

証 研

レポート

No.1661

2010年 8 月

ギリシャの財政危機から何を学ぶか

中島 将隆（1）

風力・太陽光発電ファンドの展開

～市民出資型ファンドを中心に～

松尾 順介（25）

統合監査追跡システムに関する S E C 提案について

清水 葉子（40）

アメリカのコーポレート・ガバナンス改革

福本 葵（47）

我が国の P T S の現状と課題について

深見 泰孝（59）

公益財団法人 **日本証券経済研究所**
大 阪 研 究 所

ギリシャの財政危機から何を学ぶか

中島 将隆

はじめに

二〇一〇年四月二三日、ギリシャの財政危機が顕在化した。五月に控えた国債償還資金の調達が困難となり、国債の償還が不可能という危機的状态に陥つたのである。危機を回避するため、ギリシャ政権は、EU、ECB、IMFに資金援助を要請した。この二カ月前、ギリシャ政府は資金援助の必要はないと明言していた。従って、ギリシャ財政危機は突如として顕在化したといえるだろう。

ギリシャ政権の要請を受けて、EU、ECB、IMFは直ちに緊急資金援助に踏み切った。ギリシャの財政危機はユーロ圏諸国へ波及し、更に、ユーロ圏の銀行に打撃を与え、ユーロの危機に発展するからである。五月一日、ユーロ加盟国とIMFはギリシャに資金援助をするため一一〇億ユーロの金融支援プログラムを策定し、ECBは暴落している国債を市場から買い取ることにした。ギリシャの危機が他国に波及するのを阻止するためEU、IMFは金融安定化プログラム（緊急融資制度）を設けて、総額七五〇〇億ユーロの基金を創設した。更に、日米欧の中央銀行は欧州金融機関にドルを供給するため通貨スワップ協定を再開した。

緊急対策によって危機は一時的に回避されたが、より根本的な対策が必要となる。このため、ユーロ圏諸国は厳しい財政再建計画にとりかかった。次に、国債相場を乱高下させる国債CDSや空売り、ヘッジファンドの規制、負債倍率の規制など一連の金融規制の検討を始めた。更に、国債暴落による欧州銀行に対する不安を軽減す

るため、七月には欧州の銀行九一行に対するストレステストを行った。

小論では、なぜ、財政危機が突如として発生したか、なぜ、危機は連鎖したか、財政危機回避のため具体的にどのような対応策がとられているか、をみていく。そして、ギリシャ財政危機から日本が学ぶべきは何か、を考えてみたい。

1 なぜサブプラインリスクが発生したか

(1) 財政危機は潜在化していた

ギリシャ政府は財政危機を乗り切るため、二〇一〇年四月三日、EUとIMFに対して金融支援を要請した。この時点でギリシャ財政危機はピークを迎える。ギリシャの財政危機は、スペインやポルトガルなどPIIGSと呼ばれる諸国へ波及し、更には、トルコやドバイ・英国などSTUPIDと揶揄されるユーロ圏以外の諸国へも波及した⁽¹⁾。

財政危機の顕在化は二〇一〇年四月以降とはいえ、リーマンショック後、この危機は潜在化していた。リーマン証券が破綻した二〇〇八年九月一五日以降、リーマンショックによって世界同時金融不況に突入した。この世界同時不況から脱出するため、各国は財政支出を拡大した。図表1をみると、欧州だけでなく、日本・米国も含めて二〇〇八年を境に財政赤字が急膨張していることがわかる。財政支出の拡大によって、リーマンショックもほぼ回復し、金融市場は落ち着きを取り戻していた。だが、財政赤字の拡大によって、政府債務残高は膨張していく。政府債務の増大と共に財政危機は潜在化していたのである。

リーマンショックによる世界同時金融危機は、いわば、金融機関の危機であった。だが、今回の危機は国家財

政の危機、政府債務の信認危機である。危機の性質は、より深刻といわねばならない。

(2) 政治経済基盤の弱い国から財政危機が顕在化

財政危機は政治経済基盤の弱い国から顕在化した。ギリシャ発の財政危機がPIIGS、ユーロ圏諸国へ波及したのは、まず、ユーロ圏に構造的な弱点があったからである。ユーロ加盟国は、統一通貨を持つことにより金融政策の主権はなく欧州中央銀行(ECB)に委ねられている。他方、財政政策については加盟国が主権を持つ。国債発行や税金、社会保障、公共投資など財政政策は加盟各国の自由に委ねられている。その結果、ドイツやフランスと比較して経済的基盤の弱いPIIGS諸国の財政支出が拡大することになった。

図表2をみると、PIIGS諸国の財政赤字、政府債務残高はユーロ圏平均、EU二七カ国の平均を大幅に上回っている。

こうしたユーロ圏の構造的弱点について、七月三〇日

図表1 リーマンショック後の財政膨張(対GDP比)

(財政赤字)

(%)

	2005	2006	2007	2008	2009	2010
日本	5.2	3.5	3.0	4.0	8.3	8.0
米国	4.6	3.6	4.2	7.7	12.2	11.6
英国	3.3	2.7	2.7	5.3	12.6	13.3
ドイツ	3.3	1.6	(+)0.2	(+)0.0	3.2	5.3
フランス	3.0	2.3	2.7	3.4	8.2	8.6
イタリア	4.4	3.3	1.5	2.7	5.5	5.4
カナダ	(+)1.5	(+)1.6	(+)1.6	(+)0.1	4.8	5.2

(政府債務残高)

日本	175.3	172.1	167.1	172.1	189.3	197.2
米国	61.3	60.8	61.8	70.0	83.9	92.4
英国	46.1	45.9	46.9	56.8	71.0	83.1
ドイツ	71.1	69.2	65.3	68.8	77.4	82.0
フランス	75.7	70.9	69.9	75.7	84.5	92.5
イタリア	119.9	117.1	112.5	114.4	123.6	127.0
カナダ	71.6	69.5	65.0	69.7	82.8	85.7

- (注) 1. 財務省「我が国の財政事情」平成22年1月
2. 原資料はOECD "Economic Outlook"
3. (+)は財政赤字の減少

に公表された日銀の「金融市場レポート」では、次のように分析している。

「G I I P S 諸国の財政問題が悪化した背景には、ユーロ圏固有の構造的要因があるとする見方が、学会や市場から多く示されている。例えば、域内各国の経常収支について、特にG I I P S 諸国とドイツに着目してその推移をみると、ユーロ導入移行、域内不均衡が大きく拡大していることがわかる（略）。単一通貨ユーロの導入に伴い、域内貿易が活性化するなか、生産性や競争力の格差が不均衡を拡大させたことが、その背景との見方が多い……。

また、ユーロ圏全体を対象とする金融政策の代わりに、財政が各国の需要安定化政策の役割を果たしているために、財政支出が拡大しがちになることを問題とする考え方が呈示されている（略）。ユーロ諸国の財政状態をみると、ユーロ導入当初に比べ、ほとんどの国で悪化しており、二〇一〇年の予測値でみて、マーストリヒト条約で定められたユーロ圏の財政基準をクリアしている国は皆無となっている（略）。

図表2 EUの一般政府財政収支と一般政府債務残高

(単位：対GDP比%)

	一般政府財政収支の純貸出 (+)・純借入 (-)								一般政府債務残高			
	実績値			予測値					2006年 Q4	2007年 Q4	2008年 G4	2009年 Q3
	2006年	2007年	2008年	2009年 1	2009年 2	2010年 1	2010年 2	2011年 2				
ギリシャ	-2.9	-3.7	-7.7	-5.1	-12.7	-5.7	-12.2	-12.8	97.1	95.6	99.2	113.2
ポルトガル	-3.9	-2.6	-2.7	-6.5	-8.0	-6.7	-8.0	-8.7	64.7	63.6	66.3	73.7
アイルランド	+3.0	+0.3	-7.2	-12.0	-12.5	-15.6	-14.7	-14.7	25.1	25.2	44.0	62.2
スペイン	+2.0	+1.9	-4.1	-8.6	-11.2	-9.8	-10.1	-9.3	39.6	36.1	39.7	49.7
イタリア	-3.3	-1.5	-2.7	-4.5	-5.3	-4.8	-5.3	-5.1	106.5	103.5	105.8	116.3
ドイツ	-1.6	+0.2	+0.0	-3.9	-3.4	-5.9	-5.0	-4.6	67.6	65.0	65.9	71.9
フランス	-2.3	-2.7	-3.4	-6.6	-8.3	-7.0	-8.2	-7.7	63.7	63.8	67.4	75.8
ユーロ圏平均	-1.3	-0.6	-2.0	-5.3	-6.4	-6.5	-6.9	-6.5	68.3	66.0	69.3	77.6
英国	-2.7	-2.7	-5.0	-11.5	-12.1	-13.8	-12.9	-11.1	43.5	44.7	52.4	63.4
EU27ヵ国平均	-1.4	-0.8	-2.3	-6.0	-6.9	-7.3	-7.5	-6.9	61.4	58.8	61.6	71.6

(注) 1. 2009年4月の2009年春季経済見通しにおける予測値

2. 2009年10月の2009年秋季経済見通しにおける予測値

(出所) 「欧州委員会2009年秋季経済見通し」

(引用) ジェトロ「ギリシャ財政危機問題」『ユーロトレンド』Report 4 2010年4月

参考までに、債務危機時のロシア、アルゼンチンと、足もとのギリシャの金融経済環境を比較すると、財政赤字、経常収支赤字、対外純債務残高について、いずれも、今次局面のギリシャの悪さが際立っている（略）。ギリシャにおいては、より早い段階で、ロシア、アルゼンチンのような債務危機が発生しなかったのは、単一通貨ユーロへの信任、ないし、他のユーロ加盟国による救済を市場が織り込んでいたからとみることができる。逆に、ユーロ加盟国であったがゆえに、問題の発現・認識に時間がかかって、対処策の発動も遅れてしまい、一段と脆弱性が増したといった見方も否定できない⁽²⁾」。

（３）ギリシャ発の財政危機は「目覚まし時計」

ギリシャの財政危機はP I I G S諸国へ波及し、更にE U諸国へ波及していった。こうした危機の連鎖をB I Sの六月四半期報告では、ユーロ圏を中心した主要国が過剰な財政赤字を抱えていることが鮮明となり、機関投資家が財政政策の持続性に疑念を持ったからと結論付けた（日本経済新聞六月四日）。日銀の白川方明総裁はギリシャ危機について「多くの国にとって『目覚まし時計』であったと受け止められている」と述べた（日本経済新聞六月一日）。

ギリシャで最初に財政危機が顕在化したのは、ユーロ圏の構造的矛盾がギリシャに集中していたからである。この点をいまし掘り下げ、危機が顕在化していく過程を辿ってみる。

2 なぜギリシャ発の財政危機か

(1) 財政規律喪失と政府債務残高の激増

ギリシャの財政赤字と政府債務残高は、図表2でみるように、EU諸国、ユーロ圏諸国の平均よりも著しく悪い。PIIGS諸国とはほぼ同じ水準だが、財政赤字は最悪であり、政府債務残高はイタリアに次いでいる。

ギリシャがユーロ圏諸国のなかで最悪となった直接の原因は、まず、リーマンショックの影響があるだろう。リーマンショックによって海運業や観光収入に依存するギリシャ経済は大きな打撃を受け、二〇〇八年の財政赤字は前年度の三・七%から七・七%に達した。

だが、ギリシャ財政危機の最大の要因はリーマンショックだけでなく、先にみたユーロ圏の構造的弱点の帰結であり、安易な国債発行によって財政規律を喪失した点にある。ギリシャがユーロに加入したのは二〇〇一年であった。この時点から、ギリシャはユーロ建てによる国債発行が可能になる。

ユーロ加入前、ギリシャは自国通貨建ての国債を発行することが困難であった。ギリシャが自国通貨建てで国債を発行する場合、ギリシャ国債とドイツ国債のスプレッドは一〇%以上だった。ギリシャ通貨に対する信用が無かったからである。ところが、ギリシャがユーロに加入すると、ギリシャはユーロ建ての国債を発行することが可能になり、ギリシャ国債とドイツ国債のスプレッドは縮小し、ギリシャは従来では考えられなかった低利国債の発行が容易になった。低利国債の発行が可能になったのは、ギリシャが厳格な財政規律を要求されるユーロへ加入したこと、また、例えばギリシャが財政困難になってもユーロ圏諸国の援助が期待できること、この二つの理由によってギリシャ国債への評価が格上げされたからである。⁽³⁾

ユーロ加入によって低利国債の増発が可能になった。国債増発によって財政規律は喪失していく。財政赤字の

GDP比は二〇〇〇年の三・七％から二〇〇八年には七・七％にまで拡大した。EUの中でも高齢化の進展が早いギリシヤにとつては年金・医療費負担の増大も財政赤字拡大要因となつた。⁽⁴⁾

財政赤字の拡大は経常収支の赤字で、すなわち、外国からの資金によつてファイナンスされた。外国資金によつてファイナンスが可能であつたのは、まず、ユーロ圏の国債はユーロ建てで為替リスクが小さいこと、次に、ユーロ圏の安定・成長協定については懸念があるものの、協定の存在が歯止めになり一定の財政規律が守られているとみられたこと、この二つの理由による。こうして、欧州の銀行を中心として機関投資家はギリシヤ国債の購入を続けた。

(2) パパンドレウ新政権発足と財政再建策

二〇〇九年一〇月六日、総選挙によつて政権交代が行われ、全ギリシヤ社会主義運動のパパンドレウ党首が首相に就任した。パパンドレウ首相は、まず、就任と同時に旧政権下での財政統計の人為的な操作を明らかにした。二〇〇八年の財政赤字のGDP比は五・一％とされていたが、実際には二一・七％だと明らかにしたのである。財政赤字のGDP比は、その後、一三・六％上方修正された(二〇一〇年四月二三日)。ギリシヤ財政危機は、財政が透明化され、財政再建計画が策定される時から表面化していく。

ユーロ加入に際しては、様々の厳格な規制が設けられていた。マーストリヒト条約では加盟国の財政規律について、財政赤字はGDP比三％以内、債務残高はGDP比六〇％以内と定めていた。ところが、ギリシヤ政府は二〇〇一年のユーロ加入に際して、当初から財政赤字を隠蔽していた。NHKの取材によると、ゴールドマン・サックスの助言でギリシヤの保有するドル建て国債をギリシヤに有利な為替レートでスワップすることにより、

ギリシャ政府はGDP比で二・三%の財政赤字を圧縮することができた⁽⁵⁾。ギリシャは財政赤字を隠蔽してユーロに加入していたのである。パンドレウ党首が首相に就任した時、ゴールドマン・サックスは再び同じような提案をしたが、パンドレウ首相はこれを拒否して財政を透明化するルートを選択した。

次に、パンドレウ政権は財政再建計画を策定し、二〇〇九年一月には財政赤字をGDP比九・一%まで削減する予算案を作成した。二〇一〇年三月には付加価値税の増税（一九%から二二%へ）、五月には付加価値税の更なる増税（二一%から二三%へ）、公務員賞与・年金減額などによる総額三〇〇億ユーロの赤字削減策を発表した⁽⁶⁾。財政再建策をみると、公務員給与は二〇一〇年の一億ユーロから二〇一三年には五億ユーロに削減、年金は一八・五億ユーロから二億ユーロと大幅な減額となっている。こうした厳しい財政計画によって、財政赤字は二〇〇九年の一三・六%から二〇一五年には二%に圧縮することが見通されている⁽⁷⁾。

（3）格付け引下げとヘッジファンドの国債投機

ギリシャ政府が財政統計を修正した時点からギリシャ国債の格付けは短期間に大幅に引下げられた。図表3は格付け会社によるギリシャ国債の格付け引下げが、如何に急激かつ大幅引下げであったかを示している。

二〇〇九年の当初では、格付け会社の格付けは全てAであった。ところが、ギリシャ政府が財政統計を修正した一〇月にはムーディーズやフィッチは何れも引下げている。それから僅か半年の間に格付け会社は何れも四段階引下げて投機的水準に引下げてしまった。この推移をたどると、まず、ギリシャ政府が財政統計を修正し財政再建計画を策定したが、この財政再建計画には強い反対運動が展開され、ギリシャ政府の財政再建策の実現性が問題となって。この点が疑問となり格付けが引下げられた。次いで、二〇一〇年五月の国債償還が困難ではない

か、という問題が浮かび上がってきた。デフォルトリスクが問題になった時点で、S & Pやフィッチは投機的水準に引下げた。

国債格付けの引下げと対応して、ギリシャ国債の市場価格は暴落して市場利回りは急上昇していく。一月初めには五%強であったギリシャ国債の利回りは四月二二日には九%にまで上昇し、ドイツ国債のスプレッドを拡大していった（日本経済新聞四月二三日）。

ギリシャ国債の暴落に拍車をかけたのがヘッジファンドのギリシャ国債投資である。ヘッジファンドはギリシャ国債の暴落を見通して、国債CDSを大量に購入した。CDSは一種の保険料であるから、国債の信用度が低くなれば保険料は高くなる。将来の保険料が高騰することを予想してヘッジファンドは国債CDSに投資した。こうしたヘッジファンドによる国債CDSへの投資は、結果として、国債の暴落に拍車をかけることになる。ギリシャ国債のCDS高騰は、ギリシャ国債の信認低下となっていく。ここでは、CDSへの投資は保険ではなくCDSそのものへの投

図表3 ギリシャ国債の格付け引下げ

S&P社

2009年	1月9日	Aからクレジットウォッチ
	1月14日	AからA-に。見通しは安定的
	12月7日	A-からクレジットウォッチ
	12月16日	BBB+に引下げ。クレジットウォッチ継続
2010年	3月16日	クレジットウォッチ解除。見通しはネガティブのまま。
	4月27日	三段階引下げて投機的水準のBB+に。見通しはネガティブのまま。

ムーディーズ・インベスターズ

2009年	10月末	A 1 から格下げ方向で見直し
	12月末	A 1 から A 2 に引下げ
2010年	4月22日	A 2 から A 3 (A - に相当)へ引下げ
	6月14日	A 3 から 4 段階引下げて投機的水準の Ba1 (B B + 相当)に

フィッチ・レーティング

2009年	10月末	A から A - に引下げ。見通しはネガティブ
	12月8日	BBB+に引下げ。見通しはネガティブ
2010年	4月上旬	投機的水準の一步手前の B B B - に引下げ。見通しはネガティブ

(出所) ジェトロ「ギリシャ財政危機問題」(ユーロトレンド レポート4 2010年4月)、新聞報道、格付け会社のプレスリリース等より作成

資となっている。

ヘッジファンドは、更に、ギリシャ国債の暴落の過程で大量の「空売り」を行った。市場価格は需給関係で決定されるから、大量の空売りがあびせられると価格は下落する。ヘッジファンドは国債CDSへの投資と国債の空売りによって、巨額の利益を実現し、ギリシャ国債の暴落に拍車をかけた。その結果、ヘッジファンドに対する投資規制、国債CDSの禁止、空売りの禁止等の金融規制がEU諸国で問題となってくる。

(4) 二〇一〇年五月問題と金融支援

四月二三日、ギリシャ財政危機はピークに達した。ギリシャ政府はEU、IMFに対し危機に対処するため金融支援を要請したからである。二〇〇九年一〇月にパパンドレウ首相が財政統計の誤りを訂正した時から、ギリシャの財政危機は表面化していった。だが、ギリシャ政権は二〇一〇年二月時点までは、金融支援を要請しなかった。アテネ発のロイター通信は二月一七日、次のように伝えている。「ギリシャのパパンドレウ首相は一七日、同国が欧州連合(EU)に要請しているのは政治的支援であって、EU納税者の資金ではないとの見解を示した。……首相は閣議で『われわれはドイツ、フランス、イタリアなどの納税者からの資金を要請していない。われわれが望むものは、わが国に対する投機と中傷を止めるための政治的支援だ』と述べた」(ロイター 二月一八日)。

ところが、四月二三日、一転してギリシャ政府はEU、ECB、IMFに対し資金支援を要請する。信用不安が収まらず、国際金融市場でギリシャ国債の安定発行が困難と判断したからである(日本経済新聞 四月二四日)。

なぜ信用不安が高まったのだろうか。まず、財政統計を前年一〇月に下方修正したが、四月二二日、財政赤字は想定よりも更に悪化したとして、ギリシャ政府は一二・七%か一三・六%へ再び下方修正した。次に、三月に

発表した財政再建計画に対し、緊縮財政に対する反対運動が高まり計画の実現性が問題になってきた。しかし何といっても最大の問題は、五月一九日に満期が到来する八五億ユーロの国債償還資金の調達が不可能となった点にある。このため、四月二二日、ムーデイズ・インベスターズは格付けをA2からA3に引下げ、フィッチ・レーティングは四月上旬、投機的水準の一步手前のBBB-に引下げた。また、S & Pも四月二七日には三段階引下げて投機的水準のBB+とした。格付け引下げによって、ギリシャ国債の価格は更に暴落を続ける。デフォルトリスクが現実の問題になってきた。

(5) なぜ危機が波及したか

ギリシャの財政危機はPIIGS諸国に波及していった。S & Pはポルトガルの国債格付けを、四月二七日、二段階引下げてシングルA+からシングルA-に引下げた。翌日の二八日はスペイン国債を一段階引下げたAA+からAAとした（日本経済新聞 四月二八日、二九日）。ヘッジファンドはギリシャ国債と平行して、PIIGS諸国の国債に対しても空売りを浴びせ、国債CDSの大量購入によって、結果として、国債暴落に拍車をかけた（NHK「狙われた国債―ギリシャ発・世界への衝撃―」二〇一〇年七月二日放映）。そして、ユーロの暴落を招くことになった。

なぜ、ギリシャの財政危機がPIIGS諸国へ波及し、更にはユーロの暴落を招いたのだろうか。ギリシャのGDPはユーロ圏全体の二・七％に過ぎない小国だが、この小国の財政危機がユーロの危機を招いたのは何故であつたか。

まず、PIIGS諸国の財政はギリシャと共通しているからである。前掲の図表2をみると、PIIGS諸国

はドイツ、フランスと比較して財政赤字・政府債務残高は著しく悪い。ユーロ圏平均と比較しても同じことがいえる。ギリシャに財政危機が顕在化すれば、時を置かずしてPIIGS諸国にも財政危機が波及するものと予想できるからである。PIIGS諸国のユーロ圏全体に占めるGDP比は三五%に達する（日本経済新聞 六月一四日）。ギリシャの危機はPIIGSの危機となり、PIIGSの危機はユーロの危機とならざるを得な

図表４ 主要国銀行によるPIIGS・主な中東欧諸国への投融資残高

(昨年末時点、億ドル)

			投融資の出し手							
			フランス	ドイツ	英国	オランダ	米 国	日 本	オーストリア	合計※ 主要24カ 国
PIIGS・中東欧諸国の投融資受入額	PIIGS	ポルトガル (ユーロ)	449	474	256	141	47	43	29	2,509
		イタリア (ユーロ)	5,078	1,897	765	691	532	544	255	11,451
		アイルランド (ユーロ)	521	1,838	1,727	282	571	217	78	6,477
		ギリシャ (ユーロ)	788	450	154	122	166	67	48	2,170
		スペイン (ユーロ)	2,112	2,380	1,100	1,197	580	284	88	9,257
		PIIGS 5カ国計	8,948	7,038	4,000	2,433	1,896	1,155	498	31,863
		ポーランド (ズロチ)	305	618	31	352	130	49	137	2,835
	中東欧諸国	チェコ (コルナ)	341	121	26	47	24	7	597	1,786
		ハンガリー (フォリント)	111	319	21	35	38	17	370	1,398
		ルーマニア (レイ)	143	46	1	83	12	0.2	422	1,097
		中東欧 4カ国合計	901	1,104	78	518	204	74	1,525	7,116

(注) 1. () 内は使用通貨

2. ※は、BISに国別の投融資残高を報告している24カ国

(出所) 日本経済新聞 2010年6月8日

い。

次に、こうした危機の連鎖が生じるのはギリシヤをはじめP I I G S諸国の国債をフランスやドイツ等の銀行が大量に保有しているからである。図表4をみると、P I I G S諸国の国債、中東欧の国債は、自国で保有されているのではなく、主としてE U諸国で保有されていることがわかる。E U諸国、わけでもフランス、ドイツ、英国は米国よりも負債倍率を高めて、P I I G S諸国と中東欧の国債投資を行った。投資先の国債が暴落すれば投資国の銀行は流動性危機に陥る。ギリシヤの財政危機はユーロ危機へ発展せざるをえない。この危機を防止するには、まずはギリシヤ国債の危機を防止すること、危機の連鎖を断ち切ること、金融機関の流動性を確保すること、こうした政策が必要となってくる。

では、当面の危機を回避するため、どのような対策がとられたのであろうか。

3 ギリシヤ支援と緊急危機対策

(1) 金融支援プログラム

ギリシヤ政府の金融支援の要請を受けてE U、I M F、E C Bは迅速に対応した。まず、ギリシヤの財政危機そのものを終息させるため、次いで、ギリシヤの財政危機が他国に波及することを阻止する対策、そして、E U金融機関が流動性不足に陥らないための対策である。

ギリシヤの財政危機を終息させる政策として、まず、総額一一〇〇億ユーロの「金融支援プログラム」が策定された。ユーロ圏一六カ国は五月七日夜の緊急首脳会議でギリシヤ支援を承認し、ギリシヤを除くユーロ圏一五カ国が八〇〇億ユーロを拠出することにした。五月一〇日、I M Fはギリシヤ支援のため三〇〇億ユーロの拠出

を正式に決定した。ギリシャへの支援は総額一一〇〇億ユーロとなり、融資期間は二〇一〇年から一二年の三年間である。この決定により、ギリシャはユーロ各国とIMFから即座に二〇〇億ユーロを利用できるようになった（日本経済新聞五月四日、八日、一〇日）。金融支援プログラムによって、ギリシャは五月一九日に満期を迎える国債償還の資金繰りが可能になり、デフォルトリスクを回避することができた（日本経済新聞五月一八日）。

（２）ECBによる国債買い入れ決定

ECB（欧州中央銀行）は、五月一〇日、ギリシャ国債などの相場を安定させるため国債購入を決定した（日本経済新聞五月一〇日）。ECBの主導で欧州の中央銀行が国債の買い入れを実施するのは初めてのことである。これまでECBは欧州域内の取り決めで、財政に失敗した国を安易に救うことにつながる国債の直接引受は禁じられていたからである。また、信用度の低い資産の購入を増やすと中央銀行の財務の健全性という規律が危うくなり、ECBは市場の信頼を損なう可能性がある。このため、ECBのトリシェ総裁は五月六日の記者会見では、ギリシャ国債の買い入れを否定していた（日本経済新聞五月八日）。

ECBがユーロ圏の国債購入に踏み切ったのは市場機能の正常化のためである。金融市場で通貨ユーロの信任が揺らぐ事態になっているため、ECBは国債市場の動向を見極めながら国債市場へ介入することにした（日本経済新聞五月一八日）。

金融支援プログラムとECBによる国債買い入れによって、ギリシャ国債相場は小康状態を保っている。四月末に暴落した国債相場は、五月に入るとギリシャに対する直接支援によってドイツ国債とのスプレッドは急速に縮小している。

(3) 欧州安定化プログラム

ギリシャの財政危機が欧州に波及することを阻止するため、五月一日未明、EU加盟二七カ国は緊急理事会を開催し、ユーロ導入国が財政危機に陥った場合、総額で最大七五〇〇億ユーロを緊急融資する制度を創設することにした。いわゆる「欧州安定化プログラム」である。基金はEUが五〇〇〇億ユーロ、IMFが二五〇〇億ユーロ、合計で七五〇〇億ユーロとなり、巨額の財政赤字を抱えるユーロ導入国が国際金融市場から資金を調達することが困難になった場合、迅速に融資できる制度である。EU五〇〇〇億ユーロの基金は、①EU予算を裏づけに欧州委員会が発行し危機国に融資する、②ユーロ圏各国による政府保証をつけた四四〇〇億ユーロの特別目的基金、この二つで構成される（日本経済新聞五月一日）。

EUの基本条約「リスボン条約」は原則としてユーロ導入国に対する救済を禁止している。この点について五月一日の日本経済新聞は引き続き次のように伝えている。「一〇日未明に記者会見したEU議長国スペインのサルガド財務相は今回の緊急融資制度について『（金融市場の混乱を背景に救済禁止を解除する）例外的な状況が到来した』と説明した」。

金融支援プログラム、ECBによる国債買入れ、欧州安定化プログラムは何れも緊急対策であり、通貨ユーロを防衛する相互支援網といえる。

(4) 通貨スワップ協定

日米欧の主要六中央銀行は、五月一日、協調して自国の短期金融市場にドル資金を供給する金融危機対応策を再開することで合意した。ギリシャの財政危機に端を発した信用不安で、安全なドルを手元に置く動きが金融

市場で広がり、ドル資金の不足が目立ち始めた。欧州域内の問題だったギリシャ財政危機が市場全般の動揺に発展するのを防ぐには、主要中央銀行の協調行動が不可欠と判断したからである。ドル資金を供給するため、二〇一〇年二月で終了していた通貨スワップ協定を再び締結した（日本経済新聞五月一〇日）。通貨スワップ協定によって、金融機関のドル資金不足の不安は解消されたといえよう。

4 ソブリンリスクの回避に向けて

（１）ソブリンリスク回避の課題

金融支援プログラムなど前述した危機対策は何れも緊急臨時の対策である。ソブリンリスクを回避するには緊急対策だけでなく、危機を回避する根本的な対策が必要である。

まず、財政改革である。特にユーロ圏諸国の場合、ユーロ加入によって財政規律が失われた。P I I G S諸国をはじめとするユーロ圏諸国の財政規律の確立は最も重要な課題であろう。

次に、金融規制である。ヘッジファンドによる国債C D S投資や国債の空売りは、一面では国債の流動性向上に資するものの、ギリシャ財政危機では国債相場下落に拍車をかけた。国債C D Sは保険としてではなく、投機的手段となった。ここでは、ヘッジファンドに対する規制、投機的な取引を抑制する金融取引税・銀行税、国債C D Sや空売りの規制等が検討されるべきであろう。

更に、金融機関に対する疑心暗鬼を取り除いて市場の不安を一掃するには、金融機関の資産査定ストレステストが必要である。日本やアメリカの経験に照らし合わせると、厳格なストレステストによって市場不安は沈静化していった。国債相場を安定させユーロを安定させるには、厳格なストレステストを実施し、結果を公表するこ

とが必要である。

以下では、こうした重要な課題について、ユーロ圏諸国・EU加盟国はどのように取り組んでいるか、取組みの現状について新聞報道等に拠りながら整理し紹介したい。

(2) 財政改革

・ギリシャ財政再建計画

パパンドレウ政権は二〇〇九年一月、二〇一〇年度予算で財政赤字をGDP比九・一%に削減することにしたが、市場では不十分と評価され、二〇一〇年三月には付加価値税増税（一九%→二二%）、五月には更に二三%まで引下げた。公務員賞与・年金減額などで総額三〇〇億ユーロの赤字削減策を策定した。これによって財政赤字は二〇〇九年の一三・六%から二〇一三年には四・九%、二〇一五年には二%となる見通しである。EUとIMFのギリシャに対する金融支援は、財政赤字削減計画の実施状況をみて融資を実行する⁽⁸⁾。

・フランス、財政赤字抑制へ改憲

サルコジ大統領は憲法を改正して、財政赤字の割合を一定以下に抑える規定を盛り込む方針を示した。フランスの財政赤字の対GDP比を二〇一三年にはEUの求める三%に圧縮する（日本経済新聞五月二二日）。

・ハンガリー、財政再建策を検討、公務員給与削減

二〇一〇年に財政赤字の対GDP比を三・八%に抑えるという目標達成のため歳出削減や増税に踏み込む。

また、公務員給与の一五%カットなどを柱とした財政再建策を策定（日本経済新聞六月五日、九日）。

・EU、加盟国予算の事前評価制度の合意

EUは七日夜、ギリシャ危機の再発防止策を検討する作業部会を開き、加盟国の毎年の予算案を事前に評価し、相互監視をする制度を導入することで合意した（日本経済新聞六月八日）。

- ・欧州、財政再建へ年金削減（日本経済新聞六月一六日）

フランス…六〇歳から支給開始を六二、六三歳に引上げ

ギリシャ…六〇歳からの女性の支給開始を男性と同じ六五歳に引上げ、支給額減額

スペイン…六五歳の支給開始を六七歳に引上げ、支給額据え置き

ドイツ…改革検討

フィンランド…国際通貨基金が年金改革を要請

- ・欧州財政再建へ公務員大幅削減（日本経済新聞六月一九日）

フランス…採用減など毎年三万四〇〇〇人削減

ドイツ…連邦職員を一万五〇〇〇人削減。公務員のクリスマス手当など削減

ポルトガル…採用減で七万三〇〇〇人削減。給与凍結、幹部は五%減。

スペイン…約二三〇万人の公務員給与五%削減

ギリシャ…公務員の給与増凍結。賞与削減。

- ・英国の財政緊縮策（日本経済新聞六月二三日）

*二〇一五年までに財政赤字のGDP比を一〇・一%から一%に引下げ

*毎年三〇〇億ポンドの歳出削減

*法人税を一四年までに二八%から二四%に引下げ

・ドイツ、財政再建に着手

ドイツ政府は最大の政権公約であった所得税減税を撤回し、二〇一四年までの中期財政計画にも歳出削減策を盛り込んだ。二〇一〇年の財政赤字のGDP比は五%の見込みで主要国の中では優等生だが、過去の経験に鑑みて、財政赤字を抱えることへの警戒感が広がった（日本経済新聞六月二五日）。

（3）金融規制

・国債CDS禁止

* 「財政リスク取引の金融商品 欧州各国が規制検討…規制対象として検討されているのは「クレデイト・デフォルト・スワップ」と呼ばれる金融商品。CDSは財政健全度を示す目安となるが、欧州では短期的な投機資金がCDSを使って債券市場に流入しており、主要国は財政実態が正確に反映されていないと不満を強めている。…欧州各国はCDS取引などを使った短期的な投機で市場の不安心理が増幅されたとみている」（日本経済新聞三月九日）

* 「国債リスク取引の金融派生商品、国際規制論が浮上、米も理解示す」（日本経済新聞三月一〇日）。

・空売り禁止

* 「独、国債空売り禁止、欧州不安、市場安定狙う…ドイツ政府は一八日、ユーロ圏一六カ国の政府が発行する国債の空売りを禁止すると発表した。『大量の空売りが債券価格の乱高下につながっている』として一九日から空売り規制を導入し、二〇一一年三月末まで継続する」（日本経済新聞五月一九日）。

* 「独、空売り規制 EUと調整…ドイツ政府は空売り規制の強化へ、EUと調整方針を決めた。一九日に導

入した国債や独金融株の空売り規制を拡充し、全ての上場株なども対象とする。市場安定へ投機的な売り注文を押さえ込むのが狙い。国債の空売り禁止では単独行動が批判されたこともあり、効果を高めるためEU全体で導入を働きかける」(日本経済新聞五月二七日)。

* 「独仏、空売り規制強化合意、EUに導入要請…ドイツとフランスの両首脳は共同書簡で『いずれも現物の(金融商品の)裏づけのない、特定の株式・国債の空売りと(信用リスクを取引する)クレディット・デフォルト・スワップ(CDS)をEU全域で禁止すべきだ』と提案した。すでにオーストラリアやギリシャなどは規制強化に賛成しており、独仏の合意でEUも具体的な規制論議に入る」(日本経済新聞六月一〇日)。

・ヘッジファンドの規制

* 「EU、ヘッジファンド規制 財務相理事会で法案決定…EU加盟二七カ国は一八日の財務相理事会で、ファンド規制案を決めた。ファンド規制案はヘッジファンド、買収ファンド、不動産ファンド等が対象で、規制案の主たる内容は許可制の導入、投資家への情報開示、自己資本規制の導入、レバレッジ規制、第三国ファンドにEU並み規制、商品販売はプロの投資家に限定、となっている」(日本経済新聞五月一九日)。

・金融取引税、銀行税

* 「金融取引税、G20で提案 EU首脳会議合意…EUは一七日の首脳会議で、二六・二七日にカナダのトロントで開く二〇カ国・地域(G20)首脳会議で国際的な金融取引税(トービン税)の導入を提唱することで合意した。国債金融取引課税は、外国為替などの国際的な金融取引に広く薄く課税する仕組みで、短期的な投機取引を抑える効果がある」(日本経済新聞六月一五日、一八日)。

* 「仏独首脳 銀行税の検討を要請 G20議長国・加へ書簡…仏独首脳はカナダで開くG20サミットで銀行税

と金融取引税の国際的な導入について検討するよう求める書簡を議長国カナダに送った。銀行の資産などに応じて課税する銀行税を各国に導入し、金融機関の破綻処理の財源とする狙い。また世界規模で金融取引に広く課税することで、短期的な投機取引を抑え金融市場の安定化をはかる目的もある。EUは一七日の首脳会議で二つの税の国際的な導入を提唱することを決めている」(日本経済新聞六月二三日)。

*「英仏独、銀行税を先行導入」(日本経済新聞六月二三日)

(4) ストレステスト

ギリシャやスペイン、ポルトガル等PIIGS諸国の国債は、発行額の三分の二がユーロ圏に本店のある銀行が保有している。国債暴落と共に欧州の金融市場で銀行への不安が高まった。市場の不安は、欧州の銀行が抱える国債や不良債権についての不安を反映したものである。

金融市場の不安を払拭するには、厳格な銀行の資産査定ストレステストが必要である。さもないと不安が不安を呼び、金融市場の不安が増大し、国債相場は不安定になり、銀行の貸し渋りが増加していく。このため、EUはストレステストの実施を決定し、七月には結果を公表することにした。(日本経済新聞六月二九日、七月一日)。

EU域内の銀行のストレステストは、七月二三日、結果が公表された。欧州銀行監督委員会(CCBS)は声明文で資産査定の目的を次のように述べている。「資産査定の目的は、今後起こりうる経済状況の悪化に対する欧州の銀行システムの耐久性をはかる情報を提供することと、ソブリンリスク(政府債務の信認危機)など信用不安や市場リスクを吸収する銀行の能力を査定することにある」(日本経済新聞七月二四日)。

資産査定の内容は次のように要約できる。

「・二〇カ国九一金融機関（欧州の銀行資産の六五％をカバー）を対象に実施

・予測より景気が悪化し、さらに政府債務の信認危機が起きる最悪のシナリオになった場合、九一行で総額五六五九億ユーロ（約六四兆円）の損失発生

・中核的自己資本比率が六％に満たない資本不足行は七行、資本不足額の合計は三五億ユーロ

・七行の内訳は独不動産金融大手のヒポ・レアルエステート、ギリシャ農業銀行、スペインはカスハールなど地域密着の中小金融機関五行」（日本経済新聞七月二五日）

二三日に発表されたストレステストについて評価が分かれている。銀行が保有する国債評価についてである。国債市場価格が下落した場合の損失額を査定しているが、損失査定は短期保有の国債のみで、満期まで保有する予定の国債は査定の対象からはずした点である。欧州中央銀行副総裁は二三日の記者会見で「（ユーロ圏の）政府債務不履行（デフォルト）はありえないので、そういう前提はおかない」と協調した（日本経済新聞七月二五日）。デフォルトを想定しなかったため、資本不足と認定された銀行数は市場の事前予想より少なく、資本不足額も事前の観測を大幅に下回った（日本経済新聞七月二四日）。

ストレステストによって、現在のところユーロは小康状態を保っている。欧州が当局主導で金融安定化に取り組む姿勢がひとまず確認できたからであろう。だが、ギリシャ国債のデフォルトリスクは完全に排除されたわけではない。査定ではギリシャ国債の下落率は二三％と前提しているが、満期を迎えたギリシャ国債のリスケジュールリングの可能性も排除されたわけではない。緊急支援によって五月危機は回避されたものの、リスクを回避するにはギリシャの財政再建の行方にかかっているといえるだろう。

むすび

六月二七日、カナダで開催されたG20サミットは首脳宣言で財政健全化について、次のよう言及した。「二〇一三年までに少なくとも財政赤字を半減させ、一六年までにGDP比の政府債務を安定、低下させる財政計画にコミット。日本の状況を認め、日本政府の成長戦略と財政健全化計画を歓迎する」（日本経済新聞六月二八日）。

G20では財政健全化の数値目標が首脳宣言に盛り込まれた。ただ、日本だけが事実上の例外扱いで、ロイター通信は他の先進国に比べて「質の悪い」日本の財政状態を浮き彫りにしたと伝えた（日本経済新聞六月二八日）。日本の財政状態は、改めて述べるまでもなく、何れの指標をみても最悪の状態である。何よりも、財政再建の視点が不透明であり、財政再建の道筋が全く見えない。ギリシャの財政危機から学ぶもの、それは透徹した危機に対する認識であり、危機を認識する視点ではなからうか。

注

- (1) P I I G Sとはポルトガル、イタリア、アイルランド、ギリシャ、スペインをさす。日銀は蔑称をさけ、G I I P Sと表現している。S T U P I Dとはスペイン、ポルトガル、イタリア、トルコ、英国、ドバイをさす。
- (2) 日本銀行「金融市場レポート」二〇一〇年七月 九～一〇頁
- (3) 浜矩子『ユーロが世界経済を消滅させる日』フォレスト出版 二〇一〇年三月 五〇～五六頁参照
- (4) 山口綾子『ユーロに影を落とすギリシャ財政危機』ニュースレターNo.15, 2010 国際通貨研究所 二〇一〇年五月三一日 三頁
- (5) N H K「狙われた国債―ギリシャ発・世界への衝撃―」二〇一〇年七月二日放映

(6) 山口綾子『ユーロに影を落とすギリシャ財政危機』ニュースレターNo. 15. 2010 国際通貨研究所 二〇一〇年五月三

一日 五頁

(7) 同上 六頁

(8) 同上 六頁

参考文献・資料

- ・白井さゆり『EUの通貨統合と金融・財政政策の規律』SFCデイスカッションペーパー 二〇〇九年六月
- ・白井さゆり『欧州迷走』二〇〇九年十二月 日本経済新聞社
- ・浜矩子『ユーロが世界経済を消滅させる日』フォレスト出版 二〇一〇年三月
- ・JETRO デュッセルドルフ・センター「ギリシャ財政危機問題―現状と今後の展望―」Report 4 ユーロトレンド 二〇一〇年四月
- ・山口綾子『ユーロに影を落とすギリシャ財政危機』ニュースレターNo. 15. 2010 国際通貨研究所 二〇一〇年五月二二日
- ・NHK「狙われた国債―ギリシャ発・世界への衝撃―」二〇一〇年七月二日放映
- ・みずほ総合研究所『ソブリン・クライシス』日本経済新聞社 二〇一〇年七月
- ・日本銀行『金融市場レポート』二〇一〇年七月

(なかじま まさたか・特別嘱託研究員)

風力・太陽光発電ファンドの展開

～市民出資型ファンドを中心に～

松尾 順介

はじめに

近年、地域コミュニティの価値が見直され、地域再生や地方の活性化に対する関心が高まっている。また、このような関心の高まりは、単なる一次的な現象ではなく、長期的なトレンド、つまり少子・高齢化という人口構造の変化によるものであることも指摘されている。例えば、社会的には、子どもと高齢者は、地域に根差した年齢階層と見ることができる。そこで、一九四〇年代以降現在までの人口統計、さらに今後二〇五五年までの人口予想を元に、子ども（一四歳以下）と高齢者（六五歳以上）を合計した人口割合をグラフで示すと、図表1となる。一九四七年時点では、約四〇％であったものが、その後一貫して低下し、一九九〇年代から二〇〇〇年には約三〇％にまで低下している。その後は、上昇に転じ、二〇五〇年には五〇％近くに達すると見込まれている。この図から、戦後から最近までは、地域に根差した年齢階層が減少した時代であり、逆に現在から将来は、そのような年齢階層が増加に転じていく時代であることが読み取れる⁽¹⁾。

さらに、地域コミュニティの再評価の背景には、現実の地域コミュニティが、長期の経済低迷、経済活動の東京一極集中化などによって、著しく低迷・疲弊し、地域再生が急務となっていることも指摘できる。ただし、地

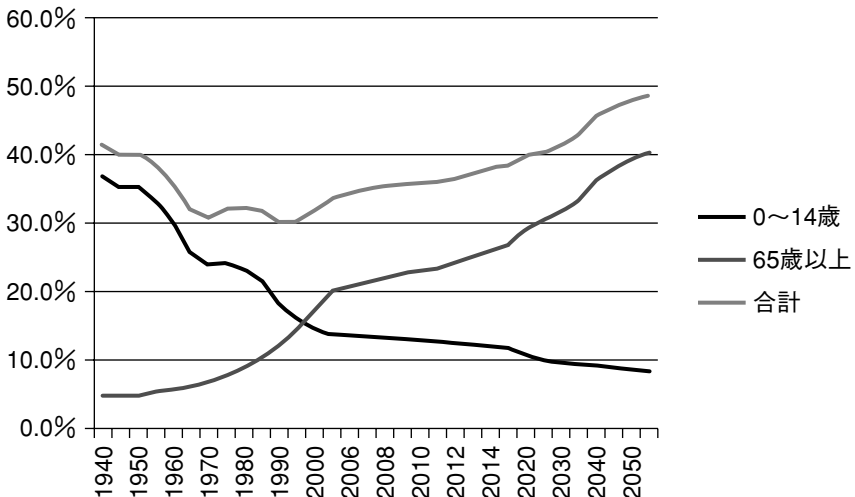
域再生や活性化は、必ずしも近年の課題ではなく、従来から唱えられてきたものであるが、結果的に地域の衰退には歯止めがかからなかった。

近年、個々の地域の実態に適合した地域再生を模索する動きが活発になってきている。そこでは、地域人材の育成、地域固有の資源・資産の活用、民間資金の活用、情報ネットワークの整備など、ヒト・モノ・カネ・情報というあらゆる側面での工夫や改善が試みられている。さらに、環境に対する関心の高まりを受けて、環境関連の取り組みも見られる。地域再生と環境対策には強い親和性があると考えられる。

さらに、注目すべきは、このような場面で、一般の個人を対象とした投資ファンドが設立されていることである。例えば、風力発電ファンド、森林ファンド、農業ファンド、地域ビジネス支援型ファンドなどである。

一九九六年に提唱された、いわゆる「金融ビッグバン」以降、「貯蓄から投資へ」、「金融立国」などのスローガンが打ち出され、様々な施策が講じられてきた。この一連の流れには、膨大な家計金融資産残高の効率的な運用、それによる高齢化

図表 1 人口構成の変化（1940年～2050年）



（資料）国立社会保障・人口問題研究所『人口統計資料集2010年版』より作成。

社会への対応が企図されており、個人の投資への関心も高まった。しかし、そのような関心の高まりとは裏腹に、必ずしも期待されたような運用成果は実現せず、サブプライム危機とそれに続く金融危機によって、むしろ投資マインドは低下しているのが現状である。

そのような状況の中で、上記のような投資ファンドは、必ずしも積極的に収益を求めるのではなく、むしろ地域貢献や環境対策を重視するものである。明らかに効率的な運用を重視する投資ファンドとは性格が異なっている。しかし、このような投資ファンドが設立され、関心を集めていることは、逆に運用の効率性よりも地域や環境をより重視する傾向が芽生えていることを意味し、今後の個人資金のあり方を考える上でも示唆深いと思われる。

そこで、本稿では、これらの投資ファンドのうちから、自然エネルギーファンド、特に市民出資型の風力および太陽光発電ファンドについて紹介し、考察を加える。

1 風力発電ファンド

まず、市民出資によるファンドを早くから設立しているのは、風力発電ファンドである

その嚆矢となったのは、「北海道市民風力発電」（札幌市、二〇〇一年二月設立、現在の名称は、株式会社市民風力発電）であり、その設立母体は、札幌市のNPO「北海道グリーンファンド」（一九九九年七月設立）である。⁽²⁾これは、原発反対運動を契機にスタートしたといわれ、生活クラブ生協と連携して設立された。この取り組みでは、「グリーン電気料金制度」を導入した。これは、ファンドの会員約千人が電気料金の5%を毎月寄付し、それを積み立てて建設費に充当するというものであり、ここから一〇〇〇万円を拠出した。九九年末、自然エネ

ルギーを二〇〇一年度までに一五万キロワット購入する計画を北電が発表し、購入枠設定および募集を行った。そこで、この購入枠に入るかどうかを検討する必要に迫られた。この購入枠に入らない場合、次の購入枠設定の時期は未定であったからである。

しかし、風車を建設するための費用は、約二億円と見込まれ、この時点では、資金不足であった。そこで、銀行借入れを打診したものの、NPOの場合、銀行融資は受けにくかった。その後、自己資金を調達するため、一口五〇万円の出資を募集した結果、道内のほか宮城、京都、などの市民から出資の申し込みがあった。二〇〇〇年九月、浜頓別に風車（「はまかぜ」ちゃん）が完成し、出力約千キロワット（約九百世帯分）の電力供給が開始された。この総事業費は、二億二〇〇〇万円、うち出資一億六〇〇〇万円、銀行借入六〇〇〇万円であった。計画では、一七年間で元本・利益を合わせて約七〇万円の分配を予定している。⁽³⁾

続く市民風車のプロジェクトとして、二〇〇三年三月に運転を開始した「天風丸」と名付けられた市民風車は、建設事業費約三億八〇〇〇万円のうち、NEDO（独立行政法人 新エネルギー・産業開発機構）の補助金一億八〇〇〇万円を除く約二億円の自己資金が必要であった。このため、風車建設の地元で出資を募ることを目的として、二〇〇三年一月に「ウイネット秋田」（株式会社組織）⁽⁴⁾が設立された。また、同年二月、北海道グリーンファンドと環境エネルギー政策研究所（東京都、NPO）の共同出資による非営利組織「有限責任中間法人自然エネルギー市民基金（現在は一般社団法人）」を一〇〇％株主とする「自然エネルギー市民ファンド」が設立（当初有限会社から株式会社）された。同ファンドは、自然エネルギー事業に対する出資を全国から募集するための専業会社である。これらによって、地元枠と全国枠との合計二億円の出資金を募集した。このうち、ウイネット秋田が募集したファンドの目標利回りは、年二・四％で、出資は一口五〇万円、期間一五年である。また、青森

県では、同時期に地元からの出資を募集するため、地元NPOが中心となって、別途株式会社を設立し、同様の取り組みを進め、市民風車「わんず」を建設している。さらに、このような実績を踏まえ、「自然エネルギー市民ファンド」が、二〇〇五年一月から新事業向けに出資を募ったところ、八億六〇〇万円の出資金が一カ月半で集まった。⁽⁵⁾

現在、このような市民出資によって運用されている風力発電は、北海道・東北を中心に、「はまかぜ」ちゃん（北海道浜頓別町、二〇〇一年九月運転開始）、わんず（青森県鯉ヶ沢町、二〇〇三年二月運転開始）、天風丸（秋田県天王町、現在潟上市、二〇〇三年三月運転開始）、かりんぼう（北海道石狩市、二〇〇五年二月運転開始）、かぜるちゃん（北海道石狩市、二〇〇五年二月運転開始）、「まぐるん」ちゃん（青森県大間町、二〇〇六年二月運転開始）、風こまち（秋田県秋田市、二〇〇六年三月運転開始）、竿太朗（かんとろう）（秋田県秋田市、二〇〇六年三月運転開始）、かざみ（千葉県旭市、二〇〇六年七月運転開始）、なみまる（茨城県神栖市、二〇〇七年七

図表2 市民出資の風力発電



(出所) 北海道グリーンファンドHP、<http://www.h-greenfund.jp/citizen/citizen.html>

月運転開始)、かなみちゃん(北海道石狩市、二〇〇八年一月運転開始)などがある(図表2参照)。

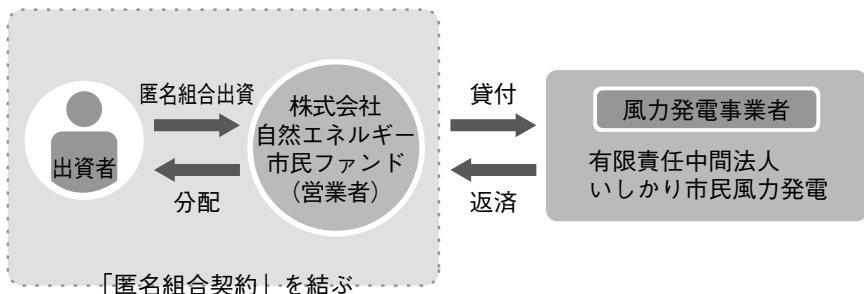
また、基本的な出資のしくみは、図表3に示されているように、出資者と「自然エネルギー市民ファンド」が匿名組合契約を結び、出資金を事業主体(例えば、「いしかり市民風力発電」など)に融資し、事業開始後は当該事業主体から「自然エネルギー市民ファンド」に対して元本の返済と金利の支払いが行われ、その後、「自然エネルギー市民ファンド」が出資者に対し現金の分配を行うことになる。

なお、出資者への分配金については、(1) 出資元本の返還金、(2) 利益分配金があり、(2) については、各々のファンド経費を除いた利益のうち一五%～二五%(ファンドにより異なる)を営業者報酬として控除し、残りを出資者に分配する。営業者本体の営業利益を直接分配するのではなく、ファンドごとに区分して各々損益計算を行い、そこから分配を行う。目標としての分配計画は、当初二年間は利益分配金のみ支払い、三年目からは毎年均等に出資元本を返還しつつ、残高に応じて、利益分配金を支払うというものである(図表4参照)。

ただし、風力発電ファンドの場合、風力発電量が必ずしも安定しないだけでなく、風力発電機に障害が発生する可能性もある。そのような場合、利益

図表3 「市民風車ファンドいしかり」の仕組み

市民出資の仕組み



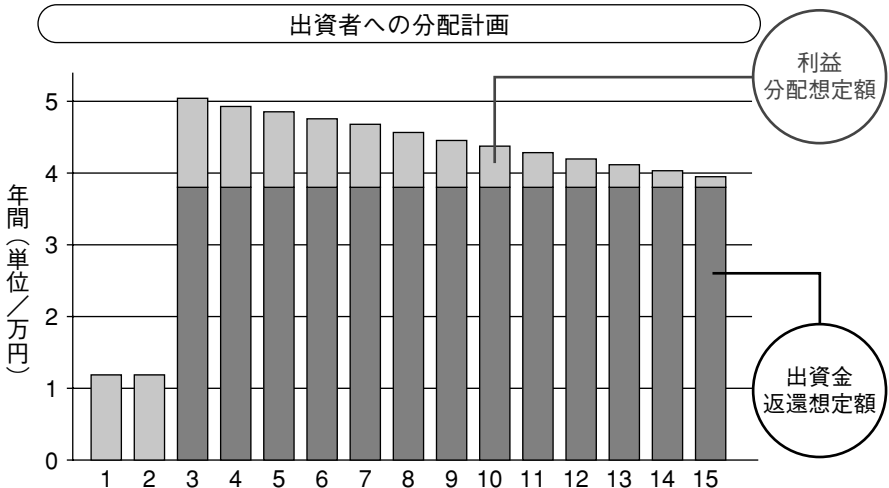
(出所) 自然エネルギー市民ファンドHP、http://www.greenfund.jp/fund/fund_karinpu.html 参照。

分配金の減少、出資元本返還の遅延、さらに元本割れのリスクなどもある。⁽⁶⁾しかし、このようなファンドの場合、出資者は収益性を第一に考えているわけではなく、むしろ環境や地域貢献を重視している。例えば、ファンドによっては、利息分を地域への利益還元に振り向けることを出資者に呼びかけ、基金を設立している場合もある。⁽⁷⁾これらの基金を利用して、水源保護活動や町おこし事業などにつなげる試みも行われている。⁽⁸⁾

他方、民間企業による風力発電ファンドの取り組みもある。先駆的な事例としては、「グリーンパワーインベストメント」(東京、二〇〇四年設立)が挙げられる。⁽⁹⁾同社は、三菱商事、住友信託銀行、住商リースなどが出資(各一億円)して設立された。同社社長は、元トーマンで、一九八七年に風力発電事業を立ち上げ、グリーンパワーインベストメントを創業した。同社は、風力発電機の設定資金をファンドで調達し、最終的には数一〇〇億円規模のファンドに育てることを目標とし、当初は個人向け証券化商品(利率…年四〜五%)として、一口一〇万円で販売し、オンライン証券で販売することも計画していた。⁽¹⁰⁾

同社の風力発電事業は、高知県大月町宿毛湾で展開され、一

図表4 「市民風車ファンドいしかり」の分配計画



(出所) 自然エネルギー市民ファンド「市民風車ファンド・いしかり 出資のご案内」、参照。

二基の風車（大月ウィンドファーム）を建設した。総工費二五億円で、二〇〇六年に完工した。ただし、当初構想していた、個別の風力発電事業の証券化計画は見直した上、複数の風力発電事業を法人化して上場し、一般投資家向けに販売する方針とのことである。⁽¹¹⁾二〇〇八年四月、三菱商事、住友信託銀行、日本生命、日本政策投資銀行の出資を得て、総額二〇〇億円のファンドをオランダに設立した。このファンドは、風力発電事業の開発段階の資金を供与することに特化している。⁽¹²⁾

さらに、公的機関の取り組みとしては、環境省による「環境ファンド」支援事業があり、この事業では、ファンドによる事業評価、事業に対する助言等、事業計画策定後の事業計画の検証などを支援している。⁽¹³⁾また、横浜市は「市民参加ファンド」を構想していることが報道されている。報道によると、事業体名称は、「横浜グリーンパワー」で、市民出資型ファンドを創設するほか、太陽光発電設備などでつくった電気について二酸化炭素（CO₂）を削減した価値を証書の形にして販売することである。⁽¹⁴⁾

2 太陽光発電ファンド

太陽光発電についても、市民出資によるファンドが設立されている。

まず、その嚆矢となったのは、二〇〇四年二月に設立された「グリーンエネルギーファンド」である。設立母体は、NPO法人エコロジー・エネルギー・フォーラム（新居浜市）であり、⁽¹⁵⁾保育園の屋上などに発電パネルを設置して、電力会社に売電を行うものであった。事業費は一〇〇〇～二二〇〇万円、うち半分はNEDOの支援、残りは市民出資であった。出資者には二〇年間で返済し、年一・五％程度の配当を予定している。⁽¹⁶⁾ただし、これは出資額も小さく、限定的な取り組みであった。

本格的な市民出資のファンドとなったのは、二〇〇五年五月に設立された「南信州おひさまファンド」である。設立母体は、NPO法人南信州おひさま進歩（飯田市）⁽¹⁷⁾であり、同NPOがおひさま進歩エネルギーを設立し、「南信州おひさまファンド」を募集した。このファンドが設立された契機は、飯田市が提案した太陽光発電などに市民と共同で取り組む事業案が、環境省の二〇〇四年度の「環境と経済の好循環のまちモデル事業」に採択されたことである。これによって、三年間で四億円の補助金の交付が決定されたが、事業を担う企業が現れず、南信州おひさま進歩が事業の受け皿となった。⁽¹⁸⁾同ファンドの出資は、一〇年満期（年二％、一口二〇万円）、一五年満期（年三・三％、一口五〇万円）の二種類であり、二〇〇五年二月～五月の募集期間に総額二億一五〇万円が順調に集まった。報道によると、出資に応じたのは約四六〇名で、うち飯田市民は約六〇人だった。また、このファンドによって、飯田市内の公・私立保育園や公民館、児童センターなど三八施設に太陽光発電設備を設置し、合計の出力は二〇八キロワットで、二〇〇五年度の年間発電量は二四万キロワット時に上ることである。なお、発電量は市が全量買い取り（二二円/kwh）の上、中部電力に売却するが、逆ザヤになっており、その差額は市の補助金と言える。また、市は発電設備の設置場所として公共施設の屋根を二〇年間無償提供している。⁽¹⁹⁾

二〇一〇年現在、同ファンドは、二〇〇七年に温暖化防止おひさまファンド、二〇〇九年におひさまファンド二〇〇九（それぞれ四億六二〇〇万円、七五二〇万円）を募集し、現在三つのファンドを運営している。これにより南信州に一六二か所にパネル設置、総出力は一三〇〇KWとなっている。飯田市の太陽光発電の普及率は二％台前半であり、全国一％を大きく上回っている。⁽²⁰⁾

また、基本的な出資の仕組みは、風力発電ファンドと同じであり、出資者と営業者「おひさまエネルギーファインド」が匿名組合契約を結び、出資金を対象事業に融資し、事業開始後は当該事業主体からファンドに対して元

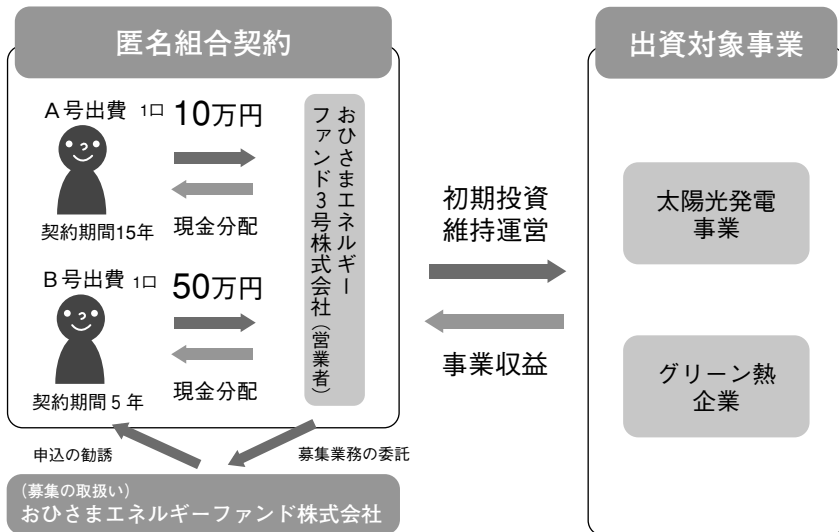
本の返済と金利の支払いが行われ、その後、ファンドが出資者に対し現金の分配を行うことになる（図表5参照）。

なお、「おひさまエネルギーファンド」の場合も、出資者への分配金については、（１）出資元本の返還金、（２）利益分配金があるが、これらの分配金の支払いについては、A号出資者（二〇一〇万円）とB号出資者（二〇五〇万円）との間に優先劣後関係を設け、A号出資者を優先弁済、B号を劣後弁済としている。目標としての分配計画は、図表6となっている。

なお、同ファンドのリスクは、対象エネルギー事業そのものに起因するリスク、営業者の倒産リスク、流動性リスク（原則として途中解約できず、第三者への譲渡もできない）などがあるが、現時点では目標利回りを達成しているとのことである。

ただし、このような市民出資の太陽光発電ファンドも、風力発電ファンドと同じく、出資者は収益性を最優先ととらえているのではなく、むしろ環境や地域貢献を優先

図表5 おひさまエネルギーファンドの仕組み



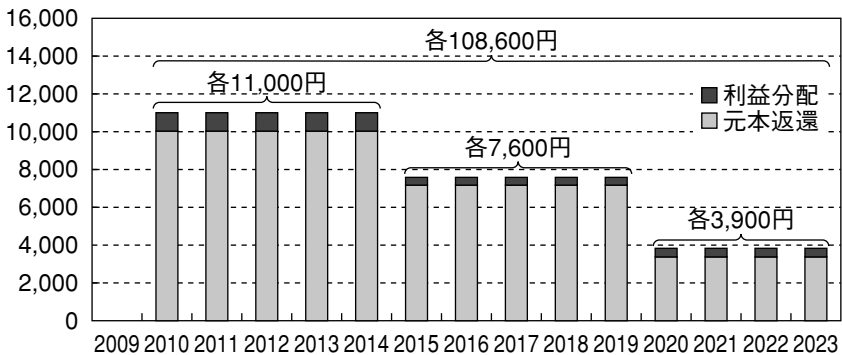
（出所）おひさまエネルギーファンドHP、http://www.ohisama-fund.jp/contents/fund_system.html 参照。

していると思われる。実際、ファンド運営会社は、対象事業の施設見学、スタッフや出資者同士の交流を兼ねた出資者ツアーを開催している。

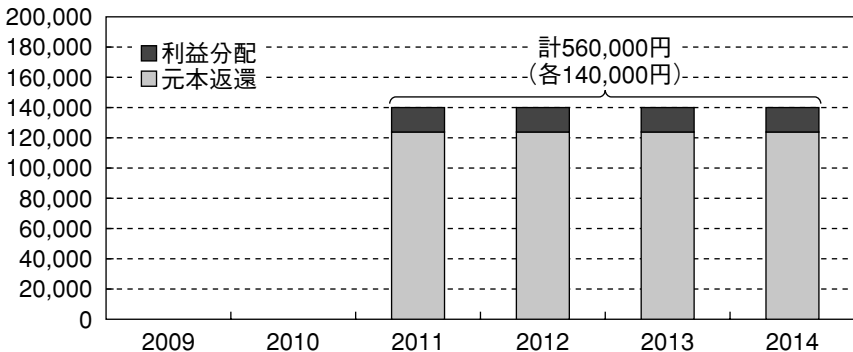
他方、民間金融機関による太陽光ファンドとしては、二〇〇九年一二月に設立された「みやぎん太陽光エネルギー事業育成ファンド」がある。⁽²¹⁾ この設立母体は、宮崎銀行であり、対象は、宮崎県・鹿児島県下の新エネルギー事業である。同ファンドは、これらに出資ないし融資することを目的としている。融資の場合は、通常金利より〇・五%以上低利に設定する。同ファンドによる融資事例としては、宮崎県および都農町で太

図表6 おひさまエネルギーファンドの分配計画

■ A号出資者への現金分配予想図（1口10万円あたり）



■ B号出資者への現金分配予想図（1口50万円あたり）



(出所) おひさまエネルギーファンドHP、http://www.ohisama-fund.jp/contents/fund_share.html 参照。

陽光発電事業を営む宮崎ソーラーウエイ（国際航業の子会社）が融資対象（五〇〇〇万円）となっている。⁽²²⁾

まとめ

以上、風力発電および太陽光発電ファンドを概観した。ここで、注目されるべきは、市民出資型のファンドである。

従来、環境対策やエコロジーに関する取り組みは、経済効率を低下させるものと考えられ、収益性と背馳するものと考えられてきたが、一定の収益性を確保しつつも、このような取り組みができることは、注目すべきであろう。

他方、近年の金融行政は、投資の効率性を重視し、貯蓄から投資への資金シフトを促してきたが、その成果は乏しく、むしろ圧倒的な個人金融資産が貯蓄に滞留している状況は変わっていない。その中で、このような収益性よりも環境や地域貢献を重視する運用スタイルが拡大していることは注目すべきであろう。

このような流れの中で、自然エネルギーファンドを考えると、それは従来の投資のあり方そのものに変化が生じていることを表している。つまり、個人レベルでのSRIの芽生えという見方もできる。実際、このようなファンドは、農業、森林事業、地域ビジネスなど多方面への拡がりを見せており、そこではいずれも単なる投資収益ではなく、環境や地域貢献が重視されている。

さらに、このような環境や地域社会貢献型の投資ファンドの展開は、日本だけでなく、欧米でも広がりを見せているようである。例えば、アメリカでは地域社会投資が拡大していることが伝えられている。その観点からすると、世界的な潮流の中に位置づけることも可能である。

ただし、このような投資行動がどの程度拡大するのか、さらには環境や地域貢献に寄与するのかについては、今後さらに検討する必要がある。

注

- (1) 広井良典『コミュニティを問いなおす』筑摩書房、二〇〇九年は、子どもと高齢者とを地域への「土着性が強い」階層とし、その推移を考察している。
- (2) 同NPO法人の活動については、<http://www.h-greenfund.jp/index.html>参照。
- (3) 『日本経済新聞』二〇〇一年八月一七日、および九月六日（北海道版）、『日本経済新聞』二〇〇五年四月二一日、参照。
- (4) 同社の活動については、<http://www.wenet-akita.jp/wenet.html>参照。
- (5) 『日本経済新聞』二〇〇六年一月一三日（北海道版）、参照。
- (6) 「いしかり市民風力発電所」匿名組合（「かりんぷう」）の場合、二〇〇五年二月に運転開始した。当初の目標年間分配利回りは二四％であったが、運転上のトラブルがあり、二〇〇九年度については、利益部分のみの分配で、出資元本の返還が行えず、事実上一年の返済スケジュール延長となった。
- (7) ただし、利益の分配は、必ず一旦は出資者のもとに現金を振り込み、その上で呼びかけに呼応した出資者が自発的に各種の寄付、基金への拠出等を行うものであり、自動的にこれらに組み入れて行われているものではない。
- (8) 『日本経済新聞』二〇〇六年四月二七日（夕刊）、参照。
- (9) 同社の取り組みについては、<http://www.greenpower.co.jp/>参照。

- (10) 『日本経済新聞』二〇〇五年五月二日（夕刊）、参照。
- (11) 『日本経済新聞』二〇〇五年一〇月一日（四国版）および同二〇〇六年九月一六日（四国版）、参照。
- (12) 同社HP、<http://www.greenpower.co.jp/topics/index.html>参照。
- (13) 環境省HP、http://www.env.go.jp/policy/community_fund/community_fund_h19.html参照。
- (14) 『日本経済新聞』二〇〇八年五月二二日（神奈川版）、参照。また、同事業の事業化検討委員会議事録は、同市役所HP、<http://www.city.yokohama.jp/me/kankyoku/ondan/ygp-summary/ygp-summary.html>参照。
- (15) 同NPOについて、<http://ecoene.com/index.html>参照。
- (16) 『日本経済新聞』二〇〇四年二月二四日（四国版）、参照。
- (17) 同NPOについては、<http://www.ohisama-shimpo.or.jp/>参照。
- (18) 『日本経済新聞』二〇〇六年七月二〇日（長野版）、参照。
- (19) 『日本経済新聞』二〇〇六年七月二〇日（長野版）、参照。
- (20) 『日本経済新聞』二〇一〇年二月二日（長野版）、参照。また、同報道によると、飯田市で太陽光発電が普及した背景には、飯田市の日照時間が長いことが挙げられる。同市の二〇〇九年の日照時間は一九六二時間で、新潟市の一五八六時間の一・二四倍、また福岡市の一八〇七時間を大きく上回っている。過去には二〇〇〇時間を超える年もあり、月ごとの日照時間のばらつきが少なく、年間を通じて太陽光が利用しやすい環境にある。さらに、単位面積当たりの日射量も全国上位とのことである。
- (21) 宮崎銀行プレスリリース「みやぎん太陽光エネルギー事業育成ファンドの創設について」（二〇〇九年一月二七日）、http://www.miyagin.co.jp/pdf/0775_pdf_data.pdf#search=みやぎん太陽光エネルギー事業育成ファンド、参照。

(22)

国際航空ホールディングスプレスリリース「宮崎ソーラーウェイが融資対象に」(二〇一〇年三月三日)、<http://www.kk-grp.jp/release/pdf/20100323.pdf#search=みやざん太陽光エネルギー事業育成ファンド>、参照。

(まつお じゅんすけ・客員研究員)

統合監査追跡システムに関するSEC提案について

清水 葉子

1 はじめに

証券取引委員会（SEC）は、六月八日に証券取引に関する統合監査追跡システム（Consolidated Audit Trail）に関する提案リリースを⁽¹⁾発表した。これは、現在証券取引所ごとに集められている株式等の取引データを、取引所・FINRAで横断的に統一収集し、取引監視目的でリアルタイムの利用を可能にするものである。

アメリカの証券市場では、以前から市場の分裂が問題になっていたが、レギュレーションNMSが施行された二〇〇〇年代の半ばころから、取引所外の取引システム（ATS、わが国のPTSに相当する）を含めた取引の場の分散がさらに進み、一つの銘柄の証券が多くの市場で取引されている。SECの発表によると、アメリカでは単独の証券取引所でNMS証券の取引高の二〇％を超える市場はなく、市場間の激しい競争とそれによる市場の小粒化が進んでいると言えるだろう。市場の分散にともなって、ブローカー・ディーラーとしても、従来のようにメイン市場に取引をつないでおけば一定の質の執行が得られるという認識が変化し、同時に複数市場に接続して少しでも有利な価格や高い流動性を求めて市場探索を行っている。またアルゴリズム取引や高頻度取引といった技術進歩も、複雑化した市場参加者の活動を支えている。

このような市場の分散（分裂）は、一方でスプレッドなどのコスト低下をもたらしたとして評価される一方で、市場監視のコストを増大させる可能性がある。それぞれの銘柄が複数市場にまたがって取引されているため、相

場操縦などの不正行為の監視に際して、一市場だけを監視しても監視の実効性は低く、複数市場にまたがる監視の仕組みが必要となる。したがって、効率的な監視のためには市場間をまたがるデータ整備が不可欠である。従来のアメリカの取引情報追跡の仕組みでは、後で見えるように、こうした横断的な市場監視のためのデータベースの整備が十分でなく、市場の急速な発展・分散に規制が追いついていない状態であった。

こうした事情を踏まえて、SECは統合監査追跡システム（Consolidated Audit Trail）に関する提案リリースを発表し、規制が市場のテクノロジーと取引状況に追いつくためには、強固で効率的な市場横断型の追跡システムが必要であるとしている。現在、本提案は、八月九日を締め切りとするパブリックコメントを募集しており、とりまとめが待たれる状況である。

2 統合監査追跡システムと「フラッシュ・クラッシュ」

時期的には偶然であるが、五月六日の証券価格急落もこの提案に影響を与えていることをSEC自身が認めている。すでに報じられているように、「フラッシュ・クラッシュ」と呼ばれる五月六日の価格急落では、一四時四〇分からわずか二〇分の間に、ダウ指数が約五％急落、その後さわめて短時間で急速に価格を戻すという大きな価格変動が起きた。その後の調査によって、全体の八六％の証券が二時四〇分の価格に比べて一〇％以上の下落を記録してその日の最安値となり、一四％の証券については最低価格の一セントにまで低下したとされている。この件で、SECは急落の原因についての調査をCFTCと合同で行ったが、はっきりした原因を特定することができなかつた。⁽³⁾

この調査に際して、SECとCFTCは、市場ごとにバラバラに集められている取引記録を集め、時間順に再

構成して分析を行ったが、非常に手間のかかる作業であったとされている。とりわけ高頻度取引などで市場の取引速度がミリ秒カンドのレベルまで高速化していることも、複数市場にまたがる取引記録の再構成と分析を難しくしたと言われる。

もつとも、この提案リリースのためには、昨年からタスクフォースを設立して検討を続けており、五月六日の「フラッシュ・クラッシュ」で統合監査追跡システムの検討はさらに進んだと考えられる。

3 現在の取引追跡システム

現在は、電子ブルーシートシステム（EBS）およびRule7a25に基づく取引情報の追跡が行われている。ブルーシートとは、一九八〇年代まで使われていた取引情報提供の仕組みで、SECや証券取引所による市場監視などの規制上の要請に対して、ブローカー・ディーラーが書面によって情報提供していた。書面であるため迅速性に欠け、分析にも不便であるとして、一九八〇年代後半に、電子化されて現在のEBSシステムとなっている。

EBSシステムの下で、各証券取引所は独自の取引追跡ルールを持ち、自らの取引参加メンバーに対して適用している。具体的には、FINRAはOATS（Order Audit Trail System）、NYSEはOTS（Order Tracking System）、オプション取引所はCOATS（Consolidated Audit Trail System）とよばれるシステムを運用している。

SECによると、EBSシステムは特定証券に関する不正行為の調査を目的に狭くデザインされたものである。また、複数市場にまたがる不正行為や、市場全体にわたる大規模な異常事態に対して十分な対応ができない。ま

た、取引所によって提出を求めるデータのフォーマットに違いがあり、統一したデータ収集が難しい。五月六日のフラッシュ・クラッシュで、複数市場にわたる取引記録の再構成にSECが手間取ったのは、こうした事情によると考えられる。現在の市場は、ハイスピードで分散しており、しかも互いに影響を及ぼし合っているので、統一されたデータ収集が不可欠である。

4 提案の内容

ミリセカンドというハイスピードで、分散した市場で行われる取引が互いに影響を及ぼし合いながら行われている現在の証券取引に対して、実効性のある規制を行うためには、統一的な取引データ収集が不可欠である。今回の提案リリースでは、全米のすべての証券取引所とFINRAが、取引データ保管センター（Central Data Repository）を合同で設立し、保有・運営することが提案されている。

情報提供を求められる対象商品は、現時点ではNMS証券が想定されているが、SECは将来的にデータの範囲を拡大することを示唆しており、NMS以外の株式、債券、資産担保証券、スワップ取引なども含める可能性があるとしている。収集対象は、顧客からの委託注文およびブローカー・ディーラーの自己売買による取引であり、市場での売り・買いの気配のすべてを時間順に並べた情報を提供することが求められる。

情報提供義務を課されるのは、証券取引所およびそのメンバーであり、注文の受け取りおよび発注に加えて、取引の訂正、キャンセル、回送、執行のすべてについて報告義務が課される。ATSや、取引所メンバーではないブローカー・ディーラーもFINRAメンバーであることから、同様に報告義務を課される。

提供する情報の中には、リアルタイムで提供を義務づけられているものと、迅速な提供を義務づけられてい

るものがある。リアルタイムで提供することを義務づけられているのは、①一般的な注文情報（NMS証券の銘柄番号、証券の種類、価格、サイズ、注文のタイプ、その他特別な取り扱い指示）、②注文につけられる固有の識別番号、③顧客を特定化するに十分な情報（大口取引者などの識別番号がある場合はその番号、顧客口座情報）、④ミリセカンドでの注文の発生・受け取り・回送・修正・キャンセル・執行、⑤ブローカー・ディーラーおよび執行市場の識別番号、⑥注文を受け取った支店および証券営業員の識別番号、⑦証券会社内で注文を回送した部局の情報。

一方、迅速な情報提供とは、リアルタイムでなく、その日のうちに情報提供することを指し、執行が行われた口座のサブアカウントナンバーや、クリアリング・ブローカーまたはプライム・ブローカーの識別番号、執行の相手方となった注文の識別番号、決済条件、空売りの借り手情報と識別番号、手数料に関する情報、キャンセルされた取引についてはキャンセル取引の表示などがこれに含まれる。

また、このプランに参加する取引所やFINRAは、コンピューター上の時刻を同期化しておくことも求められる。従来、時刻の同期化が行われていなかったため、複数市場の情報を統合して再構成するのに大きな手間がかかっていたとされるからである。

SECはこうした提案内容に加えて、リアルタイムの取引情報の情報漏れがプライバシー問題を引き起こす可能性については十分留意していることを述べている。

5 おわりに

今回の統合監査追跡システムに関する提案は、SECが行ってきた「市場構造問題（Market Structure Issue）」

に関する一連の取り組みの一つに位置づけられている。SECのこの間の集中的な取り組みをまとめると、表1のようになるだろう。

アメリカの証券市場では、市場分散と競争拡大による効率化が進んだとされるが、一方で、表1のように、競争を確保するための規制上の様々な手当てが必要であり、競争確保のためにシステム整備などの直接的なコストのほか、規制の複雑化にかかるコストなど間接的な意味でのコストがかかっていることを示して

表1 SECによる「市場構造問題」に関する一連の取り組み

取り組み	時期	内 容
フラッシュ・オーダーの禁止 (提案リリース)	2009年9月	Rule602で一定の条件を満たした注文に対して、気配表示義務を免除するとした例外規定を削除。例外規定では、執行されなければすぐにキャンセルされるタイプの注文(Immediate or Cancel, IOC)は、気配システムに反映しなくて良いため、フラッシュ注文として多用されていたが、気配に反映されない注文があることが市場を分裂させたり、気配表示のディスインセンティブになったりするなどとして禁止に。
ダークプールの透明性向上 (提案リリース)	2009年10月	気配とみなされない注文形態を多用したり、気配開示義務のない小規模ATSを使ったりする「見えない流動性」の透明性向上。気配表示範囲を拡大するとともに、小規模ATSにも気配開示義務を課した。
市場構造に関するコンセプトリリース	2010年1月	アメリカ証券市場の現状について、全般的な問題点を列挙して関係者からコメントを求めるもの。
ネイキッド・アクセスの禁止 (提案リリース)	2010年1月	投資家がブローカー・ディーラーの事前の発注確認を受けずに、システムの直接証券市場に注文を発注している問題について、現在のような自動化・高速取引の環境の下では、誤発注や不正取引が市場全体に大きな影響を及ぼしうるとして禁止。
大口取引者情報の収集 (提案リリース)	2010年5月	一定限度を超える取引を行う投資家はSECに申告してID番号を受け、ブローカー・ディーラーにIDを伝えて発注。ブローカー・ディーラーはIDごとに取引記録を管理。大口取引の情報を迅速に得ることで市場を効率的にモニターし、取引行動を分析することが目的。
統合監査追跡システム (提案リリース)	2010年6月	市場が大きく分散した結果、市場全体として取引の流れを把握するための単一のデータが存在しないため、不正取引の追跡や異常事態の再構成・分析のために複数市場の取引データをバッチワークしなくても済むよう、市場横断的に取引情報の統一収集を行う。

いると考えられる。

今回の統合監査追跡システムに関しても、直接的なコストとして、証券取引所にデータ保管センターのシステム開発と運営のための大きなコストがかかることが指摘されているほか、ブローカー・ディーラーにもコンプライアンスのためのコストが予想される。リリースでは、前者について、システム構築のための初期費用として四〇億ドル、その後の維持・運営のために年間二一億ドルのコストがかかることが想定されている。

また、コスト以外にも、顧客のプライバシー保護上の問題が発生しないか、取引活動の関する情報漏れによって規制以外の目的に利用される恐れはないか、アメリカ市場の利用回避などにつながらないかといった問題が指摘されている。

注

- (1) Securities and Exchange Commission (2010), "Consolidated Audit Trail: Proposed Rules", Release No. 34-62174, FR, June 8, 2010.
- (2) Securities and Exchange Commission (2009), "Regulation of Non-Public Trading Interest: Proposed Rules", Release No. 34-60997, FR, Nov 23, 2009.
- (3) Report of the Staffs of the CFTC and SEC to the Joint Advisory Committee on Emerging Regulatory Issues: Preliminary Findings Regarding the Market Events of May 6, 2010", May 18, 2010. 詳細については吉川真裕 (二〇一〇) 「フラッシュ・クラッシュー米国株価急変動の実態ー」証研レポート「六六〇号」二〇一〇年六月。

(しみず ようこ・客員研究員)

アメリカのコーポレート・ガバナンス改革

福本 葵

1 はじめに

今回の金融危機の原因の一つとして、金融機関の業績連動型報酬がもたらす歪んだインセンティブが指摘されている。⁽¹⁾ アメリカの銀行、投資銀行、ヘッジファンドなどのトレーダーには、一般に、業績連動型の報酬制度が導入されている。その結果、CEOよりも多額な報酬を得ている場合も少なくない。報酬は短期の業績と連動するため、これらのトレーダー中には一か八かの賭けをし、上手くいけば多額の報酬を手にする者もある。彼らは失敗すればボーナスは受け取れないが、一般的な平均国民給与の約四倍の給与は得られる。元FRBの理事長でプリンストン大学の教授のAlan Blinderは金融機関の業績連動型報酬がもたらす歪んだインセンティブを金融危機の one of its most fundamental causes であると指摘した。

更に、もっと一般的に金融機関の報酬制度が俎上にのせられるようになった契機に、AIGの役員報酬の問題がある。AIGは、後に返還したものの、納税者の負担による公的資金の投入を受けながら、役員に高額の報酬を支払ったことが明らかになり批判を受けた。

これらの指摘を受け、金融機関の役員報酬については、リスク管理の立場からも公的介入が必要であるとされる。財務省は金融機関の役員報酬に関する新たな制限ガイドラインを公表した。ここで say on pay や クローバツク条項、報酬委員会の独立性などの規定が導入された。

また、七月二一日に成立した、金融規制改革法案にも同様のコーポレート・ガバナンス規定が見られる。これは、金融機関のみならず、一般の上場会社に対しても、proxy accessやsay on payを適用しようとするものである。また、say on payやクロバック条項など役員の報酬、報酬の開示に関わるもののみならず、proxy accessのように株主が取締役選任につき株主提案を容易にできるように権利を拡大するものも含まれている。

本稿では、金融規制改革法案の前身となったドッド法案（Restoring American Financial Stability Act of 2010）にあるコーポレート・ガバナンス改革を概観し、これまでどのような議論がなされた上で、法案に盛り込まれたのかを見てゆきたい。

2 ドッド法案の提案するコーポレート・ガバナンス

米国上院銀行委員会のドッド委員長は、二〇一〇年三月一五日、上院の金融規制改革法案、ドッド法案（S.3127, The Restoring American Financial Stability Act of 2010, RAFSA）を提出した。法案には公的資金を投入した会社の取締役の高額報酬への批判から、報酬やその開示に関する規定が複数（say on pay、クロバック条項、報酬委員会の独立性など）存在する。また、proxy accessのように株主の権利を拡大する規定もある。これらの規定は上場会社のコーポレート・ガバナンスに大きな影響を与えるものである。

（1）majority voting (§971）

ドッド法案のコーポレート・ガバナンス規定の最初は、majority votingである。デラウェアを含む多くの州法において、plurality vote（相対多数）制度が取締役選任の標準である。plurality vote（相対多数）では、取締役

の定数内で賛成票の多いものから順に当選する方法である。取締役を三人選任する場合であれば、どんなに得票数が少なくても三名が選ばれる。

これに対し、majority votingは日本の取締役会選任方法と同様、選任のためには、出席株主の過半数の賛成を必要とするものである。カルパスなどの機関投資家は、発行会社に対して、majority votingを採用するように求めており、ファイザー、インテル、モトローラーなどの多くの会社がこの動きを反映して、自発的に取締役選任決議についてある種のmajority votingを採用している。

ドッド法案では、上場会社で、競争がない（uncontested）取締役選任にmajority votingを要求するというものである。過半数の票を獲得できなかった取締役は取締役会に辞任を申し出なければならない。取締役会はこの辞任を受け入れるかまたは、満場一致で拒否しなければならない。拒否するには三〇日以内に拒否する理由を一般に公表しなければならない。競争のある取締役選任については引き続き、相対的多数基準（plurality voting）を採用する。

（２） proxy access (§972)

ドッド法案の九七二条にあるproxy accessとは、SEC登録米国企業の株式を合計で一年以上保有する一株主または株主集団が、かかる会社の取締役会の二五％までを選任することを許可する新たなルールである。ドッド法案はSECに対し、発行会社の委任状説明書（proxy statement）において、株主自らの推薦する取締役候補を記載することを規定するように要求している。SECは、proxy access規則を二〇〇九年五月に導入済みである。

日本では、六ヶ月前から総株主の議決権の一年以上か、三〇〇個以上の議決権を持つ株主は、株主提案権を行

使用することができる（会社法三〇三条）。株主総会の議案は、会社から各株主に招集通知に記載して送付される。株主提案は、株主総会の八週間前までに取締役提出しなければならない。

proxy accessが導入されるまで、アメリカでは、株主提案があっても、会社は委任状書類（proxy statement）に記載することを拒否できた。株主が取締役を提案するには、委任状合戦が実質、唯一の方法であったが、委任状合戦は株主が株主の費用で、他の株主に書類を交付しなければならない。株主にとって非常にコストがかかるものである。

proxy accessの導入は六〇年前からSECによって検討されていた。⁽²⁾ 議論は何度となくなされていたが、二〇〇三年頃から盛んになっていた。しかし、経済界の反対が強く、長らく棚上げされていた。二〇〇九年一月に就任したSECの議長、Mary Schapiroはproxy accessを取り上げた。その結果、二〇〇九年五月二〇日、SECは三対二で会社に対し、株主提案の候補者を委任状投票用紙に記載することを要求する規定、つまり、拘束性のあるものであれ、単なるアドバイスであれproxy accessを株主に認めることを要求した規則を制定することを決定した。

(c) say on pay (\$951)

① say on payとは何か

三〇日目はsay on payである。say on payとは、正式には、advisory vote on executive compensationである。つまり、株主に対し役員報酬に対する拘束力のない投票権を定時または臨時株主総会で付与するものをいう。これは、二〇〇二年イギリスで導入された制度であり、アメリカにおいては、American Federation of State, County and

Municipal Employees（米地方公務員組合連盟、アメリカ州・郡・自治体従業員組合連合会）が二〇〇六年三月二八日にモルガン・スタンレーなど数社の役員報酬に対して、反対意見を述べ、株主に役員報酬に対する advisory vote をする株主提案を認めることを促したことから始まった。

② say on pay 導入の経緯

二〇〇七年四月、say on pay 法案（HR.1257）が、下院を通過した。これに引き続き、上院でも、当時上院議員であったオバマ現大統領から、類似する S.1181 が提出されたが、上院での議論は引き伸ばされた上に廃案となっていた。

オバマ政権に移行後の二〇〇九年二月四日、財務省は役員報酬に関する新たな制限ガイドラインを発表した。⁽³⁾ 二〇〇九年六月一日、財務省は暫定最終規制を発表した。⁽⁴⁾ この中に say on pay に関する記述が盛り込まれた。

また、二〇〇九年二月十七日、American Recovery and Reinvestment Act of 2009 が成立し、その七〇〇一条において、Emergency Economic Stabilization Act of 2008（緊急経済安定化法）の一一一条の改正を規定した。七〇〇一条、第一項は、年次株主総会等での役員報酬承認のための株主による個別投票承認を義務付け、第二項は、第一項の投票結果は法的拘束力を持たず、取締役会の決定を覆すことはできないこと、第三項は SEC は本項に関する最終規制を本法の執行から一年以内に提示しなければならない（二〇一〇年二月までに）ことを規定している。

ドッド法案における say on pay 規定は、SEC 規則に基づき、役員の開示された報酬案を承認するために、拘束力のない株主提案権である "say-on-pay" を委任状説明書に記載しなければならないというものである（九五一条）。

③ say on payに対する批判

say on payについては、賛否が分かれている。賛成派の代表的な学者は、ハーバード大学のLucian Bebchuk教授とJesse Fried教授である。共著である“Pay without Performance: The Unfulfilled Promise of Executive Compensation”の中でsay on payの必要性を述べている⁽⁹⁾。BebchukとFriedの理論は、HR-1257が依拠する基礎的な枠組みとなっている。

しかし、これに対して、UCLAのStephen M. Bainbridgeがsay on payに対し、批判的な見解を持つ者も多い⁽⁹⁾。批判的な主張の主なものに、アメリカの会社法は州法であり、say on payは連邦法による規制が本来会社法を定めている州法の権限を愉悅しているのではないか、委員会設置会社の形態を取るアメリカの会社においては、そもそも報酬についての決定権限は取締役であり、株主にはないなどがある。

④ say on payを導入したアメリカ企業

say on payを自主的に導入した企業も見られる。アメリカでの第一号は、二〇〇七年アフラックである。その後の導入企業数は調査会社によって数値には若干の差があるが、議決権行使助言会社の最大手Risk Metrics社によると、二〇〇七年には四一社、二〇〇八年六九社、二〇〇九年には七一社がsay on payの採決を受けており、二〇〇七年には、四一%、二〇〇八年四二%、二〇〇九年には、四六%の賛成票を得ている。また、二〇〇九年、過半数を得た会社は二二社であり、二〇〇八年の二倍になっている⁽⁷⁾。また、報酬コンサルタントであるCompensia社によると二〇〇九年に自主的に新たに導入した会社はおおよそ一五社となっている⁽⁸⁾。更に、Wall Street Journalによると、二〇〇九年株主総会のsay on pay承認の幅は、モトローラの六三・五%からゴールドマンサックスは九八%となっている⁽⁹⁾。

(4) クローバック条項

ドッド法案に規定されている四つ目のコーポレート・ガバナンス関連規定は、クローバック条項である。払い戻し条項とも言われる。

ドッド法案の九五四条は、全米証券取引所は上場発行会社に対して、クローバック条項の維持と開示を求める基準を採用する必要があるとするものである。クローバック条項とは、財務報告要件を具体的に満たさないがために会計の修正再表示を行わなければならない事態が発生した場合、発行会社は誤ったデータに基づいて修正再表示から三年前までの間に支払われた、過度のインセンティブに基づく報酬（報酬として与えられたストックオプションを含む）を現在または過去の役員から取り戻すことができる。

クローバック条項についても say on pay 規定と同様に議論され、同じく American Recovery and Reinvestment Act of 2009 に規定された。そして、六月一〇日発表の財務省ガイドラインの最終案にも盛り込まれている。

更に、二〇一〇年六月九日にアリゾナ連邦地方裁判所が判決を下した SEC v. Jenkins: no-fault clawbacks for executive compensation take hold (No. CV-09-1510-PHX-GMS, United States District Court, D. Arizona) によれば、連邦地方裁判所によってクローバック責任が無過失責任であることが示された。サーベンス・オクスリー法三〇四条ではこの責任が CEO と CFO に限られていたが、金融規制改革法案では一般の取締役にも拡大し適用されることとなる。

(5) 報酬委員会および顧問の独立性

サーベンス・オクスリー法三〇一条は監査委員会の独立性を規定している。サーベンス・オクスリー法で規定

されているのは、監査委員会のみであるが、改正された二〇〇四年一月三日、NYSEは上場基準303A.05には、全米証券取引所に上場している会員発行会社の報酬委員会は独立取締役のみによって構成されることが要求されている。

ドッド法における、報酬委員会の独立性基準は、特殊なファクターを決定できることに基づいて高められることが述べられ、この特殊なファクターには、コンサルティングフィー、アドバイスフィー、またはその他の報酬的なフィーや系列会社との関係などが含まれる。更に、報酬委員会はコンサルタントやカウンセラー、その他のアドバイザーを選ぶ独立性を与えられることが要求される（九五二条）。また、それらの選任、報酬、不注意について直接責任を負う。最後に発行会社はコンサルタントの保持とそのような保持に関連する、いかなる利害対立も（そのような対立がどのようにに取り扱われたかと同様に）開示することを要求される。

（６）ノミニーの自由裁量議決権行使の制限

現在、ブローカーは特定の顧客の指示がない場合でも、採用決議に議決権を行使することが認められているものもある。しかし、ドッド法案の下では、全米証券取引所は①取締役選任決議（現在のNYSE規則と一致して）②役員報酬または③SECによって決められた特定の事項と関連するノミニーの自由裁量議決権行使を禁止することが要求されている（九五七条）¹⁰。

（７）SECに要求される開示規則の制定

ドッド法案はSECにドッド法案の基準を採用することができないアメリカの上場発行会社をも規律する重要

な規則を制定することを委任している。他の規則に加えて、ドッド法案は以下の新しい開示要求と関連した規則を交付するようにSECに命じている。

①報酬と業績のリンク

規則302Cは取締役の報酬と発行会社の財務実績の関係を開示するように改正されなければならない（九五三条）。過去五年間の役員報酬と株価の比較を示すチャートを提示しなければならないことが規定されている。

②内部の賃金格差（九五三条）

発行会社は以下を開示しなければならない。（1）CEOを除く全ての従業員の平均年間報酬、（2）CEOの合計年間報酬、（3）CEOの報酬に対する平均従業員報酬の比率

③従業員と取締役のヘッジ利益（九五五条）

発行会社は取締役と従業員が先払いの変数先物契約、エクイティスワップ、カラー、為替資金のようにヘッジ金融資産を購入することが認められているのであればそれを開示しなければならない。

④CEOと取締役会議長のポジション構造（九七三条）

発行会社の委任状説明書類は発行会社がCEOと取締役会議長のポジションを切り離したか結合しているかの理由を開示しなければならない。会社が既にそれらのリーダーシップ構造やこのような構造のベースや関係を開示している場合が多い。

委員会設置会社では、CEOの報酬は報酬委員会が決定する。先に述べたNYSEの上場規則によると報酬委員会は独立取締役によって構成されるが、CEOは独立取締役の選任案の決定に権限を有する。独立取締役は再任されることに経済的なメリットがあるので、CEOの報酬に厳しい報酬を提案することは難しいのではないか

という議論はある。また、アメリカではCEOは取締役会の議長を兼任しているケースも多い。

更に、SECはドッド法案の要求基準を遵守するための移行と移行のための時間を確立する権威を持っている。また、会社の規模、時価総額、株主数、その他のSECの基準にに応じて、ドッド法案の基準を完全に除外し、能力に応じて適用する権限を有する。

3 金融規制改革法案

上院案の通過が七月一日と予定よりも遅れたため、金融規制改革法案（H.R.4173 15 July 2010, Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act）は七月二日に成立した。これには、先に述べたドッド法案における株主権に関する規定のうちmajority voting以外の規定が何らかの形で採用されている。また、say on payの承認項目に、取締役の報酬のみならず、ゴールデン・パラシュートも含まれた。

4 おわりに

金融機関の歪んだ業績連動型報酬体系は、金融危機の最も基礎的な原因の一つであるとする考えもある。金融機関の役員報酬体系については、議論が重ねられ、二〇〇九年六月一日、財務省は暫定最終規制を発表した。この中には、say on payやクローバック条項、報酬委員会の独立性などが記載されている。

金融機関は他業種と比べても報酬が高く、高額な役員報酬は問題となっていたが、一般上場会社を適用対象とするドッド法案でも、役員報酬規制規定を含め、proxy accessなどいれまで金融機関に適用されていたコーポレート・ガバナンス規定が含まれている。

SECのクロス委員は昨年七月二九日、米国上院の銀行・住宅・都市問題委員会の証券・保険・投資小委員会で「コーポレート・ガバナンス改善を通じて株主を保護し、国民の信頼を強化する」と題した議会証言を行った。クロス氏は、投資家の信頼は証券市場にとって不可欠であり、よいコーポレート・ガバナンスおよびタイムリーかつ完全な情報の開示は、市場における投資家の信頼を得るには無くてはならないものであると述べている。⁽¹⁾

株主提案権や取締役の報酬の決定など、コーポレート・ガバナンスに関する各国の制度設計は大きく異なっている。イギリスでは株主とのコミュニケーションや報酬慣行の改善が図られたと一定の評価を受けている *say on pay* は、アメリカで成功するかどうかは予断を許さない。また、一般に、日本企業の役員の報酬は概して、アメリカのそれよりもかなり低く、更に株主総会の決定事項となっている。今年六月の株主総会では、一億円以上を取得した役員の報酬が開示されたが、これに対する批判もある。また、引き続き六ヶ月以上、一%以上または三〇〇個以上の議決権を有する株主には株主総会における提案権が与えられている。ステイル・パートナーズが取締役選任の株主提案権を行使し、ステイル・パートナーズの推薦する複数の取締役候補者がアデランスの取締役に選任された事例は記憶に新しい。従って、アメリカの議論をそのまま日本に持ち込むのは適切ではない。参考とすべき点があるか、あるとすれば何か、それを探る上でも、アメリカの議論を考察することには意義がある。

注

(1) 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、一二九頁。ALAN S. BLINDER "Crazy Compensation and the Crisis", *The Wall Street Journal*, May 28, 2009.

(2) Amended Proxy Rules, *Exchange Act Release No. 34-3347*, 7 Fed. Reg. 10653 (Dec. 18, 1942).

- (3) <http://www.financialstability.gov/latest/tg15.html>
- (4) http://www.financialstability.gov/latest/tg_0609b2009.html
- (5) Lucian Bebchuk and Jesse Fried "Pay without Performance: The Unfulfilled Promise of Executive Compensation" *Harvard University Press*, 2004.
- (6) Stephen M. Bainbridge "Is 'Say on Pay' Justified?" (2009), Regulation, Vol. 32, No. 1, pp. 42-47, Spring 2009; *UCLA School of Law, Law-Econ Research Paper No. 09-19*.
- (7) RiskMetrics Group "2009 Postseason Review: A New Voice in Governance: Global Policymakers Shape the Road to Reform" October 15, 2009.
- (8) http://www.compensia.com/wp_alerts/ThoughtfulPay_SayOnPay_0609.pdf
- (9) Joann S. Lublin "A Quiet Response to 'Say on Pay' Measures," *Wall Street Journal*, May 18 2009.
- (10) 拙稿「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」『証研レポート』一六五七号、四二頁。
- (11) <http://www.sec.gov/news/testimony/2009/ts072909mbc.htm>

(ふくふふ) あなこ・客員研究員)

我が国のPTSの現状と課題について

深見 泰孝

1 はじめに

四月九日のブルームバーグの記事に、「欧州最大手のPTSが既存客連れ日本参戦」という見出しの記事が掲載された。記事の内容は、欧州最大手のPTS運営会社チャイエックス・グローバルが、日本市場で七月をめどに開業する準備を進めていること。そして、チャイエックスは、既存顧客である海外の大手証券会社の日本法人を顧客として、三〇五年以内に日本株取引全体の五〇一〇%のシェア獲得を目指すというものであった。⁽¹⁾チャイエックスは七月七日に監督当局への必要な登録及び認可取得を完了し、⁽²⁾七月二九日より業務を開始した。

チャイエックスが日本に進出することを決めた一つの要因に、日本証券クリアリング機構がPTSで成立した有価証券売買の債務引受を開始することがある。これまでPTSでの取引は、各社がカウンターパーティとなつて取引を行っていたが、これによって、PTSもCCPを使えるようになり、取引所取引とPTS取引とのネットティングによる決済の効率化や安全性の向上など取引所と同等の決済インフラを手に入れるとともに、カウンターパーティリスクが大幅に軽減されることになる。

また、今年一月四日から東証が新システム「アローヘッド」を稼働させた。これまでは、証券会社が売買注文を出してから注文の受け付けが確認できるまで二〇三秒かかっていたが、アローヘッドの注文応答時間は二ミリオ秒（二〇〇分の二秒）となり、ハイフリークエンシートレーダーの日本市場への参入やPTSの拡大が見込ま

れている。

しかし、PTSでの取引は取引所内取引の約〇・七%に過ぎず、本当に東証の新システム稼働やチャイエックスの開業、日本証券クリアリング機構の債務引受開始によって、PTS取引は活性化するのだろうか。そこで、我が国のPTSの現状と課題について考察したい。

2 欧米でのPTS（ECN、MTF）の現状

（1）アメリカの現状

アメリカでは一九六〇年代から機関化現象が進展した。NYSEの高い固定手数料制に不満を抱いていた機関投資家は、手数料を割り引いていた地方取引所や第三市場に注文を流出させていた。こうした市場外取引に対するニーズの高まりを受けて、一九六九年にPTSの嚆矢となるインステイネットが設立される。

PTSの登場は、市場の分裂という新たな課題を引き起こしたが、SECは計算機や通信技術の発展に基礎をおいたイノベーションと市場間競争を促進させ、効率性、利便性の向上を目指した。そのため、多様な気配情報や取引情報を結合し、最良気配を出している市場に注文を回送させる全米市場システム（NMS）を創設するのである。

PTSでの取引が拡大したきっかけは、一九九四年に起きたNASDAQのマーケット・メイカーの談合疑惑をきっかけとする、オーダーハンドリングルールの制定とされる。オーダーハンドリングルールでは、自己の気配より高い指値注文を顧客から受けたマーケット・メイカーは顧客の注文を自己の気配とするか、一定の要件を満たすECNに注文回送するかを選択を義務づけられた。その結果、二〇〇〇年には、ECNでのNASDAQ

登録銘柄の取引数量は、株式数ベースで約三〇%、約定金額ベースで約四〇%を占めるまでに増加した。⁽³⁾

さらに、二〇〇五年のレギュレーションNMSで新たなトレッドスルー規制が導入された。この規制では、最良気配を提示する市場での売買が義務化される一方、人手を介する市場が提示した気配は保護対象から外され、一定の価格差であれば自動化された市場で取引を執行できることとなった。このように、SECは、一貫して市場間の売買注文獲得競争を促進させつつ、一方で多様な気配情報や取引情報の結合、最良気配を出している市場への注文回送を通じて、一つの市場としての機能を確保してきた。

ところが、新たなトレッドスルー規制に対し、既存取引所はECNの買収を開始する。これに危機感を覚えたのはプロップファームであった。なぜなら、取引スピードの高速化が自身の優位性を保つ重要な要因であり、証券取引メカニズムの停滞は、自身の優位性を後退させることを意味した。そのため、プロップファーム自身が運営するECNの出現やプロップファームのニーズを見込んだ新たなECNが設立された。⁽⁴⁾その結果、市場の分裂は一層進展したが、⁽⁵⁾一方で投資家も、市場の分裂に対応すべく、情報技術の発展を活用した新しいツールであるスマートオーダーレーティング（以下、SORと略記）を用い、仮想的に市場を一つに見て、その中で最良執行を追求している。

（２）ヨーロッパの現状

ヨーロッパでは、二〇〇七年のMIFID施行まで、国境間を超えた取引所間競争はあったものの、国内での電子取引システムとの競争は一部の国を除いてほとんど見られなかった。ところが、MIFID施行後状況は一変する。MIFIDでは取引所集中義務の撤廃と最良執行義務が導入された。こうした規制の変化は、MTFと呼ばれる電子

的な方法による株式売買サービスの進出を促した。二〇〇七年三月にCMEヨーロッパが運営を開始すると、ターコイズやナスダックOMXヨーロッパなど、続々と新しいMTFが運営を開始した。彼らは、安いコストと執行スピードの速さを売りにしていたが、それだけで取引量を増やしたのではない。

先にも述べたように、MIFIDでは最良執行義務が導入された。MIFIDのそれはアメリカのように、最良気配を提示している市場での取引執行を義務づけるものではなく、流動性や執行・決済の確実性などを考慮せねばならない。しかし、これが導入されたことによって投資家のコスト意識が高まり、取引所外取引への関心が高まったとされる。⁽⁶⁾

最良執行義務の導入によって投資家がコスト意識を高めると、MTFは従来とは異なる取引手数料の導入、オーダールーティング機能の提供を通じて、投資家に自市場で注文執行するインセンティブを与えた。取引手数料に関しては、アメリカのECN同様、流動性を供給する注文にはリベートを与えるメイカーテイカー制の手数料体系を導入し、リベートを活用して注文を集め、流動性を高めようとした。また、MTFはヨーロッパにはアメリカのような気配情報や取引情報の結合や、注文回送システムが構築されていなかったことに着目し、分裂した市場でブローカーの最良執行を実現させるため、MTFを含む欧州の主要市場に注文を回送するオーダールーティング機能を提供し、ブローカーが自市場で注文執行するインセンティブを与えた。⁽⁷⁾ こうして現在、MTFは取引金額ベースで、ヨーロッパ全体の株式取引の約一割を占めている。

このように、ヨーロッパではアメリカとは異なる最良執行義務が導入されたものの、これによる投資家のコスト意識の高まりを受け、MTFが従来とは異なる手数料体系の導入やオーダールーティング機能の提供などを通じて、自市場の流動性を高めていったことがわかる。

3 我が国のPTSの現状

(1) 我が国でのPTS開設

我が国では、一九九八年二月の証券取引法改正で取引所集中義務が廃止され、PTS運営が解禁された。PTS解禁を受けて、最初に株式を取り扱うPTSとして設立されたのは、二〇〇〇年九月四日に開業した日本相互証券の「BB株式Super Trade」であった。「BB株式Super Trade」への接続先は、三大証券を含む証券会社、都市銀行、機関投資家、百社以上であった。

日本相互証券が株式PTSに進出した理由は、公社債の業者間取引の証券会社として、債券売買の仲介などで蓄積したノウハウを活かせる新しい領域に進出し、業務のハイブリッド化を推進することにあった。しかし、市況の長期低迷や限定された価格決定方法、そして清算制度や決済インフラの未整備が原因となって売買は低迷し、撤退直前には一日当たりの約定件数が数件に落ち込み、二〇〇二年七月にPTS運営業務から撤退している。⁽⁹⁾

しかし、表1に示したとおり、二〇〇一年にマネックス証券が開設したマネックスナイターを含め、六社がPTS業務に参入する。そのうち四社がインターネット專業証券大手五社を母体としたPTSであり、三社は二〇〇六年以降に参入している。彼らがPTS業務に参入した理由は、次の二点が考えられる。一点目は二〇〇五年に個人投資家の株式売買が、二〇〇六年三月期に各社の収益性がピークを迎え、それ以降売買量、収益とも悪化し、株式委託手数料に代わる新たな収益源を必要としていたこと。⁽¹⁰⁾ もう一点は手数料引き下げが限界に近付き、別の方法で他社との差別化を図る必要に迫られたことである。

また、表1によれば、松井証券とインスネット証券を除く四社は夜間取引を主戦場に位置付け、PTS業務に参入していたことがわかる。彼らが夜間取引を主戦場と位置づけたのは、ネット專業大手証券の顧客がデイ

表1 PTS各社の概要

運営会社名	マネックス証券	インスティ ネット証券	カブドット コム証券	SBIジャパン ネクスト証券	松井証券	大和証券
PTS名	マネックス ナイトー	ジャパン クロッシング	kabu.comPTS	ジャパン ネクストPTS	即時決済PTS	ダイワPTS
業務開始日	2001年1月26日	2001年7月9日	2006年9月15日	2007年8月20日	2008年5月12日	2008年8月6日
取引時間	17:30～23:59	8:00～17:00	8:20～23:59 (2010年7月より 8:20～16:30)	8:20～16:30 19:00～23:59 0:30～2:00	9:00～12:00 12:30～15:00	18:00～2:00
価格決定方法	市場価格売買方式 (終値を基準 値とした一本 値)	①市場価格売買 方式 ②顧客間交渉方式 ③顧客注文対当 方式	①競売買 ②市場価格売買 方式	顧客注文対当 方式	市場価格売買方式	①売買気配提示 方式 ②競売買
取引対象銘柄	約4,000銘柄	非公表	約2,000銘柄	約4,000銘柄	約1,800銘柄	1,862銘柄
	金融商品取引所 上場銘柄のうち、 指定銘柄、 ETF、REIT	東証、大証、 JASDAQ上場株	金融商品取引所 上場銘柄のうち、 指定銘柄、 ETF、REIT	金融商品取引所 上場銘柄のうち、 指定銘柄、 ETF、REIT	東証一部上場株 式、ETF、 REIT	東証、大証、名 証上場銘柄のうち 指定銘柄
顧客	マネックス証券、 丸三証券に口座開設 済みの個人顧客および 証券会社	機関投資家、証券 会社、上場会社など	カブドットコム 証券の顧客、三菱UFJ モルガンスタンレー証券、 クレディ・スイス証券、 UBS証券、BNPパリバ 証券、シティグループ証券、 メリルリンチ証券、イン スティネット証券	提携会社(SBI証券、 楽天証券、クリック証券) に口座開設済みの個人 顧客及びゴールドマン サックス証券、クレディ ・スイス証券、メリル リンチ日本証券、UBS 証券、モルガン・スタン レーMUFJ証券、ドイツ 証券	口座を開いた個人	大和証券、大和証券 キャピタル・マーケット
取引手数料	500円 (マネックス証券)		378円 (1,000万まで)	367円(1,000万 まで) (SBI証券)	1,050円 (1日合計100万 まで)	無料
受渡日	約定日の4日後		約定日の4日後	約定日の4日後	即時	取引日から5日

※ジャパンネクスト証券が昼間取引に参入するのは、2008年10月からである。

※カブドットコム証券の取引時間は、開設当初は19時30分～23時で、2008年3月より8時20分～23時59分となる。

(出典) 各社ホームページより作成

トレーダーを中心とし、彼らの中には日中取引できないサラリーマンも多かったためである。カブドットコム証券の斎藤社長は、参入目的を「夜間取引への個人投資家の需要は強く・・・「夜場」でも取引ができるようになる⁽¹⁾」と述べ、これまで夜間取引になかった競売買市場の開設によって他社と差別化し、新たな個人投資家を取り込もうとしていた。

三大証券の一つである大和証券は、リテール戦略で支店担当者からの投資相談が受けられる「ダイワ・コンサルティング」と、投資相談がない代わりに安価な手数料で株式取引ができる「ダイワ・ダイレクト」とに顧客を分けていた。大和証券の二〇〇七年七月から九月期の約定件数は、オンラインが八〇・九%を占めており、それゆえ、ネットでのサービスを充実させ、新たな顧客開拓を進めようとしたことが参入目的と思われる。

一方で、松井証券は回転率が高いデイトレーダーを主要顧客としていた。そのため、差金決済を可能とする即日決済のPTSを開設し、手数料は一日の取引合計金額で決まるように設定し、他社との差別化を図っていた。このように、各社が自社の顧客に合わせたサービスを提供しようとしていたことがわかる。

(2) 流動性確保に向けて

PTSは、開設時から流動性確保が成功のカギと言われたが、kabu.comPTSの開設後一週間の売買代金は約五億円と想定の一〇%に過ぎず、他社も軒並み低迷した⁽¹²⁾。PTS各社は、開設当初からの課題であった流動性を確保するため、様々な施策を行った。それは、以下の四つ（①より有利な株価形成、②時間延長、③他社の接続、④その他）の方法で行われた。

①に関わって、マネックスナイターは、デイトレーダーを中心に顧客を集めていたが、価格決定方法が市場価

格売買方式であり、株価変動が見込めなかった。そこで、二〇〇五年七月にチャンス銘柄を創設した。チャンス銘柄は、機関投資家から夜間取引市場で売買を希望する株式を、終値の上下七％の範囲内で独自に価格を決定して売買させるものであり、顧客のニーズとのミスマッチを埋めるため創設された。また、*kabu.com*PTSとジャパンネクストPTS（以下、ジャパンネクストと略記）は、表2のように東証より呼値を細かくし、取引所より有利な株価で取引できる確率を高めようとした。さらに、ジャパンネクストは二〇〇八年一〇月より、欧米のECNやダークプールでも用いられているIOC注文⁽¹⁴⁾も導入している。

②に関わっては、昼間取引を開設時から行っていたのは、ジャパンクロッシングと即時決済PTSのみだったが、夜間取引で開業した*kabu.com*PTSとジャパンネクストが二〇〇八年中に昼間取引に参入している。昼間取引参入による効果を分析するため、表

3に各社の昼夜別売買代金をまとめた。表3によれば、昼間取引に参入した両社とも昼間取引参入後、売買代金のほとんどが昼間取引で占められている。特に、ジャパンネクストは時間の経過とともに売買代金に占める昼間取引の割合が高まり、二〇〇九年九月には九〇％を占めている。また、PTS五社の売買金額に占める昼間取引の割合を見ても、二〇〇八年十一月の六一・七％が、二〇〇九年九月には九〇・一％となり、取引のほとんどが

表2 各社の呼値

株価	呼値		
	東証	ジャパンネクスト	カブドット
3,000円以下	1円	0.1円	0.1円
5,000円以下	5円	0.5円	0.1円
30,000円以下	10円	1円	1円
50,000円以下	50円	5円	1円
100,000円以下	100円	10円	1円
300,000円以下	100円	10円	10円
500,000円以下	500円	50円	10円
3,000,000円以下	1,000円	100円	10円
5,000,000円以下	5,000円	100円	10円
30,000,000円以下	10,000円	100円	10円
50,000,000円以下	50,000円	100円	10円
50,000,000円超	100,000円	100円	10円

※ジャパンネクストの呼値はデイトイムセッション
(出典) 各社ホームページより作成

昼間取引へと変化している。一方、夜間取引のみのマネックスナイター、ダイワPTSの売買代金は、それほど伸びていない。特に、ダイワPTSはマーケットメイク方式により流動性を供給し、取引量を増やそうとしたが、取引は伸び悩んでいる。

アメリカのECNは機関投資家のニーズに応え、昼間取引を中心に発展したのに対し、日本のPTSは、創立時こそ個人投資家をメインターゲットとする夜間取引を中心に位置付けたが、時間の経過とともにアメリカ同様、昼間取引を中心に売買を集めている。

③の他社の接続に関しては、表1からも明らかのようにkabu.comPTSとジャパンネクストで積極的に行われている。インターネット専業大手証券が開設したPTSで、最初に他社を接続させたのはジャパンネクストである。ジャパンネクストは、ネット証券大手に接続させて個人投資家の夜間取引需要を集め、流動性を高めようとした。これに続いてkabu.comPTSも、外資系証券会社を接続させた。それ以来、表1からも分かるようにkabu.comPTSとジャパンネクストは外資系証券の接続を増やし、内外の機関投資家や外資系証券の自己売買を取り込もうとした。このように、他社を接続した結果、PTS市場の市場規模は表4に示したように拡大している。

表3 PTS5社の昼夜間別売買代金

(単位：百万円)

年月	マネックス	カブドットコム		ジャパンネクスト		松井	大和
	夜間	昼間	夜間	昼間	夜間	昼間	夜間
2008年11月	2,984	12,188	467	32,397	23,201	17	986
2008年12月	2,023	10,119	333	27,532	17,871	20	828
2009年1月	2,092	7,032	285	24,429	18,876	6	1,092
2009年2月	1,392	10,475	187	22,413	14,331	11	984
2009年3月	2,101	15,241	271	45,823	20,806	8	1,341
2009年4月	3,041	13,675	473	81,816	29,025	23	1,739
2009年5月	2,887	8,606	396	65,439	25,302	11	1,643
2009年6月	3,412	18,476	592	115,957	33,220	12	1,909
2009年7月	2,350	18,987	304	142,612	24,239	19	1,818
2009年8月	3,046	27,341	358	151,362	26,782	9	2,161
2009年9月	1,842	22,241	313	158,824	16,146	12	1,572

(出典) SBIホールディングスホームページより作成

表4からは、両PTSが他社接続を増やし始めた二〇〇七年以降、PTSでの取引量が増えていることがわかる。すなわち、個人向け夜間取引サービスを中心とした市場運営から特に外資系証券会社を中心に他社の接続を増やし、また昼間取引への参入により、PTSが内外の機関投資家や証券会社の自己売買部門の裁定取引の場合へと変化していると考えられる。

最後に、④に関わっては、先ほども少しふれたが、ダウPTSが流動性を高めるために、マーケットメイク方式での取引を行うとともに、取引手数料を無料にしていた。また、kabu.comPTSでは、日本証券クリアリング機構での清算が行えなかったため、清算業務を系列の東京三菱UFJ銀行と連携して行い、決済リスクを低減させていた。さらに同社は、コンピュータソフトウェアの発展を背景に、欧米のPTSで導入されているSORを導入し、証券取引所と自社PTSから自動的に有利な発注市場を選び、最良執行を実現するサービスを開始した。

表4 PTSの市場規模

(単位：百万円)

	取引所 内取引	取引所金融 商品市場外 取引	合計	PTS取引	取引所金融 商品市場外取引 に占めるPTS 取引	PTS取引が取 引所内取引に 占める割合	ジャパンネ クスト取扱 高 (百万)	ジャパンネ クストがPTS取 引に占める割 合
	(A)	(B)	(A)+(B)	(C)	(C/B)	(C/A)	(D)	(D)/(C)
2000年 9月～12月	74,204,639	6,379,023	80,583,662	2,167	0.03%	0.00%		
2001年	225,238,725	19,964,909	245,203,634	40,516	0.20%	0.02%		
2002年	209,229,406	15,971,952	225,201,358	156,798	0.98%	0.07%		
2003年	255,342,134	15,938,880	271,281,014	101,578	0.64%	0.04%		
2004年	357,286,089	21,149,823	378,435,912	115,983	0.55%	0.03%		
2005年	534,774,213	27,302,434	562,076,916	227,916	0.83%	0.04%		
2006年	725,688,187	39,685,779	765,373,966	724,671	1.83%	0.10%		
2007年	795,118,610	50,594,459	845,713,069	1,952,081	3.86%	0.25%	75,086	3.85%
2008年	605,409,781	42,565,639	647,975,420	2,148,689	5.05%	0.35%	322,272	15.00%
2009年	390,224,627	23,843,769	414,068,396	2,992,802	12.55%	0.77%	1,501,994	50.19%
2010年 1月～6月	201,321,742	11,865,883	213,187,625	1,128,766	9.51%	0.53%	487,195	43.16%

(出典) PTS Information Network、ジャパンネクストホームページより作成

このように見てくると、我が国のPTSは当初こそ個人投資家対象の夜間取引市場として開設されたものの、流動性不足という課題解消のため、主たる顧客は内外の機関投資家や外資系証券の自己売買部門へと変化し、取引も彼らの裁定取引を中心としたものへ変化したと思われる。しかし、表4に示されているように、我が国のPTS市場の規模は取引所市場の〇・七七％に過ぎない。それは、流動性の低さゆえに内外の機関投資家や外資系証券の自己売買部門が、内部のクロッシングなどで付け合わせられない株式の執行のみを行っている可能性が指摘できる。なぜ開設以来、流動性が集まらないのだろうか。その理由を規制の変化と最良執行の観点から考察したい。

4 規制の変化と最良執行方針

(1) 価格形成機能に対する規制の変化

一九九八年の証券取引法改正で取引所集中義務の廃止が謳われた。この法改正で、取引所集中義務を撤廃した目的は、資金運用、資金調達が効率的に行われるために、市場参加者および仲介者が、それぞれの取引ニーズに合わせて、最もふさわしい取引の場を自由に選択できるようにすることにあつた。⁽¹⁵⁾

これを実現するには、アメリカのように各社、各取引所が気配をシステムのリンクさせ、証券会社には顧客の注文を最良価格で執行させることが前提となる。しかし、我が国では当時、こうした条件は満たせていなかった。そのため、取引所外へ需給を分散させると、むしろ取引所の流動性を低下させ、公正な価格形成が阻害される怖れがあり、取引所の価格形成機能を最大限活用した枠組みの構築が行われた。⁽¹⁶⁾つまりPTSには取引所と同等の価格形成機能は認められなかった。

ようやく二〇〇五年の証取法改正で、PTSにも競売買での取引が認められ、PTSに取引所同等の価格形成機能が認められた。それと同時に、アメリカのように定量的規制と最良執行義務が導入された。

(2) 最良執行に対する規制

我が国では、PTSの開設が認められた当時、証券取引法第三七条で顧客が取引所外での注文執行を明示しない限り、取引所外で売買を成立してはならないと規定されていた。この規制を巡っては、金融法委員会も「広い意味での「市場」間競争を行うにあたっては取引所有価証券市場に圧倒的に有利に働くもの⁽¹⁷⁾」と取引所に優位な規定であることを認め、市場間競争を促進させる一方策として、最良執行義務の導入を提言した。

こうして、二〇〇五年PTSに競売買での取引が認められると同時に、最良執行義務も導入された。しかし、金融商品取引法第四〇条の二の規定では、最良執行方針の具体的な内容は金融商品取引業者が定めるべきものとして、各業者が価格、コスト、スピード、流動性などを考慮し、価格以外の要素も総合的に判断の上、合理的な方針を策定し、公表することを求めた。これは、欧米では受益者にとって最良の条件で売買注文を執行せねばならないと規定されたのと大きく異なっていた。

では、我が国のPTS接続各社の最良執行方針は、どのように規定されているのであろうか。そこで、各社の最良執行方針を表5にまとめた。これによれば、四社は取引所とPTSのうち最良価格を提示している市場で執行、六社は取引所のみで執行し、七社は指定すればPTSでの取引も可能としている。執行市場を決める際に、価格以外を優先した一三社は何を執行市場決定の指標としたのかを調べると、流動性、約定可能性、取引のスピード等を総合的に判断すると示されている。

では、各社はなぜ最良価格を優先させないのだろうか。それは、東証がほとんどの場合において最良価格を提示しているからなのだろうか。そこで、図1と表6を見たい。図1では、ジャパネクストが最良気配を提示している時間の割合をまとめたものである。これによれば、ジャパネクストの出す気配が既存取引

表5 PTS接続各社の最良執行方針

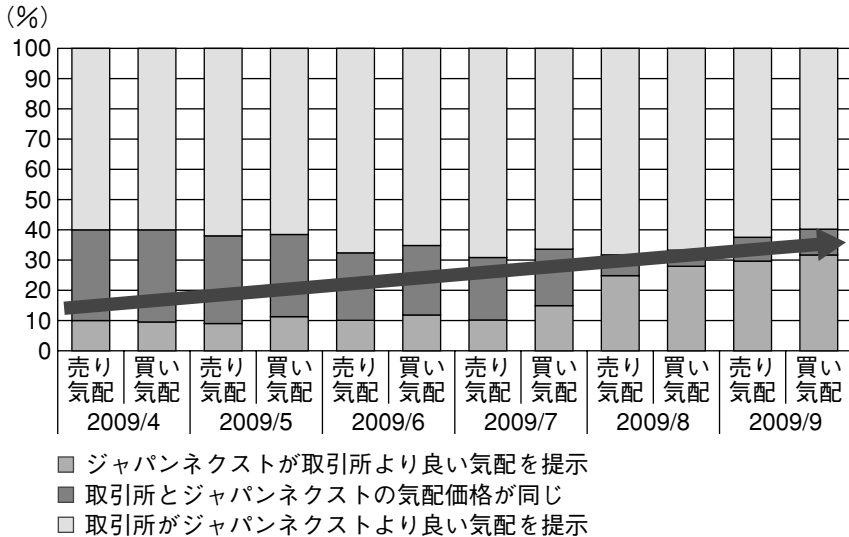
証券会社名	取引市場		備考
	取引所	PTS	
野村証券	○	△	指定がない限り、最も流動性の高い取引所で執行。指定すればPTS、取引所外取引も可能。
大和証券	○	△	指定がない限り、QUICK端末の最初に表示される取引所で執行。指定すればPTSも可能。
大和証券キャピタルマーケット	○	×	指定がない限り、QUICK端末の最初に表示される取引所で執行。
マネックス証券	○	△	指定がない限り、QUICK端末の最初に表示される取引所で執行。指定すればPTSも可能。
丸三証券	○	×	指定がない限り、QUICK端末の最初に表示される取引所で執行。
カブドットコム証券	○	○	自動最良執行の場合は、取引所とPTSの株価を監視し、自動的に執行場所を変更。
三菱UFJモルガンスタンレー証券	○	×	指定がない限り、QUICK端末の最初に表示される取引所で執行。
クレディ・スイス証券	○	○	SORを利用した場合、PTSの方が気配価格が良い、価格が同一でも執行が迅速な場合はPTSで執行。
UBS証券	○	×	包括的な取決めがない限り、QUICK端末の最初に表示される取引所で執行。
BNPパリバ証券	○	△	指定がない限り、QUICK端末の最初に表示される取引所で執行。指定すればPTSも可能。
モルガン・スタンレーMUFJ証券	○	○	注文時の市場の状況及びその他の事実を鑑み、執行可能な限り最良の執行をする。
メリルリンチ証券	○	×	包括的な取決めがない限り、QUICK端末の最初に表示される取引所で執行。
ゴールドマンサックス証券	○	△	指定がない限り、日本経済新聞が定めた最良執行用の優先市場で執行。指定すればPTSも可能。
SBI証券	○	○	取引所またはPTSに関する約款等に定める方法でPTSで執行。
楽天証券	○	△	指定がない限り、QUICK端末の最初に表示される取引所で執行。指定すればPTSも可能。
クリック証券	○	△	指定がない限り、QUICK端末の最初に表示される取引所で執行。指定すればPTSも可能。
松井証券	○	×	即時決済取引以外の注文は、最も流動性の高い取引所で執行。

(出典) 各社ホームページより作成

所よりよい、もしくは同等である時間帯が約四〇％あり、特に、最近ジャパンネクストが最良気配を出す時間の割合が増えていることがわかる。

また、表6ではジャパンネクストの全約定件数のうち、取引所でつけた株価と同社のそれを比較した結果である。これによればジャパンネクストでは、呼値が既存取引所より細かいこともあり、七〇％以上が既存取引所での価格よりも良い価格で取引されていることがわかる。しかし、表5によれば、ジャパンネクストに接続している八社のうち五社は顧客の指示がなければ、同社での取引を行っていない。一方、国内機関投資家にも、なぜ取引所外取引したのかをうまく説明できないため、PTSに注文を流さないと決めているところもあるとされる。⁽¹⁸⁾ 昨今、欧米で用いられているSORでは、それぞれの執行結果がどのような根拠をもって実行されたかを事後に証明する監査証跡も提供されており、⁽¹⁹⁾ 決して説明できないということはないと思われる。このことから、現在の我が国では、あまり有効に最良執行義務が機能していない

図1 最良気配を示している時間比率



(出典) 五十嵐瑛一「多くの約定機会が眠る国内PTS」『金融ITフォーカス』野村総合研究所、2010年2月号

いように思えるのである。

ヨーロッパでは、最良執行義務導入によって、投資家の執行コストに対する意識が高まり、MTF自身が従来にない手数料体系やオーダールーティング機能を提供し、流動性を集めることに成功した。我が国でもPTSによつては、オーダールーティングやIOC注文などを導入している。しかし、PTSでの取引が増えないのは、最良執行義務が有効に機能していないことにあるのではなかろうか。したがって、市場間競争を活発にするには、まず機関投資家や証券会社が、受託者責任の一環として受益者（投資家）にとつて最良の条件で売買を執行せねばならないという意識の定着が求められるのではないだろうか。

4 むすびにかえて

我が国のPTSは、インターネット專業証券大手五社が、手数料引き下げが限界に達したことや、彼らの主たる顧客である個人投資家の株式売買が減少し、委託手数

表6 約定件数に占めるジャパンネクストが最良執行価格の割合

売り

月	約定件数	売り価格低下 件数（－）		売り価格同一 価格（＝）		売り価格向上 件数（＋）		価格低下平均 （マイナスBPs）	価格向上平均 （プラスBPs）
6月	126,364	5,171	4.09%	33,314	26.36%	87,879	69.54%	－10.51	19.62
7月	131,885	4,744	3.60%	31,363	23.78%	95,778	72.62%	－9.05	21.54
8月	135,841	5,456	4.02%	12,373	9.11%	118,012	86.88%	－6.38	17.85
9月	139,198	5,369	3.86%	18,850	13.54%	114,979	82.60%	－7.59	16.73
10月	206,751	5,398	2.61%	36,302	17.56%	165,051	79.83%	－7.20	18.91

買い

月	約定件数	買い価格低下 件数（－）		買い価格同一 価格（＝）		買い価格向上 件数（＋）		価格低下平均 （マイナスBPs）	価格向上平均 （プラスBPs）
6月	126,364	5,443	4.31%	42,836	33.90%	78,085	61.79%	－9.72	19.18
7月	131,885	6,157	4.67%	48,418	36.71%	77,310	58.62%	－8.71	19.94
8月	135,841	6,586	4.85%	16,864	12.41%	112,391	82.74%	－6.23	13.98
9月	139,198	5,860	4.21%	18,442	13.25%	114,896	82.54%	－6.58	17.74
10月	206,751	6,945	3.36%	53,740	25.99%	146,066	70.65%	－8.85	17.63

※日経225採用銘柄についての統計。ジャパンネクスト証券がトムソンロイターの協力にて計算。

※原資料はジャパンネクスト証券より。

（出典）水田孝信「取引所の高速化」『人工知能学会研究会資料』人工知能学会ファイナンス研究会、2010年1月

料以外の新たなサービスの提供に迫られたことを背景に開設された。取引時間も彼らの顧客であったデイトレーダーに、サラリーマンが多かったこともあり、夜間に行われた。しかし、PTSでの取引量は、夜間取引だけでは思うように増えなかった。そこで、PTS各社は、内外の機関投資家や外資系証券会社の自己売買部門を取り込むことで、売買量を増加させた。

ただ、欧米に比べればPTSでの売買量は随分少ない。これは、我が国の最良執行義務は、最良条件での執行を求める欧米と異なり、流動性なども考慮した方針の策定、公表にとどまっている。そのため、証券会社は流動性が高い取引所へ注文執行を回送する姿勢を崩すには至らず、一方の国内機関投資家もPTSで注文を執行しないと決めているところもあるとされる。しかし、我が国のPTSは呼値が小さいこともあり、ジャンプエクストでの約定件数ベースではあるが、約定件数の約七〇%で最良執行価格を提示している。我が国で市場集中義務が撤廃されたのは、市場参加者および仲介者が、自身のニーズに合わせた取引の場を選択し、効率的に資金調達、資金運用を行うためであった。

市場間競争が活発に行われることによって、NYSEやLSEでは取引量が増加している。また、欧米では、市場間競争が活発に行われることにより、執行スピードの高速化や執行コストの低下は言うまでもなく、従来にない手数料体系やオーダールーティング機能を提供するPTS、ブローカーも現れてきている。こうした証券取引におけるイノベーションは、市場間競争の成果と言えよう。

我が国でも市場間競争を本格化させるには、まず機関投資家や証券会社が受託者責任の一環として、受益者にとって最良の条件で売買を執行しなければならないという意識を定着させることが求められる。これが改善されない限りにおいては、新たにPTSが開設されても、それほど売買量は増えないのではないだろうか。

注

- (1) <http://www.bloomberg.co.jp/apps/news?pid=90970900&sid=aIKX1bFPLxMY>
- (2) <http://www.nomuraholdings.com/jp/news/nr/etc/20100707/chx20100707.pdf>
- (3) Securities and Exchange Commission "Special Study: Electronic Communication Networks and After-Hours Trading", June 2000
- (4) 福田徹「欧米における株式市場の分散化とHFT（高頻度取引）——存在感高まるPTS——」『月刊資本市場』財団法人資本市場研究会、二〇一〇年七月
- (5) 二〇〇九年時点で、NYSEのアメリカ株式市場における売買高シェアは約一五％に低下している（前掲「欧米における株式市場の分散化とHFT（高頻度取引）——存在感高まるPTS——」）。
- (6) 井上武「新たな段階に入った欧州の取引所間競争」『資本市場クォーターリ』二〇〇九年冬号、野村総合研究所、二〇〇九年二月
- (7) 前掲「新たな段階に入った欧州の取引所間競争」
- (8) 日本相互証券『日本相互証券史 創業三五周年』二〇〇八年、p. 91-94
- (9) 社団法人金融財政事情研究会「週刊金融財政事情」二〇〇〇年一〇月三十三号、p. 15-18
- (10) ネット専業大手五社は、二〇〇六年三学期をピークに収益性に陰りが見えることが指摘されている（新美一正「ネット証券の将来収益性鈍化、多角化・総合化を模索」『週刊金融財政事情』二〇〇七年十一月一九日号）。
- (11) 「日本経済新聞」二〇〇六年七月一三日
- (12) Iipro (<http://ipro.nikkeibp.co.jp/article/NEWS/20060916/248272/>)

(13) 「日本経済新聞」二〇〇五年七月一日

(14) I O C 注文は Immediate or cancel 注文といい、顧客が提示する価格がそれより有利な価格で注文の一部もしくは全部を即時に約定させ、約定できなかった注文は自動的にキャンセルされる。

(15) 証券取引審議会総合部会「市場ワーキング・パーティ報告書」一九九七年五月一六日

(16) 当初 P T S に認められた価格決定方法は、市場価格売買方式、顧客間交渉方式であり、二〇〇〇年改正で、顧客注文対当方式、売買気配提示方式が追加された。ただし、売買気配提示方式では、恒常的な気配提示もしくは当該気配提示による約定義務を求めている。それは、義務付けると店頭市場と価格形成機能が変わらず、取引所同等の価格形成機能を持つためである。

(17) 金融法委員会「有価証券市場」概念に関する中間論点整理」二〇〇二年三月二七日

(18) <http://jp.reuters.com/article/domesticEquities/idPnTK021852320090116>

(19) 松原弘「流動性分断化の進展とスマートオーダールーティング (S O R) — 欧州・日本市場の現状分析と将来の考察 —」
「ファンドマネジメント」野村アセットマネジメント、二〇〇九年 夏季号

(ふかみ やすたか・客員研究員)

証研レポート既刊目録

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 円キャリートレードの不思議 一株価と為替と金利の関係ー 錯綜する取引所の国際的な合併・買収・提携 米国FINRAによる債券マークアップ・ポリシーの制定と運用	執筆者 二上 伊豆 吉川 横山
No.1645 (2007.12) 公開企業の取締役会権限 一敵対的企業買収の防衛策を中心としてー 新たなレボ指標レポート「東京レボ・レート」 企業買収と企業再生 実施迫る株券電子化の残された課題	森田 中島 松尾 福本
No.1646 (2008. 2) 課徴金制度の改正について 一ワーキンググループ報告の検討を中心にー 反社会的勢力等の不正取引行為者の排除等について 米国における「証券リテールビジネス」の潮流 政府系ファンドをどう見るか E U債券市場に透明性要件制度化は必要か レギュレーションNMSと米国株式市場	梅本 坂下 二上 伊豆 横山 吉川
No.1647 (2008. 4) 株主とは誰のことか 一株式所有と会社支配ー 変貌する日本の国債保有構造 企業再生の課題と展望 アメリカの私募市場拡大について J D R (日本版預託証券) とは何か?	奥村 中島 松尾 清水 福本
No.1648 (2008. 6) ユーロ域の企業金融と資本市場 一ユーロ導入後の傾向と変化ー 第三者割当増資の規制に関する英米の事例 サブプライム問題とITバブル 取引所とクリアリング機関 証券化商品の原資産情報トレーサビリティ向上とは	入江 二上 伊豆 吉川 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) 整理回収機構による企業再生 株券電子化後の株式担保 先物市場の分裂と取引流動性 一大証225mini導入のインパクトを測定するー	中島 松尾 福本 志馬
No.1650 (2008.10) 厳しい状況下のグリーンシート銘柄制度 再考迫られる米系投資銀行ビジネス レバレッジド・ローン市場について M I F I D後のヨーロッパ株式市場 住宅ローン証券化商品の市場規模と価格形成	坂下 二上 伊豆 吉川 横山
No.1651 (2008.12) 「貯蓄から投資へ」の動きとファイナンシャル・プランナー 創刊から五〇年を迎えた証研レポート ヘッジファンドが主役の新たな議決権売買 米国の空売り規制と住宅公社の救済	坂下 中島 福本 志馬
No.1652 (2009. 2) 事業再生の新たな展開 国際金融危機と短期金融市場 ヨーロッパの株式保有構造 金融危機下の債券フェイル多発について	松尾 伊豆 吉川 横山
No.1653 (2009. 4) 銀行証券分離撤廃後の「ゲームのルール」 一「C S Eプログラム」のどこが間違っていたのか?ー 地域における中小企業再生の取り組み ドル不足はなぜ生じたか 一米国におけるレボ市場と通貨供給方式ー アメリカの市場分裂は深刻化しているのか? 一ダークプールの拡大についてー ニューボートバイイングの現状と対応策 二〇〇八年九月 米国金融システム危機と空売り規制	執筆者 二上 松尾 伊豆 清水 福本 志馬
No.1654 (2009. 6) 「銀証融合」コングロマリット形成の意味するもの バランスシートから見たF R Bの金融危機対策 一ヨーロッパの市場間競争 一取引所 M T F ダーク・プールー 住宅ローン関連不良資産買い取りスキームの困難性	二上 伊豆 吉川 横山
No.1655 (2009. 8) 矛盾するレボ差額非課税の論理 企業再生手法の現状 一私的整理と法的整理をめぐってー 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 スポンサーなしA D R急増の理由 クレジット・デフォルト・スワップ(C D S) 取引の清算を巡る米国の現状と考え方	中島 松尾 清水 福本 志馬
No.1656 (2009.10) リーマンショック後の金融規制 リーマンショック・M M F・F R B フラッシュ・オーダー 一問題の真相ー 〈再開〉に向け情報開示の整備進む証券化商品市場	二上 伊豆 吉川 横山
No.1657 (2009.12) リーマン・ブラザース証券の破綻とフェイル債行の整備に向けて 私的整理の拡充と課題 アメリカのダークプール規制について ノミニの自由裁量議決権行使を制限するN Y S E規則452の改正 独立取締役導入義務化を巡って	中島 松尾 清水 福本 深見
No.1658 (2010. 2) 最近における金融経済教育の動向について 最近の証券業界の動向 I M Fをめぐる最近の動き S E Cの株式市場構造コンセプト・リリース 一レギュレーションNMSの修復ー 規制強化迫られる証券化商品市場	坂下 二上 伊豆 吉川 横山
No.1659 (2010. 4) 歴史の教訓——グラス・スティーガル法—— リーマンショックとレボ市場の整備 一二つのワーキング・グループー 新しい信託と事業再生 ダイレクト・マーケット・アクセスに関する新規制 議決権行使結果の開示 機関投資家の議決権行使結果の開示について	奥村 中島 松尾 清水 福本 深見
No.1660 (2010. 6) 地方銀行の証券ビジネス F R Bの出口戦略 フラッシュ・クラッシュ 一米国株価急変動の実態ー 米国資産担保証券の開示規制強化にかかるS E C規則改正案 シンガポール取引所のデリバティブ市場 一市場の分裂者か?パイの共同メーカーか?ー	二上 伊豆 吉川 横山 志馬

証券図書館

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

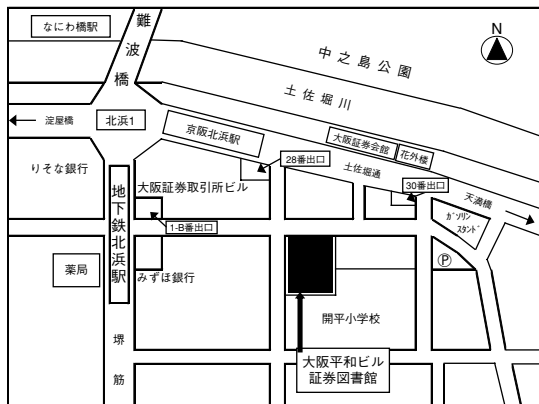
所在地 大阪市中央区北浜 1-5-5 大阪平和ビル地下1階
TEL (06) 6201-0062

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

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

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

(みなさんのご利用をお待ちしております。)



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

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

証研レポート第一六六一号
二〇一〇年八月九日発行
(偶数月第二月曜日発行)

2010年 8 月号

発行所

公益財団法人 **日本証券経済研究所**
大 阪 研 究 所

〒541-0041 大阪市中央区北浜 1-5-5 大阪平和ビル
電話 (06) 6201 0061 (代表) Fax (06) 6204 1048
<http://www.jsri.or.jp>

定価400円(本体381円)