

証 研

レポート

No.1687

2014年12月

なぜ国債発行市場は安定しているか

中島 将隆（1）

拡大するラップ口座

二上季代司（18）

クラウドファンディングの可能性

松尾 順介（25）

アメリカの証券市場構造とHFT（高頻度取引）

清水 葉子（52）

なぜ国債発行市場は安定しているか

中島 将隆

1 謎に満ちた国債発行市場の現状

国債は無制限に発行可能ではない。巨額の国債が継続的に発行されると、市中消化が困難になってくる。市中消化が困難になった時点で国債を増発すれば、民間の資金調達と政府の資金調達が競合し、民間資金調達が困難となつてクラウディングアウトが発生する。クラウディングアウトを回避して更なる国債を増発するには、中央銀行信用に依存せざるを得ない。国債が中央銀行に依存した場合の行きつく先は財政インフレである。

振り返ってみると、こうした国債大量発行の帰結を何度も経験してきた。昭和一二年に成立した臨時資金調整法は、国債発行と民間資金調達が競合を開始した時点で、民間資金調達を抑制し政府資金を優先的に確保する最初の調整であった。戦争の拡大によって国債発行額が膨張すると、不要不急部門の資金調達を抑制した上で、国債は日銀引受によって増発されていく。国債の日銀信用依存体制によってインフレが潜在化していった。

戦後を振り返ってみると、一九七五年（昭和五〇年）から大量国債発行の時代を迎えた。低利大量国債の発行により、昭和五〇年代中頃から国債の市中消化が困難になってくる。昭和五六年六月から八月までの間、はじめて休債が発生した。金融機関は一〇年物国債の引受を拒否し、政府は国債を発行することが不可能になった。その後、休債は日常化し、五〇年代後半には八回も繰り返された。国債流通市場においても大混乱し、昭和五五年にはロクイチ国債の大暴落によって、金融機関は国債評価損が経常利益を上回る危機に直面した。

では、今日の状態はどうか。平成一〇年（一九九八年）以降、日本は国債無制限発行時代に突入した。今年度に発行される国債は新規債と借換債を合わせ合計で一八〇兆円を超える。これほど巨額の国債が発行されているにもかかわらず、平成一〇年から今日まで、国債発行市場に混乱は全く生じていない。国債は市中で円滑に消化され、クラウディングアウトは発生していない。また、日銀が国債を市中から大量に購入しても財政インフレも発生していない。これほどの国債が発行されているのに、発行市場は安定しているのである。今日の市場は、昭和五〇年代の国債市場とは異なり、教科書的理解ではとうてい説明できない謎に満ちた市場といふべきだろう。

なぜ、国債発行市場は安定しているのだろうか。今日の国債市場は過去の市場の延長線上にある。この延長線上で、一体、国債市場に何が起こったのか。国債発行市場に如何なる変化が生じたのか。国債管理と金融政策はどのように変化したのだろうか。国債を取り巻く金融市場にどのような変化が生じたのだろうか。国債発行と市中消化は無限に可能だろうか。

2 国債強制割当発行の廃止と金利体系の崩壊

(1) 国債発行市場の最大の変化は強制割当発行が廃止されたこと

今日の国債発行市場は過去の延長線上にある。この延長線上で発行市場に何が起こったのか、まず、この点からみていく。最大の変化は国債の強制割当発行が廃止されたことである。国債発行は長らくの間、全ての金融機関を網羅したシ団引受によって発行されてきた。シ団メンバーは政府の決めた引受分担率によって国債が割当てられ、割当てられた国債を金融機関は応募取得していた。強制割当発行だから、政府は国債金利を人為的に決定することが可能である。財政負担軽減要求によって国債は低利で発行され、応募者利回りと流通利回りは常に乖

離していた。

強制割当発行（シ団引受発行）は、政府にとって極めて都合の良い発行形式であった。割当発行だから、発行額を決定すれば全額が市中で消化される。また、国債金利を人為的に決定することにより財政負担を軽減できたからである。

強制割当発行によって国債金利を低利に決定しても、国債金利だけを低利に決定することはできない。国債金利は基軸金利だから他の金利も国債とバランスを維持しながら決定する必要がある。このため、国債金利以外の金利も人為的に低利に決定された。そして、人為的に決定された国債金利を基軸金利として、精緻な規制金利体系が形成された。国債強制割当発行と規制金利体系、国債管理と金融政策は相互に分離不可能な関係にあり、昭和五〇年代中頃まで、こうした関係が維持されてきた。

（2）なぜ強制割当発行が廃止されたか

強制割当発行（シ団引受発行）には限界があった。まず、引受資金の量的限界である。昭和五〇年代中頃、金融機関は預金純増額のほぼ全額を国債引受に充当せねばならなくなった。民間資金調達と政府資金調達が競合を開始したのである。次に、低利国債の強制割当は銀行経営を圧迫する点である。全銀協の会長は記者会見で「かかる低利の国債を引受けることは預金者に対する背徳行為である」と述べるに至った。

昭和五六年六月から八月までの間、重大な変化が生じた。シ団金融機関が国債の引受けを拒否し、政府は国債を発行することが不可能になったのである。日本の国債市場史に特筆すべき休債という異常事態が発生した。休債は五六年に引き続き、五七年七月、五八年二月・七月、五九年六月・七月と合計八回も発生し、休債が常態化

していった。

休債が常態化する中で国債を継続的に発行するには、まず、国債発行金利を市場実勢化することが必要となる。国債発行金利は休債を契機に次第に市場実勢を尊重して決定され、同時に、シ団引受発行が強制割当発行という性質も変化していく。

シ団引受発行の変貌を辿ってみよう。長期国債の発行が開始された昭和四一年（一九六六）から昭和六二年（一九八七）まで、一〇年物国債は全額が固定シェアで発行されていた。昭和六二年一月からシ団引受発行額の一〇%が入札で発行されるようになった。シ団引受の固定シェアが変更され、シ団引受発行の性質が変貌を始める。平成元年四月（一九八九）には、価格競争入札方式が導入された。この方式のもつ画期的な意義は、シ団引受で発行される国債金利が政府によって人為的に決定されるのではなく、競争入札によって決定される、という点である。入札で決定された発行条件は、入札部分だけでなく固定シェアにも適用されることになった。国債発行条件の決定権は、本来、市場に委ねられるべきものである。シ団引受の一〇年債金利の決定権は、価格競争入札方式によって、ついに政府から金融市場へ返還された。

価格競争の入札シェアは、当初は四〇%であった。ところが、このシェアは翌年の平成二年には六〇%に拡大され、一四年には七五%、一六年には八五%、一七年には九〇%になった。強制割当発行というシ団引受発行の性質は変貌し、限りなく公募発行に接近していった。シ団引受発行は平成一八年三月（二〇〇六）に廃止されるが、この廃止は現実の変化を追認したに過ぎない。

(3) 金利体系の崩壊と金融自由化

強制割当発行が困難になると、国債発行条件を人為的に決定することも困難になる。規制金利体系は人為的な国債金利決定の産物であった。国債金利市場実勢を尊重して決定されると、国債に連動する金利も自動的に自由化する。そして、人為的な規制金利体系は音を立てて崩壊することになる。

規制金利体系の崩壊は二つの意味をもっていた。まず、各種金利を発行体が自由に決定できるようになったことである。金利決定に際して国債金利とバランスをとる必要がなくなるから、金国逆転（七九年三月、八一年五月〜八四年八月）、事国逆転（八三年三月）が日常的になる。また、国債金利の弾力的決定も容易になる。というのも、国債は金融債を介して長期プライムレートと連動しているため、国債金利を引き下げて長期プライムレートを引き上げることが不可能であった。

もう一つは、長短金融分離の原則など業態規制の撤廃が可能になったことである。長短金融分離の原則は戦後金融行政の根幹であった。この原則は長短金利のバランスによって維持されていた。金利バランスが崩壊すると、長短金融機関は安定的に資金を調達することが不可能になる。そして、業態規制を維持することが困難となる。

長短金融分離の原則が維持されている間は、五年物利付国債を発行することが不可能であった。五年物国債は調達期間が同じの五年金融債や貸付信託、金銭信託と競合するからである。規制金利体系の崩壊によって五年物利付国債の発行が可能になった。以下、金融自由化の影響を更に検討していく。

3 国債金利の自由化が国債市中消化を拡大した

(1) 休債が意味するもの

何時から国債金利は自由化したのか、日本の場合、必ずしも明確ではない。特定は困難だが、ほぼ昭和五〇年代後半に国債発行条件の自由化は完了した、と言えるだろう。休債がそのメルクマールである。昭和五六年六月から八月、シ団引受による国債発行が初めて不可能になった。国債を継続的に発行するには国債金利の市場実勢化不可避となる。休債が常態化することによって一〇年物国債金利は徐々に自由化していった。

興味深いことに、政府はこの時期、財政負担軽減のため国債金利を低利にすることは断念すると告白している。昭和五八年（一九八三）に公表された大蔵省の「国債問題研究会」の秘密議事録で、次のように述べている。

「座長：機動的な条件改定を阻害している要因は何か。財政負担増と長期プライムレート等の規制金利の存在、のどちらと考えるか。

大蔵省：座長が指摘された「財政負担論」については、私はもはや諦めの心境である。主計局でも、理財局が「上げざるを得ない」といえば「（その結果、財政負担が増えても）仕方ない」という感じになっている。したがって、最近では金融機関の垣根間の利害関係とか、金融政策等との関係といった点についてむしろ気を配ることの方が多い」（『週刊エコノミスト』一九八三年六月二日号 三一頁）

また、当時の理財局国債課長であった米澤潤一氏も、近著の『国債膨張の戦後史』（きんざい 二〇一三年）の中で「国債大量発行が続くなかで、理財当局としては、国債の円滑な消化が何よりの課題で、市場を無視した低金利での発行を強行しようなどという考えはとっくに消えていた」と昭和五九年六月の休債の前後を回顧しておられる（同書 九六頁）。

国債金利は昭和五〇年代末に自由化が完了したのである。同時に、国債は御用金から金融商品となり、国債は初めて金融機関の投資対象となった。また、国債種類の多様化が進展することによって、市場資金を国債投資へ誘導することが可能となり、発行市場の厚みも深まっていく。

(2) 御用金から金融商品への変貌

国債金利の自由化によって従来の国債発行と消化政策は一変した。シ団引受の一〇年国債は、これまで金融機関にとって厄介者であり、金融機関は国債を「御用金」として嫌々ながら引受けてきた。ところが、国債金利が自由化されると「御用金」ではなく、投資対象として「金融商品」に変化する。国債金利は昭和五〇年代後半から次第に市場実勢を尊重して決定されるようになるが、自由化の進展と共に国債が金融機関の投資対象となり、平成年代に入ると国債品不足が叫ばれるようになった。金融商品となった時点から、国債に対する需要が高まり、一〇年物国債の引受シェア獲得競争が始まる。

引受シェアの獲得競争は外銀の引受シェア拡大要求となって表面化した。日米円ドル会議で外銀の一〇年国債引受シェア拡大要求が出され、フォロアアップ会合を通じて外銀の引受シェアが拡大していった。この過程でシ団引受の自由化が要求され、シ団発行に引受額入札方式、価格競争入札方式が導入されたのである。

金融機関は資金の運用対象として国債を保有する。同時に、国債を担保物件としても保有する。金融機関が担保として国債を保有する場合、国債の利回りは無視される。今日、驚くべきことに、国債マイナス金利が発生している。マイナス金利で国債を保有するなど、昭和五〇年代の国債市場を振り返れば信じられない現象だ。今日では国債品不足、国債マイナス金利が常態化している。こうした現象は国債金利の自由化、国債市中消化の拡大、

この延長線上で生じているのである。

(3) 国債種類の多様化が進展

シ団引受によって国債が強制的に発行されている間は、国債の多様化は必要がなかった。このため、長らくの間、発行される国債は一〇年物の一種類だけであった。また、国債種類の多様化には金融機関の強力な反対があった。金融機関が反対したのは、前述したように規制金利体系によって長短金利のバランスが維持され、金利バランスによって長期金融機関、短期金融機関はそれぞれ安定的に資金を調達することが保障されていたからである。

五年利付国債発行の歴史は、金融機関の既得権益を守る歴史でもあった。政府は国債市中消化を拡大するため、昭和五〇年、五年物国債の発行を計画した。この計画に対して興長銀・信託銀行は反対運動を展開した。五年物国債は五年物の利付金融債や貸付信託、金銭信託と競合するからである。反対運動は一年以上も続いた。このため政府は当初予定を変更し、五年物の発行額を年間三〇〇億円に圧縮すること、利付国債ではなく割引国債に限定すること、と妥協を余儀なくされた。

ところが国債金利が自由化すると、人為的に維持されていた長短金利のバランスも崩れる。長短金利のバランスが崩れると、長短金融分離の原則を維持することも困難になり、既得権益は消滅する。平成六年一〇月（一九九四）、銀行は期間五年の中期預金受入が可能となり、次いで平成一一年一〇月（一九九九）、銀行の社債発行が解禁された。

長短金融分離の原則が撤廃された翌一二年（二〇〇〇）、五年物利付国債の発行が開始される。今日では、五

年物国債は一〇年債と並んで中心的な国債となった。国債金利の自由化と規制金利体系の崩壊により国債種類の多様化が進み、国債の市中消化が更に拡大したのである。昭和五〇年以降の国債の歴史を振り返ると、今日の国債市場の安定は規制の撤廃と金融自由化の産物、と言えるだろう。

(4) “金融抑圧” について

日本だけでなく先進国の多くは国債の累増に悩んでいる。累増する政府債務の重圧を軽減するため、今日、“金融抑圧” が議論されるようになった。金融抑圧とは膨張した政府債務を非常に低い金利でファイナンスできる状況を作り上げ、高インフレと人為的低金利で政府債務の実質的な返済を図ること、とされている。こうした“金融抑圧” の手法によって戦後のアメリカは財政負担の引下げに成功した、というものである。

この種の議論は、これまで何度も繰り返されてきた問題である。まず、アコード成立時点で連邦準備の金融政策を巡って戦わされた。インフレが進行している時、連邦準備は金融引締めのため国債売りオペの必要に迫られたが、財務省は国債価格を維持するため買いオペを要求した。財務省と連邦準備の対立は、時の大統領トルーマンの仲介が必要なほど先鋭化していった。一九五一年、両者の間でアコードが成立した。アコードの内容は、財政負担軽減のメリットとインフレ回避のメリットを比較すれば、インフレ回避のメリットが多きこと、従って、政府と言えども金融市場のルールに従って政府資金を調達すべき、というものであった。その一〇年後の「通貨と信用」の委員会報告でもアコードの内容を再確認している。

戦後日本の経験を振り返ってみると、国債金利を自由化することによって国債の市中消化が拡大し、国債市場は安定した。金融抑圧の議論は、昭和五〇年以降の日本の国債市場の推移を振り返って検証されるべきではない

か。

4 日本銀行の国債買入と低金利政策

(1) 国債市場を支える日銀国債買入

国債発行市場が安定している第二の要因は日銀の巨額の国債買入であり、低金利政策である。日銀が国債を継続的に買入れると国債相場は安定し、金融機関の国債投資も拡大する。国債金利が低下すると国債を保有している金融機関には国債の含み益、売却益が生まれる。デフレ下にあつて金融機関の好決算を支えたもの、それは金利低下の継続による国債の含み益だった。また、金融緩和によつて金融機関は国債投資資金を手にすることができた。日銀資金が国債発行と消化を支えている、といえるだろう。

日銀資金が国債市場へ参入するのは、通常、国債発行と消化が困難に直面した時である。戦時中の日銀国債引受だけでなく、戦後においても国債の市中消化が困難になると、必ず国債日銀引受の議論が繰り返された。

ところが、今日の日銀の国債買入は市中消化が困難になつたからでは決してない。日銀資金を国債市場に投入せずとも、国債は既存資金で消化可能である。金融機関は国債品不足、流動性不足と叫んでいるのが何よりの証拠である。

では、日銀の国債買入は如何なる目的だろうか。振り返ってみると、日本の場合、成長通貨は日銀の国債買いオペによつて供給されてきた。今日でも輪番オペによつて成長通貨が供給されている。ところが、二〇〇一年三月以降、日銀は成長通貨供給量以上の国債買入を開始した。以下では、まず、成長通貨の供給から始まる国債買取の特徴を概観したあと、その後の変化を辿ってみる。

(2) 成長通貨供給と日銀の国債買入

昭和四〇年（一九六五）の長期国債発行開始から今日まで、日本銀行は市場から国債を継続して買入れている。特に昭和五〇年（一九七五）までは、金融機関が保有している発行後一年を経過した国債を全額購入していた。日銀が発行された国債を全額買入れても財政インフレが生じなかったのは、国債発行額が成長通貨供給量の範囲内に留まっていたからである。

昭和五〇年の大量国債発行以降、日銀は全額買取を中止した。従来のような全額買取を行えば財政インフレが発生するからである。国債買取額を成長通貨供給量の範囲内に留め、更に国債を買入れる場合にも、発行後一年を経過した国債に限定した。発行直近の国債を買入れると国債の日銀発行だと批判される。この批判を回避するため、このルールを長らく維持してきた。

成長通貨の供給は国債買いオペによって供給されてきた。しかし、今日では、日銀の国債買入は成長通貨の供給だけではない。量的金融緩和政策、包括的金融緩和政策、異次元の量的・質的金融緩和政策によって、成長通貨供給量以上の巨額の国債を買い続けている。日銀の国債買入目的が大きく変貌したからである。政策目的の変化を、以下、箇条書きで整理する。

(3) 日銀の国債買入と政策目的の変化

① 量的金融緩和政策

- ・ 期間…二〇〇一年三月から二〇〇六年まで
- ・ 目的…金融緩和（非伝統的金融政策）

- ・手段・・成長通貨供給量を上回る国債買入によって金融緩和をすすめる
- ・買いオペ対象国債を従来の発行後一年経過した国債から直近発行二銘柄を除く国債に修正
- ・自己資本の毀損を回避するため償却原価法を採用（二〇〇四年度から）
- ・買いオペ額の膨張を回避するため買い入れ上限を銀行券残高とする銀行券ルールを導入
- ・国債買いオペ額の増額（毎月の国債買入額）・・当初四〇〇〇億円↓二〇〇二年一・二兆円↓二〇〇八年一・四兆円↓二〇〇九年一・八兆円（二〇一三年三月まで継続）

② 包括的な金融緩和政策

- ・二〇一〇年一〇月～二〇一三年三月
- ・サブプライムローン問題に端を発した世界金融危機に対処するため
- ・資産買入基金の創設・・国債などの買入れ
- ・長期国債買入額・・二〇一〇年一・五兆円↓二〇一三年七二兆円
- ・買入対象国債の残存期間・・一～三年の国債

③ 量的・質的金融緩和政策（異次元金融緩和政策）

（四月の異次元金融緩和政策）

- ・二〇一三年四月～
- ・金融緩和目的Ⅱデフレ脱却

・手法・金利からマネタリーベースへ

・大規模な国債買入・年間五〇兆円（二年間で二倍）

・買入国債の年限長期化・平均残存年数七年程度

・銀行券ルールの一時停止

（追加的金融緩和政策）

・二〇一四年一〇月～

・金融緩和目的・デフレ脱却の懸念払拭

・国債買入額増額・年間八〇兆円（三〇兆円増）

・全てのゾーンの国債買入

・年限長期化・残存期間七～一〇年程度に延長

（4）日銀の国債買入の特徴

日銀国債買入の目標は、成長通貨の供給に加えて、二〇〇一年以降の量的金融緩和、二〇一三年からの量的・質的金融緩和、異次元の金融緩和によるデフレ脱却、こうした目標を実現するため国債買入が行われるようになった。国債買入の新機軸と言うべきである。日銀信用の登場は、国債消化が困難に直面したからではない。既存資金による国債消化が可能であるにもかかわらず、日銀は巨額の国債を買入れている。この点が、過去の歴史とは全く異なる。

国債買入れ目的が異なっても、日銀資金が今日の国債市場に大きな影響を与えていることには変わりない。日

銀が継続的に国債を購入することにより国債相場は安定し、国債に対する市場の信頼が高まる。また、金融緩和によって国債投資に向かう資金が形成される。国債の市中消化が拡大したのは、金融自由化に加えて日銀の金融緩和政策である。

日銀の国債買入は、更に、長期金利の低下をもたらず。国債買入によって長期金利は、二〇〇一年以降今日まで、右下がりのイールドカーブを描いている。異次元金融緩和以降、一〇年物国債金利は〇・五%以下と歴史的な低水準にある。長期金利が一貫して低下を続けると、金融機関は金利低下による特別ボーナスを受け取ることになる。金融機関は巨額の国債を継続して購入してきたが、金利低下によって保有国債に含み益・売却益が発生した。長引くデフレによって銀行貸出は低迷しているが、銀行が好決算を計上することができたのは、金利低下による国債の含み益・売却益によるものであった。

今日の低金利政策は、以前の人為的低金利政策とは異なる。人為的低金利政策は低金利を実現する市場の条件がないところで、市場ルールを無視して人為的に金利を決定することである。従って、人為的低金利政策の下では債券の応募者利回りと流通利回りは乖離する。今日の低金利政策は金利メカニズムに基づく低金利政策であり、応募者利回りと流通利回りの乖離など発生するはずがない。

日銀が大規模な国債買入に出勤しても、今日までのところ、財政インフレは発生していない。国債市場を取り巻く環境は大きく変化したと考えざるを得ない。では、どのように変化したのだろうか。

5 国債市場をとりまく金融市場の変化―資金不足から資金余剰へ―

(1) 国債市場の安定を支える要因の再検討

国債発行市場が安定している第一の理由は、規制の撤廃と金融自由化によってもたらされた。国債金利が自由化することにより、国債は「御用金」から魅力的な「金融商品」となり、国債投資の拡大によって国債品不足、マイナス金利が発生するまでになった。また、長短金融分離の原則の撤廃によって、五年物利付国債の発行が可能になった。五年物利付国債は今日、一〇年債と並ぶ重要な金融商品となっている。

だが、自由化によって発行市場は安定したが、国債の商品性の改善、五年物利付国債の発行は、市中資金を国債に誘導する媒介項に過ぎない。国債投資に向かう資金、この資金が無ければ国債消化は進まない。国債投資に向かう潤沢な資金、これは一体、どのように形成されたか、この点こそが市場安定の秘密を解くカギである。

市場安定の第二の要因は、日銀の国債買入と低金利政策にあった。国債金利の低下と国債相場の安定によって、国債市場は安定している。しかし、ここにおいても国債投資に向かう資金形成が問題となる。量的・質的金融緩和と政策は銀行の国債消化を拡大するためではない。むしろ、国債投資から他の投資へ向かうリバランス効果を目標にしている。国債消化資金は日銀が供給せずとも、市中には十分に形成されている。

以上のことから、国債投資に向かう資金、この資金が如何にして形成されているか、この点を明らかにすることが重要な課題となる。

(2) 国内金融機関中心の国債消化構造

本年三月時点の国債消化構造をみると、銀行三六・五%、生損保一九・三%、日銀二〇%、海外八・四%、年

金基金三・四%となっている。年金基金（GPIF）はこれまで資産の六五%を主として国債で運用していたが、国債の運用比率を引下げ三五%に圧縮する予定と伝えられている。また、日銀は追加的金融緩和政策によって国債買入れ額を五〇兆円から八〇兆円に増額する予定だから、来年末の日銀国債保有比率は三〇%に達すると推測される。GPIFの減額分を日銀が肩代わりしたことになる。海外の保有は昨今増加しているとはいえ、未だ全体の一割にも満たない。日本の国債は国内資金によって全体の九〇%以上を保有しているが、中でも金融機関の保有比率が一番大きい。銀行と生損保で全体の五割以上を保有している。従って、国債の市中消化拡大を支えているのは、国内の金融機関と言って過言ではない。

（3）金融機関の国債投資資金の形成

では、金融機関の国債投資資金はどのように形成されているのか。先ず、預金の増加である。金融資産の蓄積によって家計部門の金融資産は増加を続けている。長引くデフレにもかかわらず家計部門の貯蓄率はマイナスとはなっていない。昨今、貯蓄率は高度成長期と比較すると低下しているが、他国と比較してなお高い水準である。

家計部門の金融資産が増加を続けているのは経済が成熟した反映である。家計部門の金融資産は金融機関に集中する。銀行中心の間接金融優位の下では、家計部門の金融資産は預貯金や保険に向かう。銀行に向かった家計部門の金融資産、これが国債投資の資金源泉である。経済の成熟によって金融資産は増加を続けている。家計部門の純金融資産は、現在のところ、政府債務残高を上回っている。国債発行市場が安定している大きな要因、それは家計部門の金融資産蓄積が増加していること、家計の純資産が政府の債務を上回っていること、この点にある。

次に、金融機関の国債投資資金は、貸出需要の減少と企業の資金需要停滞によって消極的に作りだされる。部門別資金過不足の推移をみると、法人企業は二〇〇〇年以降今日まで、従来の資金不足部門から資金余剰部門に変化した。昨今では、法人の資金余剰が家計部門を上回っている。法人が資金余剰となれば、金融機関からの借入需要は拡大するはずがない。法人が資金余剰部門に転化したのは、一つには経済の成熟によって自己金融が高まっているからとも考えられる。しかし最大の要因は長引くデフレにある。デフレマインドから脱出しない限り、法人企業の資金需要は生まれてこない。

(4) 資金余剰下の国債発行限度

資金不足から資金余剰へ、国債を取り巻く金融環境は大きく変貌した。国債発行市場が安定しているのは、規制の撤廃と金融緩和政策に加えて、資金不足から資金余剰になったから、ということができるといえる。

資金不足の時代では、国債が限度を超えて発行されるとクラウディングアウトが発生した。金利メカニズムによる国債発行の歯止が機能した。ところが、資金余剰になれば、金利メカニズムによる国債発行歯止は機能しない。資金が潤沢であれば、政府部門の資金調達と民間部門の資金調達は競合しない。

では、競合しなければ無制限発行が可能だろうか。金融機関が国債投資に向かうのは、国債が有利な投資対象と判断しているからである。有利な投資対象とは何か。償還の確実性、国債に対する信頼である。では、この信頼は何に依存しているのか。償還の確実性の担保となる財政規律である。資金余剰の時代にあつて、この財政規律の維持こそが国債市場を安定にとって最重要となっているのだ。

(なかじま まさたか・甲南大学名誉教授)

拡大するラップ口座

一上季代司

近年、ラップ口座が件数、残高ともに急速に拡大している。日本投資顧問業協会の統計資料によると、本年六月末のラップ口座残高は、一兆六四三〇億円（十二万九四九二件）となっている。これは、一年前の平成二五年六月末残高（八六五五億円）と比べ二倍近い増加になっている（図一）。

ちなみに協会の統計数値は、加盟協会員しかカバーしていないため、協会非加盟の投資運用業者による取り扱いは、算入されていない。たとえば、三菱UFJ信託銀行も、かなりの残高を抱えていると目されているが、協会非加盟のため、同行の取扱残高はこの数値に含まれていない。したがって、ラップ口座の実際の残高は、これよりももっと多いと思われる。しかし、いずれにせよ、安倍政権が発足して円安・株高が始まった二〇一二年（平成二四年）末から、急速に拡大していることは間違いない。そこで以下では、最近みられるラップ口座拡大について一瞥しようと思う。

1 ラップ口座の定義と由来

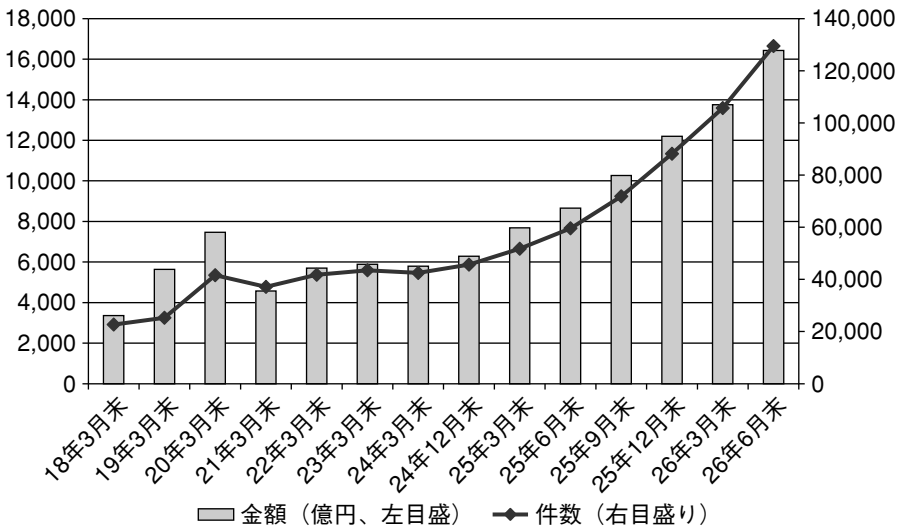
ラップ口座とは、証券会社が顧客と投資一任契約を結んで顧客資産の運用・管理のサービスを提供し、その対価として運用資産残高に応じて運用報酬、売買執行に伴う手数料、口座管理料等を一つに包み込んで（Wrap）徴収する口座を指している。

別名「SMA (Separately Managed Account)」ともよばれる⁽¹⁾のであるが、もともとは、アメリカで、年金基金など機関投資家向けのサービスだったものを、アメリカの有力なりテール証券会社であったE・F・ハットン社が一九七三年に個人向けに仕立て直して「Wrap Account」の名称で売り出したのであった。⁽²⁾

戦後アメリカでは、一九六〇年ごろから年金基金向けにコンサルタント・サービスが行われていた。このコンサルタントの内容は、第一に年金基金の成熟度⁽³⁾そのほかの事情に合わせて、もつとも望ましい資産配分(ポートフォリオ)計画を策定することであった。第二に、資産クラスごとに運用業者のパフォーマンスのトラッキングレコードを蓄積し、定量的・定性的評価を行って、基準をクリアした業者を選定し、その中から、顧客の年基金のポートフォリオ計画に適合した運用業者を選択して、それに一任運用させるのである。

第三に、この一任運用では、たえずポートフォリオが時価評価され、相場変動につれてポートフォリオの中身が当

図1 ラップ口座の推移



(出所) 日本投資顧問業協会『統計資料』より作成

初目標の配分比率から乖離すれば、組み入れ資産を入れ替えて、当初の配分比率に戻す（リバランス）作業が行われる。第四に、年月とともに、年金基金の成熟度が進み、事情の変化も予想されるため、数年（たとえば五年）ごとにポートフォリオの見直しが行われる。こうしたコンサルタント・サービスならびに口座管理サービスは、一般に「Managed Account」と呼ばれており、これを、証券業者でもあるE・F・ハットン社が、個人向けの商品として売り出したのである。

つまり証券会社が顧客と一任勘定契約を結び、自らはコンサルタントとなつて、外部の運用会社を定量・定性の両面からスクリーニングにかけ、選んだ運用会社と投資顧問契約を結び、この中から顧客の投資目標・投資方針に適合した投資スタイルの運用業者に運用を委ねるのである。そしてその業者からの発注は自社が受けて執行し、証券の保管および口座管理を行うという商品内容であった。その後、外部の運用業者に運用させる代わりに投資信託を組み入れるラップ口座が現われたことから、とくに前者のラップを「コンサルタント・ラップ」、後者を「投信ラップ（ファンド・ラップ）」と呼ぶようになった。なお、わが国では、このコンサルタント・ラップを「SMA」と呼んでいるようである。

このラップ口座はかなり前からわが国にも紹介されていたのであるが、実際の商品化は二〇〇四年の制度改正⁽⁴⁾によって可能になったのである。

2 拡大の主役はファンド・ラップ

もつとも、二〇〇四年から一〇年経過したが、図1にあるように、拡大し始めたのはここ一、二年のことである。各社によってまちまちであるが、SMAの最低契約金額は五千万円〜三億円以上、ファンド・ラップの場合

には三百〜一千万円以上である。図1から類推できるように、一口座当たりの残高は一千万円強であること、またこの一年間は相場が上昇し、時価評価すれば一口座当たりの金額はもつと上昇してしかるべきであるにもかかわらず、逆に若干の低下をみていることから、新規開設口座の多くは一千万円以下、すなわちファンド・ラップ⁽⁵⁾がほとんどであったことが推測できる。

すなわち、わが国の証券会社は、これまでのように投資信託を単品売りして募集手数料を取得するというビジネスから、顧客仕様のポートフォリオ作成（投資一任）サービス、投信の購入・売却・入れ替えの執行および口座管理のサービスを一括し、残高連動の手数料を取得できるビジネスへ切り替えようとしているのである。

取引ごとのコミッション（募集手数料）ではなく、残高連動のフィーに切り替えれば、相場変動に対して耐性のあるビジネスに生まれ変わるが、ようやくわが国の投資信託ビジネスも、本格的な資産管理型ビジネスへと転換しようとしている。ただし、こうした資産管理型ビジネスへの転換は、いまのところごく少数の大手業者に限られている。

表1は、日本投資顧問業協会の資料から作成したものであるが、これによると、口座数および金額のいずれからみても、大手業者四社のシェアが極めて高いこと、そして今年度から急速に増加した新規口座や新規資金の導入も、これら四社が主導してきたことが理解できる。

また、拡大しつつあるとはいえ金額的にみてもまだまだ小規模である。協会非加盟の業者の存在を考慮しても、金額ベースで、二兆円程度であろう。投信残高は全体で公募投信九三兆円、私募投信四三兆円（いずれも九月末）であることを考えると、投信の単品売りビジネスが依然として圧倒的に大きいことが理解できるのである。

3 真の資産管理型営業

さて冒頭に戻って、最近になってこのようなラップ口座が増えてきた理由はなんだろうか。株価上昇とともに増えてきたことから、単純に、評価額が上昇して利益が出てきたからと考えることもできるだろう。ラップ口座の手数料率は預かり資産額が多くなるにつれて逓減するが、投資顧問料や口座管理手数料などの細目に加えて、組み入れた投信の信託報酬を加えると、最低ロットで三%を超えることもありうる。この一年間の相場付きをみればこのコストを補ってなお利益が出てきたことが、ラップ口座拡大の一因であることは間違いないだろう。しかしそれだけではないように思われる。

これまでの投信営業は、それ自体が「資産管理型営業」と呼ばれてきた。その趣旨は、投信を売れば募集手数料のほか、残高運動の「代行手数料」が取得できるからであった。それはたしかにその通りであるが、それは収入の取得形態からみたもの、つまり業者の論理である。手数料稼ぎの投信販売は資産管理型営業とは無縁であるが、その逆に顧客に投信を販売した後のフォローアップもしないで、そのまま残高が残っていることも資

表1 ラップ口座の取扱業者

投資運用会社	平成26年3月		平成26年6月		増分	
	件数	金額(億円)	件数	金額(億円)	件数	金額(億円)
大和	40,980	5,649	45,170	6,268	4,190	619
三井住友信託	31,904	3,740	37,018	4,399	5,114	658
野村	14,539	2,418	23,623	3,308	9,084	891
SMBC日興	13,094	1,235	18,172	1,647	5,078	412
4社小計	100,517	13,043	123,983	15,622	23,466	2,579
(シェア)	95.1%	94.8%	95.7%	95.1%	98.7%	96.6%
水戸	2,452	287	2,605	314	153	27
みずほ証券	1,689	303	1,718	311	29	9
東海東京アセットマネジメント (AM)	499	52	641	62	142	10
アイザワ	432	42	426	42	-6	0
その他含め総額	105,706	13,760	129,492	16,430	23,786	2,670

(注) 東海東京の場合は、東海東京AMが投資一任契約の主体であり、同社が運用を行う。一任契約の締結は東海東京証券等が代理し、ラップ口座も同証券等において開設する。AMは同証券等に対して運用指図する。

(出所) 日本投資顧問業協会『投資運用会社要覧』および『契約資産状況』より作成

産管理型営業とは言い難い。残高を積みあげてことを主目標にすることも資産管理型営業とは言えないだろう。

顧客の目線からすれば、資産管理型営業とは、資産管理のサービスを提供してくれる営業を指すはずである。顧客に適した投信を売ることはもちろんだが、それだけでない。販売した後でも相場は変動し続ける。顧客の老齢化とともに顧客自身のライフ・ステージも変化するかもしれない。

その結果、当初購入した投資信託も、顧客の望む投資方針・投資目標に沿ったポートフォリオから乖離することが発生する可能性がある。その場合には、再び、当初のポートフォリオにもどすべくリバランスの余地があることを助言することが必要である。投信の売り買い（すなわち取引）のあるなしにかかわらず、顧客資産を時価評価し、その変動をモニターして、適切なタイミングでリバランスを助言し執行すること、それは投資運用業者の受託者責任でもある。

もちろん、顧客自身が自己の属性を自己認識し、みずから各投信の評価を行って自己判断で投信を売買することもあるだろう。ネット証券における投信販売は、この種の顧客によるものだろう。しかし、対面営業の証券会社では、そうではないはずである。

以上の意味で、投信ラップは、投信を利用した真の意味での「資産管理型営業」といえるのである。そうした営業スタイルがようやく日本にもあらわれつつあるのである。

注

(1) 個々人に分別された管理口座とでも直訳できようか。

(2) 詳しくは、拙稿「ラップ・アカウントについて」本誌一四七五号（一九九一年六月）を参照されたい。ちなみに、

E・F・ハットン社は一九八八年、シエアソン・リーマン（後のリーマン・ブラザーズ）に買収されている。

(3) 若いステージでは、受給者が少ないので拠出保険料の方が多くなりリスク許容度が高くなるが、逆に成熟度が高まる
と給付金が多くなって取り崩しが始まり、リスク許容度は低下する。

(4) 証券会社は一九九八年に免許制から登録制に転換し、投資一任業務も兼営できるようになったのだが、投資一任業務
と証券業務との利益相反防止の観点から、投資顧問業法上の自己売買に係る書面の顧客への交付義務が課せられてい
たこと、また專業義務が課せられている投資一任業務を兼業することにより、証券業以外の業務を営むことができな
くなるおそれがあることなどから、実際には取り扱えなかった。二〇〇四年に投資顧問業法が改正され、証券会社内
部に投資一任業務と証券業とのファイヤーウォールを設けることを条件に、上記の制約を解除したのである。

(5) ファンド・ラップでは顧客の投資目標・投資方針に適合したポートフォリオを作成するうえで各資産クラス・投資ス
タイルの投資信託を複数、組み合わせるが、ファンド・オブ・ファンドの形で顧客仕様の投資信託を作成するやり方
もとられている。この場合には、各種アセットクラス・投資スタイルのラップ口座専用マザーファンドを作り、顧客
の投資目標・投資方針に沿ったポートフォリオを中身にしたファンド・オブ・ファンドを作るのである。

(にかみ きよし・特別嘱託研究員)

クラウドファンディングの可能性

松尾 順介

はじめに

二〇一三年六月に閣議決定された、政府の日本再興戦略を受けて、金融審議会が資金調達が多様化および地域のリソースの活用のための方策として、クラウドファンディング等を通じた資金調達の枠組みについて検討を行っている。ここでは新規・成長企業に対するリスクマネーの供給促進策として、クラウドファンディングが取り上げられている。⁽¹⁾今後、クラウドファンディングが拡大するかどうかを検討するに当たっては、資金調達側のニーズ、資金提供者の広がり、スキームの拡大、仲介業者のビジネスモデルとしての持続可能性、規制の在り方など、様々な観点から検討を行う必要がある。

まず、資金調達者としては、新興・成長企業の資金調達手段としての可能性が議論されているが、現状では新興・成長企業よりも、地場産業や伝統産業、あるいは再生可能エネルギーなどの分野の資金調達事例が主流を占めているように思われる。

次に、資金提供者としては、ネット利用環境を有する、一般の個人が対象となることは言うまでもないが、単にネット上で呼びかければ、自ずと資金が集まるような安易なものではない。プロジェクトの内容や性格によって異なる属性の資金提供者が対象となるとともに、プロジェクトの運営者と資金提供者の関係も重要な要素であると考えられる。

第三に、投資型のクラウドファンディングについては、金融商品取引法の観点から様々な議論や検討がなされている。現在、投資型クラウドファンディングについては、匿名出資組合を利用する事例が多いが、株式型についても検討されている。実際に株式型がどの程度利用されるかは予見できないが、資金の受け皿としてのスキームの拡大は、クラウドファンディングの利便性を高めるうえで重要な課題であろう。

第四に、クラウドファンディングが金融チャネルとして成り立つためには、仲介業者のビジネスが持続可能でなければならぬ。しかし、小口の資金を多数の出資者から集めて、小規模な事業に提供するというビジネスは、採算性の厳しいビジネスモデルである。したがって、仲介者の収益性も重要な要因であると考えられる。

第五に、規制については、現在自主規制という方向性が示されているが、今後さらに検討を重ねる必要がある。詐欺的な事例が横行すると、市場参加者の信頼を失う反面、過剰な規制は市場の成立の阻害要因となる。バランスの良い規制の在り方について検討する必要がある。

本稿では、以上の課題のうち、①資金調達者のニーズ、②資金提供者の属性、③スキームの拡大という点について検討する。

1 資金調達者のニーズ

日本再興会議の議論では、新興・成長企業の資金調達手段として、クラウドファンディングが注目されているが、現状を見る限り新興・成長企業よりも、地場産業や伝統産業、あるいは再生可能エネルギーなどの分野の資金調達事例が主流を占めているように思われる。逆に、技術系のベンチャーの場合、クラウドファンディングとの親和性は必ずしも強くないように思われる。その理由としては、第一に資金提供者が技術を理解し、投資判断

を下すことは困難である点、第二に資金調達者が技術面の開示に積極的でない可能性があるという点である。後者については、技術を開示するとライバルに先を越される危険性につながるものが考えられる。そこで、以下の事例は、伝統的な地場産業がクラウドファンディングによって資金調達した事例である。いずれも東日本大震災の被災企業という点で、特殊な事例ではあるが、クラウドによる資金調達ニーズに関して示唆する点があると考えられるので、これを紹介する。

(1) クラウドファンディングによる再生事例 (酔仙酒造)

酔仙酒造株式会社は、岩手県陸前高田市に本社(工場・同県大船渡市)を置く老舗酒造で、その創業は、一四四年である。ただし、同社はもともと地元にあった八軒の造り酒屋が、戦時中の「企業統合令」によって一社に統合されたものである(統合時の社名は「気仙酒造」)。したがって、そのルーツは、江戸時代にさかのぼることができるといえる。しかし、二〇一一年三月一日の東日本大震災による津波によって、同社倉庫を含む全ての建物が壊滅・流失し、一切の生産設備、在庫を失うとともに、七名の従業員も失う被害を被った。⁽²⁾

被災後、同社は、経営者および従業員の尽力と、各種義捐金、また同県所在の酒造、岩手銘蔵が酒蔵を貸し出すなどの支援によって、被災半年後には酒造を再開するにこぎつけた。さらに、震災翌年の二〇一二年三月には、大船渡市に新工場の建築を開始し、同年八月には、新工場で仕込みを再開した。⁽³⁾

同社が、クラウドファンディングによって、資金調達するに至った経緯は、ファンド運営会社のミュージックセキユリティーズが被災直後の三月中から被災地企業に積極的にアプローチしたことがきっかけとなっている。その際、同社社員が同社に転職する前に勤務していた、別の酒造会社クラウドファンディングによって資金調

達した経験を有しており、当該社員がこの資金調達方法について、ある程度認識していたことも、同社がクラウドファンディングを利用する上で有益だったという。

同社がクラウドファンディングによって調達した資金は、三〇〇〇万円、ファンドは匿名組合契約であり、そのスキームは、以下の通りである。⁽⁴⁾

- ① 取扱者…ミュージックセキュリティーズ株式会社
- ② 出資募集最大総額（口数）…一五〇〇万円（三〇〇〇口）
- ③ 申込単位（一口あたり）…五〇〇〇円、ただし、本匿名組合契約の申込には一口あたり五〇〇〇円の応援金が別途必要となり、出資金のみまたは応援金のみでの申込は不可。（上限口数…一〇〇口）
- ④ 出資金取扱手数料…五〇〇円（ただし、応援金には手数料は不要）
- ⑤ 取扱者の報酬…出資金取扱手数料五〇〇円／口
- ⑥ 募集受付期間…二〇一一年一月二日～二〇一二年三月三十一日
- ⑦ 会計期間…営業開始日から七年（八四ヶ月）
- ⑧ 契約期間…本匿名組合契約成立日から会計期間終了日
- ⑨ 分配比率…会計期間開始日から三六ヶ月間は、無分配期間とされ、売上金額の〇・〇〇％であるが、無分配期間終了後から会計期間終了日までの四八ヶ月間は、売上金額の一・〇六％である。
- ⑩ 予想リクープ平均月売上金額…二九四八万一一三二円（税込）
- ⑪ 被災前概算平均月売上金額…七七三五万六五八三円（税込）

なお、資金用途は、原材料購入費（酒米購入費等）一三三〇万円、酒造設備（充填機、ボイラー、ジェットブ

リンター、タックラベラー等)七七〇万円、計三〇〇〇万円である。

また、取扱者(ミュージックセキユリティーズ)は、年一回監査を行うことになっている。

このスキームでは、一口一百万円で総額三〇〇〇万円の資金を集めている。このうち半額の五〇〇〇円は寄付、残り半額の五〇〇〇円が出資であり、寄付と出資によって被災企業を支援するものとなっている。また、出資部分の五〇〇〇円については、最初の三年間は無分配で、残りの四年間で分配される。その際の分配金は、売上高の一・〇六%を設定している。予想リクープ月次売上高は、二九四八万一一三二円とされているので、年間三億五三七七万三五八四円となり、これが実現すると年間の分配金総額は、三七五万円となるので、四年間の合計額一五〇〇万円となり、一口当たり五〇〇〇円の分配となる。したがって、予想を上回る売上高が実現した場合、分配金額は出資金額を上回ることになり、逆に下回れば、分配金額は出資金額を下回ることになる。

なお、投資家特典として、①出資口数三口以上の出資者を対象に、「活性原酒・雪っこ」(七二〇ml)を三口ごとに一本送付、②同社の蔵での交流会参加(ただし、渡航費、宿泊費、食費等は参加者負担)を実施する予定である。

同社によると、出資者は八四二名であり、そのうち出資以前からの同社商品の購入者は、二割程度で、残りの八割は震災をきっかけに、被災地支援のもとに出資に参加したと推測されることである。また、同社の本格的な再建のためには、工場建設資金として一〇億円以上が必要とされるので、クラウドファンディングでの調達資金によって全額を賄えない。したがって、クラウドファンディングを利用する趣旨は、単なる資金調達だけでなく、同社商品のマーケティングの側面があり、これを契機に情報発信し、購入者層の拡大につなげる意図を有しているようである。そのためには、出資者向けのイベント企画(工場見学など)が有益であり、継続的に企

画を実施したいとのことである。特に、ミュージックセキュリティーズのファンズに投資すると、IDおよびパスワードが設定され、同社HPからファンド情報にアクセスできる仕様となっている。ここでは、ファンドの運用状況、出資先企業の営業状況、様々なメッセージ、動画などの情報が発信され、出資者と企業のコミュニケーションが図られており、一種のコミュニティが形成されていると考えられる。このようなコミュニティが、マーケティングにも有用なチャネルになるものと思われる。

(2) クラウドファンディングによる再生事例（八木澤商店）

株式会社八木澤商店は、岩手県陸前高田市に本社を置く、醤油醸造会社である。設立は一九六〇年であるが、そのルーツは一八〇七年（文化四年）の八木澤酒造の創業に始まる。大正年間、醤油醸造業を兼業していたが、一九四四年、八つの酒造業が合併し、気仙酒造操業工場となるものの、一九四五年には気仙酒造操業工場を辞退し、ヤマセン味噌・醤油製造を開始し、上記の通り一九六〇年、株式会社八木澤商店が設立された。その後、一九八二年には、しょうゆを加工した、つゆ・たれ類製造を開始し、二〇〇七年には、創業二〇〇周年を迎えた。しかし、二〇一一年三月一日の東日本大震災によって、同社の蔵および製造工場が全壊、流失した。震災直後から、岩手県の内陸に営業拠点を移し、岩手県、秋田県、宮城県、新潟県の醸造蔵に製造を委託、その商品の販売を開始し、翌二〇一二年五月には、岩手県一関市大東町に製造工場の建設を着工し、同年一〇月には、岩手県陸前高田市に戻り、本社兼店舗を再開するとともに、岩手県一関市大東町に自社製造工場を竣工し、二〇一三年二月からは、自社工場での製造を開始した。⁽⁵⁾

同社社長によると、社長自身も従業員もクラウドファンディングのみならず、投資ファンズに関する知識はな

く、むしろ警戒心も持っていたという。それにもかかわらず、クラウドファンディングによって資金調達することとなったのは、クラウドファンディングによって資金調達した会社関係者と人的な信頼関係があり、その紹介でミュージックセキュリティーズの担当者に出会ったのがきっかけという。

同社は、二回にわたってクラウドファンディングによる資金調達を行っている（ただし、二号ファンドは、二〇一四年一〇月末現在、募集中）。

まず、一号ファンドによる資金調達額は、五〇〇〇万円であり、そのスキームは、以下の通りである。⁽⁶⁾なお、①および③④⑤については、酔仙酒造のスキームと同様であるので省略する。

② 出資募集最大総額（口数）：二五〇〇万円（五〇〇〇口）

⑥ 募集受付期間：二〇一一年四月二十五日～二〇一一年九月三日

⑦ 会計期間：営業開始日から八年一〇ヶ月（二〇六ヶ月）

⑧ 契約期間：本匿名組合契約成立日から会計期間終了日

⑨ 分配比率：会計期間開始日から三六ヶ月間（無分配期間）：売上金額の〇・〇〇％、無分配期間終了後から会計期間終了日まで（七〇ヶ月間）：売上金額の一・〇〇％

⑩ 予想リターン平均月売上金額：三五七一万四二八六円（税込）

⑪ 被災前概算平均月売上金額：一二二五万円（税込）

なお、資金使途は、新工場の設備費（ボイラー、ライン設備、釜の設置等）二三〇〇万円、製品原材料購入費（二年分）二七〇〇万円、計五〇〇〇万円である。

また、酔仙酒造のスキームと同様、予想を上回る売上高が実現した場合、分配金額は出資金額を上回ること

なり、逆に下回れば、分配金額は出資金額を下回ることになる。

同社によると、この第一号ファンドは、予定よりも早く八月末には満額の出資が集まり、募集完了となった。また、出資者総数は一六二〇名であった。

現在、募集中の第二号ファンドは、資金調達額一億円となっているが、そのスキームは第一号ファンドとほぼ同様であるので、主な相違点のみ挙げると、以下の通りである。

② 出資募集最大総額（口数）：五〇〇〇万円（二万口）

⑥ 募集受付期間：二〇一一年一月二十九日～二〇一五年三月三十一日

⑦ 会計期間：二〇一二年四月一日から二〇二二年三月三十一日（一〇年）

⑨ 分配方法：分配金は一括して、最終決算日後に支払われる。なお、分配金には劣後特約が付される。

⑩ 分配比率：会計期間開始日から三六ヶ月間（無分配期間）：売上金額の〇・〇〇％、無分配期間終了後から会計期間終了日まで（八四ヶ月間）：売上金額の三・九％

⑪ 予想リクープ平均月売上金額：一五二六万二五一五円（税込）

⑫ 被災前概算平均月売上金額：二五〇〇万五二五〇円（税込）

なお、資金用途は、醤油工場建設費の一部二五〇〇万円、醤油工場製造設備（麹室、ボイラー等）の一部二五〇〇万円、醤油原材料費の一部（初年度）五〇〇〇万円、計一億円である。

同社社長によると、クラウドファンディングによる資金調達の意義は、同社商品のマーケティングの側面があるだけでなく、むしろ調達資金が金融庁の「金融検査マニュアル」上、資本性劣後ローンとされ、資本とみなされる措置がとられたことが重要であると指摘している。この措置は、以下である。

金融庁は、二〇一一年一月、「資本性借入金」の積極的な活用を促進することにより、東日本大震災の影響や一般の急激な円高の進行等から資本不足に直面している企業のバランスシートの改善を図り、経営改善につながるよう、金融検査マニュアルの運用の明確化を行う⁽⁷⁾旨を発表した。それによると、金融検査マニュアルに記載されている「十分な資本的性質が認められる借入金」（「資本性借入金」）について、「資本」とみなすことができる条件を明確化した。具体的には、①償還条件…一五年から五年超に変更、②金利設定…業績悪化時の最高金利〇・四％から「事務コスト相当の金利」の設定も可能⁽⁸⁾に変更、③劣後性…無担保（法的破綻時の劣後性）から「必ずしも『担保の解除』は要しない（但し、一定の条件を満たす必要）」に変更である。さらに、ここでは、この措置により「例えば、震災の影響で資本が毀損している企業であっても、既存の借入金を「資本性借入金」の条件に合致するよう変更（D D S…デット・デット・スワップ）することにより、バランスシートが改善し、結果として、金融機関から新規融資を受けやすくなるなどの効果が期待される」とし、⁽⁸⁾具体的な利用例として、①日本政策投資銀行と地方銀行との連携ファンド等による活用、②被災企業を支援する小口出資ファンドによる活用が挙げられ、「小口出資ファンドのような匿名組合出資方式のファンド等においても、本スキームを活用することが可能⁽⁸⁾であることが明記されている。

現在、同社の資本金は一〇〇〇万円であるが、再建のための資金を融資として受け入れると財務上負債に組み込まれるため、過剰債務を抱えることになり、金融検査マニュアル上の債務者区分が低くなり、金融機関からの新規融資が得られなくなるが、クラウドファンディングによって得られた資金が資本とみなされると、過剰負債状態に陥らず、債務者区分も上方遷移し、通常先として新規融資の対象となる。その財務上の効果は、再建を目指す企業にとって極めて重要であると考えられ、この事例は、クラウドファンディングが資本増強策として活用

された事例と言える。

この事例の意義を敷衍すると、クラウドファンディングの資金規模は、当該企業の必要資金規模からすると、必ずしも大きなものではなくても、その資金が提供されることで、既存の金融機関の資金を誘引する効果が生じ、両者の資金チャネルが結合され、一種のシナジー的な効果が生まれると考えられる。つまり、クラウドファンディングと既存の金融機関は、二者択一的なものではなく、両者が共存することで企業再生に寄与するものと考えられる。このことは、企業のみならず地域再生を考える上でも示唆的であると思われる。

2 資金提供者の特性

次に、資金提供者の特性について検討するに際して、市民出資による再生可能エネルギーファンドを組成した事例をもとに検討する。具体的には、奈良県下で五回にわたって市民共同発電所を組成した「おてんとさん市民共同発電所」（一〜四号機）および「恋の窪未来発電所@ならコープ」（一号機）の事例は、クラウドファンディングの出資者を考える上で示唆的であると思われるので、以下インタビュー調査をもとに同事業を検討する。

この事業の発端は、二〇〇二年九月、ならコープの理事など六名が自然エネルギーの普及を目的として「自然エネルギー研究会」を始めたことがきっかけとなっている。その後、同会は「サークルおてんとさん」と名称を変更した後、特定非営利法人に組織変更し、現在までに四つの市民共同発電所を設立している。また、同非営利法人と人的関係を有する一般社団法人・地域未来エネルギー奈良が、これらの事業の経験を踏まえて市民共同発電事業を行い、合計五つの事業を展開している（図表1参照）。

まず、おてんとさん市民共同発電所の最初の事業（一号機）は、社会福祉法人協同福祉会の運営する特別養護

図表1 「おてんとさん市民共同発電所」および「恋の窪未来発電所 @ならコープ」の事例

事業主体	任意団体サークルおてんとさん			NPO法人サークルおてんとさん	地域未来エネルギー奈良
事業名称	おてんとさん市民共同発電所				恋の窪未来発電所@ならコープ
項目	1号機	2号機	3号機	4号機	1号機
発電所名称	あすなら苑おてんとさん発電所	ならのはおてんとさん発電所	あすなら保育園おてんとさん発電所	あすなら苑第2おてんとさん発電所	恋の窪未来発電所@ならコープ
発電種類	太陽光	太陽光	太陽光	太陽光	太陽光
設置地域（市町村）	奈良県大和郡山市	奈良県奈良市	奈良県大和郡山市	奈良県大和郡山市	奈良県奈良市
場所（屋根・陸上）	屋根	屋根	屋根	屋根	屋根
建物・土地所有者	社会福祉法人協同福祉会	社会福祉法人ならのは	社会福祉法人協同福祉会	社会福祉法人協同福祉会	市民生活協同組合ならコープ
設備所有者	社会福祉法人協同福祉会	社会福祉法人ならのは	社会福祉法人協同福祉会	社会福祉法人協同福祉会	一般社団法人地域未来エネルギー奈良
事業主体（団体名）	おてんとさんプロジェクト	サークルおてんとさん	サークルおてんとさん	サークルおてんとさん+協同福祉会	一般社団法人地域未来エネルギー奈良
資金募集事業者名称	あすなら苑おてんとさん発電プロジェクト	ならのはおてんとさん発電プロジェクト	あすなら保育園おてんとさん発電プロジェクト	NPO法人サークルおてんとさん	トランスバリュー信託株式会社
出資募集期間	2003.9.1～2004.3.31	2006.8.10～2007.3.31	2010.9.1～2011.3.31	2013.11.21～2013.12.12	2014.2.3～3.17
資金調達形態	寄附+助成金	寄附+助成金	寄附+助成金	建設協力金（借入金）金銭消費貸借契約	実績配当型合同運用指定金外信託
稼働開始年月	2004年3月	2007年2月	2011年3月	2014年1月	2014年5月予定
設備容量（kW）	20kW	10kW	10kW	10.08kW	49.6kW
メーカー	SANYO	シャープ	ホンダソルティック	ソーラーフロンティア	ソーラーフロンティア
工事費（円）	18,259,500	6,099,450	7,980,000	3,715,530	16,569,900
総事業費*（啓発事業含む）	1883万円	647万円*（639万円）	813万円*（811万円）	3,880,000	18,000,000

次ページへ続く

資金内訳 (円)	寄付	2311人 9,617,628	313人 3,171,635	142人 1,533,000	80,000	0
	おてんとさんちよきん		200,000	400,000	300,000	0
	補助・助成金	NEDO 9,129,750	NEDO 3,097,094	※ 4,350,000	0	0
	グリーン電力証書代金			155,660	0	0
	施設の自己資金	553,899	0	1,694,340	1,500,000	0
	建設協力金	0	0	0	2,000,000	0
	融資	0	0	0	0	18,000,000
	計 (円)	19,301,277	6,468,729	8,133,000	3,880,000	18,000,000
経費	点灯式・講演会、書類郵送等	約57万円	約29万円	約13万円	約17万円	手数料その他約100万円
収益の活用用途		全量自己消化。発電に見合う電気代金一部を会費として年5万円10年間おてんとさんちよきん(再生エネ普及資金)へ。	全量自己消化。発電に見合う電気代の一部をまとめて50万円おてんとさんちよきんへ。	余剰電力を販売。発電量に見合う電気代の一部を会費として年5万円10年間おてんとさんちよきんへ。	FIT制度を活用し、全量売電。借入金(1口10万円×20口)を10年後11万円で一括返済する予定。寄付金については啓発資金に充てる予定。	毎年、返済、維持管理費、動産総合保険料、修繕費積立、信託報酬、固定資産税、法人税などの支出あり。返済以降ならば可能。(人件費までは難しい)さらに発電所を設ければ、ある程度まとまった資金は出てくる計画。小水力利用やバイオマス利用支援への活用を検討。
年間発電量 (平均kWh)		20489	10867	12999	予測10493	予測50000
売電収入 (年)		0	0	約11万円 (余剰電力24円/kWh)	予測約40万円 (36円+消費税:37.8円/kWh)	予測約195万円 (36円+消費税:38.8円/kWh)
*総事業費のうち()の金額が実際に掛かった費用。最終調整の結果、余剰分は「おてんとさんちよきん」に積み立て						融資期間15年 年金利2.35%
※助成金		新エネルギー導入促進協議会 3,800,000 関西グリーン電力基金 500,000 ならこーブ(点灯式費用) 50,000			—	信託期間15年1ヶ月 予定配当率年1.25% 信託報酬1.1%

(出所) 一般社団法人・地域未来エネルギー奈良の内部資料による

施設あすなる苑⁽⁹⁾（大和郡山市）の屋根に太陽光発電パネルを設置する事業であり、二〇〇三年九月から寄附を募り、七ヶ月の募集期間に九六一万七六二八円の寄附を集め、これにNEDOによる助成金九一二万九七五〇円および同施設の自己資金五万五三八九〇円を加え、総額一九三〇万一二七七円で実施された。資金提供者は、合計二二二一人であった。

次に、同発電所二号機は、社会福祉法人なのはの運営する施設（奈良市）に、一号機同様に太陽光パネルを設置する事業であり、二〇〇六年八月から寄附を募り、約八ヶ月で三一七万一六三五円の寄附を集め、同様の助成金を加え、総額六四六万八七二九円で実施された。資金提供者は、合計三二三人であった。

第三に、同発電所三号機は、社会福祉法人協同福祉会の運営する、あすなら保育園（大和郡山市）の屋根に太陽光パネルを設置する事業であり、二〇一〇年九月から寄附を募り、七ヶ月で一五三万三〇〇〇円の寄附を集め、助成金を加え、総額八一三万三〇〇〇円で実施された。資金提供者は、合計一四二人であった。

これら一〜三号機に関して、寄附は一口三〇〇〇円で、寄附を集める活動としては、ならコープの生協各店舗で、地球温暖化や自然エネルギーに関する学習会を開催し、啓発活動に努めるとともに、ならコープも注文用紙で寄附ができる仕組みを提供した。また、全国の生協の理事長等にも寄附を呼びかけた。したがって、寄附金の提供者は、生協組合員が中心であり、これに全国の生協理事長等が加わっている。

第四に、同発電所四号機は、一号機の設置されたあすなる苑の屋根にもう一つのパネルを設置する事業であるが、今までの三事業とは異なり、NPO法人サークルおてんとさんによる「疑似私募債⁽¹⁰⁾」の発行によって資金調達された。また、一〜三号機の発電が自己消化（ただし三号機は余剰電力を売電）であるのに対し、この四号機は、FIT制度を利用し、全量売電によって借入金返済および利払いを行う契約となっている。したがって、同

疑似私募債は、貸借期間…二〇一三年一月二日～二〇一四年七月末、予定利率…一％（単利）、申込単位…一口一〇万円（一口以上、二口まで）、計算期日…貸借期間の毎年三月末日（年一回）、計算期間…二〇一四年四月一日から当該計算期日までの期間、元本償還および利息支払日…二〇一四年七月（元本および利息の合計一〇万円（一口）は、満期一括返済であり、期中の元本返済および利息支払いは行わない）となっており、二〇一三年一月二日から二月二日までの期間に出資を募り、合計二〇人の資金提供者から総額二〇〇万円を集めた。なお、出資を募った相手先は、同NPO会員および関係者であったため、資金提供者も同NPO会員および関係者であった。

第五の事業は、一般社団法人地域未来エネルギー奈良が事業主体となり、市民生活協同組合ならコープの屋根に太陽光パネルを設置したものである。この事業は、これら一連の事業の中で、初めて多数の出資者から投資資金を集め、ファンドを組成したという点で特徴的である。このファンドは、「自然のちからファンド・アースソーラー（恋の窪未来発電所@ならコープ）」と名付けられており、そのスキームは、以下の通りである（図表2参照）。

①実績配当型合同指定金銭信託

②受託者…トランスバリュー信託株式会社

③募集期間…二〇一四年二月三日～二〇一四年三月一七日（ただし、先着順による受付となり、募集の総額に達した場合終了する。また、受託者の都合により、募集期間を延長したり、予告なく終了することがある。）

④募集の総額（口数）…一八〇〇万円（一八〇口）

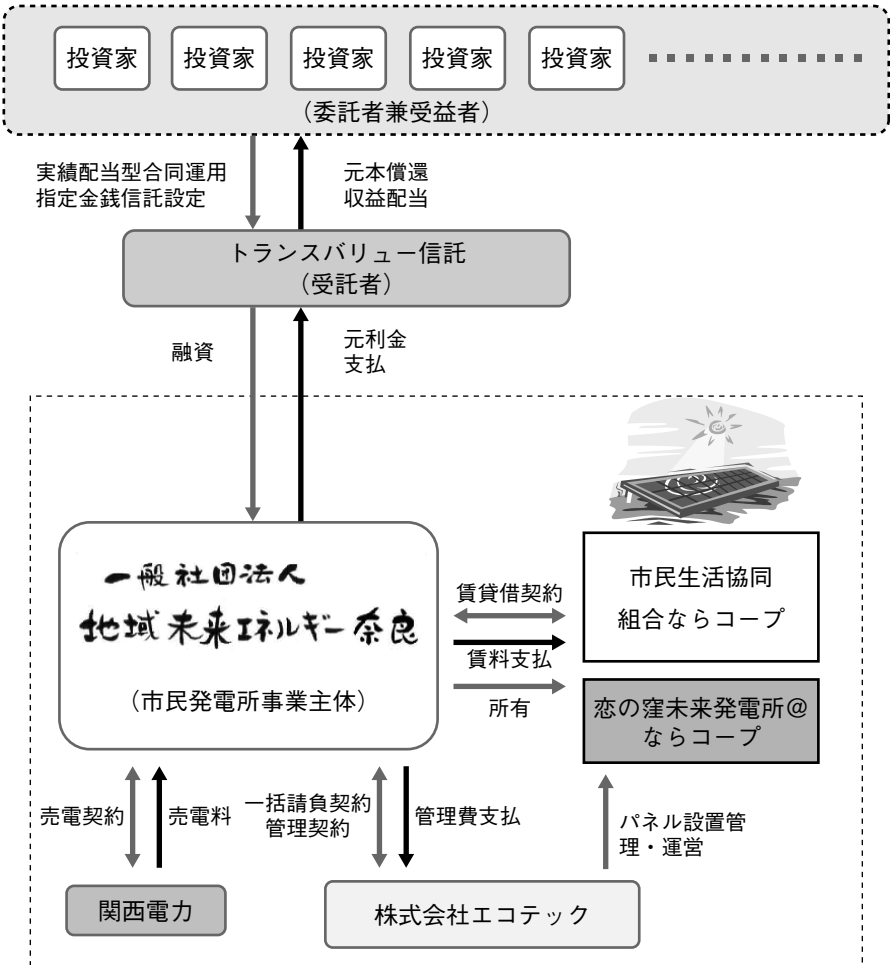
⑤最低募集額…一八〇〇万円（ただし、二〇一四年三月一七日時点において、この商品の信託金の合計額が最低

募集金額に満たない場合は解約となる場合がある。）

⑥ 信託期間…二〇

一四年四月一五日
 日～二〇二九年
 五月三十一日（一
 五年一ヶ月間）
 （ただし、信託終
 了日前に信託財
 産が全額換金さ
 れた場合は全額
 換金された日の
 翌銀行営業日に、
 信託を継続し難
 い事由が生じる
 等の強制終了事

図表 2 自然のちからファンドの仕組み



(出所) トランスバリュートrust株式会社「自然のちからファンド」販売用資料、2014年2月、4ページ。

由が発生した場合は受託者から通知した日に信託期間は終了する。）

⑦ 申込単位…一口一〇万円（一口以上一口単位、上限五口）

⑧ 申込手数料…申込者一人につき二一六〇円

⑨ 計算期日…信託期間中の毎年四月末日（年一回）

⑩ 計算期間…信託開始日又は直前の計算期日の翌日から当該計算期日までの期間

⑪ 元本償還及び収益配当支払日…各計算期日から一ヶ月後の応当日（尚、初回は二〇一五年五月末日、ただし、当該日が銀行休業日の場合は、その翌営業日）

⑫ 予定配当…予定配当率 年一・二五％（ただし、予定配当率は、実績配当の目標参考値としてお示ししているものであり、記載の配当率を保証するものではない。合同運用財産の状況および実際発生する経費により変動することがある。）

⑬ 信託報酬…信託元本残高に対して年一・一％

⑭ 課税関係…収益配当金に対し二〇・三一五％（所得税一五・三一五％、地方税五％）の税率により源泉徴収

⑮ 中途解約、譲渡、担保、質入…中途解約、譲渡、担保、質入は不可。相続は可。

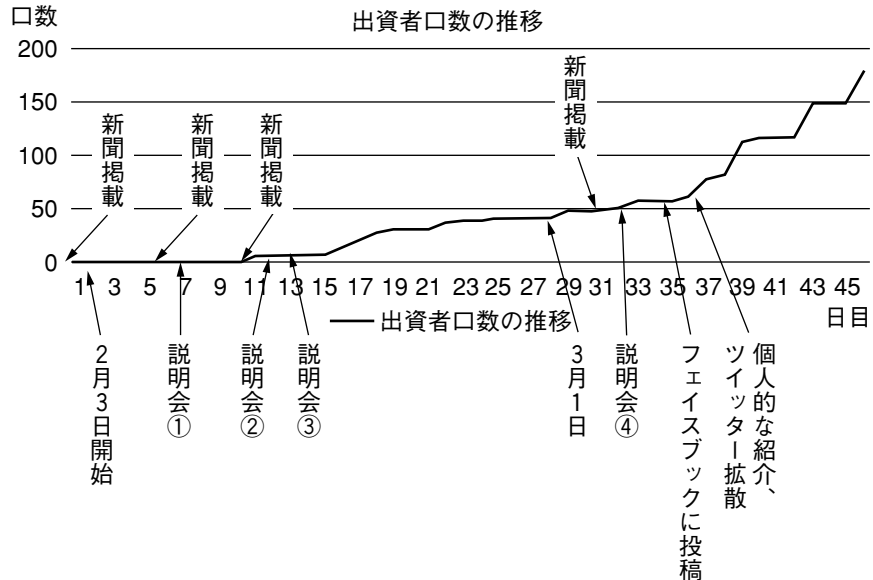
このファンドは、二〇一四年二月に出資募集を開始し、予定通り約一ヶ月半のうちに五一名から一八〇〇万円を集めた。一人当たり平均出資額は、約三五万円であり、その県別の内訳（金額ベース）は、奈良県九四％、京都府二％、大阪府二％、愛知県二％であり、出資者の属性別内訳（同）は、ならこorp組合員および職員三七％、地域未来エネルギー奈良関係者一三％、奈良市の行政関係者（職員）七％、一般四三％である。ただし、出資口数の推移をみると、新聞掲載よりもフェイスブックへの投稿やツイッターの拡散が口数の増加につながっている

ように見受けられる（図表3参照）。また、ならこ
 ープなどが中核的な役割を果たしていたこともわ
 かる。

クラウドファンディングの場合、インターネット
 トで不特定多数の資金提供者に呼びかけることが
 できる点の特徴であるが、実際には中核となる資
 金提供者が重要な役割を果たしていることが指摘
 されている。例えば、Agrawal et al. [2011]も中核
 的な投資家をファミリー／フレンド投資家と名付
 け、その重要性を指摘している。⁽¹¹⁾この事例におい
 ても、ネットによる情報の提供・拡散が重要であ
 ると同時に、中核的な資金提供者グループの役割
 にも注目される。したがって、クラウドファンデ
 イングによる資金調達の成否には、これらの資金
 提供者グループの存在が重要な要素となることが
 示唆されると考えられる。

さらに、中核的な資金提供者を集めるためには、
 事業内容に対する共感と事業を担う主体に対する

図表 3



(出所) 清水順子「想いを形に」(NPO法人自然エネルギー・市民共同発電主催「第2回市民がエネルギーをつくる時代『自然エネルギー学校・せんしゅう』」2014年11月9日、泉大津市テクスピア大阪にて開催) 配布資料、28ページ。

信頼という点が重要であると考えられる。この事業の場合、ここで紹介した一〇年以上にわたる取組がこのような共感と信頼の基盤となっていると思われる。

3 スキームの拡大

クラウドファンディングのスキームの拡大として、注目されるのが、株式型である。投資型クラウドファンディングは、大別すると匿名組合型と株式型に分けられるが、株式型を採用している例は極めて少なく、ほとんど⁽¹²⁾の事例は匿名組合型である。

このように株式型が少ない理由としては、規制面でのハードルが高いことが指摘できる。まず、現行の規定では、他者の発行する株式を投資勧誘については、第一種金融商品取引業者（証券会社）の登録が必要であり（金商法二八条一項一号）、さらに非上場株式については、日本証券業協会の自主規制規則により、非上場株式の募集および私募の取扱は原則禁止されている（店頭有価証券規則第三条）。したがって、既存の事例としては、グリーンシート銘柄の発行例が報道されている。

このような株式型に関する現行規制について、二〇一三年六月以降、金融審議会では、「新規・成長企業へのリスクマネー供給のあり方等に関するワーキング・グループ」において検討が重ねられ、同年一二月二五日に報告書が取りまとめられた。同報告書では、クラウドファンディングに関して、①仲介者の参入要件の緩和、②投資者保護のための必要な措置、③自主規制機能による適切な自主規制機能の発揮などの必要性が指摘され、さらに、非上場株式の取引・換金のための枠組みについても提案が示された。

特に、仲介者の参入要件緩和に関しては、「現行の第一種金融商品取引業および第二種金融商品取引業につい

て、登録の特例を設けることが望ましい」との判断を示した上で、具体的には、「第一種金融商品取引業のうち、非上場株式の募集又は私募の取扱いであってインターネットを通じて行われる少額のもののみを行う者を『特例第一種金融商品取引業者』と位置付け、財産規制等を緩和することが考えられる」とし、ここでの少額の範囲として、「発行総額一億円未満かつ一人当たり投資額五〇万円以下」という見解が示された。⁽¹³⁾

また、非上場株式の取引・換金のための枠組みについては、グリーンシート銘柄制度の利用企業数減少と売買の大幅低迷という現状を踏まえた上で、日本証券業協会の自主規制規則に基づく制度として「新たな非上場株式の取引制度」の創設を提言している。具体的には、①投資勧誘の範囲を「第一種金融商品取引業者が銘柄毎に組成・管理する『投資グループ』のメンバーに限定することで、一定の取引ニーズ・換金ニーズに応えられる程度の流通性に留める」、②インサイダー取引規制に関しては「適用対象外」、③開示義務に関しては「グリーンシート銘柄制度におけるほどの開示義務を課す必要はない」という見解が示されている。⁽¹⁴⁾

この金融審議会の報告書を受けて、二〇一四年五月二三日、「金融証券取引法の一部を改正する法律」（平成二六年法律第四四号）が成立した。この法改正では、投資型クラウドファンディングの利用促進と非上場株式の取引制度に関する法改正が行われた。⁽¹⁵⁾

このうちクラウドファンディングに関しては、以下の改正が行われた。

まず、インターネットを利用して有価証券の私募・募集等の取扱を「電子募集取扱業務」とした上で、この電子募集取扱業のうち、非上場株式であり、その発行総額および投資者一人あたりの払込額が少額である場合、「第一種少額電子募集取扱業」とした。この第一種少額電子募集取扱業のみを行う旨を登録申請書に記載し、その登録を受けた者が「第一種少額電子募集取扱業者」となる。

次に、第一種少額電子募集取扱業者に係る特例として、①参入規制が緩和され、兼業規制および自己資本規制は適用されない、②行為規制が緩和され、兼業規制、標識の揭示、金融商品取引責任準備金および自己資本規制比率の規定は適用されないこととされた（ただし、金融商品仲介業者への業務委託、公開買付事務取扱および大量保有報告規制における特例報告は行えない）。

第三に、電子募集取扱業者に係る特例として、登録拒否要件に、業務を的確に遂行するために必要な体制整備という要件が付加されるとともに、行為規制に、業務管理体制の整備が付加された。さらに、投資家保護の観点から、電子募集取扱期間中のウェブサイトでの情報提供が課されることとなった。

他方、非上場株式の取引制度に関しては、日本証券業協会の「規則において流通性が制限されていると認められる有価証券として内閣総理大臣が定めるもの」は取扱有価証券から除外され、インサイダー取引規制や相場操縦等規制の適用から除外されることとなった。

このような法改正を踏まえて、二〇一四年六月一七日、日本証券業協会の非上場株式の取引制度等に関するワーキング・グループが報告書を取りまとめ、公表した。

同報告書では、株式型クラウドファンディングに関して、以下の方向性が示されている。⁽¹⁶⁾

①非上場株式の電子募集取扱業務については、第一種少額電子募集取扱業者に対しても証券会社と同様の規制を適用することを基本とし、必要に応じて、証券会社に対する規制を加減していく。

②電子募集取扱業務は、引受を伴わない非上場株式の募集・私募の取扱に適用される、現在の自主規制をそのまま適用することを基本とし、必要に応じて、これに加減していく。

③証券会社が行える非上場株式の電子募集取扱業務は「少額」であるもの、すなわち第一種少額電子募集取扱業

務に限る。

④証券会社であっても、第一種少額電子募集取扱業務を行う場合の勧誘手法はインターネットに限ることとし、電話および対面等その他の勧誘手法を併用してはならない。

さらに、同報告書では、投資者におけるリスク等の認識について、「確認書」の徴求によって確認するものとしている。ただし、第一種少額電子募集取扱業務により取り扱う非上場株式の発行者の事業内容のチェック等のために必要な体制整備については、今後の内閣府令によって定められることとなっていることなど、具体的な政令および内閣府令の内容が明らかでないため、同報告書では、具体的な自主規制の詳細な内容について結論を下していない。

また、非上場株式の取引制度に関しては、情報開示に関して、以下を提言している。①インサイダー取引規制の適用対象外とされることに伴い、発行者に対して適時開示義務が課されなくなるとともに、②発行者による会社情報の提供は、既に発行者が作成している書類とすることを原則とした上で、有価証券報告書を作成・提出していない会社の場合、「会社法に基づく事業報告書および計算書類等」とし、③募集等の取扱を行う場合は、「募集事項等に関する内容が記載された書面」として⁽¹⁾いる。さらに、同報告書では、証券会社から投資グループ加入者への会社情報の提供（ウェブサイト上での閲覧・取得可能な状態の確保等）、投資グループへの加入および脱退、投資者におけるリスク等の認識の確認、契約締結前交付書面の交付およびこれによる説明、投資グループを組成する銘柄の選定、証券会社に関する情報の提供、投資グループ内で行われる募集の取扱などについても提言を行っている。

以上のように、二〇一四年の金融商品取引法改正によって、株式型クラウドファンディングの導入・拡大が促

進される可能性が高まったと言える。特に、株式型の場合、流通・換金性の確保が重要であるが、この法改正では、投資グループ制度と一体にした改正が進められた点は注目される。また、グリーンシート制度の低迷という状況に対する反省を踏まえて、改正が進められた点も重視すべきであろう。

現在、海外における株式型クラウドファンディングの先行事例としては、英国での利用が紹介されている。それによると、英国での利用例として目立つのは、地域密着型の事業や消費者を対象とした事業といわれる。⁽¹⁸⁾したがって、日本での「ふるさと投資」の対象となるような企業にとって発行ニーズがあることが予想される。その一方で、今後の具体的な制度運営がどのように実施されるのが注目される。特に、業者に対する規制は、どの程度コスト要因となるのか、また投資者保護において有効かどうかという点が重要であろう。前者については、クラウドファンディングの資金調達規模が少額であることを考えると、規制のコストはビジネスモデルの持続可能性を大きく損ねる可能性がある。また、後者については、クラウドファンディングの投資者の特性に合致するかどうかが課題であろう。

まとめ

以上、本稿では、クラウドファンディングについて、①資金調達者のニーズ、②資金提供者の属性、③スキームの拡大という点について検討した。ただし、株式型のみならず投資型クラウドファンディングについては、今後具体的な規制のあり方によって、その成否は大きく左右されるであろう。例えば、前述のように、上記報告書では「第一種少額電子募集取扱業務を行う場合の勧誘手法はインターネットに限ることとし、電話および対面等その他の勧誘手法を併用してはならない」とされているが、本稿でも検討したように、クラウドファンディング

においても中核的な資金提供者の役割は重要であり、このような出資者たちとは、直接的なコミュニケーションが不可欠である。そのような事情を考慮すると、「インターネットに限定する」という措置は、未公開株式投資に係る詐欺的な勧誘防止には有効であると想像されるが、現状のクラウドファンディングの特性を損ねる可能性も危惧される。実際の規制がどのように運用されるか、注目される場所である。また、現時点においても、投資型クラウドファンディングの取扱に関しては、案件の規模と手数料とを勘案すると、取扱業者あるいはNPOなどの仲介者は、必ずしも十分な収益性を確保しているとは言えないと思われる。その上で、さらに規制によるコストがかかってくると、取扱業者は持続的なビジネスモデルを構築することが難しくなる。また、それを手数料に転嫁すると、金融商品として成り立たなくなる。しかし、投資と位置付けられる以上、一定の投資家保護を確保する必要があることは言うまでもない。今後も規制のあり方について検討が重ねられるべきであろう。

* 本稿を執筆するに際し、有吉尚哉氏（西村あさひ法律事務所）、神谷亘氏（ミュージックセキュリティーズ株式会社）、河野通洋氏（株式会社八木澤商店）、小松真実氏（ミュージックセキュリティーズ株式会社）、金野連氏（酔仙酒造株式会社）、金野泰明氏（酔仙酒造株式会社）、清水順子氏（NPO法人サークルおてんとさん、一般社団法人地域未来エネルギー奈良）、前田美代子氏（NPO法人サークルおてんとさん、一般社団法人地域未来エネルギー奈良）から有益なご教示を頂戴いたしました。厚く御礼申し上げます。ただし、本稿中の意見に関する部分は、すべて筆者のものであり、記述内容に関する責任も、すべて筆者に帰属することをお断りいたします。

注

- (1) 金融審議会「[10-13]」 http://www.fsa.go.jp/singi/singi_kinyu/tosin/20131225-1/01.pdf 参照。
- (2) 同社HP、<http://suisenshuzo.jp/about/history.html> 参照。
- (3) 同社HP、<http://suisenshuzo.jp/about/history.html> 参照。
- (4) ミュージックセキユリティーズHP、<http://www.musicsecurities.com/communityfund/details.php?st=a&fid=167> 参照。
- (5) 同社HP、<http://www.yagisawa-s.co.jp/outline/index.html#p02> 参照。
- (6) ミュージックセキユリティーズHP、<http://www.musicsecurities.com/communityfund/details.php?st=a&fid=167> 参照。
- (7) 金融庁「資本性借入金」の積極的活用について(2011年11月23日)、<http://www.fsa.go.jp/news/23/ginkou/20111122-4.html> 参照。
- (8) ここでは、DDSによる劣後化が挙げられているが、「金融検査マニュアル」では、「債務者の実態的な財務内容」の把握にあたり、十分な資本的性質が認められる借入金は、新規融資の場合、既存の借入金を転換した場合、のいずれであっても、負債ではなく資本とみなすことができることに留意する」と注記され、新規融資も対象としている。「金融検査マニュアル」(2014年6月)209～210頁、参照。<http://www.fsa.go.jp/manual/manual/yokin.pdf> 参照。
- (9) 同苑は、介護施設として創意工夫のある取組を行っていることで知られている。その取組については、社会福祉法人協同福祉会「[10-9]」、参照。
- (10) 内閣府のHP「Q&A特定非営利活動促進法に関する疑問にお答えします」によると、「擬似私募債」とは、「社債の少人数私募債に準じた形で発行するもので、利息制限法・出資の受入れ、預り金及び金利等の取締りに関する法律等

- の關係法令及び各種業法をクリアした民法上の証拠証券、すなわち、金銭消費貸借契約の証書であり、NPO法人等も発行することができるもの」と定義されている。 <https://www.rpo-homepage.jp/q&a/kobetsu3-a.html> 参照。
- (11) Agrawal et al.[2011]の実証研究については、松尾 [二〇一四c] で紹介している。
- (12) 例えば、日本クラウド証券による春うららかな書房の株式発行の事例が報道されている。これについては、『日本経済新聞』二〇一三年八月二十九日（朝刊）、参照。
- (13) 金融審議会 [二〇一三] 三～四頁。なお、同報告書では、「第二種金融商品取引業のうち、ファンド持分の募集又は私募の取扱いであってインターネットを通じて行われる少額のもののみを行う者を『特例第二種金融商品取引業者』と位置づけ、財産規制等を緩和すること」も提言している。
- (14) 金融審議会 [二〇一三] 六～八頁。なお、同報告書では、この「投資グループ」について、「メンバーとして想定される投資者層としては、当該非上場企業の役員・従業員若しくはその親族、株主又は継続的な取引先のほか、当該非上場企業から財・サービスの提供を受けている（又は受けようとする）者などが考えられる」とし、「その際、『投資グループ』に加入できる者を特定の属性により限定することは困難であるため、一定程度の流通性に留めることを担保する観点からは、この銘柄毎に組成・管理される『投資グループ』への加入に当たって、当該銘柄に対して投資意向を有する投資者から第一種金融商品取引業者への自己申告を基本とし、また、新たな非上場株式の取引制度の特性やリスクについて、第一種金融商品取引業者が投資者の納得・了承を得るといった仕組みを設けることが適当である」としている。
- (15) 本改正については、有吉 [二〇一四] および小長谷ほか [二〇一四]、参照。
- (16) 日本証券業協会 [二〇一四] 一三～一六頁。

- (17) 日本証券業協会「二〇一四」二二三頁。なお、同報告書では、「募集事項等に関する内容が記載された書面について、
「会社法二〇三条第一項に基づき、募集株式の引受の申込をしようとする者に対して通知すべき事項を記載した書面。
この場合、調達資金の用途に関する事項を追加すべきと考えられる」としている。
- (18) 奥谷「二〇一三」、三頁、参照。

参考文献

- ・赤井厚雄・小松真実・松尾順介「二〇一三」『ふるさと投資のすべて』きんぎょ、二〇一三年五月、一〇一―一〇二頁。
- ・有吉尚哉「二〇一三」「クラウドファンディングの類型と規制の適用関係」『NBL』No. 一〇〇九、二〇一三年九月十五日、一五―二四頁。
- ・有吉尚哉「二〇一四」「非上場株式取引制度に関する近時の動向と実務への影響―株式投資型クラウドファンディングと「投資グループ」制度の活用可能性と留意点」『金融法務事情』No. 二〇〇五、二〇一四年一月一〇日、八八―九六頁。
- ・奥谷貴彦「二〇一三」『英国・クラウド・ファンディングで株式募集』『金融資本市場』（大和総研）二〇一三年四月二十五日、一―四頁。http://www.dir.co.jp/research/report/capital-mkt/20130425_007094.pdf
- ・金融審議会「二〇一三」『新規・成長企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・グループ報告』二〇一三年二月二十五日、一―二二頁。http://www.fsa.go.jp/singi/singi_kinyu/tosin/20131225-1/01.pdf
- ・小長谷章人・山辺紘太郎・伊東成海・佐々木豪・原昌宏「二〇一四」『新規・成長企業へのリスクマネー供給促進等』『商事法務』No. 二〇三九、二〇一四年七月二十五日、二八―三六頁。
- ・社会福祉法人協同福祉会「二〇〇九」『介護の本』かもがわ出版、一―一八二頁。

- ・ 日本証券業協会「二〇一四」「株式投資型クラウドファンディング及びグリーンシート銘柄制度等に代わる新たな非上場株式取引制度のあり方について」『非上場株式の取引制度等に関するワーキング・グループ』報告書「二〇一四年六月一七日、一～四五頁。 http://www.jsda.or.jp/katsudou/kaigi/jisyukisei/gijigaiyou/houkokusyo_0617.pdf
- ・ ふるさと投資プラットフォーム推進協議会「二〇二三」「ふるさと投資プラットフォーム推進協議会とりまとめ」二〇二三年三月、一～一四頁。
- ・ 増島雅和「二〇二三」「エキイティ・クラウドファンディングの規制を考える」『金融財政事情』三〇三三号、二〇一三年七月一五日、一五～一九頁。
- ・ 松尾順介「二〇一四 a」「投資型クラウドファンディングとリスクマネー供給」『証研レポート』一六八二号、二〇一四年二月、一～一九頁。
- ・ 松尾順介「二〇一四 b」「海外におけるクラウドファンディングの現状」『証研レポート』（日本証券経済研究所・大阪研究所）、No. 一六八三、二〇一四年四月、八～二六頁。
- ・ 松尾順介「二〇一四 c」「クラウドファンディングの投資家と地理的分散」『証研レポート』（日本証券経済研究所・大阪研究所）、No. 一六八五、二〇一四年八月、一～一五頁。
- ・ 森本健一「二〇一四」「株式投資型クラウドファンディングに関する我が国における規制の今後の展望について」第八二回証券経済学会全国大会報告、二〇一四年二月二日、和歌山大学、要旨：http://www.sess.jp/meeting/report_82/03.pdf
- ・ Agrawal, Ajay, Christian Catalini, and Avi Goldfarb. 2011. "The Geography of Crowdfunding", NBER Working paper number 16820, Feb. <http://www.nber.org/papers/w16820>

(まつお じゅんすけ・客員研究員)

アメリカの証券市場構造とHFT（高頻度取引）

清水 葉子

1 はじめに

HFT（高頻度取引）、ハイ・フリクエンシー・トレーディング）をめぐっては、市場の価格変動を拡大するなどの批判が多く寄せられており、二〇一四年のマイケル・ルイスによる『フラッシュボーイズ』の出版によって大きな話題となった。アメリカ当局はHFTの規制強化の議論を続けており、世界的にもHFT規制動向が今年 of 大きな話題の一つになったと言えるだろう。

将来起こりうる日本でのHFT規制を議論する際に留意する必要があるのは、HFTをめぐる批判の中に、アメリカ独特の証券市場構造に起因するものと、高速取引そのものに起因するものが混在して論じられていることである。前者であれば、アメリカのようなタイプの市場構造を持たない日本には懸念の必要がない問題であるということが出来るが、後者であれば、市場構造にかかわらず一定の規制が必要となるだろう。これらはお互いに関わりあっているため、簡単に峻別することは難しいが、アメリカの証券市場構造は二〇〇〇年代半ば以降に急速に複雑化しており、独特の市場構造のもとでHFTのビジネスが形成されていると考えられる。

2 アメリカの全米市場システム（NMS）の成立

アメリカ独特の市場構造を見るために、一九七〇年代までさかのぼって検討しよう。アメリカでは、一九七〇

年代にニューヨーク証券取引所など一部の証券市場が独占的な存在となっていることに対する批判が高まり、証券市場どうしの競争を重視した証券市場構造がとりいれられた。

もともとアメリカでは、国法証券取引所の間で、SECに対して簡単な届出をすれば、他の取引所の上場銘柄を自市場で上場しないまま取引対象にすることが可能であった（非上場取引特権）。このため、アメリカの証券取引所は、日本の証券取引所のように上場獲得競争を行うのではなく、（自市場では上場せず）他市場上場銘柄の取引を獲得することに比重をおいた競争を行うことが可能であった。市場間の取引獲得競争を推し進めることで、市場運営に競争圧力をかけて独占を防止し、同時に競争を通じたイノベーションを促進するのが望ましいというのが当時の考えであったと見ることができる。

一方、一つの銘柄の株式が複数市場で取引されることになると、価格形成の場が複数に分裂することから、価格効率が阻害されるという懸念が生じる。十分な裁定が行われないうまま同じ銘柄が複数市場でバラバラに価格付けされると、場合によっては他市場より劣った価格で執行される恐れが生じ、効率的な取引が行われず、価格形成の公正性が確保できない。

こうした懸念に対して、市場全体を統合する情報処理システムを導入し、複数市場をあたかも単一市場であるかのように機能させる仕組みが導入された。具体的には、全市場の価格情報を統合配信するCTS、全市場の最良気配を統合配信するCQSの二つの情報システムを構築し、加えて、他市場でより優れた気配が出ている場合には、市場間で注文を回送するITSとよばれるシステムを整備した。

この三つのシステムにより、市場仲介者と投資家は、常に全ての市場の執行情報・気配情報をリアルタイムで入手でき、その時点でもっとも優れた気配の出ている市場に注文を出すことができる。また、ある市場に注文を

出した時に、他市場でもっと有利な気配が出されていれば、I T Sを使って有利な市場の方に注文回送することもできる。このように、三つの統合システムによって証券取引所が結び付けられた全体を「全米市場システム(N M S)」と呼んだ。

また、全米市場システム(N M S)の実効性を確保するために、一九八一年にはトレード・スルーを禁止する規則が導入された。トレード・スルーとは、取引所上場銘柄について他市場での最良気配よりも劣った価格で自市場で取引を執行することを禁じる規則である。このルールの導入によって、証券市場は気配より劣る価格での自市場執行を明示的に禁じられることから、投資家にとってはどの市場に注文を出しても、常にその時の全米最良気配での取引執行機会が得られることになった。

全米市場システムは、統合情報を配信するシステムを備え、かつ市場間でより有利な気配に対して注文回送を行うことによって、複数に分散した市場があたかも単一市場のように機能する仕組みであると見ることができ。全米市場システムは、市場間競争のメリットを享受しながら、市場分裂の弊害を回避するための制度であった。

3 レギュレーションN M Sの導入

全米市場システム(N M S)は、二〇〇〇年代半ばに導入された「レギュレーションN M S」と呼ばれるルールによってさらに補強された。レギュレーションN M Sでは、①前述のトレードスルーの禁止ルールが、一定の例外規定を設けつつ補強されたほか、②他市場の気配にアクセスする際の手数料に上限を設け公平なアクセスを保証すること(他市場に有利な気配が出ていても、実際に注文回送を行った際の手数料が高ければ、手数料込みで見た時の最良執行は得られないことから、手数料に上限を設けて同じ条件で注文回送できるようにするため)、

③一セント未満の微小なティックサイズでわずかに他市場を上回る気配提示をすることを禁止すること（全米市場システムでは、複数市場が有利な気配を巡って競争することが建前であるが、市場のティックサイズを小さくすることで実質的でない気配競争が行われる可能性があるため）などを定めた。⁽¹⁾

レギュレーションNMSが導入された二〇〇〇年代半ば以降、アメリカの証券市場は、流動性を獲得するための競争が激化し、市場の分散が顕著に進んだ。たとえばニューヨーク証券取引所の自市場上場銘柄の取引シェアは、二〇〇〇年代半ば以降に、八割前後から三割前後へと大きく低下した。現在アメリカでは、NMS証券（全取引所の上場銘柄全体に相当）の取引シェアが二〇％を超える証券市場は存在せず、日本で考えるようなメインマーケット（たとえば取引の七、八割以上を占めるような主要市場）がない状態であるということができる。

4 アメリカの証券市場構造の特徴

こうした市場間競争重視の市場構造を促進してきた結果、アメリカの証券市場は、いくつかの独特の特徴を持つようになっている。第一に、同一銘柄が複数市場に分かれて取引され、市場の分散度合いが顕著である。このため、最良執行義務を負って市場仲介を行う証券会社は、複数市場に接続して、最も優れた気配が提示されている市場に顧客注文を回送する必要がある。注文回送のための自動システムであるスマート・オーダー・ルーティングが広く普及しているが、複数市場が同時に価格形成を行う中で常に最良気配にアクセスするためには、複雑なリネージュが必要となっている。

一方、こうした煩雑な最良執行の負担を避けるために、個人投資家の小口注文を全米最良気配で執行することを保証する形で、証券会社の店内付け合わせやダークプールなどが機能しているとされる。最良気配で執行され

るのであるから、投資家に不利益はないものの、結果的に個人投資家の取引が透明性の高い取引所取引から流出している可能性があり、かつては機関投資家の大口注文をマーケットインパクトなしで執行する場であると考えられてきた証券会社の店内付け合わせやダークプールが、個人投資家の注文執行に使われる傾向が広がっている。また、こうした顕著な市場分散を前提として、高速の取引を行うHFT業者が市場間をまたいだ複雑な裁定取引を行っていることとされ、アメリカの複雑な証券市場構造は、多様な裁定機会を提供してHFTビジネスが行いやすい環境となつていると考えられる。

アメリカの証券市場の特徴の二つ目は、証券市場運営者側のビジネスモデルが極めて多様で、複雑な手数料体系や注文形態が存在することである。日本の証券取引所は、オークション取引の下で注文の発注形態も手数料体系も比較的シンプルであるが、アメリカでは、市場同士が競い合う結果、投資家サービスの一環として市場運営ビジネスが多様化している。

特に特徴的なのは、メイカー・テイカー手数料と呼ばれる手数料体系で、これは指値注文を市場に入れた投資家に対して、流動性を供給したとして市場側からリベートを支払い、逆にその指値注文に取引をぶつけて流動性を消化した投資家から通常の手数料を徴収するというものである。

こうしたメイカー・テイカー手数料は、上手に利用すれば市場側から投資家がリベートを受け取ることになるので、HFTビジネスにとって重要な収入源となつていとされる。また、リスクを抑えながら効率的にリベートを受け取るための複雑な注文形態が多く存在しており、エキゾチック・オーダーと呼ばれる変則的な注文形態の利用が進んでいる。注文の種類はいまや二〇〇から二五〇種類を超えとも言われ、アメリカの証券市場の競争の複雑さを象徴していると言えるだろう。

さらに、市場全体の取引スピードが高速化していることに関連して、全米市場システムを担保する統合情報システムにも議論が生まれている。前述したように、各市場の価格情報や気配情報は、CTSやCQSなどの全米市場システムの中核となるシステムを通じて配信されており、このことが全米証券市場の透明性を保証している。

しかし、これとは別に各市場はダイレクトに自市場の取引情報を取引参加者に出すことができ、前者の全米市場システムを通じたものよりも、後者の個別システムの方が処理速度がわずかに速い。このことは、取引スピードが高速化する以前には大きな問題ではなかったが、現在のような一〇〇分の一秒、あるいはそれ以下の速度を競う高速取引時代には、速い配信システムを利用する投資家の方が有利となる。逆に、遅い投資家にとっては、全米市場システムでの気配配信時点では「見えて」いたはずの注文が、アクセスしようとすると「消えて」いるという問題が生じている。

5 おわりに

一九七〇年代に成立した全米市場システムは、複数に分散した市場に流動性獲得をめぐる競争をさせながら、投資家保護に関わる部分については統合した市場機能を提供するという点で、理念的には優れた制度であると考えられる。しかし一方で、HFTに代表される高速取引時代には、述べてきたように問題が生じている側面も見逃せない。

逆に考えると、現在HFTの問題と考えられているものなかに、超高速の取引を行うHFT固有の問題と、アメリカの証券市場の構造自体に起因する問題が混在していると考えられることもでき、これらを峻別して検討する

必要があるだろう。

HFT固有の問題と考えられるものをいくつか挙げるとすると、①（悪意がなくても）取引システムに脆弱性があり、システムトラブルを通じて自身や市場全体に混乱を及ぼしてしまうケース、②異なるシステム間で意図せずある種の共鳴が起き、価格変動などを拡大してしまうケース、③ダイレクト・マーケット・アクセス（投資家のシステムを事実上取引所のシステムに直結して発注）を利用する際に、リスク許容限度を超えた発注が行われて混乱を引き起こすケース、④悪意のあるシステムによる不正行為（監督者側のテクノロジー対応とコストの問題が生じる）といったものが考えられるだろう。こうした問題は、高度高速な取引システムの時代の問題であり、アメリカで指摘されたのと同じような問題が日本でも生じると考えられる。ただし、市場構造が大きく分散化しているアメリカと、集中度の高い日本とは、価格変動が市場間をまたいで伝播する程度にはかなりの差があるものと考えられる。

一方、HFT批判の中には、アメリカの市場構造に固有の問題に起因すると考えられるものも少なくなく、そうしたものは逆に現在の日本市場にはあてはまらないと考えられる。例えば、リベートを得るためのHFTによるアグレッシブなマーケット・メイク活動などは、メイカー・テイカー手数料体系のない現在の日本には当てはまらないと考えられる。また、全米市場システムのもとで「見えて」いた気配が、実際には存在しないといった批判も、アメリカに固有の市場構造と関わっており、そのまま日本で全く同じ問題が生じるとは考えにくい。同様に、アメリカでは、市場構造の複雑さに加えて、注文の多様性や複雑さが市場のあり方を見えにくくしており、HFTがこうした複雑さを利用して利益を得ていることも批判につながっていると考えられる。

一方、欧州では、二〇〇七年のMIFID導入によって、取引所外取引システムであるMTFが運営を開始し、従

来の取引所との間で市場間競争をスタートした。続いてMIFID IIに向けた議論の中で、欧州版「全米市場システム」が必要かどうかという議論が見られるようになっていく。全米市場システムによって、厳格な最良執行が導入されることのコストとベネフィットが欧州でどのように議論されるのか興味深い。

注

(1) これに加えて、市場データの販売収入の配分ルールなどが定められた。

(しみず ようこ・客員研究員)

証研レポート既刊目録

No.1673 (2012. 8) 執筆者
 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
 ー資金決済（PVP）と証券決済（DVP）のリンクが大事ー
 日本の国債相場を支えているものは何か 中島
 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.1674 (2012.10)
 日銀の「危機対策」と「最後の貸し手」機能 伊豆
 ナイト・キャピタルのアルゴ暴走 吉川
 ー超高速コンピューター取引のリスクー
 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
 米国投資顧問業（RIA）の自主規制機関（SRO）をめぐる論議 坂下

No.1675 (2012.12)
 繰り返される国債日銀引受発行の議論 中島
 地域再生ファンドの取引と課題 松尾
 統合取引追跡システムに関するSEC最終提案 清水
 アジア債券市場育成の取り組みと成長過程 西尾
 イギリス金融規制改革のゆくえ 築田

No.1676 (2013. 2)
 取引所再編成の背景と意義 二上
 日本銀行法と「最後の貸し手」機能 伊豆
 IC EによるNYSEユーロネクスト買収合意 吉川
 独自性を発揮するNYSE Arca取引所 志馬
 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.1677 (2013. 4)
 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
 社会的責任投資とその評価手法 松尾
 欧州証券市場はどの程度分裂しているか 清水
 中国の合会と日本の無尽の銀行化 西尾
 ー中国の中小企業金融への示唆としてー
 韓国のカバードボンド法制案と住宅金融市場 築田
 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

No.1678 (2013. 6)
 リテール・ビジネスのバリュ・チェーンとアンバンドリング 二上
 金融危機と日本銀行 伊豆
 ー特融・預金保険機構向け貸付・出資ー
 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
 米国株式オプション市場の拡大とその背景 志馬

No.1679 (2013. 8)
 長期金利の変動はなぜ生じたか 中島
 ソーシャルインパクト債と社会貢献型投資 松尾
 アメリカのティックサイズ拡大議論 清水
 アベノミクスと機関投資家行動 志馬
 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

No.1680 (2013.10) 執筆者
 世界の「上場」取引所の収益動向 二上
 東日本大震災復興におけるファンドの取組 松尾
 ベイルアウトとベイルイン 伊豆
 BATSとダイレクトエッジの合併合意 吉川
 ー米国株式市場の再編ー
 五月二三日の株式市場クラッシュと先物市場 志馬
 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

No.1681 (2013.12)
 国債危機の回避は財政再建か経済成長か 中島
 デリバティブ市場統合における論点 二上
 ATSでのNMS証券の取引状況 清水
 新規公開株の価格形成 岡村

No.1682 (2014. 2)
 投資型クラウドファンディングとリスクマネー供給 松尾
 ベイルイン債とは何か 伊豆
 米国HFTの実情 吉川
 ーSECのMIDASデーター
 取引所再編の動きとデリバティブ取引の収益性 志馬

No.1683 (2014. 4)
 リーマン・ショック以降の証券決算 二上
 海外におけるクラウドファンディングの現状 松尾
 ティックサイズと市場構造 清水
 ソーシャルレンディングによる金融仲介の事例研究 坂下

No.1684 (2014. 6)
 「適格機関投資家等特例業務」の見直しとその背景について 二上
 中央銀行と自己資本 伊豆
 ー「出口戦略」を考えるー
 米国HFTの実情2 吉川
 ーSECのMIDASデーター
 アベノミクス導入から一年 志馬
 ー機関投資家の動きー

No.1685 (2014. 8)
 クラウドファンディングの投資家と地理的分散 松尾
 破綻処理と店頭デリバティブ 伊豆
 ー一括清算をめぐるー
 アメリカのATS以外の取引所外取引の現状 清水

No.1686 (2014.10)
 わが国証券業界の資本生産性 二上
 長期国債先物取引に対する行政処分勧告 吉川
 ーアルゴリズム取引と相場操縦ー
 異次元緩和前年の銀行の国債投資状況 志馬

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ますとともに、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。

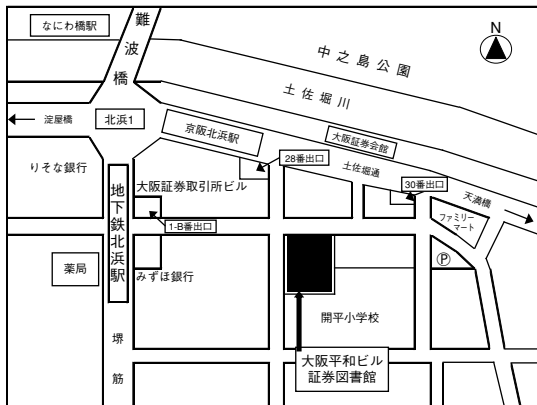
所在地 大阪市中央区北浜1-5-5 大阪平和ビル地下1階
TEL (06) 6201-0062

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。

証研レポート第一六八七号
二〇一四年十二月八日発行
(偶数月第二月曜日発行)

2014年12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(本体380円+税)