

**証 研**

# レポート

No.1705

---

2017年12月

わが国証券業界の回顧二〇年

二上季代司（1）

株主コミュニティ制度の現状と課題

松尾 順介（12）

モンテパスキ銀行の救済とベイルイン

伊豆 久（26）

ブローカー・ディーラーの注文回送について

清水 葉子（34）

# わが国証券業界の回顧二〇年

一二上季代司

先月（十一月）の二四日は、旧大手四社の一角を占めた山一証券が自主廃業を決断した日である。あれから満二〇年が経過した。これにちなんで、新聞や雑誌等では当時の出来事や山一証券元従業員の後を紹介する記事や書物が散見された。<sup>(1)</sup>

ところで、山一の破綻がいまなお我々の胸に深く刻まれている理由は、それが衝撃的な事件であったというだけではないだろう。この二〇年を振り返ってみると、あの時を境に、わが国証券会社の業界構造が大きく変わったことに気づかされるからである。

第一に、この時期を境に新規参入と退出が活発となった。

一九九〇年のバブル崩壊以後、免許制の運用が弾力的となり、徐々に新規参入が始まりつつあったが、一九九七年に入って小川証券、三洋証券、山一証券と証券会社の破綻が相次いだこと、九八年二月の「金融システム改革法」（いわゆる日本版ビッグバン）により、証券業の開業規制が「免許制」から「登録制」へと切り替えられたこと等の事実が重なって、証券会社の新規参入と退出が一気に活発となったのである。つまり、わが国の証券業界は、護送船団行政の保護がなくなって新陳代謝が機能する「普通の」業界に変わったのである。

第二に、このころから、証券会社の業務内容が多様化し始めた。

一九九二年に証券取引法が改正されて、兼業規制が一部緩和されたが、九八年の登録制移行と同時に「専業義

務」すなわち「兼業規制」そのものが撤廃された。また店頭デリバティブやP.T.S（私設取引システム）等の新しい業務も証券業に追加された。加えて、株式委託手数料が自由化されて、いわゆる「ネット証券」と呼ばれる新たな業態が現れた。こうして、一九九〇年代後半から多様なビジネスモデルをもつ他業界からの証券業参入が相次いだ。これと並行して、既存証券会社の間でも業務や提供商品・サービスの多様化が急速に進展した。

一言でいえば、九〇年代末を境に、わが国証券業界において競争のやり方が根本的に変わったのである。競争の舞台（提供する商品やサービス）は広くなり多様なビジネスが展開される一方、競争の主役は絶えず交代のリスクにさらされるようになった（活発な参入と退出）。

そこで、証券関係者にとつての実践的な関心事項は、広い舞台のどの分野を業務分野と定め、誰を競争相手にどのようなビジネスを展開すべきか、という点であろう。そのためには、まず、この間の新規参入と退出が、どのような属性の業者によって担われたのか。この結果、どのようなビジネスが伸長し、あるいは縮小しているか、といった点について事実経過を整理してみる必要があるだろう。

## 1 参入と退出の状況

そこでまず、この二〇年間につき「日本証券業協会」の新規加入と脱退の状況を見てみよう。証券会社は、証券業務を運営する上で協会に加入し、協会の自主ルールを遵守しなければならぬ。裏返せば、協会への加入と脱退の状況は、証券業務への新規参入と退出の状況を反映していることになる。すなわち、証券会社としての登録と協会への加入、自主廃業や登録取消しは協会からの脱退と同義である。

もっとも、二〇〇七年九月施行の「金融商品取引法（以下、金商法と略）」により、協会定款が変更され加入

要件が「証券会社」から「第一種金融商品取引業者」へと変更されたこと等により、以前とは異なる事情が出てきた（後述）。そこで、この前後で二つに分けた参入・退出状況の表を作成してみた。図表1-1、1-2がそれである。

図表1-1は、金融監督庁が発足した一九九八年（平成一〇年）七月から金商法が施行される直前の二〇〇七年（平成一九年）六月までの九年間を対象期間にしたもので、退出は一七二社（自主廃業等九四、合併・事業譲渡七七）、参入一九八社で二七社の増加である。年平均一九社が退出し、二二社が参入した勘定になる。

他方、二〇〇七年四月から二〇一七年三月までの一〇年間をみると、退出は一三九社（自主廃業等六一、合併・事業譲渡等六一、登録取消し九、変更登録八、組織変更二）、参入は九一社（新規登録六八、変更登録一六、組織変更三、協会加入四）で四八社の減少となっている。年平均で一四社が退出し、九社が参入した勘定となっている。退出と参入の頻度が少なくなってきたこと、とりわけ新規登録の数が減少している。この結果、二〇年間の前半では参入が退出を上回り、後半ではそれが逆転している。

金商法が施行された二〇〇七年前後を境にして、協会への加入と退出に関連していくつかの変化があった。第一は、証券業を主たる業務としない業者が増えてきたことである。

協会へ加入するためには、「第一種金融商品取引業」としての登録をする必要がある。しかし、登録したからといって証券業を実際に営む必要はないようである。実際、協会員の中には、ほとんど証券業務を営んでいない業者もある。したがって、その業務収入として、委託手数料、引受手数料、募集手数料や証券売買益がゼロの業者もいるのである。こうした業者の収入の多くは「その他手数料」や「その他営業収益」、「証券以外の（たとえば外為）」売買益からなっている。投信やファンドの組成業者である「投資運用業」の登録業者があらためて

図表 1-1 参入・退出の状況——平成10（1998）年7月～平成19（2007年）6月まで

|     | 平成10年度              | 平成11年度 | 平成12年度 | 平成13年度 | 平成14年度 | 平成15年度 | 平成16年度 | 平成17年度 | 平成18年度 | 累計  |
|-----|---------------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|-----|
| 参入  | 新規登録（免許を含む）         | 29     | 30     | 26     | 14     | 14     | 7      | 13     | 43     | 198 |
|     | うち外国証券              | 7      | 9      | 4      | 2      | 4      | 1      | 3      | 2      | 32  |
| 退出  | 合併（事業譲渡含む）          | 31     | 21     | 23     | 18     | 28     | 17     | 7      | 11     | 171 |
|     | うち外国証券              | 15     | 7      | 14     | 7      | 10     | 7      | 4      | 8      | 77  |
|     | 自主廃業<br>（登録取り消しを含む） | 0      | 0      | 4      | 0      | 0      | 0      | 0      | 5      | 14  |
| 純増減 | うち外国証券              | 16     | 14     | 9      | 11     | 18     | 10     | 3      | 3      | 94  |
|     | うち外国証券              | 1      | 9      | 5      | 4      | 10     | 5      | 3      | 1      | 38  |
|     | -2                  | 9      | 3      | -4     | -14    | -10    | 6      | 32     | 7      | 27  |
|     | 6                   | 0      | -5     | -2     | -6     | -4     | 0      | -4     | -5     | -20 |

(注) 1. 年度は金融監督庁（現金融庁）の事業年度。当年7月～翌年6月までの1年間  
 2. 平成10年度については、11月までは免許14社、12月以降は登録15社。  
 (出所) 白書「金融監督庁の1年」および「金融庁の1年」各年版より作成

図表 1-2 参入・退出の状況——平成19（2007）年4月～平成29（2017年）3月まで

|     | 平成19年度     | 平成20年度 | 平成21年度 | 平成22年度 | 平成23年度 | 平成24年度 | 平成25年度 | 平成26年度 | 平成27年度 | 平成28年度 | 合計  |
|-----|------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|-----|
| 参入  | 24         | 18     | 7      | 10     | 1      | 3      | 5      | 5      | 6      | 12     | 91  |
|     | 新規登録       | 21     | 11     | 7      | 6      | 1      | 3      | 3      | 4      | 2      | 68  |
| 内訳  | 変更登録       | 1      | 6      | 0      | 2      | 0      | 2      | 0      | 0      | 3      | 16  |
|     | 組織変更       | 2      | 1      | 0      | 0      | 0      | 0      | 0      | 0      | 0      | 3   |
|     | 0          | 0      | 0      | 2      | 0      | 0      | 0      | 1      | 1      | 0      | 4   |
| 退出  | 10         | 15     | 24     | 19     | 17     | 29     | 7      | 4      | 9      | 5      | 139 |
|     | 合併（事業譲渡含む） | 3      | 6      | 12     | 10     | 5      | 2      | 2      | 3      | 3      | 59  |
| 内訳  | 自主廃業       | 4      | 6      | 11     | 8      | 7      | 12     | 2      | 4      | 2      | 61  |
|     | 登録取り消し     | 1      | 1      | 0      | 0      | 3      | 0      | 0      | 1      | 0      | 9   |
|     | 1          | 1      | 1      | 1      | 2      | 1      | 0      | 0      | 1      | 1      | 9   |
|     | 1          | 1      | 0      | 0      | 0      | 0      | 0      | 0      | 0      | 0      | 8   |
|     | 1          | 1      | 0      | 0      | 0      | 0      | 0      | 0      | 0      | 0      | 8   |
| 純増減 | 14         | 3      | -17    | -9     | -16    | -26    | -2     | 1      | -3     | 7      | -48 |

(注) 1. 年度は当年4月～翌年3月。平成19年4月～6月は図表1-1と重複する。  
 2. 対象は「第1種金融商品取引業」であつて、かつ「有価証券関連業」の登録業者である。  
 (出所) 「金融庁の1年」各年版および日本証券業協会「協会員の移動状況等」により作成

「第一種金融商品取引業」の登録をして、証券業協会に加盟するような事例が最近増えてきたのである（これが変更登録による参入である）。

他方、協会から脱退する場合には、以前は会社を清算する場合が多かった。しかし、証券業は廃業して登録を抹消するが、会社は存続し、「第二種金融商品取引業」や「投資助言業」へ変更登録する事例も目立ってきた。一九九八年の登録制と同時に導入された專業義務の撤廃（兼業の原則自由）によって、証券業の登録をしても、それ以外の業務を主とする業者が出現することは予想されたことではあるが、金商法施行以来、目立ってそうした事例が増えてきたのである。

第二の変化は、外国証券会社の国内法人化である。金商法施行にともない「外国証券業者法」も金商法に統合され、外国証券会社も第一種金融商品取引業者となった。これ以降、白書『金融庁の一年』は登録状況の記述については国内証券と外国証券の区別を行っていない。他方、証券業協会による外国証券会社の定義（「外国法人」の協会員）は、設立根拠法に基づいている。すなわち、海外の法律に準拠して設立された証券会社が国に進出する場合には、「支店」形態での進出となるため外国証券会社東京支店を「外国法人」の協会員と定義している。しかし、国内法人化により、外国証券会社東京支店はほとんどなくなり、二〇〇六年（平成一八年）三月末には三九社であったものが、一年後には三三社と減り、本年一二月末現在、わずか一〇社となっている。ゴールドマン・サックスをはじめとして海外の主要な大手投資銀行はわが国では現地法人の形態に代わっており、協会の定義からすると国内法人とされる。しかし、外資系証券会社の営業分野はホールセールが主であり、その経営戦略や営業手法については親会社によるガバナンスが働いて、明らかに国内証券とは異なる態様をとっている。

そうであれば、冒頭でみたように、多様化する業務分野の中で、どの業務分野において、どの属性の業者が競

争し、どちらがコンプライアンスを適切に遵守しつつ効率的な業務展開を行っているのか、その結果、どの属性の業者のビジネスモデルが生き残っているのか、といった課題を検討する場合には、株主構成から外国証券であるかどうかを判断すべきであろう。

## 2 業者の類型化

そこで、証券業協会に加入する協会員について、開示資料、ホームページ、各種新聞雑誌などから、①主たる業務と②株主構成を特定し、これに③規模別、④地域（本店所在）別の分類基準を加えて、類型区分してみた。このうち、①は業務多様化に関連してどの業者がどの業者によって担われているかをみるためである。また②は、業務拡大・撤退・選択等の経営戦略や財務政策において株主によるガバナンスがどのように作用しているかをみるためである。

上場証券の場合は「市場規律」が働くであろうが、非上場の場合には、大株主の属性（外資系、メガバンク系、地銀系、オーナー系）によって経営戦略などが左右されると考えられる。なお、持株会社グループでは、単体ベースで非上場であってもグループの支配的な子会社の場合には「上場証券」に含めている。

このほか、③は国内証券、外資系証券ともに規模的に大きな格差があることから分類基準に加えたものである。④は、中小証券には地元営業基盤を限定する業者が多く、競争エリアが特定されていることから地域別に類型区分しておいた方がよいからである。

以上の類型化の分類基準を用いて、一年ごとに類型化を行ってみた。このうち図表2-1は、金商法施行直前そしてリーマン・ショック以前の二〇〇七年三月末時点の類型分類表である。他方、図表2-2は、直近の二〇

表2-1 類型分類表 (2007年3月末)

| 類型          | 社数                     | 伝統的証券<br>ビジネス | 非伝統的<br>ビジネス |
|-------------|------------------------|---------------|--------------|
| 独立系<br>大手   | 5                      | 4             | 1            |
| 銀行系         | 15                     | 15            | 0            |
|             | メガバンク系                 | 7             | 0            |
|             | 地銀系                    | 5             |              |
|             | その他銀行系                 | 3             |              |
| 上場証券        | 16                     | 16            |              |
| 外資系         | 69                     | 47            | 22           |
|             | 投資銀行<br>(従業員上位10社)     | 12            |              |
|             | 資産運用・ファンド・<br>証券化・金融仲介 |               | 17           |
|             | ネット                    |               | 1            |
|             | FX                     |               | 1            |
|             | PTS                    |               | 3            |
|             | 中堅・中小                  | 35            |              |
| 中堅・<br>中小証券 | 143                    | 143           |              |
|             | 東京                     | 57            |              |
|             | 関東甲信越                  | 12            |              |
|             | 大阪                     | 12            |              |
|             | 関西(大阪除く)               | 13            |              |
|             | 中部東海                   | 18            |              |
|             | 北陸                     | 11            |              |
|             | 中国                     | 6             |              |
|             | 四国                     | 6             |              |
|             | 九州・沖縄                  | 4             |              |
|             | 北海道・東北                 | 4             |              |
| 日系<br>非伝統的  | 60                     |               | 60           |
|             | 資産運用                   |               | 1            |
|             | ファンド組成                 |               | 8            |
|             | 証券化・流動化                |               | 6            |
|             | ネット                    |               | 11           |
|             | FX                     |               | 17           |
|             | PTS                    |               | 5            |
|             | そのほか証券関連業              |               | 9            |
|             | そのほか                   |               | 3            |
| 合計          | 308                    | 225           | 83           |

(注1) 外資系業者には、国内法人化のため準備会社を登録し、登録が2重になっている業者が5社ある。このため、大手投資銀行12社は実質10社、中堅中小証券は実質32社、会員業者総計は実質303社となる。

(注2) 「その他証券関連業」はプライベートエクイティ業6社、金融仲介受託業2社、店頭デリバティブ業2社。ICAP東短はここには含まない。

(注3) インスティテュート(PTSと重複)は独立系大手の「非伝統的ビジネス」にカウントし、PTSには含めていない。ICAP東短(店頭デリバティブと重複)はPTSに含め、その他証券関連業には含めていない。

(注4) シテイグループによる日興コーディアルのTOBは短期間で三井住友銀行へ売却されたため、「外資」に含めず独立系大手に含む。

表2-2 類型分類表 (2016年3月末)

| 類型          | 社数                     | 伝統的証券<br>ビジネス | 非伝統的<br>ビジネス |
|-------------|------------------------|---------------|--------------|
| 独立系<br>大手   | 3                      | 2             | 1            |
| 銀行系         | 23                     | 22            | 1            |
|             | メガバンク系                 | 5             | 1            |
|             | 地銀系                    | 14            |              |
|             | その他銀行系                 | 3             |              |
| 上場証券        | 16                     | 16            |              |
| 外資系         | 64                     | 35            | 29           |
|             | 投資銀行<br>(従業員上位10社)     | 10            |              |
|             | 資産運用・ファンド・<br>証券化・金融仲介 |               | 21           |
|             | ネット                    |               | 3            |
|             | FX                     |               | 3            |
|             | PTS                    |               | 2            |
|             | 中堅・中小                  | 25            |              |
| 中堅・<br>中小証券 | 83                     | 83            |              |
|             | 東京                     | 20            |              |
|             | 関東甲信越                  | 9             |              |
|             | 大阪                     | 8             |              |
|             | 関西(大阪除く)               | 9             |              |
|             | 中部東海                   | 13            |              |
|             | 北陸                     | 8             |              |
|             | 中国                     | 3             |              |
|             | 四国                     | 6             |              |
|             | 九州・沖縄                  | 4             |              |
|             | 北海道・東北                 | 3             |              |
| 日系<br>非伝統的  | 60                     |               | 60           |
|             | 資産運用                   |               | 5            |
|             | ファンド組成                 |               | 10           |
|             | 証券化・流動化                |               | 6            |
|             | ネット                    |               | 9            |
|             | FX                     |               | 16           |
|             | PTS                    |               | 7            |
|             | そのほか証券関連業              |               | 2            |
|             | そのほか                   |               | 5            |
| 合計          | 249                    | 158           | 91           |

(注1) 野村フィナンシャル・プロダクツ・サービス(店頭デリバティブと重複)は独立系大手の「非伝統的ビジネス」に、またみずほグローバル・オルタナティブ・インベストメントメンツ(資産運用と重複)はメガバンク系「非伝統的ビジネス」にカウントし、日系非伝統的ビジネスの該当分類には含めていない。

一六年三月末時点の類型分類表である（二〇一七年三月期の類型化の作業は未完成のため前年のものを用いている）。

ここで若干の説明を加えておこう。二〇一六年三月末の「独立系大手」とは野村、野村フィナンシャル・プロダクト・サービス、大和の三社、「メガバンク系」とはS M B C日興、三菱U F Jモルガンスタンレー、みずほ、S M B Cフレンド、三菱U F JモルガンスタンレーP B、みずほグローバル・オルタナティブ・インベストメンツである。二〇〇七年三月末時点における「独立系大手」および「メガバンク系」は統合前の母体会社を含めている。

また、第一種金融商品取引業の登録をしていながら、証券業を主たる業務としない業者は「非伝統的ビジネス業者」として分類している（資産運用、ファンド組成や証券化、外為証拠金F X業務）。また証券業ではあるが、比較的新しい業務（P T S、店頭デリバティブ業務、プライベートエクイティ業務、金融商品仲介受託業務など）や新しい形態のサービス（ネット証券）を提供している業者も「非伝統的ビジネス業者」に含めている。さて、これを見ると、リーマン・ショックのような相場の激変にさらされつつ参入・退出が繰り返された結果、二〇〇七年三月末時点と比較して社数が増えたものは、地銀系証券、資産運用やファンド組成を主たる業務とする業者である。逆に社数が大きく減った類型は、中小証券（とりわけ東京本店）である。

### 3 収入構成の変化

次に観点を変えて、この間の収入項目の推移を見ておこう。図表3は、証券会社の売上高に相当する純営業収益の推移とその構成項目の割合をみたものである。これによると、一九九八年三月期から前半一〇年間の純営業

収益は、年平均二兆四五百億円、後半は三兆九百億円で、後半の方が多くなっている。しかし社数は減少気味である。

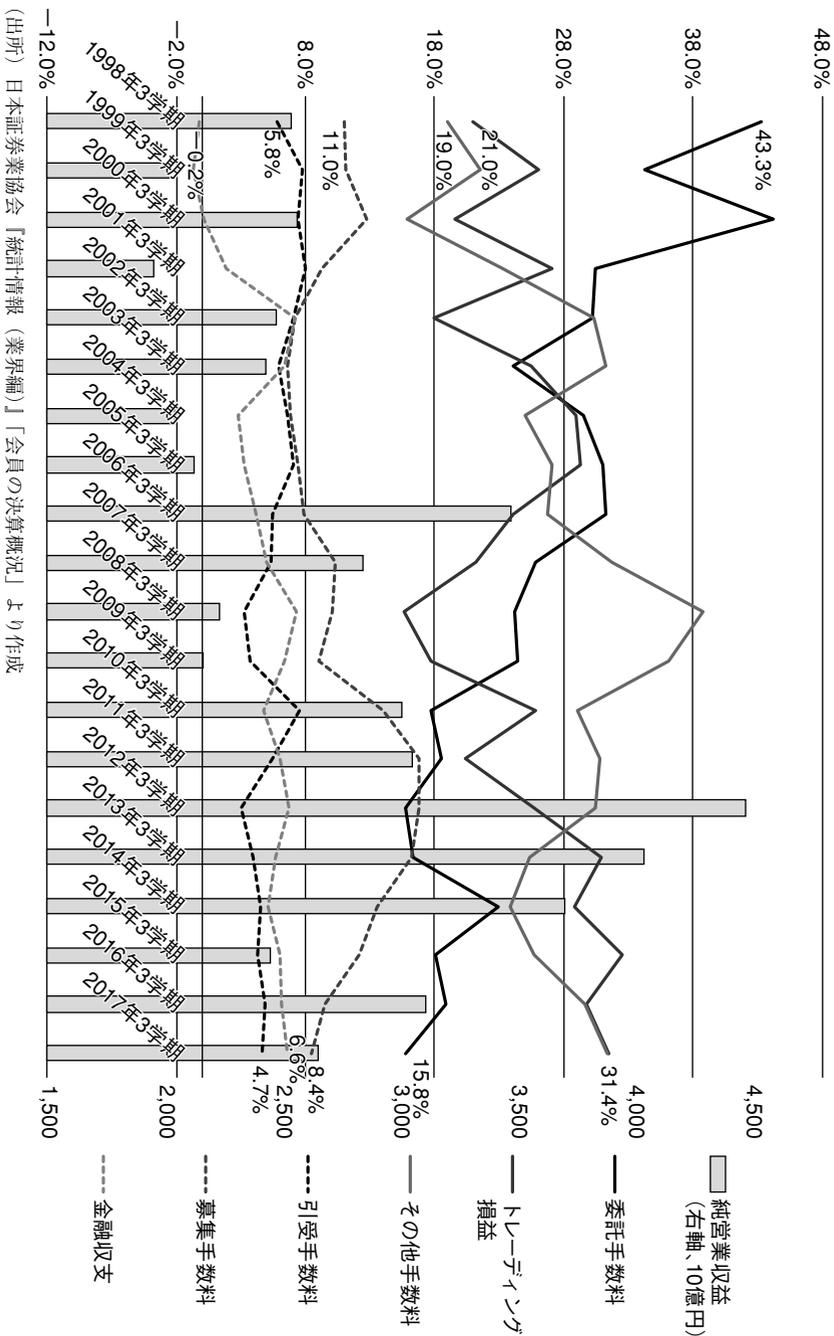
収入項目をみると、委託手数料は四三・三％から一五・八％へ一貫して低下している。この間、株式委託売買高は増えていたのだから、この低下はもっぱら手数料率の低下による。これに対し、著しく増えたのは、「その他手数料（一九％から三一・四％）」、「トレーディング損益（二二％↓三一・四％）」である。

このほか、他の収入項目についてみると、募集手数料が増加している点が注目される。もともと、募集手数料はほとんど投信販売から得られるもので、その収入としては募集手数料の他に代行手数料もあるため、これを一体的に検討する必要がある。そして代行手数料は「その他手数料」に含まれるため、いずれにしても、子細に検討すべきは「その他手数料」ということになる。

「その他手数料」は、委託・引受・募集以外から得られる手数料収入であり、その源泉となる業務としては、①本来業務では有価証券等管理業務、店頭デリバティブ取引、②付随業務ではM&Aなどの助言・仲介、投信の代行業務、レポ取引の仲介、③届出業務では保険販売等、④承認業務では、親会社への顧客紹介や支援業務、兼業ではファンド組成販売や取引所FXの委託など第二種金融商品取引業や投資助言・代理業および投資運用業などがある。

つまり、「その他手数料」のウェイトが高まるということは、証券会社の「業務多様化」を意味しているわけである。また、本来業務においても、日本株のみならず外国株の取り扱いが増えており、インターネットをツールとし手数料を大幅に割り引いたネット証券の提供する受発注・執行サービス等の新しいサービスも拡大している。

図表3 純営業収益に占める各収入項目の割合



(出所) 日本証券業協会『統計情報(業界編)』「会員の決算概況」より作成

そこで、こうした多様な業務、商品、サービスが、どのような業者によって担われているか、その結果、証券界のどの業務分野にどのような競争が持ち込まれ、既存の業者はどのような対応を取っているのか、といった問題が提起されるのである。

これを明らかにするためには、個社の業務収入と取引状況の細目を先に分類した類型ごとに集約し、その類型ごとの収入項目の伸長度合いと純営業収益に占めるウェイトをみる必要があるが、紙面も尽きた。この調査はなお途上にあるが、その結果の公表は別の機会に譲りたい。<sup>(3)</sup>

#### 注

(1) 特集「山一・拓銀破綻から二〇年―バブルで日本は何を失ったか―」週刊『ダイヤモンド』二月二五号。清武英利『空あかり 山一證券 ッしんがり ッ百人の言葉』講談社、二〇一七年一月。

(2) その第一歩は、一九九二年の金融制度改革法であった。その後の三年間（九三～九五）で合計一九社の新規参入を見た。しかしこれらは、すべて銀行の証券子会社である。

(3) 限られたものであるが、二〇一四年度決算を用いて、類型ごとの各収入項目のシェアや純営業収益に占めるウェイトを明らかにして、収益面に反映した業務の多様化がどの業者によって担われ、各業務分野ではどの業者が競争関係にあるかの一端を検討したことがある（拙稿「証券会社経営分析について」、同「証券会社経営分析の資料」日本証券業協会、二〇一六年六月、<http://www.jtda.or.jp/shiryo/chousai/files/160622keiteibunseki.pdf>）

(にかみ きよし・主任研究員)

# 株主コミュニティ制度の現状と課題

松尾 順介

はじめに

本誌一七〇三号（二〇一七年八月）の拙稿「非上場株式および「TOKYO Pro Market」において、株主コミュニティ制度に関する取組として、今村証券の取組を紹介した。その後、同制度については、一月八日、日本証券業協会主催の「株主コミュニティ制度フォーラム」が開催され、筆者はパネルディスカッションの司会を担当し、各分野の講演者、パネラーの方々から多くの知見を賜る機会を得るとともに、このフォーラムと相前後して、同制度の関係者にインタビューをさせていただく機会も得ることができた。そこで、本稿では、引き続き株主コミュニティ制度の取組について、その現状と課題を考察する。

## 1 株主コミュニティ制度の現状

周知のように、株主コミュニティ制度は、二〇一五年五月、日本証券業協会によって創設され、運営されている。

この制度の要点は、①証券会社が非上場株式の「株主コミュニティ」を組成する、②当該株式に投資しようとする投資家がそのコミュニティに参加する、③株主コミュニティを組成・運営する証券会社は、日証協による指

定を受ける、④証券会社は株主コミュニティに参加している投資家に対してのみ勧誘可能、⑤株主コミュニティ

への参加の勧誘不可、というものである<sup>(1)</sup>。

同協会では、株主コミュニティの参加者としては、「その会社の役員、従業員、その親族、株主、継続的な取引先といった会社関係者のほか、新規成長企業等への資金供給により成長を支援する意向のある投資家や、地域に根差した企業の財・サービスの提供を受けている（又は受けようとする）ことから株主優待を期待する方などの非上場株式の取引意向のある方<sup>(2)</sup>」を想定している。

また、同協会の資料では、株主コミュニティ制度の利用場面として、①地元企業（鉄道・バス会社など）の株主優待がほしい、②相続した非上場株式を売却したい、③非上場会社において事業承継を行いたい（同制度を利用して、証券会社を通じて事業承継を行う）、④非上場会社として資金調達を行いたい、⑤株式投資型クラウドファンディングで発行された株式を取引したいという場面を挙げている<sup>(3)</sup>。

したがって、同制度は、必ずしも成長企業への資金調達だけを目的としたものではなく、二〇一八年に廃止予定のグリーンシート制度の受け皿という側面もあると考えられるが、証券市場のすそ野の拡大を企図している制度ととらえることができる。

なお、この市場の約定数量および金額の推移は、以下の通りである（図表1参照）。

次に、同制度の売買回転率（株数ベース）は、以下である（図表2参照）。

これらのデータからも明らかのように、同制度の現状は、①約定数量・金額は増加しているものの、まだ低位にある。②売買回転率はかなり低位にある、③銘柄数も少ない、④参加者数が少ない銘柄が目立っている、という点である。ただし、⑤株主コミュニティとグリーンシートの売買代金を比較すると、ほぼ前者が後者を上回るようになっている（図表3参照）。

図表1 株主コミュニティ制度における証券会社別約定数量および金額の推移

|                 | 今村証券(H27.8.28指定) |             | 島大証券(H27.10.26指定) |             |
|-----------------|------------------|-------------|-------------------|-------------|
|                 | 約定数量(株)          | 約定金額(円)     | 約定数量(株)           | 約定金額(円)     |
| 2015年           | 21,730           | 42,420,000  | 13,062            | 28,729,185  |
| 2016年           | 157,214          | 298,557,900 | 188,086           | 142,456,862 |
| 2017年(11月10日現在) | 156,050          | 341,580,500 | 212,624           | 148,938,004 |
| 計               | 334,994          | 682,558,400 | 413,772           | 320,124,051 |

|                 | みらい証券(H28.6.17指定) |           | 計       |               |
|-----------------|-------------------|-----------|---------|---------------|
|                 | 約定数量(株)           | 約定金額(円)   | 約定数量(株) | 約定金額(円)       |
| 2015年           | —                 | —         | 34,792  | 71,149,185    |
| 2016年           | 6,000             | 585,000   | 351,300 | 441,599,762   |
| 2017年(11月10日現在) | 34,022            | 6,252,000 | 402,696 | 496,770,504   |
| 計               | 40,022            | 6,837,000 | 788,788 | 1,009,519,451 |

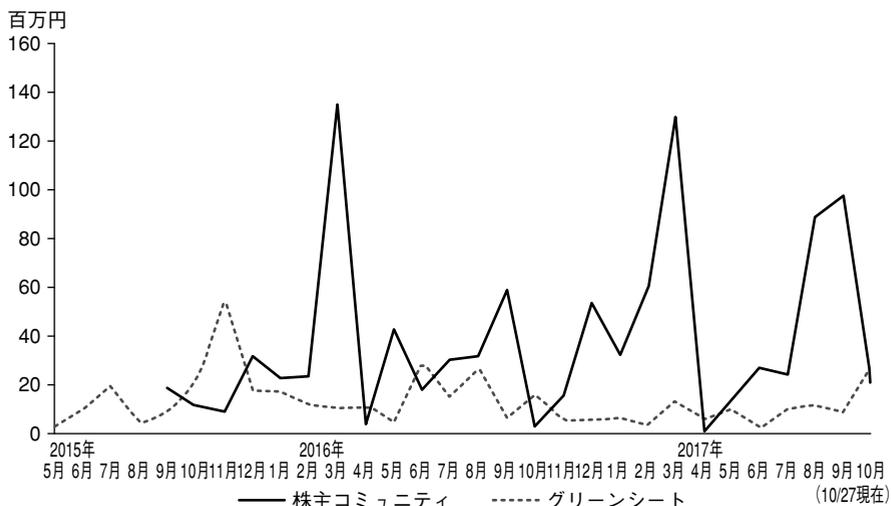
(出所) 日証協のデータによる。

図表2 株主コミュニティ制度銘柄の売買回転率

| 年     | 発行済株式数      | 回転率(%) |
|-------|-------------|--------|
| 2015年 | 311,450,739 | 0.01   |
| 2016年 | 314,998,359 | 0.11   |
| 2017年 | 318,306,959 | 0.08   |

(注) 発行済株式数の計算については、一般に流通していない種類株は除いた。  
(出所) 日証協データと各社の開示書類より作成。

図表3 株主コミュニティとグリーンシートの売買代金の比較



(出所) 山内公明「株主コミュニティ制度について」(日本証券業協会主催「株主コミュニティ制度フォーラム」2017年11月8日、配布資料)、29頁。

このような課題を今後どのように克服し、存在感のある市場へと発展させていくのが課題である。特に、銘柄数が少ないという点は、それゆえに周知性が低く、新規銘柄が増加しない要因となり、逆にそのために、周知性が低いままに推移するという悪循環を生みだしているように思われる。したがって、まず銘柄数の増加が優先課題と思われる。

## 2 証券会社の取組

現在、この制度に関する取組を進めているのは、今村証券、島大証券、みらい証券の三社である。このうち今村証券の取組については、すでに紹介したので、本稿では割愛し、その後インタビューする機会を得た、みらい証券の取組を紹介する。

みらい証券株式会社は、一九九八年、日本アジア投資株式会社の一〇〇%子会社として設立された。設立当時の名称は、未来証券株式会社であり、二〇〇八年に現在の名称に変更している。同社は、創業者である故今原禎治氏（名誉会長）のジャフコおよび日本アジア投資の株式上場の実績をもとに、日本におけるプライベート・エクイティ市場を育てるべく設立された。したがって、同社はプライベート・エクイティ業務のパイオニアとして、各ステージの企業に対して、成長資金を供給するとともに、資金調達や株主構成に関するアドバイザリー業務を行っている。具体的には、アドバイザリー／アレンジメント業務（M&Aアドバイザリー、公募・私募の資金調達アレンジメント）、資本政策に関するコンサルティング、IPOコンサルティング、資産証券化やオフバランス化のアレンジメント）、未上場株式流動化／二次買取（未上場株式・社債の流動化サポート業務、セカンダリー投資ファンドの運営業務）、MBO／企業再生（資金提供・投資事業組合の組成、アレンジメント）、IPO（引

受およびコンサルティング)、グリーンシート指定(グリーンシート銘柄の審査手続、届出、募集・売出、売買)、さらに株主コミュニティの運営である。

同社では、現在五社の株主コミュニティの取扱いを行っている。同社の取扱い銘柄は、図表4の通りである。なお、これら五社のうち、武井工業所はフェニックス銘柄、旅籠屋および三国商事は、グリーンシート銘柄の指定を受けた経験を有しているが、他の二社はフェニックス銘柄およびグリーンシート銘柄以外の銘柄であり、この点が同社の特徴であり、実質的に初の株主コミュニティ運営会社であるという自負を持っている。

同社が株主コミュニティ制度の運営に取り組む背景として、日本の株式市場が構造的に逆ピラミッドになっていることが挙げられる。ここでいう逆ピラミッドとは、東証一部の上場銘柄数に比して、ベンチャー市場とされるマザーズやジャスダック銘柄数はその半分程度となり、TOKYO Pro Marketや株主コミュニティ制度の銘柄数は、取るに足らない数字となっている。これは、アメリカや中国の市場構造がピラミッド型であり、裾野が広がっているのと対照的であることが指摘される。同社は、このような構造を少しでも変化させることを企図しており、その潜在的なニーズは十分存在すると判断している。

同社によれば、国内のベンチャー・キャピタルの投資額は、欧米に比して少ないだけでなく、その投資先の約七割は上場できず、いわば「塩漬け」状態に陥っている。さらに、創業者や経営者に対して株式買戻しを要求するような場合さえ散見されるという。このような投資先企業が株主コミュニティ制度を利用すると、同制度の市

図表4 みらい證券の株主コミュニティ運営状況  
(2017年11月10日現在)

| 銘柄名       | 組成日        | 参加者数 |
|-----------|------------|------|
| 株式会社武井工業所 | 2016年7月1日  | 255  |
| 株式会社旅籠屋   | 2016年9月23日 | 240  |
| 株式会社Kips  | 2017年4月10日 | 31   |
| 日商平野株式会社  | 2017年6月1日  | 1    |
| 三国商事株式会社  | 2017年10月1日 | 42   |

(出所) 日本証券業協会、<http://market.jsda.or.jp/shiraberu/kabucommunity/toriatsukai/index.html>

場規模は飛躍的に拡大すると予想される。具体的には、各県で二社が同制度を利用すると、全国合計一〇〇社に達し、一定の存在感を持つようになる。さらに、この中から上場企業が出るようになる。投資家の注目度も高まるようになる。

同社では、株主コミュニティ組成によるメリットとデメリットを次のようにまとめている（図表5参照）。

同社は、株主コミュニティの開始の手続について、次のように説明している。

- ① みらい証券による審査・実在性、財務状況、監査状況、法令順守状況など
- ② 反社会的勢力の排除・関係の有無、排除の仕組とその運営状況
- ③ 株主コミュニティ参加者への情報提供…有価証券届出書、有価証券報告書、半期報告書、四半期報告書、臨時報告書、それらが無い場

図表5 みらい証券の提示する株主コミュニティ制度のメリットとデメリット

|      | メリット   | デメリット   |
|------|--|---|
| 発行会社 | <ul style="list-style-type: none"> <li>・資金調達ができる（募集、私募又は売出しも可）</li> <li>・公的な制度のもと、株式の流動化を行うことができる。</li> <li>・株主以外の会社のサポーターもコミュニティメンバーに参加できる。</li> <li>・譲渡制限があっても株主コミュニティが組成できる。</li> <li>・情報開示を株主コミュニティ内に制限できる。</li> <li>・新規株主に対し、反社会的勢力の排除はもちろんのこと、コミュニティメンバーも制限できる。</li> </ul> | <ul style="list-style-type: none"> <li>・株主コミュニティ組成に向けての審査料、年間運営手数料がかかる。</li> <li>・発行株式の譲渡制限がある発行会社では、譲渡承認手続きが増える場合もある。</li> <li>・株主コミュニティ参加者への情報開示の対応が必要となる。</li> </ul>   |
| 投資者  | <ul style="list-style-type: none"> <li>・非上場株式の購入・売買の機会が増える。</li> <li>・運営会社（証券会社）がエスクローサービスを行うので、受け渡し事故がない。</li> <li>・未上場株詐欺にひっかからない。</li> </ul>  | <ul style="list-style-type: none"> <li>・株主コミュニティに参加するにあたり、口座開設料がかかる。</li> <li>・コミュニティに参加しても、すぐに株主になれない場合もある。</li> <li>・財産評価基本通達において、売買実例価額による方法（時価評価）に該当していない。</li> </ul> |

（出所）みらい証券株式会社「株主コミュニティ制度について」2017年9月、による。

合、会社法に基づく計算書類および事業報告

上記に加え、その他運営会員が必要と認める情報

また、同社は、株主コミュニティにかかる主な費用と期間について、次のように説明している。同社は、これらの費用と期間は、TOKYO Pro Marketに比して、いずれも安価で、短期間と説明している。

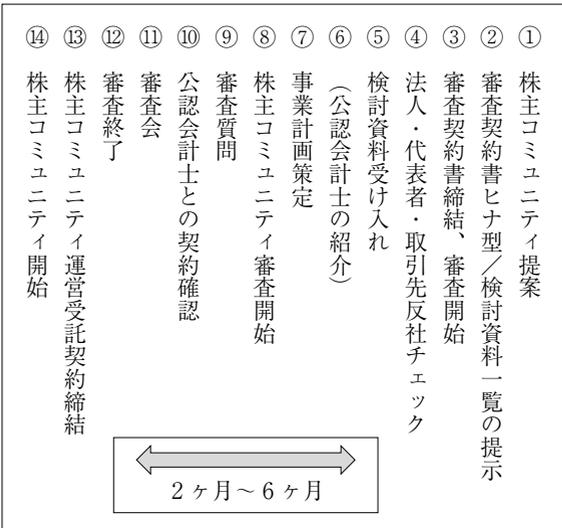
① 発行会社・初回審査料、年間運営手数料、審査期間 二か月

① 株主コミュニティ参加者・口座開設料 有料、取引手数料 無料、振込手数料 参加者負担

さらに、株主コミュニティ運営までのスケジュールについては、以下のように説明している（図表6参照）。

同社によると、証券会社として株主コミュニティを取り扱う際の課題として、そもそも株主コミュニティ制度の周知性が低いことが挙げられる。したがって、まずこの制度の周知性を高める必要があることが指摘される。また、勧誘規制が挙げられる。現状では、コミュニティのメンバーに対して勧誘することは可能であるが、メンバー以外に参加を証券会社が勧誘することができない。さらに、証券会社が関与した発行会社主体の会社説明会の開催についても、勧誘に該当するかどうか規制上、明確でない。この点について、何らかの規制上の改善ないし工夫が必要である。他

図表6 株主コミュニティ運営までのスケジュール



(出所) みらい証券、前掲

方、発行会社としては、資金調達市場としての機能が十分でないことが課題となっている。

今後、同社としては、株主コミュニティの拡大・発展のための経営戦略として、株式型クラウドファンディング・プラットフォーム運営会社との連携を進めていくとしている。株式型クラウドファンディングが発行市場の機能を担い、株主コミュニティが流通市場の機能を担えば、両者は相互補完的な関係を形成でき、発行会社にとって十分メリットがある。発行会社にとっては、既存の取引所市場よりも低コストで、市場に等しい機能が享受できるからである。このような取組によって、日本一の株主コミュニティ運営会社を目指すとしている。

### 3 制度利用会社の取組

ここでは、株主コミュニティ制度を利用する会社として、株式会社旅籠屋を取り上げる。

株式会社旅籠屋は、東京都台東区に本社を置く、一九九四年設立（一号店創業一九九五年）のホテルチェーンである。同社創業者は、現在の代表取締役の甲斐真氏である。同氏は、メディアでもしばしば取り上げられる<sup>(4)</sup>とともに、経営者としての活動や思いを著書として刊行している。<sup>(5)</sup>

同社のビジネスは、アメリカのモーテルをモデルとし、幹線道路や高速道路のロードサイドにミニホテルを多数店舗展開しており、このように多店舗展開しているのは、同社が日本で唯一であるという。現在、東北から九州にかけて六二店舗を運営している。顧客は、子供連れのファミリー、単独ないしグループのツーリング、ビジネス客などであり、シンプルな素泊まりの自由な空間をリーズナブルな料金（平日、親子四人で一室一万円）で提供している。

同社の事業目的は、①旅行者が気軽に安心して泊まれる自由で経済的な宿泊施設の提供」、②「地域に調和す

る資産活用事業の創出と堅実で自立した生活基盤の確保」であり、そのコンセプトは、「素泊まり」、「街道沿い」、「小規模運営」、「チェーン展開」である。したがって、同社の運営するホテルには、①客室はプライバシー重視のゆとりあるスペースとし、必要十分な設備を提供する、②飲食サービスなど付加的なサービスは提供しない、③住み込みの夫婦による運営とし、施設規模もその範囲とする、④客室の常備品や使い捨て品は必要最小限とし、不合理な無駄を省く、⑤ルート別価格、値引きなどを行わず、明朗な料金システムを設定する、といった特徴がある。

また、同社の出店は、土地のオーナー（個人または法人）が建物の建築費（一億～一・二億円前後）を負担し、同社の設計・監理の下で建物（木造二階建て、一・二～一四室）を新築した上で、同社とオーナーの間で、当該物件の賃貸借契約（二〇年契約）を締結し、同社が年間八〇〇～一〇〇〇万円の家賃（固定）をオーナーに支払うというものである。その際、ホテルのメンテナンス費用や運営費も同社が負担するため、オーナー側の表面利回りは、年八～九%となる。

同社での甲斐社長へのインタビュ内容は、以下の通りである。

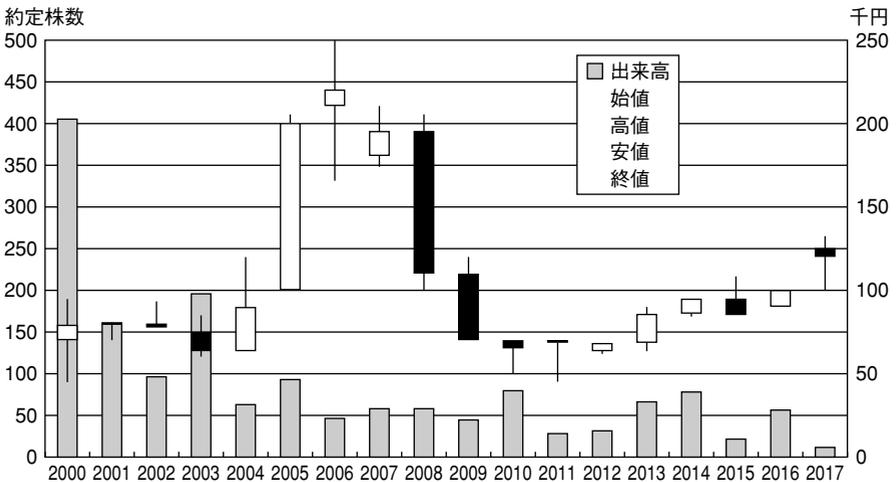
① 創業以来、店舗展開を継続し、約二〇年間増収を維持しているものの、創業当初は、信用不足のために金融機関からの融資が受けられず、資金調達に苦戦した。さらに、同社のビジネスモデルはオーナーの資金によって建設費を賄う点に特徴があり、初期投資が節約できるものの、信用力がなく応じる地主はなかなか見つからなかった。多店舗展開した場合、一〇店舗程度を出店しなければ黒字転換できない見通しであったため、自力で店舗を増やす必要があったが、自己資金が底をついており、目的が立たない状態が続いた。その際、偶然グリーンシート市場の情報を得て、ここでの公募増資を試みた。その際、ディーブレイン証券がグリーンシート

指定を担当し、約一億円を調達できた。もしグリーンシート市場がなければ、今日の同社のビジネスは存在しなかったといえる。

- ② グリーンシートに指定されたことによって、株主は約二〇〇名となった。なお、この間の株価の推移は、図表7の通りである。グリーンシートに指定されたことによって、会社が公的な存在となり、情報開示や説明責任を問われるようになることを痛感した。会計の整備などは、確かに面倒な面はあるものの、会社の状況把握のために不可欠であり、公開会社であるかどうかに関係なく、経営の基本であることを自覚した。情報開示は、会社の在り方を透明化し、会社の在り方を改善すると考えている。グリーンシートが低迷した要因として、情報開示が強化されたことが指摘されることもあるが、もしそうだとすれば、それは経営者の在り方として間違っていると一言を言える。

- ③ グリーンシートの廃止には、反対してきた。むしろ、グリーンシートの社会的地位を向上させるべきであっ

図表7 旅籠屋の株価推移



(注) 2016年9月5日までは、グリーンシートでの約定価格であるが、それ以降は株主コミュニティでの約定価格である。

(出所) 同社HP、[http://www.hatagoya.co.jp/000\\_Honbu/IR.htm](http://www.hatagoya.co.jp/000_Honbu/IR.htm)

た。実際、グリーンシートの株主には、長期的に会社を支援しようという安定株主が多く、それが利点であったが、その点が十分に理解されていなかった。

④ グリーンシートの拡大を阻害した要因として、次の点が指摘できる。まず、大手証券会社は、IPOに熱心な反面、グリーンシートを積極的に取り扱おうとしなかった。そこには、採算が取れないことや玉石混交でリスクだという理由が挙げられるが、前者の理由は、大手証券としての社会的責任の放棄であり、後者の理由はベンチャー育成という観点から間違っている。ベンチャー育成にとって、重要なことは、「玉」があるかどうかであって、「石」が混じっているかどうかではない。その意味では、ベンチャー・キャピタルもリスクをとっているかどうか疑問である。むしろリスクマネーを提供する主体は、個人投資家ではないか。また、行政も投資家保護を重視するせいかな、そのベンチャー育成は「石」の排除に偏ったものとなっているとともに、規制も画一的で、柔軟性に乏しいものとなっている。

⑤ 株主コミュニティ制度については、そもそもグリーンシートを拡大すべきであるという意見を持っている。したがって、今でもグリーンシートのほうが望ましいと考えているが、グリーンシートが廃止となり、その代替措置として株主コミュニティ制度が導入されたので、これに移行した。その際、IPOなども検討したが、デメリットのほうが大きいと判断し、IPOは選択しなかった。

#### まとめ

以上、インタビュー調査に基づき、株主コミュニティ制度現状を概観し、その課題などについても関係者の意見を紹介した。

今後、同制度がどのように展開するかについて、今の段階で断定的なことは言えないが、これらのインタビュー調査結果とともに、冒頭で紹介した日証協主催の「株主コミュニティ制度フォーラム」での議論等を筆者なりに整理し、私見を付け加えると、以下の三点が重要な鍵になると考えられる。

まず、同制度については「多様性」という観点が重要である。

株主コミュニティ制度の場合、「地域に根差した企業等の資金調達を支援する」ことが制度の趣旨として謳われているが、必ずしもこれに拘泥せず、多様な企業のニーズに応えるプラットフォームとしての魅力を発揮することが工夫されるべきであろう。その中には、地域密着の伝統的な企業だけでなく、IPOを志向する成長型ベンチャー企業、あるいは急成長を志向しないライフスタイルビジネス、場合によっては、ベンチャー・キャピタルの出資を受けつつもIPOに至らない企業なども対象となるものと思われる。

さらに、近年上場企業の中で、MBOなどによって自ら上場廃止を選択する企業が目立っている。また、低流動性銘柄のなかには、上場がステータス・シンボルとしての意味しかない銘柄も含まれているように見受けられる。このような企業のなかには、株主コミュニティ制度やTOKYO Pro Marketのほうがよりふさわしい銘柄もあるのではないだろうか。その場合、このような銘柄が株主コミュニティ制度やTOKYO Pro Marketに移行するよう促すことも銘柄数を増やすための工夫の一つと考えられる。

このような手法によって、将来、この制度を利用する会社が拡大し、その動機や目的が多岐にわたった場合、投資家の目線からは雑然とした印象を与えるようになる可能性がある。その場合、制度利用会社の動機や目的によって、いくつかのボードに分け、各銘柄の特徴を明示することも選択肢となるものと考えられる。

次に、「コラボレーション」という点である。具体的には、複数の市場を組み合わせることでシナジー効果を

発揮できる可能性がある。例えば、株式投資型クラウドファンディングと株主コミュニティを組み合わせること  
で、発行市場と流通市場の連携が図れ、市場機能の向上が期待できる。特に、最近株式投資型クラウドファン  
ディングについては、プラットフォームの新規参入が相次いでおり、Fundimo、GoAngelが活動を開始しており、  
次々に資金調達企業が現れている。<sup>(6)</sup>このように、株式投資型クラウドファンディングで株式発行した企業の株主  
にとつて、株主コミュニティ制度は、流動性を提供することができる。

第三に、「支援」という点である。株主コミュニティ制度の取扱銘柄の株主は、当初から高い流動性を期待し  
ておらず、むしろ長期・安定的な株主であると考えられる。また、株主数もそれほど多くなく、文字通り「コミ  
ュニティ」が形成され、これらの株主は、単なる利回りや値上がり期待だけでなく、会社を支援する支援者の面  
もあると考えられる。したがって、発行会社からすると、自社を長期にわたつて支援してくれる株主づくりが可  
能になる面がある。このことは、取引所上場会社では必ずしも容易ではなく、むしろ近年の高頻度売買やアルゴ  
リズム取引などの拡大を見ると、より困難になっていると言わざるを得ない。このように考えると、株主コミュ  
ニティ制度は、このような支援者が形成できるという点において、貴重な特長を有しているといえるだろう。

(謝辞) 本稿を作成するに際して、上島健史氏(みらい証券株式会社)、大峯伸一氏(同)、甲斐真氏(株式会社旅籠屋)、山本  
龍一氏(日本証券業協会)から貴重なご教示およびデータ提供を賜りました。また、日本証券業協会主催「株主コミュ  
ニティ制度フォーラム」(二〇一七年一月八日開催)のパネルディスカッションの司会を担当した際、同フォーラムの講師お  
よびパネリストをご担当いただいた、今村九治氏(今村証券)、甲斐真氏(旅籠屋)、池田宜睦氏(金融庁)、山内公明氏(日  
本証券業協会)、大崎貞和氏(野村総合研究所)、呉雅俊氏(日本ベンチャーキャピタル協会)から有益なご教示をいただき

ました。感謝申し上げます。また、本稿は、桃山学院大学共同研究プロジェクト（一七連二五九：Locavestingの考え方に基づく関西、中・四国地域経済圏の地域再生のための金融方策の研究）としての研究成果です。

注

- (1) 株主コミュニティ制度の詳細については、日証協HP「株主コミュニティ」参照。  
<http://market.jsda.or.jp/shiraberu/kabucommunity/index.html>
- (2) 日本証券業協会HP、参照。 <http://market.jsda.or.jp/shiraberu/kabucommunity/seido/seidogaiyou/index.html>
- (3) 日本証券業協会HP、参照。 <http://market.jsda.or.jp/shiraberu/kabucommunity/leaflet.pdf>
- (4) 例えば、テレビ東京「ガイアの夜明け」二〇〇八年八月四日放送など。
- (5) 甲斐真『旅籠屋孤軍奮闘中』創英社、二〇〇七年。
- (6) 日証協は、二〇一七年四月以降、株式投資型クラウドファンディングでの資金調達について月次別のデータを公表している。 <http://market.jsda.or.jp/shiraberu/kabucrowdfunding/foriatsukai/index.html>

(まじお じゅんすけ・客員研究員)

# モンテパスキ銀行の救済とベイルイン

伊豆 久

はじめに

リーマンショック後の国際的な金融規制改革の一つに、金融機関の破綻処理におけるベイルイン (Bail-in) の導入がある。破綻金融機関の株主・債権者の損失負担によって、①公的資金の注入 (Bail-out) を行うことなく、かつ②モラルハザードを招かずに、③金融システムの必要な機能を維持しながら、破綻処理を行うことができる、すなわち「Too Big To Fail」問題を解決できるはずであった。ところが最近、ベイルインの実効性について懐疑的な見方が急速に広がってきたように思われる。

先進各国では、いずれもすでにベイルインのための法制度が整備されており、現在はその実施段階に入っている。例えば、今年六月、欧州の金融当局は、スペイン第七位のポピュラー銀行がサンタンデルに救済買収されること、その際同行の劣後債にはベイルインが実施されることを発表している。

ところがその一方で、同じ欧州でありながら、経営危機に陥っていたイタリアのモンテパスキ銀行については、ほぼタイミングで、ベイルインによる破綻処理ではなく公的資金の注入による再建が決定された。ベイルアウトへの逆戻りである。

イタリア第三位という規模の同行の再建策が模索されるなかで、「やはりベイルインの実施は、理屈の上ではともかく実際には難しいのではないか」といった意見が、世界的に広がったように思われる。またその背景には、

規制緩和に前向きな米国トランプ政権の誕生、危機から一〇年近くを経た改革見直し機運の高まりなどもあるようである。

小稿では、EUにおけるバイルインの枠組みを中心に、バイルインについて改めて考えてみたい。<sup>(1)</sup>

## 1 金融危機後の制度改革（バイルアウトからバイルインへ）

リーマンショック（二〇〇八年）をピークとする米国の金融危機、二〇一〇年からの欧州危機への対処の過程で、多くの金融機関（とその債権者）を救済するために、巨額の公的資金が投入された。公的資金には預金保険基金、中央銀行資金、財政資金などいくつかの種類があるが、いずれも国民の（リスク）負担を伴うものであり、またモラルハザードを助長する側面があること、規模の大きな金融機関が優遇される点などに、厳しい批判が浴びせられた。

そこで、金融機関が破綻した場合には、公的資金を注入するのではなく、株主のほか、一部の債権者に損失を負担させることで、当該金融機関の重要な金融機能を維持しつつ破綻処理する手法（バイルイン）が導入されたのである。具体的には、巨大金融機関には、自己資本比率が一定水準以下になった時や金融当局に破綻認定された時に株式転換あるいは元本削減の義務を負う特約付きの劣後債（バイルイン債、COOボンド）の発行を義務付け、さらには（裁判所ではなく行政機関である）金融当局に、預金を含む一般債務（ただし預金保険の対象の預金、担保付債権等は除く）の元本を強制的に削減できる権限を与えるなどの法改正が進められてきた。

米国の二〇一〇年制定のドッド・フランクリン法、EUのBRRD（Bank Recovery and Resolution Directive：銀行再建破綻処理指令）、SRM（Single Resolution Mechanism：単一破綻処理メカニズム）、日本の二〇一三年の預

金保険法改正による「金融機関等の資産負債の秩序ある処理」がそれにあたる。

ところが今回のモンテパスキ銀行の破綻処理で明らかになったように、バイルインに最も積極的だと思われるきた欧州においても、その実施は簡単ではなかったのである。では、同行の破綻処理は、上記BRRDやSRMという法制度の中でどのような位置づけになるのか、それを確認しておこう。

## 2 EUにおける破綻処理制度

BRRDはEU加盟国（非EU圏を含む）を対象に、各国の破綻処理制度の「協調・均一化」を図ることを目的とし、SRMはEU圏を対象とし破綻処理制度の「単一化」を図ることを目的とするという違いがあるが、その内容は、（意思決定機関等についての違いはあるものの）文言に至るまでほとんど同じである。

まず、破綻処理の目的として、「（金融機関の）重要な機能の継続の確保」や「金融システムへの重大な悪影響の回避」などとならんで、「例外的な場合の公的金融支援への依存を最小化することによる公的資金の保護」が挙げられており（B31(2), S14(2)）。以下、BでBRRDの、SでSRMの条文番号を示す、そのための手段がバイルインの実施である。

具体的には、破綻処理に伴うコストは、①バイルイン適格債務、②破綻処理基金の利用、③その他の公的資金、の順で負担されることになっている。

まず、バイルインでは、付保預金や担保付債務等の適用対象外として列举された債務（B44(2), S27(3)）を除くすべての債務が、元本削減あるいは株式転換の対象となる。次に、破綻処理当局は、必要な場合には事前に積み立てられた破綻処理基金を利用できるが、それは、破綻金融機関の総債務（自己資本を含む）の8%以上に相当

する額までのペイルインの実施を前提条件とし、かつ、基金の利用は総債務の5%までに限定されている (B4(5), S27(7))。

そして、特別な場合には (in extraordinary circumstances) 公的資金の注入を含む他の資金を用いることができるが、それは基金の利用が5%に達しており、すべての無担保劣後債務のペイルインが実施された後にのみ可能なのである (B4(7), S27(9))。

ところが、モンテパスキ銀行の場合、こうした条件を満たすことなくイタリア政府の公的資金が注入されている。上記の条文との整合性はどうか。

実は、上記のペイルインによる破綻処理の適用は、当然ではあるが、当該金融機関が「破綻 (is failing) またはそのおそれがある (is likely to fail) 場合」に限定されている (B3(1), S18(1))。そして、その「破綻またはそのおそれがある場合」の定義は、(a) 自己資本比率の一定水準以下への低下、(b) 債務超過、(c) 債務不履行、(d) 以下の場合を除く公的な資金支援、の四つとされる (B3(4), S18(4))。そして、(d) のいう「以下の場合」とは、資産超過である (solvent) 金融機関に対する、(i) 中央銀行による資金供給への政府の債務保証、(ii) 新規発行債務への政府保証、(iii) 市場ベースの価格・条件での公的資金の注入、の三つである。

すなわち、債務不履行等に当たらずかつ資産超過 (≠債務超過でない) の金融機関は、「破綻またはそのおそれがある」の (a) ~ (c) の定義に当たらず、そこへの公的資金の注入は「以下の場合」の (iii) に該当すること (d) の定義も免れ、結局、ペイルイン実施の義務を課されないのである。<sup>(2)</sup>

つまり、債務超過等の破綻認定を受けた金融機関にはペイルインが義務づけられるものの、経営危機に陥っていても資産超過であると認定されればペイルインなしの公的支援も可能という制度になっているのである。<sup>(3)</sup> 条文

の構成からややわかりづらい規定の仕方になっているが、この上記（d）号の「以下の場合」を根拠とする健全金融機関への資金注入を、EU当局は、「予防的資本注入（precautionary recapitalisation）」として解説している。<sup>(4)</sup>

### 3 日本との比較

こうした欧州におけるベイルインとベイルアウトの使い分けを、日本の場合と比較してみよう。

先述のように、日本では、二〇一三年の預金保険法改正によって「金融機関等の資産負債の秩序ある処理」が導入されたが、それは、債務超過に陥っていない金融機関への資本注入（特定第一号措置）、債務超過に陥っている金融機関の金融システム上重要な取引を引き取った受け皿金融機関への資本注入（特定第二号措置）を定めており、（事前にベイルイン特約を付した劣後債のベイルインを除けば）資本注入の実施を前提とした構成となっている。ただし、「特定第二号措置」の場合、重要な金融取引を譲渡したあとの金融機関は、裁判所の管轄下で倒産法にもとづく処理がなされ、そこで、株主や（元本一千万円超の預金者を含む）債権者は強制的な損失負担に服することになる。

したがって、欧州と日本を比較すると、欧州ではベイルインを原則としつつも例外的にベイルアウトの余地も残しているのに対して、日本ではベイルアウトを原則としながら倒産法による処理の中での損失負担（実質的なベイルイン）の可能性を残しているのである。「原則」と「例外」が逆であり、おそらく今後も、欧州ではベイルインが多用され日本ではその可能性は低いと思われるが、欧州においてもベイルアウト、日本においてもベイルインの可能性がないわけではない。<sup>(5)</sup>そして、いずれの場合も債務超過か否かの判断が、ベイルアウトを認めるかどうかの基準となるのであるが、それがきわめて困難でありその時々様々な情勢に左右されざるをえないこ

とは、これまでの各国の破綻処理の例からも明らかである。そして、今回のモンテパスキ銀行の救済措置で浮かび上がったのは、欧州においても、ベイルアウトが実施されるケースが当初想定されていたよりも多くなるのではないか、むしろベイルインのほうが例外的となるのではないか、といった見方なのである。

#### 4 イタリアがベイルインを回避した理由

では、モンテパスキ銀行の場合、ベイルインの実施を見送った理由はどこにあったのだろうか。

その主たる理由は、同行の発行した劣後債の多くを個人投資家が保有していたため、<sup>(6)</sup>ベイルインが実施されれば多数の個人投資家に損失が及び、それが政治問題化しかねないことであつた。ベイルイン債は、発行体の財務の悪化・破綻によって株式転換・元本削減が実施される可能性があるからこそ高い利回りが付されるのであり、投資家が損失を被ることは何の問題もないはずである。しかしながら、事実として多数の個人投資家はその対象となることで、自己責任を問うことができなくなってしまったのである。また、同債券の販売にあたって、その複雑なリスク特性を投資家に適切に説明していたのかも問われている。さらには、世界的な低金利状況が長引くなか、機関投資家を含めた利回り追求が過熱した結果、リスク評価がおざなりになっていたという面もあるだろう。

#### おわりに

公的資金の注入による金融機関（とその債権者）の救済は、金融危機の拡大防止に短期的には恐らく最も効果的な方法であろう。しかし、それが生み出すモラルハザードは、どのように防がれるのだろうか。米国の老舗M

MF運用会社であるリザーブマネジメント社は、二〇〇八年三月のベア・スターンズの救済を見て「Too Big To Fail」政策の継続を確信し、リーマン・ブラザーズ債への投資を拡大したのであった。しかし、その半年後に起こった同社MMFの元本割れこそが、リーマン・ブラザーズの倒産をドル短期市場の世界的なパニックへと転化させたのである。二〇一〇年七月のドッド・フランクリン法の署名式で、オバマ大統領は、「納税者の負担でウォール街を救済することは今後二度とない」と宣言したが、それを、責任追及を求める世論への過剰反応だったとすらだけでは十分ではないだろう。

国際金融危機から一〇年を経て、規制改革の見直しが進められようとしているが、議論の行方が注目される。

## 注

(1) ベイルインについては、拙著『金融危機と中央銀行』九州大学出版会、二〇一六年（第五章「ベイルアウトとベイルイン」参照）。

(2) この定義では、原則として、公的資金への注人は、それだけで「破綻またはそのおそれがある場合」に当たることになる。しかし、例えば、ユーロ圏の中央銀行が実施するELA（緊急流動性支援）には政府保証が必要であり（d）に該当しかねないが、供給先が資産超過先に限定されることで、その問題は回避されている。

(3) このほかに、公的資金の注入に対しては、EU圏内の競争条件の平等化の観点からState Aid Ruleにもとづく競争政策当局の承認が必要である。そのための条件は、ECBによる資産超過であることの認定、政府支援を過去および将来の損失補填に用いないこと、政府支援は一時的であること、株主・劣後債保有者による損失負担を通じた政府支援の最小化、さらなる支援を必要としない長期的再建計画の策定、競争上の歪みの最小化、である。

- (4) モンテパスキ銀行への公的資金注入に関するEU当局の発表はEuropean Commission, "Press Release, State aid: Commission authorizes precautionary recapitalization of Italian bank Monte dei Paschi di Siena," July 4, 2017, 国行目録に於て發表せし、Monte dei Paschi di Siena, "Press Release, BMPS: European Commission Approves the 2017-2021 Restructuring Plan," July 5, 2017(参照)。
- (5) 日本における強制的なヘイルイン実施の可能性をめぐる議論については、前掲拙著一七三—一七九頁参照。
- (6) イタリアの銀行の劣後債の保有構造についてはIMF, "Italy: Staff Report for the 2016 Article IV Consultation," June 20, 2017, p. 25参照。

(いづれ ひやし・客員研究員)

# ブローカー・ディーラーの注文回送について

清水 葉子

## 1 はじめに

周知のように、アメリカでは証券市場間の競争を重視した市場構造デザインがとられているため、一つの銘柄を複数市場で上場（および非上場取引）することで、極めて分散的な取引が行われている。具体的に見ると、アメリカには、伝統的なメイン市場であるニューヨーク証券取引所、ナスダック証券取引所に続き、シカゴ証券取引所、ナショナル証券取引所などの地方証券取引所に加え、ニューヨーク証券取引所と同グループの NYSE Arca、NYSE MKT、ナスダック証券取引所と同グループの NASDAQ OMX PHILX、NASDAQ OMX BX などがあり、さらに新興証券取引所（旧 ATTS）である BATS 証券取引所、EDGA 証券取引所がそれぞれ一市場を持つなど、取引の場の分散が大きく進んでいる。

その結果、取引の場ごとの取引シェアを NMS 銘柄（取引所上場銘柄に相当）で見ると、最大のナスダック証券取引所で一六％程度、ニューヨーク証券取引所で一二％程度、続いて数パーセント程度の取引を行う小規模証券取引所が多数続くという状態であり、残る四割程度がブローカー・ディーラーの取引所外取引（内部付け合わせなど）となっている。こうした点は、上場銘柄の取引の九割が東京証券取引所に集中する日本の証券市場構造と大きな対照をなしている。

このように分散した市場構造を持つアメリカの証券市場では、顧客注文をどの執行市場に回送するかという市

場選択も複雑化している。アメリカでは、価格による厳格な最良執行義務がブローカー・ディーラーに課されており、大口注文などの一定の例外を除き、全米最良気配（NBBO）より劣る気配での執行が禁じられているため、一見市場選択の余地は少ないように見えるが、現実には、全米最良気配での執行という条件を満たしながら、手数料や、市場からブローカー・ディーラーへのリベート（ペイメント・フォー・オーダーフロー）、ブローカー・ディーラー自身の取引システム運営による注文内部化など、多様な戦略を使って市場どろしが注文獲得競争を行っており、ブローカー・ディーラーの利害も複雑にからみあっている。こうした中で、ブローカー・ディーラーによる顧客注文の回送先の選択が適切かどうかについて、規制の関心が集まっている。

## 2 アメリカ証券市場の注文回送

アメリカでは、前述のようにブローカー・ディーラーに対して価格による厳格な最良執行義務が課されていることから、大口注文などの例外を除いて、必ず全米最良気配（NBBO）での執行が義務付けられている。したがって、ブローカー・ディーラーが顧客の売買注文を受けた場合に、劣った気配しか出ていない市場に注文を送ることはできない<sup>(1)</sup>。このため、顧客注文の回送先は、一元的に決まるように思えるが、実際には同じ全米最良気配を提示しながら、気配値以外のところで注文獲得をめぐる市場間競争が行われている。

まずは市場ごとに手数料（場口銭）が異なっており、複雑な手数料とリベートを提示して、注文を獲得している。日本では、指値注文でも成行注文でも同じように手数料を徴収するのが一般的であるが、アメリカでは「メイカー・テイカー」手数料体系をとる市場が一般化している。こうした市場では、成行注文を出した側に対しては手数料を課す（市場に出ている指値注文とマッチングしてその指値を消化する）市場から流動性をとるため

のに対して、指値注文を出した側に対しては、市場に流動性を供給したと考えて逆にリベートを支払う。市場運営者は、受け取る手数料と支払うリベートの差額が収入になる。

一方、これとは逆の「デイカー・メイカー」型の手数料体系を採用する市場もある。こうした市場では、指値注文から手数料を徴収し、成行注文にリベートを支払う。ブローカー・ディーラーは、全米最良気配を提示する市場の中から、顧客注文の形態に応じてその時々で自分に有利な手数料体系の市場に顧客注文を回送していると考えられる。

また、ブローカー・ディーラーの中には、個人投資家の小口注文に限定して、全ての注文を自己勘定でその時々全米最良気配で買い取るサービスを行うものもある。こうしたビジネスモデルは、「パーチェイサー」あるいは「リテール・ホールセラー」と呼ばれ、多くは買い取った小口注文を自社の取引システムで内部付け合わせ（店内付け合わせ）をしているほか、自社の機関投資家の大口注文と付け合わせをする場合もあると考えられている。シタデル、ナイト、UBSなどが代表的な「パーチェイサー」である。個人投資家を顧客とするブローカー・ディーラーは、「パーチェイサー」に注文を流して消化させるところも少なくなく、その際には「パーチェイサー」からブローカー・ディーラーへ「ペイメント・フロー・オーダーフロー（Payment for Order Flow, PFOF）」と呼ばれる利益のキックバックが支払われるのが通例である。

このように市場側の手数料体系の複雑化や、パーチェイサーへの注文回送を前提にして、ブローカーはどのような注文をどのような執行の場に回送しているか、とりわけブローカー・ディーラーの注文回送慣行と顧客利益との間に利益相反が生じていないかに関心が集まっている。投資家は、一定のコミッションを前提にブローカー・ディーラーに注文を出しているが、発注後の注文回送によって、市場（執行の場）とブローカーとの間で、

手数料削減やリベート支払いが発生しても、それが投資家の手に渡るわけではなく、またどの程度のリベート支払いが行われているかが開示されるわけでもない。したがって、全米最良気配での執行という条件は満たしているにしても、異なる局面の利益相反が発生している可能性がある。

### 3 ブローカーの注文回送の開示規制

もつとも、ブローカー・ディーラーの注文回送については、レギュレーションNMSのルール六〇六により、一定の開示規制がかけられている（二〇〇〇年）。開示規制の趣旨は、市場が分散している状況では、ブローカー・ディーラーの注文回送慣行は注文を出した投資家にとっても、また市場構造の効率性全体にとっても重要であり、注文回送慣行に対して情報開示規制を行うことで、より効率的な回送が行われることが期待できるというものである。

現在の開示規制は、小口注文（NMS証券で二〇万ドル未満、オプションで五万ドル未満）を対象にしており、それ以上の大口注文は一律の開示規制の対象とならない。これは、小口注文は取り扱いが定型的であるのに対し、大口は執行が個別的で人手を介した取り扱いも残っており、標準化した情報開示は現実的でないためである。大口については、顧客の要求があれば、規定事項を個別に開示するという規定になっている。

現行規制による開示の中身は、先述の小口注文（これをリテール注文とみなす）について、すべてのブローカー・ディーラーが四半期ごとに、NMS証券の注文で顧客による回送先指定のない注文（non-directed order）について、次のような内容のレポートを公表するというものである。すなわち、①小口・回送指定なし注文について、成行注文、指値注文、その他の割合、②回送した先を多い順に一〇市場（パーチェイサーも含めた広義の執

行の場) および五%以上回送した市場、それぞれの市場に回送した注文の割合(成行、指値、その他ごとに)、  
③ブローカー・ディーラーとそれらの市場との間の関係(ペイメント・フォワードフローや利益シェア契約など)。

ルール六〇六については、利益相反の懸念の高まりをうけて、二〇一六年に開示を拡大する規制提案が行われている。<sup>(2)</sup> 規制提案では、開示頻度を四半期より頻繁にすること、ウェブサイトで開示を義務付けること、指値注文をさらに細かく分類して、即時に執行可能な指値と、注文板に残る指値(リベートが得られる)とに分けて開示すること、執行の場との間のリベートや利益シェアの取り決め内容をより詳細に開示することなどが盛り込まれている。また大口注文についても、従来の顧客の求めに応じた個別開示に加え、開示内容を細かくして公開範囲を拡大することが述べられている。

こうしたブローカー・ディーラーの注文回送慣行をめぐる懸念は、アメリカだけでなく、ヨーロッパも含めて国際的に共有されており、アメリカでの開示規制拡大提案と前後して、国際的な証券監督者の組織であるIOSCOでもコンサルテーション・ペーパーが発出されている。<sup>(3)</sup> IOSCOでは、注文回送をめぐる利益相反として、  
(1) 金銭的なインセンティブを目的に、特定の市場・特定のブローカー(マーケット・メーカー)に注文を送るタイプの利益相反として、①ペイメント・フォワードフローとして、ブローカーが顧客注文を第三者マーケット・メーカーなどに回送・執行させて金銭などを得るもの、他のブローカー・ディーラーに顧客注文を「売って」金銭を得るもの(「パーチエイサー」にあたると思われる)。<sup>(2)</sup> ②メイカー・テイカー・モデルなど、市場側からブローカー・ディーラーにリベートを支払われるもの。<sup>(2)</sup> ブローカーによる顧客注文の内部化(内部付け合せ)や自社の関連市場へ回送して、注文を囲い込むものが挙げられており、同様の懸念がヨーロッパ

パなど他の地域でも生まれていることを示している。

#### 4 リテール注文の回送事例

続いて、本稿では、二〇一六年に発表された研究をもとに、アメリカの実際の注文回送慣行を検討してみよう。この研究は、二〇一二年の経済雑誌『Barron's』と『Smart Money』によるブローカーズ・サーベイ特集に掲載された上位一〇社の人気ブローカーを対象に、ルール六〇六に基づいて開示された二〇一二年第4四半期の注文回送先を分析したものである。対象サンプルが限定的であるものの、この研究からアメリカのブローカーの注文回送が、手数料やリベートなどにより影響されていると推察することができる。

なお、ルール六〇六では、上位一〇市場と五%以上の注文回送先市場を開示することになっているため、五%未満の小規模回送先は特定できない。また、リベートは指値注文のうち、即時執行されずに注文板に残る注文(non-marketableな指値)が執行された時に支払われるため、即時執行されてしまう指値注文(marketableな指値)や、注文が執行されない場合には支払われない。リベート目的の注文回送を特定するためには、指値の中でもmarketableかnon-marketableかの区別が欲しいところであるが、ルール六〇六ではこの区別は義務付けられていない(先述の新しい規制提案では区別して開示することが盛り込まれている)。

分析結果は図表1に示されているが、

① 対象となった一〇社のブローカー・ディーラーが対象期間に注文回送を行った執行の場は一〇挙げられている。手数料体系を見ると、図表の上から六市場はメイカー・テイカー市場であり、成行注文から手数料を取り、指値(のうち即時執行されずに注文板に残るmarketableな指値)にはリベートを出すことが分かる。一方、下

図表 1 リテール・ブローカーの注文回送先（ニューヨーク証券取引所上場銘柄）

| 回送先市場     | 手数料・リベート      | 注文の種類 | チャールズ・シュワズ、モルガン・スタンレー、ジャスト2トレード、EDジョーンズ、ロー・トレード |        |        |          |                  | インターアクティブ・ブローカーズ |
|-----------|---------------|-------|---|--------|--------|----------|------------------|------------------|
|           |               |       | アメリカトレード  | E*トレード | ライディテイ | スコットトレンド | インターアクティブ・ブローカーズ |                  |
| ダイレクトエッジ  | +0.30ドル       | 成行注文  |   |        |        |          |                  |                  |
|           | -0.23~-0.32ドル | 指値注文  | 0%  | 0%     | 0%     | 0%       | 0%               |                  |
| ナスダック     | +0.30ドル       | 成行注文  |   |        |        |          |                  | 3%               |
|           | -0.20~-0.29ドル | 指値注文  |   |        |        |          |                  | 7%               |
| NYSE Arca | +0.30ドル       | 成行注文  |   |        |        |          |                  | 2%               |
|           | -0.21~-0.30ドル | 指値注文  |   |        |        |          |                  | 23%              |
| BYX       | +0.29ドル       | 成行注文  |   |        |        |          |                  | 5%               |
|           | -0.25~-0.29ドル | 指値注文  |   |        |        |          |                  | 14%              |
| Lava      | +0.28ドル       | 成行注文  |   |        |        |          | 0%               |                  |
|           | -0.24~-0.27ドル | 指値注文  |   |        |        |          | 51%              |                  |
| ニューヨーク    | +0.23ドル       | 成行注文  |   |        |        |          |                  | 23%              |
|           | -0.15~-0.21ドル | 指値注文  |   |        |        |          |                  | 47%              |
| パーチェイサー   | 0ドル           | 成行注文  | 96%   | 98%    | 97%    | 66%      |                  |                  |
|           | 0ドル           | 指値注文  | 45%   | 51%    | 57%    | 21%      |                  |                  |
| BYX       | -0.02ドル       | 成行注文  |   |        |        |          |                  |                  |
|           | +0.03~+0.02ドル | 指値注文  |   |        |        |          |                  |                  |
| ダイレクトエッジ  | -0.04ドル       | 成行注文  |   |        |        |          |                  |                  |
|           | +0.06~+0.05ドル | 指値注文  |   |        |        |          |                  |                  |
| BX        | -0.14ドル       | 成行注文  |   |        |        |          |                  |                  |
|           | +0.18~+0.15ドル | 指値注文  |   |        |        |          |                  |                  |

(注) Battalio, Corwin, and Jennings (2016)  
 ルール606では5%以上の回送先のみ開示するため、合計は100%とまらない。  
 手数料・リベート欄は、ブラスが手数料、マイナスがリベート。  
 上から6市場は、マイカー・テイカー手数料、網掛けした下の3市場はテイカー・マイカー手数料の市場。  
 ナスダック上場銘柄の分析は省略。

の三市場（網掛け）は、逆のテイカー・メイカーの手数料体系であり、成行注文にリベートを出し、指値注文から手数料を取っている。回送先には「パーチェイサー」が含まれている。

② SECは手数料の上限を一〇〇株あたり〇・三〇ドルと定めているが、この最大手数料を取る市場は、ダイレクトエッジEDGX、ナスダック、NYSE Arcaの三市場である。一方、リベートが最大額なのは、EDGX（一〇〇株あたり〇・三三ドル）。

③ 網掛けをしたテイカー・メイカー手数料制の市場で手数料・リベートが最大なのは、ナスダックOMX BX<sup>5)</sup>、成行注文を出すとき〇・一四ドルを市場からブローカーへ支払い、指値を出すとき〇・一五〜〇・一八ドルをブローカーから徴収する。

④ 以上の手数料条件を前提に指値注文をメイカー・テイカー市場へ回送する場合は、リベート目的である可能性が高いと見ることができる。

⑤ チャールズ・シュワップ他六社は、成行注文と指値注文の両方を全てパーチェイサーに回送している。パーチェイサーはブローカー・ディーラーであり、取引所ではないが、全米最良気配を保证して注文を買取り、オーダー・フロー・ペイメントや利益シェアリングなどのキックバックをしていると見ることができ、これはこの図表には表されない。<sup>5)</sup>パーチェイサーがリテール注文の執行で大きな存在感を示していることがわかる。

⑥ アメリトレード以下の四社は、パーチェイサー以外に、メイカー・テイカー手数料制の取引所EDGXに注文を回送しているが、回送は指値注文のみ（リベートが得られるnon marketableな指値を選別している可能性が推測されるが、図表には表れない）で、成行注文の多くは「パーチェイサー」に回送している。

⑦ スコットトレードは、指値注文の五一%をリベートの多いIbiza（取引所ではなく、日本のPTSに相当する

A T Sとして登録) に回送している。

⑧ インターアクティブ・ブローカーのみが、複数の取引市場に回送しており、手数料が高いところにもかなり回送(ナスダックとNYSE Arca)している。同社は、コンピューターが自動的に最適条件を選んで注文を回送するスマート・オーダー・ルーティングを利用して、その時々で最適の市場に回送していることを自社ウェブサイトで開示している。本研究の著者は、インターアクティブ・ブローカーの回送判断が顧客利益に資するものだとすれば、ニューヨーク証券取引所が価格改善などの手数料以外の面で優位とみなせるかもしれないことを指摘している(リベートは低いが、手数料も低い)。

分析結果を見ると、リベートが低めのニューヨーク証券取引所以外の市場は、相対的に見てリベートで注文を惹きつけていると考えられ、実際にも指値注文が選択的に回送されていることが推察できる。また、「パーチェイサー」が大きな存在感を示しており、個人投資家の注文の多くが直接的に証券取引所に出されていない状況であることも見て取れる。

この論文では、この他に機関投資家の注文の回送事例についても検討している。機関投資家については、特定のブローカー・ディーラー社の協力を得て、そのブローカー・ディーラーが受けた機関投資家(ヘッジファンド、ミューチュアル・ファンドなど)の注文を私的に入手して分析したもので、対象サンプルはさらに限定的であるものの、やはり注文回送が手数料やリベートに影響されている可能性が推測できる結果となっている。先述したように、メイカー・テイカー制の市場では、指値注文のうち即座に執行されずに注文板に残る注文が執行された場合にリベートが支払われる。このため、リベート目当ての注文回送は、全米最良気配より良い価格の指値(即時に執行されてしまい注文板に残らない)や、全米最良気配からかなり遠い価格の指値(注文板には残るが

執行されにくいのでリベートが得にくい）は対象になりにくい。

実際のサンプルでも、リベートの多い市場には、現在の全米最良気配と同じ価格の指値注文が多く出されており（すぐには執行できないため注文板に残り、しかもまもなく執行されてリベートが得られる可能性が高い）、リベート目的の回送が行われていると推測できる。一方、ニューヨーク証券取引所は手数料もリベートも低い市場だが、全米最良気配の外側（劣る）気配が最も多く出されており特徴的である。また、他市場と比べて全米最良気配より優れた気配（すぐに執行されて全米最良気配を更新する）も多く、価格改善が活発であると推測できる。一方、指値注文から手数料を取り成行注文にリベートを出すティーカー・メイカー市場には、全米最良気配と同じ価格の指値が多く、リベートがもらえる成行注文が多いというわけでもないという結果であった。

## 5 まとめ

本稿では、市場分散が進んでいるアメリカの証券市場で、ブローカー・ディーラーの注文回送慣行について述べている利益相反の懸念と、限定的なサンプルではあるが実態の分析を紹介した。

アメリカでは、厳格な最良執行義務があるため、価格面で劣った執行がなされることは原則としてないが、全米最良価格での執行の範囲内では、手数料の低さやリベート、利益のキックバックなどを目的に注文が回送されていることが否定できない状況であると言える。こうしたリベート等の金額が細かく顧客に開示されることは現行規制では義務づけられていないが、ブローカーが顧客注文をどの市場に回送するかは、投資家保護上重要である。また、同様の利益相反の懸念は、ヨーロッパなど国際的にも共有されている。

サンプル事例の分析では、リテール注文はかなり手数料・リベートに回送先が左右されている可能性が示唆さ

れており、機関投資家の注文についても、リテールほどではないが一定程度の影響があることが示されたと考えられる。こうしたブローカー・ディーラーの注文回送慣行は、長期的には市場構造そのものにも影響を及ぼす可能性がある。

アメリカは、こうした問題に対して、回送先についての情報開示を拡大することにより一定の規制効果を期する政策をとる模様である。また、IOSCOでは、現時点で各国の対応状況の整理のみで、具体的な次のステップを示唆する意図がないことを明言している。注文回送の全体的な実態は、サンプルの制限などの困難が多く簡単には判明しないと考えられるが、分散した市場構造では引き続き重要な問題として関心が集まると考えられる。

#### 注

- (1) 全米最良気配は、「全米市場システム(NMS)」を構成する各市場の価格情報・気配情報を集中化して公表するシステムの中で、最も高い買い気配、最も安い売り気配を指す。したがって全米市場システムに接続する義務のない市場での気配は対象とならない。こうした価格公表義務のない市場は、「ダークプール」などと呼ばれる。
- (2) SEC, "Disclosure of Order Handling Information" Proposed Release, July 2016.
- (3) IOSCO, "Report on Order Routing Incentives", Consultation Report, Dec. 2016.
- (4) Battalio, Corwin, and Jennings (2016) "Can Brokers have it all? On the Relation between Make-Take Fees and Limit Order Execution Quality" *The Journal of Finance*, VOL.LXXI, No5, October 2016.
- (5) ルール六〇六開示では、ロー・トレードとジャスト・2・トレードはバイメント・フォー・オーダーフローを受け取っ

ていない、EDジョーンズはマーケットメーカーとの資本関係はない、モルガン・スタンレーはペイメント・フォ  
ーオーダーフローについての開示をしていないとしている。

(しみず ようこ・客員研究員)

# 証研レポート既刊目録

|                                    |     |                                   |     |
|------------------------------------|-----|-----------------------------------|-----|
| <b>No.1691 (2015.8)</b>            | 執筆者 | <b>No.1698 (2016.10)</b>          | 執筆者 |
| 最近の投資信託市場の状況について                   | 二上  | 証券市場の新たな役割                        | 二上  |
| 誤情報配信による不正取引                       | 吉川  | 英国のソーシャルレンディング                    | 松尾  |
| —SECのブルガリア投資家訴追請求—                 |     | —最近の市場動向—                         |     |
| ハイフリクエンシー・トレーディングの間接規制             | 清水  | 日銀の「新しい枠組み」を考える                   | 伊豆  |
| —ブロップ・ファームをFINRA会員へ—               |     | 金融の歯止めが利かない国債市場の謎                 | 中島  |
| 国債決済期間の短縮とレポ市場の革新                  | 中島  |                                   |     |
|                                    |     | <b>No.1699 (2016.12)</b>          |     |
| <b>No.1692 (2015.10)</b>           |     | ロカベスティングとスローマネー                   | 松尾  |
| 証券会社収入の変化をどう見るか                    | 二上  | —資金の「地産地消」の取り組み—                  |     |
| 英国の投資型クラウドファンディング規制                | 松尾  | CBOEによるBATS買収合意                   | 吉川  |
| 預金封鎖・ELA・改革プログラム                   | 伊豆  | —買収されるという選択—                      |     |
| —ギリシャ危機と「最後の貸し手」—                  |     | 日本銀行の国債保有状況について                   | 志馬  |
| 日銀の国債保有状況と国債市場の流動性                 | 志馬  | 実質株主との対話                          | 福本  |
| 流動性の高い国債市場は如何にして形成されたか             | 中島  |                                   |     |
|                                    |     | <b>No.1700 (2017.2)</b>           |     |
| <b>No.1693 (2015.12)</b>           |     | 「株先五〇」三〇周年を迎えて                    | 二上  |
| クラウドファンディングの世界的趨勢                  | 松尾  | —清算取引復活運動はなぜ挫折し、「株先五〇」開設はなぜ成功したか— |     |
| 豪州HFTの実情                           | 吉川  | 将来株式取得略式契約スキーム(SAFE)とクラウドファンディング  | 松尾  |
| —ASICによる調査報告書—                     |     | 外為取引の減少について                       | 伊豆  |
| 米国ATS(代替的取引システム)の透明性向上のためのSECルール提案 | 清水  | 欧州HFTの実情3                         | 吉川  |
| 長期保有株主優遇策としての種類株式                  | 福本  | —複数市場での重複指値注文—                    |     |
|                                    |     | 日中の株価変動とレバレッジETF                  | 志馬  |
|                                    |     | —Brexitとトランプ・ショック時の動き—            |     |
|                                    |     | 異次元金融緩和政策と国債金利形成の特徴               | 中島  |
|                                    |     |                                   |     |
| <b>No.1694 (2016.2)</b>            |     | <b>No.1701 (2017.4)</b>           |     |
| アドバイザー化する証券ビジネス                    | 二上  | 顧客本位の業務運営に関する原則                   | 二上  |
| 揺れる異次元緩和の論理                        | 伊豆  | 将来株式取得略式契約スキーム(SAFE)の課題           | 松尾  |
| リキャップCBの発行情報と株価の反応                 | 志馬  | —クラウドファンディングとの関連で—                |     |
| 日本国債の格付け                           | 黒沢  | 外為市場の各国比較                         | 伊豆  |
|                                    |     | 英独取引所グループの経営統合撤回                  | 吉川  |
|                                    |     |                                   |     |
| <b>No.1695 (2016.4)</b>            |     | <b>No.1702 (2017.6)</b>           |     |
| 投資運用ビジネスにおける新たな動向                  | 二上  | フィンテック時代の証券業                      | 二上  |
| クラウドファンディングの拡大と多様化                 | 松尾  | ECBの量的緩和と国債保有・損益負担                | 伊豆  |
| 英独取引所グループの経営統合合意                   | 吉川  | 欧州ダーク・プールの実情                      | 吉川  |
| スチュワードシップ・コードの可能性                  | 梅本  | —英国FCAの報告書にみる実態—                  |     |
|                                    |     | レバレッジETFに見る投資家行動                  | 志馬  |
|                                    |     | —市場価格データに基づく実証分析—                 |     |
|                                    |     |                                   |     |
| <b>No.1696 (2016.6)</b>            |     | <b>No.1703 (2017.8)</b>           |     |
| マイナス金利導入後の金融資産市場の変化                | 二上  | フィンテックの促進へ進展する制度整備                | 二上  |
| 内外証券投資の収益と残高                       | 伊豆  | 非上場株式およびTokyo Pro Marketの最近の動向    | 松尾  |
| レバレッジETFと株式市場                      | 志馬  | 欧州ダーク・プールの実情2                     | 吉川  |
| —二〇一六年一月の市場分析—                     |     | —英国FCAのデータ分析にみる実態—                |     |
| 消費増税の先送りと改正特例公債法の成立                | 中島  | 米国のレバレッジ系ETFにおける投資家行動             | 志馬  |
|                                    |     |                                   |     |
| <b>No.1697 (2016.8)</b>            |     | <b>No.1704 (2017.10)</b>          |     |
| 証券会社の収入構成の変化について                   | 二上  | 投資型クラウドファンディングの新たな展開              | 松尾  |
| SECによるLEXの取引所承認決定                  | 吉川  | 欧州ダーク・プールの実情3                     | 吉川  |
| —フラッシュ・ボイズは救世主か—                   |     | —英国FCAのデータ分析にみる実態—                |     |
| 米国SECによるレバレッジETFの規制提案              | 志馬  | 我が国のマネジメント・バイアウト(MBO)をめぐる動向       | 志馬  |
| 国債市場特別参加者制度と最近の国債市場                | 築田  | 赤字国債膨張の財政構造分析                     | 中島  |
| —三菱東京UFJ銀行の特別資格返上に関連して—            |     | —少子高齢化が財政に与える影響について—              |     |

証研レポート第一七〇五号  
二〇一七年十二月十一日発行  
(偶数月第二月曜日発行)

2017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)