

**証 研**

# レポート

No.1689

---

2015年4月

日本再興戦略と株式市場

二上季代司（1）

欧州HFTの実情2

～ESMAのガイドライン・レビュー～ 吉川 真裕（9）

変化する金融商品仲介業支援ビジネス

～オンライン総合証券と中堅証券の参入～ 坂下 晃（20）

インフレ率目標〈2%〉の起源

春井 久志（55）

貸株取引の決済制度改革

福本 葵（72）

# 日本再興戦略と株式市場

一上季代司

第二次安倍内閣の「三本の矢」は、「大胆な金融政策」、「機動的な財政政策」そして「民間投資を喚起する成長戦略」である。その三本目の矢である成長戦略は、平成二五年六月に「日本再興戦略」としてまとめられた。このうち成長への道筋に沿って早期に取り組む必要のある代表的な施策として、①「民間の力を最大限引き出す」ための八施策、②「全員参加・世界で勝てる人材を育てる」ための四施策、③「新たなフロンティアを作り出す」ための四施策、合計一六施策があげられている。

ところで、上記①の「民間活力」を引き出すための施策の中には、株式市場に大きなインパクトを与えるものが含まれている。なかでも第三番目の施策は、「コーポレートガバナンスを見直し、公的資金等の運用の在り方を検討する」とされており、具体的には会社法改正、スチュワードシップ・コード策定、公的年金等の運用改革の三点があげられている。さらに『日本再興戦略』改訂二〇〇四年―未来への挑戦―<sup>(2)</sup>では、これらに関連して「コーポレートガバナンス・コードの策定」が追加されている。

公的年金運用改革、スチュワードシップ・コード、会社法改正、コーポレートガバナンス・コードは、株式の需給関係や企業価値水準を經由して、株価に大きく影響する諸要因である。しかも、これらは所要の検討を経て、原案が公表され、あるいは法改正も終わって、一部はすでに実施に移されているものもある。そこで、以下では、この四点について、その内容ならびに株式市場に与える影響の経路について簡単に整理してみた。

## 1 公的年金運用改革

成長戦略との関連で、今回、運用見直しの対象とされた公的・準公的資金とは、「公的年金」の運用資産ならびに「独立行政法人等」の余裕金である。その残高は、平成二五年三月末現在、前者は約一五〇兆円、後者は約五〇兆円、合計二〇〇兆円と算定されている。このうち前者は四つの公的年金からなり、①年金積立金管理運用独立行政法人（GPIF）、一二〇・五兆円、②国家公務員共済組合連合会（KKR）、七・八兆円、③地方公務員共済組合連合会、一七・五兆円、④日本私立学校振興・共済事業団、三・六兆円となっている。公的年金とりわけGPIFの運用資産額がダントツに大きく、その運用改革の行く末が注目されるのも当然である。

ところで、平成二五年一月に公表された「公的・準公的資金の運用・リスク管理等の高度化等に関する有識者会議報告書」<sup>(3)</sup>は、公的年金等の基本ポートフォリオが、国債をはじめ国内債に大きく偏っていること、また運用にあたって理事長の独任制であることをとりあげて、これを問題視している。

GPIFは厚生年金と国民年金の積立金を管理運用する基金であるが、少子高齢化のもとで積立金の取崩し（キャッシュ・アウト）がすでに始まっている。ところが、保険料の引き上げは限界に近い水準に達しているのである。そこで、有識者会議は、基金の負債特性に応じて積立金の取崩しが当面見込まれる部分以外については、長期的な視点でポートフォリオを構築すべきであること、その際には、デフレからの脱却を図り、適度なインフレ環境へと移行しつつあるわが国経済の状況を踏まえれば、収益率を向上させ、金利リスクを抑制する観点から、国内債の比率を引き下げ、内外の株式や外債等リスク性資産のウェイトを高める方向に変更することが必要だと判断したのである。

また、資金運用の実施にあたっては、業務に関する権限・責任が理事長一人に集中している独任制の下では、

規模・性格によっては、十分な機能発揮が期待できないケースがあることから、常勤の専門家による合議制の理事会に決定権限をゆだねるガバナンス改革を提案している。

この提案に沿って、GPIFは二六年一〇月、基本ポートフォリオを表1のように改訂した。

ちなみに、GPIFの実際の積立金資産構成は、昨年末には表2のように変化している。すなわち、国内債券は一〇・三ポイント低下する反面、国内株は三・九ポイント、外国債券は二・五ポイント、外国株は四・六ポイント、それぞれ上昇している。

なお、別の資料によると（『日本経済新聞』四月三日）、GPIFは、平成二六年度の一年間において、四月～二月の九カ月間に二・六兆円、二七年一～三月の三カ月間に三兆円、合計五・六兆円の株式を購入した、と報じられている。また、国家公務員共済、地方公務員共済、私学共済は本年一〇月に厚生年金に一本化されることから、これらの基本ポートフォリオも、GPIF

表1 GPIF基本ポートフォリオ（平成26年10月31日に変更）

（変更前）

	国内債券	国内株式	外国債券	外国株式	短期資産
資産構成割合	60%	12%	11%	12%	5%
乖離許容幅	±8%	±6%	±5%	±5%	—

（変更後）

	国内債券	国内株式	外国債券	外国株式
資産構成割合	35%	25%	15%	25%
乖離許容幅	±10%	±9%	±4%	±8%

（出所）『証券アナリストジャーナル』平成27年2月、p4より引用  
（原資料）GPIFホームページ

表2 GPIFの運用資産別構成割合（年金積立金全体）

	平成26年3月末	平成26年12月末
国内債券	53.43%	43.13%
国内株式	15.88%	19.80%
外国債券	10.66%	13.14%
外国株式	15.03%	19.64%
短期資産	5.00%	4.30%
運用資産額	126兆5,771億円	137兆358億円

（出所）GPIFホームページより作成

IFと同じ割合での変更になるようである。

## 2 スチュワードシップ・コード

他方、スチュワードシップ・コード、会社法、コーポレートガバナンス・コードは企業のガバナンスを通じて株価に影響を与える要因と考えられる。

まず「スチュワードシップ責任」とは、機関投資家が投資先企業やその事業環境等に関する深い理解に基づく建設的な「目的を持った対話」（エンゲージメント）を通じて、当該企業の価値向上や持続的成長を促すことにより、「顧客・受益者」の中長期的な投資リターン拡大を図る責任を意味する。そして、スチュワードシップ・コードとは、その責任を果たすにあたり有用と考えられる諸原則を定めたものであり、平成二六年二月に公表されている（「責任ある機関投資家の諸原則（日本版スチュワードシップ・コード）」<sup>(4)</sup>）。

このコードは七つの原則からなっており、とりわけ注目されるのは、第四の原則「目的をもった対話を通じて投資先企業と認識の共有を図るとともに問題の解決を図ること」、第五の原則「議決権の行使と行使結果の公表について明確な方針を持つとともに、議決権行使の方針については投資先企業の持続的成長に資するよう工夫すべきこと」である。

これに関連して、当該コードが公表された半年後の平成二六年八月、経済産業省から「持続的成長への競争力とインセンティブ―企業と投資家の望ましい関係構築―」（伊藤レポート<sup>(5)</sup>）が公表されている。伊藤レポートによれば、持続的な企業価値創造は、中長期的には資本コストを上回るパフォーマンスを上げることによって実現され、投資家はそうした価値創造に期待して長期投資を行うのである。その意味では、持続的な企業価値創造は企

業と株主との「協創」によるものである。機関投資家と企業との対話においても、企業価値の評価に際しては中長期的に自己資本利益率（ROE）が資本コストをどの程度、上回っているか、が重要となる。

伊藤レポートによると、グローバルな機関投資家が日本企業に期待する資本コストの平均が七％超であるとの調査結果があることを踏まえ、グローバルな投資家と対話する際の最低ラインは八％であると指摘する。

ちなみに、平成二七年三月現在、同コードを受け入れた機関投資家は、①信託銀行等 六、②投信・投資顧問等 一二九、③生保 一七、④損保 四、⑤年金基金等 一一一、⑥その他（議決権行使助言会社他） 七、合計一八四に上っている（金融庁調べ）。また、議決権行使助言機関であるISS（Institutional Shareholder Services）は、ROEが直近五年間平均で五％未満の会社トップの選任には反対を推奨している。

### 3 コーポレートガバナンス・コード

平成二六年六月成立の改正会社法は、有価証券報告書提出会社について、社外取締役を最低一名設置し、これを置かない場合には、定時株主総会において社外取締役を置くことが相当ではない理由を説明しなければならない、とされる（三二七条の二）。この改正会社法は一年後の本年五月より施行されるため、六月より本格化する株主総会から適用されることになる。適用対象は有価証券報告書提出会社であり、非上場会社を含む約九五〇〇社である。

これと並行して、「コーポレートガバナンス・コード原案」<sup>(6)</sup>が二七年三月に公表され、これもこの六月から適用される。適用対象会社は、東証一部・二部企業であり、約二五〇〇社である。先のスチュワードシップ・コードが、受益者利益の観点から企業価値向上のために機関投資家の行動を規律づける原則を整理したものだとするれば、このコーポレートガバナンス・コードは企業側を規律づけるものである。両方のコードは、いずれも遵守せよ、

さもなくば説明しなければならぬ (Comply or Explain) 建前となっており、持続的な企業価値向上のための、いわば「車の両輪」ということになる。

ところで、このコーポレートガバナンス・コードは五つの基本原則（ならびにこれに関連する諸原則、補充原則）からなっている。

基本原則（一）は「株主の権利と平等性の確保」であるが、このなかでは、原則一―四（政策保有株式）が目される。

原則一―四では、いわゆる政策保有株式として上場会社株式を保有する場合には、政策保有に関する方針を開示すべきこと、また毎年、株主総会において主要な政策保有株のリターンとリスクを踏まえた中長期的な経済合理性や将来見通しを検証し、これを反映した保有の狙い・合理性についての具体的な説明を行うべきであること等、としている。

政策保有株についてはバブル崩壊後の不良債権処理の過程で銀行保有分についてはかなり売却されたが、なお、残存している部分もある。今後は、この部分についても保有することの是非を企業価値の観点から絶えず評価し、保有するのであればその理由を株主総会のたびに説明していかなければならない。それを考慮すると、政策保有株は売却される方向にいくであろう。その意味では株価を下押しする要因ではあるが、株価がファンダメンタル要因によって形成されることで企業価値をヨリ正しく反映したものになっていくという意味では、資源の効率的配分の観点から望ましいであろう。

基本原則（四）は取締役会の責務を定めたものである。そのなかで、原則四―八は「独立社外取締役の有効な活用」として、独立社外取締役を二名以上選任すべきこと、とされている。すでに改正会社法や上場規則では一

名以上の設置に関する規定を置いているのだが、独立社外取締役を複数名設置すれば、その存在が十分に活かされる可能性が高まる、という観点からのものである。

#### 4 おわりに

安倍内閣の第三本目の矢（成長戦略）は、第一の矢、第二の矢と比べて進捗が遅いといわれてきたが、株式市場の改革という面からみれば、順調に進んでいるといつてよいように思える。スチュワードシップ・コードやコーポレートガバナンス・コードは、ようやく企業経営者にROEの重要さを認識させ、その向上にむけた財務政策が取られ始めつつある。ROEを高めるには分子の「利益」を向上させるか、あるいは増配や自社株買いによって分母の「自己資本」を削減するしかない。利益成長が期待できないとすれば、それは成長期待の持てない業種であるか、それともマネジメントのやり方が悪いということを意味するのである。そうした企業は配当や自社株買いで資源をいったん株主に戻し、株主がシグナルとしての株価をよりどころにして、より成長期待の高い分野の業種や、マネジメントの優れた企業に資源を再配分すべきなのである。

もっともそのためには、株価がファンダメンタル・ファクターを適切に反映して、的確なシグナルを発するものでなければならぬ。この点で、上場株式の法人間持ち合いや政策的保有は株価形成の面では不適切であった。株価の高低にかかわらず、市場に出てこないからである。コーポレートガバナンス・コードの基本原則（二）は、こうした政策保有株についても説明責任を課すことよって制限をかけていると解釈できるのである。

他方、今回の公的年金改革は国内債券に偏った運用資金を株式市場にシフトさせる効果を持つ。基本ポートフォリオの策定・改定は、一定のマクロ経済の前提のもとで、将来の人口構成の変化や賃金上昇率、インフレ率を



考慮しつつ年金財政の検証のもとで、リスクとリターンを勘案して行われるものであり、今回の基本ポートフォリオ改定は、そうした手順を踏んだものなのであろう。

そうであれば、先の「報告書」にもあるように、運用にあたっては、よほどしっかりしたガバナンス体制が必要である。現行のGPIFは独立行政法人であり、理事長独任制で、理事長が全責任と全権限を持っている。運用委員会は単なるアドバイザーに過ぎない。過去には「PKO」と呼ばれる株価対策があった。株式市場が再びそうした不信の目で見られないようなガバナンス上の仕組みが必要であらう。

注

- (1) [http://www.kantei.go.jp/singi/keizaisaisei/pdf/saikou\\_jpn.pdf](http://www.kantei.go.jp/singi/keizaisaisei/pdf/saikou_jpn.pdf) この日本再興戦略には、産業の新陳代謝促進、雇用制度改革、科学技術イノベーションの推進、世界最高水準のIT社会実現、立地競争力の強化、中小企業・小規模事業者の革新など、実に幅広い分野の成長戦略が盛り込まれているが、当面、重視されるのは、「早期に取り組み必要のある代表的な施策」である。
- (2) <http://www.kantei.go.jp/singi/keizaisaisei/pdf/honbunJP.pdf>
- (3) [http://www.cas.go.jp/jp/seisaku/koutekisikin\\_unyourisk/houkoku/h251120.pdf](http://www.cas.go.jp/jp/seisaku/koutekisikin_unyourisk/houkoku/h251120.pdf)
- (4) <http://www.fsa.go.jp/news/25/singi/20140227-2/04.pdf>
- (5) <http://www.meti.go.jp/press/2014/08/20140806002/20140806002-2.pdf>
- (6) <http://www.fsa.go.jp/news/26/sonota/20150305-1/04.pdf>

(にかみ きよし・大阪研究所長)

## 欧州HFTの実情<sup>2</sup>

～ESMAのガイドライン・レビュー～

吉川 真裕

二〇一五年三月一八日、欧州連合（EU）の証券取引監督機関である欧州証券市場監督局（European Securities and Markets Authority：ESMA）が二〇一二年二月に発表した『取引プラットフォーム、投資会社、監督機関に対する自動取引環境におけるシステムとコントロールに関するガイドライン』のレビュー報告を公表した。このガイドラインは二〇一〇年五月のアメリカでのフラッシュ・クラッシュや二〇一一年七月の証券監督者国際機構（IOSCO）のコンサルテーションを受けて、EUとして加盟各国市場の監督において足並みをそろえる必要があるという認識と同時に、共通規制をいち早く導入することでその規制を国際基準にしようという思惑が働いていたものとも考えられる。実際、このガイドラインを受けて、ドイツは二〇一三年五月に自動取引をおこなう投資家に登録義務を課しており、フランスも二〇一五年一月から同様の登録制を導入している。そして、二〇一五年三月二六日にはアメリカでも証券取引委員会（SEC）がより緩やかな形ではあるが、登録制の導入提案を決定している。

以下では、ESMAのガイドライン・レビューを詳細に紹介するのではなく、ガイドライン・レビューを通じて垣間見える欧州の株式市場におけるHFTの実情の一部を紹介する<sup>1</sup>

## 1 E S M A のガイドライン・レビュー

二〇一二年二月二四日、E S M A は『取引プラットフォーム、投資会社、監督機関に対する自動取引環境におけるシステムとコントロールに関するガイドライン』を発表し、E U 加盟国とノルウェー、アイスランド、リヒテンシュタインで構成される欧州経済領域（E E A）の監督機関に対して、ガイドラインに沿った規制の導入を要請した。<sup>(2)</sup>そして、このガイドラインに沿った規制の導入状況に関するレビュー報告『自動取引ガイドライン』を二〇一五年三月一八日にE S M A は公表した。<sup>(3)</sup>

レビューは三段階に分けておこなわれ、第一段階としては二〇一三年二月一五日に自己評価質問票（回答期限は二〇一四年一月二四日）が各国監督機関に送付され、二〇一四年夏には自己評価質問票に対する追加情報の提供が求められた。第二段階では自動取引が盛んである（significant）と回答した二カ国（ベルギー、デンマーク、フィンランド、フランス、ドイツ、アイルランド、イタリア、オランダ、ポルトガル、スペイン、スウェーデン、イギリス）の監督機関に対して追加の質問票が送付され、その回答がレビューされた。そして、第三段階では六カ国（オーストリア、オランダ、ドイツ、ノルウェー、スウェーデン、イギリス）の監督機関に対して現地訪問（二〇一四年五月六日から六月二六日）を含めた、より詳細なレビューが実施された。

レビュー報告は取引市場の電子取引システムの要件（ガイドライン1）、自動取引環境におけるフェアで整然とした（orderly）取引を促進する取引所と代替的取引施設の要件（ガイドライン3）、自動取引環境において市場乱用（Market Abuse）を防止する取引市場の要件（ガイドライン5）、ダイレクト・マーケット・アクセスおよびスポンサード・マーケット・アクセスを提供する取引市場の要件（ガイドライン7）を取り上げている。

## 2 欧州における取引市場

ESMAは規制市場（取引所）と代替的取引施設（MTF）を合わせて取引プラットフォームという呼び方をしているが、以下では取引市場という一般的な呼び方を使用する。レビュー報告の付録1aにEEA三二カ国の取引市場数が掲載されており、図表1はそれをもとにして構成比を付けて作成したものである。<sup>(4)</sup> 取引市場数の一八七、電子取引市場数の一八四はアメリカを上回る非常に大きな数字であるが、これは債券を扱うMTFや地方取引所（ドイツ）が含まれているためと考えられる。株式取引に関して言えば、複数の取引市場（ロンドン証券取引所、カイエックス・ヨーロッパ証券取引所、BATSヨーロッパ証券取引所、ターコイズMTF）が国内で大きな取引シェアを占めているのはイギリスだけである。

レビュー報告は取引市場数にほとんど言及していないが、電子取引市場数をみると全体の三二%がイギリスにあり、次いでイタリア一〇%、ドイツ八%、スペイン七%、フランス五%、オランダ・ポルトガル・ルーマニア四%、ベルギー・デンマーク・スウェーデン三%と続いている。電子取引市場の数が多ければ監督機関による監督がたいへんになると考えられるが、取引規模が小さな取引市場では取引停止措置さえ準備されていれば、監督の目が届かなくてもそれほど大きな問題になるとは考えられない。実際、ドイツ、スペイン、イタリア、オランダ、ポルトガル、ルーマニアを除く国では日常の取引監督は取引市場がおこなっており、監督機関は取引市場の規則決定にかかわり、検査の際に記録を調べているにすぎない。そして、ほとんどの国では国内株式取引の多くが伝統的な取引所に集中しており、外国株取引はイギリスのカイエックス・ヨーロッパ、BATSヨーロッパ、ターコイズに集中している。したがって、監督機関の重要性という点ではイギリスの金融行動監視機構（FCA）によるこれら三市場の監督は国外の取引市場にも影響を与える可能性があるという意味で別格であると言える。

図表1 欧州における取引市場数

	取引市場数		電子取引市場数	
オーストリア	3	1.6%	3	1.6%
ベルギー	7	3.7%	6	3.3%
ブルガリア	1	0.5%	1	0.5%
キプロス	2	1.1%	2	1.1%
チェコ	3	1.6%	3	1.6%
ドイツ	15	8.0%	14	7.6%
デンマーク	5	2.7%	5	2.7%
エストニア	1	0.5%	1	0.5%
ギリシャ	2	1.1%	2	1.1%
スペイン	12	6.4%	12	6.5%
フランス	10	5.3%	10	5.4%
フィンランド	2	1.1%	2	1.1%
クロアチア	1	0.5%	1	0.5%
ハンガリー	3	1.6%	3	1.6%
アイルランド	2	1.1%	2	1.1%
アイスランド	1	0.5%	1	0.5%
イタリア	19	10.2%	19	10.3%
リヒテンシュタイン	0	0.0%	0	0.0%
リトアニア	1	0.5%	1	0.5%
ルクセンブルク	2	1.1%	1	0.5%
ラトビア	1	0.5%	1	0.5%
マルタ	2	1.1%	2	1.1%
オランダ	7	3.7%	7	3.8%
ノルウェー	4	2.1%	4	2.2%
ポーランド	2	1.1%	2	1.1%
ポルトガル	7	3.7%	7	3.8%
ルーマニア	7	3.7%	7	3.8%
スウェーデン	6	3.2%	6	3.3%
スロベニア	1	0.5%	1	0.5%
スロバキア	1	0.5%	1	0.5%
イギリス	57	30.5%	57	31.0%
合計	187	100.0%	184	100.0%
12カ国合計	149	79.7%	147	79.9%

### 3 自動取引量

レビュー報告の付録1bにはレビュー過程で明らかになったE E A三二カ国の自動取引量が掲載されており、図表2はこれをもとに作成したものである。自動取引比率が高い順に挙げると、ドイツの七〇%（E U R E Xはデリバティブ市場であり、現物市場の比率は不明）、オランダの六〇%、イギリスの三五%から六〇%、フィンランドの五一・四%、フランスの四〇%から四五%、デンマークとスウェーデンの四〇%、ノルウェーの三〇%、アイルランドの二三%から二九%、イタリアの二二・〇五%、スペインの二二%（デリバティブでは三九・五八%）、オーストリアの二〇%という順で、他の国では一〇%未満または不明である。

E S M A経済報告一号で紹介されていたH F T取引比率はカイエックス・ヨーロッパ、B A T Sヨーロッパ、ターコイズといったイギリスの新興取引市場で最も高く、伝統的な証券取引所ではオランダ、フランス、イギリス（ロンドン証券取引所）、ドイツという順であったことを考え合わせると、ドイツの株式市場での自動取引比率は四〇%以下、ロンドン証券取引所の自動取引比率も同程度であることが類推できるだろう。

不思議なことに、レビュー報告で自動取引が盛んと答えた一二カ国の中に図表2では自動取引比率が現物市場の三・六%（注分量で二〇%）となっているポルトガルが含まれており、逆に図表2で自動取引比率が三〇%となっているノルウェーは含まれてはいない。この理由はレビュー報告からは読み取れないが、当初の自己評価質問票に対して、ポルトガルは自動取引が盛んと回答し、ノルウェーは自動売買が盛んとは回答しておらず、第二段階のレビュー終了後にポルトガルの自動取引比率が三・六%、ノルウェーの自動取引比率が三〇%ということが判明したということであろうか。

図表2 欧州における自動取引システムを通じた取引量

	簡単なスマート・オーダー・システムを除く自動取引システムを通じた取引量
オーストリア	現物市場の20%（最低量）、株数の19%
ベルギー	ベルギー株式取引の20%から25%
ブルガリア	N.A. (negligible)
キプロス	N.A. (negligible)
チェコ	現物市場の5%から10%（4秒間に1注文以上を自動取引とみなして）
ドイツ	HFT活動にフラグを付けた最初の月ではEUREXの取引の70%程度
デンマーク	40%、HFTについては不明
エストニア	0%
ギリシャ	7.4%（最も活発な2社の会員業者による取引比率）
スペイン	株式22%、デリバティブ39.58%（1秒間に100メッセージ以上）
フランス	40%から45%
フィンランド	51.4%
クロアチア	N.A. (negligible)
ハンガリー	N.A. (negligible)
アイルランド	取引市場によって23%から29%
アイスランド	N.A. (negligible)
イタリア	2013年平均でMTA証券の22.05%
リヒテンシュタイン	N.A. (negligible)
リトアニア	N.A. (negligible)、6社の会員業者がDMAを提供
ルクセンブルク	0%
ラトビア	N.A. (negligible)、3社の会員業者がDMAを提供
マルタ	N.A. (negligible)
オランダ	現物市場の60%、デリバティブ市場の60%
ノルウェー	30%、19会員のうち13がアルゴリズムを用い、19会員の12がDMAを提供
ポーランド	N.A.（コロケーションが最近導入されたが、利用者はいない）
ポルトガル	現物市場の3.6%（注文量では20%）
ルーマニア	HFTは5%（取引量の23%はオーダー・ルーティング・システムを通じた取引）
スウェーデン	現物市場の40%、デリバティブ市場の20%
スロベニア	N.A. (negligible)
スロバキア	N.A. (negligible)
イギリス	現物市場とデリバティブ市場で35%から60%

#### 4 監督体制

取引とは直接関係はないが、レビュー報告では第二段階調査がおこなわれた一二カ国の監督体制について説明しており、他では見かけない情報なので、その一部を紹介する。

一二カ国の監督機関には自動取引ガイドラインを取引市場が順守しているかどうかに関心をもち、責任を持つ市場環境スタッフがおり、フランス、イタリア、スウェーデン、イギリスには特別チームが存在する。オランダとスペインでは市場部門の中にスペシャリストが複数おり、イギリスでは市場部門の外に複数のスペシャリスト・チームが存在する。そして、取引市場を監督するフルタイム従業員数はデンマークの一・五人(?)からイギリスの二五人まで監督対象となる取引市場数に応じてばらばらついている。

連邦政府ではなく、州政府が取引市場の監督権限を持つドイツでは、ヘッセン州がフランクフルト証券取引所(および業務委託を受けたドイツ取引所)とデリバティブ取引所であるEUREXを監督している。ヘッセン州当局には取引市場を担当する七人のスタッフがあり、取引サーベイランス・オフィスと呼ばれる、取引市場の中に取りながら州監督当局にのみ報告義務を持つ独立機関が存在し、二〇人前後のスタッフが監督にあたっている。

他方、ユーロネクストが取引所を持つベルギー、フランス、オランダ、ポルトガルの四カ国、ナスダックOMXが取引所を持つデンマーク、フィンランド、スウェーデンの三カ国(一二カ国に含まれないアイスランド、エストニア、ラトビア、リトアニア、スロベニアについての言及はない)の監督機関の間にはカレッジとして類似した形で取引市場を監督する提携関係が結ばれているが、この提携関係には拘束力はなく、カレッジのメンバーが独自の決定をおこなうことも可能である。

さらに、各国の監督機関から寄せられた懸念の一部を列挙すると以下の通りである。



- ① 取引市場の数と多様性、取引対象が多く、監督資源に限界を感じる（イギリス）。
- ② 大量のデータの監督が困難（デンマーク）、注文取り消しを多用するHFTの増加で取引だけでなく、注文まで分析することは困難（オランダ、アイルランド、フランス）。
- ③ 取引市場においても監督機関においても自動サーベイランス・ツールの利用が不十分（オランダ、アイルランド）であり、自動取引の監督は技術的に困難（スペイン）。
- ④ 技術進歩の速さから取引市場においても監督機関においても十分なIT資源と熟練したスタッフを確保することが困難（スペイン、フランス、アイルランド、スウェーデン）。
- ⑤ 注文や取引にIDフラグがないのでHFTが市場に与える影響が特定できない（ベルギー、フランス、ポルトガル、オランダ）。
- ⑥ 国境を越えた取引が増え、監督機関の協力が必要（デンマーク、スウェーデン）であり、市場乱用を最適に監督するためには国境を越えた統合的な（consolidated）監督が重要（フランス、スウェーデン、イタリア）。
- ⑦ 取引セーフガード・メカニズムに関して取引市場が詳細なルールを公表することは価格操作を助長する恐れがある一方、取引市場は監督機関に利用者や取引戦略に関する重要情報を提供することに消極的（フランス）。
- ⑧ 取引市場が提供する戦略や機能の複雑性と技術進歩が結びついた帰結は予測困難（スウェーデン）。
- ⑨ ダイレクト・マーケット・アクセスやスポンサード・アクセスによる影響を注視する監督機関（デンマーク）がある一方、これらに似たサービスを小口顧客に提供する業者が増えているので自動取引ガイダンスの適用範囲が不明確と指摘する監督機関（ドイツ、スペイン）もある。そして、システムやコントロールの責任が会員業者にあるのか、利用者にあるのか不明確という指摘をおこなう監督機関（オランダ）もある。

## 5 ダイレクト・マーケット・アクセスとスポンサード・アクセス

ダイレクト・マーケット・アクセスとは会員業者の取引IDを使って顧客が取引市場に会員業者の取引システムから注文を出せるアレンジメントを指すのに対して、スポンサード・アクセスとは会員業者の取引IDを使って顧客が取引市場に会員業者の取引システムを経由せずに注文を出せるアレンジメントを指す。スポンサード・アクセスの場合には顧客の発注状況を会員業者は事後的にしか把握できなくなるため、リスク・フィルターを顧客のシステムに組み込んで与信枠を超える発注等を予防していると報じられている。

ダイレクト・マーケット・アクセスやスポンサード・アクセスの利用状況や監督状況についてはほとんど情報がないので、以下では興味深い情報を列挙する。

① フィンランド、アイルランド、イタリア、スウェーデンの四カ国では取引市場の規則に会員業者の取引コードのもとで出された注文の責任は会員業者にあることを明記することが推奨されている。

② ベルギー、ドイツ、デンマーク、スペイン、フィンランド、フランス、イタリア、オランダ、ポルトガル、スウェーデンの一〇カ国ではダイレクト・マーケット・アクセスやスポンサード・アクセスを提供する取引市場は適切な事前および事後のコントロールを実施することで会員業者が十分な注文コントロールをおこなうことを義務付けられている。

③ デンマークではダイレクト・マーケット・アクセスやスポンサード・アクセスを通じたすべての取引はユニークなIDコードのもとで監督機関が取引市場に情報を請求することができる。

④ ベルギー、デンマーク、スペイン、フィンランド、フランス、イタリア、オランダの七カ国では取引市場の規則でダイレクト・マーケット・アクセスやスポンサード・アクセスを提供する顧客の法令順守を会員業者に

義務付けている。これに対し、ポルトガルではユーロネクストは同様の法令順守を規則で会員業者に義務付けているが、OPEXという取引市場は規則では義務付けてはおらず、取引市場が責任を負っていると回答している。

⑤ ユーロネクストが取引所を持つベルギー、フランス、オランダ、ポルトガルでは取引市場が会員業者とダイレクト・マーケット・アクセス顧客の契約をチェックする際には訪問調査をおこなうことを推奨している。

⑥ ドイツ、スペイン、アイルランド、イタリアの四方国にはスポンサード・アクセスを提供する取引市場は存在しない。

⑦ ドイツ、デンマーク、フィンランド、フランス、オランダ、ポルトガル、スウェーデンの七カ国では取引市場が不十分と判断した場合にはスポンサード・アクセスの提供を拒否することができる。

⑧ デンマーク、フィンランド、オランダ、ポルトガル、スウェーデンの五カ国では取引市場の会員業者は発注の際に顧客ごとのユーザIDを取引市場に提供することを義務付けられている。

⑨ ドイツでは取引市場に送られたすべてのメッセージはIDコードにしたがって取引サーベイランス・オフィスによって監視されている。

⑩ ベルギー、デンマーク、フィンランド、フランス、オランダ、ポルトガル（ユーロネクストのみ）、スウェーデン、イギリスの八カ国ではフェアで整然とした（orderly）取引に支障をきたすと判断した場合、取引市場はスポンサード・アクセスを拒否することができる。

⑪ デンマークとスウェーデンの監督機関は監督機関が取引市場のシステムとコントロールについて検査をおこなうことを提唱しており、ドイツではすでにこうした検査はランダムに実施することができる。

注

- (1) 欧州株式HFTの実情に関しては、ESMA経済報告一号を紹介した拙稿「欧州HFTの実情」ESMAのデータ分析」本誌一六八号(二〇一五年二月)も参照されたい。
- (2) European Securities and Markets Authority, "Guidelines - Systems and controls in an automated trading environment for trading platforms, investment firms and competent authorities," 2011/456, 22 December 2011 ([http://www.esma.europa.eu/system/files/2011-456\\_0.pdf](http://www.esma.europa.eu/system/files/2011-456_0.pdf)), European Securities and Markets Authority, "ESMA reads guidelines on automated trading - application deadline starts," 2012/128, 24 February 2012 (<http://www.esma.europa.eu/system/files/2012-128.pdf>).
- (3) European Securities and Markets Authority, "Automated Trading Guidelines - ESMA peer review among National Competent Authorities," 2015/592, 18 March 2015 ([http://www.esma.europa.eu/system/files/esma-2015-592-automated\\_trading\\_peer\\_review\\_report\\_publication\\_final.pdf](http://www.esma.europa.eu/system/files/esma-2015-592-automated_trading_peer_review_report_publication_final.pdf)).
- (4) 付録1aでは取引市場数の合計が一九四、自動取引市場数の合計が一九二と表記されており、表に含まれていないイスの数字を含んでいるのかもしれないが、ここでは表の数字を合計した一八七と一八四をも用いて説明する。  
(よしかわ まさひろ・客員研究員)

# 変化する金融商品仲介業支援ビジネス

～オンライン総合証券と中堅証券の参入～

坂下  
晃

はじめに

金融商品仲介業（以下「仲介業」<sup>①</sup>）とは、第一種金融商品取引業者、投資運用業者又は登録金融機関の委託を受けて、委託者のために、①有価証券の売買の媒介、②金融商品市場における有価証券の売買・市場デリバティブ取引の委託の媒介・取次ぎ・代理、③有価証券の募集・売出しの取り扱い、または④投資顧問契約・投資一任契約の締結の媒介を行うことをいう（金融商品取引法二条一一項）。

仲介業は、二〇〇三年の証券取引法改正で「証券仲介業」が創設され、二〇〇四年四月に導入された。二〇〇四年一二月からは証券取引法改正で金融機関にも解禁された。さらに二〇〇七年には金融商品取引法の改正で「証券仲介業」が「金融商品仲介業」に変更された。仲介業制度導入の背景としては一九九〇年代末の日本版金融ビッグバンにもかかわらず、家計貯蓄の預貯金偏重は一向に改まらず、証券保有の割合が依然として停滞したままである。こうした現状を打開し、長期性の貯蓄資金を証券市場に導入させるための方策の一つとして、米国  
のインデペンデント・コントラクター（独立契約型営業マン Independent Contractor 以下「IC」といふ）  
が活躍していることが参考にされ、我が国においても会計士・税理士、独立系ファイナンシャル・プランナー

(Financial Planner 以下「FP」といふ)<sup>(3)</sup>、保険代理店等が仲介業として参加することで証券販売チャネルを多様化・拡大することが考えられ、導入された。

仲介業者は、証券外務員資格を取得した担当者を通じて、契約をしている証券会社に株式売買や投資信託の注文を取り次ぐことが出来る。投資家と証券会社との間に立ち、口座開設申し込みの受付および各種金融商品とその取引に関する案内を行う。参入業者は個人でも法人でもよく、登録制である。

仲介業者は、金融商品取引法等の遵守義務があり、行政処分の対象にもなるが、証券事故等における監督責任、賠償責任等のコンプライアンスの責任は金融商品取引業者が負うことになる。

仲介業者の数は、制度化された二〇〇四年当初段階からの暦年ベースでの数字を求めたが入手出来ないため、便宜的に手元にある数字で比較検討を行ってみる。二〇〇四年六月末では登録している仲介業者は三一業者<sup>(4)</sup>で、日興コーディアル証券二五業者、LPL日本証券三業者、いちよし証券、トヨタファイナンシャルサービス証券、山丸証券、日本アジア証券各一業者である。二〇〇七年六月末では金融機関を除く仲介業者は六〇七業者で、日興コーディアル証券が四四九業者と最多を占めている<sup>(5)</sup>。二〇〇八年六月末には五六九業者<sup>(6)</sup>が登録しており、主な契約証券会社は、日興コーディアル証券二八二業者、LPL日本証券八七業者、エコ・プランニング証券五七業者、日本インベスター証券三七業者、トレイダーズ証券三一業者であった<sup>(7)</sup>。その後、二〇〇九年から二〇一一年にかけては五〇〇業者台を推移していたが、二〇一四年一二月には八一五業者と増加している。この間に大手証券の中には仲介業支援のビジネス・モデルを見直すところも生じたが、それによって対面営業の中堅証券やオンライン総合証券が参入してきている。現在の仲介業支援ビジネスを行っている主要な証券会社と契約仲介業者数はエース証券三二〇社、SBI証券一九六社、三菱UFJモルガンスタンレー証券九八社、PWM証券七六社、

高木証券六六社、SMBC日興証券五四社、  
 楽天証券五〇社である（図表1参照）。

本稿は、近年特に仲介業支援ビジネスに注  
 力しているエース証券、高木証券、SBI証  
 券、楽天証券の四社<sup>(8)</sup>（本稿では、会社名を伏  
 せることなく、実名で記載している。各社の  
 ご協力に感謝する。）を訪問して、得られた  
 情報を基に作成している。対面営業二社は、  
 仲介業制度導入時における「長期性の貯蓄資  
 金を証券市場に導入させるための方策」を忠  
 実に具現していると考えられ、仲介業のビジ  
 ネス・モデルをよく研究し、支援業務の内容  
 やコンプライアンスに合理的な工夫を行って  
 いる。これに対し、オンライン総合証券は仲  
 介業支援ビジネスにより「一人店舗」で有名  
 な米国EDジョーンズのような対面営業での  
 富裕層中心の資産管理営業拡大の日本版また  
 は、一九九二年に米国チャールズ・シュワブ<sup>(9)</sup>

図表1 金融商品仲介業者契約数（2015. 1）

エース証券	320	カネツEX	3
株式会社SBI証券	196	カブドットコム証券	3
三菱UFJモルガン・スタンレー証券	98	野畑証券	2
PWM日本証券	76	マネックス証券	2
高木証券	66	いちよし証券	2
SMBC日興証券	54	野村證券	2
楽天証券	50	フィリップ証券	1
証券ジャパン	46	岩井コスモ証券	1
あかつき証券	45	オリックス・ホールセール証券	1
日産センチュリー証券	38	三井住友信託銀行	1
スーパーファンド証券	29	ゆうちょ銀行	1
藍澤證券	25	TFMアセットマネジメントエージー	1
リーディング証券	19	エイチ・エス証券	1
アーツ証券	15	光証券	1
IS証券	9	立花証券	1
東海東京証券	7	EVOLUTION JAPAN証券	1
トレーダーズ証券	7	みずほ証券	1
やまげん証券	6	ひびき証券	1
エアーズシー証券	5	安藤証券	1
三京証券	4	大和証券	1
キャピタルパートナーズ証券	4	日本アジア証券	1
Teneo Partners	4	東京海上日動火災保険	1
ニュース証券	4	アイネット証券	1

（出所）金融庁ホームページから作成

が始めたRIAに対して投資信託数千本の売買とこれを一元管理出来るプラットフォームである「投資信託スーパーマーケット」<sup>(10)</sup> 日本版の実現を目指していると考えられる。オンライン総合証券の富裕層開拓と投資信託スーパーマーケットの動きはこれまでの仲介業のコンセプトを変えるにとどまらず、証券会社のビジネス・モデルに大きな変化を及ぼす可能性がある。

ここで、資産管理営業について簡単にみておくと、本来のコンセプトは、①顧客のプロファイル（投資目的、投資期間、リスク許容度など）に適した資産運用を提案し、②これを実行してポートフォリオを組成し、③そのポートフォリオを管理し、経過をフォローして、④見直しが必要とあれば、ポートフォリオの入れ替えを行う営業手法<sup>(11)</sup>とされているが、本稿ではこのコンセプトの範疇に必ずしも入らない場合を含める。これは、調査対象会社の考え方や引用文献の表

図表2 証券会社20社の業績（2015年3月期第3四半期 2014. 4～2014. 12）

証券会社名	純営業利益（単位：億円）	純利益（単位：億円）
野村証券	11,696	1,427
大和証券	3,929	1,099
三菱UFJ証券	3,198	418
みずほ証券	2,834	426
SMBC日興証券	2,395	460
岡三証券	702	121
東海東京証券	616	145
SBI証券	522	146
SMBCフレンド証券	388	64
マネックス証券	328	18
楽天証券	319	93
松井証券	244	108
CMOクリック証券	164	36
カブドッドコム証券	153	52
いちよし証券	149	25
丸三証券	149	39
岩井コスモ証券	146	33
水戸証券	115	20
東洋証券	109	23
藍沢証券	109	23

(注) 原則連結、野村証券は米国会計基準、マネックス証券は国際会計基準  
(出所) 2015年1月31日 日本経済新聞から作成



現を出来るだけ生かすため、「資産管理営業」を場合により「コンサルティング営業」等の表現を使用することもある。

オンライン総合証券の拡大発展は、二〇一五年三月決算第3四半期における純営業利益を見てもSBI証券、マネックス証券がトップ一〇入りをしており、楽天証券、松井証券がこれに続いている（図表2参照）ことからうかがえる。

## 1 経営戦略

対面営業二社の経営戦略上の仲介業支援業務の位置付けは、仲介業者により現有する営業店のネットワークの範囲を超えて営業店の全国展開を代替することと、固定費の変動費化であり、商品戦略としては投資信託販売の拡大である。折りしも、投資信託のオープン・アーキテクチャー化（製販分離<sup>(12)</sup>）が進展しているところから投資信託委託会社からの商品供給に問題はなく、むしろ委託会社が連携に積極的であるようである。投資信託の品揃えは各社とも非常に多いが、投資家に対しては本数だけでなく類型化してポートフォリオ分析、リバランスの提案に活用している。

また、調査した四社にほぼ共通することとして仲介業支援ビジネスにNISAを活用し、口座設定に注力していることと、預貯金や株式、投資信託などの金融資産を一億円以上保有している「富裕層世帯」が二〇一三年に一〇〇万世帯を超えた<sup>(13)</sup>ことから仲介業務支援による富裕層開拓を進めていることがある。

これらの経営戦略に関して参考になるのは、「米国においては独立系証券会社（Independent Broker・Dealer：IBD）、個人向け投資顧問業者（Registered Investment Adviser：RIA）、サード・パーティ・マーケット

(Third Party Marketer : T P M) のプレゼンスの拡大がある。この拡大の理由にはいくつかの環境変化が挙げられる。第一に、リテール証券ビジネスの本質が、投資商品の販売からファイナンシャル・アドバイザーの提供へとシフトしていることである。顧客に直接アドバイス出来る営業担当者の存在が重要となるため、より地域に密着した営業担当者を配置出来る業態に注目が集まっている。第二に、投資商品・サービスにおける専門化・製販分離が進んだため、中小金融機関・独立系であっても、大手金融グループと遜色のない商品・サービスを提供することが可能になりつつある(以下略)<sup>(14)</sup>。という指摘である。

これは我が国でも証券会社のビジネス・モデルが、投資商品の販売からコンサルティング営業へ、また、商品とサービスはオープン・アーキテクチャーの進展により、外部仕入が可能になってきたことから、大手証券以外では難しかった金融商品・サービスが提供出来るようになってきたことを意味し、注目される。

オンライン総合証券の経営戦略は、まずはネットで投資信託を取引する投資者が増大<sup>(15)</sup>していることから、ネット証券の強みを生かして投資信託スーパーマーケット構想の実現に向けて投資信託の販売に重点を置いていることである。楽天証券は、そもそも二〇〇七年に投資信託専用サイト「投信スーパーステーション」を開設し、ブランド戦略を検討したこともあり、インターネット顧客向けプラットフォームをベースとしてIFA事業者用にカスタマイズしたプラットフォームを提供している。金融商品仲介業支援業務を健全に拡大させる方針のもと、全国展開のカバレッジを考えて投資信託に限らず、内外の株式、ETF、外貨建て債券など幅広い商品を提供している。

また、SBI証券は投資信託スーパーマーケット構想自体を持っていないが、顧客中心主義を貫くためにオンラインの分野での成功だけでなく、対面営業の分野とりわけ投資信託の販売に注力している。さらに、富裕層を

中心としたコンサルティング営業へ進出を行い、引受・IPO業務でも好成績<sup>(16)</sup>を上げてオールラウンドの大手証券会社を志向している。

## (1) エース証券

仲介業支援のビジネス・モデルを採用した理由は、コンサルティング営業を開始することにより問題解決型の新しい営業を行うことである。現在の時代環境を「今は変化のとき、証券会社にとって投資家が拡大する局面」と捉えて、仲介業支援業務を開始し、その軸足を「顧客」に置きそれも証券慣れしていない顧客をターゲットにして、顧客を家族ぐるみでのトータルで把握するという、仲介業の特徴を生かしたマーケティングを実施している。

銀行預金や郵便貯金から投資への金融シフトが発生すると考えると、金融商品は相対的にリスクが少ない投資信託が中心になる。ターゲットとする顧客層の商品選択には相続関連のニーズがあり、このため顧客の世代交代にも対応出来るNISAにリンクさせて若年層を中心とした顧客基盤の拡充にも努めている。

第一号仲介業契約は、二〇〇八年であるが、仲介業者による手数料収入が当社全体の収益に占める割合は、四半期ごとに収益が増加しすでにペイラインに乗っているとされている。

## (2) 高木証券

当社の経営戦略の特徴は全社的に「投資信託中心の営業」である。営業本部における投資信託中心の方針に加えて営業本部の営業戦略の延長線上に仲介業支援ビジネスを位置付けている。したがって仲介業の営業において

も投資信託販売を重視している。

仲介業支援ビジネスは、二〇〇八年一〇月から個人の仲介業者との契約を締結し、支援ビジネスを開始した。法人の仲介業者とは二〇一一年から開始しており、対面営業を中心に、コンサルティング営業を行うとしている。

同社は、対面営業を中心としたコンサルティング営業を展開しており、「個人の固定客主体の対面営業に定評」<sup>(17)</sup>と評価されているが、仲介業者により同社とこれまで接点を持つことが出来なかった顧客との間での取引が可能となり、新規口座の開設や預かり資産の拡大に一定の実績を上げている。他方で、仲介業者は他に本業がある場合が多く、証券営業に専従する証券会社の社員営業員と比べて相対的に生産性が低いことから、これまでの実績を検証しつつ、仲介業者の収益面での強化につながる施策に取り組むとしている。

### (3) SBI証券

金融商品仲介業（IFA）のビジネス・モデルの導入については、創業者であり現SBIホールディングス代表取締役CEOで（株）SBI証券代表取締役会長の北尾義孝氏がその著書で、「今後はリアルとネットが融合するという方向性が出てくると思います。ですから私たちも、ネットだけでよしとするのではなく、リアルな部分にも進出して、より消費者や投資家にとって好ましい世界を作る方向に動くことになると思います。（中略）私たちがリアルな証券会社を持つことには明確な理由があります。現在、ネット証券のお客さんは二〇代と三〇代で五割以上を占めています。ところが、リアルの証券会社のお客さんは五〇代以上がほとんどで、六〇代や七〇代の方も多数おられます。この方たちはパソコンを使えないとか、使うのが面倒くさいと考えている方たちで

す。したがって、ネットの証券会社だけでは十分なサービスを提供出来ません。顧客中心主義を貫くためには、リアルな証券会社も持つ必要があるという結論になるのです。」<sup>(18)</sup>と述べており、顧客中心主義を貫くためにはネットの分野で勝利するだけでなく、対面営業の分野とりわけ資産管理営業へ進出することを示唆している。

ネットで十分という富裕層の投資家もいる一方で、投資家の中には株式はSBI、債券と投信は対面営業の野村証券や大和証券等の大手証券とという顧客もいる。このため、仲介業者の営業員とSBIマネープラザの営業員との同行訪問を実施して、投資信託によるマネーのリバランスも可能にしており、仲介業者を通じて投資家との人間関係を強化し、信頼関係を構築しようとしている。

SBI証券はネット証券の中で収益規模がトップであるが(図表3参照)、さらにIPO・引受業務にも注力しており、これまでのネット証券というイメージから脱却しつつ、オールラウンドの大手証券会社を志向している。さらにSBIグループには金融関係だけでもSBIジャパネット証券、SBIリクイディティ・マーケット、SBI FXトレード、SBI損保があり、とりわけ住信SBIネット銀行とのシナジー効果による差別化は大きいであろう(図表4参照)。将来的には仲介業者による収益が全体に占

図表3 主要オンライン証券の業績比較(日本会計基準)

(単位:百万円)

	営業収益 (売上高)	前年同期比 増減率(%)	営業利益	前年同期比 増減率(%)
SBI	55,974	▲ 0.3	24,976	+ 0.3
マネックス(速報)	36,900	▲13.5	1/29発表予定	
楽天	33,027	▲ 5.4	14,522	▲17.1
松井	25,438	▲18.9	16,367	▲24.5
カブドットコム	17,145	▲ 5.1	7,144	▲20.7

(注) マネックス証券については、2013年3月期よりIFRSを導入しており、実額・前年同期比増減率ともにIFRSに基づく数値を掲載、営業利益は同社開示の「営業利益相当額」を使用。

楽天証券については、当事業年度(2015年3月期)より単体数値を開示しているが、前年同期比増減率は前期第3四半期の連結数値を用いて算出。

(出所) SBIホールディングス2015年3月期第3四半期決算説明会資料

める割合を、資産管理（仲介業を含む）業務とネット業務のバランスをとり、全体の三〇%を目指したいとしている。

トップクラスの大手証券を目指すことについては、今後、野村証券や大和証券等の大手証券との競争の激化が予想されるが、当社は競争上の自社の強みとして人件費・不動産費等のコスト面で優位であることに加え、顧客との信頼関係の構築で勝負するとしている。そのため三つの「ワンストップの提供」すなわち、ワン・ストップ、ワン・テーブル、ワン・トウ・ワンを具体化し、将来的には、米国のEDジョーンズ<sup>(20)</sup>を目指すとしている。

#### (4) 楽天証券

二〇〇七年一月に投信スーパーシジョン<sup>(21)</sup>を開設し、投信託でのブランド戦略を検討した。投信スーパーシジョンのビジネス・モデル導入を決定した理由は、米国のチャールズ・シュワブ<sup>(22)</sup>のように仲介業者（Independent Financial Adviser 以下「IFA」と<sup>(23)</sup>）と提携するビジネス・モデルを目指して、ファイバービジネスやカスタマイズとしてのビジネ

図表4 SBIグループ主要金融サービス各社の税引前利益推移

	2014年3月期 第3四半期 累計	2015年3月期				第3四半期 累計 前年比増減額
		第1四半期	第2四半期	第3四半期	第3四半期 累計	
SBI証券	24,908	6,692	8,484	10,056	25,232	+324
SBIジャパンネクスト証券	766	260	268	304	832	+66
SBIリクイディティ・マーケット	1,230	502	613	1,166	2,282	+1,052
SBI FXトレード	794	203	311	642	1,156	+362
SBI損保	▲2,432	135	▲411	55	▲221	+2,211

	2014年3月期 第3四半期 累計	2015年3月期				第3四半期 累計 前年比増減額
		第1四半期	第2四半期	第3四半期	第3四半期 累計	
SBIマネープラザ	880	241	461	497	1,198	+318
モーニングスター	772	335	228	226	790	+17
SBIカード	▲2,257	▲294	▲273	▲287	▲854	+1,403
住信SBI	87	232	1,595	3,742	5,569	+5,482

(出所) SBIホールディングス2015年3月期第3四半期決算説明会資料

ス・プラットフォームの提供を業務として拡大することを実践するためである。その後、二〇〇八年六月には楽天証券に投資スーパーステーションを統合した。その理由は、楽天証券は投資信託だけでなくバラエティに富んだ品揃えをしており、顧客から見ても投資信託だけでは資産運用・資産形成のニーズを満たしていないとみなしかねないことから、総合的に判断したわけである。

しかしながら、投資信託スーパーマーケット構想のコンセプトは一貫して維持継続しており、インターネット顧客向けプラットフォームをベースとして仲介業者事業用にカスタマイズしたプラットフォームを提供している。金融商品仲介業支援業務を拡大させる方針のもと、全国展開のカバレッジを考えて投資信託の残高拡大に注力している。仲介業者の投資アドバイスが投資家の資産運用のソリューションにならないといけない。ネットビジネスでは、アクティブトレーダーを対象にIT+資産管理で残高を増やすビジネス・モデルを志向する。そのためにはネットでもアドバイザーモデルを導入してリスクプロファイル・投資目的に合ったアセットアロケーションを提案する仕組みを検討している。

対面営業では、投資家ごとのソリューションを考える必要があるため、運用パフォーマンスが成否の鍵を握っている。仲介業者が受け取る報酬が売買のコミッションから預かり資産残高ベースのフィーに移行し、資産が目的通りに運用されていることから生ずる付加価値として合理性のあるフィーの確立を目指す。投資家の資産運用・資産形成に係るソリューションビジネスを考える。それには残高ベースで投資家とWin-Winの関係を築くことが重要である。仲介業者経由の預かり資産は全体で一〇〇六億円（二〇一四年度第2四半期）と一〇〇〇億円を超えており、東京や大阪の仲介業者の中には、預かり資産が一〇〇億円を超える大手もいるとのことである。

現在、楽天証券全体の収益に占める仲介業支援ビジネスの割合は増加しているが、今後、研修・サポートを実

施し、投資信託委託会社との連携を強化する方向で取り組む。さらには楽天グループのシナジー効果も生かしていくことで、仲介業支援ビジネスの収益を増加させると考えられる。また、楽天証券ならではのことで、株式や投資信託を取引した際の手数料に比べて楽天スーパーポイントが還元され、さらに投資信託については保有残高に連動して楽天スーパーポイントが還元され、楽天市場で利用出来ることも同社の特色の一つである。

## 2 商品のラインアップ

調査した四社とも重点を置いているのは投資信託である。これは調査した四社の商品戦略として、新規顧客の開拓にNISAを活用する等投資信託が時代に適合していることが指摘される。各社とも投資信託の取り扱い本数は非常に多く、現在我が国内で販売されている公募投資信託五四六〇本の三分の一に達するところもある。

オンライン総合証券は投資信託の販売に関連してNISA（少額投資非課税制度）にも積極的に取り組んでいる。これは、商品ニーズに相続があり、ジュニアNISAで顧客の世代交代にも対応出来ると考えているからであろう。そのため、二〇一四年度から開始されたNISAにも積極的に取り組んでおり、二〇一四年一二月末のNISA口座は金融機関全体で八三三万口座、証券会社はそのうち四〇六万口座であるが、このうち野村証券一三五万口座、大和証券六四万口座（図表5参照）であり、それに続くのがSBI証券の五七万口座、そのうちSBI証券の新規顧客は二五・八％と証券会社全体の新規顧客一二・二％を凌駕している（図表5、6、7参照）。また、口座開

図表5 NISAにおける新規顧客

(2014年12月末)	SBI	松井	カブドットコム	野村	大和
口座数	約57万	約8万	約9万	約135万	約64万

(出所) SBIホールディングス2015年3月期第3四半期決算説明会資料

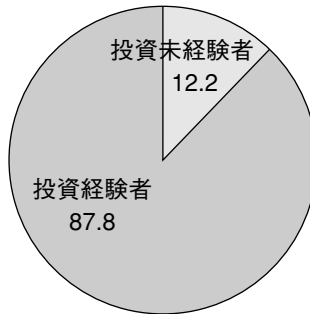


設者の中での利用率はSBI証券五七・四%で主要証券会社平均の四五%<sup>(25)</sup>より高い。楽天証券も二〇一四年九月段階で二〇万口座、新規顧客は三〇%、利用率は高く五九・七%である。

(1) エース証券

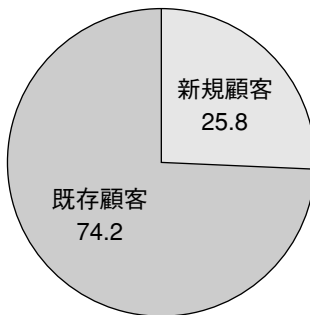
貯蓄性預金を証券市場に導入する仲介業の狙いからと、顧客は証券貯蓄型が多いことから、商品の構成は株式三〇%、投資信託七〇%である。仲介業の出身母体により株式か投資信託のどちらかに特化する傾向があり、証券会社出身者の仲介業者の場合は株式

図表6 証券会社におけるNISA口座開設者と投資未経験者  
証券会社全体 (%)



(出所) SBIホールディングス2015年3月期第3四半期決算説明会資料

図表7 SBI証券におけるNISA口座開設者と新規顧客の割合  
SBI証券 (%)



(原典) 日本証券業協会

(出所) SBIホールディングス2015年3月期第3四半期決算説明会資料

が中心となることが多い。顧客から受け入れた手数料の商品別区分も商品構成と同様に株式三〇%、投資信託七〇%である。投資信託の取り扱い本数は全部で五五〇本であるが同種商品が多く、投資信託をカテゴリー別に分類すると五〇種類ぐらになる。外債の種類は、先進国と準先進国のソブリン債が中心である。外債は、例えばオーストラリア国債等、新聞を見れば利率と為替がわかる商品を提供している。

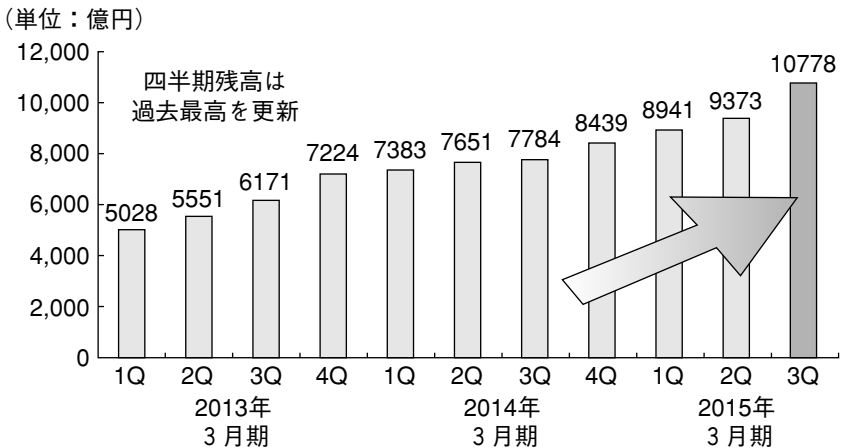
(2) 高木証券

仲介業者に対して、投資信託等を中心とした預かり資産の増加を役割として求めていることもあり、株式よりも投資信託と外国債券が中心的な商品となっている。契約する投資信託委託会社は約四〇社に及び、取り扱い本数は約一〇〇〇本となっている。

(3) SBI証券

投資信託の預かり純資産残高は一兆七七八億円と一兆円を超えており(二〇一五年三月第3四半期)、投資信託の取り扱い本数は一八五二本、受け取る信託報酬の額も二七億一六百万円(同)と

図表 8 SBI証券投資信託四半期末残高



(出所) SBIホールディングス2015年3月期第3四半期決算説明会資料

なっている（図表8、9参照）。

#### （4）楽天証券

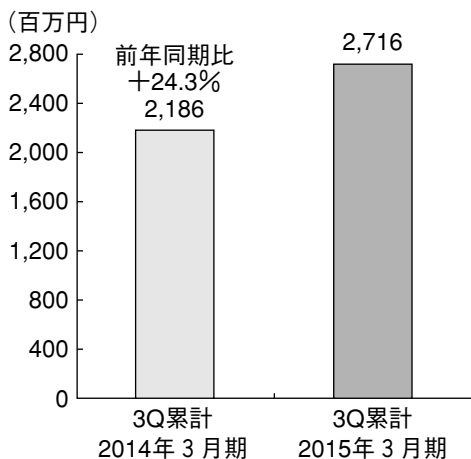
全体の預かり資産は三兆円を超えており（二〇一五年第2四半期）、契約している投資信託委託会社数は合計五三社で、主な委託会社別の取り扱い本数として三井住友二六五本、日興アセット一六一本、三菱UFJ投信一四二本があり、合計投資信託本数は二〇一五年3月期第2四半期で一七三六本（前年同期比三三三本の増加）で、投資信託純資産残高は四三六〇億円。投資信託販売額は九一〇億円、投資信託の販売手数料は四億三〇〇〇万円、信託報酬収入は五億三二〇〇万円である（図表10参照）。

また、グループの楽天投信投資顧問の位置付けは、大手投信委託会社が出しにくいような小型の投信やカスタマイズされたローコストの投信を作ることである。ノーロード投信は五五〇本取り扱っているが、ネット専用で、仲介業には使用していない。

### 3 仲介業者の概要

仲介業者の出身母体としては、まず証券会社である。それも大

図表9 SBI証券 投資信託 信託報酬額



（出所）SBIホールディングス2015年3月期第3四半期決算説明会資料

手証券会社・中堅証券会社・外資系証券会社が多い。その理由としては、まず価格変動証券に精通しており、株式・外債等を顧客に対して販売した経験を持っていることが挙げられる。次いで保険の代理店や不動産関係が続き、仲介業制度発足時に期待された会計士・税理士・独立系FPについてはそれほどの数にはなっていないようである。

しかしながら、仲介業支援ビジネスでは各社とも、長期的な展望から投資信託による残高を増加させるとい位置付けをしており、会計士・税理士・独立系FPについても投資信託向けの研修の充実を図る等、仲介業者支援業務の内容に工夫を行っている。

(1) 契約業者数と出身母体

対面営業二社は個人とも法人とも契約しているが、オンライン総合証券二社はコンプライアンス上の理由から法人とのみ契約することにしている。

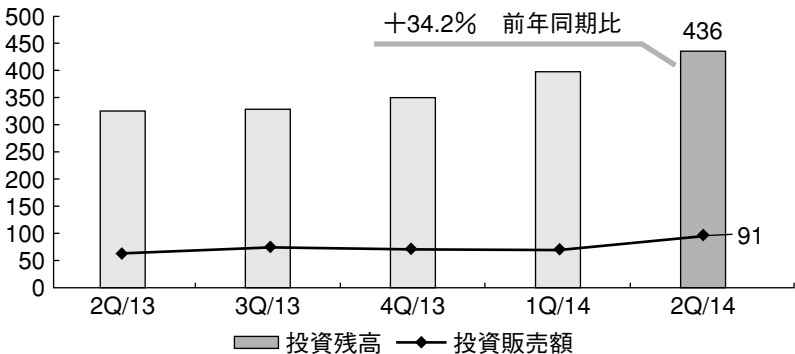
また、契約する仲介業者をさらに増加させるかという拡大路線については意見が分かれている。

① エース証券

仲介業者数は二〇一五年一月で三三〇業者であるが、そのうち四

図表10 楽天証券投資信託残高・販売額推移

(単位：十億円)



(出所) 楽天証券(株)2015年3月期上半期決算説明資料2015年3月期第3四半期決算説明会資料

○%が法人でさらにその約半数が生損保代理人（保険に加えて証券のコンサルティング営業を行う）である。個人の仲介業者は六〇%である。CFP・AFPは、残念ながらいまだ戦力ではない。仲介業者の地域分布は、全国を対象としており西日本（愛知、岐阜、富山以西）一六〇業者、東日本一六〇業者で四七都道府県中四〇都道府県に仲介業者が存在しているが、将来はさらに増加して同社と契約する仲介業者が全国に展開するよう努力したいとしている。

## ② 高木証券

二〇一五年一月末現在六六業者で、法人が三六業者、個人が三〇業者である、投資信託販売に注力ということから中には大手証券会社のミディ出身者もいる。同社では単純に仲介業者数を増加させるということが仲介業者支援ビジネスを発展させるものとは考えてはおらず、内部管理体制の構築と仲介業ビジネスに真摯に対応する仲介業者と契約を締結していくことが適切であると考えている。

急進的に仲介業者数を増加させないのは、仲介業以外が本業になっている仲介業者については、契約を締結しても実際には仲介業を行わない場合があることと、そのような仲介業者は金融商品取引法が求める内部管理体制の構築が疎かになる危険性があると判断するからである。

## ③ SBI証券

仲介業支援のビジネス・モデルに参入したのは二〇〇九年に日本インベスターズ証券の譲渡を受けたのが発端である。日本インベスターズ証券の営業員は吸収後、SBI証券およびSBI証券から分割されたSBIマネーブラザに分散して配属された。SBI証券はオンライン総合証券であり対面営業は行っていない。

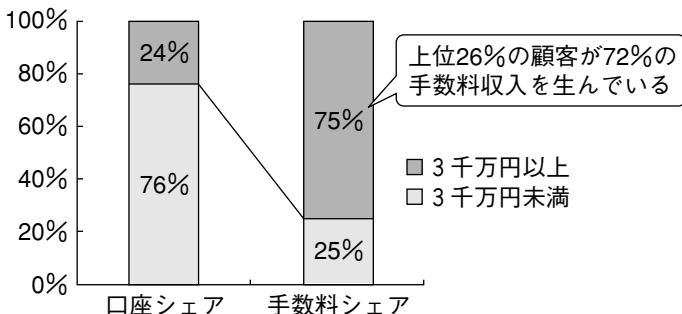
二〇一四年一二月末段階仲介業者数は一九六業者、そこに所属する外務員数は一〇三六名である。証券会社出

身者が多く、自営の仲介業を行っている。二人以上の外務員がいる法人と契約するが、大手証券、準大手証券、中堅証券等出身母体はバラバラである。大手証券出身者はIPOやPOに携わることが出来、投資信託や仕組債中心の債券も取り扱える。大手証券出身者は投資信託で固定費をカバーするビジネス・モデルを持っている。中堅証券出身者は株式が中心になるが募集物も扱う。独立系FPは、セミナーを開催し集客を図り、積立投資も行う。

SBIマネープラザは、SBI証券にとっては最大であるが位置付けは一仲介業者であり、直営の二五店舗に二六三名の外務員が働いている。証券会社出身者、FP、保険等プロの営業マン二〇〇名（五〇名は管理業務）を採用し共同募集契約を行っている。SBIマネープラザでは上位二六%の投資家から全体の七二%の手数料を得ている（図表11参照）。

SBIマネープラザのもう一つの特徴は、仲介業者としての業務に加えSBI証券の委託を受けて、他の一九五の仲介業者中一一〇の仲介業者の支援業務も行っていることである。これは、他の一九五の仲介業者には約七七三名の外務員がいるが、会計事務所系等の証券営業経験がない外務員に対しては営業支援が必要であるため、SBI証券とSBIマネープラザが共同で営業支援を行っているわけである。なお、証券会社出身者等証

図表11 SBIマネープラザ 登録金融資産別シェア  
(証券部門、2015年3月期第3四半期)



(出所) SBIホールディングス2015年3月期第3四半期決算説明会資料

券営業経験者に対しては営業サポートを行っていない。

#### ④ 楽天証券

仲介業者数は、二〇一四年一月末段階で五〇業者（二二月段階より増加している）であり、証券会社出身者が多い。仲介業者の顧客口座は八一九三口座となっている（二〇一五年三二期第2四半期）。

#### (2) ペイアウト（キックバックともいう、仲介業者の取り分・戻し手数料）率

各社とも、営業成績によりペイアウト率のテーブルがある。対面営業二社は個人の業者とも契約しているが法人の業者のほうがペイアウト率は高い。オンライン総合証券二社では、顧客から受け入れた手数料について基本的にペイアウトは折半<sup>(27)</sup>になるが、業績が良い仲介業者には繋ぎとめるため、より多くのペイアウトを行う場合もある。

例えばSBI証券では、現在の資産管理に掛かるフィー体系としては投資信託の信託報酬を五〇〜八〇%程度キックバックするという体系になっている。勿論、資産残高に応じてキックバック料率を段階的に上げていく等の補正も行われている。一方、株式・債券主体の販売スタイルの仲介業者についてはインシャルの販売手数料のみとなっており、現状では投資信託販売を得意とするプロ業者或いはFP系業者についてのみ資産管理インセンティブがあるわけである。

#### (3) 仲介業者から受け取る管理フィー

米国の独立系FP支援会社のLPLファイナンシャルは、ペイアウト率が高い反面、IBDから毎月システム

情報等の利用料を徴収している。調査した四社については原則として管理費用を概算として徴収することになっているが、実際には徴収しているところと管理費用免除の適用で徴収していないところに分かれている。

#### 4 仲介業者支援ビジネス・モデルの具体的内容

契約を行った仲介業者にどのような支援を行うかは、仲介業支援ビジネスの成否になることから各社はそれぞれの工夫を凝らしている。

##### (1) エース証券

① 営業バックアップのサポートスタッフの人数は五年前の開始当初は少数であったが、仲介業者数が増加したことから、現在は約三〇名が従事している。

② 集合研修は大阪、東京および福岡において半日コースで開催しており、強制参加の研修である。そのほかマーケット研修、商品研修、コンプライアンス研修を実施している。コンプライアンス中心のEラーニング研修も毎月実施している。セミナーも投資セミナー、商品セミナー、税制セミナーを実施している。

③ ノルマはないが、売れ筋商品を提案するとともに、日々のマーケット情報や商品情報等の提供という投資環境サポートを行っており、仲介業者とコミュニケーション・対話の場を作ることを中心掛けている。商品はOJTで月間にして三〇〜四〇回地域ごとに指導する。

④ 仲介業者のリクエストに応じて客先への同行営業を実施している。これは「エース証券の顔を顧客に見せる」として、顧客が同社と仲介業者との関係を理解するのに役立つている。



- ⑤ 仲介業者は、支店で開催する顧客セミナーに参加したり、投資家との商談を行うのに支店の会議室等の施設を利用して利用している。

## (2) 高木証券

システムによる仲介業者サポートシステムとして、顧客情報照会や金融商品仲介補助簿作等の業務支援システムを提供しており、当該システムは仲介業者に導入が義務付けられているものである。その他、仲介業者の要望に応じて、業務効率を向上させる追加システムの提供を行っている。

## (3) SBI証券

- ① 法令順守を強化することで、投資家の信頼を得、仲介業者の地位や信頼度を向上させている。
- ② 支援担当部署の一つはSBI証券投資信託部であり、投資信託の選考や手数料率を決定している。
- ③ SBIマネープラザは、対面営業を行う仲介業者であるが、前述のように仲介業者であるとともにSBI証券と連携して他の一〇社の仲介業者の外務員約五五七名（一社につき最低約二名の外務員）の支援にもあたっている。
- ④ その他、内部統括部三五名も支援にあたり営業企画部二〇名はコンプライアンス研修や仲介業者が顧客向けに行う投資信託の提案書作成等、営業面をサポートしている。
- ⑤ 定期研修としては、一ヶ月毎にネットを利用した研修を実施している。
- ⑥ 六ヶ月に一回SBI証券の営業員・企画部員が仲介業者を訪問指導し、コンプライアンスの徹底に努めている。

る。

#### (4) 楽天証券

##### ① 資産管理のツール

支援担当部署では、クイックのアストラをツールとして仲介業者に提供し、使用方法を研修し、投資家に対する提案力を高めるサポートを行っている。また、投資信託のレーティングにリッパースコアをファンド評価の際に客観情報という位置付けで使用しているが、このスコアは専門的で一定の金融知識を必要としているところから、スコア評価のわかりやすさや透明性を改善したいと考えている。

ネット向けプラットフォームをベースに仲介業者用にカスタマイズしたプラットフォームを使用しているが、試験的にポートフォリオの現状分析や入れ替えシミュレーション機能を具備したアセットアロケーションツールを提供し始めている。

##### ② 研修

定期的に、楽天証券経済研究所のアナリストが仲介業者向けに、投資信託のアセットアロケーションや新発の投資信託の勉強会を実施している。

##### ③ N I S A

仲介業者の経営に寄与するためにN I S Aによる小口資金の獲得も指導しており、二〇一四年二月から制度化された「トータルリターン」については二〇一四年八月から開始している。

## 5 コンプライアンス関係

各社の経営戦略、商品のラインアップ等を見てきたが、証券会社はまず根底に「投資家の信頼」を得るため、コンプライアンスが徹底されていなければならないことは言うまでもない。今回の調査では各社とも仲介業支援ビジネスには投資家の信頼確保が第一という観点からコンプライアンスには非常に力を入れていることが分かった。

### (1) エース証券

#### ① 監査

仲介業者に対する臨店監査は、適宜実施している。預かり資産や取引の状況により優先順位を設けて臨店監査を二名以上の監査員で行っている。最近は事前に仲介業者の現状を口座数、預かり資産残高、取引状況、継続研修の実施状況、各種書類の更新状況等を把握して臨店監査の実効を上げている。さらに、取引量が多い仲介業者に対しては訪問検査の頻度を高めるなど、取引量に応じた効率の良い監査を実施している。

#### ② 継続研修

専用Webで仲介業者が自主的に商品知識、法令知識を学習するように取り組んでおり、そこには定期的に証券取引等監視委員会が発表する指摘事項や新たなガイドラインを追加して織り込んでいる。

#### ③ 集合研修

集合研修（年に一回開催）では、制度改正等の重要ポイントについて、その背景や金融庁の考え方を解説している。

④ 顧客の苦情件数（年間）と主な苦情内容

社員セールズと異なり、過当勧誘が少ないためか苦情はない。当社に顧客からの苦情は今までない。

⑤ 入口審査

契約にあたってまず留意するのは、まず仲介業者が持つネットワークと人脈の確認である。そのうえで本業と仲介業の比率はどれぐらいか、将来展望について青写真を描いているか、登録までにモデルを描いているか、入り口段階で決意があるか等を確認し、ゴースト業者でないことを確認している。

⑥ 仲介業の顧客

これまで証券会社の顧客で証券の売買になれている顧客は仲介業の顧客には向かないと考え、異なる顧客を開拓する。新規・既存を問わず業績がミドル以上になると見込まれる仲介業者との契約に絞り、登録後に廃業することがないように、入り口でチェックを行う。

(2) 高木証券

① 契約審査

原則として、a書類審査、b情報照会、cコンプライアンス部門面談、d役員面談、から構成されており、各段階で営業面・内部管理体制等について総合的に審査を行っている。また、仲介業者の登録内容等に変更がある場合には、上記の契約時の審査に準じた審査を行うこととしている。

② 契約更新

契約は一年契約となっている。更新時に審査があり、コンプライアンス審査と一定量の業績確保を挙げている

かにより更新を行う。

### ③ 研修・試験

契約後の業務開始時には、導入研修として原則的に仲介業者の営業店において業務研修とコンプライアンス研修を実施している。

集合研修は、年一回実施しており、法令順守を中心とするコンプライアンス研修と商品等の研修を実施している。

また、インターネットを利用した映像配信システムを利用して、月次でコンプライアンス研修を実施している。研修後には到達度測定の試験を実施し、合格点に達するまで何回も研修と試験を受けなければならない。さらに一部の金融商品については試験に不合格の場合は当該商品を取り扱うことが出来ないようにしている。

その他、上記のインターネットを利用した映像配信システムを利用して商品に関するセミナー等も配信しており、仲介業者の商品理解度の向上に取り組んでいる。

### ④ 監査

監査体系は、a 同社からの確認項目等に基づく仲介業者自身による自主点検報告、b 営業担当者による四半期毎の訪問確認（法人の仲介業者のみ）、c 監査部門による年次監査、という三段階で構成されている。

## (3) SBI証券

### ① 監査

臨店監査の頻度は三ヶ月に一回である。

## ② 契約解除

契約後一年毎の業績を見て一定量の業績に達しない、コンプライアンスが徹底されない等の仲介業者とは契約解除を行う。

### (4) 楽天証券

仲介業者が儲け至上に走ることを戒め、投資家との信頼関係の構築の観点から法令遵守を最重視している。そのため定期研修において法令・諸規則の再確認を図り、法や諸規則が変更された場合は改正箇所の周知の徹底を行う。臨時検査を定常的に実施している。

### おわりに

二〇〇四年に仲介業が制度化された時点では、仲介業の外務員も価格変動商品である株式、債券、投資信託を取り扱うのに必要な商品知識、説明能力が要求されるため、人材研修プログラムやコンプライアンス体制の構築が必要とされた。今回の調査では各社ともこれらの面については、体制整備に努力を傾けていると考える。しかしながら、仲介業支援ビジネスが単に固定費の変動費化や投資信託販売の拡大にとどまらずに資産管理営業に寄与するかについてはいくつかの課題がある。

かつて、一九九〇年代後半に大手証券会社を中心に売買のコミッションから預かり資産残高によるフィービジネスへの転換が検討され、「預かり資産営業」が提唱されたが定着したとは言えない状況であった。その後も資産管理営業についての試行錯誤が証券会社各社において継続されている状況にある。これまでも今回紹介した四

社以外に多くの証券会社が投資信託の販売に注力し、富裕層を対象とした資産管理営業を展開しているが、今回調査した各社では、各社の実情に合わせて仲介業を活用して資産管理営業を進展させるといふ強い意志を感じた。

資産管理業務に関して、米国ではR Rといわれる証券外務員以外に、登録投資顧問（R I A）<sup>(28)</sup>の制度があり、「投資信託スーパーマーケット」を推し進めるチャールズ・シュワブ等ではこの両方の資格を有するF I Aが活躍している。我が国では投資顧問は金融商品取引法に規定はあるが、個人向けの投資助言や資産運用はポピュラーとは言えず、また米国のように資格試験制度はない。証券市場の歴史、投資家等のバックグラウンドは異なるといえども、仲介業制度自体が米国のI Cを導入したことを考えると、今後、我が国においても資産管理営業の一層の発展を望むなら外務員よりも質的に高いとされるR I A制度の本格的な充実・整備を検討する必要があるのではなからうか。

### (1) 仲介業者への人材の供給

仲介業支援のビジネス・モデルの継続で最大の課題は、仲介業への新規参入者の確保であろう。仲介業には、証券業務の経験を積んだ専門性が高い人材が多数揃っていることが不可欠の条件となる。<sup>(29)</sup>これまで、我が国において仲介業者を供給しているのは証券会社、次いで保険代理店や不動産業が多く、各社の今後の新規参入者としては、証券会社出身者特に大手・中堅・外資系証券会社出身者に対する希望が多い。米国でもワイアハウスといわれた大手証券会社からのスピニアウト組が供給の中心であった。

仲介業が制度化された二〇〇四年当時では会計士・税理士・独立系F Pの参入が期待されたが、現実には価格変

動商品である株式、債券、投資信託を取り扱うにはリスクへの取り組みが弱いとみる考えもあったが、これらのプロフェッショナルが仲介業に取り組んだ結果、投資家に損失が発生した場合、本業に支障が生じるという懸念もあるということで、一朝に解決出来る問題ではないことが判明した。端的な例として新聞記事に掲載されたコンビニのローソンがある。二〇〇四年に参入し八〇〇〇を超える店舗で店内端末を活用してきたが、実績は伸び悩んだもようで、仲介業は詳細な商品知識と法令遵守が求められ、アルバイト店員頼みのコンビニには合わない。日用品を求める顧客に「コンビニで株式投資」の発想は浸透しなかつたといえる。<sup>(30)</sup>

証券会社出身者以外の仲介業者が、価格変動商品への取り組みが容易ではないということは、プロフェッショナルの分野においてさえ世の中のリスク認識について様々な問題があることを示している。しかし各社では営業支援や投資環境の整備に腐心する等、プロフェッショナルの戦力化に努力していることがうかがえた。

ただ、米国でも、証券会社出身のインデペンデント・コントラクター（IC）がFPの資格を取得したり、インベストメント・アドバイザー（IA）の資格を有することでインデペンデント・ファイナンシャル・アドバイザー（IFA）として活躍することや、我が国で仲介業制度化の時点で考えられたように会計士・税理士・独立系FP等のプロフェッショナルは業務上顧客の資産状況に容易にアクセス出来る立場から資産運用面においても活躍出来ると考えられたことを再度確認して、各社が取り組んでいるようにプロフェッショナルが価格変動証券に取り組みやすくなる工夫が必要であろう。

## （2）コンプライアンス

各社とも法令遵守には注力しており、仲介業者の増加によりコンプライアンス担当の人員を増やしたり、Web



による研修に取り組んでいる。監査について、金融商品取引法では仲介業者のコンプライアンスは契約証券会社  
が大きな責任を負っているので、複数の証券会社と契約をしている仲介業者は、年間に契約証券会社の数だけ臨  
店監査があることになる。このことは複数の証券会社と契約する仲介業者にとっては監査が煩瑣なものになりう  
るという問題を抱えることになる。監査手法や日々の営業管理も証券会社により異なる状況にある。このため、  
複数の証券会社と契約することが出来る。どちらかといえば大手の仲介業者が参入しやすくなるためには、負担  
面も考慮した合理的な監査手続きの導入が要望されている。

また、コンプライアンスについては法令遵守にとどまらずに、特定の組織内のルールすなわち自主規制やハウ  
スルールに則した行為が求められ、さらに仲介業者や所属外務員の倫理観に求められる誠実な行為が求められる<sup>(31)</sup>  
ことから常にコンプライアンスを意識し、向上を図らなければならない。

米国ではドッド・フランクリン法により受託者責任 (Fiduciary Duty) が、これまで適用されていた個人投資家向  
け R I A (登録投資顧問業 Registered Investment Adviser) だけでなく証券外務員にも適用すべく審議が進ん  
でいる。これは証券について個別のアドバイスを提供するときの基準が「投資者の最大の利益」を図るというも  
ので、ファイ型のファイナンシャルコンサルティング営業が進展すれば我が国でもいずれ導入を検討する時期が  
来ることになり、その時は仲介業に対するコンプライアンスの向上にも大きな影響を及ぼすものと考え<sup>(32)</sup>える。

### (3) 仲介業者から受け取る管理フィー

米国のチャールズ・シュワブや L P L ファイナンシャル<sup>(33)</sup>のように投信スパーマーケットを設けている証券会  
社は I F A から提供するプラットフォームの利用について管理フィーを徴収している。米国では、初期費用とし

ての導入研修、OJT研修費用に限らず月次費用としてのシステム使用料、情報提供料、Eラーニング費用は支援証券会社が仲介業者に請求する。その代わり前述のようにペイアウト率は高い。我が国でも、証券会社は販売手数料等のキックバックを支払い、一方で仲介業者は管理フィーを支払うというのが、透明性が高く、仲介業支援ビジネス・モデルの発展のためにも合理的と考えられる。

本稿の作成に当たっては、エース証券(株)常務取締役 岩元良弘氏、同エクゼクティブマネージャー・金融商品仲介ビジネス部長 端 昌弘氏、同金融商品仲介ビジネス部総務課長 島崎智久氏、高木証券(株)常務取締役・内部管理統括責任者 稲光清高氏、同企画業務部長(当時) 岡部博行氏、同企画業務部業務課主任 秦野良孝氏、(株)SBI証券代表取締役社長 高村正人氏、同営業企画部長 金井昌樹氏、楽天証券(株)常務執行役員・マーケティング本部長 矢田耕一氏から、今後の仲介業の発展のために有益なご教示と懇切なコメントをいただきました。また、日本証券業協会専務執行役 平田公一氏、同常務執行役 村井毅氏、同大阪地区協会総務部長 犬伏敏之氏には資料や面談の調整でお世話になりました。ここに厚く御礼申し上げます。

注

(1) 証券会社によりIFA (Independent Financial Adviser) と呼ばれているが、本稿ではIFAの表現のほうが適切な場合を除き、原則として「仲介業」という。

(2) 二上季代司「施行を前にした証券仲介業制度」『証研レポート』一六二二号 二〇〇四年二月 日本証券経済研究所大

阪研究所

- (3) 「独立系F P」とは、複数の金融機関から委任を受けるF Pで、金融機関から独立した形で、いわば中立の立場でアドバイスをを行い、金融商品を提供する。(拙稿「金融商品取引業とファイナンシャル・プランナー」『証券レビュー』第四八巻第一二号 日本証券経済研究所) 二〇〇八年二月
- (4) 二上季代司「証券仲介業を巡る新しい動きについて」『証研レポート』一六二五号 二〇〇四年八月 日本証券経済研究所大阪研究所
- (5) 二上季代司「リテール証券ビジネスにおける新たな変化」『金融システム改革と証券業』証券研究会編 日本証券経済研究所 二〇〇八年
- (6) 拙稿「『貯蓄から投資へ』の動きとファイナンシャルプランナー」『証研レポート』一六五一号 二〇〇八年二月 日本証券経済研究所大阪研究所
- (7) 二〇〇八年三月末の六二三業者から二〇〇九年五月末には五三三業者に減少した(日本経済新聞 二〇〇九年六月二三日)。
- (8) 本稿では、エース証券と高本証券を「対面営業二社」と、またSBI証券と楽天証券を「オンライン総合証券二社」という。
- (9) 「シユワプは、説明能力の要する資産管理型営業を展開するにあたって、独立系投資アドバイザーのネットを組織し、自らは投信種類の品揃えや受注執行などのバックオフィスなど彼らのサポートに徹し、残高比例ファイのキックバックを受け取るというビジネス・モデルを確立した」二上季代司「最近の証券業界の動向」『証券レポート』一六五八号 二〇一〇年二月 日本証券経済研究所大阪研究所
- (10) 投資信託スーパーマーケットについては、沼田優子「米国リテール証券業における新しいビジネス・モデルの台頭」

- 金融危機下で実質的な増収増益となったチャールズ・シユワブとR I A」『資本市場クォーターリー』二〇〇九 Winterウェブサイト版 野村資本市場研究所 参照
- (11) 二上季代司 前掲「リテール証券ビジネスにおける新たな変化」
- (12) 服部孝洋「進展著しいわが国投資信託ビジネスのオープン・アーキテクチャー化」『資本市場クォーターリー』二〇一二年 Springウェブサイト版 野村資本市場研究所 参照
- (13) 「前年比二割強増加、全世帯に占める割合は約二%」野村総合研究所・金融広報中央委員会調査 二〇一四年一月二八日 朝日新聞
- (14) 服部孝洋「米国リテール証券アドバイザーの多様化とL P Lの成長戦略」『資本市場クォーターリー』二〇一〇 Springウェブサイト版 野村資本市場研究所 参照
- (15) 野村総合研究所が首都圏（一都三県）の生活者に対して実施した「N R I生活者一万人アンケート調査（金融編）二〇一」の中で、最近半年間に投信を購入・売却する際、利用した販売チャネルを聞いている。この結果を見ると、投信を売買する人の二割がネットで売買の発注を行っていることがわかる。金子 久「ネット投信の普及可能性を探る」『金融ITフォーカス』ウェブサイト版 N R I Financial Solutions
- (16) 例えば、二〇一五年三学期第3四半期累計でI P O引受者数は六五社であったが、S B I証券は五五社に関与している（S B Iホールディングス二〇一五年三学期第3四半期決算説明会資料）。
- (17) 『会社四季報』二〇一五年第二集 六〇六頁 東洋経済新報社
- (18) 北尾義孝「何のために働くのか」到知出版社 二〇一二年三月 一一二頁
- (19) ワン・ストップは一つの金融機関であらゆる金融サービスを提供すること。ワン・テーブルは顧客が望む金融サービ

スを一覧比較すること。ワン・トゥ・ワンは顧客の個別相談に応じるコンシェルジュ機能のこと（北尾義孝「進化し続ける経営」東洋経済新報社 二〇〇五年）

(20) EDジョーンズは、一九二二年セントルイスで創業された証券会社で、一九七〇年代から他の証券会社が進出しない

ような郊外に地域密着型の一人店舗を展開することで差別化を図ってきた。「最高のアドバイスは、顧客を最もよく知っている人間から与えられる」が同社の信念である。流行には手を出さず、質の高い商品を長期にわたって分散しながら投資していくという経営理念がある（沼田優子「金融危機化で営業担当者を増員するEDジョーンズ」ウェブサイト版『資本市場クォーターリ』二〇〇九 Spring 野村資本市場研究所 参照）

(21) 米国では、チャールズ・シュワブ等がファンド・スーパーマーケットとして「金融機関から完全に独立した立場のRIAなどに対し、顧客資産の保護預かりや注文執行、商品供給、情報提供、独立指南といった広い意味での販売支援サービスを提供している。物理的にも地域密着営業が可能となった元営業担当者が大手金融機関並みのサービスを提供して顧客との関係を育んでいる。」（沼田 前掲「米国リテール証券業における新しいビジネス・モデルの台頭」金融危機下で実質的な増収増益となったチャールズ・シュワブとRIA）参照

(22) チャールズ・シュワブは、当初ディスカウントブローカーとして出発し、その後「クリック・アンド・モルター」というチャネル戦略を追求してきたが、新たに独立系の投資顧問業者（IRA）を組織化した。これは大手リテール証券をスピノフして独立した投資顧問業者に対して様々なサポート・サービスを行うものであり、この数年間、シユワブはこのチャネルを通じて預かり資産を増やしてきた。（佐賀卓雄「アメリカにおけるリテール証券業務の現状」

『月間資本市場』No.309 2011 May）

(23) 本稿でいうIFAには、RIA（Registered Investment Adviser 個人投資家向け投資顧問）、IBD（Independent

Broker・Dealer 契約型の証券外務員)等をいう。R I A と呼ばれる独立の投資顧問業者は、独自の裁量に基づいて販売支援会社のシステムを活用してポートフォリオを組み、投資家各自のライフプランと資産設計に応じた金融商品を提供する。注文の執行、決済機能は証券会社に委託する。通常、フィー型のビジネス・モデルに基づいてアドバイスを徴収し、取引ごとのコミッションは徴収しない。

(24) 具体的には、顧客のクロスマーケティングによるシナジー効果が大きい。特にグループ金融会社からの証券新規口座の割合が高い。顧客基盤としては八七〇〇万人を超える楽天会員、ネットリテラシーの高い顧客があり、また、楽天グループのメリットを生かしたノウハウとテクノロジのサービスがある。

(25) 日本証券業協会「主要証券会社一〇社のN I S S A口座利用状況(平成二七年一月三一日現在)」、日本経済新聞 二〇一五年三月三日

(26) 日本インベスターズ証券は、一九九八年四月二日に設立され、会計人(法人)、F P (法人)を対象としたI F A ビジネスに特色があった。販売商品は投資信託のみで、サービスの内容は、保有資産分析、ポートフォリオ分析、ファンド積み立て、資産保全セミナーであった。

(27) 米国のL P L証券のペイアウト率は、投資信託が九〇〜九八%、クローズドエンド債券ファンドが八五%、株式が七六・五%、債券が七六・五%、オプションが七六・五%とされている。我が国の場合は徐々にこれに近づいているといえよう(拙稿「金融商品取引業とファイナンシャル・プランナー」)。

(28) 米国のR I Aは、事業所(affiliate)を有し独自の裁量に基づいて販売支援会社のシステムを活用してポートフォリオを組み、投資家各自のライフプランと資産設計に応じた金融商品を提供する。R I Aは、伝統的なブローカー・ディーラーよりも高い水準でディスクロージャーと注意義務について受託者責任能力を持って、また、利益相反を最小に

して行動するとされ、ほとんどのRIAは、報酬をコミッションベースよりもフィーベースに依存する。注文の執行、決済機能は通常、販売支援会社である証券会社に委託する。

RIAは独立性が高く、①顧客との関係確立、②顧客データの収集と目標の明確化、③顧客のファイナンス状態の分析と評価、④プランの検討・作成・提示、⑤プランの実行援助、⑥プランの定期的見直しというFPの仕事の進め方に沿って、販売する証券会社サイドではなく投資家サイドに立った営業を行うことが求められている。(拙稿「SEC、登録外務員(RR)に受託者責任(Fiduciary duty)を適用」『証研レポート』No. 一六六一 日本証券経済研究所大阪研究所 二〇一〇年一〇月)

(29) 佐賀卓雄 前掲書

(30) 日本経済新聞 二〇〇九年六月二三日

(31) 武田隆二「倫理・教育・コンプライアンス」税務経理協会二〇〇七年

(32) 拙稿「SEC、登録外務員(RR)に受託者責任(Fiduciary duty)を適用」『証研レポート』No. 一六六一 二〇一〇年一〇月 日本証券経済研究所大阪研究所 および「SEC、登録外務員(RR)に受託者責任(Fiduciary duty)を適用(2)」『証研レポート』No. 一六六三 二〇一〇年一二月 日本証券経済研究所大阪研究所 参照

(33) LPLファイナンシャルは、支援業務を開始して四〇年になり、商品のオープン・アーキテクチャーとフィーベースの料金体系である。米国で一万三五〇〇のFA (Financial Adviser) と約七〇〇の金融機関と契約している(出所 LPL Financial Holdings Inc. — Investor Relations—)。

(さかした あきら 客員研究員)

# インフレ率目標〈2%〉の起源

春井 久志

## 1 はじめに

### (1) 異次元緩和政策 (QQE)

二〇一三年四月に日本銀行は異次元金融緩和政策（量的質的金融緩和政策、QQE）を開始した。黒田東彦総裁は、金融政策決定会合後の記者会見で、消費者物価指数総合（生鮮食品と消費増税の影響を除く）のインフレ率目標2%を「二年程度の期間を念頭に置いて、出来るだけ早期に実現する」と発表した。二〇一四年四月に一・五%のピークをつけた後、同年一二月のインフレ率は〇・五%にまで低下してきている。インフレ率目標（以下、インフレ目標）2%への到達は、二年後はもちろん、三年後（二〇一六年四月）以降にずれ込む可能性も指摘されるようになった。

### (2) 「2%のインフレ目標」の起源の背景

現在、世界の主要国の中央銀行は2%のインフレ目標を掲げて、量的金融緩和政策（QE）を実施している。それにもかかわらず、主要国の足元のインフレ率はその目標を大幅に下回っている。しかしながら黒田（二〇一四）は、「先進国のほとんどが、毎年2%程度の物価上昇率を『物価が安定している状態』と捉えている」（図1参照）としている。



以下では、この「二%のインフレ目標」はどのような背景で出現したのか、その起源について検討する。また、この「二%のインフレ目標」は主要な中央銀行にとって、とりわけ日本銀行にとって、ことさら高いインフレ目標であるとはいえないであろう。しかしながら、「二%のインフレ目標」をピンポイントで達成することは極めて難しい。それに加えて、一九八九年のニュージーランド準備銀行法に明記されているような、税制の変更やサブプライサイドの予期できないショックに対する「免責条項（escape clause）」が明記されていない日本銀行法の下にある日本銀行が、そのインフレ目標を「二年程度の期間を念頭に置いて、出来るだけ早期に実現する」ことは非常に困難な政策課題であるといえよう。

## 2 「二%のインフレ目標」

### (1) 世界最初のインフレ目標政策の導入

今から約四半世紀前の一九八九年に、ニュージーランドが毎年の物価上昇率を当初〇〜二%とするインフレ目標を正式に設定する世界で最初の国となった。この特異な金融政策はインフレーション

図1 各国の物価安定目標

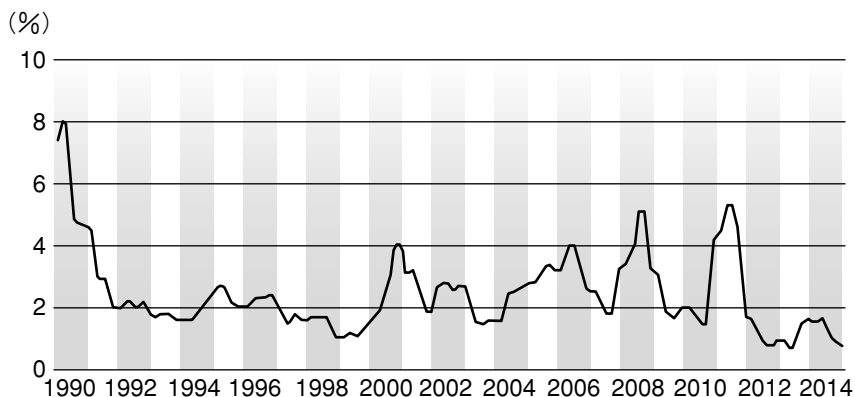
国/地域	名称	指標	数値
日本	物価安定の目標 Price stability target	消費者物価（総合）	2%
米国	Longer-run goal	個人消費支出 デフレーター（総合）	2%
ユーロ圏	Quantitative definition	消費者物価（総合）	2%未満 かつ 2%近傍
英国	Target	消費者物価（総合）	2%
カナダ	Target	消費者物価（総合）	2% (1~3%の中心値)
オーストラリア	Target	消費者物価（総合）	2~3%
ニュージーランド	Target	消費者物価（総合）	2%近傍 (1~3%の中心値)
スウェーデン	Target	消費者物価（総合）	2%
スイス	Definition	消費者物価（総合）	2%未満

(出所) 「『2%』への招待状」(日本経済団体連合会審議委員会)

ヨンが高騰した一九七〇年代および一九八〇年代の物価を速やかに低下させることに成功した(図2と図3を参照)。その結果、世界の主要先進国はこぞってニュージーランドの方式に類似したインフレ目標政策を次々と導入した。「二%のインフレ目標」は世界の多くの国で金融政策のグローバル・スタンダードとなった感がする。

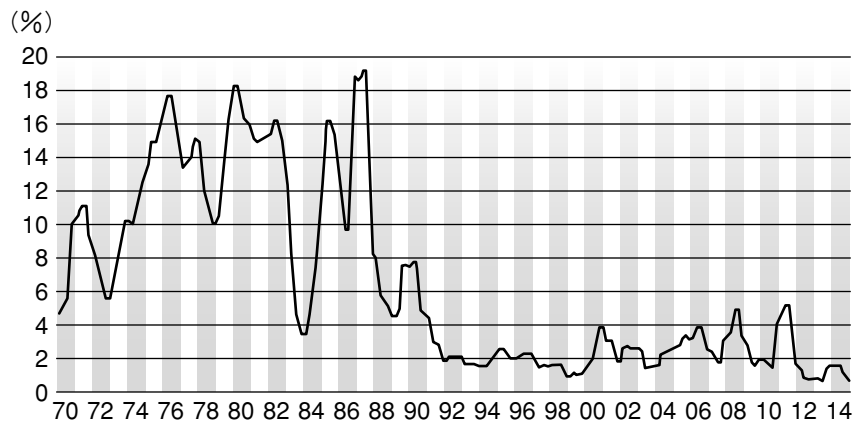
日本では、「二%のインフレ目標」をいうマジックを達成するためには「何でもする」異次元緩和政策によって日本経済を再生する

図2 ニュージーランドのインフレ率(%)、1990-2014年



(出所) Statistics New Zealand, RBNZ. Notes: Interest rates are exclude. Latest data (Dec Qtr 2014)

図3 ニュージーランドのインフレ率(%)、1970-2014年



(出所) Statistics New Zealand, RBNZ. Notes: Interest rates are exclude. Latest data (Dec Qtr 2014)

ことが現下の日本政府の経済戦略、すなわちアベノミクスの中核的な政策となっている。他方アメリカでは、これと同様の理論的根拠に基づいて、連邦準備制度理事会（FRB）が政策金利を約六年間にわたりほぼゼロの水準に押し下げ、国債等の債券を大量に購入する「量的金融緩和政策」によって約四兆ドルもの流動性をアメリカ経済に注入してきた。また、欧州中央銀行（ECB）も二〇一五年一月の政策理事会において、日米と同様の量的金融緩和政策を導入して、二%近傍にインフレ率を維持する「二%のインフレ目標」を達成することを決定した。<sup>1)</sup>

一九八八年の夏、ニュージーランド・キールウィフルツ公社の専務理事を辞任したドン・ブラッシュ（Don Brash）はニュージーランドの中央銀行であるニュージーランド準備銀行（Reserve Bank of New Zealand：RBNZ）の総裁に就任した。彼は、過去二〇年間のインフレーションの高騰と経済成長率の低迷に苦しんでいたニュージーランド経済の舵取りを託された。ブラッシュがRBNZの総裁に就任する前の数年間にわたり、彼の前任のRBNZ総裁はインフレーションを抑制し、金融政策を政治家の気まぐれから独立させることにある程度の前進を勝ち取ってきた。しかしRBNZの独立性は成文化されていなかった。

そこで一九八九年準備銀行法がRBNZの独立性を確立することになった。同法は、大蔵大臣と中央銀行総裁がどの程度のインフレ率を許容するべきかについて協議して決定する「インフレ率目標」を公式に設定することを命じている。同時に、同法はそのインフレ目標を達成するために政策金利を変更する金融政策の手段独立性をRBNZに付与した。他方、同法は、そのインフレ目標を達成できなかった場合には、RBNZ総裁を解任する権限を規定している。当時のニュージーランドの大蔵大臣のデイヴィッド・ケイギル（David Caygill）によつて、同法のもっとも重要な条項は、政治的な影響からRBNZの独立性を確立することであった。後日、ケイギルは

「われわれの見解では、インフレ目標は同法のもっとも重要な条項ではなかった」と述懐している。

しかしながら、同法の制定をめぐる論争は白熱化した。労働組合は、インフレーションにあまりにも厳密に金融政策を集中させることは、高い失業率に繋がることを懸念した。経営者団体もまた、労働組合の見解に同意し、「インフレ目標は原理的に間違っており、非民主主義的であり、また柔軟性を欠く政策である」と主張した。しかし最終的には、同法は議会を通過し、一九八九年準備銀行法が制定された。

もっとも同法が制定された後、困難な問題が持ち上がった。すなわち、RBNZが目標とするべきインフレ率は〇%とするべきなのか、二%なのか、あるいは五%なのかという達成するべきインフレ率の決定であった。ケイギルの前任の大蔵大臣のロジャー・ダグラス (Roger Douglas) は、RBNZは高いインフレ率で満足していると考えていたニュージーランド国民に対して、それがRBNZの真意ではないことを説得してきた。あるテレビ・インタビューのなかで、ダグラスはインフレ率を〇から一%の範囲内に収めるように努力してきたとの見解を明らかにした。このダグラスのインフレ目標の数値がヒントとなり、ブラッシュとケイギルはこのインフレ目標の幅を若干拡張して操作の余地を広げるが、それはごく小幅なものに留めるべきであるとの合意に達した。その結果、RBNZの最初のインフレ目標値は〇〜二%に決定された。

驚くほどの事ではないとはいえ、三四〇万人の島嶼の中央銀行のガバナンスを改革するための法律の制定は、アメリカをはじめとする主要国のメディアの関心を引くことは全くなかった。しかしながら、世界の中央銀行の緊密なネットワークを通して、ニュージーランドの金融政策上の実験は世界の耳目を集めるようになった。

(2) 中央銀行の「静かなる革命」

元アメリカ連邦準備制度理事会（FRB）の副議長のアラン・ブラインダー（Alan Blinder）はその著書『中央銀行の「静かなる革命」』（二〇〇四）の中で、過去十数年にわたり中央銀行の在り方が革命的とさえいえるほどの大きな変貌を遂げてきた、と指摘している。さらに、その変化は世界の中央銀行に共通したものであったにもかかわらず、世間やマスメディアの注目を集めることなく静かに進行してきた、と言う。RBNZに限らず、かつての中央銀行は秘密主義で絶対的な権限を握る総裁が金融政策を決定していた<sup>(2)</sup>。これに対して、現在の中央銀行は市場など中央銀行の外部とのコミュニケーションを重視し、金融政策の透明性を高める努力をするように変容してきた。また、金融政策の決定も合議制の委員会方式を採用することが一般化し、市場と中央銀行の関係も大きく変化してきた。

言い換えれば、第一に、従来「知らしむべからず、由らしむべし」として中央銀行の政策意図を市場に知られまいとしていた中央銀行が、今では積極的にその意図を市場に伝えようと努力している。その理由は、政策意図の透明性を高めることが金融政策の有効性を高める上で望ましいことが立証されてきたという経緯がある。第二に、金融政策の決定を複数の委員から構成された委員会方式による合議制を採用するようになった。以上の二つの変化が中央銀行の在り方を革命的に変貌させた。

第三に、どの程度のインフレ率を中央銀行が達成目標としているのかを公表するというインフレ目標方式の採用は、まさに急進的あるいは抜本的とさえいえる中央銀行のガバナンスの変化である。

すなわち、インフレ目標の採用は中央銀行の神秘性や秘密主義を大きく払拭しただけでなく、これまでとは異なる一種のマジックを創造したとさえいえよう。端的に中央銀行のインフレ目標を公表し、その目標を達成する

ための手段独立性を中央銀行に付与することにより、ニュージーランドは「静かなる革命」を現実のものとした。その結果、賃金をめぐる労使交渉や価格引き上げ計画において、ニュージーランド中の企業経営者と労働組合は、インフレ率が実際に二%近辺に到達すると仮定するようになってきた。このために賃金や諸価格の上昇は緩やかなものになり、インフレ目標が自己実現的に達成されるように変化してきた。<sup>(3)</sup>

実際のところ、準備銀行法が制定された一九八九年末のインフレ率は七・六%であったが、一九九一年末には二%に低下した。ブラッシュ総裁は、ワイオミング州ジャクソンホールのコンファレンスでニュージーランドの成功事例を同僚の中央銀行総裁たちに伝達するグローバル・キャンペーンを展開した。まず一九九一年に、慢性的な高インフレに苦悩してきたカナダが「二%のインフレ目標」を採用した。その後、スウェーデンやイギリスなどの諸国がカナダに追随した。なかでも、イギリスは「二%のインフレ目標」を極めて厳格に捉え、実際のインフレ率がインフレ目標を上下に一%以上乖離した場合には、イングランド銀行総裁は大蔵大臣に対して「公開書簡」を認め、その善後策等について説明する義務を課されている。<sup>(4)</sup>

### 3 インフレ目標の設定問題

#### (1) 「物価安定」のインフレ率

インフレ目標を設定する国の数が増えれば増えるほど、実際のインフレ目標もその数値についての議論が活発化する。ある見解では、インフレ目標は〇%であるべきだとする。FRBの前総裁のポール・ウォルカーやアラン・グリーンズパンは、インフレ率は企業活動や消費がインフレーションを考慮に入れる必要がないほど十分に低くなければならないと主張した。実際のインフレ率を正確に測定する上での若干の測定誤差を考慮に入れれば、

適切なインフレ目標は〇%かあるいは〇・五%もしくは一%程度であろう。<sup>(5)</sup>

しかしインフレ目標をそのように低い水準に設定することには危険が伴う。一九九〇年代にFRBの内部でこのような議論を強力に展開したのが、現在のFRB議長のジャネット・イエレン (Janet Yellen) であった。世界最大の経済大国であるアメリカがニュージーランドやカナダのような諸国の金融政策を模倣するべきかどうかという議論が一九九五―一九六六ごろにFRBで盛んに戦わされたと言われている。彼女の主張は、FRBがインフレ目標を公表することは、FRBがインフレ率にのみ政策の焦点を絞り込み、経済成長や雇用といった「デュアル・マンドレート」のもう一つの責任を疎かにすることを強く懸念するものであった。なぜなら、ゼロ・インフレ率は景気後退局面では経済活動を麻痺させる可能性があり、その意味ではある程度のインフレ率が必要であると主張した。低いインフレ率が必要とされるもつとも重要な議論は、それが経済活動を円滑化させる点である。経済が景気後退局面に入ると、企業は労働者に支払う賃金を削減しようとする傾向がある。しかし実際には、たとえ厳しい景気後退に遭遇しても、企業は賃金の引き下げをする代わりに、労働時間の短縮や労働者の一時帰休 (layoffs) を選択することが多い。このため、景気後退局面では、賃金引き下げではなく、失業率の上昇が観測されることの方が多くなる。

インフレ率はこのような景気後退局面の打開に有益な解決策を提供することがある。すなわち、若干のインフレーションが生じている場合には、企業経営者は景気後退局面においても名目賃金を据え置くことができる。名目賃金は一定不変でも、インフレーションを考慮した実質賃金が低下しているからである。このため企業経営者は一時帰休に訴えることを差し控えることになる。

一九九六ころの議論で、イエレンはゼロ・インフレ目標に反対する議論を展開した。インフレーションの水

準が高ければ高いほど、中央銀行が景気後退局面で経済を刺激する余地を大きなものにすることができる。たとえば厳しい景気後退が生じたと仮定しよう。FRBは政策金利をゼロ%に引き下げる。その結果、手許の現金を銀行に預金するが、利子所得はゼロである。もしインフレーションが生じなければ、預金はその購買力を保持し、現金を引き出したとしてもその価値は不変に留まる。しかしインフレーションが生じれば、銀行に預金された資金の価値は確実に減少しつづけるので、預金者はその現金を支出したり、投資したりする大きな誘因を持つことになるからである。

イエレンは、若干のインフレーションは実質金利をマイナスにするので、景気後退を克服する上で貴重な機会を提供する、と議論した。若干のインフレーションは経済活動を円滑化し、景気後退に対処するのに必要な柔軟性を中央銀行に与える、とする議論が支配的となり、「二%のインフレ目標」は世界の中央銀行の間で広く普及した(図1および伊藤「二〇〇六」を参照)。

## (2) 「二%のインフレ目標」

たとえ「二%のインフレ目標」が採用されたとしても、イエレンが議論したような問題を回避するには不十分であることが明らかになった。一九九〇年代後半以降、日本は物価の持続的な低下、すなわちデフレーションに陥った。日本銀行が政策金利をゼロ%まで引き下げてもデフレを脱却できなくなった。アメリカも二〇〇一年にマイルドな景気後退に苦しみ、FRBは景気対策として政策金利を1%まで引き下げた。その結果、アメリカでは住宅価格バブルが発生し、そのバブル崩壊により二〇〇七―二〇〇九年の世界金融危機に陥った。世界の主要な中央銀行は一斉にその政策金利を大幅に引き下げた。



この世界金融危機を経験した何人かの経済学者は、中央銀行がインフレ目標の数値を見誤ったのではないかと考えるようになった。もしも中央銀行がインフレ目標をもう少し高い目標、たとえば三%とか四%に設定していたならば、中央銀行はインフレ率を調整した金利をもっと大幅に引き下げることによって「グレート・リセッション」によりいつそう効果的に対抗することができたのであろうか。このような世界金融危機によりいつそう効果的に対応するための金融政策を運用する余地をもう少し拡大するために、政策当局は平時によりいつそう高いインフレ目標を設定するべきであらうか。IMFのオリバー・ブランシヤール (Oliver Blanchard) は「実際のところ、現在の二%のインフレ目標よりも高い四%のインフレ目標のネットのコストは二%のインフレ目標のコストよりも高価なものであるか」と述べている。<sup>(6)</sup> ブランシヤールはこの問いに明確な回答を与えてはいないが、その他の論者は二%のインフレ目標は見当違いであったことが証明された、と主張している。

ローレンス・ボール (Laurence Ball, 二〇一三) は、「そもそも二%のインフレ目標は一種の歴史的な偶然にすぎない」と主張する。彼は四%のインフレ目標はゼロ金利制約からくる金融政策の緩和を緩和することができ、そのため景気後退の程度もそれほど激しいものにはならないとする。この四%インフレ目標が経済に与える弊害はあまり大きくないので、その利点は最小のコストで生じる、として四%インフレ目標を提唱している。<sup>(7)</sup>

しかしながら二%のインフレ目標から四%のインフレ目標へのシフトはあるコストを伴う。二%のインフレでは、多くの金融取引に取り組む際にも、実際にインフレを考慮に入れなければならない程度は軽微にとどまる。二%のインフレの場合には、貨幣価値が半減するのに三五年を要するのに対して、四%のインフレの場合にはわずか一八年で貨幣価値は半減してしまう。他方、インフレ率が三〜四%にとどまっていた一九八〇年代半ばはそれほどひどい経済状態であったとはいえない。

さらに、インフレ目標のシフトは金融市場の混乱を生じる懸念が大きく、経済成長を低下させる長期金利の急激でかつ突然の上昇をもたらす恐れがある。現在の中央銀行はインフレ目標を高く引き上げることのコストはかなり高いとみなしている。FRBの副議長、スタンリー・フィッシャー (Stanley Fischer) は二〇一四年末に二%のインフレ目標を支持する見解を再度表明した。上述したアラン・ブラインダーは「中央銀行家は二%のインフレ目標に対する信頼を勝ち取るために多大の労力を払ってきた。そのため、彼らが二%のインフレ目標をそれほど簡単に放棄するとは考えられない。もしもインフレ目標を二%から三%に変更したとするならば、市場は中央銀行家がインフレ目標を三%あるいは四%に変更しないと到底考えないであろう。」と指摘している。しかしながら、このことは中央銀行が将来において、従来とは異なったことを何もしないということを意味するものではない。もしも現在までのニュージージーランドの特異な経験を踏まえて、過去二五年ほどの歴史をやり直すことができるかと仮定したならば、そしてわれわれが現在知っていることをすべて知識としてもっているとしたならば、おそらく理論的には、中央銀行家はもう少し大きな数値目標を選択したことであろうし、その方がより望ましい選択であろう」と彼は述べている。さらに彼は、「多くの経済学者は二%のインフレ目標は失敗であった、だからもう一度やり直して、今度は正しい選択をしよう、と考えるであろう。しかしながら、実際の金融政策運営の世界では、彼らのやり方がいつも正しいとはかぎらない。」という。

#### 4 おわりに

##### (1) 二%のインフレ目標に関する四つの問題

以上で考察してきた二%のインフレ目標に関連した問題がある。その第一は、ほとんどの諸国で二%のインフ

レ目標が厳密には定義されていないという点である。たとえば、FRBのこれまでの議長は、二%のインフレ目標はインフレ率の上限ではなく、平均値であると指摘してきた。すなわち、FRB議長は数年にわたりインフレ率を二%以上に許容してきたとしても、それが直ちにルール違反を犯していることにはならない。もしアメリカのインフレ率が四〜五年にわたり二・〇%を超過したとしても、またFRBが最近のインフレ率が実際には目標インフレ率であると公表したとしても、それが直ちにアメリカ経済に深刻な弊害を及ぼすことにはならない。問題は、人びとの期待がインフレ目標により強く依存しているのか、あるいは現実に観察される実際のインフレ率に基づいているのかである。

この点は第二の問題と関係している。FRBを含めた中央銀行が景気後退局面の初めから常にそれぞれのインフレ目標を達成できず、目標値を下回っていることである。もしも中央銀行の信頼性がインフレ目標値をヒットすることに基づいているとすれば、多くの中央銀行は過去七年間にその信頼性の大半を喪失していたはずである。人々のインフレ期待に関するアンケート調査もまた、大半の人々の期待がインフレ目標よりも実際の足元のインフレ率に基づいていることを示している。

日本銀行は「二%のインフレ目標」がグローバル・スタンダードであると理解しているかのような発言をしている。確かに図1が示すように、主要な中央銀行は総合消費者物価指数をインフレ目標の指標としている。しかしながら、原油価格の変動や季節変動の激しい食品など事前に予測することが難しいサプライサイドのショックを除いた消費者物価指数としての「コア・インフレーション」は、多くの国の場合、食品とエネルギー価格を除いた総合指数と定義している。ところが、日本の「コア・インフレーション」の定義は生鮮食品のみを除いた総合指数と定義されており、決して「グローバル・スタンダード」と呼ぶに値する定義であるとはいえない。日本

では苦肉の策として、生鮮食品とエネルギー価格を除いた指数に対して「コア・コア・インフレーション」などという、珍妙な定義を捻り出している。

第三に、図2と図3から明らかのように、インフレ目標を導入した直後からニュージーランドのCPIは急激に低下している。これがインフレ目標を導入したことが原因で生じた結果である、とする主張がある。確かにCPIは低下しているが、それがインフレ目標政策の直接的な結果であるかどうかはかならずしも論証されているとはいえない。ニュージーランドの実質GDPは一九九〇―一九三年の四年間はほぼマイナス（若干のプラスを含む）を記録しており、この期間に観察された景気後退もしくは経済不況がニュージーランドの物価を引き下げるもう一つの原因であった可能性が高いからである。<sup>(9)</sup>

たとえインフレ目標がインフレ率を低下させるのに有効であったとしても、インフレ目標を採用している国も、インフレ目標を採用していない国も、同様にインフレ率が低下してきているという事実がある。もしもインフレ目標が、雇用の面で低いコストでインフレ率を引き下げることができるのであれば、それはインフレ目標を採用する積極的な理由になる。しかしインフレ目標の採用が中央銀行に景気後退から経済を脱出させるための政策行動をとることを阻止しているとすれば、そのコストはインフレ目標がもたらすプラスの効果をはるかに凌駕していることになる。

第四に、一九九〇年にニュージーランドが導入したインフレ目標政策は、一九九一年のカナダをはじめ、イギリスなどいくつもの国が追随した。一九九〇年代にインフレ目標を導入したこれらの諸国はインフレーションを抑制することを目的にインフレ目標を導入した。<sup>(10)</sup>これに対して、二〇一三年にインフレ目標を導入した日本銀行の目的は、デフレーションを克服すること、いわゆる「デフレ脱却」、すなわちプラス二%のインフレーション

の達成がその主たる目的である。この両者のインフレ目標導入の正・反・対・の・目・的・的・差・異・に注意を払う必要がある。もしも消費者物価の上昇率が名目賃金の上昇率を凌駕した場合には、家計は貧しくなる。実質賃金と保有資産の実質価値が低下するからである。

## (2) インフレの目標の達成度

図2から明らかのように、ニュージーランドの消費者物価指数(CPI)のインフレ率は平均で二・七%である。これは一九九〇年代の二・四%とほぼ同じであり、過去二〇年間の平均一・一%を超えるインフレ率と対照をなしている。二〇〇二年九月以降、インフレ目標は中期的な平均値としてインフレ率を一〜三%のレンジ内に留めている。

また、図3が示すように、一九九〇年以降CPIインフレ率は平均して約二・五%である。このインフレ率は、一九七〇年代の平均値の約二・二%や一九八〇年代の平均値の約一・一%と比較して、低い水準に留まってきた。

他方で、一九五〇年代および一九六〇年代におけるOEC D諸国において、どの国もその期間中にはインフレ目標を採用しておらず、またインフレ率も極めて不均等かつ不安定であったにもかかわらず、これら諸国が極めて高い経済成長率を達成したことは注目に値する事実である。もしもこの期間におけるインフレ率がもつと安定的であったならば、経済成長率は実際よりもはるかに高度な成長率を実現したかもしれない。しかしながら、明らかに不規則かつ不安定なインフレ率の変動が高度経済成長を阻害しなかったことだけはもう一つの明確な事実である。

最後に、二〇一五年二月時点においても、二%のインフレ目標を「二年程度の期間を念頭に」達成するとその

政策目標を掲げ続けている日本銀行は、果たして二年の期間が満了する二〇一五年四月の金融政策決定会合でどのような議論を展開し、黒田総裁が決定会合後の記者会見でどのような説明を行うのか、興味津津の状況が進展しつつある。消費税増税や原油価格の大幅下落など、事前に予測するのが難しいサプライサイドのショックに対する「免責条項」をインフレ目標政策にあらかじめ明記しておくような制度設計の知恵も必要とされよう。また、インフレ目標をめぐる日本銀行の金融政策のアカウンタビリティの意義が問われることも重要な関心事であろう。

注

- (1) ECBは、現在、二〇一五年三月に予定されている政策理事会において、QEの具体的な実施方法について協議し、決定するとみなされている。ECBは二〇一五年から政策理事会の運営方式を大幅に変更することを公表している。詳細については、春井(二〇一五)を参照。
- (2) Savers(1967)および春井・森沢(二〇一四)を参照。
- (3) 高率のインフレ目標が速やかに収束したことは図2や図3が示すところであるが、果たしてそれがインフレ目標の採用が直接的な結果であったのか、あるいは一九九〇年代の世界的なデフレ圧力の影響に起因するのかは、今後の研究に俟たなければならない。
- (4) イングランド銀行のカーニー総裁は、二〇一五年二月二日に、総裁就任後初めての「公開書簡」をオズボーン大蔵大臣宛に認めた。伊藤(二〇〇六)も参照。
- (5) 黒田(二〇一四、五一六ページ)は、消費者物価指数の「上方バイアス」が約プラス二%であると示唆しているが、

その根拠は明示していない。これに対して、白塚(二〇〇五)はプラス〇・九%としている。

- (6) Blanchard et al. (2010).
- (7) Ball (2013).
- (8) Fischer (2014).
- (9) この期間、ニュージーランドの貿易相手国であるアメリカやオーストラリアも景気後退局面にあった。ニュージーランド準備銀行のHP上の統計資料「Fig. 1 Real Gross Domestic Product since 1990, NZ, Australia & USAを参照」。
- (10) 「誘導型アプローチ」としてのインフレ目標については、春井(二〇一三)「第五章を参照」。

#### 参考文献

- ・伊藤元重(二〇〇六)「インフレ・ターゲティング」『NIRA政策レビュー』No. 1, May.
- ・下井直毅(二〇〇六)「インフレ・ターゲティングについて」『NIRA政策レビュー』No. 1, May.
- ・伊豆久(二〇一五)「異次元緩和における「二年」の意味」『証研レポート』No. 1688、二月。
- ・加藤出(二〇一四)『日銀、「出口」なし——異次元緩和の次に来る危機』朝日新書。
- ・黒田東彦(二〇一四)「『二%』への招待状」(講演・日本経済団体連合会審議員会)、日本銀行、一二月。
- ・白塚重典(二〇〇五)「わが国の消費者物価指数の計測誤差…いわゆる上方バイアスの現状」『日銀レビュー』、十一月。
- ・春井久志(二〇一三)「中央銀行の経済分析」『東洋経済新報社』。
- ・春井久志(二〇一五)「欧州中央銀行と『ユーロ危機』」『CUC Views and Vision (千葉商科大学)』、No. 39。
- ・春井久志・森映雄訳(二〇一四)『カンリフ委員会審議記録』蒼天社出版。

- ・ Ball, Laurence (2013) "The Case for Four Percent Inflation", *Central Bank Review*, May.
- ・ Blanchard, O., Giovanni Dell'Ariccia, and Paolo Mauro (2010) "Rethinking Macroeconomic Policy", *IMF Staff Position Note*, IMF, February.
- ・ Blinder, Alan (2004) *The Quiet Revolution: Central banking goes modern*, Yale University Press. 鈴木英明訳『中央銀行の「静かなる革命」』日本経済新聞出版社、二〇〇八年。
- ・ Fischer, S. (2014) "Fed's Fischer says 2 percent inflation important, rejects higher target", *Reuters.com*, December.
- ・ Neil Irwin (2014) "Of Kiwis Currencies: How a 2% Inflation Target Became Global Economic Gospel", *The New York Times*, December 2014.
- ・ Sayers, R.S. (1976) *Bank of England 1891-1944*, Cambridge University Press. 西川元彦監訳・日本銀行金融史研究会訳『イングランド銀行 一八九一―一九四四年』東洋経済新報社、一九七九年。
- ・ Sherwin, M. (1999) "Inflation targeting: 10 years on" (Speech to the New Zealand Association of Economists Conference), July.  
[http://www.rbnz.govt.nz/statistics/key\\_graphs/inflation/](http://www.rbnz.govt.nz/statistics/key_graphs/inflation/)

(はるこ ひやう・客員研究員)



# 貸株取引の決済制度改革

福本 葵

## 1 リーマンショック後の決済制度改革

二〇〇九年一月五日にスタートした株券電子化によって、日本の証券決済制度改革は一段落した。しかし、二〇〇八年秋に起こったリーマンショックは、金融取引のシステムリスクを顕在化させ、証券のペーパーレス化以外にも、更なる証券決済制度改革の必要性があることを示した。必要とされる証券決済制度改革のうち、最も重要なものは、店頭デリバティブ取引に関するものであるが、DVPがまだ行われていなかった貸株取引についても改革の必要があると指摘された。

このような動きは国際的なものである。本稿では、リーマンショック以降の貸株取引の決済制度改革について、各国どのような議論があり、日本における貸株取引の決済制度改革がどのように進められてきたかを考察する。

## 2 貸株取引とは何か

### (1) 制度信用取引に伴う貸借取引

貸株取引とは、消費貸借契約に基づき、株式の貸借を行う取引である。株式を貸借する取引には、取引所取引と取引所外取引がある。取引所取引の貸株取引には、信用取引に伴う貸借取引がある。一方、取引所外取引は、金融危機後の制度改革の対象となった貸株取引である一般貸借取引である。

まず、取引所取引である信用取引に伴う貸借取引とは、制度信用取引の際に決済に必要な株式を証券金融会社から借り入れる制度をいう。

信用取引とは、証券会社が顧客に信用を供与して行う有価証券の売買その他の取引をいう（金融商品取引法第百六十一条の二に規定する取引及びその保証金に関する内閣府令第一条）。つまり、投資家が証券会社に委託証拠金を担保として差し入れ、証券会社から株式の購入資金や売り付け株式を借り入れて、株式を売買する取引である。例えば、株価が今後下落すると判断した場合には、証券会社から株式を借り入れて売却し、値下がりの際に買い戻して証券会社に返却する。その他、例えば、手持ちの株式の株価が下落すると判断したが、何らかの理由によって売却できない場合などにも信用取引が利用される。

信用取引には、制度信用取引と一般信用取引の二種類がある。まず、制度信用取引とは、証券取引所が設ける制度信用銘柄選定基準を満たした銘柄のみを対象として行われる信用取引である。制度信用取引では、品貸料や弁済繰り延べ期限等が証券取引所の規定によって定められている。そして、証券会社は売買の決済に必要な売り付け株式や買い付け代金を取引所の指定を受けた証券金融会社から借り入れることができる。制度信用の売買を受けて、証券金融会社が証券会社に資金や株式を貸し出す制度を貸借取引という。貸借取引は取引所取引であり、そのクリアリングは、日本証券クリアリング機構が行っている。日本証券クリアリング機構は、貸借取引も通常の株式の売買の清算も行っているが、どちらも既にDVP化されている。

## （2）取引所外取引の貸株取引

制度信用取引は多くの銘柄で行われているが、すべての銘柄についてできるわけではない。発行株数の少ない

銘柄や特定株主の持ち株比率が高く、流通している株券が少ない銘柄に信用取引が過度に利用されると、問題を引き起こす可能性があるからである。制度信用取引を利用できない銘柄では一般信用取引を利用することとなる。

一般信用取引とは、証券会社と顧客との間で、買い付け代金に係る融資または売り付け株式の貸し付けが相対で行われる取引をいう。一般信用取引では、品貸料や弁済繰り延べ期限等、証券会社と顧客が合意した内容に従って行われる。

一般信用取引において、証券会社が顧客に貸し付ける株式の手持ちがない場合、貸株取引によって、他の証券会社や信託銀行から株式を借り入れることになる。このような貸株取引は取引所外取引であり、その決済はほゞりクリアリングによって行われる。

また、債券貸借取引が銘柄を特定しないG C (General Collateral) 取引と銘柄を特定するS C (Special Collateral) 取引がほゞ五〇%ずつであるのに対し、貸株取引はS C 取引が中心である。S C 取引は信用取引や裁定取引のために、手元にはない銘柄の株式を売却して収益を得る目的で用いられる。S C 取引の場合の担保金率は、借り入れる株式の時価に対して一〇五%が主流である。

一方、銘柄を特定しないG C 取引は、株式担保融資と類似の資金取引を目的として行われるものである。株式の貸し手は、一定の期間の資金不足を解消するため、保有している株式を貸し出すことによって、低金利で資金調達することを目的とする。反対に、株式の借り手は、一定の期間、余剰の資金を運用する目的で取引を行う。そのための担保として、安全性および流動性の高い株式を借り入れる。G C 取引の場合、株式の借り手は余剰資金の運用者であり、資金運用の健全性を確保するため、株価に対して、一〇〇%以下、例えば八〇%以下という

ように上限を設ける。

ほふりクリアリングによると株式売買の決済件数はおおよそ一〇万件、貸株取引の決済件数はおおよそ五〇〇〇件程度であり、五％程度である。<sup>(1)</sup>

貸株取引の借り手は主に大手の証券会社である。借り手は、貸し手に対し株式の貸借料を支払うとともに、担保として、現金や国債、他の銘柄の株式などを引き渡す。証券の借り手が株式を借りる目的は、信用取引に用いるためだけでなく、ショートポジションやフェイルのカバー、顧客への貸出玉の手当てなどもある。

一方、貸し手は、信託銀行や機関投資家、ネット証券などであり、借り手から支払われる貸借料による運用や借り手から受領した担保を再投資することによって利益を得る。株式の再投資については、信託銀行では決算期越えを可能とするが、機関投資家の場合には、議決権を行使するため、権利確定日をまたぐ担保差し入れを行わないことが多い。

賃借料は、契約・信託財産単位、かつ取引相手単位で計算し、一か月分を合算して授受している。貸株取引の決済は、 $\rightarrow$ とあり、決済日を定めないオープンエンド取引が中心である。貸株取引の拡大による約定照合のS T P化の必要性から、証券保険振替機構では、二〇〇七年一月より、決済照合システムによって、貸株取引においても約定照合ができることになった。しかし、取引所取引以外の貸株取引については二〇一四年一月の改正以前、D V P化されていなかった。

### 3 アメリカにおける貸株取引の決済改革

リーマンショックを受け、アメリカ財務省が二〇〇九年三月二十六日に発表した“Treasury Outlines Framework

For Regulatory Reform”においても、短期の証券・資金貸借市場の脆弱性が指摘され、規制権限の明確化が必要とされた。<sup>(2)</sup>

規制改革の第一構成要素であるシステミックリスクに関する記述の中で、支払と決済システムに関する金融規制は不完全で分断されていることを指摘し、主要な資本市場およびリスク移転市場の脆弱さ、特に翌日物や短期の貸株市場やOTCデリバティブ市場は不確実性を増していることを挙げている。さらに、これらの取引は国際的に行われるため、大規模な金融機関にとって国際的な金融危機を拡大させる危険性があることを指摘している。

#### 4 ヨーロッパにおける貸株取引の決済改革

ヨーロッパにおいては、アメリカのDTCCの子会社であるEuroCCPが、二〇〇九年、ロンドンに拠点を置く電子プラットフォームであるSecFinexと提携し、欧州株式の貸借取引のCCP（Central Counterparty）サービスを開始した。

また、二〇〇九年五月、証券貸借取引の業界団体であるInternational Securities Lending Associationによる最初のレポート“A CENTRAL COUNTERPARTY IN THE EUROPEAN EQUITY SECURITIES LENDING MARKET? INITIAL REPORT OF AN ISLA WORKING GROUP”を発表した。<sup>(3)</sup> このレポートは、特に欧州市場を対象とした証券貸借取引におけるCCP機能の有効性に関する分析を行っており、CCP機能やその効果、清算機関が満たすべき要件等について言及している。

その中で、まず、貸株市場において清算集中が難しい理由として、貸株取引によって、貸し出した証券の回収

(recall) や代用担保、配当金の支払い、コーポレートアクションの手続、未決済貸付の再評価 (re-rating of outstanding loans) といった取引後のプロセスが重要であること、貸株市場は主に証券の貸し手から借り手への一方通行であり、ポジションをネットイングする機会は少ないこと、貸株市場は、銀行、集団投資スキーム、年金基金、保険会社、ソブリンファンドなど異なる規制の枠組みの対象となる多くの国における様々なタイプの機関を含むこと、貸株市場は貸し手から借り手への権利の移転とともに証券や担保の移動を必要とすること、CCPが取引当事者間の信用の相違を取り除くとしても、証券の貸し手と借り手は同質ではないこと、貸株取引の際、借り手が重視するのは、貸出レートのみではなく、例えば、リコールする可能性や配当から得られる税率などを重視して貸出先を選択することもあることを挙げている。このような理由から、証券の貸出に簡単に基準を設けることは困難であると述べている。

次に、貸株市場にCCPが導入された場合の利点について、貸株市場におけるプレイヤーである会社が金融規制に服する際の資本賦課を削減することができること、取引参加者の与信額の軽減、幅広いカウンターパーティーと取引することができること等を挙げている。

そして、貸株取引の清算機関が満たすべき条件として、取引サイズの制限、通常の貸株はもちろん標準化されたバスケット取引の貸株も対象とすべきであること、融通性のある受入標準的担保定義の必要性、参加基準の透明性、安価な費用、取引ごとに科される料金、フェイルを回復するのに必要な相当な期間、貸株のリターンとリコールの容易性、変更可能な適格担保等が挙げられている。

## 5 日本における貸株取引の決済制度改革

### (1) 貸株取引のリスクの顕在化

二〇〇八年九月リーマンショックの際、日本においても貸株取引のリスクが顕在化した。二〇〇九年、日本銀行が発表した「リーマン・ブラザーズ証券の破たんが我が国決済システムにもたらした教訓―証券取引、上場デリバティブ取引の決済に関して―」においても「なお、リーマン証券との間で株式を貸借する取引においても、清算機関による債務引受対象外のものに関しては、同社の取引相手が決済不履行の影響を直接受け、損失負担を余儀なくされる事態が生じた。とりわけ、九月一六日に決済が予定されていた取引の一部については、非DVP決済の枠組みの下で、同社への株式引渡のみが証券保管振替機構における夜間バッチ処理により先行する一方で、同社から見合いの資金を受取れないといった事態が生じるケースもあった。」とある。<sup>(4)</sup>

### (2) 金融庁「金融・資本市場に係る制度整備について」

リーマンの破たん後、国債のレポ市場において、取引相手を選別する動きや取引そのものを停止する動きが広まった。また、リーマンの破たんは貸株市場にも影響を与えた。貸株取引において、貸し出される株式は引き渡されたが、見合いの資金が渡されない事態が発生した。また、信用危機以後、売り付けの際に株式の手当てがなされていない空売りが世界各国で禁止された。その後、アメリカやイギリス等では、空売りの禁止は解除されたが、株式を手当てする貸借取引の受け渡しの安全性の向上に対し関心が高まっていった。

そこで、平成二十二年一月、金融庁は、「金融・資本市場に係る制度整備について」と題する文書を発表した。<sup>(5)</sup>ここでは、金融・資本市場に係る問題点として、店頭デリバティブ取引に関する規制、ヘッジ・ファンドに関する

規制、証券決済・清算の強化、証券会社の連結規制等、投資家保護・取引の公正の確保を挙げている。

このうち、証券決済・清算の強化は、店頭デリバティブ取引および国債取引・貸株取引等に関連する。「貸株取引については、取引が金融機関や機関投資家等において相対で行われている中で、株式の売買取引や国債取引等と比べ、DVP決済（証券の受け渡しと資金の支払いの同時履行）の仕組みが整備されておらず、決済リスクの削減が図られていないのが現状である。こうしたこともあり、リーマン・ブラザーズ証券破綻時に貸株取引を行った業者の中には、リーマン・ブラザーズ証券に株式を引き渡したものの、見合いの資金を受け取れなかった者が見られた。」とあり、「貸株取引に係る決済リスク削減を図るため、関係者による検討を進展させることとし、関係者において、清算機関の利用の義務付け又はDVP決済のルール化の時期を含む工程表を早急に作成・公表すべきである（本年中の作成・公表を一つの目途とする）」として、取り上げられた。<sup>6)</sup>

### （3）貸株取引専門部会

金融庁の「金融・資本市場に係る制度整備について」に基づき、証券保管振替機構およびほりクリアリングは、貸株取引の決済に係るリスク削減に必要となる機能の検討を行うことを目的に、平成二二年八月「貸株取引専門部会」を設置した。

委員会社は、証券会社九社（ゴールドマン・サックス証券株式会社、シティグループ証券株式会社、大和証券キャピタル・マーケット株式会社、日本証券金融株式会社、野村證券株式会社、BNPパリバ証券株式会社、みずほ証券株式会社、メリルリンチ日本証券株式会社、モルガン・スタンレーMUF証券株式会社、UBS証券会社）および信託銀行五社（資産管理サービス信託銀行株式会社、住友信託銀行株式会社、日本トラスティ・サ



ービス信託銀行株式会社、日本マスタートラスト信託銀行株式会社、みずほ信託銀行株式会社）であり、金融庁や日本銀行等がオブサーバーとなった。

委員会では、平成二二年二月二日に「貸株取引に係る決済リスク削減に関する工程表」を取り纏めた。この工程表の中で、貸株取引の決済に係る「同時履行方式案」と「個別取引単位のDVP決済方式案」という二つのリスク削減策を検討した。

「同時履行方式案」とは、貸借株式とその担保に係る複数の決済を一括して同時履行することにより元本リスクを排除する方式であり、「個別取引単位のDVP決済方式案」とは、既存の一般振替DVP制度を利用し個々の取引単位でDVP決済を行うことにより元本リスクを排除する方式である。

第一案の「同時履行方式案」のメリットは、担保所要額の計算方法や担保の種類など現行の市場慣行を維持することを前提としていることから、利用者の担保管理業務への影響が小さいことである。一方、デメリットは、同一取引相手の複数の決済を一括して処理する仕組みであることから、一部の決済に係る残高不足により、当該決済に紐付くすべての決済の完了時刻が後倒しとなることである。

第二案である「個別取引単位のDVP決済方式案」のメリットは、貸借株式の決済を取引ごとに随時のタイミングにより完了させることにより、貸株取引全体の決済が円滑に進捗することである。一方、この案のデメリットは、担保所要額の計算単位の変更や日々の値洗いに伴う担保過不足額の授受方法の変更、および担保の種類が現金に限定されるといった市場慣行の大幅な見直しが必要となることである。また、両方式共通のデメリットに、利用できる担保種類が現金に限定されるため、現金以外の担保種類での元本リスクが排除されないことが挙げられた。

市場慣行を維持する必要があることから、実現する方法は「同時履行方式案」をベースとする必要があった。しかし、「同時履行方式案」について指摘されたデメリットである、決済完了事項の後倒しの懸念への対応策を講じる必要があった。つまり、取引当事者双方から残高不足が生じた一部の決済を除外する指図を送信することにより、当該決済に紐づく他の決済を先行して完了させる機能の導入が検討された。

#### (4) 貸株取引における担保授受の市場慣行

ここで述べられている貸株取引における担保授受の市場慣行とは、どのようなものであろうか。まず、差し入れ可能な担保には、現金、国債、銀行の信用状、株式などが混在している。次に、担保の授受は取引ごとでは行われない。複数の取引を同一の取引相手と行っている場合、取引相手ごとに、必要担保金額の総計を計算し、担保管理、担保授受を行っている。翌日に必要な担保金額は、その前日に計算される。必要担保金額は、前々日の終値に翌日の借入株数を乗じることによって算出される。例えば、借りが貸し手からA株を1000株、借り入れている場合、決済日の前日に決済日に必要な担保金額を計算する。例えば、二月四日が決済日であった場合には、二月三日（火）に計算する。そして、その時の金額は、計算日の前日、つまり決済日の二日前の終値を担保価格とする。例では、二月二日（月）の終値の例えば1100円が用いられる。つまり、決済日である二月四日（水）に必要な担保金額は、二月二日の終値2100円に借り入れた1000株を乗じた210万円となる。また、借りが貸し手から、A株だけでなく、その他の銘柄の株式も借り入れている場合には、それぞれの必要担保金額が計算され、合算される。実際の授受は、上記で計算したようなそれぞれの取引の必要担保金額の合計がやりとりされるのではなく、前日必要担保金額と当日必要担保金額の差額がやり取りされる。

このような市場慣行で必要担保をやり取りする場合、借り手がA株を借り入れた担保金額を支払えない場合には、その他の貸株取引の決済も遅延することとなる。

### (5) 実現された担保指定証券方式

貸株取引専門部会は、平成二三年六月二九日、「貸株取引に係る決済リスク削減に関する工程表取り纏め（改訂版）」を発表した。その中で、新たな方式である「担保指定証券方式案」を策定した。これは、個別取引単位のDVP決済方式の決済の円滑化というメリットを活かしつつ、市場慣行の見直しというデメリットを払拭するため、一般振替DVP制度にいくつかの機能を追加することにより、両方式のメリットを融合した決済スキームである。それまで証券保管振替機構で利用されていた一般振替DVP制度に表1に示す機能を構築することにより、貸株取引とその担保に係る決済のDVP化を実現するものであった。貸株取引のDVP決済は、平成二六年一月、システムのリリースに合わせて実行に移された。

## 6 制度改正後の貸株取引の決済方法

二〇一四年一月より取引所外取引の貸株取引もDVP化された。取引の流れを

表1 新たに構築された機能

①	機構システムで保持している株式時価情報を利用し、同システムで個別の新規借入取引又は返済取引の単位での担保所要額（DVP決済金額）を計算する機能
②	決済照合システムのSSIデータベースによるDVP振替請求の自動生成および株式等振替システムへの連動機能
③	既存の一般振替DVP制度における「担保指定証券」の機能を改造し、貸株取引に係る証券担保（株式、国債）の決済を履行する機能（担保指定証券（相手先指定）機能）
④	現行実務における担保所要額の計算方法を維持し、一般振替DVP制度における参加者決済額（貸株取引の決済に係るDVP決済金額）に取引当事者間で授受している現金担保異動額を反映させる機能（金額調整データ機能）

概説すると以下のようなになる。

取引所外取引の貸株取引は金融機関や機関投資家間の相対取引である。貸株取引の約定は電話等によって行われる。当事者間での約定が行われると、その情報は証券保管振替機構に送られる。証券保管振替機構では、決済照合システムの貸株約定照合機能によって、貸株取引の約定照合を行い、そのデータは取引の当事者に送られる(表1①および②に関連)。

証券保管振替機構の決算照合システムに送付されたDVP振替請求はほふりクリアリングに連動されている。

次のステップは取引照合である。DVP化がなされる前には、電話、メールまたはFAX等を用いて、必要担保金額の取引照合が行われていた。DVP化がなされてからは、証券保管振替機構の決済照合システムに必要な担保金額照合データが新たに追加され、この機能を通じて、決済日前日に翌日の決済に必要な担保額が取引当事者に送付されることとなった。

三番目のステップが決済日に行われる振替である。決済日当日に、貸し手からの振替請求によって、証券保管振替機構内の貸し手口座内の証券が、貸し手口座からほふりクリアリング口座を介して、借り手口座に振り替えられる。一方、決済日には、反対に、担保である証券も、証券保管振替機構内の借り手口座からほふりクリアリング口座を通じて貸し手口座に振り替えられる。

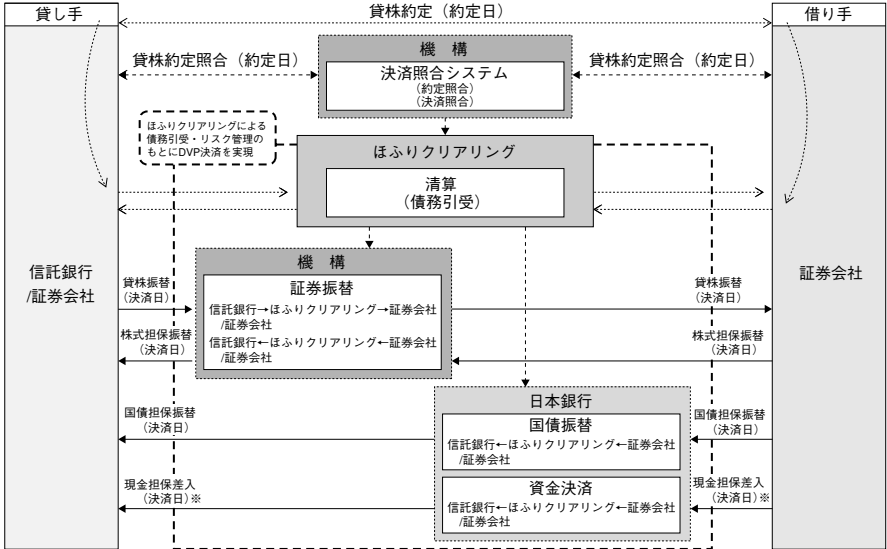
国債は証券保管振替機構ではなく、日本銀行が決済機関となっている。従って、国債を貸株取引の担保としている場合には、日銀ネットを通じて振り替えられる。決済日当日に、借り手口座にある担保国債がほふりクリアリングの口座を通じて、貸し手口座に振り替えられる。これらの口座はすべて日本銀行内にある。現金担保についても国債と同じく、決済日に資金が日銀ネットを通じて貸し手に差し入れられる。

取引所外の貸株取引はこの制度が始まるまではDVP化されていなかった。このことは証券の受け渡しと資金決済である担保金の受け渡しのリンクがなされていなかったことを示す。そのため、証券の引き渡しが行われたのに担保金が振り込まれない、または担保金を振り込んだのに証券が引き渡されない可能性があった。このための取引所外取引貸株取引のDVP化によって証券の引き渡しと担保金の授受のリンクがなされた。取引所外取引貸株取引は一般振替を利用しており、一般振替DVP制度ではグロス・ネットDVPである。証券の受け渡しはグロスで、資金の受け渡しはネットで行われる。一件、一件の証券受け渡しと資金の受け渡しが完全に同時履行される仕組みではない。DVPは「同時履行」と訳されるが、同時履行つまり受け渡しが同時に行われ、タイムラグが生じないということではなく、証券と資金の受け渡しをリンクさせ、元本の取りはぐれを回避する仕組みである。

また、DVP化に際し、ほふりクリアリングの債務引受・リスク管理が行われることになった。決済日当日に、ほふりクリアリングが証券振替の実行条件を満たした決済について債務引受を行い、また、条件を満たした場合に参加者の不履行による資金の不足分の債務の履行を、ほふりクリアリングが代わって行う。

ほふりクリアリングが債務引受を行う際、参加者に求める振替実行条件とは、確保資産（余裕値）の条件、差引支払限度額の条件、振替対象証券残高の条件の三つである。確保資産の条件とは、参加者から引き受けることとなる支払債務の合計額以上の評価額の資産を、ほふりクリアリングが確保していることを求めるものである。この確保財産は、参加者がほふりクリアリングに預託した現金、有価証券、受入予定有価証券から構成される。次に差引支払限度額の条件とは、ほふりクリアリングが参加者の過去の一定期間の利用実績に応じて設ける支払の上限をいう。三つ目の条件である振替対象残高の条件とは、決済を利用しようとする対象銘柄について、振

図1 決済リスクの削減（貸株DVP）の仕組み

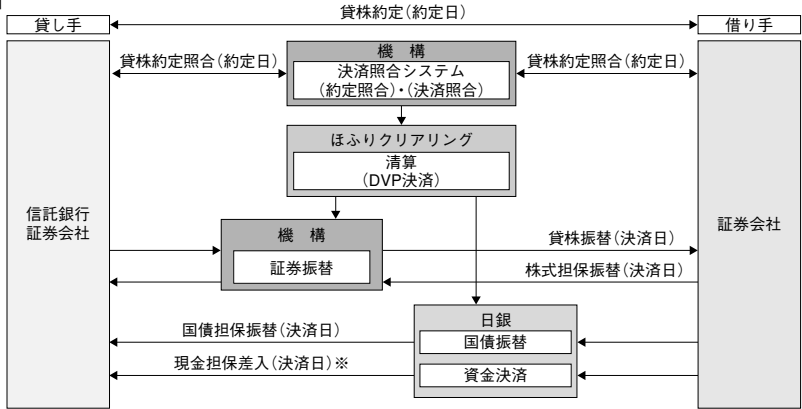


※一般振替DVPの資金決済と合算して行う。なお、現金担保金額は金額調整データ機能により調整が可能。

(出所) 株式会社証券保管振替機構『新システム（2014年1月）の対応等について』2014年4月2日、4ページ

図2 貸株DVP決済

◆概念図



※一般振替DVPの資金決済と合算して行う。なお、現金担保金額は金額調整データ機能により調整が可能。

◆概要

- 一般振替DVP制度に以下の機能を構築することにより、貸株取引とその担保に係る決済のDVP化を実現
    - ・機構で保持している株式時価情報を利用し、個別の新規借入取引・返済取引の単位で担保所要額（DVP決済金額）を算出
    - ・既存の担保指定証券機能を改造し、貸株取引に係る証券担保（株式・国債）の決済を履行（担保指定証券（相手先指定）機能）
    - ・一般振替DVPにおける参加者決済額に取引当事者間で授受している現金担保異動額を反映（金額調整データ機能）
- \*これまでの決済件数は1日当たり約5,000件、全体の5%程度

(出所) 株式会社証券保管振替機構『証券保管振替機構の最近の状況と今後の取組みについて』2014年6月4日、2ページ

替請求の数量以上の残高が、ほふりクリアリング内の口座にあることを求めることである。

ほふりクリアリングは、振替対象証券残高の条件において残高を確認後、確保資産（余裕値）の条件および差引支払限度額の条件を充足していれば、DVP振替請求について債務引受を行うとともに、証券の貸し手から機構に開設しているほふりクリアリングの口座へ対象有価証券残高の振替を受ける。このため、貸し手がその後不履行したとしても、ほふりクリアリング口座内にある証券を借り手に引き渡すことができる。

一方、参加者に資金決済不履行が生じた場合においては、ほふりクリアリングは参加者基金および銀行融資枠の利用によって流動性資金を確保し、これをもって当日の資金決済を所定の時限までに完了させるものとしている。<sup>7)</sup>つまり、資金を支払うことができない債務不履行参加者に代わって、ほふりクリアリングが決済代金を支払うことになる。その後、ほふりクリアリングは、ほふりクリアリングが持つ債務不履行参加者の確保資産を市場売却することによって、代替して支払った資金の返済を受ける。このように取引にほふりクリアリングが介在することによって、貸株取引で生じる可能性のあるリスクを回避することが可能となった。

## 7 おわりに

リーマンショックによって、金融取引のシステミックリスクが顕在化し、店頭デリバティブ取引とともに、まだDVP化されていなかった取引所取引以外の貸株取引の決済制度改革の必要があると認識されるようになった。

アメリカをはじめ、各国で貸株取引の決済制度改革に向けた議論が開始された。日本においても、金融庁の「金融・資本市場に係る制度整備について」において、金融・資本市場に係る問題点が指摘され、その中で、店

頭デリバティブ取引および国債取引・貸株取引等の証券決済・清算の強化が指摘された。

さらに、これを受け、証券保管振替機構とその子会社であるほふりクリアリングは、貸株取引委員会を設置し、貸株取引の決済に係るリスク削減に必要となる機能の検討を行い、貸株取引のDVP化の実現に向けた議論を開始した。

貸株取引委員会では、貸株取引の複雑な担保管理の市場慣行を維持しつつ、DVP化が実現できる担保指定証券方式を策定し、本方式は昨年一月から実行されている。これによって、貸株取引における決済リスクが大きく削減された。証券と資金の受け渡しのリンクが行われた。証券が渡されたのに相手方の倒産のために資金が入手できない、反対に、資金が渡されたのに証券が受け渡されないとした事態の発生が回避されることが可能となった。貸株取引の決済の前に証券の引き渡し側が倒産したとしても、ほふりクリアリング内の口座にある証券が引き渡されることになる。一方、資金の引き渡し側が倒産したとしても、ほふりクリアリングが債務引受を行い、不履行による資金不足をほふりクリアリングが引き渡し側に代わって履行することができるようになった。

昨年の改革で貸株取引の決済リスクは大きく削減された。しかし、証券決済制度改革は、この他にもAESAN+3のクロスボーダー決済インフラの構築や国債決済取引期間の「T+1」への短縮化、株式や債券決済期間の「T+3」から「T+2」への短縮化、店頭デリバティブ取引の決済リスクの削減など、残された課題は少なくない。

※本稿を執筆するに際し、銅谷健氏（株式会社ほふりクリアリング）、浦野武将氏（株式会社証券保管振替機構）から有益なご教示を頂戴しました。厚く御礼申し上げます。記述内容に関する責任は、すべて筆者に帰属することをお断りいたします。

※本研究はJSPS科研費23530118の助成を受けたものです。



注

- (1) 株式会社証券保管振替機構「証券保管振替機構の最近の状況と今後の取組みについて」(二〇一四年六月四日)
- (2) <http://www.treasury.gov/press-center/press-releases/Pages/tg72.aspx>
- (3) <http://www.stocklendingtoday.com/files/isla-ccp-may-27-1.pdf>
- (4) [https://www.boj.or.jp/research/brp/ron\\_2009/data/ron0903a.pdf](https://www.boj.or.jp/research/brp/ron_2009/data/ron0903a.pdf) 八頁。
- (5) <http://www.fsa.go.jp/news/21/syouken/20100121-7/01.pdf>
- (6) <http://www.fsa.go.jp/news/21/syouken/20100121-7/01.pdf> 七頁。
- (7) <http://www.jasdec.com/system/dvp/outline/management/index.html>

参考文献

- ・植月貢『貸株市場入門(改訂版)』東洋経済新聞社(二〇〇五年)。
- ・ほふりニューズレター 二〇一一年 秋号 Vol.13。

(ふくもと あおい・客員研究員)

# 証研レポート既刊目録

<b>No.1675 (2012.12)</b>	執筆者	<b>No.1682 (2014.2)</b>	執筆者
繰り返される国債日銀引受発行の議論	中島	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
地域再生ファンドの取組と課題	松尾	ペイルイン債とは何か	伊豆
統合取引追跡システムに関するSEC最終提案	清水	米国HFTの実情	吉川
アジア債券市場育成の取り組みと成長過程	西尾	—SECのMIDASデータ—	
イギリス金融規制改革のゆくえ	築田	取引所再編の動きとデリバティブ取引の収益性	志馬
<b>No.1676 (2013.2)</b>		<b>No.1683 (2014.4)</b>	
取引所再編の背景と意義	二上	リーマン・ショック以降の証券決算	二上
日本銀行法と「最後の貸し手」機能	伊豆	海外におけるクラウドファンディングの現状	松尾
ICEによるNYSEユーロネクスト買収合意	吉川	ティックサイズと市場構造	清水
独自性を発揮するNYSE Arca取引所	志馬	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
—米国で拡大するETP市場の開拓者—			
SECのフォームF4に関連する問題	福本		
<b>No.1677 (2013.4)</b>		<b>No.1684 (2014.6)</b>	
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	[適格機関投資家等特別業務]の見直しとその背景について	二上
社会的責任投資とその評価手法	松尾	中央銀行と自己資本	伊豆
欧州証券市場はどの程度分裂しているか	清水	—「出口戦略」を考える—	
中国の合会と日本の無尽の銀行化	西尾	米国HFTの実情2	吉川
—中国の中小企業金融への示唆として—		—SECのMIDASデータ—	
韓国のカバードボンド法制案と住宅金融市場	築田	アベノミクス導入から一年	志馬
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	—機関投資家の動き—	
<b>No.1678 (2013.6)</b>		<b>No.1685 (2014.8)</b>	
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	クラウドファンディングの投資家と地理的分散	松尾
金融危機と日本銀行	伊豆	破綻処理と店頭デリバティブ	伊豆
—特融・預金保険機構向け貸付・出資—		—一括清算をめぐって—	
ツイッター・クラッシュ	吉川	アメリカのATS以外の取引所外取引の現状	清水
—ハッカーの誤情報による米国株価急変動—			
米国株式オプション市場の拡大とその背景	志馬		
<b>No.1679 (2013.8)</b>		<b>No.1686 (2014.10)</b>	
長期金利の変動はなぜ生じたか	中島	わが国証券業界の資本生産性	二上
ソーシャルインパクト債と社会貢献型投資	松尾	長期国債先物取引に対する行政処分勧告	吉川
アメリカのティックサイズ拡大議論	清水	—アルゴリズム取引と相場操縦—	
アベノミクスと機関投資家行動	志馬	異次元緩和前の銀行の国債投資状況	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		
<b>No.1680 (2013.10)</b>		<b>No.1687 (2014.12)</b>	
世界の「上場」取引所の収益動向	二上	なぜ国債発行市場は安定しているか	中島
東日本大震災復興におけるファンドの取組	松尾	拡大するラップ口座	二上
ペイルアウトとペイルイン	伊豆	クラウドファンディングの可能性	松尾
BATSとダイレクトエッジの合併合意	吉川	アメリカの証券市場構造とHFT (高頻度取引)	清水
—米国株式市場の再編—			
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・西栗倉村の地域活性化の取組み	坂下		
<b>No.1681 (2013.12)</b>		<b>No.1688 (2015.2)</b>	
国債危機の回避は財政再建か経済成長か	中島	ネット取引と対面取引	二上
デリバティブ市場統合における論点	二上	異次元緩和における〈二年〉の意味	伊豆
ATSでのNMS証券の取引状況	清水	欧州HFTの実情	吉川
新規公開株の価格形成	岡村	—ESMAのデータ分析—	
		金融緩和と国債市場	志馬
		—金利変動に対する金融機関の取引スタイルの変化—	

# 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。

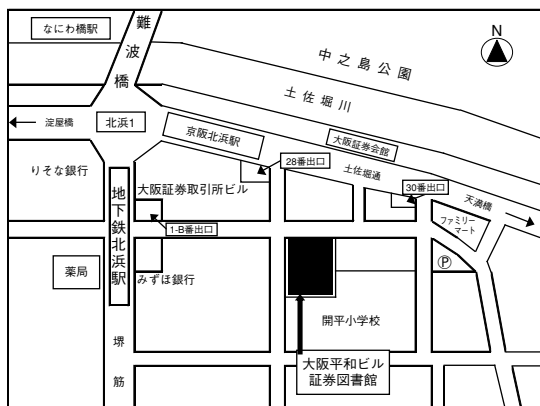
**所在地** 大阪市中央区北浜1-5-5 大阪平和ビル地下1階  
TEL (06) 6201-0062

**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。

証研レポート第一六八九号  
二〇一五年四月十三日発行  
(偶数月第二月曜日発行)

2015年4月号

発行所

公益財団法人 **日本証券経済研究所**  
大阪研究所

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

定価(本体380円+税)