昭和52年11月11日第三種郵便物認可　　2008年12月８日発行（偶数月第２月曜日発行）第1651号

証研レポート

No.1651

2008年12月

「貯蓄から投資へ」の動きとファイナンシャル・プランナー
坂下　　晃（１）

創刊から五〇年を迎えた証研レポート
中島　将隆（25）

ヘッジファンドが主役の新たな議決権売買
福本　　葵（39）

米国の空売り規制と住宅公社の救済
志馬　祥紀（55）

財団法人　日本証券経済研究所
大　阪　研　究　所

「貯蓄から投資へ」の動きとファイナンシャル・プランナー

坂下　晃

1　はじめに

一九九八年の日本版金融ビッグバン以降、規制緩和により銀行、証券等の金融機関相互間の垣根が低くなり同一金融商品が業態を超えて販売されるようになってきた。また、昨年施行された金融商品取引法では預金・保険以外の投資商品に業者横断的・包括的な規制を適用されることになった。

このような状況の中で、銀行・証券・保険等のリテールの現場においては各金融商品の特徴に精通し、ライフプランニング、税制にも詳しいファイナンシャル・プランナー（以下、「ＦＰ」という）の資格取得者が増加してきている。また、市場誘導ビジネスの一つの形態として、他業態、他社とのビジネスモデルが成り立つようになってきていることから[1]、二〇〇四年四月に証券仲介業（現金融商品仲介業）が導入されている。金融機関におけるＦＰの活用の実態とともに、仲介業におけるＦＰとのネットワーク化の進捗状況を把握することにより、我が国のＦＰの実態や課題を検討することは「貯蓄から投資へ」の動きを検証する一つの材料になるのではないかと考える。

このため、本稿ではＦＰとは何か、その実態と役割、課題等について本年一〇月に取りまとめた岡山商科大学の「ＦＰ個人」[2]と「金融機関に対するＦＰ実態調査」[3]の二種類の調査結果と昨年及び一昨年に実施されたＮＰＯ法人日本ファイナンシャル・プランナーズ協会（以下、「ＦＰ協会」という）の「会員ＦＰに対する実態調査」[4]及

び「金融機関に対するＦＰ活用実態調査」[5]の調査結果を基に、ＦＰ個人の実態と金融機関のＦＰ活用の実態を対比することを中心にして、検討を行うこととする。

ただ、岡山商科大学の実態調査では、直接お伺いして回答をお願いしたＦＰ個人や銀行、証券、信金では回収率が高いことから実態把握の正確性に貢献しているが、残念ながら直接お伺いできなかった所では、回収率が低く、調査の正確度にも問題を投じている。また、個別の調査項目でもロジカルではない回答も散見されたことをあらかじめお断りしておきたい。このため、出来れば今後とも調査を継続するとともに、調査項目の精度を上げ、回収率を向上させる工夫を検討したいと考えている。

また、実態調査の結果に基づいて多数のデータをグラフ化しているが膨大な量になるため、本稿では紙面の関係で省略したことをお断りする。

2　ファイナンシャル・プランナーについて

（1）ＦＰとは

ＦＰは、顧客のライフデザイン（生き方）とライフプラン（生涯生活設計）に合わせて、様々な金融商品すなわち預貯金、株式、保険、不動産、税金、年金、ローンといった幅広い分野に関する金融行動にアドバイスを行う業務である。具体的には、①顧客情報の収集、②顧客の金銭面での目的把握、③顧客のライフ・金銭面での問題点の把握、④書面での提案書の作成、⑤提案の実行、⑥結果の検証と調整という業務に従事する者である。

近年、我が国社会の急速な高齢化の進展や個人金融資産の増大、さらには金融・経済のグローバル化を背景にしてＦＰビジネスが増大してきている。顧客の資産運用ニーズに基づいてコンサルティングセールスを行う必要

性が高まったことがその背景にあると考えられる。最近では多くの銀行、証券、保険会社等の金融機関で、大卒新入社員に入社後数年以内にＦＰ資格の取得を奨励するのが一般化してきている。

（２）ＦＰ資格

①技能検定試験制度

職業能力開発促進法に基づく技能検定は、「労働者の有する技能を一定の基準によって検定し、これを公証する技能の国家検定制度」であり、労働者の技能と地位の向上を図ることを目的」とし、二〇〇二年より「顧客の資産に応じた貯蓄・投資等のプランの立案・相談に必要な技能の程度を検定」するため、ファイナンシャル・プランニング技能士（以下、「ＦＰ技能士」という）検定制度を新たに加えるとともに、（社）金融財政事情研究会とＦＰ協会が検定実施の指定機関として、厚生労働大臣から指定された。

国家試験としてのＦＰ技能士のこれまでの累積合格者は、一級技能士約一〇千人、二級技能士約一七四千人、三級技能士約二一四千人の合計約三九八千人にのぼっているが、更新が不要であり法制度、税制、社会保障制度をはじめ、変化する経済情勢に対応するためには継続的な知識の構築が不可欠であり、今後の課題と思われる。

②民間資格のＣＦＰ認定制度

Certified Financial Planner・サーティファイド　ファイナンシャル　プランナー（以下「ＣＦＰ」という）は、非営利法人CFP Boardが実施する民間資格で、教育基準の策定、資格審査試験の実施と資格認定、認定者登録と倫理規定・業務基準の策定等を目的として一九八五年に米国で設立された機関である。これまで世界一九の国と地域の組織が認証を受け導入している。我が国ではＦＰ協会がEducation（教育）、Examination（試験）、

Experience（経験）、Ethics（倫理）の「四Ｅ」を認定基準の根幹に、教育要件（認定教育と継続教育）と倫理要件による資格認定・更新を義務付けることにより認定している民間ライセンスである。一九九二年に導入し、資格認定者数は一六千人である。

また、ＦＰ協会ではＣＦＰを上級資格とし、普通資格としてAffiliated Financial Planner（以下、「ＡＦＰ」という）認定制度を設けており、二級ＦＰ技能士・学科試験の合格を教育要件の一つとしている。約一三五千人が資格認定者である。

ＦＰ技能士とＣＦＰ、ＡＦＰ資格の合格者は大半が両方の資格を取得し、重複していると考えられる。さらにＦＰ技能士は四種類の試験科目についてそれぞれの科目に合格すればＦＰ技能士になれる。また、ＡＦＰも二種類の試験科目についてそれぞれの科目に合格すればＡＦＰになれることから重複者が多いと見られ、合格者、認定者の実数はこの何割かとなろう。

③独立系ＦＰと企業系ＦＰ

「企業系ＦＰ（インハウスＦＰ）」とは、通常、証券会社、銀行等の金融機関に勤務する、あるいは一般企業に勤務するＦＰ資格を持っている社員をいう。自社で取り扱っている金融商品を顧客に販売し、顧客のライフプランニングは自社の商品を販売するための理由付けという位置づけである。(6) また、自分で事務所を持ち開業しているＦＰを独立系ＦＰとみなす。しかし、ＣＦＰの場合、ＣＦＰ認定者諸規程から厳密には自分で開業していても証券会社、銀行、保険会社等金融機関との契約が一社のみであれば、当該金融機関の商品だけを勧誘・販売することになるので企業系ＦＰの範疇に属することになる。したがって、独立系ＦＰとは、複数の金融機関から委任を受けるＦＰということになる。

これは、ＦＰは顧客の希望に応じて商品を勧めるわけで、金融機関から独立した形で、いわば中立の立場でアドバイスを行い、運用商品も提供するということから「独立」の意味があるわけである。これに対して、後述のように金融商品仲介業では、一社との専属契約しているところが殆どで、複数契約をしているところは二八社と少ない状況である。

３　岡山商科大学におけるＦＰの実態調査とＦＰ協会の実態調査について

岡山県という地域限定ではあるが、県内に所在する金融機関、独立系ＦＰに対して「ＦＰの実態調査」を行い、本調査をベースに、資格取得の状況、中心業務、市場型金融商品の販売状況等を把握し、その現状を明らかにするとともに課題を探ることとした。また、ＦＰ協会では、毎年メンバーであるＣＦＰ、ＡＦＰに対して実態調査を行っていることから、二つの実態調査を比較、対比（重複調査項目中心）した。

（１）ＦＰ個人に対する実態調査

①岡山商科大学におけるＦＰの実態調査結果

○八年八月、岡山県に所在するＦＰ個人　二〇〇名を対象にした実態調査を実施した。回答は五二名、回収率は二六％であった。

［ＦＰ資格関係］

ａ、どの種類の資格を保有しているか

ＡＦＰ　四六・八％、二級技能士　三五・四％、ＣＦＰ　七・五％

b、自己啓発、制度改正対応のための定期的学習を行っているか
定期的ではないが行っている　六〇・〇％、年一回　一八・〇％、毎月一回　一二・七％

c、その学習方法は何か
勤務先、関係団体の研修会　三三・三％、ＦＰ協会、指定教育機関、ＦＰ協会支部の研修会　三三・三％、通信教育、ネット　三一・八％

d、ＦＰ以外の他の取得済み資格は何か
生保募集人　三二・九％、証券外務員　二七・一％、損保募集人　二三・五％、社会保険労務士　七・一％

［ＦＰ資格関係のポイント］
①保有している資格ではＡＦＰが約半数を占めている。
資格取得後も定期的な学習を行っていることが多い。ＦＰ技能士に再研修等の継続的な知識の構築が必要と思われる
②他に保有する資格では、証券、保険が多い（我が国ＦＰの歴史的発展経緯や商品面からかと思われる）。これはＦＰ協会の実態調査結果に同じである。

［顧客ニーズ関係］
e、店頭や相談会などで、顧客ニーズが多いテーマは何か
老後資金についてのプランニング　一九・六％、金融資産運用についてのプランニング　一七・九％

f、金融資産運用プランニングの相談で顧客の関心が高い内容は何か
マーケットの基礎知識やマーケット環境の解説　三九・三％、投資信託　一六・八％、ポートフォリオ運用

一五・三％

g、金融資産運用プランニングで顧客が選択している商品は何か

投資信託　二四・八％、預貯金・金銭信託・貸付信託　一六・八％、生命保険・損害保険　一六・一％、外貨建て金融商品　一三・一％

［顧客ニーズ関係のポイント］

①顧客ニーズが多いテーマとして、高齢化社会を反映して、老後資金のプランニングが多い。

②金融資産運用ではマーケットの知識・環境に関心が大きい。

③顧客の選択する商品では、投資信託のニーズが強い。

［ＦＰ業務関係］

h、ＦＰ業務としての売り上げは何か

なし　五九・〇％、講演料・講師料・執筆料・監修料　一八・一％、個別相談料・提案書作成料　一三・六％

i、年間売上収入に占めるＦＰ業務の割合はどの程度か

一〇％未満　四五・八％、売上の全て　四・一％、分からない　四一・七％

j、ＦＰビジネスを進める上で、今後、必要とするネットワーク先は何か

税理士　一八・九％、弁護士　一一・二％、生保・生保代理店　一〇・八％、証券会社　一〇・四％、会計士　八・六％

k、金融商品仲介業の登録を行っているか

登録している　一七・六％、登録していないが、関心がある　四一・二％、登録していなく、関心もない　四一・二％

l、市場型金融商品で販売に注力している商品は何か

株式投資信託　二七・六％、外貨建て金融商品　二五・〇％

m、市場型金融商品で、今後販売が伸びると考える商品は何か

外貨建て金融商品　三一・〇％、株式投資信託　二六・二％

［ＦＰ業務関係のポイント］

①ＦＰとしての売上収入は非常に少ない。金融機関に勤務する場合は、ＦＰ業務による収入がそれだけで独自に区分計上されていないことをうかがわせる。

②ＦＰとしては弁護士、会計士、税理士等の士業と異なり収益に計上できる収入は限定されており、士業とのネットワークが必要になる。

③その意味で、これまでの保険販売のコミッションに加えて金融商品仲介業に関心がある。

④市場型金融商品では投信、外貨建て金融商品が主力になりうる。

［「貯蓄から投資へ」の金融の変化に関して］

n、「貯蓄から投資へ」の変化は、既に始まっていると思うか

始まってはいるが、浸透するに時間がかかる　六〇・〇％、始まっている　三〇・九％、始まっていると思うが、変化はない　七・三％

o、「貯蓄から投資へ」を加速するために必要なことは何か

一般生活者、消費者に対する金融・経済教育の普及　三三・七％、中・高校の金融・経済教育の普及　二五・二％、一層の規制緩和　一五・九％、大学・短大の金融・経済教育の普及　一四・〇％

［金融の変化に関するポイント］

①金融の変化は、認識しているものの、目に見える速さではないのかもしれない。

②金融・経済教育の重要性では学校教育より一般国民を対象とする教育の必要性が上回っている。

［岡山商大のＦＰ個人に対する実態調査コメント］

・ＦＰ資格の取得は、次の金融機関に対する調査でも自己啓発がトップであり、我が国でのＦＰの歴史が浅いことからと考えるべきか。ＦＰの活用について組織的な対応が少ないのではないか。

・ＦＰによる収入ウエイトが少ない。我が国でのＦＰの歴史が浅いことや、金融機関サイドでの、ＦＰ業務による収入の区分計上などの明確化を初めとする今後のＦＰに対する評価体制が課題となろう。

・ＦＰとして得られる収入が限定されることから、ネットワークとしては、金融機関に対する調査でも税理士がトップであり、タックスプランニングから来る申告手続きがＦＰの重要課題であることをうかがわせる。

・ＦＰが、取得後も自己啓発や制度改正対応の定期的学習を行っていることは、コンプライアンス、倫理規定重視の側面から重要である。

・顧客ニーズの中で老後資金についてのプランニングがトップであることは、我が国が、高齢化社会に到達したことを意味している。

②ＦＰ協会の「ファイナンシャル・プランナー実態調査結果報告書」

ＦＰ協会では、毎年、ＦＰ業務の実態を明らかにすることを目的として、メンバーであるＣＦＰ、ＡＦＰを対

象として実態調査を行っている。〇七年度の調査結果報告書を一部引用してみると、次の通りである。

イ、ＦＰ資格取得目的

自己啓発二九・三％、仕事で必要（自主取得）二六・四％、仕事で必要（会社の指示）一四・七％

ロ、主とするＦＰ業務

保障・補償設計三六％、金融資産運用設計二六％

ハ、年間売上収入に占めるＦＰ業務の割合はどれぐらいか

・年間売上収入に占めるＦＰ業務の割合は一〇％未満が三六・七％（岡山商大実態調査四五・八％）、推定平均で三九・四％、一〇〇％（全てＦＰ業務による売上収入である）との回答は一五・八％（岡山商大実態調査四・一％）であり、大都市部にＦＰ事務所が偏在することをうかがわせる。

・ＦＰ業務における年間売上収入は、二〇〇万円未満が半数を超え、平均四五二万円（経験年数九年以上では一、〇〇〇万円以上が三〇％を超える）、全収入に占めるＦＰ収入の割合三九％。ＦＰ業務として売上収入では、多いのは相談料、募集・仲介・販売の手数料、講演料・講師料、提案書作成料、執筆料・監修料、法人・個人顧問料の順であった。一時間あたりの相談料は、「五千円～一万円未満」が約四割。平均金額六、八〇〇円、一ヶ月あたりの平均募集・仲介・販売手数料収入額は四五三、一〇〇円、一件あたり提案書作成料平均額は四九、一〇〇円、一ヶ月あたり平均執筆料・監修料は三九、三〇〇円、法人顧客一社あたり一ヶ月顧問料は平均六三、七〇〇円、個人顧客では平均一三、三〇〇円である。

ニ、個人顧客の顧客層、年齢、金融資産

会社員三一・七％、会社経営者・会社役員三〇・七％、不動産所有者・地主一四・九％

推定平均年齢五二・五歳

不動産を除く金融資産は半数以上が一、〇〇〇万円以上五、〇〇〇万円未満

ホ、ＦＰ以外の保有資格

生保保険募集員三六・四％、証券外務員三一・九％、損害保険代理店二四・八％、宅地建物取引主任者一九・五％、社会保険労務士四・〇％、税理士三・七％、証券アナリスト一・九％と保険、証券が目立つ。

ヘ、独立についての考え方

ＦＰ事務所経営者以外のＦＰの独立志向は二三・七％であり、独立に当たっての課題は、顧客開拓、収入面、経営スキル・開業ノウハウの順に多い。

（2）金融機関に対する調査

①岡山商科大学の実態調査結果

〇八年八月、岡山県に所在する銀行、証券、生損保、信用金庫、信用組合、農業協同組合一〇八社の本支店を対象とした実態調査を実施した。回答は三八社、証券と信用金庫の回答が高かった。回収率三五・二％であった。

実態調査に対する回答について統計としてまとめるについて便宜上、地銀・第二地銀、信託銀行を「銀行グループ」、信用金庫、信用組合、農協のグループを「その他金融機関グループ」、証券会社は「証券会社」、生命保険・損害保険を「保険」と呼ぶこととする。

［ＦＰ資格保有者関係］

ａ、ＦＰ資格者の全役職員に対する割合はどれぐらいか

証券が、三〇％～五〇％となっているのに比べ、他の業態では銀行、保険で一部高い数字が見られたほかは全般に低い。特に、その他金融機関は一〇～二〇％未満が多い。

ｂ、社外や顧客に対するＦＰ資格者の存在のアピール方法は何か

全業態を通じて名刺への記載であり、それ以外の活用方法は進んでいない。

ｃ、社内ＦＰを使った提供サービスは何か

全ての業態で、生活・資産設計等の相談業務とプランニングや提案業務を上げているが、証券は特にプランニングや提案業務の回答が多い。

ｄ、ＦＰと業績との相関関係はあると考えるか

比例しているとの答えは少ないが、殆どが何らかの相関関係があるように思われるであった。

ｅ、ＦＰの増員計画はあるか

全業態で計画している。

ｆ、ＦＰ資格の取得を奨励しているか

全業態で行っている。

ｇ、奨励の理由は何か

銀行、保険では顧客の信頼をあげるのが多く、その他金融機関と証券では総合的な資産運用知識をあげている。

h、ＦＰ資格取得の必要性や利点は何か

全業態が、顧客の信頼性をあげているほか、証券では営業のスキルアップがトップである。

i、ＦＰ業務に関する今後の強化項目は何か

資格取得者の増加、実践的な研修の強化、社内業務との関連強化、コンプライアンスの強化と満遍なく挙げられていた。

［ＦＰ資格保有者関係についてのポイント］

①ＦＰの資格取得者は証券、保険が多い。

②ＦＰ資格取得の奨励や、増員は全業態で考えている。投資信託を初めとして、横断的な金融商品の販売されるようになったためかと考えられる。

③ＦＰ資格取得者により、顧客の信頼と資産運用知識が得られるとしている。

［顧客ニーズ関係］

j、顧客の相談ニーズ

総合的なライフプランニング、老後資金計画、金融資産運用プランニング及び相続対策が中心であった。

k、必要なネットワーク先

税理士がトップで以下弁護士、会計士と続く。

l、販売に注力している金融商品

銀行は、株式投信、株式、債券、公社債投信である。その他金融機関は株式投信、債券である。証券は、株式、株式投信、外貨建て金融商品である。

m、今後伸びる金融商品

証券では株式投信と外貨建金融商品。銀行では、株式投信、次が外貨建金融商品である。その他金融機関では株式投信と債券、保険では、外貨建金融商品と債券である。

n、金融商品仲介業

銀行は登録済五、関心あり一、その他金融機関では登録済二、関心あり二、関心なし一。保険は、登録済二、関心あり二、関心なし一であった。

［顧客ニーズのポイント］

全業態において投資信託と外貨建て金融商品に注力している。

［「貯蓄から投資へ」の金融の変化に関して］

o、「貯蓄から投資へ」の金融の変化

始まっているというのは、証券がトップ、銀行・その他金融機関・保険では始まっているが、浸透まで時間がかかるほうが多い（特に、その他金融機関では顕著である）。

p、「貯蓄から投資へ」の金融の変化を加速させるため必要なこと

全業態で、一般生活者、消費者に対する金融・経済教育の普及が多い。一層の規制緩和が保険ではトップでその他金融機関、証券でも多い。金融商品取引法の説明義務の見直しが、証券で多かった。

［金融の変化のポイント］

ＦＰ個人に対するアンケートと同様に、一般国民に対する金融・経済教育の必要性がトップである。

［岡山商大の金融機関に対する実態調査コメント］

①ＦＰの資格取得や活用では、これまでは保険が進んでおり、最近では、証券が積極的である。それに続くのは銀行であり、保険とその他金融機関は出遅れている。証券では、プランニングや提案業務を重視しており、質的にも進んでいるといえよう。そのことは「貯蓄から投資へ」に対する認識にも如実に現れている。

②金融商品仲介業では、銀行の登録は進んでいる。

③金融商品では、顧客側も金融機関全業態で株式投信をトップに上げている。外貨建て金融商品の注目度も高い。

②ＦＰ協会「業績向上にＦＰ資格は不可欠」（国内金融機関対象のＦＰ活用実態調査）との比較

［ＦＰ資格保有者関係］

a、ＦＰ資格取得者の割合

「一割以下」三二・八％、「二～三割」二九・二％が多い。業態別では地銀・信金が多い。

b、ＦＰ資格取得者増加予定

積極的に増加、増員するは地銀、都銀、信金、生保、信託、証券の順であり、岡山商大実態調査の証券がトップとは異なる結果であった。

c、ＦＰの社外への活動程度

名刺・名札へ記入しているは、全業態で見られる。岡山商大実態調査も同じ。しかし、都銀、信託、生損保では、広告等でＦＰ資格者在籍をうたっており、一歩進んでいる。

d、ＦＰ資格取得者増加にともなう業績相関

全業態において、何らかの相関関係があるが多い。

e、ＦＰを使っての顧客サービス

相談業務中心は都銀、信託、信金であり、地銀、証券、生損保では商品販売も多い。損保では、生活・資産設計も多い。

③岡山商科大学の実態調査とＦＰ協会の実態調査における共通点と相違点

岡山商科大学の実態調査と日本ＦＰ協会の実態調査を対比すると、当然のことではあるが、大筋で異なることはない。調査項目が共通する項目について、その共通点と相違点をみると次のとおりである。

（1）共通点

イ、ＦＰ個人のＦＰ以外の保有資格

生保募集員、証券外務員、損保代理店の順に多い。

ロ、ＦＰ資格者を増やす計画

全業態が有している。都・地銀、信金、生・損保、証券の順で増やす計画である。

ハ、ＦＰ個人の資格取得動機

自己啓発や仕事で必要が多い。独立志向は比較的に少ない。

ニ、企業系ＦＰの所属金融機関でのＦＰ業務での売上計上

少ない。そもそもＦＰとしての収益が区分計上されていないことによる。

ホ、ＦＰ資格者増加に伴う業績相関

全業態を通じて「比例している」、「何らかの相関関係がある」が多い。特に、ＦＰ協会では、都銀の評価

が高い。

ヘ、ＦＰ資格取得の奨励

全業態が行っている。

ト、ＦＰ業務に関する今後の強化項目

岡山商科大学、ＦＰ協会の実態調査ともＦＰ資格者の増加、実践的な研修の強化、社内業務との関連強化が多いが、ＦＰ協会では都銀・地銀・生保のコンプライアンスの強化やソフト・ツールの導入も目立つ。

チ、ＦＰを使ってのサービス提供

岡山商科大学、ＦＰ協会の実態調査とも全業態で相談業務が中心であるが、生・損保では商品販売のための総合的なプランニングや提案業務も目立つ。

リ、注力している金融商品

全業態を通じて、株式投信である。

（2）相違点

イ、ＦＰ資格取得者の割合

岡山商科大学の実態調査では、証券が多かったが、ＦＰ協会では地銀・信金が多い。

ロ、ＦＰの存在を顧客や社外にアピールしているか

岡山商科大学では、全業態を通じて殆どが「名刺・名札へＦＰ資格者として表記している」のみであったが、ＦＰ協会では都銀・信託・生保を中心に「広告等でＦＰ資格者在籍をうたっている」や「ＦＰ資格者専用の役職や肩書きを設けている」も多く一歩進んでいる。全国、特に都市部でＦＰの活用が進んでいるので

はないか。

このように、両社の実態調査に相違点は少ないが、岡山商科大学の実態調査では都銀の回答がなく、信金・信組などの地域金融機関の回答が多かったこと。また、全国展開の証券の回答が多かったことから、証券が一歩リードしている観を受けたが、ＦＰ協会の実態調査で見ると全国的には都銀。信託・生保に活用例が多いことが判明した。

4　ＦＰと金融商品仲介業

金融商品仲介業とは、第一種金融商品取引業者、投資運用業者又は登録金融機関の委託を受けて、委託者のために、①有価証券の売買の媒介、②金融商品市場における有価証券の売買・市場デリバティブ取引の委託の媒介・取次ぎ・代理、③有価証券の募集・売出しの取扱い、または④投資顧問契約・投資一任契約の締結の媒介を行うことをいう（金融商品取引法二条一一項）。

九〇年代末の日本版金融ビッグバンにもかかわらず、家計貯蓄の預貯金偏重は一向に改まらず、市場型金融商品つまりは証券の保有割合は停滞したままである。こうした現状を打開し、長期性の貯蓄資金を証券市場に導入させるための方策の一つとして証券販売チャネルを多様化・拡大することが考えられ、こうして出てきたのが銀行・証券共同店舗の解禁（ファイヤーウォール規制の緩和）および証券仲介制度であった(7)。証券仲介業は、〇四年四月に導入され、同年一二月には銀行等にも認められた。仲介業者は、証券外務員資格を取得した担当者を通じて、契約をしている証券会社に株式売買の注文を取り次いだり、投資信託を販売することが出来る。参入業者は個人でも法人でもよく、登録制である。証券事故等における監督責任、賠償責任等のコンプライアンスの責任

は金融商品取引業者が負うことになる（これまでの仲介業者に対する処分例は、九州財務局で一件ある[8]）。金融庁のホームページでは、〇八年六月現在の金融商品仲介業者は五六九業者で、個人が二九・七％（一六九業者）、法人が七〇・二％（四〇〇業者）である。金融商品仲介業者の登録外務員数は〇七年一二月末で二三五四人である。〇八年六月現在主な契約会社は、日興コーディアル証券二八二業者、ＬＰＬ日本証券八七業者、エコ・プランニング証券五七業者、日本インベスター証券三七業者、トレイダーズ証券三一業者というところが主な金融商品取引業者である。

複数の金融商品取引業者と契約している仲介業者は二八社と僅かであるが、最大五社と契約しているところもある。

5　今後の課題

我が国の銀行・証券・保険等の金融機関のリテールの場においてＦＰが一層活躍する時代が、いずれ到来するものと考えるが、それには幾つかの乗り越えなければならない課題が存在する。主要な点をあげてみたい。

（1）独立系ＦＰ増加の可能性

銀行、証券、保険等の金融機関は、顧客ニーズに対し、プランニングの要素を加えた相談業務が増加してきていること、また、その取扱商品が市場横断的になってきたことなどから、従業員にＦＰ資格の取得を奨励している。ＦＰ技能士、ＡＦＰ・ＣＦＰの受験者も増加しており、今後、ＦＰに対する期待と役割は一層大きくなると考えられる。しかしながら、我が国のＦＰの多くが企業や金融機関に勤務していることからやむをえないことと

いわざるを得ないが、ＦＰ技能士検定がそもそも金融機関従業員向けの資格が基盤になっていたことも起因して、現段階においてもＦＰ資格取得の奨励は営業推進のため、金融商品の知識取得、顧客の信頼の向上のためであり、金融機関内部において近い将来、ＦＰを税理士資格取得者と同じような評価を与えたり、ＦＰ業務に対する業績評価を行うとは考えられない。ＦＰ協会のアンケート調査におけるＦＰの資格取得の動機を見ても自己啓発と仕事で必要なための自主取得が五六％を占めていることや、同アンケートの独立についての考えで、独立志向は二三・七％であることからうかがえる。つまり、ビジネスの付加価値を高めることや[9]、顧客の信頼を得るためにＦＰ資格を取得するというわけで、将来の独立を考えての資格取得は少数である。

また、収入面から見ても、ＦＰ業務による売上収入が一〇〇万円未満四〇・六％、六〇〇万円未満でも七八・九％と厳しく、売上収入があるＦＰ業務の中では相談料とコミッション料が大きいが一時間あたりの相談料の中心は五千～一万円未満と生計を維持できるレベルにいたっていない。

このようなことから、現段階では、我が国におけるＦＰは、企業系ＦＰが証券市場にリンクする金融商品仲介業として登録しても、所属金融商品取引業者から独立した専門業者になることができるか疑問な点が多い（保険業関係では、独立系ＦＰが多いといわれる）。

（２）ＣＦＰ・ＡＦＰとＦＰ技能士の資質の向上

①資格の一元化

ＣＦＰ・ＡＦＰとＦＰ技能士は、ＮＰＯ法人である日本ＦＰ協会が認定する資格である。名称独占資格ではないがＦＰ協会により商標登録されており、認定者以外が称すると商標法違反に問われることにより信頼性が担保

されている。[10] このうちＣＦＰについては、一九九二年に米国のＣＦＰ資格認定機関であるCFP Boardと業務提携を結んでおり、我が国でのＣＦＰ資格は相互承認という形で、国際的にも通用する資格になっている。

制度的にみると、ＦＰ技能士は国家検定制度であることから合格者でないと技能士を名乗ることは出来ない。これは、資格を持っていない者が資格所持を称することは法により禁じられており、名称独占資格である（業務独占資格ではない）。

二つの資格制度はそれぞれの歴史的経緯があり、また、活用する金融機関サイドの理由があるにしろ、顧客サイドからすれば「ＦＰ」と称される両者を区別することができるであろうか。ＣＦＰは世界約二〇ヶ国に共通する基準であるが、ＡＦＰは、日本ＦＰ協会がＣＦＰの前段階に設けた独自の認定制度であり、ＦＰ技能士については我が国独自の制度である。今後、ＦＰに対する国民一般のニーズが大きくなると見るならば、一元化を図ることは出来ないのであろうか。既に制度が定着していることや、米国においてもＣＦＰ以外にＣｈＦＣ（Chartered Financial Consultant）という資格もあるわけで、単純に部外者が言及する性格のものではない。また、ＦＰや関連する団体等の当事者にとっては非常に大きな問題であり簡単に解決できるものではないが、二〇〇二年にＦＰ技能士検定制度が導入されたとき（社）金融財政事情研究会と日本ＦＰ協会が検定実施の指定機関として厚生労働大臣から指定されていることや、両資格の重複取得者が多いと考えるとＦＰのさらなる発展のためにも検討を期待するものである。ここでは単に問題の指摘にとどめておくこととしたい。

②資質の向上

ＣＦＰ・ＡＦＰについては、ＦＰ協会が、認定にあたりEducation、Examination、Experience、Ethicsの四Ｅを認定基準の根幹にして、教育要件（認定教育と継続教育）と倫理要件を義務付けている。資格更新とそれに必

要な継続研修ＣＦＰは三〇単位、ＡＦＰは一五単位をそれぞれ受ける必要がある。また、顧客に適した商品でなく手数料が高い商品を進める等利益相反を含むコンプライアンスの遵守については倫理規定で手当てが行われており、特にＣＦＰについてはＣＦＰ認定者諸規定で厳しく遵守を求められている。

ＦＰ技能士については金融財政事情研究会がファイナンシャル・プランニング技能士センターを設置しＦＰ技能士に対して継続研修の機会を与えている。認定会員については二年間に一級は二〇ポイント、二級は一五ポイント、三級は一〇ポイントの継続教育を義務付けている。しかしながら、ＦＰ技能センターへの入会は任意であるとともに、ＦＰ技能士試験合格者が継続教育を受けなかった場合でも資格が剥奪されるわけでも、ＦＰ技能士を称することを禁じられるわけでもない[11]。また、ＦＰ技能士については資格更新制度がない。これらのことが近年における法制度・税制の相次ぐ改正、様々な金融商品の登場を考えると、ＦＰが世間の注目を浴びる時代になってきつつある現在、ＦＰ全体の問題として検討する時期なのではないかと考える。

6　おわりに

我が国の銀行・証券・保険などの金融機関が、投資信託が代表例であるが金融商品を横断的に販売するようになり、各金融商品に詳しいだけでなく、ライフプランニングにあわせた資産運用を行うＦＰに対するニーズは大きくなり、この傾向は今後も継続すると考えられる。

「貯蓄から投資へ」の動きも、掛け声の大きさに比べて投資信託が伸びているものの預金からの大量シフトが生じているわけではない。岡山商科大学における実態調査では個人ＦＰと金融機関とも「始まっているが、浸透に時間がかかる」が多かったことも、その裏づけといえよう。

ＦＰの今後の証券市場との関わりを展望するとき、米国でＩＦＡ、ＲＩＡがＦＰを中心に構成されており、販売支援型の証券会社の伸張により、顧客サイドに立ったコンサルティングが展開されていることは示唆に富むといえよう。国民に対する金融経済教育の進展とあいまって、金融リテラシーが向上すれば、ＦＰが顧客サイドに立ったライフプランニングに合わせた資産運用を提案できるようになるだろう。しかしながら、実態調査ではＦＰ協会の全国を対象とした実態調査と岡山商科大学の岡山県を対象とした実態調査では温度差が見られたことから、今後の金融・経済教育についても、中央からの目線だけでなく、地方からの視点が求められるところである。

注

（1）二上季代司「証券業界のビッグバン後一〇年を振り返る」証券レビュー第四六巻第一〇号　二〇〇六年一〇月）

（2）岡山商科大学ＦＰ研究室では、二〇〇八年八月に岡山県に所在するＣＦＰ、ＡＦＰ二〇〇名に対し①ＦＰ資格の保有状況、②ＦＰ業務の内容、③顧客ニーズ等について実態調査を実施し、同年一〇月に結果をとりまとめた。回収率は二六・〇％であった。

（3）岡山商科大学ＦＰ研究室では、二〇〇八年八月に岡山県に所在する金融機関一〇八社に対し、所属するＦＰに関して①資格保有者の状況、②顧客ニーズ、③金融の変革への対応状況等について実態調査を実施し、同年一〇月に結果をとりまとめた。回収率は銀行二六・一％、信金・信組等六五％、証券会社六三・二％、生・損保一五・二％であった。

（4）日本ファイナンシャル・プランナーズ協会　平成一九年度「ファイナンシャル・プランナー実態調査」　平成一九年一〇月三〇日

（5）日本ファイナンシャル・プランナーズ協会『Journal of Financial Planning December 2006』Vol.8　No.82「業績向上にはＦＰ資格は不可欠」国内金融機関対象のＦＰ活用実態調査の概要

（6）フリー百科事典「Wikipedia」

（7）二上季代司「施行を前にした証券仲介制度」証研レポート一六二二号　二〇〇四年二月

（8）「証券仲介業登録の取り消し」㈱サンエージェンシー　九州財務局ホームページ

（9）沼田優子、淵田康之「日米ファイナンシャル・プランナーの実態と制度比較」資本市場クオータリー　二〇〇五年Autumn

（10）、（11）　フリー百科事典「Wikipedia」

参考文献

「ＦＰ教科書・二級対応　上巻」坂下　晃、高林宏一共同監修

「まるわかり　ファイナンシャル・プランナー」深沢　泉　監修　成美堂出版

「ＦＰ総論」第五版　日本ファイナンシャル・プランナーズ協会

日本ファイナンシャル・プランナーズ協会ホームページ

（社）金融財政事情研究会ホームページ

（さかした　あきら・客員研究員）

創刊から五〇年を迎えた証研レポート

中島　将隆

はじめに

証研レポートの第一号が発行されたのは昭和三三年一二月一一日に遡るから、平成二〇年一二月発行の本号を以って、創刊から五〇年を迎えたことになる。この五〇年間、証研レポートは中断されることなく定期的に発行され、発行号数は一六五一号、掲載された論文数は六〇六六本に達する。大阪研究所の発行する定期刊行物は他に「証券経済」や「証研資料」等があったが、何れも東京研究所の出版物と統合され、今日では「証研レポート」が大阪研究所の唯一の発行物となった。従って、証研レポート五〇年の歴史は、大阪研究所五〇年の歴史ともいえるだろう。

証研レポートは、創刊号から今日まで、何ら変わることなく共通しているところがある。まず、レポートのデザインである。表紙のタイトルやデザインは今も昔も全く同じであり、ハンディな小冊子という点でも変わりない。また、昨今流行の多色刷りではなくモノトーンである。この間、一度だけデザインを変えようと、黄色の紙で発行されたことがある。だが、黄色のレポートは世にいう〝イエローペーパー〟であり、証研レポートの品位を落とすと外部からの批判があった。〝イエローペーパー〟は世俗的な経済情報誌の蔑称である。好意的な外部からの批判を受けて、黄色の紙面は二号だけの発行で終わり旧に戻っている（昭和四七年四月）。また、証研レポートで取り上げるテーマも共通している。どの時期にあっても常に当面する証券市場に係わる新しい問題、鮮

度の高い旬の問題をテーマにしている。取り上げた問題を分析する重点の置き所は変わっても、現実問題をテーマにしている点では、いささかの変化もない。

とはいえ、この五〇年間、何の変化も無かったというわけではない。毎号発行される論文の数や発行方式、内容の重点の置き所、こうした点では大きな変化が見られる。証研レポートの執筆は外部原稿ではなく研究所のメンバーである。従って、構成メンバーが増えれば論文の数も増え、また、カバーする問題領域も広がる。研究テーマは与えられたものではなく、研究員の自由に委ねられているから、構成メンバーが増えると多面的なテーマを扱うことができる。ところが、構成メンバーが少なくなると、掲載論文も少なくなり、発行形式も変化せざるを得ない。証研レポートは長らくの間、毎週、発行されてきた。しかし、研究員のメンバーが減少すると毎週発行が困難となり、月刊発行となった。さらに、大阪研究所を巡る環境の変化によって専任研究員体制から客員研究員体制へ移行すると、月刊発行も困難となり、現在のように隔月発行になった。証研レポートのタイトルや取り上げる問題に変わりはないが、上述のように変化しているのである。

そこで、この五〇年間、証研レポートはどのような歴史を辿ってきたか、過去のレポートを読み返し、様々の記録を辿って、創刊号から今日までの歴史を振り返ってみることにしたい。

以下では、大阪研究所という表現を用いるが、厳密には（財）日本証券経済研究所大阪研究所である。創設当時の名称は「大阪証券経済研究所」であったが、昭和四四年に東京研究所と統合し、「（財）日本証券経済研究所大阪研究所」と名称が変更された。本稿では、表現を簡略にするため大阪研究所という用語を使用する。また、所内メンバーについては敬称を省略することをお断りしたい。

1　大阪研究所の創設と証研レポートの発行

証研レポートは大阪研究所の創設と同じ時期に発行されるようになった。「大阪証券経済研究所」は、戦後北浜証券界の重鎮であった高橋要氏のリードによって昭和三七年七月に創設された。高橋要氏は大阪研究所の創設について、対談で次のように設立の経緯を回顧している。「私は『これからの証券界は、しっかりした経済分析のできる調査機構を持たないと時代に立ち遅れる』と思い、証券界の手で研究所をつくろうと考えたのです。そこで、勉強家の熊取谷（武）さんに目をつけた。…ただし、ぼくのいう研究所では、統計を集めて整理するような仕事はいらん、生きて動いている経済をとらえる研究をやらんか、やる気があるなら、こっちの取引所と協会を中心にして研究所を作ってやるがどうだ、といった。そしたら、それは結構ですな、というので始めたのです」（日本証券史資料　戦後編　第四巻　一四五頁）。そして、大阪研究所の所長として熊取谷が迎えられた。

研究所が創設されると次々と定期刊行物が創刊され、三四年八月には「証券経済月報」と「証研資料」、三四年一二月には「株価見通し」、三七年には「銘柄ジャーナル」が発行された。多くの刊行物が創刊される中で、最初に発行されたのが「証研レポート」である。そして、多くの刊行物が統合もしくは廃刊される中で、証研レポートだけが今日まで存続しているのである。

証研レポートが創刊されたのは昭和三三年一二月一一日であったが、発行当初は旬刊であり、昭和三四年六月一二日（一九号）まで旬刊発行が続いた。掲載論文数は一〇号までが五本、一一号から一九号までが六本である。

注目すべきは、証研レポートの原型はこの時期に形成されたと思われる。創刊号の目次を見ると、冒頭論文に熊取谷の「世界的な株不足の底流」があり、次いで研究員の論文「結論のでた資本組入改正案」、「楽観的な経済

見通し」、「証取法第四九条への疑問」、「アメリカの株高と機関投資」と続いている。熊取谷のテーマは株価の見通しに関する論文だが、研究員の論文テーマは市況分析や学際的な問題、海外証券市場の紹介等である。また、翌年の新年号には「今年の景気と株価」というタイトルで熊取谷が執筆している。このスタイルは、熊取谷が証研レポートを擱筆する昭和五五年一一月（一〇八八号）まで変わることなく継続し、熊取谷は毎週発行のレポートに巻頭論文を執筆し、新年号には必ず「今年の景気と株価」という内容で株式市場の予測を行っていた。

創設当初の研究員は二名からスタートしたが、年末には四名となり、三四年には七名、三五年には一四名と増えていく。研究員の増加と共に証研レポートの発行体制も整って昭和三四年六月から週刊で発行されることになった。表1は、証研レポート発行の推移を、研究員の構成、発行形式と論文数の変化から区分したものである。以下では、この区分に従って、各時期の特徴を簡単にみていく。

2　研究員の増加と証研レポートの拡大（昭和三四年六月～昭和四二年五月）

証研レポートは昭和三四年六月二九日発行の二〇号から週刊で発行されるようになった。以後、週刊発行は昭和六三年三月一四日発行の一四三六号まで継続する。約三〇年間、週刊で発行されることになる。

週刊発行が長らく続くとはいえ、掲載論文数は異なる。昭和三四年六月発行の二〇号から昭和四二年五月発行の四二二号までは、掲載論文数は常に五本であり、また、各種の特集号が発行されている点に大きな特徴がある。この期間は研究員や職員が増員され、この面からいえば、研究所の黄金期ともいえるだろう。

まず、研究員の推移をみると、昭和三五年一四名、三六年一五名となり、三七年から三九年までは実に二一名とピークに達している。事務職員も三四年の五名から三七年には一四名と過去最大となっている。当時において

表１　研究員の構成と証研レポート発行の推移

年	研究員の構成				証研レポートの発行			
	専任	嘱託	客員	計	発行形式	号	論文数	備考
昭和33(1958)	4	—	—	4	旬刊	1～19	5～6	・創刊号発行　昭和33年12月11日 ・昭和33年12月から34年５月まで旬刊発行 ・掲載論文数　５本（１～10号）　６本（11～19号）
昭和34(1959)	7	—	—	7	週刊	20～422	5	・昭和34年６月より週刊発行スタート（週刊発行は昭和34年６月（20号）から昭和63年３月（1436号）まで継続） ・多くの特集号が発行 ・論文数は常に５本
昭和35(1960)	14	—	—	14				
昭和36(1961)	15	—	—	15				
昭和37(1962)	21	—	—	21				
昭和40(1965)	20	—	—	20				
昭和41(1966)	19	—	—	19				
昭和42(1967)	13	—	—	13	週刊	423～699	4	・論文数は常に４本
昭和43(1968)	12	—	—	12				
昭和44(1969)	11	—	—	11				
昭和45(1970)	9	—	—	9				
昭和47(1972)	7	—	—	7	週刊	700～1087	3	・論文数３本は、ほぼ３本で推移
昭和49(1974)	8	—	—	8				
昭和53(1978)	7	—	—	7				
昭和55(1980)	6	—	—	6	週刊	1088～1436	2	・昭和55年11月　1088号で熊取谷武　証研レポートを擱筆 ・論文数は２本となり、レポートの字数制限は完全に無くなる
昭和61(1986)	7	—	—	7				
昭和63(1988)	5	—	—	5	月刊	1437～1616	4～5	・証研レポートは週刊発行から月刊発行へ。 ・平成12年以降、専任研究員が少なくなり、証研レポートの発行が困難になってきた。このため、平成12年から大学は移籍した元研究員の寄稿により、掲載論文数を維持。
平成３(1991)	6	—	—	6				
平成４(1992)	7	—	—	7				
平成７(1995)	8	—	—	8				
平成９(1997)	7	—	—	7				
平成12(2000)	7	—	1	8				
平成13(2001)	6	—	4	10				
平成14(2002)	4	—	4	8				
平成15(2003)	1	—	5	6	隔月刊	1617～現在	4～5	・平成15年４月から大阪研究所は専任研究委員体制から客員研究員体制へ移行。 ・研究体制の変更に伴い証研レポートの執筆は、元研究員を中心とする「証券経済研究会」のメンバーによって、引き続き発行。 ・証研レポートは月刊発行から隔月発行へ変更 ・「証券経済研究会」は毎月開催されていたが、平成19年から月に２回、定例的に開催。
平成16(2004)	0	—	7	7				
平成17(2005)	0	—	8	8				
平成18(2006)	0	—	8	8				
平成19(2007)	0	1	8	9				
平成20(2008)	0	1	8	9				

は、女子の事務職員については全員が研究補助員であった。研究員は各自が各種の新聞や雑誌を精読して現状認識を深めていたが、その中で新聞のスクラップ帳作成は研究に必要不可欠な最も重要な作業であった。このため、各研究員に研究補助員が張り付いて、研究作業をサポートしたのである。

研究員のメンバーが増加すると、様々の企画が可能となり各種の刊行物も増えていく。証研レポートにも、様々の特集号が組まれることになった。特集号は市況分析、その時々のテーマに焦点を宛てた特集、海外経済・海外証券・海外景気の特集号、企業研究などに分類できる。

市況分析の特集号は「××月の株式市場」、「株価展望」、「株価動向」、「株況展望」、「市況展望」、「市況動向」といったタイトルで、昭和三四年から昭和四二年までの間、六四回発行されている。また、時々のテーマに焦点を宛てた特集は、この間、八回組まれている。加えて、海外特集は六回、企業研究は八回の特集がある。

なお、昭和三四年一二月に創刊された「株価見通し」は、三九年一一月、証研レポートに併合された。

3　相対的安定期（昭和四二年五月～昭和四七年一一月）

昭和四〇年の証券不況によって、これまで増員していた研究員は、一転、減少していく。昭和四一年には研究員は一九名いたが、四二年には一三名となり、以後、毎年減り続け、四五年には九名になった。殆どの研究員は大学へ移籍したからである。しかし、四七年までの研究員は九名であり、その後の時期と比較すると相対的に安定していた時期といえるだろう。

この間の掲載論文数は、常に、四本である。毎週のレポートは熊取谷の巻頭論文で始まり、続いて研究員の論文で構成されている。

前期につづいて、この期間も特集号が編纂されている。市況分析の特集号は六二回、その時々のテーマを扱った特集も一一回ある。この分野の特集は前期の八回よりも多い点が注目される。更に特筆すべきは、四七年五月から一一月までの間、三一回に亘って「海外証券経済資料紹介」が行われていることである。「海外証券経済資料紹介」は、証研資料「アメリカにおける企業合併」（昭和四七年三月）、「イギリスにおけるテイクオーバーの経済的背景」（昭和四七年四月）、「コングロマリットと証券市場」（昭和四七年八月）と連動し、さらに「証研資料」の別冊である「海外証券経済分析」第一号（昭和四八年四月）、第二号（昭和五〇年一二月）に発展していく。アメリカの銀行信託部の投資活動やアメリカの主要産業と金融機関の分析を通して、現在の問題に繋がるテーマを取り上げているのである。この例にとどまらず、証研レポートで取り上げたテーマは、「証研資料」、「証券経済」で継続的に研究が進められた。海外経済資料の紹介は、その先駆けでもあった。

4　研究員の減少と週刊発行の維持（昭和四七年一二月から昭和五五年一一月まで）

この時期から証研レポートの原稿は三本立てになった。研究員が昭和四七年には七名に減少したからである。三本になったといっても、毎回、厳密に三本であったということではない。四八年には掲載論文四本が一回、五二年には三回ある。五三年には掲載原稿が二本となる号数は五回ある。これまでの掲載論文数は一定していたが、研究員の減少で掲載論文数が不安定になってきたのである。

執筆者のメンバーが減少すると、色々な変化が出てくる。研究員の執筆ローテーションは、従来、年間一二本程度であったが、執筆回数も少し増えるようになる。また、論文数が少ないと、従来の字数制限も緩和され、長文のレポートもでてくる。

長らくの間、レポートには字数制限があり、原則として八〇〇字、もしくは一二〇〇字であった。字数制限があれば、限られた誌面で内容を凝縮する文章作成の訓練にはなる。しかし、データに基づく研究成果の報告等は長文となり不可能である。こうした研究成果は「証券経済月報」や「証券経済」に掲載していたが、字数制限が緩和されると、長文の学際的な研究論文も証研レポートに掲載可能となってきた。

字数制限の緩和によって、証研レポートの内容が少し変化してきた。この変化が全面的に出てくるのは、熊取谷が証研レポートを擱筆する昭和五五年一一月以降からである。

5　熊取谷の擱筆と内容の変化（昭和五五年一二月から昭和六三年三月まで）

熊取谷は昭和五三年九月に大阪研究所長を退任し顧問に就任した。顧問就任後も従来と同じく証研レポートに毎号執筆していたが、昭和五五年一一月二四日、一〇八八号を以って証研レポートを擱筆した。顧問として平成五年五月まで在任したが、以後、証研レポートに執筆することはなかった。

前述してきたように、熊取谷は証研レポートの創刊号から毎週、巻頭論文の執筆を続け、株式市場の分析を続けてきた。また、証研レポートの新年号には、毎年、「新年の景気と株価の見通し」という同じようなタイトルで相場の見通しを執筆してきた。一一月二四日号の最後のレポートのタイトルは「来年へかけての景気の見通し―株価の基調を決めるものとして―」である。新年号に執筆の予定だったろう、と推測できる。

熊取谷の擱筆によって、まず、証研レポートの掲載論文数が少なくなり、昭和五五年一二月から六三年三月まで二本になった。掲載論文が三本の号もあったが、継続して三本になったことはなく、単発的に増えたにすぎない。研究員は六名ないし七名で前期よりも減少していること、レポート発行は週刊発行を維持していたから、掲

載論文数が二本になったのである。

次に、レポートの内容にも変化が生じてきたことである。熊取谷の論文は株価の見通しなど、投資家サービスを意識した内容であった。研究員の論文についても、昭和四〇年代末までは、投資家サービスを意識した論文も多かった。しかし、次第に顧客サービスのためのレポートは減少していく。熊取谷の擱筆後も、しばらくの間は、「当面の市況」といったタイトルの論文もあった。とはいえ、多くの証券会社に顧客サービスのための調査部が次々と設置されたこともあり、証研レポートが証券会社の総合調査部機能を果たす必要も薄れてきたのである。

二本の原稿を週刊で発行するようになれば、原稿字数を制限すると小冊子の体裁が整わなくなる。字数制限は前期から現実には有名無実であったが、二本体制に移行してからは、掲載論文の字数が多くなり、現在のレポートとほぼ同じ字数になった。同時に、テーマについても、より専門的な分野に特化するようになったと思われる。この時期前後から補充研究員は全て大学院博士課程の修了者であったから、専門分野に特化する傾向に拍車がかかったと思われる。

6　週刊発行から月刊発行へ（昭和六三年四月から平成一五年三月まで）

証研レポートは昭和六三年四月から月刊で発行されることになった。創刊以来、三〇年近く週刊で発行されてきたが、週刊発行は六三年三月一四日発行の一四三六号で終了した。月刊発行になったのは、研究員メンバーの補充が困難になったこと、レポートの内容から判断して週刊発行の必要性が薄れてきたこと、論文数が二本では貧弱である、こうした理由に基づくものと推測できる。

昭和六三年から平成一一年までは、研究員数は六～七名で安定している（ただし、昭和六三年は五名、平成七

年は八名）。月刊発行に変更されたため掲載論文数も五本となり、頁数も五〇頁を超えるようになった。以前と比較して分厚くなったが、小冊子の範疇を超えるものではない。レポートの特徴である背広のポケットに入るサイズ、この点は明確に意識されている。

月刊発行になったが、研究員のローテーションの回数に変化はない。レポートのテーマの特徴にも前期と変わりない。昭和六〇年代には、米銀のM&Aファイナンス、M&A関連業務、米国で盛行するLBO、LBOと金融機関、セキュリタイゼーション等のテーマが多くなっている。平成に入ると、業態問題や社債制度改革、カントリーファンド、証券会社経営、グローバリゼーション、デリバティブ等、内外証券市場の重要な問題が取り上げられている。

平成一二年から一三年にかけて証研レポートの発行体制に大きな転機が生じてくる。研究員が退職しても研究員の補充が行われず、研究員は激減した。研究員は平成一二年七名、一三年六名、一四年四名となった。レポート執筆者が激減するとレポートの発行が不可能になる。そこで、平成一二年から大学に移籍した客員研究員に対して、引き続きレポートの執筆を依頼することになったのである。

これまで、証研レポートは専任研究員のみが執筆し、外部からの執筆は全く無かった。僅かに数本の寄稿があっただけである。しかし、この時期から専任研究員以外のメンバーによる執筆が始まった。客員研究員によるレポート執筆者は平成一二年一名、一三年から一五年初めまで四名である。

専任研究員が激減したが、大学へ移籍した元研究員は客員研究員として引き続きレポート執筆に協力したので、この間の論文数は四本と安定している（ただし、平成一四年四月から一五年一二月までは三本）。客員研究員は可能な限り、レポートの継続発行に協力したのである。

7　客員研究員体制への移行と隔月刊行（平成一五年四月から現在）

平成一五年四月、大阪研究所の研究組織は専任研究員体制から客員研究員体制へ移行した。客員研究員は（財）日本証券経済研究所の理事長の委嘱によるもので、大阪研究所には独自の客員研究員制度はない。証研レポートは、平成一五年四月から、理事長の委嘱する客員研究員によって、具体的には大阪研究所の元研究員を中心とする客員研究員によって発行されることになった。

これまでは、専任研究員のメンバーが少なくなっても、レポート発行のバックアップ体制があった。すなわち、研究補助員による新聞記事のスクラップ帳の作成やレポートの執筆、研究活動をサポートする体制が整えられていた。また、証研レポートの原稿発送や印刷所とのやりとりも事務局で行っていた。平成一五年四月から、このバックアップ体制が消滅し、事務局体制も無くなり、客員研究員が自ら行うことになった。

客員研究員によってレポートを継続的に発行するといっても、客員研究員は関西地区だけでなく北陸など各地に散在している。そのなかで、如何にして証研レポートを継続的に発行していくか、大きな課題になってきた。継続的に発行するため、証券経済研究会が継続的に開催されることになった。証券経済研究会は、従来から開催されている研究会だが、この研究会の重要性が一段と高まり、研究会での報告と徹底的な討論をへて、証研レポートの執筆が行われるようになったのである。日本証券経済研究所のホーム・ページには、「証券経済研究会」の報告者と研究報告のタイトルが掲載されている。これをみると、研究会報告のタイトルと証研レポートのタイトルがほぼ同じであることに気付かれるだろう。証研レポートの執筆者は、原則として、この研究会のレギュラーメンバーに限定されている。

当初の客員研究員のメンバーは六名であったが、その後、少しずつ増えて九名となった。また、平成一九年に

は特別嘱託研究員のポストが新設され、研究上での事務体制も少し補強できるようになった。更に、証券経済研究会も平成一九年から月に二回開催されている。研究会開催日が増えると、研究会報告にゲスト・スピーカーを招くことが可能になる。異なる専門分野のゲスト・スピーカーを招き、テーマによっては、研究会メンバーの同意を得た上で、報告内容を証研レポートに掲載している。

研究会のレギュラーメンバーが増え、また、ゲスト・スピーカーの報告もレポートに掲載するようになると、毎号発行されるレポートの本数も増え、昨今の掲載論文は四~五本となっている。とはいえ、証研レポート発行のバックアップ体制が無くなったこと、客員研究員が各地に散在していること、このため証研レポートの継続発行には相当の努力が必要になっている。特に、レポートのテーマを継続的に発見していくことが難しい。しかし、研究会メンバーは元研究員が中心であり、現在のところ、継続発行が不可能になるほどの大きな困難はない。研究員にとってレポートの執筆は当面の研究目標となり、研究員相互の討論は研究上の新鮮で大きな刺激である。しかし、メンバーの流動化も予想されるので、新たな執筆メンバーの養成が今後の最大の課題となっている。

むすび

証研レポートは、この半世紀間、中断されることなく継続的に発行されてきた。レポートの発行部数は、昭和六三年には四七〇〇部、平成九年には四〇五〇部であったが、その後減少し、今月号の発行部数は二五三〇部である。発行部数の減少は、日本証券経済研究所のホーム・ページで全文が公開されていることにも起因するだろう。この間、レポートの内容に関する批判はあったが、レポートの発行中止を求める要求は未だかって無い。

継続的に発行されてきたとはいえ、この間、継続発行が危ぶまれる局面が何度もあった。最大の危機は、平成

一三年から一四年にかけて研究員のメンバーが激減し、一五年の初めにはメンバーが実質的には三名になった時である。そして、平成一五年四月から大阪研究所は従来の専任研究員体制から客員研究員体制へ移行し、証研レポート執筆のバックアップ体制も崩壊した時である。こうした危機に直面しながらも、証研レポートが継続的に発行できたのは何故であろうか。この理由を研究システムや研究理念の面から考えてみたい。

まず、継続発行を可能にする牢固たる研究システムが作られていたことである。レポートのテーマとなる新しい問題の発見や、発見した問題点を深く追求するには、問題意識を持って新聞を読みスクラップ帳を作成する作業が不可欠である。この作業はネットの新聞記事検索では絶対に不可能である。レポート執筆者には、この作業が研究上の習慣となっている。以前はスクラップ帳の作成には研究補助員のサポートがあったが、現在では各自で行っている。その上で、「証券経済研究会」でテーマを報告し討論を重ねる。スクラップ帳の作成や研究会での報告と討論、この研究方法はレポート執筆の長い歴史が作り出したものであり、客員研究員体制に移行してからは、研究会での報告と討論が特に重要な役割を果たしている。

次に、優れたリーダーの存在をあげることができる。初代所長の熊取谷は研究の自由を最大限に保障し、研究テーマは研究員の自発的な研究に委ねた。熊取谷が所長を退任した後は、見識のある研究員が実質的にリーダーとなり、証研レポートに研究成果を精力的に発表している。新人研究員は先輩研究員の研究スタイルを学んでいった。大阪研究所の存続が危機的状態になった平成一五年前後にはリーダーの研究員を中心として、元研究員が「大阪研究所の灯を守ろう」とレポートの継続発行に努力した。この時、中心となるリーダーが居なければレポートの存続は不可能だっただろう。何時の世にも、危機に直面すると優れた人材が頭角を現すものである。

最後に、大阪研究所には研究所創設者の精神が受け継がれている点である。研究所の創設は戦後北浜証券界の

重鎮である高橋要氏の尽力によるものであったが、高橋要氏の研究所創設の理念は、目先の利益ではなく広い視野から現実の証券市場を分析する研究所、という点にあった。高橋要氏の理念は、中ノ島公会堂を寄贈した北浜の岩本栄之助の文化を育てる精神と通じるものがある。北浜にはこうした精神が昔から流れていた。また、関西には、もともと、実証分析を重視する伝統がある。この伝統と高橋要氏の理念が研究所の根底に流れ、それが証研レポートという形で受け継がれているからだと思う。

（なかじま　まさたか・特別嘱託研究員）

ヘッジファンドが主役の新たな議決権売買

福本　葵

1　はじめに

今年六月、日本でもJパワー株式の買占めで有名になったイギリスの投資ファンド、The Children's Investment Master Fund（以下、TCI）が、アメリカの鉄道会社であるCSX Corporationによって訴えられた。TCIはCSX株式を買い進めており、CSX社に対し自社株購入などの提案を行ってきた。TCIはCSX株をめぐって、投資銀行とトータル・リターン・スワップ取引（TRS取引）を結んでいた。この取引が大量保有報告制度を定めた一九三四年証券取引所法一三D違反であるとの訴えが提起されたのである。(1)

今回取り上げるTRS取引を用いたいわゆる五%ルール回避は、このケースが初めてではない。同様の取引は、貸株取引を用いた空の議決権と合わせて、テキサス大学のHenry T.C. Hu and Bernard Blackによる複数の論文の中でも詳細に論じられている。本稿では、Henry T.C. Hu and Bernard Blackによる代表的な論文、"The New Vote Buying: Empty Voting and Hidden (Morphable) Ownership"(2)を必要な説明を加えて紹介し、なぜこのような取引が増えているのか、今後はどうなることが予想されるかについて考察する。(3)

2　空の議決権とは何か

論文のタイトル中にあるempty voting（空の議決権）およびhidden (morphable) ownership（隠れた（変形）株

式所有）はテキサス大学のHenry T.C. Hu and Bernard Blackの造語である。Huらは、これらの用語を二〇〇六年頃から使い始めている。論文では報道ベースのものも含めて数多くの事例が紹介されている。Huらによると、新たな議決権売買が盛んになったのは、二〇〇二年頃からであるとしている。その要因の一つにヘッジファンドの台頭を挙げており、ヘッジファンドがこれらの取引の主たるプレイヤーであると述べている。

（1）貸株を用いた空の議決権

空の議決権および隠れた（変形）株式所有の形態には、貸株取引を用いたものと、エクイティ・スワップを用いたものとがある。

①貸株取引とは何か

典型的な貸株取引は、現金担保付株券貸借取引である（図1）。この取引において、年金基金や保険、投資信託などは保有する株券の貸手である。株券の貸手は株券を貸し出すと同時に、現金担保金を受け入れる。また、月末ごとに株式の貸借料を受け取るとともに、担保金に対する担保金利を支払う。

一方、株券の借手は主にヘッジファンドなどである。借手は株券を借り入れると同時に現金担保金を差し入れる。また、月末ごとに株式の貸借料を支払うとともに、担保金に対する担保金利を受け取る。

借手が貸株取引を行うのは、空売りを容易にするためである。従って、借手は借りた株式を市場で売却するのが原則である。そして、後に空売りの売り手は市場で株式を購入し、この株式を貸手に渡すことによって決済する。

株式の貸手である年金基金などの機関投資家は自ら取引を行うこともあるが、カストディアンバンクや資金運

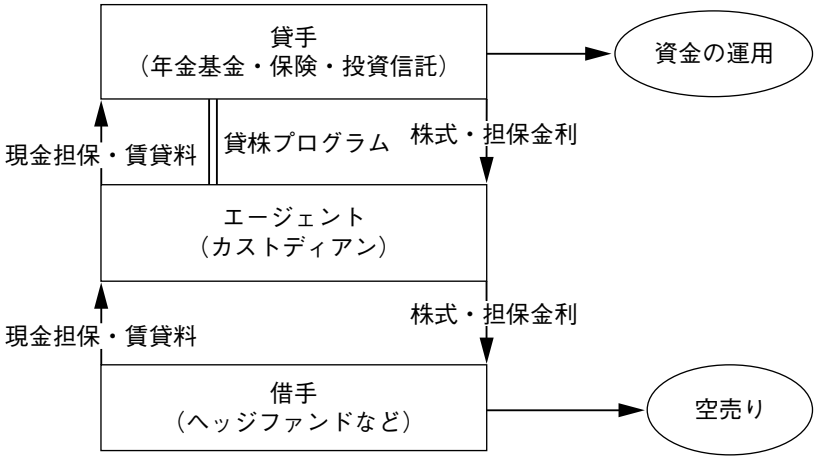
用会社などの特定の貸株エージェントと契約を結んで、取引を行うことも多い。エージェントを通じて取引する場合には、貸手はエージェントと貸株プログラムを設定し、貸株収益の按分比率や返還請求権などについて取り決めを行う。議決権の行使や配当、株式分割などをどちらが行使するかは契約による。[4] 貸手は貸した株式と同等の返還請求権を有する。貸手が請求権を行使しない場合には、借手が議決権を行使することができる。つまり、権利確定日をまたぐ貸株取引の場合、株式の経済的利益を持たない借手によって議決権が行使される場合もありうる。

②貸株取引を利用した事例（香港）

二〇〇六年、香港のヘンダーソンランドはヘンダーソン・インベストメントの株式の七五％持つ親会社であった。ヘンダーソンランドはヘンダーソン・インベストメントを完全子会社化するべく、残りの二五％株を購入するという提案をした。ほとんどの少数株主はこの買収を好ましいものと判断したので、ヘンダーソン・インベストメントの株価は相当上昇した。

香港法では、買収は少数株式の一〇％の反対によって阻止される。この場合は、発行済み株式総数の二・五％である。ところが、ふた

図１　現金担保付貸株取引



を開けてみると、買収は二・七％の反対で否決された。

これは複数のヘッジファンドが、権利確定日前に貸株取引によって議決権を取得し、その後、ヘンダーソン・インベストメント株を空売りしたことによると考えられる。これらのヘッジファンドは三ヵ月後の株主総会において貸株取引で取得した議決権を行使して合併決議に反対した。株価が下がったところで株式を購入し、空売りを決済することによって、ヘッジファンドは利益を得ることができた。買収が失敗するという情報は、公にされていない。このようなヘッジファンドの取引は明らかに他の株主の利益を阻害する。

（2）スワップを用いた空の議決権

①トータル・リターン・スワップとは何か

トータル・リターン・スワップ取引において、ロングのポジションを持つ者（つまりプロテクションの売り手、代表的なプレイヤーはヘッジファンド）は、株式を購入する資産を拠出せずに、配当および契約終了時の値上がり益を取得する。一方、ショートのポジションを持つ者（プロテクションの買い手、代表的なプレイヤーは投資銀行）は、配当や終了時の値上がり益をロングのポジションを持つ者に支払う代わりに、例えば、三ヶ月ＬＩＢＯＲ＋25bpなどの変動金利および株式の値下がり分をロングのポジションの所有者から受け取る。ショートのポジションを持つ者は、証券の信用リスクと市場リスクをロングのポジションを持つ者に転嫁することができる。ショートのポジションを持つ者はこの取引のリスクをヘッジするため、株式を購入する。

従って、単一銘柄について、大量のロングのポジションを保有すれば、ショートのポジションを持つ者に株式を買わせる株式の買い圧力となる。また、反対にロングのポジションを突然大量に解消すれば、株式の売り圧力

となる。このようにして大量に市場に出回った株式をヘッジファンドが安価で購入する事態も予想される。

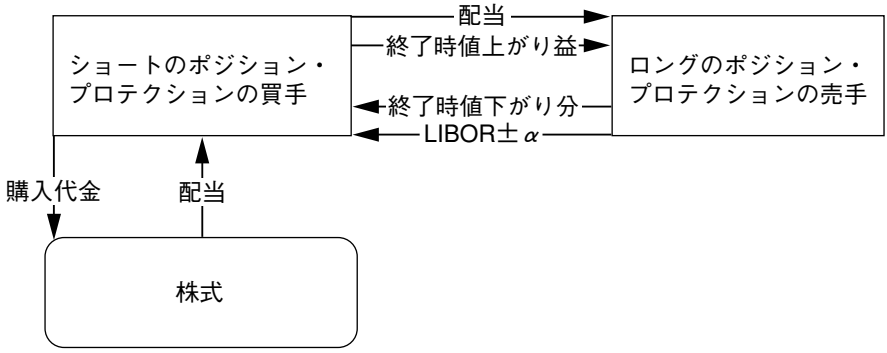
②スワップ取引を用いた事例1（アメリカ）

二〇〇四年後半、ヘッジファンドであるペリー・コーポレーションはジェネリック薬品メーカーであるキング・ファーマシーの株式を七〇〇万株所有する大株主であった。マイロン・ラボラトリーはキング・ファーマシーを株式交換によって買収する提案を行った。この合併が成功すれば、ペリーは二八万ドルの利益を取得する計算となる。ただし、この合併を成功させるためには、マイロンは株主の賛成を得なければならない。しかしながら、この合併がアナウンスされると、マイロンの株式は急激に値を下げた。

そこで、ペリーは九・九%のシェアのマイロンの株式を購入し、この合併決議に賛成票を投じた。株式購入と同時に、エクイティ・スワップのショートのポジションを取って、株価変動リスクをヘッジした。また、ロングのポジションを取ったデリバティブ・ディーラーはマイロンの株式を売却することによってロングのポジションをヘッジした。

一方、マイロンの大株主であるカール・アイカーンは合併に反対していた。アイカーンは、ペリーとマイロンを一九三四年証券取引所法一三D違反であると訴えた。アイカーンは、「ペリーおよび他のヘッジファンドが経済的所

図2　トータル・リターン・スワップ



有なしにマイロン株を一九％取得した。ペリーおよびそれらのヘッジファンドはマイロン株において全体的に見てマイナスの経済的利益を所有することになる。彼らはマイロン株が下がっても合併契約を実行させたいと思うであろう。」と主張した。この訴訟はキングの会計に問題があるとして、マイロンが合併を断念したので取り下げられたため、一三D違反か否かの結論は出ていない。

③事例2（イギリス）

保険会社AXAは保険会社のMONYを買収しようとした。この買収にファイナンスするために、AXAは転換社債を発行した。この転換社債はAXAがMONYの買収に成功した場合にのみ、ディスカウントプライスでAXAの株式に転換できるものである。このようなAXA社債保有者はMONYを買収する案に賛成票を投じるであろう。一方、空売りを行った者は買収案に反対を投じるであろう。どちらのグループも自ら所有するMONY株式の購入をヘッジしており、MONYにとってよい買収かどうかに基づかないで票を投じる。(5)

④事例3（アメリカ）

コーポレートガバナンスに影響を与えた例としては、Liberty MediaのRupert Murdoch's News Corporationに対する買収が挙げられる。二〇〇四年一月Liberty Mediaは一億二五〇〇万株のNews Corp議決権株式を購入したと示す一三Dを提出した。この後も一億九二〇〇万（九・一％）の議決権を買い増し、マードックファミリーの三〇％に次ぐ第二の大株主となった。リバティはすでにADRなどの無議決権株式八億四三〇〇万株持っていた。これらを合計すると発行済み株式のおよそ一七・四％を保有することになる。さらにリバティメディアは、経済的利益をヘッジするため、一億五二〇〇万株の議決権株式を固定価格で売却するという先物取引をシティバンクと締結したという情報を開示した。リバティメディアはこの後もNews Corp株式の経済的およ

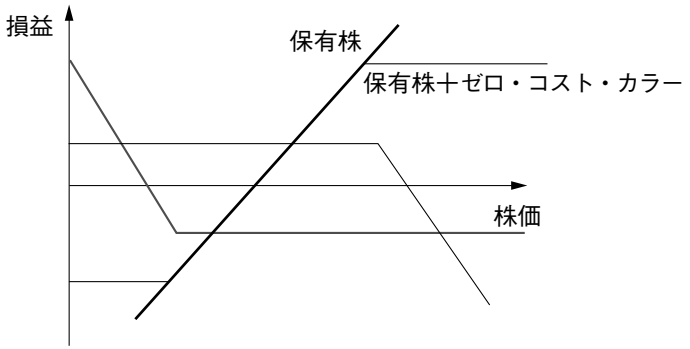
び議決権の所有を調整し続けている。

⑤インサイダーのヘッジや利益の確定

ＮＹＳＥ上場会社においても、関係者が自社株を大量に保有する会社が多く見られる。取締役や支配株主は、譲渡が制限されている場合が多い。このようなインサイダーは、「関係者が逃げ出している」、「税金の支払いを招いている」、または支配株主にとっては、「会社支配することを止めた」という社会的関心を引き起こすことなく、株式がさらされている経済的リスクを削減したいと考えていることが多い。

一方、投資銀行では、安定的収入確保のために、自社株の経済的リスクを回避したいとする関係者の要望に適合したさまざまな方法を開発している。このひとつに「ゼロ・コスト・カラー」がある（図3）。これは株価下落損失を抑えるために、プットオプションを購入すると同時に、コールオプションを売却する。これによって、株価が下落したときのリスクが固定化すると同時に、上昇したときの潜在的利益は減じられる。このようなオプション取引を行う場合でも、議決権は保持したままである。

図３　ゼロ・コスト・カラー



2000年３月14日先物・オプションレポート（大阪証券取引所）

3　隠れた株式所有

（1）スワップを用いた所有の隠匿

①事例1（ニュージーランド）

ニュージーランドにも五％の大量保有報告制度がある。ヘッジファンドであるペリー・コーポレーションは、ルビコン社の大株主であったが、二〇〇一年六月、五％株主ではなくなったと報告した。ところが、一年後、ペリーはルビコン社の一六％株主であるとの情報開示を行った。二〇〇二年の株主総会の議決に間に合うよう三一〇〇万株をドイチェバンクとＵＢＳウォーバーグから購入した。

ペリーが表面上ルビコン株の大株主でなくなった時期に何が行われたか。二〇〇一年五月ペリーは経済的利益を保有したまま、議決権だけを取り除いた。ペリーは三一〇〇万株を二つのデリバティブ・ディーラーに売却すると同時に、エクイティ・スワップのロングのポジションを取った。このような取引を行ってもペリーの一六％の経済的利益には変化がない。しかし、報告義務はなくなった。というのは、ニュージーランドの開示ルールではスワップ取引には報告義務が課せられていないからである。ペリーは、議決権が必要なときに、スワップ取引を止め、ディーラーから株式を買い戻すことができる。

ルビコン社の他の主たる株主から、ペリーの議決権に対する異議申し立て訴訟が提起された。第一審は異議申し立てが認められた。控訴審ではペリーが支持された。

前述のマイロンの事例のときには、ペリーは経済的な所有なしに空の議決権を取得するために、ショートのポジションを取った。ルビコン社のケースでは、経済的所有はそのままで、情報開示の義務が課される議決権をなくすためにロングのポジションを取っている。同時にペリーは、事実上のペリーの決定で行使可能な議決権を保

有し続けている。というのは、いつでも逆スワップ取引を行うことができるからである。別の表現をするならば、ペリーは変形の議決権を保有しているといえる。それはペリーがその株式を隠したいと思えば隠し、議決権を行使したいときには、いつでも再び現れることができるからである。

②事例2（イギリス）

アメリカの軍事産業ジェネラルダイナミクスはイギリスの戦車メーカーであるアルビス社買収の提案を行っていた。アルビス社の大株主であるBAeシステムズは当初、買収の是非を明らかにしていなかった。しかし、後にBAeシステムズ社はアルビスを買収した。これはイギリスにおいてＣＦＤといわれている取引によってアルビス株の株式の支配権を持つ複数のファンドがBAeシステムズをサポートしたことによるところが大きい。ＣＦＤはContract for differenceの略で、イギリスにおいて盛んに用いられているスワップ取引である。これは売値と買値の差額のみを決済する取引であり、配当などは取得することができるが、議決権はない。通常はＯＴＣで行われることから取引期間は自由に設定できる。つまりいつでも止められる。また、印紙税を支払う必要がない。

BAeシステムズを支持したファンドのうち、株式の現物で決済したものもあるとされる。スワップ取引を行うファンドはデリバティブディーラーに対し、いつでもアルビス株式を返還するように請求できる。そのため、開示規制の義務なく、株式を支配できる。本件ではこれらのヘッジファンドの持分は現物株式が九・二％、ＣＦＤが七％、合計一六・二％であったとされ、これらヘッジファンドの支持を得て、BAeシステムズはアルビス買収を成功させた。

③事例3（カナダ）

しかし、スワップ取引のショートのポジションを取る投資銀行が常に証券を返還するかは、保証されているこ

とではない。二〇〇六年シアーズホールディングスがシアーズカナダを完全子会社化する提案をした。この提案より以前に、あるヘッジファンドはスコティアバンクを相手にシアーズカナダのエクイティ・スワップ取引をしていた。

後にスコティアバンクはシアーズホールディングスの買収のディーラーマネージャーとなった。買収提案にはシアーズカナダの少数株主の賛成が必要であった。多くの株主やシアーズカナダの独立取締役は買収提案に反対であった。買収提案に反対するためにヘッジファンドはスコティアバンクにスワップの反対売買を行うように要請したが、スコティアバンクはこれを拒否しただけでなく、買収提案に賛成の議決権を行使した。スコティアバンクは空の議決権を行使したことになる。

ヘッジファンドはスワップ取引の市場習慣に反したとして、スコティアバンクを抗議し、この取引に対する自主規制や法的規制を期待すると述べている。

(2) 強制取得ルール回避のための隠れた所有

五%の大量保有開示回避以外の目的で、隠れた所有を利用する場合もある。強制取得ルール回避のためである。多くの国の法は、公開買付けの際、一定のパーセント以上の株式を取得した大株主は、すべての株主に対して、決まった価格で残りの株式のすべてを取得する申し出をしなければならない、いわゆる強制取得ルールを持っている。これを回避するために、隠れた所有が用いられることがある。

強制取得ルール回避の事例としては、イタリアのフィアット社のものがある。フィアットは二〇〇二年の四―六月期決算では、売上高は一四六億八〇〇万ユーロ、純損益は三四〇〇万ユーロの赤字であった。このため、債

権銀行団から緊急融資を受けることで合意を取り付けた。規模は三〇億ユーロで、三年後に返済できなければ株式に転換されるという契約であった。三年後の二〇〇五年、銀行団の債務が株式に転換され二六％の持分を所有した。この転換によって、フィアットの創業者であるアニエリ一族の持分は二二％低下していた。経営権を維持するためには、債権団よりも多くの株式を取得する必要があった。

そこで、二〇〇五年、アニエリ一族がメリルリンチと開示義務のないスワップ取引を締結した。一家はアニエリ家の株式の価値を薄める可能性のあるデッド・エクイティ・スワップの後にもフィアットの経営権を維持したいと考えていた。しかし、もしフィアット株式を直接購入したならば、持分が三〇％を超えてしまい、イタリアの強制買収ルールの引き金を引いてしまう。また、アニエリが購入したことを開示すれば、フィアットの市場価格に影響を及ぼしてしまうであろう。フィアットがデッド・エクイティ・スワップを実施した後、アニエリはエクイティ・スワップの逆取引を行い、相当するフィアットの株式を市場よりも安い価格で取得した。

イタリアの証券委員会は、アニエリが行った行為を強制取得ルール違反であるとしなかった。また、イタリア法において、スワップ取引は大量保有報告の対象とならない資産である。

Huは、隠れた株式所有はいつも社会的に望まれていないものとは限らないと述べている。そのひとつに大量取得を公にしないことによって、マーケットインパクトを抑えられることを挙げている。フィアット社のケースはその一例であろう。また、情報の少ない投資家から多くの情報を持つ投資家へと議決権を移転させることによって、株主による監視が強化されるとしている。

（3）議決権の剥離、買収防衛策としての利用

貸株取引による変形所有が買収防衛策として利用される場合もある。論文ではその具体例として、ニッポン放送株のソフトバンクインベストメントへの貸株を挙げている。ニッポン放送は、経済的リスクなしで、議決権を友好的な関係の第三者、この場合は、ソフトバンクインベストメントに渡すことができた。

4　ニューボートバイイング（新たな議決権購入）の技術発展

論文では、ニューボートバイイングについての今後の展望が述べられている。今後、これらの取引は増えるのか、もしくは、収束するのか。

Huは、需要と供給から考えると、これまで述べてきた空の議決権や株式所有の隠匿といった新たな議決権の売買はこれからも成長を続けるであろうと述べている。

その理由は主に三つある。一つは、取引コストを削減するためのファイナンシャル・テクノロジーの改良はこれからも続くことが予想されるからである。一九八〇年代には見られなかったＯＴＣデリバティブ取引は二〇〇四年までに四兆ドルとなっており、前年比五〇％増である。この成長は、取引コストの削減と金融商品の質および多様性の向上がその原因と思われる。

また、二つ目に貸株市場の発展を挙げている。貸株市場は過去一〇年間より急激に成長している。イギリスでは一九九六年三五億ポンドであったが二〇〇四年八〇〇億ポンドであった。デリバティブ取引の成長と空売りを含む取引を行うヘッジファンドの増加がこれらを牽引している。また、年金基金や退職基金、投資信託のような大口機関投資家がさまざまな方法で株式の貸手となっている。中には特定の第三者の貸株エージェントを利用し

ているものもある。多くは清算やポジションを保有するカストディアン銀行が貸株エージェントとなっている。数は多くないが、機関投資家の中には、このようなエージェントを通さず、直接、貸株を行うものもある。例えばカルパースは自ら貸株を行っている。ブローカー・ディーラーも信用取引客のためなどに、保有する株式の貸株を行っている。一方借手側も、大きな借手は自ら行うが、ブローカーの信用力や借手の匿名性という観点からもブローカー・ディーラーを通じて間接的に株式を借りていることが多い。

三つ目の理由として、ヘッジファンドの急成長を挙げている。年金基金や退職基金、投資信託が投資に関して、多くの規制の下にあるのとは違い、ヘッジファンドの取引ストラテジーは広い方向性を持つことができる。ヘッジファンドのマネージャーはデリバティブや他の洗練された金融ツールを用いることに抵抗がない。

5　まとめ

Huらは、Empty Voting=Voting Ownership>Economic Ownershipであると述べ、また、Economic-only ownershipとして、一つをHidden（開示義務に違反しない）、もう一つをMorphable（必要なときにはいつでも取り戻せる）所有であるとしている。

アメリカにおいては、議決権だけを分離して売買することは許されていないにもかかわらず(6)、貸株取引やエクイティ・スワップを用いて、現実的には議決権のみの売買が可能となっている。これらは、一株一議決権の原則に反する。Voting OwnershipとEconomic Ownershipを切り離すことを予定していない法制ではカバーしきれなくなっている。開示制度を見直す必要があるとの結論を導いている。

これらを概観して、私見をまとめると、近年、このようなニューボートバイイングが盛んになってきた理由と

して、まず、第一に、投資家の機関化、特に、ヘッジファンドの急成長が挙げられる。Huの論文にもあるように、彼らに対しては年金基金や投資信託、保険といった他の機関投資家よりも規制が緩やかであり、行動の自由が認められている。行動の自由は、取引コストを下げ、金融商品の多様化を求める金融技術を促進するものとなる。第二に、近年の企業再編の加速が挙げられる。企業の再編の際には、例えば、村上ファンドが買収提案すると、阪神電鉄社の株価が高騰したように、それまでには価値が顕在化していなかった議決権の価値が顕在化し、議決権を売買するニーズが高まる。前述の事例もそのほとんどが企業再編の事例である。第三に、機関化にも関係するが、議決権は個々ばらばらでは価値がなく、塊であるところに意味がある。ヘッジファンドを中心とするプレイヤーは、個人投資家などがばらばらで持つ議決権をまとめ、価値を生み出す。そのために、ニューボートバイイングが用いられていることが挙げられる。これら三つの事項は、これからもニューボートバイイングが広く行われるであろうことを示している。

さらに、本稿では詳細に紹介しなかったが、論文では、イギリスはＣＦＤ取引を大量保有報告の対象とする改正を行ったこと、アメリカの開示制度は、複雑であり、統一性がないことなどを挙げ、アメリカの開示制度を見直す必要があるとの指摘を行っている。

複数議決権株式の発行など、一株一議決権の原則には例外も認められる。Huの論文においても、議決権を売買すること自体が絶対的に禁じられるべきだとは述べてはいない。また、日本の会社法においては、議決権行使を条件に利益供与することは禁じられているが、会社以外の者が議決権の行使に関し、金銭を交付する等の利益供与をすることは禁じられていない。(7)

しかし前述のように、貸株取引によって空の議決権を取得したヘッジファンドが相場操縦を行ったと思われる

ケースもある。また、大量保有報告義務を逃れるために、スワップ取引を行い、俄かに大株主として現れて、議決権を行使するケースも見られる。これらの行為には、他の株主の利益を害するものもあるため、何らかの規制が必要であろう。多くのヘッジファンドがこの度の危機で窮地にあるとはいえ、ヘッジファンドは生き残るであろう。ヘッジファンドの急成長や企業再編の活発化の傾向は一国に留まらない。先に挙げた事例も世界各国にまたがっている。日本においても早晩このような事例が発生することは予想されるところである。

〔付記〕本稿は平成二〇年帝塚山学園特別研究助成費による研究成果の一部である。
本稿は平成二〇年度日本学術振興会科学研究費基盤研究（C）一般による研究成果の一部である。

注

（1）二〇〇八年八月二五日付日本経済新聞および太田洋「ヘッジファンド・アクティビズムの新潮流〔下〕」『商事法務』一八四二号、二三～三〇頁。

（2）*Henry T.C. Hu and Bernard Black "The New Vote Buying: Empty Voting and Hidden (Morphable) Ownership", Southern California Law Review*, Vol. 79, May 2006.

（3）同論文についての先行研究に、岩谷賢伸「エクイティ・スワップ、貸株取引を用いた議決権の取得と持分の隠蔽」『資本市場クウォータリー』二〇〇七年夏号、一八八～二〇〇頁がある。

（4）貸手が議決権を行使するのが原則である。

（5）二〇〇四年七月ＡＸＡはＭＯＮＹを買収。

（6）　ニューヨーク会社法六〇九条（e）　BUSINESS CORPORATION LAW 609(e)

(e) A shareholder shall not sell his vote or issue a proxy to vote to any person for any sum of money or anything of value, except as authorized in this section and section 620 (Agreements as to voting; provision in certificate of incorporation as to control of directors); provided, however, that this paragraph shall not apply to votes, proxies or consents given by holders of preferred shares in connection with a proxy or consent solicitation made available on identical terms to all holders of shares of the same class or series and remaining open for acceptance for at least twenty business days.

（7）　江頭憲次郎『株式会社法　第二版』有斐閣、二〇〇八年、三三三頁。

（ふくもと　あおい・客員研究員）

米国の空売り規制と住宅公社の救済

志馬　祥紀

本稿では、本年（二〇〇八年）七月に米国証券取引委員会（ＳＥＣ）の導入した空売り規制（厳密には特定銘柄を対象とするNaked short salesの禁止）について分析を行う。今回の規制については、規制の内容及び効果、そして「何故この時期に規制措置がとられたのか?」といった導入の目的について不明な点が存在している。ついては米国の過去の空売り規制の変遷、今回の規制の詳細を詳述し、規制効果の測定を行った上で、規制導入の目的について検討する。

なお、米国では九月により大規模な形で空売り規制を導入している。当該規制については、七月の規制と目的に一部違いなどがみられることから、稿を改めて論じることとする。

1　米国の空売り規制の変遷

米国における空売り取引に関する規制が、証券取引所法に定められたのは一九三八年である。これは、一九二九年の株価暴落を受けて、空売り取引に関する議論が開始され、最終的に一九三八年に証券取引所法を改正する形で規制が導入された。

この法改正によって、空売り取引が「売り手が証券を所有しないで行う売却、または売り手が借り入れた証券若しくは売り手の計算において借り入れられた証券の引渡しによって完了する売却」として定義され、「直近の

出来値よりも低い価格での空売り」または「直近の出来値がその直前の価格より低い場合、直近の出来値と同価格での空売り」（いわゆるアップティック・ルール）が禁止された。また、顧客注文を受けた証券会社による顧客への確認が義務付けられると同時に、証券会社は売り注文に「ロング（通常の売り注文）」「ショート（空売り注文）」の表示義務が導入された。そして、この法改正を受けて、ニューヨーク証券取引所等の証券取引所においても、同内容の取引ルールが整備された。

その後、空売り取引については、幾度か規制の見直しが議論されたものの本格的改正には至らず、改正のほぼ半世紀にわたり規制が継続することとなった。

そして、一九九九年にＳＥＣは空売り規制の見直し、具体的には価格規制の緩和、Naked short salesと呼ばれる規制への対応を提案した、コンセプト・リリースを発表したことで、空売り取引を巡る議論が活発化することとなった。

コンセプト・リリースの発表後、ＳＥＣは業界内外からの意見・議論を踏まえて、二〇〇三年一〇月に空売り取引に関する新たな規制レギュレーションＳＨＯ案を発表した。レギュレーションＳＨＯでは、上場証券・ナスダック証券について、「統一ビッド・テスト」と呼ばれる、空売り可能価格を「統合最良気配値」より一セント高い価格とする新しい規制提案を行った点に特徴がある。この統合気配値とは、価格規制の基準が証券取引所における価格に基づいていたのに対し、取引所外での価格をも対象にしようとした点に特徴がある。

しかし、二〇〇四年六月にＳＥＣが発表したレギュレーションＳＨＯの最終案においては、統一ビッド・テスト提案については、業界から強い反対があったことでＳＥＣはその導入を見送った。

また、同年の最終案においては、取引の活発な一部銘柄を対象に価格規制の適用を留保し、価格規制の有効性

や影響を調査するパイロット・プログラムの導入も決定された。このように価格規制の緩和が試みられる一方で、株式の売却時に受け渡し証券の裏付けのない空売り（Naked short sales、以下ＮＳＳ）が清算決済上問題となるフェイルを誘発しているとして、証券会社が顧客注文の確認義務及び空売り表示義務の強化が行われ、フェイルが継続的に発生している銘柄の注意喚起を行うことが定められた。

ＳＥＣは、二〇〇六年一二月に再度、空売り規制について再修正提案を発表した。この提案においては、価格規制（アップティック・ルール）の撤廃、一定期間、フェイルの継続する銘柄について、①清算参加者である証券会社による対処（買い埋め、手当て）、②証券会社による確認なしの空売りの禁止といったＮＳＳ防止策の強化、そして株式の売出しに伴う空売り規制の修正（レギュレーションＭ）が定められた。

二〇〇七年二月に、ＳＥＣはパイロット・プログラムの分析結果を発表し、パイロット銘柄（価格規制が解除された銘柄）に売り崩しが行われた形跡がないこと、規制銘柄について空売り取引高に統計的に有意な変化がみられなかったこと、その一方でパイロット銘柄については価格規制撤廃により取引高が二％増加したこと、そしてパイロット銘柄は規制銘柄と比較して価格がアンダーパフォームしていないこと等を発表した。

このパイロット・プログラムの分析結果を受けて、ＳＥＣは二〇〇七年六月、全上場銘柄を対象とする価格規制の撤廃を実施し、証券取引所についても価格規制の禁止を命令した。これにより、一九三八年以降引き継がれてきた価格規制は完全に廃止されることとなった。

しかし、空売り取引に関する問題と規制はこれで終わったわけではなく、本年七月にＳＥＣは金融業銘柄を対象とする、ＮＳＳの時限的禁止を命令した。

これらから売り取引に関する規制の歴史的推移を見ると、近年のＳＥＣの関心は、伝統的な価格規制の廃止と、

NSSという新たに顕在化してきた問題への対処という二点が中心となっていることが分かる。とりわけ、NSS問題はフェイル対策の面が強く―価格規制とは対象的に―規制強化の方向に向かっては来たものの、抜本的な解決が出来ていなかった点に特徴がある。(1)

2　二〇〇八年七月の規制

(1) 規制の内容

今回の規制（(2)二〇〇八年七月一五日付のSEC命令）は、二〇〇八年七月一五日に発表され、その実施は同七月二一日から七月二九日までの時限的なものである（最終的には八月一二日まで延長された）。その内容は、金融業に属する一九銘柄を対象としてNSSを禁止するものである。その根拠は証券取引所法一二条（k）(2)とされた。(2)

当該規制の内容を順に見ていくと、まず、SECが懸念する事項として、証券市場における風説の流布がもたらすパニック売りの懸念と、NSSがもたらすパニック売りの増幅効果、とりわけ金融機関についてパニック売りがもたらす信用問題についての懸念が示されている。具体的には、二〇〇八年三月にベアー・スターンズ社の流動性に関する噂の拡大と株価下落、信用危機から連邦準備銀行による緊急措置に至る経過の説明が行われている。次いで、二〇〇八年四月のブラックストーン・グループによるアライアンス・データ・システムズ社の買収に関する、風説の流布及び価格操作の検挙事例が述べられている。

その上で、SECはこれら証券市場における風説の流布が、対象となる有価証券価格の突然かつ過度の変動によって、公正かつ秩序ある市場とその機能に重大な脅威をもたらしているとする。そしてこうした状況に対処す

るために、公益及び投資家保護を目的として、公正かつ秩序ある証券市場を維持し、証券市場の実質的な崩壊を防ぐために一九三四年証券取引所法一二条（k）（2）に基づく権限を行使すると述べている。具体的には、以下の図表1における金融機関一九社についてNSSを禁止した。

そして最後に、当該規制は準備期間を経た上で、二〇〇八年七月二一日から二九日までの期間有効とする旨を記載している（ただし、同期間は最終的に八月一二日まで延長された）。

（2）規制の根拠規定

次に、今回の規制の性格を見るために、規制の根拠である、米国証券取引所法一二条（k）を詳細に見ると、当該規定は証券市場における非常時の対処を想定した規定

図表１　SECのNSS禁止銘柄リスト及び米国債プライマリーディーラー・リスト

NSS禁止銘柄名	グループ内プライマリー・ディーラー	NSS禁止銘柄の本国
BNP Paribas Securities Corp.	BNP Paribas Securities Corp.	フランス
Bank of America Corporation	Banc of America Securities LLC	米国
Barclays PLC	Barclays Capital Inc.	米国
Citigroup Inc.	Citigroup Global Markets Inc.	米国
Credit Suisse Group	Credit Suisse Securities (USA) LLC	スイス
Daiwa Securities Group Inc.	Daiwa Securities America Inc.	日本
Deutsche Bank Group AG	Deutsche Bank Securities Inc.	ドイツ
Allianz SE	Dresdner Kleinwort Securities LLC	ドイツ
Goldman, Sachs Group Inc	Goldman, Sachs & Co.	米国
Royal Bank ADS	Greenwich Capital Markets, Inc.	英国
HSBC Holdings PLC ADS	HSBC Securities (USA) Inc.	英国
J. P. Morgan Chase & Co.	J. P. Morgan Securities Inc., Bear, Stearns & Co. Inc.	米国
Lehman Brothers Holdings Inc.	Lehman Brothers Inc.	米国
Merrill Lynch & Co., Inc.	Merrill Lynch Government Securities Inc.	米国
Mizuho Financial Group, Inc.	Mizuho Securities USA Inc.	日本
Morgan Stanley	Morgan Stanley & Co. Incorporated	米国
UBS AG	UBS Securities LLC.	スイス
Freddie Mac	－	米国
Fannie Mae	－	米国
国別構成	－	米国：10 英・欧州：7 日本：2

（出所）７月15日付のSECの命令添付資料に米国プライマリー・ディーラー等の情報等を記載

である点が注目される。具体的には、非常時において、規制の発動基準として、ＳＥＣが公益保護及び投資家保護のために必要とＳＥＣが判断した場合に、有価証券の取引停止を命じる権限をＳＥＣに与えるものである。

当該条文をより詳細に見ていくと、一二条（ｋ）（２）（Ａ）において、非常時の取引停止権限をＳＥＣに付与している。具体的には、ＳＥＣが公益及び投資家保護の観点から必要と決定した場合には、「公正で秩序ある市場の維持・回復する」「証券取引の迅速性格かつ安全な清算・決済を回復する」「証券市場の実質的な崩壊を縮小、除去または防止」するために、略式処分としての規制命令を出すことができる。

そして、当該規制の期間は当初期間として一〇営業日が定められているが、市場の状況によっては合計三〇営業日を限度として延長することが認められている。

この規制の性格を見れば、ここでＳＥＣに付与される権限はあくまで短期的な非常時の対処を想定したものであり、その対象期間が明確に定められている（通常状態の証券市場においては当該命令が継続して効力を有しない）点が注目される。

そして、その規制の目的として具体的に挙げられている項目が、①「公正で秩序ある市場の維持・回復」だけでなく、②「取引の清算・決済の安全性確保」も明記されている点が注目される。

この規制条項に照らして今回のＮＳＳの禁止措置を見れば、金融システムの危機（①）に加えて、清算・決済の安全性確保（②）の必要性という市場状態が、法の意図する規制発動条件に合致したと考えられる。

（３）規制内容についての疑問点

しかしながら、ＳＥＣが新規のＮＳＳを禁じた対象銘柄を詳細に見ると、その規制内容については疑問も浮か

んでくる。

今回対象銘柄とされた金融機関一九社を見ると、―その銘柄選定根拠は示されていないが―住宅公社二社（連邦住宅金融抵当公庫（フレディマック）及び連邦住宅抵当公庫（ファニーメイ））と米国債のプライマリー・ディーラー一七社（グループ内にプライマリー・ディーラーを有する企業を含む）から構成されている。その本社の地域別属性を見ると、米国企業一〇社、英国及び欧州企業七社、そして日本企業二社となっている。

英・欧州あるいは日本の金融機関については、米国市場に株式を上場していない企業も多く、ＮＳＳを禁止してもその有効性が疑問である。過去、ＮＳＳが問題視されてきたのは、米国株式市場における取引清算・決済の安全性の観点からであり、海外市場がその対象とされてきたことはない。その意味で、今回のＮＳＳ禁止措置の対象として、これら一九社が対象とされていることには、対象範囲の点において疑問となる。

また、一九社のうち、一七社が米国債券のプライマリー・ディーラーであるが、そもそもＮＳＳの問題と米国債市場は直接的な関係がなく、何故これら金融機関が対象とされたか、具体的な説明力は乏しい。言い換えれば、何を目的として、これら金融機関を対象として、時限的効力しか効力のない規制を行ったかは明確ではない。次節以下では、株式市場の価格変動を見ることで、こうした規制に関する疑問を明らかにしたい。

3　規制前後の株価の変動状況

（1）株式市場全体の状況

図表2は昨年九月から本年八月末までのS&P500株価指数の推移を示している。指数値の状況を見ると、指数は本年に入り、三月のベアー・スターンズ社救済を機に上昇を始め五月に一四〇〇ポイント台まで上昇したが、

住宅公社二社の経営不振発表を受けて下落した。その後七月のＮＳＳ禁止命令の発表と実施を受けて一三〇〇ポイント台までしたがその後は低迷している。

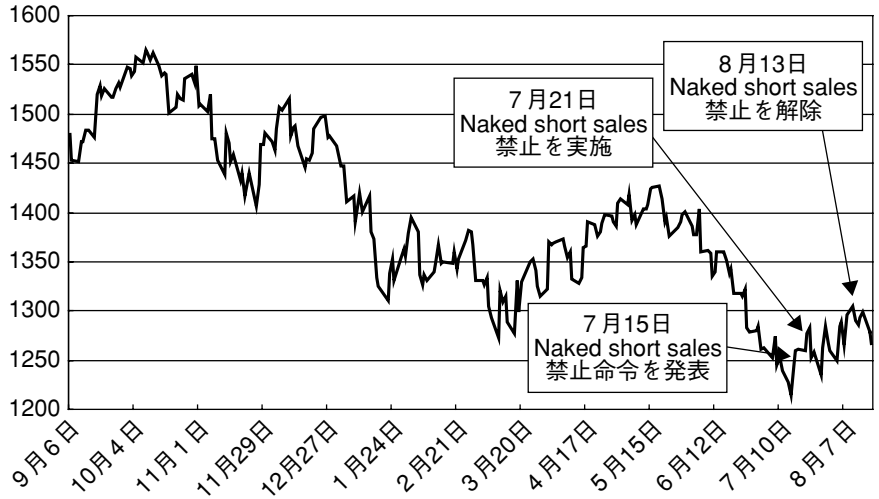
（２）累積超過収益率の算出方法

本節では、前節で述べたように市場が変動する中で、ＮＳＳの規制対象となった銘柄のうち、米国市場に上場している米国金融機関一〇社の価格変動状況を調べる。

具体的には、S&P500指数を基準としたマーケット・モデルを使用して、対象銘柄の累積超過収益率（ＣＡＲ：cumulative abnormal return）を算出する。これは、対象銘柄の全体平均及び個々の銘柄別に、ＮＳＳ規制の影響を分析するためである。

手法としては対象銘柄一〇社について、ＮＳＳ規制が発表された七月一五日をイベント日（t＝0）として設定し、同日の累積超過収益率が〇になるよう数値を調整する。そしてイベント日から二一五営業日遡った日（t－215）からイベント日の一五営業日前（t－15）までの二〇〇日間を推定期間として以下の最小二乗法により（１）式のマーケット・モデルを計測する（対数収益率ベー

図表２　S&P500株価指数の推移



ス）。

$$R_{jt}=\alpha_j+\beta_j R_{mt}+e_{jt} \quad (1)$$

R_{jt}：t日における会社jの株式投資収益率

R_{mt}：t日における市場収益率（S&P500）

e_{jt}：撹乱項

そして計算された各銘柄のα_jとβ_j（ベータ値）の推定値$\hat{\alpha_j}$、$\hat{\beta_j}$をもとに、イベント日の一五営業日前（t－15）から一五営業日後（t＋15）までの三〇日間について外挿テストを行い、実績値と予測値の差の形で異常収益率を求める（$AR_{jt}=R_{jt}-(\hat{\alpha_j}+\hat{\beta_j}R_{mt})$）。これはt日におけるイベントが対象銘柄jの投資収益率に及ぼした個別の効果を表している。そして対象銘柄の平均超過収益率（$AAR_t=\sum_{j=1}^{N}AR_{jt}/N$）を算出する。これはt日にイベントが対象銘柄の投資収益率に及ぼした平均的な効果を示している。

最後にイベント日前後の各一五日間について、イベントの及ぼした累積的な効果を見るために、累積平均異常収益率を求める（$CAR_{t1,t2}=\sum_{t=T2_{t-T1}}AAR_t$）

（3）規制対象銘柄の動き（平均）と住宅公社二社の動きの比較

図表3は、前節で算出された累積超過収益率の推移を示している。太い線が一〇社の平均値であり、併せてフレディマック、ファニーメイの個別値を示している。

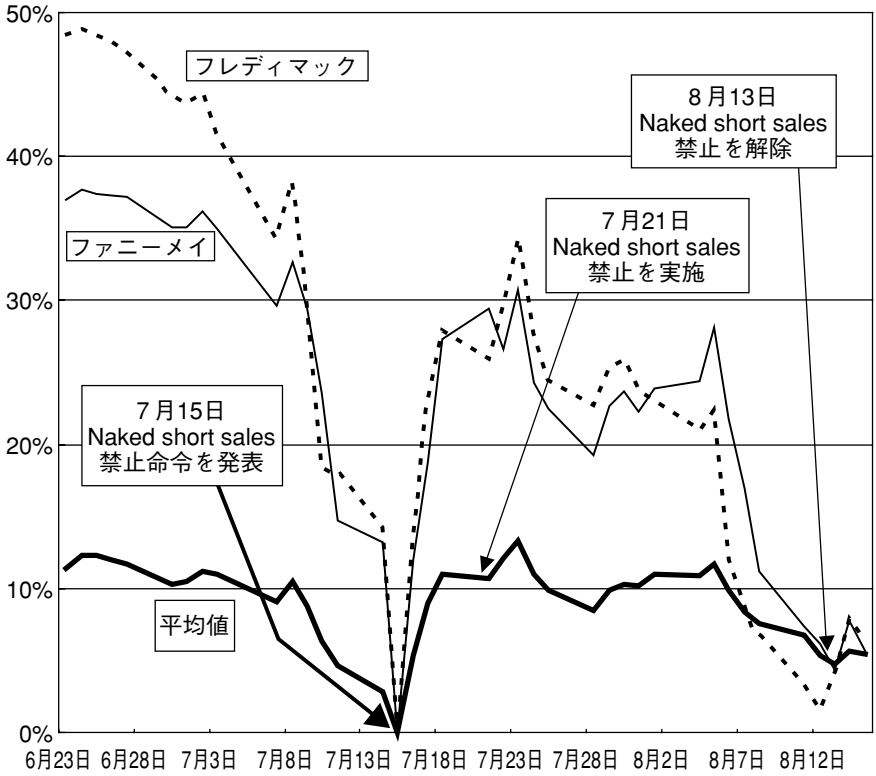
まず一〇社の平均値の動きを見ると、七月一五日を底として、六月末から約一〇％程度下落していることが分かる。これは、対象となる銘柄が、同期間のS&P500値よりも平均して更に一〇％程度下落していたことを示し

ている。そして、七月一五日にSECがNSSの禁止命令を発表する（実施は七月二一日から）と平均値は上昇をはじめ数日間で当初の水準まで上昇している。そして実際にNSSの禁止が実施された七月二一日以降大きな動きはなく、徐々に減少している。また、NSSの規制導入情報は、株価の上昇に大きく影響していること、しかし、その上昇効果は限定的であることも図から読み取ることが出来る。

その他に株価変動は、規制措置の実施ではなく、規制導入情報により強く反応していることも読み取ることが出来る。こうした情報に対する反応は、わが国における過去の空売り規制強化時の反応と整合的である。(3)

図表3では対象銘柄一〇社の平均値

図表３　対象銘柄10社の累積超過収益率グラフ（全銘柄平均及びフレディマック、ファニーメイ）



と併せて、フレディマック、ファニーメイの累積超過収益率の推移をも示している。これを見ると、これら住宅公社二社の変動の激しさが理解できる。ＮＳＳ禁止発表の約二週間の間にこれら銘柄は四〇―五〇％近い下落を示しており、ＮＳＳ発表後は約三〇％近い上昇を示している。この間、S&P500株価指数が全体として下落していたことを踏まえると、住宅公社二社の株価変動の突出ぶりが理解されよう（ちなみに年初時点で三〇ドル台だった株価（フレディマック三一、ファニーメイ三六ドル）は、規制導入直前で一〇ドルを割っている（フレディマック五・二、ファニーメイ七ドル）。

参考までに、図表４ではＮＳＳ導入直前・直後各五日間の対象銘柄の累積超過収益率値を示している。こちらでもプライマリー・ディーラーのうちもっとも激しく変動しているリーマン・ブラザーズの変動率が±一三％前後であるのに対し、住宅公社二社の変動の突出ぶりが良く示されている。(4)

このように考えれば、これら住宅公社二社は、ＮＳＳ規制の恩恵をもっとも強く受けていると言える。

そして、ＳＥＣがＮＳＳ規制を導入する前後の米政府の対応状況をまとめたものが、図表５である。図表５によれば、ＮＳＳ規制は住宅公社二社の救済を巡る議論と平行して導入され、二社の米政府による支援法が成立し支援の筋道がついた時点で、ＮＳＳ規制が解除されていることが理解される。

図表４　空売り規制導入前後各５日間の規制対象銘柄の累積超過収益率状況

（％）

	S&P 500	バンク・オブ・アメリカ	バークレイズ	シティ	ゴールドマン・サックス	JPモルガン
導入前５日間	0%	−5.6%	−0.3%	−3.1%	−0.5%	−4.0%
導入後５日間	0%	16.1%	5.3%	10.3%	1.6%	7.9%

	リーマンブラザーズ	メリルリンチ	モルガンスタンレー	フレディマック	ファニーメイ
導入前５日間	−13.8%	−5.4%	−1.7%	−38.2%	−32.6%
導入後５日間	12.0%	7.3%	3.8%	29.8%	26.6%

このように、ＮＳＳ規制の発動状況やその効果から判断すると、二〇〇八年七月のＮＳＳ規制の導入は、表向きの導入理由として「金融市場の混乱の沈静化、市場秩序の回復、清算決済の確保」を立てつつも、本音的な理由としては「住宅公社二社救済の援護射撃（政府による支援策確立までの時間稼ぎ）」があったと考えられる。言い換えれば、住宅公社の救済・支援策が確立する以前に、株価下落に伴う信用不安を理由として住宅公社が経営破たんすることを防ぐことが主な目的であり、その副次的効果として、住宅公社以外の金融機関の信用不安に対する支援効果が政策当局から期待されていたのではないか。(5)

図表５　空売り規制と住宅公社を巡る状況

	空売り規制関連	２住宅公社関連状況
７月10日		バーナンキFRB議長、下院金融委員会で２住宅公社について、経営基盤強化のための増資の必要性を証言。
７月13日		ポールソン財務長官、住宅公社支援を緊急声明
７月15日	・コックスSEC委員長 議会で「Naked short sales」規制強化の検討を証言。 ・SEC、空売り規制の強化を発表	バーナンキFRB議長議会証言
７月17日		フレディマックが増資検討と報道
７月21日	SEC、空売り規制を実施 （期限：７月29日）	
７月24日	コックスSEC委員長、議会証言、Naked short sales規制の全上場銘柄に拡大方針を証言。	
７月26日		２住宅公社への支援法が成立、財務長官の権限による、公的資本注入が可能に
７月30日	SECが金融株への空売り規制の延長を発表（期限：８月12日）	
８月５日		米政府、２住宅公社への資本注入の是非、方法検討のために、モルガンスタンレーに調査・助言を委託したと発表
８月13日	Naked short sales規制解除	

4　最後に

今回（二〇〇八年七月）のＮＳＳ規制導入に際しては、過去の空売り規制との関連を含めて、興味深い点が複数みられる。

まず、長年の懸案事項であったＮＳＳを短期的とは言え、対象を金融業に限定した上で明示的に禁止した点に特徴がある。

次に、ＮＳＳ規制が価格に与える効果としては、上述のように、短期的な株価上昇効果が存在するが、同種の効果を得られる手段としては、ＮＳＳ規制の他にも（二〇〇七年六月に撤廃された）価格規制も手段として考えられる。具体的には、ＮＳＳ規制の代わりに、ＳＥＣによる価格規制（アップティック・ルール）の復活導入という選択肢もあったはずだが、ＳＥＣはその選択をしなかった点も注目される。

最後に、ＳＥＣは九月に再度、より対象を拡大する形でＮＳＳ規制を導入するが、その際には七月の規制の結果を踏まえていると考えられる。言い換えれば七月の規制は九月規制のパイロット・テスト的な性格を帯びている。ＳＥＣが九月に改めて導入したＮＳＳ規制については、上記点に注意しながら分析を行っていきたい。

注

（1）　米国の空売り規制の歴史、最近の規制変更の経緯については「証研レポート」における清水葉子の一連の研究が詳しい。例えば「アメリカの空売り規制と日本へのインプリケーション」（二〇〇五年八月号一六三一号、http://www.jsri.or.jp/web/publish/report/pdf/1631/1631_03.pdf）や「アメリカの空売り規制と日本へのインプリケーション」（二〇〇七年四月一六四一号、http://www.jsri.or.jp/web/publish/report/pdf/1641/1641_03.pdf）など。

（2）二〇〇八年七月一五日付ＳＥＣの規制命令（RELEASE NO. 58166, "EMERGENCY ORDER PURSUANT TO SECTION 12(k)(2) OF THE SECURITIES EXCHANGE ACT OF 1934 TAKING TEMPORARY ACTION TO RESPOND TO MARKET DEVELOPMENTS"）

（3）詳しくは拙稿（「空売り規制と流動性―マイクロ・ストラクチャーから見た規制効果」証券経済研究第五一号、pp. 77-89）を参照。

（4）リーマン・ブラザーズ社の経営問題が表面化するのはこの後であるが、これら数値はリーマン・ブラザーズ社の将来を予見しているとも考えられる。

（5）このように考えれば、ＮＳＳ規制対象リストにある一九社のうち、ＳＥＣが関心を当てていたのは住宅公社二社であり、その他一七社は副次的な対象（住宅公社救済の目くらまし?）であったことが理解される。

（しま　よしのり・客員研究員）

証研レポート既刊目録

No.1634（2006.2）	執筆者
証券リテール・ビジネスの現状と課題	二上
最近のネット取引ブームについて	伊豆
マカリー・グループのロンドン証券取引所買収提案	吉川
英国債券流通市場の透明性に関するＦＳＡディスカッション・ペーパー	横山
No.1635（2006.4）	
長期信用銀行の消滅と金融債の発行停止	中島
企業再生手法の多様化	松尾
―ＤＤＳ・メザニン・信託―	
欧米の清算・決済コストについて	清水
大量保有報告制度の特例報告	福本
No.1636（2006.6）	
米国のネット証券について	伊豆
ＮＹＳＥとユーロネクストの合併合意	吉川
―欧米証券取引所再編の思惑―	
アジア債券市場育成構想における市場の重層性	横山
No.1637（2006.8）	
四〇年の歴史を閉じた国債シ団引受発行	中島
証券会社決算に見る証券業務の変化	二上
ＭＳＣＢとディスクロージャー制度	松尾
「アメリカ証券取引委員会（ＳＥＣ）の証券市場規制」	清水
一般債のペーパーレス化	福本
No.1638（2006.10）	
証券販売チャネルの最近の状況	二上
〈世界的不均衡〉の拡大について	伊豆
ユーロネクストをめぐる攻防	吉川
―欧米取引所再編の行方―	
ＥＵおよび英国における債券市場の透明性に関する検討の動向	横山
―ＥＵ金融商品市場指令との関連性―	
No.1639（2006.12）	
旧現先と新現先の基本契約書について	中島
―現先売買から現先取引へ―	
米国の空売り規制緩和実験	清水
―ＳＥＣによる実証研究―	
株主の特定は必要か	福本
大手証券会社の企業再生業務	松尾
―プリンシパル・インベストメントを中心に―	
No.1640（2007.2）	
市場金融モデルは定着するか	二上
Ｍ＆Ａ・ＬＢＯ・ＣＤＳ	伊豆
―〈ファンド化〉する国際資本市場―	
ナスダックのロンドン証券取引所買収ゲーム	吉川
ＮＡＳＤおよびＮＹＳＥによる自主規制機能の一部統合計画	横山
No.1641（2007.4）	
証券取引所の「統合」と「競争」	二上
米国におけるＭＳＣＢ	松尾
―株価と経営パフォーマンス―	
アメリカの空売り規制	清水
―アップティック・ルール撤廃へ―	
株式所有の情報開示	福本
No.1642（2007.6）	
日本のレポ市場の現状と課題	中島
最近のＬＢＯブームの特徴と背景	伊豆
トランス・アトランティック・エクスチェンジ	吉川
―取引所はグローバル化できるのか―	
米国国債市場「ベスト・プラクティス」の策定	横山
―フェイル多発およびレポ・スクィーズへの対応―	

No.1643（2007.8）	執筆者
なぜ新現先は形骸化しているのか	中島
エクイティ・ファイナンス手法の多様化	松尾
買収ファンドの上場をめぐって	伊豆
―ブラックストーンのＩＰＯ―	
名義株主と真の株主	福本
No.1644（2007.10）	
サブプライムローン問題と市場型金融システム	二上
円キャリートレードの不思議	伊豆
―株価と為替と金利の関係―	
錯綜する取引所の国際的な合併・買収・提携	吉川
米国ＦＩＮＲＡによる債券マークアップ・ポリシーの制定と運用	横山
No.1645（2007.12）	
公開企業の取締役会権限	森田
―敵対的企業買収の防衛策を中心として―	
新たなレポ指標レート「東京レポ・レート」	中島
企業買収と企業再生	松尾
実施迫る株券電子化の残された課題	福本
No.1646（2008.2）	
課徴金制度の改正について	梅本
―ワーキンググループ報告の検討を中心に―	
反社会的勢力等の不公正取引行為者の排除等について	坂下
米国における『証券リテールビジネス』の潮流	二上
政府系ファンドをどう見るか	伊豆
ＥＵ債券市場に透明性要件制度化は必要か	横山
レギュレーションＮＭＳと米国株式市場	吉川
No.1647（2008.4）	
株主とは誰のことか	奥村
―株式所有と会社支配―	
変貌する日本の国債保有構造	中島
企業再生の課題と展望	松尾
アメリカの私募市場拡大について	清水
ＪＤＲ（日本版預託証券）とは何か？	福本
No.1648（2008.6）	
ユーロ域の企業金融と資本市場	入江
―ユーロ導入後の傾向と変化―	
第三者割当増資の規制に関する英米の事例	二上
サブプライム問題とＩＴバブル	伊豆
取引所とクリアリング機関	吉川
証券化商品の原資産情報トレーサビリティ向上とは	横山
No.1649（2008.8）	
資金循環統計にみる国債保有構造の変化（再論）	中島
整理回収機構による企業再生	松尾
株券電子化後の株式担保	福本
先物市場の分裂と取引流動性	志馬
―大証225mini導入のインパクトを測定する―	
No.1650（2008.10）	
厳しい状況下のグリーンシート銘柄制度	坂下
再考迫られる米系投資銀行ビジネス	二上
レバレッジド・ローン市場について	伊豆
ＭＩＦＩＤ後のヨーロッパ株式市場	吉川
住宅ローン証券化商品の市場規模と価格形成	横山

証券図書館

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

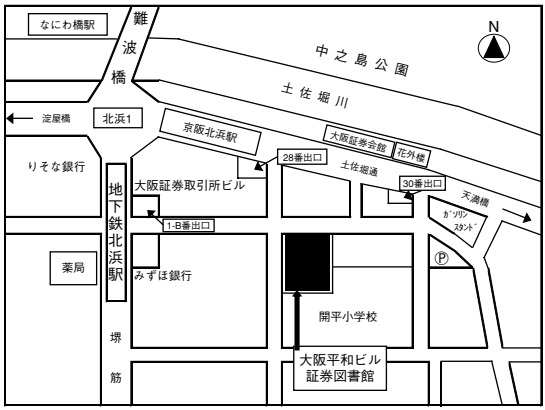
所　在　地　大阪市中央区北浜１－５－５　大阪平和ビル地下１階
ＴＥＬ（０６）６２０１－００６２

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

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

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

（みなさんのご利用をお待ちしております。）



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

（10月１日より、上記住所に移転しました。）

日本証券経済研究所のホームページ（http://www.jsri.or.jp）から図書の検索ができるようになりました。ご利用ください。

ISSN 0388-5356

証研レポート第一六五一号
二〇〇八年十二月八日発行
（偶数月第二月曜日発行）
昭和五十二年十一月十一日第三種郵便物認可

2008年12月号

発行所
財団法人 日本証券経済研究所
大 阪 研 究 所
〒541-0041 大阪市中央区北浜 1-5-5 大阪平和ビル
電話（06）6201 0061（代表）Fax（06）6204 1048
http://www.jsri.or.jp

定価400円（本体381円）