

**証 研**

# レポート

No.1677

---

2013年4月

- アベノミクスは国債相場に如何なる影響を与えるか  
中島 将隆（1）
- 社会的責任投資とその評価手法  
松尾 順介（13）
- 欧州証券市場はどの程度分裂しているか  
清水 葉子（30）
- 中国の合会と日本の無尽の銀行化  
～中国の中小企業金融への示唆として～ 西尾圭一郎（39）
- 韓国のカバードボンド法制案と住宅金融市場  
築田 優（56）
- 米国における受託者責任（Fiduciary Duty）のRRへの適用と証券業界の見解  
坂下 晃（73）

# アベノミクスは国債相場に如何なる影響を与えるか

中島 将隆

## 1 アベノミクスの二つの側面

安倍首相が気迫をこめて主張する「大胆な金融政策」によって、市場には金融緩和の期待が高まった。金融緩和の期待によって短期間に円高が急速に是正された。衆議院解散時点の昨年十一月一六日には一ドル八一円一二銭だった為替レートが、安倍政権が発足する十二月二六日には八六円三五銭、黒田日銀総裁の就任による日銀新体制が発足する一三年三月二一日は九五円八四銭となった。金融緩和の期待だけでこれほどの円高是正は、長く歴史に残る記録だろう。

円高是正によって株価も好調で、この間、日経平均株価は九〇二四円から十二月二六日には一万二三〇円となり、三月二一日には一万二六三五円となった。円高是正によって輸出が拡大し、輸出産業の収益向上は株価の上昇となり、株価の上昇は企業財務や年金運用など資産運用にも追い風になっている。

金融緩和の期待によって円高是正と株価が上昇に転じ、デフレ脱却の期待が高まってきた。各種のアンケート調査でも景気回復の期待が高まっている。金融緩和の期待から「大胆な金融政策」の実行、そして、「民間投資を喚起する成長戦略」というアベノミクスは、日本経済に明るい希望の灯をともしている。

だが、他方で、安倍政権の成立と共に財政は一段と悪化した。昨年八月に内閣府が発表した試算によると、二〇一三年度の基礎的財政収支は二五・四兆円の赤字であった。ところが、二月二八日に政府が経済財政諮問会議

に提出した資料では、二〇一三年度の基礎的財政収支は三三・九兆円の赤字で、財政状態は昨年よりも更に悪化している。

悪化した原因は、昨年末に成立した安倍補正予算で緊急経済対策費として一〇兆円強が計上され、財源として六兆二九五億円の国債が増発されたからである。これによって、二〇一五年度までに基礎的財政収支の赤字を一六兆円にまで圧縮する、という国際公約を実現することが難しくなってきた。こうした財政悪化によって財政健全化の立法措置が必要になってきたが、安倍首相は立法措置を一度は約束したものの、三月七日の衆議院予算委員会で見送ると答弁した。アベノミクスの「機動的な財政政策」は、ただでさえ危機的状況のある財政を更に悪化させている。

アベノミクスには二つの側面があり、円高是正とデフレ脱却という光の側面、財政悪化という影の側面をもっている。

アベノミクスの光と影は、日本の国債相場に如何なる影響を与えるだろうか。安倍政権の誕生から今日まで僅か数ヶ月で、アベノミクスの具体的な政策はこれからであり、この問題を現時点で議論するのは早計かもしれない。しかし、アベノミクスに対する期待は絶大で、期待だけで潮目が変化した。それだけに、影の部分にも注意深い検討が必要である。

この問題を考えるには、まず、財政危機の続く中で、なぜ日本の国債相場はこれまで安定してきたのか、国債相場を支えてきた条件の分析である。次に、アベノミクスは、従来の条件をどのように変化させるか、条件変化は国債相場に如何なる影響をあたえるか、この二つの視点から検討する必要がある。小論では、この視点から検討すべき要点のみを整理してみたい。

## 2 国債相場はなぜ安定しているか

日本の財政は、今日、危機的状況である。諸外国と比較すると、二〇一三年の政府債務残高の対GDP比はアメリカ一三%、ドイツ八六・二%に対して、日本は実に二二四%と最悪の状態である。また、純債務残高の対GDP比をみても、アメリカ九〇・一%、ドイツ四九・七%に対して、日本は一四四・三%となっている。日本の財政状態は、南欧諸国だけでなく先進国と比較しても遥かに悪い。にもかかわらず、日本の国債相場はアメリカ国債、ドイツ国債と並んで、世界で最も安定している。

財政危機と言われながら、なぜ、日本の国債相場は安定しているのだろうか。この問題については証研レポート一六七三号「日本の国債相場を支えているものは何か」（二〇一二年八月）で検討した。ここでは、広く一般に受けいれられている通説だけを検討してみよう。通説では、国債が国内資金によって消化され外国資金に依存していないこと、政府債務残高が家計部門の純貯蓄の範囲内に留まっていること、この二つの要因で相場が安定している、というものである。

事実を確認してみよう。財務省が四半期ごとに公表する「国債及び借入金並びに政府保証債務現在高」（平成二四年一二月末現在）をみると、普通国債・財投債・借入金・政府短期証券・政府保証債務の合計は一〇四二・六兆円となっている。家計部門の純資産については、日銀の資金循環統計の速報によると、一一五五・二兆円である（平成二四年一二月発表）。この数字でみるように、政府債務残高は家計部門の純資産の範囲内に留まっている。家計部門の純資産は銀行や機関投資家を經由して国債投資に向かう。通説では、国債は国内の貯蓄資金で消化されている、従って、国債相場は安定している、というものであった。

貯蓄資金による国債消化は、なるほど、国債相場が安定している理由の一つであることに間違いはない。しか

し、通説では、なぜ国内資金が国債投資に向うか、その点の説明ができない。国債は愛国心で消化されているのではない。銀行や機関投資家は投資対象として国債投資に向かう。すなわち、国債に投資しても大丈夫だという信頼があるから国債投資に向かうということ、「市場の信頼」に基礎を置いていること、この点に格段の注意を払う必要がある。ギリシャ債務危機に端を発した欧州債務危機を振り返ってみると、「市場の信頼」が失われた時点で国債は暴落した。また、「市場の信頼」が回復すると国債相場も安定的に推移するようになった。欧州債務危機は「市場の信頼」が如何に重要であるか、この点を明確に示すものであった。

では、国債に対する「市場の信頼」は何に基づくのだろうか。

### 3 国債に対する「市場の信頼」は何に基づくか

#### (1) 担保力に対する市場の信頼

国債は政府の借金である。従って、国債に対する市場の信頼は、償還の確実性に対する信頼に他ならない。ギリシャ国債が二〇一〇年四月二三日、突如として暴落したのは、翌月に満期を迎える国債の償還が困難となったからである。

では、償還の確実性とは、具体的に何を指すのだろうか。償還の確実性に対する定量的指標は存在しない。少なくとも、今日までの研究では、定量的指標は発見されていない。財政赤字の対GDP比や政府債務残高の対GDP比は、財政危機を示すものではあっても、償還の確実性の指標ではない。これらの指標で説明することはできないことは、日本の国債相場をみれば明らかだ。

国債は政府の借金だが、この借金は租税によって担保されている。従って、償還の確実性は担保力に依存して

いる。担保力とは債務返済能力であり、償還の確実性を保証するものに他ならない。国債に対する市場の信頼は、まず、担保力に対する信頼に依存している。

担保力を数値化することは困難である。しかし、担保力を推定することは可能である。諸外国と比較し、また、税制政策の推移を辿ると、比較によって推定できる。

日本の担保力を推定すると、まず、社会保障の国民負担率が著しく低い点である。今日の財政危機を招いている大きな原因は社会保障関係費の急増だが、諸外国と比較して日本の国民負担率は著しく低い。OECD三二ヶ国の中で、日本の国民負担率は下から六番目の最低グループに属している。日本の年金制度や医療制度を国際比較で考えると、社会保障の国民負担率を引上げる余地があることを示している。

次に、日本の消費税率は世界で一番低い。社会保障関係費は負担の公平性から考えると、消費税収入をこの分野に充当することが最もふさわしい。日本の場合、消費税を引上げる余地があると言える。

更に、バブル崩壊後、累進税率がフラット化され、加えて、減税政策が行われてきた。累進税率のフラット化は高額所得者ほど有利な減税政策であった。また、大幅な特別減税、恒久的減税が相次いだ。今日、所得税や相続税など累進税率の見直しを検討されているが、これは増税政策ではなく、過去の大幅な減税政策の見直しに過ぎない。

このように、日本の社会保障の国民負担率は低く、消費税は世界最低水準で、累進税率はフラット化している。すなわち、日本には国民負担率の引上げ、消費税率の引上げ、累進税率の是正、これを可能にする余地が残されている。

日本の国債相場に対する「市場の信頼」は、まず、以上にみた国民の負担能力、担保力に依存していると思う。

## (2) 財政再建に対する市場の信頼

国債に対する市場の信頼は、もう一つ、財政再建に対する市場の信頼に依存している。いわば危機管理能力に対する信頼である。担税力があっても徴税能力がなければ、国債の担保とはならない。日本の政治システムは安定しており、いよいよとなれば、財政再建に取り組む能力がある、行政システムには徴税能力がある、と市場は信頼している。こうした財政再建に対する信頼が、国債に対する市場の信頼を支えている。

この具体例は、前政権の野田内閣による消費税の引上げである。これまで、消費税の引上げは、いわばタブーであった。国民的人気の高かった小泉内閣でさえ、消費税引上げには封印してきた。ところが、野田首相は「消費税引上げに政治生命をかける」と言明して、消費税引上げに取り組んだ。今日の財政危機を招いている最大の要因は、少子高齢化による社会保障費の膨張である。このため、「税と社会保障の一体改革」として消費税を社会保障に充当する目的税とした。消費税引上げの世論調査では、驚くべきことに、引上げ賛成が反対を上回った。国民は野田首相の危機意識を共有したからである。

「一体改革法」成立過程の国債相場の動きをみると、国債に対する市場の信頼は財政再建に依存していることを示している。消費税の引上げは、成立の直前になって与党内の反対、与党と野党の意見調整が困難となり、法案成立が困難な局面を迎えた。この事態を注目していた市場は、法案成立が困難というニュースが流れると、国債相場は下落していった。ところが、与野党の妥協で法案が成立すると、国債相場は再び安定した。財政再建に市場は敏感に反応したのである。財政再建の青写真が相場安定に如何に重要か、法案成立過程が如実に示した。

国債に対する市場の信頼は、以上にみるように、担税力と財政再建に対する信頼、この二つに依存している。

#### 4 アベノミクスは国債に対する「市場の信頼」を強固にするか

(1) 「大胆な金融政策」と「成長戦略」は市場の信頼を強固にする

##### ① 経済成長は国家債務危機を回避する最良の手段

円高是正とデフレ脱却、これが安倍政権による経済政策の最大の課題である。この課題を実現するため、短期政策として「大胆な金融政策」、中期的には「機動的な財政政策」、長期政策として「成長戦略」をあげ、これを三本の矢としている。三本の矢によって名目3%以上の経済成長を達成し、物価の引上げ目標を2%と設定している。

デフレ脱却と経済成長は国家債務危機を回避する最良の手段である。デフレから脱却しない限り財政再建は困難である。デフレから脱却し経済成長を軌道に乗せれば、担税力は強化され、国債に対する市場の信頼は強固になる。前述した国債相場安定に関する通説は、デフレを前提にした説明であり、通説からは財政危機脱出の出口がみえてこない。せいぜいのところ、皆さん、もつと貯蓄に励もう、ということしかない。

##### ② 「大胆な金融緩和政策」と「経済成長政策」

従来の枠組みを超えた「大胆な金融緩和」の主張によって、まず、市場に金融緩和の期待が高まった。期待の高まりによって短期間に円高は劇的に是正され、円高是正と共に日経平均株価も上昇し、デフレ脱却の期待が高まってきた。景気の見通し、日銀の短観、銀行融資拡大の兆し、いずれも明るいニュースである。

「大胆な金融緩和」を実行する新日銀体制は、三月二一日に発足した。四月初めに開催される第一回の政策会合では、従来の枠組みを超えた大胆な量的緩和政策が登場してくる。新日銀総裁は「物価目標を達成するため、

出来ることはなんでもやる」と明言している。期待から実行へ、「大胆な金融緩和と政策」は本番を迎える。

金融政策はデフレ脱却の短期的処方すぎない。「民間の投資を誘導する成長政策」が重要である。このため、規制改革は「デフレ脱却の一丁目一番地」と位置付けられている。また、三月一五日に安倍首相は党内の反対を制してTPP参加を表明した。規制改革とTPP参加は成長政策の要となる。

### ③デフレ脱却下の国債相場

アベノミクスはデフレ脱却のため名目経済成長率を三%、物価目標を二%とした。国債に対する市場の信頼が維持される限り、デフレ脱却までの間、国債相場は安定する。

また、デフレ脱却までの間、名目金利が上昇し国債金利が上昇しても、国債暴落は生じない。なぜなら、実質金利は名目金利より低いからである。実質金利は名目金利からインフレ期待率を差し引いた金利である。従って、デフレが継続している間、実質金利は名目金利より低くなる。実質金利が名目金利より低ければ、それだけ企業の資金需要は高まり、税収は拡大する。名目金利上昇分だけ国債金利が上昇しても、国債利払費の財政負担増は税収拡大によって吸収される。従って、国債相場は下落しても国債暴落が生じるはずはない。

金融緩和による「財政の貨幣化」が問題となる時点は、デフレ脱却時点で国債買入れを継続する場合である。デフレ脱却時点で金融緩和と政策が出口に達すれば、「財政の貨幣化」は杞憂である。

以上にみるように、「大胆な金融緩和」と「経済成長政策」は、国債に対する市場の信頼を強固にし、名目金利が上昇しても国債暴落が生じることはない。

(2) 拡張的財政政策は「国債に対する信頼」を喪失する

① 選挙公約と施政演説にみる安倍政権の財政政策

アベノミクスの第二の矢は「機動的な財政政策」である。自民党の選挙公約や政策パンフレット、安倍首相の施政方針演説（二月二十八日）から、まず、その概要をみる。

第二の矢は、公共事業を中心とした拡張的財政政策である。選挙公約では「国民の生命と財産を守る国土強靱化の推進」のため、「国土強靱化基本法案」を速やかに成立させる、となっている。また、政策パンフレットでも、「国土強靱化基本法の制定による事前防災の制度化の実現」と記されている。国土強靱化基本法案の概要をみると、東日本大災害の復興や劣化した公共施設の補強だけでなく、「社会基盤の整備」などの公共事業が中心である。事業規模は三年間を国土強靱化集中期間（第一段階）とし一五兆円の追加投資と記され、総額は二〇〇兆円と言われている。国土強靱化基本法案の第七条では、「五年ごとに国土強靱化基本計画の見直しを行い、必要な変更を加える」、「実施に要する必要な資金の確保を図るため、毎年度、予算に計上する等その円滑な実施に必要な措置を講ずる」とされている。

安倍首相は選挙を通じて、建設国債の日銀引受発行に言及した。日銀引受については後日、発言を修正したが、建設国債の発行は「国土強靱化」の財源として言及したのである。政策パンフレットでは「新政権発足後、速やかに「第一弾緊急経済対策」を断行し、本格的大型予算と新年度予算を合わせ、切れ目のない経済政策を実行します」と約束している。

こうした内容をもつ「国土強靱化基本法案」は、近く国会に提出予定である。「機動的な財政政策」とは「国土強靱化」であり、具体的には、「国土強靱化基本法案」である。

## ②安倍内閣の成立と共に財政は一段と悪化

安倍政権の成立と共に財政は一段と悪化している。昨年八月に内閣府が発表した試算によると、二〇一三年度の基礎的財政収支は二五・四兆円の赤字であった。ところが、二月二十八日に政府が経済財政諮問会議に提出した資料では、二〇一三年度の基礎的財政収支は三三・九兆円の赤字で、財政状態は昨年度よりも更に悪化している。

悪化した原因は、昨年末に成立した安倍補正予算で緊急経済対策費として一〇兆円強が計上され、財源として六兆二九五三億円の国債が増発されたからである。第一次緊急経済対策、これが危機的状況にある日本の財政を更に悪化させた。

基礎的財政収支の悪化によって、二〇一五年度までに基礎的財政収支の赤字を一六兆円にまで圧縮する、という国際公約を実現することが難しくなってきた。二月二十八日の施政演説では「国・地方のプライマリーバランスについて、二〇一五年度までに二〇一〇年度に比べ赤字の対GDP比の半減、二〇二〇年度までに黒字化、との財政健全化の目標を實現します」と述べている。しかし、二〇一五年度までに一六兆円にまで赤字を圧縮するためには、現在の赤字が三三・九兆円だから、これからの二年間で一七・九兆円の財政収支改善が必要となる。二〇〇六年の骨太方針でさえ五年間で一六・五兆円の収支改善が目標であった（日経新聞 二〇一三年三月一日）。国際公約を實現するには、財政収支を改善する財政健全化法案が必要だが、次にみるように、この法案作成は見送られた。

### ③ 財政規律の弛緩

安倍政権の成立と共に財政規律も緩んできた。まず、財政健全化基本法の扱いである。選挙公約では次のように述べている。「平成二七年度（二〇一五年度）には、国・地方のプライマリーバランス赤字の対GDP比の半減（平成二二年度比）を実現し、平成三三年度（二〇二〇年度）までを中途に国・地方のプライマリーバランスを黒字化するとその目標を堅持します。そして、国・地方の債務残高対GDP比を二〇二〇年代初めには安定的に引き下げます。そのため、財政健全化に向けた中長期的な方針の下、五年を一期とする財政健全化中期計画を策定します」（政権公約 二九頁）。そして、「上記の方針を明記した「財政健全化責任法」と「財政再建のための公務員人件費等の歳出削減等に係る緊急措置に関する法律案（仮称）」をともに早期に成立させます」（政権公約 三〇頁）。

この政権公約に基づいて、二〇一三年三月四日、安倍首相は衆議院本会議で「長期的に持続可能な財政構造を確立するため、歳出・歳入両面の取り組みを進めなくてはならない。立法化を含めて検討する」（産経新聞 三月四日）と表明した。この時初めて、国会で財政健全化責任法の成立について言及した。

ところが、三月七日の衆議院予算委員会で財政健全化責任法の立法発言を軌道修正した。三月四日の発言について「一例として述べたが、現時点で法制化の具体的な検討は行っていない」（信濃毎日新聞 三月八日）と答弁し、立法化の約束を後退させた。

財政健全化責任法だけではない。消費税率の引上げについても、留保条件を付け始めた。改正消費税法の附則には景気弾力条項があり、消費税率の引上げ条件として、GDPの成長率が名目で三%、実質一%を目標とする、と明記している。ところが、安倍首相は三月二七日の参院財政金融委員会「景気に悪影響を及ぼすということ

になつてしまつては、(消費増税で税収増を目指すという)本来の趣旨に反する」と述べ、GDP成長率だけでなく他の経済指標を含めて総合的に判断する考えを示した(産経新聞 三月三一日)。

財政健全化責任法の見送りや消費税導入に留保条件をつける一連の対応は、財政規律の弛緩と指弾されても致し方ない。

財政悪化と財政規律の弛緩は、国債に対する市場の信頼を失うことになる。アベノミクスは、一方で円高是正とデフレ脱却、経済成長政策によつて担税力を強化し、国債に対する市場の信頼を高める。しかし、他方で拡張的財政政策によつて財政が悪化し、更に財政規律が弛緩すれば、市場の信頼は失われる。

#### ④市場の信頼を如何にして獲得するか

財政再建と財政規律の維持は痛みが伴う。特に、選挙では痛みが伴う。しかし、国債に対する市場の信頼を失えば、国債相場が下落し財政危機が顕在化する。特に日本の場合、低利の国債が累増しているから、僅かの相場下落でも国債の評価損と売却損は大幅になる。赤字国債削減のため苦闘した大平正芳首相は、「国民が好まないことでも、やらねばならないときがある。それが政治というものだ」(『大平正芳 人と思想』四九六頁)と常に側近に話していた。また、「理を尽くして説得すれば国民は解つてくれる」(同上 四九七頁)という信念をもっていた。アベノミクスに求められるのは、赤字国債削減に苦悩した大平首相の財政思想である。この財政思想が共有されたとき、国債に対する市場の信頼は高まり、国債相場の安定を維持することが可能、と考える。

(なかじま まさたか・特別嘱託研究員)

# 社会的責任投資とその評価手法

松尾 順介

はじめに

近年、企業の社会的責任や社会的責任投資など、企業経営や投資の分野でも、社会的責任や社会的価値に対する意識が高まり、それに関する取組も広がりを見せている。企業のCSRは言うまでもなく、近年、米国で設立されたダブル・ボトムライン（DBL）投資ファンドは、貨幣的なりターン<sup>(1)</sup>だけでなく、社会貢献や環境改善をリターンとしてとらえるという点で、社会的責任投資の一つと位置付けることができる。また、同じく最近メディアでも報道され、関心が高まっているソーシャル・インパクト債も社会的責任投資の一つであり、今後も様々な種類の社会的責任投資が広がっていくものと予想される。

このような社会的責任投資にとって重要な課題は、それぞれの投資がどの程度社会的責任を果たしているかどうかという点である。そのためには、投資効果が客観的・定量的に測定・評価されなくてはならない。この評価が曖昧なものであると、投資が出資者や運用者の主観的な自己満足だけのものに終始する可能性や、詐欺的な運用者が善意の出資者から資金を集めるようなスキームが横行する危険性も考えられる。逆に、投資効果を客観的・定量的に測定・評価することで、投資スキームに対する信頼性も向上し、投資の拡大・発展にも寄与するものと考えられる。

したがって、今後社会的責任投資の拡大を展望する上で、投資効果の客観的・定量的な測定・評価は、その拡

大・発展にとって重要な制度的な条件を与えるものと考えられる。

そこで、本稿では、社会的責任投資の投資効果を客観的・定量的に測定・評価する試みとして、社会的投資収益率の考え方を紹介し、具体的にダブル・ボトムライン投資に当てはめて検討する。

## 1 社会的投資収益率とは

社会的責任投資において、その投資効果をどのようにして客観的かつ定量的に評価するかは重要な課題である。例えば、ダブル・ボトムライン投資におけるセカンド・ボトムラインの評価が主観的であると、ダブル・ボトムライン投資は、出資者の自己満足だけに終わる可能性や詐欺まがいの商品設計が行われる危険性もある。そこで、注目されるのが、社会的投資収益率（SROI）の考え方である。この考え方は、一九九〇年代後半、米国の投資ファンドRoberts Enterprise Development Foundation（以下、REDF）によって開発されたとされる<sup>(1)</sup>。

このREDFは、一九九七年に設立された、サンフランシスコに拠点を置くベンチャー型の社会貢献団体であり、社会的企業の拡大のため、カリフォルニアの非営利組織に対して、株式型の資金援助や事業支援を行っている。なお、REDFは、厳格なデューデリジェンスによって、パフォーマンスのよい非営利組織を選定しており、これによって支援先の非営利組織だけでなく、資金提供者、社会的企業の立地地域にも価値を付加している。現在、REDFが支援してきた五〇社の社会的企業は、六五〇〇名を雇用し、一億一五〇〇万ドル以上の収益を挙げている<sup>(3)</sup>。したがって、SROIの考え方もこのような取組の中で生まれたものであり、SROIの測定によって、社会的価値の創出が投資家に示されるようになったと考えられる。現在、SROIの利用は、かなり広範なものとなっている。

さらに、その測定手法は、イギリスのシンクタンク the new economics foundation (nef) によって応用・発展されたと言われており、計算式としては、通常次式が示されている。<sup>(4)</sup>ここでは、社会的価値を貨幣換算することで、定量的かつ客観的に示すことが試みられている。

S R O I II 投資効果の純現在価値・投資の純現在価値

なお、同シンクタンクは、地球幸福度指数 (Happy Planet Index : H P I) を発表する<sup>(5)</sup>など、その意欲的な取組で知られているが、この S R O I を利用したコンサルティングも行っており、具体的な社会的投資案件についてその S R O I を測定・評価している。

同シンクタンクの評価手法は、欧州 S R O I ネットワークによって整えられた原則を基礎として、①パラメータの設定とインパクトマップの作成、②データ収集、③モデリングと計算、④報告と勧告という四段階で実施される。

第一段階のパラメータ設定とインパクトマップの作成は、まず分析のフレームワークを設定する。つまり、評価対象となる組織やプロジェクトを確定し、バックグラウンドの情報を準備する。その上で、投資に関係する利害関係者を確定し、利害関係者間の優先順位を決定する。さらに、インパクトマップを作成する。インパクトマップとは、組織のインプットや活動がそのアウトプットにどのような影響を与えたのか、同様に利害関係者にどのような成果をもたらしたのかを明示するものである。

第二段階のデータ収集では、まず成果 (outcome) を把握するための適切な指標を確定し、その貨幣価値を確定する。なお、各指標の貨幣価値が明確ではない場合には、財務的なプロキシ (proxy) を採用する。その上で、インパクトマップ上のインパクトを評価するのに必要なデータ、すなわち明確なコストとベネフィットの正

確な測定に必要なデータを収集するため、信頼に足るデータソースを利用する。

第三段階のモデリングと計算では、収集したデータや推計を使って、コスト・ベネフィット・モデルを作成する。まずベネフィットと投資の現在価値、総付加価値、SROI比率および回収期間を計算し、データの有意性を確定するために感応度分析を行う。さらに、評価対象の組織や投資に関して、置換 (displacement)、寄与率 (attribution)、自重 (deadweight) を計算する。

第四段階の報告と勧告は、当該組織または投資によって生み出されたSROIを検証し、提示する。利害関係者間にどの程度のベネフィットがもたらされるかを確定する。さらに、SROI比率に影響を与えた主要な要素を確定する。

以上のように同シンクタンクの評価手法は、インパクトマップを作成し、コストとベネフィットを貨幣換算して定量的に評価するところに特徴があると思われる。また、同シンクタンクは、コンサルティング業務として様々な投資や組織のSROIを評価している。ただし、SROI評価のより具体的な算出プロセスについては、上記以上に詳しく公表していないようである。

## 2 SROIに関するCabinet Officeの考え方

前述のnet以外では、SROIについては、イギリスの第三セクターであるCabinet Officeの考え方が支持され、その手法がよく利用されているようである。そこで、Cabinet Officeが公表したA guide to Social Return on Investment<sup>(6)</sup>に示された、SROIについての考え方を以下紹介する。

まず、SROIの定義について、Cabinet Officeの考え方は、前述のnetと同じであり、その比率の計算式も変

わりはない。ただし、二種類のSROOIを提示している点は、特徴的である。ここでいう二種類のSROOIとは、①実績ベースのSROOI…遡及的に導出され、実際の成果に基づいて計算された数値（以下、実績SROOIという）、②予想ベースのSROOI…当該活動が所期の成果を達成した場合に生み出される社会的価値の予想値（以下、予想SROOIという）、である。特に、予想SROOIは、ある取組の計画段階では有用であり、その投資が最大限どの程度の社会的インパクトを達成するかを提示するのに役立つだけでなく、当該のプロジェクトが実施される場合、何を測定しなくてはならないのかを明確化するのにも有用である。また、予想SROOIは、成果を把握するためのフレームワークの基礎を提供するものである。

次に、SROOIの基本原則として、①利害関係者の参加、②変化の認識、③重要な役割を果たす事象の評価、④有形のものに限定した評価、⑤過大評価の排除、⑥透明性の維持、⑦結果の確認、の七点が列挙されている。なお、ここで強調されているのは、有形性(materiality)の原則である。

第三に、SROOI分析の有用性について、それが一連の目的を達成するのに役立つとともに、戦略的な計画立案と改善、インパクトの伝達と投資の導入、さらに投資決定の手段として有用であり、マネージャーがどこに時間と資金を投下すべきかを決定する際、選択肢を提供することもできると述べられている。しかし、逆に、以下のような場合は、SROOI分析は有益でないことも指摘されている。すなわち、すでに戦略的な計画プロセスが着手・実施されている場合、利害関係者が結果に関心を持たない場合、さらにSROOI分析がサービスの価値を明らかにするためだけに使われ、その分析結果によって物事に変化がもたらされるような機会がない場合、SROOI分析はあまり役に立たないことも指摘されている。

第四に、SROOI分析の利用者としては、規模の大小や組織の新旧は問わず、第三セクター、公共機関および

民間企業が挙げられる。社会的価値を創出する第三セクターの組織や民間企業は、業績改善、費用報告、付加価値の明示化の手法としてSROI分析が利用可能である。この点は、ビジネスモデルプランを構築中の企業であれ、ビジネスモデルの確立した企業であれ同じである。また、付加価値がどのような取引で生み出されても変わりはない。

また、社会的価値に関係する組織や社会的価値の創出に投資する機関は、投資先の決定の有用な手法として、さらに事後のパフォーマンスを評価し、その間の発展を測定するための手法として、SROI分析が利用可能である。社会的価値を獲得するメカニズムは異なっているとしても、それを測定することで、より良い決定が行われる。

第五に、SROIは、様々な取組や投資プロセスにおいて、以下の三段階で利用可能である。

①プログラム設計または調達段階…計画立案段階では、プログラムの設計を決定するために予想SROIが利用可能である。

②事業申請または入札段階…同様に事業申請または入札段階でも、それぞれについて評価するために予想SROIが利用可能である。

③モニタリングおよび評価段階…パフォーマンスをモニタリングするためには、実績SROIが利用可能である。

### 3 Cabinet OfficeのSROI測定・評価プロセス

「*A guide to Social Return on Investment*」は、SROIの評価・測定プロセスのマニュアルが詳しく、事例などを含めて解説されている。以下、その主な内容を同書の記述に則して紹介する。

## 第一段階…対象の明確化および利害関係者の確定

この段階は、対象の明確化、利害関係者の確定および利害関係者の参加方法の決定という三ステップに分けられる。まず、第一ステップの対象の明確化では、①取組の目的や動機、②分析の受益者、③組織の目的や差別化、④必要とされる人的資源、⑤SROI分析の取組主体、⑥取組の範囲、⑦SROI分析の期間などを明確化する必要があるとともに、⑧予想SROIまたは実績SROIを分析するのかを決定する必要がある。なお、最初のSROI分析において、分析担当者が正確な成果データを入手していない場合は、予想SROI分析のほうが時間節約的であるだけでなく、評価のフレームワークを定めるのにも有益である。第二ステップの利害関係者の確定では、まず利害関係者のリストを作成する必要がある。ここでいう利害関係者とは、分析対象となる取組によって、よきにつけ悪しきにつけ、何らかの変化を経験する組織や人員である。次に密接な関係のある利害関係者を決定する必要がある。つまり、全利害関係者を対象とすると、SROI分析は扱いにくいものとなってしまうので、密接な関係のある利害関係者を決定する際には、取組がその利害関係者の成果とリンクしているかどうかを確認する必要がある。第三ステップの利害関係者の参加方法の決定では、利害関係者を一堂に集めての聞き取り、ワークショップの開催、定期的なミーティング開催、一対一の面談など、様々な方法が挙げられている。

## 第二段階…インパクトマップ（インプットとアウトプットの相関図）の作成

この段階は、インパクトマップの開始、インプットの確定、インプットの評価、アウトプットの明確化、成果の記述という五ステップに分けられる。まず、第一ステップのインパクトマップを開始する際には、まず利害関係者および意図した変化と意図せざる変化を記入する。第二ステップでは、投資などのインプットを確定する。その際、金銭的な価値を表示する。第三ステップでは、インプットの評価を行う。その際、ボランティアの時間

や現物やサービスなど、非貨幣的なインプットを測定する必要がある。第四ステップでは、アウトプットを明確化する。アウトプットとは、当該活動の集計量である。第五ステップでは、成果を記述する。成果の測定は、利害関係者にもたらされた変化を確認する唯一の手法であり、SROIは成果を基礎にした測定手段である。ただし、ここでは、成果とアウトプットを混同してはならない。例えば、職業訓練を施したことはアウトプットであり、その人々が職を得たことが成果である。

### 第三段階・成果の明示および成果の貨幣的評価

この段階では、成果指標を開発し、成果の根拠を集めるためにそれらの指標を利用する。したがって、この段階は、成果指標の開発、成果データの収集、成果の持続期間の設定および成果の貨幣的評価という四ステップに分かれる。まず、第一ステップで開発される成果指標は、生じた変化を認識・測定するためのものであり、成果に対応するものである。また、その指標は単に変化が生じたかどうかを説明するだけでなく、どの程度の変化が生じたかを示すものでなければならない。ここで重要なことは、指標の開発に際して、利害関係者の意見を取り入れることであり、また複数の指標を導入する際は、主観的な指標と客観的な指標のバランスが重要である。さらに、その指標によって取組対象や投入資源を測定できるかをチェックする必要がある。第二ステップでは、成果指標に関連するデータを収集する。ただし、予想SROI分析では、入手可能な既存のデータを利用するとともに、すでに取組実績があるならば、過去の実績に基づいて測定することも可能である。第三ステップでは、成果の持続期間を測定する。取組の成果は、その取組が継続している期間に限られるものやその後も持続するものなど様々である。したがって、成果の継続期間を測定する必要がある。その際、対象者に聞き取りを行うことが考えられるが、データが入手できない場合は、受益期間を試算するために類似のグループを調査する必要がある。

第四ステップでは、成果の貨幣的評価を行う。ここまでで成果の大きさを把握したので、ここではその貨幣価値を測定する。これをもってインパクトマップは完成する。なお、ここでは市場価格のないものに対しても貨幣価値を与えることになる。したがって、近似値を使うことになる。この近似値は、プロキシ（proxy）とも呼ばれ、正確な測定ができない場合の近似的な価値表示である。SROIでは、非取引財の社会的価値を測定するのに貨幣的なプロキシが使われる。非取引財の場合、利害関係者によってその価値の受け取り方は異なるが、貨幣的なプロキシを使って価値を測定すれば、ある取組の社会的価値の合計を測定することができる。SROI分析では、各々の取組などから得られる、異なるタイプの価値を利害関係者の視点から把握できる。なお、価値評価プロセスは、環境経済学や医療経済学の分野で長い伝統をもっており、SROI分析はその方法論に立脚しつつ、それを拡張している。

#### 第四段階…インパクトの確定

ここでは、分析された成果がその取組から生じたものかどうかを測定する手法を提供する。これらの手法によって、どのくらいの成果が生じたのか、あるいは成果のうちのどのくらいの割合がその取組から生じたものとして区分されるのが測定できる。インパクトを確定することは、過大申告のリスクを削減し、取組内容の信頼性を高めることを意味する。この段階は、自重（deadweight）および置換（displacement）、寄与率（attribution）、低下（drop-off）およびインパクトという四指標の測定を含んでいる。第一ステップの自重とは、その取組が行われなかった場合でも、生み出されたと推計される成果の総量の値であり、その測定は、取組が行われたグループとそうでないグループを比較することで完璧なものとなるが、その比較は必ずしも可能でないので、推計を行うことになる。また、置換とは、インパクトのもう一つの構成要素であり、どのくらいの成果がそれ以外の成果

にとつてかわられたかを測定するものである。具体的な置換の事例は、以下である。ある地域における州政府出資の街路灯拡充計画によつて当該地域の犯罪数が減少したものの、近隣地域における同一期間の犯罪数が増加した場合、犯罪数の減少は、ここでいう置換である。第二ステップの寄与率とは、他の組織や人員の貢献によつて生じた成果の大きさの測定であり、自らの組織の寄与率で表わされる。具体的な事例としては、ある地域で自転車普及活動が実施され、 $\text{CO}_2$ 削減効果が認められたが、その一方で当該地域で同時に環境意識向上プログラムも実施されていたような場合がこれに該当する。第三のステップの低下とは、時間経過後の成果の低下である。すなわち、成果の持続期間を測定する必要がある。また、各期末ごとに現状の水準から固定的な比率を差し引くことによつて計算される。第四のステップでは、当該取組のインパクトが計算される。通常、すべてのインパクトは、パーセンテージで表わされ、より正確な情報がない場合、推計値を $10\%$ 刻みで計算する方法が受け入れられやすい。以下のようにして成果ごとのインパクトが計算できる。①成果の大きさによつて積み上げられた貨幣的プロキシから総価値が算出される。この総価値から自重や寄与率を差し引く。②それぞれの成果についてこれを繰り返す。③それらを集計する。

#### 第五段階…SROIの計算

この段階では、SROIを計算するための全データが集められており、必要とされる量的および質的情報も入手していると考えられる。そこで、SROIの計算には、以下の四ステップ（選択肢としては五ステップ）がある。まず、第一ステップでは、達成された全成果の価値を将来に向けて延長する。第二ステップでは、純現在価値（NPV）を計算する。ここでは、割引現在価値が計算される。純現在価値は、 $\text{NPV} = \text{（利益の現在価値）} - \text{（投資額）}$ で計算される。第三ステップでは、SROI比率を計算する。SROIは $\text{SROI} = \frac{\text{（現在価値）}}{\text{（現在価値）} - \text{（投資額）}}$

ンプットの価値)で計算される。また、ネットSROIは、ネットSROIⅡ(純現在価値)・Ⅰ(インプットの価値)で計算される。第四ステップでは、感応度分析が行われる。つまり、比率を計算した後、前段階で採用した仮定を変更すると、どの程度結論が変化するかを測定することが重要である。その目的は、どの仮定がモデルに最も大きな影響を与えているかを検証することである。したがって、自重、寄与率、低下の値、貨幣的プロキシ、成果の大きさ、非貨幣的インプットを貨幣換算した際のインプットの価値などを変化させて、検証する必要がある。第五ステップでは、元本回収期間について検討する。元本回収期間が短いほどリスクは小さい反面、回収期間が長期であれば、長期的な成果をもたらすとともに、長期資金が必要になる。

#### 第六段階・報告、利用および定着

この最終段階では、利害関係者に対する報告、結果の利用、当該組織におけるSROI過程の定着という三つの課題が重要となる。まず利害関係者に対する報告という点においては、SROIは、利害関係者に対するアカウンタビリティを高めることを目的としているため、その結果が有意義な方法で利害関係者に伝達されることが重要である。また、外部の利害関係者がSROIの過程と結果に関心を持っている場合もある。したがって、当該SROI報告は、質的、量的および財務的情報を含み、取組の過程で創出された社会的価値についての重要情報を利用者に提供するものでなければならない。また、それは変化の過程を示し、取組の過程でなされた意志決定を説明するものでもある。さらに、その報告は、その計算の頑健性と正確性について他人を納得させるものでなければならない。すなわち、当該組織の改善に資するためには、その報告には、戦略立案のために必要となる、組織のパフォーマンスに関する全情報だけでなく、組織がその取組を行う方法も含むものでなければならない。そして、報告の内容を決定する際には、商業的な感覚が必要である。SROI報告には、通常①業務、利害関係

者および取組を含む組織関連情報、②分析対象、利害関係者の参加、データ収集方法および分析上の仮定や限界に関する説明、③指標やプロキシを含むインパクトマップ、④ケーススタディ、⑤計算の詳細および評価や仮定に関する説明、⑥意志決定のための経過記録および意志決定のための理由づけ、⑦広範な受け手に対する、エグゼクティブサマリーが含まれている。また、SROI分析結果の利用という点で重要なことは、その分析結果が事態の変化をもたらさなければ意味がないということである。ここでの変化とは、予想SROIに関連するものと実績SROIに関連するものがある。まず、予想SROI分析の結果次第では、社会的価値の実現と最大化のために取組計画を見直すことになるかもしれない。あるいは、成果などに関する情報収集システムプランを見直すことになるかもしれない。次に、実績SROI分析によって、当該組織に変化がもたらされるべきである。すなわち、当該組織は、分析結果に対応する必要があるとともに、これを基に組織目的、ガバナンス、システム、業務遂行などについて検討する必要がある。つまり、SROI分析結果は、当該組織に対して、将来の社会的価値を最大化するために、提供するサービスをどのように変化させるべきかという情報を提供してくれる。また、組織が引き続きSROI分析に取り組むという保障も重要である。それによって、組織的な報告内容の中に、日常的かつ通常の業務としてSROI分析を組み込むためのプランを提示する機会が与えられる。このようなプランは、①特に成果に関する通常のデータ収集過程、②スタッフの知識や専門性の確認過程、③次期SROI分析の明確な時限設定、④SROIに関する継続的なモニタリングのために必要な情報源の説明、⑤データの安全性の確認方法を提示すべきである。さらに、この最終段階では、保証の考え方が重要である。ここでいう保証とは、報告の情報を実証するプロセスを指しており、原則として、報告には適切かつ独立の保証が付いていることが求められる。さらに、保証には、①分析が適切なSROIの活動原則に合致しているかどうかに関する保証、およ

び②原則とデータの保証の二タイプがある。

以上、Cabinet OfficeによるSROI測定・評価プロセスを紹介した。なお、このような手法は、様々な方面で採用されており、イギリスなどでは、第三者的な立場でSROI分析を行う中間組織も存在し、その分析結果が投資促進に活用されていると言われている。さらに、米国ではSROIの考え方をベースにした債券、社会的インパクト債（Social Impact bond）も発行されている。この債券は、社会的なインパクトを与える事業が発行する債券であり、投資家は社会的価値創出に応じてリターンを得るスキームになっている。したがって、ここでは社会的価値を定量的に計測・評価する必要があり、その現実的な取組が進められていると思われる。

#### 4 DBL投資ファンドへの応用

以上のようなSROIの手法は、DBL投資にも取り入れることができるものと考えられ、これによって定量的かつ客観的な評価が促されるものと期待される。具体的には、次のようなプロセスで、セカンド・ボトムライオンを評価できるものと思われる。

例えば、風力や太陽光など、再生可能エネルギーに投資するファンドのセカンド・ボトムラインのスコープとして、①CO<sub>2</sub>排出削減、②雇用創出・拡大、③再生可能エネルギー関連産業への波及効果、④他産業への波及効果、などが挙げられる。現在、福島県では、福島県沖浮体式洋上風力発電の計画が進められており、すでに丸紅をプロジェクトインテグレーターとして、東京大学、三菱商事、三菱重工、アイ・エイチ・アイ・マリユニナイテッド、三井造船、新日鉄、日立製作所、古河電気工業、清水建設、みずほ情報総研からなる「福島洋上風力コンソーシアム」が設立され、二〇一二年から福島沖実証研究が開始されている。

このプロジェクトが実現した場合、以下の成果が得られる可能性が指摘できる。

①CO<sub>2</sub>削減効果・同プロジェクトは、実証研究段階において二〇一四年までに2MW発電施設一基、7MW発電施設二基を整備する計画であり、将来的に本格的な導入プロジェクトに発展すれば、それに伴いCO<sub>2</sub>削減効果が期待される<sup>(8)</sup>。また、CO<sub>2</sub>削減量は、排出権取引によって市場取引されているため、貨幣換算しやすい指標となる。

②雇用創出効果・一〇〇万kWの洋上風力発電設備につき、二万二〇〇〇人の雇用創出が期待され、試算によれば、このうち二二〇〇人(約一〇%程度)が福島県で雇用される可能性があるとされる<sup>(9)</sup>。また、設備のメンテナンスにおいても継続的な雇用確保が期待できる。これらの雇用創出効果も貨幣換算しやすい指標である。

③関連産業への波及効果・風力発電施設は、一〜二万点の部品からなる自動車関連型産業であると言われており、洋上風力発電設備を建設するためには、タワー、ローター、ナセルを始め、ローター軸受、ローターハブ、ヨーク軸受、発電機、主軸、さらには高性能鋼材、ライザーケーブル、炭素繊維など、広範なサプライチェーンを必要とする。これらの産業への波及効果も期待できる。そこでこれらを定量的に評価し、貨幣換算する必要があるだろう。

④他産業への波及効果・洋上風力発電では、地元の漁業関係者との漁業権や航行安全性などをめぐる交渉が生じるが、逆に漁業との共存の可能性も示唆されている。例えば、洋上風力発電施設が集魚効果をもたらし、漁業に好影響を与える可能性があることが示唆されている。また、浮体周辺を海洋牧場化する構想も考えられる。これらの効果も定量的に評価し、貨幣換算できるだろう。

以上の効果は、いずれもセカンド・ボトムラインに相当するものであり、貨幣換算し、定量的かつ客観的に評

価することができるものと思われる。したがって、このようなプロセスによって、ファースト・ボトムラインのリターンとセカンド・ボトムラインのリターンとが貨幣価値に換算され、可視化される。社会貢献型投資の場合、投資のモチベーションが投資家の志や善意に基づく、曖昧なものとなりやすく、ひとつ間違えば、そのような曖昧さが投資家の不信感の拡大や、詐欺まがいの金融商品の組成・販売につながる懸念される。しかし、このようにして二つのボトムラインが測定・評価されれば、その懸念が緩和ないし払拭されるものと期待される。

### まとめ

以上、本稿では、社会的価値評価の手法について、SROIの考え方とその測定手法を紹介し、さらに日本の再生可能エネルギーファンドに、その考え方を適用することを検討した。今後日本でも社会貢献型の投資が普及・拡大するためには、SROI分析のような定量的かつ客観的な評価が重要であろうと考えられる。また、将来的には、それを分析・開示することが、このような投資の制度的なインフラとなる可能性も考えられる。ただし、そのためには、検討されるべき課題も多い。具体的には、分析・開示のコスト負担、分析担当者の育成、分析結果の質保証などである。今後は、上記の点について、さらに海外の事例などを基に調査・研究を行う必要があるものと考えられる。

### 注

(1) 「日米のダブル・ボトムライン投資ファンド」(上・下)『証券経済研究』(日本証券経済研究所)、第七八号および第

七九号、二〇二二年六月および九月、一九〜二八頁および五五〜七七頁

- (2) 山口高弘・武田佳奈・伊藤利江子「ソーシヤル・イノベーションの加速に向けたSROIとSIB利用のススメ」『NRIバブリックマネジメントレビュー』Vol. 103 二〇一二年二月、一ページ、中小企業総合研究機構『ソーシヤル・ビジネスの事業構造と評価に関する調査研究』中小企業総合研究機構、二〇一二年三月、二四ページ、参照。
- (3) 同社HP： <http://www.redf.org/about-redf> 参照。
- (4) Social Return on Investment Brochure, February 18, 2011, [http://issuu.com/nefconsulting/docs/sroi\\_brochure](http://issuu.com/nefconsulting/docs/sroi_brochure)
- (5) 同シンクタンクのホームページ『The Happy Planet Index 2012 Report』を参照：  
<http://www.neweconomics.org/sites/neweconomics.org/files/happy-planet-index-report.pdf>
- (6) Cabinet Office, "A guide to Social Return on Investment"  
<http://www.socialevaluator.eu/ip/uploads/bidDownload/SROI%20Guide.pdf> 参照。なお、以下、二および三節の記述は、上記文献に依拠して紹介するが、煩瑣になるため、出所の頁は注記しない。
- (7) 本プロジェクトについては、大越正浩（福島県商工労働部産業創出課）「福島県沖浮体式風力発電と産業集積について」（第七〇回新エネルギー講演会「風力発電の拡大と産業振興」二〇一二年二月二十五日、日本電機工業会主催、日本工業会館にて開催）、配布資料、参照。
- (8) 風力発電によるCO<sub>2</sub>排出削減効果については、様々な調査や試算がある。下記HPにそれぞれの機関による調査・研究結果が公表されている。  
独立行政法人 産業総合技術研究所： [http://unit.aist.go.jp/rcpvt/ci/about\\_pv/e\\_source/RE-energygyback.html](http://unit.aist.go.jp/rcpvt/ci/about_pv/e_source/RE-energygyback.html)  
財団法人 エネルギー総合工学研究所： <http://www.iae.or.jp/energyinfo/energydata/data6007.html>  
電力中央研究所： <http://criepi.denken.or.jp/jp/kenkaku/report/leaflet/Y09027.pdf>

(9)

注15の報告による。なお、再生可能エネルギー導入による雇用創出効果については、マクロ経済学の観点から興味深い研究が行われている。小野善康・松原弘直・小川敦之「エネルギー転換の雇用効果」大阪大学社会経済研究所、ISER Discussion Paper No. 846, May 2012 参照。

(まつお じゅんすけ・客員研究員)

# 欧州証券市場はどの程度分裂しているか

清水 葉子

## 1 はじめに

欧州では二〇〇七年十一月にMiFIDが導入され、従来の証券取引所以外に、取引所外の取引システムであるMTFが運営可能になった。域内の市場参加者は、証券取引所に加えて、取引所外の多様なMTFで証券取引を行うことが可能になり、証券市場間で流動性をめぐる競争が本格化している。その結果、市場間競争で先行するアメリカと同じように、欧州でも取引の場が拡散し、MTFの取引シェアの拡大が見られる。欧州では、MTF以外に、証券会社の店内付け合わせも一定の条件をみたせばシステムティック・インターナライザーとして認可され、証券取引の場となっている。

先行するアメリカでは、すでに証券取引所以外の取引システムを公式に認めるルールが一九九〇年代後半から整備され、二〇〇五年に導入されたレギュレーションNMSと呼ばれるルールで、証券取引所と、取引所外取引システムであるATSとの統合がはかられている。すなわち、取引所・ATSを問わず、市場間をまたいだ指値注文保護ルール（価格優先ルール）によって、各市場は他の市場で良い気配が出ているときに、それより劣った気配で自市場で取引を執行することができないことが定められている。このため、投資家はどの市場に注文を出しても、常にその時に全市場に出ている気配の中でもっとも良い価格での執行が可能となる。加えて、各市場の気配値・価格を統合して配信するシステムが整備されているので、市場参加者はどの市場でどのような気配が出

ていて、いくらで取引が成立したかをリアルタイムで知ることができる。また、市場間を結ぶ注文回送システムが存在し、良い気配を提示している市場に注文が回送される。このようなNMS（全米市場システム）と呼ばれるシステムが機能しているため、アメリカでは複数市場が並存しているも、全体として単一市場と同じように価格形成を行うことができる仕組みとなっている。

これに対して、欧州では、国をまたいで市場間の気配・価格情報を統合配信したり、注文回送を行う公式なシステムは存在しない。また、同様に市場間をまたいだ指値注文保護ルールも存在しない。もちろん市場仲介者には最良執行義務があるので、大きく劣った価格で執行が行われることはないが、欧州で市場仲介者に課されている最良執行義務は、価格のみを重視したのではなく、取引コストや執行速度、取引のサイズなど多様な内容を総合的に考慮して、顧客に最も良い執行を行わせるものであるから、価格だけをとりあげて常に良い価格での執行が保証されるわけではない。

こうしたことから、欧州では、取引所外取引システムMTFの登場後に、異なる市場で異なる価格形成がバラバラに行われる市場分裂の状態になっているのではないかと懸念が表明されるようになった。複数市場が並立する以上、価格形成がある程度分裂することはやむを得ないにしても、効率的な価格形成のためには、分裂の程度は低いほど望ましいと考えると、欧州にもアメリカのNMSシステムのような市場統合の仕組みが必要ではないかという議論につながることになる。

これに対して、市場参加者側に十分な情報があり、優れた気配の出ている市場を選択するテクノロジーがあれば、市場分裂の弊害はそれほど大きくないと考えることも可能である。

## 2 欧州の取引プラットフォームと最良執行義務

欧州の証券市場構造を定めたMiFIDは、二〇〇七年一月に導入された。MiFIDでは三種類の取引プラットフォームが規定されている。① Regulated Market：従来の証券取引所であり、ロンドン、ユーロネクストパリなど。② MTF (Multilateral Trading Facility)：アメリカでいうATSにあたる取引所外取引システムで、二〇一一年に統合したBATS Chi-Xやターコイズなどが代表的。③ システムティック・インターナライザー：市場仲介者(証券会社)の内部付け合わせシステムのうち、裁量性がない等の一定の条件を満たすもので、Knight Capital Europeやゴールドマンサックスの運営するシステムなどが代表的である。

MTFやシステムティック・インターナライザーは、域内の証券会社と同様に、域内本国の金融当局が認可すれば、域内の他の国でも運営することができる(単一パスポート)。

多くの取引は従来どおり証券取引所で行われているが、MiFID導入後のMTFの拡大は著しく、たとえば欧州最大のMTFであるBATS Chi-Xは一日平均取引高で、イギリスのFTSE一〇〇構成銘柄のおよそ二八・三%、大陸欧州銘柄のおよそ二一・一%を占めるとされる。<sup>(1)</sup>

欧州では、市場仲介者は顧客に対して最良執行方針を定めることが義務づけられている。欧州の最良執行方針は、アメリカのように顧客に常に裁量価格での執行を保証するものとは異なり、執行価格に加えて、執行コスト、執行の早さ、取引サイズ、執行や清算のしやすさなど、多様な要素を考慮して策定することとなっている。このため、欧州では、常に最良価格での執行が保証されるわけでは必ずしもない。もともと、実務的には、個人投資家の注文の場合には、その国の伝統的取引所での執行を一義的に定めた最良執行方針も多く、基本的に保守的な内容となっていることが推測できる。

### 3 欧州市場は分裂しているか

証券取引の場が複数並立していれば、流動性が分散しそれぞれの市場でそれぞれの価格形成が行われることになる。複数市場が併存する状況で、アメリカのように全市場の気配・価格情報を統合配信する情報システムがなく、市場間をまたいだ指値保護ルールもない欧州では、市場ごとにバラバラに価格が形成され価格発見の効率性が低下することが懸念される。市場分裂の程度がかなり深刻であれば、アメリカのNMSシステムのような制度整備が必要となるかもしれないが、域内全体におよぶシステム整備には当然ながらかなりのコストがかかることが予想される。

一方で、市場での気配・価格情報はベンダーが既に商業ベースで行っていること、市場仲介者側もアルゴリズムやスマート・オーダー・ルーティングのような、優れた気配を出している執行市場を自動的に見つけて注文を発注するテクノロジを整備していることなどから、公式なシステム整備がなくても市場統合がかなりの程度はかれると考えることも可能である。たとえば、同じ銘柄の証券について市場間で異なる価格付けが行われている、あつという間にコンピューターシステムが検知して高速の裁定取引を行うであろうから、市場間の価格形成はかなり近接していて十分に統合されていると見ることもできる。

### 4 欧州にNMSは必要か

欧州市場がアメリカのNMSのような市場統合システムを必要とするかどうかについての議論はさまざまな意見があるようであるが、本稿では、欧州には公式の市場統合のルールがないにも関わらず一定程度の価格形成の統合が見られるとする実証研究を紹介しよう。<sup>(2)</sup>

この実証研究では、イギリスの代表的銘柄であるFTSE100構成銘柄を対象に、二〇〇九年四月から五月の期間と、二〇一〇年の四月から五月の二期間を比較して、ロンドン証券取引所と、MTFであるChi-X、BATS、ターコイズの四市場での取引執行状況を検証したものである（この時点ではChi-XとBATSとはまだ統合していない）。以下に概要を紹介しよう。

対象とされたFTSE100銘柄に対する四市場の取引高シェアの合計は、店頭取引を除いた取引高のおよそ九五%を占めており、四市場の内訳は表1の通りである。ロンドン証券取引所のシェアは七〇・二%から五一・八%に顕著に低下しており、その間にChi-Xがシェアを二〇・三%から三〇・八%へと拡大している。BATSもシェアを伸ばしており、ターコイズが六%程度で横ばいである。

各市場の気配スプレッドを見てみよう。スプレッドが最小のロンドン証券取引所と最大のターコイズで比較すると、二〇〇九年にはそれぞれ6.26bps、14.003bpsであったものが、二〇一〇年にはそれぞれ5.373bps、8.037bpsとなっている。他の二市場も含めて、四市場全てにわたってスプレッドが縮小していること、元々スプレッドが大きかった市場ほど大きく縮小していることから、スプレッドの差が縮まっていることが分かる。また、市場ごとの実効スプレッド差はもともと小さいことから、結果的には最良価格での執行がかなり行えていることが推測できる。こうしたことから、対象となった証券に関してもかなりの程度の市場間競争が行われていることが推測される。

著者たちはこれらのデータを用いていくつかのことを検証しているが、紙面の関係で、一部のみ紹介しよう。

表1 FTSE100銘柄の四市場の取引高シェア

	2009年	2010年
ロンドン証券取引所	70.2%	51.8%
Chi-X	20.3%	30.8%
BATS	3.8%	11.6%
ターコイズ	5.7%	5.8%

(出所) 注(1)

著者たちは、この期間のデータを用いて、市場をまたいでスプレッドが負（非正）になっている状態の発生件数等を比較することによって市場の効率性の変化を見ている。負（非正）のスプレッドになっている状態とは、ある市場の売り気配よりも高い買い気配が他市場で出ているようなケースである（locked and crossed market）。

例えば、ある市場Aで「1000円の買い、1100円の売り」という気配が出ているときに、他の市場Bで「900円の売り」気配が出ているれば、市場Bで900円で証券を買って市場Aで1000円で売れば、リスクなしの裁定機会が発生する。すなわち、スプレッドが負である（逆転している）ということは、市場が効率的に機能しておらず価格形成が十分に調整されていない状態であると見ることができるといえる。このうち、売り気配より買い気配が高くなってスプレッドが負になっている状態をcrossed marketと呼び、売り気配と他市場の買い気配が同じになっている状態をlocked marketと呼んでいる。

こうした状態は、一市場内部では基本的に起こりえない（価格優先の原則が働く）ことであるから、複数市場に市場が分裂したために価格形成機能が十分働かず市場の効率性が失われた結果であると解釈できる。

論文の結果によると、売り買いが同じになっている状態は、2009年には一日平均二四・五分（売り買いが逆転する状態は一六・〇分）であった。一方、2010年には、同様に一日平均六・四分（同一九・八秒）と大きく縮小した。

さらに著者は、スプレッドが負になっている状態から潜在的に発生する裁定取引の利益を計算しているが、2009年に六二万四二七ポンドであるのに対して、2010年には四〇万四七〇〇ポンドに三四・一%減少している（取引コストはゼロと想定）。この減少分が、この間の市場の効率化分だとみなすことができるだろう。

また、指値注文保護ルールに反する形で、他の市場の良い指値を無視して劣った価格で執行してしまったケー

ス（トレード・スルー）も、市場の統合機能が非効率であるために発生した損失分だと考えられる（一市場内では価格優先の原則が働くため、基本的にトレード・スルーは発生しない）。トレード・スルーは、二〇〇九年に五・二％、八・七％であったものが、二〇一〇年には四・七％、六・九％に減少している。

トレード・スルーは、（よく探せば）他の市場にもっと良い取引があったにも関わらず、劣った価格で執行してしまうということであるから、やはり市場の情報効率性の低さとみなすことができ、トレード・スルーの減少は、基本的に市場の情報効率があがったことを意味している。また、著者たちは、トレード・スルーについて、投資家が執行スピードを重視するときに、流動性と探索コストのトレードオフに直面していることとの現れであるとも述べている（投資家が早い執行を重視しているときには、他の市場に良い気配が出ているかどうかを探す時間コストが惜しいので、トレード・スルーが発生しやすい）。

概要部分のみ紹介したが、こうしたいくつかの検証結果から、著者たちは、欧州には公式な市場統合の仕組みは存在しないものの、検証期間にわたるスプレッドの縮小、スプレッドが負（非正）になっている状態の減少、トレード・スルーの減少などの点から見て、一定程度の市場効

表2 スプレッドが負になっている状態（Locked and Crossed Market）

	2009年4月／5月			2010年4月／5月		
	ノーマル	Locked	Crossed	ノーマル	Locked	Crossed
気配に占める割合	84.99%	11.12%	3.89%	93.80%	5.50%	0.65%
	(9.22)	(4.23)	(6.96)	(2.75)	(2.57)	(0.60)
取引日に占める割合	91.53%	5.11%	3.35%	98.60%	1.33%	0.08%
	(10.92)	(3.40)	(6.57)	(1.07)	(0.94)	(0.11)
件数に占める割合	74.57%	20.11%	5.30%	84.78%	13.69%	1.52%
	(9.34)	(5.02)	(7.28)	(3.57)	(3.54)	(1.32)
時間（分）	439.35	24.49	15.99	473.23	6.36	0.33
	(52.42)	(16.33)	(31.53)	(5.13)	(4.49)	(0.54)
平均継続時間（秒）	48.00	2.51	10.83	72.59	0.86	0.41
	(31.86)	(3.22)	(24.94)	(61.23)	(1.25)	(6.13)

（出所）注（1）

率性の向上が見られるとしている。すなわち、欧州では、複数市場がバラバラに機能して深刻な分裂状態にあるのではなく、市場はある程度統合して機能する動きが見られると結論づけている。

## 5 おわりに

市場統合のためのNMSのようなシステムがなくても、市場機能が統合する方向へ力が働いているのはなぜだろうか。まず、アメリカのような公式の気配・価格の配信システムが存在しなくても、商業ベースでの情報配信サービスがロイターやブルムバーグなどのベンダー各社を通じて行われており、市場仲介者・市場参加者の情報量が十分確保されていることが考えられる。商業ベンダーのサービスのレベルが向上した結果、公式システムがなくても、主な市場の価格情報は、一定の対価を支払えばリアルタイムで入手が可能になるだけの情報技術があるということが出来る。また、市場間をまたいで、売り気配より買い気配の方が高くなるような容易な裁定機会 (locked and crossed market) に対しては、アルゴリズムを利用した高度なコンピューター取引が行われている現在では、市場参加者にすぐに見つけられて裁定が行われるので、一物二価の状態は長続きしないはずであり、結果として価格形成の効率性はかなり高い状態で保たれると推測される。

限られた期間・対象の実証研究であるため、テクノロジを信頼した市場効率化の力が常に正常に働くかどうかは慎重に検証する必要がある、とりわけ、ボラティリティが高い時期などに問題が発生しないかは検討の余地がある。とはいえ、アメリカのような高コストの市場インフラがどこまで必要かという問題に対して、市場参加者側のテクノロジの進展が一定の解決策となる可能性は注目できるだろう。

先に述べたように、欧州にはアメリカのような市場間をまたいだ指値注文保護ルールが定められていないこと、

市場間にわたる統合的な気配・価格情報のシステムがないことから、市場ごとにバラバラな価格形成が行われ、市場全体としての効率性が十分でない、あるいは投資家の最良執行が十全には保証されていないといった懸念がある。こうした懸念が現実のものであるのであれば、アメリカと同じように、証券市場のインフラとして、コストをかけてNMSのようなシステム整備を行う必要があるとの主張もある。しかし、アメリカのNMSの果たしている機能のうち一定程度は、商業ベンダーや、市場仲介者側のアルゴリズムやスマート・オーダー・ルーティングなどのシステムが別の形で果たすことが可能となっており、今から導入するのであれば、もう少し小さなシステムでも同じ役割が果たせる時代になっているのかもしれない。

注

(1) Financial Timesのウェブサイトを、二〇一三年三月二〇日。

(2) Andreas Storkenmaier & Martin Wagerer (2011) "Do we need a European 'National Market System' ? Competition, arbitrage, and suboptimal executions", Karlsruhe Institute of Technology, May 3, 2011.

(しみず ようこ・客員研究員)

# 中国の合会と日本の無尽の銀行化

～中国の中小企業金融への示唆として～

西尾圭一郎

## 1 はじめに

改革開放以降、とりわけこの一〇年近くの間、中国経済は極めて早いスピードで経済成長を遂げている。その中国の経済成長における中小企業の役割は大きくGDPの六〇%、財政収入の約五〇%、都市部における雇用の八〇%を生み出している。しかし、日本でもそうであるが、経済における中小企業の役割の大きさと比較して、中小企業に対する金融は不十分である。

日本においても中小企業の資金調達環境は厳しいが、日本では地方銀行や信用金庫など中小企業金融を支える金融機関の裾野が広い。とりわけ中国と比較して特徴的といえるのは、人的信用に基づく金融手段であった無尽から発達し、銀行へと転化していった第二地方銀行の存在であろう。近年では、メガバンクも積極的に中小企業金融に取り組むようになってきているが、地域の金融機関が日本の中小企業金融を支えている現状は変わっていない。そして現在、中国においても銀行等がカバーしきれない中小・零細企業の資金需要をカバーする無尽と同じ金融組織が成長しているのである。

本稿では、中国経済の今後の持続的な成長に大きな役割を果たすであろう中小企業金融の整備について、日本

の経験をもとに無尽の地方銀行への転化の過程を振り返ることで、中国への政策的インプリケーションを導出する。

## 2 中国の中小企業金融の状況と日本との比較

### (1) 中国の中小企業金融の現状把握

本節では、西尾・西村(二〇一一)での分析を中心に、中国の中小企業金融の現状と日本との比較について検討する。

中国では、中小企業の約八〇%が資金不足という認識であり、約九割が資金調達に困難を感じている<sup>(1)</sup>。もちろん、この現象は資金供給側の問題だけではなく、資金調達側の中小企業が抱える信用リスク等の問題も存在するため、原因の特定は難しいが、中小企業が十分な資金を得られていないということは事実であろう。

通常、企業の資金調達手段としては証券市場を通じた調達と銀行を通じた調達とが考えられるが、中国では中小企業の資金調達に占める銀行貸付の割合が九九%を占めており、証券を通じた資金調達は極めて困難な状況にあるといえる。その要因は、株式市場と社債市場ともに共通するものであるが、上場や起債条件の厳しさにあるといえよう。

株式については「中小企業板」や「創業板」といった中小企業向けの市場が二〇〇〇年代に創設されたが、中小企業にとっては簡単に利用できないものとなっている<sup>(2)</sup>。中小企業を対象としている「中小企業板」であるが、株式市場への信認の維持という点ではやむを得ないものの、その上場基準や管理規定など実質的にメインボードと大差がない。また「創業板」については、上場に際しての収益要件として「直近二年間の純利益が累計一〇〇

○萬元以上かつ利益が増加し続けている」あるいは「直近一年間の純利益が五〇〇萬元以上、直近一年間の営業収入が五〇〇〇萬元以上であり、直近二年間の営業収入の増加率が三〇%以上」という条件が課されている。<sup>(3)</sup>そのため結果的に、上場企業の多くは短期間での成長が見込まれる産業に偏ってしまうという現状となっている。

債券についても基準の厳しさは同様であり、大企業と比較すると信用力が低い中小企業による債券市場での資金調達には困難な状況となっている。加えて、中国の社債発行を認可している中国国家発展改革委員会は二〇一二年一月二〇日に社債発行規則を厳格化することと、地方政府に対し債券のリスク管理を強化するよう要請する方針を提示しており、中小企業の社債発行環境はより厳しいものとなっている。<sup>(4)</sup>

このように証券市場からの資金調達が難しい状況であるため、中小企業の資金調達は銀行を通じたものがほとんどとなっている。しかし、銀行を通じた資金調達が円滑にいつているというわけでもない。<sup>(5)</sup>

日本および中国の金融機関の企業向け融資の規模別比率を示したものが表1であるが、これによると金融機関の企業向け融資のうち四割以上が大企業向けであり、中堅企業向け融資は三割強、小型企業が二割強となっている。なお、日本では大企業が三割強、中堅企業が一割弱、中小企業が六割強と中小企業の比率が高

表1 日本および中国の金融機関による企業規模別向け貸出動向

中国	総計 (兆元)	小型企業貸出残高		中型企業貸出残高		大型企業貸出残高	
		(兆元)	比率	(兆元)	比率	(兆元)	比率
2009	26.28	5.84	22.2%	8.60	32.7%	11.84	45.1%
2010	31.10	7.55	24.3%	10.13	32.6%	13.42	43.2%
日本	総計 (兆円)	中小企業貸出残高		中堅企業貸出残高		大企業貸出残高	
		(兆円)	比率	(兆円)	比率	(兆円)	比率
2009	282.32	178.54	63.2%	13.37	4.7%	90.41	32.0%
2010	270.12	174.31	64.5%	12.65	4.7%	83.14	30.8%

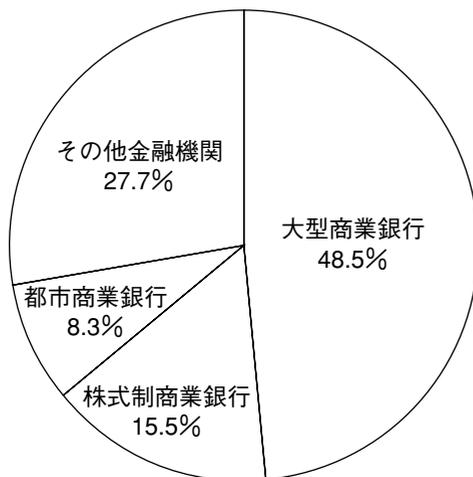
(出所) 中国人民銀行『金融機構貸出統計報告』および日本銀行『時系列統計データ検索サイト』(<http://www.stat-search.boj.or.jp/index.html>)より作成。

くなっており、中国の中小企業の資金繰りの厳しさがうかがえる。

そのような状況となっている要因は、中国の銀行システムの構造に求めることができる。図1は中国の銀行の資産残高比率を示したものである。ここで大型商業銀行として分類されているのは、中国の五大商業銀行と呼ばれる中国工商银行、中国農業銀行、中国建設銀行、中国交通銀行、中国銀行の五行を指している。中国では、これら五大商業銀行が銀行部門の全資産の半分近くを占めている。次いで大きな比率を持つのが株式制商業銀行であるが、これは一九八六年以降に認められることとなった商業銀行である。五大商業銀行および株式制商業銀行は信用リスク等の要因から中小企業への貸出について慎重であり、大企業中心の融資を行っている。

それらの次に来るのが信用合作社から転化した都市商業銀行である。信用合作社とは地域の共同組織であり、日本でいうところの信用協同組合であるが、これらは一九九八年に都市商業銀行となり、主要都市を基盤として地域金融を担っている。<sup>6)</sup>その成り立ちから、都市商業銀行は中国の中小企業金融の中心的役割を果たしているといえるだろう。しかし、銀行の資産残高全体に占める比率は一割もない状況である。そのため、上述したように、中小企

図1 中国の銀行資産残高の機関別比率



(出所) 中国銀行業監督管理委員会『2011年銀行系金融機関資産負債状況表』より作成。

業への銀行貸付の比率が日本と比べて小さいという現在の状況が生じると思われる。

いずれにせよ、中国の中小企業は資金需要の大きさに比べて、証券市場を通じて、銀行部門を通じて、十分な資金調達ができているといえるだろう。

## (2) 日本との比較

一方、日本においても中小企業の資金調達は銀行システムに依存しており、証券市場を通じた資金調達環境は依然として厳しい状況にある。二〇一一年度の社債での資金調達については、資本金一億円未満の企業の負債に占める社債の比率は一・四％程度にとどまっており、全企業における五・八％と比較すると大きな開きが見られる。また株式市場についても、JASDAQにはスタンダードと成長可能性重視のグロースの二つの区分がある<sup>(7)</sup>が、いずれも比較的規模の大きな中堅企業向けの市場となっており、大多数の中小企業にとっては利用が難しい<sup>(8)</sup>。

そのため、中小企業の資金調達は銀行を中心とする間接金融に依存することになる。表1で見たとおり、日本の銀行による中小企業向け貸出残高の企業向け貸出全体に占める割合は六割強となっている。その内訳については、地方銀行、第二地方銀行の占めるシェアが大きく、そのことが中国と比較して極めて高い中小企業向け貸出を実現させている大きな要因として指摘することができるだろう。

この点、つまり大銀行以外の裾野が広い日本と、これから重点化されるであろう中国という銀行システムの構造の違いが日本と中国の中小企業金融の違いといえることができるだろう。

### 3 中国の中小企業金融と合会の広がり

#### (1) 無尽および合会の仕組み

前節で見たように、中国では銀行が大企業中心の貸出をしており、証券市場へのアクセスも厳しく制限されている。そのため非制度的な金融に頼る中小企業が増加しつつある。

その一つとして日本の第二地銀の原点といえる無尽に相当する「合会」というコミュニティ金融が近年増加しているといわれている。日本でも、明治維新後から無尽会社が自然的に発生し、様々な要因から銀行へのアクセスが制限されていた中小企業の資金需要に応え、日本の経済発展の一因を担っていたという現実がある。そして、その無尽会社がやがては相互銀行となり、現在の第二地方銀行となり、日本の中小企業金融の一端を担っている。そこで本節では中国における中小企業金融体制の整備を展望するにあたり、日本の無尽の発展と銀行化の時期を振り返り、その成長の過程で生じた問題や方策などを整理する。

まずは中国において近年、増加傾向にあるという合会の仕組みについて、日本の無尽と比較する形でその概略を把握し、特徴について整理しておこう。

無尽業法が制定された際の定義によると、「本法ニ於テ無尽ト称スルハ一定ノ口数ト給付金額トヲ定メ定期ニ掛金ヲ払込マシメ一口毎ニ抽籤入札其ノ他類似ノ方法ニ依リ掛金者ニ対シ金錢又ハ有価証券ノ給付ヲ為スヲ謂フ」<sup>(9)</sup>とされている。

具体的には「合会の中心に会主（親）がおり、その発起で会総（親と講員の間）に立つ責任講員）および会脚（講員）が入会し、会金（掛金）を每期納付する。・・・給付を受けた会脚はこれを重会（受給付者）と称して、未給付者（軽会）と區別<sup>(10)</sup>して、講の参加者全員が順繰りに資金獲得の機会を得ることができるような仕組みの

金融機構である。

一方で中国の合会であるが、「参加者（十数名から数十名程度の場合がほとんど）が集まって、定期的に参加者の人数に等しい開催回数で積立て（掛金）を行い、毎回一人の参加者がその一回の掛金全部の給付を受ける庶民の相互的な金融方式」<sup>(11)</sup>の仕組みになっており、会員内部で掛金を集め、順繰りに借り入れを行い、全員が資金獲得の機会を得ることができるようになっている。このように日本の無尽と中国の合会は、その仕組みの細部や呼び名こそ異なるもののほぼ同じものである。

そしてその特徴であるが、以下のようにまとめることができる。<sup>(12)</sup>

まずは利点であるが（１）古くから存在した仕組みである、（２）参加者は必ず資金融通の機会を得る、（３）利息は他の庶民金融機関に比べて低く、長期返済が可能、（４）人的信用によって繋がる仕組みであり、無担保貸付が行われる、（５）地域密着型の金融機関である、といったことが挙げられる。これらの利点より中小・零細企業向け金融が未整備・発展途上な状況において、銀行が十分にフォローできないセグメントに対して重要な資金調達手段として機能し、社会構成を高める役割を果たしているのである。

しかし、その一方で問題がないわけではない。（１）落札時期や状況によって利率が大きく変わること、（２）季節的要因等によって資金需要が集中する場合には望む時に資金を得られない可能性が高まること、（３）急な資金需要には対応できないこと、（４）そもそも無尽講や無尽業者の営業基盤の脆弱性、親の資金の流用・持ち逃げ等や身内虫負などのガバナンス上の問題、などが挙げられる。

上述のような欠点は持つものの、中小企業向け金融が発展途上な状況においては、とりわけ零細企業にとって重要な資金調達手段として機能しうるため、発展途上経済にとっては社会厚生を高める機能を持っている。

## (2) 中国の合会の現状

ではそのような特徴を持つ中国の合会は現在、どのような状況になっているのであろうか。中国の合会は清朝後期～中華民国期に隆盛を極めたが、その後中華人民共和国となって以降、計画経済体制下においてしばらくの間停滞していた。しかし一九八〇年代から、すなわち改革開放以降に再び活性化し、現在では広く民衆の金融手段としての地位を得るようになってきている<sup>(13)</sup>。

陳(二〇一〇)によると、江蘇省通州金沙鎮の住民の五～六割が標会に参加しており、その他浙江省、福建省、広東省、貴州省、江蘇省、雲南省など東南海沿岸を中心に見られるようになってきている。その規模は拡大を続けており、会によっては信用合作社(日本の信用協同組合にあたる機関)の年間貸出額の三〇倍以上の給付を行う合会も存在するという<sup>(14)</sup>ことである。そして規模の拡大に伴い、日本で生じていたような問題もまた生じてきているという指摘もある。

このように、規模が拡大し、問題事例も観察されているにもかかわらず、現在の中国では合会に対する政策は特にとられていない<sup>(15)</sup>。それに対して日本では、無尽に対して規制、監督を行ってきた。前項の最後で見たように、合会のような地域の中小企業金融や庶民金融を担う可能性を持った金融機関や組織の成長は、中国の中小企業金融や庶民金融の発展を通じて経済厚生を高めることができる。そこで次節では日本の経験を振り返り、無尽に対する政策対応を整理することで、今後の中国の中小企業金融の発展の方向性を検討する。

#### 4 日本無尽の機能と普通銀行への発展過程

##### (1) 無尽会社の発展史

無尽は明治維新後の近代化の過程において、民間の旺盛な資金需要に対応する形でその利用が急増していた。やがて、事業として無尽を行う無尽会社が発生するようになり、その数および全体の規模は急速に増加していった。

その背景には当時の銀行システムの資金分配システムの問題があった。当時、大銀行は国策との関係もあり、主に基幹産業、大企業への融資を中心に活動していた。また戦時体制下においては軍需産業中心の活動を余儀なくされていた。そして地域の産業育成や中小企業支援を行うべき地方銀行については、明治から大正にかけての小銀行の乱立とその結果生じた社会的混乱、そしてその後の「一県一行主義」による銀行数の減少を受けて、中小、零細企業に対して十分なケアをすることが難しくなっていた。

その結果として、「本邦においては、未だ完全なる庶民金融機関の制度なく、普通銀行は主として中産者以上の階級の機関たるに過ぎず」<sup>(16)</sup>、中小・零細企業や庶民が資金調達を行う手段が非常に限定的な状況が生じていた。

そのような中小零細企業の金融的空白を埋め合わせたのが無尽であった。明治から大正にかけて無尽が活発に利用されるようになり、やがては事業として無尽を行う無尽業者が多数現れるに至ったのである。その一方で零細無尽の乱立、不正や破綻などの問題も多数出現し、必要な機関だが弊害も多いため取り締まり強化や撲滅論さえも現れるようになっていた。<sup>(17)</sup>

しかし銀行による中小・零細企業や庶民に対する十分な金融サービスの提供ができていない状況で無尽業者を排してしまうことは、様々な経済的混乱をもたらしうる。そのため一九一五年に無尽業法を制定し、当時として

は厳しい制限を課し、無尽業者を免許制とする形でその存在を法的に確立、管理下に置くという手法が採られた。その後、無尽業法はその時々々の状況を反映する形でたびたび改正され、そのたびに無尽会社が金融機関としての機能を高めていくことになった。その展開過程を次項で簡単に振り返り、地域の互助システムであった無尽の金融機関として機能が、どのような形で変化していったのか、その機能的変化に注目し整理を行っていこう。

## (2) 無尽会社の銀行化過程

まず、一九一五年に制定された無尽業法であるが、先ほど述べたとおり厳しい制限を課す形で制定された。そこで課せられた制限は(1) 営業区域の制限、(2) 最低資本金額、(3) 資金運用の制限、(4) 他業兼営の禁止の四点である。

いずれも当時問題となっていた、無尽業者の健全性に関する規制であるが、その規制の結果として多くの無尽業者が整理されることになった。その結果、表2にあるように一九一五年には二〇〇〇を超えていた無尽会社が翌年には一三六へと急減したのである。しかし、翌年以降、社会的な需要から無尽会社は再びその数を増加させ、一九一九年には二〇〇社を超え、一九五七年には二五〇社を超えるに至った。そしてその間に営業が認められた無尽の経営基盤は、表2の一社平均資本金を見てもわかる通り急激に安定していったのである。

そして一九三二年には更なる健全化を狙い、株式会社化を義務付けるように法改正を行った。この法改正の猶予期間を超えた一九三五年以降には、再び無尽会社数が減少に転じるようになったが、一方で合併等による再編も進み、営業譲渡手続きが簡素化された一九四一年の改正以降、一社平均資本金は急激に増加していくこととなった。こうして無秩序に増加していた無尽会社は法的枠組みの中で管理されるようになったのである。

また無尽業法は無尽会社を規制し、その健全性を強化する形でのみ運用されたわけではなかった。免許制を導入した一九一五年の無尽業法によって不健全な業者の退出、整理が行われた後の一九二二年には、無尽会社の資金運用先が緩和され、国債等への投資、不動産担保貸付、掛金者への貸付限度額の拡大などが認められるようになった。

その後一九三八年には営業区域制限の緩和、貸付金限度額の総額制限緩和が行われ、一九四一年に土地建物等を取り扱う物品無尽の取り扱いが認められ、投資可能な有価証券の種類が増えるなど、資金運用の範囲が拡張された。そして戦後一九四九年には、戦後のインフレと中小企業の資金難により、借りた資金を日掛けの掛金で返済するという無尽に類する貸付を行う（看做無尽）を行う殖産会社が多数出現したため、悪性の会社の乱立を防ぐ目的のため、看做無尽を無尽会社に行わせることになったが、このことは無尽会社に銀行のような貸付を行うことを可能とした。

表2 無尽会社の会社数および1社平均資本金額

(単位：円)

年	無尽会社数	1社平均資本金	年	無尽会社数	1社平均資本金
1915	2,363	9,513	1931	268	136,569
1916	136	54,459	1932	274	137,463
1917	173	51,069	1933	276	138,868
1918	192	50,219	1934	272	148,103
1919	206	50,383	1935	259	151,985
1920	203	58,000	1936	253	149,245
1921	209	58,583	1937	246	149,793
1922	214	66,093	1938	245	150,363
1923	219	63,557	1939	237	156,367
1924	227	82,570	1940	221	173,796
1925	240	93,286	1941	182	222,802
1926	243	107,171	1942	139	304,991
1927	251	119,251	1943	87	487,000
1928	258	129,027	1944	63	682,000
1929	260	132,201	1945	58	735,000
1930	263	137,237			

(注) 1943年から1945年にかけての資本金額は、1,000円単位で四捨五入されて表示されるようになった。

(出所) 『全国無尽会社要覧』各号より作成。

また同時に貯蓄機関としての機能の強化も図られていた。上記に挙げた一九四一年の改正では先掛無尽の取り扱いが、一九四三年には貯蓄無尽の取り扱いが認められた。これは、通常の資金融通を目的とした無尽ではなく、払い戻しを利用した貯蓄を目的とする無尽であり、庶民の貯蓄手段として利用できるように仕組みとして導入されたのである。

このように、投資対象の制限が緩和され、貯蓄機能が強化されることによつて金融機関としての業務の自由度が高められる政策も、規制と合わせてとられていた。資金運用先の調達や貯蓄機能の強化が図られたのは、無尽会社の社会的機能に対する要請もさることながら、様々な時代背景がその要因として指摘できる。一つは中小企業の慢性的な資金不足の問題である。やはり戦前から戦後復興までの期間において、日本では中小企業の資金繰りは極めて厳しい状態が続いていた。その中で無尽が果たしている役割は極めて大きかったため、その健全化と同時に機能拡張が求められたのである。また、この期間は国家としても列強と伍していくために財政出動がかさみ、国債の安定的な消化が求められるようになっていった時期である。そのため安定的な経営を行い、かつ国債消化の機能を高めるべく、資金運用先の拡大が行われていった。そして、企業や国家への円滑な資金供給のため、庶民の貯蓄奨励が行われており、その一つの有力な機関として無尽会社が認識されていたということも要因としてあげることができるだろう。

こうして貯蓄金融機関としての機能強化、資金運用や貸付の機能の強化が行われ、活動そのものが銀行に近づいていったことで、無尽会社側からは預金の取り扱いに対する要求が出てくることになる。それにこたえる形で、法改正により一九四五年には普通預金の取り扱いが、一九四八年には当座預金の取り扱いが認可されることになった。しかしこの緩和はGHQから、銀行以外の機関が預金を取り扱うことに対する違和感として異議が出され

た。そこで、その問題をクリアすることも視野に入れた検討がなされ、一九五一年に施行された相互銀行法によって無尽会社は銀行へと転化していったのである。

このように、日本の無尽会社は（１）まず当局の監督下に置かれ営業基盤、ガバナンスの強化が行われ、（２）次いで資金運用手段の多様化が認められた後、（３）貯蓄機能が強化され、（４）やがては預金の取り扱いが許可される、という形でその金融機能の強化が進められていった。それがやがて銀行化という形をとったのであるが、銀行となる以前に、このような段階を踏んだ成長があり、その背後には金融システムの設計と監督行政とが機能していたということを指摘することができよう。

## 5 おわりに―中国への示唆

戦後の日本同様、中国でも中小企業金融を重視する必要性が高まっており、無尽形式の金融組織である合会が増加している。そして日本で生じたようなガバナンスの欠如や会の崩壊などといった、様々な問題も生じ始めている。

しかし日本でもそうであったが、無尽や合会といった自生的な金融組織は脆弱な体質を持つものの、地域的人的つながりによる資金融通機関という特徴から、大銀行では対応しきれない小型企業への金融サービスの提供や庶民の金融システムへの取り込みという点で重要な機能を果たしうる。

合会をどのように取り扱うにせよ、地域の中小企業金融にとって重要な機能を果たしつつある状況下では、今後の規制、監督、育成に際し、日本で生じた議論、対策の再検討が有効性を持つと思われる。

日本では免許制、株式会社化に始まり、資本金額規制や他業との分離による管理を行い、その後、業務範囲の

拡大、貯蓄機関化することで貸出能力の強化、預金取扱までも可能となったことから銀行化していった。そして銀行化したことにより、非都市部の預金吸収能力の向上、信用創造による成長資金の供給、ソフト情報を利用した大銀行では対応しきれない小型企業への金融サービスの提供などが可能となり、地域金融、中小企業金融にとって大きな役割を果たしたといえるだろう。

むろん、日本の経験をそのまま適用することには様々な議論があるだろう。経済の現状を踏まえ、非制度的な金融組織である合会の銀行化そのものを当初から目指すことは、状況によっては過剰な金融サービスを生じさせ、バブルを助長する可能性もあるだろうし、制度的な枠組みが変化したとしてもガバナンスの変化や社会における認識が追い付かない場合には、かえって混乱が生じることもありうる。

とはいえ自生的な民間金融組織についての研究は、今後の発展途上国経済で問題となっている中小企業金融や金融包摂に対する貢献ともなりうるため、今後あらためて研究し直し、日本の経験を発信していくことの重要性は高まっているといえるだろう。

#### 注

- (1) 李(二〇一〇)、孔(二〇〇八)等を参照。
- (2) 二〇一一年末現在、中小企業板と創業板の時価総額はそれぞれ二兆七四二九億元、七四三三億元となっており、これらを合計しても、メインボード市場(上海・深圳)の一七兆九八九四億元の一九・四%に過ぎない。
- (3) 野村資本市場研究所編(二〇〇七)、神宮(二〇〇九)、董・楊他(二〇一一)等を参照。
- (4) 厳格化の内容は、資産負債比率が九〇%を超える企業は新規発行が禁じられ、八〇〜九〇%の企業は社債発行に際し

- 保証が必要で、六五～八〇%の企業は「重点監視リスト」に乗るといものである。发改办财金（二〇一一）三四五  
一号「国家发展改革委员会办公厅关于进一步强化企业债券风险防范管理有关问题的通知」（[http://www.sdpc.gov.cn/zcfb/zcfbtz/2012tz/t20121220\\_519191.htm](http://www.sdpc.gov.cn/zcfb/zcfbtz/2012tz/t20121220_519191.htm)）参照。
- (5) 西尾・西村（二〇一二）、五三～五四ページ参照。たとえば、上海の小型、零細企業四〇万社のうち銀行融資を受けているのはわずか一〇%である。また、黄・楊（二〇〇九）による浙江省寧波市の調査では八六社中五三・五%、羅・劉・李（二〇一一）の山東省濟寧市の調査では二九七社中二一・九%であるという。
- (6) 中国の都市商業銀行については門（二〇一一）を参照されたい。
- (7) 財務省『財政金融統計月報』七二六号より。
- (8) 結果としてなのか原因であるのかは不明だが、中小企業は直接金融での資金調達に対し、「企業内のやりくりや金融機関からの借り入れで足りる」、あるいは「資金の必要性がない」という反応を示すことになっている（高橋、二〇〇二、一一七～一二〇ページ）。
- (9) 無尽業法「大正四年六月二日法律第二四号」第一条。
- (10) 全国相互銀行協会編（一九七二）、一三～一四ページ。
- (11) 陳（二〇一〇）、三八ページ。なお、陳（二〇一〇）、六五～八三ページおよび李（二〇〇六）第三章にも詳しい説明があるため参照されたい。
- (12) 以下の特徴については日本銀行調査局（一九二三）、二九～三六ページおよび後藤（一九九四）、一四ページより整理した。
- (13) 李（二〇〇六）、五八ページ。

- (14) 永安市の「以会養会」はその典型である。所持金を持たない永安市に住むA氏が、借りた資金(二〇〇元)を元手に複数の合会に参加し、そこで得た給付金を基にさらに大きな合会へと参加し、合計八つの標会を利用し合計一四四万円を手にしたのち失踪した、という事例である。これは関係した企業の倒産や破産、自殺などを引き起こしたという(李、二〇〇六、七二〜七四ページ)。
- (15) 陳(二〇一〇)、一〇二〜一〇三ページ。
- (16) 日本銀行調査局(一九一三)、二ページ。
- (17) 当時は取り締まりの厳しさを批判する意見もあったが、業界の結果的に健全な成長を促進したという評価がなされている(後藤、一九九四、一九〜四四ページ)。
- (18) 相互銀行転換直前の一九五一年には無尽会社は金融機関の中小企業貸付の一八・三%を占めていた(第二地方銀行協会編、二〇〇二、四一〜四二ページ)。

#### 参考文献

- ・後藤新一(一九九四)『無尽・相銀合同の実証的研究』日本金融通信社。
- ・神宮健(二〇〇九)「中国の創業板市場について」『季刊中国資本市場研究』二〇〇九年秋号、六四〜七五ページ。
- ・全国相互銀行協会編(一九七二)『相互銀行史』全国相互銀行協会。
- ・第二地方銀行協会編(二〇〇二)『第二地方銀行協会50年史』第二地方銀行協会。
- ・高橋徳行(二〇〇二)「中小企業金融の特徴 なぜ資金調達が難しいのか」藪下史郎・武士俣友生編著『中小企業金融入門』東洋経済新報社、三一〜五二ページ。

- ・ 陳玉雄 (二〇一〇) 『中国のインフォーマル金融と市場化』麗澤大学出版会。
- ・ 董安生、楊疑、何以、王恩宇、何海寿 (二〇一一) 「中国創業板の発行制度分析」『季刊中国資本市場研究』二〇一一年秋号、二二三ページ。
- ・ 西尾圭一郎・西村友作 (二〇一二) 「わが国との比較でみる中国の中小企業金融の現状」『証券経済研究』第七八号、五一～六八ページ。
- ・ 野村資本市場研究所 (二〇〇七) 『中国証券市場大全』日本経済新聞出版社。
- ・ 門闖 (二〇一一) 『中国都市商業銀行の成立と経営』日本経済評論社。
- ・ 孔曙東 (二〇〇八) 『国外中小企業融資経験与啓示』中国金融出版社。
- ・ 黄惠琴、楊曉麗 (二〇〇九) 「中小企業融資現状及对策」、『中国国情国力』、第二期。
- ・ 羅亮森、劉海東、李東沢 (二〇一一) 「中小企業融資現状分析——基于濟寧市中小企業融資情况的調查」『中国金融』、第二四期。
- ・ 李建軍 (二〇〇六) 『中国地下金融調査』上海人民出版社。
- ・ 李子彬 (二〇一〇) 『中国中小企業2010年藍皮書』中国發展出版社。

(にしお けいいちろう・客員研究員)

# 韓国のカバードボンド法制案と住宅金融市場

篠田 優

はじめに

二〇一三年二月五日、韓国でカバードボンド法案が国会に提出された。同法案は、早ければ本年上半期中にも国会での採決を経て成立し、同法案附則事項にしたがい公布日から六ヶ月後の本年下半年にも施行されることになる。そして、韓国の法定カバードボンド第一号が、早ければ本年中にも発行されるものと思われる。

ところで、カバードボンドとはもともとヨーロッパでも発行されていた債券で、アメリカを含めヨーロッパ周辺諸国以外では近年まで馴染みの薄いものであった。しかし、今次金融危機の影響で住宅ローン担保証券(Mortgage Backed Securities: MBS)をはじめとする証券化商品市場が低迷・縮小すると、それに代わるように、金融危機下でも市場が比較的安定していたカバードボンドへの注目が高まった。そしてヨーロッパ域外でも発行額および発行国が増加し、またこれへの投資家が増加した。このような流れのなかに、順調にいけば今年から韓国もくわわることとなりそうだ。

そこで本稿では、韓国カバードボンド法制の導入経緯からその内容まで、広く検討していきたい。

## 1 カバードボンド市場の世界的な拡大

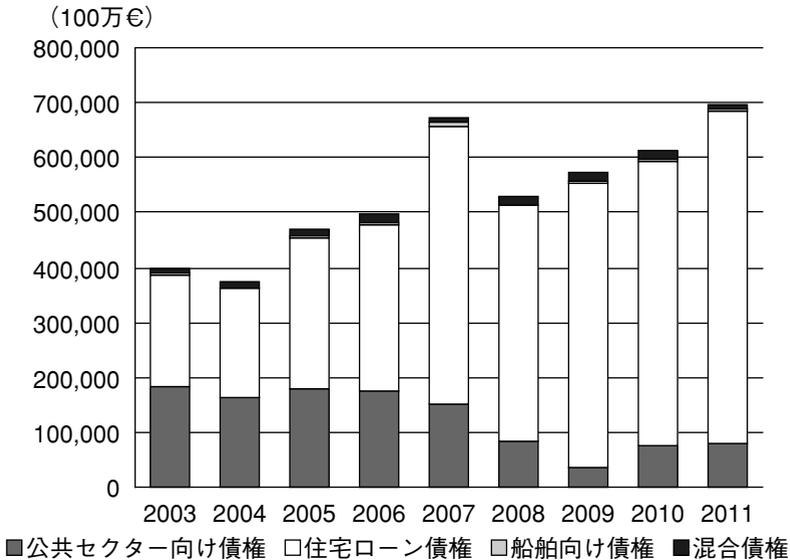
世界的なカバードボンド市場の拡大について確認すると、まず二〇〇三年以降の新規発行状況について数字を

みたのが図表1である。これをみてわかるとおり、カバードボンドの新規発行額は二〇〇〇年代以降も継続的に増加を続けている。二〇〇三年末時点では約四〇〇〇億ユーロであった新規発行額は、二〇一一年末時点には七〇〇〇億ユーロと二倍近くに増加している。

近年に発行されているカバードボンドについて少し細かくみていくと、カバードボンドの担保資産（カバールール）としては、二〇〇七年を境に公共セクター向け貸出債権が減少する一方で、住宅ローンの割合が増加している。この変化については、ドイツにおける公共セクター向け貸出債権を担保としたカバードボンド発行額の減少が大きく影響しているが、その一方でカバードボンドが金融機関等における資金調達手段として重要性を増していることもうかがい知ることができる。

つぎに、発行残高について二〇〇三年以降の数字をみたのが図表2である。当然ながら、新規発行額の増加を受けて発行残高も増加が続いている。二〇〇三年末時点では一・五兆ユーロだった発行残高は、二〇一一年末に

図表1 世界のカバードボンド新規発行額（2003—2011）

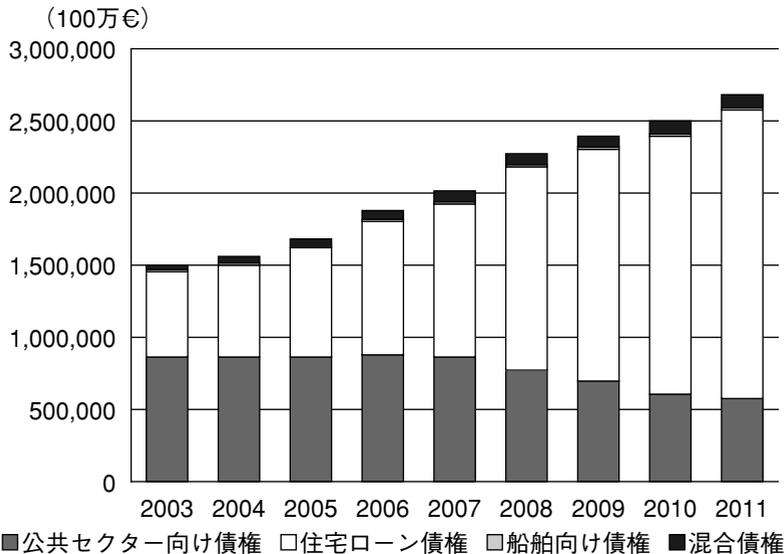


（出所） European Coveredbond Council [2011]

は二・七兆ユーロとなった。こちらにも住宅ローン債権を担保としたものを中心に金融危機の影響を受けることなく増加し、残高は二倍近くへと大幅に増加している。

なお発行残高の増加は、各国における発行額の増加のみならず発行国自体の増加によりもたらされている面もある。いくつか具体例を挙げれば、アメリカでは、ストラクチャード・カバードボンドではあるが、二〇〇六年にわずかながら発行が行われた後は新たなケースはみられないが、二〇〇八年以降ではイギリスで二〇〇八年三月に、オーストラリアで二〇一一年一〇月に、カナダで二〇一二年六月に法定カバードボンドの発行が可能となった。これらの国々は、法整備が完了する以前にストラクチャード・カバードボンドの発行実績がある場合もある。またニュージーランドでは二〇一二年五月に法制案<sup>(2)</sup>が提出されており、それに先立ちストラクチャード・カバードボンドは二〇一〇年六月に既に発行されている。そしてアジア諸国でもこれに続く動きが指摘されており、本稿で詳しく触れる韓国にくわえ、例えばシンガポ

図表 2 世界のカバードボンド発行残高 (2003-2011)



(出所) European Coveredbond Council [2011]

ールでは二〇一二年八月にガイドライン案が示され、インドでも住宅金融専門の公的機関が近い将来のカバードボンド発行を検討している。さらにタイ、マレーシア、中国（香港）、台湾などでも、カバードボンド法制への関心が高まっているとの情報もある。<sup>(3)</sup>したがって今後のカバードボンド市場は、アジア諸国における発行開始国の増加も含め、発行額および発行残高の拡大が顕著なものとなる可能性が高い。

このように、新たにカバードボンド発行への取組みを始める国が現れるなか、アジアに限ってみると、最も本格的な動きがあるのは韓国である。

## 2 韓国におけるカバードボンド法制導入の背景

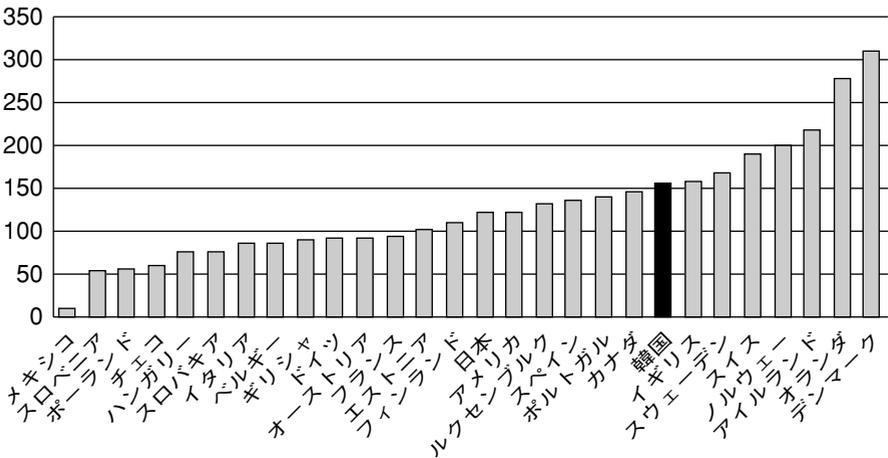
韓国におけるカバードボンド法制の導入は、もちろん世界的なカバードボンドへの注目の高まりに影響を受けた面もある。ただし、韓国政府等が表向きの導入理由としているのは、韓国で社会問題化している家計債務問題への対応策のひとつとしてである。

韓国では現在、家計の過剰債務が大きな問題となっている。韓国銀行による統計では、韓国の家計債務残高は二〇一二年末時点で約九六〇兆ウォンにのぼり、これは韓国のGDPの八五%以上と高水準にある。図表3は、OECDが発表している、家計債務の可処分所得にたいする比率を各国別にグラフ化したものである。これをみると、二〇一〇年末時点における韓国の家計債務は可処分所得比一五六%で、集計対象二五カ国のうち上から七番目の高さとなっている。過剰借入れと過剰消費が問題化したアメリカや、住宅バブルで住宅ローンを中心に家計債務が増加したスペインおよびポルトガルより高い比率であることは、韓国の家計債務問題の著しさを証明しているといえる。OECDによると、この比率は二〇一二年末時点ではさらに上昇して一六四%になっていること

から、韓国の家計債務の増加は、金融危機とその後の不況下における一時的なものではなく、過去から将来にわたり続くような慢性的な問題であることもわかる。近年の韓国社会では、このような家計債務問題が将来的なリスクとして大きく取り上げられており、韓国政府はこの対応に追われている。

ところで、この問題には韓国住宅金融市場の状況も部分的に関わっている。というのも、近年の世界的な住宅バブルのなか、韓国においても住宅価格は上昇し、貸出済み住宅ローン残高は約四〇〇兆ウォンとなった<sup>(4)</sup>。そしてこの住宅ローン残高は、韓国の家計債務残高の約四〇%を占める。ところが、最近の韓国では住宅ローンを含め各種ローンの延滞率やデフォルト率が上昇しており、くわえて金融危機以降は韓国でも進められてきた金融緩和方針が近い将来には引締めへ転換する可能性も指摘されている<sup>(5)</sup>。これに呼応して仮にも市場金利が上昇すると、変動金利型を主とする韓国の住宅ローン市場では新規ローンのみならず、貸出済みローンも金利が上昇する可能性が高い。そしてそれは返済額の増加へとつながり、ただでさえ他の債務返済もあつて苦しい家計は一層逼迫することとなる。

図表3 2010年末時点の各国家計債務残高（可処分所得倍率）



(出所) OECD

さらに、韓国の住宅ローンは満期一括返済型が多いのだが、この形態のローンは満期が到来すると残額を一括返済する必要があるケースが多い。その際、住宅価格が上昇していれば借換えにより残債全額を返済することも可能だが、最近の韓国では住宅バブルは崩壊し、住宅価格は下落している。そのため、最近になり借換えを行ったローン利用者の多くに、手持ちの預貯金を取り崩したり、不足額分を別途借り入れたりする必要が生じていることが予想される。こうして韓国家計はバランスシート不況に陥りつつあり、状況次第では住宅ローンの延滞率やデフォルト率の今後のさらなる上昇も懸念されている。

このようななか、韓国銀行によれば、二〇一三年には四二兆ウォンの住宅ローンが満期をむかえるという。換言すれば、韓国の金融機関には、家計債務問題の深刻化やローン返済の延滞率およびデフォルト率の上昇、その一方で金融引締めも模索されている状況下において、大規模な住宅ローン借換え要請へ応えることが期待されている。今の韓国には、こういった住宅金融も関連した深刻な家計債務問題が横たわっているのである。

ここで韓国の住宅金融システムについてみていくと、他国と比べた場合にいくつかの特殊性が確認できる。代表的なものを三点挙げると以下のようになる。

**特殊性①…満期一括返済型住宅ローンの貸出比率が高い**

もっとも特殊なのは、韓国の住宅ローンは満期一括返済型住宅ローンの割合が高いことである。図表4が満期一括返済型ローンの割合を示したものであるが、これを見ると二〇一一年末時点の貸出済み住宅ローンのうち、約四〇％がこの満期一括返済型のローンであることがわかる。しかも二〇〇四年末時点では約七七％が満期一括返済型である。このような返済タイプのローンは韓国以外にもあるが、韓国ほど一般化している例は多くない。

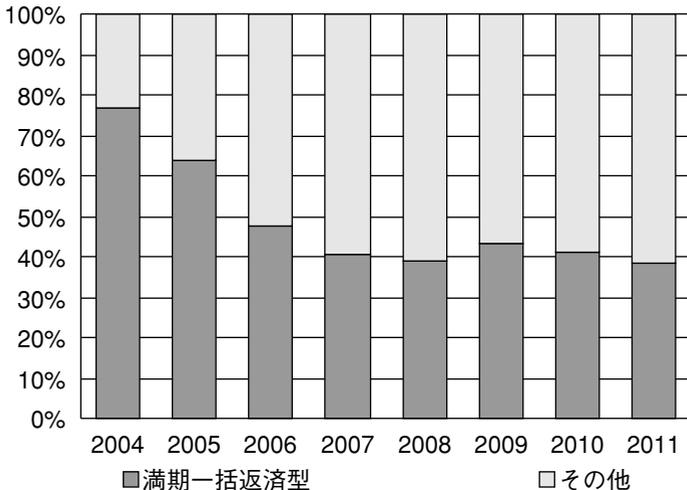
そして満期一括返済型ローンは、満期までの間は利息のみを金融機関に支払う形式（インタレスト・オンリー）

を採ることが一般的といわれているため、その場合は、月々の返済額は限定的であるものの満期が到来すると借換えにより残額を全額返済することが求められる。韓国の住宅金融市場では、このように満期一括返済型ローンの借入れと借換えを繰り返し続けることが現在でも一定規模で行われており、また過去にはこれが一般的であったことから、貸出済み住宅ローンにはこのタイプのローンが一定以上の割合を占めていると考えられる。

特殊性②…住宅ローンの貸出期間が短期

また、韓国の住宅ローンは貸出期間が短期であることも特殊といえる。もちろん金融機関ごと、または住宅ローン商品ごとに差異はあるものの、例えば先に述べた満期一括返済型の場合、通常は三年から五年の超短期の貸出期間であるといわれている。また、満期一括返済型以外の住宅ローンにおいても、期間一〇年以下のローンが二〇〇八年末時点で約四〇%あり、日本のように三〇年超といった超長期のローンはまれである。<sup>(6)</sup>ただしこれについては、金融機関のローン商品が短期を中心としているからというよりは、借手が「住宅価格

図表4 韓国における貸出済み住宅ローンの返済タイプ別分類



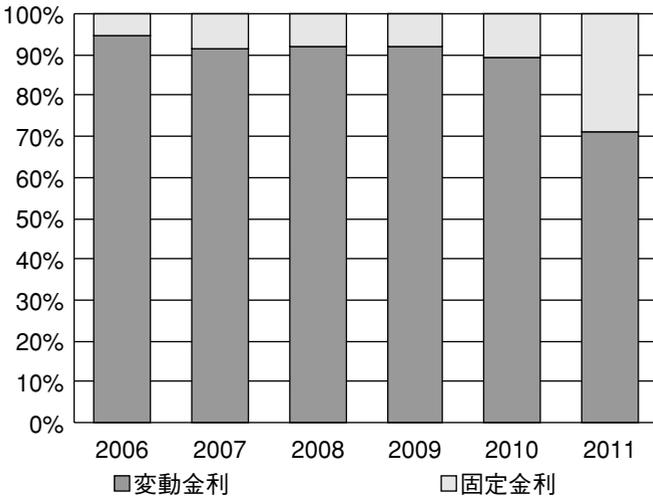
(出所) Financial Supervisory Service [2012] p. 23.ほか。

の上昇を背景に、比較的短期で住み替えを行いその度に融資金を返済する<sup>(7)</sup>ことを好むためである、といった借手側の都合も関係しているようである。とはいえ韓国の住宅ローンはやはり短期といえ、それが満期一括返済型ローンと結びついている点は特殊である。

特殊性③・・変動金利型住宅ローンの貸出比率が高い

満期一括返済型ローンも含め、韓国の住宅ローンの多くが変動金利型であることも特殊性のひとつである。図表5からみていくと、二〇一一年末時点の貸出済み住宅ローンのうち七〇%以上が変動金利型である。しかも二〇〇六年末に比べ、実に約九五%が変動金利型である。この点は、(イギリスなど一部を除く)長期固定金利型住宅ローンの貸出比率が一定以上となっている先進主要各国とは大きく異なっている。これは、先に述べたように韓国の住宅ローンが短期であるため、長期固定金利型ローンよりは金利が低い変動金利型のローンを好むからだと言われている<sup>(8)</sup>。ただし、変動金利型住宅ローンは金利リスクが借手にあり、金融政策の影響が直接的に借手に波及しやすいというリスクも内包している。

図表5 韓国における貸出済み住宅ローンの金利別分類



(出所) Financial Supervisory Service [2012] p. 23.ほか。

このように、韓国の住宅金融は、満期一括返済型住宅ローンの割合が高く、貸出期間は比較的短期で、金利はほとんどが変動型である、という特殊な点を持っている。

しかし、このような構造の韓国住宅金融市場は安定性を欠いていることは明らかである。そこで韓国では、返済計画が見通しやすく安定的な返済が期待できる、貸出期間が長期の固定金利型住宅ローンを普及させる方針を打ち出し、一九九〇年代から具体的な方策を採ってきた。そのひとつが住宅ローン債権の流動化、すなわちMBSの発行開始であった。というのも、一般的に住宅金融市場の安定という意味では長期の固定金利型住宅ローンの普及が望ましいものの、民間金融機関が主導する住宅金融市場を政策的に急転換させることは実質的に不可能である。また、金融機関が長期の固定金利型住宅ローンを貸し出すことに積極的になるには、金融機関が長期資金をできるだけ低コストで確保できるような市場が必要であるが、韓国ではこういった市場が活発ではない。そこで、まず公的金融システムの拡充により問題に対応することとし、それがMBSの発行であった。

具体的には、一九九七年に官民共同出資で「住宅抵当債権流動化株式会社 (KoMoCo)」を設立し、MBS発行を開始した。二〇〇四年にはこれが「韓国住宅金融公社 (Korean Housing Finance Corporation : KHFC)」へ事業継承されると、本格的なMBS発行スキームが構築された。<sup>9)</sup> すなわち、このKHFCが規格化した最長二〇年の固定金利型住宅ローン (Bogumjari Loan) をKHFCの指定を受けた民間金融機関が貸し出し、そこで生じた貸出債権をKHFCが譲り受け、それを二年以上プールしてMBS発行する、というものである。

このようにしてKHFCが本格的にMBS発行を開始すると、以後、発行額は順調に増加を続け、二〇一一年末までに二〇兆ウォンのMBSが発行された (図表6)。ただし、この仕組みはあくまで住宅ローン商品として長期固定金利型住宅ローンを普及させるための一手段であり、金融機関が自らの商品に長期固定金利型住宅ロー

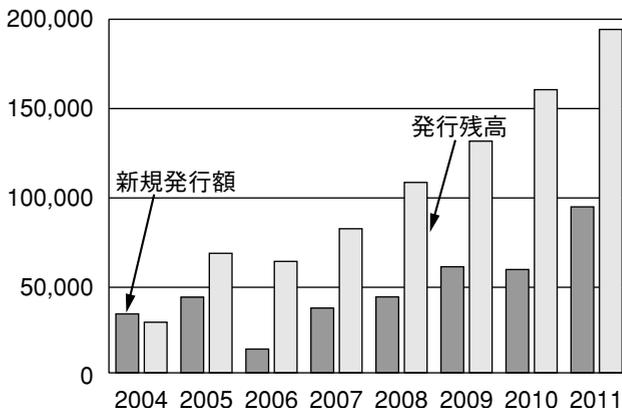
ンを増やして貸出額を拡大することを促す効果は強くない。また、長期固定金利型住宅ローンに金融機関が対応するためのもうひとつの問題である長期資金を低コストで調達する仕組みが、Bogumjari Loanの開発と証券化スキームの導入で完全に構築されたわけではない。さらに、家計債務問題とも絡まった韓国住宅金融システム的不安定性の大部分を、MBS発行によって排除できたわけでもない。そこで韓国では、金融機関が長期資金をより有利な条件で調達できる仕組みとしてカバードボンドに注目が集まり、この導入を本格的に議論するようになったと推察される。

### 3 韓国におけるカバードボンド法制案の特徴

韓国においてカバードボンド法制(案)が国会提出されるまでの経緯について概要を確認したい。実は、韓国では二〇〇九年五月に国民銀行がストラクチャード・カバードボンド<sup>(10)</sup>を、二〇一〇年七月と二〇一一年七月にKHFCが同公社の設立根拠法にもとづいた特

種なカバードボンドを発行した事例がある。しかしこれらは、仮にも成功したとは言えなかった。理由は一様ではないが、あくまで法定カバードボンドではないため買手が慎重になったことと理由のひとつにあると考えられる。そして国民銀行とKHFCの発行後の二〇一一年六月、韓国の金融委員会と金融監督院は、カバードボンド

図表6 韓国住宅金融公社のMBS発行状況



(注) 既に償還されたものについては発行残高に含まれていない模様である  
(出所) 韓国住宅金融公社

法制の将来的な整備を念頭に、まずカバードボンド発行に関するガイドラインを発表した。このガイドラインはあくまで通達であり、法的拘束力を持つものではなかったが、翌年の二〇一二年六月には本格的なカバードボンド法制の立法に向けたタスクフォースが結成された。このタスクフォースには金融監督院、金融研究院、銀行連絡会等からメンバーが集められ、同年一〇月までに七回の会合を開催した。<sup>(11)</sup>そして、この会合における議論をベースに二〇一二年一〇月一八日、金融委員会は「カバードボンド発行に関する法律制定案」を公表し立法予告を行った。翌二〇一三年の一月二九日には同法案は閣議決定され、二月五日に国会へと提出された。採決の日取りは現時点（二〇一三年四月一日）では明らかにされていないが、早ければ今年の上半期にも採決を経て成立し、附則事項にしたがって成立から六ヶ月後の今年の下半期にも施行される可能性がある。

それでは、韓国のカバードボンド法制案について概要をみていきたい。<sup>(12)</sup>要点をまとめたのが図表7であるが、まず発行体は銀行法にもつき設立されている銀行を基本とし、それに旧公的金融機関などが含まれている。ヨーロッパの一部で採られているような、カバードボンド発行の免許制は採らない模様である。追加の条件としては、カバードボンドを発行しようとする年度の直前年度末時点で資本金が一〇〇〇億ウォン以上、かつ一部を除き自己資本比率<sup>(13)</sup>が一〇%以上であることが挙げられている。

つぎに担保資産（カバールール）についてみていくと、カバールールに組み入れ可能な資産は基礎資産、流動性資産、その他資産に分けられており、流動性資産以外がカバールール全体の九〇%以上となるように規定されている。それぞれについてみると、基礎資産には住宅ローン債権（LTV七〇%以下）、国債、地方債、特殊法人債が挙げられており、流動性資産には現金および他行の発行した譲渡性預金証書が挙げられている。そして、その他資産にはカバードボンドの為替リスクヘッジのためのデリバティブ契約から生じる権利などが挙げら

れている。くわえて、カバードボンドには5%の超過担保を設定すること、発行体はカバードボンドの発行計画を金融委員会に登録すること、発行限度額は発行体の総資産の8%以下とすること、カバープールは一定基準を満たした第三者による監視を受けること、が規定されている。

これらの点について何点が着目できることがある。まずひとつは発行体についてだが、カバードボンドの発行が可能となる条件である資本金および自己資本比率の規定がそれほど高くないと思われることである。韓国の金融機関において一〇〇億ウォン以上の資本金を有する金融機関は数多くある。例えば大手のひとつである国民銀行の資本金は二兆ウォンを超えており、総資産額第一〇位の釜山銀行の資本金は九三〇億ウォン、地方銀行の中堅である光州銀行の資本金は二四七〇億ウォンである。<sup>(14)</sup>そこから考えると、資本金一〇〇億ウォン以上という基準はそれほど高いとはいえない。この点は、発行可能な機関を絞っているヨーロッパ諸国の法制とはことなる点である。

また自己資本比率が一〇%以上であることも、韓国の銀行

図表7 韓国カバードボンド法制案の概要

発行体		銀行法にもとづく銀行、韓国産業銀行、韓国輸出入銀行、中小企業銀行、農協銀行、水産業協同組合中央会信用事業部門、韓国政策金融公社、韓国住宅金融公社 ※直前会計年度末時点の資本金が1,000億ウォン以上、国際決済銀行基準での自己資本比率が10%以上（上記のうち最後の2公社を除く）
担保資産※1	基礎資産	住宅ローン（LTV70%以下）、国・地方自治体・法律によって直接設立された法人への貸出債権、大統領令で定める債権、国債、地方債、特殊法人債
	流動性資産	現金、自行発行以外の譲渡性預金証書
	その他資産	基礎資産・流動性資産からの回収金、当該カバードボンドの為替リスクヘッジのために結んだ契約から生じる権利
超過担保		カバードボンド評価額の5%以上
カバードボンドの登録		発行計画に関する指定の事項を金融委員会に登録
発行限度		発行予定日直前年度末の発行体の総資産の8%以下
カバープールの監視		一定基準をクリアする第三者による監視を義務化

※1 担保資産のうち流動性資産は全体の10%以下とすること。

(出所) 新生証券による日本語訳を参考に筆者作成。

における自己資本比率が平均で一三・八三%ということ金融監督院が発表していることから、特別な大手銀行<sup>(15)</sup>でなくても十分クリアできる基準であることがわかる。うがった見方かも知れないが、先に述べたように韓国では住宅ローンの貸出を行っている金融機関の長期資金調達手段としてカバードボンドを導入しようとしている経緯から、そのような銀行の多くが基準を満たすことができるように設計しているようにも考えられる。

ただし、このように適格要件が緩いことは問題ではなく、むしろ小規模銀行を排除しているところに意義があるという見方や、そもそも適格要件を満たしたとしても実際に発行を行うのは大手行に限られるとの見方もある<sup>(16)</sup>。根拠としては、例えばオーストラリアで施行されているカバードボンド法制では要件的にはどの銀行も発行可能であるものの、現実に発行しているのは四大銀行のみである点が挙げられている。

つぎに着目できるのは、住宅ローン貸出をあまり行っていない金融機関が含まれていることである。韓国産業銀行は、おもに国内産業の基盤整備のために産業金融債を独占的に発行して資金調達を行い、資金を必要としている主に大企業に貸し付ける特殊法人銀行で、民営化されているものの公的金融機関としての性格を依然残している金融機関である。また韓国輸出入銀行は、おもに韓国内の企業が海外でエネルギー資源開発に乗り出す際に大規模な長期資金を貸し付けている金融機関で、こちらも公的金融機関としての性格を依然有している。そして中小企業銀行や水産業協同組合などは名称のとりの事業を行っている。これらの金融機関等には、住宅ローン貸出を行っていないものも複数含まれている。したがって、カバードボンドの発行可能金融機関にこれらの金融機関等を含めている点は、将来的には公共性のある事業を行う企業への貸出原資を、カバードボンドを通じて資本市場から調達できるようにする意図が含まれているように思われる。もちろん、カバードボンドのカバープールに組み入れ可能な資産には、これらの金融機関が貸し出すことで生み出される債権は明確には含まれていない。

しかし、カバールプールの基礎資産には「その他、現金の流れを安定的に確保できる優良資産として大統領令で定める資産」(第五条 ①項 一号 二三)の(二)であれば組入れ可能という規定もあり、現時点では推論の域を出ないが、同規定を適用して上記金融機関がカバードボンドを発行する可能性もある。

上記以外では、担保資産に国債や地方債が含まれていることに気が付くが、これらについては国債や地方債を担保としたカバードボンドを発行する意図ではなく、カバールプールの信用力を高めるために追加することを意図したものと考えてよいとの見方もある。<sup>(17)</sup>これについて筆者も、カバードボンドはそもそも安全資産を担保に発行されることから信用力が高く、したがって利回りも低い<sup>(18)</sup>ため、もし国債を担保としたカバードボンドが発行されたとしても利回りの低さから買手が思うようにはつかないと思われるし、そうでなくても国債を直接保有することの方がメリットは大きいと考<sup>(19)</sup>える。

### おわりに

ここまでみてきたように、韓国におけるカバードボンド法制の導入は、家計債務問題への対応策のひとつとしての面が表向きは強調され、住宅金融システムの安定化とも絡めて推し進められている。そして家計債務問題の深刻さもあり、導入は早い時期に完了するだろう。ただし後半に指摘したように、韓国のカバードボンド法制案には少なからず、家計債務問題への対応や住宅金融システムの安定化以外の意図も感じられる。この点が、法律が実際に運用されるようになった際には注目される点のひとつとなろう。

また本稿では触れなかったが、二〇一三年になりドイツなど伝統的なカバードボンド発行国においても、これ

までにみなかったようなカバード債券発行計画が持ち上がっている<sup>(18)</sup>。そして、これに否定的な見解だけでなく、一部では肯定的な見解も表明されている。世界的なカバード債券市場の拡大がカバード債券本来の性質を失わせることにならないか、という問題については、今後も議論を続ける必要があるのではないか。

またアジアでは、もちろん本場ヨーロッパをみつつも、アジア初の韓国カバード債券法制および市場の状況は、アジアにおいてひとつの指標となるだろう。そういう意味でも、韓国カバード債券市場と法律の運用について、安定的に発展していくことが望まれる。

## 謝辞

本稿執筆に当たり、新生証券の江川由紀雄氏、住宅金融支援機構の小林正宏氏より貴重な情報や資料を提供していただいた。ここに記して感謝申し上げたい。ただし、本稿に誤りがあるとすれば、それはすべて筆者の責任である。

## 注

- (1) 詳しくは築田「二〇一〇」を参照されたい。
- (2) カバード債券をニュージーランド準備銀行への登録制にするための法改正案。
- (3) 日本政策投資銀行「二〇一三」六～七頁。ただし、これらの情報には未確定情報も含まれていると記載されている。
- (4) 韓国銀行のホームページにリンクされている、韓国経済統計システム(ECOS)より。
- (5) 最近では、ユーロ圏債務危機、アメリカ財政危機、日本の金融緩和政策等が韓国輸出部門におけるリスク要因となっているため、緩和的な金融政策を再び採らざるを得ない状況にある。とはいえ引締め時期を量りつつの政策運営である。

- (6) 清水俊夫「二〇〇九」八八頁。なおデータがやや古い、現在では長期ローンはもう少し多い可能性もある。
- (7) 清水俊夫「二〇〇九」八八頁右段三～六行目。
- (8) 清水俊夫「二〇〇九」八八頁右段六～八行目。
- (9) KoMoCoとMBS発行を行っていたが、本格的な発行を行ったのはKoMoCoがKHFCに衣替えして以降である。
- (10) 法律にもとづくものではないが、証券化スキームや個別契約等によりカバードボンドと同様の性質をもたせた債権。
- (11) 江川由紀雄「二〇一三」一頁
- (12) 本法案の公式な日本語訳は存在しないため、新生証券から独自に公表されている日本語訳を参考にする。
- (13) 具体的には「国際決済銀行基準で算出したリスクアセットにたいする自己資本比率」とされている。
- (14) 各行の二〇一二年度の財務諸表より。
- (15) <http://japanese.yonhapnews.co.kr/headline/2012/08/26/0200000000AJP20120826001200882.HTML>
- (16) 新生証券の江川由起雄氏へのインタビューによる。
- (17) 新生証券の江川由紀雄氏へのインタビューによる。
- (18) ドイツのコメルツ銀行による中小企業向け貸出債権を担保としたカバードボンド発行計画と、それに関する議論等。

#### 参考文献

- ・ 江川由紀雄「二〇一三」、「韓国「二重償還請求権付き債権」(カバードボンド) 法案、国会提出へ」、「新生ストラテジーノート」第一〇九号、新生証券、二〇一三年二月。
- ・ 清水俊夫「二〇〇九」、「韓国の住宅ローン証券化市場」、「季報住宅金融」二〇〇九年冬号、住宅金融支援機構。

- ・ 日本政策投資銀行「二〇一三」、「カバードボンドの発行に向けた検討報告（「カバード・ボンド研究会 とりまとめ」フォローアップ）」、二〇一三年一月。
- ・ 築田優「二〇一二」、「新たな注目を集めるカバード・ボンドの特徴と市場急拡大の背景」、『証研レポート』一六七二号、日本証券経済研究所、二〇一二年六月。
- ・ European Covered Bond Council[2012], "ECBC Factbook 2011", October 2012.
- ・ Financial Supervisory Service[2012], "FSS Annual Report 2011", November 2012.
- ・ The Banker[2012], "Rankings By Country", July 2012.

（やなた すぐる・客員研究員）

# 米国における受託者責任 (Fiduciary Duty) の SEC への適用と証券業界の見解

坂下 晃

## 1 はじめに

二〇一〇年七月二二日に成立したドッド・フランクリン法 (Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act of 2010 以下「ドッド・フランクリン法」という) Title IX (Sec913) により、受託者責任 (fiduciary duty) が登録外務員 (Registered Representative 以下「RR」という) に対しても適用されることになった。

ドッド・フランクリン法の審議は昨年一一月の大統領選挙のため作業が遅れが見られたが、ここに来て再び動き出した感がある。SECは、受託者責任については投資者にメリットがあることから、優先して取り扱うとしているが、関係各方面では、投資家に対するコストと利益の観点から様々な議論を呼んでいる。SECは、二〇一三年三月一日にパブリックコメントを行い、特に受託者責任をブローカー・ディーラーと投資顧問業者 (Registered Investment Adviser 以下「RIA」という) に適用することから来る、利益とコスト (benefits and costs) について関係者の経験から正確なデータによる意見を徴収したいとしている。

受託者責任のRRへの適用にかかるとの問題については、これまで様々な角度から見てきたが、今回は証券業界における受託者責任 (Fiduciary Duty) のRRへの適用についての反応を米国FP協会が発表した意見書「ブローカー・ディーラーの金融アドバイスに受託者責任を適用することの影響 (The Impact of the Broker-Dealer Fiduciary Standard on Financial Advice)」(以下「意見書」という) を中心に、幾つかの意見から見ることとする。

## 2 従来のIAとRRに対する投資勧誘規制

意見書では、多くの投資家は投資アドバイザーがRRから提供されるものと思いついでいるくらいがあり、投資家はRIAに勤務する投資顧問 (Investment Adviser 以下「IA」という) の主要な目的が投資アドバイザーの提供であること、一方でRRの投資アドバイザーは金融商品の販売に付随するものであることを知らないことが多いとしている。

また、IAとRRは、異なる機関により規制されている。IAは一九四〇年投資顧問法の下でSECの規制を受けており、投資家に対するアドバイザーには受託者責任が適用されている。これに対し、RRは、一九三四年証券取引所法の下で、自主規制機関のFINRAを通じて規制されている。RRは、金融商品の情報を提供するときには適合性の原則 (suitability)<sup>(2)</sup> が適用されるが、顧客に対して受託者責任は負わないとみなされている。

意見書の論点は、市場で金融商品を販売しているだけのRRに受託者責任が適用されるならばブローカー・ディーラーにネガティブな衝撃を与えることになるとしている。例えば、ミューチュアルファンドをブローカー・ディーラーから購入するとコミッションの支払いが必要となるのでノーロードの場合に比べてコスト的に非効率ということになる。しかし、管理している預かり資産から一定のパーセンテージでフィーを徴収するIAは、伝統的に高所得の富裕層を取引の対象としており、普通の所得の投資家層 (moderate-income clients) は魅力的な存在とはならない、このため普通の所得の投資家層はコミッションを支払ってブローカー・ディーラーから投資アドバイザーをうけて、金融商品を購入することになる。ただ、富裕ではない投資家層 (less-wealthy clients) にとっては、受託者責任をRRへ適用することは、ブローカー・ディーラーがコンプライアンスコストの上乗せ分を含めてアドバイザー料を投資家に転嫁することにもなり、それらの投資家層ではより必要とする (much needed)

金融商品の取得が困難になりかねない。したがって、RRにとって受託者責任の適用は金融商品の推奨をしにくくし、所得が低い投資家にとっては取得できる金融商品の範囲が制限されることになりかねないという危惧が生じる。

また、IAは、投資家に対し、投資の成果をモニターする注意義務を有しているのに対し、ブローカー・ディーラーの場合は、投資アドバイスは投資家に適した特定の金融商品や金融取引に焦点が当る傾向があり、通常、コミッションによる報酬を得るが、投資家の金融資産をモニターする義務は負わない。

証券業界では、受託者責任のRRへの適用は証券業界にインパクトを与えると考えているとともに、金融アドバイスにかかる規制の変更が市場にもたらすインパクトに関してこれまで実態調査が行われていないことから、実態調査の実施を求めている。実態調査では複数の州の間におけるブローカー・ディーラーに対する規制の状況を見ることにより、州法上の受託者責任の適用が厳しい州では、RRの数への影響と、RRの金融商品の提供能力を把握することが出来るのではないかとしている。

### 3 SECの調査報告書

意見書は、二〇一一年一月にSECが実施した「投資顧問業とブローカー・ディーラーについての調査報告書(Study on Investment Adviser and Broker-Dealer)」(以下「SEC報告書」という)<sup>(3)</sup>についても触れている。SEC報告書でSECは、リテール投資家に提供する投資アドバイスの規制上の秩序としては投資助言の忠実性と投資家の期待とニーズに応えることであるとし、投資家はしばしばIAとRRに適用される注意基準が異なっていることに困惑していることから、統一受託者責任(uniform fiduciary standard)の採用を提案している。その

内容は「リテイル投資家に証券の投資アドバイスを提供するときにはIAとブローカー・ディーラーは投資家の最大の利益を実現するように行動すべきである」というものである。SEC報告書は、SECに対し統一受託者責任の実施に当っては、忠実義務（the duty of loyalty）と注意義務（the duty of care）二つの主要な構成要素について法制化と解釈規定の制定を要請している。

IAの場合、忠実義務では「投資家の最大の利益」を要請しており、受託者責任では投資家との利益相反をデイスクローズして投資家に気づかせることである。注意義務は、不正確な情報に基づかない合理的な投資判断を行うものであり、IAは、投資家の金融資産の状況や投資目的に適合して、合理的な投資アドバイスを行わなければならないというものである。

ブローカー・ディーラーの場合は、伝統的に買い手と売り手の間の仲介を行うことから、IAと異なり、受託者責任は適用されてこなかった。投資家の適合性にあつた投資と公正取引が要請されてきたが、顧客の最大の利益は要請されていない。しかしながら、投資家とのプロの基準に合致した方法で公正に投資家に対応しなければならない。FINRAは、公正慣習規則で、ブローカー・ディーラーは、適合性の原則により投資家の金融資産の状況を把握しなければならないと規定している他、公正性を確保するため、取引報告書、残高報告書の送付と、利益相反の関係で委託取引と自己取引にかかる公正な手数料、紛争にかかる苦情処理方法等について規定している。

#### 4 ブローカー・ディーラーに対して受託者責任を適用することに対する批判

ブローカー・ディーラーに受託者責任を適用することに関する最近の議論においては、FP協会の意見書を含

めて、高いレベルの受託者責任適用することの経済効果について次の通り様々な疑問が生じている。

### (1) コンプライアンスコスト

証券業界では、受託者責任をR/Rに適用することにより、伝統的な証券業務のコンプライアンスコストが上昇することになる。そのコンプライアンスコストを投資家へ転嫁することにより、多くの低・中位所得の投資家層 (lower or middle-income clients) にとってはコスト高になることである。さらに、投資家にとってはコストアップから派生して投資アドバイスを避けることや、また、反対にコストアップ分を超える投資アドバイスを要求し  
かねないという懸念も生じている。

これらのことから富裕層を中心としたIAと富裕層だけでなく低・中位所得の投資家層も対象とするブローカー・ディーラーというビジネスモデルの違いから来る顧客特性はIAとブローカー・ディーラーの投資アドバイスのコスト効果の差異をもたらすとして<sup>(4)</sup>いる。

### (2) 投資家のアドバイス回避

ブローカー・ディーラーのなかには、受託者責任の適用は投資者が投資アドバイスを利用するのを減少させるとしている。特に、中程度の家計にはIAへのアクセスが減少することになろうというものもある。多くのブローカー・ディーラーは顧客に証券の販売に関する金融サービスだけでなく保険商品や退職年金プランについても金融サービスを提供している。NAIFA (National Association of Insurance and Financial Advisors 全米保険・ファイナンシャル・アドバイザー協会) の二〇一〇年の報告書では、受託者責任の適用は金融商品へのアク

セス・金融商品の選択・金融サービスが最も必要な層に対する顧客サービスに意図しない結果をもたらすとして<sup>(5)</sup>いる。

### (3) 利益相反と忠実義務、注意義務

二〇一一年七月証券業・金融市場協会 (Securities Industry and Financial Markets Association 以下「SIFMA」という) は「規則制定の骨子 (Framework for Rulemaking)」を発表した。ここでは、ブローカー・ディーラーとIAのビジネスモデルは業務範囲と金融商品においては中立であることから、投資家との利益相反が生じた場合は、忠実義務、注意義務そして公正義務の重要性から、投資家にディスクロージャーを実務的な方法で提供して投資家との利益相反を和らげることが出来るとしている。SIFMAはブローカー・ディーラーに対する受託者責任の適用は一九四〇年投資顧問法よりは厳しくはないとしている (これに関しては「厳しくない」というのは一九四〇年投資顧問法と同等という意味であるとして、間違いであるとの指摘も多い)。

また、SIFMAはSECのパブリックコメントに関して、「SECがこの重要な問題に焦点を当てていることを歓迎するとともに、SIFMAはブローカー・ディーラーとIAに受託者責任を適用することを長期間にわたり支持してきており、SECがこの方向で動いていることと、さらに様々なデータを集めて、次のステップに移ることを歓迎する」としている<sup>(6)</sup>。

また、FP協会やCFPボードを含むFP連合は、「SECがこれまで遅延していた重要な消費者保護改革法を前進させたことを大変喜んでいる。SECのプランを強く支持するとともに、ドッド・フランクリン法の受託者責任は一九四〇年投資顧問法の受託者責任より厳しくはなく、投資顧問法の内容と一致するものと確信している」

との声明を出している。<sup>(7)</sup>

## 5 実態調査の実施

厳しい受託者責任の適用は、州レベルでは対応が異なる。厳しい受託者責任の適用は、州によっては家計に対して過剰供給（市場飽和）をもたらすことになる。コンプライアンスコストの上乗せによるコストアップは低・中位所得の投資家層の減少につながりかねない。

ドッド・フランク法の成立以前から州によっては、州法によりRRに対して受託者責任の適用が行われている。そのため、全米FP協会では、受託者責任がブローカー・ディーラーの業界で各州により投資アドバイスにどのような影響を及ぼすかを推測するために次の通りブローカー・ディーラーに対する実態調査を行った。

### (1) 目的

受託者責任がブローカー・ディーラーの投資アドバイスにどのような影響を与えるかを把握し、RR数の州における飽和度（RRの数と家計の総計との均衡点 saturation）を把握する。ここで、飽和度とは高いレベルの受託者責任を適用することが、家計総数に対するRRの減少をもたらし、コンプライアンスコストの上乗せは低・中位所得の投資家層の数を減らすことになることを意味している。

### (2) 実施方法と実施時期

二〇一一年一月にRRのうち五万四〇〇〇人の名前と住所を取得したうえで、州による受託者責任の適用<sup>(8)</sup>

状況により、①厳しい受託者責任を適用する四州、②限定された受託者責任<sup>(9)</sup>を適用する一四州、③受託者責任を適用しない三三州の三つのカテゴリーに区分した。これは、厳しい受託者責任の適用が供給（金融商品の発注）を減少するかを知るためであり、それぞれのカテゴリーに属する州においてRRの飽和度合いを比較した。

回答者は、厳しい受託者責任を適用する四州と限定された受託者責任を適用する一四州の二つのカテゴリーに属する二〇七名のRRを無作為に抽出した。質問項目は、受託者責任は中程度の投資家へのサービス提供能力に差が生じるのかということ、および「RRがコンプライアンスコストを負担と感じていること」の観点に「投資家の最大の利益」の観点を加えて、多様な金融商品を提供できるのかということに重点を置き、これまで業界に蓄積されたデータに基づき作成した。調査は、二〇一一年二月に実施した。

### (3) 質問項目

- ① 貴方はIAとして登録していますか（Yesであれば、調査は終了）
- ② 投資家の所得で、\$75,000以下は何%ですか
- ③ 投資家の投資可能資産が\$50,000以上は何%ですか
- ④ 低・中位所得の投資家層の金融ニーズにあわせてサービスを提供することが出来ますか
- ⑤ 貴方が属する州には、広範囲な金融商品の推奨を制限する規制がありますか
- ⑥ 投資家に金融のニーズと目的に合った金融商品を提供していますか
- ⑦ 投資家の特別なニーズに合った投資アドバイスをしていますか
- ⑧ 富裕層ではない投資家はコストに合わないと思いますか

- ⑨ コミッションに合った金融商品を提供できますか
- ⑩ コンプライアンスのコストは重要ですか(意味がありますか)
- ⑪ 貴方が推奨する金融商品は「投資家の最大の利益」に適合していますか
- ⑫ 投資家への投資アドバイスの価格形成において最も重要な要素は、次のうちどれですか
  - イ 市場における競争、ロ 会社のブランド、ハ 個人の資格、ニ 法律とコンプライアンス、ホ その他

## 6 調査結果

### (1) 受託者責任適用に関するブローカー・ディーラーへのアンケート結果

厳しい受託者責任適用している四つの州(A)と限定適用の一四州(B)の二つのグループからの二〇七名から得た統計数字を表1にまとめている。七万五〇〇〇ドル以下の所得の投資家層については二つのグループでは統計上同等である。IAの主な取引先である富裕層とブローカー・ディーラーが富裕層だけでなくサービスの提供が必要と考えられる低・中位所得層の投資家に統計上の際立った差異はない。RR回答者の殆どは、投資家のニーズに応じて投資助言と金融商品の提供が出来ると答えており、AグループのRRの八八・五%、BグループのRRの八八・二%がコミッションを要する金融商品を推奨できるとしている。二つのグループで大きく異なるのは、コンプライアンスコストである。Aグループでは七一%で、Bグループでは六二%であった、受託者責任適用州の方が徴収しているパーセンテージが高いことが分かる。他の質問項目では統計上目立ったものはなかった。

(2) 州法による差異

受託者責任を州レベルで適用するかは、次の通り大きく分かれるところである。

① 明確に受託者責任をブローカー・ディーラーに適用する州

カリフォルニア、ミズーリ、サウスダコタ、サウスカロライナ州の四州が該当する。

カリフォルニア州では、ブローカー・ディーラーは、受託者責任により投資家に対して高い信頼を得なければならないとしている。

ミズーリ州では、ブローカー・ディーラーは、受託者責任により、RRは少なくとも顧客のニーズや目的に適合しなければならない。投資リスクを投資家に知らせ、投資家との自己取引を控える、注目の指示に従う、自己の利益を開示する、市場の変化に連動する、そして投資戦略を説明するという義務を負うとしている。

サウスダコタ州では、ブローカー・ディーラーは顧客に対して受託者責任を負わなければならない、忠実義務により投資家の利益を第一としなければならない。

サウスカロライナ州ではブローカー・ディーラーは、受託者責任に従って行動しなければならないとし、連邦政府が適用している適

表1 受託者責任適用に関するブローカー・ディーラーへのアンケート結果

質問項目	受託者責任 適用州 (A) %	受託者責任 限定適用州 (B) %	差異 (A - B) %
75,000ドル以下の投資家層 (%)	28.0	27.9	0.1
75,000ドル以上の金融資産保有の投資家層 (%)	29.5	34.5	-5.0
低・中所得投資家層へのサービス提供度	78.9	79.8	-0.9
金融商品の範囲と規制	21.3	17.4	3.9
投資家のニーズに合った金融商品の提供	95.8	97.3	-1.5
投資家のニーズに合わせたアドバイスの提供	91.7	90.1	1.6
コスト上から低所得層回避	23.6	29.2	-5.6
推奨商品のコミッション徴収可	88.5	88.2	0.3
コンプライアンスコストの徴求	70.9	61.9	9.0
投資家の最大の利益	97.8	96.3	1.5

(出所) Journal Financial Planning "The Impact of the Broker-Dealer Fiduciary Standard on Financial Advice 2013年1月4日 <http://www.fpanet.org>

合性の原則を超える注意義務を適用している。

② 受託者責任をブローカー・ディーラーに限定適用する州

アリゾナ、コロラド、ハワイ、マサチューセッツ、ミネソタ、ミシシッピ、モンタナ、ニューヨーク、ノースカロライナ、ノースダコタ、オレゴン、ワシントン、ウィスコンシンの一四州である。これらの州では州法に顧客とブローカー・ディーラーの間の受託者責任の明確な規定はない。アリゾナ、コロラド、ミシシッピ、ニューヨーク、ノースカロライナ、ノースダコタ、オレゴンの各州では一任勘定取引についてもブローカー・ディーラーは受託者責任を負わない。

州間の飽和度は、ニューメキシコ州の一・三一からニューヨーク州の一三・四一まで広がりは大い。カテゴリー別の平均では低いのが限定州の三・八一、高いのが適用しない州の六・三三である。しかし、計算上からニューヨーク州を除くと、厳しく適用州が三・九六、限定州三・八一、適用しない州四・〇四とほぼ等しくなる。

ニューヨーク州は、二〇一一年において全米大手ブローカー・ディーラー一七社のうち五社が本拠を構える最大の州であり、ブローカー・ディーラーの飽和度は全米平均の三倍であり、二位のコネチカット州より四四%高い<sup>10)</sup>。

(3) 意見書の結論

本調査は、統一受託者責任がRRにとって強いインパクトを与えるかを推測するために行った。そこではRRが、既に州によって厳しい受託者責任を適用されているかどうかをテストするために州による違いに着目した。

表2 州別世帯数とブローカー数の比較と飽和度

(saturation 1000分比 パーミル)

①受託者責任適用州	RR数	世帯数 (単位:千)	飽和度
カリフォルニア	56,945	12,392	4.60
ミズーリ	6,244	2,355	2.65
サウスカロライナ	2,667	1,753	1.52
サウスダコタ	737	317	2.32
受託者責任適用州 計	69,120	16,817	3.96
②受託者責任限定適用州			
ニューヨーク	96,862	7,221	13.41
ノースカロライナ	15,094	3,666	4.12
ワシントン	6,605	2,601	2.54
マサチューセッツ	16,207	2,521	6.43
アリゾナ	7,280	2,333	3.12
ウィスコンシン	10,164	2,282	4.45
ミネソタ	8,644	2,093	4.13
コロラド	14,168	1,942	7.30
オレゴン	5,291	1,506	3.51
アーカンソー	1,787	1,120	1.60
ミシシッピ	1,728	1,085	1.59
ハワイ	974	443	2.19
モンタナ	949	404	2.35
ノースダコタ	1,049	278	3.77
受託者責任限定適用州 計	186,802	29,501	6.33
③受託者責任不適用州			
テキサス	39,005	8,666	4.50
フロリダ	33,968	7,087	4.79
ペンシルベニア	24,223	4,952	4.89
イリノイ	17,258	4,768	3.62
オハイオ	12,385	4,544	2.73
ミシガン	8,130	3,815	2.13
ジョージア	7,973	3,488	2.29
ニュージャージー	24,146	3,176	7.60
バージニア	7,836	2,986	2.62
インディアナ	8,339	2,471	3.37
テネシー	6,539	2,454	2.66
メリーランド	9,781	2,122	4.61
アラバマ	2,701	1,823	1.48
ケンタッキー	5,404	1,684	3.21
ルイジアナ	4,789	1,678	2.85
オクラホマ	3,837	1,429	2.68
コネチカット	12,682	1,361	9.32
アイオワ	3,190	1,219	2.62
カンザス	2,691	1,106	2.43
ネバダ	1,723	984	1.75
ユタ	5,611	873	6.42
ニューメキシコ	996	759	1.31
ウエストバージニア	1,275	742	1.72
ネブラスカ	2,583	715	3.61
アイダホ	1,727	574	3.00
メイン	1,291	550	2.35
ニューハンプシャー	2,818	515	5.47
ロードアイランド	2,074	408	5.08
デラウェア	1,402	331	4.23
コロンビア特別区	1,872	256	7.31
バーモント	836	256	3.27
アラスカ	593	251	2.36
ワイオミング	568	219	2.58
受託者責任不適用州 計	260,246	68,278	3.81

(出所) Journal Financial Planning" The Impact of the Broker-Dealer Fiduciary Standard on Financial Advice 2013年1月4日 <http://www.fpanet.org>

その結果、厳しい受託者責任を適用している四つの州と限定適用の一四の州の二〇七名のRRを対象として、コミッション、投資家にあわせた投資アドバイス、コンプライアンスコストを含む広い範囲の金融商品の提供に関して富裕層と低・中位所得層の二つのグループへの対応に違いは発見できなかった。

次に表2により。受託者責任適用、限定適用、適用しないという三つのカテゴリーの州において家計の数におけるRRの数の比率を見たが、ミズーリ州のような厳しい受託者責任適用の中規模の人口の州と同じ位の人口を持つ限定適用と適用しない州の比較では、同じような所得層で強い類似性があった。また、受託者責任の適用とそうでない州におけるブローカー・ディーラーの飽和度では、受託者責任の効果的な影響度は分析できなかった。

受託者責任をブローカー・ディーラーのRRに適用することが及ぼす影響については、本調査では確証を得られなかった。しかしながら統一受託者責任を金融アドバイザーに適用することは社会の繁栄につながるが、情報取得に難がある投資家にとっては仲介手数料の支払いが減少することになる。これらの結果、証券業界は、受託者責任の適用後もその適用を優先しながらこれまで同じ方法で営業出来ることになると考えられる。

## 7 結びにかえて

RRへの受託者責任適用に対する米国の証券業界の反応は、比較的穏やかというよりは賛成に近いと見られる。RIAが自主規制機関(SRO)の設置をめぐってFINRAに反発していることを好対照といえる。ただ、その中でも次の意見が目立つ。

(1) 受託者責任の適用から生ずるコンプライアンスコストを、投資家に上乗せして転嫁することにより、富裕層

以外の投資家が離反する恐れがあること

(2) コンプライアンスコストの上乗せから投資家が投資アドバイスを回避、または逆にコストの上乗せからコストアップ分を超える投資アドバイスを要求する危険があること

(3) RIAとブローカー・ディーラーのビジネスモデルが富裕層をめぐる資産管理営業において変化をもたらすこと

また、全米FP協会の実態調査では受託者責任をRRに適用することから生じるであろう影響について明確な結果は得られていない。RRはコンプライアンスコストを意識していることがうかがえ、受託者責任が適用されると「投資家の最大の利益」との兼ね合いが重要になる。

しかし、この実態調査では受託者責任の適用がRRの数に影響を与えているかを含めその影響については判断できなかった。また、回答者数が五万人中、二〇七名と少数であることも統計手法に若干の疑問に感ずる調査といえよう。

ドッド・フランク法により、連邦法における行為規制は全ての州に適用されると考えられること<sup>(11)</sup>から、既に州法により受託者責任を適用している州とそうではない州がそれぞれどのような対応をとるかも今後の課題といえよう。SECのパブリックコメントは三月一日から一二〇日間となっていることから、二〇一三年七月以降にはこれまで懸案とされた大きな課題である受託者責任のRRへの適用問題、とりわけコンプライアンスコストへの対応とRIAに対する検査機関がSECかFINRAになるのかを含め様々な問題について生じる展開に注視して行きたい。

- (1) これまでブローカー・ディーラーとR I Aについては、①ブローカー・ディーラーの登録外務員 (Registered Representative 以下「RR」という) に受託者責任 (Fiduciary duty) を課すことになったことの理由や、RRとI Aの確執の歴史的経緯について (証研レポートN o. 一六六二二〇一年一〇月)、②R I Aの監督機関を巡る最近の議論や、我が国における受託者責任に関する法制化の経緯と現状について (証研レポートN o. 一六六三二〇一〇年一二月)、③SECの「投資顧問業検査の向上に関する調査報告書」におけるR I Aに対するSEC検査や自主規制機関のかかわりについて (証研レポートN o. 一六六五二〇一一年四月)、④SECの「投資顧問業とブローカー・ディーラーについての調査報告書」の内容を中心にブローカー・ディーラーとR I Aの現状、両者に対する行為規制、統一受託者責任 (uniform fiduciary duty) をブローカー・ディーラーへ適用することの提案について (証研レポートN o. 一六六八二〇一一年一〇月)、⑤R I Aの自主規制機関をめぐるコスト分析を含む論議について (証研レポートN o. 一六七四二〇一二年一〇月) をいずれも証研レポートに報告してきた。
- (2) 我が国では、金融商品取引法で「金融商品取引業者等は、金融商品取引行為について、顧客の知識、経験、財産の状況および金融商品取引契約を締結する目的に照らして不相当と認められる勧誘は行つてはならない」(四〇条一号)としており、適合性の原則と呼ばれている。
- (3) 拙稿「米国における『受託者責任 (Fiduciary Duty)』の展開について——SECの調査報告書を中心に——」(証研レポートN o. 一六六八二〇一一年一〇月) 参照
- (4) 米国F P協会の意見書
- (5) 米国F P協会の意見書

- (6) AdvisorOne 二〇一三年三月一日 <http://www.advisorone.com>
- (7) AdvisorOne 二〇一三年三月一日 <http://www.advisorone.com>
- (8) FINRAに登録しているRRは、約六三万人である。また、表2のRR数の総合計は五一万六〇〇〇人で意見書本文の五四万四〇〇〇人と一致しない
- (9) 全米FP協会の意見書では、「限定適用」の内容については触れていない
- (10) 調査結果には「ミズーリ州におけるブローカー・ディーラーの飽和度」と「ブローカー・ディーラーの飽和度の回帰分析」が掲載されていたが、割愛した。
- (11) 『図説 アメリカの証券市場』二〇〇五年版（財）日本証券経済研究所 二六〇頁には、「投資顧問業法二〇六条は、投資顧問業務の実施に関し、受託者責任の観点から禁止行為を定めている。（中略）この二〇六条は投資顧問業者の定義に該当するすべての業者に適用される。すなわちSECに登録しているか、州の証券当局に登録しているかには関係なく、また登録していない場合においても適用される」とされている。

（さ）かした あきら・客員研究員（

# 証研レポート既刊目録

<b>No.1663 (2010.12)</b>	執筆者	<b>No.1670 (2012.2)</b>	執筆者
なぜ日本の政府債務は世界最悪になったか	中島	ソーシャル・ビジネスと証券市場	松尾
一平成元年以降の財政構造分析		欧州中央銀行の危機対策	伊豆
S E C・登録外務員 (R R) に受託者責任 (fiduciary duty) を適用 (2)	坂下	ドイツ取引所と N Y S E ユーロネクストの合併撤回	吉川
農林業再生と金融機関・投資ファンド	松尾	レバレッジ E T F を巡る議論	志馬
フラッシュ・クラッシュ後の対応策	清水	一デリバティブを組みこんだ E T F の紹介と S E C の動き一	
個別株主通知とは何か	福本		
大手ネット証券を巡る最近の動向	深見		
<b>No.1664 (2011.2)</b>		<b>No.1671 (2012.4)</b>	
証券会社の R O E 概観	二上	国債取引の決済期間の短縮化とレボ市場の整備	中島
E トレードとサブプライムローン	伊豆	一二つのワーキング・グループの最終報告書と工程表一	
S G X による A S X 買収合意	吉川	外務員資格試験制度の改革と課題について	坂下
一アジアの取引所再編?一		米国のダブル・ボトムライン投資ファンド	松尾
J-REIT 市場の価格形成	志馬	高頻度取引をめぐる規制動向	清水
		株式マーケット・ニュートラル戦略のリスク・リターン比較	坂本
<b>No.1665 (2011.4)</b>		<b>No.1672 (2012.6)</b>	
なぜ財政規律が失われたか	中島	投資勧誘規制の在り方をめぐる論点	二上
一赤字国債償還ルールの変更と選挙制度一		ユーロ危機と E C B	伊豆
S E C 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	ダーク・プールの陥落	吉川
庶民金融とマイクロファイナンス	松尾	一 S E C によるバイブライン処分一	
格付会社の競争構造について	清水	香港取引所のグローバル I P O 市場	志馬
アメリカの say on pay の導入	福本	新たな注目を集めるカバード・ボンドの特徴と市場急拡大の背景	築田
逆風下の準大手、中堅、中小証券経営	深見		
<b>No.1666 (2011.6)</b>		<b>No.1673 (2012.8)</b>	
個人投資家の動向について	二上	F M I (金融市場インフラ) の強化によるアジア債券市場の活性化	宿輪
欧州中央銀行における「資金偏在」問題	伊豆	一資金決済 (P V P) と証券決済 (D V P) のリンクが大事一	
国境を越えた取引所の合併・買収	吉川	日本の国債相場を支えているものは何か	中島
クレジット・デフォルト・スワップ (C D S) 取引におけるクレジット・イベントの認定	志馬	アメリカのダークプール規制のその後	清水
		インドの金融システムの構造は変化したのか?	西尾
		日本の地方債制度とその格付け	江夏
		一地方債市場の持続可能性に焦点を当てて一	
<b>No.1667 (2011.8)</b>		<b>No.1674 (2012.10)</b>	
復興債発行の政治経済学	中島	日銀の「危機対策」と「最後の貸し手」機能	伊豆
再生可能エネルギーファンドの現状	松尾	ナイト・キャピタルのアルゴ暴走	吉川
証券市場のテクノロジーと規制に関する I O S C O の報告について	清水	一超高速コンピューター取引のリスク一	
信用取引の議決権行使	福本	米国ボラティリティ商品市場の拡大とトラブル	志馬
		一クレディ・スイス発行の E T N を巡る問題一	
<b>No.1668 (2011.10)</b>		米国投資顧問業 (R I A) の自主規制機関 (S R O) をめぐる議論	坂下
日米証券界の収益状況比較	二上	<b>No.1675 (2012.12)</b>	
米国における「受託者責任 (Fiduciary Duty)」の展開について	坂下	繰り返される国債日銀引受発行の議論	中島
一 S E C の調査報告書を中心に一		地域再生ファンドの取組と課題	松尾
欧州中央銀行と E L A (緊急流動性支援)	伊豆	統合取引追跡システムに関する S E C 最終提案	清水
L S E G による T M X 買収合意の撤回	吉川	アジア債券市場育成の取り組みと成長過程	西尾
わが国 C D S 市場の価格形成	志馬	イギリス金融規制改革のゆくえ	築田
一株式市場との比較を中心に一			
<b>No.1669 (2011.12)</b>		<b>No.1676 (2012.2)</b>	
なぜ欧州の国債相場は急落し日米相場は安定しているか	中島	取引所再編成の背景と意義	二上
市場機能のパフォーマンス評価	二上	日本銀行法と「最後の貸し手」機能	伊豆
ドイツ版フラッシュ・クラッシュ	吉川	I C E による N Y S E ユーロネクスト買収合意	吉川
一フラッシュ・クラッシュとは何か一		独自性を発揮する NYSE Arca 取引所	志馬
証券市場の新しいテクノロジーをどう考えるか	清水	一米国で拡大する E T P 市場の開拓者一	
		S E C のフォーム F 4 に関連する問題	福本

# 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。

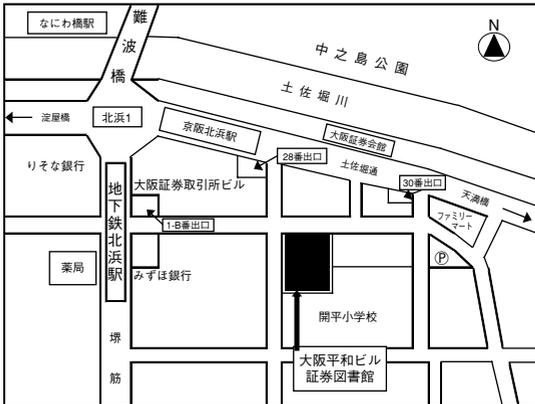
**所在地** 大阪市中央区北浜1-5-5 大阪平和ビル地下1階  
TEL (06) 6201-0062

**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。

証研レポート第一六七七号  
二〇一三年四月八日発行  
(偶数月第二月曜日発行)

2013年4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)