



レポート

No.1680

2013年10月

世界の「上場」取引所の収益動向

二上季代司（1）

東日本大震災復興におけるファンドの取組

松尾 順介（9）

ベイルアウトとベイルイン

伊豆 久（38）

BATSとダイレクトエッジの合併合意

～米国株式市場の再編～

吉川 真裕（54）

五月二三日の株式市場クラッシュと先物市場

志馬 祥紀（65）

クラウドファンディングによる岡山県・西栗倉村の地域活性化の取組み

坂下 晃（79）

世界の「上場」取引所の収益動向

二上季代司

今年の初頭、東証と大証が経営統合し、持ち株会社日本取引所グループ（JPX）が発足した。その後、グループ内での再編が進められ、七月には、現物市場の東証への統合、清算業務の日本証券クリアリング機構への統合、自主規制業務の東証自主規制法人への統合が行われた。来年三月には東証デリバティブ市場を大証に統合する予定で、これによって国内における証券取引所の統合再編成は一段落するといわれている。

世界各国の主要な取引所のほとんどが加盟している世界取引所連合（World Federation of Exchanges、以下WFEと略）のレポートによると、二〇一二年末現在、五八の加盟取引所のうち取引所株を公開、上場している「上場取引所（listed exchanges）」は二三取引所すなわち四割を占めている。⁽²⁾ 主要先進諸国の取引所はほとんど株式会社へと組織変更し、かつ取引所株を上場して公開会社になっている。

戦後続いてきた会員制取引所から株式会社取引所へ、さらには上場取引所へと転換したことによって、取引所の評価尺度は、①取引所が本来担うべき社会的機能をどの程度果たしているか、といったことのほか、⁽³⁾ ②一般の上場会社と同様にどの程度、収益をあげているか、企業価値を向上させたのか、といったことも加えられるようになった。

そこで、以下では、収益性や企業価値の観点から主要取引所とJPXを比較してみよう。

1 収入ランク

先述のWFEレポートによると、加盟五八取引所の二〇一二年中の収入総額は二八〇億ドルであったが、このうち上位六取引所グループだけで一五・一億ドル、過半を占めている（表1）。これは、上位六取引所グループが、多国籍の取引所持株会社であり、欧米各国の取引所をほとんど網羅しているからである。しかし、これに加えて、アメリカでは、①証券取引所が規制当局SECに支払うべき規制関連費用の一部を取引手数料に上乗せして取引参加者に転嫁していること（三四年法三二条フィー）、②取引参加者へのリベート支払いや市場間回送システムITSを経由した注文について回送先市場に支払う手数料等が含まれていること等のために、証券取引所の場合には、取引手数料のかなりの部分が一種の「二重計算」となっている。そこで、これを調整した収入額を再計算してみると、上位六グループの収入総額は一二〇億ドルと目減りする。それでもなお、全体の四八％を占めている。その中でJPXは、収入額で九位に入る（表1）。

そこで、収入総額を開示していない上海取引所を除く収入上位九取引所グループについて、さらに詳しく検討してみよう。ちな

表1 WFE加盟取引所の収入額（上位10取引所グループ、2012年）

順位	取引所（グループ）名	（百万ドル）
1	NYSE Euronext	3,749 (2,324)
2	NASDAQ OMX Group	3,119 (1,663)
3	CME Group	2,915
4	Deutsche Börse	2,548 (2,315)
5	London Stock Exchange Group	1,416
6	IntercontinentalExchange	1,363
小計		15,110 (11,996)
		54% (48.1%)
7	BM&FBOVESPA	1,220
8	Hong Kong Exchanges and Clearing	930
9	Japan Exchange Group	855
10	Shanghai Stock Exchange	N.A.

（注）カッコ内は、34年法31条フィーや取引参加者へのリベート、ITS回送先手数料を控除して再計算したものの。パーセンテージは加盟五八取引所全体に占める割合。なお、決算期間は暦年に修正してある。

（出所）World Federation of Exchanges, *Cost and Revenue Survey 2012*, July 2013より作成。

みにこの九取引所グループはすべて「上場取引所」である。

2 純利益ランクと利益マージン率

この九取引所グループについて純利益を見ると表2のようになる。先の収入総額ベースで見た順位は大きく入れ替わっている。上位に来るのは、CMEやICEのようなデリバティブ専門の取引所グループやブラジル、香港といった新興国関連の取引が多い取引所グループである。これらは利益マージン率も高くなっている。他方、規模の大きい現物市場を抱えるNYSEユーロネクスト、NASDAQ OMXグループ、LSEグループのマージン率は低く、純利益は相対的に小さくなっている。例外なのはドイツのDBでマージン率も比較的高く、純利益額はCMEについて二位を占める。これに対し、わがJPMのマージン率は、「二重計算」調整後のNYSEユーロネクストやLSEとほぼ同水準である。

それでは、こうした利益マージン率の違いには何らかの根拠があるのだろうか？これを見るために、各取引所の収入構成を見ておこう。

3 取引所の収入構成

WFE加盟五八取引所全体の収入構成を見ると表3のようである。WFE

表2 9取引所グループの純利益（2012年）

順位	取引所（グループ）名	（百万ドル）	純利益マージン率
1	CME Group	907	31.1%
2	Deutsche Börse	670	26.3% (28.9%)
3	BM&FBOVESPA	644	52.8%
4	IntercontinentalExchange	562	41.2%
5	Hong Kong Exchanges and Clearing	527	56.6%
6	NYSE Euronext	365	9.7% (15.7%)
7	NASDAQ OMX Group	349	11.2% (21.0%)
8	London Stock Exchange Group	216	15.3%
9	Japan Exchange Group	143	16.7%

(注) マージン率＝純利益÷収入額。カッコ内は「二重計算」を調整した数値。

(出所) 各取引所決算報告書、アニュアルレポート等より作成。ドル換算で暦年に引き直している。

は取引参加者から受領する取引手数料について、清算・決済手数料や保管手数料を「取引事後サービス料 (Post-trade Services)」として区分している。ただしデリバティブ取引については取引手数料と清算手数料は分離できないために合算して示すこととし、現物について取引手数料とこれに関わるポストトレードサービス料を区分表示している。

これによれば、現物関係手数料を上場手数料、現物取引手数料、ポストトレードサービス料の合計とすると、一一五億ドル（全体の四一％）となり現在でも最大の収入項目である。ただし、先の「二重計算」を調整すると八四億ドルとなり、デリバティブ関連収入（九七億ドル）が最大の収入項目となるのである。

もっとも、これはあくまで全体平均の数字であり、加盟メンバー取引所の収入構成には非常に大きなバラツキがある。CMEグループやICEはデリバティブ専門の取引所であって、その収入項目のほとんどがデリバティブ関連手数料になっている。先述のようにデリバティブ関連収入の伸びが大きく、いまや現物取引関連収入を上回るようになっていたが、個別にみてもCMEやICEといったデリバティブ専門の取引所の収入の伸びは、この数年著しいものがあつた。

他方、JPXは世界三位の現物市場を抱え、収入構成としてはNYSEユーロネクストのような現物主体の取引所に近い。そこで、次に、NYSEユーロネクスト、NASDAQ OMXグループ、LSEグループ、DBの四取引所グループをとりあげ、これとJPXの収入構成とを比較してみよう。

4 欧米日主要五取引所（グループ）の収入構成

表4は、先述の欧米日主要五取引所グループの収入構成を見たものである。会計基準や勘定項目が異なってい

るため、正確な比較は困難であるが、大体的特徴はつかめそうである。

これによると、利益マージン率の良好なドイツ取引所グループ（DB）はデリバティブ関係収入ならびにポストトレードサービス関係収入のウェイトが特に高いことがわかる。DBは現物をXetra、デリバティブをEurex、ポストトレードサービスをClearstream、それぞれ部門分社化しているが、EurexやClearstreamの収入貢献度が非常に高いのである。

他方、米系二グループについてはポストトレード関係収入や市場データ関係収入のウェイトが小さく、それが利益マージン率の低さになって表れている。この理由は、米国では現物取引の清算・決済関係業務が、NSCC

表3 加盟五八取引所の収入構成

収入項目	金額（百万ドル）	備考
	構成比（%）	
上場関係	1,769	・年賦課金 ・新規上場＝①IPO、②増資にかかる手数料 ・ファンド（CWやETFなど）の上場手数料
	6.3%	
取引手数料（デリバティブ除く）	7,429	・現物手数料 ・アクセス料 ・システム使用料など
	26.5%	
デリバティブ取引手数料および清算手数料	9,690	・デリバティブ手数料 ・アクセス料 ・システム使用料 ・デリバティブ清算手数料
	34.5%	
ポストトレードサービス	2,295	・現物の清算・決済、コストディー手数料
	8.1%	
市場データ	2,539	・相場情報、指数ライセンス料など
	9.0%	
ITサービス	950	・ネットワーク回線使用料、コロケーション使用料など
	3.4%	
その他サービス	531	
	1.9%	
金融収入	1,368	・証拠金や精算基金より生じる金利収入など
	4.9%	
そのほか	572	
	2.0%	

（注）上段は収入金額、下段は全体の収入総額に占める割合。合計が280億ドルに達しないが、そのままにした。また取引手数料は31条フィーやリベートを含むグロスの数字である。

（出所）表1に同じ。

(National Securities Clearing Corporation) およ
び DTC (The Depository Trust Company) に
よって担われていること、また現物市場の相場
情報についても S I A C (Securities Industry
Automation Corporation) が作成し配信してい
ること、つまり S I A C からデータ提供料を受
領するのみで、証券取引所は、米国における現
物株市場情報サービスに関与する余地は限られ
ているのである。もちろん NYSE はユーロネ
クストと経営統合し、ユーロネクストのポスト
トレードサービス部門である Euroclear を抱える
ことができたのだが、世界最大のマーケットで
ある米国市場で右記のような事情があるため、
収入源としては限度があるのである。

次に英国の LSE についてみれば「市場デー
タ」の収入貢献度が非常に高い反面、デリバテ
イブ関係収入の貢献度が非常に貧弱であること
がわかる。LSE はかつてデリバティブ市場戦

表 4 欧米日主要 5 取引所（グループ）の収入構成

収入項目	NYSEユーロ ネクスト		NASDAQ OMX		DB		LSE		JPX	
	百万ドル		百万ドル		百万ユーロ		百万ポンド		億円	
上場関係	448	11.9%	375	12.0%	109	5.1%	71	8.3%	101	12.2%
取引手数料	1,572	41.9%	1,372	44.0%			139	16.3%	161	19.5%
デリバティブ手 数料	821	21.9%	574	18.4%	912	42.5%	13	1.6%	106	12.8%
アクセス料			238	7.6%	23	1.1%		0.0%	44	5.4%
その他取引参加 者料金					64	3.0%	44	5.2%	40	4.9%
ポストトレード サービス					774	36.1%	92	10.8%	122	14.8%
市場データ	348	9.3%	344	11.0%	264	12.3%	306	35.9%	150	18.2%
ITサービス	341	9.1%	184	5.9%			56	6.6%		
金融収入	219	5.8%					117	13.7%		
そのほか		0.0%	32	1.0%			15	1.7%	100	12.2%
合計	3,749	100.0%	3,119	100.0%	2,146	100.0%	853	100.0%	825	100.0%

(注) 1. NYSEユーロネクストとNASDAQ OMXの清算手数料は取引手数料に合算されている。
DBの上場手数料は取引手数料に合算。またこの 3 取引所グループの取引手数料については
グロスベースで「二重計算」部分が含まれる（本文参照）。

2. 暦年ベース、JPXのみ年度ベース。

3. JPXについては上半期について大証決算数値を合算。なおJPXのデリバティブ清算手数料に
ついては「ポストトレードサービス」に合算

(出所) 有価証券報告書、決算説明書、アニュアルレポートその他等より作成

略に失敗し、その結果、一九八二年にL I F F Eの設立を認めざるを得なかったのだが、それ以来、デリバティブはL S Eの最大の弱点といわれてきた。それは今に至るも変わっていない（ちなみにL I F F Eは二〇〇一年、ユーロネクストに買収され、現在はNYSEユーロネクスト傘下の有力なデリバティブ部門、「NYSE Life」として成長している）。またポストトレードサービス関連収入の貢献度も低い。昨年、L C Hクリアネットを買収し清算・決済業務を取り込もうとしているのは、このことへの対応であろうと思われる。

では、これらと比べて、わがJ P Xはどうか。J P Xは傘下に日本クリアリング機構を抱えている。七月には大証デリバティブ取引の清算業務を移管し、一〇月には日本国債清算機関と合併した。金利スワップやクレジツトデリバティブなど店頭デリバティブの清算業務にも進出している。その収入貢献度は他と比べて決して見劣りするものではなく、わが国においてポストトレードサービス関連収入を今後も取り込める余地がありそうである。

他面、デリバティブ取引関係収入についてはL S Eを除けば、その収入貢献度は他の取引所グループと比べて低いように見える。その理由は、この数字にはデリバティブ取引清算手数料が除外されているからである。旧大証の決算を見ると、デリバティブの清算手数料はデリバティブ取引手数料の約半分弱となっており、これを考慮すると、NASDAQ OMXやNYSEユーロネクスト並みの収入貢献度にはなるのである。とはいえ、現在のJ P Xのデリバティブ市場は、日経平均先物・オプションに依存しすぎており、もっと多様な品揃えが必要だろう。

また、NYSEをはじめこれら欧米系取引所グループは国境を越えた経営統合によって他国市場のビジネスチャンスを取り込んできている。この観点から、新興国市場の取引所の収入構成についても見ておく必要がある。

表2でみたように、ブラジルや香港の取引所の純利益は三位と五位をキープしており、その利益マージン率は極めて高い。取引高の急拡大がその背景にあるのだが、より詳細な検討が必要であろう。

注

- (1) World Federation of Exchanges, *Cost and Revenue Survey 2012*, July 2013.
- (2) WFEの加盟主体は取引所単体の場合もあれば、持株会社の場合もある。上場取引所の場合には、持株会社である場合が多く、以下、「取引所」という場合には取引所持株会社も含めていることをお断りしておきたい。
- (3) 上場会社時価総額、取引高、新規上場（および上場廃止）などがその評価尺度となろう。

（にかみ きよし・客員研究員）

東日本大震災復興におけるファンドの取組

松尾 順介

はじめに

二〇一一年三月一日に発生した東日本大震災は、死者一万五八八三人、行方不明者二六七六人、震災関連死二六八八人、合計二万一二四七人、建物の全壊一二万六四五八戸、半壊二七万二一九一戸、一部破壊七四万一六八四戸の被害を発生させ、その被害総額は、内閣府の公表資料によると、建築物等約一〇兆四〇〇〇億円、ライフライン施設約一兆三〇〇〇億円、社会基盤施設約二兆二〇〇〇億円、農林水産関係約一兆九〇〇〇億円、その他（文教、保険医療、福祉関係施設等）約一兆一〇〇〇億円、総計一六兆九〇〇〇億円と推計されている（ただし、ここには原発関連の被害額は含まれていない⁽²⁾）。

震災後の復興・復旧については、今なお二九万八〇三三名が避難を余儀なくされる一方、復興まちづくりは、防災集団移転促進事業の想定三二八地区のうち、工事着工一〇六地区、土地区画整理事業想定五九地区のうち、工事着工三一地区、災害公営住宅整備事業想定二万戸以上のうち、工事着工二一五二戸となっており、再建の遅れが指摘されている⁽⁵⁾。また、放射性物質の除染は、福島県の公共施設については、約六割（福島県外の公園・スポーツ施設約八割）となっているが、住宅について約二割（福島県外約三割）という状況である⁽⁶⁾。さらに、福島原発事故については、政府の「収束宣言」⁽⁷⁾にもかかわらず、出口が見えない状況である。

その一方で、被災地においては、復興に向けた様々な構想が提示され、取組も行われている。例えば、福島県

では、大規模洋上風力発電のプロジェクト（福島沖）やスマートコミュニティ構想事業（会津若松）が始動するとともに、各種の太陽光発電事業も始まっている。また、震災復興に向けた支援機構やファンドが設立され、金融面からの支援体制の整備も進められている。現在、これらの機構やファンドは、かなり多数設立されているものの、その現状は必ずしもわかりやすいものではなく、その役割も判然としない。

そこで、本稿では、震災以降に事業の復旧・復興を目的として設立された各種機構やファンドについて、その目的や役割について整理し、これらが復旧・復興に果たす役割を考察し、復旧・復興における金融スキームの課題を検討する。

1 政府の取組

（１）東日本大震災事業者再生支援機構

政府は、震災後の六月一七日「二重債務問題への対応方針」を取りまとめた。⁽⁸⁾それによると、二重債務問題への対応を、中小企業及び農林水産業等向け、個人住宅ローン向け、金融機関向けに分類し、それぞれ旧債務と新債務に分けて政策的な取組を導入することが必要であるとされている。このうち中小企業及び農林水産業等向けの対応として、旧債務整理プロセスの拡充・強化が挙げられ、具体的には、①中小企業再生支援協議会を核とした相談窓口体制の拡充、②「中小企業再生ファンド」の新設による出資・債権買取などによる支援が提示された。このファンドは、中小企業基盤整備機構や民間金融機関が出資する「中小企業再生ファンド」で、新たに岩手県、宮城県などの被災県に設立され、過剰債務を抱えているが、事業再生の可能性のある中小企業に対し、出資や債権買取、DESを含めた支援を実施していくものとされた。この方針に基づき、当時の与党・民主党は、現行法

のもとで新機構を設立する方針を示したが、当時の野党（自民、公明等）は、あくまでも立法措置による公的機関の新設を主張したため、与野党間の合意が得られなかった。その結果、政府は中小企業基盤整備機構と金融機関が出資して、債権買取を行う産業復興機構（後述）を設立する一方、自民、公明およびたちあがれ日本・新党改革は「株式会社東日本大震災事業者再生支援機構法案」を発議し、参議院で審議・修正の後、野党の賛成多数で可決され、衆議院に送られた。衆議院では継続審議となったものの、民主、自民、公明の間で、いわゆる「三党合意」⁽¹⁰⁾が成立し、二〇一一年一月二一日に可決、同二八日に公布された。⁽¹¹⁾同法に基づき、二〇一二年二月二二日に設立された。

東日本大震災事業者再生支援機構（以下、震災支援機構）は、東日本大震災による被害により、過大な債務を負っている事業者であって、被災地域で事業の再生を図ろうとするものに対し、金融機関等有する債権の買取り等を通じ、債務の負担を軽減しつつ、その再生を支援することを目的とする株式会社であり、その株主は、預金保険機構及び農水産業協同組合貯金保険機構である。また、その資金調達は、金融機関等からの政府保証付きの借入金であり、入札方式により実施される。

具体的な支援は、下の図表1-1のスキームの通り、事業者に対して①事業再生計画づくり支援、②旧債務整理・調整、③事業再生支援を行う。このうち旧債務の整理・調整については、商事債権を除き、金融機関保有債権の買取が中心となる。なお、買取価格は、支援決定に係る事業再生計画、被災地域の復興の見通し、再生支援開始後の対象事業者の経営状態の見通し、当該債権の担保目的財産の価格の見通し等を検案した適正な時価を上回ってはならないとされる。また、債権買取以外の支援としては、DDSを積極的に活用している。具体的には、当該債権の劣後化、リスケジュール、資本性借入金への変更である。なお、DESの案件はない。また、事業再

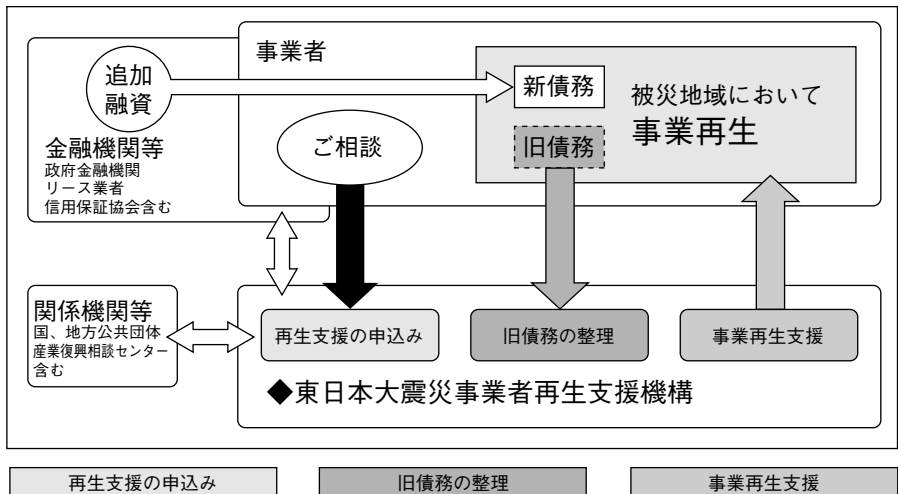
生支援については、金融機関から新規融資を行うにあたり必要とされる場合は、震災支援機構が八〇%を上限として保証を行う場合がある。さらに、件数は少ないが出資を行う場合もある（二〇一三年八月末現在、四件四〇億円）。

震災支援機構による支援件数は、図表１―２に示された通りである。現在、累計の支援決定件数は、二四三件、うち岩手七三件、宮城一二七件、福島一七件、青森一九件、茨城五、その他一二件であり、買取対象債権の元本総額は四四〇億円となっている。

（２）産業復興機構

前述の政府方針「二重債務問題への対応方針」に基づき、地元金融機関・県・経済産業省所管の中小企業基盤整備機構は被災各県に産業復興機構を設立した⁽¹²⁾。同機構は、二〇一一年一月一日に岩手県で第一号が設立された後、茨城、宮城、

図表１―１ 東日本大震災事業者再生支援機構の支援の手法



再生支援の申込み

- ・事業再生計画書
- ・金融機関等の追加融資等の対応を約束した書面

旧債務の整理

- ・債権の買取り等
- ・支払猶予・利子の減免
- ・債務の株式化（DES）
- ・劣後債権化（DDS）
- ・債務免除

事業再生支援

- ・つなぎ融資等
- ・出資
- ・債務の保証
- ・専門家の派遣・助言

（出所）株式会社東日本大震災事業者再生支援機構HP、http://www.shien-kiko.co.jp/pdf/20130419shien-kiko_description.pdf

図表 1-2 東日本大震災事業者支援機構の活動状況

	相談受付・作業状況					支援手法分類					債権買取価格		債務免除	出資	支援後予定 雇用者数					
	①制度に関 する質問等 相談・依頼 受付件数	②支援に関 する相談に 入っている 言等で終了 が待機中の もの	③事業者や 金融機関と 具体的な協 議を行って いるもの	④支援決定 の 行ったもの	⑤支援決定 の 取決定を行 ったもの	債権 買取	債権 劣後化 (DDS)	債権 一部償 務免除	保証 出資	対象額 (億円)	1億円 未満 (件)	10億円 以上 未満 (件)	10億円 以上 (件)	総額 (億円)		金 額 (予定額を 含む)				
2012年6月21日	381	135	115	101	26															
2012年9月末	646	230	213	75	91	37	10	35	20	13	n.a	8	1	136	23	11	1	1,250		
2012年12月末	873	324	284	52	109	104	51	100	n.a	n.a	47	15	2	206	79	20	1	1,800		
2013年3月末	1,087	440	269	75	136	167	108	160	n.a	n.a	77	30	4	283	130	29	1	87	40	2,600
2013年6月末	1,306	532	288	114	179	213	184	199	n.a	n.a	95	47	4	355	160	38	1	110	40	4,100
2013年8月末	1,423	581	251	127	221	243	211	n.a	n.a	n.a	n.a	440	n.a	n.a	148				40	n.a

(出所) 東日本大震災事業者支援機構「活動状況報告」をもとに集計。 <http://www.shien-kiko.co.jp/publications.html>

福島、千葉の各県に設立された（図表1-3参照）。これら各県の産業復興機構は、中小企業基盤整備機構の出資を八割とし、地元金融機関や自治体等の出資を二割としている。これらの復興機構の目的は、各県内の事業者が被災前から負っていた債権を買い取ることによって財務内容の改善を図り、金融機関からの新たな資金調達を支援することとされている。

案件の流れは、被災企業が各県に設置された産業復興相談センターに相談することから始まり、産業復興相談センターが債権買取を支援することが適当であると判断した場合は、同センターの債権買取支援業務部門が金融機関と調整を行った上で、必要に応じて事業計画作成の支援を行い、買取価格を試算した上で、同機構に対して

図表 1－3 各県の産業復興機構

県名	組合名	出資約束金額	無限責任組合員	有限責任組合員	設立	存続期間	投資期間	注
岩手	岩手産業復興機構投資事業有限責任組合 (通称：岩手産業復興機構)	設立時 100.1億円 (進捗に応じて当面 500億円程 度を想定)	東北みらい キャピタル 株式会社	(独) 中小企業基盤整備機構 80億円 岩手中小事業者支援投資事業組合 20.1億円 (注)	2011年 11月11日	12年 (組合員の 同意により 3年延長 可能)	2年2カ 月 (組合員の 同意により 1年延長 可能)	(独)岩手銀行、(独)東北銀行、(独)古信用金庫、岩手県が出資する任意組合
茨城	茨城県産業復興機構投資事業有限責任組合 (通称：茨城産業復興機構)	設立時 50億円 (進捗に応じて当面 100億円程 度を想定)	いばらきクリエイト株式会社	(独) 中小企業基盤整備機構 40億円 茨城県 5千万円 いばらきクリエイト株式会社 1千万円 いばらきエクイテイ有限公司 9億4千万円 (注)	2011年 11月30日	12年 (組合員の 同意により 3年延長 可能)	2年 (組合員の 同意により 延長可能)	(独)常陽銀行、(独)筑波銀行、水戸信用金庫、結城信用金庫、茨城県信用組合が出資する匿名組合
宮城	宮城産業復興機構投資事業有限責任組合 (通称：宮城産業復興機構)	設立時 100.1億円	東北みらい キャピタル 株式会社	(独) 中小企業基盤整備機構 80億円 宮城県 5億円 県内金融機関合計 15.1億円 (出資金融機関：七十七銀行、仙台銀行、杜の都信用金庫、仙南信用金庫、宮城第一信用金庫、石巻信用金庫、気仙沼信用金庫、石巻商工信用組合、古川信用組合、仙北信用組合)	2011年 12月27日	12年 (組合員の 同意により 3年延長 可能)	2年 (組合員の 同意により 1年延長 可能)	
福島	福島産業復興機構投資事業有限責任組合 (通称：福島産業復興機構)	設立時 100億円	福島リカバリー株式会社	(独) 中小企業基盤整備機構 8,000百万円 福島県 500百万円 県内金融機関合計 1,490百万円 (出資金融機関：東邦銀行、福島銀行、大東銀行、福島信用金庫、二本松信用金庫、郡山信用金庫、須賀川信用金庫、白河信用金庫、会津信用金庫、ひまわり信用金庫、あぶくま信用金庫、会津商工信用組合、福島県商工信用組合、いわき信用組合、相双信用組合)	2011年 12月28日	12年 (組合員の 同意により 3年延長 可能)	3年 (組合員の 同意により 1年延長 可能)	
千葉	千葉産業復興機構投資事業有限責任組合 (通称：千葉産業復興機構)	20.1億円	株式会社千葉リバイタル (注)	(独) 中小企業基盤整備機構 1,600百万円 千葉県 38百万円 県内金融機関合計 36.2百万円 (出資金融機関：(独)千葉銀行、(独)千葉興業銀行、(独)京葉銀行、千葉信用金庫、銚子信用金庫、東京ベイ信用金庫、館山信用金庫、佐津信用組合、組合、銚子館山信用組合、右津信用組合)	2012年 3月28日	12年 (組合員の 同意により 3年延長 可能)	2年 (組合員の 同意により 1年延長 可能)	株式会社千葉リバイタル (株式会社リサ・パートナーズ100%子会社)

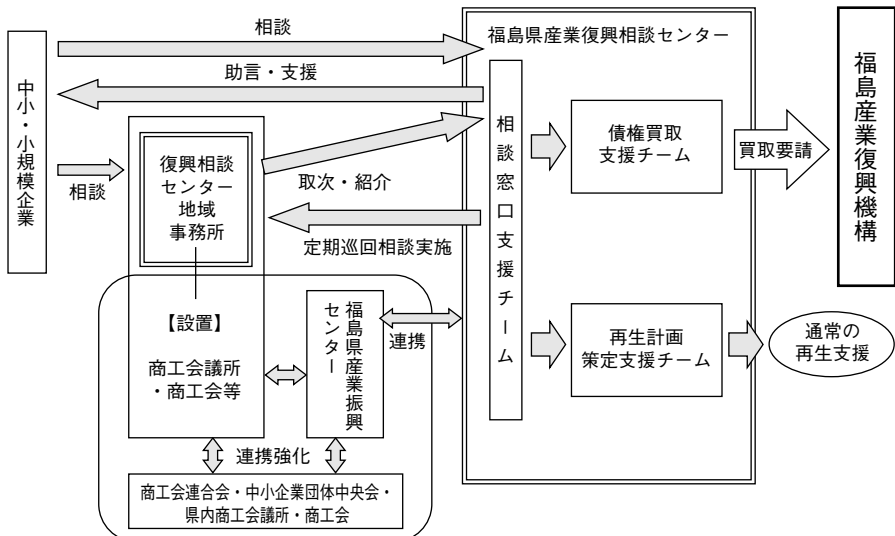
(資料) 中小企業基盤整備機構HPの各プレスリリースによる。

債権買取の要請を行う。これを受けて同機構は、当該事業者の事業計画や買取価格等の妥当性を判断し、買取の決定を行う（図表1―4参照）。買取価格は、原則として震災前過去三期分のキャッシュフローに基づいた事業計画により算定される。買取後の事業者に対するモニタリングは、ファンドの無限責任組合員と金融機関によって行われる。

なお、産業復興相談センターおよび同機構の現状は、図表1―5の通りである。

ところで、前述のように、震災後の政府の取組として、震災支援機構と産業復興機構が設立されたが、そのすみ分けについては、先の「三党合意」に基づき、東日本大震災事業者再生支援機構法案に対する附帯決議において、①各県の産業復興機構は各県が実情に応じて支援対象を決めており、その整理を尊重する、②震災支援機構の債権（リース債権及び信用保証協会等の求償債権を含む）の買取業務の対象は、各県の産業復興機構による支援の対象とすることが困難なものとする、③小規模事業

図表1―4 産業復興相談センターと産業復興機構の支援の手法（福島的事例）



(出所) 中小企業庁「福島県産業復興相談センターの概要」
<http://www.chusho.meti.go.jp/kinyu/2011/download/111124FukushimaFukkou-0.pdf>

図表 1－5 産業復興相談センター及び産業復興機構の活動状況

	相談受付 案件数	うち対応 終了						うち対応 中のもの			債権買取 決定件数									
			助言・説 明等で 終了	震災支援 機構へ 引継	通常の再 生支援へ 移行	金融機関等 による金融 支援の合意	うち買取 決定		窓口相談 継続中	買取に向 け検討中										
											岩手	宮城	福島	茨城	千葉					
2012年9月28日	1,488	1,199	908	114	34	143	48	289	205	84	48	25	18	3	1	1				
2012年12月21日	1,768	1,470	1,105	135	49	181	67	298	185	113	67	32	24	8	2	1				
2013年3月29日	2,043	1,773	1,332	143	19	279	105	270	142	128	105	50	38	10	4	3				
2013年6月28日	2,290	2,064	1,560	156	26	322	137	226	110	116	137	63	44	16	8	6				
2013年8月30日	2,419	2,207	1,650	165	28	364	163	212	109	103	163	71	56	20	9	7				

(出所) 中小企業庁「産業復興相談センターの相談受付状況」より作成。http://www.chusho.meti.go.jp/kinyu/shikinguri/earthquake2011/soudan/

者、農林水産事業者、医療福祉事業者等を重点的に対象とする、④各県の産業復興機構と相互補完しつつ、支援の拡充を図るものとされている。

復興相談センターは、経営相談や融資の相談など、各種の相談に応じており、復興相談センターの相談案件のうち、債権買取の対応が必要な案件であって、審査の過程で産業復興機構での対応が難しいと判断された場合、事業者の了解を得た上で、震災支援機構に引き継がれることになる。その際、引継ぎには時間がかかり、連携には難しい面があるという指摘もあるが、現場の担当者はできるだけ早期に引継ぎがなされるよう配慮しているとのことである。

2 自治体の取組

被災自治体のファンド関係の取組としては、例えば福島県の場合、ふくしま産業応援ファンド、ふくしま農商

工連携ファンドがある。ただし、これらは大震災以前からの取組であるとともに、ファンドというものの助成事業と位置付けられる。ふくしま産業応援ファンドは、基金総額最大五〇億円で、基金の管理運営者は、財団法人福島県産業振興センターである。同センターが基金を長期国債や地方債で運用（期間一〇年、想定利率一・四％程度）し、その運用益七〇〇万円程度（想定）から助成対象事業に対して助成金を交付する。この基金の原資は、中小企業基盤整備機構からの貸付四〇億円（無利子）、県負担分一〇〇〇万円、福島県産業振興センター九億九〇〇万円であり、助成対象は、有識者、金融機関、中小機構、県等で構成する「審査委員会」において選定され、他の支援機関との連携のもと、初期の相談から助成後のフォローアップに至るまで、一貫した支援を行う。助成限度額は一〇〇〇万円以内、助成対象事業は、製造業集積活用型事業、地域資源活用型事業、中小企業育成支援事業である。¹⁴ また、ふくしま農商工連携ファンドも同様に助成金事業であり、二五億円の基金の原資は、中小企業基盤整備機構の貸付二〇億円（無利子）、県負担分一〇〇〇万円、金融機関等の貸付四億九〇〇〇万円であり、助成限度額は三〇〇万円以内、助成対象事業は、農商工連携創出事業および農商工連携支援機関による支援事業である。¹⁵ したがって、資金を投融資するファンドとは異なるものであり、その意味では、自治体主導による震災復興関連のファンド組成はあまり見られない。

3 官民による取組

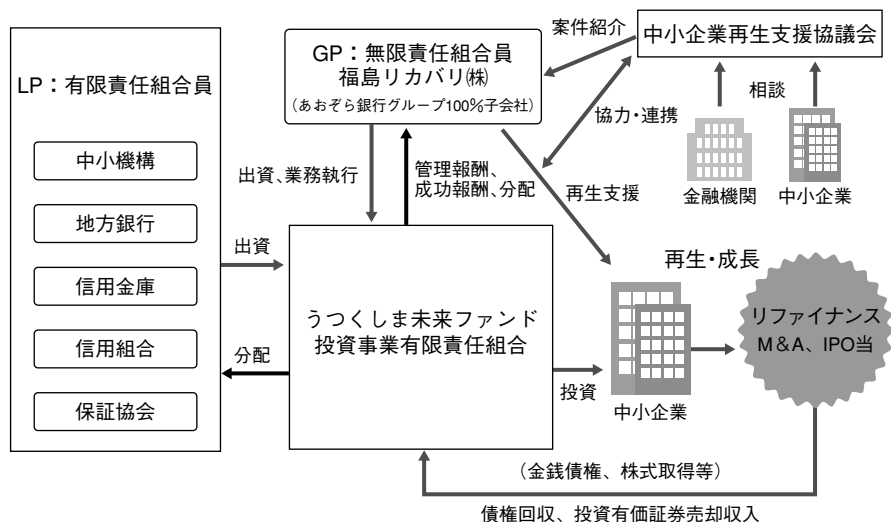
官民連携による取組としては、中小企業基盤整備機構と民間金融機関や投資ファンドと連携した取り組みが挙げられる。

(1) うつくしま未来ファンド

うつくしま未来ファンドは、二〇一〇年五月二四日、中小企業再生ファンドとして福島県に設立された⁽¹⁶⁾。同ファンドの出資は、総額三〇億円であり、中小企業基盤整備機構（一五億円）、東邦銀行（約九億円）、福島銀行（二億円）など福島県下の一〇金融機関及び福島県信用保証協会である。その運営は、あおぞら銀行グループ傘下の福島リカバリ株式会社である。投資手法は、債権買取、出資等である。これにより、企業の債務を軽減し、再生を支援する。また、支援対象の企業は、二〇社程度を予定しており、福島県の中小企業再生支援協議会で再生計画策定支援を受けた社など、雇用の維持に寄与する中小企業を対象とする。出資期間は七年である（ただし、三年を超えない範囲で延長することもある⁽¹⁷⁾）。ファンドのスキームは、以下のとおりである。

なお、同ファンドの投融資・買取実績は、五件九億五七〇〇万円（二〇一二年六月二五日現在⁽¹⁸⁾）であり、ここには震災による被災企業も含まれている。

図表 3-1 うつくしま未来ファンドのスキーム



（出所）あおぞら銀行「東北地域初の中小企業再生官民ファンド「うつくしま未来ファンド」の組成について」、2010年5月24日、http://www.aozorabank.co.jp/about/newsrelease/2010/article/10052401_n.html

(2) 東日本大震災中小企業復興支援投資事業有限責任組合

東日本大震災中小企業復興支援投資事業有限責任組合は、二〇一二年一月三十一日に設立された。ファンドの目的は、被災地域の未上場企業に対する機動的なリスクマネーの供給（エクイティ投資）を通じて、被災からの復旧・復興、新事業展開、転業、事業の再編、承継等、又は起業によって新たな成長・発展を目指す企業を積極的に支援することにより、より早期の被災地域の復興と持続的発展に貢献することである。前述のうつくしま未来ファンドが中小企業再生ファンドであるのに対し、同ファンドは中小企業成長ファンドに位置づけられている。当初のファンドの出資額は、設立時七〇億円であり、中小企業基盤整備機構（三五億円）のほか、七十七銀行、岩手銀行が有限責任組合員として出資したが、その後東邦銀行なども出資し、現在総額八八億円（中小機構は四億円）となっている。ファンドの運営は、大和証券グループの大和企業投資株式会社である。投資対象は、東北六県と茨城県に本店又は主要な事業拠点を置き（または主要な事業拠点を置く計画があり）、当該地域での雇用維持・拡大・創出が見込まれる未上場企業である。組合期間は一二年である（必要があれば最長三年以内の延長を行うこともある）⁽¹⁹⁾。ファンドのスキームは、以下のとおりである。

なお、同ファンドの案件として、マルヤ五洋水産（本社、宮城県本吉郡南三陸町）に対する転換社債型新株予約権付社債（劣後特約付）および種類株式（優先株式）による投資および富士工業（本社、岩手県下閉伊郡）に対する転換社債型新株予約権付社債による投資が公表されている。⁽²⁰⁾

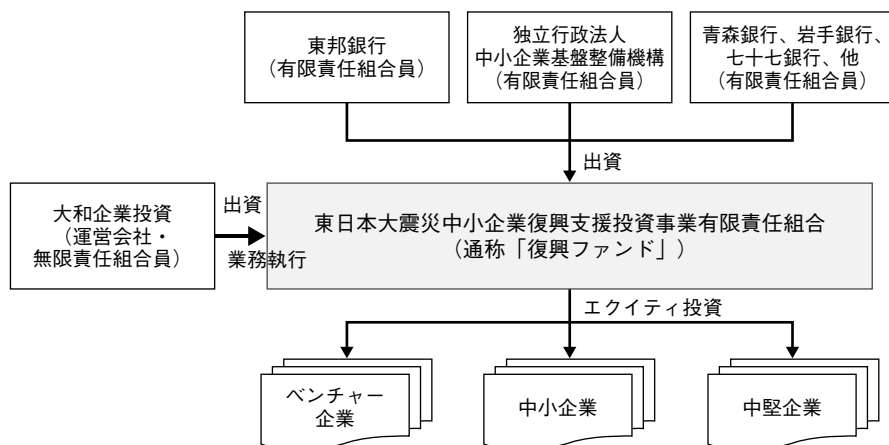
(3) ふくしま地域産業六次化復興投資事業有限責任組合

ふくしま地域産業六次化復興投資事業有限責任組合（ふくしま地域産業六次化復興ファンド）は、福島県の農

林水産業の復興を目指し、農林漁業者の所得の向上と地域産業としての雇用創出に寄与する事業を育成する地域産業六次化を推進するため、県、地域金融機関等が連携協力のもと、二〇一三年四月三〇日に設立された。ファンドの資金規模は、二〇億円、出資者は福島県二億円のほか、東邦銀行四億円、みずほコーポレート銀行二・五億円、大東銀行〇・五億円、福島銀行〇・五億円、福島信用金庫〇・一億円、いわき信用組合〇・一億円、相双信用組合〇・一億円、福島リカバリ〇・二億円が出資した。ファンドの運営者は、あおぞら銀行グループ傘下の福島リカバリである。また、ファンドは、新たに創業する六次産業化事業体（合併事業体）の資本金として出資し、福島の復興を牽引する将来性のある事業を積極的に支援する。ファンドの存続期間は一五年間である。²¹⁾同ファンドのスキームは、図表3-3のとおりである。

なお、投資対象としての要件は、①農林漁業者と二次・三次産業の事業者（パートナー企業）が六次産業化事業に取り組み、共同で出資された事業者であること、②農林漁業者の主体性が確保されている（農林漁業者の議決権がパートナー企業出資分

図表 3-2 東日本大震災中小企業復興支援投資事業有限責任組合のスキーム



(出所) 東邦銀行「東日本大震災中小企業復興支援ファンドへの出資について」2012年6月29日、
<http://www.tohobank.co.jp/release/date/24-0629-2.html>

を超えている）事業者であること、③「六次産業化・地産地消法」の計画認定の取得をしていることとなっており、同ファンドが五〇％を上限として出資するが、農林漁業者の出資は、パートナー企業の出資を上回っていないなければならないため、農林漁業者の出資は二五％を上回ることになる。したがって、ある程度規模な農林漁業者が対象となるという指摘がある⁽²²⁾。

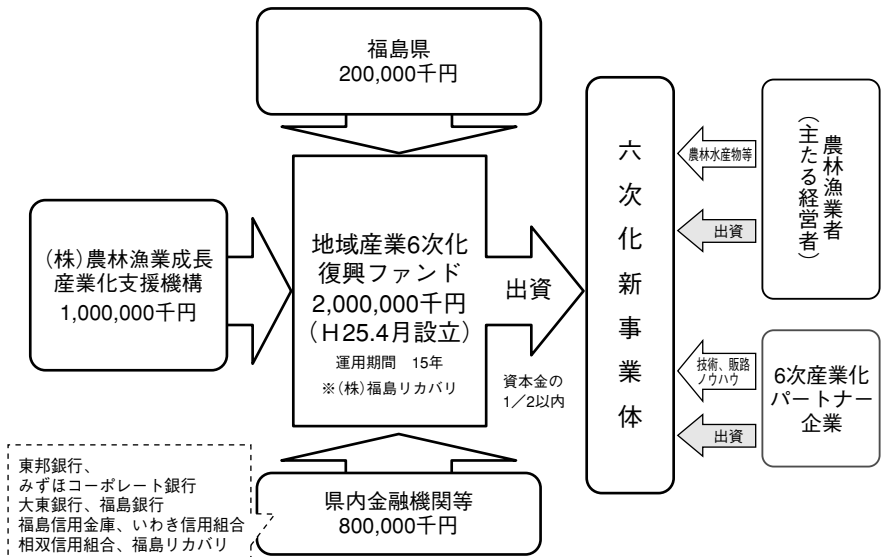
4 民間の取組

民間の取組としては、銀行等の金融機関、証券会社、ファンド運営会社などがそれぞれ独自の取組を行っている。ここではファンド関連の取組について取り上げる。

(1) 大手銀行の取組

まず、大手銀行の取組として、「ふくしま成長産業育成ファンド」が挙げられる。同ファンドは、福島県への中小企業の誘致ならびに育成に特化した目的を有

図表 3-3 ふくしま地域産業 6 次化復興投資事業有限責任組合のスキーム

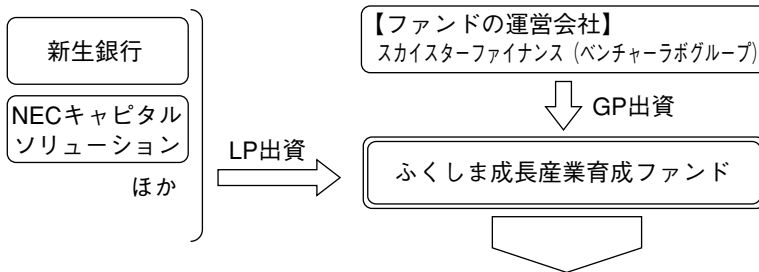


（出所）福島県「ふくしま地域産業 6 次化復興ファンドに関する説明会の開催について」2013 年 5 月 10 日、<http://www.gjika.com/news/n2/1867.html>、参照。

し、新たに事業所を設置する企業などに対する成長資金の供給（エ
 クイティ投資）を行う目的で、二〇一二年一〇月三日に設立された。
 総額は、一〇億六〇〇万円で、新生銀行がNECキャピタルソリ
 ューションほかとともに有限責任組合員として出資している。また、
 ファンドの運営は、ベンチャーラボ傘下のスカイスターファイナ
 スである。さらに、新生銀行は同ファンドへの投資に加え、ベンチ
 ャーラボグループとの協働による対象企業などへの資金提供にとど
 まらない実践的な支援（ハンズオンなど）を通じて、県内産業の育
 成と雇用の促進を目指し、同県の早期復興および経済発展を支援す
 ることを表明している。その際、主な投資対象は、再生可能エネル
 ギー分野、医療分野で、これらの分野に注力する方針である福島県
 の復興・産業政策とのシナジー効果も目指すという。⁽²³⁾ ファンドのス
 キームは、以下のとおりである。

同ファンドは、第一号の投資案件として、筑波大学発のベンチャ
 ー企業、CYBERDYNE株式会社の株式の取得を二〇一二年一月
 一五日に実施した。⁽²⁴⁾ 今後は、再生可能エネルギーや医療分野への投
 資に注力し、地域の面的再生に貢献することを目指している。

図表 4-1 ふくしま成長産業育成ファンドのスキーム



福島県内の中堅・中小企業・福島県で新たに事業所を設置する企業など

（出所）新生銀行「『ふくしま成長産業育成ファンド』への投資について」2012年10月12日、http://www.shinseibank.com/investors/common/news/pdf/pdf2012/121012fukushima_fund_j.pdf#search=%E3%81%B5%E3%81%8F%E3%81%97%E3%81%BE%E6%88%90%E9%95%B7%E7%94%A3%E6%A5%AD%E8%82%B2%E6%88%90%E3%83%95%E3%82%A1%E3%83%B3%E3%83%89+%E6%96%B0%E7%94%9F%E9%8A%80%E8%A1%8C

(2) 大手証券の取組

大手証券グループは、震災後復興支援を目的とするファンド組成を行っている。

野村アセットマネジメントは、二〇一一年四月八日「東日本大震災復興支援債券ファンド」の設定を発表し、五月一七日五一八億二二七七万円で信託設定した。これは、東日本大震災からの復興に寄与すると考えられる政府機関、地方公共団体および企業の発行する債券を含む国内債券および国債に投資するもので、受け取った信託報酬の一部（ファンドの日々の純資産総額に対し年率〇・二％程度）を震災の復興支援目的に寄付することとしている。⁽²⁵⁾なお、同ファンドのマザーファンドの投資信託財産総額（評価額）は約三一三億円、組入比率は、国債一・二％、地方債一五・二％、特殊債一九・七％、普通社債六三・二％であり、主な公社債の組入銘柄は、地方債一四銘柄のうち、宮城県一九・八億円（五銘柄）、福島県一八・一億円（三銘柄）、特殊債九銘柄（六発行体）のうち東日本高速道路一八・〇億円（四銘柄）、政策投資銀行七・四億円（一銘柄）、住宅金融支援機構三・二億円（一銘柄）、普通社債六三銘柄（三九発行体）のうち東北電力一七・九億円（六銘柄）、トヨタファイナンス一四・八億円（二銘柄）、JＲ東日本一五・五億円（三銘柄）、NTT二・五億円（三銘柄）などとなっている。⁽²⁶⁾

他方、大和証券グループは、前述の東日本大震災中小企業復興支援投資事業有限責任組合の運用を同グループ傘下の大和企業投資が担当している以外に、二〇一一年四月二日「ダイワ・ニッポン応援ファンドVol.3―フェニックスジャパン」の信託報酬の一部（販売会社の代理事務手数料率〇・七二％の半分の〇・三六％）を東日本大震災復興支援に寄付する取組を発表した。ただし、ファンドの組入銘柄は、復興支援関連を対象とするものではなく、成長を目指す企業となっている。⁽²⁷⁾

また、日興アセットマネジメントは、二〇一一年四月一四日、同社が運用する投資信託「ふるさと紀行二〇二

○（正式名称：日本公共債ファンド二〇二〇）から同社が受けとる委託者報酬のすべてと、一部の日本株投信の委託者報酬の五〇％に相当する額を支援金とすることを決定すると発表した。⁽²⁸⁾ただし、これらのファンドは、必ずしも復興支援関連を対象とするものではない。

（３）地方銀行の取組

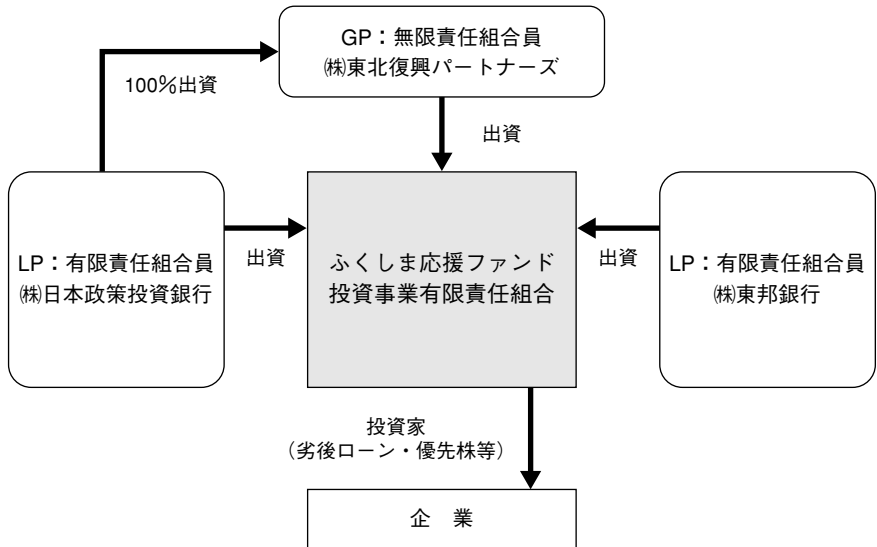
地方銀行の取組としては、東邦銀行が日本政策投資銀行と共同出資した「ふくしま応援ファンド投資事業有限責任組合」（以下「ふくしま応援ファンド」）が挙げられる。同ファンドは、東日本大震災や原発事故等により直接又は間接的に被災した企業に対し、劣後ローンや優先株等を活用したニューマネーを提供することで、本格復興まで継続的に支援することを目的とした復興ファンドであり、二〇一一年八月三日に設立された。ファンドの規模は五〇億円、運営者は東北復興パートナーズ、期間存続期間一〇年（ただし、五年以内の延長を行うこともある）、投資期間三年（ただし、二年以内の延長を行うこともある）⁽²⁹⁾となっている。ファンドのスキームは、以下のとおりである。

なお、同ファンドの第一号案件は、株式会社ダイユーエイト（本社：福島市）であり、同社は、福島県を中心に宮城県・山形県・新潟県・栃木県・茨城県において、ホームセンター等六七店舗を経営していたが、震災の影響により一部店舗が営業休止となるものの、復旧・復興に不可欠な生活必需品等の安定供給に、グループをあげて取り組んでおり、同ファンドは投融資の実行を決定した。⁽³⁰⁾これ以外には、投資案件としては、常磐興産（福島県いわき市、スバリゾートハワイアンズを中核事業とする東証一部上場企業）、融資案件としては栄楽館（福島県郡山市、国際観光旅館経営）、木村管工（福島県双葉郡、配管等工事業者）、いわき市観光物産センター（福島

県いわき市、観光施設「ら・ら・ミュー」運営）、末廣酒造（福島県会津若松市、清酒蔵元）融資、青木商店（福島県郡山市、フルーツ加工・販売）、トーニチ（福島県福島市、冷凍デザート類の製造・販売事業者）、さらに坪井病院（福島県郡山市、医療機関）に対しては資本性劣後ローンおよびシニアローンを提供している⁽³¹⁾。

地方銀行と日本政策投資銀行とが連携したファンドとしては、ふくしま応援ファンド以外に、岩手元気いっばい投資事業有限責任組合（二〇一一年八月三日設立、総額五〇億円、無限責任組合員…東北復興パートナーズ、有限責任組合員…日本政策投資銀行・岩手銀行）、みやぎ復興ブリッジ投資事業有限責任組合（二〇一一年八月三十一日設立、総額五〇億円、無限責任組合員…東北復興パートナーズ、有限責任組合員…日本政策投資銀行・七十七銀行）、いばらき絆投資事業有限責任組合（二〇一一年九月三〇日設立、総額五〇億円、無限責任組合員…SFJパートナーズ（日本政策投資銀行の一〇〇%子会社）、有限責任組合員…日本政策投

図表 4-2 ふくしま応援ファンドのスキーム



(出所) 東邦銀行「株式会社日本政策投資銀行との共同による東日本大震災復興ファンドの組成について」2011年8月2日、参照。<http://www.tohobank.co.jp/release/date/23-0802.html>

資銀行・常陽銀行）などがあり、それらのスキームはほぼ同じである。

(4) 信金・信組の取組

信金中央金庫は、二〇一一年二月一九日、東日本大震災からの復興支援の一環として、被災地域で再生に取り組む中小企業を支援するためのファンド「投資事業有限責任組合しんさんの絆」を設立した。同ファンドの出資規模は五〇億円以内、有限責任組合員として信金中央金庫が出資し、ファンドの運営は、信金キャピタル株式会社（信金中央金庫の一〇〇％子会社）が行う。ファンドの存続期間は二年間（必要に応じ最大三年間の延長を行うこともある）で、投資先は、東北三県（岩手県、宮城県、福島県）を中心として、東日本大震災の被災地域に所在する信用金庫取引先の中小企業であり、投資形態は劣後ローン、優先株式等となっている。同ファンドの特徴は、被災地域の中小企業に対して、信用金庫が従来からの取引関係を維持したまま、継続的な支援を行うことが可能となるよう、資本金を直接供給するスキームを有していることである。これにより信用金庫業界の強みであるネットワークを活用し、全国の信用金庫が有する企業再生の実務的なスキル・ノウハウの提供や取引先の紹介などの経営支援を行う⁽³²⁾。ファンドのスキームは、図表4-3の通りである。

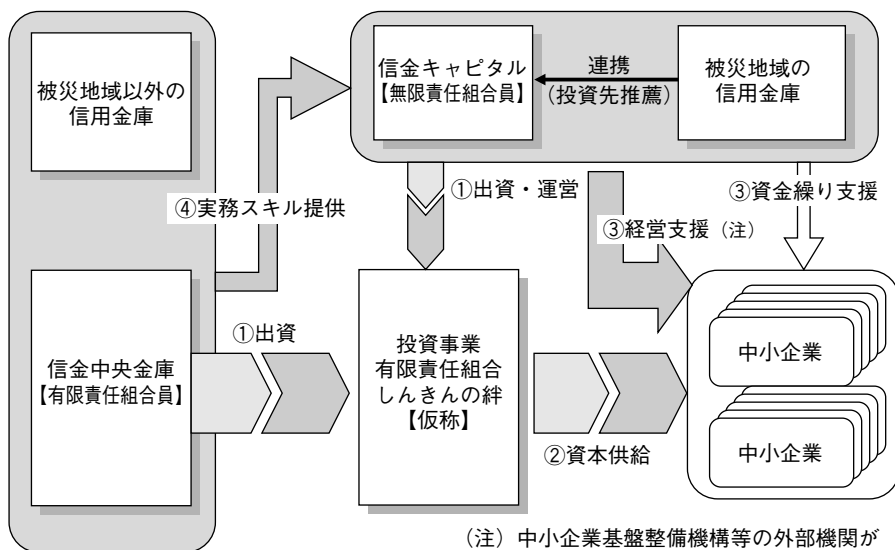
なお、ファンドの運用状況は、信金毎に、宮古信用金庫一先（ガス業）、杜の都信用金庫二先（運輸業、食料製造業）、石巻信用金庫六先（運輸業、情報通信業、食料製造業、飲食業等）、仙南信用金庫二先（物品賃貸業、土石業）、気仙沼信用金庫二先（その他サービス業、食料製造業）、あぶくま信用金庫二先（食料製造業、土石業）、二本松信用金庫一先（食料製造業）の合計一六先となっている（二〇一二年一〇月五日現在⁽³³⁾）。

(5) ファンド等の取組

まず、ミュージックセキリティーズは、二〇一一年四月二五日、「セキリティ被災地応援ファンド」を設立した。このファンドは、日本全国の個人から応援金（寄付）と出資金を組み合わせて資金を募り、復興に向けた直接的な事業費に充てるもので、一口一万円のうち、五〇〇〇円を応援金（寄付）、五〇〇〇円を出資金とする（別途、出資金に関してミュージックセキリティーズの手数料五〇〇円／口⁽³⁴⁾）。同ファンドは、被災企業の事業ごとに一ファンドが設定され、出資者は応援先企業のプロフィールを見て出資を行う点⁽³⁵⁾が特徴である。なお、現時点での募集総額約一・三億円、調達金額一〇億円、参加人数二万七七五一名となっている。また、募集完了三四ファンド、募集中五ファンドである（二〇一三年九月二二日現在⁽³⁶⁾）。

次に、東北共益投資基金は、二〇一一年一月二二日、一般社団法人として設立された。同基金は、公益社団法人Civic Forceからの寄付金二億円を含め、目標

図表４－３ 投資事業有限責任組合しんきんの絆のスキーム



（出所）信金中央金庫「復興支援ファンド「しんきんの絆」の設立について」2011年11月4日、<http://www.shinkin-central-bank.jp/pdf/fukkousien2311.pdf#search='%E3%81%97%E3%82%93%E3%81%AE%E7%B5%86'>

総額五億円の寄付金を集めた上で、被災地に新しい地域経済を創る中核事業者（団体）への「共益投資」を積極的に行い、五年後をめどに地元資本をバトンタッチし、償還される資金を、震災支援を続けるNPO等に助成金として再投資する計画である。⁽³⁷⁾ なお、被災地企業への投資としては、一案件二プログラムが公表されており、内容は私募債引受または出資であり、大半の案件では経営アドバイザーの派遣などの支援を行っている。⁽³⁸⁾

さらに、寄付を原資とした同様の取組としては、二〇一三年二月一四日、気仙沼市、気仙沼信用金庫、三菱商事復興支援財団が共同で設立した、気仙沼きぼう基金がある。これは、同財団が資金支援し、自立的経営を実現した気仙沼市内の事業者から、同財団が得る配当収入を同基金に寄付し、これを原資に同基金が地域産業へ再投資を行うというスキームである。⁽³⁹⁾

まとめ

以上、本稿では東日本大震災復興支援関連のファンドの取組を概観した。震災後、政府、民間、官民など様々な主体によって、種々のファンドが設立・運営され、関係者の尽力が続けられていることは明らかである。しかし、筆者が現地で関係者にインタビューした限りでは、復興関連の金融支援が多数導入されたこともあり、これらの取組の内容や特徴などが必ずしも被災地域の事業者などに十分周知されていないようであり、今後はより周知性を高める工夫や仕組みが必要であろう。そのためには、情報プラットフォームのような仕組みも考えられる。さらに、情報が共有されることで、複数の金融スキームを組み合わせるような金融支援が容易になる可能性もある。

その上で、今後以下の点が検討課題として挙げられる。まず、これらの金融支援の取組が東日本大震災の復

旧・復興にとって、量的・質的に十分なものであるかどうかという点である。本稿で概観したように、被災地を対象とした様々な金融支援のスキームが導入されたが、東日本大震災からの復旧・復興には相当な資金が必要であり、その資金需要に十分に対応できるかどうかは必ずしも明確ではない。ただし、この点は、今後の復旧・復興の進展状況に大きく左右されるだろう。また、被災企業もそれぞれに個性があり、ファンドのスキームやマンパワーがそれに十分対応しているかどうかとも検討すべき課題である。さらに、東日本大震災では、地域経済全体が多大なダメージを被っており、地域の面的な再生も大きな課題である。

事業再生は、比喩として、砂漠に行き倒れた旅人の救済に似ているといわれる。つまり、行き倒れになった旅人を助けるには、①水分補給、②栄養補給、③荷物の軽減、④適切な進路提示が不可欠であり、どれを欠いても窮境から抜け出せないように、事業再生においても①短期資金供給、②資本増強、③負債軽減、④事業計画策定が不可欠である。東日本大震災被災地域においては、単に金融スキームの充実だけでなく、被災地域全体の長期的かつ持続可能な復旧・復興プランが求められる。

*本稿を作成するにあたり、金融庁・石田晋也氏、同・梶原耕太郎氏、中小企業基盤整備機構・豆谷篤氏、同・齋藤睦樹氏、ふくしま成長育成ファンド・吉田正氏、地域共創ネットワーク・坂本忠弘氏、東北共益投資基金・吉田哲也氏、ミュージックセキユリティーズ・小松真実氏、同・神谷亘氏、福島県中小企業再生支援協議会・天野次宣氏、福島県産業復興相談センター・佐藤和夫氏、同・高橋和弘氏、そのほか関係者各位から貴重なご教示を賜りました。厚く御礼申し上げます。

注

- (1) 復興庁「復興の現状と取組」二〇一三年七月二日、http://www.reconstruction.go.jp/topics/main-cat7/sub-cat7-1/20130704_sankoo1.pdf
なお、数字は二〇一三年六月一〇日現在。
- (2) 復興庁「東日本大震災における被害額の推計について」二〇一一年六月二十四日、<http://www.bousai.go.jp/2011daishinsai/pdf/110624-1kisyu.pdf#search=%E6%9D%B1%E6%97%A5%E6%9C%AC%E5%A4%A7%E9%9C%87%E7%81%BD+%E8%A2%AB%E5%AF%B3%E9%A1%8D+%E6%8E%A8%E8%A8%88>
- (3) 復興庁、前掲、なお、数字は二〇一三年六月六日現在。
- (4) 復興庁、前掲、なお、防災集団移転促進事業とは、移転を伴う再建であり、被災宅地の公的買い上げと高台への移転を指す。土地区画整理事業とは、地盤の嵩上げを基本とした現地での再建であり、区画を整え、住宅地・公共施設を整備することに加え、地盤を嵩上げする事業である。災害公営住宅整備事業とは、住宅取得困難者に対して公営住宅を整備する事業を指す。
- (5) 「東日本震災二年半 街再建は遅い歩み」『朝日新聞』二〇一三年九月一日、二八面、など。
- (6) 環境省除染情報サイト「現行の除染計画等について 市町村除染の進捗状況」による。なお、ここでの割合は、実績割合（実績数／予定数）である。<http://josen.env.go.jp/zone/index.html>
- (7) 首相官邸HP「野田内閣総理大臣記者会見」二〇一一年二月一六日。
<http://www.kantei.go.jp/jp/noda/statement/2011/1216kaiken.html>
- (8) 内閣官房「東日本大震災における「二重債務問題への対応方針」について」（二〇一一年六月一七日）

<http://www.cas.go.jp/siryou/nijusaimu.html>

- (9) いわゆる「二重債務問題」については、様々な定義があるが、ここでは「既往債務が負担となつて新規資金調達が困難となる等の問題」としている。また、二重債務問題を対象とした研究として、内田浩史・植杉威一郎・小野有人・細野薫・宮川大介「経済学的視点から見た二重債務問題」『金融経済研究』第三四号、二〇一二年四月、参照。

<http://www.jismeweb.org/kinyu/pdf/journal/full-paper/34jp-uchida.pdf#search=%E6%94%BF%E5%BA%9C+%E1%BA%8C%E9%87%8D%E5%82%B5%E5%8B%99%E5%95%8F%E9%A1%8C%E3%81%B8%E3%81%AE%E5%AF%BE%E5%BF%9C%E6%96%B9%E9%87%9D>

- (10) 「三党合意」の内容は、以下参照。

<http://www.dpi.or.jp/article/100409/%E6%94%AF%E6%8F%B4%E5%AF%BE%E8%B1%A1%E3%82%92%E6%8B%A1%E5%A4%A7%E3%80%80%E8%A2%AB%E7%81%BD%E4%BA%8B%E6%A5%AD%E8%80%85%E3%81%AE%E4%BA%8C%E9%87%8D%E5%82%B5%E5%8B%99%E5%AF%BE%E7%AD%96%E3%82%92%E7%BC%93%E5%85%9A%E5%90%88%E6%84%8F>

- (11) 株式会社東日本大震災事業者再生支援機構法案の審議過程については、藤井一哉「二重債務問題の解決策構築に向けた国会論議―株式会社東日本大震災事業者再生支援機構法案―」『立法と調査』No. 三三二、二〇一一年一〇月、に詳しい。また、同法の内容については、滝川雄一「『株式会社東日本大震災事業者再生支援機構法』の概要」『金融法律事情』No. 一九三九、二〇一二年二月一〇日、に詳しい。

- (12) 産業復興機構の根拠法は、以下である。「産業活力の再生及び産業活動の革新に関する特別措置法」（平成十一年八月十三日法律第百三十一号）第四十七条「独立行政法人中小企業基盤整備機構は、中小企業の活力の再生を支援するた

め、投資事業有限責任組合（事業再構築、経営資源再活用、資源生産性革新及び中小企業承継事業再生を行う事業者に対する資金供給を行うものとして政令で定めるものに限る。第七十二条第二項において「特定投資事業有限責任組合」という。）であつて中小企業に対する投資事業を行うものに対する当該投資事業に必要な資金の出資の業務を行う。」

- (13) 「復興核心を聞く（3）支援相談、心理的な壁―震災支援機構専務荒波辰也氏」『日本経済新聞』（地方経済面 東北）、二〇一三年三月十五日、参照。

- (14) 中小企業基盤整備機構「ふくしま産業応援ファンド（福島県）の概要」二〇一〇年八月二〇日、http://www.smrj.go.jp/keiei/dbps_data/_material/_common/chushou/b_keiei/chikishigen/pdf/fukushima_gaiyou.pdf#search=%E3%81%B5%E3%81%8F%E3%81%97%E3%81%BE%E7%94%A3%E6%A5%AD%E5%BF%9C%E6%8F%B4%E3%83%95%E3%82%A1%E3%83%B3%E3%83%89、参照。

- (15) 中小企業基盤整備機構「ふくしま農商工連携ファンド（福島県）の概要」二〇一〇年八月二〇日、http://www.smrj.go.jp/keiei/dbps_data/_material/_common/chushou/b_keiei/chikishigen/pdf/fukushima-nsk-gaiyou.pdf、参照。

- (16) うつくしま未来ファンドの設立は、東日本大震災発生以前であり、厳密には震災復興支援を目的として設立されたファンドとは言えないが、福島県下の中小企業再生を目的としており、復興支援の役割が期待されるため、ここに取あげた。

- (17) あおぞら銀行「東北地域初の中小企業再生官民ファンド「うつくしま未来ファンド」の組成について」、二〇一〇年五月二四日、参照。

- (18) 東邦銀行「東邦銀行における事業再生支援」二〇一二年二月一七日、一七ページ、参照。
http://www.aozorabank.co.jp/about/newsrelease/2010/article/10052401_n.html

http://www.boj.or.jp/announcements/release_2012/data/re1121226a4.pdf#search=%E3%81%86%E3%81%A4%E3%81%8F%E3%81%97%E3%81%BF%E6%9C%A4%E6%9D%A5%E3%83%95%E3%82%A1%E3%83%B3%E3%83%89

(19)

中小企業基盤整備機構「中小企業成長支援ファンド『東日本大震災中小企業復興支援投資事業有限責任組合』の組成について」二〇一二年一月三十一日` [http://www.smrj.go.jp/fund/chosa\\_joho/press/064868.html](http://www.smrj.go.jp/fund/chosa_joho/press/064868.html)および東邦銀行「東日本大震災中小企業復興支援ファンドへの出資について」二〇一二年六月二十九日` <http://www.tohobank.co.jp/release/date/24-0629-2.html> 参照。

(20)

七十七銀行「東日本大震災中小企業復興支援ファンドにおける第一号投資決定について（株式会社マルヤ五洋水産）」二〇一二年三月二十八日` http://www.77bank.co.jp/pdf/newrelease/1203280_mry.pdf#search=%E6%9D%B1%E6%97%A5%E6%9C%AC%E5%A4%A7%E9%9C%87%E7%81%BD%E4%B8%AD%E5%B0%8F%E4%BC%81%E6%A5%AD%E5%BE%A9%E8%88%E6%94%AF%E6%8F%B4%E6%8A%95%E8%B3%87%E4%BA%8B%E6%A5%AD%E6%9C%89%E9%99%90%E8%B2%AC%E4%B8%BB%E7%B5%84%E5%90%88および大和企業投資「東日本大震災中小企業復興支援ファンドにおける投資決定のお知らせ」二〇一二年三月二十八日` <http://www.daiwa-grp.jp/data/current/press-3143-attachment.pdf#search=%E5%B2%A9%E6%89%8B%E9%8A%80%E8%A1%8C+%E5%AF%8C%E5%A3%AB%E5%B7%A5%E6%A5%AD>参照。なお、後者のプレスリリースによれば、株式会社富士工業は、プレス加工および金型の製造を行っており、携帯電話用コネクタ端子（電子回路を結ぶ接続部品）を主要製品としている。東日本大震災により、岩手県宮古市に所在した主力工場が全壊し、製造設備も流失する被害を蒙ったが、グループ補助金の活用等により新宮古工場を再建し、二〇一二年三月より操業を再開している。また、株式会社マルヤ五洋水産は、南三陸産のアワビ、メカブ等を取扱う水産加工業者である。活アワビの取扱高は国内有数で全国の卸市場に供給しており、乾燥アワビは、

高品質な加工技術に裏打ちされ、「五星牌」のブランドで国内外において高い評価を獲得している。東日本大震災により、活アワビの畜養場、メカブ加工工場等が被災し、商品の他、工場設備の流失被害を蒙ったが、懸命な復旧の取り組みにより、二〇一一年一月から活アワビの仕入れ・市場への供給を再開している。

- (21) 福島県「ふくしま地域産業六次化復興ファンドに関する説明会の開催について」二〇一三年五月一〇日、<http://www.fukika.com/news/n2/1867.html>、参照。

- (22) 『日本農業新聞』二〇一三年六月四日、参照。

- (23) 新生銀行「『ふくしま成長産業育成ファンド』への投資について」二〇一二年一〇月二二日、http://www.shinseibank.com/investors/common/news/pdf/pdf2012/121012fukushima_fund_j.pdf#search=%E3%81%B5%E3%81%8F%E3%81%97%E3%81%BE%E6%88%90%E9%95%B7%E7%94%A3%E6%A5%AD%E8%82%B2%E6%88%90%E3%83%95%E3%82%A1%E3%83%B3%E3%83%89+%E6%96%B0%E7%94%9F%E9%8A%80%E8%A1%8C参照。

- (24) 新生銀行「『ふくしま成長産業育成ファンド』第一号案件の実行について」二〇一二年二月二八日、http://www.shinseibank.com/investors/common/news/pdf/pdf2012/121228fukushima_fund_j.pdf#search=%E3%81%B5%E3%81%8F%E3%81%97%E3%81%BE%E6%88%90%E9%95%B7%E7%94%A3%E6%A5%AD%E8%82%B2%E6%88%90%E3%83%95%E3%82%A1%E3%83%B3%E3%83%89+%E6%96%B0%E7%94%9F%E9%8A%80%E8%A1%8C、参照。なお、同プレスリリースによると、CYBERDYNE社は、筑波大学システム情報系の研究成果の実用化を目的に、つくば市に平成一六年六月に設立されたベンチャー企業で、その研究成果のひとつであるロボットスーツ「HAL」®の研究開発・製造・販売に取り組んでいる。同社では、東日本大震災後の平成二三年一月に福島県の地域振興の一環として福島県郡山市に新たな事業所を開設しており、その後も特に製品開発面において同事業所の業容を積極的に拡大している。

とから、ふくしま成長産業育成ファンドは、同県の復興への寄与が期待されるとして、同社を投資対象として選定したとのことである。ふくしま成長産業育成ファンドでは、CYBERDYNE社の株式取得を通じて同社への実践的な支援を通じてCYBERDYNE社の事業展開への貢献を目指すこととしている。

(25) 野村アセットマネジメントのプレスリリース、<http://www.nomura-am.co.jp/corporate/press/>、参照。また、これら

のリリースによれば、第一～四期（半年）の寄付金額は、それぞれ四五〇〇万円、四九〇〇万円、三八〇〇万円、三三〇〇万円であり、寄付先は青森県、岩手県、宮城県、福島県、茨城県、仙台市のほか震災孤児の生活・学業支援を行う基金等である。

(26) 野村アセットマネジメント「東日本復興支援債券ファンド一〇五第四期（二〇一三年五月七日決算）運用報告書」

および「東日本復興支援債券マザーファンド 第二期（二〇一二年五月八日～二〇一三年五月七日）運用報告書」、http://www.nomura-am.co.jp/fund/annual_gen/RI132043.pdf 参照。

(27) 大和証券株式会社・大和証券キャピタル・マーケット株式会社「ダイワ・ニッポン応援ファンドVol.3―フェニックスジャパン―」

東日本大震災復興支援に信託報酬の一部を寄付「二〇一一年四月二日、参照。寄付先は、認定特定非営利活動法人日本NPOセンター（以下、日本NPOセンター）の「東日本大震災現地NPO応援基金（特定助成）」であり、同基金を通じて災害孤児、障がい者、難病患者や高齢者、生活困窮者などの災害弱者や安心・安全な暮らしづくりにかかわる現地NPOとそのスタッフを助成し、被災された皆様の生活再建を応援する。具体的な助成先については、毎年公募の中から「特定助成選考委員会」が決定し、日本NPOセンターのホームページ等を通して、随時公表する。 <http://www.daiwa-grp.jp/data/current/press-2980-attachment.pdf> 参照。

なお、直近の運用報告書によると、寄付金額は、一年目約七七一四万円、二年目約四九八七万円である。 [\(35\)](http://www.</p></div><div data-bbox=)

daiwaajp/products/fund/phoenix_japan/leaflet.pdf 参照。

- (28) 日興アセットマネジメント「『ふるさと紀行』二〇二〇』などの委託者報酬を震災復興の支援に」二〇一一年四月一四日、参照。これによると、対象ファンドの現在の純資産総額をベースにした場合、支援金合計は二〇〇万円程度となる見込みであり、この支援金で、復興応援プロジェクト「東日本の子どもたちと歩もうプロジェクト」を開始する。

<http://www.news2unet/releases/84177> 参照。同プロジェクトの活動については、<http://www.news2unet/releases/98685> 参照。

- (29) 東邦銀行「株式会社日本政策投資銀行との共同による東日本大震災復興ファンドの組成について」二〇一一年八月二日、参照。

<http://www.tohobank.co.jp/release/date/23-0802.html>

- (30) 東邦銀行および日本政策投資銀行「(株) 東邦銀行と(株) 日本政策投資銀行との共同による東日本大震災復興ファンドにおける第二号案件の投融資決定について」二〇一一年一〇月三十一日、参照。

<http://www.tohobank.co.jp/release/date/23-1031.pdf#search=%E3%81%B5%E3%81%8F%E3%81%97%E3%81%BE%E5%BF%9C%E6%8F%B4%E3%83%95%E3%82%A1%E3%83%B3%E3%83%89%E6%8A%95%E8%B3%87%E4%BA%8B%E6%A5%AD%E6%9C%89%E9%99%90%E8%B2%AC%E4%BB%E7%B5%84%E5%90%88+%E7%AC%AC1%E5%8F%B7%E6%A1%88%E4%BB%B6>

- (31) 東邦銀行および日本政策投資銀行発表の各案件に関するプレスリリースによる。

- (32) 信金中央金庫「復興支援ファンド「しんきんの絆」の設立について」二〇一一年一月四日、<http://www.shinkin-central-bank.jp/pdf/fukukousien2311.pdf#search=%E3%81%97%E3%82%93%E3%81%8D%E3%82%93%E3%81%AF%E7%>

B5%86” および、信金中央金庫「復興支援ファンド「しんきんの絆」の運営状況について」二〇一二年一〇月五日、
<http://www.shinkin-central-bank.jp/pdf/kizuna241005.pdf#search=%E3%81%97%E3%82%93%E3%81%8D%E3%82%93%E3%81%A%E7%B5%86>” 参照。

(33) 前掲、信金中央金庫「復興支援ファンド「しんきんの絆」の運営状況について」、参照。

(34) ミュージックセキュリティーズ「被災企業応援『セキュリテ被災地応援ファンド』立ち上げのお知らせ」二〇一一年四月二二日、http://www.musicsecurities.com/blog/community_news.php?ba=b10820a30501” 参照。

(35) ミュージックセキュリティーズのＨＰでは、応援先企業からの感謝の言葉が多数寄せられている。例えば、その一社である株式会社斉吉商店（宮城県気仙沼市）からは、「本当に言葉で言い尽くせないほどの有難さです。応援いただくお一人お一人と復興のお約束ができ、さらにずっとお励ましをいただいています。間違いなく大きな力をいただいています」というお礼のコメントが寄せられている。

(36) ミュージックセキュリティーズＨＰ、<http://oen.secure.jp/>” 参照。

(37) 東北共益投資基金ＨＰ、<http://www.kyoueki.jp/information/information-16.html>” 参照。

(38) 東北共益投資基金「宮城県石巻市の事業者による太陽光発電事業『再生の街プロジェクト』を支援」二〇一三年七月一日、<http://www.kyoueki.jp/information/docs/2013%E5%B9%B4%E6%9C%88%E6%97%A5%E3%83%97%E3%83%AC%E3%82%B9%E3%83%AA%E3%83%AA%E3%83%BC%E3%82%B9.pdf>” 参照。

(39) 三菱商事復興支援財団「『気仙沼きぼう基金』の設立について」二〇一三年二月一四日、<http://www.mitsubishicorp-foundation.org/press/2013021401.html>” 参照。

（まつお じゅんすけ・客員研究員）

ベイルアウトとベイルイン

伊豆 久

はじめに

今年六月、預金保険法が改正され、金融危機発生時には、銀行だけでなく、証券会社、保険会社等に対しても、公的資金の投入等の措置がとれることとなった。リーマン・ショックでは証券会社（リーマンブラザーズ）や保険会社（AIG）など非預金金融機関の破綻が大きな混乱を招いたことから、この間、欧米諸国やG20等において対応策の整備が進められてきており、今回の法改正はそうした世界的な流れを受けたものである。

しかし同時に、欧米と日本で、議論の方向に大きな違いがあることにも注意が必要だろう。すなわち、破綻処理における損失負担のあり方について、欧米では、公的資金への依存の回避が重要な論点となっているのに対して、日本では公的資金の投入を前提としてそれを証券会社等にも広げる改正が行われた。公的資金に対する考え方が正反対なのである。

米国では、リーマン・ショック時の公的資金の投入が世論から厳しい批判を浴び、「金融危機を二度と起こさない、破綻処理で二度と納税者に負担をかけない」ことが前提となっている。また欧州では、周辺各国が危機に陥った銀行に財政資金を投入した結果、銀行危機と政府債務危機のスパイラル的状况が生じたという経緯がある。そのため、欧米では金融危機への公的資金の投入を避ける方法が模索されているのである。ところが日本では、一九九〇年代後半の金融危機を経て、二〇〇一年施行の改正預金保険法の時点ですでに銀行への公的資金の投入

が恒久化されており、今回の改正はそれを証券会社等に拡張する形となった。

こうした欧米との違いは何を意味しているのだろうか。以下、この間の議論を簡単に整理してみよう。

1 預金保険法の改正

今年四月に国会提出された「金融商品取引法の一部を改正する法律案」が、六月一二日に成立、同一九日に公布された。同改正法は、広範囲の内容を含んでおり、①公募増資インサイダー事件を受けたインサイダー取引規制改正、②A-I事件を受けた資産運用規制改正、③地域経済活性化のための銀行の出資制限（五％ルール）の緩和、④Jリート、投資信託に関する規制緩和、に並んで、⑤（銀行以外を含む）金融機関の破綻処理制度を整備するための預金保険法改正（来年三月までに施行予定）が実現した。

（1）現行預金保険制度

日本では戦後長らく、「銀行は倒産させない」という行政方針が堅持され、経営の悪化した銀行は、親密銀行等によって救済合併されてきた。バブル崩壊後、銀行業界に救済合併の余裕がなくなり、破綻銀行は清算処理されることになったが、それでも、当該銀行の債権債務は受皿銀行等に譲渡され、預金保険からの資金援助も得て、預金だけでなく一般債務を含む全債務が全額保護され続けてきたのである。

預金が「全額保護」から「定額保護」に転換した（いわゆるペイオフ解禁）のは、二〇〇二年四月のことである。その後、普通預金等の扱いに関する修正を経て、現在の預金保険制度（二〇〇五年四月より）では、預金保険によって保護されるのは、①決済性預金（当座預金等の、無利息・要求払い・決済機能を備えた預金）につい

ては全額、②一般預金（普通預金、定期預金等）は元本一〇〇万円までとその利息までとなっている。⁽¹⁾そして、二〇一〇年九月の日本振興銀行の破綻において、初めて「定額保護」処理（いわゆるペイオフ）が実施された（二〇〇〇万円を超える預金への弁済率は三九%であった）。これが、銀行の債務が全額保護されなかった現在までの唯一のケースとなっている（なお、振興銀行は預金以外の資金調達を行っていない⁽²⁾）。

ただし、預金保険法では、こうした一般的な破綻処理とは別に、金融危機が発生した場合の例外的な対応措置が定められている（同法第七章「金融危機への対応」第一〇二条～第二六条）。すなわち、日本全体または特定の地域において「重大な支障が生じるおそれ」があると、「金融危機対応会議」を経て総理大臣が認定した場合には、預金その他の銀行の債務が全額保護されるのである。措置は状況に応じて三種類に区分されている（第一〇二条⁽³⁾）。

第一号措置は、銀行の自己資本比率が低下している場合で、銀行はそのまま存続させ、預金保険機構が優先株等の引受け（資本注入）を行う。二〇〇三年五月のりそな銀行への一兆九千億円の投入がこれにあたる。

第二号措置は、銀行が、債務超過または預金の払戻し停止の（恐れがある）場合で、銀行は受皿銀行に事業を譲渡した後に清算される一方、預金その他の債務については必要な資金が預金保険機構から無制限に援助されて全額保護される。この第二号措置は現在まで発動例はない。

第三号措置は、債務超過かつ預金払戻し停止の（恐れがある）場合で、銀行の全株式は預金保険機構により無償取得される（特別危機管理。いわゆる国有化）とともに、預保機構からの資金援助により銀行の債務はやはり全額保護される。二〇〇三年一月の足利銀行のケースがこれにあたる（同行の株式は、国有化ののち、二〇〇八年七月野村グループによって設立された足利ホールディングスに一二〇〇億円で譲渡された⁽⁴⁾）。

(2) 今回の預金保険法改正

今回の預金保険法改正では、前記の「金融危機対応」とは別に、新たに「金融機関等の秩序ある処理」が設けられた（同法第七章の二「金融システムの安定を図るための金融機関等の資産及び負債の秩序ある処理に関する措置」第一二六条の二、第一二六条の三九）。その主な内容は、処理の対象を、銀行の他、証券会社、保険会社、それらの持株会社および兄弟会社等とした点である。それ以外のところでは、現行の「金融危機対応」と共通する点が多い。

まず措置の発動要件は、「金融危機対応会議」を経た総理大臣による認定で現行制度と同じである。措置の具体的内容も、①金融機関が債務超過ではない場合には、金融機関をそのまま存続させて、預金保険機構が貸付や株式の引受けによって資金を供給し、市場を混乱させないように取引を円滑に履行・解消させる（第一二六条の二「特定第一号措置」。現行の「金融危機対応」の第一号措置に相当する）。②債務超過等の場合には、預金保険機構が業務と財産管理についての命令権を取得するとともに資金援助を行い、市場に混乱を与えかねない取引については受皿金融機関に事業譲渡し履行・解消。その他の一般業務については、顧客からの預かり資産については既存の保護制度（預金保険、投資者保護基金、保険契約者保護基金）によって対応し、会社を清算する、というものである（「特定第二号措置」。「金融危機対応」の第二号措置に対応する。なお、第三号措置（国有化）に相当する措置は設けられていない）。

必要な資金については、当座は、預金保険機構が政府保証付きで市場から調達するが、負担が発生した場合に、事後的に金融業界から徴収し、それが不可能な場合には政府が補助することになっており、これも現行の金融危機対応措置と同じである（他に、バイルイン条項のついた債務については、それを発動することになったが、

これについては後述する)。

こうした新たな措置によって、セーフティネットが証券会社等へも拡張されたのであり、金融システム上重要な金融機関が自己資本比率低下、さらには経営破綻しても、市場に混乱を与えることなく秩序立った処理が可能となったと言えよう。

しかしながら冒頭で述べたように、日本の制度は公的資金への依存度が非常に高く、欧米と対照的なものとなっている。では、海外での議論はどうなっているのか見てみよう。

2 FSB(金融安定理事会)の「主な特性」

二〇一〇年一〇月、世界の金融システム上重要な金融機関の破綻処理の国際的な共通化を目指したFSB(金融安定理事会)⁽⁵⁾の勧告——「金融機関の実効的な破綻処理の枠組みの主な特性」(以下、「主な特性」と略)——が発表され、翌月のG20カンヌ・サミットにおいて承認された。

「主な特性」は、初めに、破綻処理が満たすべき要件として、①金融システムの混乱回避、②納税者負担の回避、③株主や無担保債権者の損失負担を通じた経済的機能の確保、の三つの柱を掲げている。

①の「金融システムの混乱回避」は当然のことである。「金融システム上重要な金融機関」は、決済システムの担い手であり、資金仲介の中心を占め、他の金融機関と複雑かつ膨大な取引を行っているため、その破綻処理は、システムリスクを顕在化させることなく行われなければならない。そのため、一般の事業会社の破綻のように通常の倒産法制による処理に委ねることができないのである。また、各国では一定金額までの預金保険や投資家保護基金等の顧客資産保護制度が整備されているが、それでは、大口顧客の資金流出やデリバティブその

他の業者間取引の即時履行等、金融システムにより大きな影響を及ぼす事態に対応できない。そこで、「金融システムの混乱回避」のための、一般の倒産法とは異なる、新たな危機対応策が必要となるのである。

「主な特性」の特徴は、②の「納税者負担の回避」と、③の「株主や無担保債権者の損失負担を通じた経済的機能の確保」にある。

①の金融システムの機能を維持するために、短期的に最も効果的な方法は公的資金を注入することである。日本では一九九〇年代の銀行の破綻処理において、預金保険の資金が枯渇すると一一兆円の財政資金を投入した。さらに国有化した長銀、日債銀に対してそれぞれ三兆円余りが、また貸し渋り対策として九八年三月には二行に約二兆円、九九年三月には一五行に約八兆円が注入され、そして〇三年にはりそな銀行に約二兆円の公的資金が投入されている。したがって、上記②の「納税者負担の回避」は、こうした日本の方法の否定を意味するのである。では、必要な資金はどうするか。それが、③の「株主や無担保債権者の損失負担」である。

まず、株主について見てみよう。公的資金の注入において株主の損失負担は、当然のことと思われるかもしれない。しかし、日本では必ずしもそうではない。確かに、一九九〇年代の破綻処理では、救済合併を除く多くは、受皿銀行に事業譲渡した後、清算されており、株主はその責任を負っている。国有化された長銀、日債銀、足利銀行も、株式は無償で国（正確には、預金保険機構の子会社である整理回収銀行）によって取得されており、同様である。しかしながら、九八年三月および九九年三月の公的資本注入、〇三年のりそな銀行への注入では、既存株主の負担は（資本注入による希薄化、経営権への一定の制約を除いて）生じていない。

そして、こうした破綻処理を伴わない、債務超過に陥っていない金融機関への資本注入制度は、今回導入された「秩序ある破綻処理制度」においても、先に紹介した「特定第一号措置」として引き継がれているのである。

これは、日本では、金融危機を未然に防ぐ、優れた予防的措置とみなされているようであるが、FSBの「主な特性」や（後述の欧米の考え方）と大きく異なっている。

「主な特性」の柱の③は、株主だけでなく、「無担保債権者」にも損失を負担させるべきだと述べている。破綻した会社の債権者が、裁判所の決定等にもとづいて、元本を下回る額の弁済しか受けられないのは、倒産法上の通常の手続きである。しかしながら、「主な特性」が述べているのは、倒産法による裁判所の手続きに入る以前、行政当局が認定・実施する金融機関の破綻処理の段階において、先に述べた株主に加えて無担保債権者にも損失を負担させるべきだということである。

従来、金融機関の破綻処理においては、公的資金など、外部資金を注入することによって、当該金融機関の経済機能（預金その他の債務、取引先企業向け債権等）を維持することが多かった。それをベイルアウトと呼ぶ。ところが「主な特性」は、前述のようにこれを否定している。それに代わって、株主や無担保債権者など、当該金融機関内部にその負担を求めるべきだとしているのである。すなわち、株主や無担保債権者による損失負担によって、預金保険対象の預金、担保付債権等を保護する方法で、これをベイルインと呼ぶ。

ベイルアウトではなくベイルインをという立場は、欧米の立法においても強調されている点である。それを見てみよう。

3 米国ドッド・フランク法における破綻処理

リーマン・ショックを受けて二〇一〇年七月に成立したドッド・フランク法は、一六篇からなる膨大なものでその内容は多岐にわたるが、その目的は、法の冒頭に掲げられた以下の五つである。

①金融システムにおける説明責任および透明性の向上による合衆国の金融の安定促進

②「大き過ぎてつぶせない (too big to fail)」からの脱却

③ベイルアウトからの脱却によるアメリカの納税者の保護

④金融サービスにおける非道な (abusive) 行為からの消費者の保護

⑤その他

ここで注目したいのは、Too Big Too Fail政策からの脱却が明記されていることである。経営危機に直面したりリーマン・ブラザーズは、結局、合併先が見つからず公的な支援も受けられず、倒産法一条の適用を申請して法的に破綻したわけであり、リーマンの破綻自身がT B T F政策の終焉を意味する。それが世界全体に大混乱を巻き起こしたわけであるから、T B T Fに復帰するという選択肢も十分に考えられるはずであるが、米国は、それを明確に拒否したわけである。

その背景にあるのは、リーマン・ショック後のA I Gやその他の金融機関に対する公的資金の投入に対する世論の厳しい批判である。公的資金を用いた救済(すなわちベイルアウト)は行わず、大きな金融機関も破綻処理する、それが、ドッド・フランク法の重要なポイントの一つとなっているのである。

とは言え、金融市場の混乱を防ぐためには破綻金融機関の債務の一定部分については保護せざるをえない。しかし、そこに公的な資金は投入しないとすると、その資金はどうするかという問題が生じる。

この点について、ドッド・フランク法の破綻処理について定めた第Ⅱ編「秩序ある清算権限 (Orderly Liquidation Authority)」では、F D I C (連邦預金保険公社…日本の預金保険機構に相当する) が管財人となることが定められている。そして、その権限のなかに、法律の定めがある場合を除き、株主と債権者のすべての権

利を終了させること、株主と無担保債権者に損失を負担させることが含まれているのである。(sec. 210, (a) Power and Authorities, (1) General Power, (N) Shareholders and Creditors of Covered Financial Company)

具体的には、一時的な資金繰りについてはFDICが債券を発行して資金を調達し（これは財務省も購入可能）、その返済は、破綻金融機関の資産の回収によって行われるが、その際、当該金融機関の株主、無担保債権者の権利は保護されない、というわけである。それでも資金が足りない場合には、事後的に総資産五〇〇億ドル以上の金融機関に負担金が求められることになっている。ペイルインと業界の負担による処理が行われ、公的な資金が投入される余地はないのである。

また、当然、日本の現行の「第一号措置」、新設の「特定第一号措置」のような、公的な資金（原資は預保機構が政府保証付きで市場から調達）による予防的な資本・流動性供給という制度は設けられていない。

4 EU指令案における破綻処理

EUでは、二〇一二年六月に、EU委員会が破綻処理に関する指令案を公表、今年六月の理事会（EU首脳会議）において合意に達した。⁶⁾

ここにおいても、公的資金注入の排除とペイルインの導入が主張されている。破綻処理のコスト負担においては、ペイルインを原則とし、例外的にペイルインから除外される債務として、①預金保険対象の預金、②担保付債権、③信託資産、④満期一ヶ月未満の債務、⑤貸金・年金支払いのための債務、⑥租税債務、等が列挙されている。預金であれ、預金保険対象（現行では一〇万ユーロ）外のもの、保護されないものである。

実は、ベイルインについては、日本においても、今回の法改正によって、従来の「金融危機対応」および新たに導入された「秩序ある処理」の両方で、ベイルイン条項の付された債務については発動することになっている。ベイルイン条項付き債務（コンティンジェント・キャピタル、ココ・ボンド）とは、当該債務を発行する金融機関が、一定の自己資本比率を下回った場合、あるいは当局によって実質破綻と認定された場合等に、株式に転換される、あるいは元本の一部（または全部）を失うとの特約の付された債務である（リスクが高い分、当然、金利は高くなる）。したがって、日本でも、今後、公的資本の注入等が実施される場合には、当該金融機関のベイルイン条項付き債務を保有する債権者は損失を負担することになる。

では、欧米と日本では何が違うのか。

日本の制度は、へ原則として公的資金による全債務保護、例外としてベイルイン条項付き債務のみベイルインであるのに対して、欧米ではへ原則としてベイルイン、例外として保険付き預金・担保付き債務等の保護となっているのである。「金融システム上重要な金融機関」に破綻懸念が生じた場合、日本では、事前にベイルイン条項が付されていない限りすべての債務が保護されるのに対して、欧米では、預金保険対象あるいは有担保等ベイルインの対象外であることが法律に明記されていない債務はすべて毀損を免れないのである。しかも、日本でベイルイン条項付き債務が発行されたのは、野村ホールディングスが二〇一一年二月発行した個人向け社債一件のみなのである（今年六月時点）。したがって、日本の大手金融機関の債務が不履行となることは、事実上（上記社債一件を除いて）ありえないと言ってもよいであろう。当該金融機関の倒産が、「信用秩序の維持に重大な支障」あるいは「金融市場その他の金融システムの著しい混乱」をもたらすと思われる場合には、前者は預金保険法第一〇二条（金融危機対応）の第一、第二、第三号措置によって、後者は新設の同法第一二六条の二（秩

序ある処理」の特定第一号、特定第二号措置によって、その債務の全額が保護されるからである。それはどのようにに評価すべきであろうか。

5 日本における公的資金投入制度の推移

一九九〇年代のバブル崩壊による金融機関の相次ぐ破綻に対して、日本では様々な形の公的資金投入が行われた。例えば、①一九九四年一二月に破綻した東京の二信組の受皿銀行には日銀が二〇〇億円を出資し、②一九九六年六月のいわゆる「住專国会」では住專処理のための六八五〇億円の財政資金の投入が決定されている。しかしながら、この過程で銀行経営者や行政当局に対して世論から厳しい批判が浴びせられ、公的資金の投入（とりわけ直接、財政資金を用いる形態）は政治的に困難となった。

ところが、九七年一一月の山一証券、北海道拓殖銀行の破綻を契機に世論は一変、「公的資金の投入もやむをえない」、むしろ「積極的に投入すべき」だとの主張が力を得て、③九八年三月には、貸し渋り対策を名分に、健全とされた二二行に一兆八千億円、九九年三月には一五行に七兆五千億円が投入され、④九八年末に国有化（特別公的管理）した長銀に三兆二千億円、日債銀に三兆一千億円が投じられ、⑤破綻金融機関の預金の全額保護のため十兆七千億円の財政資金が（交付国債の形で）支出されている。

しかし、これらはいずれも、金融機能安定化法、早期健全化法、金融再生法、預金保険法附則など、二〇〇一年三月末を期限とする時限立法であった。金融危機という異例の事態に対する一時的な措置とされたのである。

ところが、二〇〇一年施行の預金保険法改正により、こうした措置はすべて恒久化された。安定化法と健全化法による予防的な公的資金注入は前述の金融危機対応の第一号措置に、預金保険法附則による預金の全額保護は

第二号措置に、再生法による国有化は第三号措置に、再構成されたのである。そして、今年の預金保険法改正により、新たに、証券会社や保険会社等も同様の公的資金注入の対象となったのである。

このように日本の破綻処理の推移を振り返ると、当初批判の強かった公的資金の投入は、九七年からの大手金融機関の相次ぐ破綻を契機に世論の受け入れるところとなり、それでも時限的な異例の措置としてのみ実施されていたものが、二〇〇一年からは恒久的措置となり、さらに今年、そこに非預金金融機関も対象とされることになったのである。

これは、欧米とはまるで逆の動きだと言つてよいであろう。

その背景にあるのは、第一に、公的資金を用いることに對する世論の違いであろう。欧米では、金融危機を経て、納税者の負担で金融業界が救済されているとの批判が高まり、それが新たな制度を後押ししているのである。この点、日本では、公的資金を用いても守るべき金融システムの重要性に對する世論の理解が欧米以上に進んでいるということかもしれない。あるいは、住専処理の混乱と九七年の金融危機を経て、金融機関への公的支援について、ある種の思考停止に陥っている面もあるのかもしれない。

第二に、モラルハザードをどう見るかであろう。予防的な資本注入を含めて公的な支援を厚くすれば、金融危機を防ぐことは可能である。しかしそれが同時に、債務の全額保護を意味する場合には、日本の大手金融機関は低コストで資金調達可能となり、それがもたらすモラルハザードは、長期的にみればむしろ金融システム内のリスクを高めることにつながりはしないだろうか。リーマン・ショックの背景の一つは、本来、仲介機関たるべき金融機関が自らバランスシートを拡大させて投機に走ったことであつた。その後合意されたバーゼルⅢにおける資本算入の要件として、バイルイン条項をもつ債務が重視されているのも、納税者負担を回避するとともに、そ

うしたモラルハザードを防ぐためであった。しかし、そうした考え方は、日本では十分には受け入れられていないのかもしれない。

注

- (1) 日本の預金保険制度・破綻処理制度の推移については、高橋正彦「預金保険制度の歴史と基本的課題」『預金保険研究』第一四号、二〇一二年の他、拙稿「金融危機と日本銀行」本誌二〇一三年六月号注1掲載の文献を参照。
- (2) 日本振興銀行の破綻処理については、遠藤伸子他「日本振興銀行の破綻処理―預金者保護を中心として―」『預金保険研究』第一五号、二〇一三年参照。
- (3) 第一〇二条の「金融危機対応措置」の内容については、佐々木宗啓編『逐条解説 預金保険法の運用』金融財政事情研究会、二〇〇三年、四一〇～四一九頁参照。
- (4) なお、預金保険機構から足利銀行には累計で、二五六六億円の金銭贈与、九九九億円（簿価五九二億円）の資産買取りの資金援助がなされたが、これらはペイオフコストを越えなかったため、預保機構の一般勘定（金融機関からの保険料）で賄われた。『平成二〇年度預金保険機構年報』三四～三五頁。
- (5) FSB (Financial Stability Board・金融安定理事會) は、リーマン・ショック後の二〇〇九年、G20によって設立された機関で、各国の金融監督の国際的調整等を目的としている。加盟各国の金融当局（日本からは金融庁と日本銀行）と国際金融機関（IMF、世界銀行、BIS）が参加している。前身は、G7のFSF (Financial Stability Forum・金融安定化フォーラム)。
- (6) ユーロ危機が深化する過程で、EU金融統合に「銀行同盟」を加えることが提案された。「銀行同盟」は、①銀行監督、

参考文献

1 改正預金保険法の解説

①金融庁「国会提出法案（第一八三回国会）」(<http://www.fsa.go.jp/common/diet/>)

②小立 敬「わが国の金融機関の秩序ある処理の枠組み―改正預金保険法で手当てされた新たなスキーム―」『野村資本市場クォーターリー』二〇一三年夏号。

③鈴木利光「証券・保険にも公的資金注入が可能に」大和総研レポート、二〇一三年五月二〇日。

②預金保険、③破綻処理、の三要素の統合を意味する。統合は、「共通化」と「一元化」の二方法（あるいは二段階）で進められている。①の銀行監督については、来年後半よりECB（欧州中央銀行）が一元的にEU域内の銀行を監督することがすでに決定されている。②の預金保険については、保険対象を一〇万ユーロまでとするなど各国制度の一定の「共通化」は見られるものの、財政負担の問題が直接に絡むため「一元化」への議論は進んでいない。③の破綻処理については、昨年六月のEU委員会の指令案の内容をベースに、各国が国内法を改正する「共通化」が進行中であるが、同時に、「一元化」も進められている（本文で紹介しているのは前者の「共通化」案である。後者についても今年七月にEU委員会が原案を発表した）。

(7) ただし、ユーロ圏ではその一方で、各国の出資によって成立したESM（European Stability Mechanism：欧州安定メカニズム）が、経営危機に陥った銀行に資金を注入する枠組みができており（従来は、各国政府を経由して銀行に資本供給する形をとっていたが、それでは政府債務が増加し債務危機を悪化させかねないとの反省から、ESMが銀行に直接注入方式に変更することが合意されている）、この点、破綻処理制度案の公的資金排除と整合的でない。

2 預金保険法改正に至る行政・国会での議論

④金融審議会「金融システム安定等に資する銀行規制等の在り方に関するワーキング・グループ」報告書『金融システム安定化等に資する銀行規制等の見直しについて』二〇一三年二月二五号。

⑤金融審議会「金融システム安定等に資する銀行規制等の在り方に関するワーキング・グループ」議事録・事務局資料 第一回（二〇一三年五月二十九日）、四回（八月二十八日）、五回（九月一日）、六回（九月二十八日）、一〇回（十一月二二日）、一一回（十二月五日）、一二回（十二月二三日）、一三回（二〇一三年一月一五日）、一四回（一月二五号）。

⑥第一八三回国会衆議院財務金融委員会議事録 第九号（二〇一三年五月二二日）、一〇号（五月二二日）、一一号（五月二四日）。

⑦参議院財政金融委員会議事録 第九号（二〇一三年六月四日）、一〇号（六月六日）、一一号（六月一日）。

3 海外での議論

⑧佐賀卓雄「破綻処理スキームの国際的枠組みの構築」『証券経済研究』第八三号、二〇一三年。

⑨漆畑春彦「『再生・破綻処理計画（RRP）』の問題点と課題」『証券経済研究』第八三号、二〇一三年。

⑩FSB (Financial Stability Board), *Key Attributes of Effective Resolution Regimes for Financial Institutions*, October 2011.

⑪小立 敬「金融機関の破綻処理の枠組みを変える『主要な特性』」『金融財政事情』二〇一二年十一月二二日号。

⑫小立 敬「ペイルインの導入に向けた検討―破綻時に債権の損失吸収を図る新たな措置―」『野村資本市場クォーターリ』二〇一二年秋号。

⑬佐賀卓雄「ドッド・フランク（D.F）法における破綻処理スキームについて」『証券経済研究』第七九号、二〇一二年。

⑭澤井 豊・米井道代「ドッド・フランク法による新たな破綻処理制度」『預金保険研究』第一五号、二〇一三年。

⑮小立 敬「欧州委員会による銀行破綻処理の枠組みの提案」『野村資本市場クォーターリー』二〇一二年夏号。

⑯鈴木敬之「EUにおける銀行同盟の議論」『預金保険研究』第一五号、二〇一三年。

⑰奥山大輔「EUにおける破綻処理制度に向けた取組」『月刊資本市場』二〇一三年三月号。

(いず ひさし・客員研究員)

BATSとダイレクトエッジの合併合意

～米国株式市場の再編～

吉川 真裕

二〇一三年八月三日金曜日、アメリカでニューヨーク証券取引所（NYSE）を傘下に持つNYSEユーロネクスト、ナスダック証券取引所を傘下に持つナスダックOMXに次ぐ証券取引所運営会社であるBATSグループ・マーケット（BATS）とダイレクトエッジが合併交渉を進めているという関係者の話がウォール・ストリート・ジャーナル紙やニューヨーク・タイムズ紙で報じられた。当日には両社から合併交渉を認めるコメントは発表されなかったが、翌週月曜日の取引開始前には両社から合併合意に関するプレス・リリースが公表され、株式取引シエアではナスダックOMXを上回る証券取引所運営会社の誕生は驚きをもって迎えられた。アメリカでは二〇一二年二月二〇日にインターコンチネンタル取引所（ICE）がNYSEユーロネクストを買収することで合意しており、六月二十四日には二〇一二年二月にドイツ取引所によるNYSEユーロネクストの買収を差し止めた欧州委員会（競争総局）が買収承認を発表していたことから、証券取引所の再編が噂されていただけにBATSとダイレクトエッジの合併合意は再編に向けての動きとして注目を集めている。⁽¹⁾

本稿ではBATSとダイレクトエッジの合併合意の内容とそれぞれの歩みの紹介し、合併合意の背景について考察する。

1 合併合意の内容

八月二六日に公表されたプレス・リリースによれば、BATSを存続会社として本部はBATSの本部のあるミズーリ州カンザス・シティ、存続会社の最高経営責任者（CEO）はBATSのラターマンCEO、ダイレクトエッジのオブライエンCEOは存続会社の社長、ダイレクトエッジのハーキンス最高業務責任者（COO）は存続会社の執行役員と発表されている。そして、合併時期に関しては二〇一四年上半年期を見込んでおり、合併後にダイレクトエッジの運営するEDGX取引所とEDGA取引所はBATSの運営するBZX取引所とBYS取引所が採用する取引システムを導入する予定であるという。なお、非公開会社である両社は合併に関する財務条件は公表しないと発表しており、合併に関するBATSのアドバイザーはブロードヘブン・キャピタル・パートナーズ、ダイレクトエッジのアドバイザーはBOAメリルリンチとエバーコア・パートナーズと発表されている。

プレス・リリースの内容からはBATSによるダイレクトエッジの買収のように見えるが、対等合併という言葉は用いていないものの、両社は買収ではなく、合併であると主張している。BATSとダイレクトエッジは米国株式の取引シェアではそれぞれ二つの証券取引所の合計で拮抗しているが、BATSはオプション取引所（BATSオプションズ）とイギリスでヨーロッパ株式を取引する証券取引所（BATSカイエックス・ヨーロッパ）を運営しており、従業員数ではBATS一六四人（うち九八人はカンザス・シティ）、ダイレクトエッジ一三五人（ニュージャージー州ジャージー・シティ）であり、BATSの方が事業規模で上回ると考えられるので、公表されている合併条件は妥当なところであろう。むしろ、合併条件で注目されるのは米国株式を取引する四つの証券取引所を合併する予定はないとしているところであり、BATSとダイレクトエッジの合併は取引所運営会社の合併であって取引所の合併ではないところであろう。この点に関してはBATSのラターマンCEO

とダイレクトエッジのオペライエンCEOがともに四つの取引所は同じものを取引していても違いがあつて顧客が異なる取引所を選択する限り、強制的に取引所を統合することはないと説明しているのが印象的であつた。⁽³⁾

アメリカではかつてECN（取引所類似施設）首位のインステイネットとECN二位のアイランドが合併し、アイネットとして取引市場を統合した際に取引シェアを大幅に減らし、アイネットをナスダックが買収し、取引市場を統合した際にも取引シェアを統合前より減少させている。その後はNYSEがARCA証券取引所とアメリカン証券取引所、ナスダックがボストン証券取引所とフィラデルフィア証券取引所を買収したが、取引市場の統合はおこなわれてはいない。ダーク・プールと呼ばれる気配値を公表しない取引所外取引市場がアメリカには数多く存在するが、ダーク・プールの合併という事例も見当たらない。注文を一カ所に集中させれば流動性が高まり、より有利な取引ができるはずだというのは部外者の主張であつて、市場参加者はかならずしも市場の集中を望んでおらず、自分にとって使いやすい市場を選択できることこそ、競争を通じてイノベーションを生み出すことになるのかもしれない。

2 BATSの歩み

BATS（Best Alternative Trading System）は二〇〇五年四月のレギュレーションNMSの導入決定、NYSEによるARCA証券取引所の買収合意、ナスダックによるアイネットの買収合意を受けて、二〇〇五年六月にトレードボットのカミングスCEOによつてECNとして設立された。年末には取引市場の寡占化を危惧する大手証券業者からの出資を受け、年明けには注文板の指値注文を消化した者が場口銭を支払い、指値注文が消化された者はリベートを受け取るメイカー・テイカー・プライシングの場口銭をゼロにするキャンペーンを実施

し、二〇〇六年には早くもアメリカ第三の株式市場へと成長した。そして、証券取引所への申請を進める過程でカミングスCEOがトレードボットのCEOを兼任していることが問題となり、ラターマンCOOが二〇〇七年七月にCEOに就任し、二〇〇八年一月にアメリカ第三の証券取引所へと昇格した。

BATSはアメリカでの成功にならって二〇〇八年一〇月にイギリスで金融商品市場指令(MIFID)で定められた取引所類似施設(MTF)を開設した(BATSヨーロッパ)。そして、二〇一〇年二月にはオプション取引所をアメリカで開設し、株式オプションの取引にも参入した(BATSオプションズ)。さらに、二〇一〇年一月には注文板の指値注文を消化した者がリベートを受け取り、指値注文が消化された者は場口銭を支払う 트레이ダー・メイカー・プライシングを採用する第二の証券取引所をアメリカで開設した(BYX)。

こうした多角化戦略はそれほど大きな成果を上げたとは言えなかったが、二〇一一年二月にロンドン証券取引所に匹敵するヨーロッパ最大のMTFであったカイエックス・ヨーロッパをBATSヨーロッパが買収すること で合意し、二〇一一年一月にはヨーロッパ最大級の株式取引市場としてBATSカイエックス・ヨーロッパが誕生した。二〇一二年四月にカイエックス・ヨーロッパはBATSヨーロッパの取引システムへと移行したが、カイエックス・ヨーロッパとBATSヨーロッパはBATSカイエックス・ヨーロッパの下での異なる市場として存続している。そして、二〇一三年五月にはMTFであったBATSカイエックス・ヨーロッパはイギリスで公認投資取引所として認可され、証券取引所としての地位を獲得している。

他方、BATSは二〇一一年二月にBZX(最初の証券取引所)で上場サービスをはじめ、二〇一二年一月には七つの上場投資信託(ETF)の上場を実現し、同年三月には最初の上場株式として自ら新規株式公開を試みた。ところが、三月三日の取引初日に一五・二五ドルで初値がついた後、システム・トラブルが発生し、直

後にナスダックで株価が〇・〇〇〇二セントまで暴落するという事態に見舞われ、取引を取り消すだけでなく、取引開始前の売り出しまで取り消し、未公開会社の地位に留ま⁽⁴⁾っている。このトラブルを受けてラターマン会長兼CEO（当時）は会長職を辞退し、社長兼CEOとして現在に至っている。なお、ETFの上場は二〇一三年九月末時点で二〇社まで増えているが、株式の上場はまだ一社もおこなわれてはいない。

さらに、二〇一三年一月九日、BATSは二〇〇八年一〇月二四日から二〇一三年一月四日までアメリカ国内の二つの証券取引所とオプション取引所で四三万三〇三九回（一日平均四一〇回）にわたって注文の付け合わせに問題が発生していた可能性があり、二五〇の顧客に総額四二万三六一ドルの損害を与えていた可能性があることを利用者に連絡した。⁽⁵⁾その後の調査の結果、注文執行の順序にかかわる誤った付け合わせは一万二〇〇〇回（二日平均二一回）であり、七一の顧客に総額一万七〇〇〇ドルの損害を与えていた可能性がある⁽⁶⁾とBATSは一月二五日に推計額を訂正した。当初の数値は大幅に下方修正されたとはいえ、この事態がBATSの取引所としての評価を大きく傷つけたことに違いはない。

3 ダイレクトエッジの歩み

ダイレクトエッジは一九九八年に開設されたアテインというECNを前身とし、二〇〇五年五月にナイト・キャピタルが買収し、ダイレクトエッジという名称に変更して同年一〇月から取引を開始した。二〇〇七年七月にはナイト・キャピタルがヘッジ・ファンドのシタデルとゴールドマン・サックスに持ち株の一部を売却し、ナスダックで上級副社長を務めたウィリアム・オブライエン氏をCEOに迎え、ブローカー・ディーラーの完全子会社から利用者に開かれたECNへと経営方針を変え、その後、急成長を遂げた。なお、オブライエンCEOはナ

スダックが買収したECNのBRUTでCOOを務めており、BRUTが買収されたことにより、ナスダックに移籍した点ではナスダックOMXのロバート・グレイフェルドCEOと同じ経歴を有している。

二〇〇八年八月にはドイツ取引所傘下のオプション取引所であるインターナショナル・セキュリティーズ取引所（ISE）がレギュレーションNMSの施行に合わせて開設したISE証券取引所を株式交換によってダイレクトエッジが買収することで合意がおこなわれ、ISEはダイレクトエッジの三一・五四％の株式を取得し、ナイト・キャピタル（現KCG）、シタデル、ゴールドマン・サックスがそれぞれ一九・九％の株式を所有する形で現在に至っている。

BATSが二〇〇六年にアメリカ第三の株式市場となったことは市場開設の経緯からもよく知られていたが、二〇〇九年三月にはダイレクトエッジがはじめてBATSをアメリカ株式の月間取引シェアで上回った。この際に注目を集めたのがダイレクトエッジが採用していたフラッシュ・オーダーであり、二〇〇九年七月にはナスダックOMXとBATSもダイレクトエッジに対抗して同様の注文形態を導入したが、上院議員や投資家の反応を考慮して同年九月には新たな注文形態を停止した。⁷⁾証券取引委員会（SEC）は同年九月一八日にフラッシュ・オーダーの禁止に関する規則変更案を公表したが、オプション取引所からの反発が強く、結局、規則変更は決定されず、ダイレクトエッジは翌年夏までフラッシュ・オーダーをそれまで通りの形で利用し続けた（現在ではフラッシュ・オーダーのような他市場への注文回送直前の注文要請はおこなわれていないが、事前に他市場への回送注文に対してのみ執行するという条件付き注文の形で同様の注文執行が各取引所でおこなわれている）。

二〇一〇年三月一二日にはダイレクトエッジもBATSに続いてECNから証券取引所へと昇格することがSECによって認可され、同年七月二一日にダイレクトエッジの二つのECNであるEDGXとEDGAはそれぞ

れ別の証券取引所となり、子会社であったI S E証券取引所は取引所の登録を返上した。E D G Xは他の市場と同様にメイカー・テイカー・プライシングを採用し、E D G Aはもともととはリベートを支払わない伝統的な場口銭制度を採用していたが、二〇〇九年一月からはナスダックOMX・BX（旧ボストン証券取引所）にならってテイカー・メイカー・プライシングを採用しており、翌年にはB A T SもB Y Xで導入することになった。

二〇一一年一月二日、国内取引市場の縮小が続く中、ダイレクトエッジはブラジルでのダイレクトエッジ・ブラジルという株式取引市場の開設計画を発表した。ブラジルは二〇一四年のサッカー・ワールドカップ、二〇一六年のオリンピックの開催を控えて経済が活況で、株式取引やデリバティブ取引が急拡大しているが、取引所が傘下の決済機関の利用を拒否しており、二〇一二年の開設計画は延期されたままとなっている。

他方、二〇一二年七月一日にはトロント証券取引所等を傘下に持つT M Xグループがダイレクトエッジの買収を断念したという話が報じられた。⁽⁸⁾ T M Xグループは二〇一一年にロンドン証券取引所を傘下に持つL S E Gとの合併合意を自ら撤回しており、海外取引所の買収によって評判を回復したかったのであろうが、ダイレクトエッジがその対象であったということはダイレクトエッジにも合併を検討する余地があったものと考えられる。

4 合併合意の背景

ナスダックOMXを凌ぐアメリカ第二の取引所運営会社を生み出すB A T Sとダイレクトエッジの合併合意は昨今のアメリカ株式市場を取り巻く環境の変化に対する対応であると考えられる。以下では両取引所運営会社に合併合意を決定させたと考えられる要因について考察する。

まず第一の要因としては二〇〇九年をピークとして四年に及ぶ出来高の減少、そしてそれに伴う場口銭収入の

減少が考えられる。二〇〇九年まではBATSもダイレクトエッジも取引シェアを急上昇させていたが、取引シェアが低下していたNYSEやナスダックでも場口銭収入は増加しており、取引シェアの低下を周りが心配するほど危機感を持っていなかったようである。ところが、二〇一〇年以降、継続して出来高が減少すると一度増加した収入の減少は取引所運営に大きな負担を強いることになった。BATSやダイレクトエッジでは二〇一〇年以降も取引シェアを緩やかに上昇させているが、市場の出来高全体の減少には及ばず、程度の違いはあっても場口銭収入が低下していることに変わりはない。⁽⁹⁾合併による固定費の削減は最も手取り早い対応策であり、二〇一〇年以降に再び取引所の合併・買収が数多く試みられている原因としては出来高の減少に対する対応が考えられる。なお、先にも述べた通り、BATSとダイレクトエッジは取引所運営会社の合併後も四つの取引所の合併予定はないと表明しているが、システムの統合は予定しており、経営資源の削減とともに経費の削減に役立つ。そして、システムを単独で運営する競争相手よりも経費を削減できることは競争上の優位であり、日本やカナダへの進出も言及されている。さらに、出来高に比例して分配される市場情報料収入の増加を合併理由の一つとしてBATSのラターマンCEOは言及しており、上場サービスの拡充を含めて経営の多角化と経費の削減が取引所運営会社の合併・買収の最も大きな要因と考えられる。

次に注目すべきことはBATSとダイレクトエッジの合併の場合、出資者に対する負担の軽減と出資者への提供することが考えられたのではないかと想像される。七月一日にナイト・キャピタルがGETCOに買収されてKCGホールディングスが誕生し、BATSの大株主であるGETCOとダイレクトエッジの大株主であるナイト・キャピタルの統合はBATSとダイレクトエッジの合併に影響を及ぼした可能性があり、多くの大手証券業者はいずれかの株主である。株式市場の出来高の減少は証券業者の収入の減少をもたらしているはずであり、

取引所の収入の低下を合併による費用の削減でカバーするだけでなく、収入の減少に苦しむ株主にもこたえる必要が取引所運営会社に強まったのではないだろうか。BATSは二〇一二年の公開で株主に出口を提供しようとしたが、システム・トラブルから公開を撤回し、再上場の見込みは立たない。一方、ダイレクトエッジには公開の話はなく、株主が資金を回収できるのは買収されることによってだけであり、TMXグループとの買収交渉はそうした株主の要望に配慮したものではなかったであろうか。今回の合併合意では財務条件は公表されておらず、株式交換なのか、現金による買い取りなのかは明らかではないが、少なくとも単独の場合よりは公開する時期が早まるのではないかと考えられる。ちなみに、二〇一一年に取引シェアの大きいカイエックス・ヨーロッパが取引シェアの小さいBATSヨーロッパに買収されたのは現金による買い取りであり、カイエックス・ヨーロッパは株主に出口を提供する形で買収に応じていた。

最後に、ICEによるNYSEユーロネクストの買収計画が六月二十四日に欧州委員会から承認を受けたこともBATSとダイレクトエッジの合併合意に影響を及ぼしていたかもしれない。NYSEユーロネクストがICEに買収されても株式市場に直接影響が及ぶわけではないが、NYSEがICEグループの中で安定した財務基盤を持つとすれば競争相手にとっては脅威となるかもしれない。ICEがNYSEの大幅赤字を許すとは考えられないが、債権者としては保証人のいる相手には保証人のいない相手よりも有利な条件で取引をする可能性があり、NYSEはそうした恩恵によくすることができるかもしれない。逆にNYSEがICEから売却される際、二〇一一年にナスダックによるNYSEの買収を退けた司法省の判断が継続されればナスダックはNYSEの買収を認められないから、その受け皿としてBATSとダイレクトエッジが合併し、NYSEの買収を待ち構えているといううがった見方も報じられている。⁽¹⁰⁾ 低コストを身上としたBATSやダイレクトエッジが高コストで知られ

るNYSEを買収したがっているとは考えにくい。買収価格によってはあり得ないとも言えないだろう。BATSとダイレクトエッジの合併が実現した後、どのような変化が生じるのか、アメリカの証券取引所をめぐる動きからは今後も目の離せないところである。

注

- (1) ドイツ取引所によるNYSEユーロネクストの買収差し止めについては、拙稿「ドイツ取引所とNYSEユーロネクストの合併撤回」(本誌一六七〇号、二〇一二年二月)を、ICEによるNYSEユーロネクスト買収合意については、拙稿「ICEによるNYSEユーロネクスト買収合意」(本誌一六七六号、二〇一三年二月)を参照。
- (2) BATS Global Markets and Direct Edge, "BATS Global Markets And Direct Edge Agree To Merge: Innovative Companies To Join Forces To Enhance Global Exchange Competition," *Press Releases*, 26 August 2013, (http://cdn.batrading.com/resources/press_releases/BATS-Direct-Edge-PR-FINAL.pdf).
- (3) John McCrank, "BATS, Direct Edge merge as stock trading decline catches up," *Reuters.com*, 27 August 2013, (<http://www.reuters.com/article/2013/08/26/us-batsglobalmarkets-directedge-idUSBRE970H320130826>), Peter Chapman, "Q&A: Direct Edge CEO Bill O'Brien Discusses Merger with BATS," *Traders Magazine Online News*, 28 August 2013, (<http://www.tradersmagazine.com/news/Direct-Edge-CEO-Bill-O'Brien-Discusses-Merger-with-BATS-111464-1.html>).
- (4) David Benoit, "BATS Initial Public Tease: Nite Seconds of Free Fall," *WSJ BLOGS*, 23 March 2012, (http://blogs.wsj.com/deals/2012/03/23/bats-initial-public-tease-nine-seconds-of-free-fall/?mod=wsj_share_twitter), Nina Mehtat, "BATS CEO

- Scuttled IPO on Potential for Erratic Trading," *Blomberg.com*, 25 March 2012, (<http://www.bloomberg.com/news/2012-03-25/bats-ceo-scuttled-ipo-on-potential-for-erratic-trading.html>).
- (5) Ronald D. Oral, "SEC effectiveness questioned after BATS error," *MarketWatch.com*, 10 January 2013, (<http://www.marketwatch.com/story/sec-effectiveness-questioned-after-bats-error-2013-01-10?siteid=rss&rss=1>).
- (6) Jenny Strasburg, "BATS Revises Estimates on System Errors," *Dow Jones Newswires*, 25 January 2013.
- (7) フラッシュ・オーダーをめぐる問題について、拙稿「フラッシュ・オーダー問題の真相」(本誌一六五六号、二〇〇九年一〇月)を参照。
- (8) John McCrank, Paritosh Bansal and Jennifer Kwan, "Canada's TMX in talks to buy Direct Edge: sources," *Reuters.com*, 11 July 2012, (<http://www.reuters.com/article/2012/07/11/us-directed-edge-tmx-talks-idUSBRE86A19520120711>), Ben Dummet, Jacob Bunge Scot Patterson, "TMX in Talks to Buy Direct Edge," *WSJ.com*, 11 July 2012, (<http://online.wsj.com/article/SB10001424052702303919504577521074245483572.html>).
- (9) 取引所外取引の増加の元凶として批判されることの多いダーク・プールでも全体では出来高減少をカバーするほどの取引シェアの上昇は生じておらず、流動性の低下にどう対応すべきか、苦慮している。ダーク・プールの抱えるジレンマについては、拙稿「ダーク・プールの陥落へのEICによるパイプライン処分」(本誌一六七二号、二〇一二年六月)を参照。
- (10) Bob Pisani, "Is BATS - Direct Edge the next owner of the NYSE?," *CNBCs.com*, 26 August 2013, (<http://www.cnbc.com/id/100988663>).

(よしかわ まさひろ・客員研究員)

五月二三日の株式市場クラッシュと先物市場

志馬 祥紀

1 はじめに

本稿では、本年五月二三日に発生した大幅な株価下落について分析を行う。同日の下落においては、株価指数先物市場を中心として、先物価格及び株価が下落したとの報道がなされた。以下では株価指数とその先物取引価格相互の關係に注目しつつ、二三日及びその前後の期間について、市場状況のスケッチを行う。

2 五月二三日の株式市場

(1) 概要

本年(二〇一三年)五月三日、国内株式市況が急落した。日経平均株価の終値は前日比一一四三・二八円(七・三三%)、安の一万四四八三・九八円、TOPIX(東証株価指数)の終値は同八七・六九(六・八七%)、安の一一八八・三四ポイントとなった。

当該下落の理由として、新聞等のマスコミは翌日以降、以下の理由を掲載した。

①短期的過熱感による需給調整…国内株式市況は四月以降加速的な上昇を続け、短期的な過熱感が顕著化していたことから、その反動として株価下落が発生した。

②長期金利の上昇…国内債券市場では五月以降長期金利(新発一〇年国債利回)が上昇、二三日には一%に達し

たことから、これを嫌気した株価下落が発生した。

③ 中国の経済指標悪化・中国の製造業PMI（購買担当者指数）の速報値が四九・六と市場予想を下回り、好・不況判断の基準となる五〇を下回ったことから、輸出等の減少を嫌気した株価下落が発生した。

④ 円レートの上昇・外国為替市場で円が対米ドルで上昇し、これを嫌気した株価下落が発生した。

このように複数の理由が株価下落の要因として示され、とりわけ①の需給調整論が中心的に取り上げられた。

（２）先物市場と株式市場

また今回の株価下落に関する報道の特徴として、「先物主導」「高速取引」「プログラム売買」が急落をもたらしたとの内容が挙げられる。

例えば、二〇一三年六月三日付日本経済新聞電子版『株急落を増幅する「プログラム売買」の実態』では、五月二三日以降、株価指数先物取引に関する自動売買プログラムによって、株式相場のボラティリティが拡大しているとの記事を掲載している。また同記事は五月二八日の麻生太郎副総理・財務・金融相の発言として『「一日にこれだけ乱高下するというのは、あの機械のおかげだ」とコンピュータ売買が相場の乱高下の大きな要因と認めながらも、「痛い目にあわないと治らない」と述べ、当局による規制にはなじまないとの意向を示した』との内容を紹介している。

図表１　５月23日の株式市場

	5月23日値（終値）	前日比（幅）	前日比（％）
日経平均株価	14,483.98	-1,143.28	-7.32
TOPIX	1,188.34	-87.69	-6.87
円／米ドル（16時）	101.89	-1.27	-1.23

(3) 日中の株式市場

図表2は五月二三日の日経平均株価・日経²²⁵先物価格・TOPIX・TOPIX先物価格の推移を示している。データの更新間隔は五分間である（なお上記図表の対象時間は午前九：〇〇～午後三：〇〇）。

株価は午前中緩やかな上昇で始まったが、午後から急激に下落している。

また、TOPIX及びTOPIX先物の変動について、株価指数と株価指数先物価格のぶれは日経平均・日経²²⁵先物よりも小さい。なお日経²²⁵先物については、午後二：二八～二：四三までの間、株価変動を抑制するためのサーキット・ブレーカーが発動され取引が停止している（同日の取引最終時における板寄せ売買は不成立）。

3 二つの指数・二つの先物取引の価格変動

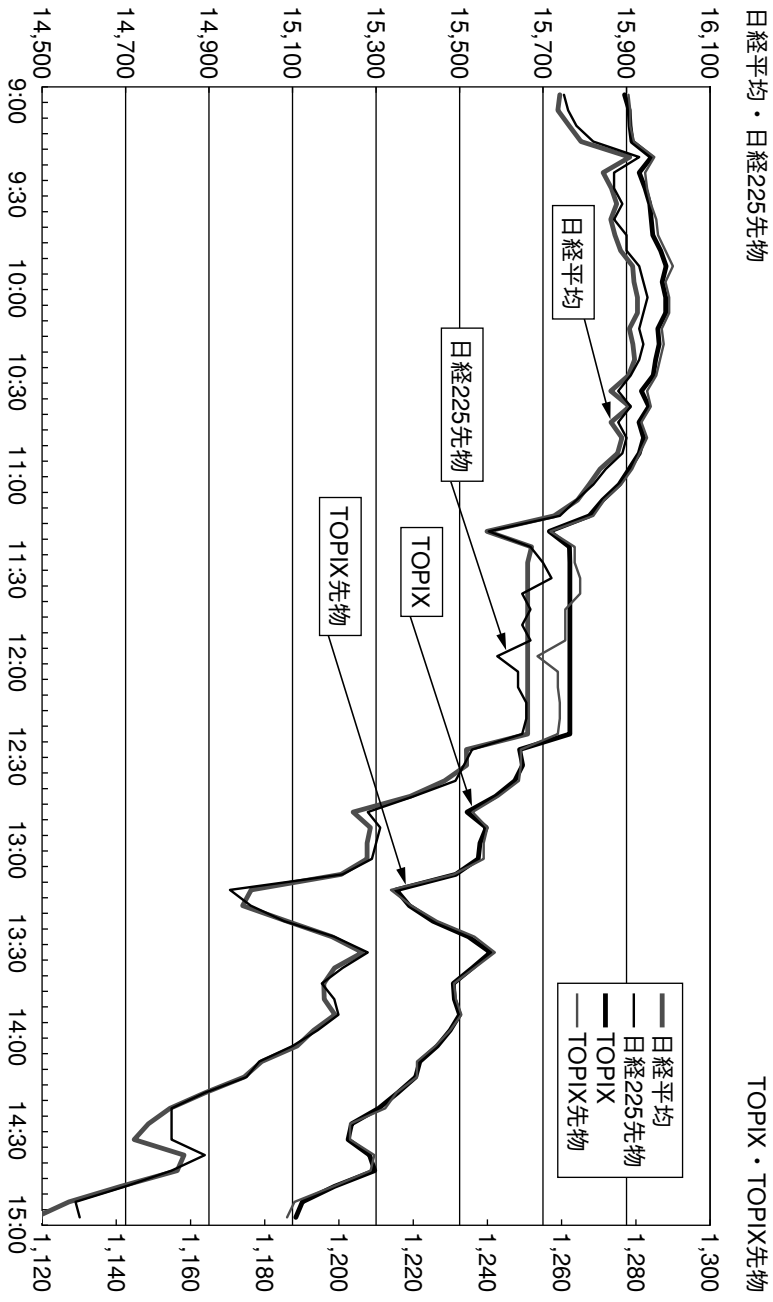
(1) 日中の価格変動状況

図表3は五月一七～二三日及び三〇日の上記データのリスク・リターン分布を示している。図表4は図表3のデータであり、各数値は表示の都合上、絶対値化している。

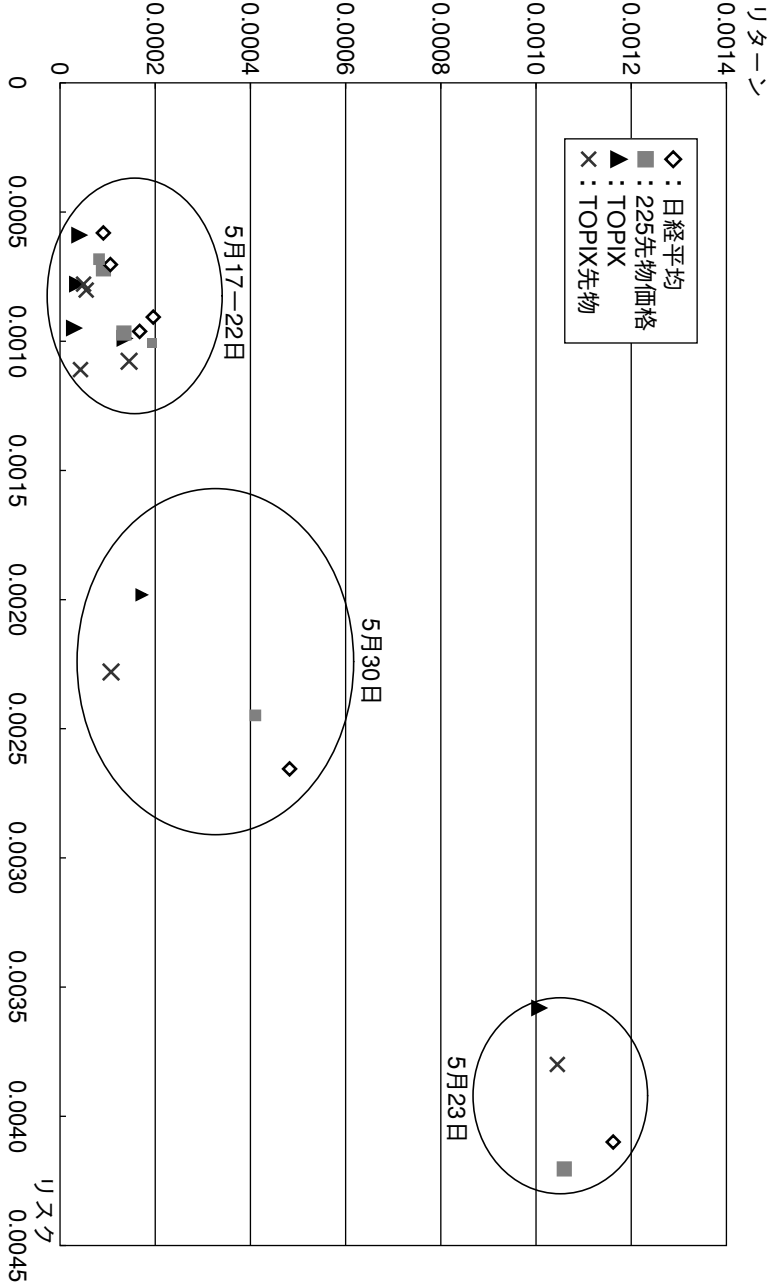
これらデータは五月二三日前後の株式及び株式先物市場の日中の価格変動状況を把握するために設定されている。なお三〇日は二三日に次いで五月中で株価下落率の大きな日である。

データは五分間の価格変動リスク・リターン状況を示している。リスクは五分単位の収益率の標準偏差、リターンは収益率の平均値である。株価変動の小さかった五月一七・二〇・二二・二三日（以下「平常日」とする）のリスク・リターン値は小さく、価格変動の大きかった二三日及び三〇日（以下「下落日」）のリスク・リターン値は大きい（とりわけ二三日は突出している）。

図表 2 5月23日株価指数・先物価格の推移



図表 3 5月23日前後のリスク・リターン分布（5分単位）



平常日のリスク値の大きさは「TOPIX先物∨日経225先物∨TOPIX∨日経」の順であるが、一三日は「日経225先物∨日経平均∨TOPIX先物∨TOPIX」、三〇日は「日経平均∨日経225先物∨TOPIX∨TOPIX先物」となっている。

平常日リターン（平均、絶対値（以下同じ））の大きさは「日経平均∨日経225先物∨TOPIX先物∨TOPIX」であったが、一三日のリターンの大きさは「日経平均∨日経225先物∨TOPIX先物∨TOPIX」、三〇日のリターンの大きさは「日経平均∨日経225先物∨TOPIX∨TOPIX先物」であり、上記結果を見る限り、各指数・先物のリスク・リターン値や相対的な順位などは、必ずしも安定していないことが窺える。但し、日経平均・日経225先物価格のリターンは概ねTOPIX・TOPIX先物を上回っていることが多いようである。また、一三日のリターンについては日経平均が225先物よりも大きい一方で、リスク値は225先物が日経平均を上回っていることが注目される。

図表 4 5月23日前後のリスク・リターン分布データ

（5分単位）

リスク	日経	225先物	TOPIX	TOPIX先物
5月17日	0.00090	0.00100	0.00098	0.00107
5月20日	0.00058	0.00072	0.00058	0.00080
5月21日	0.00070	0.00068	0.00077	0.00077
5月22日	0.00096	0.00096	0.00094	0.00111
平常日平均	0.00078	0.00084	0.00082	0.00094
5月23日	0.00409	0.00420	0.00358	0.00379
5月30日	0.00265	0.00244	0.00198	0.00228

リターン	日経	225先物	TOPIX	TOPIX先物
5月17日	0.00019	0.00019	0.00013	0.000145
5月20日	0.00009	0.00009	0.00003	0.000055
5月21日	0.00010	0.00008	0.00003	0.000049
5月22日	0.00016	0.00013	0.00002	0.000042
平常日平均	0.00014	0.00012	0.00005	0.000073
5月23日	0.00116	0.00105	0.00100	0.001045
5月30日	0.00048	0.00041	0.00017	0.000107

(2) 株価指数と先物の関係…先物理論価格からのかい離状況

図表5は、平常日及び下落日について、五分間データに基づく、先物価格とその理論価格との関係（先物理論価格と実際に市場で成立した先物価格のかい離状況）を示している。先物理論価格は指数配当利回り、無担保コール金利、SQまでの日数に基づき算出している。

その結果、概ね日経225先物のかい離率がTOPIXを上回っているが、これは全対象日に該当するわけではない。また、一三日のかい離状況は、225先物・TOPIX先物の双方について突出して大きく、現物―先物価格間の裁定取引機会が豊富であったことを示している。これら裁定機会の豊富さは、先物価格の変動に理論価格（あるいは現物価格）が追従できなかった可能性を示唆している。

(3) 先物取引の時間帯別出来高（一分データ）

図表6―1は日経225先物、図表6―2はTOPIX先物の取引日における一分毎の時間帯別出来高の比率状況を示している（平常日は平均値。また日中立ち合い時間合計値は一〇％）。一三日の日経225先物取引は、価格下落の始まった午後から取引高が拡大している。またTOPIX先物は、（平常日は前場開始時及び後場の大引け時の取引比率が高いが）二三日については後場のザラ場比率が高い。そして日経225先物及びTOPIX先物の双方について、価格の変動拡大時と出来高比率増加時が顕著に重なっている。

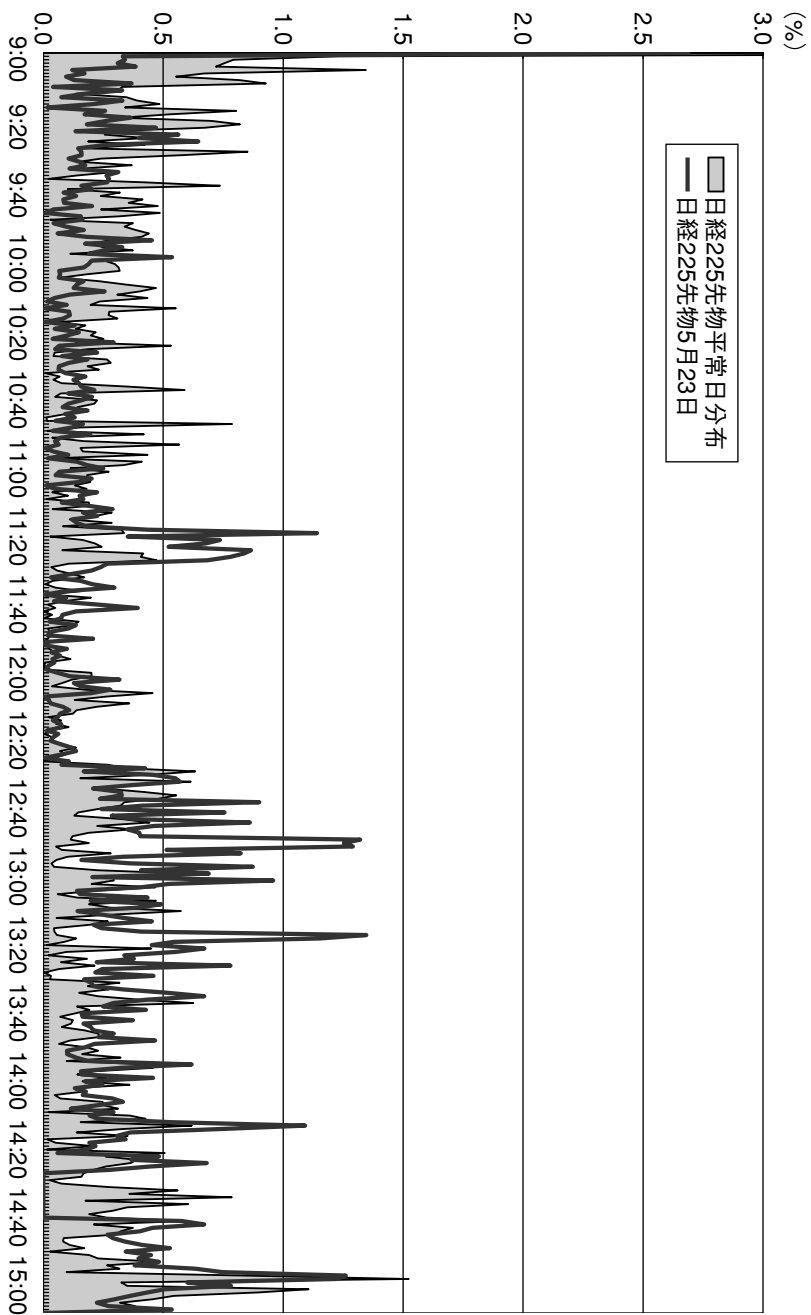
図表7は、各対象日の先物取引高を示している。一三日の取引高は（平常日平均に比して）、

図表5 先物価格・理論価格のかい離状況

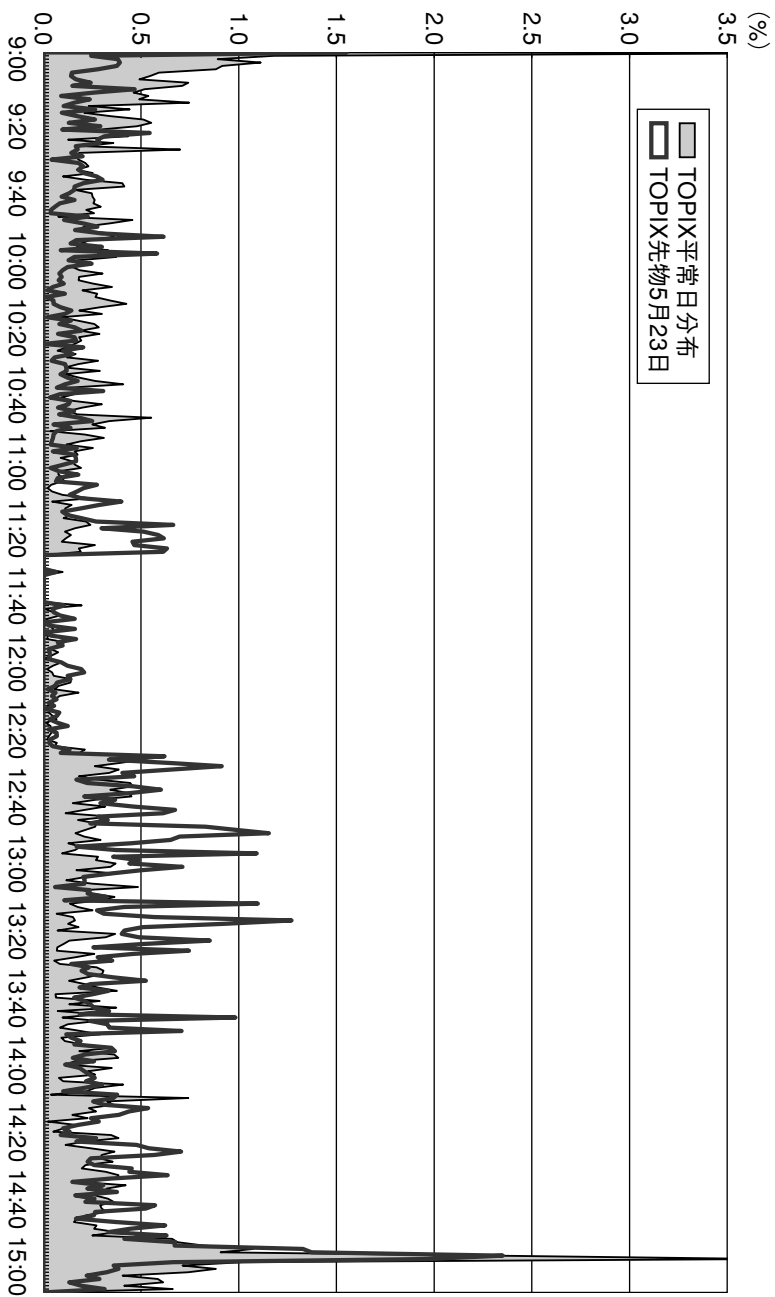
(5分データ)

		5月17日	5月20日	5月21日	5月22日	5月23日	5月30日
日経225先物	かい離率平均	-0.1275	-0.1371	-0.0727	-0.1260	-0.1189	0.0525
	かい離率標準偏差	0.0468	0.0410	0.0536	0.0549	0.1625	0.1056
TOPIX先物	かい離率平均	-0.1635	-0.1087	-0.0689	0.6843	-0.0691	-0.0370
	かい離率標準偏差	0.0308	0.0580	0.0429	0.2231	0.1332	0.0940

図表 6—1 日経225先物の時間別出来高比率分布—平日平均及び5月23日



図表 6－2 TOPIX先物の時間別出来高比率分布—平日平均及び5月23日



日経225先物は四・六倍、TOPIX先物は二・九倍の出来高となっている。

図表8は、金額ベースの五月中の株式及び株式先物取引の投資部門別取引高比率を示している。先物取引（日経225先物、TOPIX先物）における取引の七割は外国人投資家、証券会社の自己部門は一・二割である。両者の取引合計が相当程度の比率を占めており、これら部門が取引流動性を提供していることが窺える。

（4）先物価格間の関係：Grangerの因果性に関する分析

本節では、株価及び先物取引価格相互の関係について分析する。第一項では、先行研究の内容を紹介し、第二項では先行研究と同方法を用いて五月二三日の分析を行う。

①先行研究

宇野（二〇一三）は日経平均及び日経225先物間におけるGrangerの因果性分析（及び他の方法）に基づき日中データ（一分間データ）を使用して分析している。

図表7 各日の先物取引高

	5月17日	20日	21日	22日	平常日の平均	23日	30日
日経225先物	71,455	61,743	53,601	90,825	69,406	324,974	131,290
TOPIX先物	54,674	58,447	54,425	56,237	55,945	166,315	94,192

図表8 5月中の先物・株式投資部門別取引高比率

(%)

区分	大証225先物	TOPIX先物	東証一部
証券会社	12.4	18.1	12.0
都銀・地銀等	1.0	0.6	0.1
信託銀行	1.1	3.4	2.7
生保・損保	0.1	0.8	0.1
その他金融機関	0.1	0.3	0.1
投資信託	0.9	0.8	1.4
事業法人	0.8	0.0	1.1
その他法人等	0.3	0.0	0.1
個人	12.7	0.8	28.1
海外投資家	70.5	75.3	52.0
合計	99.9	100.1	97.7

分析対象日は株式市場において大規模ショックが発生した日（以下、大規模ショック日、「東日本大震災の影響日（二〇一一年三月一四日）」「米国債格下げの影響日（二〇一一年八月九日）」と平常日（大規模ショック日の近辺で、大規模ショック以外の理由で「先物主導での価格変化が見られた」との報道がなされた日）を比較している。

図表9は宇野（二〇一三）における「Grangerの因果性」分析結果の抜粋である。

図表中の「A↓B」はAが先行して発生するという意味での、Bの原因であることを示す（通常の意味での因果関係とは異なる）。また表中の◎（○）は有意水準五％（一〇％）で「先に発生するという意味での因果性がない」帰無仮説を棄却できる（×は帰無仮説を棄却できない）ことを意味する。

この結果、平常日における先物価格と株価指数の関係について、先物価格の先行は認められない。しかし大規模ショック日には先物価格が現物株価指数に対して一分間（あるいはそれ以上の時間差を伴って）先行する関係が観察されている。

②五月二三日の分析

図表10は、日経平均、日経225先物、TOPIX、TOPIX先物価格の五分間毎のデータについて、それぞれの先行・遅行関係をGrangerの因果性検定で調べたものである。なお先行・遅行関係が五分以内に解消される場合、当該分析で有意な関係は見いだすことは出来ない。

図表10の結果において理解されることは、まず、株価指数及びその先物取引価格間における先行・遅行関係の

図表9 宇野（2013）における「Grangerの因果性」分析結果

		現物→先物	先物→現物
平常時	2012年 1月18日	○	×
	2012年10月10日	◎	○
大規模ショック時	2011年 3月14日	×	◎
	2011年 8月 9日	×	◎

検知の有無は、日によってかなりばらつきがあることである。例えば、五月一七日及び二二日について、二つの株価指数、二つの株価指数先物価格の間においては、一期ラグを想定する限り、何の先行・遅行関係も見られない。一方、五月二三日を含む他の対象日については、複数の指数・株価指数先物間において、明確な先行・遅行関係が確認されている。これら分析結果から明確なファインディングズを得ることは難しい。指摘できるのは、①五分間データでは補足できない指数・指数先物取引間の関係が存在する可能性、そして②株価指数・株価指数先物価格の関係について、取引日によって相

図表10 各日の指数・先物価格間における先行・遅行関係

(5分データ、Grangerの因果性検定(ラグ:1))

仮説	5月17日	5月20日	5月21日	5月22日	5月23日	5月30日
225先物 →日経	0.7231 (0.3981)	4.7473 (0.0328)**	1.9786 (0.1641)	0.1117 (0.7391)	4.5700 (0.0362)**	1.1194 (0.2938)
日経 →225先物	0.2088 (0.6492)	10.1189 (0.0022)***	7.5276 (0.0078)***	1.6299 (0.2060)	0.0507 (0.8224)	0.1911 (0.6634)
TOPIX →日経	0.1715 (0.6800)	0.01311 (0.9092)	1.5711 (0.21243)	1.2472 (0.2680)	1.3833 (0.2437)	0.0990 (0.7539)
日経 →TOPIX	0.0452 (0.8322)	0.01825 (0.8929)	1.7312 (0.1927)	0.3999 (0.5292)	0.0207 (0.8858)	0.4296 (0.5144)
TOPIX先物 →日経	0.2034 (0.6534)	38.2619 (0.0000)***	3.6250 (0.0612)*	0.2755 (0.6014)	3.8491 (0.0539)**	60.5266 (0.0000)***
日経平均 →TOPIX先物	0.0010 (0.9743)	0.5485 (0.4615)	0.2883 (0.5931)	0.0120 (0.9130)	0.0000 (0.9936)	3.1960 (0.0783)*
TOPIX →225先物	0.0601 (0.8069)	4.1770 (0.0449)**	0.6620 (0.4187)	0.3585 (0.5513)	0.1256 (0.7241)	0.0641 (0.8008)
225先物 →TOPIX	2.4039 (0.1257)	5.5898 (0.0209)**	0.2835 (0.5961)	0.0414 (0.8392)	1.3982 (0.2412)	0.0963 (0.7572)
TOPIX先物 →225先物	0.0137 (0.9069)	31.0530 (0.0000)***	5.8896 (0.0179)***	2.2483 (0.1384)	1.8767 (0.1753)	77.5975 (0.0000)***
225先物 →TOPIX先物	0.6397 (0.4266)	2.3999 (0.1260)	1.1365 (0.2902)	0.3033 (0.5836)	1.1194 (0.2938)	1.6476 (0.2036)
TOPIX先物 →TOPIX	0.6022 (0.4404)	28.8395 (0.0000)***	15.7521 (0.0002)***	1.0190 (0.3163)	1.7478 (0.1906)	63.0136 (0.0000)***
TOPIX →TOPIX先物	0.3551 (0.5532)	1.5280 (0.2207)	0.6629 (0.4184)	0.0390 (0.8440)	0.1578 (0.6924)	2.8979 (0.0933)*

・表記例:「225先物→日経」とは「225先物は日経平均にGrangerの因果性を有しない」を意味する。
・数値はF値()内はP値。***は有意水準1%、**は有意水準5%、*は有意水準10%での有意を示す。

当異なる状況が存在している点、の二つである。また株価指数と指数先物価格の先行・遅行関係について、五月二三日の結果に他の対象日と明確に異なる特徴が見いだせないことから、五月二三日の取引が「特別な」株価下落ではなかった（株価下落の程度は大きくとも、その価格間の構造的については、その前後と変わらない「平凡な日」であった）可能性が考えられる。なお、五月二三日については先物取引についてサーキット・ブレーカーが発動されており、同影響を排除するために、ブレーカー発動までの時間について分析を行ったが、顕著な違いは認められなかった。

図表11は、図表10と同様に、二つの先物価格間の先行・遅行関係を調べたものである。図表10と異なるのは、価格データが一分間単位であり、先物取引間のみの関係を分析している点である（対象時間は午前九時～午後三：一〇）。

図表11の結果については、図表10の「日経225先物－TOPIX先物」間の五分レベルの先行・遅行関係よりも、強い関係が認められる。これは五分以内（おそらく一・二分間程度）の先行・遅行関係の存在を示している。その意味で、図表10には把握されていない関係が指数・指数先物取引間（例えば「現物－先物」）においても存在する可能性がある。

ただし図表11においても、（図表10と同様に）五月二三日の価格変動について、明確な特徴は見られない。五月二三日及び他の対象日の多くに、日経225先物とT

図表11 各日の日経225先物・TOPIX先物間における先行・遅行関係

（1分データ、Grangerの因果性検定、ラグ：1及び2）

仮説	5月17日	5月20日	5月21日	5月22日	5月23日	5月30日
ラグ1						
TOPIX先物 →225先物	24.2193 (0.0000)***	1.9203 (0.1667)	5.8360 (0.0162)**	40.8324 (0.0000)***	7.9848 (0.0050)***	4.5128 (0.0343)**
225先物 →TOPIX先物	2.69214 (0.1017)*	2.9278 (0.0879)**	6.6985 (0.0100)***	1.9605 (0.1623)**	5.5945 (0.0185)**	3.5406 (0.0607)*

・表記例：「225先物→日経」とは「225先物は日経平均にGrangerの因果性を有しない」を意味する。
・数値はF値（ ）内はP値。***は有意水準1%、**は有意水準5%、*は有意水準10%での有意を示す。

OPIX先物相互の先行・遅行関係が確認されている。その意味では、五月二三日の株価下落について、指数間の構造から見て、周辺日と変わらない「平凡な」一日であった可能性が考えられる。

4 おわりに

本稿では五月二三日の株価下落について記載した。具体的には、同日の価格変動について、株価指数・株価指数先物の変動を中心にスケッチを行った。そして株価指数・株価指数先物価格について、二三日前後のリスク・リターン状況と比較、裁定取引の前提となる先物価格と先物理論価格のかい離状況について分析を行い、指数―先物価格（及び先物価格間）の価格形成における先行・遅行関係について分析した。その結果、二三日の価格形成の構造については、それに先立つ数日間と明確な違いは認められなかった。その意味において二三日は、株価変動は大きいものの、構造的にはそれに先立つ日々と同様であったと考えられる。

参考文献

・宇野洋輔「わが国株式市場における先物価格と現物価格の関係…いわゆる「先物主導」の検証」『日銀レビュー』日本銀行、二〇一三年六月、(http://www.boj.or.jp/research/wps_rev/rev_2013/data/rev13j04.pdf)

(しま よしのり・客員研究員)

クラウドファンディングによる岡山県・西粟倉村の地域活性化の取組み

坂下 晃

はじめに

二〇一三年六月、金融庁は金融審議会に「新規・成長産業へのリスクマネーの供給のあり方等に関するワーキンググループ」を設置し、新規・成長企業へのリスクマネー供給のあり方、事務負担の軽減など新規上場の推進策、上場企業等の機動的な資金調達を可能にするための開示制度の見直し等について審議を開始した。その中で、新規・成長産業へのリスクマネー供給を促進する観点から、金融仲介機能の充実の取組みとして、株式形態を含め、インターネット等を通じた資本調達（クラウドファンディング）の枠組みが整備できないかが問題意識としてあがっている。マイクロ投資スキームやクラウドファンディングによる資金調達は新しい金融の方法として注目されてきており、今後の金融審議会ワーキンググループの審議を見守る必要がある。

農林業再生に関して、クラウドファンディングを活用して林業による地域活性化に取り組んできた具体例の一つとして岡山県西粟倉村がある⁽¹⁾。この林業による地域活性化の中心をなしたのは、森林整備に対する補助金に依存するだけでなく、村役場、美作東備森林組合（以下「森林組合」という）および^(株)トビムシとその子会社の森の学校の取組みであり、ミュージックセキュリティーズ^(株)（以下「MS」という）を通じたマイクロ投資スキームによる全国四〇〇名以上の出資者からの四九四〇万円の資金であった。筆者は二〇一二年八月および二〇一三年八月の二回西粟倉村を訪問する機会を得たので、ここで活性化の具体的な内容を紹介することとする。

一九八〇年代からの日本版金融ビッグバンを中心とする金融のデ・レギュレーションは、市場型金融の確立と「金融サービス立国」のため、市場に参加する投資家層の増大を期待した制度改革であったが、現実には家計の金融資産におけるリスク性資産の構成比は高まらないことから「貯蓄から投資」は進まず、投資家の裾野が広がったとはとてもいえない。このような中で、クラウドファンディングは証券取引所を利用しない形態ではあるが新しい直接金融方式になりうるのかという問題意識が生じてきた。また、その一方で経済の一極集中が進展する中で地方活性化の必要性が叫ばれて久しいが、成功事例は少ない。その数少ない成功事例の中で西栗倉村が活性化してきている理由は何か、クラウドファンディングが既存の金融方式に代わって貢献できるのか、それも五千万円弱という比較的少額の資金調達だけで村が活性化できるのかを現地情報を基に検討することにした。

1 西栗倉村共有の森ファンド二〇一〇

(1) マイクロ投資ファイナンス

マイクロ投資ファイナンスとは、小さな規模で提供する金融サービスの総称で、MS代表取締役小松真実氏は、マイクロ投資ファイナンスを次のように定義している。

- ① 個人が非常に小口（マイクロ）で、企業や事業に投資できる手法である。
- ② 主に、匿名組合のスキームが用いられ、金融商品取引法に準拠する。多くの場合、投資期間は一年から五年間程度であるが投資対象の事業計画によっては、三ヶ月程度の短期間のものや一〇年間の長期間に及ぶものもある。

- ③ 投資を受ける企業は、事業単位で資金調達ができ、事業資金として原価や販管費や設備等にその資金を使

うことができる。

④ 投資対象事業の売上が投資家への分配原資となり、投資時の契約に基づく割合とタイミングで、投資家に分配される。⁽³⁾

(2) クラウドファンディング

クラウドファンディング (Crowd Funding) とは「群集 (Crowd)」からの「資金調達 (Funding)」の語を用いた造語であり、一般的に投資家と資金需要者をインターネットサイトで結びつけ、多数の投資家から少額ずつ資金を集める仕組みである。米国では、新規・成長企業のリスクマネー供給策の一環として、二〇一二年四月に成立したJOB S法(未施行)⁽⁴⁾において法制化されており、英国では二〇一一年二月にエクイティ型クラウドファンディングのポータルサイトが誕生し、金融サービス機構 (FSA、Financial Services Authority) はベンチャー企業の株式募集と個人投資家を仲介するクラウドファンディング・ポータルサイトの運営会社を金融機関として認定した。⁽⁵⁾

(3) 林業ファンド「西粟倉村共有の森ファンド」の内容

MSのマイクロ投資スキームは、個人が非常に小口で企業や事業に投資できる手法であり、主に匿名組合⁽⁶⁾のスキームが用いられ、みなし証券として金融商品取引業に準拠する。

① 概要

- ・ 営業者…(株)トビムシ
- ・ ファンド資金…高性能林業機械購入
- ・ 募集金額…四九四〇万円（最大）
- ・ 募集単位…小口投資家に限定し、一口五万円から上限一〇口五〇万円（「西栗倉村共有の森ファンド二〇〇九」は二五二〇万円、「西栗倉村共有の森ファンド二〇一〇」は二四二〇万円。二〇〇九と二〇一〇は同一の匿名組合勘定であり、同じ資金使途および事業による収益を対象としているが、会計期間が異なる⁽⁷⁾）
- ・ 出資者への分配金⁽⁸⁾…配当の実績（一口五万円当り）…第一回は配当留保、第二回は五八二五円、第三回は三八三八円

② 対象事業

(株)トビムシは、収益化できるはずの木が放置されていること（日本の国土の六七％は森林）、林業機械導入などの効率化が進んでおらず林業のコストが高いこと、および国産材を利用することのメリット・価値について世間一般の認知度や関心が低いこと等に着眼し、その解決策として林業ファンドによる出資を通して、国産材への関心を持ってもらう機会を増やす、そのため調達資金で林業機械を購入しコストを下げ、国産間伐材の有効利用で、収益機会を増やすことを検討した。

その結果として、西栗倉村、森林組合（当時は美作森林組合、その後広域合併し「美作東備森林組合」に変更した）、(株)トビムシの三者が共同で実施する西栗倉村の森林を対象とした長期森林管理および木材生産に資する

施業、販売事業を行うこととした。

③ ファンドの資金使途と(株)トビムシの収入

森林管理にかかる生産性の向上と操業費用を低減する高性能林業機械の導入

a. 森林組合への施業支援に関する高性能林業機械（ハーベスター二台、グラップル一台、フォワーダー一台）レンタル収入（見込み）・・年平均六三二万七〇〇円×八年四ヶ月契約＝五三〇六万二八〇〇円（会計期間中年二ヶ月は積雪のためレンタル収入なし）

b. 木材の販売支援に関する販売支援収入・・木材販売売上高×一〇％＋施業収益分配金

④ 投資者にアピールする共感ポイントの例

- ・ いい森は手を入れないと作れない
- ・ 林業は日本に眠る貴重な資源を活用できる
- ・ 一〇〇年の森林を共に支える
- ・ 現地ツアーなどで仲間作り、社会との関わり

⑤ 投資家とその特徴

投資家は三〇～四〇代が多くその数は四三三人である。投資家は、西栗倉村のファン（応援者）になり、自分たちのお金がどのように活かされているのか、地

図表1 性別と年代

(単位：％)

年 代	男 性	女 性	合 計
20代	5	2	7
30代	26	7	33
40代	25	5	30
50代	10	5	15
60代以上	10	5	15
合 計	76	24	100

(出所) 赤井厚雄、小松真実、松尾順介「ふるさと投資のすべて」(株)きんざい 70頁

域活性化の実態を西栗倉村に見学に来ることが多い。

(4) 西栗倉村共有の森ファンドのスキームと(株)トビムシとMSの契約内容
 百年の森林創造事業の資金調達手段として組成する匿名組合方式による事業ファンドの取扱い、運営、IRおよび監査に関する業務をMSに委託している(図表3参照)。

業務委託内容は次の通りである。

① ファンド取扱業務

- ・ 第二種金融商品取引業者としてのみなし有価証券の取扱業務
- ・ インターネットを介した出資金および出資者との匿名組合契約締結媒介
- ・ ファンド出資金額の決済処理

② ファンド運営、モニタリング、IR業務

- ・ 見込投資家および出資者からの問い合わせサポート
- ・ IR用WEBページの運営・保守
- ・ 決算時の報告書作成
- ・ 出資者への分配金支払い

図表2 地域

(単位：％)

地 域	割 合
北海道・東北	3
関東	52
中部	11
近畿	19
中国	13
四国	1
九州・沖縄	0
合 計	100

(出所) 赤井厚雄、小松真実、松尾順介「ふるさと投資のすべて」(株)きんざい 70頁

③ ファンド監査業務

・ファンドで募集した資金の用途および事業における売上金額の分配が匿名契約通り履行されていることを確認する業務

(5) MSについて

・設立…二〇〇一年二月二八日

・資本金…一億七二四六万円

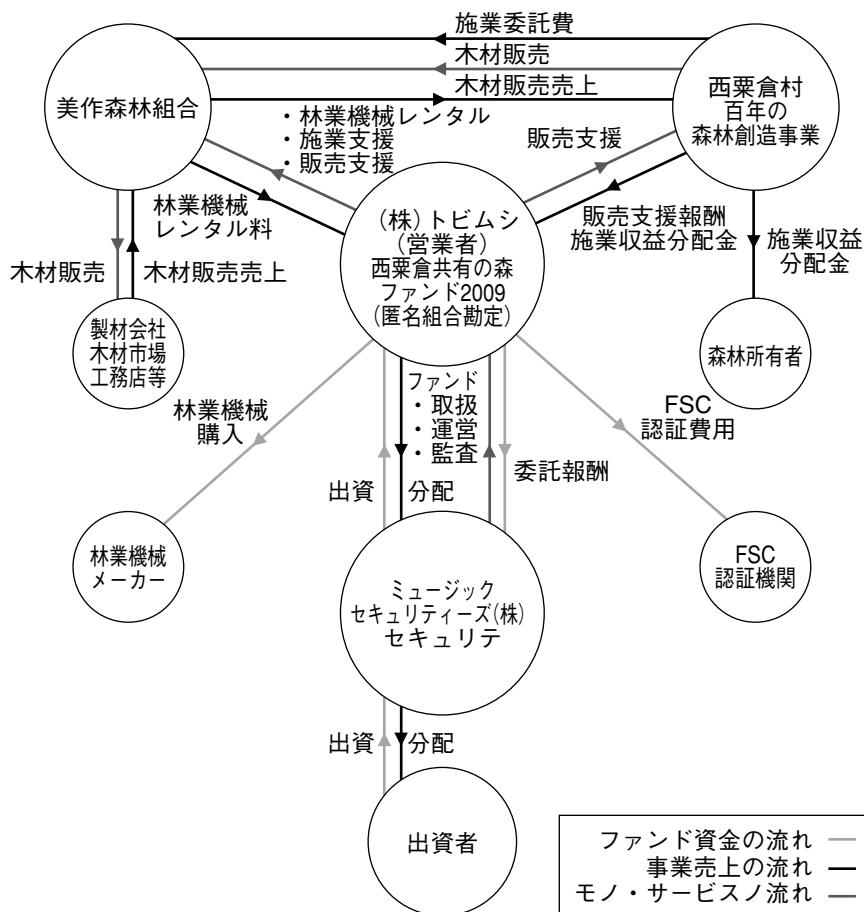
円

・事業概要…投資ファンド運用会社

音楽CD製作・販売や

アーティスト・マネジメントなどの音楽事業を行う一方、音楽ファンドを

図表3 「西栗倉村共有の森ファンド2010」のスキーム



(出所) MSホームページ

設立した。音楽ファンド以外にも森林ファンド、純米酒の酒蔵ファンド、東北の被災地応援ファンド等を運用している。

・ファンドの分配金

営業者の利益ではなく売り上げから支払われる。したがって、株式の場合における配当とは異なり出資金が流通市場で換金できるものではない。また、営業者から見れば売上から支払われることで事業運営には厳しいことになる。すでに終了し償還したファンドは八七本（音楽六二本、アプリ六本、日本酒五本、農業三本、レストラン二本、飲食店二本、工芸二本、アパレル二本、スポーツ一本、酢一本、タオル製造一本）あるが、償還率は最も低い三〇％から最も高い一五五％⁽⁹⁾まである。

そのほか、MSは出資者から手数料（調達金額の五％）を徴収している。

2 西栗倉村の林業活性化への取組み

（１）村の概要

人口一五六三人、世帯数五五三世帯、高齢化率約三二％、面積五七九三ha、森林面積五四九八ha（森林比率九五％、個人所有林三〇〇〇ha、村有林一五〇〇ha、企業所有林一〇〇〇ha）、主な産業は林業、農業、観光業で、林業従事者（森の学校、森林で作業する会社、製材企業等の従業員）は約一〇〇人。

なお、我が国は国土面積の六七％が森林である。農林水産省は二〇一一年度を「森林・林業再生元年」とし「森林・林業再生プラン」で木材自給率を二六％から五〇％に引き上げること为目标にし、住宅や公共建築物に木材を使うことを後押ししている。

(2) 村の活性化の経緯

① 第二次大戦後、森林が個人に開放されたが、個人では手入れができずに森林は放置されてきた。

二〇〇四年に西栗倉村は村議会の賛成を得て美作市等周辺自治体との合併協議会から離脱し、自主自立の道を選び、総務省の「地域再生マネージャー制度」を使い外部の専門家のアドバイスを心得て地域を活性化することにした。これまで歴代の村長は林業の活性化に向けて林道の整備に取り組んできたため、他の市町村に比べ林業のインフラ整備が進んでいたことが背景にあると思われる。

② 前村長の道上正寿氏は、規模を問わずに村の資源だけで少量多品目生産による小さな経済を志向した。基本的には村の資源だけで勝負するが、唯一、人材だけは外に向けて広く優秀な人材を確保する方針を掲げた。⁽¹⁰⁾ 村長は、二〇〇四年に総務省での「地域再生マネジメント会議」でMSの営業者である(株)トビムシの親会社アマタ⁽¹¹⁾(株)の熊野英介社長と出会い、地域再生でのコンサルティングに合意した。なお、(株)トビムシは二〇〇九年に設立されたが当時、アマタ(株)の一〇〇%子会社であった。

③ アミタ(株)の熊野社長(当時、現会長)は、村長と協議して二人で二年間村民に継続して「心の産業」を説いた。「心の産業」とは、田舎の疲弊は大量生産大量消費の経済、お金をたくさん使って心を遣わないことから生じている。そのため、地域の経済・雇用は人と人との豊かなつながりの上に成り立つものであることから、豊かな心のつながりがあり、その結果としてモノもお金も動くという経済にならなければ、合併せずに村という小さな存在として存続していく意味がないことである。この活動は(株)森の学校の牧大介社長(元三和総合研究所、元アミタ(株))が引き継いで行っている。

④ 二〇〇七年、「雇用対策協議会」を設置し、厚生労働省から五年間で一億五〇〇〇万円の人材投資資金補助

を受ける。二〇〇八年に雇用対策協議会で「百年の森林構想」を提言し、Ｉターン者の受入れの取組みを開始した。二〇〇九年に西栗倉村、森林組合および(株)トビムシの三者で「西栗倉村森林管理運営に関する基本合意書」を締結し百年の森林事業を開始した。

「百年の森構想」には、ビジョンが二つあり、一つは「約五〇年生にまで育った森林の管理をここで締めず、村ぐるみであと五〇年がんばろう。そして美しい百年の森林に囲まれた上質な田舎を実現していこう」と、もう一つは「森林事業は心と心をつなぎ価値を生み出していく『心産業』、村の資源である森林から産業を、そして仕事を生み出していこう」である。その事業の内容には、百年の森林創造事業（川上事業）として森林管理・森林整備（切捨て・搬出間伐）、作業道の開設、間伐材の販売（森の学校へ委託）があり、森の学校事業（川下事業）として間伐材を使った商品の開発・販売（消費者に直結）、西栗倉村のファンの創出がある。

西栗倉村森林管理運営に関する基本合意書では、

イ、西栗倉村は、施業管理林販売等に関する管理運営について、販売管理業務を(株)トビムシに委託する。

ロ、(株)トビムシは、施業・販売管理業務等の遂行に必要な資金を小口出資形式で募集し、得られた資金で高性能林業機械等の購入費用として支出し、管理運営する。

また、西栗倉村と(株)トビムシの森林施業販売に関する協定書では、次の通りの内容になっている。

イ、(株)トビムシは、組合に対し施業管理業務の効率化に資するための業務支援を行う。

ロ、(株)トビムシは、組合に高性能林業機械等を貸与することができる。

ハ、組合は、(株)トビムシに対し販売管理業務の効率化に資するための業務支援を行う。

ニ、組合は、(株)トビムシが投資家特典用途に栽培を予定する林産物等の栽培に関する支援業務を行う。

3 村役場の主導的役割

役場の職員は五〇名であるが、そのうち林業活性化に取り組む産業観光課には九名の人員を割いている。このうち林業の担当は正規職員五名（一名は林野庁からの出向職員であり、中央官庁に情報発信できる状況である）に派遣職員二名を加えて合計七名である。

（１）森林所有者と長期施業管理委託の契約

① 西栗倉村ではかねてから林道は整備されていたが、森林の所有は小口の個人所有形態であるので、木材の伐採・搬出には、多くの他人の山林を通ることになり、他人の了解を得るのには手間と時間を要することになる。

② 昭和四〇年代に薪炭材採取、農耕用家畜の草刈場であった村有林を集落ごとに安く払い下げ、集落では細分化して世帯ごとに分配したので、村民が森林を所有することになった。当時は木材需要が旺盛な時代背景もあって、村民挙げて植林し、自ら丁寧⁽¹²⁾に育林してきた経緯がある。しかし、長引く材価の低迷から人工林の多くが五〇年生になり伐採期を迎えたが、手入れ不足の状況が進んでいた。

③ 村役場が中心となり、森林所有者と長期施業管理委託の契約を結び、管理ができない個人所有の森林を一〇年間村が預かり、森の学校が関与することで資産価値を高めたうえで返却する方法を取った（企業所有林は独自の取組みを行っているので、村の林業活性化の対象外である）。いわば、小口に分散している森林を団地化による集団間伐実施計画をたて、森林を一括して経営する「共有の森事業」として役場が介入することでスムーズになり、この結果、面積が小さい森林をなるべく大きなまとまりにして管理することで、低コストで効率

的な森林整備ができるという利点が生じた。

④ 二〇〇九年から個人所有の森林九〇〇haを預かり、伐採した木材は森の学校、大手製材会社、木材市場に販売し、売り上げは約一五%増収となり森林組合から半分が個人に半分が役場に配分され、役場に利益をもたらした。

⑤ 森林の手入れは一〇年に一度でよいことから、年間に手入れする森林は個人所有林全体三〇〇〇haの一〇分の一である三〇〇haである。

⑥ 林業活性化のリーダーシップは、「百年の森林構想」開始までは森林組合がとってきたが、現在は役場がとっており、村の特別会計に「百年の森林事業」が組み込まれており、村役場が、林業経営のリスクを負う仕組みになっている。

(2) これまでに乗り越えた障壁

役場、森林組合および(株)森の学校の三者間におけるトラブルも生じた。当初は、役場と森林組合で考え方が違う、切捨間伐が多すぎる、施業の質が良くない、いつ開始し完了したのかがよくわからず不透明、施業コストが不明瞭、市場への流通が多すぎる等様々な課題があった。これらの中にはいまだ解決できないものも多いが、役場、森林組合および森の学校の三者で毎月一回管理者レベルと実務担当者(施業内容、長期契約、販売流通部会)の三者会議を発足させ、百年の森林構想にかかわる諸問題を解決する仕組みを設けた。

また、合意に当って調整が難航した点としては、西栗倉村が中心となって進める「百年の森林事業」の中核に(株)トビムシという言わば「よそ者」が参画し、木材の売上から販売支援報酬という形で収益を得る事業モデルに

ついて調整が難航した。

(3) 製材、販売、雇用等

① 二〇一一年までは切り出した原木（丸太）は原木市場を通じて販売していたが、二〇一二年からは市場ではなく組合土場を通じて選木してチップ業者、合板・製材業者、森の学校等直接需要者と取引をすることで需要に合わせた直接販売に切り替えた。

このことで物流コストの削減、有利販売が可能となり、市場手数料が低減し山林所有者の収益が増加した（平成二四年度森の学校等村内事業所への販売は、一五七五万円、村外事業所への販売は、一三〇九万円）。

② FSC認証⁽¹³⁾により、国際的な森林認証を取得したというイメージアップ効果があり、フォレストストック認定⁽¹⁴⁾の取得や「みなと森と水ネットワーク」⁽¹⁵⁾への参加がスムーズに進んだ。ただ、販売価格の上昇や顧客の拡大等の目に見えた効果は見受けられない。

③ 木材の安定供給については、東京都港区が五〇〇〇平米以上の建物については国産材を一定量使用するという条例を定めており、五〇の地方自治体が港区と協定を結んでいる。このため持続的森林経営が可能になってきた。西栗倉村の木材は、岡山県真庭市に集積させ、加工して東京都港区に送り出している。原木のままよりも付加価値が高い。

④ 森の学校でも木材を使用していることから、森林組合の雇用確保というメリットがある。

以上の改革により、従来の村内で完結する植林、育林・枝打・間伐、伐採から市場に原木（丸太）の供給という第一次産業としての林業から、それらに加えて付加価値が高い製材、合板、木工家具、建材流通、設計、施工

という形で村の外を巻き込んだ六次産業化⁽¹⁶⁾が達成できた。

⑤ 課題

イ. 近年、輸入材が低価で安定供給されているのに対し、国内材は供給量が一定しないことや、販売の窓口が一本でなく、商社機能が働いていない。

ロ. かつて、ヒノキは高価格であったが、杉に比べ成長に時間を要し、最近では杉の価格と変りがないことから、現在、植林は杉が中心となっている（図表4 参照）。

ハ. 二〇〇九年の開始後、時間が経っていないこともあり、実績が上がっているとはいえない。将来も木材搬出がうまくいくとは限らない。

（4）人材の確保（Ｉターンの募集）

西栗倉村には高校がないため、ほとんどの若者は高校進学のため村を出て、卒業後も村に帰る者は少ない。

二〇〇七年に、西栗倉村雇用対策協議会が発足し、大都市で採用の説明会を開催してきた。百年の森林事業に共感し、林業や地域づくりに関心がある人、西栗倉・森の学校をはじめ地元森林組合や役場で仕事をつくっている人、素材（森）に近いところで仕事したいと独立・移住した家具職人などがある。

雇用対策協議会では、村の活性化に必要な人材（㈱トビムシ等では「人材」ではなく「人材」と表現している）を確保し、育成するため東京、大阪、神戸等の大都市で村独自の説明会を開催し、Ｉターン者の受入れを始めた。

図表 4 主要な原木の販売価格
（長さ 4 m材の例、2013年 3 月現在）

直 径	平 均 価 格		用 途
	ス ギ	ヒノキ	
限定せず	2,700円	2,700円	パルプ
14～16cm	5,500円	5,900円	合 板
18～20cm	6,700円	8,500円	合 板
20～22cm	9,000円	13,500円	床板など内装材
22～30cm	10,000円	15,000円	床板など内装材

（出所）㈱森の学校資料

二〇〇八年以降のＩターナー者は三三家族五六名（うち六家族一二名は転出）になっている。雇用の確保はＩターナー者が中心になっているが、村の人口が増加すれば地方交付税が増加する。

4 (株)トビムシ

二〇〇九年九月アミタ(株)（現アミタホールディングス(株)）の一〇〇％子会社として設立、二〇一一年九月三〇日に資本関係を解消した。

(1) (株)トビムシの概要と創設の理念

- ① 資本金六四七〇万円、株主一人
- ② 役員六人、従業員数五人
- ③ ミッション

地域の眠れる資産を顕在化し、森への期待を喚起し、連綿たる想いをつなぎ、世の流れを創造する

(2) 子会社(株)西栗倉・森の学校

① 概要

資本金…一億三一八九万円

株主…(株)トビムシ、アイワホーム⁽¹⁷⁾、西栗倉村役場、西栗倉村民七六名

② 事業内容

- ・ 森林組合からの丸太の仕入れ
- ・ 森の商社事業部における家具・雑貨等の木製品および農産品の商品企画、卸販売、小売り
- ・ ニシアワー製造所における床板・床タイル等の住宅部材、オフィス向け内装材、間伐材ワリバシ、家具工房等への製造販売

これらの事業を通じて森の学校は二つの役割を果たしている。一つは森林を再生するために間伐面積を増やし、得られた間伐材を販売するために、木材市場ではなく需要家を開拓するというマーケティングを行うことである。もう一つは森や木にかかわる人材を発掘し、育成するインキュベーターの役割である。

③ 経緯

一九九九年に統合され廃校になった旧影石小学校校舎を利用して、二〇〇九年に森の学校プロジェクトを開始し、家具等の木材製品を製造・販売を開始した。

西栗倉村と(株)トビムシの共同子会社であり、林産物の商社機能を担う森の学校は二〇一一年に売上高年一億円を超える企業になった。雇用創出もあり、西栗倉村は県内で唯一人口が増加している村となった。

④ 人財の確保

前述の通り西栗倉村雇用対策協議会の人財確保活動は、二〇一一年に活動を終えたが、現在は、それぞれの事業体が採用を行っており、(株)トビムシは、二〇一三年四月二七日には「挑戦者による挑戦者募集説明会」を東京

で開催し、(株)トビムシの理念⁽¹⁸⁾に賛同する「地域おこし協力隊」の人財の募集を行った。仕事の支援先は(株)西栗倉・森の学校となる。

⑤ 課題

今後の事業計画としては、木材流通事業の安定拡大を図ること、原木仕入量の拡大を図り、ファンド収入となる販売支援報酬の増大を目指す。また、原木仕入量の拡大によって、森林組合等が実施する素材生産（施業管理）業務の拡大が図られ、林業機械レンタル料の収入安定に寄与していくことを目指す。

（３）事業の着想および今後の事業の継続性・発展性について

(株)トビムシ竹本社長へのインタビューでは、「日本の中山間地域が抱える問題を解決していくことに社会的意義があるのかを見出したい。そのためにはグローバルゼーション、中央集権システムからの脱却が必要であると考えており、それを推進するにあたっては、次のような事業の展開を目指す」との回答が得られた。

・地域の有する特性を丁寧に出し、素材を再編集すること。このことは資産価値の見える化を意味する。

・地域（森林・林業、自治体等）と都市（都会に住む人々、都市部の自治体、大手企業等）の関係性を再構築すること

・中山間地域の生産者の立場から価値を伝えること。これは持続可能な顧客創造につながる。

これらにより、森林・林業振興を切り口とした、新しい持続可能地域市場の拡大と創造に寄与することを考えている。

また、今後の事業の継続性・発展性については、

・林業の主要な出口である木材業を、新築を中心にした建材業と見た場合、今後の市場は縮少すると考えざるを得ないが、木材業が浸透していないオフィス内装などの分野にリフォーム・リノベーションの機会からアップロ―チすることで十分な市場規模が存在すると考えており、西栗倉村での事業を中心に、都市空間での木材利用拡大と地域の林業・木材流通の変革を進めていけるものと考えている。

・事業環境は日本の山村（中山間地域）に共通の課題・構造であり、事業展開のフィールドは大きいと考えている。一方で、各地域において、地域資源や近隣マーケット（市場）との関係などの状況は大きく異なり、ソリューションは一樣ではなく、旗艦事業である西栗倉村の取組みを基に、各地域および近隣マーケットの有力な（クリエイティブな）パートナー企業との提携関係の中で展開を図っていく必要があると考えている。

なお、(株)トビムシは子会社としてワリバシカンパニーを持ちクラウドファンด์であるワリバシファンด์で資金調達を行っている。

おわりに

西栗倉村の林業による地域活性化は、わが国の多くの農村が抱えている問題であり、いまだ将来の展望が開けない中で大きな示唆を与えるものであろう。

これまでの動きを要約すると次のようになろう。

① 二〇〇四年以降の市町村合併の流れから議会の賛成を得て離脱したが、村が独立していくために林業再生にかけることとした。村長のリーダーシップとアマタ(株)および当時その子会社であった(株)トビムシの協力ができ

上がった。

② 戦後、植林されて五〇年が経過したが、植林後四〇～五〇年の木が多いことから森林の管理を諦めずに「村ぐるみであと五〇年がんばろう、そして美しい百年の森林に囲まれた上質な田舎を実現していこう」という村長の呼びかけに答えて「百年の森林構想」が生まれた。

③ 村が事業主体として森林経営計画を建てたが、森林管理・森林整備、作業道の開設等の必要な費用は基本的には「国庫補助事業」と「単県補助事業」（森林環境保全直接支援事業、森林整備加速化・林業再生事業、美しい森林づくり基盤整備交付金、始業森林保全再生事業等）、過疎債を含む交付金により賄うほか、村の一般会計からの繰入金、間伐材販売収入、共有の森ファンドの資金で対応している。現在の村債の残高は二億円、村の一般会計予算規模二五億円である。

④ 村の財政は、基本的には税収、補助金、交付金であるが、(株)トビムシがMSのプラットフォームを通じてクラウドファンディングによる四九四〇万円という決して多くはない金額を得て、森林組合が高性能林業機械を手にすることで効率化が達成し、村民の意識改革やイターンの若者増加というプラスの好循環が生じたといえる。

それでは、西栗倉村の活性化は、我が国の今後の地域活性化や林業の再生にとって先導的な存在になるであろうか。お手本にはなりうる、かといって同じ悩みを持つ他の地域が直ちに組み入れるほど簡単とはいえない。西栗倉村のこれまでの成功の背景を探ると、まず、市町村合併を行えば村は合併後の美作市の周辺地域になり、役場は市役所の支所になるとともに、これまでであったであろう「村の誇り」を失いかねない。将来の「豊かな地域社会」を考えると自助努力しかない¹⁹⁾と村長をはじめとする村の幹部は判断したと考える。そのため、従前から

林業整備の条件が整っていたこと、「百年の森」構想をはじめとする村長の卓見とリーダーシップがあったこと、補助金の導入やクラウドファンディングをはじめとするファイナンスや商社機能を持たせた森の学校によるマーケティング等についてアイデアを出し実行する外部の優秀なアドバイザーや応援者がいたこと、西栗倉村と(株)西栗倉村・森の学校および(株)トビムシ三者の連携があったこと、「よそ者」意識を払拭してＩターン者を導入したこと、投資者を村のファン化したこと、なおかつ村民に対する「心の産業」の考え方を浸透させた粘り強い活動があったことから達成できたのではないかと考える、それがこれまでの一次産業としての林業から六次産業としての林業に転換できた理由であろう。

「西栗倉村共有の森ファンド」による四九四〇万円という金額の多寡よりも、この資金により購入された高性能林業機械の購入で触発された村の独立心や前向きな姿勢の形成が村の活性化をもたらしただといえるのではないだろうか。しかしながら、外材中心の木材流通事情からは採算ベースに乗せるのは今後とも苦難の道で、いまだ前途は多難というべきであろう。

西栗倉村の事例が、我が国の他の地域の活性化に寄与するにはこの事例を大きく周知するとともに、行政の一層の理解と応援が必要であろうと考える。

西栗倉村が属する岡山県は、西栗倉村の地域活性化の動きに対して、これまで中央官庁の情報を伝えてくれる等協力的であるが、西栗倉村が他の県内の自治体の中で特別扱いされているわけではなく、「面白いこと」をしている村と見られているのが実情かと思われる。

(株)トビムシの竹本社長はインタビューの中で、岡山県や岡山商工会議所に期待する役割として、次の通り希望を述べている。

(1) 資金面

岡山県からは林業機械導入の補助金等（匿名組合の営業内容（林業機械レンタル事業）に対し、既存の林野関連補助事業から林業機械の購入に対し、四五％の補助を受けた）を受けたが、基本的に国（林野庁）の事業（予算）内での支援が中心であり、予算の自由度が低く、制約条件が多いため、今後は県独自の支援策（補助金等）の充実が期待される。

岡山商工会議所には信用保証協会等に対し、認定や支援の口添えによる資金調達の後方支援を期待したい。

(2) 販売面

公共建築物等における木材の利用促進法の下、庁舎や所管施設（学校など）での無垢内装材の利用促進を期待したい。

(3) 流通面

現在の生産・物流量では特に何か支援が必要になる課題は認識していないが、将来的に木製品の輸出等を考えて行く場合には貿易事務等での支援を期待したい。

(4) P R

商工会議所主催のセミナー（「店舗作り」など）での西栗倉・森の学校のお客様事例の紹介などによるP Rを期待したい。

- (1) 松尾順介「日米のダブル・ボトムライン投資ファンド（下）」『証券経済研究』第七九号 日本証券経済研究所 二〇一二年九月および松尾順介「農林業再生と金融機関・投資ファンド」証研レポートNo. 一六六三 四〇～四三頁 日本証券経済研究所大阪研究所 二〇一〇年二月を参照
- (2) 国は間伐作業の費用の七割を補助、これまでは小規模でもよく、かつ木を切り倒せば、その場に放置したままでも交付していたが、五ha以上の面積で、かつ一定量を伐採後、搬出する計画のみに助成することに変更した（株）ビムシホームページ）
- (3) 金融審議会「新規・成長企業へのリスクマネーの供給のあり方に関するワーキンググループ」資料 二〇一三年七月三〇日ミュージックセキュリティーズ(株)代表取締役小松真実
- (4) Jumpstart Our Business Startups Act 小規模成長企業の支援を目的にしており、一定の条件を満たした小規模成長企業が資金調達を行いやすくするために、証券市場の規制を緩和するものである。
- (5) 奥谷貴彦「英国・クラウドファンディングで株式募集」『金融資本市場』二〇一三年四月二五日 大和総研
- (6) 匿名組合とは、資本家と経営者を結びつける企業形態であり、その特徴は出資者が背後に隠れ、対外的には営業者の単独事業として現れるところである。匿名組合では、事業から生じた利益又は損失はすべて組合員に分配される（永沢 徹「SPC&匿名組合の法律・会計税務と評価」精文社 二〇一三年三月 一七五頁
- (7) 松尾順介「日米のダブル・ボトムライン投資ファンド（下）」『証券経済研究』第七九号 日本証券経済研究所 二〇一二年九月
- (8) 松尾順介「農林業再生と金融機関・投資ファンド」証研レポートNo. 一六六三 四〇～四三頁 日本証券経済研究

所大阪研究所 二〇一〇年一二月

(9) 吉野直行、塩沢修平、嘉治佐保子「ふるさと投資ファンド」慶応義塾大学出版会二〇一三年三月、金融審議会 MS

代表取締役小松真実資料 二〇一三年七月三〇日、MSホームページ参照

(10) 全国林業改良普及協会編「仕事があれば村は元氣」地域雇用づくりの林業戦略」一四六頁 全国林業改良普及協会
二〇一一年八月

(11) アミタ(株)は、一九七七年設立、資本金四億七四九二万円、多種多様な廃棄物から「調合」という技術によりセメント原料や代替燃料、金属原料等の地上資源を製造する資源・環境リサイクルや地域再生事業を手掛けている。アミタホールディングス(株)はアミタグループの持株会社(JASDAQ上場)

(12) 全国林業改良普及協会編 前掲書一四三頁

(13) FSC (Forest Stewardship Council 森林管理評議会) は、木材を生産する世界の森林と、その森林から切り出された木材の流通プロセスを認証する国際機関。その認証は、森林の環境保全に配慮し、地域社会の利益にかなない経済的にも継続可能な形で生産された木材に与えられる。

(14) フォレストストック認定とは、森林の認定およびフォレストストック取得後のモニタリングにおいて森林認証機関が「森作りにおける森林吸収源、生物多様性等評価基準」にしたがって「生物多様性の評価」および「森林の管理・経営の評価」を採点し、さらにCO₂吸収量の算定を行う。

(15) 二〇〇九年、東京都港区長と全国の森林資源を豊富に持つ市町村の首長が会合し「みなと水サミット」が開催され、都市と山間部が共同で低炭素社会の実現を目指す話し合いが行われた。都市での木材利用と山間部での森林整備を促進するための仕組みとして「みなとモデル二酸化炭素認証制度」を設けた。

(16) 農林水産物を、収穫・漁獲（第一次産業）するだけでなく、加工（第二次産業）し、流通・販売（第三次産業）まで

手がけることで、農林水産業の経営体質の強化を目指す経営手法

(17) 西粟倉村・森の学校が資本提携した大阪の住宅建設会社

(18) (株)トビムシの志は次の通りである。

- ・森を起点とする自然や文化や伝統、そうした地域のストックとしての価値をたかめていくこと
- ・世代を越えた想いをつなぎ、信頼と時間を束ね、永続的な事業を構築すること

- ・誇りある、志ある事業と、それを支援したい人たちの意思とお金をつないでいくこと

- ・人の手に渡ったその時から価値が高まりはじめる商品、サービスを提供していくこと

- ・志を同じくする人々がプロセスから参加できるプロセスを感知できる方策、場を提供すること

(19) 関 満博『「農」と『食』のフロンティア―中山間地域から元気を学ぶ』学芸出版 二〇一二年一月参照

参考文献

- ・赤井厚雄、小松真実、松尾順介「ふるさと投資のすべて」(株)きんざい 二〇一三年五月

- ・吉野直行、塩澤修平、嘉治佐保子「ふるさと投資ファンド―意欲ある中小企業が資金を得る仕組み」慶応義塾大学出版会

二〇一三年三月

- ・全国林業改良普及協会編「仕事があれば村は元気―地域雇用づくりの林業戦略―」全国林業改良普及協会 二〇一二年八月

- ・慎 泰俊「ソーシャルファイナンス革命―世界を変えるお金の集め方―」技術評論社 二〇一二年八月

- ・関 満博『「農」と『食』のフロンティア―中山間地域から元気を学ぶ』学芸出版 二〇一一年一月

・松尾順介「日本のダブル・ボトムライン投資ファンド（下）」『証券経済研究』第七九号 日本証券経済研究所 二〇一二年九月

・西粟倉村、(株)西粟倉村・森の学校の資料

・岡山県、西粟倉村、(株)トビムシ、ミュージックセキユリティーズ(株)、JBPホームページ

（さかした あきら・客員研究員）

証研レポート既刊目録

No.1666 (2011.6)	執筆者	No.1673 (2012.8)	執筆者
個人投資家の動向について	二上	FMI (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	ー資金決済 (PVP) と証券決済 (DVP) のリンクが大事ー	
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 (CDS) 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
		ー地方債市場の持続可能性に焦点を当ててー	
No.1667 (2011.8)		No.1674 (2012.10)	
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IOSCOの報告について	清水	ー超高速コンピューター取引のリスクー	
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
		ークレディ・スイス発行のETNを巡る問題ー	
No.1668 (2011.10)		米国投資顧問業 (RIA) の自主規制機関 (SRO) をめぐる論議	坂下
日米証券界の収益状況比較	二上		
米国における「受託者責任 (Fiduciary Duty)」の展開について	坂下	No.1675 (2012.12)	
ーSECの調査報告書を中心にー		繰り返される国債日銀引受発行の議論	中島
欧州中央銀行とELA (緊急流動性支援)	伊豆	地域再生ファンドの取組と課題	松尾
LSEGによるTMX買収合意の撤回	吉川	統合取引追跡システムに関するSEC最終提案	清水
わが国CDS市場の価格形成	志馬	アジア債券市場育成の取り組みと成長過程	西尾
ー株式市場との比較を中心にー		イギリス金融規制改革のゆくえ	築田
No.1669 (2011.12)		No.1676 (2013.2)	
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	ICEによるNYSEユーロネクスト買収合意	吉川
ーフラッシュ・クラッシュとは何かー		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	ー米国で拡大するETP市場の開拓者ー	
		SECのフォームF4に関連する問題	福本
No.1670 (2012.2)		No.1677 (2013.4)	
ソーシャル・ビジネスと証券市場	松尾	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
欧州中央銀行の危機対策	伊豆	社会的責任投資とその評価手法	松尾
ドイツ取引所とNYSEユーロネクストの合併撤回	吉川	欧州証券市場はどの程度分裂しているか	清水
レバレッジETFを巡る議論	志馬	中国の合会と日本の無尽の銀行化	西尾
ーデリバティブを組みこんだETFの紹介とSECの動きー		ー中国の中小企業金融への示唆としてー	
No.1671 (2012.4)		韓国のカバードボンド法制案と住宅金融市場	築田
国債取引の決済期間の短縮化とレボ市場の整備	中島	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
ー二つのワーキング・グループの最終報告書と工程表ー		No.1678 (2013.6)	
外務員資格試験制度の改革と課題について	坂下	リテール・ビジネスのバリュー・チェーンとアンバンドリング	二上
米国のダブル・ボトムライン投資ファンド	松尾	金融危機と日本銀行	伊豆
高頻度取引をめぐる規制動向	清水	ー特融・預金保険機構向け貸付・出資ー	
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	ツイッター・クラッシュ	吉川
		ーハッカーの誤情報による米国株価急変動ー	
No.1672 (2012.6)		米国株式オプション市場の拡大とその背景	志馬
投資勧誘規制の在り方をめぐる論点	二上	No.1679 (2013.8)	
ユーロ危機とECB	伊豆	長期金利の変動はなぜ生じたか	中島
ダーク・プールの陥落	吉川	ソーシャルインパクト債と社会貢献型投資	松尾
ーSECによるバイブライン処分ー		アメリカのティックサイズ拡大議論	清水
香港取引所のグローバルIPO市場	志馬	アベノミクスと機関投資家行動	志馬
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	投資家保有構造から考える日本国債の安定性	西尾
		イギリスの個人貯蓄口座 (ISA) の現状と展開	築田

公益財団法人 日本証券経済研究所 ホームページのご案内

<http://www.jsri.or.jp/>

(YAHOO、Google などの検索サイトで、「証券経済研究所」、「jsri」ですぐ検索できます。)

I. 研究所の紹介等

J S R Iについて

当研究所の概要や事業活動を紹介しています。

出 版 物 案 内

『証券レビュー』『証研レポート』『金融商品取引法研究会研究記録』の全文、『証券経済研究』の各論文要旨を掲載しています。また、定期刊行物のバックナンバー一覧、単行本の内容紹介と目次もご覧いただけます。

証 券 図 書 館

証券図書館の概要や利用の手引きを紹介しています。

講 演 会 録

「資本市場を考える会」「証券セミナー」の講演会録（全文）をお読みいただけます。

研 究 会

当研究所が主催する研究会の概要と活動状況を紹介しています。また、金融商品取引法研究会研究記録（全文）をご覧いただけます。

株式投資収益率

株式投資収益率（東証第一部、第二部）の年別・月別のデータ（概要）や産業別・銘柄によるランキングを掲載しています。

ト ピ ッ ク ス

海外の論文の翻訳・紹介や証券経済関係の小論文を掲載しています。

II. データベース検索

研 究 所 出 版 物

出版物案内に掲載している出版物を書名・論文名または著者名等により検索できます。

証券図書館の蔵書

証券図書館（東京）所蔵の蔵書を書名、著者名等により検索できます。また、新規受け入れ図書を紹介する新着資料案内もあります。

証券関係の論文・記事

証券図書館（東京）が受け入れている国内雑誌に掲載された証券関係の論文・記事を論文名、著者名及びキーワードにより検索できます。

証 券 年 表

新聞、雑誌等の記事を「証券」「金融」「一般」に3分類し、月単位で更新しています。日付ごとに記事を一覧することができるとともに、探したい用語を含む記事の検索もできます。

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。

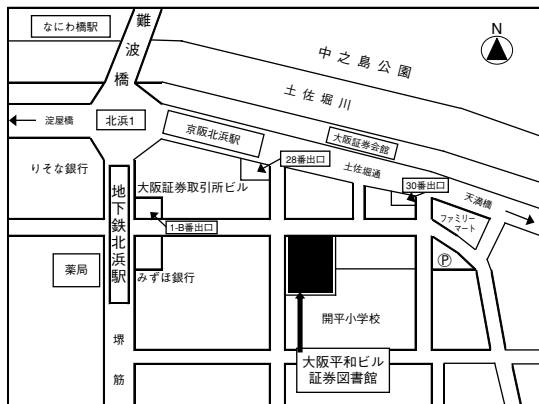
所在地 大阪市中央区北浜 1－5－5 大阪平和ビル地下1階
TEL (06) 6201-0062

開館時間 午前9:30 ～ 午後5:30
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。

証研レポート第一六八〇号
二〇一三年十月十四日発行
(偶数月第二月曜日発行)

2013年10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)