



レポート

No.1658

2010年2月

最近における金融経済教育の動向について

坂下 晃（1）

最近の証券業界の動向

二上季代司（23）

IMFをめぐる最近の動き

伊豆 久（37）

SECの株式市場構造コンセプト・リリース

～レギュレーションNMSの修復～

吉川 真裕（49）

規制強化迫られる証券化商品市場

横山 史生（64）

財団法人 日本証券経済研究所
大 阪 研 究 所

最近における金融経済教育の動向について

坂下 晃

1 はじめに

我が国では一九九〇年代からバブル崩壊、不良債権問題があり金融システムの改革が行われてきた。一九九七年六月の「証券取引審議会答申」では、「金融ビッグバン初年度となる一九九九年には、日本の金融に新しい運動が誕生することを期待したい。その一つの例として、これまでに十分には考えられてこなかった『賢い投資家創り』の運動を投信業界のみならず日本の金融界が一致協力して行うことを、ここで提唱したい。」と金融サービスのエンドユーザーである個人に市場メカニズムへの理解が必要であり、金融サービス業はそのための努力をしなければならないとされた。

その後、政府が我が国の金融システムをこれまでの産業金融モデルだけでなく市場型金融モデルに誘導するため、二〇〇一年六月の「経済財政諮問委員会」における骨太の方針で、「貯蓄から投資へ」というスローガンが打ち出され、マネーフロー構造を転換させようと試みてきた。

二〇〇二年の金融庁が発表した「金融システムと行政の将来ビジョン」では銀行中心の預金・貸出による資金仲介に加え、市場において、成長性は有するものの相対的にリスクが高い事業等への資金供給を適切に行い、幅広くリスクを分配していくという市場型金融にも軸足をおいた「複線的な金融システム」の構築が実施された。ここでは、個人は仲介機関が提供する商品やサービスの内容に差が出てくるので、少しでも高いリターンへの二

ーズが高まるため、「貯蓄から投資へ」の変化を政策的にも後押しする必要があるとしている。

そして、産業金融モデルと市場型金融モデルを併存させようとする「複線的な金融システム」に関して、二〇〇九年一二月の「金融審議会金融分科会基本問題懇談会報告」では、「複線的な金融システムとは決して市場型金融による偏ったシステムではなく、市場型金融による金融仲介と銀行部門の預金・貸出を通じた金融仲介がバランスのとれた形で機能していくことが重要である。」としている。これを実現するには、国民の金融資産の増大や、ニーズに合った金融商品が販売会社から顧客本位の販売により提供されるだけでなく、国民が「リスクとリターン」についての認識を持ち、「自己責任原則」で資産運用することが求められることになった。このため国民各層に対する金融経済教育の必要性が必要になってきたといえる。そのために、金融経済教育が体系的に整合性をもって実施されているか、また、金融先進国といわれる欧米諸国、特に米英両国との比較において、我が国の金融経済教育の実情と課題を明らかにすることも意味があることであろう。

「投資教育に関する国際セミナー」(投資家教育国際フォーラム (International Forum for Investor Education)⁽¹⁾と日本証券業協会の共催)が、二〇〇九年一〇月二六日(木)に東京で、翌二七日(金)は大阪でそれぞれ開催された。

同セミナーは、①「米国・英国・日本・アジアにおける金融・投資教育の推進体制」米国の先進事例を中心に、金融・投資教育の進め方のフレームワークについて、②「シニア層に対する証券知識の普及啓発活動」、③「中学・高校における金融教育」の三つのセッションで構成されており、非常に熱心なプレゼンテーション、パネルディスカッションが展開され有意義なセミナーであった。

東京会場に出席された日本経済新聞社の編集委員 前田昌孝氏も、昨年一〇月二七日の日本経済新聞「一目均

「衡」において「投資教育が必要な理由」のテーマで「日本で『投資教育』が進まない理由が改めて理解できた。投資家を育てることが、国家戦略の基本に位置づけられていないのだ。」と記事を掲載されている。

「金融経済教育」についての我が国の進捗状況や、問題点を概観するとともに、同セミナー大阪会場に参加してきたのでその内容も紹介してみたい（近く、日本証券業協会は同セミナーの「報告書」を刊行の予定である）。

同セミナーでは米英両国の他、オーストラリア、カナダ、香港、韓国、タイの事例も紹介され、貴重な意見を聞くことができたが、本稿では、英国と米国のパネリストの講演内容と講演資料等を中心に紹介している。

2 金融経済教育の必要性

(1) 金融経済教育懇談会における考え方

二〇〇五年六月に発表された金融庁の「金融経済教育懇談会」では、金融経済教育について次のように指摘している。

「これまでお金に『うとい』『無頓着』であることは社会的に必ずしもマイナス・イメージでは捉えられていなかったところ、いきなり「これからは自己責任」といわれて多様な選択肢とリスクの可能性を示され、とまどっているのが、多くの国民の率直な実感ではないかと考えられる。

このような現状を踏まえれば、国民一人一人に、金融やその背景となる経済についての基礎知識と、日々の生活の中でこうした基礎知識に立脚しつつ自立した個人として判断し意志決定する能力、すなわち金融経済リテラシーを身につけてもらい、また、必要に応じその知識を充実する機会を提供することは、今や大きな社会的要請となっているといえる。こうした意味での金融経済教育には個人の情報対応力を高めることにより、資源配分を

効率化させるとともに、社会的コストを抑制・軽減する効果が期待できる。また、一四〇〇兆円の個人金融資産を個々人が賢明に運用していくことは、国民経済的にも大きな意義がある。⁽²⁾

ここでは、一九九八年の日本版金融ビッグバン以降、遅れていた国民に対する「金融教育」に対する政府の基本的な考え方が政府の懇談会報告書とは思えないほど率直に示されている。高度経済成長が終わりを告げたにもかかわらず、人々の思考方法の切り替えが進んでいない段階で、個人の資産運用においても自らの責任で意志決定を行わなければならない局面が増加したことを明記しているといえる。

(2) 金融経済教育必要性の背景

我が国において「金融経済教育」が必要になってきた背景を概観して、次のように整理してみたい。

① 金融システムの変化

一九九二年の「金融制度改革法」、一九九八年の「金融システム改革法」に見られるように政府はデ・レギュレーションを実施することで市場型金融への舵取りの変更を企図した。間接金融において、最終的な資金の借手が有する貸し倒れリスク（デフォルト・リスク）は金融仲介者である銀行等の金融機関が負担していたが、市場型金融では最終的貸し手の家計が負担することになる。このため、最終的貸し手である家計部門はリスクとリターンについて理解することを求められることになった。

② 少子高齢化社会の到来

現行の出生率一・三七が続くと四〇年後の我が国の人口は八六〇〇万人にまで減少すると予測されている。少子化が進む一方で高齢化が進展しており、長生きのリスクが指摘されるところである。少子高齢化による問題点

は様々あるが、一例をあげても、年金問題が大きくクローズアップされ、若い世代からの積立不足を補うため、高齢者自らの資産運用が重要視されるようになった。

金融中央委員会の二〇〇八年の「家計の金融行動に関する世論調査」でも年金で「日常生活費程度もまかなうのが難しい」と回答した世帯が五割を占めており、老後の生活が「心配である」と答えた世帯が八割強になっている。そのため、経済的な豊かさを実感するために大切なこととして掲げる項目では、「ある程度の額の年収の実現」が三分の二、「ある程度の額の金融資産の保有」が約五割になっている。

③ 情報化の進展

インターネットの進展により、商品購入、資金決済、契約締結などの商取引だけでなく、金融の面でも幅広く活用されている。ネット証券取引、ネットバンキング等であるが、これにより取引の対象が大きく拡大し、これまではそれらの取引の枠外にいた人々が参加してきた。メリットだけでなく不十分な知識のままで取引を行うという危険性がある。また、反面、高齢者に見られるように情報化に対応できずに取り残される人々があり、それらの人々は情報化のメリットを享受できないわけである。情報にアクセスできないということは、単に情報を選別する能力の格差にとどまらずに、分配の格差に結びつくおそれがある。

④ 金融詐欺の防止

家計、特に年配者を対象とした詐欺、振り込め詐欺等金融犯罪に対する認識と防衛である。また、欧米におけるようにクレジットカードの過剰使用問題が大きな問題となる可能性も危惧される。

⑤ 個人金融資産の構成

我が国の個人金融資産（二〇〇七年六月）は、現貯金・信託で五〇・五％（一九九八年五二％）と半分を占め

ているのに対し、証券は二〇・〇%（株式・出資金一二・二%、債券等二・八%、投信五・〇%）と、米国の現預金一二・四%、証券五三%（株式・出資金三一・七%、債券七・〇%、投信一四・三%）と全く逆の金融資産保有状況にある。また、企業の資金調達のうち銀行からの借り入れが三〇%強（一九九八年度四一%、二〇〇八年度三六%）となっている。日本版金融ビッグバンが行われた一九九〇年代後半からでも個人の金融資産運用における預貯金すなわち間接金融のウェイトは大きくは変化していなく、また、企業の資金調達でも間接金融が依然、主流であることがわかる。

これらの問題への重要な対応策の一つが金融経済教育である。「現在の家計に強く求められているのは『金融（金銭）に関する賢い選択を行う能力』（金融リテラシー）の向上に他ならない。更に、金融リテラシーには情報処理の能力も含まれる。金融市場の発達は家計の選択肢を多様化させる一方、金融商品・サービスに関して、処理しなければならぬ情報の大量化と複雑化を招いた。このような新たに利用可能となった情報に対処するため、金融リテラシーは不可欠となる」⁽³⁾。このように、経済のグローバル化、規制緩和の進展、高齢化社会への対応、金融詐欺からの防御さらには積極的にライフプランに沿った資産運用という様々な観点から金融経済教育の重要性が増してきたのである。

3 わが国における金融経済教育

(1) これまでの歩み

これまでの金融経済教育の展開を、政府関係の最近の動きを中心に概観すると、次の通りである。

① 一九五二年

・「貯蓄広報中央委員会」(二〇〇一年に「金融広報中央委員会」に改称⁽⁴⁾)が設立された。

中立・公正な立場で金融経済サービス、生活設計の勧め、金銭教育の普及を役割としており、我が国における金融経済教育に中心的役割を果たしている。

② 二〇〇〇年

・金融審議会は答申「二一世紀を支える金融の新しい仕組みについて」を発表した。

金融に関する消費者教育の重要性を指摘している。この答申では、これまでの進め方が様々な機関・団体による個別の取組みにとどまっていたとの問題意識に立って、「まずは、業界、消費者団体、地方公共団体、関係省庁等が参加する貯蓄広報委員会・都道府県貯蓄広報委員会のネットワークを活用し、消費者教育を体系的・効率的に実施することが重要である」としている。

③ 二〇〇二年

・金融広報中央委員会は、「金融に関する消費者教育の推進に当たったの指針(二〇〇二)」を発表した。金融に関する消費者教育の体系的・効率的推進に資するものである。

・金融庁は「証券市場の改革プログラム」を発表した。

具体的施策において「投資知識の普及・情報の提供」について言及した。

④ 二〇〇三年

・金融審議会第一部会報告において「投資教育のあり方」について言及した。

⑤ 二〇〇四年

・金融庁「金融改革プログラム」を発表し、金融経済教育の拡充を明記した。

⑥ 二〇〇五年

・金融庁「金融経済教育懇談会」を設置し、「論点整理」を発表した。

二〇〇四年十二月に金融庁が公表した「金融改革プログラム」金融サービス立国への挑戦」では、具体的な施策の一つとして、「利用者のライフサイクルに応じ、身近な実例に則した金融経済教育の拡充」が盛り込まれた。この趣旨を受けて二〇〇五年三月から七回にわたって行われたのが冒頭に紹介した「金融経済教育懇談会」である。同懇談会では、金融経済教育の意義・必要性について検討され、今後の金融経済教育における官民連携のあり方、金融庁の役割について論点整理が発表された。主な内容は、①初等中等教育段階では、a. 教材自体は豊富である、b. 学習指導要領にも相応の記述あり、c. 具体的な方法は現場の自由裁量に任されている、d. 教育現場の意識等からの制約あり（例…投資と投機の区別なく「金儲け」の話はタブー視される傾向等）等があげられ、課題としては、学習指導要領の記述と現場の意識・実践とのギャップを埋めることが重要とされている。また、②社会人・高齢者段階では、現状として、a. 教育機会・教育内容も対象者のニーズによって多様である、b. リスクの概念、投資と投機の区別、分散投資の基本も必ずしも知識として共有されていない。また、課題としては主体的に学ぼうとする個人の支援・動機付けが重要であると指摘している。

金融経済教育の意義・必要性については、「適切な情報にアクセスし選別する能力の格差が、社会的分配の格差にまで結びつく状態が生じている。」としている。その防止策として、「金融経済教育は、特にこれからの世代に対する初等・中等教育の段階において適切に行われることが重要であるほか、これまでそのような教育を受け

てこずに社会人、さらには高齢者になってしまった世代に対しても必要である。」としており、金融経済教育は学校教育だけを対象にするのではなく、そこから取り残された社会人・高齢者の世代にも必要であるとしている。

4 英国における金融経済教育

(1) 国家戦略としての金融経済教育

英国では、サッチャー元首相が一九七九年～一九九〇年の在任中に、英国を立て直すには教育、特に経済に関する教育に重点を置き、教育改革を実行した。二〇〇〇年六月に金融サービス市場法が成立したが、第四条でFSAに「金融システムに対する公衆の理解向上」の法的任務を負わせている。英国では、「よりよい情報を持ち、教育され、より自信を持った市民が自分自身の金融問題に対してより大きな責任をとることが出来るとともに、金融サービスの市場でより活発な役割を担うことが出来ること」というビジョンを掲げており、金融教育の特色の第一は、法によって位置づけられており、国家戦略として政府がリーダーシップを取っていることから体系的な取り組みが可能になっており、行政が業界、NPO、消費者団体を引っ張ってきたことである。

(2) 英国における金融経済教育のポイント

財務省は金融能力に関して制度面を担当し、FSAは具体的な遂行に関して主導権を持っている。

学校における金融教育は、英国政府の長期目標がすべての子供は学校で計画的にかつ一貫したパーソナル・ファイナンスのプログラムを受けられるようにすることであり、それは大人になったときに金融問題に取り組むス

キルを身につけるためである。

FSAは、金融経済教育に必要な財源を自らの規制対象である金融サービス企業から徴収している。金融経済教育からのメリットは、まず国民、次に金融サービス企業・産業に、そして英国の経済全体が成長すれば、最終的に地方政府と国に到来するという考え方に立脚して長期的な政策を実施しているのではないかと考えられる。

最近の動きの中で特に注目に値するのは、「マネーガイダンス」⁽⁶⁾である。これは、資金を金融・証券・保険業界が五〇％、政府が五〇％それぞれ負担し、消費者に中立的な情報を提供するものである。

その内容は、①全国を対象に年金に関する包括的な金融アドバイスをを行う。②主な対象者は、金融に関する意志決定が上手くできないために最も被害を受けやすい七〇歳以上の人たち。③複雑化する金融商品について、④中立で、販売行為は行わない。⑤ツールは、インターネット、電話、対面。⑥適切な場合には、アドバイスを専門に委託する（年金アドバイス・サービス、ファイナンシャルアドバイザー等）。このように高齢者を主な対象とする金融アドバイサービスである。

英国においても高齢者層に「アセット・リッチ（豊富な資産）・インカム・プアー（少ない所得）」の現象が目につくようになる中で、マネーガイダンスは資産運用に当たり必要な金融サービス情報に業者に商品を買わされるのではないかというような不安なしに、あるいは必要な情報に気楽にアクセスできるものであり、しかも、「公認されたパートナーである『ジェネラリスト（generalist）』は、マネーガイダンスのすべてのトピックスを一定のレベルまで提供し、公認されたパートナーである『スペシャリスト』は、年金などのトピックスに関して掘り下げたマネーガイダンスを提供する」⁽⁷⁾ということから通常の一般相談では十分ではない、年金等込み入った商品に対しては別途より詳しい相談が用意されている。我が国においても、中立で幅広くかつ深度があるマネーガ

イダンスは高齢者の年金等老後の生活問題が深刻化する中で参考になるところである。

(3) 「投資教育に関する国際セミナー」における主な具体例

① 政府の役割

- ・財務省は、各省庁にまたがる重要課題を調整する。また、学校における金融経済教育について地方政府との橋渡しを行う。
- ・FSAは、金融制度に対する一般の人々の意識向上を図る目的で、二〇一一年までに一〇〇万人に対する金融経済教育を行い、その費用を支弁するため金融企業から年間二二〇万ポンドの徴収等の国家戦略を遂行する。
- ・公正取引庁は、消費者関連事業を実施する。
- ・FSAは、パーソナル・ファイナンス教育グループ (peg)⁽⁸⁾ によって提供される中等教育向けプログラムの「ラーニング・マネー・マターズ」に対して二〇〇六年から二〇一一年に一六〇〇万ポンドの資金援助を行った。
- ・FSAは、学校への相談員の派遣や教材を提供している。
- ・学校を卒業した若者のための支援としては、a. お金の意味するもの (FSAの一六～二五歳向けウェブサイト)、b. さらなる教育の支援 (一六歳からカレッジ向け「金融博士」⁽⁹⁾ プログラム、学生ローンを通じたFSAの教育)、c. 学位課程の中の金融能力に関するコンテンツ、d. FSAは、教育を受けず、仕事もなく、職業訓練も受けていない手が届かない若者たち (ニート) も支援している。

- ・すべての子供は学校で金融能力を計画的にかつ一貫したパーソナル・ファイナンスのプログラムを受けられるようにすることが政府の長期目標である。

- ・子供たちに、大人になったときに金融問題に取り組むスキルを身につけてもらうことが目的である。

② 業界団体、金融企業、NPOの役割

- ・FSAによる徴収を通じた、あるいは個別プログラムに財政的支援を行う。

- ・自主的な金融経済教育を行う。

- ・DfEは、当分野で幅広いプログラムを提供するのと、教材の認定制度の分野で主役を演じている。

- ・金融サービス研究所は、GCSE試験（一六歳）¹⁰とAレベル試験（一八歳）における金融能力について、資格認定を与えている。

③ 学校における金融経済教育

- ・二〇〇八年より、金融能力は中等教育のカリキュラム（一一～一九歳）の中で、「個人、社会、健康、経済」（科目名）の教育において、明確な小科目として位置づけられている。

- ・「個人、社会、健康、経済」の教育については、カリキュラムの中で、法律に定めた必修部分とする。

- ・金融能力は、GCSEにおける数学の一部として評価されるようになる。

④ 社会人に対する金融経済教育

- ・調査結果では、四〇歳未満の人々がより多くの金融能力を身につけているとの結果が出ている。具体的には、「家計の帳尻を合わせる」能力は、六〇代以上で特に優れている。また、六〇代以上の人たちは一般的に特に能力がある。その一方で、七〇代以上の人々については「商品の選択」や「新しい情報の入手」などの能

力で極端な低下が見られる。

- ・特に必要な支援は、将来に対する計画を持っていない退職前の人々と、七〇代以上の人々が新しい情報が不足しており、支援が必要である。

- ・四〇代未満の人たちの退職後に向けての計画を支援することにより、将来に向けて問題が蓄積するのを防ぐ必要がある。八〇%の人々は、退職後に現在の生活水準を維持できない。

- ・「確定給付年金スキーム」の減退は、退職後所得がいくら入ってくるかわからないという確実性の低下とリスクの個人への移転や年金保険という問題がある。

- ・進展する長寿化、具体的には介護費用、アセット・リッチ（豊富な資産）とインカム・プアー（少ない所得）、資産の取り崩し、等の問題がある。

- ・テクノロジー及び金融サービスにおける顧客と供給者との関係の変化や新しい複雑な商品の登場も問題である。

- ・退職前それとも退職後は、国の年金制度改革、個人及び国の年金予測、ペンション・クレジット（高齢者への無税支払制度）等の退職後所得について理解することが重要である。

- ・退職後のための貯蓄を支援として、二〇一二年から職場別年金あるいは個人勘定（政府が運営する制度）に自動加入することになる。これにより新たに八〇〇〜一〇〇〇万人が年金貯蓄者になることになる。

⑤ 「マネーガイダンス」

- ・「マネーガイダンス」は、全国を対象に年金に関する包括的な金融アドバイスで、「アドバイス・ギャップ」を埋めるものである。

・主な対象者は、金融に関する意志決定がうまくできないために、最も被害を受けやすい人たち、具体的には、金融資産の管理ができない七〇歳以上の人である。

・インターネット、電話、対面を使用し、中立で、販売行為はない。

・適切な場合には、アドバイスを専門家に委託する。例えば、年金アドバイス・サービスあるいはファイナンシャル・アドバイザーなどである。

・主な提供団体と協力する。例えば、「エイジ・コンサースン」（高齢者向けチャリティ）。

・年金の選択に関しては、一般的な市場での選択と年金保険に関する中立的な情報や最適な年金を探すためのウェブサイトを立ち上げている。

5 米国における金融経済教育

(1) 官民の連携体制

米国においては、これまでNPO等の民間の活動が中心的な役割を果たしてきたが、最近になり官民の連携体制が確立してきたことと、実践的教育等に特色がある。

連邦・州政府、FRB、大学、アメリカ経済教育協議会（NCEE）やジャンプ・スタート個人金融教育連盟（JumpStart Coalition for Personal Financial Literacy）⁽¹⁾等のNPO、消費者団体等がそれぞれの立場から消費者教育に取り組むだけでなく、事業の効率的な推進を目指して緊密な協力体制、連携体制をとっている。しかしながら、国民全体の金融リテラシーをより効率的に向上させるためには国家レベルでの金融リテラシー戦略が不可欠であり、その構築が求められていた。

「連邦政府レベルで国民の金融リテラシーの向上活動を担当する中核部署として、二〇〇二年五月に財務省内に金融教育局（Office of Financial Education）が設置された。さらに財務省金融教育局が中心となり、二〇〇四年一月二九日に二〇の連邦政府機関の代表者から構成される『金融リテラシー・教育委員会』（Financial Literacy and Education Commission）が設立された⁽¹²⁾」とあるように各団体間の事業の重複排除や整合性の確立に向けて連邦政府が役割を果たそうとしており、米国においてもこれまでNPOを中心とする民間機関を中心に行われていた金融経済教育を、政府がさらに国家戦略として位置づけて、体系化していることがわかる。

（２）「投資教育に関する国際セミナー」における主な具体例

① 政府の役割

政府の取組として国レベルでは、財務省に「金融教育局」を設置し、「金融リテラシーに関する大統領諮問委員会」、「FLEEC（連邦政府の二〇機関が参加）」を設置している。

② 業界団体、金融企業、NPOの役割

・金融リテラシー教育には多くの人々（学者、NPOのリーダー、ファイナンシャルプランナー、カウンセラー、政治家、財団、労働組合、教育者・教師、金融サービス業者、有力メディア、著述家、ジャーナリスト等）が関与する。

③ 機関、連盟、協会等を設立している（例：米国貯蓄教育協議会、ジャンプ・スタート個人金融教育連盟）。

・学校における金融経済教育

・教育における問題点としては、グローバル化とテクノロジーとそれによる変化がある。

・金融リテラシーに関する大統領諮問委員会では、学校における教育、職場での教育、社会的弱者への浸透、効果的方法についての研究・調査を行っている。

④ 社会人に対する金融経済教育

・米国は、危険な状態にある五千万世帯もの中流家庭によって引き起こされる国家的危機に直面している。これらの多くの世帯は、退職後の日々には備えた資産、準備、支援制度、保護のいずれも有していない。

・何が危険な状態にあるのかは、退職前の所得が\$三万～\$一〇万の危険な状態にある中流層世帯の大部分の人々は、a. プロのファイナンシャルプランナーによる専門的なアドバイスや指導を求めている。b. 退職後の家計維持のために貯蓄、準備、支援体制、保護のいずれの手段も持っていない可能性がある。このことから、退職所得の取り崩しという国家的危機が迫っている。という問題を抱えている。

・早期退職については、a. 昔から経済的成功の象徴とみなされてきたこと。b. 早期退職は「もう二度と働かない」と考えられてきたこと。c. この人々が、十分に準備を整え、退職後の生活を最適にするためには、退職に関する考え方をもう一度見直してもらう必要がある。d. 退職に対する新しい考え方を取り込むことにより、行動に変化が生じるであろう。という問題点があり、社会全体の価値観の移行の必要性がある。

・危険な状態にある中流層世帯の米国人が理解しなければならないのは、a. 多くの米国人が、パーソナル・ファイナンス上崩壊の危機に瀕している。b. 全ての米国人が金融の状態を知る責任がある。c. 退職について、資格を有するファイナンシャルプランナーから客観的なアドバイスを受けることが重要である。d. 退職金を得る必要がある。e. できる限り長く働く必要がある。f. 社会保障給付金を早期に受け取ること、受給額が少ないことを意味する。g. 医療及び長期の介護ニーズに対する支払制度を知っておく必要が

ある。h. 年金制度は信頼できる所得源を提供可能。i. 退職前に、消費者金融及びクレジットカードの負債を精算することが重要。j. 退職前に、401K貯蓄を使うことはマイナスの影響をもたらす。という一〇の事実である。

⑤ ウェブサイト

・退職所得の取り崩しに関するウェブサイト *decumulation.org* を立ち上げた。これは、十分なサービスを受けていない人々、十分な貯蓄のない人々、準備がない人々、情報が伝わっていない又は間違った情報が与えられている人々が最適な選択と決定をするためのウェブサイトである。

・ウェブサイトでは、仕事、社会保障、住宅及びモーゲージ、保険、年金、退職プラン、借金、詐欺を取り扱っている。

6 結びにかえて

金融経済教育について我が国と米英両国における政府の対応は大きく異なっている。個人金融資産における預金の比率がリスク商品にシフトしないところから「貯蓄から投資へ」の動きは停滞したままで、一昨年のサブプライム問題、昨年のリーマンショック以降は逆行の現象すら見せている。この現状を打破するために個人に対する金融経済教育が重要な環境整備となる。逆に言えば、国家戦略として市場型金融システムを採用することは国民をリスクにさらすことになる。その前に金融経済教育が実施されていなければならなかったといえる。

わが国における金融経済教育の遅れや、体系的な指針がないことは既に国や金融中央委員会が認めているとこ

ろであるが、米英両国では、これまで移民の増加等それぞれの事情による教育水準の低下に危機感を持ち様々な改革を行ってきたことも背景の一つではあるが、国際金融センターとしての競争力を維持するため、金融経済教育を国家戦略として打ち出しているのは、最終的には「国家の利益」、「国民の利益」を守るためであろう。

我が国としても、金融経済教育の一層の充実が期待されるところである。一例をあげれば、当面次の諸点について検討し、工夫することも有益ではなからうか。

1. 国家戦略として金融経済教育の重要性を位置付ける。

米英両国に見られるように、我が国も国家戦略として「金融経済教育を推進する」旨を明確化し、米英両国との差がこれ以上拡大しない対応をとる。

2. 推進主体は、政府（金融庁）が行う。

米国では、国民の金融リテラシーの向上活動を担当する中核部署は財務省金融教育局であり、「金融リテラシーと教育の向上に関する法律」に基づいて、「金融リテラシーと教育委員会」を設置している。英国では財務省が、各省庁にまたがる重要課題の調整役を行い、FSAは、具体的な金融経済教育を担当している。

我が国では、これまで金融広報中央委員会が金融経済教育の中心的役割を果たしてきた。しかし、金融庁には金融庁設置法第四条に「金融に係る知識の普及に関すること」が規定されていることから国家戦略を担う主導的な役割を担当すると共に、各省庁、金融広報中央委員会、業界団体、NPO等のとりまとめる役割・機能を持ち、とりわけ金融中央委員会とは連携を密にして我が国の金融経済教育を大きく推進させることが望まれる。

3. 金融経済教育を効率的に実施するため、関連する様々な政府機関、団体、NPOが連携を強化する。

既に、金融広報中央委員会が、「金融に関する消費者教育の推進に当たっての指針」で提案しているが、いまだ体系化や連携が十分とはいえない。英米両国では政府の指導で連携・分担が行われているように、各省庁、業界団体、NPO等の連携が重要である。

証券界においては、「認可金融商品取引業協会」である日本証券業協会はもとより、「認定金融商品取引業協会」の投資信託協会等も金融商品取引法に「金融知識の普及と啓発」が義務とされていることもあり、今後も金融経済教育の充実、発展に寄与することが望まれる。

4. 中立的な機関がマネーガイダンスを行う。

英国では、「ジェネリック」アドバイス・サービスを中心にマネーガイダンスが行われている。特定の商品やサービスの推奨を行うものではなく、金融サービスを必要としながら現実にはアクセスできないという人々のギャップを埋めることができる。高齢化社会の到来で年金が大きな問題になっているが、我が国でも早急な導入が検討に値しよう。

一例として、日本証券業協会が開設する「金融商品取引相談」における、「証券取引制度等に関する質問及び意見」という一般相談の件数が二〇〇八年度で九五九一件あったが、証券取引に関する一般相談だけで約一万件あるということは、他の金融取引をあわせて考えるとマネーガイダンスが成り立ちうる基盤は十分にあると考える。

注

(1) 投資家教育国際フォーラム (International Forum for Investor Education) は、投資家教育を担う各国・地域の民間、

政府関係機関が連携して世界の投資家教育プログラムの水準を向上させることを目的に、二〇〇五年に設立された団体である。二〇〇九年九月末現在、二四会員で構成されている。

(2) 金融庁 金融経済教育懇談会「金融経済教育に関する論点整理」 五頁 二〇〇五年六月

(3) 若園智明「金融教育とは何かを考える」『証券レビュー』（財）日本証券経済研究所 第四六巻第一一号 八八頁 二〇〇六年十一月

(4) 「金融広報中央委員会」（事務局日本銀行情報サービス局）は、健全で合理的な家計運営のために、都道府県金融広報委員会、政府、地方公共団体、民間団体等と協力して、①中立公正な立場からの性格でわかりやすい「金融経済情報の提供」②一人ひとりが賢い消費者として自立するための「金融経済学習の支援」の二つの活動を行っている。

(5) 金融サービス機構（Financial Services Authority）一九九七年に各種金融規制当局が集約されて、二〇〇一年の金融市場サービス法の下で、預金・貸出、証券、保険などすべての金融サービスを一括監督する単一の規制監督機関である。法的形態は保証有限責任の私的会社であり、運営費用は主に認可業者からの手数料によって賄われる。

(6) 二〇〇八年の「一般的金融助言についてのツールセン・レビュー」報告書で、それまでジェネリック・アドバイス（generic advice）と呼ばれていた名称は、「マネーガイダンス（Money Guidance）」と変えられた。

(7) 大橋善晃「英国による金融教育（3）金融能力国家戦略の策定と新たな戦略目標の設定」『証券レビュー』（財）日本証券経済研究所 第四九巻第七号 二二九頁 二〇〇九年七月

(8) 「金融教育に携わるボランティア機関であり、彼らのミッションは、学校を卒業する全ての若者が社会の一員となるために、金融問題についての自信とスキルと知識を身につけるようにすることである。pifegは、社会、経済、文化的背景の違いを考慮しつつ、さまざまな能力レベルの人々にふさわしいアドバイスや資源を提供している。pifegは、教

師と四歳から一九歳までの子供及び若者をサポートしている。」(大橋善晃「英国による金融教育(2) 金融能力国家戦略の策定と新たな戦略目標の設定」『証券レビュー』(財)日本証券経済研究所 第四九巻第五号 一六一頁 二〇〇九年五月)

- (9) 「FSAは、大学の学生を対象として、彼らが困難に直面する前に資金を管理することができるよう支援し、物事が計画どおりにいかないときに情報や援助を提供するために、「マネードクターズ (Money Doctors)」と呼ばれるH E金融能力プログラムを開発した。」(大橋善晃「英国による金融教育(2) 金融能力国家戦略の策定と新たな戦略目標の設定」『証券レビュー』(財)日本証券経済研究所 第四九巻第五号 一四六頁 二〇〇九年五月)

- (10) 「一六歳時に行われる中等教育終了資格試験、英国の初等、中等、高等学校レベルの教育システムには『卒業』という概念はない。それぞれの教育レベルの終了時に全国統一試験を受けてパスすることが、事実上の『卒業』に相当することになる。G C S Eはこの全国統一試験の一つである。」(大橋善晃「英国による金融教育(3) 政府による金融能力の取組み」『証券レビュー』(財)日本証券経済研究所 第四九巻第七号 一五四頁 二〇〇九年七月)

- (11) ジャンプ・スタート個人金融教育連盟 (JumpStart Coalition for Personal Financial Literacy) は、N D Oで、学習指導要領を作成している。

- (12) 若園智明「金融教育とは何かを考える」『証券レビュー』(財)日本証券経済研究所 第四六巻第一号 九三頁 二〇〇六年十一月

参考文献

・金融庁 金融経済教育懇談会「金融経済教育に関する論点整理」二〇〇五年六月

- ・金融広報中央委員会「金融教育プログラム～社会の中で生きる力を育む授業とは～」二〇〇七年
- ・金融広報中央委員会「金融に関する消費者教育の推進に当たっての指針二〇〇二」二〇〇六年
- ・金融広報中央委員会「家計の金融行動に関する世論調査」二〇〇八年
- ・内閣府「経済教育に関する研究会 中間報告書概要」二〇〇五年六月
- ・若園智明「金融教育とは何かを考える」『証券レビュー』第四六卷第二一号（財）日本証券経済研究所 二〇〇六年十一月
- ・大橋善晃「英国における金融教育（１）FSA主導による「金融に関する消費者教育」への取り組み」『証券レビュー』（財）日本証券経済研究所第四九卷第二号 二〇〇九年二月
- ・大橋善晃「英国における金融教育（２）金融能力国家戦略の策定と新たな戦略目標の設定」『証券レビュー』（財）日本証券経済研究所 第四九卷第五号 二〇〇九年五月
- ・大橋善晃「英国における金融教育（３）政府による金融能力への取組み」『証券レビュー』（財）日本証券経済研究所 第四九卷第七号 二〇〇九年七月
- ・川村雄介「わが国における金融教育の意義と課題」『地銀協月報』地方銀行協会 二〇〇四年一二月
- ・平岡久夫「米国・英国の金融・投資教育～日本が学ぶべきもの～」『証券レビュー』（財）日本証券経済研究所 第四二卷第九号 二〇〇二年九月

（さかした あきら・客員研究員）

最近の証券業界の動向

二上季代司

昨年あたりから、証券業界ならびに証券ビジネスに重要な変化が見られるようになった。

その第一は、三井住友銀行による日興コーディアル証券の買収である。これが起因となって大和証券グループと三井住友ファイナンシャルグループとの合併事業は解消された。この買収は、一昨年の秋の国際的金融危機により苦境に陥ったシティグループが傘下に収めていた日興コーディアル証券を売却する決断を下したことから始まった。しかし、国際的金融危機以降の世界的な金融監督規制の潮流は、一言で言えば「規制強化」であり、危機の震源地アメリカでは、オバマ政権が銀行による投資の制限など実質的に証券業務兼営に制限を課すような法案が準備されている。⁽¹⁾ こうした国際的な規制環境の激変の中で、上記のような大手証券とメガバンクを舞台とする再編劇は、何を意味し、今後何をもたらすのであろうか。

第二に、手数料自由化の産物であった「オンラインブローカー（ネット証券）」というビジネスモデルが、市場飽和状態に近づきつつある兆候が見られるということである。すでにアメリカではネット証券大手の間で、各社が異なるビジネスモデルを立ち上げつつあるが、日本でも同様なことがおきるものであろうか。あるいは、アメリカとは異なる道を歩むのだろうか。

第三に、一九九八年の金融制度改革法（ビッグバン）さらには二〇〇七年の金融商品取引法により、証券会社の業務範囲は拡大する反面、証券業界への参入障壁はきわめて低くなった。その結果、外為証拠金取引や不動産

ファンドなど新しい商品・サービス、ビジネスモデルが他業態からの新規参入を伴って持ち込まれてきた。しかしそれら新しいビジネスも、昨年来の金融危機に端を発した市況低迷その他により、試練を迎えようとしている。

事態は流動的であり、断定的な判断は下せないのだが、以下では、証券業界、証券ビジネスに見られる変化を簡単に整理し、今後を展望できるような論点を指摘することとしたい。

1 「銀証融合モデル」の行方

三井住友銀行による日興コーディアル証券の買収におけるひとつの論点は、それまでメガバンクが主張していた「銀証融合モデル」が確立したビジネスモデルになるのかどうか、である。

銀行・証券の連携効果は、①リテールの面では、銀行証券共同店舗ならびに「仲介業」のルートを通じた顧客資産の積み上げ・収益拡大効果であり、②ホールセルの面では、M&Aや引受けなど投資銀行ビジネスへの拡大効果であろう。

「リテールにおける連携効果」

第一の点であるが、次の三つの表は三大メガバンクグループの銀行証券共同店舗と金融商品仲介業の現況を見ものである。

表1 メガバンクの銀行証券共同店舗

銀行	証券会社	共同店舗数
みずほ銀行	みずほインベスターズ	プラネットブース149店（2009年11月）
三菱UFJ銀行	三菱UFJ証券	MUFGプラザへの出店39店（2008年9月）
三井住友銀行	SMBCフレンド証券	6店（2009年5月）

（出所）各社IR情報等より作成。

表2 三菱UFJ証券のリテール営業実績に占める仲介業効果（2009年3月期）

	預かり残高	有残口座数(千件)	株式投信販売	個人向け国債	リテール外債販売
億円	22,650 (19,891)	218 (182)	279 (1,188)	870 (1,935)	2,203 (1,511)
比率	12.3% (9.8%)	16.0% (14.4%)	3.9% (7.9%)	91.8% (78.5%)	41.1% (22.6%)

（出所）「三菱UFJ証券」決算説明資料より作成。

（注）預かり残高、有残口座数は2009年3月末。比率は全体に占める割合。預かり資産は国内営業部門（金融機関含む）。下段のカッコ内は2008年3月期。

表3 みずほ銀行とみずほインベスターズ証券の連携効果

	05年3月期	06年3月期	07年3月期	08年3月期	09年3月期
連携収益（百万円）	6,685 (14%)	32,950 (39%)	35,354 (48%)	27,508 (43%)	14,393 (38%)
連携預かり資産残高（億円）	8,029 (15%)	22,048 (29%)	28,179 (37%)	28,131 (43%)	26,292 (40%)
連携新規口座登録数（件）	11,526 (24%)	10,154 (25%)	11,159 (21%)	8,622 (21%)	12,495 (23%)

（出所）みずほインベスターズ証券「2008年度決算概況および基本戦略について」より作成。

（注）カッコ内は、全体に占める連携効果の比率。

これによれば、メガバンクグループにおける親銀行からの紹介・取次ぎによる収益・顧客預かり資産・新規口座開設への連携効果は、かなりの程度と推察できる。とくに「みずほインベスターズ証券」の営業収益、預かり資産の積み上げにおける銀行連携効果は四割を占め非常に高い。

日興コーディアル証券はもとと金融商品仲介業者のネットワーク作りには熱心であるが、今回、これに親銀行となった三井住友銀行が仲介業者として加わり、同社に銀行顧客の紹介・取次ぎを行うことになる。そこから発生する連携効果はかなりのものになると期待されている。

「ホールセールにおける連携効果」

他方、ホールセールの面における連携効果はどうか。公募増資や社債引受、持合株の処分などにあつてその中心となるのが「主幹事証券」であるが、表4は全国上場企業における主幹事証券（会社側発表による）を見たものである。

この一年間、上場廃止企業は戦後最高の一六三社を記録し、その反面、新規上場は一九社にとどまっている。廃止理由は完全子会社化や経営破綻などであるが、差し引き一四四社の上場減となるため、主幹事証券の数も当然、減少するが、その増減にはバラツキがある。表4によれば、野村、大和証券CM、日興コーディアルの三大証券に対して、銀行系のみずほの減少はわずか一社のみ、三菱UFJに至っては逆に一三社の増加となっている。また、シティグループから三井住友銀行に支配権が移譲された日興コーディアル証券の主幹事会社数の減少が顕著である。日興コーディアルの主幹事会社には三菱系が多く、三井住友への売却が明らかになって以降、日本郵船、三菱商事、三菱レイヨンなどの有力な三菱系企業が、日興コーディアルから三菱UFJ証券に主幹事を変更している。また三井住友との合併事業を解消した大和証券CMの幹事会社数の減り方が、野村と比べて大きいことも注目点の一つである。

歴史的に、幹事会社関係はメインバンク関係（および企業集団関係）とかなり重なる面があつた。⁽³⁾そうした関係は高度成長期に形成されたのだが、⁽⁴⁾その原因・要因ならびにその要因が現在でも続いているかどうかは、今後の法人ビジネスにおける「銀証

表4 大手・銀行系証券の主幹事会社数

	2008年12月	2009年12月	増減
野村	1,416	1,389	-27
大和証券キャピタル・マーケット	810	772	-38
日興コーディアル	694	624	-70
みずほ	308	307	-1
三菱UFJ	246	259	13

(注) 共同主幹事の場合は最上位を主幹事とみなす。2008年12月の「みずほ」は旧みずほ証券と旧新光証券の合算。

(出所) 日本経済新聞1月8日付、原資料)『日経会社情報』。

持合株の処分などにあつた

融合モデル」の成否を決する重要な論点の一つでもある。

こうしたメインバンクと幹事証券の重なり合った関係が形成され維持されてきた理由は、①新規公開を目指す企業を証券会社に紹介するファインダーがメインバンクである場合が多いこと、②資金調達においてメインバンクに依存する度合いが高いときには幹事選定においてもメインバンクの意向が働くこと、③同業種間で競合するライバル企業の主幹事は避ける傾向があるため融資系列ごとに主幹事関係が分断されるケースがあること、⁽⁵⁾などであろう。

しかし、九〇年代後半以降の、山一証券の破綻、金融危機とその後の銀行統合（メガバンクの形成）によりこの関係はかなり変化してきた。なにより最も重要なことは、幹事関係があるからといってそこから自動的に法人ビジネスが湧き出てくるとは限らない点である。コーポレートファイナンスの各段階で、どの程度、メインバンクの関与が強いかによって、今後の法人ビジネスにおける銀・証連携効果は違ってくることになる。

例えば、新規公開の段階では、今でもファインダーとしての銀行の関与は高い。その場合には、銀行系証券に有利に働くだろう。

しかし、一旦、株式を公開した上場会社の場合、資金調達におけるメインバンクへの依存は大企業になればなるほど低下しているうえに、主幹事だからといって増資や起債において案件が取れるとは限らなくなっている。ところがまた、財務が悪化するような経営危機の場合にはメインバンクの関与が強くなる（もつともその場合には法人ビジネスの収益性は低いだろう）。

最後に、今日のようなボーダーレス時代における事業再編、企業合併等のステージでは、メインバンクであるか否かに関わらず、世界的なネットワークを備えているかどうかが重要な要素となる。

他方、投資銀行ビジネスにおいてきわめて重要なものは機関投資家向けのセールス・トレーディング能力であるが、これについて、銀行と連携したからといって何かメリットがあるかといえ、それはないだろう。あるとすれば、ランニングストックを抱えるための資金調達（ならびに格付取得）の面で、銀行の信用力を補完的に利用できるということだけである。

いずれにせよ、企業金融の各ステージならびにその置かれた状況次第であって、法人ビジネスにおける

表5 親（子）銀行と証券子（親）会社とのファイヤーウォール
（「金商法44条の3」）

1. アームスレングスルール	通常とは異なる条件であって取引の公正を害する恐れのある条件で当該金融商品取引業者とその親銀行、子銀行と証券の売買そのほかの取引、店頭デリバティブ取引を行うことを禁止
2. 信用供与にかかる抱合せ販売の禁止	当該金融商品取引業者が顧客と証券取引等に関する契約をする事を条件に、親（子）銀行が信用供与していることを知りながら、当該取引の契約を締結することを禁止
3. 投資助言・運用業との利益相反の禁止	親（子）銀行の利益を図るため不必要な取引を行うことを内容とする投資助言、投資運用を行うことを禁止
4. 投資家保護に欠け、取引の公正を害し、金融商品取引業の信用を失墜させる行為の禁止または制限 （金融商品取引業等に関する内閣府令153、154条）	1. 資産の売却その他取引にかかるアームスレングスルール
	2. 親（子）銀行が顧客と有利な条件で資産取引その他の取引を行っていることを知りながら、金融商品取引契約を行うことを禁止
	3. 親（子）銀行の債務者の発行する証券の引受けにおいて、当該証券を募集・売却する際における利益相反行為の開示義務
	4. 親（子）銀行の発行する証券の引受主幹事の制限
	5. 親（子）銀行からのバックファイナンス付で引受けた証券を当該顧客に売却することを禁止
	6. 引受けた証券の親（子）銀行への販売を制限
	7. 書面での事前同意なしの親子間における発行者等および顧客等の非公開情報授受を制限
	8. 共同訪問における親法人、子法人と同一と誤認させる行為の禁止
	9. 親子関係にある金融商品取引業者あるいは親（子）銀行が主幹事である場合において、募集・売出し条件に影響を及ぼす目的で、作為的な相場を形成することを目的とした内容で投資助言・運用業を行うこと
	10. 親子関係にある金融商品取引業者あるいは親（子）銀行が引受を行っている場合において、当該証券の取得・買付けの申し込みが未達の下で当該証券を取得・買付けることを内容とした投資助言・運用業を行うこと

銀証連携効果の程度をア・プリアリに言うことは出来ない。

これに加えて今一つ重要な論点は、規制すなわちファイヤーウォールのあり方である。表5は、現行法制下でのファイヤーウォールを整理したものである。

一九九二年の「制度改革法」によって銀行による証券子会社設立が可能になったときに導入されたファイヤーウォールは、その後、次々に緩和されていった。すなわち、①共同訪問禁止、②証券子会社の主幹事制限等は撤廃され、③銀行証券共同店舗は解禁、④市場誘導業務（新規公開の斡旋など銀行顧客企業の証券会社への紹介業務）も可能になった。また昨年六月には⑤証券会社・銀行間の役職員の兼職規制が撤廃、法人顧客が拒否（opt out）しない限り非公開情報共有も可能となった（情報共有が拒否される場合を考えると、実際にフロントの職員が兼職することは難しいとの意見もある）。

ところで、冒頭で見たように、先月、打ち出されたオバマ大統領による新提案のインパクトはどの様に評価したらよいのだろうか？「銀証融合モデル」を主張するメガバンクグループにおいて展開された投資銀行業務では、ヘッジファンドやプライベードファンド、プリンシパルインベストメント、証券化商品など高リスク・低流動性の資産保有の程度はさほど大きくは無かった。したがって、それほどの影響はない、という声が多い。またこの新提案も現実性が低いとも言われている。

しかしながら、国際的金融危機後、世界的な規制強化への方向転換は、緩和傾向にあったファイヤーウォールのあり方を見なおす契機になるのではなかろうか。

2 ネット証券を巡る論点

次に検討すべきはネット証券のビジネスモデルである。ネット証券においても、昨年来、再編成の波が生じている。まず、①野村証券本体へのジョインベスト証券の吸収、②オリックス証券によるジェット証券の吸収合併、③かざか証券と丸八証券のオンライン口座をオリックス証券が継承、④マネックス証券とオリックス証券との統合、などである。

こうした背景には、①ネット証券大手五社による個人取引シェアが昨年第3四半期で八割に近づき、ネット取引への移行が飽和状態になりつつあること、②昨年、SBIと楽天との間で展開された手数料引下げによる注文獲得競争もその効果は限界に近いことがわかった、という事情がある。

ここで想起されるのは、一足先にビジネスモデル転換に迫られた米国のネット証券の経験である。⁽⁶⁾二〇〇〇年初頭のITバブル崩壊を契機に米国の大手ネット証券は次のようにそのビジネスを転換させていった。すなわち、①チャールズ・シュワブは売買仲介業務から資産管理業務に軸足を移し、以降、それがメインビジネスになっていること、②イートレードは銀行業務の比重を高め委託手数料依存を低めている。では、日本のネット証券は今後、どのような路線を選択するのだろうか。

「FX取引、CDS取引」

現在見られる傾向として第一に、現在のビジネスの主流である短期売買・信用取引依存の顧客に新しい商品・サービスを誘導して収益を高めようとする戦略があげられる。例えば、ネット証券の多くは大証の日経二二五先物・オプションを取り扱っているが、これに加えて「外為証拠金取引(FX)」やCFD取引(Contract for

Difference)を取り扱う動きも出ている。

F X取引とは、証拠金（保証金）を業者に預託し、主に差金決済による通貨の売買を行う取引であり、一九九八年の外為法改正により外貨取引が自由化されたことを受け、一部の商品先物業者が先鞭をつける形ではじまったとされる。少額の証拠金で高いレバレッジ（一〇〇〇倍、平均二〇倍）の取引が可能とされ、きわめてハイリスクである。

現在、F X取引の中心は、対面からネット取引に移行しており、専業者（外為ドットコム、外為オンラインなど）のほか、ネット証券も積極的に手がけるようになった。なお、外為に限らず、証券・証券指数・金利・コモディティを対象資産とし、少額の証拠金で差金決済する店頭取引は、CFD取引（Contract for Difference）と呼ばれる。この取引はイギリスを発祥とするが、わが国でも一部の業者において手がけられているようである（表6）。

以上のうち、外為証拠金取引に付いては収益的にかかなりの程度に達するネット証券もでている。

〔資産管理型営業への参入〕

第二の傾向は、チャールズ・シュワブの先例に倣って資産管理型営業への路線を踏襲しようというものである。シュワブは、説明能力の要する資産管理型営業を展開するにあたって、独立系投資アドバイザーのネットワークを組織し、自らは投信種類の品揃えや受注執行などのバックオフィスなど彼らのサポートに徹し、残高比例フイ

表6 証券を対象とするCFD取引

	2008年4月	2009年3月	増減
口座数	1,248口座	13,139口座	+11,891口座
証拠金残高	5.1億円	20.7億円	+15.6億円
取引件数	1,826件	149,708件	+147,882件
月中取引高	150億円	1,518億円	+1,368億円
取扱会社数	2社	7社	+5社

日証協調べ（7社からのヒアリング結果を集計）
（出所）証券CFD取引ワーキング・グループ中間報告書

一のキックバックを受けるといふビジネスモデルを確立した。

これと類似した動きとして、金融商品仲介業者を組織しネットワーク化するという戦略を取る業者も現れている。例えば、ネット証券最大手のＳＢＩ証券は、昨年九月、日本インベスターズ証券を買収、同社の保有する仲介業者ネットワークを継承した。その結果、契約仲介業者数はＰＷＮ日本証券、日興コーディアル証券に次いで三位（七五件）、そのほかのネット証券大手では楽天が自ら開拓した契約先一件となっている（〇九年末）。もともと、仲介業者からのビジネスは（先に見たメガバンクによる仲介業務を除けば）、きわめて僅少であり、ビジネスモデルとして確立したとまではいえず、まだ萌芽段階にとどまっている。

3 証券会社（第一種金融商品取引業者）の新たなビジネス

最後に、九八年の登録制および〇七年の金融商品取引法施行を経た現時点における証券会社のビジネスを俯瞰してみよう。

証券会社は、金融商品取引法（以下、金商法と略）により、法的には「第一種金融商品取引業者」とされるが、その登録状況ならびに主たるビジネスをまとめたものが、表7である。金商法は、証券取引法、金融先物取引法、投資顧問業法等を統合したものであり、証券業、金融先物取引業、投資顧問業等は金商法の下で横断的に規制されることになった。このため、既存の証券業務にはほぼ相当する業務は「第一種金融商品取引業」、各種ファンドの募集販売ならびに市場金融先物取引業は「第二種金融商品取引業」とされ、投資顧問業は「投資助言・代理業」、投資一任業務については「投

表7 第1種金融商品取引業者（305社）の登録状況と主たる業務

	登録	営業	主たる業務
第1種金融商品取引業	305	303	287
第2種金融商品取引業	121	66	5
投資助言・代理業	62	45	1
投資運用業	30	30	12

2009年9月末現在。

（出所）日本証券業協会「会員における業務内容の実態調査」『証券業報』2009年12月より作成。

資助言・代理業」のほか「投資運用業」の登録を要することとなった。

そこで表7に戻ると、第一種金融商品取引業の登録業者三〇五社のうち、併せて第二種金融商品取引業の登録を行っている業者が一二一社となっている（以下、同様に資助言・代理業六二社、投資運用業三〇社）。他方、三〇五社のうち、実際に第一種金融商品取引業を行っている業者は三〇三社、これを主業とするもの二八七社となっている。すなわち、残る一八社はいわゆる証券業を主業とするのではなく、一任運用業務を主業とするもの一二社、ファンド募集等を主業とするもの五社となっている。

ちなみに、証券界への新規参入が始まったのは、九三年の金融制度改革法（子会社形式による相互参入の解禁）からであるが、表8はそれ以降の新規参入・退出状況を見たものである。

これを見ると、新規参入・退出による業界の流動化は、一九九七年五月小川証券の破綻（自主廃業）から本格化していることがわかる。これ以降、昨年一月末までの一二年余で、自主廃業、営業譲渡、合併等により退出した国内証券会社は一九一社、これに対し新規参入は一七二社である。

こうした業界の新陳代謝・流動化が、業界に新しい商品・サービス・ビジネスモデルをもたらす契機にな

表8 国内証券会社の新規参入・合併・廃業等による増減

	新規参入	合併など	自廃等
1993年～96年	19	- 3	
1997年	4	- 2	- 1
1998年	16	- 7	- 9
1999年	21	-10	- 7
2000年	24	-10	- 2
2001年	15	- 7	- 3
2002年	11	- 9	- 9
2003年	7	-4	- 7
2004年	7	- 5	
2005年	20	- 3	- 2
2006年	25	- 1	- 2
2007年	22	- 2	-10
2008年	22	- 6	- 9
2009年（11月まで）	4	- 6	-17

（注） 1. 93年から96年までの新規参入19社は制度改革法に基づく子会社設立によるもの。2. 営業譲渡による廃業は合併に含む。3. 自廃等は協会脱退時点。4. 外国証券在日支店の日本法人化等、組織変更に伴う廃業と登録は含めない。

（出所）日本証券業協会『証券業報』『協会通知』より作成。

ったことは言うまでもない。

その最たるものは「ネット証券」である。現在のネット証券大手五社のうち松井証券を除く四社はすべて、IT関連企業をはじめとする外部からの新規参入者である。

ついで大きなインパクトを与えているのが商品先物業者の参入である。日経二二五先物・オプション取引に参入するほか、外為証拠金取引等、証券以外のデリバティブ系商品・サービス導入の先鞭をつけた。

もつとも、現在のFX業者（外為証拠金取引業者）大手五社（外為ドットコム、外為オンライン、マネーパートナーズ、クリック、サイバーエージェント）もネット関連企業の設立によるものが多い。なお、先の協会調査によると登録業者三〇五社のうち、証券オプションの取扱業者一七二社、同様に指数先物一六五社、FX四六社、金利・通貨オプション・スワップ三五社、CDS（クレジットデフォルトスワップ）二三社となっている。また東京金融先物取引所や大証の上場FX取引の取扱業者は第二種金融商品取引業の登録を義務付けられているが、第二種登録二二一社のうち二八社が上場FX取引を扱っている。

このFX取引では、証拠金比率がきわめて低い（したがってレバレッジがきわめて高い）業者がみられることから、金融庁は過当投機抑制の観点から二段階でレバレッジの上限を抑える規制を導入する予定である（八月から五〇倍以下、一一年八月以降二五倍以下）。高レバレッジをセールスポイントにしてきた業者もいることから、この規制はFX業者の淘汰に結び付く可能性がある。

他方、この間、業界に持ちこまれたビジネスとして「ファンドビジネス」がある。第二種登録業者のうち、ファンド持分の募集あるいはその取扱を行っている業者は三〇社、このうち取扱商品別に見ると①「不動産ファンド」一七社、②「買収ファンド」六社、③「ヘッジファンド」四社、④「ベンチャーファンド」四社、⑤「その

ほかのファンド」一五社となっている。またその取扱実績は①〇八年度（四月～〇九年三月）、取扱業者二七社、取扱本数三五八本、②〇九年度上期、一七社、九〇本となっている。

このうち金額的にも大きい不動産ファンドについて言えば、そのビジネスモデルは、①更地の購入→②ビル開発→③不動産私募ファンドの購入（ファンド持分の募集）→④REIT（上場不動産投資信託）への売却（ファンド解散・分配金支払い）、というプロセスを取っている。したがって出口戦略としての上場REITの組成あるいは増資（これによる新規物件の購入）がうまくいかなければこのビジネスモデルは成功しないことがわかる。REITの中にはレバレッジを働かせるために債務（投資法人債）を発行しているところがあるが、税法上、内部留保が出来ないことから、一般企業と比べて借り替えがクリティカルな問題であることも昨年明らかになった。

以上は、業界に持ち込まれたあたらしい商品・サービスについての紹介ならびにそれがビジネスとして定着しているかどうかの検討であるが、もちろん伝統的な証券ビジネスが直面している問題も取り上げる必要がある。それは、後日にまとめてみたい。

注

- (1) 一月二二日に新聞発表されたアメリカの新金融規制案の内容は、商業銀行に対して①ヘッジファンドやプライベートファンドなどの所有・投資を禁止、②自己資金による高リスク投資の制限を課すことに加え、金融機関全般に対し③負債に上限を課して規模拡大を制限する、というものである（『日本経済新聞』一月二二日付）。この案がそのまま通過する可能性は低いとされているが、商業銀行に対する上記一点の規制強化は、オバマ政権の経済顧問であるボルカー

氏（元FRB議長）が主催する賢人会（G30、グループオブサーティ）の報告書「世界金融改革の骨組み（"FINANCIAL REFORM: A Framework for Financial Stability"）」にすでに盛られている。このことは、ボルカー氏の思想なり考え方が今後、一層、力をもつであろう事を予想させて興味深い。なお、同報告書は杉田浩治氏（日本証券経済研究所）による翻訳があるので参照されたい（http://www.jsri.or.jp/web/topics/pdf/0903_01.pdf）。

(2) 二〇〇九年十二月末現在、金融商品仲介業者は五六〇（銀行除く）であるが、仲介先としてP W M日本証券九七に次いで日興コディアル証券九四などとなっている（金融庁「金融商品仲介業者登録一覧」より集計）。

(3) 具体的には、野村——三井・三和・一勧、大和——住友、日興——三菱、山一——富士・三菱という関係である。もつともこの関係は、現在かなり弛緩している。大手証券の間で関係が相対的に最も鮮明といわれる大和証券の場合でも主幹事会社のうちメインバンクが三井住友銀行である企業は約八〇〇社のうち二〇〇社強にすぎない。

(4) 幹事会社関係の形成に付いては、かなり古いが拙著『日本の証券会社経営』東洋経済新報社、一九八〇年を参照されたい。

(5) 例えば、ライバル企業間で主幹事を比較してみると、トヨタ自動車（野村）と日産自動車（日興コディアル）、日本郵船（三菱UFJ）と商船三井（野村）、三菱商事（三菱UFJ）と三井物産（野村）、東レ（野村）と三菱レイヨン（三菱UFJ）等となっている。

(6) 米国ネット証券のビジネスモデルの変化に付いては、伊豆久「米国のネット証券について」『証研レポート』二〇〇六年六月を参照のこと。

（にかみ きよし・客員研究員）

IMFをめぐる最近の動き

伊豆 久

はじめに

国際金融危機がひとまず収束するなかで、中長期的な新たな金融システムのあり方を探る議論が様々な方向へ展開されているが、その一つに国際金融システム、特にIMF（国際通貨基金）をめぐる議論がある。中国の中央銀行総裁が、ドル中心の国際通貨システムに異議を申し立て、SDR（特別引当権）本位制への移行を唱えたのは大きな注目を集めた。SDRに関しては、昨年、新規の配分も実施されたが、それはおよそ三〇年ぶりの「歴史的」とも言える出来事であった。また、融資の低迷によって存在意義が問われていたIMFは、経済危機に陥った新興国に久しぶりに多額の融資をおこなったが、その融資条件には以前との大きな違いも見られるようである。

以下、小稿では、こうしたリーマン・ショック後のIMFをめぐる動向を紹介することとする。

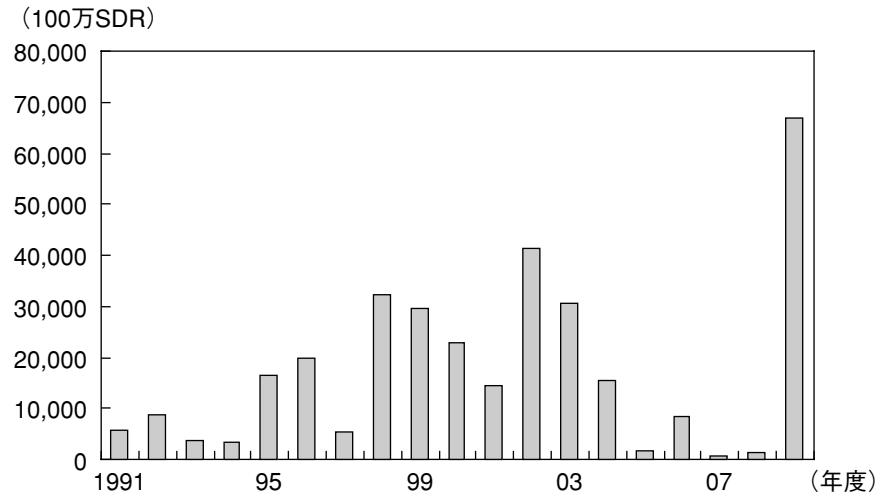
1 IMF融資の減少と「グローバル・インバランス」

最近のIMFをめぐる変化の第一は、「開店休業」状態に陥っていた融資が復活したことである。

IMFの使命の一つは国際収支危機に陥った加盟国への融資であるが、それが、二〇〇二―〇三年度を境に急減、新規融資額ベースではピーク時のわずか一・五％に（図1）、残高ベースでも同じく一四％にまで落ち込ん

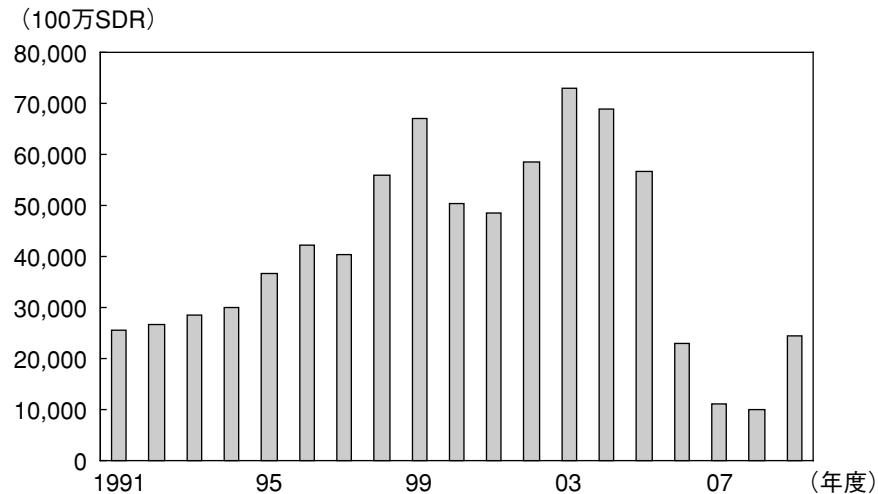
でいた(図2)⁽¹⁾。それが、国際的な金融危機の発生によって、ウクライナやハンガリー、アイスランドなどIMFに駆け込む新興国が次々と現れ、またメキシコには、新たに設けられた「フレキシブル・クレジット・ライン」(後述)として三

図1 融資額(承認額)



(出所) IMF, *Annual Report*, various issues, Appendix II, Table II.1より作成。

図2 IMFの融資残高



(出所) IMF, *Annual Report*, 2009, Appendix II, Table II.3より作成。

一五億SDRが認められるなど、IMF融資が大幅に増加したのである(表1)。

国際的な「最後の貸し手」であるIMFが、世界的な好況期には融資を減らし、危機の発生とともに多額の資金を提供するのは、自然なこともかもしれない。しかしながら、過去数年間の融資額の急減は、今次バブルの要因となった「グローバル・インバランス」を背景としており、さらにそれは一九九七年からのアジア危機に対するIMFの対応への批判に起因するとも言える。この間の事情を簡単に整理すると以下ようになる。

一九九七年、通貨危機に陥ったタイ・インドネシア・韓国に対して、IMFは、厳しいマクロ的な引締め政策とともに広範囲にわたる構造改革を求めた。それが、借入国の政治経済状況を軽視した強引なやり方として、様々な批判を浴びたのは周知の通りである。その過程で新興国が再確認したのは、IMFに依存するデメリットの大きさであった。外貨準備が枯渇し、かつ市場から資金を調達できなくなれば、IMF融資に頼るほかなくなるが、その時には、短期間での不良債権処理、自由化・市場化、外国投資家への開放などの構造改革を、金融財政の強烈的な引締め政策と同時に実施することになる。

そうした事態を避けようとするなら、必要なことは、万一の場合に備えて外貨準備を積み上げることである。そこで新興経済国は、アジア危機以降、中国を先頭に、輸出や外国企業の受け入れで巨額の外貨を獲得しても、自国通貨の切り上げや内需の拡大を図るのではなく、市場介入によって外貨を吸収し異常とも言える水準まで対

表1 リーマン・ショック後の主なIMF融資

理事会承認日	借入国	融資枠 (100万SDR)
2008年11月5日	ウクライナ	11,000
2008年11月6日	ハンガリー	10,538
2008年11月19日	アイスランド	1,400
2008年11月24日	パキスタン	5,169
2008年12月23日	ラトビア	1,522
2009年1月12日	ベラルーシ	1,618
2009年1月16日	エルサルバドル	514
2009年4月17日	メキシコ	31,528
2009年4月22日	グアテマラ	631

(注) 09年4月末まで。5億SDR以上の融資。

(出所) IMF, *Annual Report*, 2009, p. 32.

外準備を増加させていたのである。

それは、米国の住宅ブームによる好景気や一次産品価格の高騰を背景とし、また、新興国の輸出主導型の経済成長策とも合致するものであった。そしてこのことが、米国国内においては、政策金利が引き上げられているにもかかわらず外貨準備の運用先として国債や政府機関債への投資が続くために長期金利が上昇しないという状況（グリーンズパンの言う「長期金利の謎」）をもたらしてバブルを加速させると同時に、国際的には、米国の経常収支赤字（（北対外債務））と新興国の経常収支黒字（（北対外資産））がそれぞれ膨張していくという「グローバル・インバランス」⁽²⁾を生み出し、IMF融資を事実上停止させたのである。

2 IMFの受け止め方と融資制度改革

IMF融資の激減という事態を、IMF自身はどう受け止めたのであろうか。

二〇〇八年八月、IMF理事会のために作成されたスタッフのレポートは、⁽³⁾「IMF融資の利用が減少していることは、問題なのだろうか？」と、自らに率直に問いかけ、検討を加えている。IMFが最後の貸し手であることを考えれば、各国の国際収支が改善されたことは成功の証であり、さらに言えば、「IMFが長らく推奨してきた政策を多くの国が採用した結果である」から、それは問題ではないとの見方もありえる。しかしながら、「本当は問題であるという見方もある」。IMF融資が減少しているのは、国際収支の改善によるだけでなく、「多くの加盟国がIMFを避けている」からである。その証拠として、各国は国際収支悪化のリスクを無視しえるようになったのではなく、そのリスクをIMFの外側で解決しようとしている点を挙げる。例えば、⁽¹⁾過剰とも言える外貨準備の積み増し、⁽²⁾日本を中心とする東アジア諸国の「チェンマイ・イニシアティブ」や中南米の「ラ

テンアメリカ準備基金」など、地域レベルでの国際通貨協力の拡大、③サブプライムローン問題に対して〇七年末から欧米の中央銀行が進めた為替スワップ協定の締結などは、いずれも、通貨危機に備えた取り組みであり、本来ならばIMFが担うべきものである。レポートは、「これらは、国際的な資金提供者としてのIMFの使命と役割に強い疑問を投げかけるものである」としている。

こうした現状認識と反省に立って、レポートは、①融資条件の見直し、②加盟国の借入れ上限と手数料の見直し、③融資制度の整理統合、などを提案したのである。そしてこのレポートの作成直後にリーマン・ショックが起こったことから、大胆な制度改革が次々に実施されていった。⁽⁴⁾ その一つが、ファンダメンタルズに問題がないと見なされる加盟国に対して、融資条件を課すことなく融資枠を設定するという「フレキシブル・クレジット・ライン」(〇九年三月)の設立で、早速メキシコに対して供与されている。

また、〇八年秋以降の東欧諸国に対する融資に設定された融資条件を、九七年のアジア危機時のそれと比較した論文⁽⁵⁾によると、「①融資規模がやや大きめに設定されている、②構造的コンディショナリティが簡素化され、かつマクロ核心的改革に絞られているという大まかな違い」のほか、「①『オーナーシップ (Ownership)』の強調、②『ステークホルダー間の協調主義』、③『手続き、仮定、論理に関する透明性』、④『柔軟性』に」大きな違いがあったとされる。

IMFは、アジア危機をめぐる批判を受けて、二〇〇二年には融資条件に関するガイドラインを二三年ぶりに全面改訂し、借入国の主体性 (Ownership) の重視や融資条件の絞込みなどを定めていたが、その主旨は、実際の融資においては必ずしも十分に活かされてこなかった。加盟国によるIMFの忌避という事態を経て、リーマン・ショック後の世界において、それがようやく実現されたと言えるであろう。⁽⁶⁾

3 IMFへの融資とSDR債の発行

国際金融危機の発生によってIMFへの新たな期待が高まるなかで、IMFの資金源の拡充を図るための方策が相次いで実施された。IMF融資ニーズの消滅という事態から状況は一八〇度転換し、今度はIMFの資金不足が課題となったのである。

IMF融資のための資金は、原則として、加盟国の割当額（出資金＝Quota）によってまかなわれてきた。しかしこれまでも、例外的な場合に備えて、加盟国等からの借入枠の設定がおこなわれてきた。その最初の例が、IMFが先進一〇カ国とのクレジット・ラインを締結した一九六二年のGAB（General Agreement for Borrow：一般借入れ取決め）である。これは、当時のドル・ポンド不安の強い情勢下において、英米という大国が規定に従ってIMFに借入れを申請した場合、IMFの資金が不足する可能性があることに対応したものであった。さらに九四年のメキシコ通貨危機を受けて、GABを補完すべく借入れ先・金額を拡大させたNAB（New Arrangements to Borrow：新規借入れ取決め）が結ばれている（借入先二六カ国）。二つの取決めとも五年毎に更新され現在も有効であり、これまでにGABは一〇回、NABは一回の利用実績がある。⁽⁷⁾

したがって、今回のIMF二国間借入れ取決めは、①加盟国からの出資金、②GABとNAB、という既存の資金源をさらに補うためのものとなる。その口火を切ったのは日本で、リーマン・ショック後に開催された第一回のG20サミット（金融世界経済に関する首脳会議、〇八年一月）において、IMFに対して最大一〇〇〇億ドルの融資をおこなう用意があることを表明。その後、第二回のロンドンサミット（〇九年四月）においてIMFの融資可能金額を危機前の二五〇〇億ドルから三倍の七五〇〇億ドルに拡充することが正式に確認されると、表2のように各国から資金提供が発表され、IMFとそれぞれ二国間の取決めが交わされていったのである。⁽⁸⁾

これまでのGAB、NABが合わせて五三〇億ドルという規模であったことを考えると、今回のIMFへの融資は極めて大きな額である。それは、金融危機・世界的不況の底が見えない時期であったこともあるが、一方では米国の「出先機関」とみなされてきたIMFへの資金提供によって米国の危機対策負担を肩代わりしたいという意図、他方では先述したIMFの融資姿勢の変化、さらには国際金融交渉における米国の影響力の低下と新興国の台頭という、様々な要因が重なった結果であると思われる。

このIMFの借入れ交渉において起こった注目すべきもう一つの出来事は、BRICS四カ国が、IMFへの融資を表明する際、ドル建ての融資枠ではなく、SDR建てのIMF債の購入の形をとったことである。IMFはこれまで債券を発行したことがなく、また、これに先立って中国の中央銀行総裁がドル本位制からSDR本位制への移行の必要性を述べていた⁽⁹⁾ということもあり、その具体的な第一歩かと注目を集めたのである。

このSDR債はクレジット・ラインと同様の性格をもついわば発行引受予約である。IMFは資金が必要となった場合に事前に定められた上限まで債券を発行することができ、当該国がそれを購入する義務を負う⁽¹⁰⁾のである。しかしながらその転売先はIMF加盟国の中央銀行等に限定されている。

これまでSDRは、次に述べるようにIMF内の計算単位としてしか意味をもつてこなかったため、今回の債券発行がSDR市場の発展につながる可能性はないと考えられる。中国としてみれば、米国が引き起こした金融

表2 IMFの二国間借入れ

日本	1,000億ドル
EU	1,780億ドル
ノルウェー	45億ドル
カナダ	100億ドル
スイス	100億ドル
アメリカ	1,000億ドル
韓国	100億ドル以上
オーストラリア	57億ドル
ロシア	最大100億ドル
中国	最大500億ドル
ブラジル	最大100億ドル
インド	最大100億ドル
シンガポール	15億ドル
チリ	16億ドル

(注) 発表順。イタリックの4カ国はSDR建て債の購入。

(出所) IMF, "Bolstering the IMF's Lending Capacity," January 22, 2010より作成。

危機であるにもかかわらず、米国当局者から中国の貯蓄過剰（＝貿易黒字）が原因であるといった主張がなされていることに対して、釘を刺しておきたかったということであろう。⁽¹¹⁾

4 SDRの新規配分

G20ロンドンサミットにおいては、IMFに関してさらに二つの重要な合意がなされている。一つはIMF協定の第四次改正の早期批准であり、もう一つはSDRの第三回目となる一般配分の実施である。第四次改正もSDRの特別配分に関するものであり、ここでSDRについて簡単に整理しておこう。

SDR（特別引出権）は、ドル危機が深刻化した一九六〇年代後半の国際通貨制度改革論のなかで登場したもので、六九年にIMF内の通貨として制度が設立された。それは、加盟国の割当額（Quota）に単純比例する金を各国に配分する形で供給されるが（割当額に対する比率は配分時毎に決定）、通常の通貨と異なり発行主体であるIMFに裏付となる資産はなく、またIMFにとつての債務でもない。SDRを利用したいと考える国は、IMFが指定した他の加盟国を相手に「自由利用可能通貨」（現在、ドル、ユーロ、円、ポンドの四通貨）と交換することができるだけである。SDRの交換を確実なものとするために、IMFに指名された国は、一定の額までSDRとの交換に応じる義務を負っている。⁽¹²⁾つまり、SDRとは加盟国にとって無条件での「外貨取得権」にほかならないため（ただし利用額に応じた金利負担は生じる）、国際収支赤字に苦しむ途上国等が、創設以来、その配分を強く求める一方、外貨提供義務を負う先進国はインフレ懸念を理由に配分に否定的であった。そのため、当初は五年毎の配分が想定されていたにもかかわらず、これまで、導入時（七〇～七二年）の九三億SDR、七八～八一年の一二億SDRと二度配分されただけで、以降三〇年近くにわたって配分は停止したままであつ

た。SDRはIMF内における計算単位としてしか意味をもたなくなっており、設立当初に期待された新たな国際準備資産、国際通貨としての機能は全く果たしていないのである。

SDRの創設を主張した米国にしてみれば、それは、当時、金価格の引上げ（＝ドルの切下げ）やドルの海外散布の抑制など、米国側に調整負担を求める欧州の攻勢をかわすための便法にすぎず、創設直後のニクソン・ショックによって金交換という桎梏から解放され、さらにその後の金融のグローバル化によってむしろドル本位制が強化されていく状況のなかで、SDRの利用価値はなくなったということであらう。

そうしたなかで、IMF協定の第四次改正という問題が起こった。先述のようにSDRの配分は八一年以来おこなわれていないわけであるが、そうすると、それ以降にIMFに加盟した国（九二年加盟のロシア、スイス等）はSDRを受け取っておらず、加盟国間に不平等が生じていた。それを解消するために、それまでの累積配分額と同額の二・四億SDRを特別に配分することとし、そのために必要な協定の改正作業を進めることが一九九七年に決定されたのである。

しかしながら改正手続きは一〇年以上停止したままであった。米国が批准を拒否してきたからである。

それが、昨年四月のG20において批准を求められると、米国はすぐに批准、昨年八月に改正は発効して九月九日に配分が実施されたのである。

そしてG20はさらに、三〇年近く凍結されてきたSDRの一般配分を実施すること、しかも二五〇〇億ドル相当（一六・二億SDR）と、過去二回の配分合計四二・五億SDRと比べると桁違いに大きな金額の配分を要求し、それもただちに実施されたのである（〇九年八月二八日¹³）。

こうしたSDRの配分が、今回の金融危機・世界的不況の広がりを抑制しようとしたものであることは言うま

でもないが、従来のIMFにおいては考えられなかったことであり、IMFを取り巻く状況の大きな変化を示していると言えよう。

おわりに

G20ロンドンサミット終了後の記者会見において、イギリスのブラウン首相が「古いワシントン・コンセンサスの時代は終わった」と述べたことに象徴されるように、⁽¹⁴⁾ 以上紹介してきたIMFをめぐる動きは、国際金融外交における米国の影響力の低下と新興諸国の台頭を明確に示しているように思われる。

しかし変化していない事柄もあり、その最大のものは割当額(Quota)の比率である。割当額は加盟国の出資金であるが、同時に、IMFにおける議決権配分のベースとなるものである。現在、米国の議決権は一六・七％で、重要事項の決定に八五％を要するIMFにおいて一国だけ拒否権を保持している。中国をはじめ新興諸国は、GDPの各国比率など実体との乖離が大きくなり、かつ先進国に偏っていると、その抜本的改革を強く求めてきたが、現在までそれは実現していない。IMFの資金源を拡充するのであれば、今回おこなわれたような加盟国からの借入れではなく、増資(割当額の引上げ)で対応するのが原則である。しかしそれは、割当額の比率の調整という、IMFのガバナンスという問題に直結する。割当額の大幅な調整が実現するのだろうか、それが今後のIMFをめぐる最大の注目点となるであろう。

注

(1) IMFの融資は、クレジット・ライン(融資枠)形式で実施されるため、融資枠の設定がそのまま実際の資金の提供

となるわけではない。図1は、各年度の融資枠の設定額を示したものであり、図2はそこからの実際の引出額の年度末残高を示したものである。なお、IMFの年度末は四月末。

- (2) 「グローバル・インバランス」については、拙稿「ブレトンウッズ体制の「復活」？～アメリカの対外不均衡をめぐって～」本誌二〇〇五年六月号、同「世界的不均衡」の拡大について」二〇〇六年一〇月号参照。金融危機後の状況については、Mark Astley et al., "Global imbalances and the financial crisis," *Bank of England Quarterly Bulletin*, 2009, Q3, Olivier Blanchard and Gian Maria Milesi-Ferretti, "Global Imbalances: In Midstream?," *IMF Staff Position Note*, SPN/09/29, December 22, 2009 参照。
- (3) IMF, "Review of the Fund's Financing Role in Member Countries," August 28, 2008.
- (4) リーマン・ショック後のIMFの融資制度改革については、岡村健司編『国際金融危機とIMF』大蔵財務協会、二〇〇九年、一五八～一六六頁、中島洋子「金融サミットとIMFの改革の進展」『国際金融』二〇〇九年九月号参照。
- (5) 高木信一「国際通貨基金（IMF）による危機管理プログラムについて——一九九七年アジアと二〇〇八年ヨーロッパの比較」『国際調査室報』（国際協力銀行）第一号、二〇〇九年二月。
- (6) 最近の融資条件に対するIMF自身の見解については、IMF, "Review of Recent Crisis Programs," September 14, 2009 参照。
- (7) 岡村編『国際金融危機とIMF』一八八～一九一頁、IMF, "Factsheet: IMF Standing Borrowing Arrangements," September 25, 2009.
- (8) この二国間取決めは、後にNABに組み込まれる予定である。
- (9) 周小川 (Zhou Xiaochuan), "Reform the International Monetary System," March 23, 2009 (www.pbc.gov.cn/english/).

- (10) 中国とIMFが〇九年九月二日に調印した取決めによると、債券発行の上限は三二億SDR（約五〇億ドル）、取決めの有効期間（債券発行可能期間）は〇九年九月末までの一年間（両者の合意によりさらに二年間延長可能）、発行される債券の満期は三カ月（ただし最長五年まで延長可能）である（IMF Press Release, "IMF Signs US\$30 Billion Note Purchase Agreement with China," September 2, 2009）。
- (11) 第二回G20サミット前後に中国当局者が相次いでドル本位制批判をおこなったことについては、「中国発のSDR準備通貨構想は、あくまでもアメリカを牽制し中国の発言力を高めるための手段であって、本気で目指す目標ではない」（関 志雄）「米ドル基軸通貨に『ノー』」中国の「SDR準備通貨構想」『金融財政事情』二〇〇九年五月二五号）と
の見方が多い。事実その通りであろう。ただし、そこに「将来に向けての人民元の国際化と国際通貨化へのシグナル」を見る見方もある（井川紀道「中国の国際通貨制度改革案と将来の国際通貨制度」『国際金融』二〇〇九年二月号）。
しかし、一九八七年以降はこうした指定取引はおこなわれておらず、SDRの利用はすべて加盟国間による任意の交換による（岡村編『国際金融危機とIMF』二〇〇頁）。SDRの取得には金利収入のメリットがある。
- (13) IMF, "Factsheet: Special Drawing Rights (SDR)," October 31, 2009.
- (14) 会見の全文はイギリス官邸サイト参照（www.number10.gov.uk/Page18934）。淵田康之『グローバル金融新秩序—G20時代のルールを読み解く』日本経済新聞出版社、二〇〇九年、六頁。

（いず ひさし・客員研究員）

SECの株式市場構造コンセプト・リリース ～レギュレーションNMSの修復～

吉川 真裕

二〇〇九年七月にアメリカではフラッシュ・オーダー (flash order) をめぐる問題が物議をかもし、九月一八日に証券取引委員会 (SEC) はフラッシュ・オーダーを禁止する規則変更提案を決定した。⁽¹⁾ その規則変更提案の中でSECはフラッシュ・オーダーと同様に問題のあるダーク・プール (dark pool) に関する規則変更提案を準備中であることを予告し、一〇月二日にはダーク・プールに関する規則変更提案を決定した。さらに、この規則変更提案の中でSECはフラッシュ・オーダーやダーク・プールと共通する側面を持つと考えられるHFT (High-Frequency Trading) やコロケーション (co-location)、ネイキッド・アクセス (naked access) といった問題等を取り上げた株式市場構造に関するコンセプト・リリースを準備していることを明らかにしていた。そして、二〇一〇年一月一三日、SECはネイキッド・アクセスに関する規則変更提案を決定した後、予告していた株式市場構造に関するコンセプト・リリースの⁽⁴⁾公表を決定し、市場関係者にコメントを求めた。

本稿では、株式市場構造に関するコンセプト・リリースの内容を紹介し、アメリカの株式市場が抱える問題とSECがその問題にどのように対処しようとしているのかについて考察する。

I コンセプト・リリースの概要と現状認識

今回公表されたコンセプト・リリースは、イントロダクション（一章）、NMS（National Market System）の法的根拠（二章）、現在の市場構造の概観（三章）、コメント要請（四章）からなり、コメント要請は市場構造のパフォーマンス（一節）、HFT（二節）、非公開の流動性（三節）、その他（四節）からなっている。

まず、現在のアメリカの株式市場は、①取引が高度に自動化された取引市場に分散し、②各取引市場は異なる市場参加者のニーズを満たすために多様なサービスを提供しているので、分散（dispersed）と複雑化（complex）という二点で特徴づけられるという。そして、こうした変化を後押ししたと考えられるのが二〇〇五年に決定され、二〇〇七年に施行されたレギュレーションNMS⁽⁵⁾であり、分散という言葉を用いて分裂（fragmentation）という言葉を用いないのは否定的な評価を避けるためだという。

レギュレーションNMSの適用対象となる上場株式等の取引シェアを二〇〇九年九月の数値でみると、取引所合計六三・八%（ナスダック一九・四%、NYSE一四・七%、ARCA一三・二%、BATS九・五%、BX三・三%、その他三・七%）、ECN合計一〇・八%（ダイレクト・エッジ九・八%、その他一・〇%）、ダーク・プール七・九%、業者の内部付け合せ一七・五%となっており、取引市場がいかに分散しているかがよくわかるという。また、この数値を気配値が公表されている市場と公表されていない市場に分ければ、取引所とECNを足した公開市場が七四・六%、ダーク・プールと業者の内部付け合せを足した非公開市場が二五・四%となり、公開市場の比率を上昇させることが機会均等の観点から好ましいという認識が暗示されている。そして、株式市場の果たす社会的な役割から考えて、利用者の利害が対立する場合には資金を提供する長期投資家や資金調達をおこなう企業の立場が優先されるべきであるという認識が明示されている。

ここで、取引シェア以外に今回SECによって提供された三つの数値についても紹介しておく。

第一の数値はダーク・プールの平均取引株数である。伝統的なダーク・プールでは大口注文の一括執行がおこなわれ、平均取引株数は取引所（ナスダック二二八株、NYSE二六七株）よりも大幅に大きい（リクイドネット四九六三八株）。ところが、ダーク・プールの取引の九〇%以上がおこなわれている新型のダーク・プールの平均取引株数は三〇〇株未満であり、取引所取引とほぼ同じであるということが紹介されている。

第二の数値は個人投資家相手のブローカーの注文回送先である。一七・五%のシェアを占める業者の内部付け合せはOTCマーケット・メーカーとブロッカー・ポジショナーに分類できるが、個人投資家相手のブローカー大手五社を調査した結果、個人投資家の発注する即時執行可能な注文はほぼ一〇〇%、OTCマーケット・メーカーに回送されていることが紹介されている。ブローカーはそのことを個人投資家に隠しているわけではなく、最良執行義務がある以上、不利な価格で執行されるはずはないが、わが国の現状から考えると驚くべき事実である。

第三の数値は統合気配情報（CQS）と統合テープ情報（CTS）に情報が反映されるまでの処理時間である。取引所等が送信した最良気配情報はタイプA銘柄（NYSE上場銘柄）とタイプB銘柄（AMEX上場銘柄、ARCA上場銘柄）では五ミリ秒、タイプC銘柄（ナスダック上場銘柄）では五・八九二ミリ秒でCQSに反映され、全米最良気配（NBO）を更新し、取引情報はタイプA銘柄とタイプB銘柄では一〇ミリ秒、タイプC銘柄では六・六八〇ミリ秒でCTSに反映され、報道されている。注文を受けてから結果を配信するまでの処理速度はナスダックで〇・二九四ミリ秒、BATSで〇・三二ミリ秒という数値も他の箇所で紹介されており、取引所等が顧客にも同時に情報を送信した場合、CQSやCTSの情報が更新される前に注文を発注できる業者が存在する可能性があることも指摘されている。

II コメント要請

四章のコメント要請では四つの節に分けてコメントの依頼をおこなっているが、レギュレーションNMSとは異なる規制体系を作ろうとしている形跡は見られない。むしろ、レギュレーションNMSで定められた現在の規制の問題点に対していかにして対処し、レギュレーションNMSを補強していくかという姿勢がうかがわれる。

以下では具体的なコメント要請のいくつかを紹介することで、SECが何を問題と考え、どのように対処しようとしているのかを検討する材料としたい。

1 市場構造のパフォーマンス

現在の市場構造は過度に分散し、複雑化した結果、大規模な機関投資家だけが高度に洗練された取引ツールを利用することができるのか／そうであれば小規模な機関投資家は効率的に取引することができるのか／小規模な機関投資家はどの程度こうした取引ツールを利用できるのか／利用料が高すぎて小規模な機関投資家には実質的に利用不可能なのか／さらに、こうした取引ツールで競争上の優位が決まるとすればその競争上の優位は競争やより良いイノベーションを促進し、最終的に市場の質を高めることになるのか／ある種の競争上の優位は競争を阻害したり、破壊的なイノベーションを促進したりすることになるのではないか／より洗練された取引ツールを用いて市場参加者に競争上の優位を得させることはどの程度重要であるのか？

現在の市場構造は長期投資家に対して公正か？／長期投資家が最速で最も洗練されたシステムを構築する必要があるのか、それは経済的に可能か、あるいはこうしたシステムにアクセスする必要があるのか、それは経済的に可能か／プロが長期投資家よりもいつも迅速に取引できる事実は株式市場を不公正にしているか／長期投資家

の取引ニーズや取引目的からすれば速度の違いは問題にならないのか？

分散し、複雑化した市場構造の中で長期投資家やそのブローカーは自らを守るのに必要なツールを持っているか／技術へのアクセスの格差は長期投資家にとって不公正なのか／よりパワフルでより効率的な取引ツールを利用するブローカー・ディーラーの能力は競争やイノベーションを促進する競争上の優位か？

2 HFT

(1) 戦略

最も頻繁に用いられる戦略は何か／それぞれの戦略の特徴は何か／それぞれの戦略にはどのようなツールや市場構造要因（取引所の場口銭等）がかかわっているか／各戦略は特定の市場構造要因や問題への競争上の対応か／個々の戦略は市場構造のパフォーマンスや長期投資家の利益にプラスか、マイナスか／流動性や価格変動方向といった指標を用いていずれかの戦略が悪影響を与えていると特定できるか／有益な戦略への影響を最小限に抑えて有害な戦略に対処する規制ツールはあるか？

有害な戦略の利用が拡大しており、規制対象とすべきと考えるか／どのような規制がもっとも有効か／注文を取り消すまでの最低有効期間（一秒等）を設けるべきか／最低有効期間はどれぐらいにすべきか／表示されない注文を探るピンピング・オーダー（pinging order）は禁止すべきか、制限すべきか？

スペシャリストやマーケット・メーカーに自己売買業者（proprietary firm）が取って代わったことで市場の質は改善したのか、悪化したのか／現在の市場構造においてアフアーマティブ・オブリゲーションやネガティブ・オブリゲーションは市場の質を改善するのに有効か／こうした義務は特定のタイプの株式や特定の期間（混乱時）

に有効か／自己売買業者に市場の質を改善させたり、有害な行動を制限したりするようなアフターマティブ・オブリゲーションやネガティブ・オブリゲーションを課すべきか／自己売買業者が混乱時に流動性を増やしたり減らしたりした証拠はあるか？

A パッシブ・マーケット・メイキング

自己売買業者にとってマーケット・メイキングはどの程度の比重を占めるのか／自己売買業者は上位銘柄・大型株・中型株・小型株に対して有益な流動性を供給しているか／自己売買業者が伝統的な流動性提供者に取って代わったことで市場の質は改善したか／自己売買業者の注文有効期間が極めて短い（自己売買業者のマーケット・メイキングでは九〇％以上の注文が一秒以内に取り消されている）ことは現在の市場構造のもとで市場の質を大幅に悪化させたか／自己売買業者の注文は最も必要なときに消えてしまう幻の流動性（phantom liquidity）と特徴づけられるか／逆に個々の自己売買業者の注文は不安定でも多くの自己売買業者がマーケット・メイキングをおこなうことで相対的に安定した気配市場となっているのか／自己売買業者の提供する流動性の質を評価するにはどんなデータが最も有益か？

取引市場が支払う流動性リベートは長期投資家にとって不公正か、スプレッドの縮小と流動性の増加を通じて一般的に有益か／流動性リベートは長期投資家や市場の質に無益な自己売買業者による特定の取引を助長しているのか／市場にとって有害なリベート目当ての安全な取引戦略があるのか／こうした戦略はもっぱらアクセス・フィーを上回るリベートを取引市場が出すときにだけ見られるのか／市場情報料収入の分配方法が現在の取引市場の料金設定をもたらしたのか／市場情報料収入の分配方法を変更するベネフィットはあるか？

B 裁定取引

自己売買業者にとって裁定取引はどの程度の比重を占めるのか／ETFとその構成銘柄との裁定取引はどのくらいあり、近年のETFの人気上昇は株式市場の取引量と取引パターンに影響しているか／ETF取引のインパクトは長期投資家や市場の質にとってプラスかマイナスか？

異なる取引市場の間で生じる価格のずれから利益を得ようとする裁定取引はどれくらいか／こうした裁定取引は取引市場データと統合市場データのデータ配信時間の差に顕著に依存しているのか／こうした戦略は長期投資家や市場構造の質にとって有益か／そうでないなら、こうした戦略はどのようにすべきか？

C 構造的

自己売買業者は取引市場データと統合市場データのデータ配信時間の差や一定量までNBBOでの注文執行を保証する取引市場の政策といった構造的な歪みを利用して利益を得ているのか／こうした戦略は自己売買業者にとってどの程度の比重を占めるのか／こうした戦略は市場構造の質にどのような影響をもたらしているのか？

D 方向性

現在の市場構造と洗練された高速取引ツールは自己売買業者に他人の注文に寄生する戦略を増やさせたのか／自己売買業者や機関投資家による高速取引ツールの利用は他の市場参加者による価格変動の方向から利益を得る戦略を制限していると言えるのか／この問題に対する回答は上位銘柄・大型株・中型株・小型株といった取引対象の相違によって異なるか？

他人の取引を予想する戦略は市場の質を低下させ、機関投資家を害しているか／他人の取引を予想する戦略は近年増加したか／増えたとすれば自己売買業者の取引戦略が重要な要因か／他人の取引を予想する戦略と他の有

益な取引戦略を区別する方法はあるか／長期投資家や市場の質にとって有益な他の投資戦略を損なうことなく、他人の取引を予想する戦略に対して有効な規制方法は存在するか？

自己売買業者にとって変動増幅（momentum ignition）戦略はどの程度の比重を占めるのか／取引速度や複数の取引市場に大量に発注できる能力がこの種の取引をより問題化させていると考えるか／増えたとすれば自己売買業者の取引戦略が重要な要因と考えるか／長期投資家や市場の質にとって有益な他の投資戦略を損なうことなく、変動増幅戦略に対して有効な規制方法は存在するか？

（２） ツール

A コロケーション

市場参加者に対して取引所等がデータ・センターにサーバーを設置させるコロケーションは長期投資家と市場の質にとって有益か有害か／コロケーションは自己売買業者に不公正な優位を与えるのか／この格差はどのように長期投資家を損なうことになるのか／逆にコロケーションは長期投資家に利益を与えるのか／コロケーションは流動性提供者により効率的に流動性を提供させ、市場の質を向上させるのか／一部の市場参加者により良いアクセスを有料で与えることは公正と言えるか／物理的な距離以外に不公正をもたらす他の問題はないのか？

ブローカーは顧客のためにコロケーションを提供できるか／長期投資家は直接にコロケーションを受けられないで不利益をこうむるか／コロケーション・フィーは高額で実質的に小規模企業に障害をもたらしていないか／コロケーションはすべての市場参加者がサービスを受けられるという点では他の問題とは異なるのか？

コロケーションが不公正をもたらすとすれば禁止したり、制限したりするべきか／取引市場がコロケーションの提供を禁止されれば規制の及ばない第三者がデータ・センターの近くに代替施設を提供することになるか／そ

の代わりに取引市場がすべての注文を一秒ごとにオークション形式で執行することは可能か／可能であればそうしたマッチング方法の変更は市場の質に対してどのような影響をもたらすか？

取引エンジンを規制の及ばない第三者の運営するデータ施設に設置する取引市場もあるが、この格差は競争上の劣位をもたらすか／第三者のデータ施設も取引市場とみなすべきか／その代わりコロケーションを提供する第三者との契約において取引市場に対して取引市場と同様の規制を受けるといふ契約を結ばせるべきか？

コロケーションを提供する取引市場に対してすべての参加者が不公正に取り扱われることはないという条件を課すべきか／コロケーションを受ける利用者が同じ処理速度 (latency) を提供されると取引市場に保証させることは可能か／レイテンシー情報の公開を義務付けるべきか／そのような情報公開は最も早いレイテンシーを（匿名で）定期的に公開させるとともに、個々の市場参加者に対してレイテンシーの個別情報を公開させるべきか／レイテンシーの情報公開を義務付けるとすればどのような情報をどういう形で公開させるべきか？

コロケーションを受ける市場参加者にアフーマティブ・オブリゲーションやネガティブ・オブリゲーションを課すべきか／コロケーションはスペシャリストの優位と類似しているか／多くの利用者が受けられるコロケーションの利用者は取引所のスペシャリストとは異なるか／オブリゲーションを課すとすればどのようなオブリゲーションを課すべきか／コロケーション利用者は積極的に注文板を消化して価格を動かすことを禁止すべきか／一定の条件のもとで禁止するとすればどのような条件を定めるべきか／コロケーション利用者は常に流動性を提供するように義務づけられるべきか？

B データ・フィード

市場参加者は取引市場データと統合市場データのレイテンシーの差でどのような経験をしているか／統合市場

データのデータ配信時間の遅れは許容可能な範囲か／システムを改良してレイテンシーを高めるべきか？

統合市場データの遅れは取引市場データを直接得ず、統合市場データのみに頼っている市場参加者にとって公平か／不公平だとすれば取引市場データの公表を一定時間遅らせて統合市場データを先に公表させることで対処すべきか／こうした方法で不公平は解消されるか／統合市場データに新たな情報を追加すべきか？

統合市場データには端株取引の情報は含まれないが、端株取引は市場全体の4%に達している。どうして端株取引がこれほど多いのか／統合市場データに含まれない取引の水準は問題とすべき水準か／近年、端株取引は増加しているのか／増加しているとすればその原因は何か／市場参加者は端株取引を戦略的にこなうインセンティブがあるのか／端株取引が統合市場データに反映されるとすれば価格発見に対して重要となるか／端株取引を統合市場データに反映させるべきか／反映させるべきとすればその理由は何か？

(3) システミック・リスク

HFTは現在の株式市場構造に対して著しいリスクをもたらししているか／自動取引システムによる高速で大量のデータ通信は取引市場運営を脅かしていないか？

自己売買業者は困難な市場状況のもとで貴重な流動性を提供し、市場の健全性を促進すると考えられるか／二〇〇八年の経験は現在の市場構造においてシステミック・リスクが適切に最小化されていることを示しているか／そうでないとすればシステミック・リスクに対してどのようなステップが必要とされているか／すべての自己売買業者はブローカー・ディーラーとして登録し、自主規制機関であるFINRA（金融取引業規制機構）の会員となり、運営が監視されるべきか／現在の規制体系は自己売買業者とその戦略やツールに基づく問題に対して十分であると考えられるか？

3 非公開の流動性

(1) 注文執行の質

ダーク・プールとOTCマーケット・メーカーは長期投資家に注文執行の質の面で実質的な利益をもたらしているか／こうした利益は公開された取引市場から多くの投資家の注文が流出していることを正当化するか／非公開の流動性の利用が制限されれば投資家の行動はどのように変わるか／そうならば非公開の流動性にどのような活動が取って代わると考えられるか？

個人投資家の注文はOTCマーケット・メーカーに回送された際、質の高い注文執行を受けているか／オーダー・フロー・ペイメントの存在が投資家の注文執行の質を害していないか／より多くの個人投資家の注文が公開市場に回送されれば気配値競争を促進し、スプレッドを縮小させ、注文執行の質を改善させると考えるか／個人投資家の注文の相当数はダーク・プールで執行されているか／そうであれば、その執行の質はどうか？

機関投資家の注文執行の質を改善することにおいてダーク・プールはどの程度役立っているか／執行の質は異なるタイプのダーク・プールの間で相違するか／相違するとすれば時価総額や価格水準といった特性によるものか／ダーク・プールが公開市場の価格に基づいて注文を執行する場合、(NBBOを短期間変化させ、ダーク・プールで注文を執行するといった)不適切な行動によって不公正な扱いを受けていないか／こうした行動を防止するためにすべてのダーク・プールは適切なツール (anti-gaming tool) を利用しているか／機関投資家はダーク・プールや業者の非公開の流動性を利用することでより効率的に取引することができるのか／ダーク・プールや業者の非公開の流動性の利用が制限されるとすれば取引所等の非公開の流動性で代替することは可能か？

(2) 公開市場の価格発見

非公開の流動性の水準は公開市場の価格発見の質や執行の質を害する水準に達しているか／非公開の取引市場で執行される長期投資家の注文量は増加しているか／取引所等の非公開の流動性に関しても公開市場の価格発見の質や執行の質を害すると考えるか／公開市場と非公開市場の取引シェアは非公開の流動性が価格発見に与える影響を反映しているか／NYSEの取引シェアは低下しているにもかかわらず、取引量が急増していることは長期投資家の注文が流出し、HFT等の取引が増加しているためと考えるか？

NBBOで気配を公開していない取引市場にNBBOでの注文執行を認めないトレード・アット・ルールを導入すべきか／このルールは公開市場の価格発見機能を高めるか／そうであれば市場参加者にどの程度指値注文を増やしたり、有利な気配注文を出させたりするインセンティブを与えるか／このルールを妥当な費用で導入することは可能か／このルールはすべての取引市場を対象とすべきか／その場合、アクセス・フィーを課す取引市場をどのように扱うべきか／トレード・アット・プロテクションはアクセス・フィーが無料を条件とすべきか、現在の一株〇・三セントよりも相当小さいアクセス・フィーを条件とすべきか？

現在は最良気配のみがトレード・スルーから保護されているが、公開されているすべての指値注文にトレード・スルー・ルールを適用すべきか (depth-of-book protection) ／その場合、指値注文量は大幅に増加するか／このルールを妥当な費用で導入することは可能か？

(3) 公正なアクセスとATSの規制

非公開の流動性を提供している取引市場は適切な規制を受けているか／不適当な利用者の参加を制限するダーク・プールの措置はレギュレーションATSの公正なアクセス要件と整合的か／投資家はダーク・プールにアク

セスする場合、十分な情報を提供されているか／ダーク・プールは取引サービスや参加者に関して情報をより公開すべきか？

ATSは市場全体の監視に対して適切な費用を負担しているか／ATSがFINRAに支払っているフィーは執行される取引量に見合っているか／ATSは市場全体の監視に対してFINRAを介さず、より直接的に費用を負担すべきか／ATSで執行される取引量に見合った形でレギュレーションATSを見直す方法はあるか？

Ⅲ コンセプト・リリースの含意

すでに述べたように、このコンセプト・リリースは大きな規制体系の変更を意図したのではなく、レギュレーションNMSのファイン・チューニングのために、どのような問題が存在するかを確認し、その問題に対する具体的な対策のアイデアを求めたものである。とりわけ、二〇〇五年のレギュレーションNMSの決定時点ではそれほど顕著ではなく、二〇〇九年になって問題となったHFTに関する情報提供を求めている。レギュレーションNMSが情報料収入目当てで出される執行意図のない最良気配を排除するために、一秒未満で取り消される指値注文はCQSへの反映を除外したことから、逆に一秒未満で取り消される自己売買業者の指値注文が大幅に増え、取引量でも全取引の五割や六割がHFTだと報じられるようになっていく。こうした自己売買業者の取引についてはSECにも十分な情報がないようで、コメント要請の中でSECの認識が部分的に読み取れる。

二〇〇九年にフラッシュ・オーダーをめぐる問題が持ち上がった際、ダーク・プールの非公開のIOI (indication of interest) とともに、HFTやコロケーション、ネイキッド・アクセスなどが検討課題として上げられていたことには違和感を感じた。利用者が対等に扱われないという点でフラッシュ・オーダーとダーク・プ

ールのIOIには共通点があるが、技術や能力の差に起因するHFTやコロケーションが制限されることはイノベーションを阻害することになるのではないかと考えていたからである。しかし、今回のコンセプト・リリースの中でCQSやCTSに情報が反映されるまでの処理時間の遅れを利用した取引がおこなわれている可能性が取り上げられていることを知って、単なる技術や能力の差とは言いい切れない問題が生じていることをようやく理解できた。現時点では違法ではないが、規則の網の目をかいくぐった取引がおこなわれている可能性は排除できず、こうした可能性を排除するための絶え間ない規制のファイン・チューニングは変化の激しい時期には不可欠と言えよう。

SECはすでにフラッシュ・オーダーの禁止とダーク・プールのアクションナブルIOI（NBBOと同じかより良い価格での取引意思）の禁止を提案しており、顧客が証券会社のIDを利用して取引市場に直接注文を出すネイキッド・アクセスに関しても証券会社のリスク管理を強化する提案をおこなっており、規制のファイン・チューニングは今後も継続的におこなわれるであろう。こうしたファイン・チューニングの一種として今回のコンセプト・リリースではじめて取り上げられたものとしては、一秒間隔でのオークションや注文を取り消すまでの最低有効期間（一秒等）といったアイデアがあり、これまであまり論じられていないので興味深い。また、レギュレーションNMSの導入決定の際にも問題となったすべての指値注文の保護やトレード・アット・プロテクションというアイデアも今後再び検討されることになるであろう。

違法でない行為による絶え間ない利益の追求はイノベーションをもたらしと同時に、それが社会的にマイナスの影響を及ぼすとすれば規制の対象ともなる。イノベーションと規制のイタチゴッコとも特徴づけられるアメリカの株式市場は今も更なる進化の途上にあり、そのダイナミズムには目を見張るものがある。

注

- (1) Securities and Exchange Commission, "Elimination of Flash Order Exception from Rule 602 of Regulation NMS," 17 CFR PART 242 [Release No. 34-60684; File No. S7-21-09] RIN 3235-AK40, 18 September 2009 (<http://www.sec.gov/rules/proposed/2009/34-60684.pdf>). フラッシュ・オーダーをめぐる問題の経緯については、拙稿「フラッシュ・オーダー～問題の真相～」(本誌一六五六号、二〇〇九年一〇月)を参照。
- (2) Securities and Exchange Commission, "Regulation of Non-Public Trading Interest," 17 CFR PART 242 [Release No. 34-60997; File No. S7-27-09] RIN 3235-AK46, 13 November 2009 (<http://www.sec.gov/rules/proposed/2009/34-60997.pdf>).
ダーク・プール規制の内容については、清水葉子「アメリカのダークプール規制について」(本誌一六五七号、二〇〇九年一二月)を参照。
- (3) Securities and Exchange Commission, "Risk Management Controls for Brokers or Dealers with Market Access," 17 CFR PART 240 [Release No. 34-61379; File No. S7-03-10] RIN 3235-AK53, 19 January 2010 (<http://www.sec.gov/rules/proposed/2010/34-61379.pdf>).
- (4) Securities and Exchange Commission, "Concept Release on Equity Market Structure," 17 CFR PART 242 [Release No. 34-61358; File No. S7-02-10] RIN 3235-AK47, 14 January 2010 (<http://www.sec.gov/rules/concept/2010/34-61358.pdf>).
- (5) レギュレーションNMSの導入の経緯については、拙稿「米国株式市場規制 レギュレーションNMS」『証券経済研究』六一号(二〇〇八年三月)を参照。

(よしかわ まさひろ・客員研究員)

規制強化迫られる証券化商品市場

横山 史生

はじめに

世界各国の広義の証券化商品市場について、米国における住宅ローンの証券化商品（RMBIS）を中心に、サブプライム問題に端を発する混乱への対応策としての様々な制度改革が進められているところであるが、そこでは、原債権（裏付け資産）にかかる情報の伝達・開示の程度を高め透明性を向上させることと並んで、証券化商品の組成・販売を行うオリジネーターが原債権のリスクを一定程度保有するよう仕向けることにより市場全体の公正性を向上させることが求められつつある。このようなリスク・リテンションないしスキニング・イン・ザ・ゲームといわれる発想による証券化商品市場の制度変更が、米国における金融制度改革の大きな動きの中で進みつつある。このような方向性は、様々な債権のリスクの分散を図るところに特徴をもつ証券化という金融手法について従来とは異質な発想に基づくものであり、証券化商品市場にとって規制強化が迫られる可能性が出てきているのである。

1 証券化商品にかかるリスク・リテンションとは

リスク・リテンション（risk retention）とは、広義には特定のリスクに起因する損失の負担を受容することであるが、証券化商品について用いられる場合は、オリジネーターが原債権の一定割合を常時保有することを義務

付けることとされる。これはまた、ある主体がゲームの傍観者ではなくゲームの勝敗が当該主体に影響するような状態に置かれるという意味合いで、スキン・イン・ザ・ゲーム (skin in the game) とも呼ばれる。「証券化することで原債権のリスクを投資家に全て転嫁できるため、オリジネーターは原債権の質を真剣に評価するインセンティブが低下するという問題を軽減するため、オリジネーターにも証券化商品を持たせ、安易な証券化を行ったら、自らも痛み構造にしようという発想⁽²⁾」であると言える。このような発想に基づく制度的な義務付けを行う場合については、「リスクの定量保有義務」といった訳語を当てることも可能であろう。

2 国際政策協調レベルでの動向

証券化商品市場におけるリスク・リテンションの制度化の必要性を説く議論は、二〇〇九年四月G20ロンドン・サミット（金融・世界経済に関する首脳会合）が取り纏めた「金融システムの強化に関する宣言⁽³⁾」の中に登場している。同宣言は、金融機関の健全性規制に関する諸項目のうちの「証券化のリスク管理改善⁽⁴⁾」において「バーゼル委員会および各国当局は、二〇一〇年までに、デュー・ディリジェンスおよび定量的な保有義務 (quantitative retention requirements) を考慮することを含め、証券化のリスク管理に係るインセンティブを改善する作業を進めるべきである」としている。

これを受けたその後の動きとして、まずバーゼル銀行監督委員会は、二〇〇九年七月「バーゼルⅡの枠組みの強化 (Enhancements to the Basel II framework)⁽⁴⁾」は、「最低所要自」資本における、一部の証券化エクスポージャーに関する取扱いを強化する。オフバランス導管体に対する短期の流動性補完に係る掛目を引き上げるほか、再証券化エクスポージャー（所謂ABS—CDO）に対して、これらの商品に内在するリスクをより適切に反映

するため、より高いリスク・ウェイトを導入する。また、当委員会は、銀行が外部格付を付与された証券化エクスポージャーに対して、一層厳格な信用分析を実施することも求めている」としているが、これは、リスク・リテンションそのものの制度化に関するものではない。

リスク・リテンションを国際政策協調のレベルで明示的に取り上げたものとしては、証券監督者国際機構（IOSCO）が二〇〇九年九月に公表した「非規制金融市場・商品に関する最終報告書（Unregulated Financial Markets an Products-Final Report）」⁽⁵⁾が挙げられる。同報告書は、証券化商品市場およびクレジット・デフォルト・スワップ（CDS）市場にかかる透明性向上および強固な監督の導入、投資家からの信頼回復、市場の質の改善に向けた規制措置に関する提言を行ったものであるが、そのうちの証券化商品市場に関する概要以下のような提言のうち（１）①の部分が、リスク・リテンションに関する内容となっている。

（１）誤ったインセンティブの是正

①証券化のバリュチェーンにおける関係者の利害を適切に調整させるために、オリジネーター／スポンサーに、証券化商品への長期的な経済的エクスポージャーの保有を求めることを検討する。

②アンダーライター、スポンサー／オリジネーターが行った全ての検証及びリスク確認活動について、発行者から投資家に対して開示させることによって、透明性を向上させることを求める。

③発行者が用いるサービス提供者が提供する意見・サービスが、証券化商品を取得する投資家の判断に影響を与えうる場合には、そのサービス提供者の発行者からの独立性を求める。

④証券化商品の残存期間中、発行者に対するサービス提供者が報告の即時性を維持することを求める。

(2) 実務上のリスク管理の改善

①原資産プールのパフォーマンスに関する発行時および継続的な情報を含め、発行者が投資家に対して行う開示の改善に対する規制上の支援を提供する。開示は、発行体に対して直接もしくは間接的な債務を持つ関係者の信用度の詳細についても含むものとする。

②洗練された投資家の定義と投資家への適合性要件を見直し、関連市場において適切にこれらの要件を強化する。

③複雑な金融商品の理解に役立つ手法の開発を投資家に促す。

3 米国における金融制度改革の中での動向

(1) 財務省「金融規制改革案」

米国政府による広範な金融規制改革案の原型となっている財務省プラン⁽⁶⁾では、証券化商品市場にかかる制度改革の方向性は「Ⅱ．金融市場に対する包括的規制の確立」の中の「A．証券化市場への監督・規制の強化」において四項目にわたって示されている(表1)。すなわち、①証券化される資産の信用リスクのオリジネーターないしスポンサーによる保有、②オリジネーターないしスポンサーの報酬と原債権の長期的なパフォーマンスとの連動性の確保、③原債権に関する情報の透明性向上および証券化商品の流通価格にかかる透明性向上、④証券化商品格付けにかかる規制の強化、であるが、このうちのリスク・リテンションに関する部分である①を詳細にみると、以下の通りとなっている。

「証券化商品(ABS)市場における最大の問題は、貸出主体および証券化主体がABSの裏付け資産のパフ

オーマンスを考慮する十分なインセンティブが欠如していたことであり、また裏付け資産の質に関するデュー・デiligエンスを十分に行うインセンティブが弱かったことである。このような傾向は、ABSの仕組みが複雑化することによってさらに助長され、また、情報開示のあり方が不適切だったことから、貸出主体・証券化主体と投資家の間での情報ギャップが拡大した。

連邦銀行監督機関は、証券化エクスポージャーの信用リスクの5%相当部分を保有するようオリジネーターないしスポンサーに求める規則を制定すべきである。当該規則は、オリジネーターが当該規則に従って保有すべきリスクを直接または間接にヘッジしまたは移転すること

を禁じるべきである。これは、オリジネーターとABSの間の経済的関係を損なうような操作が行われることを

表1 米国財務省「金融規制改革：金融規制監督の再建のための新たな基盤」（2009年6月）の構成

- I. 金融機関に対する強固な監督・規制の促進
 - A. 金融サービス監督協議会の創設
 - B. 大規模連鎖金融機関に対する連結規制監督の強化
 - C. 銀行持株会社の自己資本その他の健全性規制の強化
 - D. 銀行規制の抜け穴の閉鎖
 - E. CSEプログラムの廃止
 - F. ヘッジファンドその他私募ファンドの登録義務
 - G. MMFの取り付けに対する脆弱性の軽減
 - H. 保険部門に対する監督の強化
 - I. 政府支援機関（GSE）の役割の見直し
- II. 金融市場にかかる包括的な規制の確立
 - A. 証券化市場の監督・規制の強化
 - B. CDSを含むすべての店頭デリバティブにかかる包括的規制の導入
- III. 金融にかかる濫用からの消費者・投資者の保護
 - A. 金融消費者保護庁の創設
 - B. 消費者保護の改善
 - C. 投資家保護の強化
- IV. 政府による金融危機管理に必要な手段の整備
 - A. 銀行持株会社の破綻救済スキームの創設
 - B. FRBによる緊急貸付権限の改正
- V. 国際規制基準の向上と国際協力の改善

（出所）U.S. Department of the Treasury, *Financial Regulatory Reform, A New Foundation: Rebuilding Financial Supervision and Regulation*, June 17, 2009. (http://www.financialstability.gov/docs/regs/FinalReport_web.pdf)

防ぐために肝要である。

連邦銀行監督機関は、リスクを保有する方式（たとえば劣後部分とするかあるいは全トランシェから等分とするか）およびリスクを保有する短期間について定め、また必要な場合にリスク保有義務に関する例外規程および調整規程（五％より高いかまたは低い基準を適用すること、安全性および公正性の観点からリスク保有のヘッジ禁止規程の適用を免除すること等）を定める権限を有するべきである。」

（２）いわゆる金融規制改革法案

二〇〇九年半ば以降、連邦議会においていわゆる金融規制改革法案の審議が進められているが、上下両院それぞれの法案の内容は、概ね財務省プランを反映する形のものとなっており、リスク・リテンションの制度化、つまり定量保有義務の導入を含む証券化商品市場にかかる改革の制度化の試みも、上述の財務省プランに沿った内容となっている。

下院では、二〇〇九年十二月に「ウォールストリート改革・消費者保護法案（Wall Street Reform and Consumer Protection Act: H.R.4173）」が本会議で可決されている。これは七編からなる包括的な法案であり（表2）、証券化商品に関しては「第一編 金融安定性改善法案（Financial Stability Improvement Act）」の「サブタイトルF 証券化プロセスの改善（Improvements to the Asset-Backed Securitization Process）」において、①信用リスク保有の義務付け、②裏付け資産にかかる開示の改善、③情報提供にかかる保証、の三点に渡る新規の制度化案が盛り込まれている（H.R.4173, Section 1502, 1503, 1504）。このうちの①がリスク・リテンションに当たるが、②③も含めて要点を整理すると、次の通りである。

① 一九三三年証券法に第二九条

「信用リスクの保有 (credit risk retention)」を新設し、ローンの貸し手 (creditor) が第三者へ転売する (資産担保証券 A B S の裏付けプールへ組込む目的による場合を含む) ローンの信用リスクの相当部分 (material portion) にかかる経済的利害 (economic interest) を保有すること (retain) を義務付け、また証券化主体 (securitizer) が A B S を発行するための裏付けとして用いる資産の相当部分にかかる経済的利害を保有することを義務付ける。上記「相当部分」は原則五%とするが、ローン貸し手または証券化主体によるデュー・ディリジェンスが当局の定める基準を満たしている場合または転売される貸出債権の信用リスクが小さい場合には五%未満とするかまたはこれを免除し、転売者によるデュー・ディリジェンスが不十分である場合には五%以上とする。

表 2 米国下院「ウォールストリート改革・消費者保護法案 (Wall Street Reform and Consumer Protection Act)」(2009年12月) の構成

第 1 編	金融安定性改善法案
A	金融サービス監督協議会
B	金融安定性確保のための金融機関健全性規制
C	預金取扱機関にかかる連邦監督規制の改善
D	銀行持株会社および預金取扱機関にかかる規制の改善
E	連邦預金保険基金の改善
F	資産証券化プロセスにかかる改善
G	Enhanced Dissolution Authority
H	金融危機管理にかかる改善
I	その他
J	国際的政策協調
K	国際金融取引にかかる措置
L	証券持株会社
第 2 編	金融機関救済措置法案
第 3 編	店頭デリバティブ市場法案
第 4 編	金融消費者保護法案
第 5 編	資本市場
A	プライベートファンド型投資顧問登録法案
B	格付機関規制法案
C	投資家保護法案
第 6 編	連邦保険庁
第 7 編	モーゲージ改革・略奪的貸付禁止法案

(出所) H.R. 4173, Wall Street Reform and Consumer Protection Act of 2009 (米国連邦議会下院金融サービス委員会ホームページ http://financialservices.house.gov/Key_Issues/Financial_Regulatory_Reform/Financial_Regulatory_Reform.htmlに掲載)

②一九三四年証券取引所法第十五条(d)項(ブローカー・ディーラーの登録)を改正し、資産担保証券(ABS)の発行者に対して、ABSの個々のトランシェまたは証券クラスについて裏付け資産に関する情報を開示することを義務付ける。その場合、ABSの投資家が独自にデュー・ディリジェンスを行うことができるよう、ローンのブローカーまたはABSのオリジネーターの属性および報酬ならびに信用リスクの定量保有額等についてのローン・レベルまたは資産レベルのデータを開示することが求められる。

③証券取引委員会(SEC)規則により、証券化商品の裏付け資産に関するオリジネーターによる情報提供およびその保証に関する記述を格付け関連情報に含めることとし、またオリジネーターによる引受けに瑕疵(deficiency)があれば投資家がそれを認識できるようにするために買戻し条件に関する情報を開示することとする。

このうち②は、財務省プランで示された諸点のうちの、裏付け資産にかかる透明性向上という方向性を具体的に制度化することを図るものであり、証券化商品の開示にかかる連邦証券規制体系であるレギュレーションAB(SEC Rule Asset-Backed Securities, Release No. 33-8518; 34-50905; File No. S7-21-04 二〇〇五年三月施行)の改正という形を取ることが想定されているものと考えられる。また③の意味合いについては、①のリスク・リテンションの制度化との関連で、後述することとする。

以上が下院案の概要であるが、一方、上院における金融制度改革法案の審議状況をみると、二〇〇九年十二月時点、上院銀行委員会(Senate Committee on Banking, Housing & Urban Affairs)が「米国金融安定性回復法案(Restoring American Financial Stability Act)」を公表している。詳述は省くが、証券化に関する条文のうちリスク・リテンションについては次のような内容となっている。すなわち、一九三四年証券取引所法に第十五G条

「信用リスクの保有 (credit risk retention)」を新設し、資産担保証券 (ABS) の証券化主体 (securitizer) が第三者に転売する資産の信用リスクの相当部分にかかる経済的利害を保有 (retain) することを義務付け、上記「相当部分」は原則一〇%とし、連邦政府、連邦政府機関、連邦政府関連機関が発行または保証を行う証券化については適用を除外する、というものである。

下院案、上院案を比較すると、定量保有を義務付ける基準が下院案では原則五%、上院案では原則一〇%となっている点、条文化が行われる法律が下院案では一九三三年証券法、上院案では一九三四年証券取引所法となっている点に相違があり、今後、成案を得るための一本化作業が行われることになるであろう。

4 リスク・リテンションの制度化に対する懸念と対案

証券化商品、特にRMBSに対してリスク・リテンション規制を導入すること、すなわちオリジネーターによる定量保有義務を課すことについては、行政・立法側が意図するところに対して、市場関係者の側からの懸念・反論も示されている。たとえば、オリジネーターが原債権を定量保有していることと原債権のクオリティないしパフォーマンストは無関係であること、オリジネーターがある証券化商品のうち特定のトランシェを保有すると当該証券化商品の保有者全体との間に利益相反が生じること、定量保有の割合の決定に合理的根拠はないこと、オリジネーターにおいて定量保有のために必要な資金の調達コストが発生すること、等である⁽⁸⁾。

特に、米国におけるRMBS市場のあり方の抜本的改善を市場参加者の立場から推進している米国証券化フォーラム (American Securitization Forum: ASF) は、財務省および連邦議会による金融規制改革の作業において制度化が進められつつあるリスク・リテンション規制に対して、原則反対の立場を表明している⁽⁹⁾。証券化とい

う金融手法は本来、様々な債権をその原保有者から切り離すことにより当該債権に伴う様々なリスクを分散という形で管理し、それを通して社会的資本を新たな債権債務関係の構築に振り向けることを可能にするものである。であって、オリジネーターに原債権の一部の保有を義務付けること、すなわちリスク・リテンション規制の導入は、このような証券化本来の機能・目的を阻害するおそれがある、というのである。ASFはこのような原則反対の立場を表明した上で、仮に導入するとした場合における留意点として、次のような諸点を指摘している。すなわち、①証券化商品の原債権の信用度や証券化のストラクチャの違いを無視して義務的保有比率を一律に定めることは適切ではない、②証券化におけるリスク・リテンションは、原債権を証券化目的の資産プール（SPC等）に移転するオリジネーター（下院案ではcreditor）が一義的に行うべきものであり、証券化商品の発行主体（下院案ではsecuritizer）はオリジネーターによるリスク・リテンションが行われていないかまたは不十分である場合にのみリスク・リテンションを行えばよいものとすべきである、③証券化商品のリスク・リテンション規制の具体的な仕組みについて各国ごとに重大な相違が生じることのないよう、国際的協調が図られるべきである、等である。

ASFはこのように、リスク・リテンション規制に反対の立場を表明した上で、それに代替すべき方法として、原債権にかかる情報の提供とその保証（representation and warranties）を確実に行うことを提案している。その具体化が、「RMBSに関する情報提供および保証の標準モデル（ASF Model RMBS Representation and Warranties）」（二〇〇九年十二月）の公表である⁽¹⁰⁾。

ASFによると、一般に、オリジネーターは原債権を売却する（SPCへの移転を含む）場合、貸出が実行された際のドキュメンテーションおよび関連情報ならびに関連法規の遵守状況、担保物件に関するドキュメンテ

ション等に関する情報の提供（representation）を行い、当該情報が正確かつ十分であることを保証する（warranties）。その上で、売却時における情報提供に誤りがあったことが売却後に判明した場合には売却された原債権を売却価格と等しい価格でオリジネーターが買戻すことを、売却時に約定しておくという慣行が、従来から行われていた。原債権に関する情報の提供それ自体は、連邦証券諸法・諸規則、特にレギュレーションABに従って行われる法定開示に加えて、業界の自主的対応によって法定開示以上の頻度でのタイムリー・ディスクロージャーの形でも行われているが、⁽¹⁾「情報提供・保証」とは、情報提供の内容が正確であることをオリジネーターが保証し、それに背馳していた場合には買戻しを行うことを買戻し手に対して約定しておく、というものである。ただし、従来、契約条項が不明確な場合も多く、また住宅ローン貸出しおよびその証券化をめぐる経済環境が好調であった間はこうした契約を発動する必要性もほとんどなかったのが実態である、という。

「RMB Sに関する情報提供および保証の標準モデル」は、ASFとしてこのような考え方にに基づき、情報提供・保証の仕組みの改善と標準化を図ることとしたものである。とくに、RMB Sが組成・販売された後の早い時期に原債権の延滞の増加等が生じることによりRMB Sの価値が低下することが想定されるが、これについては、組成・販売時の表明それ自体に形式的な瑕疵がなかったとしても、オリジネーターは買戻しに応じることとする、というところに特徴がある。

おわりに

米国では金融規制改革の大きな流れの中で、証券化商品市場のあり方の改善をめぐって、オリジネーターによる原債権の定量保有義務付けという、従来にはない発想による新たな規制を導入することが行政府・立法府によ

って検討されている。これについて市場参加者の側からの懸念も大きく、情報提供・保証の強化という対策も示されている。リスク・リテンション規制は、証券化という金融技術の特性そのものについて、リスクの分散を図る点に利点があるという従来の考え方とは異質なものであることから、今後に制度化された場合、市場実態にどのような影響をもたらすかが注目されるところである。

注

(1) 拙稿「へ再開」に向け情報開示の整備進む証券化商品市場」、本誌第一六五六号(二〇〇九年一〇月)を参照されたい。

(2) 淵田康之『グローバル金融新秩序』日本経済新聞出版社、二〇〇九年、二七八頁を参照。

(3) 外務省ホームページを参照。(http://www.mofa.go.jp/mofaj/kaidan/s_aso/fwe_09/sengen_fs.html)

(4) 日本銀行ホームページを参照。(http://www.boj.or.jp/type/release/adhoc09/data/bis0907a.pdf)

(5) 金融庁ホームページを参照。(http://www.fsa.go.jp/inter/ios/20090911/03.pdf)

(6) U.S. Department of the Treasury, *Financial Regulatory Reform, A New Foundation: Rebuilding Financial Supervision and Regulation*, June 17, 2009.

(7) 下院では別途、二〇〇九年五月に「モーゲージ改革・略奪的貸付禁止法案 (The Mortgage Reform and Anti-Predatory Lending Act: H.R.1728)」を下院本会議で可決しており、同法案は、「ウォールストリート改革・消費者保護法案 (H.R.4173)」に第七編として組込まれている。H.R.1728は、住宅ローンの貸し手が当該ローンを転売する際に当該ローンの信用リスクの一定部分を保有する義務を課す条文が盛込まれていたが、H.R.4173に組込まれた段階で削除さ

れている。

- (8) 淵田前掲書、二八五頁を参照。
- (9) American Securitization Forum, *Comments and Suggested Revisions to Subtitle F of the "Credit Risk Retention Act of 2009"*, November 3, 2009. (<http://www.americansecuritization.com/uploadedFiles/ASFSummaryofHFSCBillMarkup.pdf>)
- (10) American Securitization Forum, *ASF Model RMBS Presentation and Warranties*, December 15, 2009. (http://www.americansecuritization.com/uploadedFiles/ASF_Project_RESTART_Reps_and_Warranties_121509.pdf)
- (11) ASF自らが二〇〇九年七月に制定した発行開示用標準フォーマットである「ディスクロージャー・パッケージ (The Disclosure Package)」および継続開示用標準フォーマットである「レポート・パッケージ (The Reporting Package)」がある。前掲拙稿を参照。

(よこやま しせい・客員研究員)

証研レポート既刊目録

No.1641 (2007. 4)	執筆者	No.1649 (2008. 8)	執筆者
証券取引所の「統合」と「競争」	二上	資金循環統計にみる国債保有構造の変化(再論)	中島
米国におけるMSCB	松尾	整理回収機構による企業再生	松尾
一株価と経営パフォーマンス		株券電子化後の株式担保	福本
アメリカの空売り規制	清水	先物市場の分裂と取引流動性	志馬
アップティック・ルール撤廃へ		大証225mini導入のインパクトを測定する	
株式所有の情報開示	福本		
No.1642 (2007. 6)		No.1650 (2008.10)	
日本のレボ市場の現状と課題	中島	厳しい状況下のグリーンシート銘柄制度	坂下
最近のLBOブームの特徴と背景	伊豆	再考迫られる米系投資銀行ビジネス	二上
トランス・アトランティック・エクステンジ	吉川	レバレッジド・ローン市場について	伊豆
取引所はグローバル化できるのか		MIFID後のヨーロッパ株式市場	吉川
米国国債市場「ベスト・プラクティス」の策定	横山	住宅ローン証券化商品の市場規模と価格形成	横山
フェイル多発およびレボ・スキーズへの対応			
No.1643 (2007. 8)		No.1651 (2008.12)	
なぜ新現先は形骸化しているのか	中島	「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
エクイティ・ファイナンス手法の多様化	松尾	創刊から五〇年を迎えた証研レポート	中島
買収ファンドの上場をめぐる	伊豆	ヘッジファンドが主役の新たな議決権売買	福本
ブラックストーンのIPO		米国の空売り規制と住宅公社の救済	志馬
名義株主と真の株主	福本		
No.1644 (2007.10)		No.1652 (2009. 2)	
サブプライムローン問題と市場型金融システム	二上	事業再生の新たな展開	松尾
円キャリートレードの不思議	伊豆	国際金融危機と短期金融市場	伊豆
一株価と為替と金利の関係		ヨーロッパの株式保有構造	吉川
錯綜する取引所の国際的な合併・買収・提携	吉川	金融危機下の債券フェイル多発について	横山
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)		No.1653 (2009. 4)	
公開企業の取締役会権限	森田	銀行証券分離撤廃後の「ゲームのルール」	二上
一敵対的企業買収の防衛策を中心として		「CSEプログラム」のどこが間違っていたのか?	
新たなレボ指標レポート「東京レボ・レポート」	中島	地域における中小企業再生の取り組み	松尾
企業買収と企業再生	松尾	ドル不足はなぜ生じたか	伊豆
実施迫る株券電子化の残された課題	福本	一米国におけるレボ市場と通貨供給方式	
		アメリカの市場分裂は深刻化しているのか?	清水
No.1646 (2008. 2)		一ダークプールの拡大について	
課徴金制度の改正について	梅本	ニューポートバイイングの現状と対応策	福本
ワーキンググループ報告の検討を中心に		二〇〇八年九月 米国金融システム危機と空売り規制	志馬
反社会的勢力等の不正取引行為者の排除等について	坂下		
米国における「証券リテールビジネス」の潮流	二上	No.1654 (2009. 6)	
政府系ファンドをどう見るか	伊豆	「銀証融合」コングロマリット形成の意味するもの	二上
EU債券市場に透明性要件制度化は必要か	横山	バランスシートから見たFRBの金融危機対策	伊豆
レギュレーションNMSと米国株式市場	吉川	ヨーロッパの市場間競争	吉川
No.1647 (2008. 4)		取引所 MTF ダーク・プール	
株主とは誰のことか	奥村	住宅ローン関連不良資産買い取りスキームの困難性	横山
一株式所有と会社支配			
変貌する日本の国債保有構造	中島	No.1655 (2009. 8)	
企業再生の課題と展望	松尾	矛盾するレボ差額非課税の論理	中島
アメリカの私募市場拡大について	清水	企業再生手法の現状	松尾
JDR (日本版預託証券) とは何か?	福本	一私的整理と法的整理をめぐる	
		レギュレーションNMS後のニューヨーク証券取引所の地位について	清水
No.1648 (2008. 6)		スポンサーなしADR急増の理由	福本
ユーロ域の企業金融と資本市場	入江	クレジット・デフォルト・スワップ(CDS)取引の清算を巡る米国の現状と考え方	志馬
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	No.1656 (2009.10)	
サブプライム問題とITバブル	伊豆	リーマンショック後の金融規制	二上
取引所とクリアリング機関	吉川	リーマンショック・MMF・FRB	伊豆
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	フラッシュ・オーダー	吉川
		一問題の真相	
		〈再開〉向け情報開示の整備進む証券化商品市場	横山
		No.1657 (2009.12)	
		リーマン・ブラザーズ証券の破綻とフェイル慣行の整備に向けて	中島
		私的整理の拡充と課題	松尾
		アメリカのダークプール規制について	清水
		ノミニーの自由裁量議決権行使を制限するNYSE規則452の改正	福本
		独立取締役導入義務化を巡って	深見

証券図書館

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

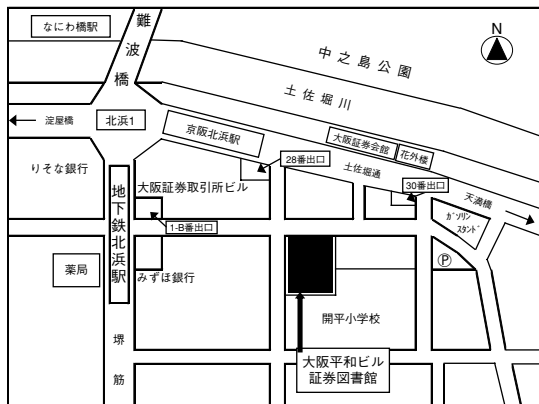
所在地 大阪市中央区北浜 1-5-5 大阪平和ビル地下1階
TEL (06) 6201-0062

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

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

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

(みなさんのご利用をお待ちしております。)



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

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

証研レポート第一六五八号
二〇一〇年二月八日発行

(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

2010年2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)