。
信用リスク保持規則	証券化実施者が５％の信用リスクを保持。この信用リスクを直接・間接的にヘッジすることを禁止。

〔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

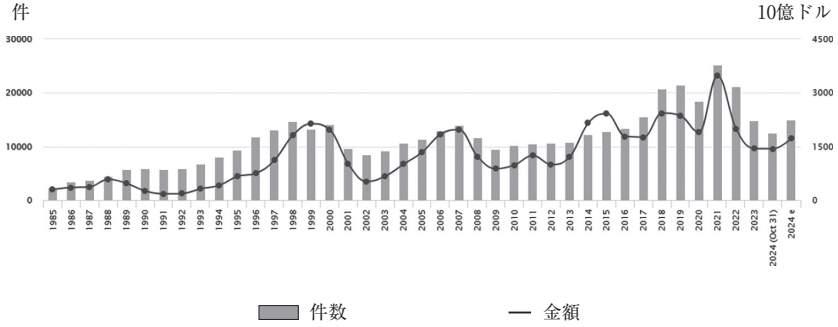
1．M＆Aの歴史　アメリカにおける企業の合併・買収（Mergers ＆ Acquisitions，M＆A）活動は，19世紀の末から幾つかの高揚期を記録している。第1の波は，19世紀末から20世紀初頭にかけてである。この時期には，鉄鋼，鉄道，石油などの基幹産業において独占的な大企業が形成された。その代表的な企業はUSスチール，スタンダード石油などである。これを仲介したのが，モルガン，ロックフェラー，メロンといった投資銀行，プロモーターである。こうした動きに対して，1914年には反トラスト法（クレイトン法）が強化され，連邦取引委員会が創設された。第2の波は，1920年代の好況期である。第1次世界大戦を契機に債権国となったアメリカは，自動車，エレクトロニッ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うパターンを採った。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，ハイ・イールド債を利用した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



〔出所〕　U.S. Senate, *Economic Concentration,* part 8 A, p.32.

アメリカのM&A活動の動向



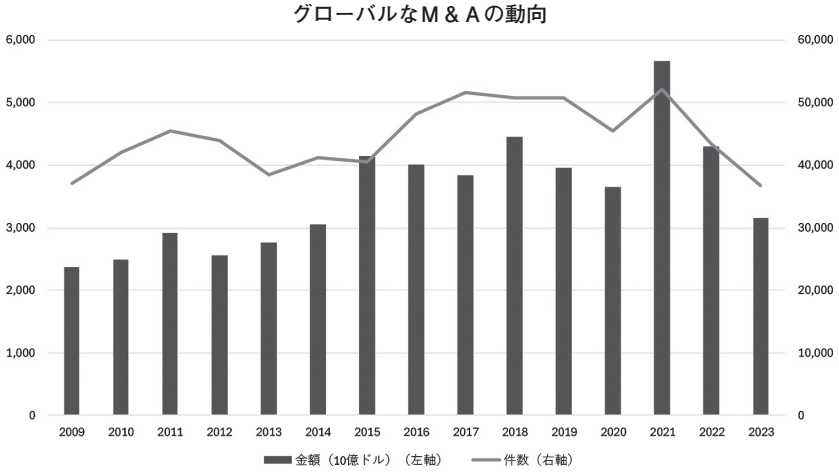
〔出所〕　Institute for Mergers, Acquisitions&Alliances.

２．1990年代以降のＭ＆Ａ　ハイ・イールド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の容易化と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。

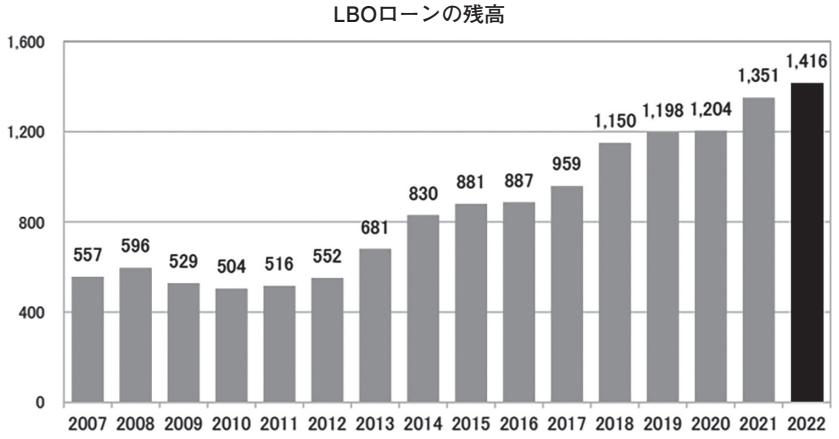
21世紀に入って以降もM＆A活動は波を伴いつつも世界的に拡大を続け，対象となる産業セクターはあらゆる業種に及んでいる。2007年をピークとする時期では，KKRやブラックストーン等の買収ファンドによるLBO型の比重が高まり，緩和的な金融環境を反映して現金での買収が主流となった。KKRによるTXUの買収やブラックストーン・グループによるエクイティ・オフィス・プロパティーズ買収など，史上最大のLBOといわれた89年のKKRによるRJRナビスコ買収の規模を上回る案件が発生した。LBOは，LBOブームに沸いたとされる80年代以来の活況を呈したのである。

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。



（注）　Completedの数字。
〔出所〕　SIFA, *2024 Capital Markets Fact Book,* July.



〔出所〕　PitchBook.

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を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。

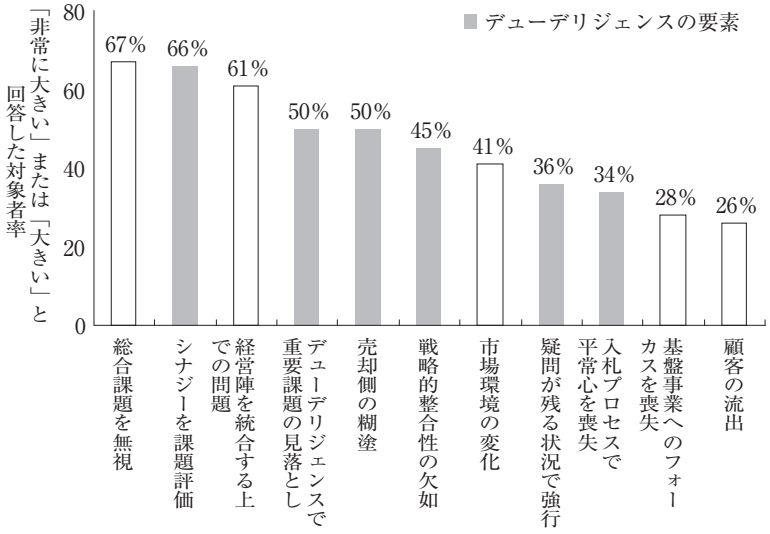
ただし，M＆Aが経営効率性を高めるとは必ずしも言えないようである。むしろ，いくつかの実証分析は，企業価値の向上に成功しているのは極めて例外的事例に止まっていることを明らかにしている。コンサルタンティング会社のベイン・アンド・カンパニーは，合併を成功させる4つの基本原則として，①買収のターゲット企業をどう選ぶか，②どの買収案件を締結すべきか，③本当に統合する必要性はどこにあるか，④買収がうまくいかない時に何をすべきか，を列挙している。これらの基本原則を充足するためには，買収にあたっての明確な経営戦略（つまり，買収の目的など），詳細なデューデリジェンス，買収後の統合についての明確な展望，そして万が一目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	ニューヨーク州スケ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 社を買収して抵当保険事業を拡張
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	ボルグーウォーナーの化業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



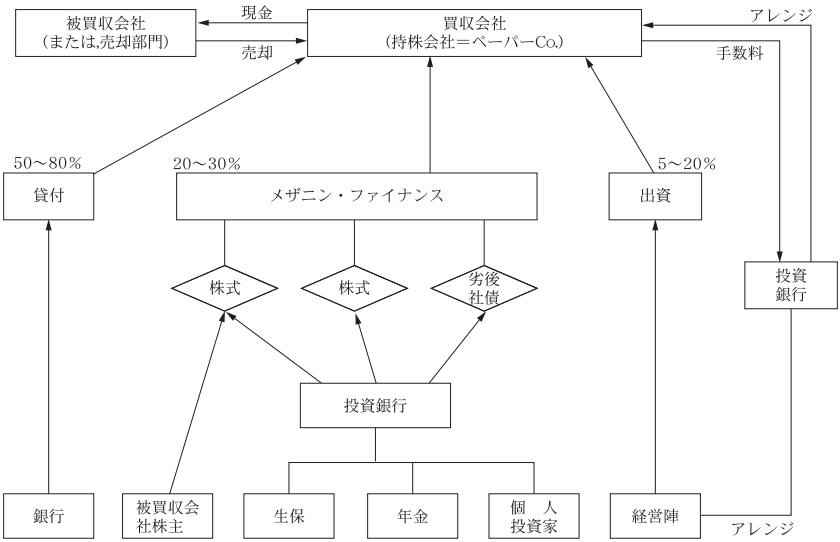
〔出所〕 Bain & Company［2004］.

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・ローンの供与やハイ・イールド債，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。

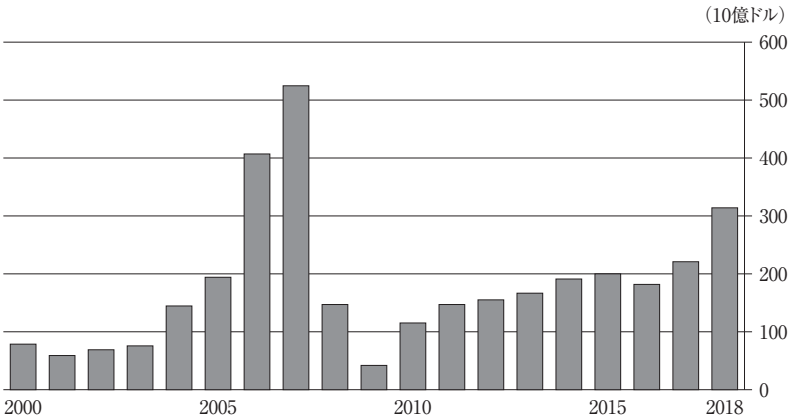
かつて，ハーバード大学のマイケル・ジェンセンは，大幅に負債を利用した LBO が「負債の統制効果」（control effect of debt）によって経営効率性を高めると主張した。しかし，大量の負債に対する金利支払いによる節税効果で利益が上昇する一方，売上高，雇用は減少するという傾向も指摘されており，LBO が経営効率性を高めるかどうかははっきりしない。

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.

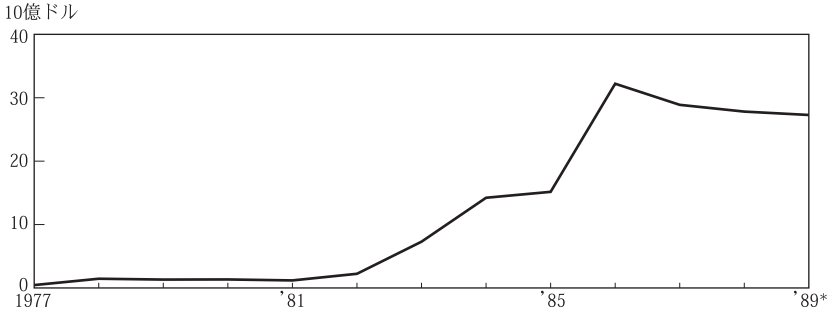
5．M＆Aファイナンスとハイ・イールド債市場　M＆Aの主たるファイナンス手法は，これまでさまざまに変遷してきた。60年代後半のコングロマリット合併では，株式交換がファイナンスの主流であったのに対して，70年代後半からのM＆Aは，余剰資金を使った買収が多いことが特徴である。80年代に入ると「負債の時代」（debt decade）といわれたように負債による資金調達が増加したが，これはM＆Aのファイナンス手段としてハイ・イールド債（ジャンク債ともいう）が積極的に利用されるようになったことがその背景にある。

ハイ・イールド債とは，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。ハイ・イールド債はリスクが高く，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，機関投資家にハイ・イールド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ハイ・イールド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，ミルケンはハイ・イールド債を，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「アーブ」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ハイ・イールド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。

ハイ・イールド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。

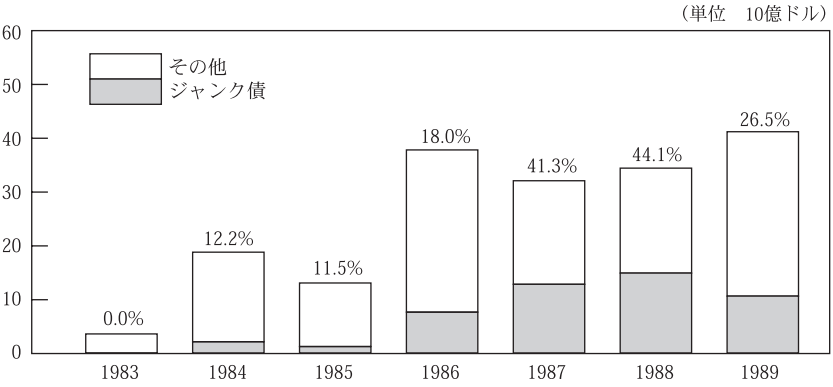
ハイ・イールド債の発行額



（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ハイ・イールド債の割合



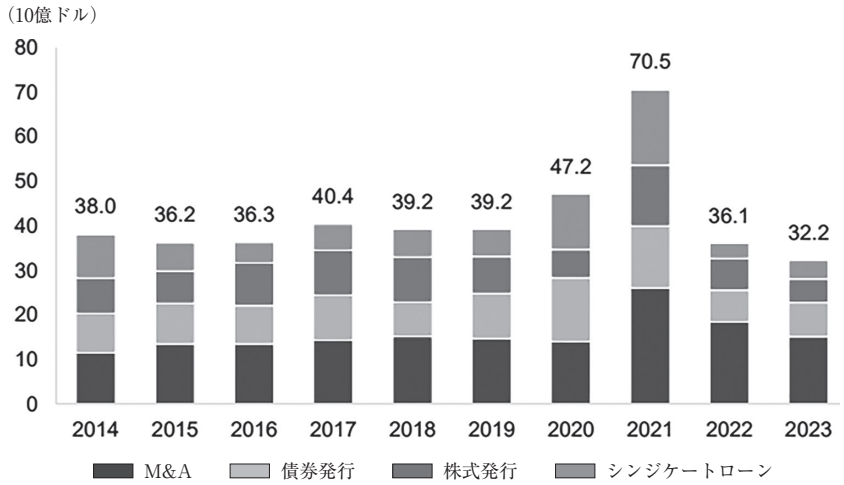
〔出所〕　Yago, G［1991］, *Junk Bond,* p.210.

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・ストレッジ・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，ハイ・イールド債の発行，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り，それらから厖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



〔出所〕 *SIFMA FACT BOOK 2024*より作成。

M＆Aアドバイザリー・ランキング（2022，2023年各前半期）

アドバイザー	2023年前半期		2022年前半期	
	金額（百万ドル）	件　数	金額（百万ドル）	件　数
ゴールドマンサックス	178,752	58	336,340	96
バンク・オブ・アメリカ	159,532	45	174,235	49
JP モルガン	148,866	63	222,128	80
センタービュー・パートナーズ	128,080	22	33,760	20
モルガン・スタンレー	91,423	34	179,615	56
グッゲンハイム・パートナーズ	77,651	28	6,349	25
BMO キャピタル・パートナーズ	67,300	29	21,273	19
バークレーズ	60,691	33	127,663	58
エバーコア	59,010	42	33,915	61
MTS セキュリティーズ	48,776	4	163	5

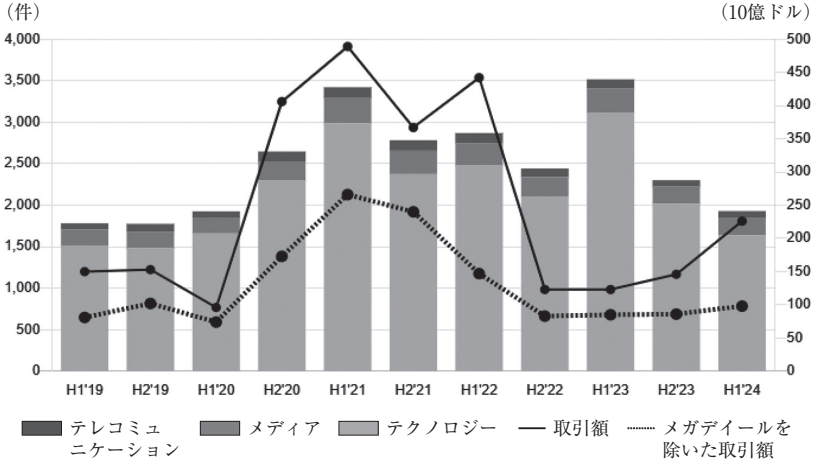
〔出所〕 Airport Technology.

7．大手ICT企業によるスタートアップの買収　2000年代以降，ベンチャー・キャピタル（VC）が投資したスタートアップのエグジット（出口）に大きな変化がみられた。それまでは，創業から数年後にIPO（新規公開）に到達し，キャピタル・ゲインを実現するのが「成功のゴールド・スタンダード」といわれていたが，大手企業，特に大手ICT（情報通信）企業によるM&Aによってエグジットを果たすケースが増加している。IPOはエグジット全体の1－2割を占めるに過ぎなくなっている。また，IPO後に買収され非公開となった企業は，1980－2010年に69％を占めている。例えば，最初の買収から10年間で買収した企業数と金額をみると，グーグルは，85社，約80億ドル，フェイスブックは60社，約250億ドルとなっている。また，オラクルやマイクロソフトも近年ではM&Aを事業拡大戦略の主要な手段としている。

かつて，M&Aは規模の拡大や多角化が目的であった。しかし，大手ICT企業のM&Aはネットワーク効果やプラットフォームの拡大，強化のために，顧客基盤の強化や関連サービスの充実を意図したものが多くなっている。ICT分野における技術革新は，アルゴリズムなどのソフト分野，またそれを担う人的資本などの無形資産や組織資本が極めて重要になっている。加えて，ネットワーク効果を実現するためには，競合他社に先んじて規模を拡大し顧客を囲い込む必要がある。しかし，それらを自社開発するには多大な時間と資金が必要である。そこで，買収や人材の引抜きによって，短期間で一気に手にしようとするのである。また，専門性が高く有能な人材が集まっているスタートアップに競わせ，成果が見込めるタイミングで人材も含めて丸ごと買収することもある。いわば，研究開発のトーナメント方式ともいえる方法である。

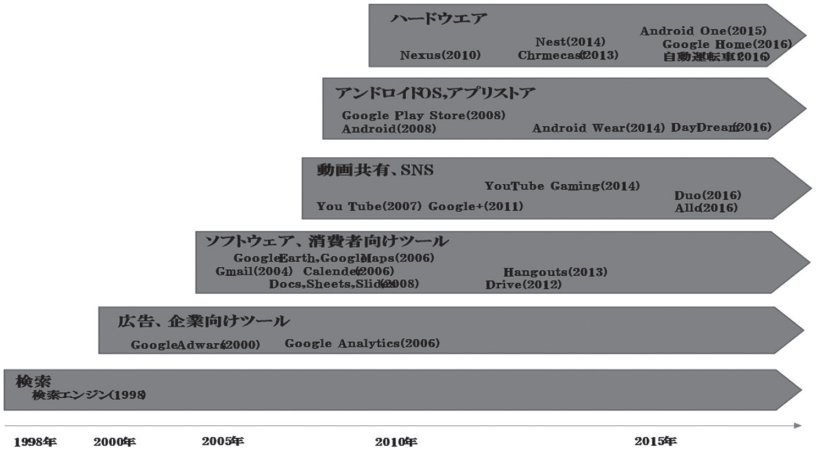
従って，これらの巨大ICT企業によるスタートアップ買収の目的は，競争上，自社の脅威となりそうな競合企業を取り込み，新しいアイデアや技術を吸収したり，早い段階でその目を摘み取っておくことである。例えば，フェイスブックによるインスタグラムの買収（2012年）とホワッツアップの買収（2014年）は，買収金額がそれぞれ10億ドルと220億ドルであったが，有形資産はほとんどなく従業員数は13人と55人であった。これだけ高額の評価が行われたのは，これらの企業が独立した状態で成長した場合に自社が被る逸失利益を計算したからであろう。

テクノロジー部門のM＆A



〔出所〕　PwC。

グーグルの事業分野の拡張



〔出所〕　Reillier L. C. and Reillier B.［2017］, *Platform Strategy;* 根来端末監訳 門脇弘典訳［2019］,『プラットフォーマー勝者の法則』日本経済新聞社

8．SPAC ブーム　非公開会社は，IPO に加えて，SPAC（Special Purpose Acquisition Company, 特別買収目的会社）を利用，またアンダーライターを利用しないダイレクト・リスティングによって公開することができる。

この内，SPAC は買収を目的として IPO によって資金を調達し一定の期間（２年）内に買収を実現する。そして，買収された企業は SPAC と組織統合し，取引所への上場を実現する。これによって，IPO に必要な煩瑣な手続きが省略されることから，バックドア・リスティング（裏口上場）とも呼ばれる。

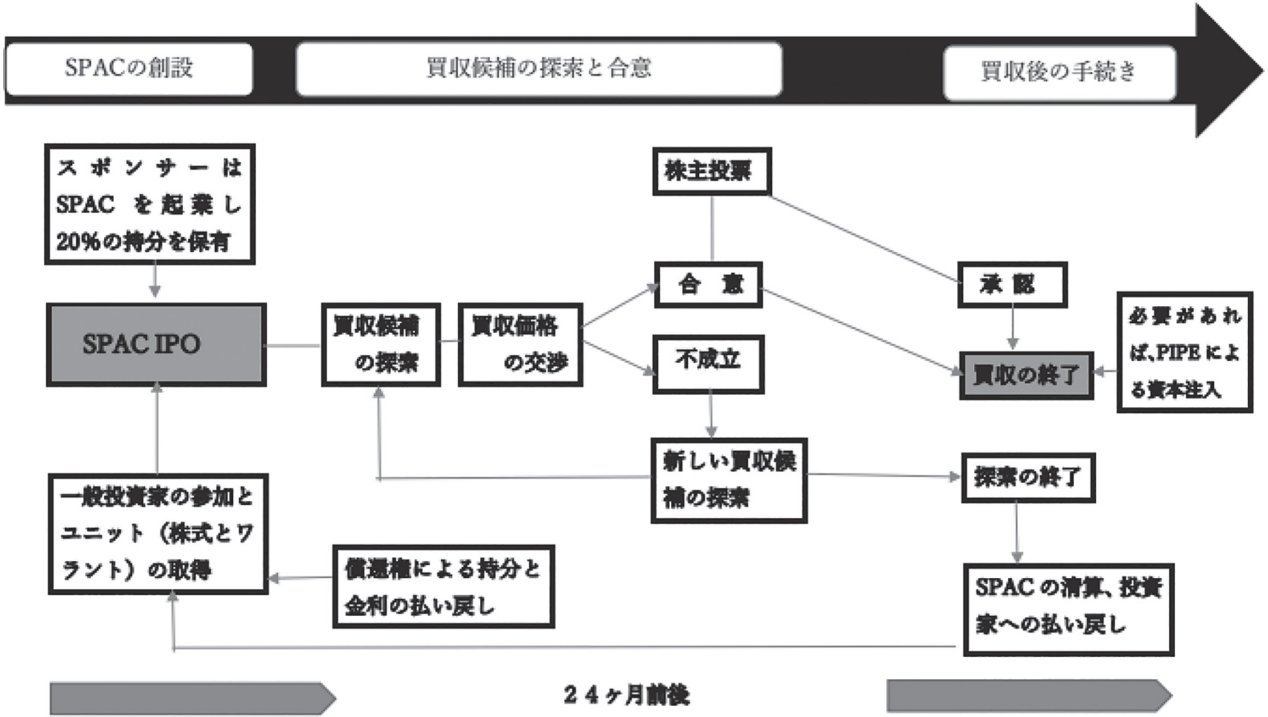
SPAC は，元々は事業実態のないシェル・カンパニー（殻会社）を利用して上場を実現する方法で，財務内容に問題があるなど，通常の IPO が困難な企業によって利用されてきた。

しかし，2008年にニューヨーク証券取引所と NASDAQ が SPAC の上場を認めたことから，企業の公開市場へのデビューの一形態として利用されるようになった。そして，2020年からの新型コロナ（COVID-19）の感染拡大に伴い，金融市場での不確実性が強まることによって，市況に左右される IPO に対して，SPAC による公開が急増した。

SPAC のプロセスは，大きくは IPO と買収（de-SPAC と呼ばれる）から構成される。SPAC IPO によって調達した資金は金融機関のエスクロー勘定に預託され，買収資金以外には使えない。SPAC は二年以内に買収を実現できなければ，清算しなければならない。投資家は，買収の際に償還権を認められており，エスクロー勘定から持分に応じて償還を受けることができる。株主にとってはダウンサイドリスクに対して一定のセーフティ・ネットが提供されており，これが SPAC 投資の魅力として喧伝される。

しかし，SPAC スポンサーは２万５千ドルで20％の持分を取得する仕組みになっているので，１株当りの取得価格は数セントになり，たとえその後の株価が下落しても，相当の利益を手にすることができ，IPO に応じた投資家との間で深刻な利益相反が発生する。また，公開（de-SPAC）がM＆Aの形態を採ることから，IPO では禁止されているフォーワード・ルッキング情報の提供が認められているため，将来の業績予想について誇大情報が問題になった。このため，SEC は2022年３月に利益相反状況などの開示を義務づけた規則提案を行い規制を強化（24年１月に最終規則を採択）したため，SPAC IPO は急減した。

SPACのプロセス



〔出所〕 Damodaran(2021), “Disrupting the Disruptors? The ‘Going Public Process’ in transition”, July（https://ssrn.com/abstruct=3892419)。ただし，その後の変化に合わせて一部を修正している。

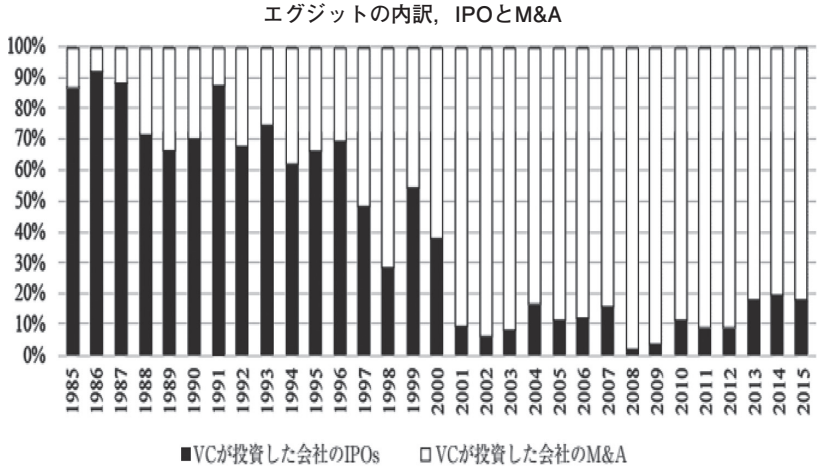
9．VC のエグジットとしての SPAC　非公開会社の公開市場への途は，ユニコーンのように知名度が高く時価総額が大きい企業は IPO やアンダーライターを介さない直接上場（ダイレクト・リスティング（DL)），そして小規模で収益性も低く，成長性（トービンのQで計測することが多い）も期待できない企業は SPAC による買収（de-SPAC）と，セグメント化が進んでいる。小規模な IPO が減少しているのも，大手 ICT 企業や de-SPAC によるM＆Aの形態に置き換わっているためである。

de-SPAC の３分の１は VC の投資回収（エグジット）に利用されている。De-SPAC による公開は，引受手数料は相対的に安く，短時間で終了するため，「迅速な IPO」(“fast track IPO”）とも呼ぶ。今，1995年第２四半期から2021年第３四半期までのユニコーン212社のエグジットの形態をみると，IPO が110社，M＆Aが44社，de-SPAC が18社，DLが９社，その他（破産など）が31社，となっている。このように，ユニコーンの相当数がM＆A，de-SPAC によるエグジットとなっている。

SPAC は構造上，２年以内に de-SPAC による上場を実現しなければ，SPAC スポンサーの報酬はゼロである。このため，買収ターゲットの精査よりも，その質に関係なく de-SPAC の実現を強行する可能性があり，一般の SPAC 株主にとっての企業価値は軽視される危険性がある。また，de-SPAC はM＆Aであるため，IPO では認められていないフォーワード・ルッキング情報の提供が可能である。このため，過大な見通しに対して投資家からの訴訟が相次いでいるという問題もある。これらの問題に対して，情報開示による投資家保護の強化の必要性が指摘された。

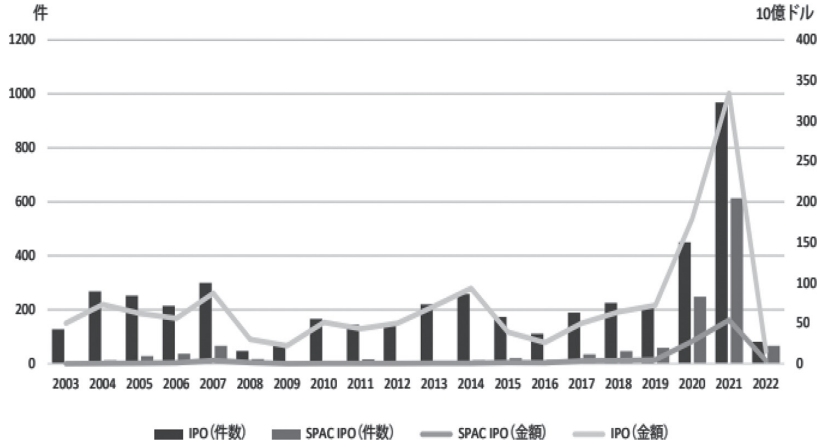
他方で，SPAC が伝統的な IPO が抱える，時間がかかること，情報開示に関わる重いコスト負担，などの課題に対して一定の対応策を提示した側面も評価する必要がある。

コロナ禍の沈静による金融市場の機能回復，そして SEC の SPAC に対する規制強化によって SPAC ブームは終焉し，非公開会社の公開市場への途も IPO，DL，M＆Aが主要なものとなろう。今後，SPAC が復活するかどうかははっきりしないが，市場の定着，成長のためには，投資家保護の観点からその利益相反の構造を根本的に是正する必要があろう。



（原資料）　NVCA, *Year Book,* 2014 and 2016

〔出所〕　Lemley M.A and McCreary A.(2021),"Exit Strategy", *Boston University Law Review,* Vol.101:1.



（注）　2022年は５月12日現在。

〔出所〕　*SPAC Analytics* より作成。

第11章　証券業者と証券業務

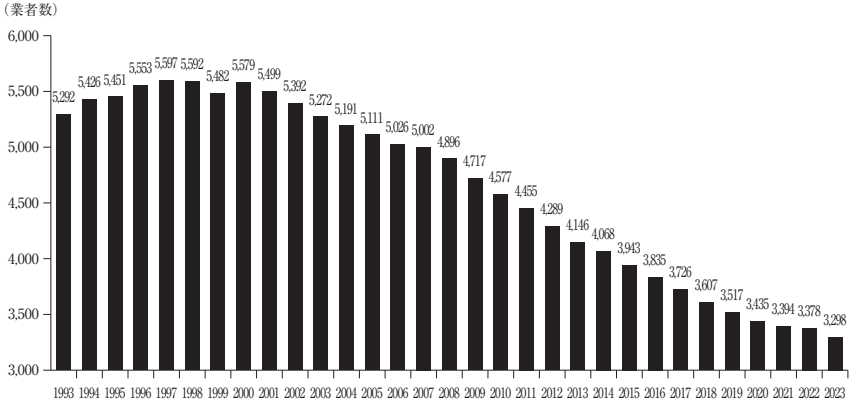
1．証券業界の概観　アメリカの証券業者（ブローカー・ディーラー）数の推移を米国証券業金融市場協会（Securities Industry & Financial Market Association, SIFMA）の統計で見ると，従来は市況に応じて変動していた。例えば1990年末には5,827社に達したが，同年のマーケット・クラッシュによる市場の低迷などから急速に減少し，1992年末には5,260社になった。またその後の増加基調から97年には5,597社に達し，横ばい期が続いたが，2001年のITバブルの崩壊等を経て，再び減少に転じた。

ところが2002年を底に回復基調に転じ，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なかった。そのため，2023年は3,298社と全盛期の6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，自ら証券業務に進出することによって，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。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。

一方，登録外務員はやや様相が異なる。1990年代の株式ブーム期は右肩上がりで2001年には67万人に達したが，ITバブルの崩壊とともに減少に転じ，金融危機でさらに63万人まで下がった後，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た中で，個人が身近なファイナンシャル・アドバイザーを必要としたためである。投資家の多くは市況に関わらず，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。

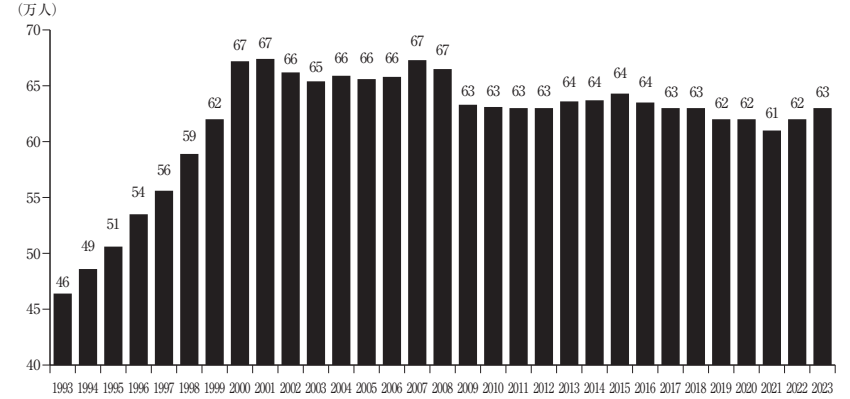
もっとも近年は，個人向けの投資アドバイザーとしては，中立性が好まれ，証券外務員よりも投資顧問業者登録を行い，個人向けにアドバイスを提供する投資顧問型独立系アドバイザー（後述のRegistered Investment Advisor, RIA）が選ばれる傾向が見られる。実際，RIA数は10年間で15％増の32,402業者となった。また，証券業界の就業者数を見ると，同10年間で28％増の112万人となった。つまり，証券業者数の大幅減少は同業界の衰退を示すものではなく，むしろ証券業界での分業が進んでいると捉えるべきであろう。

米国証券業者数



〔出所〕 FINRA.（2024）. *Member Firm Statistical Review 2006－2023*. https://www.finra.org/media-center/statistics#firms にアクセス（2024年10月15日）

登録外務員数の推移



〔出所〕 FINRA.（2024）. *Registered Representatives Statistical Review 2006－2023*. https://www.finra.org/media-center/statistics#reps にアクセス（2024年10月15日）

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年台末には20％以下となった。

代わりに収益源となっていったのが，トレーディングや資本市場業務等である。しかし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2011年1,473億ドルと，金融危機直前のピーク（2007年）の４割の水準で底をつけた。その後は徐々に回復基調となり，2023年は遂に過去のピークを超える4,141億ドルを計上した。

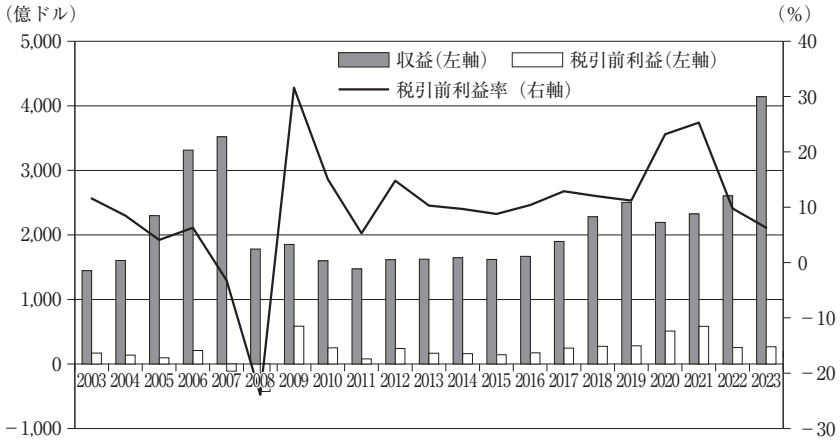
税引前利益は，金融危機時の2007～2008年に赤字となったが，その後はコスト削減努力が結実した。またパンデミック期には，流動性の上昇と低金利が業績を支えたこともあり，2021年の税引前利益は584億ドルを計上した。しかし直近の２年は金利上昇の影響を受け，支払金利が大幅に増加した。実際，その金額は2022年の703億ドルから2023年の2,122億ドルと約３倍となった。この間，証券業界にとって，次に大きな費用項目となる人件費はわずか５％増の891億ドルに抑えられた。しかし金利上昇の影響は大きく，2023年の税前利益は前年比微増の266億ドルとなった。これに伴い，税引前利益率は，2021年に25％まで上昇していたものの，翌年からは，一桁台に落ち込んだ。

過去２年の収益構成をより詳しくみると，証券業界の構造変化がわかる。まず，かつて主たる収益となっていた株式売買委託手数料等の取引連動手数料は，2022年から2023年にかけても減少を続け，236億ドルとなった。これはもはや収益構成比の５％に過ぎない。代わりに766億ドルまで増加したのが資産運用・管理手数料である。これは，資産管理型営業が浸透し，時価の値上がりが期待できる銘柄を単品で推奨するのではなく，個人の資産全体を俯瞰した包括的なアドバイスを提供するようになった表れと言えよう。

同様に主要業務の一つと捉えられてきた引受業務も，182億ドルと前年比ほぼ横ばいであった。一方でこの間，大幅に増加したのは金融・トレーディング収益であった。その他収益も，金利上昇の影響を大きく受けた模様である。

なお，調査対象となったニューヨーク証券取引所会員業者の収支状況には，二極化傾向が見られる。2023年の会員業者数は136社であったが，そのうちの50社は赤字であった。

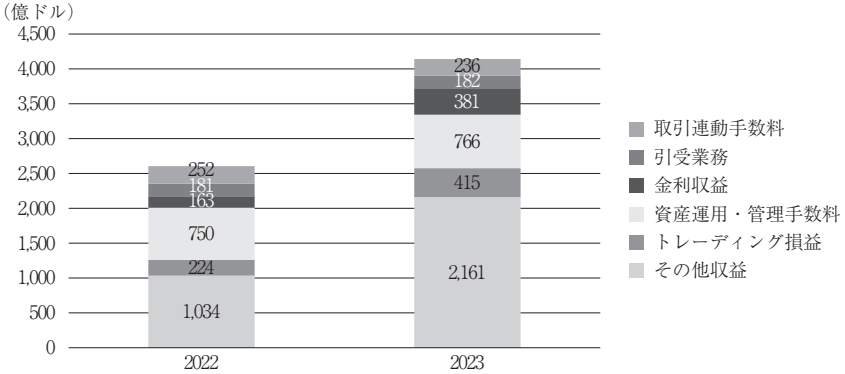
米国証券業者の収益推移



（注）　ニューヨーク証券取引所会員業者

〔出所〕　SIFMA.（2024）. *2024 SIFMA Capital Markets Fact Book.*

米国証券業者の収益構成



〔出所〕　Intercontinental Exchange.（2024）. *NYSE Member Firms Report Second Quarter Results.*　Intercontinental Exchange. https://ir.theice.com/press/news-details/2024/NYSE-Member-Firms-Report-Second-Quarter-Results/default.aspx にアクセス（2024年10月15日）

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。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たのである。そして彼らは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アドバイザリーの他，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リエタリー業務に注力していった。そして株主資本利益率（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。

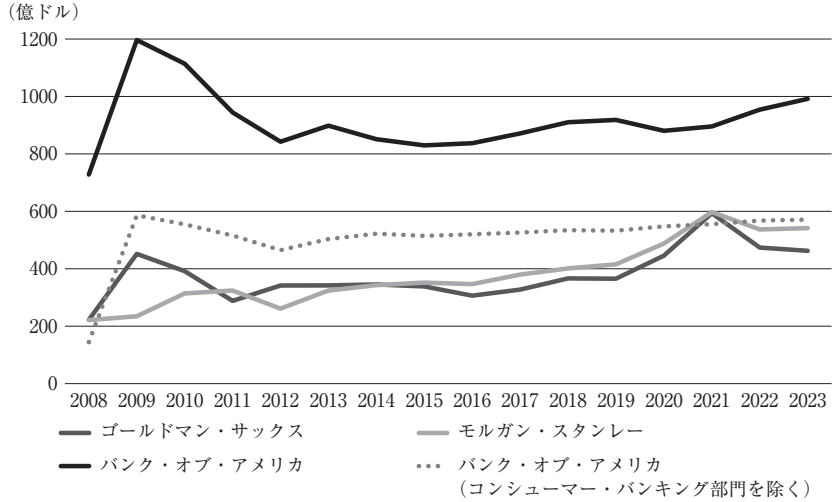
ところが2008年に金融危機が起こり，保有証券の流動性が枯渇すると，彼らは短期資金の借り換えが行えなくなったため，資金繰りに窮したのである。結局ベア・スターンズはJPモルガンが買収，リーマン・ブラザーズは破綻，メリル・リンチはバンク・オブ・アメリカが買収，モルガン・スタンレーとゴールドマン・サックスは銀行（持株会社）に業態転換して前者はスミス・バーニーと合併する等，大手全てが事業再編を余儀なくされた。

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った。例えばゴールドマン・サックスの法人向け業務であるグローバル・バンキング＆マーケッツとプラットフォーム・ソルーションズの2023年収益は，2009年の法人向け業務の８割弱にとどまる。一方で，当時わずか46億ドルであった資産運用業務は，超富裕層向け業務とともにアセット＆ウェルス・マネジメント業務に再編され，2023年純収益は139億ドルまで拡大した。

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・マーケッツ部門に再編した。また，2019年にはこれらの法人業務をバンク・オブ・アメリカ・セキュリティーズの名のもとに行うこととした。

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順調に伸びた。2022年からは，遂に個人向けのウェルス・マネジメント業務の純収益が法人向けのインスティテューショナル・セキュリティーズ業務の純収益を上回った。

投資銀行の純収益推移



〔出所〕　各社アニュアル・レポートより作成

三大投資銀行の業務別収益の内訳

（億ドル）

	2021			2022			2023		
	純収益	税引前利益	税引前利益率	純収益	税引前利益	税引前利益率	純収益	税引前利益	税引前利益率
	（億ドル）	（億ドル）	（%）	（億ドル）	（億ドル）	（%）	（億ドル）	（億ドル）	（%）
ゴールドマン・サックス									
グローバル・バンキング&マーケッツ	367.34	173.63	47	324.87	141.68	44	299.96	115.55	39
アセット&ウェルス・マネジメント	219.65	107.28	49	133.76	13.07	10	138.80	13.59	10
プラットフォーム・ソルーション	6.40	−10.47	NM	15.02	−19.89	NM	23.78	−21.75	NM
純収益	593.39	270.44	46	473.65	134.86	28	462.54	107.39	23
モルガン・スタンレー									
インスティテューショナル・セキュリティーズ	298.33	118.14	40	243.93	67.15	28	230.60	44.76	19
ウェルス・マネジメント	242.43	61.81	25	244.17	65.83	27	262.68	65.30	25
インベストメント・マネジメント	62.20	16.78	27	53.75	8.07	15	53.70	8.42	16
純収益	597.55	196.68	33	536.68	140.89	26	541.43	118.13	22
バンク・オブ・アメリカ									
コンシューマー・バンキング	340.05	157.50	46	386.35	165.78	43	420.31	154.57	37
グローバル・ウェルス&インベストメント・マネジメント	207.48	57.31	28	217.48	61.92	28	211.05	52.63	25
グローバル・バンキング	208.75	134.44	64	222.29	106.22	48	247.96	140.38	57
グローバル・マーケッツ	192.55	61.58	32	181.38	56.90	31	195.27	64.52	33
その他	−53.43	−66.80	NM	−53.62	−76.75	NM	−83.11	−123.01	NM
純収益	895.40	344.03	38	953.88	314.07	33	991.48	289.09	29

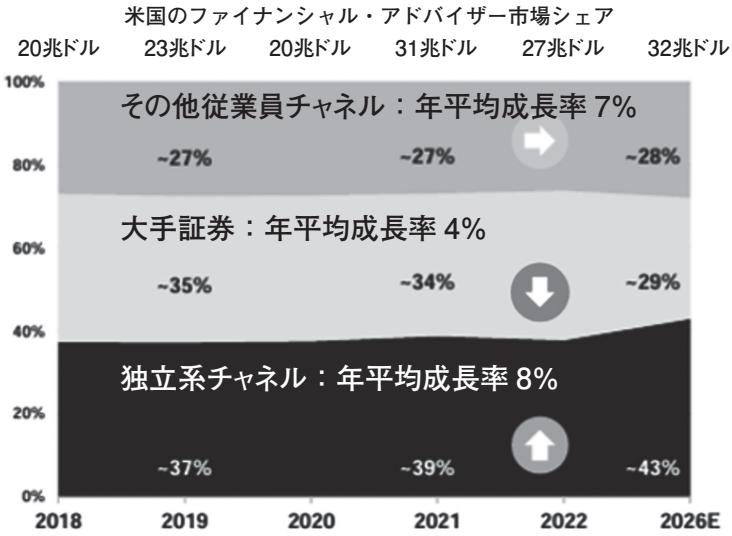
（注）　調整項目等があるため，モルガン・スタンレーの純収益は，部門合計と一致しない
〔出所〕　各社アニュアル・レポートより作成

4．多様化する対面チャネル　個人向けに有価証券を販売したのは，全国に店舗を持つワイヤハウスと呼ばれる大手証券と，地域に根ざした地方証券業者であった。前者は1970年代から系列運用業者の投資信託の販売にも力を入れた。もっとも1960年代後半のペーパー・クライシスや1975年の手数料自由化等，証券業者にとっては厳しい時期が続き，対面チャネルの多様化が始まった。

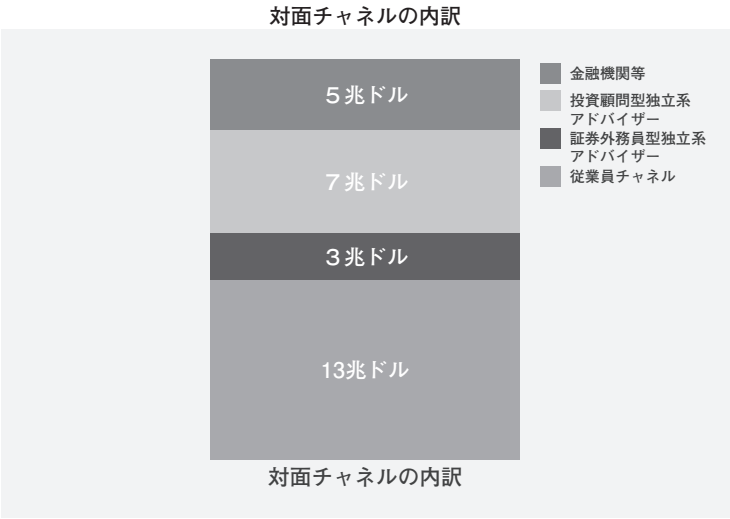
例えばセントルイスに本社を置くエドワード・ジョーンズは一人店舗の展開へと舵を切った。また正社員型ではなく，独立した証券外務員をアドバイザーとして組織するLPL等も登場した。保険エージェントも変額年金から投資信託へと証券業務に参入した。手数料の自由化により登場したディスカウント・ブローカーは当初，アドバイスを提供せず電話で注文取次を行った。しかし1980年代後半から，投資顧問登録を行って個人にアドバイスを提供する独立系アドバイザーのRIAを組織した。1990年代初めには銀行による投資信託の窓口販売も本格解禁となった。こうして金融商品の一元管理を謳う異業種チャネル，地域密着性や系列商品を持たない中立性をアピールする独立系チャネル，富裕層向けにSMA（Separately Managed Account）等を活用した資産管理型営業を展開する従来型証券業者と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や投資信託の直接販売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た。その後対面チャネルは成長を続け，2026年には32兆ドルに達する見込みである。特に金融危機以降，営業担当者の独立気運が高まり，2019年には独立系チャネルのシェアが大手証券のシェアを上回った。2026年のシェアは43％に達する見込みである。

独立系アドバイザーの中では，ハイブリッド型（証券外務員と投資顧問業者を兼業）の独立系アドバイザーを含むRIAが勢いを増した。当初は証券外務員免許を有さないRIAがコミッションではなく残高手数料のみを受け取ること，適合性原則よりも投資家保護の水準が高いとされるフィデューシャリー・デューティを行動規範とすることが好感されたためである。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良質の商品もあることから，現在はハイブリッド型の良さも見直されている。



〔出所〕 LPL Financial Holdings Inc. (2024). *Q1 2024 Investor Presentation*. https://investor.lpl.com/static-files/50fcfc75-998b-48a9-8f2d-7671b3067ffa にアクセス（2024年10月15日）



（注） 従業員チャネルは大手・地方証券。金融機関等は，保険・銀行系証券，銀行信託部門，投資信託業者，一部の小規模証券等を含む

〔出所〕 LPL Financial. (2024). *LPL Financial to Acquire Atria Wealth Solutions*. https://investor.lpl.com/static-files/cc1a7795-ad12-4252-80f6-8bf8f0c07b34にアクセス（2024年10月15日）

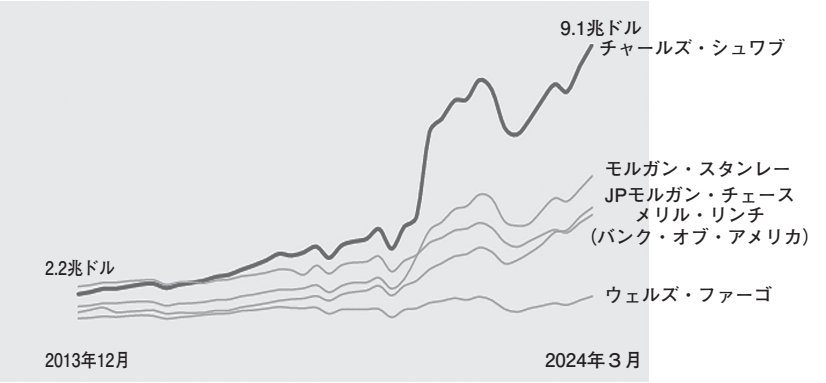
5．ネット証券のフルサービス化　PC を通じて有価証券を売買するオンライン取引は，インターネットの登場以前に，既に電話とともにディスカウント・ブローカーの有力なチャネルであった。しかし1996年にネット専業証券として登場したＥ＊トレードが格安の手数料で売買注文を取り次いだことから，新たな価格引き下げ競争が始まった。当時既にディスカウント・ブローカー大手となっていたチャールズ・シュワブは広告塔的な位置づけであった店舗・コールセンターとネット取引を融合し，状況に合わせて取引チャネルを使い分けられる体制を構築してネット証券としても最大手となった。

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・シュワブは RIA チャネルを一層重視するとともに自社でもアドバイスを提供するようになり，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たこともあり，チャールズ・シュワブは再びベビーブーマー層の受け皿として，拡大を続けた。

その後2008年の金融危機に直面するとチャールズ・シュワブも打撃を受けたが，上場投資信託（ETF）やロボ・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。そのため，ネットや自社店舗で取引する個人向けチャネル（2023年預かり資産の53％）及び RIA チャネル（同47％）の両方で，伝統的証券を離れた顧客や営業担当者の受け皿となって急拡大した。米国で最も成長しているこれら２チャネルを掌握したチャールズ・シュワブは，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年には遂に預かり資産で全米最大の証券業者となった。

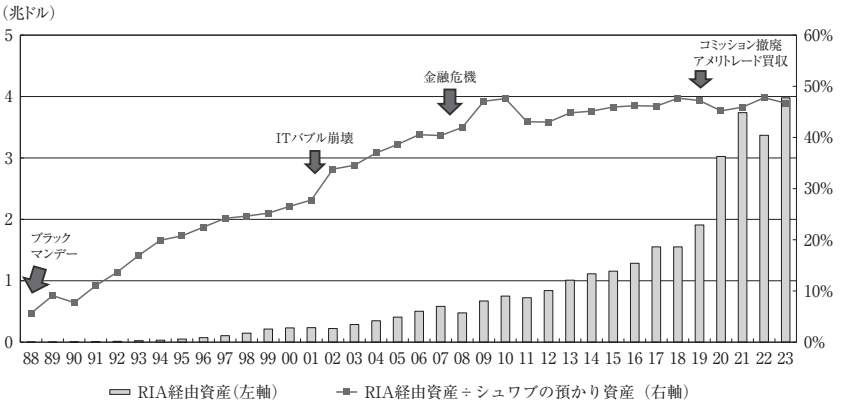
2019年，チャールズ・シュワブは，コミッションの無料化を宣言した。価格競争は一般に，下位の業者がシェア拡大のために仕掛ける。しかし業界トップのチャールズ・シュワブが先陣を切ったことから，当時ネット証券第二位のアメリトレードも追随を余儀なくされたが，結局，チャールズ・シュワブの傘下に入ることとなった。一方，チャールズ・シュワブの当時の収益構成は，既に金利収益61％，資産運用・管理手数料30％，コミッション等の取引手数料６％だったため，無料化の影響は限定的であった。こうして同社の預かり資産はますます拡大し，2024年３月は9.1兆ドルと一人勝ちの様相を呈している。

米国主要証券業者の預かり資産



〔出所〕 Charles Schwab Corporation. (2024). *Institutional Investor Day*. https://content.schwab.com/web/retail/public/about-schwab/2024_Institutional_Investor_Day.pdf にアクセス（2024年10月15日）

チャールズ・シュワブの RIA 経由資産



（注） 事業部門の買収・売却等により，データは一部連続していない
〔出所〕 チャールズ・シュワブ・アニュアル・レポートより作成

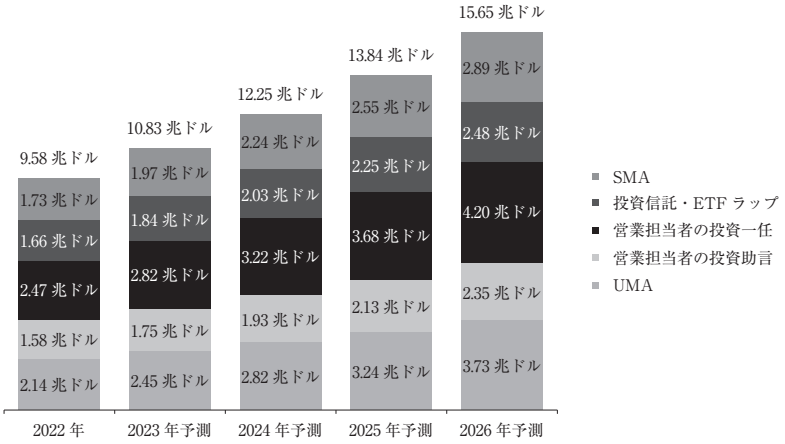
6．リテール証券業の投資顧問化　対面チャネルにおけるアドバイスとは従来，営業担当者の相場観に基づき，値上がり益の期待できる銘柄を推奨することを指した。しかし，確定拠出年金や投資教育等を通じてポートフォリオ運用の考え方が広まったり，回転売買やそれを誘発しかねない取引連動型の手数料の弊害が指摘されるようになった。そこでネット証券との手数料競争に巻き込まれそうになった従来型の証券業者は，差別化を図るべく，資産管理型営業を標榜した。これはリテール証券業の投資顧問化に他ならない。

資産管理型営業の中核となるのが，投資顧問型サービスである。1990年代に大手証券が中心となり，SMA とファンドラップを本格的に拡大させた。当初，これら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 RIA が台頭してきたこと等もあり，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 は運用業者を通じた株式・債券の運用，ファンドラップは投資信託による運用しかできない不便さがあったことから，近年は様々な資産をまとめて総合投資一任口座（UMA）に組み込む動きも増えた。こうした投資顧問型サービスの残高は年平均13％の成長を遂げ，2026年には16兆ドルに達する見込みである。

SMA を開発した証券業者の流れを汲むモルガン・スタンレーは，2023年の預かり資産5.1兆ドルのうち，営業担当者経由の資産が4.0兆ドルで，遂にその50％が投資顧問型の資産となった。内訳は，勃興期の主力であった SMA の残高が5,890億ドルであるが，それ以上に近年は，アドバイザーの投資一任口座が伸びた。彼らは自らの裁量で運用を行うことが多いが，他の資産や負債，場合によっては事業継承や相続対策も視野に入れた包括的なアドバイスを提供する者もいる。営業担当者への一任を好まない顧客は，取引の事前承認を必要とする投資助言口座を選ぶ。これも，資産全体を俯瞰した包括的・継続的なアドバイスを提供するため，証券口座ではなく，投資顧問型口座の一形態である。

これらの口座は，顧客の状況やニーズに合わせ，様々な運用やカスタマイズを行うため，手数料率は概ね１％弱である。ただし，SMA は運用業者に運用を委ねることもあり，12ベーシス・ポイントと低い。

米国の投資顧問型口座の残高推移



〔出所〕 Vestmark Inc.（2024）. *Making Rep-as-PM Programs Scalable*. https://www.vestmark.com/resources/blog/making-rep-as-pm-programs-scalable にアクセス（2024年10月15日）

モルガン・スタンレーの投資顧問型口座残高

（億ドル）

	2021		2022		2023	
	残高	平均手数料率	残高	平均手数料率	残高	平均手数料率
	（億ドル）	（bps）	（億ドル）	（bps）	（億ドル）	（bps）
SMA	4,790	14	5,010	12	5,890	12
UMA	4,670	95	4,080	94	5,010	92
営業担当者の投資助言	2,110	82	1,670	81	1,880	80
営業担当者の投資一任	6,360	93	5,520	92	6,450	91
キャッシュ・マネジメント	460	5	500	6	600	6
合計	18,390	70	16,780	65	19,830	64

〔出所〕 モルガン・スタンレー・アニュアル・レポートより作成

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。フィンテック業者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するといった，リバンドリングの傾向が見られる。

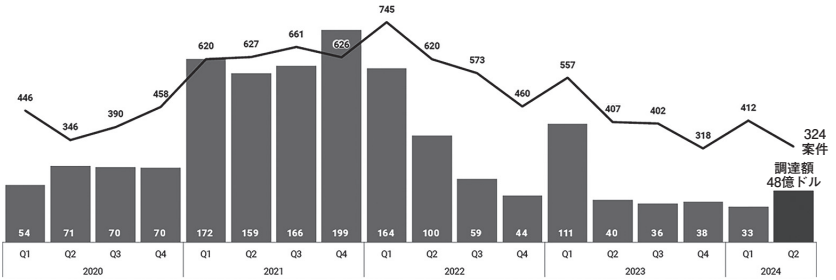
フィンテック企業の資金調達額は2021年のパンデミックの巣ごもり期にデジタル化が進んだこともあって696億ドルを計上した。個人は自宅から決済や投資を行うことを余儀なくされたからである。しかしその後は，金利上昇の逆風が吹いたこともあって調達額は低下傾向となり，2024年第２四半期は48億ドルとなった。この間の調達額の内訳を見ると，決済業者が金額（15億ドル），案件数（48件）共に多い傾向は変わらない。その他，資本市場や保険の業者（７億ドル），ウェルス・マネジメントや電子貸付の業者（２億ドル）が続いた。

なお近年は，ブロック・チェーンや AI（人口知能）等の新たな技術や，エンベデッド・ファイナンス（非金融サービスの中に組み込む金融機能）の活用が進んだ。例えば2024年第２四半期に6.5億ドルを調達したアルファセンス（調達額第２位）は，機械学習と自然言語処理を活用した金融・ビジネス情報の AI 搭載検索エンジンを提供する。同社の顧客3,500社には，S&P100に含まれる米国大手企業の85％，ヘッジファンドのトップ50社の70％が含まれる。

同四半期に1.69億ドルを調達したアルトルイスト（同第５位）は，RIA の口座を管理するカストディアンである。チャールズ・シュワブと TD アメリトレードの二巨頭の合併によってカストディアンの寡占化が進み，RIA の選択肢が減る中で，より利便性の高いテクノロジーを提供するスタートアップとして，急成長を遂げた。このように，法人を顧客とする B2B ビジネスが増えているのが，近年のフィンテックの特徴である。また両社ともに，評価額10億ドルを超えるユニコーンである。

なお，米国でユニコーンが増えている背景には，未公開企業の資金調達手段が豊富なことが挙げられる。また，米国フィンテックのエグジット（創業者や出資者による投資資金回収）手段としても，M&A（2024年第２四半期58件）が選ばれることが多く，同時期の新規公開はわずか１件であった。

米国のフィンテック資金調達額



〔出所〕 CB Insights. (2024). *State of Fintech: Global Data and Analysis on Dealmaking, Funding, and Exits by Private Market Fintech Companies.*

米国フィンテックの主要分野（2024年第 2 四半期）

フィンテックの主要分野	概要	調達金額（億ドル）	件数
決済・請求事務	決済，カード関連	15	48
銀行業務	預貸	1	16
電子貸付	個人間融資，代替的融資	2	33
ウェルス・マネジメント	運用，投資	2	33
保険	代替的引受手法，保険金請求・支払	7	40
資本市場	セールス・トレーディング分析	7	11

〔出所〕 CB Insights. (2024). *State of Fintech: Global Data and Analysis on Dealmaking, Funding, and Exits by Private Market Fintech Companies.*

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，米国証券取引委員会（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（Self-regulatory Organization, SRO）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だ。その結果，1996年にナスダック・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年に電子証券取引ネットワーク（ECN）のアーキペラゴと合併し，株式会社への組織変更を行うにあたり，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（Financial Industry Regulatory Authority, FINRA）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）の維持に務めることである。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，3,298社の証券業者に対して検査を実施する。2023年は，除名処分業者５社，同個人178人，営業停止処分業者４社，同個人257人となった。

またFINRAは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一般に公開している。彼らは，投資家が営業担当者と取引を行う前にこれらの基本情報を精査し，インフォームド・デシジョン（十分な情報を得た上での主体的な意志決定）を行うことを期待しているからである。

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）。さらに2015年には，FINRAは高齢者向けヘルプラインを立ち上げた。このヘルプラインでは2023年，29,840件の電話を受けた。そのうちの2,990件を他の規制当局につなぎ，高齢者に900万ドルを返還することに寄与したという。

FINRA の概要

設立	2007年
監督証券業者	3,298社
登録証券外務員	63万人
2023年制裁金	8,840万ドル
2023年被害者に対する支払いを命じた原状回復金	750万ドル

〔出所〕 FINRA.（2024）. *Key FINRA Statistics for 2023*. https://www.finra.org/media-center/statistics#key にアクセス（2024年10月15日）

FINRA の規制行動　2008－2023年

	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
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
新規懲戒処分	1,073	1,158	1,301	1,488	1,541	1,535	1,397	1,512
除名処分された業者	19	20	14	21	30	24	18	31
営業停止処分を受けた業者	0	1	1	0	0	38	5	25
除名処分された個人	363	383	288	329	294	429	481	496
営業停止処分を受けた個人	321	363	428	475	549	670	705	736
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

	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
投資家からの苦情件数	3,070	3,002	3,136	2,954	5,472	14,311	11,180	11,003
新規懲戒処分	1,434	1,369	921	854	808	782	743	610
除名処分された業者	24	20	16	6	2	1	7	5
営業停止処分を受けた業者	26	29	23	21	2	3	3	4
除名処分された個人	517	492	386	348	246	269	227	178
営業停止処分を受けた個人	727	733	472	415	375	386	328	257
広告・販売資料の審査	92,489	79,941	75,071	69,651	64,841	66,276	66,085	67,239

〔出所〕 FINRA.（2024）. *Key FINRA Statistics for 2023*. https://www.finra.org/media-center/statistics#key にアクセス（2024年10月15日）

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返還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）。

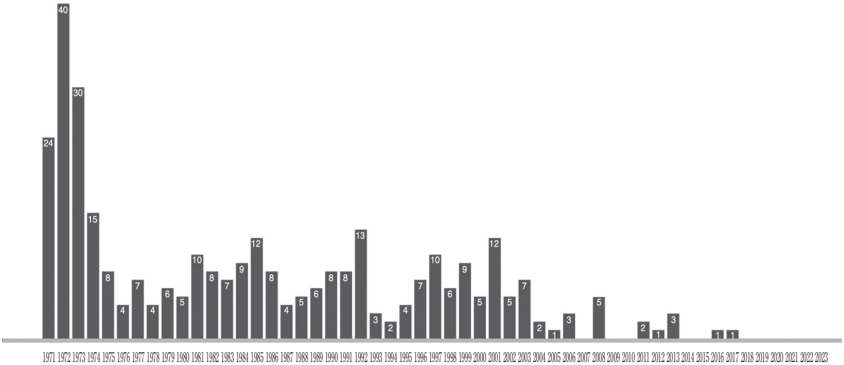
1960年代における株式市場の急激な拡大に伴い，証券業者はその業容を大幅に拡張していったが，当時はまだコンピュータ化が進んでおらず，事務処理の急増（いわゆるペーパー・クライシス）に対しては，人員増強により対応せざるを得なかった。また当時，証券業者は，顧客からの預り金や預り証券を自己の運転資金や銀行借入の担保として利用しており，証券業者が経営破綻に陥ると，顧客の資金，証券が失われうる状況にあった。大幅な人員増強は，業界の高コスト体質を招き，1960年代末に一転して出来高が急減すると，破綻する業者が続出し，投資家が現実に損失を被るケースが相次いだ。こうした情勢に照らし，1970年には投資者保護法が制定された他，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。SIPC の理事会は，財務省，連邦準備制度（Federal Reserve Board, 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（2023年残高45億ドル），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ベーシス・ポイントを負担金として徴収する。SPIC 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，過去６年間は一件もない。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・メイドフ社の30億ドルであった。

証券投資者保護法に基づく手続件数の推移（2023年12月31日）



〔出所〕 SIPC. (2023). *2023 Annual Report.*

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	301,532
1,000万ドル超4,000万ドル以下	11	22,994
500万ドル超1,000万ドル以下	18	12,597
100万ドル超500万ドル以下	62	13,664
50万ドル超100万ドル以下	38	2,800
25万ドル超50万ドル以下	42	1,452
10万ドル超25万ドル以下	63	1,013
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	24	88
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	355,059

（注） 1） 2023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（９億1,571万ドル）に加え，管理費用等（26億3,487万ドル）が含まれている

〔出所〕 SIPC. (2023). *2023 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
203A 条	州および連邦の義務
204条	投資顧問業者による報告
204A 条	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
206A 条	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
210A 条	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他人に対し業として，③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てい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いる」とされている。

また，2019年，SECは，投資顧問業法において投資顧問業者が顧客に対し負っている受託者責任に関して以下のような解釈指針を発表した。受託者責任は，コモン・ローの原則を基礎とし投資顧問業法における投資顧問業者と顧客の関係性から導き出される。受託者責任には，注意義務と忠実義務が含まれる。注意義務には，顧客の最善利益を追及する投資アドバイスを提供する義務，顧客取引について最良執行を追求する義務などが含まれている。忠実義務は，顧客の利益を自己の利益よりも劣後させないことを投資顧問業者に求めている。そして，受託者責任を果たすために，投資顧問業者は投資顧問サービスに関連する重要な事実について，完全かつ公平な開示を実施しなければならない。

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
275.203A-1	SEC 登録への適格性，SEC 登録への / からの切替え
275.203A-2	SEC 登録禁止の適用除外
275.203A-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。最良執行義務は投資顧問業法に明文規定はないが，受託者責任である注意義務の一環であると考えられている。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。

同規則206（４）-１（ｅ）（１）は「広告」を（ｉ）「投資顧問業者が，新規顧客に対する投資顧問サービス（既存顧客の場合は新規の投資顧問サービス）を，複数以上（仮定的運用成績が含まれている場合は１人以上）の者に対して行う，直接的又は間接的なコミュニケーション」又は（ii）「投資顧問業者が直接的又は間接的に報酬を支払う既存顧客による感想（testimonial）又は既存顧客以外による推薦（endorsement）」と広範囲に定義している。この定義は，2020年の SEC 規則改正により改めれた。改正前は，「書面」や「ラジオ又はテレビ」によるものに限定されていたが，「直接的又は間接的なコミュニケーション」とｅメール，ウエブサイトを始め，あらゆるコミュニケーション・ツールによるものを包括的にカバーするようになった。また，投資顧問業者自らによるものだけでなく，第三者による感想や推薦を広告に利用することが可能となった。

そして，同規則206（４）-１（ａ）により，以下のような広告は禁止されている。（１）重要事実に関する真実でない表現，又は重要事実に関する必要な表現の省略，（２）合理性のない重要な事実に関する表現，（３）虚偽や誤解を招く可能性が高い情報，（４）重大なリスクや重大な制限について公正・不偏でない論調，（５）公正・不偏な方法によらない過去の特定の投資アドバイスへの言及，（６）公正・不偏な方法によらずに，特定の運用成績を含めたり除外したり，特定の期間の運用成績を表示すること，（７）その他重大な誤解を招くもの。

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
275.204-5	フォーム CRS の提出
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
275.204A-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マーケティング
275.206(4)-2	顧客の資金 / 証券の投資顧問業者によるカストディ
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
275.206(4)-10	プライベートファンドを運用する投資顧問業者の監査
275.211(h)(1)-1	定義
275.211(h)(1)-2	プライベートファンドの四半期報告書
275.211(h)(2)-1	プライベートファンドを運用する投資顧問業者の禁止行為
275.211(h)(2)-2	投資顧問業者によるセカンダリー取引
275.211(h)(2)-3	特別待遇
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））が発行している米国投資顧問業界の年次概況書である「Investment Adviser Industry Snapshot 2024」によると，2023年末現在の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は，以下のとおりである。

（1）運用資産額

2023年末のSEC登録投資顧問業者の運用資産額は，資産減少となった2022年から12.6％増加し，2021年と同水準の128.4兆ドルとなった。過去23年のうち20年において，運用資産額は増加してきた。過去23年間，運用資産額は年平均8.4％増加し，大型株の収益率7.8％を上回っていることが，投資顧問業業界の重要性が増加していることの指標となる。2023年において，運用資産の大部分（91.4％）は，投資助言（non-discretionary）ではなく投資一任（discretionary）によるものであった。

（2）業者数

2023年末のSEC登録の投資顧問業者数は，前年から1.9％増の15,396社と過去最多となった。過去23年のうち21年において，登録業者数は増加した。登録者数が減少した2010年と2011年は，SEC登録が必要とされる運用資産額の閾値が2,500万ドルから1億ドルに増加したことによる。過去23年間，登録業者数は年平均3.7％増加した。

（3）業界の多様性と寡占化

登録業者といっても，街の投資顧問業者から大規模多国籍運用会社まで多様性に富んでいる。88.0％の登録業者は50億ドル以下しか運用資産を有しておらず，さらに半数以上が1億ドルから10億ドルしか運用資産を有していない。一方で，業界の運用資産額の92.4％が運用資産50億ドル以上の業者によるもので，66.1％は上位207社によるものである。さらに，過去10年，運用資産1,000億ドル以上の業者の運用資産は年率で10.1％増加し寡占化が進行している。

投資顧問業界の特色として，多数の新規参入と廃業によるダイナミックな新陳代謝を挙げることができる。2023年には，1,114社の新規登録と832社の登録抹消があった。

米国投資顧問業界のトレンド

年	2019	2020	2021	2022	2023
SEC 登録業者数（単位：社）	14,494	13,880	14,806	15,114	15,396
顧客数に占める個人投資家比率	63.7%	62.4%	63.1%	62.8%	63.0%
顧客数（単位：万顧客）	4,210	4,970	5,300	5,430	5,670
運用資産額（単位：兆ドル）	97.2	110.0	128.4	114.1	128.4
従業員数（単位：人）	871,971	879,755	928,505	971,487	1,006,471
従業員数100人以下の業者数比率	93.0%	93.0%	93.0%	91.7%	92.7%

〔出所〕 Investment Adviser Industry Snapshot 2024

６．投資顧問業界の現況（２）

（４）顧客サービス

2023年末のSEC登録投資顧問業者の投資顧問総顧客数は，前年から4.4％増の5,670万顧客と過去最多となった。投資顧問業者が顧客に提供する主要な投資顧問サービスとしてポートフォリオ運用が挙げられ，97.4％の業者がポートフォリオ運用サービスを提供している。もっとも，60.9％の業者が他の投資顧問サービスを提供しており，44.3％がフィナンシャル・プランニングを，29.1％が他の投資顧問業者の選択･推奨サービスを，21.4％が年金コンサルティングを提供している。

顧客層としては，３つのグループに分けられる。①個人投資家，②投資信託などの投資ビークル，③年金基金や法人などの機関投資家である。顧客数では個人投資家が圧倒的に多いが，契約資産額では投資ビークルが61.8％を占める。投資ビークルは複数の投資家に提供されるものの，投資顧問サービスの顧客としては１顧客として計上するため，投資顧問サービスの対象としての投資ビークル顧客数は少ない。過去６年間では，個人投資家顧客の増加が顕著であり，年率換算で，顧客数では12.8％，運用資産額では15.1％増加している。投資顧問業者のうち，63.1％が個人投資家に投資顧問サービスを提供し，43.7％が投資ビークルに，58.7％が機関投資家に提供している。

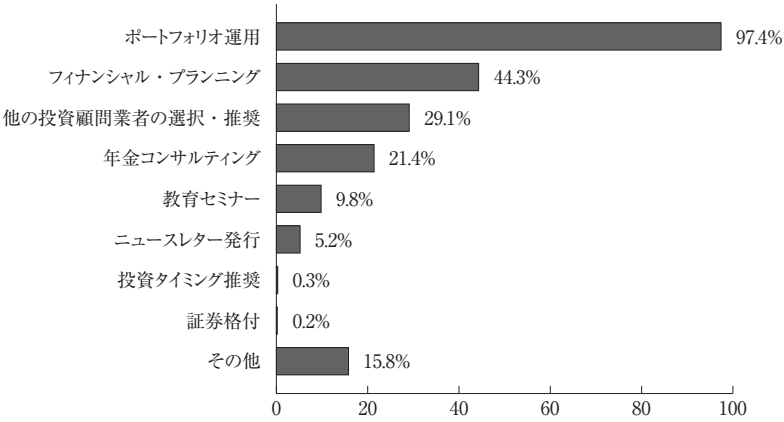
（５）従業員数

2023年末の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，過去最多の1,006,471人と初めて百万人の大台に乗った。これは，７年連続の増加であり，2013年以降，年率で3.4％増加している。従業員数の増加は大手業者において顕著であり，2013年以降，年率で6.7％増加している。

（６）報酬体系

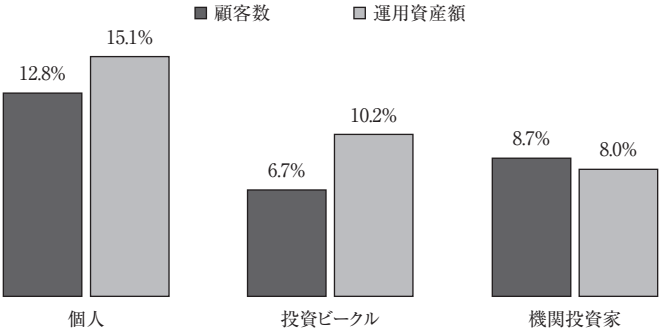
SEC登録投資顧問業者が採用している報酬体系としては，①契約資産に対する料率方式（95.3％），②固定報酬方式（45.2％），③成功報酬方式（36.3％），④タイムチャージ方式（29.2％），⑤その他（14.5％），⑥手数料（commissions）方式（2.1％），⑦購読料（subscriptions）方式（1.1％）を挙げることができる（複数回答あり）。

投資顧問業者が提供している投資顧問サービス
（提供している業者の比率）



〔出所〕　Investment Adviser Industry Snapshot 2024

顧客層別の成長率
（2023年までの過去６年の年率換算）



〔出所〕　Investment Adviser Industry Snapshot 2024

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・利子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より高い
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りなく，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通し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，猶予期間の定めがなければ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暦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・エクスチェンジ）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。信用リスクが現在は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に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年にはペン・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。

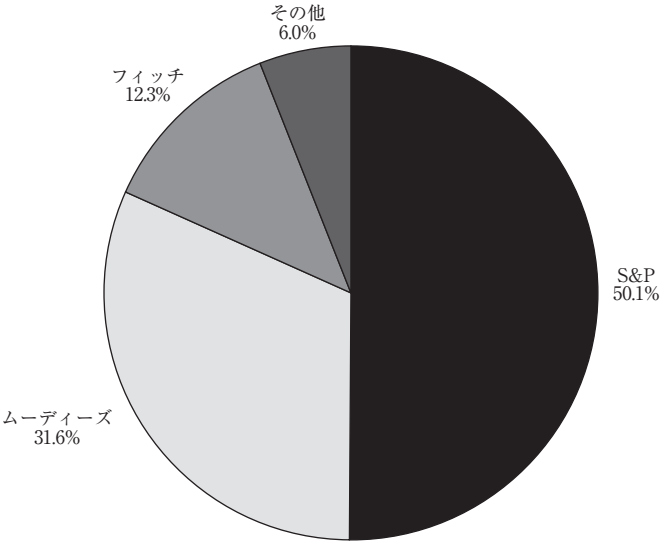
現在，格付市場は米国でも国際的にもムーディーズ，S&P，フィッチの３社による寡占市場となっており，特にムーディーズ，S&P のシェアが高い。

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	大手出版マグロウヒルが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） 2022年12月末時点で NRSRO が発行する全格付を基に算定。
〔出所〕 SEC, “Staff Report on Nationally Recognized Statistical Rating Organizations,” February 2024

3．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。

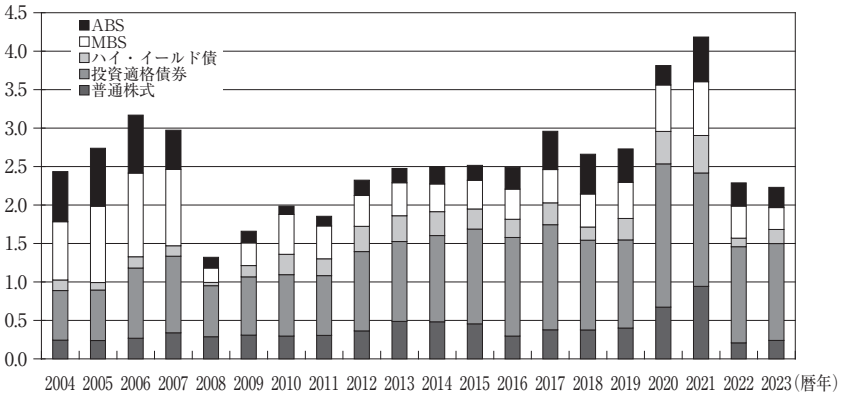
各社は証券化商品の格付ビジネスの積極展開によって当該ビジネスへの収益依存度を高めていった。例えば，ムーディーズをみると，1998年時点では企業金融の格付と証券化商品の格付からの収入は拮抗していた。しかしながらその後は企業金融と証券化商品の格付収入の間に大きな開きが生じており，証券化商品の格付からの収入は，金融危機前には格付収入全体の５割に達していたことが確認できる。S&P，フィッチについても金融危機前は格付収入のうち４～５割が証券化商品の格付収入であったとみられている。

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。

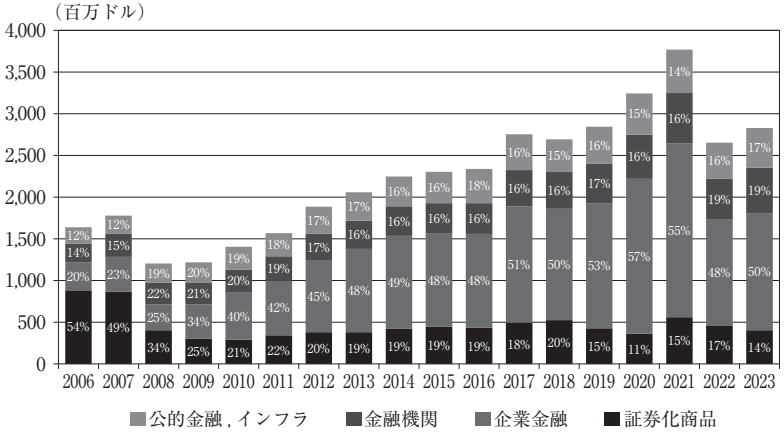
もっとも，金融危機以降は証券化商品の発行額が急速に縮小したことを受けて，格付機関の証券化商品からの格付収入は大きく減少している。

米国の種類別民間証券発行額



〔出所〕 Securities Industry and Financial Markets Association（SIFMA）, *Investment Dealer's Digest*, Thomson Financial

ムーディーズの格付手数料収入



〔出所〕 Moody's, Form 10-K

4．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コリレーション（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）

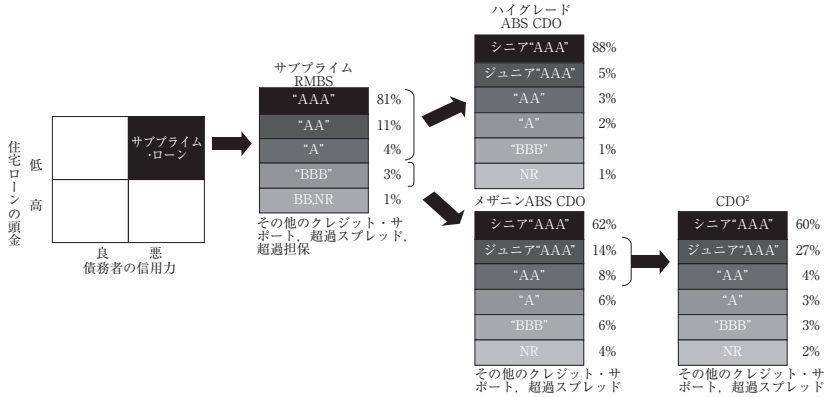
2008年１月28日時点の格付									
当初格付	Aaa	Aa	A	Baa	Ba	B	Caa	Ca	C
Aaa	98.45% (5,519)	1.16% (65)	0.11% (6)	0.09% (5)	0.14% (8)	0.05% (3)			
Aa	0.71% (23)	94.50% (3,043)	0.62% (20)	1.24% (40)	1.24% (40)	0.71% (23)	0.40% (13)	0.34% (11)	0.22% (7)
A	0.03% (1)	0.52% (17)	60.83% (1,991)	17.26% (565)	10.69% (350)	6.02% (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

5．NRSRO 規制の導入と規制強化　1975年に SEC が導入した NRSRO 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り，2003年までの間に NRSRO に認定されていたのはムーディーズ，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11（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，格付機関の「発行者支払い」モデルの孕む潜在的な利益相反や格付け変更の不確実性などが問題点として指摘された。その後，2006年信用格付機関改革法によって，NRSRO は初めて SEC の規制・監督の下に置かれることになった。同法では，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共に，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 規則に対応し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 月に施行されたが，間もなくしてサブプライム問題が起こる。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議論された。SEC は，新たに規制対応を図ることになり，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た。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，2009年に NRSRO に関する SEC 規則の改正を行った。

規則改正の重要な点として，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がある。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ほか，利益相反を助長するとして禁止される行為が拡充された。また，証券化商品の格付プロセスの透明性向上や格付機関の情報開示の強化の観点からも規制強化が施された。

NRSRO として SEC に登録する格付機関は，2000年代半ばから増加し始めた。2023年末時点で，ムーディーズ，S&P，フィッチを含む10社が SEC 登録をしている。

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・オックスレー法成立 ―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・オックスレー法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
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
2006年	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
2008年	6月	SEC，証券化商品の格付に関する問題を受けた NRSRO 監督に関する規則案を公表
2009年	2月	SEC，NRSRO 規則見直しを図る最終規則と一部規則に関する再提案を公表
2010年	7月	ドッド・フランク法成立 ―NRSRO のガバナンス強化，格付の規制利用の制限

〔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・サービシズ
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
デモテック
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

6．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

ガバナンス，コンプライアンス，内部統制の強化	○ 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
罰則・責任の強化	○ 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
利益相反の管理	○ 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
格付手続き・手法	○ 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
ディスクロージャー	○ 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，サービサー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ー・デリジェンス報告書を入手し公表
格付の規制利用の制限	○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

７．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。2023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94.0％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97.4％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ーをみると，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ー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，近年は，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）といった証券化商品の格付において，クロール・ボンドや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。クロール・ボンドは2021年にプライベートエクイティ・ファームのパルテノン・キャピタルの傘下に入り，モーニングスターは，同じく証券化商品の格付を強みとしていたDBRSを買収するなどして，成長を目指してきた。現在，モーニングスターは，買収したDBRSの名称でNRSRO登録している。

こうしたNRSROは，大手３社と比較して，ユニークな資産を担保とする非伝統的な証券化商品の格付を積極的に提供している。例えば，モーニングスターやクロール・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，クロール・ボンドは，航空機リースの証券化に対する格付にも注力している。

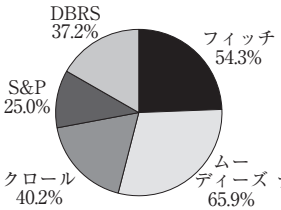
このように３社以外のNRSROは新たな事業機会を模索しており，少しずつではあるが格付市場の競争環境は改善しつつある。もっとも，機関投資家の投資運用契約や投資ガイドラインにおいて，ムーディーズ，S&P，フィッチの少なくとも１社の格付の利用を求める規定が残っている場合があり，それが格付市場の競争の阻害となっているとの見方もある。同様に，債券指数が，３社のいずれかから格付を付与されていることを組み入れの条件にする事例もある。また，格付機関規制の遵守コストが大手格付機関に有利に働いているとの指摘もされている。今後，新たなNRSROの格付ビジネスの拡大とともに，格付市場における競争環境の改善が更に進むか，注目される。

NRSRO のカテゴリー別格付数（2022年末）

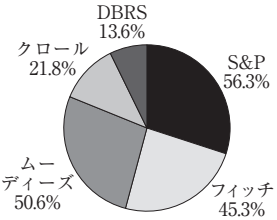
NRSRO	金融機関	保険会社	事業会社	証券化商品	政府債	総付与数
A.M. ベスト	—	7,373 (33.8%)	979 (0.8%)	7 (0.0%)	—	8,359 (0.4%)
DBRS	8,179 (5.7%)	190 (0.9%)	2,515 (2.0%)	18,712 (11.4%)	33,009 (2.0%)	62,605 (2.9%)
デモテック	—	439 (2.0%)	—	—	—	439 (0.0%)
イーガンジョーンズ	6,020 (4.2%)	626 (2.9%)	8,673 (7.0%)	—	—	15,319 (0.1%)
フィッチ	33,890 (23.5%)	3,219 (14.8%)	20,485 (16.4%)	34,091 (20.8%)	170,291 (10.2%)	261,976 (12.3%)
HR	810 (0.6%)	—	597 (0.5%)	—	452 (0.0%)	1,859 (0.1%)
JCR	923 (0.6%)	99 (0.5%)	3,296 (2.6%)	—	369 (0.0%)	4,687 (0.2%)
クロール	1,880 (1.3%)	219 (1.0%)	527 (0.4%)	21,830 (13.3%)	9,898 (0.6%)	34,534 (0.2%)
ムーディーズ	35,643 (24.7%)	2,702 (12.4%)	32,554 (26.1%)	51,826 (31.6%)	548,837 (32.8%)	671,562 (31.6%)
S&P	56,773 (39.4%)	6,924 (31.8%)	55,009 (44.1%)	37,338 (22.8%)	908,740 (54.4%)	1,064,784 (50.1%)
（参考）三大 NRSRO	(87.6%)	(58.9%)	(86.7%)	(75.2%)	(97.4%)	(94.0%)
合計	144,118	21,791	124,635	163,804	1,671,596	2,125,944

〔出所〕 SEC, “Staff Report on Nationally Recognized Statistical Rating Organizations,” February 2024

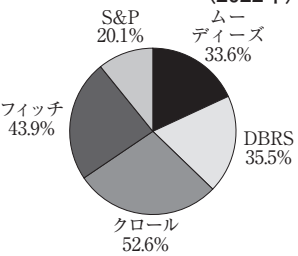
CMBS における格付シェア（2022年）



ABS における格付シェア（2022年）



RMBS における格付シェア（2022年）



〔出所〕 Commercial Mortgage Alert, Asset-Backed Alert

8．大手格付機関の事業多角化　信用格付において長きに亘り支配的な地位にあったS&Pとムーディーズだが，特に金融危機後は市況に左右されづらいビジネスモデルの構築を目指してきた。両社の収益に占める信用格付の割合は，2014年通期ではS&Pで約48%，ムーディーズで約67%であったが，2023年通期では，それぞれ約27%，約48%と10年間で大きく低下した。

S&Pは，従前から，格付事業以外に，金融データの提供，S&P 500やダウ平均株価に代表される株価指数の算出，商品・エネルギー指標の算出など様々な事業を展開してきた。S&Pは，信用格付事業において大量の情報を取り扱うため，自ずと付随する金融データを顧客に提供するサービスの拡充に取り組むこととなった。買収・提携を通じたデータカバレッジの拡大も積極的に行われた。

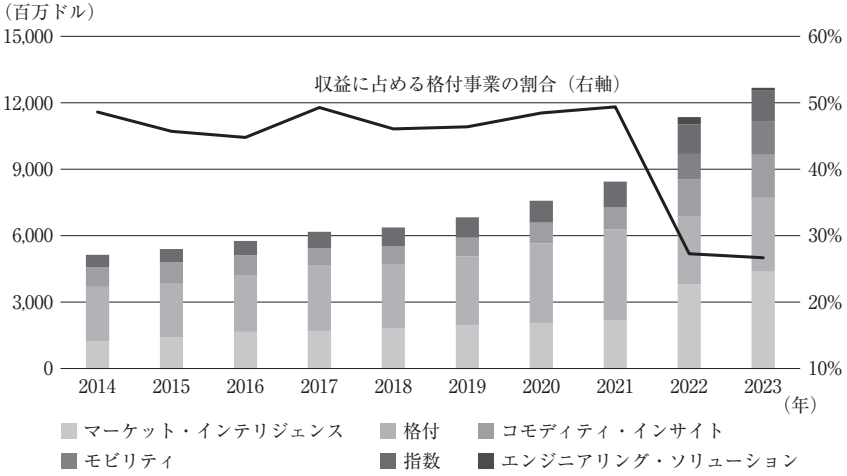
S&Pが2022年に合併したIHSマークイットは，フィクストインカムについて，指数の開発や参照データの公表，低流動性資産のバリュエーション・サービスなどを通じて，市場の透明性向上と効率化を実現した経緯がある。他にも，購買担当者景気指数（PMI）などの経済指標や，自動車業界の動向を発信するモビリティ事業も有しており，S&Pは，さらなる事業多角化を実現した。

ムーディーズは，金融危機後の相次ぐ規制強化への対応を迫られた銀行や保険会社に対して，信用リスクの定量化や当局への規制報告などを支援するソフトウェアを提供することなどを通じて，格付以外の事業の収益割合を高めてきた。2017年に非公開企業のデータ・ベンダーであるビューロー・ヴァン・ダイクを買収してからは，KYC（顧客情報確認）支援サービスを強化し始め，現在では，自然災害リスクやサイバーセキュリティ・リスクなど，信用リスクに留まらない様々なリスクに対するソリューションを提供する企業に進化している。

また2010年代後半から，大手格付機関に共通して，ESG（環境・社会・ガバナンス）関連事業の強化がみられた。各社，開示情報や質問書などを基に企業のESGに係る取り組みをスコア化するESG評価会社の買収や，サステナブルファイナンスの資金使途が，国際資本市場協会（ICMA）の定める原則などに適合しているか否かを確認するセカンドパーティ・オピニオンの提供などを行っている。

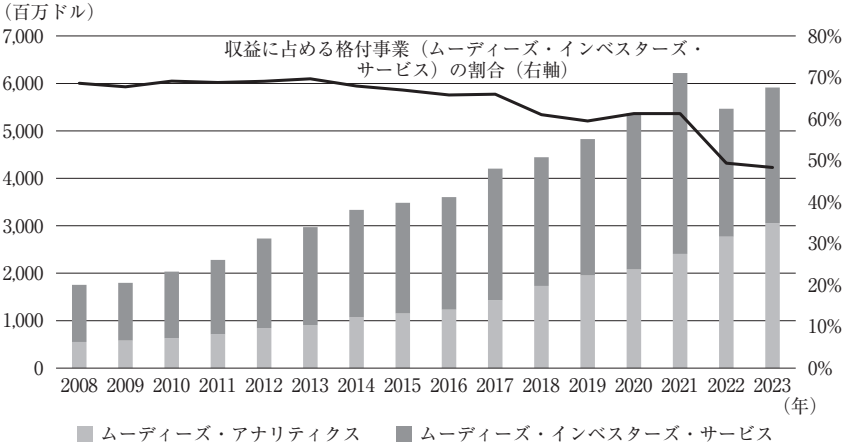
米国では，ESG評価を含む関連事業は，それ自体は信用格付でないため，SECの直接の規制下には置かれておらず，現段階では規則や原則などの策定には至っていない。しかし，ESG評価の透明性や適切なガバナンスの確保を求める声が国際的に高まる中で，SECも，NRSROによるESG関連事業がもたらすリスクについて注視し始めており，今後の展開が注目されるところである。

S&P グローバルの収益推移（2014年～2023年）



〔出所〕 S&P グローバル年次報告書

ムーディーズの収益推移（2008年～2023年）



〔出所〕 ムーディーズ年次報告書

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，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にあり，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年に遡る（1925年にシカゴ・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）等多様化が一層進んでいる。

アメリカに本部を置く投資専門職の団体である 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，投資意思決定プロセスに直接関与しているか，同プロセスに情報または付加価値を提供していることとし，財務分析，投資管理，証券分析，その他類似の専門的実務を含むとしている。CFA 協会の個人会員（CFA 資格保有者）の主な役職には，ポートフォリ・マネジャー，エクイティ・アナリスト，プライベート・ウェルス・マネジャー，投資ストラテジスト，トレーダー等が含まれる。

CFA 協会が2022年に実施した会員調査では，サステナビリティ投資や情報技術の急速な進展を背景に，今後，投資意思決定においてより重要な要因になると予想される情報源として，サステナビリティ格付けやオルタナティブ・データが挙げられている。

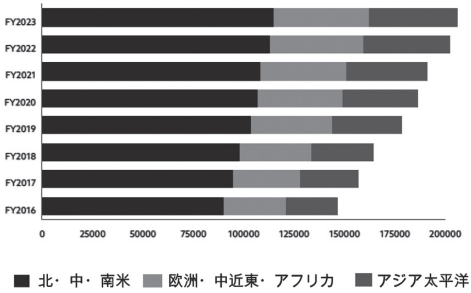
CFA 資格保有者：主な役職・実務分野

Job titles
- Portfolio Manager
- Equity Analyst
- Private Wealth Manager
- Investment Strategist
- Trader

Practice types
- Equities
- Fixed Income
- Private Wealth and Private Markets
- Derivatives
- Real Estate

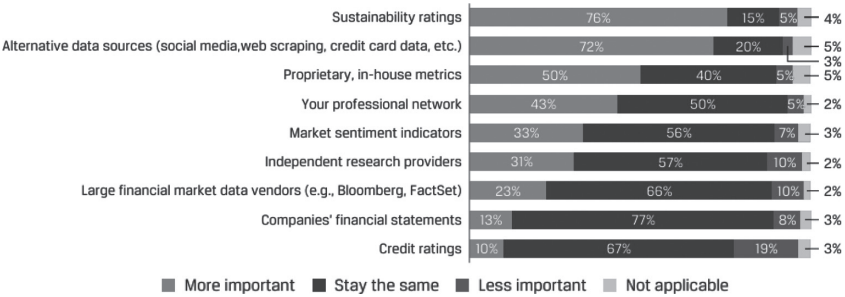
〔出所〕 CFA Charter Factsheet "Top Global Charterholder Roles" 2024 CFA Institute

CFA 協会会員：地域別分布



〔出所〕 CFA Institute Annual Report Fiscal Year 2023

投資意思決定においてより重要な要因になると予想される情報源



〔出所〕 CFA 協会会員に対するアンケート調査結果。CFA Institute Skills and Careers Survey, The Future of Work in Investment Management 2022

〔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ツビル。

・北米を中心に海外を含め160の地区協会を有し，個人会員総数は約206,000人（2024年８月現在），うち約190,000人が CFA 資格保有者。

・主な事業として，①投資専門家教育（CFA プログラム運営，多様な媒体／コンテンツによる継続教育，調査レポート発行等），②投資専門職の職業倫理等に関する最高水準の業界基準の設定・実施および投資専門職団体としての意見表明，を柱とする。資格試験については，60年以上の歴史を有する CFA プログラムのほか，2006年に Certificate in Investment Performance Measurement（CIPM）プログラム開始。2021年以降，関連領域（ESG 投資，気候関連，データサイエンス，プライベート・エクイティ等）に関する各種認定コースの提供を強化。

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，④ CFA 称号使用権の停止，⑤除名，⑥ CFA 称号使用権の剥奪，⑦ Summary Suspension（会員資格，CFA 称号使用権等の自動終了），⑧ CFA 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，上述の規範・基準について，アナリストの利益相反問題に対応するため，2005年に大幅な改定を行った。その後も定期的な見直しを行い，2014年には監督者の責務の強化，投資プロセスに係る制約・リスクの開示等を追加し，2024年には顧客に提供するサービス内容・コストの開示，利益相反の回避等を追加して改訂している。

このほか，CFA 協会では，資産運用会社およびアセットオーナーが運用実績を公正に表示し開示する基準として Global Investment Performance Standards（2020年改訂），資産運用会社の倫理的行動規範を示した Asset Manager Code of Professional Conduct”（2023年改訂），投資プロダクトの ESG 開示基準として Global ESG Disclosure Standards for Investment Products（2021年制定），長期的な資産運用を行う機関の倫理的行動規範を示した Investment Management Code of Conduct for Endowments, Foundations, and Charitable Organizations（2023年改訂），Diversity, Equity, and Inclusion Code（北米向けに2022年制定）などの業界基準を定めている。

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）

Ⅰ：専門家としての心構え
- A．法規知識
- B．独立性と客観性
- C．虚偽の表示
- D．不正行為
- E．能力

Ⅱ：資本市場の健全性
- A．重要な非公開情報
- B．市場操作

Ⅲ：顧客に対する義務
- 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

Ⅳ：雇用主に対する義務
- A．忠実義務
- B．追加報酬の取り決め
- C．監督者の責務

Ⅴ：投資分析，投資推奨および投資行動
- 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

Ⅵ：利益相反関係
- A．利益相反の回避または開示
- B．取引の優先順位
- C．紹介手数料

Ⅶ：CFA 協会会員または CFA 受験者としての責務
- 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。上記日本語訳は，CFA Institute Code of Ethics and Standards of Professional Conduct（2014年改訂版）の CFA 協会による日本語訳に基づき，2024年改訂版（英語）での改訂を筆者反映。

〔出所〕 CFA Institute Code of Ethics and Standards of Professional Conduct（2024年改訂版）。職業行為基準の各項目の具体的な内容は下記サイトを参照。https://www.cfainstitute.org/standards/professionals/code-ethics-standards

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2024年現在190,000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・試験プログラムは三つのレベルで構成されており，レベルⅢ試験に合格し，所定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：必要な知識体系のうち受験者に課されるもの）の定期的な見直し，および最新の実務的ニーズを反映させるために毎年実施される実務分析プロセス（Practice Analysis Process）に基づき更新されている。2024年にCFAプログラムの大幅な機能強化が実施され，実践的なオンライン・スキルトレーニング（Practical Skills Modules）や，レベルⅢへの三つの専門パスウェイ（キャリア志向に応じて「ポートフォリオ・マネジメント」「プライベート市場」「プライベート・ウェルス」から選択）の導入が行われた。

CFAプログラムの登録者数をみると，アジア太平洋地域が55～60%，北・中・南米が20～25%，欧州・中近東・アフリカが15～20%で推移している。

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にも力を入れている。また，最近では，ESG投資，気候関連リスク・評価，データサイエンス，プライベート・エクイティなどの関連領域に関する各種認定コースも提供している。

アメリカでは，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。登録が受理されるためには，FINRAが指定するSecurities Industry Essentials（SIE）試験およびSeries 86/87試験（Research Analyst Qualification Examination）に合格しなければならない。CFA試験レベルⅠ・Ⅱの両方に合格している者は，Series 86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レベルⅠからレベルⅢの各レベルの学習において Practical Skills Module を完了するとともに，全レベルの試験（各レベル約4.5時間）に合格し，②投資意思決定プロセスに関わる業務について実務経験（最低36か月間で4,000時間以上）を有し，かつ，③CFA 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（または一定の条件を満たす学部生），もしくは所定の実務経験（投資関係に限定されない）または所定の実務経験・教育を有していること。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

カリキュラム・トピック	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	15-20%	10-15%	10-15%
数量分析手法	6-9%	5-10%	
経済	6-9%	5-10%	
財務諸表分析	11-14%	10-15%	
企業発行体	6-9%	5-10%	
株式投資	11-14%	10-15%	
確定利付	11-14%	10-15%	
デリバティブズおよびリスク管理	5-8%	5-10%	10-15%
オルタナティブ投資	7-10%	5-10%	
ポートフォリオ・マネジメント	8-12%	5-15%	
ポートフォリオ構築			15-20%
アセット・アロケーション			15-20%
パフォーマンス測定			5-10%
三つのパスウェイ（ポートフォリオ・マネジメント，プライベート市場，プライベート・ウェルス）から一つを選択			30-35%

（注）　レベルⅢは，三つのパスウェイに共通するコア（65～70%）と各パスウェイに特化したコンテンツ（30～35%）で構成（2025年以降）。受験者は三つのパスウェイから一つを選択。レベルⅢ合格者には，選択したパスウェイにかかわらず CFA 資格が付与される。

〔出所〕　CFA Charter Factsheet 2024

CFA プログラム登録者数の推移

	FY2023	FY2022	FY2021	FY2020	FY2019
北・中・南米	48,300	65,200	46,700	24,100	91,100
欧州・中近東・アフリカ	38,300	51,900	38,200	16,800	63,000
アジア・太平洋	124,500	145,300	130,000	61,300	200,200
合計（グローバル）	211,100	262,400	214,900	102,200	354,300

〔出所〕　CFA Institute Annual Report Fiscal Year 2023

CFA 試験受験者数の推移

CFA Candidates			LEVEL Ⅰ				LEVEL Ⅱ				LEVEL Ⅲ			
Year	Total	%Pass	Total	Pass	Fail	%Pass	Total	Pass	Fail	%Pass	Total	Pass	Fail	%Pass
2022 February	30,691	39%	18,992	6,801	12,191	36%	11,699	5,132	6,567	44%				
2022 May	31,787	42%	19,403	7,315	12,088	38%					12,384	6,047	6,337	49%
2022 August	45,087	41%	19,103	7,032	12,071	37%	15,608	6,317	9,291	40%	10,376	5,032	5,344	48%
2022 November	37,250	38%	24,937	8,932	16,005	36%	12,313	5,382	6,931	44%				
2023 February	31,817	43%	16,959	6,441	10,518	38%					14,858	7,102	7,756	48%
2023 May	39,247	44%	23,352	9,042	14,310	39%	15,895	8,291	7,604	52%				
2023 August	48,398	42%	23,289	8,713	14,576	37%	9,074	3,999	5,075	44%	16,035	7,585	8,450	47%
2023 November	43,538	38%	28,953	10,104	18,849	35%	14,585	6,377	8,208	44%				
2024 February	30,551	46%	16,932	7,415	9,517	44%					13,619	6,734	6,885	49%
2024 May	35,420	51%	21,116	9,666	11,450	46%	14,304	8,386	5,918	59%				
2024 August	50,756	46%	24,937	11,050	13,887	44%	8,872	4,164	4,708	47%	16,947	8,081	8,866	48%
1963-2024	3,876,818	45%	2,245,713	927,351	1,318,362	41%	1,026,324	472,269	554,055	46%	604,781	332,151	272,630	55%

〔出所〕　CFA Institute 1963-2024 Candidate Examination Results から抜粋

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択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択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択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公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）の影響により，多くのアメリカの企業はその後，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いち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。決算数値が公表された際，ガイダンスとわずかに異なる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見られる。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いち早く伝えることで評価を得るという歪んだ状況が生じていた。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。その状況を憂慮したSECがFDを定めた。

2024年現在，FDは依然としてフェア・ディスクロージャーに関する根幹的な規則として機能しているが，情報開示の手段が多様化する中で新たな課題も生じている。特に，ウェブサイトやソーシャルメディアなどを利用した情報開示が一般的になり，これらのデジタル・プラットフォームを通じた選択的開示のリスクが指摘されている。そこでSECは2008年と2013年に続き，2023年にも新たにガイダンスを公表している。

Regulation Fair Disclosure（FD）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，大きく二つに分けられる。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，セルサイドアナリストは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とは，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，または一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での発表が例示されている。また，ウェブサイトやソーシャルメディアなどを利用した情報開示の指針も示されている。

FD 施行後の情報開示状況に関するサーベイと SEC のガイダンス

1996年８月	AIMR（現 CFA 協会，以下同様）：Standards of Practice Handbook（3rd 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（FD）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 公表。
2001年６月	SEC：Analyzing Analyst Recommendations 公表。
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公表。
2008年８月	SEC：Guidance on the Use of Company Web Sites
2013年４月	SEC：Report of Investigation Pursuant to Section 21（a）of the Securities Exchange Act of 1934（本報告書でソーシャルメディア使用のガイダンスを提示）
2016年５月	NIRI：Earnings Process Practices Research Report 公表。
2023年７月	SEC：Guidance on the Use of Social Media and Digital Platforms for Disclosure

5．アナリストを巡る諸問題（2）――アナリストの利益相反　アメリカでは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や客観性が損なわれ，歪められたレポート作成による不適当な投資推奨が多数行われてい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，証券会社がリサーチ業務と投資銀行業務を兼業することに伴う利益相反の問題であった。

アメリカの証券会社においては，1975年の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，業界団体や各証券会社は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，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 の所管であるが，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，自らの重要顧客には買い推奨に値しないと言明していながら，投資銀行業務への配慮か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。これを受けて，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2003年４月である。既に和解後20年以上が経過しているが，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。また，最近では AI や機械学習などの予測データ分析技術の使用に伴う利益相反問題も浮上しており，SEC は2023年に新しい規則を提案している。

アナリスト批判を巡る主な動き

2001年６月	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」を公表。
2001年６月	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年７月	アナリストの団体である AIMR（現 CFA 協会）が，アナリストの独立性に関するイシューズ・ペーパーを公表。
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年８月	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年10月	エンロン事件の勃発。
2002年２月	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年４月	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公表。
2002年４月	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年５月	SEC が，NASD/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年５月	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年12月	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年４月	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。
2003年７月	SEC が NASD/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，NASD，NYSE 等のこと。

アナリストに関する FINRA の規則

・FINRA Rule 2241：株式リサーチ・アナリストおよびリサーチレポートに関する規則。リサーチ・アナリストの報酬，投資銀行業務との分離，利益相反の開示などを規定。
・FINRA Rule 2242：債券リサーチ・アナリストおよびリサーチレポートに関する規則。株式リサーチに関する規則と類似しているが，債券市場の特性に合わせた修正が加えられている。

（注）　FINRA は2007年に NASD と NYSE の規制部門の統合により設立。統合により NASD/NYSE のアナリストに関する規則（2003年７月改正）は FINRA に引き継がれて存続，2015年７月に SEC が FINRA Rule 2241，2242を承認。

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，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」する場合がそれにあたる。

2002年にAIMR（現CFA協会）が公表したレポートでは，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・インデックスなどを使用することを奨励した。この結果，アナリストレポートの中には「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，投資家にとって分かりにくいという批判があるとして目標株価とその根拠をアナリストがレポートで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リ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協会やNIRIは2005年に協働してリサーチペーパーを公表し，こうし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警告した。

それから15年以上が経過し，アメリカを含め世界的にESG投資の動きが活発になる中，サステナビリティ/ESG情報開示の基準化を巡る動きもグローバルベースで急速に進展しており，それに対応した中長期的な企業のサステナビリティを考慮したリサーチが提唱されるようになっている。しかし，アメリカでは，気候変動問題等の解決に向けたESG投資の推進に反対するなどの政治的な動きによる不確実性が増しており，今後も注視が必要である。

アナリストと情報開示側（IR）の動き（2004年以降）

2004年７月	CFA 協会：What we stand for － The highest standards of education, integrity, and professional excellence 公表。
2005年２月	CFA 協会・NIRI：Best Practice Guidelines Governing Analyst/Corporate Issuer Relations 公表。
2005年３月	CFA 協会：The Corporate Governance of Listed Companies：A Manual for Investors 公表。（2009年，2018年にその改訂版発行。）
2005年５月	SEC 議長 William H. Donaldson によるスピーチ（CFA 協会年次大会）：“The Challenge to Move Beyond Short-Termism” でショートターミズムを批判。
2006年５月	NIRI：Louis M Thompson, JR, “Investor Relations：It’s Not a Dog and Pony Show” で IR 活動の行き過ぎを批判。
2006年７月	CFA 協会・Business Roundtable Institute for Corporate Ethics：Breaking the Short-Term Cycle 公表。
2007年７月	CFA 協会：A Comprehensive Business Reporting Model – Financial Reporting for Investors 公表。
2008年５月	CFA 協会：Short-Termism Survey – Practices and Preferences of Investment Professionals 公表。
2013年３月	NIRI：Standards of Practice for Investor Relations – Earnings Release Content 公表
2015年10月	CFA 協会：Environmental, Social, and Governance Issues in Investing – A Guide for Investment Professionals 公表。
2018年９月	CFA 協会・PRI：Guidance and Case Studies for ESG Integration – Equities and Fixed Income 公表。
2018年９月	CFA 協会・PRI：ESG Integration in the Americas：Markets, Practices, and Data 公表。
2022年11月	CFA 協会：Guidance for Integrating ESG Information into Equity Analysis and Research Reports 公表

アナリストによる投資格付け設定プロセス

①ファンダメンタルズ（内在）価値の真摯な探求
↓
②業績予想の算定
↓
③フェアバリューの算定（DDM，DCF，PER 等）
↓
④投資格付けの付与←相対的格付け（ベンチマークの設定）と絶対的格付け（＝目標株価の設定）

〔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，借り入れ等によりレバレッジを効かせる運用をしていた。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 の開発，投信会社による直接販売の開始，初の個人向けインデックスファンドの売出しなど，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，一部の大顧客について所定の時間外にファンド売買注文を受付け，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。2023年末現在のオープン・エンド型ファンド（含む ETF）の残高は33.6兆ドル（この時の為替142円で換算して約4,771兆円）となり，日本（約197兆円）の約24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ーズド・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
		大恐慌前の株価上昇期にレバレッジを利用したクローズド・エンド型ファンドが盛行
1929	世界大恐慌発生	上記レバレッジ型ファンドが大暴落
		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
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	
1934	SEC に証券市場監督権限を与え，証券流通市場を規制する1934年法成立	
		この頃から，徐々に銘柄入替え等を行う管理型ファンドに戻る
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	
1944		オープン・エンド型の資産がクローズド・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	
		（80年代後半頃から銀行が投信販売に参画）
1990		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	
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	
2016	SEC がファンドの流動性リスク管理に関する規則を採用	
2018	SEC が投資家向け報告書のオンライン配布を許可	
2020	COVID-19危機発生，SEC が MMF 規制見直しを提案	
2022	SEC が，ファンドの投資家報告書を簡素化するなどの規則修正を実施 SEC がファンドによる議決権行使の開示規則を修正	
2023	SEC が2010年，2014年に導入した MMF に関する規制を変更 SEC がファンドの名称に関する ‘Names Rule’ を修正，強化	
2024	SEC が米国では初となる，ビットコインを直接保有する ETF を承認	

〔出所〕　杉田浩治氏作成の年表に，ICI, 2024 *Investment Company Fact* Book 等を参考に筆者が加筆

２．制度的枠組み　アメリカの投信は，1940年投資会社法，1940年投資顧問法，1933年証券法および，1934年証券取引所法に基づいて連邦政府により厳格な規制を受けている。投信は，法令上「投資会社」とされる。

1940年投資会社法は，不正に対する投資者保護をその重要な目的としており，株主（投信の投資家）の利益のためにファンドが運用されるよう条項を定めている。例えば，株主の承認なしに投資会社の基本的な投資方針を変更することは禁じられている。また，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，その過半数の同意が必要とされる。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・バリュー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合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への登録義務付け，投資顧問会社の詐欺的取引の禁止，SECに提出する登録申請書等における重要事実についての虚偽記載の禁止などを規定している。

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，投資方針，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（詳細は後述８．ディスクロージャー参照）。

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，投資会社の提出書類の分析やレビューを行うとともに，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，アメリカの投信は税制上の優遇措置を受けており，具体的には，内国歳入法の準則Mにおいて，一定の要件を満たす投資会社は，導管理論に基づいて二重課税回避の優遇措置が与えられている。

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，役職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……発行済議決権証券の過半数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，同契約の更新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（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，協会員の報酬，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，半期毎にSECに提出しなければならない（第29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30条）

〔出所〕　杉田浩治氏作成図表を一部修正

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，⑴の額面証書会社は米国投資信託協会（Investment Company Institute，以下「ICI」）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。

⑵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年投資会社法上はこれも投資会社とみなされる）。ETF（証券取引所に上場して取引されるファンド）の一部がこの形で組成されている。

⑶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）は，オープン・エンド型とクローズド・エンド型に分類される。両者を比較すると，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。このため，投資家からみて毎月投資などが行い易く，常に純資産価値で換金できるという安心感がある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流出することがある上に，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）一方，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。

これに対して，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。資金の追加・減少が発生しない（資金を固定できる）ので，例えば非上場株など流通性の低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，クローズド・エンド型の売買価格は取引所における需給関係で決まるため，ファンドの純資産価値と取引所における売買価格は必ずしも一致しない（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)　額面証書会社（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)「額面証書会社」とは，分割払型額面証書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，当該証書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書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，額面証書会社，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）
2000	8,134	6,956	482	150	10,072	74
2005	7,967	8,889	635	276	6,019	41
2010	7,540	11,831	626	239	5,971	51
2015	8,115	15,648	561	263	5,188	94
2016	8,067	16,342	534	265	5,100	85
2017	7,955	18,749	532	277	5,035	85
2018	8,093	17,695	495	250	4,917	70
2019	7,957	21,276	487	275	4,572	79
2020	7,644	23,831	480	277	4,310	78
2021	7,500	26,899	448	303	4,112	95
2022	7,421	22,107	427	245	3,966	73
2023	7,222	25,519	402	249	3,750	77

〔出所〕 ICI, *2024 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。例えば，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，基本的な投資方針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方針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。

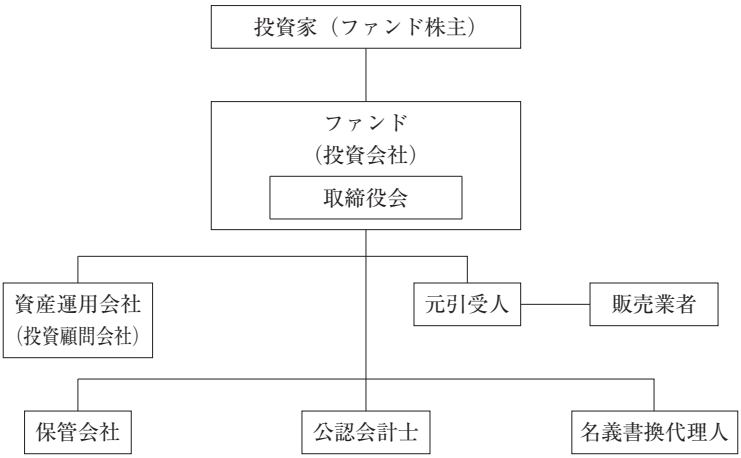
また取締役会によって選定された名義書換代理人（トランスファー・エージェント）が，株主口座の保有記録の維持，新株の発行，配当の計算とその投資家への支払，株主口座明細書や連邦所得税情報の発送，償還株式の消却等を行う。アメリカの投信の運営において，このトランスファー・エージェントの果す役割は大きい。

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り，毎年新規参入がある一方で退出する会社もある。会社数は最近５年では平均約814社である。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

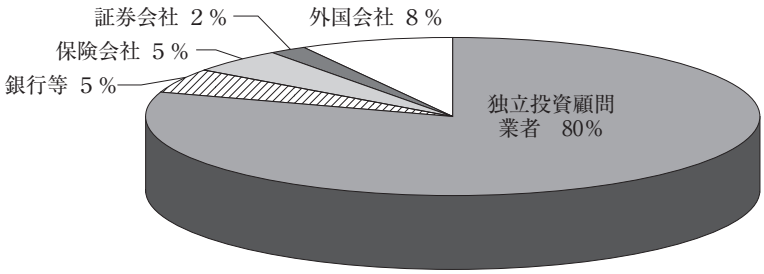


米国投信運用ビジネスへの参画状況

	新規参入会社数	退出会社数	年末現在参加会社数
2013	82	50	823
2014	79	29	873
2015	54	48	879
2016	51	77	853
2017	42	47	848
2018	44	43	849
2019	42	64	827
2020	34	56	805
2021	58	38	825
2022	44	54	815
2023	30	48	797

〔出所〕 ICI, *2024 Investment Company Fact Book.*

米国投信運用会社の母体別内訳（2023年末現在）



〔出所〕 *ICI, 2024 Investment Company Fact Book.*

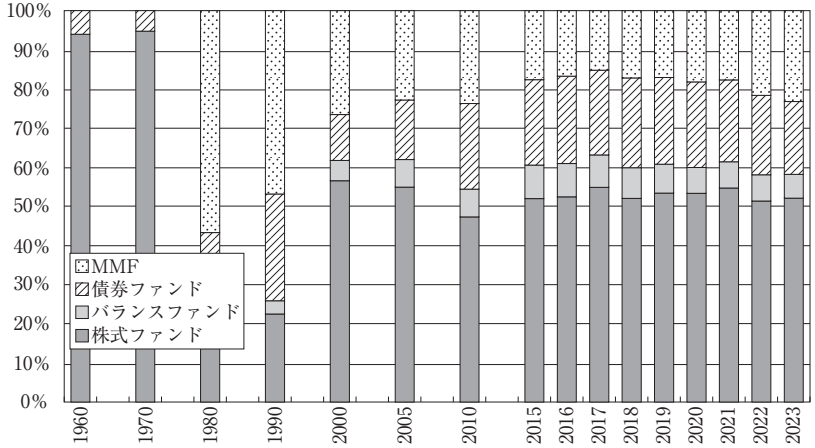
5．商　品　ミューチュアル・ファンドの種類は，大きく分けると株式ファンド，債券ファンド，バランスファンド，MMF の４つに分類される。この商品バラエティが整ったのは MMF が開発された1970年代である。それ以前は株式ファンドと長期債ファンド（およびそのバランスファンド）しかなかったから，投信は金利上昇時にパフォーマンスが低下する（株式も長期債も金利上昇時には価格が下落する傾向がある）という弱みを持っていた。しかし金利上昇に連動してパフォーマンスが向上する MMF の登場により，投資家が選択できる投信の商品の幅が広がった。また MMF は株式市況急変時等に投資家資金の一時待機の受け皿となって，以前のように銀行預金に資金が流出する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。例えば，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 のシェアが約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約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，今日まで株式ファンドのシェアは，ほぼ５割以上となっている。MMF については，2008年のサブプライム・ローン破綻を契機とした株価下落（リーマン・ショック）から安全資産への回帰の動きをうけて増加したものの，その後は減少を続けた。近年は，金利上昇を背景に残高が増加している。一方，2022年以降，債券ファンドの残高は減少している。

2023年末の商品種類別残高状況は右表の通りである。株式ファンドについては投信全体の52.1％を占めており，このうち外国株に投資する「世界株式型」が，株式ファンド全体の22.3％（投信全体の11.6％）を占めている。

商品について特筆すべきは，ETF の上場数及び残高の堅調な増加である。アメリカにおいては1993年にスタートした ETF は，2023年末現在で3,108本のファンドが上場され，その残高は８兆854億ドルに達している。ファンドの種類も，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。また，連動対象となる指標が存在せず，ベンチマークを上回る成果を目指すアクティブ ETF の残高が増加している。

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



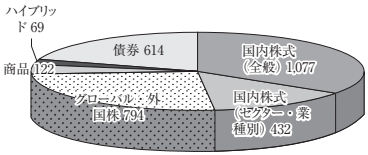
〔注〕　上図においてMMFは1980年から，バランスファンドは1990年から独立分類表示。
〔出所〕　このページの図表すべてICI, 2024 Investment Company Fact Bookより作成。

2023年末の商品種類別残高（除くETF）の内訳

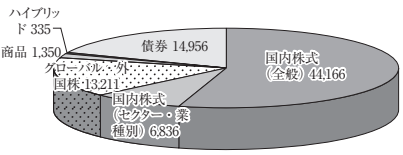
大分類	残高（十億ドル）	大分類構成比	中分類	残高（十億ドル）	中分類構成比
株式ファンド	13,305	52.1%	値上がり追求株式型	2,762	10.8%
			トータルリターン型	7,571	29.7%
			世界株式型	2,971	11.6%
バランスファンド	1,550	6.1%	ハイブリッド型	1,550	6.1%
債券ファンド	4,744	18.6%	投資適格社債型	2,263	8.9%
			ハイイールド債型	322	1.3%
			世界債券型	491	1.9%
			政府債型	361	1.4%
			マルチセクター型	554	2.2%
			地方債型	754	3.0%
MMF	5,919	23.2%	課税債型	5,796	22.7%
			非課税債型	124	0.5%
合　　計	25,519	100.0%	合　　計	25,519	100.0%

ETFの本数と金額（2023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（多数の投資会社の多様な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。近年では，ロボアドバイザーの普及が進んでいる。これは，投資家に対しオンラインを利用して保有資産やリスク許容度，投資目標等の顧客情報を基に，最適なポートフォリオを構築し，対象商品の購入まで提供するサービスである。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に関する複数回答のアンケートが右の中段の表である。2023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73％あるが，それ以外の経路で投信を購入した家計も70％に達する。投資専門家経由が46％，直接販売が28％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。家計の主たる投信購入経路は右の下段の表である。2023年では雇用者退職給付制度がトップで56% 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14％，直接販売の中では投信会社の直販が７％であった。

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2000年以降拡大しており，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2023年に92%に達している。

米国の投信販売方法の歴史的変化

	販売主体	販売方式	販売担当者（FA）の投信営業手法	手数料収受方法
60年代	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収受
70年代	証券会社の投信販売意欲減退→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	銀行が参加	401(k)プラン外交本格化		ファンドから残高に対するフィー（12b-1フィー）を収受する方式が始まる
90年代	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	資産管理型営業へ変化	
00年代	個人相手の投資顧問業者など独立FAが増加		ゴールベース（顧客の目標達成）アプローチの普及	顧客から預かり資産に対するフィーを別途収受の方向へ→ファンドはノーロード化
10年代～20年代		ロボアドの成長		00年代の動きが加速

〔出所〕　杉田浩治，「世界のオープンエンド投信一〇〇年の軌跡と今後の展開」，『証券レビュー』第64巻第５号，pp.97-116

投信を保有する家計の購入経路（複数回答，％）

	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
雇用者退職給付制度経由	81	81	80	82	83	81	73	73
雇用者退職給付制度以外	63	64	63	65	63	66	72	70
投資専門家（合計）	50	50	49	50	47	51	48	46
フルサービス・ブローカー	27	26	27	26	26	29	20	19
独立ファイナンシャル・プランナー	26	26	24	28	22	28	24	23
銀行・貯蓄金融機関	19	18	19	21	17	18	13	12
保険会社	10	11	10	9	9	8	6	5
会計士	6	6	7	7	7	6	3	3
直接販売（合計）	34	36	33	32	31	35	28	28
投信会社の直販	20	20	19	19	16	18	18	17
ディスカウント・ブローカー	22	24	22	21	21	24	14	15

〔出所〕　*ICI, "Profile of Mutual Fund Shareholders" 2016-2023，2021年までと2022年以降でサンプリング手法が異なる*

家計の主たる投信購入経路（%）

	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
雇用者退職給付制度	61	60	62	63	59	61	55	56
投資専門家（合計）	27	28	27	27	29	29	32	31
フルサービス・ブローカー	9	8	9	9	12	10	10	11
独立ファイナンシャル・プランナー	10	11	10	10	8	12	16	14
銀行・貯蓄金融機関	6	6	5	6	6	5	5	5
保険会社	1	2	2	1	2	1	1	1
会計士	1	1	1	1	1	1	0	0
直接販売（合計）	12	12	11	10	12	10	13	13
投信会社の直販	5	4	5	4	5	3	7	7
ディスカウント・ブローカー	7	8	6	6	7	7	6	6

〔出所〕　*ICI, "Profile of Mutual Fund Shareholders" 2016-2023，2021年までと2022年以降でサンプリング手法が異なる*

7．運　用　アメリカの投信の運用は法令（投資会社法，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。

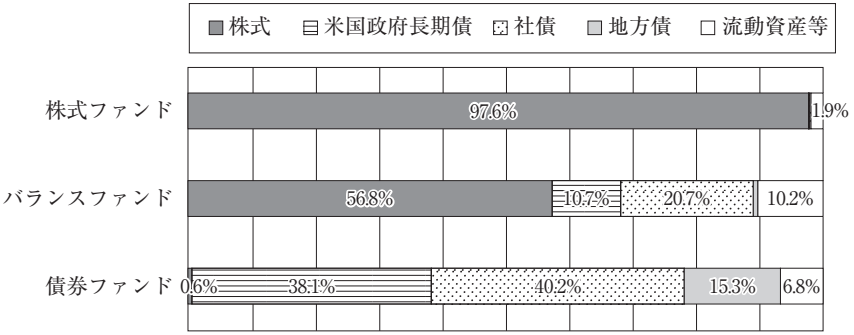
法令で規定している投資制限としては，投資会社法上の分散型投資会社について純資産のうち少なくとも75%の部分につき，1発行会社の発行証券への投資がファンド純資産の5%を超えないこと，1発行会社の議決権証券の10%を超えて保有しないことといった制限がある。またSEC規則の中には，例えばファンドの名称と投資方針の整合性を求める規則（Names Rule）があり，特定の資産に投資することを示すファンド名（産業名，地域・国名など）を用いた場合には，その資産に80%以上を投資することが求められる。一方，MMFについては，保有資産の加重平均残存期間を60日以内とする，組入れ証券を高格付けのものに限定する，フ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，例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。

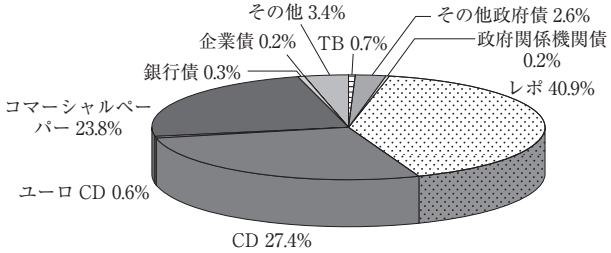
また，アメリカの証券・金融市場における投信の地位は右下図の通りである。株式については全体の33%を広義の投信が保有しており，4半世紀前（1988年）の7%弱にくらべ4倍以上に拡大している。アメリカでは，かつてドラッカーが70年代の名著『見えざる革命』のなかで「年金基金が米国経済の資本を支配する」と指摘していたが，現在では極言すれば「投信資本主義」ともいうべき様相を呈している。CP（コマーシャル・ペーパー）についてもMMF中心に投信が発行残高の22%を保有している。2008年9月に一部のMMFが元本割れを起こした際に政府が直ちにMMFの元本保証制度を導入したのも，MMFが決済手段に使われている商品ということのほかに，MMFから資金が流出すると短期金融市場に混乱が生じることを懸念した結果であるとみられている。

長期ファンドの資産構成（2023年末）

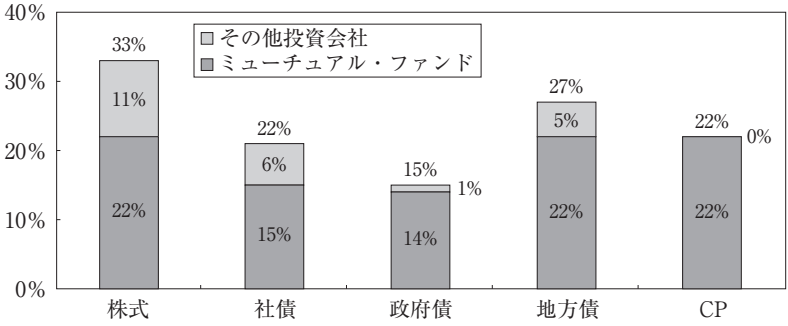


〔出所〕　このページの図はすべて *ICI, 2024 Investment Company Fact Book.* より作成

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（2023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（%）・2023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）。

⑴　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2007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2008年11月に最終案を採択した。2009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。

⑵　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よく，MMF は組入れ銘柄の記載を省略してもよい（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

㈠　ファンドの投資目的
㈡　手数料・報酬の一覧表（ポートフォリオ回転率を付記）
㈢　投資戦略・リスク・パフォーマンス
㈣　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）
㈤　購入・売却方法，税制
㈥　投信会社から販売会社への報酬支払いに関する記述

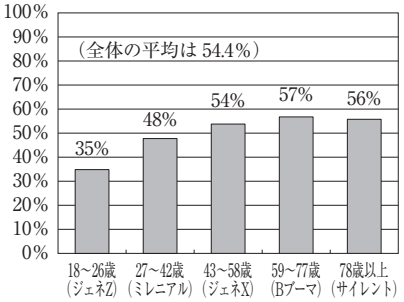
9．保有者像　FRB（連邦準備制度理事会）の資金循環統計により，2023年末の投信の保有者構成を見ると，長期ファンド（株式ファンド，債券ファンド，バランスファンド）については，個人57%，私的年金（401(k)を含む）26%，金融法人８%，事業法人２%，その他合計で８%となっている。個人中心であって法人の保有は少ないことが分かる。一方，MMF については個人65%，私的年金３%，金融法人２%，事業法人14%，その他15%となっており，事業法人の余裕資金運用の対象としても活用されていることが窺える。

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，2023年現在で54.4%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40数年間に９倍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。2023年末の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，中央値），年齢は54歳，年収100,000ドル，保有金融資産は225,000ドル，３本のファンドを持っており，その保有額は125,000ドルであった。保有者のうち42%が2000年より前に初めて投信を購入しており，64% が雇用者退職給付制度（employer-sponsored retirement plan）を通じて初めて投信を購入したという。

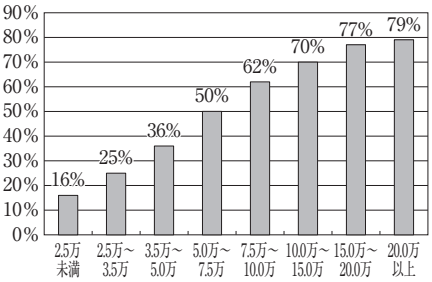
項目別に見ていくと，年齢別保有率では59～77歳のいわゆるベビーブーマー層で57%が投信を保有しており，次いで78歳以上が（56%），43～58歳（54%）となっている。日本では相対的に高齢者の保有率が高いことと比べると，アメリカでは中高年層で多く保有されているといえる。次に投信保有者の金融資産保有額（投信を含む）を見ると，25万ドル以上の層が49%を占めているが，10万～25万ドル未満が20%，５万～10万ドル未満が12%，５万ドル未満の層も19%を占めており，投信は主に中堅資産家層によって保有されていると見られる。そして，投信の購入目的は「退職に備えて」が９割を超えており，購入目的は非常に明確である。

年齢別投信保有率



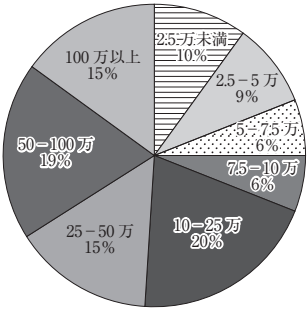
〔出所〕 ICI, *2024 Investment Company Fact Book.*

世帯年収別投信保有率（金額はドル）



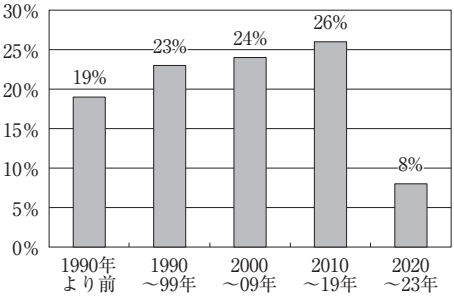
〔出所〕 ICI, *Ownership of Mutual Funds and Shareholder, 2024*

投信保有者の金融資産保有額（ドル）



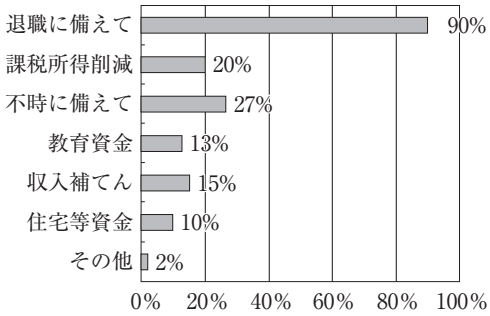
〔出所〕 ICI, *Profile of Mutual Fund Shareholders, 2023*

初めて投信を購入した時期



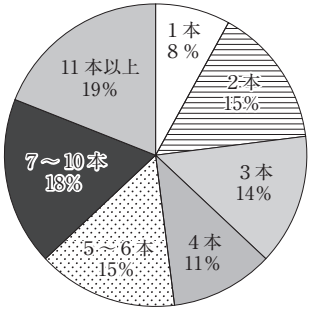
〔出所〕 ICI, *Profile of Mutual Fund Shareholders, 2023*

投信の購入目的



〔出所〕 ICI, *Profile of Mutual Fund Shareholders, 2023* から筆者が計算

保有しているファンド数



〔出所〕 ICI, *Profile of Mutual Fund Shareholders, 2023*

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2023年には10.6兆ドルへ約22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13.6兆ドルへ約56倍に拡大した。

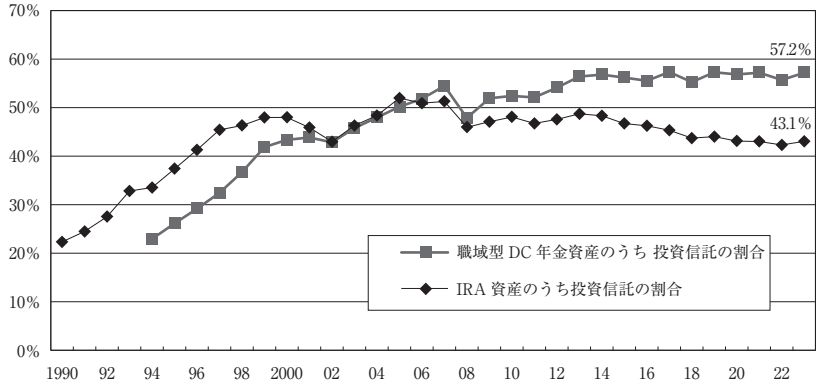
長期・分散投資を特長とする投信は，超長期で運用するこの確定拠出（DC）年金に適した投資対象であり，特に1990年代以降，市場シェア（DC 年金資産残高のうち投信により運用されている割合）を高めてきた。1990年から2023年にかけて，IRA 市場における投信のシェアは22％から43％へ，また職域型 DC 年金市場においては投信のシェアが1994年の23％から57％へ拡大した。

この結果，DC 年金プラン（公務員等のプランを含む）による投信保有額は2023年末に約11.9兆ドルに達し，米国投信全体の残高の約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。

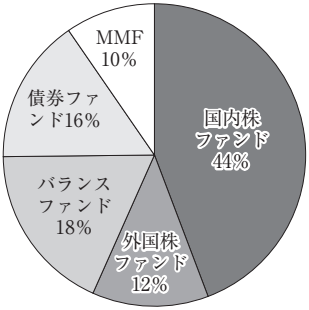
なお，職域型 DC 年金である401(k)については2006年に成立した年金保護法により，401(k)加入従業員の運用指示がなかった場合，「適格投資商品」（デフォルト・オプション）に投資しておけば，企業主など関係者は運用結果について受託者責任を問われないこととなった。そして米国労働省は2007年10月に「デフォルト・オプションをライフ・サイクル・ファンド（注参照），バランスファンド，投資顧問による運用勘定（SMA）の三つに限定する」規則を制定した。言い換えると適格投資商品の中に確定利付など元本安定商品を含めなかった。労働省はその理由を「401(k)プランの下での投資は長期であり，元本安定商品は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。）

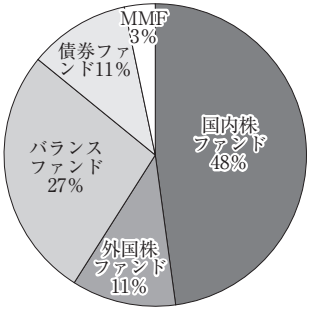
確定拠出（DC）年金資産のうち投資信託で運用されている割合



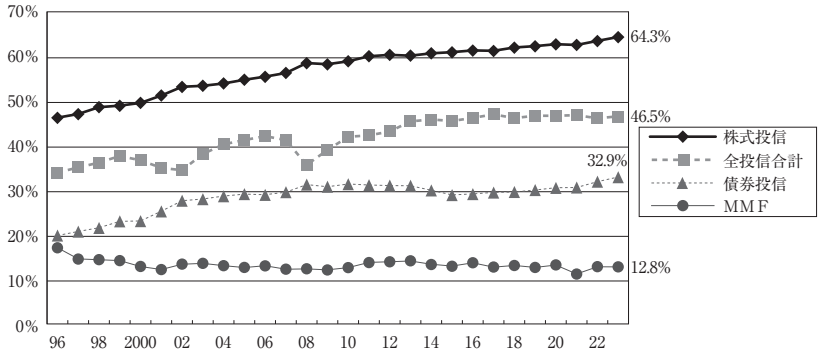
IRA 口座で保有されている投信の内訳（2023年末）



職域型 DC 口座で保有されている投信の内訳（2023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〕　このページの図はすべて ICI, *2024 Investment Company Fact Book.*より作成

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。アメリカでは，同様の取引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，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，1920年代後半にかけて証拠金取引が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

⑴　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。

⑵　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。

⑶　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，2000年代初頭のネットバブル崩壊や，2008年の世界的な金融危機の際には一時減少したものの，堅調な株式相場を背景に右肩上がりを続けており，2021年末には過去最高となる9,100億ドルを記録した。しかしながら，2022年末には，米国の金利上昇により，一転大幅に減少している。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。空売り残高（NYSE および NASDAQ の合計）は，株式市場の拡大を背景に増加しており，2022年末には両取引所合計で過去最高となる282億株となっている。

なお，2022年７月における日本証券業協会の外国上場株式の信用取引にかかるルール整備以降，日本国内の証券会社は，上記証拠金取引の枠組みとは別に，日本の一般投資家（顧客）を相手に信用供与を行う米国株信用取引のサービス提供を次々開始している。

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 NYSE (B)	上場株式時価総額 NASDAQ (C)	(A)／(B)＋(C)	信用買い残高 (D)（東証）	上場株式時価総額(E)（東証）	(D)／(E)
	億ドル	億ドル	億ドル	%	億円	十億円	%
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
2018	5,542	206,790	97,568	1.82	24,748	582,670	0.42
2019	5,792	210,840	130,020	1.69	22,189	672,505	0.32
2020	7,780	225,090	190,604	1.87	24,024	693,689	0.34
2021	9,100	239,910	245,571	1.87	33,553	753,020	0.44
2022	6,066	240,600	162,376	1.50	33,403	705,434	0.47
2023	7,007	255,650	234,147	1.43	36,160	867,406	0.41

（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
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
2018	16,200	8,515	24,715	464
2019	16,543	9,238	25,781	533
2020	13,574	9,974	23,548	414
2021	13,989	11,230	25,219	353
2022	15,648	12,650	28,298	383
2023	15,278	12,375	27,653	321

〔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に際して，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，投資証券等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，２営業日目（Ｔ＋１）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，３営業日目（Ｔ＋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。

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	55	n/a	*
1937　11. 1	40	n/a	50
1945　2. 5	50	n/a	50
7. 5	75	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	70	n/a	70
1958　1.16	50	n/a	50
8. 5	70	n/a	70
10.16	90	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	60	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年台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たことから，残高は徐々に減少し，2023年末に313億ドルまで落ち込んだものの，2023年末は478億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，わが国にあるような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
2013	63,255
2014	74,387
2015	41,925
2016	50,774
2017	65,603
2018	55,804
2019	46,131
2020	47,309
2021	64,587
2022	31,300
2023	47,867

〔出所〕FRB *quarterly 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禁止などの措置を講じた。

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。

SEC は空売り取引データに関する情報の報告・開示を機関投資家に義務付ける新たな規制を2023年10月に導入している。

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，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，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，すべての売注文に，「long」(注１)「short」「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）
（注３）　上記以外に一定水準以上の空売りポジションの報告を義務づける規制が存在する。

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段階の税率が上乗せされるとともに，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

	最低税率（%）	最高税率（%）	段階
～1981	14	70	15
1982	12	50	12
1983	11	50	13
1984	11	50	14
1987	11	38.5	5
1988	15	28	2
1991	15	31	3
1993	15	39.6	5
2001	10	39.1	6
2002	10	38.6	6
2003	10	35	6
2013	10	39.6	7
2018～	10	37	7

（注）　1）現行は10%，12%，22%，24%，32%，35%，37%の７段階である。これに加えて地方所得税を課す州・地方政府が存在する。
　　2）課税年度の途中で新しい税制が施行されている年も存在する。
〔出所〕　財務省ホームページより作成。

税収等構成比の推移　（単位：百万ドル）

年度	個人所得税	法人所得税	社会保険等	個別消費税	その他	合計
2016	1,546,075	299,571	1,115,065	95,026	212,228	3,267,965
2017	1,587,120	297,048	1,161,897	83,823	186,296	3,316,184
2018	1,683,538	204,733	1,170,701	94,986	175,949	3,329,907
2019	1,717,857	230,245	1,243,113	98,914	173,235	3,463,364
2020	1,608,663	211,845	1,309,955	86,780	203,921	3,421,164
2021	2,044,377	371,831	1,314,088	75,274	241,541	4,047,111
2022	2,632,146	424,865	1,483,527	87,728	269,073	4,897,339
2023	2,176,481	419,584	1,614,456	75,802	154,624	4,440,947
2024	2,503,366	612,781	1,720,543	99,715	145,141	5,081,546
2025	2,679,224	668,080	1,896,817	109,896	130,931	5,484,948

（注）　2024年度と2025年度は推定値。
〔出所〕　Office of Manegement 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。1982年のレーガン政権の下で，増税策の一環として1982年課税の公平と財政責任法（Tax Equity and Fiscal Responsibility Act of 1982：TEFRA）により，1983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1984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1984年時点では20％であったが，2024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，時の経過とともに利子として所得に含める必要がある。

なお支払利息に関しては，私的利息は調整総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，投資目的の財産の取得に伴う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）	・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）	2018年１月１日より原則として一律21％
非課税措置	・州債および地方債の受取利子 ・教育貯蓄債券の受取利子	

（注）　閾値（単身者20万ドル，夫婦合算25万ドル）を超える総所得がある場合，純投資所得税（3.8％）も課される。

〔出所〕　IRSホームページ及び財務省ホームページより作成。

利子所得課税の状況

年	課税利子		非課税利子	
	申告数 （単位：千）	金額 （単位：百万ドル）	申告数 （単位：千）	金額 （単位：百万ドル）
2003	59,459	127,160	4,525	53,750
2004	57,606	125,474	4,417	52,032
2005	59,249	162,433	4,498	57,694
2006	62,401	222,707	6,039	72,971
2007	64,505	268,058	6,322	79,351
2008	62,450	223,291	6,453	79,822
2009	57,811	168,001	6,256	73,574
2010	55,130	139,611	6,103	75,163
2011	52,067	120,112	5,988	72,995
2012	47,973	111,790	5,955	71,066
2013	44,921	100,649	5,987	68,100
2014	43,334	93,894	5,800	62,474
2015	42,637	95,881	5,827	61,871
2016	42,583	96,640	6,069	60,653
2017	44,193	106,055	6,163	60,059
2018	46,559	128,583	6,286	60,224
2019	48,676	153,253	6,242	61,575
2020	48,346	127,376	6,480	59,449
2021	48,990	103,535	6,569	55,518
2022	49,737	133,597	6,893	55,568

〔出所〕　SOI Tax Stats - Individual income tax returns complete report（Publication 1304）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年雇用と成長のための減税調整法（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年増税防止調整法（Tax Increase Prevention and Reconciliation Act of 2005），及び2010年減税・失業保険再授権・雇用創出法（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（申告分離課税）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。

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外国法人（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。なお，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	・適格配当は0，15，20％の段階課税（申告分離課税） ・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）	2018年１月１日より原則として一律21％
二重課税調整措置	なし （1986年以前には受取配当を100ドルまで所得控除可能）	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）

（注）　1）給与所得等，配当所得及び長期キャピタルゲインの順に所得を積み上げて，それぞれの所得ごとに適用税率が決定される。
　　2）閾値（単身者20万ドル，夫婦合算25万ドル）を超える総所得がある場合，純投資所得税（3.8％）も課される。

〔出所〕　IRSホームページ及び財務省ホームページより作成。

配当所得課税の状況

年	通常配当		適格配当	
	申告数（単位：千）	金額（単位：百万ドル）	申告数（単位：千）	金額（単位：百万ドル）
2012	27,975	260,393	25,491	204,402
2013	27,688	214,973	25,494	158,069
2014	27,652	254,702	25,702	192,448
2015	27,607	260,253	25,756	203,188
2016	27,470	254,065	25,630	202,034
2017	28,171	282,336	26,216	216,847
2018	28,702	321,070	26,626	243,746
2019	28,980	331,791	26,758	248,191
2020	31,087	327,877	29,013	260,244
2021	32,247	386,961	30,525	295,906
2022	32,853	412,321	30,737	313,231

〔出所〕　SOI Tax Stats - Individual income tax returns complete report（Publication 1304）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年雇用と成長のための減税調整法（Jobs and Growth Tax Relief Reconciliation Act of 2003）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年増税防止調整法（Tax Increase Prevention and Reconciliation Act of 2005），及び2010年減税・失業保険再授権・雇用創出法（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（申告分離課税）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，夫婦合算申告者は年間3000ドル（夫婦個別申告者は年間1500ドル）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。

キャピタル・ゲインに対する課税

	個　　人	法　　人
課税関係	・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（申告分離課税） ・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	2018年１月１日より原則として一律21％
ロスの取扱い	・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	・キャピタル・ゲインからのみ控除可能 ・控除不足額は３年の繰戻し及び５年の繰越しが可能
非課税措置	適格小規模法人株式に対する優遇措置	

（注）　１）給与所得等，配当所得及び長期キャピタルゲインの順に所得を積み上げて，それぞれの所得ごとに適用税率が決定される。
　　２）閾値（単身者20万ドル，夫婦合算25万ドル）を超える総所得がある場合，純投資所得税（3.8％）も課される。
〔出所〕　IRSホームページ及び財務省ホームページより作成。

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（単位：千）	金額（単位：百万ドル）	申告数（単位：千）	金額（単位：百万ドル）
2012	9,762	644,857	10,480	24,186
2013	11,531	504,323	9,009	20,909
2014	12,595	705,008	7,595	17,620
2015	15,998	725,161	8,280	18,646
2016	14,988	641,101	9,054	20,126
2017	17,928	871,266	7,471	16,779
2018	17,616	943,964	7,810	17,106
2019	13,899	869,753	7,806	16,266
2020	15,919	1,137,020	9,165	19,311
2021	20,497	2,048,795	8,074	16,242

〔出所〕　SOI Tax Stats - Individual income tax returns complete report（Publication 1304）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年税制改革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。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る。なお，金融資産証券化投資信託に関する規則は2005年１月１日をもって廃止されている（この廃止は，金融資産証券化投資信託が発行した通常持分が当初の条件に従って未払いのままである限り，2004年10月22日時点で存在する金融資産証券化投資信託には適用されない)。

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）
①内国法人であること 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 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 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 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によって表されること 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 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 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	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 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 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 ④信託の総所得の75％以上が不動産から得られること 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 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 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

REMICに対する主な要件

① REMIC として扱われることを選択すること ②全ての持分が通常持分か残余持分で構成されること ③残余持分が一種類であること 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 ⑤課税年度が暦年であること

〔出所〕 *Internal Revenue Code*及び本庄資『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（Individual Retirement Account：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 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，1981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，1986年税制改革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1985年の382億ドルから改革後の1987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（経済成長及び減税調整法）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，2023年は6,500ドル，2024年は7,000ドルとなっている。

退職資産残高の推移　（単位：10億ドル）

年	IRA	DCプラン[1]	うち401(k)	民間DBプラン	州地方政府DBプラン	連邦政府DBプラン[2]	生命保険年金[3]	合計
2014	7,292	6,502	4,406	3,003	3,730	1,445	2,033	24,004
2015	7,477	6,457	4,377	2,861	3,680	1,519	2,045	24,040
2016	8,015	6,915	4,741	2,935	3,821	1,603	2,134	25,424
2017	9,439	7,906	5,486	3,238	4,307	1,695	2,296	28,881
2018	9,135	7,555	5,207	2,934	4,094	1,796	2,131	27,645
2019	10,949	8,927	6,256	3,313	4,721	1,910	2,357	32,176
2020	12,661	9,968	7,033	3,476	5,214	2,011	2,476	35,808
2021	14,460[e]	11,129	7,899	3,518	5,873	2,182	2,559	39,720
2022	11,950[e]	9,216	6,435	2,776	5,331	2,414	2,224	33,911
2023	13,556[e]	10,565	7,410	3,042	5,715	2,668	2,356	37,903

（注）　1）民間企業提供のDCプラン，403(b)プラン，457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，the Foreign Service Retirement and Disability Fund による財務省証券保有を含む。
3）退職金制度やIRA以外で保有されるすべての固定年金と変動年金を含む。
4）e は推定値。

〔出所〕　Investment Company Institute, *The US Retirement Market, Second Quarter 2024*, より作成。

IRA の概要

	伝統的 IRA	Roth IRA
課税上の扱い	EET型（拠出時非課税－運用時非課税－給付時課税）	TEE型（拠出時課税－運用時非課税－給付時非課税）
拠出方式	個人	個人
受給開始年齢	59.5歳	59.5歳以上でない場合は非適格
拠出時の課税	・年7,000ドルまで又は年間給与等の低い方 ・50歳以上の加入者は年1,000ドルのキャッチアップ拠出が可能 ・IRA については，他に企業年金に加入している場合は所得控除の上限額が所得に応じて減少・消失 ・Roth IRA については，所得に応じて上限額が減少・消失	
未使用枠の繰越し	不可	
給付時の課税	・全額課税 ・72歳到達から最低引出義務の適用（開始日は72歳に到達した年の翌年の４月１日）	非課税（口座開設から５年以上経過している場合）

（注）　最低引出義務の年齢は，2022年12月31日以降に72歳になる場合は73歳。

〔出所〕　IRSホームページより作成。

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（Defined Benefit：DB）と確定拠出型年金（Defined Contribution：DC）に分かれるが，後者の代表である401（ｋ）プランは，DC 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）」であることからわかるように，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，やはり伝統的 IRA と同様に，加入者は72歳（2022年12月31日以降に72歳になる場合は73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という，最低引出義務（Required Minimum Distribution：RMD）の適用がある。

401（ｋ）プランについては，2001年に拠出限度額の段階的引き上げ，50歳以上の加入者によるキャッチアップ拠出の新設，ロス IRA と同様な仕組みの「ロス401（ｋ）」の導入（2006年以降）などの改正が行われている。また，2024年の被用者の拠出限度額は2.3万ドル，キャッチアップ拠出の限度額は7,500ドル，事業主拠出の限度額は被用者拠出と合わせて6.9万ドルである。

401（ｋ）プランに代表される DC の主な特徴としては，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，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1980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）プラン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1985年の1,439億ドルから2023年には７兆4,100億ドルへと膨れ上がっている。

401（k）プランの概要

課税上の扱い	EET型（拠出時非課税－運用時非課税－給付時課税）
拠出方式	事業主，被用者
受給開始年齢	59.5歳
拠出時の扱い	・被用者は年2.3万ドル又は年間給与等の低い方まで所得控除 ・事業主の拠出は，被用者拠出と合計で年6.9万ドルまで ・事業主の拠出は，総報酬の25％まで損金算入 ・50歳以上の加入者は年7,500ドルのキャッチアップ拠出が可能
未使用枠の繰越し	不可
給付時の扱い	72歳到達または退職の遅い方から最低引出義務の適用（開始日は72歳に到達した年または退職の年の翌年の４月１日）

（注）　最低引出義務の年齢は，2022年12月31日以降に72歳になる場合は73歳。
〔出所〕　IRS ホームページより作成。

401（k）プランの平均的資産構成（総資産に占める割合）

年	株式ファンド	法人株式	バランスファンド	債券ファンド	GIC 等	MMF
2007	48%	11%	15%	8%	11%	4%
2008	37%	10%	15%	12%	15%	7%
2009	41%	9%	17%	11%	12%	5%
2010	42%	8%	18%	12%	10%	4%
2011	39%	8%	21%	12%	11%	4%
2012	39%	7%	22%	12%	10%	4%
2013	44%	7%	23%	9%	7%	4%
2014	43%	7%	25%	8%	6%	4%
2015	43%	7%	26%	8%	6%	4%
2016	44%	6%	27%	8%	6%	3%
2017	40%	4%	30%	8%	6%	2%
2018	39%	5%	31%	8%	6%	2%
2019	42%	5%	34%	8%	7%	1%
2020	42%	4%	35%	9%	6%	1%
2021	41%	3%	40%	7%	7%	(*)
2022	38%	4%	41%	7%	8%	1%

（注）（*）は0.5％未満。
〔出所〕　EBRI, *Issue Brief* , April 30, 2024, No.606などより作成。

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, Determinable, Annual, or Periodical Income）に区分される。前者については米国市民及び米国居住外国人と同様に課税され，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FromW-8BENを提出しなかった場合は，30％あるいはセクション3406に基づく率で源泉徴収される。また，FromW-8BENには原則として，社会保障庁（SSA）が発行する社会保障番号（Social Security Number：SSN）あるいは内国歳入庁（IRS）が発行する個人納税者番号（Individual Taxpayer Identification Number：ITIN）を記載する。

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2019年８月30日に日米租税条約を改正する議定書（以下，改正議定書）に係る批准書が日米政府間で交換され，改正議定書が発効した。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。

Fixed, Determinable, Annual, or Periodical Income の例

・個人的なサービスに対する報酬（コミッションや公演の総収入など）
・配当
・利子
・発行差金
・年金
・不動産売却益以外の賃料などの不動産収入
・ロイヤルティ
・奨学金とフェローシップ
・特定のギャンブルゲームからの賞金
・米国で展示された絵画に対して非居住外国人アーティストに授与された賞金
・米国での賞金付き試合に対して非居住外国人ボクサーに支払われた賞金
・米国でのゴルフトーナメントで非居住外国人プロゴルファーに授与された賞金

〔出所〕IRSホームページより作成。

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―・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
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
2018	20,679.5	9,756.8	30,436.3
2019	24,096.8	13,002.0	37,098.8
2020	24,492.6(注)	19,335.2(注)	43,827.8
2021	27,686.9	24,557.1	52,244.0
2022	22,766.0	16,237.6	39,003.6
2023	25,564.7	23,414.7	48,979.4

（注）　2020年12月のデータ入手不能のため2021年１月の数字。
〔出所〕　World Federation of Exchanges

証券取引所の比較（取引）

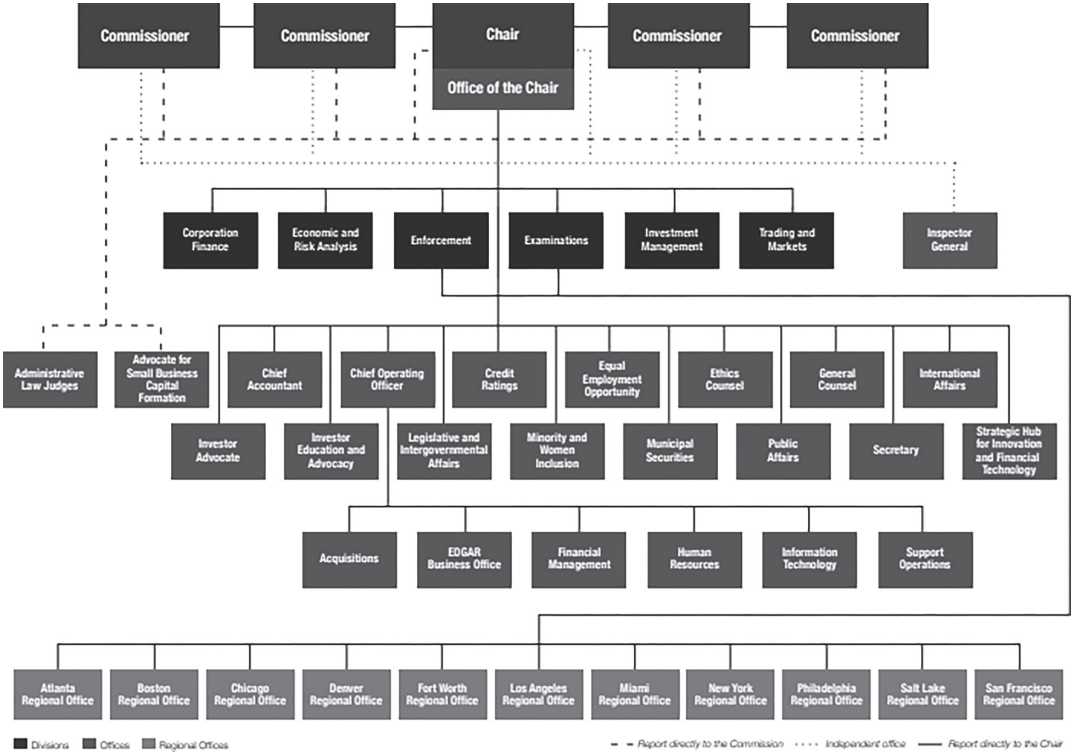
（100万株）（10億ドル）

	NYSE		NASDAQ	
暦年	取引株数	取引金額	取引株数	取引金額
2009	1,420,980	27,997	424,745	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
2018	912,322	37,584	565,173	30,407
2019	896,773	34,756	541,092	27,375
2020	1,245,381	44,481	1,015,287	50,345
2021	1,113,121	51,734	1,291,449	62,259
2022	1,155,351	48,611	1,246,602	60,114
2023	1,013,238	43,512	1,269,184	56,513

〔出所〕　SIFMA *FACT BOOK* 2024

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６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（Divison 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ー分析を 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。第６に，審査部（Division of 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。

SEC の組織図



〔出所〕 SEC, Agency Financial Report Fiscal Year 2023.

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使途，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，販売圧力が低い場合，または合理的な投資判断が可能であると類型的に考えられる場合には，費用のかかる証券法の登録・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 により，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 circular）を利用して募集することが可能となっている。レギュレーション A の下では，募集の種類はそれぞれ証券発行額の上限等が異なる二区分（Tier１（上限2000万ドル）・Tier２（同7500万ドル））に分かれる。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。これらの者以外の間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，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。私募市場の発展を促進するための Rule 144A の制定により，適格機関投資家間では，Rule144の制約なく私募証券の転売が認められ，主に債券の発行に用いられている。第４はレギュレーション D と呼ばれる，最も一般的な適用除外取引である。レギュレーション D は，自衛能力のある投資家（accredited investors）に該当するものとして，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等を例示し（Rule501），Rule504では証券発行額の上限を1000万ドルとし，12ヵ月以内に投資家に販売を行う場合の適用除外を定め，私募免除に関する Rule506では一定の条件の下，自衛能力のある投資家及び35名以内の洗練された投資家（sophisticated investors）を対象とする場合の適用除外を定める。自衛力認定投資家を対象とする Rule506(b)による調達額は，近年拡大傾向にある。いずれの場合も D 様式による届出書を SEC に提出することが必要となる。

私募の実績（金額および件数）

	金額（10億ドル）			件数		
暦年	負債証券	持分証券	合計	負債証券	持分証券	合計
2009	157.9	8.2	166.1	495	523	1,018
2010	140.3	27.2	167.5	536	652	1,188
2011	114.4	25.9	140.3	482	547	1,029
2012	135.1	13.4	148.5	500	347	847
2013	132.2	45.4	177.6	549	206	755
2014	130.9	7.8	138.7	491	127	618
2015	139.7	12.0	151.7	483	192	675
2016	132.9	19.2	152.1	460	248	708
2017	221.1	14.2	235.3	601	102	703
2018	213.0	12.3	225.3	580	42	622
2019	283.0	20.3	303.3	652	57	709
2020	313.6	15.8	329.4	646	55	701
2021	415.1	18.3	433.4	809	35	844
2022	176.3	6.9	183.2	474	21	495
2023	162.0	5.6	167.6	403	23	426

〔出所〕 SIFMA *FACT BOOK* 2024

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；EDGAR）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期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う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，実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，誘因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公正さ等を根拠に，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）

弁護士事務所の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ー・アクセス（proxy access）が注目されてきた（近時の提案状況につき右図参照）。**（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（ウイリアムズ法）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，対象会社の株主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。

Russell 3000を構成する会社における株主提案数・株主提案内容

株主提案内容	2019	2020	2021	2022	2023
ガバナンス関連	228	245	251	199	161
報酬関連	42	43	38	29	60
環境関連	63	74	79	135	128
社会関連	190	156	194	228	239
環境・社会両者に関連	72	65	46	26	20
反ESG	14	15	21	43	74
合計	609	598	629	660	682

（注）　1月1日から5月31日までに開催された総会の集計
〔出所〕　ISS Corporate Solutions

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，公開買付期間中，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，1946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

違反類型	2022		2023	
	件数	比率	件数	比率
ブローカー・ディーラー	132	17%	140	18%
登録義務	129	17%	121	15%
海外腐敗行為防止法	6	1%	11	1%
インサイダー取引	43	6%	32	4%
投資顧問・投資会社	174	23%	139	18%
自主規制機関・取引所	1	0%	5	1%
発行体の報告 / 監査・会計	91	12%	107	14%
相場操縦	35	5%	24	3%
その他（Miscellaneous）	6	1%	23	3%
NRSRO	1	0%	4	1%
公共債不正行為	20	3%	6	1%
証券募集	113	15%	167	21%
トランスファー・エージェント	9	1%	5	1%
合計	760	100%	784	100%

〔出所〕 Addentum to Division of Enforcement Press release FY2022 & FY2023

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〔2019〕,『アメリカ証券取引法入門（改訂版）』154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〔2019〕,『アメリカ証券取引法入門（改訂版）』152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)，(l)）。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），② SEC 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，対応が不充分であれば，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・アドバイサーを雇用できる（Rule10A-3）。⑤ SEC 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連邦量刑ガイドダインの見直し、③民事訴追の出訴期限の延長

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）

① SEC による発行体資産の一時凍結権限の付与、② SEC 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（プロキシー・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・幇助（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（926条），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・ルールの導入
- 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，役員報酬ガバナンス・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
Regulation144A及びRegulationDの規則506の改正 ・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	・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。
クラウド・ファンディングに関する規制緩和 ・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100万ドル以下の場合に、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。	・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。
IPO登録申請書の提出に係る秘匿扱い制度のEGCへの適用 ・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。）	・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。
プレファイリング・マーケットの許可 ・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。	・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。
リサーチレポートの公表・配布の許可 ・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員と共に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。	・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。
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 ・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。	・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。
SOX法404（b）条の適用除外 ・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。	・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。
経営者報酬に係る開示義務の一部免除 ・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ドフランク法の報酬開示義務等（Say-on-pay等）を免除する。	・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。
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 ・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。	・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。
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 ・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。）	・未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。

〔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リー』Autumn 129頁

図説　アメリカの証券市場　2025年版

令和７年２月28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：https://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

ISBN 978-4-89032-556-6

ISBN978-4-89032-556-6
C3033 ¥2300E

定価（本体2300円+税）

Securities Market in the USA