



レポート

No.1706

2018年2月

最近の欧米における金融商品販売規制改革

森本 学（1）

取引所外（市場外）取引の様々な形態について

～PTS、ダーク・プール、仲介（媒介）～ 二上季代司（18）

日本におけるクラウドSAFEの試み

松尾 順介（28）

我が国のPTSを巡る状況

志馬 祥紀（50）

役員等の自社株売買情報の開示

～なぜ日経新聞には役員の本株売買情報が掲載されないのか？～ 梅本 剛正（73）

最近の欧米における金融商品販売規制改革

森本 学

1 はじめに

現在、欧米で金融商品販売規制の全般的な見直しが進行している。

その直接のきっかけは、金融機関の不適切な説明・勧誘、利益相反等による金融消費者被害事案⁽¹⁾が、近年欧米で多数発生したことである。そのため、一部の規制の見直しは、リーマン・ショック前から進められていた。しかし、現在進行中の全般的な金融商品の販売規制改革は、やはりリーマン・ショック後の国際的な金融規制強化の文脈の中で理解する必要がある。

本稿ではそうした観点から、リーマン・ショック後、消費者向け金融サービスのプラクティスを改善するため、従来の金融規制を消費者利益尊重の観点から見直す動きが、国際的な規制改革として進行しつつある状況を概観することとしたい。

2 国際的な検討

(1) G 20 における合意

まず、二〇一〇年一月のG 20ソウル・サミットの首脳宣言において、「金融消費者保護の向上」⁽¹⁾が合意された。同宣言では、「情報開示・透明性・教育を含めたインフォームド・チョイス、詐欺・濫用及び過失からの保

護、償還請求及び権利擁護を通じて金融消費者保護を促進」することが表明された。

さらにG 20は、この事項に関する研究・報告をOECDに依頼した。これを受けてOECDは、二〇一一年一〇月に「金融消費者保護に関するハイレベル原則」(G20 High-Level Principles on Financial Consumer Protection)を作成し、同原則はG 20カンヌ・サミット(二〇一一年一月)において承認された。

その後、G 20サントペテルブルク・サミット(二〇一三年九月)において、「同原則の適用に関する報告書」(Effective approaches to support the implementation of High-level Principles)を含むOECDの作業が承認された。

(2) OECDの「金融消費者保護に関するハイレベル原則」

OECDのハイレベル原則は広範な内容を含んでいるが、金融機関が金融商品を販売する際の規制については、主に「6. 金融サービス提供者の責任ある業務活動」において示されている。

① 顧客の最善の利益

ここでは、まず「金融サービス提供者は、目的として、顧客の最善の利益 (the best interest of their customers) を図らなければならない、また、金融消費者保護を維持する責務を有する」と宣言されている(ここで言う金融サービスには、証券だけでなく、保険・年金、仕組み預金なども含まれる)。

この点について、適用に関する報告書では「監督当局は、日常的に検査、監督により、金融サービス提供者の顧客待遇に関する文化や順法性を監督上の指針、コード、内部管理等に照らしてモニタリングする」ものとされている。金融機関の順法性のみならず企業文化も検査、監督の対象と考えられている。

さらに、適用に関する報告書で参考として示されている「先進的手法」には、「監督当局は、リスク又は複雑な特定の金融商品の販売への介入（禁止又は限度の設定等）を行える権限を持つ⁽³⁾」という選択肢が挙げられている。

② 利益相反

ハイレベル原則では、顧客との間で「利益相反の可能性が生じた場合には、金融サービス提供者は当該利益相反を避けるように努めなければならない」と、それが避けられないときには、適切な開示及び内部体制の構築を行うか、契約を回避しなければならない」と定めている。

ここで言う金融商品販売の際の利益相反とは、金融商品発行者との系列関係や手数料の受取りなどを念頭に置いている。それは適用に関する報告書で「利益相反の開示には、金融商品の発行者又は提供者との関係、例えば、限られた数の提供者の金融商品しか考慮されていないか、などが含まれる。また、開示情報には、金融商品の発行者又は提供者から仲介者に対して支払われる如何なる手数料又は報酬も含まれる⁽⁴⁾」としていることから分かる。

さらに先進的手法では、「利益相反の開示は全てのケースにおいて必ずしも十分な解決とならないことから、特定の金融商品、サービスの販売に関しては、法律又は監督当局により手数料又はインセンティブの支払いを禁止する」と例示し、開示に留まらず利益相反回避義務の強行規定化（？）を選択肢として挙げている。

③ 職員の報奨（remuneration）体系

ハイレベル原則では、「職員の報奨体系は、責任ある業務活動、顧客の公正な取り扱い及び利益相反の回避を促すように設計されなければならない。報奨体系は、例えば利益相反が管理又は回避できない場合など、必要に

応じ顧客に開示されるべきである」と定めている。

適用に関する報告書では、「監督当局は、必要に応じ、顧客の最善の利益に沿わない報奨体系やインセンティブを禁止する。また、利益相反のリスクを最小化するような報奨体系を提示（prescribe）する」、「営業職員に適用される報奨体系を含む会社のPolicyは、顧客に開示される」、「営業職員は、販売成績だけで評価されてはならず、顧客満足や金融商品保有期間、順法性なども含めて評価されなければならない」、「監督当局は、規則やガイダンスの導入により、金融サービス提供者の報奨Policyが消費者利益に配慮したものとなることを確保する。例えば、報奨Policyは、顧客の利益やニーズに明確な考慮を払うことなく、限定された種類の金融商品を販売することにインセンティブを与えるものであってはならない」などとされており、職員のインセンティブ体系への当局の介入や見える化が示唆されている。

3 EUにおける検討（MiFID II）

（１）趣旨及び経緯

近年、個人投資家が金融商品の不正販売等により損害を被る事案が後を絶たず、また、技術革新等により金融商品が複雑になる傾向がある中で、最新かつハイレベルな投資家保護の重要性が改めて認識されたことから、MiFID IIの柱の一つとして「投資家保護の強化」が掲げられた。

MiFID IIは、二〇一四年五月欧州連合理事会で可決され、六月に公布された。施行は一年間延期された上で、二〇一八年一月から実施されている。

(2) MiFID IIの内容

① 一般原則及び投資家への情報提供（二四条）

MiFID IIの投資家保護確保のための規程では、まず、「投資業者は、投資サービスを提供する際、顧客の最善の利益に従って、誠実かつ公平に、そしてプロとして行為しなければならない」と宣言されている。

次に、投資サービスを提供する際の自らの立場について明らかにすることを求めており、「投資業者は、投資助言を提供する前に以下の情報を提供しなければならない。

i. 当該助言が、独立した立場で提供されるか否か。

ii. 当該助言が、様々な種類の金融商品の幅広い分析に基づくものか、より限定された分析に基づくものか。
特に、当該金融商品の範囲が投資業者と密接な関係を有する者により発行又は提供されたものに限定されているか否か。

iii. 顧客に推奨した金融商品の適合性を定期的に審査した結果を顧客に提供するか否か。」と定めている。

ここで投資助言を独立した立場で提供するとした場合、次のような規範に従わなければならない。

「(a) 多様性に富み、十分な選択範囲の金融商品を審査し、当該金融商品の範囲は、投資業者と密接な関係を有する者の発行又は提供するものに限定しない

(b) 第三者からの報酬、手数料又は金銭的若しくは非金銭的利益は受け取らない」

また、職員のインセンティブについても、「投資業者は、顧客の最善の利益のために行為するという義務と矛盾する方法で職員の業績に対して報酬又は評価を与えないこと。特に、顧客のニーズにさらに適合する他の金融商品を提供できるにもかかわらず、特定の金融商品をリテール顧客に推奨するために、報酬、販売目標又はイン

センチティブを与えてはならない」と定めている。

② 適合性報告書（二五条）

① iiiの報告書（適合性報告書）には、「当該投資がリテール顧客の嗜好、目的及びその他の特性をどのように満たしているかについての最新の説明を記載しなければならない」と定めている（原則として事前交付であり、金融機関の負担がかなり重くなるのではないとも言われている）。

③ 利益相反（二三条）

利益相反についても防止義務と開示義務が以下のように定められている。

「投資業者は、顧客との間の利益相反を識別し、それを防止又は管理するためのあらゆる適切な対応を取らなければならない」

「上記の措置が、相当な確信をもって顧客利益を損なわないと保証できない場合、投資業者は、顧客に対し、利益相反の一般的性質、原因、当該リスクを軽減するために講じる措置を明確に開示しなければならない」

④ 金融商品組成者の義務（二四条）

投資業者（金融商品の販売業者）のみならず、金融商品の組成者にも顧客の最善の利益を実現するための義務を課しており、「金融商品を組成する投資業者は、当該金融商品がターゲットとする識別された最終顧客のニーズに合うように設計されていること、その販売戦略がターゲットとする市場に適合していること及び確実に当該市場で販売されることを担保するための合理的な対策をとらなければならない」と定めている。

⑤ プロダクト介入権（MiFIR四〇条、四二条）

OECDハイレベル原則の先進的手法で示唆されていた介入権が、次のように定められている。

「ESMA⁽⁶⁾及び各国当局は、重大な投資家保護上の懸念、金融市場の機能・健全性又は金融システムの安定性の阻害に対処する必要があるときは、特定の金融商品又は特定の特性をもつ金融商品の販売・流通・マーケティングを禁止することができる」

4 米国における検討状況

(1) IRA (個人退職勘定) に関する受託者責任規則

① オバマ大統領の指示

二〇一五年二月、大統領経済諮問委員会 (CEA) は、「IRA について、証券会社による顧客利益を優先しない投資アドバイスのために年一% (年間一七〇億ドル) の利益が失われている」旨のレポート⁽⁷⁾を発表した。

これを受けてオバマ大統領は、IRA を扱う証券会社に対して、「顧客の利益を優先する受託者義務を課すよう」労働省 (DOL) に新しい規則の制定を求めた⁽⁸⁾。

② 労働省による規則制定

二〇一六年四月、労働省はERISA法に基づく「IRA に関する受託者責任規則」の最終版を公表した⁽⁹⁾。同規則の骨子は、以下の通りである。

・金融機関は、IRA 加入者に投資アドバイスを提供する場合、原則として顧客と「最大利益契約 (Best Interest Contract)」を締結する必要がある^{*}。

・同契約では、金融機関はフィデューシヤリーであることが明示され、「公正な行為基準 (Impartial Conduct Standard)」に従うことが明記される。

・「公正な行為基準」とは、顧客の最大の利益となる投資アドバイスをすること、販売手数料等の報酬が合理的な範囲内であること、取引、報酬、利益相反等の開示がミスリーディングでないこと等が要件となっている。

・金融機関は、書面により顧客に対して、最善の利益基準、重大な利益相反の説明等を開示する。

・金融機関は、公正な行為基準が遵守されるよう手続きや業績評価等の社内体制を構築しなければならない。

（＊取引に左右されない手数料（資産残高の一定率又は定額など）により投資アドバイスを提供する場合は、最大利益契約は不要である（「レベルファイ・フィデューシヤリー」と呼ばれる）

③ 新規則の適用開始

二〇一七年二月、トランプ新大統領は本問題に関し覚書（大統領令の一種）を発出し、「新規則の副作用について調査し、副作用を把握するか、新規則が投資家の自己決定権を侵害していると判断される場合は、同規則の改廃を検討すること」を労働省に求めた。

二〇一七年五月、アスコタ労働長官は、新規則を六月九日から適用を開始すると決定した。⁽¹⁰⁾ただし適用は段階的に行うこととし、公正な行為基準は適用するものの開示、体制整備などについては一二月末まで猶予し、その間は金融機関が努力している限り原則として違反処分は行わないとした。その後、この猶予期間はさらに二〇一九年六月末まで延長された。

同長官は「現行の規則のままでは大統領が目指す金融規制緩和にそぐわない」とし、猶予期間中に調査及び必要な修正提案を行うと述べた。さらに「投資アドバイスに関する規制枠組みを策定するよう」SECに対して協力を呼びかけた。

(2) SECの受託者責任に関する検討

① ドッドフランク法による授權と今後の検討

一九九〇年代以降、米国における証券会社のビジネスモデルが、残高ファイヤー中心の資産管理型営業に移行するにつれ、証券会社にも投資アドバイザーと同等の受託者責任を課すべきではないか、という議論が強まった。

ドッドフランク法（二〇一〇年七月成立）において、金融サービスを利用する顧客の保護を充実するため、SECに対し「証券会社に顧客に対する受託者責任（投資アドバイスを提供するときに「顧客の最大の利益」を図る責任）を課す権限」を賦与した。

これを受けてSECは、二〇一一年一月、「投資アドバイザーと証券会社についての調査報告書」を発表し、その中で「一般の投資家は、証券会社と投資アドバイザーに適用される規制の違いを理解していない」「証券会社に投資アドバイザーと同等の受託者責任を課すべきである」とした。

二〇一三年三月、この問題のコスト・ベネフィット分析を行うために必要な「データ・情報リクエスト」を公表した。

② 検討の難航

しかし、その後のSECの検討は、一般には停滞又は難航したと言われている。その原因としては、証券業界の反対・ロビーイングもあるが、直接的にはSEC委員間の意見対立が大きいことが挙げられていた。

即ち、規制賛成派の委員は、「顧客の利益よりも証券ブローカーの利益が優先されるとき、投資家が被害を受ける危険性が高まる。業者の種類を問わず投資アドバイスをするときには、顧客の最大の利益が目指されるべきだ」と述べた一方、慎重派の委員は、「証券会社と投資アドバイザーは、一九四〇年以来全く異なる法律及び規

制体系の下にあったことに留意すべきである」と述べていた。⁽¹¹⁾

③ 新たな検討の開始

前述の労働省による新規則の適用開始及びSECに対する協力の呼びかけを受けて、SECのクレイトン新委員長（五月就任）は、二〇一七年六月にSECが新たな統一的受託者責任基準を策定することの是非について意見募集を開始した。

SECが統一基準を策定すれば、証券会社のすべての顧客口座が同一の規制、同一の当局の監督に服することとなり複雑性を排除できるとして、証券業界にも支持する声が広がっている。また、規制の効率化という意味でトランプ大統領の金融規制緩和の方針に合致するとの見方もある。

こうした期待を受けて、SECは「統一ルールの策定に優先課題として取り組む」旨表明している。SECは、労働省のIRA規制の猶予期間中（二〇一九年六月末まで）に本問題に精力的に取り組むものと見られる。内容的には、IRA規制をさらに緩和する方向で検討するものと思われるが、受託者責任への賛成派、反対派双方の納得を得るのは相当困難であると言われている。また、労働省による規則の見直しも並行して進められ、両者の検討が今後どう調整されるかも不明である。

（３）受託者責任規制に対する業界の反応

① 証券会社の対応

現時点では規則が最終的にどのような姿になるか必ずしも明らかではないが、メリルリンチ、モルガン・スタンレーなど証券会社各社は、「顧客の最善の利益追求」を求められることは避けられないと見て営業改革に乗り

出している。

具体的には、「レベルファイ・フィデューシヤリー」を満たす残高ファイ型サービスに営業の主力をシフトしている。ただし、コミッション型サービスを一気に廃止することは困難であるため、同サービスは限定的に提供（顧客が要望する場合、提供商品を限定など）するといった対応をとっている。

② 新たな投信のシェアクラスの開発

資産運用業界においては、規制環境の変化に対応するため、新たなシェアクラスの投信の開発が進められている。

レベルファイ・フィデューシヤリーに対応するものとしてクリーン・シェア（F3シェア・販売手数料も代行手数料も無いタイプ）が開発され、設定する運用会社が増加している。

一方、コミッション型サービスの継続に対応し、利益相反を軽減する商品としてTシェア（Transitional Share）が開発された。Tシェアは、資産クラスを問わず販売手数料二・五%、代行手数料〇・二五%に統一されており、手数料の高い商品を勧めるバイアスを回避している⁽¹²⁾。

また、手数料の水準を抑えているため、Tシェアによりコミッション型サービスを提供すれば、証券会社は労働省規則の定める「合理的範囲内の報酬」の要件を満たせるものと考えられている。

5 英国における改革の実践とその教訓

（１）リテール金融商品販売改革（Retail Distribution Review）

英国では、リテール顧客は投資アドバイザー（独立アドバイザー（IFA）及び金融機関所属アドバイザー）

の商品推奨を受けて投資商品を購入していたが、投資アドバイザーは商品プロバイダー（運用会社、保険会社など）から受け取る販売手数料を専ら収入源としていたため、商品推奨が販売手数料の多寡に影響される傾向（コミッション・バイアス）が存在すると言われていた。

二〇〇六年六月、FSAのターナー長官はそうした弊害を排除するための改革に着手することを表明した。その後、二〇一〇年九月の最終規則案の公表を経て、二〇一二年一二月末から「リテール金融商品販売改革（RDR）」は実施された。その主な内容は、以下の通りである。

- ・投資アドバイザーの資格水準の引き上げ（専門性、研修等の要件の厳格化）
- ・独立アドバイスカ限定アドバイスカの区別の明示

独立アドバイスカの場合は、（a）包括的で公正な分析に基づき、（b）偏らず限定されない、商品推奨を行うことが求められる。限定アドバイスカの場合は、手数料が低くシンプルな金融商品を一定の手順により説明すること（基本アドバイスカ）が求められる。

- ・投資アドバイザーの商品プロバイダーからの販売手数料（コミッション）の受け取り禁止（基本アドバイスカを除く）

（2）RDR実施後の状況

アドバイザーの主力であるIFAは、収入源を販売手数料からアドバイザー・フィーに移行した（これによりコミッション・バイアスは解消した）。投信の商品性については、クリーン・シェアの導入が進んでいる。

販売チャンネルについては、プラットフォーム（投信の相乗り直販システムで口座も開設できるもの）の優位

性が高まっている。

一方で、投資アドバイザーの要件厳格化もありアドバイザー・フィーは上昇した。小口投資家は、フィーが割高になる又は投資アドバイザーの採算に合わないため、投資アドバイザーのサービスは、富裕層向けにシフトしたと言われている。この結果、投資アドバイスを受けられない小口投資家が増加（「アドバイス・ギャップ」）し、その解消が課題となっている。

(3) RDRの見直し

二〇一六年三月、英国財務省及びFCAは「金融アドバイス市場の見直し（Financial Advice Market Review）」というレポートを公表した。これは、RDR後の金融アドバイス市場が消費者にとってうまく機能していないのではないか、という懸念に対応して実施されたものである。

レポートでは、投資アドバイザー数の減少やアドバイス・ギャップの存在という現状を認めた上で、手ごろな料金で（affordable）、利用しやすい（accessible）投資アドバイスが実現するために、以下のような対策を提言した。

・手ごろな料金（Affordability）

投資アドバイスの定義の明確化（より狭いMiFID IIの定義の採用など）、投資アドバイザーの資格要件の柔軟化、適合性報告書に係る負担軽減など

・利用しやすい（Accessibility）

職場を通じたサービスの提供、雇用者による支援に対する税控除の引上げなど

・法的責任

金融サービス補償機構（FSCS）の賦課金の見直し、金融オンブズマン（FOS）の運営の見直しなど（IFAの負担軽減を図ったものである）

本レポートの提言は、多岐にわたっているものの抜本策には乏しく、この提言に基づく取り組みによりアドバース・ギャップ等が解消するかどうか定かではないと見られている。

6 わが国へのインプリケーション

現在、欧米において規則化が進行している金融商品販売業の「受託者責任」は、従来から存在する資産運用業の受託者責任などとは別種の新しい概念であることにまず留意する必要がある。資産運用業では、一定の金銭の預託を受け裁量的に運用する等の具体的委託関係が当事者間であるのに対して、金融商品の推奨ではそうした委託関係は通常存在しない。両者の金融規制についても、当然こうした顧客との取引形態の違いが反映されることになる。

欧米の新しい規則は、MiFID IIが二〇一八年一月実施であり、米国では未だ策定途上にある。いち早く実施した英国では、アドバイス・ギャップなどの課題が浮き彫りになっている。これらが、リーマン・ショック後の全般的な金融規制強化の流れの中で検討された規制であることに鑑みると、わが国としては、それら新規制がどのように定着するのか冷静に見極める必要がある。況や、彼我の証券会社のビジネスモデルの違いなどに顧みると、欧米の新規制をそのままわが国に当てはめるような議論は早計である。

他方、上述の欧米の規制改革の動向からは、「顧客の最善の利益を図る」¹³⁾ことが従来に増して行為規範として求

められていることを汲み取ることができる。顧客の最善の利益が、単なる最終目標やお題目ではなく、それを達成するための具体的手段や体制を備えていることが求められている。そうした観点からは、欧米の規制改革の際に議論された次のような手法やアプローチが参考になるであろう。

- ・利益相反の回避又は開示
- ・顧客の最善の利益に沿った職員のインセンティブ体系
- ・手数料のアンバンドリング⁽¹⁴⁾
- ・合理的範囲内の報酬

現在、わが国においては、各証券会社が「顧客本位の業務運営に関する原則」の定着に向けて取り組み中で、将来のリテール向け金融商品販売のビジネスモデルを模索しているものと思われる。そうした際には、欧米における同分野の規制改革が大局的にどの様な方向に向かい、何が金融商品販売のフェアなプラクティスとして定着しようとしているのか理解しておくことも有益であろう。

注

(1) ① JPモルガン・チェースは、住宅ローン担保証券を投資家に販売する際に不適正な情報開示があった件で、二〇一三年一月、米司法当局と二三〇億ドルの和解金を支払うことを合意した。

② 英国の大手銀行は、二〇一一年に高等裁判所で敗訴したことにより、個人ローンの返済保険販売時の説明が不十分だった件で、総額一三四億ポンド（FCAによる推定）の補償金支払いを余儀なくされている。

(2) 監督体制も金融消費者保護の観点からの見直しが進んでおり、①米国では二〇一一年七月、FRBの下に消費者金融

保護局（CFPB）が発足した。②英国では二〇一三年四月にFSAが廃止され、その機能のうち消費者保護、市場規制を担当する金融行為監督機構（FCA）が設立された。

(3) EUでは、MiFIRにおいて、この手法を「プロダクト介入権」として制度化している（3(2)⑤参照）。

(4) JPMorganは、顧客に自グループの投資商品を優先して推奨していたが、その際当該商品の運用で投資信託、ヘッジファンドから手数料を受け取っていたことを開示しなかった（利益相反をめぐる情報開示不備）件で、SECと三億ドルの和解金支払いで合意した（二〇一五年二月）。

(5) 複雑な金融商品の販売については、その顧客保護を促進するためIOSCOにより「複雑な金融商品の販売に関する適合性要件」（Suitability Requirement with respect to the Distribution of Complex Financial Products）が取り纏められた（二〇一三年一月）。

(6) ESMAの介入権は、各国当局が権限行使するまでの間の暫定的な措置である。

(7) “The Effects of Conflicted Investment Advice on Retirement Savings”（二〇一五年二月二三日）

(8) 同大統領は、ドッド・フランク法に基づくSECの受託者責任（後述）の検討が進まないことに業を煮やして、IRAに関する規則制定を労働省に求めたと言われている。

(9) 証券業界団体（SIFMA）は、SECの検討を待つべきだったとして反対の立場を維持した。ただし、最終版は前年四月の当初案に比べると相当程度緩和が図られており、証券業界にとって受け入れやすいものになったと見られている。

(10) 一般には予想外の決定と受け止められた。即ち、適用開始は既に一度延期されており、大統領覚書を受けた再検討のため、再延期されるものと予想されていた。しかし、再延期にはパブコメ等が必要であり、四月下旬に就任した新長

官には時間的余裕がなかったため適用開始せざるを得なかったと言われている。

- (11) 賛成派と慎重派の対立は、コモンロー上のカビエット・エムプター原則（「買主をして注意せしめよ」）を尊重するかどうかといった法・経済思想上の違いに根ざしたものとも言われている。

- (12) 乗り換えによって投信の販売手数料を増加させるインセンティブを抑止するためには、別途の方策が必要である。

- (13) 金商法の誠実公平義務（三六条一項）は、IOSCOの行為規範原則（一九九〇年）が「顧客の最善の利益および市場の健全性」を図るべく誠実かつ公正に行動するべき（第一原則）とされたことを踏まえて規定された。

- (14) コミッションの受取り禁止に対応したクリーン・シェアにおいても、投資家に管理費用等の各種負担は求めるのであり、その徴収が各費用毎に為される（透明化）ところが、従来の方法との違いである。

（もりもと まなぶ・日本証券業協会副会長）

取引所外（市場外）取引の様々な形態について

～PTS、ダーク・プール、仲介（媒介）～

二上季代司

一九九〇年代末の日本版ビッグバンは、市場間競争促進の観点から市場集中義務を撤廃した。この結果、上場銘柄の取引所外取引が比較的自由に行えるようになり、取引所類似の取引システムであるPTS（私設取引システム）も開設が可能となった。上場株式の取引シェアでは東証がなお圧倒的に高く、PTSは対東証比で五％前後にとどまっているが、近年では、「ダーク・プール」と呼ばれる取引システムもPTSに匹敵する規模にまで拡大しているようである。⁽¹⁾ 取引所外取引についての一般の関心も、以前と比べ高まっていると考えられる。

ところで、現在、公表されている「上場銘柄の取引所外取引」の売買状況は、日本証券業協会が運営するサイト「PTS Information Network」で開示されている。⁽²⁾ これは取引が取引所内で締結されたのか、それとも取引所外で締結されたのか、「約定」の場所にに応じて整理・集約したものである。これによれば、取引所外取引の規模は、全体の一割を超え、そのうちの半分弱をPTSが占めていることになる（後述）が、PTS以外の取引所外取引の詳しい内容については良くわかっていない。

他方、日本証券業協会や東証など自主規制機関は、会員（あるいは取引参加者）から徴求する事業報告書に基づいて、集計・簡略化された「決算概況」を開示している。この決算概況のもととなった事業報告書では、市場

内取引、市場外取引、仲介の三つに分けて業者の「有価証券の売買状況」を報告させている。この「売買状況」は、取引所への取次ぎか（市場内委託売買）それとも売買か（市場内自己売買）、取引所外への取次ぎか（市場外委託売買）それとも売買か（市場外自己売買）、もしくは仲介（あるいは媒介^③）によるものか、つまり約定に至る業者の業務行為に即して、市場内での行為か、それとも市場外の行為かの観点から、売買を整理・集約したものである。

今回、筆者は、日本証券業協会の依頼を受けて、最近一〇年間にわたる協会の決算データ（単体ベース）を利用して、証券会社の経営および財務に関する動向とその特徴を明らかにする機会を得た。^④

そこで、以下では、①「PTS Information Network」で開示されている上場銘柄の取引所外取引と②事業報告書に基づく売買状況とを照合させて、何が見えてくるか、考えてみた。

1 上場銘柄の取引所取引と取引所外取引

表1は、「PTS Information Network」で開示されている上場銘柄の取引所取引と取引所外取引およびそのうちのPTSの金額を左側に（A、B、C）、事業報告書に基づいて集計された国内株の市場内取引と市場外取引および仲介（外国株を含む）の金額を右側に（a、b、c）並べてみたものである。

（1）取引所取引と市場内取引

事業報告書では、売買状況に関して業者の業務行為による金額を計上している。この場合でいえば、ブローカー（委託）業務とディーラー（自己売買）業務による売買金額であるが、「取次ぎ」および「自己売買」は対当

した相手業者がいて約定されたのであるから、「往復計算」になっている。そこで、表1の（a）および（b）につき1/2で換算している。

さて、両者を互いに比較してみると、（A）と（a）は、完全に一致しないが、ほぼ同額とみなすことができる。一致しない理由は計算期間などが微妙に異なるためだと考えられる。（A）は東証『統計月報』からの引用であり、比較しやすいように、当年四月～翌年三月までの年度ベースで集計している。他方、（a）は事業報告書であるから決算期間の金額を集計している。三月期決算の業者が多いが、なかにはそうではない業者も含まれている。

（2）取引所外取引と市場外取引

次に（B）取引所外取引と（b）市場外取引を比較してみよう。そうすると、両者の金額は大きく異なっていることがわかる。その理由は、いくつか考えられる。

（B）は取引所外で約定された上場銘柄の売買金額であり、業者の業務行為としては、「取次ぎ」、「自己売買」のほかに

表1 取引所外取引の状況（売買代金）

（単位：兆円）

	(A)取引所取引		(B)取引所外取引		(C)うちPTS	
	(a)市場内取引		(b)市場外取引		(c)仲介	
2007年度	762.2	769.9	49.6	31.6	2.1	96.9
2008年度	521.1	505.8	36.4	24.3	2.1	69.5
2009年度	395.5	398.3	24.5	23.5	3.1	53.0
2010年度	397.6	399.2	24.8	20.5	4.9	132.5
2011年度	335.1	315.9	32.3	29.6	15.2	139.9
2012年度	382.7	386.7	36.3	37.4	21.2	147.4
2013年度	722.2	734.1	72.4	68.7	44.0	104.7
2014年度	655.5	663.5	72.5	57.5	36.2	106.5
2015年度	755.5	738.6	86.2	59.9	38.4	120.3
2016年度	671.4	685.0	83.9	57.1	31.0	114.6

（注）（a）は国内株の市場内における委託売買と自己売買の合計、（b）は国内株の市場外における委託売買と自己売買の合計、（c）は外国株を含む仲介（媒介）の金額。なお、（a）および（b）は往復計算のため1/2で換算している。

「仲介」も含まれる。しかし（b）は「委託売買」と「自己売買」の合計であって、「仲介」は含まれていないのである。

他方、（b）では、同じ金額が（b）だけではなく、（a）や（c）にも計上されている可能性がある。というのは、次の理由からである。市場外での委託売買とは取引所以外に取次ぐ行為である。具体例としては、PTSを含む他の業者に取次ぐ行為を指す。⁽⁵⁾ 非会員業者による会員業者への取次ぎは、約定は取引所内となり、その金額は（B）とは照応せず（A）と照応することになる。またPTSへ取次いだ場合、PTSが仲介によって約定すれば、取引外で約定されたことになって（B）と照応するが、より正確にはそのうちのPTSでの約定（C）に照応することになる。

さらにまた、（b）は国内株全般であって、上場株のみならず国内非上場株式も含まれている。このように（B）と（b）では、（A）と（a）にみられる相違点のほか、「仲介」行為による取引の有無、非会員による会員への取次ぎ、PTSへの取次ぎ、取引対象の相違点などが加わって、乖離はさらに大きくなる。

（3）PTSと仲介

最後に（C）取引所外取引の内のPTSの売買等と（c）仲介を比較してみよう。前者（C）は、取引所外取引のうちPTSによって約定された額である。「PTS」とは取引所外において電子情報処理システムを利用して「売り」「買い」の注文を付け合わせ、執行する業務をさし、機能的には証券取引所の市場運営業務に類似する。このため、法は、これを「証券業務」の一種と位置付けつつ、「登録」ではなく「認可」を要求している。そこでPTSの認可を得た業者は「認可PTS」業者と呼ばれる。そして認可PTSは証券取引所と同様に気配

情報や約定情報の開示義務を課されているのである。

さて、「PTS」は顧客同士あるいは自己勘定を使って「売り」「買い」を付け合わせるものであるから、証券業者の業務行為としては「仲介」あるいは「自己売買」である。社内付け合せができない場合には他の業者に取次ぐ（市場外委託売買）こともありうる。

ところで、「仲介」業務は、PTSだけが行っているのではない。仲介または自己勘定を使つての付け合せを、電子情報処理システムを利用して行えば、証券取引所の市場運営業務に類似してくるので、法は「認可」を要求しているのだが、システムによらず手を介して付け合せをすれば、PTSではないことになる。

また、二〇一〇年三月に改定された金融庁の監督指針では、こうした行為を電子情報システムによって行つても、あらかじめ社内に対当させた「売り」と「買い」の同数量のペア注文を立会取引によらない取引所取引（たとえば東証の立会外取引システム、T o S T N e T）に取次げば、約定自体は取引所で行っているのでPTSには該当しない、とされる。

このように（c）の「仲介」にはPTSによる仲介のほか、約定だけはT o S T N e Tへ取次ぐPTS類似の仲介のほか、人手を介した仲介が含まれる。加えて、事業報告書の仲介による売買状況は、国内株に限定せず株式一般、つまり外国株も含まれている。

以上のように、約定ベースのほか、業務行為の側面からも観察することによって、取引所外取引さらにはそこに含まれる「仲介」取引⁽⁶⁾について異なつた風景がみえてくるのである。そこで、この点をさらに詳しくみておこう。

2 PTSとダーク・プール

世上、「ダーク・プール」と呼ばれる取引は、気配情報を開示しない取引を指す。これは機関投資家の取引ニーズにこたえる取引手法として発生したといわれる。機関投資家にとって、自らの気配情報が市場にさらされると、他の投資家から餌食にされてしまうため、気配情報を秘匿したままで執行したいというニーズがあるからである。⁽⁷⁾

わが国での在り方としては、電子情報処理システムを使って限りなくPTSに近い業務を行いながら、約定だけはToSTNetへ取次ぐことでPTSであること（したがって気配情報開示義務）を免れている業者を指す言葉とされる。⁽⁸⁾

こうした日本のダーク・プールの取引額は、近年、増加傾向にあり、大墳（前掲論文、注1）によると、二〇一四年までは「ダーク・プール」の取引シェアはPTSを下回りつつ連動する動きを見せていたが、二〇一五年以降は増加傾向が顕著となって、二〇一六年にはPTSを上回るようになったという。そこで、ラフにとらえて二〇一五年度においてPTSとダーク・プールがほぼ同額だったと仮定して、二〇一五年度について、より詳細に、取引所外取引と仲介の額、ならびにそれらがどのような業者によって担われているかについてみておこう。

表2は、二〇一五年度における「仲介」金額のうち、どのような種類の業者がどの程度のシェアを占めているかを見たものである。これによ

表2 株式仲介（媒介）の類型別シェア

類型	シェア
大手5社	2.2%
外資系	67.1%
小計	69.3%
認可PTS	30.3%
金額（兆円）	120

（注1）大手5社とは野村、大和、SMBC日興、三菱UFJモルガンスタンレー、みずほの5社

（注2）外資系証券は株主構成から「外資系」と推定したもので、このうち証券業務プロパーの業者34社分の集計である。

（注3）認可PTSは株式を扱う業者2社である。

（注4）すべての類型を記載しているわけではないので、シェアを合算しても100%にはならない。

（出所）拙稿『証券会社経営の時系列的分析』

ると、三割の三六兆円強を認可PTSが占め、2／3を外資系証券会社三四社が占めている。⁽⁹⁾ わが国の大手五社はわずかに2%を占めるに過ぎないことがわかる。また認可PTSの仲介額三六兆円強は、開示されている取引所外取引に占めるPTSの取引金額三八兆円とほぼ同額である。⁽¹⁰⁾ つまり認可PTSは、二〇一五年度において市場外での委託売買や自己売買はほとんど行つてはおらず、仲介のみによつて約定していることになる。

他方、大墳（前掲論文、注1）の指摘により、ダーク・プールの取引額が認可PTSとほぼ同額の三八兆円と仮定すると、この三八兆円はToSTNeTで約定されているため、統計上は「取引所取引（市場内取引）」とみなされ、（A）（および（a））にも計上される。それ以外の仲介額は約四割の四八兆円弱となる。

まとめ

以上、一連の推計を整理すると、表3のようになる。

すなわち、仲介額一二〇兆円の内、認可PTSによる国内上場株の仲介は三六兆円で、開示資料とほぼ一致する。次に、ダーク・プールによる仲介額も約三六兆円で、約定ベースでは取引所取引とみなされ表1の「取引所取引（A）」にも計上される。残る仲介額四七兆円は、その大半が外国株の仲介で、一部が人手を介した仲介と考えられる。

次に、国内株の市場外取引についてみよう。これを再び往復計算（一一九兆八千億円）に戻して、委託、自己に分けると、その金額は委託八三・二兆円、自己三六・六兆円となる。このうち、「取引所外取引（B）」のうちPTSを除く約定額四七・八兆円に照応する部分はどれだろうか。それは、①取引所外において「決め商い」など自己勘定を使って約定した部分、②他社へ取次ぎ当該他社がこれを人手を介して仲介により約定した部分など

であろう。これらの売買額は往復計算で九五・六兆円（四七・八×二）に相当するであろう。

残る二四・二兆円相当の売買は、③非会員による会員業者への取次ぎ（約定は取引所取引（A）に計上）、④PTSへの取次ぎ（約定は取引所外取引のうちPTS（C）に計上）、⑤ダーク・プールへ取次ぎ（約定は取引所取引（A）に計上）によって構成されるのだろう。

なお、表1に見るように認可PTSの取引金額は二〇一〇年を境に急増している。その理由として、二〇一〇年三月にPTSで約定された株式は日本証券クリアリング機構（JSCC）の清算対象になったこと、二〇一二年にTOB規制の対象外とされたことが挙げられる。ともに機関投資家の参加を促進する要因となった。とくにJSCCの清算対象とされたことは、カウンタバーティリスを減じたが、このことは認可PTSの売買方法も変化させたと考えら

表3 株式の取引所外取引の内訳（2015年度、推計）

（単位：兆円）

取引所外取引(B)	金額	仲介(c)	金額	備考
	86.2		120.3	
うちPTS(C)	38.4	うちPTS	36.4	取引所(A)で約定 人手を介した仲介 (B) 外国株の仲介
		ダーク・プール	36.4	
		その他	47.5	
その他	47.8	市場外取引(b)	59.9	
		(往復計算)	(119.8)	
		内訳		
		①決め商いなど自己 勘定による約定	自己、委託を取り 交ぜ、往復計算で 95.6 (47.8×2)	取引所外(B)で約定
		②他社へ取次ぎ(当 該他社は人手を介 した仲介により約 定)		
		③非会員による会員 への取次ぎ	自己、委託を取り 交ぜ、往復計算で 24.2	取引所(A)で約定
		④PTSへ取次ぎ		PTS(C)で約定
		⑤ダーク・プールへ 取次ぎ		取引所(A)で約定

(注) 備考欄は表1(A)(B)(C)と(b)(c)との照応関係を示す。

れる。すなわち二〇一〇年以前は、「仲介」よりも、証券取引所や他の業者への取次ならびに自己勘定での仕切り売買が多かったのである。しかし、その後は、徐々にこうした取次ぎや仕切り売買は減少していき、二〇一二年を境にこれらはゼロとなり、仲介のみとなっている。

注

- (1) 大墳剛士「二〇一七」、『日本におけるダーク・プールの実態分析』JPX Working Paper, Vol21.
- (2) <http://pts.offexchange2.jp/ptsinfo/>
- (3) 法律上の用語は「媒介」であるが、事業報告書では「仲介」と呼称しているので、この小稿でも「仲介」と表記することとする。
- (4) その成果は「証券会社経営の時系列的分析」と題して、協会ホームページ上で開示されている（本文は、<http://www.jsda.or.jp/shiryo/chousa/files/20180131keibibunseki.pdf> 資料は、<http://www.jsda.or.jp/shiryo/chousa/files/20180131keibibunseki.pdf>）
- (5) かつては、取引参加権を持たないいわゆる「非会員業者」による「会員業者」への取次ぎが多かった。他方、近年多いのは、会員業者（つまり大手の業者）が、認可PTSその他にシステムを接続して取次ぐものである。この場合は市場外での約定（PTSでの約定）となる。なお、正確には「非取引参加者」と呼称すべきであるが、簡単のためこの小稿では「非会員」、取引参加者を「会員」と表記している。
- (6) 「仲介（媒介）」という業務行為は、かつて証券取引所内において「才取会員」が行っていた。しかし、証券取引所のシステム化によって「仲介」業務は、証券取引所の市場運営業務のなかに解消され、業者の業務行為としては顕在化

しなくなった。この結果、「仲介」が業務行為として行われる場所は「証券取引所の外」だけとなる。「仲介」は取引所外取引における重要な業務行為として顕在化してくるのである。

(7) ダーク・プールの発祥の地である欧米での実情については、清水葉子「二〇一三」、「HFT、PTS、ダーク・プールの諸外国における動向」欧米での証券市場間の競争や技術革新に関する考察」金融庁金融研究センター『デイス

カッションペーパー』を参照。またダーク・プールそのほかの規制状況については吉川真裕「二〇一六」、「HFTとダーク・プールに対する規制状況―規制状況の国際比較―」『証券経済研究』九四号を参照。

(8) 気配情報開示義務はないが、取引報告の開示義務は課せられている。

(9) ここでいう「外資系証券会社」とは日本証券業協会の定義する「外国法人」（国外法に設立根拠を持つ証券会社）ではない。支配株主が外国資本である証券会社を指す。

(10) 「PTS Information Network」の資料では、「PTSでの売買等には当該株券以外の有価証券の売買等も含む」とされ、取引対象がやや広い可能性がある。

(にかみ きよし・主任研究員)

日本におけるクラウドSAFEの試み

松尾 順介

はじめに

昨年、株式投資型クラウドファンディングのプラットフォームが稼働を開始し、非上場会社がクラウドファンディングで資金調達する事例が相次いで登場し始めた。

他方、直接株式を発行するのではなく、新株予約権の一種を発行することで資金調達するスキームを手掛けるプラットフォームも登場し、その導入事例も見られるようになった。

米国では、すでに直接株式ではなく、将来株式取得略式契約 (Simple Agreement for Future Equity: 以下SAFE) をクラウドファンディング・プラットフォーム上で購入する事例が多数見られ、これらはクラウドSAFEと称されている。⁽¹⁾これと類似したスキームが日本でも登場したといえるものであり、わが国の投資型クラウドファンディングにおけるイノベータータイプな試みとして特筆すべきものと思われる。

このスキームに取り組んでいるプラットフォームは、エメラダ株式会社の運営する、エメラダ・エクイティであり、その第一号案件は、クラフトビールの製造・販売を手掛ける、Far Yeast Brewing株式会社である。

本稿では、米国におけるSAFEの仕組みとクラウドSAFEの現状を概観した上で、エメラダ・エクイティの取組とFar Yeast Brewingの導入事例をインタビュー調査に基づいて紹介する。

1 S A F E の仕組み

S A F E は、二〇一三年、アメリカのスタートアップ・アクセレーター、Y Combinator⁽²⁾が簡略な資金調達書類をリリースしたことに始まるとされる。

このS A F E は、ユニークな金融スキームであり、これを理解する上で、以下の点がポイントとなる。⁽³⁾

① S A F E は、転換社債と異なり、S A F E は債務証券ではない。したがって、利払いや満期という概念は存在しない。

② S A F E は、通常の新株予約権のような権利の購入ではなく、将来的に新株が発行された場合、その新株を一定の条件で取得する契約であり、予め契約段階で新株取得の対価が支払われる。

③ 将来的に新株が発行されるのは、当該企業においてI P O や買収などのイベントが発生した場合であり、このようなイベントが発生しない場合、つまり当該企業が成長がなかった場合、S A F E は「塩漬け」状態となる。

④ S A F E は、契約であるが、予め設定されたひな形があるため、契約時において多数の交渉事項を必要としない。したがって、スタートアップ企業にとっても、投資家にとっても、弁護士費用が節約できるとともに、両者が条件交渉に費やす時間も節約できる。

⑤ S A F E の契約の際、もつとも重要な交渉事項は、バリュエーション・キャップ (valuation cap) およびデイスカウント率であり、これらは後述するように、S A F E 取得者による新株取得条件を決定するものである。まず、バリュエーション・キャップとは、当該企業の時価評価の上限を意味しており、実際の時価評価がこれを上回っていても、S A F E 取得者はこの上限額を基準として新株の取得価格が産出される。したがって、バ

リユエーション・キャップが低く抑えられたほうがSAFE取得者にとってより安価で新株が取得できる。また、デイスカウント率は、一般の新株取得者の取得価格に対する割引率を意味している。なお、SAFEには、上記の一方だけを設定したものと両方を設定したものがある。

以下、簡単な数値例で、バリュエーション・キャップを設定した場合とデイスカウント率を設定した場合とを説明しよう。⁽⁴⁾

① バリュエーション・キャップのみの設定例

投資家がSAFEを一〇万ドルで購入し、バリュエーション・キャップが五〇〇万ドルの場合である。当該会社は、プレマナーバリュエーションが一〇〇万ドル時点で投資家と交渉し、一〇〇万ドル相当のA種優先株を発行する。新株発行直前の同社の最大希薄化分の株式は、このファインانسに関連した一〇〇万株のオプションの株式数を含め、一一〇〇万株である。ここでプレマナーバリュエーションとは、新株発行直前の企業価値を指している。

この場合、同社はA種優先株を新規の投資家に一株〇・九〇九ドルで、一一〇万一一〇株発行する。同社は、SAFE投資家に対して、A1種優先株を一株〇・四五四五ドルで、二二万二二株発行する。ここでの株価〇・九〇九ドルは、プレマナーバリュエーション一〇〇万ドルに対して、最大希薄化分の株式数一一〇〇万であるため、前者をこの株数で除したものである。他方、SAFE投資家は、バリュエーション・キャップが五〇〇万ドルであるため、これを一一〇万株で除した株価、〇・四五四五ドルで優先株を取得できることになる。この株価でSAFE保有者があらかじめ支払い済みの一〇万ドルで、A1種優先株を取得すると、その株数は二二万二二株となる（一〇万ドル÷〇・四五四五ドル）。なお、ここでA種優先株は、標準優先株と同じであり、A1種

優先株は、SAFE優先株を意味している。

② バリュエーション・キャップとディスカウント率の両方の設定例

投資家がSAFEを一〇万ドルで購入し、そのバリュエーション・キャップが七〇〇万ドル、ディスカウント率が八五%（一五%の割引）の場合である。

同社は、新規の投資家にA種優先株一〇〇万ドル分を発行するとする。なお、その際のプレマネーバリュエーションは、一〇〇万ドルであり、同社の最大希薄化株数は、オプション分一〇〇万株を含めて、一一〇〇万株とする。

この場合、同社は新規の投資家にA種優先株一一〇万一一〇株を発行することになる。つまり、一株の価値は、一〇〇万ドル・一一〇万株Ⅱ〇・九〇九ドルであるため、株数は、一〇〇万ドル・一〇・九〇九ドルⅡ一一〇万一一〇株となる。

この場合、SAFE投資家には、二つの選択肢がある。一つはバリュエーション・キャップをもとに権利行使するという選択肢であり、もう一つはディスカウント率をもとに権利行使するという選択肢である。前者の場合、SAFE投資家は、〇・七二七二ドル（八〇〇万ドル・一一〇〇万株）で、株式を取得できるが、後者の場合、一株〇・七七二六五ドル（〇・九〇九×〇・八五）となる。したがって、SAFE投資家は、前者を選択する方が有利である。

2 米国でのクラウドSAFE

米国の株式投資型クラウドファンディングの代表的なプラットフォームである、WEFUNDERのサイトを

見ると、現在募集中の四六案件のうち、二〇案件がSAFEであり、株式二〇案件と並んでいる。⁽⁵⁾ これらの案件をまとめると、以下である。

このHPに掲載された事例から、以下の点が指摘できる。

① バリュエーション・キャップとディスカウント率の両方を設定している場合と一方だけの場合がある。なお、ディスカウント率は、一〇～二五%程度が標準的な水準であると推測できる。

② SAFEのスキームに関する詳しい説明はなされておらず、上記のバリュエーション・キャップやディスカウント率だけが明示されている。このことは、SAFEのスキームについての理解が自明の前提とされているように思われる。

③ 当該企業の成長シナリオがアピールされているが、そのシナリオは必ずしも明確に裏付けられたものではない。

④ 当該企業の出資者のプロフィールや投資動機などが掲載されており、このことはクラウドファンディングの投資家が、企業の事業内容や財務情報だけでなく、どのような出資者が先行投資しているかを投資の判断材料にしていることを示唆するものと思われる。

⑤ 早期申込者への特典を設定している場合が少なくない。

⑥ ほとんどすべてのプロジェクトが投資家特典を用意している。特に、この投資家特典には、特製Tシャツなどが含まれており、このことは投資家が価値観を共有しており、一種のコミュニティを形成していることを示唆するものと思われる。

図表 1 WEFUNDERでのSAFEの事例

社名	業種	資金調達 目標額	バリュエー ション・キ ャップ	ディス カウン ト率	最低 投資 額	早期申込特典	投資家特典 (一部のみ)
MOBODEXTER	IoTやドローン関 連ソフトウェア	\$100,000～ \$803,000	\$20,000,000	—	\$300	—	\$300：感謝状 \$500：特製バッグ
MOJOE BREWING COMPANY	コーヒーや茶など の飲料	\$50,000～ \$107,000	\$6,000,000	—	\$250	バリュエーシ ョン・キャップ： \$4,000,000	\$500：商品セット
Hiero 2	絵文字アプリの開 発	\$100,000～ \$500,000	\$2,500,000	—	\$250	バリュエーシ ョン・キャップ： \$2,000,000	\$250：ウェブサイ ト上の氏名掲載
IMPACT SCIENCE EDUCATION	科学教育	\$50,000～ \$800,000	\$3,500,000	20%	\$100	—	\$500：サンプルユ ニット
GRIT GROCERY	飲食	\$70,000～ \$1,000,000	\$5,000,000	—	\$250	—	\$500：特製ハット
CHICAGO STEAK COMPANY	食品	\$50,000～ \$1,000,000	\$10,000,000	—	\$100	バリュエーシ ョン・キャップ： \$8,000,000	\$250：特製Tシャ ツ
INDUSTRY WATER FILTRATION	水質改善	\$50,000～ \$1,000,000	\$2,500,000	10%	\$100	バリュエーシ ョン・キャップ： \$2,000,000およ びディスカウン ト率：15%	\$250：家庭用浄化 フィルター
SPACEFAB	宇宙望遠鏡	\$150,000～ \$1,070,000	\$6,000,000	—	\$100	—	\$1,000：望遠鏡の 画像提供
LOVESEAT	家具	\$50,000～ \$1,070,000	\$8,000,000	—	\$100	バリュエーシ ョン・キャップ： \$7,000,000	\$100：愛と感謝 \$500：15%割引券
NEW CENTURY CYBER	サイバー技術	\$50,000～ \$1,070,000	\$7,000,000	—	\$100	バリュエーシ ョン・キャップ： \$ 5,000,000およ びディスカウン ト率：20%	\$250：\$50のクー ポン券
PILLOW	携帯アプリ	\$111,000～ \$333,000	\$2,750,000	—	\$111	バリュエーシ ョン・キャップ： \$2,250,000	\$111：1年間アプ リ使用权と感謝状
RUMOR	ソーシャル・メデ ィア	\$50,000～ \$415,000	\$5,000,000	20%	\$100	バリュエーシ ョン・キャップ： \$3,000,000	\$100：購入ポイン ト、バッジ、製品 情報

次ページへ続く

社名	業種	資金調達 目標額	バリュエ ーション・キ ャップ	ディス カウン ト率	最低 投資 額	早期申込特典	投資家特典 (一部のみ)
KALIIN	アプリ・AIブラッ トフォーム	\$50,000～ \$1,070,000	\$10,000,000	25%	\$100	－	\$100：1年間の購 入権
FORTRESS PRESENTS	イベント企画	\$150,000～ \$300,000	\$7,000,000	－	\$250	バリュエーショ ン・キャップ： \$6,000,000およ びディスカウン ト率：20%	\$250：イベントの 1日券
GLOBECHAT	翻訳ソフト	\$100,000～ \$1,000,000	\$25,000,000	－	\$200	－	\$200：愛と感謝
TREBEL MUSIC	音楽配信	\$100,000～ \$1,070,000	\$15,000,000	－	\$100	－	\$149：特製Tシャ ツ、帽子など
IGENAPPS	携帯アプリ	\$100,000～ \$1,000,000	\$4,500,000	－	\$100	－	\$500：特製Tシャ ツとキャップ
PERCHANCE	携帯アプリ	\$50,000～ \$1,070,000	\$4,000,000	－	\$100	－	－
WIND RIVER BIOMASS UTILITY	バイオマス	\$150,000～ \$480,000	\$2,000,000	－	\$100	－	\$250：薪10立方フ イート
JUPITER LABS	音楽関連	\$150,000～ \$500,000	\$5,000,000	25%	\$500	バリュエーショ ン・キャップ： \$3,500,000	\$1,000：特製Tシャ ツ

(出所) WEFUUNDERのHP、<https://wefunder.com/> (2018年1月16日時点)

3 エメラダ・エクイティの取組

日本において米国のSAFEに類似したスキームをクラウドファンディングに導入したのが、エメラダ株式会社の運営するプラットフォーム、エメラダ・エクイティである。

同社は、東京都千代田区に所在し、二〇一六年六月に設立された。以下、インタビューに基づき同社のプロフィールを紹介する。

(1) 同社設立の背景

共同創業者兼CEOの澤村帝我氏は、野村證券、ゴールドマン・サックスで、企業の資金調達及びM&A業務に携わり、経験を蓄積してきた。その間、大企業の資金調達は、証券会社を仲介機関として、効率的に行われているのに対し、非上場企業の資金調達は、資金調達企業と投資家間で、情報の非対称性が大きく、効率的でないことを認識した。さら

に、ベンチャーファイナンスの分野では、エンジェルやベンチャーキャピタルなど、プレーヤーは多いものの、各社横並びで、ベンチャー育成・支援の機能を十分果たしているようには思えなかったという。そこで、同氏はインターネットの力で、この非対称性を緩和することを構想し、同社を立ち上げることを決意し、ゴールドマン・サックス勤務時代からの人間関係から、投資ファンド「D4V1号投資事業有限責任組合」（東京・港）等にアプローチし、二〇一七年四月、第三者割当増資による出資（約二億円）を受けることができた。その際、澤村氏は同ファンドに対して、自身の事業構想を周到に説明し、これによって同ファンドはこの事業の可能性を評価し、出資を決定したと思われる。同ファンドは、デザイン・コンサルティング会社の米IDEO（カリフォルニア州）とベンチャーキャピタルのジェニユインスタートアップス（東京・渋谷）が共同設立した投資ファンドであり、いわゆる「大人ベンチャー」と呼ばれる案件に投資して⁶る。

（２）同社の特徴

同社の特徴は、第一に、広範で多彩な人的構成を擁していることである。証券・金融関連はもとより、システム開発、デザイン、内部管理など多彩である。これらの人材の調達は、ゴールドマン・サックスの人脈だけではなく、ソーシャルネットワークなどを通じてアプローチしたという。

次に、同社独自のスキームである「エメラダ型新株予約権」を開発し、同社の投資案件は、このスキームを利用している点である。このスキームの詳細は、後述するが、基本的には米国のSAFEに類似しているものの、同社が独自に工夫し、スキーム上の変更が加えられている。このようなスキームを導入・採用した理由の一つは、株式投資型クラウドファンディングによって、普通株あるいは種類株を多数の投資家に発行し、初期段階の企業

において株主構成が分散化すると、会社法上の手続きにおいて、支障が出ることが懸念されたことである。たとえば、株主総会の招集・開催が難しくなるような事態も想定されるだけでなく、それによって迅速な意思決定が阻害される危険性も生じうるからである。

第三に、同社プラットフォームでの案件は、全てベンチャーキャピタルが出資した案件に限定している点である。これには、すでにベンチャーキャピタルが専門的な知見を元に出資判断を下した案件に限定することで、クラウドファンディングで出資する個人投資家のリスクを低下させることができる。さらに、ここではクラウドファンディングに出資以外の機能も期待されている。同氏は、これを「面のサポート」と呼び、ベンチャーキャピタルとは異なる支援をクラウドファンディングの出資者には期待できると考えている。この「面のサポート」とは、出資者が当該企業の顧客となること、同社及び同社のPRを担ってくれること、つまり近年マーケティング分野では、コミュニティマーケティングが注目されているが、同社のプラットフォームにおいても、出資者がコミュニティのメンバーとなることが期待されている。同社は、このような出資者を「コミュニティ・アンバサダー」と呼んでいる。

(3)「エメラダ型新株予約権」の仕組み

同社は、自社のスキームをエメラダ型新株予約権と称し、そのスキームを以下のように同社HPにおいて説明している。⁽⁷⁾その概要は以下である。

・定義…エメラダ型新株予約権は、一定の事由が生じた時に新株予約権をその発行者が取得する定めがついた取得条項付新株予約権である。

・権利行使…発行者が上場を承認された場合もしくは発行から一〇年間が経過する最後の一ヵ月の間のみ権利を行使することができ、権利を行使した後に発行者が上場した場合には、権利行使により取得した株式を市場で売却することができる。また、発行者がM & Aにより売却されたときは、取得条項の発動により新株予約権が譲渡され発行者から金銭を取得することができる。

・転換価額…投資家が将来受け取る株式数は、エメラダ型新株予約権では「転換価額」に基づき決定される。

・転換価額の決定…転換価額の決定タイミングは、投資開始時ではなく将来に先延ばしされる。投資開始時点で評価したベンチャー企業の企業価値は必ずしも適正とは限らない。将来ベンチャーキャピタル等プロ投資家が当該ベンチャー企業に追加投資を行う際に、その時点の企業価値も考慮して、エメラダ型新株予約権の「転換価額」が決定される。

・投資家の受取額…将来受け取る株式数と株式市場での売却時やM & A時における「一株当たりの評価額」を掛け合わせることで決定される。上場後に株式市場で売却する場合の「一株当たりの評価額」は、売却時点において市場で取引されている株価である。M & Aで企業が他の企業に売却される場合は、M & A時の企業価値に基づく「一株当たり評価額」である。M & Aの場合、実際には株式ではなく金銭を受け取るようになるが、受取額を算出するために株式数が決まるとみなし「一株当たり評価額」を掛け合わせて受取額が決定される。

・投資後の流れ…投資後の流れとして、図表2の通り、以下の四つが想定される。

(ア) 上場…投資家は、投資先企業の上場承認後に権利行使し、株式を取得する。権利行使の際、新株予約権一個につき一円の行使価額を発行企業の指定された口座に支払い、その対価として上記で計算された株数の株式を取得する。その株式を上場市場で売却することで金銭を得られ、利益を確定できる。

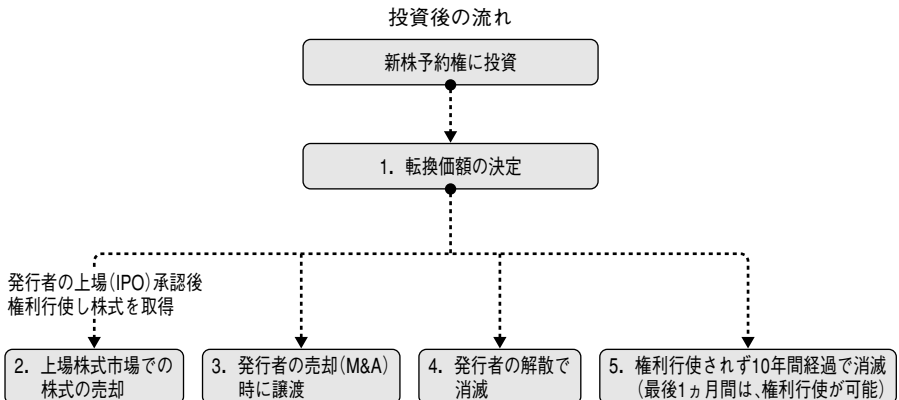
取得株式数(株)×売却時の評価額(円／一株当たり)－新株予
約権購入価格(円)＝売却損益(円)

その際、売却益になる数値例として、四〇万円で新株予約権を
購入し転換価額が五万円に確定すると、四〇万円÷五万円＝八株
の株式を取得できる権利を手にする。発行者の上場後に権利を行
使し八株の株式を取得し、上場市場ですべてを一株一〇万円で売
却する。売却損益は(八株×一〇万円)－四〇万円＝四〇万円と
なる。

また、売却損になる数値例として、同様に、四〇万円で新株予
約権を購入し、発行者の上場後に権利行使を行い八株の株式を取
得し、上場市場においてすべて一株一万円で売却する。この場合
の売却損益は(八株×一万円)－四〇万円＝三三万円となり、
一株当たりの評価額によっては売却損になる(この場合、手数料、
課税額、その他諸費用等は考慮していない)。

(イ) 売却 (M & A) … M & A で投資先の発行者が他の企業に売却さ
れると、当該発行者は投資家の保有する新株予約権を取得し、投
資家はその対価として金銭を受け取る。投資家の譲渡損益は以下
のように計算される。

図表 2 投資後の流れ



(出所) 同社HP、<https://emeradaco.com/seed>

将来取得できるとみなされる株式数（株）×譲渡時の評価額（円／一株当たり）＝新株予約権購入価格

（円）＝譲渡損益（円）

その際、譲渡益になる数値例として、四〇万円を投資して、転換価額五万円で八株の株式を取得できる権利を手にしたとする。買収する側の他の企業は、投資先企業の株式を一株八万円と評価した。この場合、（八株×八万円）＝四〇万円＝二四万円が譲渡益として投資家に支払われる。

また、譲渡損失になる数値例として、同様に、四〇万円を投資して、転換価額五万円で八株の株式を取得できる権利を手にしたとする。買収する側の企業が投資先である発行者の株式を一株三万円と評価した場合、（八株×三万円）＝四〇万円＝一六万円が譲渡損失となり、一株当たりの評価額によっては損失になる（手数料、課税額、その他諸費用等は考慮していない）。

（ウ）発行者の解散・エメラダ型新株予約権を取得後、その発行者が解散すると権利は自動的に消滅する。投資家は株式や金銭は一切取得できない。

（エ）投資後一〇年経過・エメラダ型新株予約権を取得後、権利行使を行わずに一〇年間が経過すると権利は自動的に消滅する。その場合、株式や金銭は一切取得することができない。ただし、一〇年間の最後の一ヵ月については企業が上場しなくとも権利行使が可能である。一〇年が一つの基準となる理由は、ベンチャーキャピタルの一般的なファンド運用期間を参考にしている。

なお、最後の一ヵ月に権利行使をする場合の数値例としては、投資家は四〇万円を投資して、転換価額五万円で八株の株式を取得できる権利を手にしたが、発行者の上場や企業売却がなく権利行使がされないまま一〇年間が経過しようとしていたとする。この場合、投資家は最後の一ヵ月に権利行使を行うことで八株の

株式を取得することができる。取得株式は、譲渡や企業の上場により換金できる可能性があるが、未上場株式であるため一般的に換金性が著しく乏しい可能性が高い。また、株式取得後も投資先企業について、エメラダからの定期的な情報提供が継続される。

・ 転換価額の決定方法…ベンチャーキャピタル等プロ投資家がこの企業に対して将来的に追加投資を行うことになった際は、先に投資を行っているエメラダ型新株予約権の投資家にとって有利な条件になるように転換価額が決定される。転換価額の決定については、募集開始時に暫定的な一株当たり評価額（暫定転換価額）が決定された後、次回資金調達がある場合は、次回資金調達時の一株当たりの評価額×80%と暫定転換価額との間で低いほうの価額で転換される（図表3参照）。

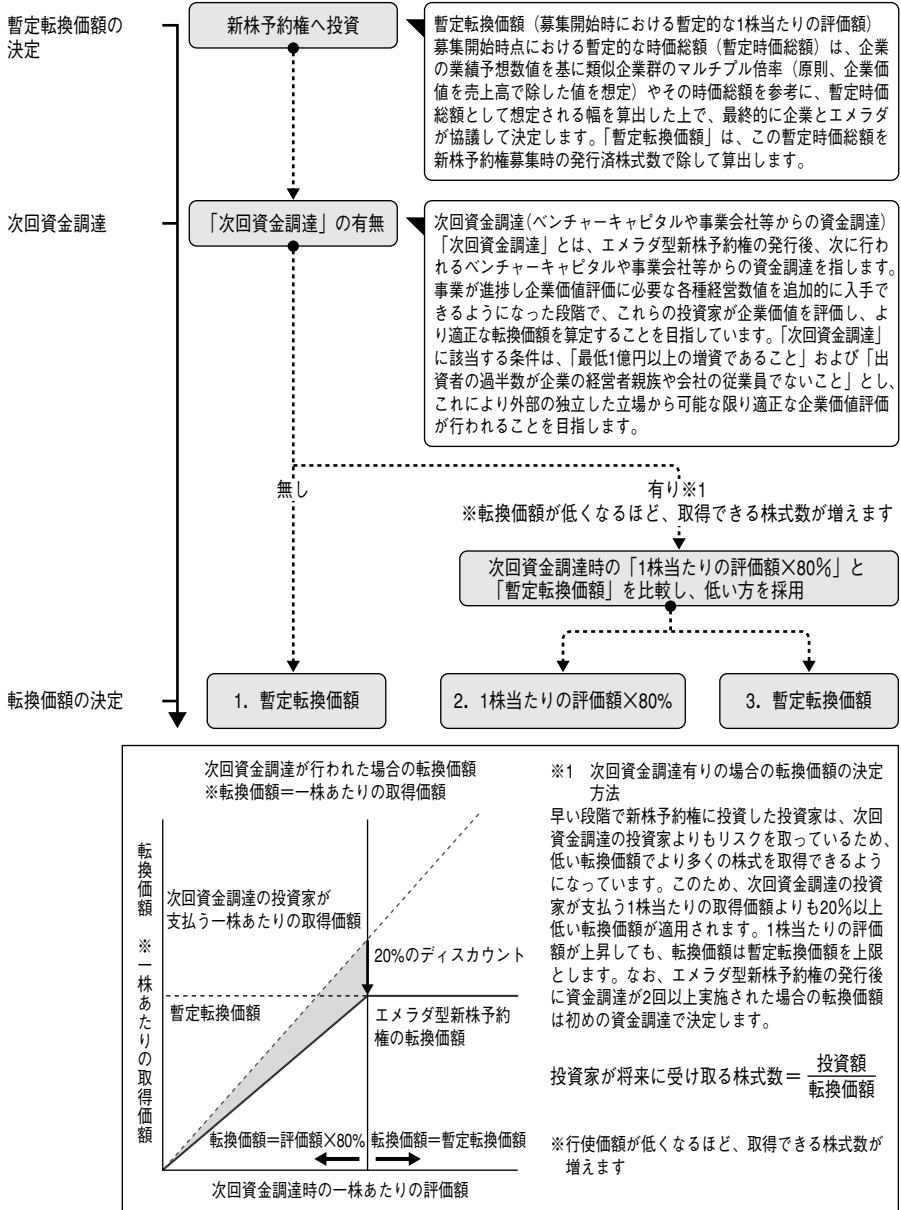
その際の数値例は、以下の通りである。

（ア） 次回資金調達が行われない場合、暫定転換価額がそのまま転換価額となり、暫定時価総額10億円、発行済株式数一億株とすると、暫定転換価額10万円となり、これが転換価額となる。

（イ） 次回資金調達時に「一株当たり評価額×80%」が暫定転換価額より低かった場合、一株当たり評価額10万円×80%＝8万円となり、暫定転換価額10万円よりも低いため、8万円が転換価額となる。

（ウ） 次回資金調達時に暫定転換価額が「一株当たり評価額×80%」より低かった場合、一株当たり評価額15万円×80%＝12万円となり、暫定転換価額10万円のほうが低いため、転換価額は10万円となる。

図表3 転換価額の決定



（出所） 同社HP、<https://emeradaco.com/seed>

(4) スキーム導入の理由

同社は、株式そのものでなく、エメラダ型新株予約権を導入した理由として下記の点を指摘している。

まず、株式投資型クラウドファンディングによって、多数の個人投資家に普通株が拡散した場合、株主総会開催や議決において支障が出る可能性がある。手続き上の瑕疵が発生すると会社法上問題となるリスクがある。

次に、株主の分散化は、迅速な経営意思決定の妨げとなる可能性がある。

第三に、エメラダ型新株予約権は、普通株等よりも投資家に有利なスキームである。

(5) 今後の課題

前述の同社の特徴点は、独自性を有しているとともに、ベンチャーファイナンスという観点からも合理的に設計されていると思われる。したがって、同社の今後の注目点としては、今後のクラウドファンディング市場において、これらの特徴をどれだけ確固たるものとし、市場にアピールできるかどうかであろうと考えられる。

以下、簡単にコメントする。

第一に、多くのクラウドファンディングのプラットフォームは、案件を広く公募しているが、同社の場合、案件をベンチャーキャピタル出資案件に限定している。同社の強みは、ベンチャーキャピタルや起業家とのネットワークを形成している点であるとされており、これは同社の強みが発揮できる点であると考えられる。ただし、ベンチャーキャピタルの出資案件に限定するというのは、一定の制約条件でもある。したがって、今後もベンチャーキャピタルなどのネットワーク強化が重要であり、その際、クラウドファンディングの意義や役割について、ベンチャーキャピタルの理解が得られるかどうか、ひとつのポイントになるだろう。

第二に、上記に関連するが、そのためには各出資案件において、クラウドファンディングの出資者がコミュニティ・アンバサダーとしての役割を担えるかどうかが課題となろう。同社では、このような機能を発揮するため、案件ごとに同社の社員をコミュニティマネージャーとして割り当て、コミュニティの情報を管理し、コミュニティ内で出資者の知見が蓄積・共有されるように工夫しており、コミュニティ内で、「集合知」が形成されるよう工夫されている。このような取組が資金調達企業の成長に寄与するかどうかが目される。

第三に、資金調達企業や出資者に対して、同社のスキームの特徴が周知されるかどうかという点も重要である。クラウドファンディングの場合、出資者はもとより資金調達企業においても金融や証券投資の専門家は少ないことが想定される中で、株式やファンドに比べると、同社のスキームはやや複雑な面があると思われる。単にそれが理解されるだけでなく、投資スキームとしての意義や魅力が理解されることも重要である。同社としては、HP上でそのスキームをわかりやすく解説することに注力しており、今のところスキームに関する問い合わせはほとんど寄せられていないという。また、同社はほぼ毎日のようにセミナーを実施し、周知されることに尽力している。

4 Far Yeast Brewingの導入事例

エメラダ型新株予約権を最初に導入したのは、Far Yeast Brewing株式会社である。同社は、東京都渋谷区に本社を置き、二〇一一年九月に設立された、クラフトビールの製造販売会社である。同社のビジョンは、「日本発のオリジナリティ溢れるビールを世界中に発信し、誰もがワクワクするような新しい価値を創造していく」というものであり、個性的なクラフトビールの製造販売を手掛けるとともに、渋谷に直営店も展開している。

同社でのインタビューを基に、今回の取組をまとめると以下である。

まず、同社がこのエメラダ型新株予約権というスキームを導入して資金調達したのは、同社は運転資金および設備投資資金の両面において常に資金需要を有しているという事情があるとともに、経営トップ同士が知り合いであったことがきっかけとなっているという。なお、同社代表取締役の山田司朗氏は、大手ベンチャーキャピタルにおいて、ベンチャーキャピタリストとしてキャリアをスタートした後、サイバーエイジェント、オン・ザ・エッジ（現ライブドア）などで経営陣の一員として、上場準備・経営企画・財務・M&Aなどの業務に携わった経験を有している。その後、ビール事業の準備をスタートし、二〇一一年九月同社を設立した。このようなキャリアがこのスキームの導入につながった。

さらに、同社は、二〇一七年七月、購入型クラウドファンディングのMakakeで、総額三六八万九〇〇〇円の資金調達を行ったこと⁽⁸⁾から、クラウドファンディングの経験を有していたことも今回のスキームの導入につながった。購入型では、製品のプロモーションに寄与する反面、資金調達額が少なく、資金調達という面では十分ではないことから投資型を選択することになった。

他方、普通株式をベンチャーキャピタル向けに第三者割当によって発行したが、当該ベンチャーキャピタルは、主に海外不動産に投資しており、エメラダ株式会社とは無関係であるという。

次に、今回のスキーム導入のメリットは、このスキームの場合、資金調達によって株式数が増加せず、株主の分散化も生じない点である。また、募集開始後の出足は鈍く、やや不安があったが、エメラダ・エクイティの第一号案件であったため、メディアで取り上げられ⁽⁹⁾、PR効果が発揮できたこともメリットとして挙げられる。他方、課題としては、まずエメラダ・エクイティ側からのリクエストは必ずしも容易に対応できず、情報提供の内

容をより充実したものにする必要がある。また、今回の手取り金をどのように会計上処理するかも検討課題である。⁽¹⁰⁾

第三に、今後の成長シナリオとしては、まず国内市場だけでなく、自社製品の海外展開を視野に入れており、アメリカ、韓国、香港、スイス、フランス、スペイン、さらに中国など、各国のインポーターにアピールしている。また、将来的にはマザーズなどの上場市場でのIPOを目ざして、ロードマップを策定しているが、M&Aについては、独自性が失われる可能性があり、懸念がある。

今後、出資者には、情報開示を充実させるとともに、自社製品のファンとなってもらうために、通販クーポンやチケットなどの配布といった優待を検討している。

同社のスキームは、図表4のとおりである。

まとめ

本稿では、米国のSAFEのスキームとクラウドSAFEの現状を紹介した上で、このスキームと類似した、エメラダ・エクイティによるエメラダ型新株予約権の取組とこのスキームの第一号案件について概観した。これは、日本版クラウドSAFEのパイオニア的な事例となるものと思われる。

ただし、米国のクラウドSAFEの取組とは、相違点があり、またエメラダ・エクイティの独自性もあるように思われる。

まず、米国のSAFEでは、満期という概念は存在しないが、エメラダ型新株予約権の場合、一〇年を限度として、直前の一カ月に権利行使して株式を取得できる条項が付されている。

図表 4 Far Yeast Brewing株式会社エメラダ型新株予約権の概要（抜粋）

申込期間：2017年11月9日～2018年1月8日

割当日：2018年1月15日

払込期日：2018年1月15日

募集の方法：株式投資型クラウドファンディングによる募集

本新株予約権の目的である株式の種類および数：本新株予約権の目的である株式の種類は、発行者普通株式とします。本新株予約権の行使により発行者が発行者普通株式を交付する数は、行使請求に係る本新株予約権の払込金額の総額を第9項に定める転換価額で除した数とします。ただし、行使により生じる1株未満の端数は切り捨て、現金による調整は行いません。

本新株予約権の総数：600個

本新株予約権の払込金額：本新株予約権1個あたり70,000円

本新株予約権の払込金額の総額：42,000,000円

本新株予約権の行使に際して出資される財産の価額：各本新株予約権の行使に際して出資される財産は金銭とし、その価額（行使価額）は1円とします。

転換価額：転換価額は、当初7,528円【＝発行決議日における、暫定時価総額（2,000,000,000円）÷完全希釈化後株式数（265,700株）】とします。以下「次回資金調達」という。）が行われた場合、以下の方法により算出される金額のうち、最も低い額（小数点以下切上げ）に修正されます。

(x) 以下の方法により算出される金額に0.8を乗じた金額：

- ・発行者普通株式の発行の場合：発行者普通株式1株あたりの発行価額
- ・発行者普通株式を交付する定めのある取得請求権付株式または発行者普通株式の交付を請求できる新株予約権（新株予約権付社債に付されたものを含む。）その他の権利の発行の場合：発行される取得請求権付株式に係る取得請求権または新株予約権その他の権利が当初の条件で全て行使され発行者普通株式が発行されたものとみなして算出された、発行者普通株式1株あたりの価額

(y) 2,000,000,000円（以下「暫定時価総額」という。）を次回資金調達の払込期日（払込期間が設定された場合には、払込期間の初日。以下同じ。）の直前における完全希釈化後株式数で除して得られる額

なお、本募集事項において「完全希釈化後株式数」とは、発行者の発行済普通株式の総数（ただし、自己株式を除く。）をいう。（以下略）

なお、本募集事項において「普通株式相当金交付事由」とは、以下の i から iv のいずれかをいいます。

- i 発行者の資産の全部または実質的な全部の売却、譲渡その他の処分
- ii 合併、株式交換または株式移転（ただし、かかる行為の直前における発行者の株主が、存続会社または完全親会社の総株主の議決権の過半数を有することになる場合を除く。）
- iii 吸収分割または新設分割（ただし、発行者の事業の全部または実質的に全部が承継される場合に限り、かかる行為の直前における発行者の株主が、承継会社または新設会社の総株主の議決権の過半数を有することになる場合を除く。）
- iv 発行者の株式等の譲渡または移転（ただし、かかる取引の直前における発行者の株主が、当該取引の直後において引き続き総株主の議決権の過半数を保有することになる場合を除く。）

転換価額の調整：(略)

本新株予約権を行使することができる期間：本新株予約権は、2018年1月16日【払込期日の翌日】から2028年1月15日【行使請求期間末日。払込期日から10年後の応答日】まで行使をすることができます。ただし、第12項記載のとおり、2018年1月16日【払込期日の翌日】から2027年12月15日【行使請求期間末日の1ヵ月前の日】までの間、本新株予約権は、証券取引所が発行者普通株式の上場を承認した日以後に限り、これを行使することができます。

その他本新株予約権の行使の条件：各本新株予約権の一部行使はできません。

2018年1月16日【払込期日の翌日】から2027年12月15日【行使請求期間末日の1ヵ月前の日】までの間、本新株予約権は、証券取引所が発行者普通株式の上場を承認した日以後に限り、これを行使することができます。

本新株予約権の取得：発行者は、発行者が「普通株式相当金交付事由」を決定した場合、当該普通株式相当金交付事由の実行日（または発行者代表取締役が別に定める日）を取得日として、当該取得日に残存する本新株予約権者（発行者を除く。）の保有する本新株予約権の全部を取得することができます。発行者は本新株予約権の取得の対価として、当該本新株予約権の払込価額を当該取得日における転換価額で除して得られる数に、当該普通株式相当金交付事由における当社普通株式の1株当たりの取引価格（ただし、普通株式相当金交付事由 i に該当する場合は、当該普通株式相当金交付事由の実行日における、発行者の1株あたり純資産の額）を乗じた金額に相当する金銭を交付します。

本新株予約権の行使請求の方法：本新株予約権を行使する場合、第11項記載の本新株予約権を行使することができる期間中（2018年1月16日【払込期日の翌日】から2027年12月15日【行使請求期間末日の1ヵ月前の日】までの間は、証券取引所が発行者普通株式の上場を承認した日以後に限り）、第18項記載の行使請求受付場所に対して、行使請求に必要な事項を通知するものとします。行使請求受付場所に対し行使請求に要する書類を提出した者は、その後これを撤回することができます。

新株予約権証券の不発行：発行者は、本新株予約権に関して、新株予約権証券を発行しません。

本新株予約権の譲渡制限：譲渡による本新株予約権の取得については、株主総会（発行者が取締役会設置会社となった場合は、取締役会）の承認を要します。

(出所) エメラダ・エクイティHP、<https://emeradaco.com/projects/1>

次に、バリユーション・キャップなどの用語を使わずに、個人投資家になり、深い転換社債の用語である転換価額などを用いて説明されており、個人投資家にとってスキームを理解しやすくする工夫がなされている。

さらに、エメラダ・エクイティでは、投資家のリクエストに応じて、柔軟に説明会が開催されており、周知性を高めることに注力していることも注目される点である。

このような新規の取組が、日本の投資型クラウド

ファンディングの分野でどのように展開するのか、今後注目される。

〔謝辞〕 本稿を作成するにあたって、澤村帝我氏（エメラダ株式会社）、藤井勇介氏（Far Yeast Brewing株式会社）、梅本剛正氏（甲南大学法科大学院）のご教示を賜りました。厚く御礼申し上げます。

注

- (1) 米国におけるクラウドSAFEについては、松尾・梅本「二〇一七」参照。
- (2) 同社については、ランダル・ストロス『Yコンビネーターシリコンバレー最強のスタートアップ養成スクール』（滑川海彦訳）、二〇一三年、日経BP社、などで紹介されている。
- (3) SAFEの仕組みについては、松尾「二〇一七a」および松尾「二〇一七b」参照。
- (4) これらの数値例については、Y CombinatorのHPによる。
- (5) 二〇一八年一月一六日時点。なお、同サイトでは、SAFE、という名称ではなく、“FUTURE EQUITY”としている。また、残りの六案件は、収益株式（revenue share）五案件、手形（promissory note）一案件となっている。
- (6) ここでいう「大人ベンチャー」とは、あいまいであるが、大企業出身者などによるベンチャー企業で、比較的风险の低いものを指していると解される。
- (7) 同社HP参照。 <https://emeradaco.com/seed>
- (8) MakakeのHPでは、二〇一七年七月一七日、プロジェクトが無事終了致し、総勢二三名から、三六八万九〇〇〇円の支援をいただいたことが報じられている。

<https://www.nakake.com/project/faryeastbrewing/communication/detail/85401/>

- (9) 例えば、「エメラダが株式型クラウドファンディング」『日本経済新聞電子版』二〇一七年二月六日、「エメラダ、出資見返りに未公開株、仲介事業に参入」『日本経済新聞』二〇一七年二月七日、「ベンチャー企業の投資機会拡大へ―株式投資型クラウドファンディング「エメラダ・エクイティ」始動」『日本証券新聞』二〇一七年一月一〇日、など。

- (10) 米国では、メザニンとして処理するといわれるが、米国の場合、優先株は負債計上されることから、優先株に転換されるスキームの場合、SAFEも負債計上されるべきという意見もある。

参考文献

- ・松尾順介「二〇一七a」「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」『証研レポート』No. 一七〇〇、二〇一七年二月、一三～二五頁
- ・松尾順介「二〇一七b」「将来株式取得略式契約スキーム(SAFE)の課題―クラウドファンディングとの関連で―」『証研レポート』No. 一七〇一、二〇一七年四月、九～二四頁
- ・松尾順介・梅本剛正「二〇一七」「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」『証券経済研究』第九九号、一～一七頁

(まつお じゅんすけ・客員研究員)

我が国のPTSを巡る状況

志馬 祥紀

1 はじめに

本稿では、我が国の私設取引システム（PTS）を巡る状況（規制制度の変遷、取引市場の概要とその取引状況、PTS相互及び取引所との競争状態）について調べる。

証券市場における規制緩和において先行する米国では、複数の取引所間での取引注文を巡る市場間競争が活発化している。例えば、上場株式取引について、PTSやECNと呼ばれる電子取引システムを母体として成長した取引所が一定の取引シェアを保有し、NYSEと激しい市場間競争を繰り広げている。その結果、上場株式銘柄取引シェアは現在、四分の一程度となっている⁽¹⁾。

我が国と米国では、取引所集中義務の撤廃時期が異なるなど、単純な比較は難しい。しかし、取引所外取引が解禁、PTSの開設が可能となり二〇年近くが経過した今、その競争状況を把握することに意義があると思われる。

NYSE上場銘柄取引について、NYSE（本体）のシェアは二五・三%、同グループ合計でも約三〇%超程度となっている。この理由の一つとして、表中のIEXやEDGA、BATS等の、当初は電子取引システムとして出発し、その後取引所免許を取得した取引所との競争が挙げられる。

2 P T Sを巡る規制の経緯と状況

(1) 規制の経緯

P T Sとは私設取引システム (Proprietary Trading System) と呼ばれる有価証券の取引システムである (以下「P T S」)。

P T Sは、日本版金融ビッグバン以前は、証券取引法が開設を禁じる市場類似施設に該当し、開設が認められなかった。一九九八年の証券取引法改正により、P T Sの運営は証券会社の認可業務とされ、開設が可能となった (認可を得たP T Sは、市場類似施設開設を禁止する規定の適用外に)。

その位置づけは、当初、証券取引所の開設する市場のような高度の価格形成機能を有することのない取引システムとされた (規制の程度からみると、取引所の開設には免許が必要である一方、P T Sの開設は認可取得済み、取引所のハードルが高いといった違いがある)。

具体的な売買価格の決定方法は以下の形式に限定された。

① 上場証券について、取引所の売買価格を用いて価格を決定する (店頭市場登録銘柄については証券業協会の公表価格を使用)。

② 顧客の間の交渉に基づく価格を使用する。

二〇〇〇年六月、初めてのP T S業務認可が行われ、我が国におけるP T Sの稼働が始まった。

しかし、P T Sの価格形成方法が上記方法に限定された結果、P T Sの顧客利便性は低い水準に止まり、利用は進まなかった。

二〇〇〇年一二月、総理府令、事務ガイドラインについて、顧客の指値を対当する価格決定方法が追加された

が、PTSを取引所市場よりも価格形成機能の低いものに限定するという枠組は継続した⁽²⁾。

こうしたPTSの価格決定方法を制限する規制上の考え方としては、「市場の分裂」発生可能性が危惧されたという。

すなわち、日本では、PTSによる気配情報の公開やリアルタイムの取引情報報告などの制度が未整備な状態にあり、そうした中でPTSでの取引を含む取引所外取引が拡大すると、効率的な価格形成が困難になるとの懸念が存在した（大崎（二〇一七））。言い換えれば、価格形成機能の中核を担うのは、あくまで取引所市場であるべきとの考え方である。

その後、規制当局側ではPTSと取引所との競争を重視する考えが台頭する。取引所集中原則を廃止しても、取引所市場を価格形成機能の中核として位置付ける規制が残っていたのでは、PTSをはじめとする取引所外取引と取引所市場との健全な競争が行われず、かえって「市場全体の効率性向上を阻害」するとする立場である。これに伴い、PTSの利便性を向上のために、二〇〇四年の法改正が行われた。

二〇〇四年の証券取引法改正では、（証券会社のディーラー機能を妨げる）向かい呑みの禁止規定が削除され、同時に取引所外取引に関して顧客の明示的指示を求める規定や価格制限規制などの規定が撤廃された。

さらに、PTSの価格決定方法に「競売買の方法」、すなわち取引所市場で一般的に用いられているオークション方式が追加される（これら二〇〇四年の法改正の後、株式の取引を行うPTSが複数開設されている）。

二〇一〇年三月には、金融庁の監督指針（「金融商品取引業者向けの総合的な監督指針」）が改正、ダークプールの取引（証券会社内取引を付け合せるクロスシング・サービス）をToSTNeT（取引所取引）あるいはPTSで執行へ回送、執行することが規制上求められた。

また、二〇一二年一〇月には、金商法施行令改正によって、一定の要件を満たすPTSで行われた取引については、買い付け後の株券等所有割合が五%を超える場合に公開買い付けの実施を義務づける規制の適用除外が明確化された。

上記内容の他にも、関連する動きとしては、以下の事項が挙げられる。

- ・二〇一〇年七月には、PTS取引について、日本証券クリアリング機構（JSCC）での清算・決済を開始。
- ・二〇一〇年一〇月には、PTSにおける空売り注文の取り扱いが開始する。
- ・二〇一二年四月には、日本証券業協会のガイドラインが変更、取引所のシステム障害時には運営を継続可能となる。

このように、二〇一〇年以降もPTS市場の機能を高める報告の施策が相次ぎ実施されている。

この背景には、当時進行していた、東京証券取引所と大阪証券取引所間の経営統合交渉の進展と、それに伴う株式市場開設業務の独占懸念が影響した可能性がある。当時、大阪証券取引所は、大企業を対象とする一・二部市場の他、新興企業を対象とするJASDAQ市場を開設しており、東京証券取引所には規模で及ばないものの、東証に対抗し得る一定の株式市場機能を有していた。この結果、東証と大証が経営統合した場合、同組織が株式市場において独占的地位を有することとなり、その地位の乱用の可能性について懸念が提起されていた。ついては、取引所市場に対抗する組織としてのPTSが注目され、その規制の在り方が再考されたと考えられる。

こうした経緯を経て、PTSに関する規制は現在に至っているが、現在でも、取引所とPTSの間には以下のような区別が存在する。

- ① 競争買（オークション）方式を用いるPTSは、全金融商品市場（および店頭売買有価証券市場）の過去六

か月間における、一日あたり平均売買高の1%、あるいは個別銘柄ごとの一日あたり平均売買高の10%以上（金商法施行令による規定）となった場合には、

② 競売方式を用いないPTSは、一日平均売買代金のすべての取引所金融商品市場及び店頭売買有価証券市場における売買代金の合計額に対する比率が、個別銘柄いずれかについて10%以上、かつ、当該株券及び新株予約権付社債券全体について5%以上となった場合（金融庁監督ガイドラインによる規定）には、

金融商品取引所への改組、金融商品市場開設の免許取得が必
要との規制が存在する。

（2）PTSの開設・取引状況

二〇〇四年証券取引法により、PTSの用いることのできる価格決定方法にオークション方式が追加された結果、株式取引を行うPTSが複数登場した（図表1参照）。図表1は、主な株式関連PTSの開設状況を示している。

図表1に見られるように、二〇一一年以降、複数のPTSが

図表1 主な株式関連PTSの開設状況（情報は当時）

名称	運営会社	認可年月	終了年月	対象投資家	主な取引制度	立合時間
ジャパクロッシング	インステイネット 証券東京支店	2001年1月	2012年5月	機関投資家	クロッシング・サービス	7:00～21:00
マネックスナイター	マネックス証券	2001年1月	2011年12月	個人	終値クロス取引	17:30～23:59
kabu.comPTS	カブドットコム証券	2006年7月	2011年11月	個人、機関投資家	オークション方式	8:20～23:59
ジャパンネクストPTS	SBIジャパンネクスト証券	2007年6月	（稼働中）	個人、機関投資家	（主に）オークション方式（後述）	8:20～2:00 （中断あり）
即時決済PTS	松井証券	2008年4月	2011年9月	個人	市場価格に基づく即時決済取引	9:00～15:00
ダイワPTS	大和証券	2008年7月	2011年12月	個人	売買気配提示方式（指値も可能）	18:00～2:00
チャイエックス・ジャパン	チャイエックス・ジャパン	2010年7月	（稼働中）	機関投資家	指値対当方式による継続的付け合わせ（後述）	8:00～17:15

*取引時間については、各PTSが複数の取引制度を有する事例もあるため、注意が必要。

相次いでその業務を終了し、現在はSBI証券の開設するジャパンネクストPTSと、チャイエククス・ジャパンの二社のみが稼働している。

図表2は、東証をはじめとする全証券取引所取引金額と、それに対する全PTS取引金額比率の推移を示している。

同図表からは、当初低迷していたPTSの対取引所取引比率が、二〇一〇年前後から上昇、ピーク時（二〇一三年）には七％超に達していたことがわかる。その後減少して五％前後で推移して、現在に至っている。二〇一〇年前後は、PTS規制が大きく緩和された時期でもあり、規制とPTSシェアの関連がうかがわれる。

3 各PTS及び関連する取引所の市場状況

本項では、各PTSの開設する市場の概要、取引状況について説明する。

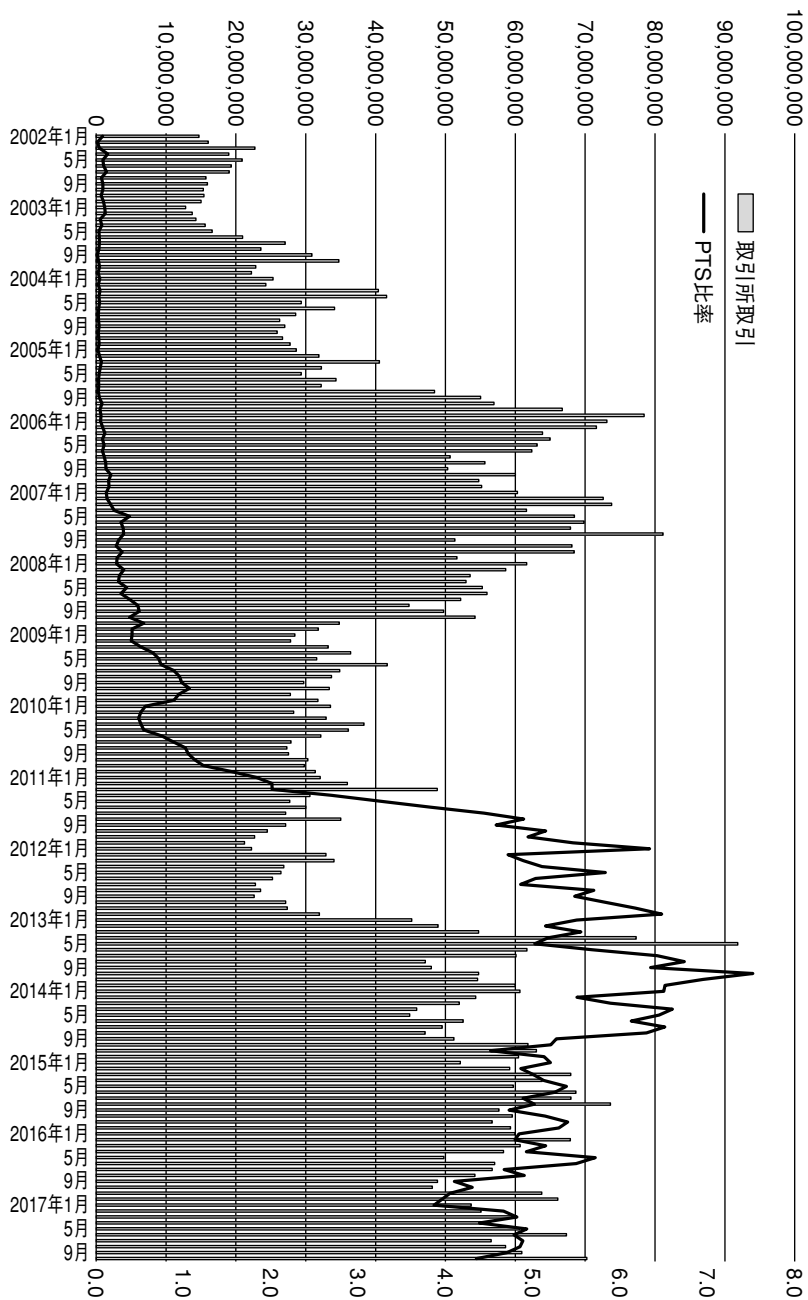
（１）SBIジャパンネクストPTS

ジャパンネクストPTSは、SBIジャパンネクスト証券が開設するPTSであり、SBIグループとゴールドマン・サックスの合併として設立された。その主なユーザーは、証券会社、個人投資家、機関投資家である。

SBIジャパンネクスト証券は、二〇〇七年六月に認可を取得、同年八月に取引を開始している。ジャパンネクストPTSでは二つの、PTS市場を開設しており、それぞれ「PTS第一市場（J-Market）」「PTS第二市場（X-Market）」との名称がつけられている。

両市場の取引は共に顧客注文対当方式に基づいているが、呼び値の刻み、流動性の提供方法、取引時間が異なる。

図表 2 取引所取引とPTS比率 (対取引所取引) (単位：百万円、％ (第二軸))



(出所) 証券業協会
*取引所取引高は、全取引所取引高合計。

る（図表3参照）。例えばPTS第二市場（X-Market）はリクイディティ・プロバイダーと呼ばれる流動性を提供する業者（証券会社）が存在している。

一方、リクイディティ・プロバイダー制度が存在しないPTS第一市場（J-Market）は第二市場よりも細かい値刻みを採用している（ただし、第二市場におけるTOPIX100構成銘柄については第一市場と同様）。また同市場の取引時間中のナイトタイム・セッションは16:30～23:59であり夜間取引が可能となるなどの違いがある。

その他、SBIジャパンネクストPTSの特徴として、開設するPTS市場あるいは証券取引所市場との間で最良気配価を把握し、顧客から発注された取引注文の最良執行市場を自動で選択、執行する制度が存在（スマート・オーダー・ルーティング、SOR制度）⁽³⁾している。

図表4は、ジャパンネクストPTSの取引状況を示している。

ジャパンネクストPTSの公表する統計情報中、第一市場及び第二市場別の区別は存在せず、総取引金額及び夜間取引金額データが公表されている。同資料中注目されるのは、総取引金額中に夜間取引比率であり、過去数年間は1%台の数値を示している。当該数値は、我が国において唯一の株式の国内夜間取引状況を示すものであり興味深い。将来、取引所の株式夜間取引市場が開設された場合、その日中に対する比率は、ジャパンネクストPTSと同様の1～2%程度から始

図表3 （参考）SBIジャパンネクストPTS市場の比較

	PTS 第1市場（J-Market）	PTS 第2市場（X-Market）
価格決定方式	顧客注文対当方式	顧客注文対当方式
呼値の刻み	（内容が詳細なため略）	取引所と同様
取引参加者	金融商品取引法第28条第1項に基づく第一種金融商品取引業者	流動性を提供するリクイディティ・プロバイダーと個人投資家を中心としたオンライン証券
取引時間	デイトタイム・セッション （8:20～16:00） ナイトタイム・セッション （17:00～23:59）	デイトタイム・セッション （8:20～16:00）

まる可能性がある（なお、月別データでは夜間取引比率が二・五％を超えた月もある（二〇一六年七月））。

（２）チャイエックス・ジャパン

チャイエックス・ジャパンは二〇一〇年七月に認可されたPTSである。主なユーザは、証券会社と機関投資家、そして個人投資家である。

チャイエックス・ジャパンは、米PTS大手インステイネットの子会社チャイエックス・グローバルを親会社として設立された⁽⁴⁾。

チャイエックス・ジャパンは、現在、三種類の取引市場（チャイエックスPTS市場、チャイセレクト、チャイマツチ市場）を開設している。

○チャイエックスPTS

チャイエックスPTSは、WEBサイト上では（愛称）Chi-Alphaとして記載されている。チャイエックス・ジャパンの開設するPTS中、最も規模が大きく、開業時より運営されている市場であり、機関投資家向けの性格を有する。

取引は、東証立会時間内外（8:00～16:00）中に、東証上場銘柄を同様のルールで取引可能。取引方法として、指値注文のみの継続的対等方式を採用しており、成行注文、板寄せ方式や特別気配表示は不可となっている。

指値注文の方法として、通常の形態（値段、取引量を明示指定）の他、アイスバーグ注文（大口株数を発注する場合、マーケットインパクトを発生させないよう、全体注文の一部のみを表示させる注文）やベグ注文（取引

図表４ ジャパンネクストPTSの取引状況

（年次、単位：億円、％）

年	総取引金額	うち夜間取引金額	夜間取引比率
2014年	257,305	3,019	1.2
2015年	255,165	2,897	1.1
2016年	212,421	3,294	1.6
2017年	197,007	2,491	1.3

*2017年は1～10月合計。

*SBIジャパンネクスト証券「Market Report for the Month」各月号より作成。

所の最良気配や気配の中値等で執行する注文）等の方法が存在する。これら注文形態は、機関投資家が大口発注時にマーケットインパクトの発生を回避するために使用する手段であり、チャイエックスPTSは機関投資家を意識した市場といえる。

○チャイセレクト (Chi-Select)

チャイセレクトは、チャイエックスPTSと同取引時間、同ルール（指値対当による継続的付合せ）を採用している。その一方で、ユーザーは個人投資家を対象としており、チャイエックスPTSとは異なる参加者要件、呼値、手数料率を設定している（値刻みはチャイセレクトの方が、チャイエックスPTSよりも大きい）。

○チャイマッチ (Chi-Match) 市場

チャイマッチは、参加証券会社が東京証券取引所の寄り前に、午前・午後・終日の主市場における出来高加重平均価格（VWAP）でクロスを執行可能な市場である。

VWAPの種類は三種類であり、投資家は終日VWAP（証券取引所の終日（9:00～15:00）のVWAP）、前場VWAP（同前場（9:00～11:30）のVWAP）、後場VWAP（同後場（12:30～15:00）のVWAP）が選択できる。

図表5はチャイエックス・日本の取引状況を示している。チャイエックス・日本においては、指値注文対当方式のチャイエックスPTSが取引の中心であり、二〇一七年（一～一〇月合計）中では、チャイエックス・日本全取引の九

図表5 チャイエックス・日本取引状況

（単位：億円、％）

	総取引金額	チャイエックスPTS	チャイマッチ	チャイマッチ・シェア（％）
2014年	111,214.6	NA	NA	NA
2015年	118,237.5	NA	NA	NA
2016年	115,042.1	NA	NA	NA
2017年	82,348.5	77,491.0	4,857.5	5.9

*2017年は1～10月合計値。

*データはチャイエックス・日本WEBサイト中、「CHI-X JAPAN MONTHLY STATISTICS REPORT」各月号より算出（同レポート中、チャイエックスPTS及びチャイマッチ取引金額値は2016年4月より公表（2017年11月末時点でチャイセレクトの情報は記載されず））。

四・一%を占める。一方、出来高加重平均価格（VWAP）方式でのクロス取引を行うチャイマッチのシェアは、チャイエックス・ジャパン全取引の五・九%を占めており、VWAP取引比率は相対的に低い。チャイエックス・ジャパンでは、上記PTSの他に、カイ・エックスと呼ばれる、各証券会社からの注文を媒介依頼として集約し、媒介依頼同士を合致させた上で、当該注文をToSTNeTに取り次ぎ、立会外取引を成立させるサービスを提供している。

（3）東証ToSTNeT市場

わが国の証券市場では、取引所外取引の解禁に先行して、私設取引システムとの競争を意識した取引所が、通常の取引（立会）とは別に、立会外取引のための取引システムを運用してきた。

東京証券取引所のToSTNeT（Tokyo Stock Exchange Trading Network System）取引は当初、立会取引とは異なる、オークション時間外の大口取引、バスケット取引に対応した立会外取引制度として発足した。

時系列でその変化を示すと、一九九八年六月から単一銘柄取引（一九九九年九月三〇日まで大口取引）・バスケット取引開始（ToSTNeT-1）。一九九八年八月から終値取引（ToSTNeT-2）を開始。

二〇〇八年一月より取引時間を拡大し、ToSTNeT市場としてオークション方式による市場（立会市場）から独立した市場となる（併せて新規の取引制度として自己株式立会外買付取引を導入、取引対象商品を拡充。その後も、取引時間拡大、呼値の範囲の見直し等を実施。また立会市場に上場する、国内株、外国株、ETF、REIT、転換社債型新株予約権付社債（CB）は、ToSTNeT市場に同時に上場される）。

現在、ToSTNeT市場では、単一銘柄取引、バスケット取引、終値取引、自己株式立会外買付取引が取引可能で

ある。以下、より詳細に各市場の取引制度を説明する。

○単一銘柄取引 (ToSTNeT-1)

ToSTNeT-1で行われる単一銘柄取引では、立会市場の直近値から上下7%以内の価格で相手方を指定した取引が可能である。相手方取引参加者・銘柄・数量等を指定し、呼値が合致すると同時に約定される（同一参加者間のクロス取引では、当該呼値で即時約定）。

当該方式により、大口取引等の立会市場での円滑な執行が困難な取引をToSTNeT市場で行うことで、立会市場へのインパクトの抑制が可能となっている。

○バスケット取引 (ToSTNeT-1)

ToSTNeT-1で行われるバスケット取引では、構成銘柄の立会市場の直近値で算出する基準代金の上下5%以内の価格で相手方を指定した取引が可能である。

単一銘柄取引と同様に、バスケット取引では、相手方取引参加者・銘柄・数量等を指定し、呼値が合致すると同時に約定される（同一参加者間のクロス取引では、当該呼値で即時約定）。取引対象としては、一五銘柄以上かつ売買代金一億円以上の注文から売買が可能となっている。

○終値取引 (ToSTNeT-2)

ToSTNeT-2の終値取引では、立会市場での終値（又はVWAP）を確認後でも取引が可能である。

ポートフォリオのバランスなどにおいて、バスケット取引の基準に満たない少数銘柄のバスケット注文についても、終値等で取引が可能である。

立会市場で執行できなかった場合（例：大引けのストップ配分で配分を受けられなかった場合、気配引けで取

引が成立しなかった場合、バスケット取引やVWAPベースの取引において指数等と比較して意図した株数を取得できなかった場合等)においても、ToSTNeT市場を利用可能。また、終値取引を利用した事前公表型の自己株式取得も可能である。

○自己株式立会外買付取引 (ToSTNeT-3)

ToSTNeT-3における自己株式立会外買付取引は、買方を発行会社に限定した自己株式取得専用の取引である。なお、ToSTNeT-2の終値取引では完全時間優先で売買が成立するが、自己株式立会外買付取引では買付数量に相当する売付数量を配分方法で配分するといった違いがある。

図表6は東京証券取引所における立会市場・ToSTNeT各市場の取引状況を示している。

ToSTNeT市場全体の規模は、立会市場の約一五%程度を占める。また同市場中、単一銘柄取引が約2/3、バスケット取引が約1/3を占め、終値取引及び自己株式立会外買付の比率は小さい。

(4) 各PTS及び取引所の状況比較

以上では、PTS及びToSTNeT各市場における取引制度と取引状況について説明した。以下では、これら市場間の関係・状況について説明する。

図表7は、東証各市場(立会市場・ToSTNeT)・ジャパンネクストPTS、チャ

図表6 東京証券取引所における立会市場・ToSTNeT各市場の取引状況

(単位：百万円、取引対象は一部銘柄、各年の比率は立会市場=100として基準化)

	立会市場	単一銘柄取引 (ToSTNeT-1)	バスケット取引 (ToSTNeT-1)	終値取引 (ToSTNeT-2)	自己株式立会 外買付 (ToSTNeT-3)	ToSTNeT計
2016年合計	563,343,815	54,289,138	24,730,897	14,797	827,105	79,861,956
(2016年比率)	(100.0)	(9.6)	(4.4)	(0.0)	(0.1)	(14.2)
2017年合計	476,947,743	51,495,483	21,914,018	8,609	597,237	74,015,362
(2017年比率)	(100.0)	(10.8)	(4.6)	(0.0)	(0.1)	(15.5)

*2017年値は1～10月合計。

イエックスの取引状況を金額ベースと比較し、基準化したものである。同図は二〇一七年一〇月の売買データに基づいており、東証一部立会市場を一〇〇として各市場を基準化した結果、全ToSTNeT市場合計が一六・七、ジャパンネクストPTSが全体で三・七（うち同夜間取引が〇・一）、チャイエックス合計が一・九となった。大まかに見て、これら数値比が立会外・PTS市場の状況といえよう。

なお、本節以降でToSTNeT市場をPTSと並び取り上げる理由は、そもそもToSTNeT市場は東証が取引所外取引及びPTSからの競争を意識して開設した市場であり、その取引方法等の利用形態は、PTSユーザーである機関投資家等からみて明確な違いはない。事実上ToSTNeTは「東証の開設するPTS」との性格を有することによる。

次に、各PTS等の市場間の関係を把握するために、月次売買金額の相関係数を調べる。

図表8は、各市場間取引金額の相関係数を、二〇一四年一月～二〇一七年一〇月間について示している。各市場間の関係の係数は低く、強い関係は見られないが、ToSTNeT市場と

図表7 東証各市場（ToSTNeTとSBI）、ジャパンネクストPTS、チャイエックスの取引状況

（単位：億円、％）

	東証		SBI		チャイエックス
	立会市場	ToSTNeT	総取引金額	（うち夜間取引）	総取引金額
2017年10月	559,047.4	93,569.1	20,588.9	314.4	10,345.9
基準化値	100.0	16.7	3.7	0.1	1.9

*SBIジャパンネクストの夜間取引は、SBIジャパンネクストの総取引金額の内数。

*東証の値（立会市場、ToSTNeT）は一部銘柄が対象であるが、PTSには東証一部銘柄以外（株式、REIT、ETF等）が含まれる。

*基準化した値は、東証立会市場の売買金額を100として基準化。

図表8 各市場間取引金額の相関係数（2014年1月～2017年10月）

相関係数	立会取引	TOST	SBI総取引	SBI夜間	チャイエックス
立会取引	1.000	—	—	—	—
ToSTNeT	0.5565	1.000	—	—	—
SBI総取引	0.4080	-0.1360	1.000	—	—
SBI夜間	0.3177	0.0119	0.2726	1.000	—
チャイエックス	0.3848	0.1564	0.3662	0.1216	1.000

SBI ジャパンネクスト市場の相関係数が、わずかであるがマイナス値を示しており、両者が競合関係にあることが示唆されている。

(5) 東証における株式高流動銘柄の値幅変更

本項では、東証における株式高流動銘柄の値幅変更が、立会市場・ToSTNeT市場、各PTS市場に与えた影響について取り上げる。

東証は立会市場におけるTOPIX100構成銘柄の呼値の単位を二〇一四年一月（フェーズⅠ）及び同年七月（フェーズⅡ）、二〇一五年九月（フェーズⅢ、新売買システムarrowhead稼働と同時）と、三段階に分けて実施した。

これら単位変更は、「一部の銘柄に限定した変更」、及び「一円未満の呼値の単位の導入」という、二つの点において新しい試みであった（具体的には、TOPIX100構成銘柄の呼値の単位を二段階に分けて変更。フェーズⅠでは三〇〇〇円超の価格帯の呼値の単位を縮小、フェーズⅡでは五〇〇〇円以下の価格帯について円未満の呼値の単位を導入した）。

その目的として、高流動性銘柄について、より細かい呼値の単位で売買を行うことで取引コストの低下が期待された。

これら呼値の単位の変更がTOPIX100構成銘柄の売買に与えた影響について分析は以下のとおりである。

まず、気配スプレッド及び実効スプレッドは、呼値の単位の縮小後に全ての銘柄において縮小した。

次に、最良気配値段の中値の一分毎及び一〇分毎の変動比に係るボラティリティを比較した結果、呼値の単位

の縮小後には一分毎のボラティリティがより大きく低下する傾向がみられた。

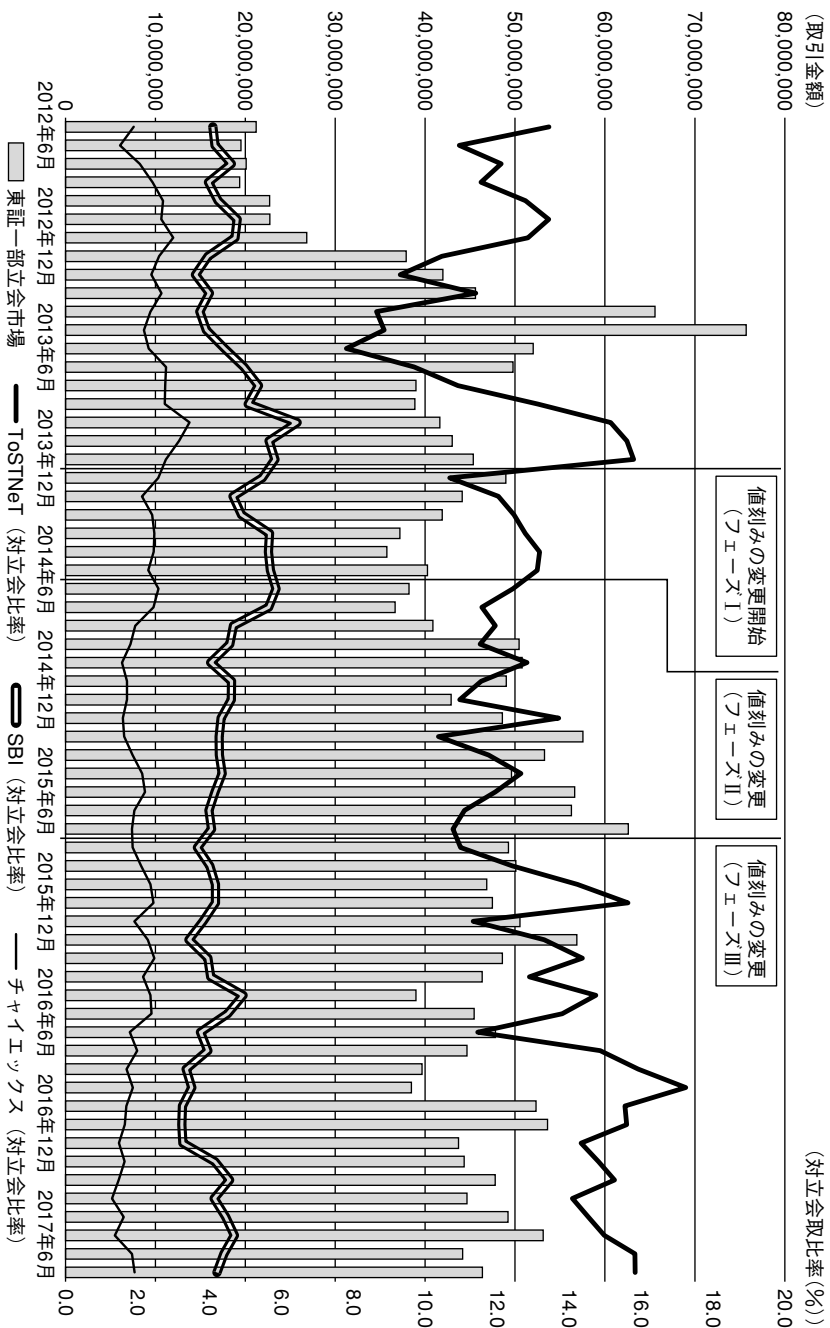
そして、板情報を用いた注文サイズ別の実効スプレッドの机上計算では、極めて大きな注文サイズにおいても、一部の銘柄を除いて呼値の単位の縮小後に実効コストの悪化は見られなかった。以上より、TOPX100構成銘柄の取引コストは呼値の単位の変更に低下していることが確認された（以上の分析結果は近藤（二〇一五）による）。

以上が、値幅単位変更が立会市場に与えた影響であるが、同様に他のPTS等にも与えた影響も検討される必要がある。

そもそも、値刻みの違いは、東証が上記制度変更を実行するまではPTSの特徴の一つであった（多くは、PTSにおける値刻みは東証のそれより小さく設定されていた事例が多い）。については、東証による制度変更は、立会市場・PTS・ToSTNeTの取引状況に影響した可能性がある。

図表9は、二〇一二年六月～二〇一七年八月間の、東証の立会市場金額と、それに対する各PTS（ジャパネクスト、チャイエックス）、そしてToSTNeT市場の取引金額比率の推移を示したものである。東証の値刻みの変更は三度に分けて行われたが、その前後を比較すると、趨勢としてToSTNeTの比率が上昇する一方で、二つのPTS比率が共に減少傾向にあることが見て取れる。同図表においても、投資家の注文執行を巡る場として、東証の立会市場及びToSTNeT、PTS間における競争状態が示されていると考えられる。

図表 9 東証における値刻みの変更時における立会市場・PTS・ToSTNeT売買金額比率の推移 (単位：百万円、%)



4 収益状況 各取引所・PTSの収益状況

(1) 各取引所の状況

本節では、東証を含む日本取引所グループ、ジャパネットPTS、チャイエックスの収益状況について説明する。データ対象期間は、全て直近三期間である。

経営指標の算出方法は以下のとおりである。

- ・ ROE ≡ 当期純利益 ÷ 自己資本
- ・ ROA ≡ 当期純利益 ÷ 総資本
- ・ 営業収益率 ≡ 営業利益 ÷ 売上高

図表10は日本取引所グループの概要を示している。

日本取引所グループには、複数の取引所等組織が含まれる（株式会社東京証券取引所、株式会社大阪取引所、日本取引所自主規制法人、株式会社日本証券クリアリング機構）。これら組織の開設する市場や担当業務はそれぞれ、有価証券市場開設、有価証券等のデリバティブ市場開設、清算・決済業務、自主規制業務等である。

図表11はSBIジャパネット証券の概要を示している。SBIジャパネット証券は、株式PTSの他、国債取引PTSをも運営している点に留意する必要がある。

図表10 日本取引所グループの概要

(単位：百万円)

科目	2015年3月期	2016年3月期	2017年3月期
営業（及びその他）収益	106,486	116,914	108,047
営業（及びその他）費用	53,473	51,392	50,195
営業利益	53,529	66,271	59,377
税引前利益	54,887	67,774	60,604
当期純利益	34,716	45,175	42,363
純資産	241,565	262,912	263,770
株主資産	27,746,771	29,546,776	41,288,932
ROA	0.1	0.2	0.1
ROE	14.4	17.2	16.1
営業収益率	50.3	56.7	55.0

(出所) JPX WEBサイト「有価証券報告書」連結財務諸表等データより作成

* 営業利益には持ち分法による利益が含まれる。

図表11 SBIジャパンネクスト証券の概要

(単位：百万円)

科目	2015年3月期	2016年3月期	2017年3月期
営業収益	2,688	3,453	2,605
販売費及び一般管理費	1,572	2,040	1,830
営業利益	1,115	1,413	775
営業外収益	31	0	29
営業外費用	0	2	0
経常利益	1,146	1,410	805
特別利益	0	155	0
特別損失	68	88	11
税引前当期純利益	1,077	1,478	793
法人税、住民税及び事業税	93	170	102
法人税等調整額	18	81	22
当期純利益	965	1,225	667
総資産	4,031	5,009	5,536
株主資産	3,400	4,529	5,197
ROA	23.9	24.5	12.0
ROE	28.4	27.0	12.8
営業利益率	41.5	40.9	29.8

(出所) 官報

図表12 チャイエックス・ジャパンの概要

(単位：百万円)

科目	2015年3月期	2016年3月期	2017年3月期
営業収益	478	598	674
販売費及び一般管理費	581	583	648
営業利益／損失	－102	15	25
営業外収益	0	0	0
営業外費用	0	0	0
営業外損益	－11	－2	0
経常利益／損失	－114	13	26
特別損失	1	0	0
税引前当期純利益／純損失	－116	13	26
法人税、住民税及び事業税	0	3	3
法人税等調整額	0	0	0
当期利益／純損失	－117	9	22
総資産	622	603	607
株主資産	500	509	532
ROA	NA(マイナス値)	1.5	3.6
ROE	NA(マイナス値)	1.8	4.1
営業利益率	NA(マイナス値)	2.5	3.7

(出所) 官報

図表12はチャイエックス・ジャパンの概要を示している。なお同表中、二〇一五年三月期のROE・ROA・営業利益率は、数値が負のため記載していない。

(2) 各取引所の状況

以下では、二〇一七年三月期の決算に注目して記載している。

東証を含む日本取引所グループ（以下、日本取引所）の営業利益率は、他の組織に比して、突出して高い。当該理由は、株式市場に比して一取引あたりの収益率の高い、デリバティブ市場を開設する取引所をグループ内に保有していることに起因すると考えられる。

またROEが高い一方、ROAの低さも目立つが、これは、クリアリング・ハウス（JSCC）をグループ内に保有すること起因すると考えられる。貸借対照表の負債項目中、「清算引受負債」「清算参加者預託金」の二項目合計で負債総額の九九・七％、総資産総額の九九・一％を占めており、利益額と（負債総額及び）総資産額の水準が大きく異なっている。これがROAの低さをもたらしている。⁽⁵⁾

このように、日本取引所グループの経営指標については、業務構造が（PTSを運営する証券会社に比して）複雑であり単純な比較を許さない部分がある。こうした点も踏まえつつ、PTS運営証券会社のデータを見ると、まず、SBIジャパンネクストPTSの経営値は（債券を対象とするPTSの存在を考慮しても）相対的に高くなっている一方で、チャイエックス・ジャパンについては、数値の不安定さが目立っており（二〇一五年三月期以前には営業損失も存在している）、PTSの業務運営状況には大きな違いがみられる。

5 おわりに

本報告では、PTSを巡る規制状況、取引制度及び取引状況、経営状況について説明した。これら内容は、取引所外取引が可能となつてから二〇年近くが経過、PTSを巡る状況をスケッチすることを目的としている。この結果、取引所とPTSの間には、明確な競争状況が発生しており、それぞれが顧客注文の獲得を巡り、様々なサービスの提供、新規サービスの模索を行っていることが明らかになった。

今後もしこうした競争が継続していくことを考えると、PTSや取引所がそれぞれ、顧客により利便性の高いサービスを提供して、いかに取引注文を自市場・組織に取り込んでいけるか、継続的に取り組むことが、その競争上重要であると考えられる。

注

(1) 米国NYSE上場銘柄をめぐる取引状況は以下のとおりである。

(2) 例えば、証券会社は顧客の明示的な指示がない限り取引所外で上場銘柄の注文を執行できない規定（証取法）や、顧客の指示による取引所外取引についても、通常の取引時間中は、主たる上場先取引所における取引価格や最良気配を中心として一定の範囲内に価格変動を収めなければならないとする規制が存在していた（証券業協会規

参考図表 米国NYSE上場銘柄をめぐる取引状況

(2017年8月取引分、10億ドル、%)

Trading Market Centre	Tape A	Tape A Market Share (%)
FINRA and TRF	808	32.7
BATS	246	10.0
CHX (M)	9	0.4
EDGA	165	6.7
IEX	69	2.8
NASDAQ	377	15.3
NYSE (単体)	624	25.3
NYSE-AMEX	3	0.1
NYSE-ARCA	167	6.8
Total	2,469	100.0

* Tape A銘柄：NYSE市場上場銘柄。

* 網掛け：NYSEグループ取引所。

則)。

- (3) これら市場制度の説明は、SBI証券の私設取引システム取引説明書 (http://search.sbisec.co.jp/v2/popwin/info/stock/pts_exp.pdf) 及びWEBサイト情報 (http://faq.sbisec.co.jp/faq_detail.html?id=20920) による。

- (4) インステイネットは、二〇〇七年二月に野村ホールディングスが買収した(野村から見るとチャイエックス・グローバルは孫会社にあたる)。その後、二〇一六年一月に野村ホールディングの連結子会社の米チャイエックス・グローバル・ホールディングスが、日本とオーストラリア、香港にあるチャイエックスの子会社三社を米投資ファンドのJCフラワーズへ売却している。

- (5) 日本取引所グループの、負債項目中、主な清算業務関連項目残高および負債総額等は以下のとおりである。

< 清算業務関連項目残高 > (単位：百万円)	
清算引受負債	37,555,555
清算参加者預託金	3,374,863
負債総額	41,025,161
総資産総額	41,288,932

参考文献

- ・市本博康 (二〇〇九)、「取引所外取引の現状等について」、金融庁金融審議会資料、二〇〇九年七月二二日 (<http://www.fsa.go.jp/irrc/kenkyu/20090722/07.pdf>)
- ・大崎貞和 (二〇一六)、「取引所外取引の現状と課題」、金融庁金融審議会資料、二〇一六年六月、(http://www.fsa.go.jp/singi/singi_kinyu/market_wg/siryou/20160615/03.pdf)
- ・大崎貞和 (二〇一七)、「金融商品取引所等』『金融商品取引法概説(第二版)』(山下友信・神田秀樹編)、第五章、有斐閣、二〇一七年七月、pp452-456

- ・近藤真史（二〇一五）、「東証立会市場における呼値の単位の変更の影響」、J P X ワーキング・ペーパー、二〇一五年二月二〇日（http://www.jpix.co.jp/corporate/research-study/working-paper/tvdiwq0000008qdy-att/JPX_working_paper_No7.pdf）
- ・東証（二〇一四）「呼値の単位の適正化 フェーズⅠ及びⅡ実施後の状況」、株式会社東京証券取引所株式部、二〇一四年二月二六日、（www.jpix.co.jp/files/tse/rules-participants/public-comment/.../201412_kabuso_b.pdf）

（しち よしのり・客員研究員）

役員等の自社株売買情報の開示

なぜ日経新聞には役員 の 自社株売買情報が掲載されないのか？

梅本 剛正

1 問題の所在

(1) 日本のガラパゴス規制→役員らの自社株売買情報開示規制の欠如

諸外国の経済紙では、相場関連情報のエリアに会社の役員らの自社株売買情報が掲載されている。Financial Times¹⁾、Director Dealings²⁾、Wall Street Journal³⁾、Insider Trading Spotlight⁴⁾。

ところが、わが国の代表的な経済紙である日本経済新聞には、役員 の 自社株売買情報のようなコーナーはどこを探しても掲載されていない。それはなぜだろうか？理由は簡単である。諸外国では、役員らによる自社株売買情報を適示に開示させる規制があるのに対して、日本の金商法では、類似の規制が存在しないからである。法律上の開示義務があるからこそ、情報が一般に利用されているのである。諸外国といっても、英米に限られずEU加盟各国ではすでに役員 の 自社株売買情報は上場会社のHPなどでタイムリーに開示されているし、EU非加盟の北欧諸国やカナダ、オーストラリア、シンガポール、香港など多くの国や地域においても、上場会社役員らの自社株売買情報は透明化されている。この点に関する限り、日本の金商法は「ガラパゴス規制」といっても過言ではない。

これまでは創業者一族などを除き、会社の役員であっても自社株式保有数はさほど多くなく、自社株の売買もさほど行われなかったため、そもそも問題とはなりえなかったのかもしれない。多くの上場会社では、内規で（許可制・届出制・売買禁止期間の設定など）会社内部者による自社株売買に制限を加えていることや、従来インサイダー取引規制の適用除外の範囲が狭かったので、役員らが売買を自重し、退職してから自社株式を処分していたものと推測される。二〇一五（平成二七）年に「有価証券の取引等の規制に関する内閣府令」が改正され、インサイダー取引規制の適用除外（いわゆる知る前契約・計画に係るセーフハーバー）の範囲が拡大された（取引規制府令五九条一項一四号¹⁾）。そのため、現在では役員らの自社株売買は、法律上はかなり自由になっている。しかし、上場会社が内規等を改めて業績連動型報酬をより使い易くするまでには至っていないようである。改正された知る前契約・知る前計画に基づいてインサイダー取引規制の内規の変更等を具体的に進めている上場会社は、まだ限られているようである（日本取引所自主規制法人ほか『第四回全国上場会社インサイダー取引管理アンケート調査報告』（二〇一六）²⁾）。

とはいえ、会社業績に連動するエクイティ型報酬の導入が進む中、会社内部者が自社株式を手にする機会が増え、インサイダー取引規制を踏まえた社内ルールなどの整備が進むにつれて、自社株を金銭にするため市場等で処分する機会も増えることは疑いない。過剰なほど自己抑制的であった自社株売買が、徐々に役員らの間で一般的になると同時に、会社内部者によるインサイダー取引規制違反のリスクは増えていくことが予想される。諸外国の制度を参考にして、わが国でも会社内部者の自社株売買の開示規制を検討する時期に來ているといえよう。

(2) 自社株売買情報開示規制を導入する根拠

諸外国で導入されている自社株売買情報の開示規制には、いくつかの規制根拠が示されている。この議論はわが国で規制導入を議論するに当たっても参考になると思われるので、見ておくことにしよう。

① 不公正取引の防止

会社内部者による自社株式の売買情報を公衆開示し透明化することは、それによりインサイダー取引など内部者による不正な取引が抑止されることが期待される。インサイダー取引規制違反を摘発するのは規制当局であり、現行規制のように規制当局に対する報告義務があれば足りるとの見方もありうる。しかし、規制当局の摘発能力には限界がありすべての違法な取引にまで目が行き届かないのもたしかである。なによりも、不正行為は事後の摘発よりも事前予防こそ重視すべきである。自社株売買情報の開示は、内部者に不正取引を躊躇させる効果があるはずである。

さらに、インサイダー取引規制違反に該当しなくても、情報を利用した自社株式の取引により内部者が利益を上げることができる。インサイダー取引規制は、会社内部者が売買をすることが要件となっているが、投資判断には売買をしない、あるいは売買のタイミングを選ぶというものもある。売買を行わなくても利益機会がないとは言いが切れない。たとえば、保有する自社株の売付けを検討している会社関係者がおり、重要事実に該当する上げ材料が間もなく公表予定であることを知っていたとする。その会社関係者が当該事実の公表前に買付けをすればインサイダー取引規制違反となるが、公表後に株価が高くなるまで売付けを遅らせる、という判断をしてもインサイダー取引規制違反は成立しない。このような自社株売買のタイミング選択において、会社内部者は他の投資者よりも情報上優位に立っているのはたしかである。インサイダー取引規制を適用することはできないにして

も、自社株売買情報を透明化すれば、事後的にその事実を検証することは可能となる。

② 役員らの利益相反行為の危険

また、役員らが自社株式の売買をするにあたり、役員として利益相反が絡む決定を行う可能性がないとはいえない。ハーバード・ロースクールのジェシー・フリード (Jesse Fried) 教授は、重要事実とはいえないが株価に影響する情報 (sub material information) が存在することを指摘し、アメリカの自社株売買情報の現行開示規制ですら、内部者が不当に利益を得ることを抑止できないので、取引前に情報開示させるべきであるとの興味深い提案をしている。ある研究⁽³⁾によると、開示される役員らの自社株売買情報の中で、一定のルールに基づいて保有株式を売買する「ルーティンの売買」と、なんらかの投資判断に基づいたり投資機会を狙ったりする「機会主義的な売買」とを区別し、後者の売買と同じ売買を追随的に行うことで、一定のリターンを確実に得ることができるということである。このことは、会社内部者が機会主義的な自社株売買で利益を得ていることを意味するが、それは会社役員の正当な利益とはいいたい。さらに、会社による自社株式取得決定の公表後に当該会社の株価は上昇する傾向があるが、上昇した株価で会社内部者が保有する自社株式を大量に処分している事実が一部の会社で観察されることがあることから、会社内部者は自社株を処分したいときに、一時的に株価を演出する決定をする可能性がある」と指摘する。たしかに、ストックオプションの権利行使価格が時価を下回っている会社の役員らが、満期を迎える前に権利行使を促すことを目的として、規模の大きな自社株式の取得など株価を誘導するような決定をすることが、ありえないとはいえない。事後開示であっても、会社内部者による自社株式の売買情報が公開されれば、これら行為を透明化することが可能となり、一定の抑止効果を持つことが期待できるであろう。

③ 投資情報としての利用

会社内部者の自社株式の売買情報を知ることにより、他の投資者らが当該会社の株価の割高・割安を判断する目安とすることができる。前述したように自社株売買情報の開示規制が行われている国々では、主要紙に当該情報が掲載されたりインターネット上の投資サイトで当該情報が投資情報として分析対象とされたりしている。適法な内部者取引を公表し追従売買が増えることは、市場の効率性を促進する側面があるため、このような点からも、自社株売買情報の開示規制は必要であるといえることができる。

2 日本法における役員等の自社株売買情報の開示

日本の現行法において役員らの自社株保有数の開示は、有価証券報告書などで行われているが、売買情報の適示の開示は大量保有報告制度が適用される大株主でない限り、なされていない。以下で見るように、短期売買報告制度（一六三条・一六四条）においては、情報が開示されるのは例外的であるし、開示される情報も極めて限定的なものとなっている。

（1）金商法一六三条と一六四条の規律

金商法一六三条と一六四条は、役員や主要株主による自社株売買の報告義務と短期売買利益の提供義務について定める規定であり、証券取引法制定時に参考としたアメリカの規制を引き継いだものである。アメリカでも日本でもインサイダー取引規制ができる以前の規定であり、不徹底なものではあるが、会社関係者による不正な取引を防止することが期待された規定である。一六三条は一六四条の前提となる規定であり、短期売買の事実を明

らかにさせるために役員らに報告義務を定めたものである。

(2) 立法の沿革

現行金商法一六三条の原型は、一九四八（昭和二三）年に制定された証券取引法において、旧証取法一八八条として定めが置かれた。役員・主要株主は、自社株保有数等を（当時の）証券取引委員会に報告し、異動があったときは翌月一〇日までにその旨を報告する義務を課していた。後に見るアメリカの規定をほぼそのまま引き継いだものであるが、アメリカ法と異なり旧証取法一八八条は規制当局への報告義務を定めただけで、公衆開示については定めがおかれていなかった。当初から、母法を一部骨抜きにしてわが国の制度が設けられていた点は注目してよい。

一九五三（昭和二八）年には、この規定すら実効性が無いとの理由で削除された。しかし、これに対しては、「実効性がないというのなら、それを実効性あらしめるように、解釈運用を改めるのが当然であって、実効性がないからといって法文自体を削除してしまうというのは、全く『後ろ向き』の措置である」として、学界において厳しく批判された。そのため、一九八八（昭和六三）年の改正により、旧証取法一八八条は復活した。当時の立案担当者は、「本条はインサイダー取引を間接的に規制する第一八九条の機能を一層充実させるという観点から、役員または主要株主による当該会社の株券等の売買について、大蔵大臣に報告する義務を規定したものである。」と説明している。⁽⁵⁾ 同規定は一九九二（平成四）年に一六三条に整理され、若干の修正を経て今日に至っている。

ところで、現行金商法一六三条は学界の批判を受けて復活をしたが、批判の対象となったのは、短期売買利益

の提供規定の実効性確保であり、復活した規定も従前とほぼ同じ規定、つまり役員等の自社株売買情報を公衆開示にする規定ではない。むしろ、この間の議論で一六三条は一六四条の実効性確保のための規定という理解が促され、役員らの自社株売買情報をいかに扱うべきか、という方向へ議論が広がらなかった点は惜しまれる。

改正の結果、一六四条が実効的になり、短期売買利益返還を求める訴訟もいくつか提起されるようになった。憲法上の論点も含めて最高裁の判断（最判平成一四年二月一三日民集五六卷二号三三一頁）が示されるなどして、注目を浴びたものの、学界の短期売買利益提供規定の主たる関心は一六四条に移り、一六三条については顧みられないまま今日に至っている。

（３）短期売買報告制度の概要

① 規制趣旨

金商法一六三条は、上場会社の役員及び一〇％以上の主要株主に対して自社の株式等を売買したときに当局に対して報告する義務を負わせるものである。前述したように、短期売買利益提供義務を定める一六四条の実効性を高めることに目的を限定した規定といってもよい。

② 規制当局への報告義務

上場会社の役員および一〇％以上の議決権を有する主要株主は、自己の計算で特定有価証券等の買付けまたは売付け等をした場合、翌月一五日までに報告書を提出する義務を負う（一六三条一項）。

③ 報告事項

報告事項は、取引者の氏名、住所、会社との関係、銘柄名、約定日、執行市場、買付け売付けの別、数量、単

価、代金などである（取引規制府令二九条一項、別紙様式三号）。

④ 利益関係書類の限定的な公衆開示

規制当局は役員らが短期売買利益を得ていると認めたときには、利益関係書類の写しを当該役員らに送り、異議がなければ会社に写しを送る（一六四条四項）。写しを送付して三〇日経過してから利益関係書類は公衆縦覧される（一六四条七項）。この公衆縦覧は、一六四条二項により株主が代位請求できるようにすることを目的としたものである。

3 アメリカ法

（1）規制趣旨

アメリカ法における役員等の自社株売買情報の開示は、わが国の金商法一六三条がモデルとした一九三四年証券取引所法一六条（a）項に定めが置かれている。主たる規制趣旨は短期売買利益返還規定を実効的にするため、というものであるが、それにとどまらず、内部者の自社株売買情報を投資情報として市場に提供するため、という趣旨もあると理解されている。エンロン事件などで会社内部者が会社の破綻前に売り逃げていたことを理由に、報告時期が早められたことから、不正抑止のために内部者の売買の透明化を図る趣旨もあるとされる。

（2）規制概要

① 報告義務者（一号）

取締役、執行役（officer）、実質的に一〇％超保有する株主が報告義務を負う。

② 対象者の持株報告

取締役など報告義務者となった場合に、一〇日以内に「フォーム三」に基づく持株報告書を提出することが求められる（二号（B））。

③ 売買報告と報告期限

対象者が自社株の売買等を行った場合は、その日から二日以内に「フォーム四」をSECに提出することが求められる（二号（B））。エンロン事件など企業の会計不祥事が頻発した時期に、事態が明らかになる前に経営陣らが売り逃げていたことから、サーベンス・オクスレー法で報告期間の短縮化が図られた。

④ 報告事項

最初に提出する「フォーム三」は地位に就任して最初の持株報告であり、保有株数等が記載される（三号）。「フォーム四」は自社株取引の報告であり、記載事項は、銘柄、売買の別、売買価格、売買数、執行場所、等々である（規則一六a―三（g））。SECのみならず証券取引所や発行会社にも「フォーム四」のコピーが送られる。

⑤ 公衆開示

SECは報告を受けた翌日までにEDGARで電子開示をする（四号）。発行会社は翌日までに会社のウェブサイトで報告内容を開示する（規則一六a―三（k））。

⑥ 少額の報告義務

一万ドルを超えない少額の取引など一定の適用除外を受ける取引（規則一六a―一〇）は、フォーム五で報告すること（規則一六a―六）。「フォーム五」は、年度末から四五日以内に提出することが求められる報告書である。

るが、（その他の適用除外など）報告されなかった取引についても記載することが求められている（規則一六 a 一三（f））。

⑦ エンフォースメント

違反に対してはアメリカの証券規制一般と同様、インジャンクション、課徴金、刑事罰などの適用があるが、実効性については疑問もある。かつて報告義務違反の日数に応じて制裁金を課す制度などが提案されたが実現していない。代りに現行法では、役員らに一六条（a）項の報告義務の不履行があった場合には、発行会社は年次報告書などにおいて、その旨を記載する必要がある（Regulation S-K Item 405）。

4 EU法

（1）市場濫用レギュレーション（Market Abuse Regulation）

イギリスでは早くから会社法に役員らの自社株売買報告義務が定められていたが、EUにおいても、市場濫用ディレクティブに役員らの自社株売買情報の開示義務が置かれ、二〇一六年七月に施行されたEUの市場濫用レギュレーション（以下、条文はMARで引用）にも、その一九条において引き継がれている。⁽⁷⁾ EU法は元来、アメリカのような短期売買利益提供に関する規定を有さず、市場濫用レギュレーションの役員らの自社株売買開示規制の規制趣旨は、かかる情報が価格情報として重要であると同時に不正取引の防止のために必要であるとされている。そのためもあってか、EU法は自社株売買情報の開示を求める内部者の範囲が役員らに限られず、（おそらくはインサイダー取引規制を意識して）役員の身内など関係者を広く含めている特徴を有している。同時にかかる規制を実効的にするために、報告義務を負う者が当該義務を負うことを周知するための規制なども設けら

れている。

(2) 規制概要

① P D M R等の報告義務

発行者において「経営上の職責を果たす者」(Persons discharging managerial responsibilities ; P D M R) および P D M Rと密接に関係する者 (persons closely associated with them) は、自社株式等の取引内容を当局および発行会社等に報告する義務を負う (M A R 一九条一項)。

② P D M Rおよび関係者の範囲

「P D M R」には発行者の取締役会、監査役会のメンバーや内部情報に継続的に接し発行者の将来に影響を与える経営上の意思決定に関与する上級職員が含まれる (M A R 三条一項二五号)。

「関係者」には、P D M Rの配偶者や子、その他家計を同一にする親族、P D M R等が経営責任を負う法人等が含まれる (M A R 三条一項二六号)。

③ 報告義務等の通知

発行者はP D M Rに対して書面で本条の義務を通知するとともに、P D M Rと関係者のリストを作成する⁽⁸⁾。また、P D M Rは関係者に対して書面でM A R上の義務を通知し、通知の写しを保存する必要がある (M A R 一九条五項)。

④ 報告内容

報告書式⁽⁹⁾によると記載事項には、名前・名称、発行者における立場等、発行者、取引の詳細 (証券の種類、取

引の種類、取引価格、取引量、取引日、取引場所）などがある（MAR 一九条六項）。

⑤ 報告期限

報告義務者は遅くとも取引の日から三営業日以内に報告する義務を負う（MAR 一九条一項）。報告を受けた発行者は迅速に、遅くとも取引から三営業日以内に当該情報を開示する義務を負う（MAR 一九条三項）。これは市場濫用ディレクティブの四営業日を短縮したものである。

⑥ 公衆開示

発行者がHPなどで公衆開示することとされているが、加盟国によっては、国が公衆開示するように定めることは妨げられない（MAR 一九条三項）。

⑦ 規制負担の軽減策

ディレクティブにはない新たな規定として負担軽減措置が講じられた。すなわち、この報告義務が生ずるのは、取引額が年ベースで五〇〇〇ユーロ以上となって以後である（MAR 一九条八項）。ただし規制当局はこの額を二万ユーロまで拡大することができる（MAR 一九条九項）。

⑧ 閉鎖期間（closed period）

PDMRは発行者が開示義務を負う財務報告や年次報告の公表三〇営業日前に自社の株の取引をすることを原則的に禁止される（MAR 一九条一項）。潜在的にインサイダー取引のリスクが高い期間であると同時に、多くの主要な資本市場における慣行でもあることが理由とされる。ただし発行会社の許可を条件に、適用が除外される場合がある（MAR 一九条一二項）。

5 まとめ

(1) ガラパゴス化の背景と今後

証取法の旧一八八条（金商法一六三条）が制定当初から自社株売買情報の公衆開示をしてこなかった理由は明らかではない。経済団体のロビーイング活動の成果であるようにも思われるが、そもそも上場会社の役員らによる自社株売買が行われてこなかったなら、経済界としても守るべき利益がない以上、敢えて規制導入を回避するために力を入れる必要はなかったと思われる。かりに、法規制が必要でありながら経済界が抵抗していたとするなら、自主規制などのソフトローで自社株売買の透明化を図ることもありえたと思われるが、そうっていないのは、これまでは必要性がそもそもなかったと見る方が妥当かも知れない。

日本を除く諸外国で設けられているルールであれば、学界が関心を持つはずであるが、既述のとおり、わが国の法律学界においては一六四条の実効性確保手段という点を除いて一六三条に対して関心は向けられてこなかった。加えて、役員らの自社株売買そのものが行われてこなかったとするなら、さして議論に値するテーマとは認められてこなかったのかもしれない。

しかし、上場会社の会社内部者の自社株売買情報を開示するのが、世界標準となっていることは疑いない。株式取引が国際化している今日、世界有数の証券市場を有するわが国としては、国際的な規制の整合性確保ということも十分に配慮する必要がある。エクイティ型報酬の採用が進められ、会社の内部者による自社株売買の機会が増大していくことを踏まえると、自社株売買情報の開示規制の導入は不可避であろう。穿った見方をするなら、立法者ないし規制当局は、業績連動型役員報酬制度が広く活用されるのを待っているのかもしれない。業績連動型役員報酬制度は譲渡制限株式にせよストックオプションにせよ、自社株式を市場で売却して金銭に替えて初め

て報酬としての意義を有する。ところが、前述したように、ストックオプションを念頭においたインサイダー取引規制の適用除外の導入は、二〇一五（平成二七）年まで待たなくてはならなかった。各社の社内体制が整うまで、もうしばらく時間を要するようである。業績連動型報酬の採用と自社株の市場売却という流れが実務においてスムーズに行われる前に、役員らの自社株売買情報を透明化したりすると、かえって業績連動型報酬活用の流れに水を差すことになりかねない。かりにそういう理由で規制を加えていないとするなら、わが国における役員らの自社株売買情報開示規制の導入は、その是非ではなくいつ導入するのかという時間の問題といえそうである。日経新聞に役員の自社株売買情報が掲載される日も遠くないのかもしれない。

（２）規制趣旨と適用対象など

いずれにせよ、わが国で会社内部者の自社株売買情報の開示規制を設けるなら、その規制趣旨や規制内容について、そろそろ議論を詰めておく必要があるのはたしかである。まず考えられるのは、規制趣旨を投資情報とみるか違法抑止とみるかによつて規制の設計は変わりそうだということである。違法抑止という観点から捉えるなら、それほど迅速に開示させる必要はないようにも思われる。しかし、アメリカがエンロン事件などを契機に報告期間を短縮化したことを考えると、必ずしもそういうことにはならないようである。企業の変調あるいは不祥事の露見に基づく株価の下落等は突発的に見られることがあり、情報を知る（同時に原因を作った）会社内部者による売り逃げを許すべきではないという見地からは、諸外国並みに数日以内の開示が必要だといえそうである。また、EUI法から得られる示唆としては、適用対象はインサイダー取引規制違反が問題となりうる者を広範に含めることも検討に値するということである。投資情報としての有用性を強調するのであれば、役員以外にも規制

範囲を広げるべきかはともかく、迅速な開示が求められることはいうまでもない。

(3) 規制形式

規制形式については、モデルとしたアメリカ法にならって金商法一六三条を公衆開示に改めれば足りるという考え方がありうる。ただし、規制趣旨とも絡む問題だが、EUのようにインサイダー取引規制の抑止のために、規制対象を拡大するなら、単なる一六三条（ないし関連規定）の改正ということでは済まない。なぜなら、一六三条は一六四条とセットになっており、一六三条で報告義務を負う者は一六四条により短期売買利益の提供義務が生ずることになる。開示義務を負うだけならともかく、短期売買の利益を剥奪されるというのは、あまりに負担が大きい。一六四条に目配りすると一六三条はあまり広げることではできなくなってしまう。

しかし翻って考えてみると、インサイダー取引規制が整備された今日では、一六四条については、どの程度必要なのか疑問があるのもたしかである。⁽¹⁰⁾実務界にとって無用な負担を課しているのであれば、⁽¹¹⁾役員らの自社株売買情報の開示規制を導入すると同時に、一六四条の短期売買利益の返還規定を削除することは検討されてもよい。⁽¹²⁾

(4) 負担軽減

一六三条の報告義務には、少額免除などの規定はない（取引規制府令三〇条の適用除外に含まれない）。ただし、金融商品取引業者等を通じて売買を行った場合には業者を通じて報告書の提出がなされており（一六三条二項）、これは役員らの負担軽減をも目的としたものと考えられる。業者から当局に報告されると同時に公衆開示もされない以上、従来は少額か多額かで区別する必要もなかったといえる。これを公衆開示とするなら、報告事

務の負担と売買が開示される（心理的）負担との違いを考えると、少額免除のような規制も併せて入れることが考えられてよいかもしれない。

（５）エンフォースメント

規制が遵守されるのは重要であるが、アメリカでは義務違反への対応が問題とされたことがある。日本法では金融商品取引業者等を通じた売買については業者等を通じて報告することとなっており、大きな問題にはならないであろうが、そうでない場合には問題となるかもしれない。これまでのわが国のインサイダー取引が近親者名義で行われるものが少なからずあることに鑑みると、近親者を通じた売買に報告義務を課すか否かとも絡む問題のように思われる。

※本稿を作成するにあたり、二〇一八年一月二七日開催の証券経済研究会および二〇一七年一〇月二七日開催の日本取引所グループ金融商品取引法研究会において、参加者各位より有益なご意見を頂戴した。ここに記して感謝申し上げる。本稿にあり得べき誤り等が筆者のものであることはいうまでもない。

注

（１）知る前契約・知る前計画の適用除外は、それまでは原則的に買付けの場合に限定して設けられていたため、ストックオプションなどで保有することになった株式を処分する場合にはインサイダー取引の制度上の適用除外は存在しなかった。関連して、梅本剛正「ストックオプションとインサイダー取引規制」証券経済研究八三号七九頁（二〇一三年）

参照。

- (2) 上場会社におけるインサイダー取引の未然防止体制の整備状況を把握することなどを目的に、日本取引所自主規制法人などが定期的に行っている調査である。

- (3) LAUREN COHEN, CHRISTOPHER MALLOY, and LUKASZ POMORSKI, Decoding Inside Information, *Journal of Finance* 67 (2012) 1009.

- (4) 竹内、後掲三二四頁

- (5) 横畠、後掲二一九頁

- (6) Brexit後に、イギリス法がどうなるのか不明だが、EU法で規制が設けられるはか以前の一九四八年会社法の頃から役員らの自社株売買情報の開示規制が置かれていたので、大きな変更はないものと思われる。

- (7) 加盟国であったイギリス法に由来するもののように思われるが、そうではなく、アメリカ法に強く影響を受けた結果設けられた規制のようである。Moloney後掲七三八頁、Ventoruzzo and Mock後掲四九七頁参照。

- (8) 内部者リスト (Insider List) と称され、一定の書式に従った内部者リストを備えることが求められている (一八条)。

- (9) Commission implementing regulation(EU) 2016/523 of 10 March 2016.

- (10) 前述のフリード教授は (事前開示を前提に) 短期売買利益提供規定の撤廃も主張する。

- (11) 日本経団連は、「インサイダー取引規制の明確化に関する提言」(二〇〇三年二月一六日)において、「証取法一六四条 (短期売買差益返還) は、外形的・形式的規制であり、合理性が薄い上、国際的にも普遍的なものとは言いがたいことから、その廃止・合理化について検討がなされるべきである。」と主張していた。

- (12) 石角莞爾弁護士は、アメリカの一六条 (b) 項に対して批判的検討を加えた論文の中で、日本法においても、インサ

イダー取引規制を強化し一六三条を公衆開示として予防効果を高めるとともに、一六四条を撤廃することを提言していた。石角莞爾「米国の内部者取引規制の批判的検討―証券取引所法一六条（b）項の問題点」商事法務八四八号一頁（一九七九）

参考文献

- ・ 竹内昭夫『会社法の理論Ⅰ』三三四頁（一九八四）
- ・ 横畠裕介『逐条解説 インサイダー取引規制と罰則』（一九八九）
- ・ 梅本剛正『現代の証券市場と規制』（二〇〇五）
- ・ Jesse M. Fried, Reducing the Profitability of Corporate Insider Trading Through Pretrading Disclosure, 71 S. Cal. L. Rev. 303 (1998).
- ・ Niamh Moloney, EU Securities and Financial Markets Regulation 3rd Ed. (2014)
- ・ James Cox, Robert Hillman, Donald Langevoort, Securities Regulation Cases and Materials 8th Ed. (2016)
- ・ Marco Venturizzo and Sebastian Mock ed., Market Abuse Regulation. (2017)

（うめもと よしまさ・甲南大学教授）

証研レポート既刊目録

No1692 (2015.10) 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 ーギリシャ危機と「最後の貸し手」ー 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	執筆者 二上 松尾 伊豆 志馬 中島
No1693 (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 ーA S I Cによる調査報告書ー 米国A T S (代替取引システム)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
No1694 (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
No1695 (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
No1696 (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 ー二〇一六年一月の市場分析ー 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
No1697 (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 ーフラッシュ・ボーイズは救世主かー 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 ー三菱東京U F J銀行の特別資格返上に関連してー	二上 吉川 志馬 築田
No1698 (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 ー最近の市場動向ー 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
No1699 (2016.12) ロカベスティングとスローマネー ー資金の「地産地消」の取り組みー C B O EによるB A T S買収合意 ー買収されるという選択ー 日本銀行の国債保有状況について 実質株主との対話	執筆者 松尾 吉川 志馬 福本
No1700 (2017.2) 「株先五〇」三〇周年を迎えて ー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ー 将来株式取得略式契約スキーム(S A F E)とクラウドファンディング 外為取引の減少について 欧州H F Tの実情3 ー複数市場での重複指値注文ー 日中の株価変動とレバレッジE T F ーBrexitとトランプ・ショック時の動きー 異次元金融緩和と政策と国債金利形成の特徴	二上 松尾 伊豆 吉川 志馬 中島
No1701 (2017.4) 顧客本位の業務運営に関する原則 将来株式取得略式契約スキーム(S A F E)の課題 ークラウドファンディングとの関連でー 外為市場の各国比較 英独取引所グループの経営統合撤回	二上 松尾 伊豆 吉川
No1702 (2017.6) フィンテック時代の証券業 E C Bの量的緩和と国債保有・損益負担 欧州ダーク・プールの実情 ー英国F C Aの報告書にみる実態ー レバレッジE T Fに見る投資家行動 ー市場価格データに基づく実証分析ー	二上 伊豆 吉川 志馬
No1703 (2017.8) フィンテックの促進へ進展する制度整備 非上場株式およびTokyo Pro Marketの最近の動向 欧州ダーク・プールの実情2 ー英国F C Aのデータ分析にみる実態ー 米国のレバレッジ系E T Fにおける投資家行動	二上 松尾 吉川 志馬
No1704 (2017.10) 投資型クラウドファンディングの新たな展開 欧州ダーク・プールの実情3 ー英国F C Aのデータ分析にみる実態2ー 我が国のマネジメント・バイアウト(M B O)をめぐる動向 赤字国債膨張の財政構造分析 ー少子高齢化が財政に与える影響についてー	松尾 吉川 志馬 中島
No1705 (2017.12) わが国証券業界の回顧二〇年 株主コミュニティ制度の現状と課題 モンテパスキ銀行の救済とベイルイン ブローカー・ディーラーの注文回送について	二上 松尾 伊豆 清水

公益財団法人 日本証券経済研究所 ホームページのご案内

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

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

I. 研究所の紹介等

J S R Iについて

当研究所の概要や事業活動を紹介しています。

出 版 物 案 内

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

証 券 図 書 館

証券図書館の概要や利用の手引きを紹介しています。

講 演 会 録

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

研 究 会

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

株式投資収益率

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

ト ピ ッ ク ス

海外の論文の翻訳・紹介や証券経済関係の小論文を掲載しています。

II. データベース検索

研 究 所 出 版 物

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

証券図書館の蔵書

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

証券関係の論文・記事

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

証 券 年 表

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

証券図書館

証券・金融・経済関係の資料をご覧になりたい方はどなたでも、ご利用いただけます。

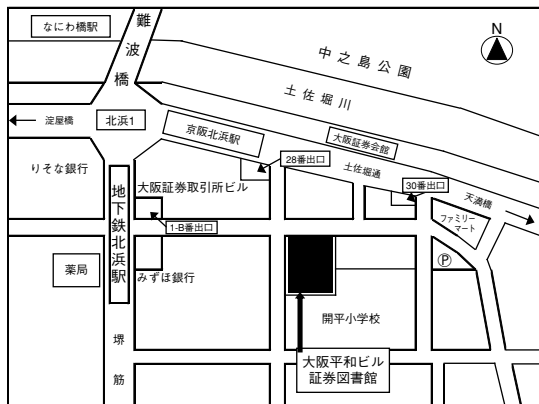
所在地 大阪市中央区北浜 1－5－5 大阪平和ビル地下1階
TEL (06) 6201-0062

開館時間 午前9:30 ～ 午後5:30
土曜、日曜、祝日、年末、年始および館内整理の日は休館します。

図書 証券（経済、制度、取引法）関係の専門書をはじめ、金融、財政、経済、経営、会計関係の図書および、年報、年鑑、上場会社の社史等を集めております。

雑誌 取引所、協会、証券会社、銀行、官庁、大学等の刊行物、一般雑誌、産業関係資料ほか、海外の新聞、雑誌等を集めております。

(みなさんのご利用をお待ちしております。)



道順
地下鉄堺筋線・京阪本線
北浜駅 1－B 番出口又は
28番出口より徒歩2分

日本証券経済研究所のホームページ (<http://www.jsri.or.jp>) から図書の検索ができます。ご利用ください。

証研レポート第一七〇六号
二〇一八年二月十二日発行
(偶数月第二月曜日発行)

2018年2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)