

証 研

レポート

No.1667

2011年8月

復興債発行の政治経済学

中島 将隆（1）

再生可能エネルギーファンドの現状

松尾 順介（19）

証券市場のテクノロジーと規制に関するIOSCOの報告について

清水 葉子（34）

信用取引の議決権行使

福本 葵（45）

復興債発行の政治経済学

中島 将隆

1 東日本大震災被害額と復興財源の調達

(1) 被害額の推定

平成二十三年三月十一日午後二時四六分、三陸沖を震源地とする国内観測史上最大のマグニチュード九の大地震が発生した。この規模は、過去一一〇年間に地球上で発生した地震の四番目の大きさといわれている。同時に、大規模な津波が発生し、最高潮位九・三メートル、津波の遡上高は国内観測史上最大の四〇・五メートルに達した。加えて、福島原発事故である。津波と同時に発生したチェルノブイリ級原発事故は、今なお応急措置も終わらず、終息の見通しさえ立っていない。今回の大災害は大地震、大津波、チェルノブイリ級の原発事故と三重の災害であり、複合災害の様相を呈している。⁽¹⁾

図表1は、今回の大災害によって生じた被害額の推定である。六月二四日に公表された内閣府の推定によると、被害額は約一六兆九〇〇億円である。内訳は、建築物やライフライン施設、社会基盤施設、農林水産関係などの被害額であり、復旧費の総額である。別の推計では一六兆円から二二・三兆円となっている。ただし、この被害額の推計には、いずれも原子力事故による被害は含まれていない。阪神・淡路大震災の被害額は、兵庫県の推定によると、復旧費が九兆九二六八億円、復興費を含めると一六兆三〇〇億円となっている。今回の被害額は復旧費だけで阪神・淡路大震災の一・六倍であるから、復旧・復興費と原子力事故の被害額を加えると、六月二

四日に公表された被害額を大幅に上回ることは疑いない。

(2) 復興財源調達の多様な提案

復興財源を如何にして調達するか、この課題は現在のマクロ経済環境を考えると、阪神・淡路大震災の時より非常に厳しい。図表2は、阪神・淡路大震災当時のマクロ経済環境の違いをみたものである。名目GDPは同じであっても、財政事情は全く異なる。財政赤字は拡大し、歳入のほぼ半分は国債に依存し、政府債務残高は世界最悪である。このため、日本国債の格付けはトリプルAからダブルAマイナスに引き下げられた。少子高齢化によって財政赤字は今後も拡大していく。社会保障給付費は急増し、政府の負担額は毎年一兆円強ずつ増加していく。

図表1 東日本大震災の被害額

	被害額	備考
内閣府推計 (6月24日公表)	約16兆9千億円	・各県及び関係府省からのストック(建築物、ライフライン施設、社会基盤施設等)の被害額に関する情報提供に基づき、取りまとめたもの。今後、被害の詳細が判明するに伴い、変動があり得る。 ・原子力事故による被害は含んでいない。
	(内訳)	
	建築物等 約10兆4千億円	
	ライフライン施設 約1兆3千億円	
	社会基盤施設 約2兆2千億円	
	農林水産関係 約1兆9千億円	
	その他 約1兆1千億円	

(参考1) 検討部会・河野専門委員推計(6月13日公表)

被害額	復旧・復興のための国費	備考
16.0~22.3兆円	14.1~20.0兆円	原子力事故による被害は含まない。

(参考2) 阪神・淡路大震災の被害額等

	被害額	復旧・復興のための事業費
国土庁推計 (平成7年2月14日)	約9兆6千億円	国費 5兆200億円 (平成6年度~平成11年度) ※平成12年2月総理府「阪神・淡路大震災復興誌」より
兵庫県推計 (平成7年4月5日)	約9兆9,268億円	(注) 兵庫県(復興10年総括検証・提言報告)によれば、平成6年度~平成16年度の民間事業者等の負担も含めた復興事業費は16兆3000億円(うち、国は直轄事業、補助金等で6兆980億円を負担)。

(出所) 東日本大震災復興構想会議『復興への提言』(資料編:作成中) 平成23年6月25日

こうした厳しい財政事情を反映して、これまで復興財源調達について多くの提案がなされてきた。

まず、復興債の日銀引受発行である。衆議院の山本幸三議員は、平成二十三年三月一七日、「今こそ『二〇兆円規模の日銀引き受けによる救助・復興支援』を」とホームページで主張した。山本議員の緊急アピールは大きな反響を呼んだ。次いで、六月一六日には超党派の国会議員二一一名が「増税によらない復興財源を求める声明文」を発表した。復興財源は増税ではなく日銀引受による復興債発行で調達せよ、というものである。緊急アピールや声明文の理論を支える代表は、岩田規久男『経済復興』（筑摩書房）であろう。岩田氏は同書で復興財源調達のため復興債の日銀引受発行を強く主張している。

次の提案は、埋蔵金や政府の保有する資産を売却して復興財源に充当すれば、増税も国債増発も回避できるというものである。この提案の代表例は外貨準備活用論であり、六月一四日号の「週刊エコノミスト」で根津氏は「復興財源に外貨準備を活用せよ」と論じている。また、同誌で谷内氏は「政府は外貨準備の八割を活用せよ」、高橋氏は「変動相場制の国に外貨準備は必要ない」と主張している。

図表 2 阪神・淡路大震災当時とのマクロ経済環境の違い

	阪神・淡路大震災当時	東日本大震災
経済財政状況		
①名目GDP	①489兆円（H6年度）	①479兆円（H22年度見直し）
②国・地方の基礎的財政収支	②対名目GDP比▲3.2%（H6年度）	②対名目GDP比▲6.5%（H22年度末見込み）
③一般会計公債依存度	③22.4%（H6年度）	③45.8%（H22年度補正後）
④国・地方の長期債務残高	④368兆円（H6年度末）（対名目GDP比75%）	④869兆円（H22年度末見込み）（対名目GDP比181%）
⑤日本国債の格付け	⑤Moody's: <u>Aaa</u> , S&P: <u>AAA</u> , Fitch: <u>AAA</u>	⑤Moody's: <u>Aa2</u> , S&P: <u>AA-</u> , Fitch: <u>AA-</u>
社会保障関連の状況		
①65歳以上人口とその割合	①1759万人（14.1%、H6年10月）	①2958万人（23.1%、H22年10月）
②社会保障給付費	②60.5兆円（H6年度）	②105.5兆円（H22年度見込み）

（出所）東日本大震災復興構想会議『復興への提言』（資料編：作成中）平成23年6月25日

以上の二つの提案は増税を回避する点で共通しているが、第三の提案は復興臨時増税と復興債発行はやむを得ない、とするものである。財源調達に奇策はなく、財政規律を厳守し、子孫に負担を押し付けることなく、現役世代で平等に負担を分かち合う、という提案である。NIRA総合開発機構「復興財源を考える」（平成二三年五月）、東日本大震災復興構想会議「復興への提言」（平成二三年六月二十五日）は、この提案の代表である。特に復興会議の提言は答申であり、政府の復興基本方針に反映すると期待されている。

以下では、まず、様々な提言の概要を紹介し、次いで問題点を検討し、最後に復興基本方針の現状と問題点を考えてみたい。

2 復興債の日銀引受発行

(1) 山本幸三議員の提案

山本幸三衆議院議員は、平成二三年三月一七日、ホームページで「今こそ『二〇兆円規模の日銀引き受けによる救助・復興支援』を」とアップ⁽²⁾した。主張の要点は、「日銀国債引受は、デフレで円高という現下の日本経済にとって最適な経済政策である。デフレや円高は、貨幣ストックが少ないために生じている。しかも未だ二〇兆円超のデフレギャップがあるとされている。こういうときに政府や日銀の国債購入代金を援助・復興支援活動という形で使えば確実に市中の貨幣ストックを増やしていけば、デフレ・円高対策として有効で一石二鳥である」。

山本議員は三月一七日に引き続き、「日銀・財務省マフィアに打ち克てるか？」（四月五日）、「政治家の無知が日本を滅ぼす！」（五月一〇日）で同様の主張を繰り返したが、このアップは大きな反響を呼んだ。

まず、全国知事会は三月三〇日、震災復興に必要な財源として「日本銀行による国債の引き受けで約八〇兆円

を捻出すべき」とする提言をまとめた。全国知事会の泉田災害対策特別委員長は、自民党に対して「国は大胆な財源確保を行うべきだ」と強調し、復興予算の財源として、日本銀行による国債の引き受けで八〇兆円の捻出などを盛り込んだ提言を自民党に申し入れた。⁽³⁾

与党の民主党にも影響を与えた。四月一日の毎日新聞配信記事は、次のように伝えている。「東日本大震災の復旧・復興対策事業費の財源確保策として、民主党内で『復興税』の導入や、国が発行する『震災国債』を日銀に直接引き受けさせる案が浮上している。…民主党の特別立法チーム（中川正春座長）がまとめた『復旧復興対策基本法案』の素案に盛り込まれた。⁽⁴⁾」

さらに、山本議員の主張は党派を超えて国会議員に大きな影響を与えた。山本議員が幹事長となって、超党派の「増税によらない復興財源を求める会」が次にみる声明文を発表した。

(2) 超党派国会議員「増税によらない復興財源を求める会」の声明文

平成二三年六月一六日、党派を超えた国会議員で構成される「増税によらない復興財源を求める会」が声明文を発表した。声明文では、次のように述べられている。

「大震災から三ヶ月を過ぎ、復興財源の在り方が問われ始めています。増税で財源を賄おうという案もありますが、その場合国民一人当たり数十万円にも上る大増税になる可能性があり、これでは十年以上もデフレが続いている日本経済へのダメージははかり知れません。…今は、国債や埋蔵金など増税によらない復興財源を見出すべきです。…よって、以下の理由から我々は、まず第一歩として、政府と日銀の間で政策協定（アコード）を締結し、必要な財源調達として政府が発行する震災国債を日銀が原則全額買い切りオペするよう求めます」。

この声明決議文は超党派の国会議員二二一名が署名した。内訳は民主党一一三名、自由党六五名、みんなの党一六名、公明党二名、国民新党・新党日本五名、社会民主党四名、無所属三名となっている。ねじれ国会の中で党派を超えて二二一名が署名したこと、与党の民主党が署名の過半を占めている点が注目される。

声明決議文や山本議員の理論は、岩田規久男氏などの主張がバックボーンとなっている。そこで、岩田氏の論理構成をみていくことにしたい。

(3) 岩田規久男『経済復興』（筑摩書房 二〇一一年五月）の論理構成

本書の眼目は、どうすれば大震災後の経済を立てなおせるかにあるとして、次のように述べている。「甚大な直接・間接の被害から復興を果たすためには、膨大な公的資金を必要とする。そこで、まず、そうした公的資金をどう調達するかという問題を解かなければならない。本書では、日本経済が長期にわたってデフレ不況にあることを考慮して、復興財源を増税ではなく、復興国債の発行に求めている。さらに、その復興国債を民間に売却するのではなく、日本銀行に引き受けさせることを提言している」⁽⁵⁾

その根拠については、本書のはしがきで要約している。要点は以下のように整理できるだろう。⁽⁶⁾

・ 国債の日銀引受発行は「禁じ手」として反対する人が多いが、国債の日銀引受そのものがインフレを引き起こすのではない。高橋是清が工夫した国債日銀引受発行による財政金融政策は成功し、インフレを招くことなく、経済危機から脱出することができた。

・ インフレが亢進するのは二・二六事件以降のことであり、政府が軍事費を調達するため、日銀引受によって国債発行を続けたからである。従って、国債の日銀引受発行がインフレをもたらすかどうかは、発行方式による

のではなく、その時の経済条件と、いつまで日銀引受を続けるかに依存する。

・従って、デフレによって経済が停滞している今日の日本では、国債の日銀引受発行でインフレを招くことはない。

・また、「インフレ目標値」を設定し、日本銀行にその達成を義務付ければ、国債発行額はインフレ目標値の範囲にとどまり、インフレを招くことはない。

・インフレ目標値は、当分の間、三〜四%が適当である。インフレ目標値の設定により財政規律は守られる。インフレ目標値を守るには、国会の議決によって復興国債発行額をインフレ目標値の限度に留めればよい。

本書が指摘するように、国債日銀引受発行が開始された昭和七年一月から昭和一〇年後半まで、インフレを招くことなく物価は安定していた。また、昭和四〇年代の国債発行は、事実上、日銀引受であったが、財政インフレは生じなかった。高橋財政期は遊休生産力があり、昭和四〇年代の国債発行額は成長通貨供給量の範囲内に留まっていたからである。国債日銀引受発行が直ちにインフレを招くということはない。

しかし、本書の主張もふくめ、国債の日銀引受発行には重大な問題を内包している。次にみていこう。

(4) 国債日銀引受論の問題点

まず、高橋財政期と今日との歴史的条件の違いである。高橋財政期には、金解禁によって金融は逼迫し、かつ、高金利であった。国債を市中公募で発行しようとしても、金融機関には国債引受資金が枯渇していた。そこで、高橋蔵相は国債発行を開始する前段階として公定歩合や預金金利を引き下げ、その上で、「窮余の一策」として日銀引受を創意工夫した。低利の国債を日銀が引き受け、財政資金が市中に散布された頃を見計らって、売りオ

ペを行った。売りオペが成功している間は、日銀引受であっても市中公募と同じである。売りオペによって低利
国債の利回りが市場金利の基準金利となり、低金利政策が推進された。当時においては、日銀引受は「金融緩和」、
「金利低下」、「有効需要の創出」という「一石三鳥」の歴史的役割を果たした。現在は当時と異なり「資金余剰」、
「預貯金金利と公定歩合はゼロ」、「財政支出の乗数効果ゼロ」である。

次に、「インフレ目標値」による財政規律の維持についてである。インフレ目標値については、インフレ目標
値のコントロールは可能か、という問題がある。仮に政府が目標値を決めても、これでは会計担当者が会計監査
を兼任することになり、監査機能を果たすことができない。また、三〜四%のインフレになれば、国債金利も同
様に引き上げられる。現下の国債市場が内包する最大の危機は、国債金利が上昇すれば利払費が急増し国債危機
が顕在化する点である。新規債と借換債の発行額は、毎年、一五〇兆円規模であり、国債金利が上昇すれば、国
債費の急増によって一般歳出が圧迫され財政破綻する。インフレ目標値は理論的にも現実的にも無理がある。

更に、国債日銀引受発行は国債に対する市場の信認を低下させる。今日までのところ国債格付けの引き下げ要
因は政治リスクだけである。市場は増税の余地が残されていると判断し、国債相場は安定している。政府債務残
高が更に膨張し、その歯止めに疑問符がつけば、担税能力に対する信頼が失われ、国債格付けは引き下げられ、
国債市場価格の暴落は避けられない。

国債日銀引受論は、今日では「窮余の一策」でもなければ「妙手」、「一石三鳥」でもなく、「禁止手」であり
「劇薬」である。

3 外貨準備活用論

(1) 『米国債を売れ』

復興財源の調達は、何も増税や復興債発行に頼らずともよい、政府の資産を売却すればよい、という提案がある。その代表例が外貨準備活用論であり、政府が保有する米国債を売却すれば、復興財源を調達できるという提案である。

日本の外貨準備は、平成二三年四月末時点で一一三五億ドル（約九二兆円）に達し、内訳は外貨建て証券が九二％となっている。詳細は公表されていないが、このうち約七割が米国債だとみられている。この外貨準備は過去二〇年間で一六倍に膨れ上がった。

六月一四日号の週刊エコノミスト誌は、外貨準備を復興財源にするため『米国債を売れ』と特集し、賛成論と反対論を掲載している。

まず、賛成論をみていこう。根津利三郎「復興財源に外貨準備を活用せよ」では、次のように論じている。復興財源をめぐって増税か国債発行かという路線対立にはまり込んでいるが、まずは日本政府が積み上げた巨額の外貨準備の取り崩しで対応すべきではないか。巨額の外貨準備は、過去二〇年間、政府が為替介入をして円売り・ドル買いの操作を繰り返したからである。今日では為替介入の必要はない。為替レートは原則市場に任せており、外貨建て国債もないので外貨準備を保有し続ける理由は見当たらない。

谷内満「政府は外貨準備の八割を売却せよ」では、外貨準備は政府の借金によって賄われている、この外貨準備は大きな為替リスクを背負っているから、リスクを回避するため外貨準備八割を売却せよ、と主張している。

高橋洋一「変動相場制の国に外貨準備は必要ない」は、変動相場制を採用している先進国に日本のような巨額

の外貨準備を積み立てている国はない、廃止すべきだ、と論じている。

外貨準備活用論については、洛陽の紙師を高めた『国家は破綻する』（日経BP社 平成二三年三月）の共著者であるラインハート女史も同じ提言をしている。⁽⁷⁾

(2) 榎原英資氏の反論

これに対して、榎原英資「外貨準備を減らせば円高になる」が反論している。まず、米国債を売却して復興財源に充当することは、復興債発行と同じ点である。政府の保有する米国債は外為証券という政府の借金によって調達されている。米国債を売却すればこの借金を返済する必要がある。返済資金を復興財源に充当するのであれば、政府短期証券が復興債と入れ替わっただけのことであり、復興債発行と同じことになる。

次に、兆単位で外貨準備を取り崩せば、為替市場におけるドル売り介入となり、必ず円高になる。一兆一〇〇億ドルの外貨準備が積み上がったのは、過去において巨額のドル買い介入の産物であり、一兆ドル強の外貨準備が維持されてきたのは、もし減らせば円高になるとの判断からである。

変動相場制を採用している国は外貨準備を持つ必要がないという主張については、マーケットの変動に従うという覚悟があれば正論である。だが、現実に六〇円台、七〇円台になれば、必ず円高阻止の声が上がるだろう。また、極端な円安になった場合に備えて、ある程度の外貨準備を持つ必要がある。介入によってマーケットの雰囲気を変えることができるからである。

榎原氏の外貨準備活用論に対する反論は説得的である。昨今の米国債務危機によって、七月二九日、一ドルが七六円七二銭まで上昇し、戦後最高値の一ドル七六円二五銭の更新を伺う展開になってきた。このため、財務相

は為替介入を排除しないと述べるに至った。⁽⁸⁾ また、ユーロ危機によって、ユーロがドルに代わる基軸通貨というストーリーは夢物語、ということが明瞭になった。当分の間、基軸通貨としてのドルの地位に変わりはない。米欧の債務危機が円相場に深刻な影響を与えている今日、榊原氏の反論は一段と説得力をもつ。

4 復興構想会議の提言

(1) 東日本大震災復興構想会議の設置

東日本大震災からの復興計画の青写真を描くため、平成二三年四月一日、菅内閣は「東日本大震災復興構想会議」を設置することを決定した。議長は五百旗頭真・防衛大学校長、議長代理は建築家の安藤忠雄氏と御厨貴・東大教授、特別顧問に哲学者の梅原猛氏が就任した。構想会議のメンバーは二五名、検討部会は一九名で構成され、異なる多様な分野から復興青写真を作成するに相応しいメンバーが選出された。

平成二三年四月一四日から六月二五日までの間、構想会議は一二回の審議に加えて現地視察を行い、検討部会では八回の審議と一六回のワークショップが開催された。そして、平成二三年六月二五日、「復興への提言」悲惨のなかの希望」が公表された。

なお、平成二三年六月二四日に東日本震災復興基本法が公布され、一八条以下で構想会議の設置根拠・権限等が定められた。構想会議の提言は、法的にもこれから始まる復興の青写真となるはずのものである。

(2) 提言の骨子と特徴

六月二五日に公表された資料は本文、図表、提言資料編（作成中）である。本文の冒頭で「復興構想七原則」

が掲げられ、復興への決意と方針が示されている。「今を生きる私たち全てがこの大災害を自らのことと受け止め、国民全体の連帯と分かち合いによって復興を推進するものとする」（原則七）として、復興の決意が述べられている。また、「被災地域の復興なくして日本経済の再生はない。日本経済の再生なくして被災地域の真の復興はない。この認識に立ち、大震災からの復興と日本再生の同時進行を目指す」（原則五）として、復興の基本方針が示されている。

冒頭で述べられている復興七原則は、日本国民の総意であり、決意でもある。映像で流れる大震災の現実をみて、等しくこの思いを抱いた。

本文は復興の青写真であり、「新しい地域のかたち」、「くらしとしごとの再生」、「原子力災害からの復興について」、「開かれた復興」の四章から構成されている。本文では具体的な提言が述べられているが、この提言について「結び」で次のように述べている。

「われわれは、まず、『減災』の考え方に基づく市町村主体の新しい地域づくりの方法を提案した。次いで、地域再生のため、さまざまな産業の活性化の方向性を提示した。さらに、原子力災害に対する対応策を示すとともに、再生可能エネルギー推進による、日本のエネルギー構造の新たな方向を提唱した。その上で、つながり支えあうことによる開かれた復興への道筋を提起した。大震災からの復興の槌音が、日本全体の再生に結びつくことをわれわれは深く願う」。

復興構想会議・検討部会の多様な構成メンバー、審議の過程、提言の具体的な内容を見ると、復興構想会議はフランスのサルコジ大統領が任命した日本版ジャック・アタリ委員会といえるだろう。

(3) 復興のための財源確保

提言の本文第二章で、復興のための財源確保について、次のように述べている。

「財源の議論なくして復興は語れないし、復興の姿なくして財源の議論も語れない。未曾有の被害をもたらした今回の震災からの復興を考える時、この考えが基本となる。：

わが国の財政を巡る状況は、阪神・淡路大震災当時よりも著しく悪化し、社会保障支出の増加等による巨額の債務も、これからの世代に負の遺産として残されている。さらに、わが国の生産年齢人口は今後一〇年で一割も減少するなど大幅な減少が見込まれており、次の世代の一人当たりの負担には著しい増加が見込まれている。海外の格付け会社も、復興のあり方とわが国の財政健全化の取組に懸念を示している。

こうした状況を鑑みれば、復旧・復興のための財源については、次の世代に負担を先送りすることなく、今を生きる世代全体で連帯し、負担の分かち合いにより確保しなければならない。政府は、復興支援策の具体化にあわせて、既存歳出の見直しなどとともに、国・地方の復興需要が高まる間の臨時増税措置として、基幹税を中心に多角的な検討をすみやかにを行い、具体的な措置を講ずるべきである。この点は、先行する需要を賄う一時的なつなぎとして『復興債』を発行する場合には、日本国債に対する市場の信認を維持する観点から、特に重要である」。

復興財源の確保に関する提言は、極めて明瞭である。まず、復興財源は次の世代に負担を先送りすることなく、今を生きる世代全体で負担を分かち合わねばならない、と強調している。復興財源は既存歳出の見直し、基幹税を中心とする臨時増税、償還財源に裏付けられた復興債の三つを明示し、かつ、復興財源をこの三つの組合せに限定しているのである。

三つの財源調達について、具体的な方策の言及はない。基本的な方針だけを明示し、具体的な方策については、政府の決定に委ねている。そして、最後に「政府が、この『提言』を真摯に受け止め、誠実に、速やかに実行することを強く求める」と結んでいる。

5 復興財源調達の政治経済学

(1) 復興基本方針の政府原案

復興構想会議の提言を受けて、政府は復興基本方針の原案を作成した。七月二四日の日本経済新聞は、復興基本方針原案のポイントを次のように伝えている。

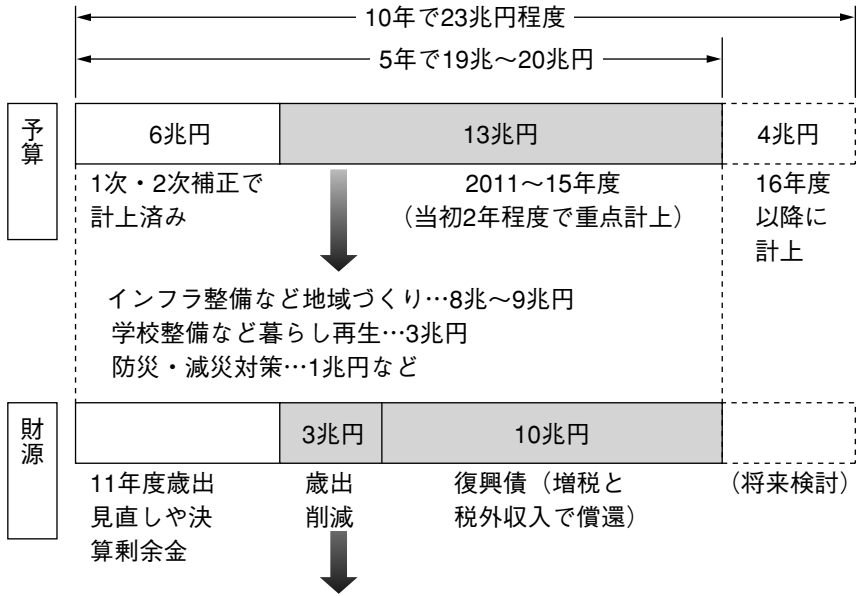
- ・ 復旧・復興の総額は二三兆円程度
 - ・ 当初五年間を「集中復興期間」と位置付け、一九〇二〇兆円を投入
 - ・ 一次・二次補正を除く一三兆円を三次補正予算以降に分割計上。歳出削減で三兆円、所得税や法人税など基幹税の臨時増税と税外収入で一〇兆円を賄う。
 - ・ 将来は法人税の実効税率五%下げを実現。
 - ・ 規制・制度の特例を迅速に実現する「復興特区」を導入。
 - ・ 事業規模は原子力発電所事故などの状況に応じて見直し。
- 図表3は、政府原案を図解したもので、予算と財源の内訳、タイムスケジュールが示されている。
- 復興財源については、次のように復興基本方針の政府原案を詳しく報じている。

「一次・二次補正予算を除き今後五年間で必要となる一三兆円のうち、三兆円は歳出削減でひねり出す。子ども

も手当見直しや高速道路無料化の中止により歳出を年六〇〇〇億円削減、これを五年間続ける。残りの一〇兆円は赤字国債と区別して発行する復興債で調達し、国有地売却特別会計の積立金取り崩しなど税外収入と臨時増税で五年をメドに償還する方向だ。…復興予算と復興債は別枠扱いとする方針だ。どの税をどの程度上げるかは基本方針に盛り込まず、八月下旬以降に議論する。…必要な臨時増税の規模は最大一四兆円まで膨らむ見通し」。

七月二六日には、復興債の償還財源について政府原案を次のように伝えている。「政府は二六日、東日本大震災の復興財源を賄うため一〇兆五千億円の復興債を発行する方針を固めた。償還財源は臨時増税で一〇兆三千億円、税外収入で二千億円。臨時増税は所得税、法人税を念頭に『現行税制に対する付加的な定率増税』を明記する。同日夕の復興対策本部へ報告し、与党と協議を経て二九日にも正式決定する」。

図表3 復旧・復興予算と財源（政府原案）



子ども手当見直しや高速無料化中止（年6000億円程度）

（出所）日本経済新聞 2011年7月24日

政府の復興基本方針原案は復興構想会議の提言に沿うものであり、提言の基本方針を具体的な現実の政策に反映したものと見える。臨時増税一〇兆円を明記し、復興債は臨時増税で担保されること、臨時増税は所得税と法人税だと踏み込んだこと、復興債の償還は五年をメドとすること等、復興構想会議の提言に応える内容となっていた。

(2) 修正を余儀なくされた政府原案

政府原案が示された七月二七日、民主党の党内討議で臨時増税に反対の大合唱が起こった。復興に必要な歳出額には異論は無かったが、財源については国債で賄えばよい、との異論である。七月二八日の新聞報道によると、「これまで毎年何十兆円も借金しているのに、復興債だけ特別に増税で償還すると決める必要はない」という主張であり、「増税論を唱えれば次の選挙で落選する」との恐怖があるからだ、と報じている。⁽¹¹⁾

七月二九日に決定された復興基本方針は、原案の復興期間や歳出額については修正されなかったが、民主党内の大反対で所得税や法人税など基幹税による一〇兆円増税を明記することができなかつた。復興債の償還期間についても定めることができず、償還期間は今後の課題とされた。⁽¹²⁾

修正された復興基本方針では、増税議論が振出しに戻った。復興債は従来の国債と区別して管理することになったが、償還財源は不透明であり、財政規律の維持に不可欠の償還期限も不透明である。復興基本方針は、構想会議の提言と異質な方針といわざるをえない。

伝えられる政府原案の党内議論を振り返ってみると、今後、復興債の借換え、赤字国債や建設国債の増発、更には国債日銀引受発行の提案がなされても不思議ではない。日本の財政が危機に直面している現状が完全に忘れ

去られている。

(3) 復興債発行の政治経済学

民主党内の認識とは対照的に、日本国民は財政危機を認識し、大震災の痛みを共有している。日本経済新聞とテレビ東京が七月二九日から三一日に実施した世論調査では、東日本大震災の復興財源を臨時増税で賄うことは五九%が賛成し、反対の三二%を大幅に上回っていた。⁽¹³⁾ 前回の五月二七日から二九日に実施した世論調査では、復興財源としての増税に反対が四六%と賛成の四四%を上回っていた。⁽¹⁴⁾ 今回の調査で賛成が反対を大幅に上回ったのは、復興構想会議の提言に国民が共感したからである。復興債の担保となる臨時増税に、国民は賛成しているのだ。

臨時増税は復興債発行の焦点となった。臨時増税の賛否を巡って、復興債発行は政治経済学の問題となつていく。第三次補正予算でこの問題が議論の焦点となるが、如何なる理論で臨時増税の賛否が議論されるか、次の世代に負担を先送りしないために、しっかりと見定める必要がある。

注

- (1) 東日本大震災復興構想会議「復興への提言」平成二三年六月二五日 一頁参照
- (2) 山本幸三ホームページ <http://www.yamanotokozo.com/news/20110317.htm>
- (3) 平成二三年三月三〇日 テレビ朝日ニュース
- (4) 毎日新聞 四月一日(金) 二〇時四九分配信

- (5) 岩田規久男『経済復興』筑摩書房 平成三年五月 一一頁
- (6) 同上 九〇一六頁
- (7) 「週刊エコノミスト」平成三年六月一四日号 松浦肇「有事の備えを今こそ使うべきだ」参照。
- (8) 日本経済新聞 七月三一日
- (9) 日本経済新聞 七月二八日
- (10) 日本経済新聞 七月二六日
- (11) 日本経済新聞 七月二八日
- (12) 日本経済新聞 七月三〇日
- (13) 日本経済新聞 八月一日
- (14) 日本経済新聞 五月三〇日

(なかじま まさたか・特別嘱託研究員)

再生可能エネルギーファンドの現状

松尾 順介

はじめに

福島原発事故以降、原発の安全性だけでなく、その効率性や経済性への疑問が高まっている。さらに、電力などエネルギーへの関心も強まり、再生可能エネルギーへの関心や期待が強まっている。

本年の株主総会でも、原発事故や今後の原発のあり方をめぐって、東京電力をはじめとする電力各社の総会がメディアの注目を集めたが、それ以外の企業でも再生可能エネルギーの取り組みが議論され、ソフトバンクのように定款変更を行い、事業目的に加える企業も出てきている。

すでに商社やメーカーは、海外において再生可能エネルギー関連の研究開発や投資を進めており、今後は、国内での本格的な展開が予想される。特に、大手商社は、風力発電事業などに相当額の投資を海外で行っている。また、電機メーカーは、国内での拡大を視野に入れた取り組みを強化している。

このように、日本企業にとって再生可能エネルギーへの取り組みは、その成長戦略の中に位置付けられるようになってきている。したがって、その普及・拡大を促進することは、政府にとって重要な産業政策といえるだろう。

本稿では、再生可能エネルギーの取り組みについて、市民からの出資を募る市民出資型ファンドと機関投資家や金融機関から出資を募る大型ファンドの事例を紹介した上で、両者のメリットとデメリットを比較検討し、今後の展開を考察する。

1 再生可能エネルギーとは

再生可能エネルギー⁽¹⁾とは、自然エネルギーと同義として用いられ、具体的には、太陽エネルギーに由来する太陽光・熱、風力、波力、海洋温度差、地下マグマに由来する地熱および地中熱、引力に由来する潮力、さらに小水力およびバイオマスが含まれる。小水力の定義は明確ではないが、発電用ダムではなく、自然の水流の高低差を利用するもので、出力一万kW以下のものを指している。また、バイオマスとは、元来生物資源量という意味であるが、動植物に由来する有機物で、エネルギー源として利用可能なものとされる（ただし、原油、石油ガス、可燃性天然ガス、石炭などは除く）。具体的には、一次産業系資源（木質系・農畜産系）と廃棄物系資源（一般廃棄物・工業廃棄物）にわかれる。日本では、一般廃棄物および産業廃棄物由来のバイオマスが九割以上を占めている。一般廃棄物を利用したのものとしてはごみ処理場での発電施設が挙げられ、産業廃棄物を利用したものは、木くず、建築廃材などを原料としたものが中心である。

ところで、再生可能エネルギーは、莫大な要素賦存量があるものの、それがどの程度導入可能かどうか注目されるところである。

これについては、様々な試算や推計があるが、国内での導入可能量を包括的に試算したものととして、ここでは環境省の「再生可能エネルギー導入ポテンシャル調査⁽²⁾」を紹介する。この調査は、今後の再生可能エネルギー導入普及施策の検討のための基礎資料とするため、二〇〇九（平成二二）年度と二〇一〇（平成二二）年度に行われた。特に、この調査で注目される点は、現在国会審議中の再生可能エネルギー全量固定価格買い取り制度（以下、FIT制度⁽³⁾）が導入された場合、どの程度の導入ポテンシャルが具現化するかをシミュレーションしている点である。なお、この調査報告書では、用語は以下のように定義されている。①賦存量・設置可能面積、平均風

速、河川流量等から理論的に算出することができるエネルギー資源量。現在の技術水準では利用することが困難なものを除き、種々の制約要因（土地の傾斜、法規制、土地利用、居住地からの距離等）を考慮しないもの。②導入ポテンシャル..エネルギーの採取・利用に関する種々の制約要因による設置の可否を考慮したエネルギー資源量。種々の制約要因に関する仮定条件を設定した上で推計される。賦存量の内数となる。③シナリオ別導入可能量..事業収支に関する特定のシナリオ（仮定条件）を設定した場合に具現化が期待されるエネルギー資源量。導入ポテンシャルの内数。対象エネルギーごとに建設単価等を設定した上で事業収支シミュレーションを行い、税引前のプロジェクト内部収益率（PIRR）が概ね八・〇%以上となるものを集計したもの。なお、ここでのシナリオとしては、F I T対応シナリオ、技術革新シナリオ、補助金対応シナリオである。

この調査結果は、図表1であり、その概略は以下の通りである。①導入ポテンシャル..太陽光（非住宅系）一・五億kW、風力一八・六億kW、中小水力一四〇〇万kW、地熱一四〇〇万kWである。②シナリオ別導入可能量..F I T対応シナリオでは、風力一・四億kW、太陽光〇kWである。また、F I T+技術革新シナリオでは、風力四・一億kW、太陽光七二〇〇万kWである。さらに、F I T+技術革新+補助金シナリオでは、太陽光は最大一億kWとなる。これらの調査結果には、データや想定数値などの点で様々な課題はあるが、国内の最大需要量が約一・八億kW（最低四〇〇〇万kW）であることを考えれば、相当なポテンシャルが存在する。

2 立山アルプス小水力発電事業

現在、全国初の市民出資ファンドによる小水力発電事業が進められている。このファンドの募集を行っているのは、長野県飯田市で太陽光発電ファンドを設立・運用している「おひさまエネルギーファンド株式会社」であ

図表1 各種再生可能エネルギーの賦存量・導入ポテンシャル・シナリオ別導入可能量（設備容量：万kW）

エネルギー	小区分	賦存量	導入ポテンシャル	シナリオ別導入可能量		補助シナリオに基づく導入可能量	
				基本シナリオ1 (FIT対応シナリオ)	基本シナリオ2 (FIT+技術革新シナリオ)	補助シナリオ1 (基本シナリオ1+補助金)	補助シナリオ2 (基本シナリオ2+補助金)
太陽光発電 (非住宅系)	公共系建築物		2,315	0	0~1,039	0~1,039	1,039~2,069
	発電所・工場等		2,896	0	17~1,392	0~1,392	1,401~2,043
	低・未利用地		2,735	0	0~129	0~129	129~286
	耕作放棄地		6,983	0	0~4,661	0	4,315~5,785
	小計		14,929	0	17~7,221	0~2,560	6,884~10,183
風力発電	陸上風力	132,233	28,294	2,437~13,764	27,374	12,930~26,485	28,294
	洋上風力		157,262	0~300	14,108	31~32,782	124,383
	小計	(132,233)	185,556	2,437~14,064	41,482	12,961~59,267	152,677
中小水力発電	河川部	1,655	1,398	90~284	406	243~517	710
	農業用水路	32	30	16~20	24	22~26	29
	上下水道・工業用水道	18	16				
	小計	1,705	1,444	(106~304)	(430)	(265~543)	(739)
地熱発電	熱水資源開発	2,357	636	51~408	446	152~434	459
	150℃以上						
	120~150℃	108	33	0	0	0	0
	53~120℃	849	751	0	0	0	0
	温泉発電	(72)	(72)	57~68	72	0	0
	小計	3,314	1,420	108~476	518	152~434	459

- ※1 上記の数値は設備容量（kW）単位であり、再生可能エネルギーによって標準的な設備利用率も異なるため、異なるエネルギー間で単純な比較はできない。
- ※2 上記の数値は既開発分を含んだものとして推計した。但し既開発分は事業採算性以外の観点で導入されているものが少なく、単純な比較はできない。
- ※3 補助シナリオとして、本表では事業費1/3の補助金導入を想定したシナリオ（熱水資源開発のみ調査費100%補助を含む）を掲載した。
- ※4 太陽光発電の耕作放棄地は、21年度調査では「低・未利用地」の一区分にしていったが、他の低・未利用地と導入可能量の推計方法等が異なるため、別途区分した。
- ※5 風力発電は地域偏在性が極めて強く、電力系統に与える影響等を別途検討する必要がある。
- ※6 中小水力における上下水道・工業用水道の値は、21年度調査における推計値を引用した。このことへの対応は今後の課題となる。
- ※7 地熱発電のうち温泉発電は、53~120℃の低温域を活用したバイナリー発電の一部になるが、自然湧出温泉又は既開発温泉を活用するため、ニシヤルコストが低減できるので、シナリオ別導入可能量等においては外数となる。

る。以前に紹介したように⁽⁴⁾、同社設立の背景は、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、太陽光発電事業を営んでいたNPO法人「南信州おひさま進歩」が事業の受け皿となり、同社を設立した。現在、同社は、二〇〇五年に南信州おひさまファンド、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（それぞれ二億一五〇万円、四億六二〇〇万円、七五二〇万円）を募集し、現在これら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。

現在、同社が募集の取り扱いを行っている小水力発電事業が、「立山アルプス小水力発電事業」である。同ファンドは、富山県の立山アルプスを水源とする小早月川に建設される小水力発電事業（最大出力一〇〇〇kW）に総額一一億円の投資を行う（ただし、市民出資分は最大七億八一〇〇万円であり、残りは環境省平成二二年度二酸化炭素排出抑制対象事業補助金によって充当される）。この事業対象地域の早月川は、水量豊富で、平均勾配八・三%の全国屈指の急流であり、その支流が小早月川である。ここに小水力発電設備を建設することになる。

この発電事業は、特定規模電気事業者（Power Producer and Supplier：PPS）もしくは北陸電力に対して、料金単価を設定・契約した上で、売電を行うことで収益を得るものである。募集時点での買い取り価格は、一二円/kWhを基本に契約交渉を行っている（ただし、この金額が変動する可能性がある）。買い取りについては、同事業はRPS法⁽⁵⁾の対象となっている。

同ファンドは、匿名組合であり、開発（建設）事業および発電事業に出資するA号匿名組合と、開発（建設）事業のみに出資するB号匿名組合にわかれる。A号匿名組合は、募集金額（最大）五・八億円であり、出資期間

は二〇一一年～二〇一九年（ただし、分配金計算期間は二〇一二年～二〇一九年）、申込単位五〇万円、目標年間利回り三%、募集期間二〇一〇年九月～二〇一二年三月末である。また、B号匿名組合は、募集金額（最大）二億一〇〇万円であり、出資期間は二〇一〇年～二〇一二年（分配金計算期間も同じ）、申込単位三〇〇万円、目標年間利回り七%、募集期間二〇一〇年九月八日～二〇一〇年一月二六日であった（すでに募集終了）。出資のリスクや手数料など、重要事項については、おおむね同社が募集の取り扱いを行った、太陽光発電ファンドと同じである。

このファンドによる発電事業の事業主体は、株式会社アルプス発電である。同社は、二〇〇五年九月に富山県下の個人が出資して設立され、富山県滑川市に本社を置く、小水力発電事業者である。同社は、二〇〇六年ごろから早月川支流の砂防ダムを利用した小水力発電事業を計画しており、この事業もそのひとつとされる。

ファンドの分配金支払計画は、A号出資者の場合、一～六年目まで利益配当（目標利回り・三%）と元本の分割返済が行われ、七年目に利益分配と元本残額の全額償還が行われる。具体的には、一口出資五〇万円の場合、一～六年目は、毎年一万五〇〇〇円の出資金返済と各年毎の出資残高に応じた利益分配（一万五〇〇〇円～一万二七五〇円）が行われ、七年目に出資金残高四一万円およびその残高に応じた利益分配（一万二三〇〇円）が行われる。なお、目標とする利益を下回った場合、その不足額は次期以降の現金分配で補填される。他方、B号出資者は、二〇一〇年の払い込みに対して、二〇一二年六月末に元利一括して現金分配が行われる（図表2参照）。直近時点の募集状況は、累計六億一八〇〇万円に達している（二〇一一年七月二七日現在⁷⁾。また、六月末で工事進捗は約六〇%（建屋完成、タービンおよび水路に導水管設置中）で、ほぼ予定通りとのことである。さらに、売電先は、特定規模電気事業者の株式会社エネットに確定し、すでに最終契約書を締結している。

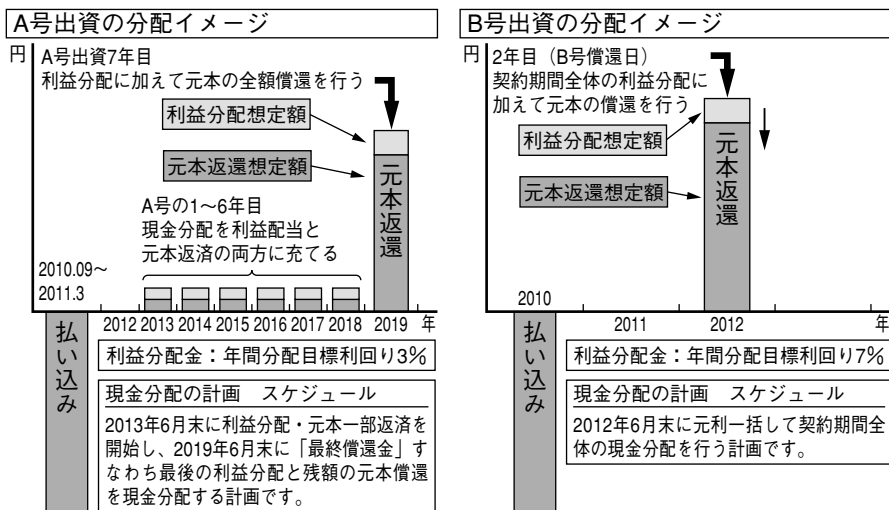
3 備前グリーンエネルギー株式会社の事例

ここで紹介する「備前グリーンエネルギー株式会社」（岡山県備前市吉永町）は、バイオマスや太陽エネルギーなど省エネ製品の導入促進をビジネスモデルとしたコンサルティング会社であり、市民出資型のファンドも活用してきた実績を有している。

同社は、二〇〇五年一月二月に設立されたが、その設立の背景は、約二〇年前に産廃処理場を住民投票で阻止したことにさかのぼる。同市では、この市民運動が契機となって環境問題に対する意識が高まり、同市は二〇〇五年度環境省「環境と経済の好循環のためのまちモデル事業」に選定された。この事業の推進主体は、「備前みどりのまほろば協議会」であり、その傘下の株式会社として設立されたのが、同社である。

同社の経営理念は、「環境とエネルギーのコンサルティング事業を通じて、環境に優しい豊かな人間社会を実現し、環境と経済の好循環のまちづくりを目

図表2 「立山アルプス小水力発電事業」の分配金支払い計画



* 上記の現金分配計画図は、本書作成日時時点の事業計画と契約上の分配ルールに基づき作成したものであり、将来を保証するものではありません。

(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。

指す」ことであり、経営の主軸は、省エネ・E S C O 事業である（E S C O とは、Energy Service Company の略称）。この事業は、同社のスタッフが対象企業または施設のエネルギー使用量を把握し、快適性の向上・光熱費の省コスト化・〇〇排出削減等のために最適な設備を組み合わせて導入し、それら設備の運転・維持・管理・資金調達などを総合的に手掛ける。さらに、行政からの補助金の申請なども併せて行う。さらに、同社では、単なる省エネ事業とE S C O 事業を区別しており、後者は、省エネによるコストカットの金額を保証しており、これを超過した場合は、対象企業ないし施設に対して超過分が支払われる。

具体例としては、図表3の事例のように、改修前の年間コスト六六七〇万円を三七八〇万円に削減する計画を立案し、設備の改修を遂行する。これによって、年間二八九〇万円のコスト削減が可能となるが、改修後一二年間は、コスト削減分のうち二四四〇万円をE S C O サービス料として同社が徴収するため、対象事業者（市）の利益は四五〇万円となる。ここで徴収されるサービス料には、設備リース料、メンテナンス費用、保険料、租税、同社利益が含まれる。ただし、この契約では一二年が経過すると、一二年目から当該設備は対象事業者の帰属となるため、上記サービス料は不要となり、対象事業者のコスト削減は二八九〇万円となる。設備の減価償却期間を一五年とすると、対象事業者の利益は一億二〇〇万円となる。この事例のキャッシュフローは、図表4のように、工事費用は二億五七〇〇万円で、そのうち補助金は半額の一億二八六〇万円で、残りが新規のファイナンスとなる。対象事業者は、この工事費用を一年間にわたりE S C O サービス料として支払い、その後はこれが不要となるため、対象事業者のメリットは、ほぼ補助金額相当となる。

なお、この事例では、E S C O 事業者が設備投資を代行する方式（シェアード方式⁸）であり、E S C O 事業者は対象事業者に設備をリースすると同時に、そのための資金調達が必要となる。

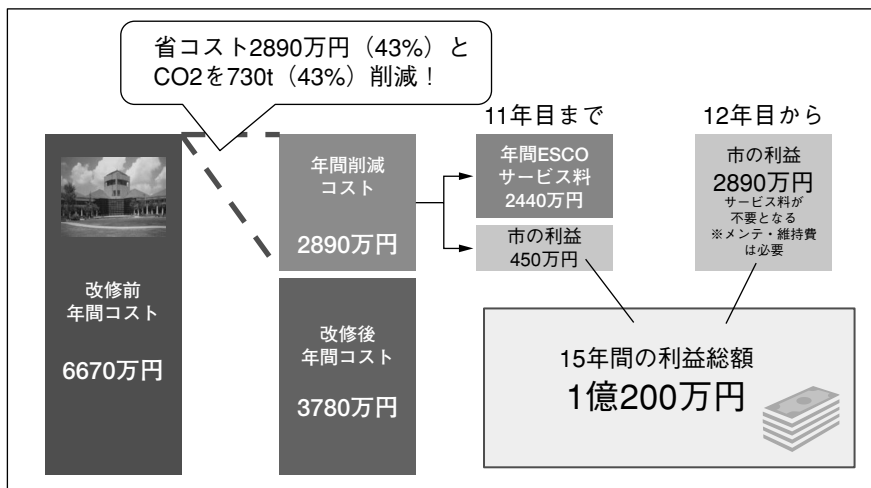
同社では、上記協議会とともに、設立当初から「備前みどりのエネルギーファンド」を設立し、市民出資を募った。このファンドは、一口一〇万円が目配当年間二・一％のA号と、一口五〇万円と同二・六％のB号からなり、一〇年契約のA号は三〇〇〇口、一五年契約のB号は三八〇口、総額四億九〇〇万円を二〇〇六年三月から五月にかけて募集し、交付金四億五〇〇万円と併せての運用を計画・実施した。ここには、先のESCO事業の設備投資資金が含まれている。ただし、市民出資分は結果的に募集目標金額を下回った金額しか集まらなかったが、運用実績は現時点まで計画通りに推移している。

なお、市民出資を募ったのは、このファンドだけであり、その後の資金調達は主に地方銀行を中心とした金融機関からの借り入れである。その理由としては、市民出資が目標通り集まらなかっただけでなく、金融機関借入の方が調達コストが安

図表3 備前グリーンエネルギー株式会社のESCO事例

事例：提案概要（シェアード方式）

●ESCO事業（例）：プロポーザル優秀賞（次点）の提案
補助金ありの場合をモデルとした場合、ESCO契約期間を15年として算出すると以下の事業となる。



（資料）同社「ESCO事業の概要」より。

いことも挙げられる。今のところ会社では市民出資を募る予定はないとのことである。

4 グリーンパワーインベストメントの事例

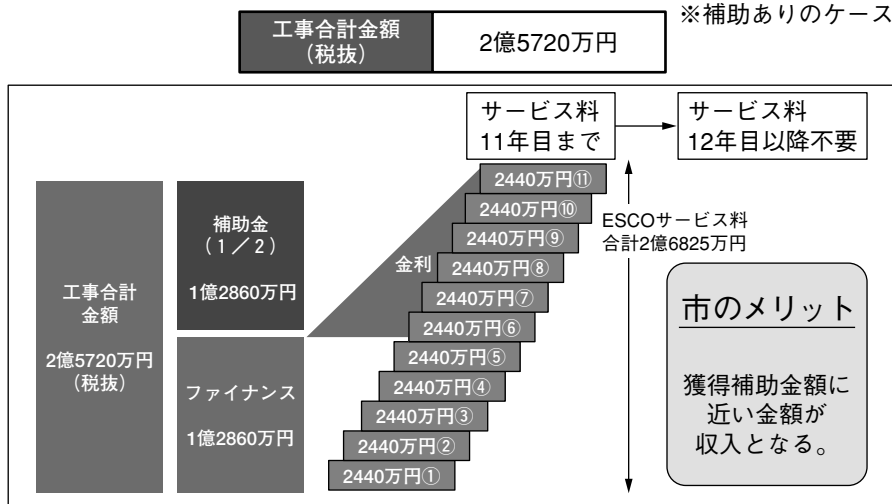
上記のような市民出資型ファンドではなく、民間金融機関や商社の出資によって設立されたものとして、グリーンパワーインベストメントが挙げられる。⁽⁹⁾ 二〇〇四年九月、同社は三菱商事、住友信託銀行、住商リースなどの出資（各一億円）によって設立された（その後、日本生命、ニッセイキャピタル、大和企業投資、S M B Cベンチャーキャピタルなどが出資し、資本金は九億一五〇〇万円）。同社社長・堀俊夫氏は、トーマン（現、豊田通商）勤務の経験を持ち、電力事業本部長として風力発電事業を立ち上げ、さらにユーラスエナジーホールディングスの代表取締役会長として風力発電事業に取り組んできた実績を持っている。この間、アメリカ・カリフォルニア州の砂漠に、当時世界最大の風力発電施設（六

図表4 同事例のキャッシュフロー（通期）

キャッシュフロー（通期）

●工事金額と補助金の関係性、年間ESCOサービス料の算出について

※補助ありのケース



(資料) 同社「ESCO事業の概要」より。

六〇基、一六・五万kW)を建設した。このようなキャリアを背景として、同社を設立した。なお、堀氏以外の常勤役員も、トーマン勤務の経験を有し、多くはユーラスエナジーホールディングス勤務の経験を有している。

同社の取り組みは、クリーンエネルギーによる発電事業全般、同事業のファンド組成・運用・管理、同じく証券化、同じくコンサルティングであるが、現在は風力発電事業に特化している。また、当初は個別案件ごとの証券化を構想していたが、金額規模が小さく、流動性が確保しにくいいため、証券化は見直し、現在はREITのような上場ファンドを検討している。

なお、同社の風力発電事業の大半は、海外で展開されている点に特徴がある。現在、海外案件は、ポーランド、アメリカ、フランス、スウェーデン、ベルギー、ブルガリアなどであり、操業中の国内案件は高知県大月町のみである。これは、同社設立当初において、国内案件が伸びず、海外案件の比重が高まったためである。同社の国内案件が伸びなかった要因は、以下である。①国内では電力会社と売電契約を締結する際、多くは抽選で発電事業者が決定される。この抽選の競争率が高いため、事業開始の予見可能性は低い。つまり、抽選に参加するためには、風況調査や環境アセス、事業試算などを行う必要があり、多大な労力とコストが発生するが、落選した場合、これらのコストは回収できない。②海外に比べて国内でプロジェクト・ファイナンスの市場成熟度が低く、資金調達が難しかった。特に、海外では建設段階からノンリコースローンが得られるのに対し、国内では自己資金で賄わざるを得なかった。

同社の国内案件としては、大月ウインドファームがある。これは、高知県大月町宿毛湾で、一二基の風車(一万二〇〇kW、総工費二五億円)を建設し、二二〇〇六年九月に完工した事業である。

他方、同社のファンドとしては、「Green Power Development Fund」がある。このファンドは、風力発電の開

発段階に投資するファンドであり、同社株主である、三菱商事、住友信託銀行、日本生命、日本政策投資銀行から総額二〇〇億円の出資を得て、二〇〇八年四月にオランダに設立された。現在、このファンドは、ブルガリア、ポーランド、ベルギー、フランス、スウェーデンにおいて、約九〇〇MW（総事業費二五〇〇億円規模）の開発案件を確保している。

まとめ

以上、再生可能エネルギーの取り組みについて、市民出資型ファンドと機関投資家向け大型ファンドを考察した。

市民出資型は、市民の環境意識向上を促し、エネルギーの地産地消を促すメリットがある。特に、「コミュニティ・パワー三原則」に則った取り組みを進める上でも重要なスキームであると考えられる。この三原則とは、①地域の利害関係者が全部もしくは過半数の所有権を有する、②意思決定は地域に根差した機関が行う、③社会的・経済的便益は地域に分配される、というものであり、数年前から世界風力エネルギー協会（World Energy Power Association）のワーキング・グループが議論を積み重ね、今年五月に採択・発表されたものであり、風力⁽¹¹⁾だけでなく、再生可能エネルギー全般を導入・拡大する上で、重要な指針となるものと考えられる。しかし、その反面、市民出資型ファンドは、出資者が小口分散しているため資金調達コストや労力が多大であるにもかかわらず、出資総額は小規模にとどまらざるを得ない。そのため、多数の施設を建設・運用することでリスク分散を図ることが難しい面がある。また、一般の市民が出資者となった場合、ファンドのスキームに対する理解が十分でなく、これが調達・運用側にとって障害となる可能性もある。

他方、大規模なファンドは、金融機関や機関投資家から巨額の資金を集めるため、資金調達の効率が高く、調達コストも低く抑えることができる。また、巨額の資金でプロジェクトを遂行した場合、リスク分散を図ることも容易である。しかし、その反面、投機的資金が流出し、再生可能エネルギー・バブルを引き起こす可能性もある。さらに、前述の三原則に則った取り組みから乖離する可能性もある。つまり、再生可能エネルギー施設の立地地域は、単なるエネルギーの供給地となり、その便益が必ずしも地域に還元されない危険性も考えられる。

このように両者には、それぞれメリットとデメリットがあるが、今後の一国全体として再生可能エネルギーを導入・拡大するためには、大規模なファンドやプロジェクト・ファイナンスの役割は不可欠である。したがって、大規模プロジェクトを遂行する上で、どのように三原則をとりこんでいくかが課題となるだろう。つまり、地域との親和性を強め、地域社会や地域経済とwin-winの関係を築いていけるかが重要である。また、その課題を克服することで、地域再生・活性化と再生可能エネルギー導入が結びつくものと考えられる。

(謝辞) 本稿を作成するにあたって、永田光美氏(おひさまエネルギーファンド株式会社)、山口卓勇氏(備前グリーンエネルギー株式会社)、吉崎昭一氏(株式会社グリーンパワーインベストメント)には、インタビューに応じていただき、有益な情報と示唆を頂戴しました。感謝申し上げます。

注

(1) 自然エネルギー政策プラットフォーム『自然エネルギー白書二〇二一』、環境エネルギー政策研究所、二〇二一年、四ページ

ーじ、による。

- (2) 環境省HP <http://www.env.go.jp/earth/report/h23-03/index.html> 参照。
- (3) FITとは、Feed-in Tariffの略であり、標準的なコストを参考にしながら、エネルギーの買取価格 (Tariff) を法律で固定価格に設定することでその普及を促す制度である。世界七〇カ国以上で導入されており、その施策効果が評価されている。日本では、二〇〇九年一月から固定価格制度が導入されるようになったが、①太陽光発電に限定されている、②系統への優先接続の原則が示されていない、③固定枠制度と併設されている、等の問題点が指摘されている。大島堅一『再生可能エネルギー政治経済学』東洋経済新報社、二〇一〇年、一六一―一六三ページ、参照。
- (4) 拙稿「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―」『証研レポート』二〇一〇年八月、参照。
- (5) RPSとは、Renewable Portfolio Standardの略で、再生可能エネルギーの利用割合の基準を意味する。この利用割合を高めるため、二〇〇三年四月「電気事業者による新エネルギー等の利用に関する特別措置法」(通称…RPS法)が施行された。同法は、新エネルギー等の一層の普及を図ることを目的とし、電気事業者に新エネルギー等から発電される電気を一定割合以上利用することを義務づけるものである。
- (6) 『日刊工業新聞』二〇〇六年一月二七日、参照。
- (7) おひさまエネルギーファンドHP <http://www.ohisama-fund.jp/contents/tree.html> 参照。
- (8) これに対して、対象事業者が直接金融機関等から資金調達(借入)を行い、設備投資を行う方式は、ギャランティード方式とよばれる。
- (9) 同社については、拙稿「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―」『証研レポート』二〇一〇年八月、において簡単に紹介したが、本稿執筆に際し、同社にインタビューを行う機会に恵まれたので、改めて同

社を取り上げ、インタビュー内容を加えて紹介する。

- (10) 一九八六年一〇月、トーメングループの電力事業としてスタートし、アメリカ・カリフォルニア州、イギリス・ウェールズ、イタリア南部、スペイン・ガリシア州、北海道苫前町などで風力発電所を建設した。二〇〇一年一月、トーメンパワーホールディングスとして分社化され、二〇〇二年一〇月、東京電力の出資を五〇％受け入れ、ユーラスエナジーホールディングスと商号を変更し、現在の出資比率は東京電力六〇％、豊田通商四〇％である。

- (11) World Energy Power Association, http://www.windea.org/home/index.php?option=com_content&task=view&id=309&Itemid=40

(まつお じゅんすけ・客員研究員)

証券市場のテクノロジーと規制に関するIOSCOの報告について

清水 葉子

IOSCO（証券監督者国際機構）のテクニカルコミッティーは、二〇一一年七月にテクノロジーの変化が市場の健全性や規制にどのような影響を及ぼすかをテーマにしたレポートを発表した。⁽¹⁾これは二〇一〇年一二月のG20サミット（ソウル・サミット）においてIOSCOに要請されたものである。報告は、「テクノロジーの変化が市場の健全性と効率性にもたらす影響から生じる規制上の問題」と題され、高頻度取引やアルゴリズム取引、ダーク・プール、ダイレクト・マーケット・アクセスなど近年のテクノロジー変化が市場構造に与える影響を検討するためのものである。本稿では、このレポートの内容を紹介する。

1 高頻度取引

報告では、近年の市場構造に影響を及ぼすテクノロジー上の要因として、アルゴリズム取引、市場の分裂とダーク・プール、ダイレクト・マーケット・アクセス、コロケーション、チックサイズ、ファイアの構造などを列挙しているが、とりわけ高頻度取引（High Frequency Trading）の影響に焦点をあてている。

まず高頻度取引をめぐる近年の各国市場監督者の動きを挙げており、米国では、SECによる「市場構造に関するコンセプトリリース（二〇一〇年一月）」や、SECとCFTCの合同アドバイザリー・コミッティーによる「五月六日の株価暴落（フラッシュ・クラッシュ）」に関するレポート」などが高頻度取引に言及していること、

欧州でも、CESR（現ESMA）によるヨーロッパの株式市場に関するマイクロストラクチャー領域の問題についての議論喚起（二〇一〇年四月）や、欧州委員会によるコンサルテーション・ドキュメント（二〇一〇年二月）が言及していること、他にも、インド、オーストラリア、カナダの規制当局が二〇一〇年から今年にかけて様々なリリースを行っていることを挙げ、各国監督者が強い関心を抱いていることに触れている。

（１）高頻度取引の性格

レポートでは、高頻度取引の定義は困難であり、また定義をすることが規制のアービトラージを招く（固定的な定義をすることで、その定義を少し外れた取引態様をとって合法的に規制を逃れてしまう道をつくることになる）ことを述べて、定義は行わず、高頻度取引がどのような性格を持つかを列挙している。高頻度取引は、①高度なテクノロジーで複数の異なる戦略をとる（マーケット・メイキング戦略等、後述）、②アルゴリズムを使う高度な定量分析を行う、③ポートフォリオの回転率、執行に対する注文の割合が高い（キャンセルが多い）、④引けではフラットなポジションをとる（オーバーナイトのリスクはゼロで、資本コストが低い）。ポジションを持つ時間も数秒以下、⑤プロップ・ファームが主体、⑥レイテンシーに敏感で、ダイレクト・マーケット・アクセスやコロケーションを多用する、などの特徴的な性格が見られるとしている。

高頻度取引は、市場データの変化を読み、短時間で高頻度の売り・買いを行うことから、小さな価格変化からでも利益を得ることができる。また、高頻度取引の規模や実態が明らかでないため、規制対応が難しい。また、高頻度取引が行える市場はシステム等がしっかりとった流動性の高い透明な市場である必要があること、市場の手数料構造（maker-taker手数料など、後述）を前提にしていること、チックサイズの縮小が高頻度取引の拡大につ

ながっていることなどを述べている。

高頻度取引の規模としては、アメリカの株式取引に占める割合が二〇〇五年の二一%から二〇一〇年の五六%に増大していること（FARB Groupの調査による）、ヨーロッパでも二〇〇七年の九%から二〇一〇年の三八%に上昇していること（ただし欧州では清算・決済機関がアメリカのように統一されていないので、バラバラに高頻度取引をすることにコスト上のバリアが存在する可能性がある）、アジアでは二〇一〇年に国によって一〇%から三〇%と、各地域で大きく増加していることを示している。また、取引対象も株式だけでなく、ETF、デリバティブ、債券などに拡大している。

（2）高頻度取引の戦略

高頻度取引は多様な戦略をとるとされるが、主なものとして以下の二つを挙げている。

①マーケット・メイキング・連続的にパッシブな指値を売り・買い両方に提示。売買スプレッドが収入になるほか、maker-takerタイプの手数料を利益とする。maker-taker手数料は、取引所外取引システム（日本のPTSに相当する）などで用いられ始めた手数料の方式で、指値を入れた取引参加者からは場口銭を徴収せずに流動性を供給したとして逆にリベートを支払い、市場の指値と対当して取引を成立させた取引参加者からは場口銭を徴収するものである。高頻度取引は、こうした手数料体系の市場に指値を提示することで、市場からリベートを受け取ることができる。

高頻度取引を行う市場参加者がマーケット・メイクをしても、必ずしも公式なマーケット・メーカーではないので継続的な気配提示義務はないが、取引高・価格形成の面でかなりの割合を占めるとされる。ポジシ

ヨン・リスクを減少させるためにはレイテンシーの低さ（市場システムの反応速度の速さ）が鍵となる。市場データを分析して、提示する気配と在庫を高速で調整する。注文／執行割合が高い（キャンセルの多い）戦略である。

②裁定取引…異なる市場間、インデックスと構成銘柄、証券とその証券のデリバティブなどの裁定取引、異なる証券間の長期の相関からの乖離などに目をつけて裁定取引を行う。裁定によって市場の価格効率化につながると思われる一方、市場から流動性をとる側ともなっている。わずかな乖離が消える前の高速取引が収益の鍵となる。

③ダイレクショナル…ダイレクショナル取引は、さらに二つに分けられ、一つ目のイベント戦略は、過去のパターンから、マクロ変数・企業の情報開示・経済レポートなどの価格インパクトを予測し、日中の小規模でも継続する価格変動に対してヘッジなしのポジションを取る。二つ目の流動性探索戦略は、ダーク・プールなど開示されていない隠れた流動性に対して取引を行う。ダーク・プールの需要に対して対当する価格を提示して取引を成立させるなど。

（3）高頻度取引が市場にもたらした影響

高頻度取引の市場への影響を分析した実証研究は多くない。データがとりにくいことのほか、高頻度取引のインパクトと他の市場変化の影響とを切り離して手分析するのが難しいこと、戦略が多様であることが分析を難しくしている。とりわけ、高頻度取引が盛んになった近年には、並行して多くの市場改革が行われたため、市場変化のどこまでが高頻度取引によるもので、どこまでが市場改革によるものかを切り離すことは困難である。たと

えば、この間の規制改革やテクノロジーの進展によって市場分裂が進み、投資家は複数の場所を探索する必要が生じているほか、それぞれの市場モデルも多様化し、市場の複雑さが増大している。一方で、こうした市場間競争の結果として、取引高の拡大（取引サイズは縮小）、執行スピードの高速化、流動性向上、スプレッド縮小、取引フィーの低下などの好ましい変化も生じている。実証研究の成果として、

① 高頻度取引と価格発見…高頻度取引は、高速で情報を織り込み価格に反映するため、価格発見機能にプラスのインパクトを及ぼすと考えられる。ただし高頻度取引が依拠する情報は主に市場情報とマクロデータなどであり、個別銘柄のファンダメンタル分析は行わないのが通常であるため、価格に反映される情報にはかたよりがある。

② 高頻度取引と流動性…高頻度取引に高い流動性は必要だが、高頻度取引が流動性にマイナスの影響があるという研究はない。高頻度取引で取引の小口化が進み、大口取引が困難になった結果、大口取引が通常の市場から流出してダーク・プールの登場を促したとする考えもある。ただ、小口化は高頻度取引によるものか、市場分裂によるものかははっきりしない。さらに、平常時とはかく、大きな価格変動が起きた時にも高頻度取引が流動性を供給できているかについては、さらなる検討が必要である。

③ ボラティリティ…実証研究によって、高頻度取引が流動性にプラスの影響を与えているものと、マイナスの影響を与えているとするものの両方がある。

(4) 高頻度取引のリスク

(a) 市場の効率性へのリスク…高頻度取引によって高速・大規模な取引が市場価格を短時間で大きく動かし、フ

アンダメンタルズから乖離させる可能性があることが指摘されている。また、高頻度取引が提供する流動性の質にも問題がある可能性も指摘されている(米国フラッシュ・クラッシュでの流動性クライシスやアルゴリズムのプログラミング・エラーの可能性など)。

(b) 公正性と市場健全性へのリスク・高頻度取引の情報装備・情報インフラへのアクセス(कोरोケーシヨンの認定など)などの面で他の投資家との間で不公平が生じる懸念がある。市場への信頼が失われれば、取引が市場から流出してダーク・プールが拡大する可能性がある。高頻度取引は「軍備競争」のようなものできりがない。隠れた流動性探索や価格予測は合法ではあるが、トレードアヘッドに近い性格を持つてることが懸念されるほか、明らかに違法取引の例もある⁽²⁾。違法取引が広範に行われている証拠はないが、複数市場にわたる相場操縦的行為は規制側には大きな問題となりうる。また、高頻度取引を行う取引者が市場運営者に出資するケースもあり、利益相反などの問題につながる可能性がある。

(c) 安定性とレジリアンスへのリスク・裁定戦略をとる高頻度取引の場合、異なる市場・異なる商品に価格変動が急速に伝播して価格変動を拡大する可能性がある(米国のフラッシュ・クラッシュの例など)。プログラミングの機能不全や、システムが意図しない動き方をする危険性がある (rogue algorithm)。投資家がシステム上直接市場にアクセスする「ダイレクト・マーケット・アクセス」によってブローカーの関与が下がり、取引のリスク管理が不十分になる危険性も指摘している。

2 ダーク・リクイディティに対する規制の方針

I O S C Oでは、本報告とは別に、ダーク・プールについての規制方針を六月に発表しており、本報告では、⁽³⁾

このレポートの内容を紹介している。ダーク・プールとは、通常の証券取引所での取引が、取引前の気配・取引後の事後情報ともに透明性が確保されているのに対して、気配や事後情報が開示されていない「暗い（ダークな）」市場を指す。

ダーク・プールは昔から証券市場に存在しており、たとえば、ブローカー店内付け合わせなどは事前に取引価格を開示するわけではないので、典型的なダークな流動性である。また、ニューヨーク証券取引所で大口取引をフロア外で付け合わせていたアップステアーズも昔からあるダーク・プールと言えるであろう。

ただ、近年は、テクノロジの進展によって生まれた取引所外取引システムの一部がダーク・プールになっているほか、ブローカーの店内付け合わせなども、コンピューターシステムを利用して高度に探索可能になっている結果、高度なアルゴリズムや注文回送システムを装備してダーク・プールの情報にアクセス可能な取引参加者と、そうした情報を得ることができない取引参加者との間に情報格差ができることが問題になっている。

証券市場の透明性は高いことが基本的に望ましいが、開示規制を厳格化しすぎて、大口取引によるマーケット・インパクトを避けたい投資家に対して過剰規制となることは避ける必要がある。また、ダーク・プールの態様も、各国の証券市場の性格によって様々であるので、一律の規制にはなじまないと考えられる。

I O S C Oでは、次の六点を規制方針として提示した（本レポートの補論一）。

①価格とサイズの情報は一般的には開示されるべきだが、一定の市場構造・注文の種類によっては開示のレベルを検討すべき。非開示を許容する場合には、そのことが市場に及ぼす影響を考慮する。

②事後の取引情報も、ダーク・プールでの執行情報・ダークな注文が開示市場で執行された場合ともに開示すべき。ダーク・プールを特定するかどうか、ダークな注文とのマッチングであることを開示するかどうかについて

て開示の影響を考慮すべき。

- ③一つの市場内では、開示される注文は価格が同じであればダークな注文より優先されるべき。
- ④ダーク注文についての報告義務を課すべき。
- ⑤ダークな注文を受け付ける開示市場ともに、参加者に対して注文取り扱いの内容を十分理解させるべき。
- ⑥規制者は定期的にダークな注文をモニターし、価格効率性や価格形成プロセスに悪影響があれば適切なアクションをとるべき。

3 ダイレクト・マーケット・アクセス

ダイレクト・マーケット・アクセスとは、投資家がブローカーのシステムを形式的に経由するものの、事実上は自分の裁量で取引を行い、ブローカーのチェックを受けずに取引を市場に入れてしまうものである。高頻度取引やアルゴリズム取引が活発になると、ミリ秒カンドというきわめて短い時間でも早く市場に発注することが重要となるため、投資家がブローカーの「市場参加者ID」を使って直接市場に注文を出すケースが急増している。

ダイレクト・マーケット・アクセスを通じた発注は、ブローカーの十分なチェックを受けないため、誤発注やルール違反の取引が市場にノー・チェックで流れる可能性があるとして懸念されている。米国SECは、こうしたブローカーのチェックを受けない注文が市場に流れるダイレクト・マーケット・アクセスを、「免許を持たない者に自分の車の鍵を貸すようなもの」だとして非難している。

I O S S C Oはこうしたダイレクト・マーケット・アクセスに対して、本レポートとは別のレポートを発表して

おり、本レポートでもその内容を紹介している（補論二）。

- ①ダイレクト・マーケット・アクセスのサービスを受ける顧客に対して十分なデューデリジエンスを行う。
- ②ブローカーによる事前のリスク管理を行う。
- ③取引執行後のリスク管理を行う。

具体的には、ダイレクト・マーケット・アクセスの事前条件として、顧客が十分な理解とシステム設備などを保有していることを確認し、法的効力のある契約を結び、かつ最終的な責任は市場仲介者が負うこと、規制当局との情報フローとして、ブローカーは定期的あるいは規制当局の求めに応じてダイレクト・マーケット・アクセスを利用する顧客の情報等を報告し、市場からも取引状況などの報告を受けること、十分なシステムと管理の重要性を強調し、市場側も十分なシステム管理条件が整わない状況でダイレクト・マーケット・アクセスを受け入れてはならず、ブローカーも事前の自動管理が可能であることなど、必要とされる運営・技術能力がない状態でダイレクト・マーケット・アクセスを受け入れてはならないことを述べている。

4 誤発注

誤発注も従来から存在するが、低いテクノロジーの下では、市場機能に大きな影響を及ぼすほどの影響力を持たなかったが、アルゴリズムや高頻度取引の拡大とともに、小さな誤発注が高速で何万回も繰り返し返されるなどして、大きな価格変動や思いがけない損失を市場参加者にもたらすケースが出てきている。IOSCOでは、誤発注についても以下のような方針を提示している。

- ①規制当局に対して十分な柔軟性のある誤発注ポリシーの策定を求める。

② ポリシーは、透明性が高く包括的でタイムリーなものでなくてはならない。

③ 誤発注のキャンセル手順などが市場参加者に十分理解されるべき。

④ 取引所は誤発注を防ぐ手段を考慮するとともに、規制者は不正取引に絡んでないかを注視⁽⁵⁾。

おわりに

今回のIOSCOのレポートは、八月一二日まで一般からのコメントを受け、それを受けて最終報告が一二月までにとりまとめられる予定である。高頻度取引やダーク・プール、ダイレクト・マーケット・アクセスなど、テクノロジーの進展に伴って証券取引のあり方が大きく変化しており、こうした変化に対して規制当局者としてのどのような対応が必要となるかを見極めるのがレポートの目的であると考えられる。

ただ、高頻度取引をとっても、それがどのような影響を市場にもたらしているかについては、確定的な実証結果が出ておらず、また実証研究そのものも難しい。一方で、二〇一〇年五月に米国で起きたフラッシュ・クラッシュのような大きな価格変動に、テクノロジーで武装した取引が何らかの影響を及ぼしたことも推測される。高頻度取引に限らず、ダーク・プールやダイレクト・マーケット・アクセスに対しても、極端に批判的な意見が見られるのは事実で、過剰にならない範囲で市場の健全性を確保する規制のあり方の模索はしばらく継続すると考えられる。

注

(1) IOSCO Technical Committee, "Regulatory Issues Raised by the Impact of Technological Changes on Market Integrity and

Efficiency" July 2011.

(2) 違法取引の例として、momentum ignition、quote-stuffing、spoofingの三例を挙げています。

(3) IOSCO Technical Committee "Principles for Dark Liquidity, Final Report, Report of the Technical Committee of IOSCO" June 2011.

(4) IOSCO Technical Committee "Principles for Direct Electronic Access to Markets, Final Report, Report of the Technical Committee of IOSCO" August 2010.

(5) 以上に加えて、補論でデリバティブのスクリーン取引と、サーキット・ブレーカーなどの取引停止措置についても触れている。

(しみず ようこ・客員研究員)

信用取引の議決権行使

福本 葵

1 はじめに

二〇一一年二月七日、ケイマンに本店を置くイザベル・ファンドが、JASDAQ上場の中堅出版社、幻冬舎（証券コード七八四三、二〇一一年三月一六日上場廃止）の株式を取得したことを示す、大量保有報告書を提出した。

幻冬舎は、この時、MBOの一環としてTOBを行っており、イザベルの代理人は、このTOBに反対の意思を表示していた。但し、イザベルは幻冬舎株式を信用取引で購入していたため、臨時株主総会までにどのような対応を行うのか注目されていた。イザベルは最終的に、株主総会の基準日までに信用取引の買付株式を現引きしなかった。また、名簿上の株主となった立花証券も議決権を行使しなかった。幻冬舎のMBOは成立し、二〇一一年三月一六日、JASDAQ市場を上場廃止となった。

この事例は、これまであまり組上に載せられなかった「信用取引の買い付け者に議決権はあるのか。証券会社または証券金融会社は顧客に代わって議決権を行使できるのか。」という問題を提起することとなった。この事例を受け、日本証券業協会では、自主規制会議の四つの諮問機関のうち、エクイティ委員会に下部ワーキンググループ「信用取引に係る証券会社の保有担保株式の議決権行使の在り方に関する懇談会」を設置し、この問題(1)に関して議論を重ねている。

本稿では、信用取引について概観し、信用取引の買付株式に係る議決権行使について考察したい。

2 幻冬舎のMBOの経緯

幻冬舎のMBOの経緯は、表1の通りである。

3 信用取引とは

(1) 信用取引とは

そもそも信用取引とはどのような取引であろうか。株式の取引には、現物取引と信用取引とがある。前者は顧客が自己資金または株式を用意して売買する。後者は、顧客が証券会社から株式の買付資金または売付株式を借りて売買を行い、所定の期限内に弁済する取引である。

信用取引には、品貸料および弁済期限

表1 幻冬舎のMBOの経緯

日付	発表事項
2010年10月29日	幻冬舎がMBOの一環として株式会社TKホールディングズ（幻冬舎社長見城徹氏が100%保有し、代表取締役を兼務する会社）による公開買付を発表。 買付価格 22万円 買付開始 2010年11月1日
2010年11月12日	ケイマン諸島に住所を置く投資顧問業、イザベル・リミテッド設立。ヴィジャヤバラン・ムルゲス、ディレクター代表。
2010年11月24日	イザベル・リミテッドが市場にて幻冬舎の株式の取得開始。
2010年12月7日	イザベル・リミテッドが大量保有報告書提出（立花証券を通じた信用取引であることも記載）。 12月6日現在で、30.6%、8,397株を保有する筆頭株主となった。
2010年12月13日	幻冬舎がTOBの条件変更。 買付期間 2010年11月1日～2010年12月14日（30営業日）から2010年11月1日～2010年12月28日（39営業日）へ 買付価格 22万円から24万8,300円へ 買付予定数の下限 18,300株から13,725株へ
2010年12月28日	TKHDによるTOB終了。
2010年12月29日	TKHDがTOBにより58.17%保有する筆頭株主となったと発表。
2011年2月3日	幻冬舎によって「主要株主異動に関する経過のお知らせ」発表（イザベルが信用取引の現引きをしなかったため、主要株主ではないことを示す）。
2011年2月15日	臨時株主総会開催 残りの株式を全部取得条項付普通株式とし、買い取り実施。
2011年3月16日	幻冬舎株式、上場廃止。

（幻冬舎、IRカレンダーより作成 平成23年6月13日）

について、証券取引所の定める「信用取引・貸借取引規程」および「受託契約準則」の定めるところにより行う、制度信用取引と、品貸料および弁済の繰延期限について、証券会社が顧客と合意した内容に従う、一般信用取引とがある。

また、制度信用銘柄の中には、証券金融会社から資金および株式が借りられる銘柄がある。証券金融会社が信用取引に必要な資金および株券を証券取引所等の決済機構を通じて貸し付ける取引を貸借取引という。

(2) 信用取引の弁済方法

信用取引は、証券会社または証券金融会社から借り入れた買付資金または売付株券を所定の期限に弁済しなければならぬ。

買付資金を借り入れて株式を購入することを「買建て」という。その弁済方法には、反対売買と現引きがある。反対売買とは、買付株券について、証券会社に対し、売却の委託注文を行うことをいう。その売付代金で金銭債務を弁済する。信用取引において、売却の下落リスクは買付者が負う。つまり、株価が下落した場合、買付者は購入価格と売却価格の差額を支払わなければならない。

現引きとは、他から金銭を調達、または自らの手持資金を用いて、証券会社に当該金銭債務を返還することによって、担保となっている買付株券を受け取る方法をいう。

売付株式を借り入れて売却することを「売建て」という。この場合には、担保である売却代金をもって証券会社に買付けの委託注文を行い、その買付株式で株式の借り入れ債務を弁済する反対売買という方法または、現渡しとあって、他から株式を調達し、証券会社に株式の借り入れ債務を返還することにより担保として預けている

売却代金を受け取る方法がある。

(3) 喰い合い

信用取引において証券会社は、顧客が信用取引で買付けた株券、売付けた代金を担保としてとどめる。このとき、信用取引で買付けた株券を信用取引の売付けに必要な株券に充当し、信用取引で売付けた代金を信用取引の買いに必要な代金に充当することができる。これを社内対当または「喰い合い」という。「喰い合い」により証券会社は貸付けに必要な有価証券や金銭の必要調達量を少なくすることができる。

証券会社が「喰い合い」を行うことにより、信用取引では発行済株式総数以上の取引が可能となる。

4 信用取引に関する規定

(1) 信用取引に関する法律その他

信用取引については、金融商品取引法第一五六条の二四に、「金融商品取引所の会員等又は認可金融商品取引業協会の協会員に対し、金融商品取引業者が顧客に信用を供与して行う有価証券の売買その他の取引（以下「信用取引」という。）その他政令で定める取引の決済に必要な金銭又は有価証券を、当該金融商品取引所が開設する取引所金融商品市場又は当該認可金融商品取引業協会が開設する店頭売買有価証券市場の決済機構を利用して貸し付ける業務を行うおとする者は、内閣総理大臣の免許を受けなければならない。」という規定がある。また、「金融商品取引法第一六一条の二に規定する取引及びその保証金に関する内閣府令」の第一条に、「この府令において「信用取引」とは、金融商品取引業者（金融商品取引法第二条九項）が顧客（金融商品取引業者が顧客であ

る場合における金融商品取引業者を含む。以下同じ。)に信用を供与して行う有価証券の売買その他の取引をいう。」という定義規定がある。

その他、証券取引所の業務規程、信用取引および貸借取引規程、受託契約準則、および信用取引口座設定約書などに信用取引についての規定がある。

(2) 信用取引の法的な性質

では、信用取引の法的な性質はどのように解されているか。河本一郎、大竹泰南著『かくれた株主』には、「信用取引を定義すれば、証券会社が顧客からの保証金の預託を受けて、有価証券を買い付けようとする顧客には、その買付資金を、また、有価証券を売却しようとする顧客にはその売付有価証券を貸し付けて行う売買または売買の取次ぎをいう。」とある。⁽²⁾

取次ぎとは、自己の名をもつて他人のために法律行為をなすことをいう。信用取引は、証券会社の名をもつて、顧客の計算で行われる取引である。証券会社は商法上の問屋であり、「問屋トハ自己ノ名ヲ以テ他人ノ為メニ物品ノ販売又ハ買入ヲ為スヲ業トスル者ヲ謂フ」(商法五五一条)。

5 買付株式の法的性質

(1) 担保としての買付株式

信用取引において証券会社または証券金融会社から購入資金を借り入れ、買い付けた株式を買建玉という。この買建玉(買付株式)の法的な性質はいかなるものであろうか。

信用取引の買建玉（買付株式）は、顧客の買付委託をした証券会社が顧客に対する買建玉の代金支払請求権を担保するために占有する。これについて、証券会社が顧客と締結する受託契約準則四一条には、「取引参加者は、信用取引による売付けについては、当該売付けの決済日に当該売付代金及び委託保証金を担保として当該売付有価証券の貸付けを行うものとし、信用取引による買付けについては、当該買付けの決済日に当該買付有価証券及び委託保証金を担保として当該買付約定価額の全額に相当する金銭の貸付けを行うものとする。…」と規定されている。

また、信用取引口座設定約諾書第四条は、「（買付有価証券及び売付代金の取扱い）第四条 私がこの信用取引口座を通じて買い付けた有価証券及び有価証券を売り付けた場合の代金は、貴社が任意にこれを他に貸し付け、担保に供し、他の顧客の信用取引のため使用し又はその有価証券に基づく権利を貴社が行使することに異議のないこと。」との規定がある。

証券会社は信用取引の買付株式を担保として拘束し、他の信用取引での売付けを行う顧客に貸し付ける。また、証券金融会社に貸借取引で融資を受けるための担保として差し入れる。証券金融会社では他の貸借申し込みのあった証券会社に貸し付ける。証券会社や証券金融会社は、現引きの場合、株式は特定できないため、同種類の株式を渡せば足りるとしている。

（２）買付株式（買建玉）の法的性質

信用取引の担保には、買付株式の他、委託証拠金や代用有価証券がある。金融商品取引法第六十一条の二には、「信用取引その他の内閣府令で定める取引については、金融商品取引業者は、内閣府令で定めるところによ

り、顧客から、当該取引に係る有価証券の時価に内閣総理大臣が有価証券の売買その他の取引の公正を確保することを考慮して定める率を乗じた額を下らない額の金銭の預託を受けなければならない。2 前項の金銭は、内閣府令で定めるところにより、有価証券をもつて充てることができる。」とあり、代用有価証券とは、顧客から金銭の代わりに担保として差し入れられた有価証券をいう。代用有価証券の場合、顧客が特定の株式を交付するので、議決権は顧客が行使する。

これに対し、買付株式は株式を特定できない。また、「喰い合い」部分は、証券会社の中で売り注文と買い注文が相殺されるので、そもそも対応する株式がない。「喰い合い」の残部についてのみ、証券金融会社から株式が調達される。このため、買付顧客は、一定銘柄・一定数量の株式の引渡請求権を有しているに過ぎない。従って、証券会社が持つのは、株券に対する質権や譲渡担保ではなく、株券引渡請求権の上に、顧客に対する買付代金相当額の貸付金の担保のために質権を有していると考えられている。(神崎克郎「証券売買委託者の法的地位」(3) 神戸法学雑誌一四卷二号三三七頁。鈴木竹雄・河本一郎『証券取引法(新版)』五〇八頁)

神崎(一九六四)では、「その法律構成としては、顧客が証券業者に対して有する買付証券引渡債権(民法六四六条二項)上に証券業者が権利質を有し、その権利実行方法について、証券業者は顧客に引渡すべき証券を任意売却によって換価しその売得金から債権の満足を得、剰余があればこれを顧客に引渡すとの流質契約が附されているものと解することができる。」(三三八頁)とされている。

一方、実務においては、必ずしも明確にされてはいないが、一般的には、譲渡担保と解されているようである。⁽³⁾

6 信用取引の議決権

(1) 証券会社の議決権行使

では、買付株式にかかる議決権について、信用取引ではどのように処理されているであろうか。「制度的信用取引に係る権利処理に関する規則」(取引所共通)では、第九条に、「議決権その他の権利等」第九条 当取引所の上場有価証券の制度信用取引においては、株主総会の議決権、株主帳簿閲覧権、株主優待券等については、これを権利として処理を行わないものとする。」とある。

また、信用取引口座設定約諾書第七条には、「(買付有価証券等につき剰余金の配当又は株式分割による株式を受ける権利の付与等が行われた場合の処理) 第七条 私が制度信用取引に関し、貴社に預入した買付有価証券又は貴社から借り入れた有価証券につき、剰余金の配当又は株式分割による株式を受ける権利の付与等が行われた場合における当該権利の処理については、当該取引所の定める方法により処理されること。」とある。

権利確定日を越えた買付株式は証券会社名義に書き換えられるか、または、買付株式を証券金融会社に担保に差し入れている場合(貸借取引)には、当該証券金融会社の名義に書き換えられる。信用取引を行う顧客はこのための「権利処理等手数料(名義書換料)」を支払わなければならない。証券会社名義に書き換えないと、株式分割や剰余金配当などの利益が得られない。証券会社は受け取った剰余金配当や株式分割で受け取った株式を買い付けた顧客に分配する。

では、名義上の株主である証券会社が実際に議決権を行使するかというと、慣例的には、制度的信用取引における買付株式について、証券会社は議決権を行使しておらず、通常は白紙の議決権行使書を提出している。また、幻冬舎の株主総会の場合、株主名簿上の株主である立花証券は議決権を放棄した。発行会社としては、名義上の

株主である証券会社や証券金融会社に白紙委任状の提出を求めることもある。

白紙の議決権行使書を提出するのと、棄権するのでは、効果が異なる。白紙の議決権行使書は賛成票に換算される。一方、棄権する場合には、票そのものが有効な議決権数に加算されないので、結果としては反対票を投じるのと同じ効果となる。

(2) 名義上の株主は実質的株主の指図を受けるか

また、名義上の株主である証券会社や証券金融会社は、経済的利益を負担する買付者から議決権行使の指図を受けるか、という問題がある。

喰い合いの場合には、発行済株式総数以上の売買を行うことができ、この場合には、議決権を行使しようとしても、対応する株式が存在しないこととなる。また、喰い合いに限らず、信用取引においては買付株式の特定ができない。どの買付株式がどの顧客のものであるかを特定できない現状では、一部の顧客からのみ個別の指示に従うことは適切ではないと考えられる。喰い合いを止め、買付を行った顧客の多数決を取った上で議決権の不統一行使をする等の方法も考えられるが、そのためには現行の信用取引制度の仕組を根本的に見直す必要がある。

買付株式を質権や譲渡担保ではなく、引渡請求権上の権利質とした場合、顧客は買付株式を所有することはない。株主名簿の名義を証券会社または証券金融会社とすることになる。また、実務で考えられている譲渡担保とした場合についても、証券会社または証券金融会社に譲渡されることとなるので、株主名簿上の株主も証券会社または証券金融会社となる。しかし、名簿上の株主が証券会社または証券金融会社であるからといって、自由に議決権行使できるかという点、そういう訳ではない。証券会社は顧客との間で、取引契約上の義務、善管注意義

務類似の義務を負い、株式の経済的価値を毀損するような議決権の行使は制約されると考えられる。

信用取引口座設定約諾書には、顧客は証券会社の権利行使に従うとある。従って議決権の行使に際し、当事者間の合意が優先される。つまり、証券会社は指図に従わなくてもよい。しかし、これは個別に指図に従うことを禁じているものではない。しかし、仮に指図に従うとしても、どの株式かを特定できない現在のシステムでは、一部の買付者のみの指示に従うか、すべての買付者に指示を仰ぎ比例配分によって、不統一行使するのかなど、行使方法を決定することには複雑な問題が存在する。

7 大量保有報告書における信用取引

証券会社は、株券等の大量保有の状況の開示に関する内閣府令第四条第三号により、信用取引の買付株式においては、大量保有報告書の提出義務を負わない。⁽⁴⁾ 一方、信用取引で株券等保有割合5%超まで買いあがった顧客には、金商法第二七条の二三第三項の「株券等の引渡請求権を有する者」として、大量保有報告義務が課せられている。⁽⁵⁾ 法が証券会社に大量保有報告義務を課さないのは、証券会社が買付株式につき、議決権を行使することを予定していないからではないかと考えられる。

一方、イギリスにおいては、一〇年以上前から行われているContract for difference (CFD)につき、証券会社にも大量保有報告義務が課されている。CFDは売値と買値の差額のみを決済するスワップ取引である。近年、日本においても盛んに行われるようになってきた。配当などは取得することはできるが議決権はない。また、開示義務も印紙税支払い義務もない。通常はOTCで行われることから、取引期間を自由に設定できる。つまり、止めたいときにはいつでも止められる。イギリスでは、企業買収などについても、買収企業が被買収企業の現物

株を買うのではなく、C f Dを利用し、買収提案の段階になって俄かに現れるということが頻繁に行われるようになっていた。イギリスでは、二〇〇九年六月一日から、証券会社が顧客と締結したC f Dのポジションをヘッジする株式を自らの名義で所有する場合にも大量保有報告義務が課されている。日本においても、今後、証券会社が買付者の指図によって議決権を行使する場合でも、開示しないとするのか。議決権の行使と整合性のある制度設計が必要である。

8 おわりに

この度の幻冬舎の事例は、これまであまり議論されなかった「信用取引における買付株式の議決権行使」についての問題を浮き彫りにした。信用取引は手持ち資金の少ない個人投資家を証券市場に呼び込む手段として機能してきたが、個人投資家は議決権についての関心が低く、また、買付株式を現引きすれば、議決権を行使できるため、これまで大きな問題とはならなかった。また、信用取引を開始するに当たって、顧客は証券会社または証券金融会社と買付証券について、議決権がないことについての契約を締結している。仮に、上記契約がない場合でも、顧客は買付株券と同種、同量の証券の返還請求権を持つのみであり、所有権を持つ訳ではない。信用取引において、買付証券はどの顧客の証券であるかを特定していないため、買付証券について持つ担保権は、質権や譲渡担保ではないとする説が有力である。この説によると、議決権等の権利は、顧客には帰属しない。

会社法上は、株主名簿上の株主である証券会社または証券金融会社が株主となる。しかし、会社法上の株主であるからといっても、証券会社や証券金融会社が経済的利益を有しない買付証券の議決権を行使することについて、問題がない訳ではない。証券会社や証券金融会社は、慣例上、白紙の議決権行使書を提出してきたが、これ

は実質的には賛成票を投じることとなる。証券会社や証券金融会社の議決権行使は、白紙の議決権行使書を提出すべきなのか、棄権すべきなのか。明らかに株主に不利な議案が提出されても白紙または棄権票を投じるのか。買付顧客からの議決権行使の指示に従うべきなのか、そうではないのか。指示に従うべきだとするならば、どのような方法によるのか。

現状の喰い合いを取止めて、顧客が議決権を行使、または、証券会社や証券金融会社が顧客からの議決権行使の指示を受けることへの変更は、実質的ではないと考えられる。しかし、買付株式の経済的利益を持たない者の議決権行使は、近年、議論となつているところである。証券会社や証券金融会社が議決権行使についての一定の指針を持つことや、その正当性を確保し、説明する必要があると考えられる。

※本稿作成に際し、平田公一氏、内尾博文氏（日本証券業協会）および林英生氏（大阪証券取引所）から貴重なご教示を賜りましたことを深謝いたします。

※本稿は平成二三年度日本学術振興会科学研究費基盤研究（C）一般による研究成果の一部である。

注

(1) 日本証券業協会、会長記者会見、平成二三年四月一九日資料六、<http://www.jsda.or.jp/katsudou/kaiken/files/110419s2.pdf>（平成二三年七月二二日閲覧）。

(2) 河本一郎、大竹泰南『かくれた株主―実質株主管理と開示政策』、商事法務研究会、一九八六年、一〇八頁。

(3) 実務では、買付株式の法的性格を「譲渡担保」と解していると述べられている。信用取引に係る証券会社の保有担保

株式の議決権行使の在り方に関する懇談会、第一回（平成二三年五月九日）議事録、前田和宏「株式信用取引の担保にかかる法的性質について」証券経済研究第五四号（二〇〇六年六月）、二二五〜一四四頁。

(4) 株券等の大量保有の状況の開示に関する内閣府令第四条法第二十七条の二十三第四項に規定する保有の態様その他の事情を勘案して内閣府令で定めるものは、次に掲げる株券等とする。

三 金融商品取引業者（法第二条第九項に規定する金融商品取引業者をいう。）が法第一百五十六条の二十四第一項に規定する信用取引により保有する株券等

(5) 金融商品取引法第二十七条の二十三第三項 第一項の保有者には、自己又は他人（仮設人を含む。）の名義をもつて株券等を所有する者（売買その他の契約に基づき株券等の引渡請求権を有する者その他これに準ずる者として政令で定める者を含む。）のほか、次に掲げる者を含むものとする。ただし、第一号に掲げる者については、同号に規定する権限を有することを知つた日において、当該権限を有することを知つた株券等（株券等に係る権利を表示する第二条第一項第二十号に掲げる有価証券その他の内閣府令で定める有価証券を含む。以下この項及び次条において同じ。）に限る。保有者となつたものとみなす。

(ふくもと あおい・客員研究員)

証研レポート既刊目録

No.1650 (2008.10)	執筆者	No.1659 (2010.4)	執筆者
厳しい状況下のグリーンシート銘柄制度	坂下	歴史の教訓——グラス・ステイーガル法——	奥村
再考迫られる米系投資銀行ビジネス	二上	リーマンショックとレボ市場の整備	中島
レバレッジド・ローン市場について	伊豆	—二つのワーキング・グループ—	
M I F I D後のヨーロッパ株式市場	吉川	新しい信託と事業再生	松尾
住宅ローン証券化商品の市場規模と価格形成	横山	ダイレクト・マーケット・アクセスに関する新規制	清水
No.1651 (2008.12)		議決権行使結果の開示	福本
「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	機関投資家の議決権行使結果の開示について	深見
創刊から五〇年を迎えた証研レポート	中島	No.1660 (2010.6)	
ヘッジファンドが主役の新たな議決権売買	福本	地方銀行の証券ビジネス	二上
米国の空売り規制と住宅公社の救済	志馬	F R Bの出口戦略	伊豆
No.1652 (2009.2)		フラッシュ・クラッシュ	吉川
事業再生の新たな展開	松尾	—米国株価急変動の実態—	
国際金融危機と短期金融市場	伊豆	米国資産担保証券の開示規制強化にかかるSEC規則改正案	横山
ヨーロッパの株式保有構造	吉川	シンガポール取引所のデリバティブ市場	志馬
金融危機下の債券フェイル多発について	横山	—市場の分裂者か？パイの共同メーカーか？—	
No.1653 (2009.4)		No.1661 (2010.8)	
銀行証券分離撤廃後の「ゲームのルール」	二上	ギリシャの財政危機から何を学ぶか	中島
—「C S Eプログラム」のどこが間違っていたのか？—		風力・太陽光発電ファンドの展開	松尾
地域における中小企業再生の取り組み	松尾	—市民出資型ファンドを中心に—	
ドル不足はなぜ生じたか	伊豆	統合監査追跡システムに関するSEC提案について	清水
—米国におけるレボ市場と通貨供給方式—		アメリカのコーポレート・ガバナンス改革	福本
アメリカの市場分裂は深刻化しているのか？	清水	我が国のP T Sの現状と課題について	深見
—ダークプールの拡大について—		No.1662 (2010.10)	
ニューポートバイイングの現状と対応策	福本	SEC、登録外務員(RR)に受託者責任(fiduciary duty)を適用	坂下
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	利回り「反」革命は定着するか	二上
No.1654 (2009.6)		金融危機下の米国ネット証券会社	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	フラッシュ・クラッシュに関する共同報告書	吉川
パララシットから見たF R Bの金融危機対策	伊豆	—謎は解けたか—	
ヨーロッパの市場間競争	吉川	国庫短期証券は国債か—公社債市場関連統計に関する一考察—	横山
—取引所 M T F ダーク・プール—		J-REIT市場の投資家構造	志馬
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	No.1663 (2010.12)	
No.1655 (2009.8)		なぜ日本の政府債務は世界最悪になったか	中島
矛盾するレボ差額非課税の論理	中島	—平成元年以降の財政構造分析—	
企業再生手法の現状	松尾	SEC、登録外務員(RR)に受託者責任(fiduciary duty)を適用(2)	坂下
—私的整理と法的整理をめぐって—		農林業再生と金融機関・投資ファンド	松尾
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	フラッシュ・クラッシュ後の対応策	清水
スポンサーなしADR急増の理由	福本	個別株主通知とは何か	福本
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	大手ネット証券を巡る最近の動向	深見
No.1656 (2009.10)		No.1664 (2011.2)	
リーマンショック後の金融規制	二上	証券会社のR O E概観	二上
リーマンショック・MMF・F R B	伊豆	Eトレッドとサブプライムローン	伊豆
フラッシュ・オーダー	吉川	S G XによるA S X買収合意	吉川
—問題の真相—		—アジアの取引所再編？—	
〈再開〉向け情報開示の整備進む証券化商品市場	横山	J-REIT市場の価格形成	志馬
No.1657 (2009.12)		No.1665 (2011.4)	
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	なぜ財政規律が失われたか	中島
私的整理の拡充と課題	松尾	—赤字国債償還ルールの変更と選挙制度—	
アメリカのダークプール規制について	清水	SEC調査報告書に見る投資顧問業検査の検査件数等の問題点について	坂下
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	庶民金融とマイクロファイナンス	松尾
独立取締役導入義務化を巡って	深見	格付会社の競争構造について	清水
No.1658 (2010.2)		アメリカのsay on payの導入	福本
最近における金融経済教育の動向について	坂下	逆風下の準大手、中堅、中小証券経営	深見
最近の証券業界の動向	二上	No.1666 (2011.6)	
I M Fをめぐる最近の動き	伊豆	個人投資家の動向について	二上
SECの株式市場構造コンセプト・リリース	吉川	欧州中央銀行における「資金偏在」問題	伊豆
—レギュレーションNMSの修復—		国境を越えた取引所の合併・買収	吉川
規制強化迫られる証券化商品市場	横山	クレジット・デフォルト・スワップ(CDS)取引におけるクレジット・イベントの認定	志馬

証研レポート第一六六七号
二〇一一年八月八日発行
(偶数月第二月曜日発行)

2011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)