

証 研

レポート

No.1699

2016年12月

ロカベスティングとスローマネー
～資金の「地産地消」の取り組み～

松尾 順介（1）

CBOEによるBATS買収合意
～買収されるという選択～

吉川 真裕（18）

日本銀行の国債保有状況について

志馬 祥紀（28）

実質株主との対話

福本 葵（44）

ロカベスティングとスローマナー

「資金の「地産地消」の取り組み」

松尾 順介

はじめに

すでに国内外の地域活性化において、地元で生産された生産物などを地元で消費する「地産地消」の取り組みが進められ、特に農作物や水産資源では、地元食材の利用が謳われている。

この流れの中で、地域の生産物だけではなく、地域で蓄えられた資金をその地域で投資し、地域の活性化を促そうという考え方が提唱されており、ロカベスティング (Locavesting) と称されている。これは、local + investing を組み合わせた造語であり、この考え方を提唱している論者として、エイミー・コルテセ (Amy Cortese) が挙げられる。同氏は、その著書、『Locavesting: The Revolution in Local Investing and How to Profit from It』(2011)においてこの考え方を展開している。

同書において、コルテセはさまざまな地域投資の活動を紹介し、そこで国民経済レベルの緊急課題の解決が具現化している様を考察している。つまり、同氏の提唱するロカベスティングとは、投資家が顔の見えない巨大企業ではなく、地域に投資することで利益を得るとともに、健全かつ自立的なコミュニティを作り上げるといった考え方である。

同書では、地域に投資する際の様々な手法や概念が取り上げられ、それらはコミュニティ資本、クラウドファンディング、地域株式取引所など多岐にわたっている。

そこで、本稿では、同氏の提唱するロカベスティングの考え方、その背景およびスローマナーの事例について、同書に基づいて紹介し、⁽¹⁾最後にいくつかの論点について検討する。

1 ロカベスティングとは

同書によると、ロカベスティングとは、ウォールストリートに対するオルタナティブであり、それは投資家がその資金を生産的かつ収益性のある利用に供するためのオルタナティブであると同時に、事業や雇用拡大のための資金を必要とする小規模事業者のためのオルタナティブである。さらに、雇用を創出し、経済的繁栄を取り戻すための解決策を熟望する国民のためのオルタナティブでもあるとされる。

今、人々は地域ビジネスやコミュニティに投資する方法を見出そうとしており、その過程で、経済を立て直し、ダウンタウンや地方のメインストリートを活性化し、目標と成果を共有する価値観を確立しようとしていることに著者は注目し、このような投資のあり方を、「小文字の資本主義 (capitarnism writ small)」と呼び、これをロカベスティングと名付けている。したがって、ロカベスティングは、地域の食材を選択して食する人々がロカボアー (locavore) と言われるのと同様に、自分たちの地域に根付いた企業に投資し、それによって収益をあげると同時に、自分たちのコミュニティを支援する投資行動を指している。

このような投資行動は、後述するスローフード運動のような地域食材運動や組織が食卓と農家を結びつけ、地域のフードシステムの再構築に乗り出したことと密接な関係がある。つまり、どのような経路を通じてでも、地

域食材を購入することは、支払った代金が直接生産者を支援することになる。ロカベスティングは、このような資金のあり方をさらに進めるものである。つまり、地域の農家や食品生産者が成長し、大規模農場の巨大市場と競争するならば、資金が必要であるが、そこでの最大の障害は、資金不足であるため、ロカベスティングが必要になるとされる。

ただし、ロカベスティングの対象は、単に食品関連にとどまるのではなく、地域に根差した全種類の事業、すなわち家族経営の小売業からハイテク企業までが地域経済にとって重要な役割を果たしており、これらの企業は、雇用、納税、社会貢献、社会参加、生活の質向上、さらには地域アイデンティティの育成などにおいて、多大な経済的かつ社会的価値を生み出している。しかし、これらの企業は、現在の金融システムから排除されている。そこで、ロカベスティングは、金融取引をきめ細やかなものに変え、「リターン」の概念を拡大する試みとされる。つまり、ロカベスティングは、ゼロサム型の金融ではなく、地域への投資によって相互の利益を目的とする金融であり、強固な地域経済、大企業と競争可能な市場、活力のある自給型の地域社会の形成に資するものであるとされる。

著者は、「地域の家族経営の農家、小売業、ベンチャー企業にとって真に良いことは、地域社会にとって良いことだ」というメッセージを発している。

なお、著者はロカベスティングの対象となる小規模企業は、リスクが大きいことも指摘した上で、デューデリジエンスの必要性を強調し、どんな事業計画や起業でも資金が受けられるべきではないとしている。さらに、ロカベスティングは現在の国際金融システムに取って代わるようなものではなく、その必須の補完物とされるべきものと位置付けている。つまり、小規模な非上場の地域密着型企業には、投資価値があるだけでなく、安定し

たアセットクラスという面で魅力的な投資案件があると結論づけている。

2 ロカベスティングの成長性

ロカベスティングが投資として成立するかどうかは、地域に成長性があるかどうかが重要な要件となる。この点について、著者はバイ・ローカル運動 (Buy Local Movement) の拡大を指摘している。この運動は、地元産を購入しようという運動であり、具体的には、農産物直営所 (farmers markets)、地域支援型農業 (Community Supported Agriculture: CSA)⁽²⁾、小規模醸造所の増加などを挙げている。このような運動は、地域の食材を志向する消費者の変化に後押しされており、各種の調査でもそのような変化が示されていることが指摘されている。このような消費者の変化の要因は、透明性、品質、ストーリー性などに対する要求から環境や社会的関心まで広範でありかつ持続的なものとされている。実際、巨大企業までがこの傾向に便乗しようとしており、地域支援を宣伝する傾向にあることを指摘している。また、グーグルが地域密着型の割引クーポン共同購入サイト、グルーポンを約六〇億ドルで買収しようとしたことなどもこの傾向を示す事例としている。さらに、二〇一〇年には流通最大のウォルマートも、地元の中小農家から地域の農産物を仕入れ、全米での地元生産物の売上を倍増させ二〇一五年には売上の九%に引き上げると発表したこともこの様な傾向を示すものとしている。ウォルマートの売上の半分以上が食料品で占められていることを考慮すると、これは大きな影響があるとされている。ウォルマートはこれによって、小規模農家を支援し、地域活性化を促すとともに、フードマイレージを引き下げ、消費者に新鮮な食品を提供するとしているが、著者は、ここにウォルマートの戦略的な計算があることも指摘している。

このような大手の動向は、米国においても地元生産物の購入という傾向が市場が高まっていることを示すものであり、ロカベスティングの成長基盤となると考えられる。

3 投資対象に関する情報優位性と収益性

ロカベスティングにおいて特徴的な点は、投資対象が投資家の身近にある点である。そこで、著者は、地元のニュースメディアや非公式ベースで地域の様々な施設に関する情報が流れ、その情報量は、地元企業の方が遠方の企業を大きく上回る傾向にあるという点に注目している。投資対象に関する情報は投資の成功確率を左右するからである。しかし、一般的には、小規模企業は高い収益性をもたらす可能性があっても、大企業ほどには情報が入手できないのが事実であり、その点に地元投資家の優位性が見出されるという見方を紹介している。逆に、巨大企業に関しては、膨大な開示資料が提供されているが、それらを読解するには多大な時間を必要とするだけでなく、日常的な活動は実際には理解できないという見方も示している。

ロカベスティングの特徴として、さらに著者が指摘するのは、中小企業が大企業のような規模の経済性を有しない反面、過剰な固定費や役所体質を持たない点である。具体的には、次の点を優位性として挙げている。まず、このような中小企業の特徴は、コストの削減につながるだけでなく、市場に対して機敏な反応を促すことになる。次に、多くの地元企業は地域において家族中心に設立されており、高い知名度と信頼性を有しているため、広告宣伝費を削減できる。第三に、地域に密着して活動していることは、供給元も地元であるため、運送費も軽減できる。特に、原油価格高騰の際には、このことは重要な優位性となるだけでなく、今後化石燃料の使用が二酸化炭素排出の面でもコスト要因となるため、この優位性は重要である。第四に、インターネットは、小規模企業の

顧客層を容易かつ安価にしている。

実際、飽和状態の市場に特化した超巨大企業に比して、小規模企業がより大きな成長性を示していることを著者は指摘している。⁽³⁾

4 リスクと分散投資

小規模企業やスタートアップ企業のリスクが極端に高いという通念があり、SECもこれら企業への投資に關して高いハードルを課していることに対して、著者は疑問を呈している。その根拠として、著者が挙げているのは、従来のように企業規模が企業の安定性を保証するものではなくったという点である。著者は、リーマン破綻やエンロンの不正によるアーサーアンダーセンの解体を挙げ、逆に地元企業は、高レバレッジのデリバティブ取引や投機目的のビークルによって巨額損失を生じることではなく、また二〇一〇年のBP社による原油流出事故のような巨た事故によって株主価値が瞬時に蒸発するような懸念材料がないことを挙げている。

著者によると、地域の小規模企業は、このような深刻な事案とは無縁であり、グローバ危機やウォール街の波乱にも影響を受けにくいため、ポートフォリオの分散化に有益であると主張している。ただし、地域の企業は、地理的に集中しているため地理的なリスクがある。例えば、自然災害や地域経済の衰退などである。したがって、大半のロカベスターは、資産の一定割合、例えば五〜二〇%を投資するという。つまり、分散投資がリスクを最小化する投資戦略であるとしている。

さらに著者は、現在の「大きすぎてつぶせない」というシステミック・リスクを回避するためにも、ロカベステイニングは有益であるという。その根拠として、国全体で投資分散し、分散型の経済を構築することで、分散型

電力網やコンピュータネットワークのように、よりリジリエントなシステムを作り上げることが可能となり、巨大銀行やソブリン破綻などのような特定部分の衝撃を緩和できるといふ側面を指摘している。

実際、ソフィステイケートされた投資家は、適切なリターンを得るオルタナティブ投資を模索しており、株式市場のボラティリティを回避するために分散投資している。

5 「草の根運動」としてのロカベスティング

著者は、現在のロカベスティングを「草の根運動」の一種と捉え、金融システムの隙間に繁茂するものと位置付けている。したがって、ロカベスティングの対象となる企業は、大手証券会社の投資助言の対象にはなっていないが、これらの企業はその地域に様々な利益をもたらしており、その利益は金銭面だけでない⁽⁷⁾と著者は指摘している。

地域の企業がこの「草の根運動」の参加者となる理由として、地域企業のオーナーが単なる事業の経営者ではなく、地域での評価や利害関係を有する地域住民であることを著者は重視している。つまり、地域企業のオーナーたちは、その顧客や従業員と同じ地域の行政サービスを享受している。それは「不在株主 (absentee shareholders)」によって所有されている、全米あるいは多国籍展開の大企業が利益最大化のためだけに経営されているのとは対照的に、地域企業のオーナーは、地域に関して様々な配慮を必要とし、地域の税制や環境問題などに対して行動を起こしていることを指摘し、地域に密着した企業に比べて、「不在株主」の所有する企業の化学工場が約三倍の有害物質を排出しているという調査結果を紹介している⁽⁴⁾。さらに、著者は、地域の企業がさまざまな商品やサービスを地元から調達するため、地域の雇用に貢献していることも重視し、このように地域の企

業が相互に顧客となることを「相互受粉 (cross pollination)」と呼び、そこで地元の事業者が地元ブランドを店頭やレストランで提供することを誇りにしていることに注目している。このことは、大手チェーンストアが仕入れ、広報、寄付行為のすべてを本部によって集中管理され、大手の供給元から調達しており、地域の供給者を素通りして、中国から調達しているのと対照的であるからである。さらに、著者は地域の事業が地元へ寄付を行い、地域福祉を支援していることを指摘している。これは被災支援活動においても、地域企業のフランチャイズが全国チェーンの地元支店を上回っていることにも表れているという。

著者は、健全な地元企業は、地域の課税基盤としても重要であることを指摘している。というのは、多数の大手企業はタックスヘイブンをなどを利用して租税を回避するだけでなく、その税金も工場や店舗の閉鎖、あるいはより租税の安価な地域への移転によって、突然支払われなくなるからである。

6 地域乗数効果

著者は、最近の研究において地域の小売業に支出された資金は、全国チェーンに比べると、地域から本部に流出するのではなく、むしろ地域内で還流し、「地域乗数効果」といわれる経済効果を発揮することを重視している。さらに、このような地域乗数効果がさまざまな調査によって示されていることを紹介している。例えば、シック・エコノミックスの研究では、独立系の小売業およびサービス事業は、その売上額に対して賃金、雇用、地元での支出、税および寄付の面で、地域の経済活動をより多く生み出しており、それは隣接するチェーンの約三倍であるとしている。また、独立系小売業者が強固な地域である、イリノイ州シカゴのアンダーソンヴィルの二〇〇四年の調査では、地元商店での一〇〇ドルの支出のうち六八ドルがシカゴで還流しているのに対し、チ

エーンでは四三ドルに過ぎないと推計されるという結果が示されている。このような結果は、地域の企業がその地域に対してより多くの価値を提供していることを示すものだとしている。

さらに、著者はこのような調査が捕捉できない側面、つまり地元企業が地元にも多様性、個性や魅力を付け加えていることも強調している。いわば等身大の商業が近隣住民同士の出会いや対話の機会を提供しており、このような側面は住民の絆をつくる上で重要であり、これによって健全で機能的な社会や民主的な意思決定がなされる。つまり、大半のアメリカ人が近隣住民の名前さえ知らずにいる状況下において、活気のある近隣関係は、人々の孤立化が深まる状況から人々を救いだす要件であるとしている。

実際、ある調査では、強い愛着心をもたらず地域は、より大きなGDPを生み出しているという調査結果が示されており、地域にとって最も好ましい特性は、人々が集まる公共空間、開放性と友好的な気質、さらには地域の自然美や緑化空間であるとしている。つまり、ここには、大企業主導のグローバル化によって、町や地域がその独自性、自立性や文化の多様性を失ったという感覚があり、これは地方の村でも大都市でも同様であると指摘している。世界中の草の根組織は、このようなグローバル化に対抗すべく、「経済的ローカル化」の流れの中で拡大しており、このような傾向を示すものとして、組合組織、地域農園 (community garden)、地域支援農業などが普及していることを挙げている。また、後述する、スローマナーの取り組みも、このような地域の農業システムに資金提供する試みとして注目している。さらに、米国などの国々で広がっている「トランジション・タウン (transition town)」の運動⁽⁵⁾は、深刻な環境問題や経済的なショックに対抗し、より高い生活の質を提供しよう、リジリエントな地域社会を構築するため、地域資源を結集しよう⁽⁶⁾と試みているとしている。

著者は、地域の事業が、地域の独立系事業で購入することを重視する消費者意識を高めるために結束しよう⁽⁷⁾

していることも重視している。例えば、シビック・エコノミックスが提唱しているように、消費者に独立系事業での一定の支出を促す「一〇%シフト」運動⁽⁶⁾は、ニューイングランドから全国へと普及した。また、地域事業連合は、全国一三〇以上の都市に広がっており、大きな成功を収めている。⁽⁷⁾ 実際、二〇〇八年のクリスマス商戦では、全国的に小売業は苦戦し、巨大チェーンは対前年比を割り込んだが、独立系の小売業は好成績を残した。例えば、小売業全体が5%低下であったのに対し、「バイ・ローカル」の取り組みが活発に行われている地域では、三・二%に留まり、同様の傾向は引き続き二〇〇九年でも見られ、独立系の売上増が二・二%に対し、取り組み実施地域は三%増だったという調査結果が示され、これらの数字は商務省の発表した、同年一二月の全小売業の売上高増加率一・八%、同じく一二月のマイナス〇・三%と比較すると、顕著な差がみられることを紹介している。

7 スローマネー

このようにわずか一〇%の支出のシフトでも地域経済に大きな影響をもたらすことができることは、同様に一〇%の資産をフォーチュン五〇〇から地域の事業に移転させただけでも大きな変化が期待できるのではないかと、著者は問いかけている。このような問題意識に基づいて創立されたのが、スローマネーであり、著者はその活動について共感をもって紹介している。したがって、ロカベスティングの先行事例として、著者はスローマネーの活動を紹介している。

著者によると、「もし私たちが資産の五〇%を身の回り五〇マイルに投資すると、世界はどんなふうに変わるだろうか」という創立者ウッディ・タッシュ⁽⁸⁾ (Woody Tash) の問いかけが、この活動の基本的なコンセプトを

示しているという。つまり、スローマネーとは、資金フローを地域のフードシステムに転換すること、すなわち投資家とその居住地域との関係を強化し、「資金を大地に引き戻す」という新しい受託者責任を推進することをミッションとしたNPOであり、二〇〇八年に設立されている。現在、全米規模の集会、地域イベントおよび地域活動を通して、四九〇〇万ドル超を全米の五一九の小規模食品企業に投資してきており、一一の投資クラブを設立し、三万三七〇人がスローマネー・プリンシプルに署名している。スローマネーのイベントは、全米四六州、七郡におよび、さらにスイス、フランス、ベルギーにも広がっている。スローマネーの主な活動は、図表の通りである。

タツシユによると、スローマネーは、金融、文化および大地についての新しい対話を促しており、その主張は、「百万人がその資産の1%を小規模食品企業に投資する状況を想像してみよう。二、三年前には、過剰に流動的な資金や複雑すぎる証券といったものは、迂遠なものであったが、今人々は、より流動化し、巨大化し、グローバル化する

図表 スローマネーの主な活動

	投資金額 (百万ドル)	投資先	備考
メイン州	9.3	約70の小規模食品企業に投資、併せて2つの投資クラブ設立	投資クラブ：No Small Potatoes Investment Club (23件、総額\$105,000を融資)、Main Organic Lenders (6件、総額\$87,000を融資)
カリフォルニア	2超	堆肥会社、家族農場、コミュニティマーケットなどへ投資	Point Reyes Compost Company、Catalán Family Farm、People's Community Marketなど
ノースカロライナ	1.2	60以上の小規模食品企業へ145以上の融資実行、融資額は\$500～25,000の範囲	養蜂業者、小規模農家、食品生協、オーガニック・コットン衣料メーカーなど
コロラド	1.19	ポールダー、デンバー、フォートコリンズ、アスペンで投資クラブ設立、8件の融資実行	LoCo Foods、Urban Farm Co.、De La Chiva Goat Dairy、Ozuke Pickled Thingsなど
ニューヨーク	-	全米最大規模の屋上の有機栽培ガーデンに\$25,000を投資	Brooklyn Grangeは、年間50,000ポンドを生産

(注) スローマネーのHP、<https://slowmoney.org/>に基づいて作成。

る事態にとつて代わるものを求めている。地域のフードシステムに投資することは、われわれの経済と文化を根本から修復する第一歩である」というものである。

スローマナーの活動について、アントレプルニエール・ドット・コムは、「金融におけるトップ五のトレンド」といい、フォード財団の投資プログラム部門の元トップであり、グラミン銀行の初期の出資者であるトム・ミラーは、「この一〇年間で最も注目すべき取り組みのひとつ」と賞賛していることを著者は紹介している。

もともとスローマナーの考え方は、食の多様性、味覚、伝統を重視する、スローフードの考え方と相通じるものであり、タツシユはこの考え方を取り入れているとされる。スローフードとは、一九八〇年代にイタリアにおいて、カルロ・ペトリニらによって始められた活動であり、地域の伝統、良質な食料、食の喜びおよびスローペースな生活を守ることを主な目的としている。約二〇年の活動を通じて、この運動は、食に対する包括的なアプローチを持つに至っており、今では家庭の食卓、地球環境、人間社会、政治および文化の結びつきについての考察を深めるとともに、世界で数千のプロジェクトを推進し、世界一六〇以上の国々で展開されているとされている。⁽⁹⁾

このスローフード運動が「私たちの食はどこから来るのか」と問いかけ、食への関心を呼びかけたのに対し、タツシユは「私たちのお金はどこに行くのか」と問いかけ、資金が利益を求めて、理解し難いペースで世界中を駆け回り、中国の環境破壊をも引き起こしていることに注意を促している。つまり、現在の金融システムによって、工業的なフードシステムが成立し、そこでは化石燃料と水資源が大量消費され、安価なファーストフードが吐き出されており、私たちの健康、環境、食の安全性、地域社会、さらには小規模農家や食品生産者を脅威に晒しているという問題提起を行っている。

したがって、スローマネーのビジョンは、新しいタイプの起業家的金融を創り出すこと、つまり大地や農家を尊重し、投資家と地域経済を結合し、受託者責任の定義を拡大することであり、そのメッセージは、私たちが日々依存し、将来の健康や安全性の基礎となっている、地域の食料生産圏 (Foodsheds)¹⁰の土地を豊かにするために、私たちは小規模で、持続可能な食料および農業事業者に投資しなければならないというものであるとされている。

タツシユは、「地域の証券取引所は存在できるか？地域のフードシステムに貢献する地方債はあり得るか？地域支援型農業に貢献し、有機農場を購入するファンドは可能か？」と問いかけ、「これらすべてが存立可能だが、そのためには、相当な知性的かつ金融面の力が必要である」と答えている。

米国でも、食への関心の高まりや地域食材を食べる、ロカボアー (Locavore) と呼ばれる人々が登場しているものの、このような機運が金融面の投資につながるかどうかは別であり、小規模農家や持続可能な食品企業は、たいていの投資家の投資リストからは無視されているとされる。実際、これらの小規模企業は、投資家や銀行家が飛びつくような急成長企業ではなく、リターンはつつましかで、成長もゆっくりしたものかもしれない。さらに、ベンチャーキャピタルが要求するような驚異的な収益を約束せず、定番的な銀行融資にとってはリスクであるとしてされている。それゆえ、著者は、このような事業者が資金調達をうけられず、それが大きな障害となっていることを指摘し、タツシユがこのような資金を「自然資本」と呼んでいることを紹介している。

つまり、このような「自然資本」を提供することがスローマネーの活動といえよう。

まとめ

以上、コルテセの提唱するロカバステイングの考え方、その背景およびスローマナーの事例について紹介した。日本でも地域活性化が重視されており、ここでは「地産地消」が提唱され、地域での資金の還流も検討されている。その際、このロカバステイングという考え方は、日本においても示唆的であると思われる。ただし、その際、以下の点について、さらに検討を加える必要があると考えられる。

まず、地域企業の成長性という点について検討する必要がある。同書では、米国の中小企業の成長性が相対的に高いことなど、様々なデータによって地域の成長性が指摘されており、これがロカバステイングの基盤となっていると考えられる。しかし、日本では、少子高齢化や人口減少が進行し、地方では急速な過疎化が進展している。この状況は、米国に比べてより深刻であり、日本において同書の指摘するような成長性が認められるかどうか疑問である。むしろロカバステイングが成立するような条件が毀損している地域が増えている可能性がある。

次に、適切な投資スキームのあり方について検討する必要がある。同書では、クラウドファンディングや地域株式取引所といったスキームが示されているが、日本においては、それぞれ課題がある。まず、クラウドファンディングについては、日本でも進展しているものの、株式型クラウドファンディングはほとんどないに等しい状況であり、投資型クラウドファンディングについても、プラットフォームの運営は収益面において容易ではない。さらに、地域株式取引所については、二〇一四年の金融商品取引法改正によって、非上場株式の「株主コミュニティ」制度が設けられたが、どの程度機能するかは極めて不透明な状況である。

第三に、投資・融資先の透明性の確保について検討する必要がある。同書では、巨大企業の情報開示は量的に多大であっても、大半の投資家はそれを理解できないだけでなく、その日々の活動を認識することもできないと

いう見方を示し、その一方で、地元企業は様々なメディアや非公式ベースで情報が流れていると説明しているが、投資あるいは融資において、その情報だけでは不十分であり、適切な会計情報の提供が求められる。その点において、日本の中小企業の情報提供は必ずしも十分でない。中小企業会計のあり方については、すでに基準作りが行われているが、中小企業のマンパワーなどを考慮すると、どの程度定着するのか、必ずしも楽観視できないと思われる。

このような検討課題があるものの、ロカベスティングの提案は、「地産地消」の取り組みが進められる中で、資金の「地産地消」は重要な課題であるとともに、人々に対する訴求力を持っていると思われる。また、日本の個人金融資産の蓄積は、ロカベスティングの潜在的な推進力となりうるものと思われる。

〔謝辞〕本研究はJSPS科研費[26380414]の助成を受けたものです。

注

(1) 以下、本稿では、私見を挟まず、同書のロカベスティングに関する記述を紹介するが、その際該当箇所の注記は煩瑣になるため割愛した。ただし、スローマナーに関する箇所については、同HP等に基づき、部分的にはより新しい情報を記述した。

(2) 国立研究開発法人 農業・食品産業技術総合研究機構・農村工学研究所「CSA（地域支援型農業）導入の手引き」（平成二八年三月）、五ページ、によると、CSAは、「生産者と消費者が連携し、前払いによる農産物の契約を通じて相互に支え合う仕組み」であり、「生産者と消費者が直接契約し、野菜セットを定期購入する点では、一九七〇年代以

- 降に有機農業運動として日本で広まった産消提携と近いコンセプト」を有するが、「消費者が野菜セットの代金を一年あるいは半年といった単位で前払いすることや、援農など農場運営に積極的に関与する点に大きな特徴」があり、「天候不順による不作のリスクを、消費者と農家の双方が共有することを意味」していると説明されている。つまり、「農家からすれば、収量が減少したとしても、定額の収入が確保され、安定した経営のもとで農業に従事」できる一方、「消費者は、顔が見える関係のなかで、年間を通じて安全で質の高い農産物を入手」できる。したがって、CSAは、「地域の消費者と農家が相互に支え合う仕組み」であり、「従来であれば消費者のままであった多様な人材を、農業の担い手あるいは支援者へと導き、消費者参加型の農業へと展開する期待」を持たせてくれるとともに、「地域の消費者間のコミュニケーション機能の増進や、農地保全といった地域に及ぼす様々な効果の発揮にもつながる」としている。
- (3) 著者は、このStatistical Abstractの統計を用いて、個人事業 (sole Proprietorship) の収益性は、全企業の約三倍という総計を紹介している。
- (4) 著者は、Don Grant, "Organizational Structures, Citizen, Participation, and Corporate Environmental Performance," University of Arizona, 2011. cfpub.epa.gov/ncer/abstracts/index.cfm/fuseaction/display_abstractDetail/abstract/810 をその根拠としている。
- (5) トランジション・タウンの運動は日本でも展開されている。トランジション・ジャパンのHP、<http://transition-japan.net/> 参照。
- (6) この運動の一例として、<http://shift.syracusefirst.org/> 参照。
- (7) このような運動を支援するNPOとして、The American Independent Business Alliance (AIBA) が挙げられる。

詳しくは、<http://www.ambanet/about/> 参照。

- (8) タッシュの考え方については、その著書『“Inquiries into the Nature of Slow Money” (2008)』に詳しく述べられている。
- (9) スローフードについては、島村菜津『スローフードな人生―イタリアの食卓から始まる』新潮社、二〇〇七年および同『スローフードな日本!』新潮社、二〇〇六年、参照。また、日本での運動については、石田雅芳氏へのインタビュー「スローフードとは何だったのか」<http://www.ichign-doc.jp/2011/11/1-1.html> 参照。
- (10) Foodshedとは、watershed (分水嶺、川の流域) に類似した表現であり、地域の食料生産・流通システムを指しており、農地、食卓およびその中間にあるすべてを包摂し、川の流域と同様に、地域の健康と安全に不可欠なものと定義されている。これについては、Hewitt [2013]、Hobsbawn-Smith [2012] など参照。
- (11) 中小企業庁「中小企業の会計に関する基本要領」<http://www.chusho.meti.go.jp/zainu/youryou/sisin/index.htm> 参照。

参考文献

- ・ Cortese, Amy [2014]. *Locavesting: The Revolution in Local Investing and How to Profit From It*, Wiley, 274p.
- ・ Hewitt, Carol Peppe [2013]. *Financing Our Foodshed: Growing Local Food With Slow Money*, New Society Pub, 209p.
- ・ Hobsbawn-Smith, Dee [2012]. *Foodshed: An Edible Alberta*, Alphabet, Touchwood, 278p.
- ・ Tasch, Woody [2011]. *Inquiries into the Nature of Slow Money: Investing as if Food, Farms, and Fertility Mattered*, Chelsea Green Publishing, 245p.

(まじお じゅんすけ・客員研究員)

CBOEによるBATS買収合意

～買収されるといふ選択～

吉川 真裕

二〇一六年九月二三日（木）夕方、米国で最大のオプション取引所であるシカゴ・ボード・オプション取引所（CBOE）を傘下に持つCBOEホールディングスが、米国株式市場で第二の取引シェアを持ち、ヨーロッパの株式市場では最大の取引シェアを持つBATSグローバル・マーケット（BATS）を買収する交渉を進めているという報道が流れ、時間外取引でBATSの株価は二五％近く上昇した。⁽¹⁾翌九月二三日（金）には両当事者からの交渉を確認する発表はなく、BATSの株価は前日比二〇％の上昇（時間外取引からは五％の下落）であったが、九月二六日（月）にはCBOEによるBATS買収合意が発表され、朝八時から両社の経営陣が参加するテレコンファレンスがおこなわれた。⁽²⁾ロンドン証券取引所を傘下に持つLSEGとトロント証券取引所を傘下に持つTMXグループの合併合意（後に撤回）⁽³⁾やニューヨーク証券取引所を傘下に持つNYSEユーロネクストとドイツ取引所の合併合意（後に撤回）⁽⁴⁾、そしてLSEGとドイツ取引所の合併合意（進行中）⁽⁵⁾の際には対等合併という言葉が使われていたが、今回は合併という言葉さえ使われず、買収という言葉が使われていた。

本稿ではCBOEによるBATS買収合意の内容を紹介し、両当事者の思惑、とりわけ買収されるBATSの経営陣の判断について考察する。

1 買収合意内容

(1) 株式買い取り条件

BATS傘下のBZX証券取引所に上場されているBATS株式一株に対して、現金一〇ドルとナスダックに上場されているCBOEホールディングスの株式〇・三二〇一株、九月二三日の終値で評価して合計三二・五〇ドルでCBOEホールディングスがBATSの株式を買い取る(総額三二億ドル)。ただし、全額現金または全額株式という選択も割り当て調整の範囲内で可能である。

三二・五〇ドルという価格はメディア報道が出る前の九月二日のBATSの終値を二二・五%上回る価格である。

株式買い取りはCBOEホールディングスの株主とBATSの株主の承認、監督当局の承認を経て二〇一七年前半に完了する予定である。

株式買い取り資金およびBATSの負債借り換え資金として一六億五〇〇万ドルのコミットメント・レターをCBOEホールディングスは本件の共同財務アドバイザーでもあるBOAメリルリンチから受けている。

(2) 財務的便益

CBOEホールディングスは買収後三年以内に年間五〇〇億ドル、五年以内に年間六五〇億ドルの支出削減効果を得られるものと予想しており、この支出削減効果はBATSの取引システムを採用すること等によって実現される見込みである。また、この買収は完了後一年以内にCBOEホールディングスの調整済み一株利益を増加させ、魅力的なリターンをもたらす投資であると予想している。

(3) 組織とリーダーシップ

買収完了後、CBOEホールディングスのエドワード・T・ティリー最高経営責任者(CEO)はCEOに留まり、BATSのクリス・コンキャノンCEOが社長兼最高業務責任者(COO)に就任する予定であり、CBOEホールディングスのエドワード・L・プロボスト社長兼COOは退任する予定である。

また、CBOEホールディングスのアラン・J・ディーン最高財務責任者(CFO)はCFOに留まり、BATSのクリス・イサックソン最高情報責任者(CIO)がCIOに就任する予定であり、CBOEホールディングスのジェラルド・T・オコンネルCIOは退任する予定である。

他方、買収完了後にCBOEホールディングスの取締役会は現在の三人の取締役が退任し、BATSの取締役会からの三人を加えて一四人にとどまる予定である。

買収完了後もCBOEホールディングスの本社はシカゴに留まり、カンザス・シテイ、ニューヨーク、ロンドン、サンフランシスコ、シンガポール、キト(エクアドル)の事務所は維持される予定である。

(4) アドバイザー

BOAメリルリンチとブロードヘブン・キャピタル・パートナーズLLCがCBOEホールディングスの共同財務アドバイザー、シドレイ・オースティンLLPがCBOEホールディングスの法律顧問を務め、BATSに対してはパークレイズ・キャピタルが筆頭財務アドバイザー、UBSインベストメント・バンクが共同財務アドバイザー、デビス・ポーク&ワードウエルLLPが法律顧問を務める。

2 補完的な組み合わせ

米国で最大のオプション取引所であるシカゴ・ボード・オプション取引所（CBOE）とボラティリティ指数等を上場するCBOE先物取引所（CFE）を傘下に持つCBOEホールディングスは米国の先物・オプション取引にかかわる収入が主な収入源である一方、米国株式市場で第二の取引シェアを持ち、ヨーロッパの株式市場では最大の取引シェアを持つBATSグローバル・マーケットの収入源は米国の株式取引にかかわる収入（六六％）・ヨーロッパの株式取引にかかわる収入（二六％）・外貨取引にかかわる収入（九％）・米国のオプション取引にかかわる収入（九％）であり、米国のオプション取引にかかわる収入以外には重なるところがなく、収入源の多様化をはかる上では補完的な組み合わせとなるはずである。しかもCBOEホールディングスの先物・オプション取引にかかわる収入の多くは専属上場権を有するCBOEでのS&P五〇〇株価指数オプション取引、CFEのVIX指数先物取引・CBOEのVIX指数オプション取引にかかわっており、BATSと競合する株式オプション取引からの収入は少ない。

BATSの買収実現後のCBOEホールディングスの資産クラス別に見た収入構成は米国の先物・オプション取引にかかわる収入（六五％）・米国の株式取引にかかわる収入（二六％）・ヨーロッパの株式取引にかかわる収入（六％）・外貨取引にかかわる収入（三％）となり、米国の先物・オプション取引に集中した収入源が多様化されることが公表された資料で予想されている。他方、CBOEホールディングスのタイプ別に見た収入構成でも取引手数料収入（七四％）・市場情報料収入（五％）・その他収入（二二％）から、BATSの買収実現後には取引手数料収入（六二％）・市場情報料収入（一六％）・その他収入（二二％）となり、取引手数料収入に集中した収入源が緩和されることが公表された資料で予想されている。

3 買収されるという選択

資産クラス別に見てもタイプ別に見てもCBOEホールディングスにとってはBATSの買収は好ましい選択であることは容易に理解できる。しかも同じシカゴに本拠を持つCMEホールディングス等に買収されるという噂の絶えなかったCBOEホールディングスの時価総額が五割増しとなり、買収される可能性を低下させることにも役立つはずである。実際、本年四月にBATSが傘下のBZX証券取引所に上場される前にCBOEホールディングスからBATSに対する買収交渉ははじまっていたという。

他方、この買収提案はBATSにとつてはどのような意味を持つのであろうか。競合するところの少ない補完的な組み合わせという点ではBATSにとつても同じであり、参入して日も浅く、プレゼンスの小さな先物・オプション市場でのシェア拡大は好ましいものである。ただし、時価総額が二倍のCBOEホールディングスを買収することはできず、買収されるという形でのグループ化であり、BATSの経営陣にとつてはイニシアティブの喪失は免れないはずである。

BATSはもともと二〇〇五年にレギュレーションNMSの導入が決定され、ECN（アーキペラゴ）から取引所となって間もないARCA証券取引所がニューヨーク証券取引所に買収され、ECN最大のINET（ECN最大のインスタネット）がECN二番手のアイランドを買収して統合）がナスダックに買収されることになった際、株式市場の寡占化に反対したトレードポットのカミングスCEOによってECNとして設立された。⁽⁶⁾初代のカミングスCEOは買収によって取引シェアを維持しようとするニューヨーク証券取引所とナスダックを厳しく批判していたが、証券取引所への認可申請を進める過程でカミングスCEOがトレードポットのCEOを兼任していることが問題となり、ラターマンCOOが二〇〇七年七月に二代目のCEOに就任し、二〇〇八年一

一月にアメリカ第三の証券取引所となった(BZX)。BATSはアメリカでの成功にいらって二〇〇八年一月に金融商品市場指令(MiFID)で定められた代替的取引システム(MTF)を英国で開設した(BATSヨーロッパ)。そして、二〇一〇年二月にはオプション取引所をアメリカで開設し、株式オプションの取引にも参入した(BATSオプションズ)。さらに、二〇一〇年一月には注文板の指値注文を消化した者がリベートを受け取り、指値注文が消化された者は場口銭を支払うテイカー・メイカー・プライシングを採用する第二の証券取引所をアメリカで開設した(BYX)。

こうした多角化戦略はそれほど大きな成果を上げたとは言えなかったが、二〇一一年二月にロンドン証券取引所に匹敵するヨーロッパ最大のMTFであったカイエックス・ヨーロッパをBATSヨーロッパが買収することと合意し、二〇一一年一月にはヨーロッパ最大級の株式取引市場としてBATSカイエックス・ヨーロッパが誕生した(二〇一三年五月にはBATSカイエックス・ヨーロッパは英国で公認投資取引所として認可、後にBATSヨーロッパと改名)。さらに、二〇一三年八月にはBATSに続いてECNから証券取引所となったダイレクトエッジ証券取引所との合併に合意し、二〇一四年には株式取引シェアではナスダックOMXを上回る証券取引所運営会社となった。そして、二〇一五年三月に三代目のCEOとしてコンキヤノン氏が就任し、二〇一六年四月に傘下のBZX証券取引所に株式を上場した。

BATSの成功の一部は低コストの取引市場を米国の株式市場とオプション市場に導入したことであったが、あとの成功はカイエックス・ヨーロッパとダイレクトエッジ証券取引所の買収であって初代カミングスCEOが批判していたニューヨーク証券取引所やナスダックと同じ戦略であったと言える。とりわけ取引シェアでは全く及ばないカイエックス・ヨーロッパの買収でヨーロッパの株式市場での地位を得たことは間違いない。

米国とヨーロッパを合わせた株式取引シェアではニューヨーク証券取引所を傘下に持つインターコンティネンタル取引所（ICE）やナスダックを上回り、株式オプションや外貨取引（ナイト・キャピタルから買収した英国のホットスポット）でも取引シェアを上昇させているだけに、BATSは取引市場運営会社としては世界的な会社の一つと言える。ただし、低コストで取引市場を提供するというビジネス・モデルでは取扱金額は大きくても収入金額はそれほど大きくなく、時価総額も大きくはない。しかも米国の株式市場やヨーロッパの株式市場での取引シェアも頭打ち傾向にあり、どんどん上昇していくという見込みも立てにくい。

CBOEホールディングスとBATSの補完的な組み合わせは資産クラスや収入タイプの違い以上にビジネス・モデルの違いと考えた方がいいだろう。安売り戦略で拡大してきたBATSは安売り競争という性格から常に競争にさらされた不安定さが伴う。安売り戦略をとるライバルの登場によるシェア低下のリスクは排除できない。他方、専属上場権に守られたS&P500指数オプションやVIX指数先物・オプションを主な収入源とするCBOEホールディングスはブランド力を生かして大きな利益を上げている。これは従来のBATSとは正反対のビジネス・モデルであり、BATSにとっては垂涎の相手であろう。ただし、より大きな相手を買収することはできないので、買収されるという形でしか取り込むことはできない。テレコンファレンスでは株主の利益を買収合意の理由としてコンキャノンCEOはあげていたが、たとえ買収されたとしても先物・オプションしか取引したことがなく、海外への進出をおこなったこともない相手では株式市場や海外市場でのイニシアティブをにぎれるとBATSの経営陣は考えたのではないだろうか。あるいはBATSに買収されてなくなったカイエックス・ヨーロッパの経営陣と同じく、すでに自分たちの役割は終了し、株主に利益確保のチャンスを与えて、後は買収相手にすべてゆだねるといふ判断なのであろうか。

二〇一一年にドイツ取引所との合併で合意したにもかかわらず、二〇一二年にヨーロッパ連合（EU）から合併の差し止めを通告され、合併を撤回したニューヨーク証券取引所は二〇一三年にICEに買収された。⁽⁷⁾ ICEは買収後もグループの利益を伸ばし、ニューヨーク証券取引所は直接収入の心配をする必要はなくなった。しかし、ICEから派遣された新たなニューヨーク証券取引所のCEOは株式市場にかかわってきた経験も少なく、メディアに取り上げられることもほとんどなくなった。BATSがニューヨーク証券取引所の二の舞になるのか、あるいはニューヨーク証券取引所とは異なる形でイニシアティブを発揮し続けるのか。ニューヨーク証券取引所の場合には買収後にCEOの退任が決まっていたが、BATSの場合にはコンキャノンCEOは社長兼COOとして合併会社に留まる。CBOEホールディングスの経営陣が経験のない株式市場や海外市場でのBATSの戦略を大幅に変えるとは考えにくい。せっかく買収した会社の価値を維持するためにもBATSの経営はコンキャノン社長兼COOや株式市場の専門家に任せることになるものと予想される。

BATSが株式市場やオプション市場、外貨取引市場に低価格の市場をもたらし、競争を激化させたことは間違いない。そして、多くの利用者はその利益を直接・間接に享受してきたはずである。だが、さらなる拡大が難しくなってきたことも事実であろう。今回のCBOEホールディングスによる買収を通じてBATSはどのようなように変わるのか。あるいはCBOEホールディングスはBATSの買収によってどのように変わるのか。買収後の成り行きを注意深く見守っていきたい。

注

- (1) Matthew Marks, Annie Massa and Brian Louis, "Chicago Board Options Exchange's Owner Said to Mull Buying Bats," *Bloomberg.com*, September 22, 2016 - 5:29 PM EDT; September 23, 2016 - 11:11 AM EDT (<https://www.bloomberg.com/news/articles/2016-09-22/cboe-holdings-said-in-talks-to-buy-exchange-operator-bats-global>).
- (2) CBOE Holdings, Inc., "CBOE Holdings Agrees to Acquire Bats Global Markets to Strengthen CBOE Holdings' Global Position in Innovative Tradable Products and Services, and Achieve Meaningful Cost and Operational Efficiencies," *Press Release*, September 26, 2016 (<http://ir.cboe.com/press-releases/2016/09-26-2016-123057420.aspx>), CBOE Holdings, Inc., "Strengthens CBOE's Global Position in Innovative, Tradable Products and Services," *Presentation from webinar held on September 26, 2016*, (<http://ir.cboe.com/~media/Files/C/CBOE-IR-V2/bats-acquisition/presentation-dated-september-26.pdf>), CBOE Holdings, Inc., "CBOE/Bats Investor Call Final Transcript," *Transcript of webinar held on September 26, 2016* (<http://ir.cboe.com/~media/Files/C/CBOE-IR-V2/bats-acquisition/transcript-of-webcast-held-on-september-26.pdf>), CBOE Holdings, Inc., "FORM 8-K: Report of unscheduled material events or corporate changes," *Commission File Number 001-34774*, September 28, 2016 (http://hsprod.investis.com/shared/v2/irwizard/sec_item_new.jsp?pic=cboe1&ipage=11155764&DSEQ=&SEQ=&SQDESC=).
- (3) 詳細については、拙稿「LIFOによるIMX買収合意の撤回」(本誌一六六八号、二〇一一年一〇月、http://www.jsri.or.jp/publish/report/pdf/1668_04.pdf) を参照。
- (4) 詳細については、拙稿「ドイツ取引所とNYSEユーロネットの合併撤回」(本誌一六七〇号、二〇一二年二月、http://www.jsri.or.jp/publish/report/pdf/1670_03.pdf) を参照。

- (5) 詳細については、拙稿「英独取引所グループの経営統合合意」(本誌一六九五号、二〇一六年四月、http://www.jsri.or.jp/publish/report/pdf/1695_03.pdf)を参照。
- (6) 詳細については、拙稿「BATSとダイレクトエッジの合併合意〜米国株式市場の再編〜」(本誌一六八〇号、二〇一三年一〇月、http://www.jsri.or.jp/publish/report/pdf/1680_04.pdf)を参照。
- (7) 詳細については、拙稿「ICEによるNYSEユーロネクスト買収合意」(本誌一六七六号、二〇一三年二月、http://www.jsri.or.jp/publish/report/pdf/1676_03.pdf)を参照。

(よしかわ まさひろ・客員研究員)

日本銀行の国債保有状況について

志馬 祥紀

1 はじめに

日本銀行が黒田総裁の下で、二〇一三年四月に異次元緩和とよばれる質的・量的記入緩和政策を導入して三年余りが経過した。この間、当該政策をめぐり、マクロ政策としての金融政策の有効性や、国債市場における取引流動性への影響の有無等、多様な議論が活発に展開された。

本研究では、当該金融政策の重要な操作対象である国債に注目する。異次元緩和においては、国債や上場投資信託（ETF）や不動産投資信託（REIT）等、複数の金融商品（市場）が政策実現のための経路として使用されるが、国債は複数ある金融商品の中でも（その残高や取引規模が他商品に比して突出して大きいことから）政策の中心に位置している。

しかし実際には、国債は単一の金融商品ではなく、金利や償還期限等発行条件の異なる、国の発行する債券銘柄群の総称である。当然、日本銀行の国債買入れ行動は、個々の国債銘柄市場毎にもたらされる影響の程度が異なると考えられる。

こうした状況を念頭におきつつ、日本銀行の国債保有の変化状況に注目する。具体的には、以下、日本銀行の金融政策を俯瞰した上で、その国債保有残高について残存期間別の推移を把握し、最後にその保有国債が既発国債残高中に占める比率について検証する。

2 日本銀行の金融政策と国債市場

日本銀行が黒田東彦総裁の下で二〇一三年四月四日に「量的・質的金融緩和」として発表した金融政策は、従来の政策の枠組みから大きく変更しているため異次元緩和とも呼ばれている。

その目標は、消費者物価の前年比上昇率二%の「物価安定の目標」を、二年程度の期間を念頭に置いて、できるだけ早期に実現することである。その想定された金融緩和の波及メカニズムは、日本銀行による長期国債の買入れによって、イールドカーブ全体にわたって名目金利に下押し圧力を加えることである。

その主たる経路は実質金利の低下を通じたものであり、具体的には以下の内容が考えられた。

- ① 日本銀行が、二%の「物価安定の目標」に対する強く明確なコミットメントのもとで大規模な金融緩和を実施することによって、デフレマインドを転換し、人々の予想物価上昇率を引き上げる。
 - ② 日本銀行による長期国債の買入れによって、イールドカーブ全体にわたって名目金利に下押し圧力を加える。
 - ③ これらによって実質金利を押し下げる。
 - ④ こうして実質金利が低下すれば、需給ギャップが改善する。
 - ⑤ 需給ギャップの改善は、予想物価上昇率の上昇とあいまって、現実の物価上昇率を押し上げる。
 - ⑥ 現実の物価上昇率が上昇すれば、適切的な期待形成メカニズムを通じて、予想物価上昇率がさらに上昇し、上記のプロセスが一段と強まることになる。
- さらに、日本銀行の金融緩和によって、

- ⑦ 株価や為替相場などの資産価格が、経済・物価の動きを反映しあるいは先取りする形で形成されることを通

じて金融環境が改善し、経済・物価面にも好影響を与えるほか、

⑧ 投資家がリスク性資産への選好を高める（ポートフォリオ・リバランス効果）結果、リスク性資産の価格に対するプラスの影響のほか、貸出の増加などが期待される。（注：以上の内容は日本銀行（二〇一六年）による。）

これら金融緩和の波及メカニズムの手段として重要になるのは有価証券市場であり、とりわけ国債市場がその中心的操作対象となっている。以下では、数度にわたる金融緩和政策中、国債市場（及び他の有価証券市場）に関する日本銀行の行動を抜粋して示す（時期は本年七月末まで）。

図表1は、証券市場に関連した日本銀行の金融政策を示している。同表は、政策発表時期別に、名称と目的、国債市場関係の事項、国債市場以外の証券市場関連事項を示している。

まず、二〇一三年四月四日に発表された、「量的・質的金融緩和」（いわゆる異次元緩和第一弾）においては、消費者物価の前年比上昇率二%の「物価安定の目標」を、二年程度の期間を念頭に置いて、できるだけ早期に実現するとし、そのために、マネタリーベース及び長期国債・ETFの保有額を二年間で二倍に拡大し、長期国債買入れの平均残存期間を二倍以上に延長するなど、量・質ともに次元の違う金融緩和を行うとの、「量的緩和」が述べられている。

そのために、国債市場に関連する事項としては、「長期国債買入れの拡大と年限長期化」として、イールドカーブ全体の金利低下を促す観点から、長期国債の保有残高が年間約五〇兆円に相当するペースで増加するよう買入れを行うと共に、資産価格のプレミアムに働きかける観点から、ETF及び「REIT」の保有残高が、それぞれ年間約一兆円、年間約三〇〇億円に相当するペースで増加するよう買入れを行うことが示されている。

続いて約一年半後の二〇一四年一〇月三十一日には、量的・質的金融緩和の拡大が発表された。内容は以下のと

図表 1 日本銀行の金融政策（証券市場関連）

時期	名称と目的	国債市場関係	国債市場以外
2013年 4月4日	<ul style="list-style-type: none"> ・量的・質的金融緩和 ・消費者物価の前年比上年率2%の「物価安定の目標」を、2年程度の期間を念頭に置いて、できるだけ早期に実現する。 ・このため、マネタリーベース及び長期国債・ETFの保有額を2年間で2倍に拡大し、長期国債買入れの平均残存期間を2倍以上に延長するなど、量・質ともに次元の違う金融緩和を行う。 	<ul style="list-style-type: none"> ○長期国債買入れの拡大と年限長期化 ・イールドカーブ全体の金利低下を促す観点から、<u>長期国債の保有残高が年間約50兆円に相当するペースで増加するよう買入れを行う。</u> ・長期国債の買入れ対象を40年債を含む全ゾーンの国債とし、<u>買入れの平均残存期間を、現状の3年弱から国債発行残高の平均並みの7年程度に延長する。</u> 	<ul style="list-style-type: none"> ・マネタリーベースが、年間約60～70兆円に相当するペースで増加するよう金融市場調節を行う。 ・資産価格のプレミアムに働きかける観点から、ETF及びJ-REITの保有残高が、それぞれ年間約1兆円、年間約300億円に相当するペースで増加するよう買入れを行う。
2014年 10月31日	<ul style="list-style-type: none"> ・量的・質的金融緩和の拡大 ・マネタリーベースが、年間約80兆円（約10～20兆円追加）に相当するペースで増加するよう金融市場調節を行う等。 	<ul style="list-style-type: none"> ・長期国債について、保有残高が年間約<u>80兆円（約30兆円追加）に相当するペースで増加するよう買入れを行う。</u> ・ただし、イールドカーブ全体の金利低下を促す観点から、金融市場の状況に応じて柔軟に運営する。<u>買入れの平均残存期間を7年～10年程度に延長する（最大3年程度延長）。</u> 	<ul style="list-style-type: none"> ・ETF及びJ-REITについて、保有残高が、それぞれ年間約3兆円（3倍増）、年間約900億円（3倍増）に相当するペースで増加するよう買入れを行う。 ・新たにJPX日経400に連動するETFを買入れの対象に加える。 ・CP等、社債等については、それぞれ約2.2兆円、約3.2兆円の残高を維持する（従来通り）。
2015年 12月18日	<ul style="list-style-type: none"> ・「量的・質的金融緩和」を補完するための諸措置の導入 ・マネタリーベースが、年間約80兆円に相当するペースで増加するよう金融市場調節を行う等。 	<ul style="list-style-type: none"> ・長期国債について、保有残高が年間約<u>80兆円に相当するペースで増加するよう買入れを行う。</u> ・ただし、イールドカーブ全体の金利低下を促す観点から、金融市場の状況に応じて柔軟に運営する。 ・買入れの平均残存期間は、本年中は7年～10年程度、来年からは7年～12年程度とする。 	<ul style="list-style-type: none"> ・ETF及びJ-REITについて、保有残高が、それぞれ年間約3兆円、年間約900億円に相当するペースで増加するよう買入れを行う（従来通り）。 ・CP等、社債等について、それぞれ約2.2兆円、約3.2兆円の残高を維持する（従来通り）。
2016年 1月29日	<ul style="list-style-type: none"> ・「マイナス金利付き量的・質的金融緩和」の導入 ・金融機関が保有する日本銀行当座預金に▲0.1%のマイナス金利を適用する。今後、必要な場合、さらに金利を引き下げる。 	<ul style="list-style-type: none"> ・長期国債について、保有残高が年間約80兆円に相当するペースで増加するよう買入れを行う（従来通り）。 ・ただし、イールドカーブ全体の金利低下を促す観点から、金融市場の状況に応じて柔軟に運営する（従来通り）。 ・買入れの平均残存期間は7年～12年程度とする（従来通り）。 	<ul style="list-style-type: none"> ・ETF及びJ-REITについて、保有残高が、それぞれ年間約3兆円、年間約900億円に相当するペースで増加するよう買入れを行う（従来通り）。 ・CP等、社債等について、それぞれ約2.2兆円、約3.2兆円の残高を維持する（従来通り）。
2016年 7月29日	<ul style="list-style-type: none"> ・金融緩和の強化 ・ETF買入れ額の増額 	—	<ul style="list-style-type: none"> ・ETFについて、保有残高が年間約6兆円に相当するペースで増加するよう買入れを行う（これまでの約3.3兆円からはほぼ倍増）。

（bold字体は、国債市場関連の新規内容を示す）

おりである。マネタリーベースが、年間約八〇兆円（約一〇～二〇兆円追加）に相当するペースで増加するよう金融市場調節を行う等を実現するために、長期国債について、保有残高が年間約八〇兆円（約三〇兆円追加）に相当するペースで増加するよう買入れを行う。ただし、イールドカーブ全体の金利低下を促す観点から、金融市場の状況に応じて柔軟に運営する。買入れの平均残存期間を七年～一〇年程度に延長する（最大三年程度延長）こととする。

また、ETF（上場投資信託）及びJ-REIT（不動産投資信託）について、保有残高が、それぞれ年間約三兆円（三倍増）、年間約九〇〇億円（三倍増）に相当するペースで増加するよう買入れを行う。併せて新たにJ-PX日経四〇〇に連動するETFを買入れの対象に加える他、CP等、社債等については、それぞれ約二・二兆円、約三・二兆円の残高を維持する（従来通り）としている。

二〇一五年二月一日には、「量的・質的金融緩和」を補完するための諸措置の導入を発表した。具体的には、マネタリーベースが、年間約八〇兆円に相当するペースで増加するよう金融市場調節を行う等を目標とし、長期国債については、保有残高が年間約八〇兆円に相当するペースで増加するよう買入れを行うと発表した。ただし国債については、イールドカーブ全体の金利低下を促す観点から、金融市場の状況に応じて柔軟に運営するとして、買入れの平均残存期間は、同年中は七年～一〇年程度、二〇一六年からは七年～二二年程度とした。

またETF及びJ-REITについて、保有残高が、それぞれ年間約三兆円、年間約九〇〇億円に相当するペースで増加するよう買入れを行うとし、併せてCP等、社債等について、それぞれ約二・二兆円、約三・二兆円の残高を維持するとしているが、これら事項については従来通りの措置を維持している。

二〇一六年一月二九日には「マイナス金利付き「量的・質的金融緩和」の導入」を発表、金融機関が保有する

日本銀行当座預金に▲〇・一％のマイナス金利を適用し、必要に応じてさらに金利を引き下げることとした。ただし、長期国債について、保有残高が年間約八〇兆円に相当するペースで増加するよう買入れを行い（従来通り）、イールドカーブ全体の金利低下を促す観点から、金融市場の状況に応じて柔軟に運営する（従来通り）。また国債の買入れの平均残存期間は七年、一二年程度とする（従来通り）。

その他、ETF及びJ-REITについて、保有残高が、それぞれ年間約三兆円、年間約九〇〇億円に相当するペースで増加するよう買入れを行い（従来通り）、CP等、社債等について、それぞれ約二・二兆円、約三・二兆円の残高を維持する（従来通り）として、マイナス金利導入以外の方針については従来方針を継続することとしている。

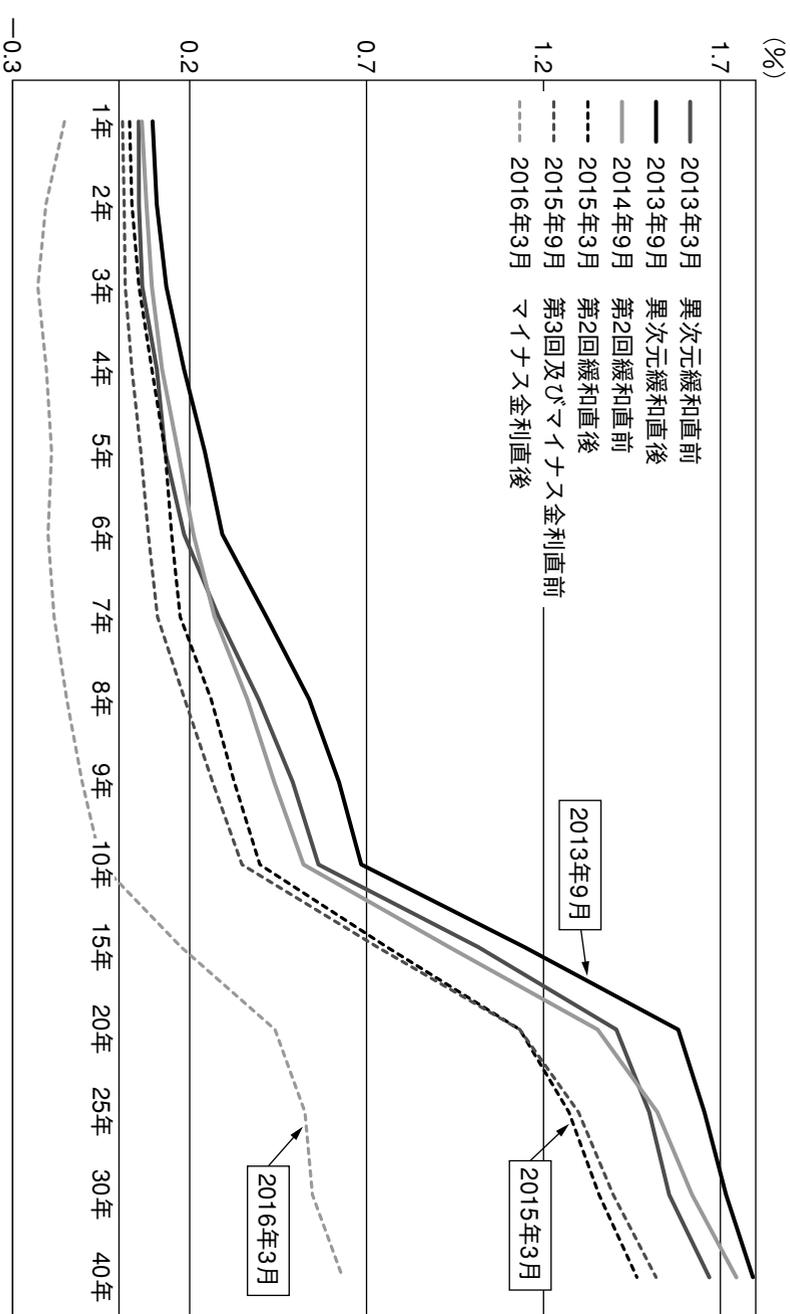
二〇一六年七月二九日には「金融緩和の強化」として、ETF買入れ額の増額が公表された。これはETFについて、保有残高が年間約六兆円に相当するペースで増加するよう買入れを行う（これまでの約三・三兆円からほぼ倍増）こととされた。

これら金融緩和を受けて、国債金利は低下している。図表2は、償還期限別の国債金利のイールドカーブ状況を示している。同データは財務省の発表する国債金利であり、二〇一三年九月から二〇一六年三月間の、各年三・九月末時点の値による。同図表からは、異次元緩和以降、イールドカーブによって示される金利水準が変動を伴いながらも、下方に移動していることが確認される。

3 日銀の国債保有状況

本節では、日銀の国債保有状況について分析を行う。図表3は、日本銀行を含む、国債の投資部門別の保有状

図表2 国債金利のイールドカーブ状況 (各年の3・9月末現在)



(出所) 財務省
(財務省国債金利データにより作成)

況を示している。

同図表では、異次元緩和前（二〇一三年三月末）と本年（二〇一六年）三月末の国債保有状況を比較している。その結果、まず、国債の保有比率が上昇している部門は、中央銀行（日本銀行）部門及び海外部門のみであり、他の部門は全て保有比率が減少（あるいは不変）している。中でも、減少率が著しいのは預金取扱機関（いわゆる銀行等）であり、一四%以上も低下している。また、海外部門は比率が上昇したとはいえ、その値は〇・九%であり、相対的に低い。この結果は、国債の保有比率は中央銀行が買入れを行うことで上昇（一一・六%から三三・二%）し、他の部門は全て国債を主に中央銀行に売却することとその保有比率を下げたことといえる。

図表4は、二〇一三年三月末から二〇一六年三月末までの間について、日本銀行の保有国債について、半年毎の償還期限別の保有状況の推移を示している（なお、参考までに二〇〇八年三月のリーマンショック直前の値についても掲載している）。なお、図表5は、当該データを表形式で示したものである。

図表4及び5から言えることは、まず、日本銀行の国債保有残高は、全ての時期について、残存期間が一〇年末満のタイムゾーンの値が急

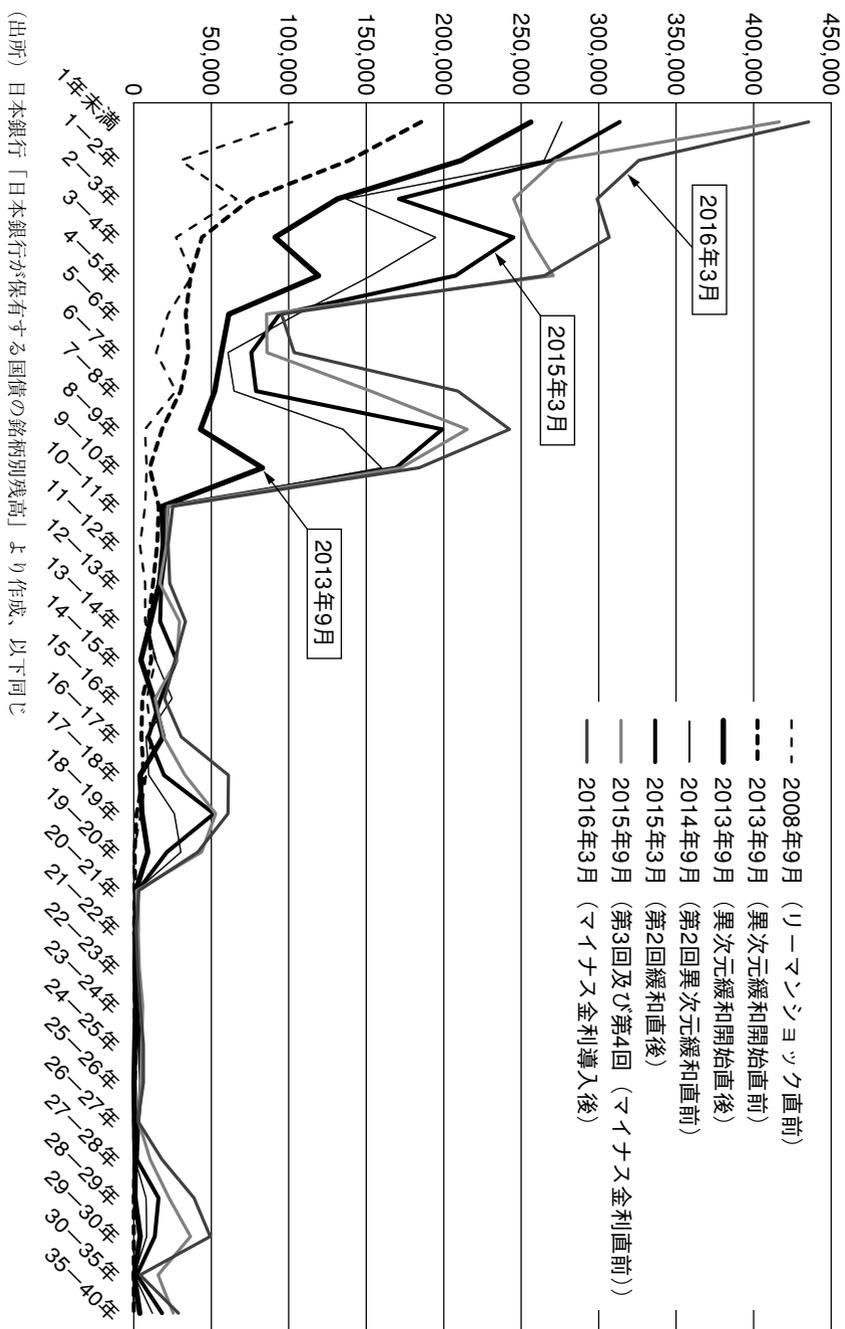
図表3 国債の保有者状況（総額ベース）

（単位：兆円、%）

項目	2013年3月末	構成比	2016年3月末	構成比
国債・財債償計	807.1	100.0	955.0	100.0
中央銀行	93.9	11.6	317.1	33.2
預金取扱機関	314.9	39.0	232.3	24.3
保険	190.1	23.6	210.2	22.0
年金計	94.0	11.6	87.1	9.1
その他金融機関	35.0	4.3	31.3	3.3
非金融法人企業	14.2	1.8	5.8	0.6
一般政府（除く公的年金）	2.3	0.3	2.5	0.3
家計	24.2	3.0	13.8	1.4
海外	35.2	4.4	50.8	5.3

* 同表中の国債は「国庫短期証券」「国債・財債」の合計であり、一般政府（中央政府）のほか、公的金融機関（財政融資資金）の発行分が含まれる。
（出所）日本銀行資金循環統計

図表 4 日本銀行の国債保有状況 (残存期間別内訳) (単位：億円)



(出所) 日本銀行「日本銀行が保有する国債の銘柄別残高」より作成、以下同じ

図表5 日本銀行の国債保有状況（残存期間別内訳データ）

（単位：億円）

残存期間	2008年 9月	2013年 3月	2013年 9月	2014年 3月	2014年 9月	2015年 3月	2015年 9月	2016年 3月
1年未満	102,272	229,670	256,223	278,276	276,326	313,544	416,606	435,486
1-2年未満	30,078	221,798	211,192	220,896	264,871	269,599	272,211	325,919
2-3年未満	66,163	110,212	131,531	119,053	137,043	171,059	245,220	299,049
3-4年未満	27,280	48,757	91,069	116,028	194,846	245,032	255,313	306,783
4-5年未満	37,744	43,427	119,215	180,622	153,228	207,738	270,817	265,119
5-6年未満	22,146	46,408	61,334	80,098	105,666	94,112	85,695	95,232
6-7年未満	14,396	37,901	56,698	60,501	60,827	75,759	85,915	103,435
7-8年未満	27,162	33,403	52,311	70,412	64,762	78,842	152,869	209,075
8-9年未満	7,280	25,063	43,044	64,085	135,072	199,047	215,128	242,479
9-10年未満	8,310	19,734	83,087	144,345	159,875	169,253	172,364	184,139
10-11年未満	7,332	18,546	18,231	17,773	22,909	21,335	21,923	25,180
11-12年未満	3,952	13,204	19,035	18,384	19,782	21,238	21,049	22,229
12-13年未満	7,318	11,551	16,568	15,574	15,465	17,756	16,795	23,222
13-14年未満	7,334	11,865	10,847	11,253	8,610	16,968	29,574	33,393
14-15年未満	14,080	5,813	4,652	10,211	14,178	27,535	27,748	26,646
15-16年未満	8,332	5,375	12,619	24,116	24,682	17,323	13,840	19,751
16-17年未満	11,534	8,165	18,909	10,702	7,959	9,439	19,241	30,668
17-18年未満	7,963	3,095	4,029	4,312	9,739	19,515	33,144	61,025
18-19年未満	4,588	643	5,240	20,614	26,211	51,734	52,939	60,869
19-20年未満	1	1,821	9,086	21,245	30,409	21,364	43,638	41,251
20-21年未満	0	194	1,383	1,777	1,789	2,477	1,810	3,219
21-22年未満	0	1,530	1,199	957	815	2,543	2,843	1,578
22-23年未満	0	756	735	1,294	1,391	1,444	3,558	2,549
23-24年未満	2	1,165	1,284	700	749	2,137	5,807	4,148
24-25年未満	3	652	653	685	739	3,642	5,035	6,254
25-26年未満	1	343	202	519	964	4,609	4,494	6,207
26-27年未満	1	484	489	957	1,020	3,033	2,950	2,732
27-28年未満	3	208	920	940	841	1,956	10,594	18,293
28-29年未満	2	40	736	790	7,942	15,960	22,745	38,815
29-30年未満	1	0	4,174	11,425	8,295	13,637	36,612	49,336
30-35年未満	0	0	172	187	218	2,003	15,750	4,132
35-40年未満	0	0	3,953	7,392	12,019	18,244	25,442	28,822
合計	415,278	901,823	1,240,820	1,516,123	1,769,242	2,119,877	2,589,669	2,977,035

増している点である。これは、当初の金融緩和が、比較的残存期間の短い期間の国債を中心として買入れを行っていたことに起因する。

しかし、第二回の金融緩和以降、一五年―二〇年未満や二五年―三〇年未満のタイムゾーンについても日本銀行の保有残高も増加していることから、比較的残存期間の短い国債を中心として保有する姿勢が、金融政策の複数回実施に重なる形で、残存期間の長い国債を保有する形へと変化したことが、（その公表されている金融政策と併せて）理解される。

図表6は日銀保有国債残高の増加率であり、図表5のデータについて半期毎の増加率（%）を示している。当該データをみることで、償還期限までの残存期間ゾーン別の増加率を容易に把握することができる。なお、色つきセルは、同値が前期比でプラス二〇%以上の値を示している。

図表6の結果より、①異次元金融緩和当初は、比較的償還期限の短い国債の伸びが著しいが、②政策が複数回実施されるに従い、償還期限の長い国債へとシフトしていく様子が示されている。当該シフトは、二〇一五年―二月の金融政策（「量的・質的緩和」を補完するための諸措置の導入）以降その変化は顕著である。

4 日銀の国債保有状況比率

続いて、日本銀行の国債保有残高が、既発国債残高中に占める状況について残存期間別に注目する。図表7は、日銀の保有国債が、既発国債残高に占める比率（%）を示している。図表7のデータ値を表形式で示したものが、図表8である。

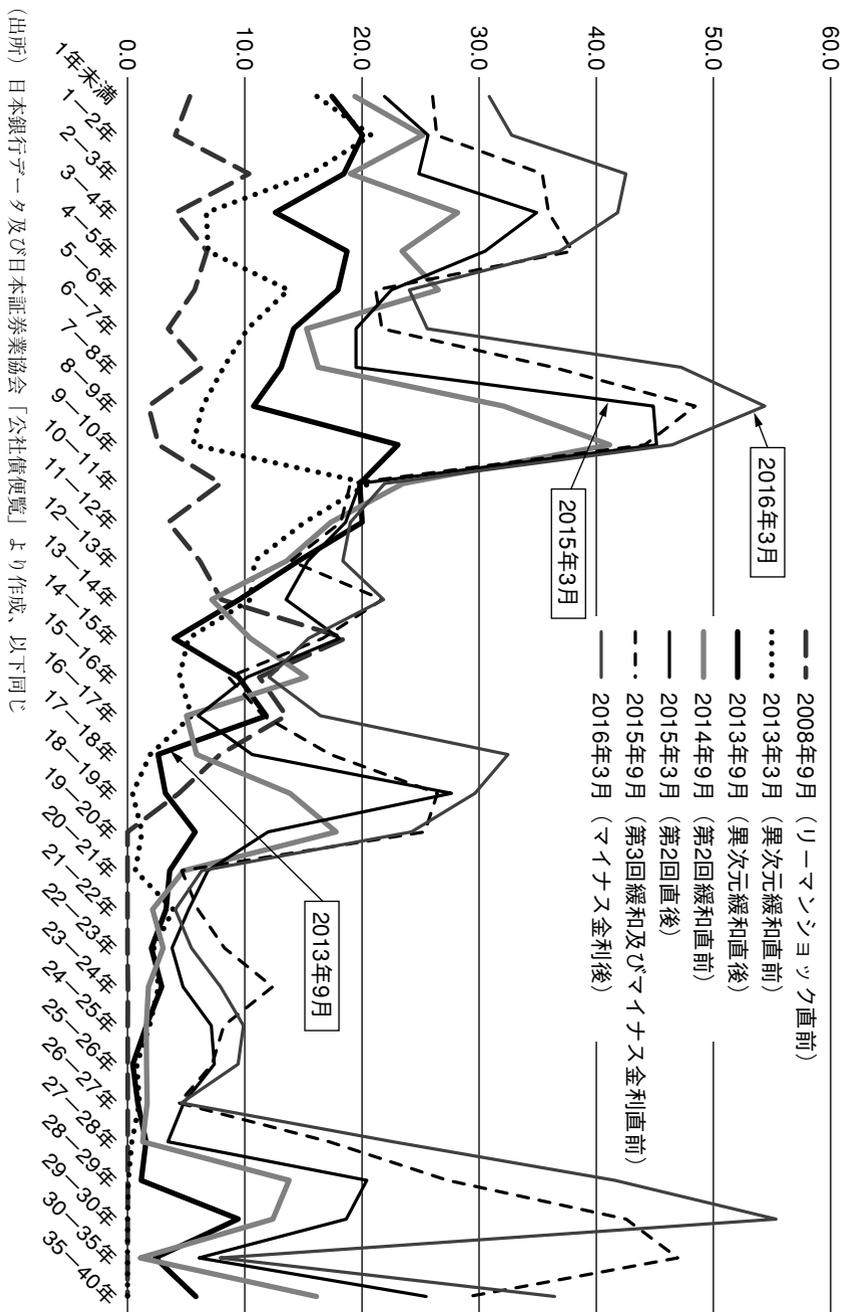
図表8において、色付きのセルは日本銀行の保有国債が、残存期間を同じくする既発国債残高に占める比率が

図表6 日銀保有国債残高の増加率

(対前期 (=半年前) 比 (%))

期間	2013年 3月	2013年 9月	2014年 3月	2014年 9月	2015年 3月	2015年 9月	2016年 3月
1年未満	127.1	11.6	8.6	-0.7	13.5	32.9	4.5
1-2年未満	11.1	-4.8	4.6	19.9	1.8	1.0	19.7
2-3年未満	-16.0	19.3	-9.5	15.1	24.8	43.4	22.0
3-4年未満	-40.3	86.8	27.4	67.9	25.8	4.2	20.2
4-5年未満	6.4	174.5	51.5	-15.2	35.6	30.4	-2.1
5-6年未満	26.4	32.2	30.6	31.9	-10.9	-8.9	11.1
6-7年未満	-9.2	49.6	6.7	0.5	24.5	13.4	20.4
7-8年未満	-3.0	56.6	34.6	-8.0	21.7	93.9	36.8
8-9年未満	-5.6	71.7	48.9	110.8	47.4	8.1	12.7
9-10年未満	17.7	321.0	73.7	10.8	5.9	1.8	6.8
10-11年未満	13.4	-1.7	-2.5	28.9	-6.9	2.8	14.9
11-12年未満	-24.8	44.2	-3.4	7.6	7.4	-0.9	5.6
12-13年未満	-7.2	43.4	-6.0	-0.7	14.8	-5.4	38.3
13-14年未満	20.2	-8.6	3.7	-23.5	97.1	74.3	12.9
14-15年未満	-50.4	-20.0	119.5	38.9	94.2	0.8	-4.0
15-16年未満	-7.5	134.8	91.1	2.3	-29.8	-20.1	42.7
16-17年未満	64.0	131.6	-43.4	-25.6	18.6	103.8	59.4
17-18年未満	-58.2	30.2	7.0	125.9	100.4	69.8	84.1
18-19年未満	-78.3	714.9	293.4	27.2	97.4	2.3	15.0
19-20年未満	202.5	399.0	133.8	43.1	-29.7	104.3	-5.5
20-21年未満	-79.1	612.9	28.5	0.7	38.5	-26.9	77.8
21-22年未満	827.3	-21.6	-20.2	-14.8	212.0	11.8	-44.5
22-23年未満	-47.3	-2.8	76.1	7.5	3.8	146.4	-28.4
23-24年未満	54.1	10.2	-45.5	7.0	185.3	171.7	-28.6
24-25年未満	-44.0	0.2	4.9	7.9	392.8	38.2	24.2
25-26年未満	-46.1	-41.1	156.9	85.7	378.1	-2.5	38.1
26-27年未満	44.5	1.0	95.7	6.6	197.4	-2.7	-7.4
27-28年未満	-57.0	342.3	2.2	-10.5	132.6	441.6	72.7
28-29年未満	-78.1	1,740.0	7.3	905.3	101.0	42.5	70.7
29-30年未満	—	—	173.7	-27.4	64.4	168.5	34.8
30-35年未満	—	—	8.7	16.6	818.8	686.3	-73.8
35-40年未満	—	—	87.0	62.6	51.8	39.5	13.3
合計	11.8	37.6	22.2	16.7	19.8	22.2	15.0

図表7 日銀保有国債が既発国債残高中に占める比率 (%)



(出所) 日本銀行データ及び日本証券業協会「公社債便覧」より作成、以下同じ

図表 8 日銀保有国債が発行済み国債残高中に占める比率（詳細データ）

(%)

残存期間	2008年 9月	2013年 3月	2013年 9月	2014年 3月	2014年 9月	2015年 3月	2015年 9月	2016年 3月
1年未満	5.3	16.2	17.4	18.8	19.4	21.9	26.0	30.9
1－2年未満	4.1	20.8	20.1	20.8	25.2	25.6	26.4	32.8
2－3年未満	10.4	15.6	18.4	16.4	19.0	24.9	35.4	42.5
3－4年未満	4.1	6.7	12.6	16.9	28.2	34.9	35.9	41.8
4－5年未満	6.8	6.9	18.7	28.1	23.4	30.5	38.0	36.9
5－6年未満	5.7	13.7	18.0	21.9	26.5	22.5	21.2	24.0
6－7年未満	3.5	10.2	14.2	14.8	15.3	19.5	21.7	25.6
7－8年未満	6.3	8.2	13.1	18.0	16.3	19.5	36.3	47.2
8－9年未満	1.8	6.4	10.8	15.8	32.1	44.9	48.5	54.4
9－10年未満	2.6	5.6	23.1	37.7	41.2	45.2	44.2	46.5
10－11年未満	7.9	20.6	19.8	20.0	23.5	19.9	19.0	22.0
11－12年未満	3.5	15.1	20.0	17.2	17.3	18.6	18.2	19.0
12－13年未満	6.2	10.8	14.6	13.8	13.5	15.4	14.0	18.4
13－14年未満	8.0	10.5	9.5	9.8	7.2	13.5	21.7	21.8
14－15年未満	18.6	5.2	4.0	8.2	10.5	18.1	16.7	15.4
15－16年未満	11.2	4.4	9.5	15.9	15.2	10.2	8.6	12.1
16－17年未満	13.5	5.5	11.8	6.5	5.0	6.0	11.6	16.4
17－18年未満	7.9	1.9	2.6	2.8	5.9	10.6	17.3	32.5
18－19年未満	4.4	0.4	3.2	11.4	13.9	27.6	26.4	29.6
19－20年未満	0.0	1.2	5.8	13.3	17.8	12.0	25.4	24.2
20－21年未満	0.0	0.7	3.6	4.3	4.8	6.8	4.6	6.3
21－22年未満	0.0	3.9	3.3	2.7	2.1	5.2	6.0	4.1
22－23年未満	0.0	2.2	2.0	2.7	3.0	3.8	8.3	5.4
23－24年未満	0.0	2.6	2.9	1.9	1.8	4.7	12.4	7.9
24－25年未満	0.0	1.9	1.6	1.5	1.6	7.1	8.2	9.9
25－26年未満	0.0	0.8	0.4	1.0	1.6	7.4	7.2	9.4
26－27年未満	0.0	1.0	0.9	1.6	1.7	4.8	4.4	4.6
27－28年未満	0.0	0.4	1.6	1.5	1.3	3.4	17.2	22.7
28－29年未満	0.0	0.1	1.2	1.5	13.8	20.4	27.3	41.6
29－30年未満	0.0	0.0	9.4	18.8	12.4	18.7	42.6	55.3
30－35年未満	0.0	0.0	2.4	0.9	1.1	6.1	47.0	7.9
35－40年未満	0.0	0.0	5.8	11.3	16.1	25.5	29.1	36.5
合計	5.5	11.1	14.9	17.9	20.6	24.3	28.6	33.0

二〇・〇%を超えているゾーンを示す。

図表7及び8からは、既発国債残高中、日銀保有残高の存在感が増していく様子が確認される。異次元緩和後の日銀保有残高は、当初は残存期間一〇年未満のゾーンで拡大しているが、同ゾーンは元々残高規模が大きかったこともあり、日本銀行の保有比率が二〇・〇%を超え始めるのは、第二回金融緩和の実施以降である。

また二〇一五年三月期以降、残存期間一〇年未満ゾーンにおける日本銀行の保有比率は、ほぼ全ゾーンにおいて二〇%を超える値を示す（年度によって同比率は五〇・〇%前後を占めるゾーンも複数みられる）。並行して、一五年―二〇年未満のゾーンにおいても日銀保有比率が二〇%を超え始めている。

そして残存期間が三〇年近辺超のゾーンにおいても、（元々残高が相対的に少ないことを反映して）日本銀行の保有国債比率が急上昇している。特にマイナス金利政策導入後には、二九―三〇年未満のゾーンでは日銀保有国債比率が五割を超えるようになる。

このように、日本銀行の保有国債が既発国債に占める比率は、全体で見ると三割強程度であるが、個別の償還期限別状態を見ると、その様相は異なることが分かる。残存期間が一〇年未満近辺のゾーンや、三〇年未満のゾーンについては、日銀保有国債比率は半分前後の比率を占めており、その存在感は大きい。この結果、国債市場における取引流動性の状況も、（異次元緩和の進展と共に）相当変化していると考えられる。

5 おわりに

本稿では日本銀行の国債保有状況について、償還までの残存期間に注目しつつ分析を行った。具体的には、日本銀行の金融政策の導入状況を俯瞰し、その国債保有残高の推移を把握した上で、同国債が既発国債に占める比

率について説明した。

その結果、日本銀行の保有国債が既発国債に占める比率は、全体でみると三割程度であるが、残存償還期限の状態を見ると、その様相は相当異なることが確認される。残存期間が一〇年未満近辺や、三〇年未満のタイムゾーンについては、日銀保有国債比率は過半前後の比率を占めており、日本銀行の存在感は一部銘柄において突出して大きいことが理解される。

なお、本研究で取り上げたデータは、一部情報ベンダーが有料で顧客に提供を始めているが、広く一般に利用可能な状態とは言い難い。その意味において、本稿のデータには一定の資料価値が認められよう。本稿の内容が、今後金融政策と国債市場の関わりを論じるに際し、議論の一助となることを期待する。

参考文献

- ・ 日本銀行、(二〇一六)、『量的・質的金融緩和』導入以降の経済・物価動向と政策効果についての総括的な検証』、日本銀行、二〇一六年九月、(https://www.boj.or.jp/announcements/release_2016/k160921b.pdf)、他日本銀行関係発表資料多数。
- ・ 志馬祥紀(二〇一五)、『日銀の国債保有状況と国債市場の流動性』証研レポート(一六九二号)、日本証券経済研究所、二〇一五年一〇月、pp.32-55

(しま よしのり・客員研究員)

実質株主との対話

福本 葵

1 はじめに

近年、上場企業の大株主に名を連ねるのは、外国法人の場合は、ジェーピーモルガン チェース バンク や スター ト ス ト リー ト バンク ア ン ド ト ラ ス ト カ ン パ ニー 等 の グ ロ ー バ ル ・ カ ス ト デ ィ ア ン と な っ て い る。これらは株主名簿上の株主に過ぎない。これらは資産を管理するのみであり、背後には実質的な株主が存在する。国内機関投資家についても同様である。現在、上場会社の上位大株主には、日本トラスティ・サービス信託銀行、日本マスタートラスト信託銀行、資産管理サービス信託銀行等、資産管理専門銀行が名を連ねている。これらもまた株主名簿上の株主に過ぎない。

これらの名義上の株主の背後には、いわゆる「実質株主」が存在する。年金基金等は資金を拠出し、運用を投資顧問会社や投資運用会社に委託している。そして、これら投資顧問会社や投資運用会社が資産管理専門銀行に株式等を再預託している。議決権は、投資顧問会社や投資運用会社が、資金提供者である年金基金から指示されたガイドラインに沿うように行使する。株主名簿上の株主であるグローバルカストディアンや資産管理専用銀行に委託している実質的所有者を一般に「実質株主」と呼んでいる。⁽¹⁾日本の実質株主の割合は、四九・七%に上る。⁽²⁾これら実質株主が株主総会に出席したいとの意向を示した場合に発行会社はどうか対応すればよいであろうか。名義株主ではない者に出席を認めるか。拒否するか。

近年、この問題が様々な会議の場で議論の対象となり、報告書やコーポレートガバナンス・コード等でも取り上げられている。しかし、これまでのところ、図表1に示すように多くの日本企業では、このような場合に手続きや方法が定められていない。

発行会社にとって、株主総会はこれら実質株主との対話の機会と捉えることもできる。そのため、発行企業の中には対話の対象者である実質株主の情報を知りたいとするものもある。日本では、発行企業は株主判明調査を行って、実質株主を把握しているが、アメリカやイギリスでは、SEC規則や会社法によって、実質株主を把握することが可能である。

図表2によると、今のところ、実質株主が株主総会に出席したいとする事前の申し出はほとんどない。しかし、スチュワードシップ・コードを順守するとした機関投資家等、今後は申し

図表1 名義株主の背後にいる実質株主から総会への出席について事前に申し出があった場合の対応（事前に申し出がなかった場合も基本方針で回答）

調査項目	会社区分		計	構成比
	株式上場	株式非上場		
A 出席は認め、質問、議決権等の株主権利行使も認める	109	2	111	6.3%
B 出席は認め、質問、議決権等の株主権利行使も認めない	150	0	150	8.6%
C 出席は認めないが、別室での傍聴を許可	55	1	56	3.2%
D 出席も別室での傍聴も認めない	284	10	294	16.8%
E その他	91	13	104	5.9%
F 基本方針を定めていない	990	48	1,038	59.2%
合計	1,679	74	1,753	100.0%

図表2 実際に実質株主から事前に申し出があったか

調査項目	会社区分		計	構成比
	株式上場	株式非上場		
A 事前に申し出があった	36	1	37	2.1%
B 事前に申し出がなかった	1,643	73	1,716	97.9%
合計	1,679	74	1,753	100.0%

全株懇加盟会社 2,198社（平成26年7月1日）

回答会社数 1,753社

実質回答率 86.6%（対実質対象会社2,025社）

（出所）全国株懇連合会「株主総会に関する実態調査集計表」（2014年10月）14ページ

出が増加する可能性はある。基本方針の策定を定めるには遅くはない時期に
来ている。

2 実質的株主と名義株主の構造

(1) 日本の実質株主

信託銀行が自己資金で株式に投資する場合、信託銀行が実質株主である。
一方、株主名簿上、〇〇信託銀行（信託口）となっているものの中には、
様々な信託契約が混在しており、誰が実質的な株主であるかを一概に言うこ
とはできない。

例えば、年金基金等が資金を拠出し、信託銀行が管理運用しているもの
がある。この場合、信託銀行が投資判断を行い、議決権を行使する。従って、
資金の拠出者がいたとしても、実質的な株主は信託銀行である。また、信託
銀行が管理のみを行っているものがある。この場合、投資顧問や投資信託会
社が運用を行い、議決権を行使するものもある。

信託銀行の信託口の他に、名義株主の背後に実質的株主の存在があるもの
に、資産管理専門信託銀行がある。アメリカのマスタートラストを参考とし
て、二〇〇〇年、日本版マスタートラスト業務が開始され、資産管理専門信
託銀行が設立された。日本トラスティ・サービス信託銀行、日本マスター

図表 3 国内機関投資家の株式保有構造のイメージ

株主名簿上の株主 「信託銀行」 「生命保険会社」「損害保険会社」	いわゆる実質株主 〈グローバル機関投資家等〉 (議決権行使指図権者)	資金提供者
資産管理サービス信託銀行 日本トラスティ・サービス信託銀行 日本マスタートラスト信託銀行 〇〇信託銀行 (××口)	〇〇信託銀行 〇〇アセットマネジメント 〇〇投資顧問 企業年金連合会 (インハウス運用)	公的年金 私的年金 財団 個人
〇〇生命保険 (××口) 〇〇損害保険 (××口)	〇〇生命保険 〇〇損害保険	保険契約者
株主名簿に記載されている情報	株主判明調査等をしないと発行会社に は原則としてわからない情報	発行会社には一切 わからない情報

(出所)「グローバルな機関投資家等の株主総会への出席に関するガイドライン」より

ラスト信託銀行、資産管理サービス信託銀行である。これらの資産管理専門信託銀行は、それぞれの出資母体の銀行や信託銀行の運用資産他、数多くの投資顧問会社の運用資産を管理している。年金基金から拠出された資金は、運用会社からこれら資産管理専門銀行には、再預託される。

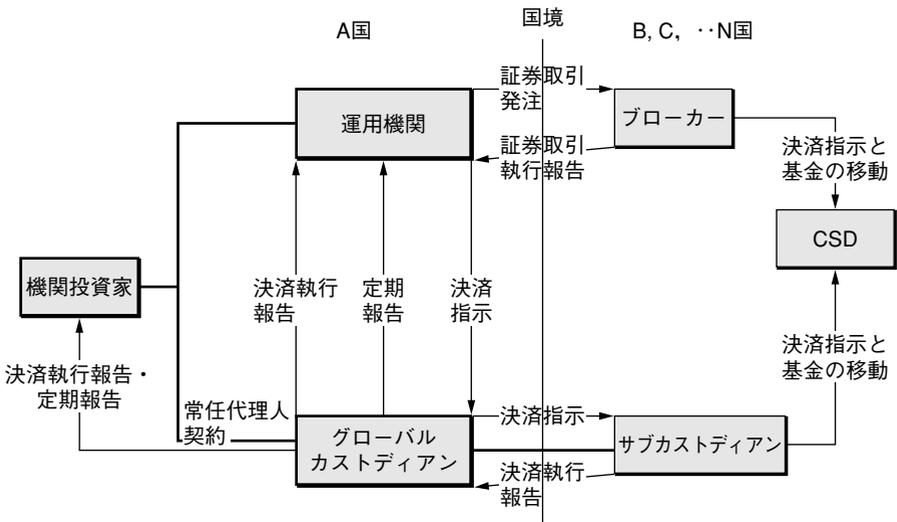
(2) 海外の実質株主
カルパスのような海外の機関投資家も同様に株主名簿には現れ

図表4 海外機関投資家の株式保有構造のイメージ

株主名簿上の株主		いわゆる実質株主 〈グローバル機関投資家等〉 (議決権行使指図権者)	資金提供者
カストディー ノミニ	常任代理人		
証券保管銀行 〇〇bank	[国内系] 〇〇銀行 〇〇証券 [外資系] 〇〇銀行 〇〇証券	海外の年金基金 投信・投資顧問 ヘッジファンド ソブリンウエルスファンド	年金加入者 年金基金 財団 個人 政府
株主名簿に記載されている情報		株主判明調査等をしないと発行会社には原則としてわからない情報	発行会社には一切わからない情報

(出所)「グローバルな機関投資家等の株主総会への出席に関するガイドライン」より

図表5 海外機関投資家の構造



(出所) ISSA-Report on Grobal Custody Risks-1992、6 ページより筆者作成

ない。株主名簿上は、ジェーピーモルガンチェースバンクやステートストリートバンクアンドトラストカンパニー等のグローバル・カストディアンが株主となっている。カルパースは日本の投資先に対しても、独自の国際コーポレート・ガバナンス原則に基づいて、運用し、議決権を行使の指図を行っている。決定権限はカルパースにある。

3 本テーマが取り上げられてきた会議体・報告書・コード

(1) 実質株主の株主総会出席が取り上げられた会議

信託銀行等の名義で株式を保有する機関投資家等の実質株主が株主総会に出席することを希望する場合、出席するだけでなく、名義株主である信託銀行に代わって自ら議決権を行使することを希望する場合には、上場会社ができるように対応すべきかについて、様々な会議で議論され、報告書やコードに取り上げられている。

(2) 伊藤レポート「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」プロジェクト エクト「最終報告書」(二〇一六年八月六日公表)

二〇一六年八月六日、経済産業省から発表された「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」プロジェクト「最終報告書」、いわゆる伊藤レポートにおいても、実質株主の株主総会への出席や実質株主との対話についての以下の言及がある。「諸外国では、株式を直接保有する株主と、信託銀行等名義株主を通じて保有する機関投資家等の実質株主が株主総会で同等に取り扱われる。これに対して、日本では、実質株主の議決権行使は代理行使として認められているものの、株主総会への出席権や株主提案権について

は、名義株主と同等の権利は与えられていない点が指摘された。」

「さらに、実質株主を制度として正確に把握できない企業側としては、実質株主から議決権行使結果と、反対した場合の理由を教えてほしいとの意見もある。」

(3) コーポレートガバナンス・コード(二〇一五年三月五日公表、二〇一五年六月一日適用)

東京証券取引所では、二〇一五年三月五日公表の「コーポレートガバナンス・コード原案」を受けて、「コーポレートガバナンス・コード」を当取引所の有価証券上場規程の別添として定めた。コーポレートガバナンス・コードは、本年六月一日から適用されている。その中に以下の記述がある。

【原則1-2. 株主総会における権利行使】

1-2 ⑤ 信託銀行等の名義で株式を保有する機関投資家等が、株主総会において、信託銀行等に代わって自ら議決権の行使等を行うことをあらかじめ希望する場合に対応するため、上場会社は、信託銀行等と協議しつつ検討を行うべきである。」

(4) 経済産業省「持続的成長に向けた企業と投資家の対話促進研究会報告書」～対話先進国に向けた企業開

示と株主総会プロセスについて(平成二十七年四月二三日)

「日本再興戦略改訂二〇一四」に「持続的な企業価値の創造に向けた企業と投資家との対話の促進」が盛り込まれた。これを受け、経済産業省では「持続的成長に向けた企業と投資家との対話促進研究会」が立ち上げられ、本研究会の分科会として、「株主総会のあり方検討分科会」が置かれた。「株主総会のあり方検討分科会」では、

株主総会手続きに関係する様々な問題が議論されている。そのうちのひとつとして、実質株主の株主総会出席について議論された。そして、「株主総会のあり方検討分科会」における議論等を踏まえ、研究会は、平成二七年四月二三日、「持続的成長に向けた企業と投資家の対話促進研究会報告書」を発表した。

本報告書の内容は多岐に渡るが、ここでも実質株主の株主総会出席についての記述がある。「機関投資家が保有する株式の名義は、一般的に（自らの名義で保有する場合以外）資産管理機関としての信託銀行となっており、これが法的に株主総会に出席（株主総会における議決権等の権利を行使）できる株主である。したがって、運用機関（投資顧問等）の議決権の指図は、名義株主に対して行われている。」

「本研究会においては、名義株主でない機関投資家等から株主総会への参加要請があった場合、企業側に基本的な対応方針がない場合が多く、そうした投資家が参加できるか否か、どのようにすれば参加できるのかが不明確ではないかとの問題提起がなされた。」

「日本の会社の定款においては、一般的に株主総会に出席できる代理人を名義株主に限っている。したがって、企業側としては、名義株主以外の機関投資家を株主総会に出席させることに法的リスクを感じている面があるとの指摘がなされた。」

「企業側として株主との対話を促進する観点からは、機関投資家等が、自らが実質的な株主であり、かつ名義株主からの代理権授与を証明すれば、株主総会への出席を認めることが基本的な考え方ではないかとの問題提起があった。また、定款で代理人を株主に限る趣旨は株主総会の攪乱を防ぐことであり、株主総会を攪乱するおそれがない場合、代理人が株主ではなくとも株主総会に出席できると解釈できるのではないかとの指摘もなされた。」

「株主総会の実務では、企業は極めて慎重に対応するため、企業の自発的、自主的対応に任せるだけでは改善が進まない可能性がある。したがって、実務上、例えばどのような証明書類を実質株主が持参しなければならぬかなどを示すことで企業側の対応の混乱も防ぐことができるため、株懇等において何らかのガイドライン等の策定することが有用ではないかとの提案がなされた。」

4 「グローバルな機関投資家等の株主総会への出席に関するガイドライン」

(1) 「グローバルな機関投資家等の株主総会への出席に関するガイドライン」とは

前述のように多くの会議、報告書で、実質株主が株主総会に出席したいと申し出た場合の対応について、関係団体における実務上の対応についてのガイダンスの策定が望まれていた。「日本再興戦略改訂二〇一五」においても「名義株主以外のグローバルな機関投資家等が、株主総会に参加する上での企業の基本方針作りを円滑化するため、関係団体等においてガイダンスを本年末までに策定することを促す。」と述べられている。

これを受け、全国株懇連合会では、平成二七年一月一三日に「グローバルな機関投資家等の株主総会への出席に関するガイドライン」を発表した。

この中で、名義株主ではないグローバルな機関投資家をグローバル機関投資家等と定義した。そして、グローバルな機関投資家等が株主総会に出席する場合の論点や手続きを整理したガイドラインを策定した。

(2) 現行会社法ではどうなっているか

① 株主の代理行使と代理人資格

「グローバルな機関投資家等の株主総会への出席に関するガイドライン」では、現行会社法における関連規定を整理している。株主総会には、株主が出席し、議決権を行使することが原則である。信託契約には、受託者に議決権の指図権限がある契約があるが、この場合でも株主総会で株主の権限を行使できるのは名義上の株主である。

しかし、株主は代理人によっても議決権を行使することができる（会社法三二〇条一項）。そして、上場企業の多くは、定款で代理人を株主に限定している。このような代理人を株主に限定する定款規定は、有効とされている（最判昭和四三年一月一日民集二三卷一二号二四〇二頁）。

例えば、任天堂の定款には、以下の規定がある。

「〔議決権の代理行使〕第一八条 株主は、当会社の議決権を有する他の株主一名を代理人として、その議決権を行使することができる。」

定款に代理人資格を株主と限定しているにも係わらず、株主でない者が代理人として総会決議に加わった場合、決議取消事由となりうる（最判昭和四三年一月一日）。一方で、代理人の資格制限が及ばないことが明確な場合に代理行使を認めないことも、決議取消事由となりうる（東京地裁判昭和六一年三月三十一日判例時報一一八六号一三五頁、東京高判昭和六一年七月三〇日資料版商事法務三三二号五二頁）。

② 不統一行使

信託の場合や消費寄託等の場合には、会社法三二三条一項にある「他人のために株式を有する場合」に該当し、その有する議決権を統一しないで行使することができる。⁽³⁾ 信託契約には、委託者が議決権の指図権限を有する場合がある。

ところで、複数の信託契約を一つの口座で管理する場合、この口座をオムニバス口座という。オムニバス口座の一部の株式について、実質株主が議決権の指図権限を有する場合が生じる。この場合、議決権の不統一行使が行われる。議決権の不統一行使をする場合、株主は、株主総会の三日前までに不統一行使をすることその理由を通知しなければならない（会社法三二三条一項）。

(3) グローバル機関投資家等が株主総会に出席する四つの方法

ガイドラインの中で、現行会社法において、グローバルな機関投資家が株主総会に出席する方法を以下の四つに整理した。

ルートA 株主総会の基準日時点でA（実質株主）が一単元以上の株主の所有者となり、N（名義株主）名義株式に係る代理権をAに授与して総会に出席する方法

ルートB 会社側の合理的最良に服した上で、株主総会の当日に総会を傍聴する方法

ルートC 下記の「特段の事情」を発行会社に説明した上で、Nの代理人として総会に出席する方法

特段の事情 ①Aによる議決権の代理行使を認めても株主総会がかく乱され会社の利益が害されるおそれがなく、

②議決権の代理行使を認めなければ議決権行使が実質的に阻害されることとなる等、Aによる議決権行使を認

めるべき「特段の事情」

ルートD 発行会社かたとえば次のように定款規定を変更して、AがNの代理人として、その議決権を行使することを認める方法

〔議決権の代理行使〕

第〇条 株主は、当会社の議決権を有する他の株主一名を代理人

として、その議決権を行使することができる。

2. 前項の規定にかかわらず、定款第〇条に定める取締役会において定める株式取扱規程に従い、信託銀行等の名義で株式を保有し自己名義で保有していない機関投資家は、株主総会に出席してその議決権を代理行使することができる。〕

5 GPIFのアンケート

平成二八年四月七日、GPIF（年金積立金管理運用独立行政法人）は「機関投資家のスチュワードシップ活動に関する上場企業向けアンケート集計結果」を発表した。GPIFは資金提供者であり、直接議決権を行使する機関ではない。議決権の行使等を行うのは、委託運用会社である。スチュワードシップ・コードを受け入れるのは、運用会社である。GPIFは委託運用会社に対するアンケートを行っている。

図表6 機関投資家のスチュワードシップ活動に対する意見・要望

- 回答企業の約6割が日本版スチュワードシップ・コード導入後の機関投資家の変化を認め、経営戦略、ESGに関する質問が増えたことを肯定的に捉えている。
- 一方で、好ましくない変化として、実績作りのための形式的・画一的な質問が増えたことや経営者との面談を強要するケースが増えたことなどを挙げた企業も多い。
- 企業を取り巻く環境などを無視した一方的な提案もある。
- 機関投資家の変化として、好ましい変化、好ましくない変化ともに資本政策・資本効率に関する質問が増えたことを挙げた企業が多く、評価が分かれた。
- 企業側は、資本政策や資本効率に関しては、投資家ならではの示唆を期待している。
- 投資家の短期志向（ショート・ターミズム）に対する懸念から、中長期的な視点に立った対話や投資を求める声が目立つ。

(出所) GPIF 「機関投資家のスチュワードシップ活動に関する上場企業向けアンケートの集計結果の公表について」平成28年4月7日より

しかし、これだけでは、一方的な情報取扱いとなり公正性に欠けるため、投資先の上場会社に対して、アンケートを行った。

6 おわりに

日本の上場企業の大株主にグローバル・カストディアンや資産管理専用銀行の名前が挙がるようになって久しい。これらは名義上の株主であり、背後には、実質的な株主が存在する。更に、その背後には年金基金のような資金提供者が存在する。

名義株主の背後にいる実質株主から株主総会に出席したいとの申し出があった場合、発行会社はどのように対応するか。過半数の発行会社が、そのような場合の基本方針を定めていないとする調査結果がある。

近年、複数の会議体でこのテーマが取り上げられている。その中には、発行企業が基本方針を定めるべきであるとするものもある。これを受け、全国株懇連合会では、平成二七年一月一三日に「グローバルな機関投資家等の株主総会への出席に関するガイドライン」を発表した。

公的、私的年金基金や投資信託が資産管理銀行を名義株主として、株式に投資する、海外の投資家がグローバル・カストディアンを通じて株式を所有するという形態は今後も変化することはないであろう。

二〇一四年に策定されたスチュワードシップ・コードは、発行企業との対話を求めており、実質株主から発行会社に対して、インタビュー等が求められ、議決権の行使も今後は積極的に行われるものと考えられる。これまでもほとんどの会社で、実質株主は事前に総会への出席を求めてはこなかったが、株主総会への出席を希望する者も増加する可能性は否定できない。発行会社は、どのように対応すべきか事前に検討しておくべきである。

注

(1) 保管振替制度における株主を実質株主と呼んでいたが、振替制度に移行（株券電子化の実施）とともに、実質株主制度は廃止された。

(2) 経済産業省の株主総会プロセスの電子化促進等に関する研究会「株主総会の招集通知関連書類の電子提供の促進・拡大に向けた提言」企業と株主・投資家との対話を促進するための制度整備」二〇一六年四月二二日

(3) 会社法三二三条一項 株主は、その有する議決権を統一しないで行使することができる。

3 株式会社は、第一項の株主が他人のために株式を有する者でないときは、当該株主が同項の規定によりその有する議決権を統一しないで行使することを拒むことができる。

(ふくもと あおい・客員研究員)

証研レポート既刊目録

No.1685 (2014.8)	執筆者 クラウドファンディングの投資家と地理的分散 破綻処理と店頭デリバティブ ――括清算をめぐって― アメリカのA T S以外の取引所外取引の現状	松尾 伊豆 清水	No.1692 (2015.10)	執筆者 証券会社収入の変化をどう見るか 英国の投資型クラウドファンディング規制 預金封鎖・E L A・改革プログラム ――ギリシャ危機と「最後の貸し手」― 日銀の国債保有状況と国債市場の流動性 流動性の高い国債市場は如何にして形成されたか	二上 松尾 伊豆 志馬 中島
No.1686 (2014.10)	わが国証券業界の資本生産性 長期国債先物取引に対する行政処分勧告 ――アルゴリズム取引と相場操縦― 異次元緩和前の銀行の国債投資状況	二上 吉川 志馬	No.1693 (2015.12)	クラウドファンディングの世界的趨勢 豪州H F Tの実情 ――A S I Cによる調査報告書― 米国A T S (代替的取引システム) の透明性向上のためのS E Cルール提案 長期保有株主優遇策としての種類株式	松尾 吉川 清水 福本
No.1687 (2014.12)	なぜ国債発行市場は安定しているか 拡大するラップ口座 クラウドファンディングの可能性 アメリカの証券市場構造とH F T (高頻度取引)	中島 二上 松尾 清水	No.1694 (2016.2)	アドバイザリー化する証券ビジネス 揺れる異次元緩和の論理 リキャップC Bの発行情報と株価の反応 日本国債の格付け	二上 伊豆 志馬 黒沢
No.1688 (2015.2)	ネット取引と対面取引 異次元緩和における〈二年〉の意味 欧州H F Tの実情 ――E S M Aのデータ分析― 金融緩和と国債市場 ――金利変動に対する金融機関の取引スタイルの変化―	二上 伊豆 吉川 志馬	No.1695 (2016.4)	投資運用ビジネスにおける新たな動向 クラウドファンディングの拡大と多様化 英独取引所グループの経営統合合意 スチュワードシップ・コードの可能性	二上 松尾 吉川 梅本
No.1689 (2015.4)	日本再興戦略と株式市場 欧州H F Tの実情2 ――E S M Aのガイドライン・レビュー― 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― インフレ率目標〈2%〉の起源 貸株取引の決済制度改革	二上 吉川 坂下 春井 福本	No.1696 (2016.6)	マイナス金利導入後の金融資産市場の変化 内外証券投資の収益と残高 レバレッジE T Fと株式市場 ――二〇一六年一月の市場分析― 消費増税の先送りと改正特例公債法の成立	二上 伊豆 志馬 中島
No.1690 (2015.6)	わが国のクラウドファンディング規制の現状 金融危機と公的資金 株価指数先物の見せ玉注文 ――米国司法省による英国投資家訴追請求― 米国のティックサイズ拡大のためのパイロット・プログラム 米国企業の配当リキャップ (Dividend Recapitalization) ――リキャップC Bの原型―	松尾 伊豆 吉川 清水 志馬	No.1697 (2016.8)	証券会社の収入構成の変化について S E CによるI E Xの取引所承認決定 ――フラッシュ・ボイズは救世主か― 米国S E CによるレバレッジE T Fの規制提案 国債市場特別参加者制度と最近の国債市場 ――三菱東京U F J銀行の特別資格返上に関連して―	二上 吉川 志馬 築田
No.1691 (2015.8)	最近の投資信託市場の状況について 誤情報配信による不正取引 ――S E Cのブルガリア投資家訴追請求― ハイフリクエンシー・トレーディングの間接規制 ――プロップ・ファームをF I N R A会員へ― 国債決済期間の短縮とレボ市場の革新	二上 吉川 清水 中島	No.1698 (2016.10)	証券市場の新たな役割 英国のソーシャルレンディング ――最近の市場動向― 日銀の「新しい枠組み」を考える 金融の歯止めが利かない国債市場の謎	二上 松尾 伊豆 中島

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。

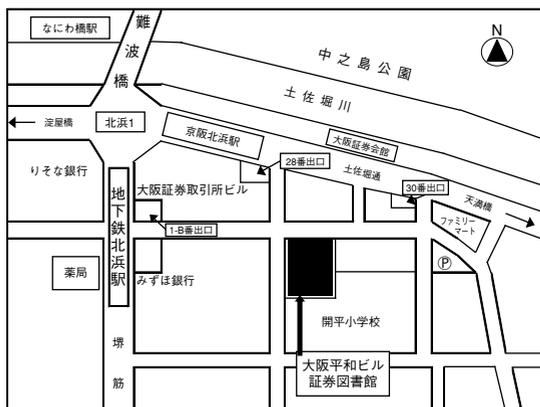
所在地 大阪市中央区北浜1-5-5 大阪平和ビル地下1階
TEL (06) 6201-0062

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。

証研レポート第一六九九号
二〇一六年十二月十二日発行
(偶数月第二月曜日発行)

2016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)