

証 研

レポート

No.1709

2018年8月

先人たちの先物取引論
～福澤諭吉とマックス・ウェーバー～ 二上季代司（1）

金融模合の事例調査
～沖縄本島と宮古の事例～ 松尾 順介（11）

E C Bの量的緩和政策 伊豆 久（32）

欧州ダーク・プール規制の影響
～リット、ダーク、OTC、SI～ 吉川 真裕（44）

先人たちの先物取引論

福澤諭吉とマックス・ウェーバー

一上季代司

大阪取引所（当時は大阪証券取引所）に日経二二五先物の市場が開設されて三〇年を迎える。その前年には現物受渡し方式の「株先五〇」が取引を開始しているが、戦後の一九四九年、当時の最高権力者であった占領軍（GHQ）が証券取引所の再開条件の一つとして「先物取引の禁止」をあげて以来、わが国株式市場は四〇年近くの間、先物取引をもたなかったのである。

ところで、過去を振り返ってみると、わが国は先物取引に関して長い歴史を持っている。戦前の東京および大阪の両株式取引所では、取引の大部分は取引所株の「定期取引」（先物取引）⁽¹⁾であったし、他の取引所でも米の「定期取引」が最大の取引物件であった。⁽²⁾さらにさかのぼると、すでに一七世紀末には、今日の先物取引の取引仕法・清算機構の原型を備えた米（コメ）の先物取引「帳合米（ちようあいまい）取引」が行われていた。つまり、わが国は先物取引について三三〇年の歴史を持っていることになる。

他方、この長い先物取引の歴史は、開設と禁止、再開の繰り返し⁽³⁾の歴史でもあった。視野を近代以降に限ってみても、後述するように明治政府の取引所政策は大きく混乱、動揺した。そして、明治政府の取引所政策の混乱は、取引所や先物取引の機能と役割、投機の評価をめぐってさまざまな議論を呼び起こし、この問題に対する私

たちの認識を深めることに寄与したのである。

以下で紹介するのは、①「ブルース条例」（一八八七年）を頂点とする明治政府の取引所政策を批判した福澤諭吉の論説と、②ほぼ同時期に穀物の定期取引を禁止したドイツ「帝国取引所法」（一八九六年）を批判するマックス・ウェーバーの論説である。株式先物取引の再開から三〇年。そして、戦前きわめて盛んであった米（コメ）の先物取引がいまなお大阪堂島商品取引所で「試験上場」の段階にとどまっている今日、先人たちが取引所やそこで行われる先物取引の機能や役割について、どのように考えていたか、今一度、想起することは有益なことと思われる。

1 福澤諭吉の取引所論⁽³⁾

当時の明治政府が採った取引所政策に対する福澤諭吉の論説は、一八八〇年ごろから一八九四年ごろまで、自ら創刊した『時事新報』等の紙面において展開されている。この当時の明治政府の取引所政策を簡単にまとめる以下のとおりであった。

維新直後の経済激変に伴う物価とりわけ米価高騰に対応するため、明治政府は江戸時代からの長い歴史をもつ堂島米会所を廃止した（一八六九年）。しかし、この措置は何ら効果なく、むしろ物資の需給関係を混乱させただけで、二年後には大阪堂島米会所の先物取引を容認する。そして、一八七六年に「米商会所条例」、七八年に「株式取引所条例」を制定し取引所法規を整備した。この二つの条例は、①運営主体を株式会社組織とする、②定期取引の取引最長期間を三か月とし、期限前の転売・買戻しを認めるなど、内容的にほとんど同一であり、基本的には江戸時代の堂島米会所の取引仕法に準拠したものであった。この結果、米商会所および株式取引所が東京、

大阪を始め各地に続々と開設されていった。

ところがこの時代はまた、西南戦争、松方大蔵卿の「緊縮財政」による「松方デフレ」、その後の企業勃興と株式ブーム等が重なり、米をはじめとする諸物価や公債・株式などの証券価格が乱高下した時代でもあった。この一連の過程で投機的な取引が横行し、設立間もない取引所のあり方に批判が向けられるようになった。批判の多くは、①取引所が株式会社組織であること、②取引の大部分が「定期取引」であることの二点に向けられた。株式会社組織であるために運営方針が「営利主義」に走りやすい。また定期取引は決済期日までの長期間、元手を持たずに取引ができるため投機取引を誘引しやすく、株式会社組織の「営利主義」が投機中心の取引振興策と結びついているという理由であった。

この批判を受ける形で、一八八七年には「取引所条例（いわゆるブルース条例）」が公布された。この条例は、①取引所を非営利の会員組織にする、②実物取引本位とし、定期取引における転売・買戻しを制限する、③旧条例に基づく株式取引所、米商会所は営業期間の満期をもって廃止する、などの内容を含んでいる。このブルース条例には営業満期で廃止の憂き目を見る既存の取引所が強く反発し、関係者を二分する大論争に発展した。

こうした時代背景の中で、福澤諭吉は大略、次のように主張する。

【取引所の効用】

「相場所（取引所）の効用は、近遠の物価を示し、その現在未来の高低を明らかにし、製造業の運転を活発にし、もって農工商をして安んじてその業に従うを得せしめるにあり」（「相場所の一身を望む」一八八六年七月一二日、全集一一卷⁴）。つまり取引所の役割は、現在価格および将来の価格（先物価格）を公示することにあるという。現代風にいえば「価格発見機能」である。その価格をシグナルとして生産者は生産計画を立て、増産（ある

いは操短)の決断を下し、卸小売業は在庫を加減するのである。また取引所は価格の地域間格差をなくし、これを平準化する機能をもつ。「商売品はその価の高き処に集り来りて、その低き処より散じ去り」。

もし取引所がなければ、標準価格を知らぬままに生産することになり、「その危険は楫なき船に帆をあげて大海を航るに異ならず。然るに今その楫を授けて行かんと目指す処に行かしまるものは相場所の功德という可し」。したがって、取引所は『商売社会の大機関』であり、殖産商売の社会に必要である。「有害無益」でないばかりか、「無害無益」でもない。「有益無害」な存在である、という。

【ブルス条例】

以上の考えから、福澤は「ブルス条例」に反対する。「在来の会所取引所にして弊害ありとせば、その弊害のみを指摘してよろしく改正を加ふべし。(中略)新旧転換の際いたずらに無益の騒動を惹起すは不可なりと云ひしに」(「相場所営業の延期」一八八八年一〇月五日、全集別巻)。福澤は、「ブルス条例」のうち、既存の取引所が営業満期を迎えるに当たって政府がこれを更新しない、という政策に強く反対したのである。

ブルス条例の目的は既存の取引所を廃業に追い込んで、会員組織の新設取引所と置きかえることにある。そして新設取引所には、定期取引の転売買戻しに制限をかけ、新たに認めた「直取引」(五日以内受け渡し)を中心に行わせる事により、それまでの取引所の組織形態、取引方法を根本的に変えようとしたのである。しかし福澤は、こうした政策は「人為的」だと退ける。福澤は何よりも「経済自然の大義」、「経済自然の定則」を強調する。「一国の勢力のもつとも強力なるものは政府にして、その政府の力をもつてするもなおかつ経済の定則は被るべからず」(「米商論」一八九〇年四月二五日、全集一二二卷)

では、そもそも政府が危惧した定期取引の投機偏重説あるいは賭博説とその是正策を福澤はどう考えていたの

だろうか。

【投機について】

福澤も最初のころは、空米相場（コメの定期取引）については批判的であった。投機の是非について両論あるものの、「十中八、九は危うきもの」であり、「ややもすれば空物のみをもてあそびて、博奕に類するもの少なからず」と指摘していた。しかし、これを政府が人為的に抑えることには否定的であり、投機に手を染めるかどうかは、その人の心得によることであり、「自業自得、勝手次第」なのである（『民間経済録二編』一八八〇年、全集六卷）。

後になると、福澤は次のようにも指摘する。多額の損得は差金決済による先物取引に限ったことではなく、現物取引でも発生しうる（『東京米商会所』一八八八年二月二四日、全集二二卷）。土地や株の売買による損得は一人の幸不幸であつて、社会全体には何の影響もない（『相場所の所望』一八九〇年一月二二日、全集一二卷）。

そして、現実の取引所が「投機者流の玩弄物」になっているとしたら、それを人為的に抑えるのではなく、「富豪大家の大投機」の参入をこそ期待すべきで、それこそが実質的な取引所改革だと主張する。「群小輩の小投機」は道德の教えや法律の力を以つてしても禁ずることができないのであつて、「大家の大投機」の参入を以つて制する以外にない（「小投機を制するは大投機をおこなうにあり」一八九四年四月一七日、全集一四卷）という。ここでいう「大家の大投機」とは、第一に大資本であつて、第二に営業状況によつて判断する投機をさす（安すぎれば買い、高すぎれば売るので自然の価格を形成する）。第三に実際に金を支払い、実際に品物を引き取るものをさしている。これに対して「小投機」とは、第一に小資本であつて、第二に虚偽の情報を通し、愚かで情報に疎い素人を巻き込む相場操縦的な投機であるという。そして、富豪大家の大投機の参入により「騰貴すべき

ものは騰貴し、下落すべきものは下落して、ともに相当の割合に止まり、自然の勢いをなして容易に動かすべからず。群小輩がいかに小策を運らすとも市場の大勢如何ともすべからずして自ら思いとどまるにいたるべし」という。

なお、田口卯吉も取引所を擁護する立場にあつて、福澤にスタンスが近いが、先物取引に対する経済的認識には福澤よりも深いものがある。すなわち田口は、限月相場（コメの定期取引）と正米相場（現物取引）との間には密接な関係があることを指摘している。全国各地のコメ価格の高低はまず米商会所の限月相場に反映し、それは次第に実米相場を動かしていく。相場の平準化が時間的（限月相場と実米相場）かつ場所的（東京と地方）にわたつて行われることを主張している。また現物と先物の価格差は金利によって決まること、そして、こうした現物と先物との価格関係の認識を基礎に、田口は限月相場にはリスク・ヘッジの効用があることも指摘している。⁽⁵⁾

ブルース条例をめぐる論争の結果、既存取引所の営業満期期間は延長され、従来の取引所関係法令はすべて廃止されて新たに「取引所法」が公布された（一八九三年）。これは株式、米穀、商品の各取引所を一括して規制するもので、①会員組織、株式会社組織の両方を認める。②株式会社組織の株式取引所の最低資本金を商品取引所なみに引き下げる（一〇万円⇓三万円）、③定期取引は従来どおり転売・買戻しが自由で三か月三限月制を認める、というものとなった。実質的に従来と変わらず、むしろ最低資本金を引き下げた分、株式会社組織の取引所は設立しやすくなったのである。

2 マックス・ウェーバーの取引所論

日本でブルース条例をめぐる議論が展開されていたころ、ドイツでも「帝国取引所法」（一八九六年公布、施

行)をめぐって大論争が戦わされていた。この渦中であって、マックス・ウェーバーは、ドイツの取引所および取引所法案について、いくつかの論考を執筆している。

ウェーバーはドイツを代表する社会学の泰斗であって、代表作『プロテスタンティズムの倫理と資本主義の精神』は、比較宗教社会学の金字塔といわれている。そのウェーバーが、若千三〇代前半の若さで「取引所」に関する論考を残していること自体が意外であり、その事実を知る人は多くない。

【一八九六年の帝国取引所法と定期取引禁止規定】

一八七一年に統一を成し遂げたドイツでは、一八八〇年代末に会社設立ブームを迎える。これに伴って激しい投機熱がおこったが、一八九一年に相場が崩落して銀行倒産が相次ぎ、大衆が膨大な損失を蒙ったのである。そこで、ドイツ政府は「取引所調査委員会」を設置、翌九二年に初会合を開いて原因究明が行われ、その報告書の提案はほぼそのまま法案に盛り込まれ、九五年末に帝国議会に提出されたのである、ところが半年後の九六年六月に成立した取引所法には、委員会の当初の提案にはなく、また政府法案にもなかった重要な規定が含まれていた。それが「穀物、穀粉および鉱山株、工業株等の定期取引を禁止」する条項であった。この規定に対しては政府代表者からも強い反対意見があったのだが、それを押し切った採択であった。

この規定の強引な挿入は、「ユンカー(大地主)」をはじめ農業関係者の政治的圧力によるものとされた。一八九〇年以降、アメリカやアルゼンチンから大量の小麦が流入し、加えて一八九二年以降、穀物関税を引き下げたことで穀物価格は下落の一途をたどった。そこで、農業関係者は、穀物の定期取引を禁止すれば穀物価格の下落に歯止めをかけることができると考えたのである。外部からの統制が及びにくい取引所価格を外部から左右しようとする定期取引禁止に走る動きは、国を問わず共通した動きのようである。

そこで、ウェーバーは取引所一般に関する大衆の誤解を払拭するために講演のほか取引所に関する論考を執筆、発表したのである。

ドイツの「定期取引」は月末に決済日が設定される。それまでは転売・買戻しは自由であり、少ない証拠金で売買ができる。また当月の決済日が来ても、未決済のまま残っている「買い建玉」を売ると同時に翌月限を買って、決済を繰り延べることもできる。それが円滑に行われるのは、ドイツの銀行がその相手となって当限の買い、翌月限の売りで応じるからである。(逆に「売り」の繰り延べも同程度の容易さで可能である) 銀行にとって、これは穀物や証券類を担保にした動産担保融資に性格が似ており、翌月限売りによってリスクをヘッジしていることになるので、安んじて繰り延べに応じることができるのである。

ウェーバーによれば、定期取引は年を越えて貯蔵品を配分するのに貢献する。もし定期取引がなければ取引人が穀物等の貯蔵品(ポジション)を持ち越すリスクは、すこぶる大きくなる。ドイツに定期取引が存在することが、売買を場所的にドイツへ集中させるのである。ドイツにおける穀物の定期取引禁止で喜ぶのは、ロンドンやオランダである。取引はドイツから逃げて、ドイツの経済上の権力地位の低下としてあらわれる、と断じる。

こうした不利益は、定期取引が禁止された取引部門だけで起こるのではない。商品取引は貨幣市場と密接に絡み合っており、金利は「繰り延べ」料に影響し、商品輸送の方向は為替売買にも影響する、という。

ウェーバーは、問題は投機取引の「道徳性」いかにあるのではないという。公正な価格形成はいかに確保されるべきか(技術上の問題)、ドイツの市場をいかに強化すべきか(政治上の問題)、という角度から取り上げるべきだという。ちなみにドイツの定期取引の禁止は、ウェーバーの指摘するように、取引の停滞を招きドイツの銀行が諸外国から受けていた取引の注文は大きく減少することとなってドイツの国際的地位を低下させることに

つながったのである。

3 おわりに

以上、百年以上も前の出来事を紹介したのは、先物取引をめぐる議論がいまでも潜在的には続いていると考えられるからである。証券取引所で株式先物が再開されたのはわずか三〇年前のことに過ぎない。その後も、バブル崩壊後の一九九〇年代には先物取引に対する批判から証拠金率の引き上げや値幅制限の強化等によりシンガポールに取引がシフトして国益を損なう、といった事態があった。

他方、コメの減反政策が撤廃され、コメの生産が自由競争の荒波にさらされる事態に備えて、何よりもコメの現在と将来にわたっての全国的な標準価格の形成が望まれているときに、コメの取引所上場がなお試験上場にとどまっているのは残念なことである。こうした現状を思うとき、先人たちが取引所や先物取引の機能についてどのように議論してきたか、改めて学んでおくことは有益なことと考える。

注

- (1) 米(コメ)の先物取引は徳川時代に「帳合米取引」と呼ばれたが、明治期に入ると有価証券も含めて先物取引は「定期取引」と呼ばれるようになる。米については「限月(げんげつ)取引」と呼ばれることも多かった。これは「帳合米取引」時代、一年に三回だった決済期日を毎月の特定期日に定めたことから由来する。明治・大正・昭和の戦前期を通じて定期取引の決済慣行は「三か月三限月(げんげつ)」の時代が長く続く。これは、当月末(当限、とうぎり)、翌月末(中限、なかぎり)、翌々月末(先限、さきぎり)を決済日(これを「限月」と呼んだ)とする三件が上場、並

行して取引され、当限の満期が到来すると上場廃止となり、新しく先限が上場される仕組みである。

- (2) 一八九三年の取引所法は、数種の取引物件をまとめ、申請すれば株式と米の両方を取引してよいことになった。この取引所法が、「日本証券取引法」の施行（一九四三年）までの約半世紀の間、取引所に関する基本的な法規となるのである。

- (3) 以下は、鈴木芳徳『明治の取引所論』（白桃書房、一九九八年）による。同書は明治を代表する啓蒙家・経済学者である福澤諭吉、田口卯吉、天野為之の取引所に関する論説を紹介したものである。田口の論調は福澤に近く、逆に天野の論説は対極的である。天野は取引所を「白昼公開の賭博場」と談じ、空売買（先物取引）を「勤儉貯蓄の妨害」と批判する。天野は、当時の資本不足の是正策は「勤儉貯蓄」の奨励にあるが、空売買は射幸心をあおってこれを妨害する、と主張するのである。これは「先物取引」批判の典型論のひとつであり、その後も状況に応じて繰り返し現れる。たとえば、資本不足に悩む戦後の復興期・高度成長期に、大阪を中心に起こった「清算取引復活運動」が実らなかった背景には、天野のような考えが当時の政策当局者に広く共有されていたからであろう。

- (4) 慶心義塾編纂『福澤諭吉全集』（岩波書店）による。以下同じ。

- (5) 鈴木、前掲書、第二章。

- (6) マックス・ウェーバー著（中村・柴田訳）『取引所』未来社、一九六八年。本書は「帝国取引所法」（一八九六年制定）の素案が議論され始めた一八九四年から九七年にかけてウェーバーが執筆した七本の論考を収めている。なお、松野尾裕「マックス・ウェーバーの取引所論（上）」『立教経済学研究』四四卷三号、一九九一年、「同（下）」愛媛大学教育学部『紀要』第二部、一九九二年も参照のこと。

（にかみ きよし・主任研究員）

金融模合の事例調査

～ 沖繩本島と宮古の事例 ～

松尾 順介

はじめに

本誌前号の拙稿「二〇一八」において、株式投資型クラウドファンディングの規制と沖繩の模合のそれとを比較し、前者をルール・ベース、後者をオートノミー・ベースと特徴づけた。その際、模合の仕組みと特徴を簡単に説明したが、その後、沖繩本島のみならず、宮古島でも模合の実態を調査する機会に恵まれた。

沖繩本島と宮古島は、約三〇〇キロ離れており、飛行機で五〇分程度を要する位置関係にある。また、宮古島は、沖繩本島とは、異なる歴史的背景や文化を有しており、様々な面で特色がある。

今回の宮古島での調査からは、沖繩本島で調査した模合の実態と共通する面もある一方、異なる面もあり、模合には多様性があることが明らかとなり、オートノミー・ベースという特徴がより鮮明になった。したがって、本稿では、模合について、沖繩本島と宮古島の事例調査結果を報告し、そこから得られる示唆について考察する。

1 沖繩本島の事例

まず、沖繩本島での事例を紹介する。本事例研究にご協力いただいた女性経営者は、高齢であるが、現在も高級品を扱う小売店舗を経営するとともに、一九七八年以降、四〇年にわたり、高額の模合の座元を担当し、これによって事業資金を調達してきた。同氏は、若くして夫と死別し、ほとんど手元資金のない状態から、女手一つで事業を拡大させてきた。なお、同氏は、現在も一口三〇万円と一〇万円の模合の座元となっている。

同氏へのインタビューを整理すると以下である。

(1) 模合設立の契機：模合を始めたきっかけは、養育費を調達するためであったが、やがて事業資金を調達するためへと、徐々にその目的は変化した。経営面の資金調達は、一九八六（昭和六一）年に店舗建設費として、七五〇万円を銀行借入によって調達したが、仕入れなどの運転資金は、模合によって調達してきた。模合の座元として、四〇年もの経験を有しており、年数を上回る数の模合を設立、運営してきた。その間、さまざまトラブルも発生し、中には裁判沙汰になったこともある。また、他人の温情に助けられたことも多い。

(2) 資金使途：模合で得た資金は、基本的には、仕入れなどの事業資金として活用した。ただし、店舗兼住宅の建設費は銀行からの借入によって賄い、二〇年かけて返済した。したがって、流動資金は模合によって調達し、固定資金は銀行借入によって調達し、両者を使い分けた形となっているが、今となつては、模合によって調達した資金で順次繰り上げ返済したほうが、債務負担が軽減されたと思われる。しかし、当時はそのような考えに及ばなかった。その理由は、商売が忙しかったためである。また、そのような考えに至っても、手続きをする時間的な余裕がなかったからである。

(3) 模合のメンバー：模合のメンバー集めは、養育費を調達する模合を設立した頃は、友人、知人、隣近所の知

り合いが対象となっていたが、事業資金を調達するための模合になると、主に富裕層や企業経営者が対象となつた。その際、高級品を扱っており、店舗の顧客にそのような人たちが多かったため、基本的に模合メンバーは顧客層と重なる場合が多い。その場合、模合メンバーが高級品を購入するための費用を模合で得た資金で賄う場合もあった。したがって、模合は、事業資金調達とともに、本業の顧客層拡大という意味があった。なお、過去四〇年間の模合のメンバー構成は、顧客が半分、事業者が半分であり、人数でいうと、約三〇名が入れ替わりで、模合に参加してきた。この約三〇名に関しては、それほど入れ替えはないが、事業拡大の過程で、新規のメンバーの参加もあった。また、この三〇名の内訳は、約半分が中小企業経営者、残り半分は退職者や資産家などである。前者は、資金調達側、後者は資金運用側になっている。ただし、このように模合のメンバーが貯蓄目的の参加者と資金調達目的の参加者として、ほぼ半々になっているのは、自然にそうなつていったこととであり、当初から明確な考えがあつたわけではないという。また、座元として模合のメンバーを選ずる際に、信用ができるかどうかが重要なポイントであり、過去に迷惑をかけた人はメンバーに入れることはない。ただし、資金的に困っている人でも返済が予想できる場合はメンバーに入れることもあつた。

(4) 座元責任…同氏が座元として設立した模合では、掛金の不払いやとり逃げなどのトラブル処理は、全て座元責任によつて処理した。このようなトラブルについては、メンバー全員による連帯責任によつて処理することや、紹介者に責任転嫁することなども考えられ、実際、賢い座元はするようにするかもしれないが、自分はそのうせず、座元責任を引き受けた。その理由は、次の三つである。①模合メンバーに顧客が含まれており、メンバーの連帯責任とすると、顧客に被害がおよび、経営者としての評価を下げることになる。経営者としては、このような事態は避けなければならない。②紹介者に強く請求することもできなかったかもしれないが、性格的に強

面な交渉をすることができなかつた。③親の教育として、相互扶助の考え方を教え込まれた。この教育を誇りにしており、その影響でドライな金銭交渉ができなかつた。それだけでなく、困窮している印象がある人も、相互扶助の気持ちから敢えてメンバーに加入させたこともある。

また、同氏の模合メンバーによると、模合に参加するかどうかを決める際の判断材料としては、座元の信用が何よりも重要であり、同氏の場合、どのような場合でも常に座元責任を引き受けてきたという実績があるので、信用しているとのことである。

さらに、模合の座元の中には、資金繰りの苦しいメンバーが高額で落札するように仕向けるなど、不正行為もあるとの噂がある。例えば、メンバー間で談合する、入札者の数を上回る枚数の札を用意するなど、不正行為の手段があるそうである。しかし、同氏の模合では、そのような不正行為は一切していない。そのようなことをすると、結果的に信用を無くしてしまうからである。

(5) 模合のトラブル：模合のトラブルで多いのは、模合で得た資金の取り逃げである。通常、このような場合、当人は夜逃げして、沖縄を離れることが多いと思われるかもしれないが、実はそうでなく、地元にとどまっている場合が多い。その際、当人は自己破産を申し立て、債権回収ができないようにしてしまう場合がほとんどである。さらに、自己破産を申告しても、今まで通りの生活を維持しているのを見ると、資産隠しをした上で、自己破産したのではないかと疑わしくなる場合もある。それに比べると、夜逃げする方が良心的だと感じられる。なお、このようなトラブル発生は、平成になってからである。その理由は、模合の規模が拡大したため、新規のメンバーが加入したことが影響している。

(6) トラブルの解決：取り逃げるトラブルが発生すると、座元責任を引き受けたが、その際、支援してくれる人

も多かった。支援の方法としては、新たに設立した模合のメンバーになってくれる形での支援が多かった。この場合、新たに設立した模合で、肩代わりした金銭を調達することができるので、肩代わりした金銭を無利息かつ月賦で返済できた。このような支援を得たことによって、模合を継続できるとともに、人と人の信頼関係も強まったと思われる。

(7) 入札方式：模合で資金を受け取る場合は配当方式と積立方式があるが、大口の場合は、配当方式によって、入札している（ただし、小口模合は積立方式を採用している）。入札金額には上限を設けていないので、資金需要の強い借り手は高額で入札する。高額な入札者は、資金繰りに苦しんでいるのが明らかで、入札時点で危険を感じることもある。その場合、座元の裁量で入札を中止することも可能であるが、大抵の場合、メンバーは高額な配当がつくことを期待しており、入札を実施することになる。ただし、現在運営している模合では、一〇名中七名は退職した富裕層であり、資金需要が少ないので、むしろ入札にならない場合もある。その場合、抽選で資金の取り手を決めることになり、資金需要のないメンバーは、抽選に外れることを期待している。抽選に当たると、当該資金を受け取るだけでなく、最低額の配当金を払わなければならない。その上、座料の支払いも発生する。なお、現在、最低額の配当金は、三〇万円あたり三〇〇〇円、一・〇%である。また、座料は茶菓代三〇〇〇円である。したがって、抽選に当たったメンバーの中には、その場で、事業者のメンバーに受け取った資金を貸し付ける場合もある。その際は、その場で借用証書を作成している。

(8) 親子模合：親子模合とは、例えば、三〇万円の模合メンバーが、別途ほぼ同じメンバーで二〜三万円の模合を設立するような仕組みである。親模合は、一口三〇万円などの大口模合であり、これに参加すると相当額の配当金が得られる。子模合とは、この利息分を一口一万円程度の別の小口模合で運用することをいう。これに

よって、利息が利息を生むことになり、複利のメリットが得られる。これを親子模合という。

(9) 模合の会合の意義・月々の模合の会合での話題は、メンバーの近況報告が中心であるが、近所の情報なども交換している。特に、一人暮らしの高齢者の場合、このような近況報告の場がとても重要である。時には、「安否確認」にもなる。ほかには、社会問題なども話し合うこともある。いずれにせよ、模合の会合の長時間の雑談はメンバーにとって楽しみであり、貴重な時間である。したがって、模合では、お互いが直接顔を合わせる意味は大きい。なお、以前は、新規のメンバーを加入させたため、会合で顔を合わせることは、モニタリングの意味もあったが、現在は、信用できない人はメンバーに加えておらず、強い信頼関係を有する人だけに限定しているため、メンバーの信用状態を相互にモニタリングする必要性はない。

(10) 模合の優先度・模合の掛金を支払うことに対して、参加者の優先順位は高く、メンバーは模合の掛金を支払うことを、何よりも優先している。その動機は、倫理観であるといわれる。沖縄では、このような意識を「チムグル」(肝心)と呼んでいるという。

(11) 模合の節税効果・会社経営者が大口模合によって資金調達した場合、節税効果があるようである。節税について、別途税理士の方々へのインタビュー調査を行ったところ、青色申告上の模合による支払ないし受取利息や配当金などを精査することは困難であり、事実上申告通り処理されることが多いという説明を受けた。

(12) 模合を担保とした借入・かつて資金需要の大きなメンバーが加入していた場合、資金を落札できなかったメンバーが次回以降に落札による返済を条件に、他のメンバーから融資を受けることもあり、これを「作り目」と呼んでいたが、近年このような事例は見られなくなった。

他方、同氏は、過去に設立・運営した模合について、すべてを市販の模合帳に記録し、保存している。これは

貴重な記録であると思われるが、その内容は個人情報であり、公開することはできないが、その一部について匿名を条件に例示することを許可していただいた。

図表1は、同氏が過去に運営した大口模合の事例の一つである。この模合は、二〇〇〇年一月に一口五〇万円、合計二三口で設立された。ただし、同一参加者が複数口の掛金を支払っているため、参加者総数は総口数よりも若干少なくなっている。

まず、第一回目は、慣例により座元が配当金なしで、一一〇〇万円を取得しているが、このとき座元は、レストランで発会のパーティを開き、その料金全額を負担したという。したがって、このパーティ代が、資金コストとなる。また、取得資金は、模合の満期まで毎月五〇万円ずつ割賦弁済することになる。

次に、第二回目は、メンバーのAが入札の結果、資金調達を行っているが、このときAは座元と本人以外の二一口に対して、一口ごとに八万六〇〇〇円、合計一八〇万六〇〇〇円を支払うとともに、当日の座料二万円を負担している。したがって、Aにとっては、取得資金一一〇〇万円の資金コストが一八二万六〇〇〇円となる。

第三に、以下同様に進められていくことになるが、ここで興味深いのは、回を経るごとに、落札者の配当金額が漸減していることである。このことは、落札者の資金調達ニーズが徐々に低下し、後のほうになると最低落札額に張り付いていることを意味している。つまり、参加しているメンバーが資金調達側と資金運用側に分かれていることがわかる。さらに、このように調達者と運用者をバランスよく組み合わせることも、座元の手腕といえるだろう。なお、資金調達者は、地元の中小企業者の経営者であり、運用側は地元の退職者、富裕層などである。

なお、同氏は、現在も一口三〇万円、合計一〇口の大口模合を七名（座元含む）で運用しているが、資金調達

のニーズが低いため、入札希望者が現れず、抽選で資金取得者を選ぶことが多いという。その際、最低の配当金として、一口当たり五〇〇〇円、座料三〇〇〇円としている。

最後に、このインタビュー調査によって得られた要点を整理すると、以下である。

① 座元責任の貫徹…模合において、模合崩れが発生した場合、座元が責任を引き受けるケースはまれであるといわれることもあるが、同氏は常に座元責任を貫徹した。このことは、同氏の模合に対する取り組みの特筆すべき点である。このような真摯な取組姿勢があればこそ、長年にわたって模合を継続できたのだと考えられる。

② 資金の使い分け…店舗建設など長期設備資金を銀行借入で賄い、仕入れなど短

図表1 大口模合の事例（2000年11月開始、1口500,000円、23口）

年月	落札者	受取額	1口当たりの配当金	配当金合計	座料
2000年11月	座元	11,000,000	0	0	パーティ代
2000年12月	A	11,000,000	86,000	1,806,000	20,000
2001年1月	B	11,000,000	85,000	1,700,000	20,000
2001年2月	C	11,000,000	65,000	1,235,000	20,000
2001年3月	D	11,000,000	62,000	1,116,000	20,000
2001年4月	E	11,000,000	63,000	1,071,000	20,000
2001年5月	F	11,000,000	47,000	752,000	20,000
2001年6月	G	11,000,000	45,000	675,000	20,000
2001年7月	H	11,000,000	38,000	532,000	20,000
2001年8月	I	11,000,000	33,000	429,000	20,000
2001年9月	J	11,000,000	35,000	420,000	20,000
2001年10月	K	11,000,000	30,000	330,000	20,000
2001年11月	L	11,000,000	25,000	250,000	20,000
2001年12月	M	11,000,000	27,000	243,000	20,000
2002年1月	N	11,000,000	29,000	232,000	20,000
2002年2月	O	11,000,000	20,000	140,000	20,000
2002年3月	P	11,000,000	62,000	372,000	20,000
2002年4月	Q	11,000,000	20,000	100,000	20,000
2002年5月	R	11,000,000	20,000	80,000	20,000
2002年6月	S	11,000,000	20,000	60,000	20,000
2002年7月	T	11,000,000	20,000	40,000	20,000
2002年8月	U	11,000,000	21,000	21,000	20,000
2002年9月	V	11,000,000	0	0	20,000

(注) 受取額から落札者の掛金を控除している。

期回転資金を模合で調達し、銀行借入と模合で使い分けがなされている。これを同氏は、意図的なものではないと説明している。ただし、その背景として、沖縄における金融機関の融資行動が、固定資産の貸し付けに偏重しているという特徴があることも考えられる。

③ 模合メンバーと顧客の重複・模合メンバーからの資金調達とメンバーに対する販売を一体化させたことは、企業経営者としての創意工夫が感じられる。また、最近のクラウドファンディングとの類似性もあると思われる、興味深い点である。

2 宮古島の事例

宮古島では、宮古島市中心部において、ある金融模合の会合に同席させていただき、座元とメンバーの方々にインタビューすることができた。この模合の座元は、当地の土木・建設系企業の壮年経営者であり、数年前から四つの模合の座元を担当している。四つの模合は、月掛けの掛金一口一〇万円一五名および一七名のほか、二万円と三万円の模合である。

同氏およびその模合メンバーへのインタビュー内容を整理すると、以下の通りである。

(1) 座元を引き受けた理由・同氏が座元を引き受けることになった契機は、本島の事例とは異なり、いわば引き継ぎだったという。つまり、すでに形成されていた模合グループがあり、同氏もそのメンバーであったが、グループをまとめて長年座元を担当していた方が引退したため、メンバーから互選されるかたちで座元となった。したがって、同氏は自らの資金調達のために、メンバーを集めて、模合を始めたわけではない。

同氏が座元に互選された要因として、まず同氏の信用力が挙げられる。前述の通り、座元にはメンバー以上

に信用が要求されるが、同氏は、当地の経営者の間で信用を築いていることが要因となっている。また、メンバーを取りまとめる指導力も重要な要因であった。座元は単に有事の際の責任を負担するだけでなく、後述するように、メンバー間の人間関係を調整する必要もある。そのような資質を有していたことも要因であった。さらに、同氏の有するネットワークが広いことも重要な要因であった。広範なネットワークがなければ、バランスの良い模合メンバーが集まらないからである。このような事情から同氏は座元を引き受けているが、それはいつそう当地での同氏の信用力を高め、本業にも寄与しているようである。つまり、金融模合の座元であることは、当地ではひとつのステータスとなっている。

(2) 模合メンバーの選定…同氏の模合は座元の信用力が高いことから参加希望者が後を絶たないが、同氏は慎重にメンバー選定を行っている。特に、新規のメンバーを加入させるときは、慎重にその信用力を審査している。審査に際しては、過去に債務を履行せず、模合を取り逃げした人については、一種のブラックリストがあり、それに含まれている人は加入させない。また、ブラックリストに入っていない人でも、同氏や既存のメンバーが懸念する場合は、当人を加入させないようにしている。また、同氏が信用できると判断した人については、本島や県外者でも参加を促す場合があり、実際にメンバーとして参加している場合もある。逆にいえば、同氏の模合に加入していることは、信用力があることの証にもなっている。さらに、信用力だけでなく、メンバー相互の人間関係も重要であり、この点も配慮している。人間関係のトラブルから模合が崩れる危険性もあるからである。なお、模合のメンバー構成については、資金調達ニーズを有するメンバーと資金運用ニーズを有するメンバーに分かれているようであるが、同氏は模合設立の際、そのバランスについてはあまり配慮せず、自然に調達側と運用側に分かれるようである。

(3) 座元としての運営上の配慮：同氏は模合を運営する際に、以下の点を配慮している。まず、模合設立の際、メンバーには、以下の二点を周知徹底している。①メンバー間での男女関係ができることは禁止している。また、②選挙活動や自身の事業の販促を模合メンバーに行くことも禁止している。いずれも模合内の人間関係を危うくする可能性があるからである。次に、資金取得の順序を決定する際の透明性の確保にも配慮している。同氏の模合では、資金取得の順番は、入札や抽選ではなく、自己申告制を採用している。つまり、模合会合において、どの回で資金が欲しいかを各メンバーに申告してもらい、できるだけ本人の希望順位に沿って順番を決定することになっている。その際、各人には、全員に対してオープンに希望を表明してもらい、水面下で決定しているような疑念を持たれないように心がけている。さらに、メンバー間での資金の貸し借りについても、座元としては好ましくないと考えている。したがって、前述の「作り目」のようなやり取りも遠慮してもらうことにしている。

(4) 座元責任：同氏は、自らが座元を引き受けている模合で発生したトラブルについて、座元責任で処理するという。最も深刻なトラブルは、資金の取り逃げであり、その際は肩代わりせざるを得ないが、それ以外にも人間関係のトラブルやメンバーの逝去などの事態が発生する可能性もあり、その処理に当たる事態も考えられる。ただし、座元を担当した後、取り逃げを含めて、今までそれほど深刻な事態は発生していない。その要因は、メンバー選定を慎重に行っているためであろうと推測できる。

(5) 模合の仕組み：沖繩本島では、配当式と積立式が利用されていた。配当式とは、資金取得者（入札の場合は落札者）がその利息分（落札分）を資金取得していないメンバーに対して、その会合で配当として支払う方式であり、積立式とは、それを支払わず、次回会合において支払う掛金に上乘せする方式である。⁽²⁾したがって、

積立式では、資金取得者の掛金は、当初設定された掛金額よりも上がっていくとともに、回毎に資金調達者の調達額も上がっていく。しかし、同氏の模合については、配当式は採用されず、積立式（これを「上げ模合」という）と下げ模合とが採用されている。図表2は、同氏が座元を担当している、一口一〇万円、合計一七口、利息分五〇〇〇円、座料（資金調達者の負担）一〇〇〇〇円の下げ模合の事例である。この図表からわかるように、資金を取得していないメンバーの掛金が下がり、最後の取り手の掛金総額が最も低くなることから、下げ模合と称されているものと思われる。なお、上げ模合にするか下げ模合にするかは、模合の設立時点でメンバーと相談の上、決定されるようであるが、必ずしも明確な選定基準はないようである。

(6) 利息の決定：利息分の決定は、入札などで決定されず、常に定額としている。その理由は、定額のほうが資金調達側の資金調達コストと運用側の運用利回りがともに安定し、予想可能となるためである。また、その金額はメンバー間の合意によって決定される。

(7) 模合会合の役割：同氏の模合会合は、市内の料理店で昼食時間に行われ、一時間程度で終了している。昼食時に設定する理由は、夜にすると飲酒することになり、金銭勘定を間違えやすくなることに、資金を紛失する恐れがあるためである。当地では、大口の金融模合の会合は、昼間に飲酒なしで行うのが鉄則となっている。なお、模合会合での話題は、基本的には情報交換であり、特に商売上の情報交換が行われている。現在、当地は新空港の開港を控え、ホテル・リゾート建設ブームが盛り上がっていることから、不動産情報なども交換されている。このような情報交換も模合の重要なメリットであるとされている。ただし、模合メンバーの信用力についてのモニタリングは行っていない。その理由としては、当初から信用力のあるメンバーに限定しており、モニタリングする必要性がないためと言われる。実際、出席率は六〇七割程度であり、必ずしも高いものでは

図表2 下げ模合の事例

(単位：円)

	第1回	第2回	第3回	第4回	第5回	第6回	第7回	第8回	第9回	第10回	第11回	第12回	第13回	第14回	第15回	第16回	第17回	掛金合計	
座元	100,000	100,000	100,000	100,000	100,000	100,000	100,000	100,000	100,000	100,000	100,000	100,000	100,000	100,000	100,000	100,000	100,000	100,000	1,700,000
A	100,000	95,000	100,000	100,000	100,000	100,000	100,000	100,000	100,000	100,000	100,000	100,000	100,000	100,000	100,000	100,000	100,000	100,000	1,695,000
B	100,000	95,000	95,000	100,000	100,000	100,000	100,000	100,000	100,000	100,000	100,000	100,000	100,000	100,000	100,000	100,000	100,000	100,000	1,690,000
C	100,000	95,000	95,000	95,000	100,000	100,000	100,000	100,000	100,000	100,000	100,000	100,000	100,000	100,000	100,000	100,000	100,000	100,000	1,685,000
D	100,000	95,000	95,000	95,000	95,000	100,000	100,000	100,000	100,000	100,000	100,000	100,000	100,000	100,000	100,000	100,000	100,000	100,000	1,680,000
E	100,000	95,000	95,000	95,000	95,000	95,000	100,000	100,000	100,000	100,000	100,000	100,000	100,000	100,000	100,000	100,000	100,000	100,000	1,675,000
F	100,000	95,000	95,000	95,000	95,000	95,000	95,000	100,000	100,000	100,000	100,000	100,000	100,000	100,000	100,000	100,000	100,000	100,000	1,670,000
G	100,000	95,000	95,000	95,000	95,000	95,000	95,000	95,000	100,000	100,000	100,000	100,000	100,000	100,000	100,000	100,000	100,000	100,000	1,665,000
H	100,000	95,000	95,000	95,000	95,000	95,000	95,000	95,000	95,000	100,000	100,000	100,000	100,000	100,000	100,000	100,000	100,000	100,000	1,660,000
I	100,000	95,000	95,000	95,000	95,000	95,000	95,000	95,000	95,000	95,000	100,000	100,000	100,000	100,000	100,000	100,000	100,000	100,000	1,655,000
J	100,000	95,000	95,000	95,000	95,000	95,000	95,000	95,000	95,000	95,000	95,000	100,000	100,000	100,000	100,000	100,000	100,000	100,000	1,650,000
K	100,000	95,000	95,000	95,000	95,000	95,000	95,000	95,000	95,000	95,000	95,000	95,000	100,000	100,000	100,000	100,000	100,000	100,000	1,645,000
L	100,000	95,000	95,000	95,000	95,000	95,000	95,000	95,000	95,000	95,000	95,000	95,000	95,000	100,000	100,000	100,000	100,000	100,000	1,640,000
M	100,000	95,000	95,000	95,000	95,000	95,000	95,000	95,000	95,000	95,000	95,000	95,000	95,000	95,000	100,000	100,000	100,000	100,000	1,635,000
N	100,000	95,000	95,000	95,000	95,000	95,000	95,000	95,000	95,000	95,000	95,000	95,000	95,000	95,000	95,000	100,000	100,000	100,000	1,630,000
O	100,000	95,000	95,000	95,000	95,000	95,000	95,000	95,000	95,000	95,000	95,000	95,000	95,000	95,000	95,000	95,000	100,000	100,000	1,625,000
P	100,000	95,000	95,000	95,000	95,000	95,000	95,000	95,000	95,000	95,000	95,000	95,000	95,000	95,000	95,000	95,000	95,000	95,000	1,620,000
掛金合計	1,700,000	1,620,000	1,625,000	1,630,000	1,635,000	1,640,000	1,645,000	1,650,000	1,655,000	1,660,000	1,665,000	1,670,000	1,675,000	1,680,000	1,685,000	1,690,000	1,695,000	1,700,000	
利息	0	5,000	5,000	5,000	5,000	5,000	5,000	5,000	5,000	5,000	5,000	5,000	5,000	5,000	5,000	5,000	5,000	5,000	
座料	17,000	17,000	17,000	17,000	17,000	17,000	17,000	17,000	17,000	17,000	17,000	17,000	17,000	17,000	17,000	17,000	17,000	17,000	
調達金額	1,683,000	1,603,000	1,608,000	1,613,000	1,618,000	1,623,000	1,628,000	1,633,000	1,638,000	1,643,000	1,648,000	1,653,000	1,658,000	1,663,000	1,668,000	1,673,000	1,678,000		
手取金額	1,683,000	1,503,000	1,508,000	1,513,000	1,518,000	1,523,000	1,528,000	1,533,000	1,538,000	1,543,000	1,548,000	1,553,000	1,558,000	1,563,000	1,568,000	1,573,000	1,578,000		

(注) 座料は、資金調達者が1人が1,000円×17名が(17,000円)を負担する。また、調達金額は掛金合計から座料を控除した金額、手取金額は、さらに自身の支払った掛金を控除した金額である。

ない（欠席者は代わりの人に掛金を託し、昼食を弁当にして持ち帰ることになっている）。これは、模合のメンバーが相互に信用しあっており、モニタリングの必要性を感じていないことの表れであると考えられる。なお、メンバーの中に、経営上の課題などに直面している場合は、メンバーで相談に乗り、アドバイスをを行うこともあるようである。

同氏の模合の特徴を整理すると、以下となる。

まず、資金調達の必要性でなく、同氏の信用力や人柄、さらには広範なネットワークによって座元を引き受けることになったことであり、いわば座元であることが信用力の証となっている点である。

次に、メンバー選定を慎重に行い、信用力のある参加希望者を厳選しており、メンバーとなること自体が一つのステータスを意味している点である。それゆえに、同氏の模合会合は、モニタリングではなく、情報交換の場として機能しているものと思われる。

第三に、運営において、細部にわたって配慮がなされていることも特徴であろう。特に、メンバー間の人間関係など、デリケートな部分にも細やかな配慮がなされているように見受けられた。

他方、当地の模合の実態に詳しい方々の話では、資金運用手段として模合を利用している場合もあり、中には毎月の模合での運用額が五〇〇万円程度、加入している模合数が三〇程度に達する事例もあるという。これらの情報をまとめると、以下となる。

第一に、資産運用手段としての模合は、株式などの金融商品よりも信用があると見られている。つまり、模合は参加メンバーが明確であり、その信用リスクも周知されているため、安心感があると考えられている。

第二に、現在の低金利状態を考えると、模合の利回りはそれを大きく上回っており、有利な資産運用となつて

いる。

第三に、これら以外の模様のメリットとしては、メンバーが事業者の場合、メンバー同士でビジネス上の取引を行う機会も発生し、メンバーの事業に貢献するようなメリットが生じる場合もある。

第四に、上記のようなメリットがある反面、リスクもあるため、模様に加入する際には、慎重なチェックが必要とされる。チェックポイントとしては、座元とメンバーの信用度が最も重視され、いわゆるブラックリストに入っているような人が加入していないかどうかは必ずチェックされる。座元責任を原則としても、座元が損失を負担できず、メンバーに負担が及ぶ可能性があるからである。

第五に、多数の模様に加入している場合、すべての模合会合に出席できないが、できるだけ出席し、情報交換などの場として活用している。また、やむなく欠席しても座元を信頼しているので、心配はない。

さらに、当地では金融模様の仕組みや運用に詳しい方々からも話を聞くことができた。それをもとに、以下の点を補足しておく。

① 上げ模合と下げ模合・模合設立の際、どちらかが選択されることになるが、その判断基準は必ずしも明確なものではないようである。ただし、金額が大きい場合に下げ模合、小さい場合は上げ模合が採用される傾向にあるという指摘がある。その理由として、上げ模合は資金取得者の掛金が高くなるため、その分信用リスクが高まるのに対し、下げ模合では、資金取得者の掛金が一定であり、信用リスクが抑えられるためであるとされる。

② 資金の取り逃げ・基本的には座元責任であるが、座元が負担しきれない場合もある。また、市販の模合帳簿では、保証人が想定されているが、実際には保証人を立てることは少ない。したがって、取り逃げが発生し、

座元が責任を負担しきれない場合、その処理は仲間内で行われる。そのため事態は表面化せず、裁判の事案はほとんどない。ただし、取り逃げした人物は、いわゆるブラックリストに入れられ、今後模合に加入することができなくなる。これは地域社会の中では、強い制裁を意味している。

③ 模合の会合…会合では、上記のような信用情報が交換されるとともに、他の模合の情報や事業に関する情報などが交換されている。また、模合の人間関係が、商売上の取引関係など、事業につながることもある。さらに、模合メンバーから経営上のアドバイスや支援を受けることもある。これらは、金融だけでないメリットといえる。他方、模合によつては、会合が資金取得者に対するモニタリングの役割を果たしている場合もある。

④ 金融機関との関係…模合と金融機関は必ずしも排他的ではなく、中小企業経営者は、固定資金を金融機関からの借入、事業資金を模合による調達と区別している場合も多い。その際、金利比較よりも、手続きの簡便さが重視されている。また、模合の利息はメンバー間に還流するため、結果的に仲間内での相互扶助になるという意識も強い。

なお、波平「二〇〇八」では、宮古島における日掛模合について、詳しく報告³⁾されており、関係者を探したが、日掛模合について有力な情報を得ることができなかった。

3 模合からの示唆

通常、近代的な金融システムに対し、模合や頼母子・無尽講は、前近代的な金融として扱われることが多い。確かに、これらの歴史的な起源は古く、近代化とともに姿を消しつつある。その意味では、このような調査は、ノスタルジックなものと考えられるかもしれない。しかし、拙稿「二〇一八」でも示したように、これらのシス

テムは、オートノミー・ベースの金融システムという側面を持っており、その示唆するところは、必ずしもノスタルジックなものではない。むしろこのようなシステムを理解することは、ルール・ベースの金融システムのあり方を対比的に示すことになると思われる。さらに言えば、このようなオートノミー・ベースの金融システムは、近代的な金融システムと相容れない、全く異質なものではない。つまり、ルール・ベースの金融システムとは、証券法や金融商品取引法でいう、公募ないしは不特定多数を想定した取引規制に相当し、その一方、オートノミー・ベースの金融システムは、私募ないし特定少数を対象とした取引規制に相当するという見方もできると思われる。

証券法や金商法では、前者に大きな比重が占められており、後者は前者の例外扱いとなっている。したがって、後者のあり方そのものに関する議論は等閑視されがちであったと思われる。しかし、昨今、様々な金融商品が後者の枠組みで取り扱われ、このような分野が拡大している。今後の日本の金融・証券市場にとっては、このような動きについて歓迎すべき面もある一方、中には前者の規制の「お目こぼし」であることを逆手にとるような案件も見られる。このような場合、前者の規制を持ち込んで、必ずしも適切な規制とならず、むしろ過剰規制となり、本来望ましい市場の拡大さえも阻害する可能性もある。

このような状況の中で、模合が示唆するのは、強引に前者の規制を持ち込むのではなく、後者の分野に適合した規制のあり方を構築することであると思われる。つまり、前者の規制の「お目こぼし」の範囲をどこに引くのかという議論もさることながら、後者の分野自体のあり方を議論する必要がある。その際、それぞれも分野や案件において、それぞれの事情を考慮しつつ、オートノミー・ベースの規制がいかにすれば機能するのかを検討する必要がある。

他方、模合が示唆するのは、規制面だけではなく、金融とマーケティングや情報交換の融合の可能性についても示唆される点がある。今回の調査では、模合について、単なる金融取引ではなく、本業の商取引とのシナジーや情報交換というメリットも指摘された。このことは、金融の可能性を広げるものと考えられる。

さらに、今回の調査では、模合の利点として、地域での資金循環も指摘された。昨今、資金の地産地消の重要性が注目され、海外ではlocavesting⁽⁴⁾というような新語まで見られるようになってきている。模合は、このような動きとも一致しており、このような側面からアプローチすることも考えられる。

まとめ

本稿では、沖縄本島および宮古島における金融模合の事例調査の結果を報告するとともに、そこから得られる示唆について検討した。

沖縄本島と宮古島の金融模合では、共通する面もある一方、異なる面もあり、模合の多様性がより明らかとなったと思われる。特に、座元を引き受けるパターンとして、当人の資金調達ニーズではなく、メンバーからの互選という事例があることは興味深い。また、座元やそのメンバーの信用力が高い場合、模合の出席は必ずしも必須ではなく、預金のように預ける意識が強くなっているように見受けられ、いわば金融機関化しているように思われた。さらに、当地では、模合を主たる資産運用手段としている方々が存在するという情報は、必ずしも十分に確認できなかったが、当地での模合の浸透度を示唆するものとして興味深い。このような金融模合の実態は、それ自体興味深い面が多々あり、今後も調査を進めたいと考えているが、他方ここからどのような示唆をくみ取るかも重要である。前号の拙稿「二〇一八」では、近代的な金融システムと対比させ、ルール・ベース対オ

ートノミー・ベースという特徴づけを行ったが、本稿では公募ないし不特定多数を想定した取引規制対公募ないし特定少数を想定した取引規制という枠組みで対比させることを示唆した。このように考える背景には、金融・証券規制において前者の規制の割合が大きく、後者のあり方について、十分な検討が手薄になっていると考えられるからである。しかし、現実には、ICO（仮想通貨による資金調達）のように、公募を上回る資金を集めているスキームが登場しているにも関わらず公募規制が適用されていない分野がある一方、投資型クラウドファンディングのように、本来私募的運用が適切と思われる案件やスキームが主となっているにもかかわらず、公募規制の発想をベースとした規制が持ち込まれている分野もある。特に、後者のような分野については、規制緩和ではなく、規制の発想やあり方そのものを見直す必要がある。その際、金融模合のあり方から示唆される点があると思われる。

（謝辞）本稿を作成するに際し、模合に携わる地元の方々からさまざまな協力を賜り、貴重なお話を伺いすることができました。一人一人のお名前を挙げることはできませんが、その方々のご協力なしには、本研究は実現しませんでした。また、久保和彦氏、高良倉吉氏、田里修氏、筒井琢也氏、中野瑞彦氏、波平勇夫氏、東与一氏、平野（野元）美佐氏、平良寛氏、平良孝夫氏、真栄城徳七氏、牧野浩隆氏、又吉日登志氏、山城隆男氏からもご教示とご協力を賜りました。さらに、桃山学院大学には沖縄での国内研修の機会を与えていただくとともに、沖縄大学には研修を受け入れていただきました。心より感謝申し上げます。なお、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) 筆者もオブザーバーとして、同氏の模合会合に数回同席させていただく機会を得た。その際、会合は午後二時から始まり、五月雨式にメンバーが集まり、茶菓を共にしながら、四〜五時頃まで続くことが多かった。
- (2) 詳しくは、拙稿「二〇一八」五〜八頁、参照。
- (3) これはかなり特殊な模合である。波平「二〇〇八」によれば、これは、そもそも借金回収のため高利貸しが仕組んだもので、会員は一一名に限定、「雇い座元」が運営、メンバーは複数の金融業者、その債務者、高利目当ての退職者や年金生活者などから構成、返済に窮したメンバーが現れて、破綻の危機に直面すると、背後の仕切り屋からの指示で中止が宣告され、座元が全責任を負う、という仕組みになっているという。つまり、返済に窮した債務者に対して、高利貸しが日掛模合に加入させるとともに、当該債務者に初回落札させ、それを返済に充当させる。当該債務者は、これによって一旦は債務返済から免れるが、翌日から模合の掛金の支払いに追い立てられることになる。なお、このような債務者は、主に飲食店経営者であるという（二四七〜八頁）。
- (4) Locavestingについては、拙稿「二〇一六」参照。
- (5) ICO規制については、有吉「二〇一七」参照。

参考文献

- ・有吉直哉「二〇一八」『Initial Coin Offering(ICO)に対する金融規制の適用関係に関する一考察』『NBL』No. 1111、二〇一七年二月一日、四〜二三頁
- ・波平勇夫「二〇〇八」『宮古の模合』（宮古の自然と文化を考える会編『宮古の自然と文化』第二集、二〇〇八年三月、ポ一

ダイナク、一三六～一五三頁

・松尾順介「二〇一六」 「ロカベステイニングとスローマネー資金の「地産地消」の取り組み」 『証研レポート』 No. 一六九九、二〇一六年二月、一～一七頁

・松尾順介「二〇一八」 「株式投資型クラウドファンディングと沖縄の「模合」」 『証研レポート』 No. 一七〇八、二〇一八年六月号、一～一八頁

(まつお じゅんすけ・客員研究員)

E C Bの量的緩和政策

伊豆 久

はじめに

六月一四日、E C B政策理事会は、二〇一五年三月から続けてきた量的緩和政策を年内をもって終了すると発表した（なお、満期到来分については順次再投資し、債券保有残高は維持）。

米国F R Bは、二〇一四年一〇月に新規の債券買入れを停止しており（一七年一〇月からは再投資額も削減し保有額を縮小中）、欧州もほぼ四年遅れで量的緩和から脱却することになった。

一方、日本銀行は、年間八〇兆円を「めど」とする国債の新規買入れ額こそ四〇兆円程度まで引き下げてきたものの、量的緩和政策からの出口はまだ見通せない状況にある。

これら中央銀行の量的緩和政策については、その目的、波及経路、副作用、出口戦略等すでに様々に論じられてきたが、本稿では、日米との「違い」に焦点を当てながら、まず、E C Bの量的緩和政策の特徴を改めて整理することとしたい。

すなわち、量的緩和政策は、いずれの国においても、①政策金利を（事実上）ゼロ%まで引き下げたあとの非伝統的政策の一つとして、②不況・デフレ対策を目的に、③具体的には国債等の債券を大量に買い入れるという形で、実施されてきた。これらは日米欧に共通するわけであるが、少し細かく見ると、当然ではあるがいくつかの重要な違いがあることがわかる。

例えば量的緩和の実施の「順序」を見てみると、ECB⁽¹⁾の場合、量的緩和政策の導入が日本や米国に比べて遅く、かつその前にマイナス金利政策を導入している（図表1参照）。つまり、欧州では△マイナス金利↓量的緩和▽の順であったわけであるが、対照的に日本では△量的緩和↓マイナス金利▽の順であり、また、米国ではそもそもマイナス金利政策を実施していない。その違いは何に由来したのだろうか。

また買入れの対象を見ると、FRBでは、国債とともにMBSを買入れられているが、政策開始時（二〇〇八年一月）はMBSと政府機関債のみであり、その後の買入れ総額においても国債よりMBSのほうが大きい。この点、欧州ではカバードボンド等も買われているもののその額は非常に小さく、ほとんどは国債が占めている。また日本では、国債が中心である点では欧州と同じであるが、株式（ETF・REIT）を買入れられているという点で他の二国と大きく異なる。こうした買入れ対象の違いにはどのような意味があるのだろうか。

さらに政策の実施期間についても、欧米は、政策の実施期間（買入れ総額）を事前に決定するという方法がとられたのに対して、日本銀行の場合、実施期間は明示しない一方で「二年程度」という目標達成の期限を示したところに大きな特徴がある。つまり、日本では政策実施期間は無期限であるのに目標達成期限は定められており、欧米では政策の実施期間が限定されているのに目標達成期限は明示されていないのである。

こうした違いの背景や意味を明らかにすべく、まず本稿では、日銀やFRBとの比較を念頭に、ECBの量的緩和政策の性格を検討する。

図表1 量的緩和政策とマイナス金利政策

日本銀行	2013年4月量的質的緩和 2016年1月マイナス金利
FRB	2008年10月準備預金への付利開始 2008年11月QE1
ECB	2014年6月マイナス金利 2015年1月量的緩和

(注) 年月は決定日。

1 貸出中心の通貨供給政策

ECBの量的緩和政策における大きな特徴の一つは、先にも述べたように、マイナス金利政策を先行して導入し、遅れて量的緩和政策を始めたことである。

その理由は、一つには、そもそもECBにおいては、(欧州危機が発生するまで) 国債の買入れオペを実施したことがなく、量的緩和政策に対する抵抗感が極めて強かったためであろう。そしてもう一つは、(例えば米国と比較した) 金融市場の構造を見た時、証券市場に対して銀行のウエイトが大きいため、金融政策の波及経路において銀行の仲介機能への依存度が高く、貸出金利の低下や貸出額の増加という、枠組みとしては伝統的な政策が重視されたためであろう。

少し詳しく見てみよう。

図表2はユーロシステムの連結バランスシート(資産)の推移である。通常時(リーマン・ショックが起こる二〇〇八年九月以前)を見ると、外貨準備が大きな比重を占め、国債がない⁽³⁾。日銀やFRBでは、成長通貨(非発行銀行券残高)に相当する額までは、長期国債が保有されてきたのと対照的である。

これは、ユーロ圏各国では、①外貨準備の保有・管理が財務省ではなく中央銀行の責務とされているため、バランスシートに占める外貨準備の比率が非常に大きく⁽⁴⁾、その上に国債を買い入れる余裕がないこと、②ドイツを中心に財政ファイナンスへの警戒心が非常に強いこと、③財政政策は一本化されていないため、単一の国債市場が成立しておらず、買入れ国債の選定、国債ごとの信用リスクや金利差の扱いの決定が簡単ではないこと、が原因であると思われる。

そのため通貨供給は、伝統的に、MRO(満期一週間)とLTRO(満期三ヶ月)と呼ばれる中央銀行貸出

(またはレポ)⁽⁵⁾によって行われており、二〇〇八年のリーマン・ショック時も、二〇一〇年以降のユーロ危機においても、主たる対応はこうした貸出政策によって担われてきたのである(貸出金利の引下げ、貸出額の拡大、満期の長期化、担保基準の引下げなど)。

その象徴的な政策が、「ドラギ・バズーカ」との異名をとった満期三年、金利一・〇%固定、金額無制限の貸出であった(二〇一一年二月八日決定、図表2参照)⁽⁶⁾。

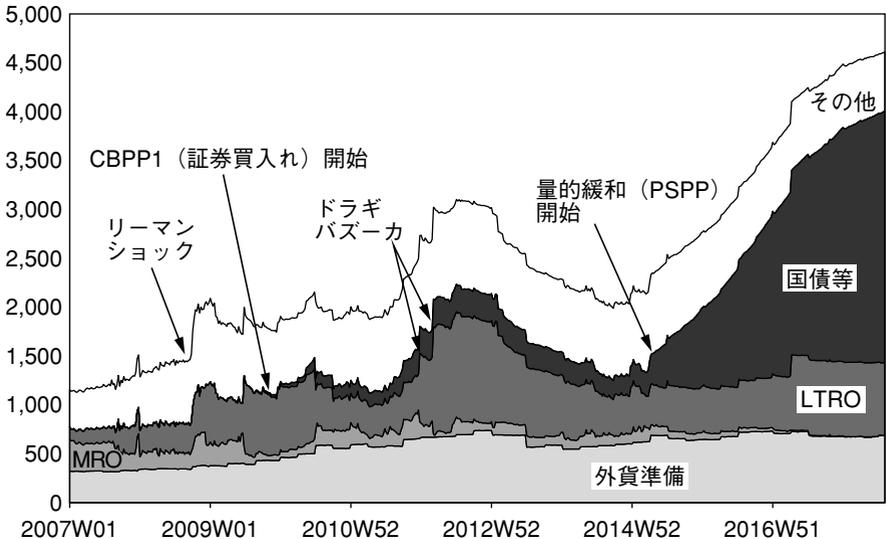
貸出金利を含む政策金利も、こうした文脈において引き下げられてきたのであり、マイナス金利の導入もその一環として位置づけられてきたのである(図表3)。

2 ECBの危機対応策

ただし、留意すべき点が二つある。

一つは、図表2のバランスシートには表れない、中央銀行による貸出のアンバランスである。ユーロ危機とそれに対するECBの対応の大きな特徴の一つは、こうした貸出による資金供給が、一部の危機国に集中してな

図表2 ユーロシステムの資産構成



(注) 10億ユーロ。週次、2007年1月～2018年第30週。
(出所) ECB, Statistical Data Warehouseより作成。

れた点にある。すなわち、ユーロ危機は、ギリシャやイタリア等の国々に偏って起こったため、そうした危機国の金融機関からドイツ等の金融機関への資本逃避が発生し、危機国の金融機関が厳しい資金不足に陥ることになった。そこで、上記のような中央銀行貸出が行われたわけであるが、ドイツ等の金融機関はむしろ逃避資金が流入して資金余剰状態（中央銀行への超過準備保有）にあり、オペに参加する必要がない。つまり、単一の条件で一律の貸出が行われるにもかかわらず、一部の危機国の中央銀行を通じてオペのみが大量に応札を受け、巨額の資金供給がなされるといふ結果を生んだのである。ただし、そうしたアンバランスは、ユーロシステムの連結バランスシートである図表2には表れない。⁽⁷⁾

もう一つは、量的緩和以前の債券買入れである（図表4）。通常時にECBは債券の買入れを行ってこなかった

図表3 ECBの政策金利

(%)

発効日	預金 ファシリティ	MRO	限界貸付 ファシリティ
2008年07月09日	3.25	4.25	5.25
2008年10月08日	2.75	4.25	4.75
2008年10月09日	3.25	4.25	4.25
2008年10月15日	3.25	3.75	4.25
2008年11月12日	2.75	3.25	3.75
2008年12月10日	2.00	2.50	3.00
2009年01月21日	1.00	2.00	3.00
2009年03月11日	0.50	1.50	2.50
2009年04月08日	0.25	1.25	2.25
2009年05月13日	0.25	1.00	1.75
2011年04月13日	0.50	1.25	2.00
2011年07月13日	0.75	1.50	2.25
2011年11月09日	0.50	1.25	2.00
2011年12月14日	0.25	1.00	1.75
2012年07月11日	0.00	0.75	1.50
2013年05月08日	0.00	0.50	1.00
2013年11月13日	0.00	0.25	0.75
2014年06月11日	-0.10	0.15	0.40
2014年09月10日	-0.20	0.05	0.30
2015年12月09日	-0.30	0.05	0.30
2016年03月16日	-0.40	0.00	0.25

(注) 預金ファシリティ：日銀の「補完預金制度」に相当。翌日物の預金を受け入れる。

MRO：Main Refinancing Operation

2008年10月15日より、それまでの通常の入札方式（最低入札金利を表示）から固定金利・金額無制限方式に移行した。

限界貸付ファシリティ：日銀の「補完貸付制度」に相当。「預金ファシリティ」の金利とともに、市場金利の上限と下限を設定することになる。

(出所) ECB (www.ecb.europa.eu), "Key ECB interest rates"に注を付記。

図表4 ECBの債券買入れオペの推移

	決定日	開始日			
CBPP 1	2009年5月7日	2009年7月	買入れ額が目標の600億ユーロに達した2010年6月に買入れ終了。		
SMP	2010年5月9日	2010年5月	ギリシャ、アイルランド、スペイン、イタリア、ポルトガルの国債。ピーク時（2012年2月）2,195億ユーロ。12年9月終了。		
CBPP 2	2011年10月6日	2011年11月	12年末までに400億ユーロ買入れ予定のところ、発行額の伸び悩みなどから164億ユーロで12年10月に終了。		
OMT	2012年9月6日	買入れ実績なし。			
APP	CBPP 3	2014年10月2日	2014年10月	2015年3月よりAPPの一部として実施。	
	ABSPP	2014年10月2日	2014年11月	2015年3月よりAPPの一部として実施。	
	PSPP		2015年1月22日	2015年3月	PSPP（公共債の買入れ：国債、エージェンシー債、EU機関債）を導入。買入れ額は、CBPP3とABSPPと合わせ合計月間600億ユーロ（純増分）。実施期間は少なくとも16年9月末まで。買入れ上限（対発行残高）：同一銘柄4分の1、同一発行体3分の1。
			2015年12月3日		買入れ期間を、少なくとも2017年3月末までに6ヶ月延長。買入れ対象に地方債を追加。買入れ証券で満期が到来したのものについては再投資する。
			2016年3月10日		買入れ額を月額800億ユーロに増額（16年4月から）。事業社債を対象に追加（CSPP）。EU機関債の買入れ上限を残高の3分の1から2分の1に引上げ。
			2016年12月8日		買入れ額を17年4月から月額600億ユーロに減額し、実施期間を少なくとも2017年12月末までに9ヶ月延長。
			2017年10月26日		買入れ額を18年1月から月額300億ユーロに減額し、実施期間を少なくとも2018年9月末までに1年間延長。
		2018年6月14日		買入れ額を18年10月から月額150億ユーロに減額し、年内で終了。現在の政策金利水準を少なくとも2019年夏まで維持する予定。	
CSPP	2016年3月10日	2016年6月	APPの一部として実施。		

(注) CBPP：Covered Bond Purchase Programme
 SMP：Securities Markets Programme
 OMT：Outright Monetary Transaction
 ABSPP：Asset-Backed Securities Purchase Programme
 APP：Asset Purchase Programme
 PSPP：Public Sector Purchase Programme
 CSPP：Corporate Sector Purchase Programme

(出所) ECB, Annual Report各号、政策決定日の総裁記者会見要旨等より作成。

たと述べたが、リーマン・ショック以降、例外的な債券買入れが行われている。カバードボンドとギリシャ等の危機国債を対象に実施されているが、図表2が示すように、バランスシート上の規模はそれほど大きくない。

3 量的緩和政策の導入

このように、リーマン・ショック後もユーロ危機に際しても、ECBは貸出政策を中心に対応してきたわけであるが、二〇一五年一月になって、国債の大量買入れによる量的緩和政策に踏み切る。それはどのような理由によるのだろうか。その時の政策理事会の議事要旨を見よう。⁽⁸⁾

そこで最も大きな議論となったのは、消費者物価指数（総合）の急激な低下にどのように対応すべきかであった。ユーロ圏のインフレ率は、これまで述べてきたような貸出政策にもかかわらず、二〇一二年以降低下傾向にあり、一四年末にはついに〇・三％（一一月）からマイナス〇・二％（一二月）へと、リーマン・ショック直後以来のマイナス圏に突中してしまったのである（図表5 楕円部分）。

その原因は単純で、世界的な原油価格の急落であった（図表6）。それまで一バレル一〇〇ドル前後で推移していた原油価格（WTI）は、米国のシェール革命等を背景に、一四年七月の一〇三ドルから一五年一月の四七ドルへと大幅に下落したのである。

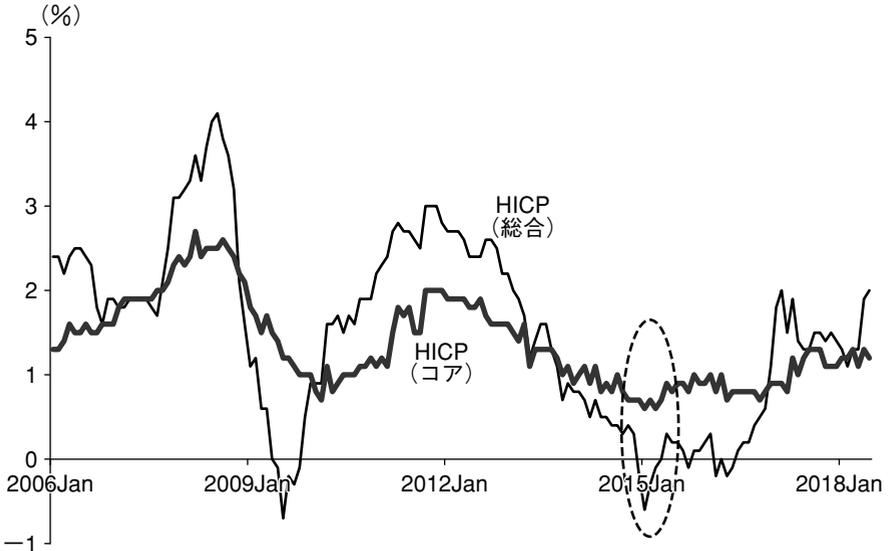
ただし、図表5が示すように、総合指数はマイナス圏に沈んだものの、生鮮食品とエネルギーを除いたコア指数は一四年末でも〇・七％で下げ止まっており、その点が議論となった。

すなわち、一方では、今回の原油安の主たる原因は供給側にあり、そのことは、（エネルギーを除く）可処分所得を増やし、欧州経済にとってプラスであるとの主張がなされている。しかしながら、執行部のプラート理事

(Peter Praet) は「原油価格の急落は確かに、それ自体としては経済見通しにとって前向きな要因であるが、それはインフレ期待が十分にアンカーされている時に限られる。・・・原油価格の急落は、中長期的な市場ベースの期待インフレ率を押し下げしており、アンカーが外れるリスクの高まりを暗示している」と強い懸念を示した。そして結局、国債を中心とする巨額の資産買入れプログラムの開始が多数の支持を得て決定されたのである。⁽⁹⁾⁽¹⁰⁾

この時の論点は、ほぼ同じ時期の日銀の「異次元緩和の拡大」(一四年一〇月)の際の議論とよく似ている。政策委員会の議事要旨は、「多くの委員は原油価格の下落は長い目でみて日本経済にとってプラスであるものの・・・短期的とはいえず、現在の物価下押し圧力が残存する場合・・・デフレマインドの転換が遅延するリスクが大きいと述べた」としている。⁽¹¹⁾ どちらも、原油価格が長期的にはプラスであるとしても、それがもたらす期待インフレ率の低下を恐れているのであ

図表5 ユーロ圏の消費者物価上昇率



(注) HICP : Harmonised Index of Consumer Prices
 コア : 非加工食品とエネルギーを除く。
 (出所) ECB, Statistical Data Warehouse より作成。

る。

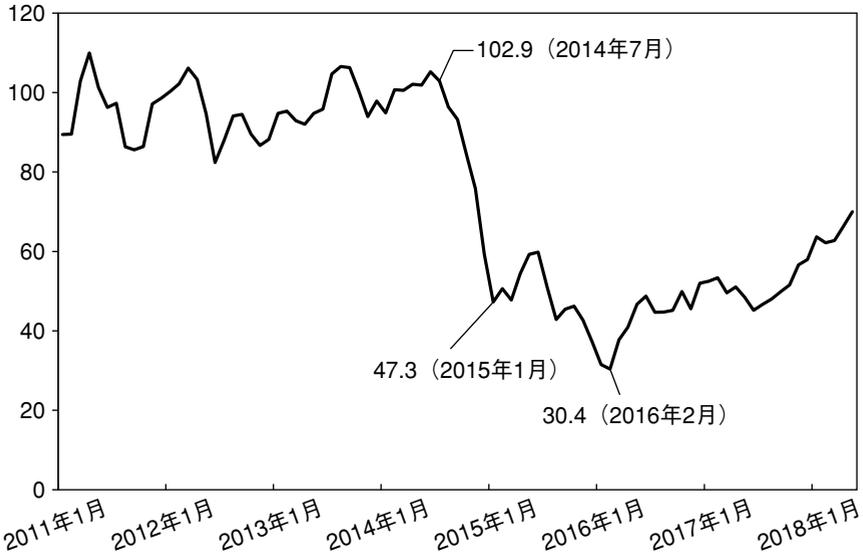
その後も原油価格は低迷を続け、一年後の一六年二月には三〇ドルまで下落する。それに対して、ECBは、図表4にあるように、一五年一二月に量的緩和の実施期間を半年延長し、一六年三月には買入れ額を月額六〇〇億ユーロから八〇〇億ユーロへと引き上げている。そして日銀は、同時期（一六年一月）、マイナス金利に踏み切ったのであった。

どちらの中央銀行も、原油価格の急落とそれによる期待インフレ率のさらなる低下に対して、他に対処の方法がなくいわばなりふり構わず、量的緩和を導入し拡大させていることがわかる。ただ日銀の場合は、一六年に入った段階で、国債の買入れに対して物理的な限界が懸念されるようになったため、さらなる量的拡大ではなく金利政策を選ぶざるをえなかったのである。

おわりに

その後、ECBは、原油価格の回復を背景とするイ

図表6 原油価格の推移



(注) ドル/バレル、WTI、月次 (2011年1月～18年5月)。
(出所) World Bank Commodity Price Data (The Pink Sheet) より作成。

ンフレ率（総合）の上昇を確認して、一六年一二月には買入れ額を六〇〇億へと引き下げており（テーパリングの開始）、それが今年末での新規買入れ終了へとつながっている。そもそも、コア指数で見れば、原油価格急落時も〇・六%を下回ることはなかったのである。

他方、日本ではインフレ率が二%に向けて上昇することはなく、日銀は、当初「二年度」とした目標達成時期の度重なる修正へと追いつまされた。さらに、マイナス金利導入後の長期金利の過度の低下への厳しい批判を受けて、一六年九月には、政策の枠組みそのものを「量的緩和」から「長短金利の低位固定（YCC）」へと全面的に転換せざるをえなくなったのである。そしてそこからの出口はまだ見通せていない。

注

(1) ユーロ圏の中央銀行制度は、ECB (European Central Bank: 欧州中央銀行) と一九ヶ国の中央銀行から成る「ユーロシステム」である。ECBは銀行としての規模は「ユーロシステム」の一割程度で非常に小さい。ユーロシステムとしての意思決定は、一九人の中央銀行総裁（ただし投票権はローテーション方式で一五名）とECBの六人の役員で構成される「ECB政策理事会」で行われる。以下、本稿での「ECB」はこの「政策理事会」を指す。

(2) それぞれの量的緩和の開始時を見ると、FRBは「今後数ヶ月をかけて」MBS等を合計六〇〇億ドル買入れるとし（二〇〇八年一月二五日）、ECBは「二〇一六年九月までに」国債等を月間六〇〇億ドル買入れるとし（二〇一五年一月二二日）、それぞれ期限を定めた決定となっているが（ただしそれらはその後、延長されることになる）、物価目標の達成時期には言及していない。対照的に日銀の場合、長期国債の年間買入れ額を年間五〇兆円と決定したが（二〇一三年四月四日）、実施期間や買入れ総額の上限は定めない一方で、目標達成期限を「二年度」と明記

した。日銀の場合、名目長期金利の低下余地が限られる中、期待インフレ率の押上げに頼るほかに、そのためには達成期限を明記することが効果的だと考えられたからであろう。

- (3) ユーロシステムに加盟する中央銀行の中には、ユーロ圏加盟以前に国債を買い入れそれを保有しているところ、従業員の年金等の運用のため国債を保有しているところ等があるが、それらは金融政策とは区別された債券保有であり、図表2では「その他」に分類されている。しかしそうした債券保有は、当然ながら、単一の金融政策を阻害する恐れがあるため、各国中銀による金融政策以外の目的のための金融資産保有については、それを制限するルール（ANFA: Agreement on Net Financial Asset）が定められている。ANFAは長らく秘密文書とされてきたが、二〇一六年二月に公開された。ECB, "ECB explains the Agreement on Net Financial Assets," February 5, 2016, Philipp König and Kerstin Bernoth, "The Eurosystem's Agreement on Net Financial Assets (ANFA): Covert Monetary Financing or Legitimate Portfolio Management?" *DIW Economic Bulletin*, 12+13, 2016.

- (4) この点、例えば日本の場合、外貨準備のほとんど（約九割）は財務省（外為特会）が保有しており、市場介入（外貨買入れ）のための資金は為券（国庫短期証券）の発行によって賄われている。日銀は長年にわたりそれを買い入れてきたのであり、したがって、外為特会における外貨保有と、日銀による国債保有（の一部）は対応していることとなる。ユーロ圏の場合、それが中央銀行による外貨保有に「単純化」されているのである。

- (5) 担保付貸出とレポは経済機能としては同じである。ユーロ圏においてはどちらの法形式をとるかはその各国中銀に委ねられており、例えばドイツ連邦銀行の場合は貸出形式をとっている。

- (6) 二回に分けて、計一兆〇一八七億ユーロが供給された。

- (7) ユーロ危機へのECBの対応については拙著『金融危機と中央銀行』（九州大学出版会、二〇一六年）第三章参照。

(8) ECB, "Account of the monetary policy meeting, 21-22 January 2015." なお、ECB政策理事会は、それまで議事要旨を公開しておらずこれが議事要旨の公開された最初の理事会となった。

(9) なお、ECBでは、議決における投票権者の個々の投票行動も、賛否の投票数も公表されていない。それ以前に、ほとんどの場合、総裁が多数の意見を集約する形で結論が出され、投票そのものが実際には行われないようである。ただし、満場一致であったか否かは、理事会後の記者会見で説明されることが多い。

(10) この理事会で続いて議論となったのは、実際の買入れ方法、すなわち買入れる国債の範囲、中央銀行ごとの買入れ額の割当、(損失が発生した場合の)損失負担のあり方等であった。それについては、拙稿「ECBの量的緩和と国債保有・損益負担」本誌二〇一七年六月号参照。

(11) 日本銀行「政策委員会金融政策決定会合議事要旨(二〇一四年一〇月三一日開催分)」八頁。

(い) ず ひさし・客員研究員

欧州ダーク・プール規制の影響

（リット、ダーク、OTC、SII）

吉川 真裕

二〇一八年一月三日、欧州連合（EU）は当初計画から一年遅れて改訂金融商品サービス指令（MiFID II）を施行し、ブローカー・クロスシング・ネットワーク（BCN）と呼ばれてきた業者の運営するダーク・プール（気配値を公開せずに取引をおこなう市場）での取引を禁止するとともに、規制市場（取引所）やマルチラテラル・トレーディング・ファシリティ（MTF）でおこなわれるダーク・プール取引も大口取引を除いては気配値を公開している当該銘柄の上場取引所での最良気配の仲値でのみ執行されることになった。そして、三月七日、EUの証券市場監督機関である欧州証券市場監督機構（ESMA）はMiFID IIにしたがって、七〇〇銘柄を上回る上場商品を対象として大口取引を除く規制市場やMTFでのダーク・プール取引が三月二日から六カ月間停止されることを明らかにした。その後も四月一三日、五月一四日、六月一二日、七月一日にそれぞれダーク・プール取引の制限銘柄が追加され、七月末時点で一〇二四銘柄の大口取引を除く規制市場とMTFでのダーク・プール取引が制限されている。

本稿ではヨーロッパにおけるダーク・プール規制の導入後の状況を紹介し、ヨーロッパの株式市場で何がおこっているのかを考察する。

1 ダーク・プール規制導入の経緯

二〇〇七年一月に金融商品サービス指令（MiFID）が施行された際にはダーク・プールと呼ばれることになる気配値を公開しない取引市場は注目を集めておらず、取引市場は規制市場（取引所）、MTF（取引所類似施設、アメリカではATS）、システムティック・インターナライザー（顧客との相対取引を電子的に執行する業者の自己売買市場）の三つに規定されていた。その後、アメリカでダーク・プールと呼ばれる気配値を公開しないATSが注目を集めることになり、EUでは規制市場やMTFでないダーク・プールをブローカー・クロッシング・ネットワーク（BCN）と呼んで改訂金融商品サービス指令（MiFID II）での規制対象とし、BCNはMTFかSIとして運営業者が監督機関に登録することは比較的早くから合意に達していた。

他方、二〇一三年一月に欧州委員会、EU経済・財務相理事会、欧州議会の協議の結果、単独ダーク・プールで特定銘柄の取引シェアが四%に達した場合、その市場での大口取引を除く当該銘柄の取引を停止する措置、およびダーク・プール全体で特定銘柄の取引シェアが八%に達した場合、ダーク・プール全体で大口取引を除く当該銘柄の取引を停止する措置（ダブル・ボリューム・キャップ）を導入することで合意がおこなわれたと伝えられている。そして、二〇一四年五月一三日、MiFID IIが成立し、ダーク・プール取引が大口取引を除いては気配値を公開している当該銘柄の上場取引所での最良気配の仲値でのみ執行されることになったのと並んで、四%と八%というダーク・プールに対する規制の数値基準も盛り込まれることになった。この数値基準がどういう根拠に基づいているのかは明らかではなく、アメリカのレギュレーションATSにおいて単独市場で特定銘柄の取引シェアが五%に達した場合、その市場での気配値を公開する義務を負うという規定をもとにしているものと考えられるが、アメリカには市場全体での特定銘柄の取引シェアに関する規定は存在しない。

2 ダーク・プール規制の導入

二〇一八年一月三日、EUは当初計画から一年遅れてMiFID IIを施行し、ブローカー・クロッシング・ネットワーク（BCN）と呼ばれてきた業者の運営するダーク・プールでの取引を禁止するとともに、規制市場（取引所）やマルチテララル・トレーディング・ファシリティ（MTF）でおこなわれるダーク・プール取引も大口取引を除いては気配値を公開している当該銘柄の上場取引所での最良気配の仲値でのみ執行されることになった。

二〇一八年一月九日、ESMAは年初から施行されているMiFID IIにしたがってダーク・プールでの取引を停止するダブル・ボリューム・キャップの計算に必要なデータが十分に入手できず、ダーク・プールでの取引比率の公表、そして取引停止措置の発動を三月まで延期することを明らかにした。⁽¹⁾そして、三月七日、事前の公表日時の予告もなく、ESMAは二〇一八年一月分と二月分のダーク・プールでの取引比率を公表し、三月二日からの取引停止措置の発動を明らかにした。⁽²⁾ESMAの発表は二〇一八年一月分で四%基準に抵触した銘柄が一七銘柄、八%基準に抵触した銘柄が七二七銘柄、二月分で四%基準に抵触した銘柄が一〇銘柄、八%基準に抵触した銘柄が六三三銘柄あり、大口取引を除くダーク・プールでのこれらの取引は六カ月間停止されるといふだけで、具体的にどの銘柄が（四%基準の場合、どの市場で）取引停止となるのかはプレス・リリースでは示されていない。

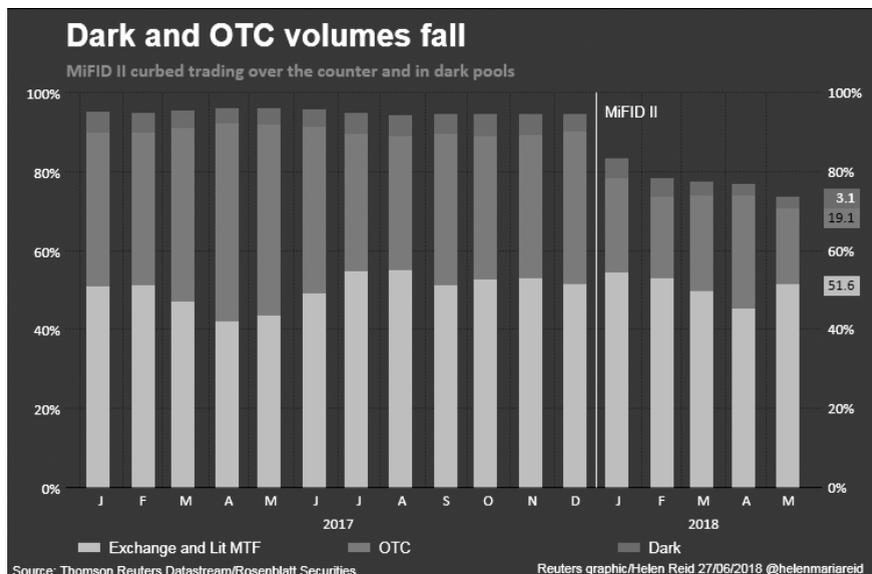
その後、四月一三日、五月一日、六月二日、七月一日にそれぞれダーク・プール取引の制限銘柄が追加され、七月末時点では一〇二四銘柄の大口取引を除く規制市場とMTFでのダーク・プール取引が制限されている。⁽³⁾

3 ダーク・プール規制の影響

二〇一八年一月三日からはじまったBCNでのダーク・プール取引の停止と大口取引を除くダーク・プール取引の上場取引所での最良気配の仲値への取引価格制限、そして三月一二日以降の取引制限に抵触した銘柄での大口取引を除くダーク・プール取引の取引制限の結果、ダーク・プール取引が減少していることは予想されるとおりであるが、規制当局の思惑に反してダーク・プール取引の減少は気配値を公開する規制市場やMTFでの取引を顕著に増加させているわけではないようである。

図表1は気配値を公開する市場(Lit)、取引所外取引(OTC)、ダーク・プール取引(Dark)の取引比率の推移を表わしているが、OTCとダークは減少しているものの、リットに顕著な傾向はみられない。ロイターの記事によれば、二〇一七年にリットの取引比率は平均五〇・二八%であったのに対して二〇一八年は五〇・八五%である⁽⁴⁾。そして、ダークの比率低下よりもOTCの比率低下の方がグラフから明らかであるようである。

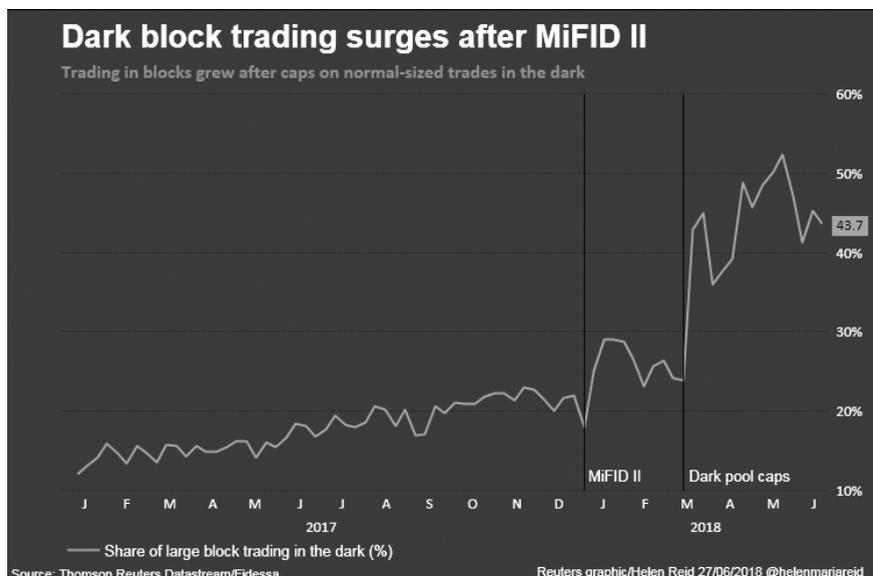
図表1 Lit, OTC, Darkの取引比率の推移



トレーダーズ・マガジンの記事によれば、①ダーク・プールでの取引は八・五%から九%であったが、ダブル・ボリユーム・キャップ発動後には五%程度に低下していること、②ダブル・ボリユーム・キャップ発動後、ダーク・プールでの取引に占める大口取引の比率は三分の一から四五%に増えていく(5)、③Turquoise Plato Discovery、CBOE LIS、Liquiditynetといった取引市場での取引が大口取引を集めており、大口取引を扱っていないダーク・プールでは取引が三分の一減少している(6)、④Sun Tradingや Citadel Securitiesといったシステムティック・インターナライザー(7)社ほどが相対取引を増やしており、四〇社が新たにシステムティック・インターナライザーの登録をおこなうものと予想されている(8)。

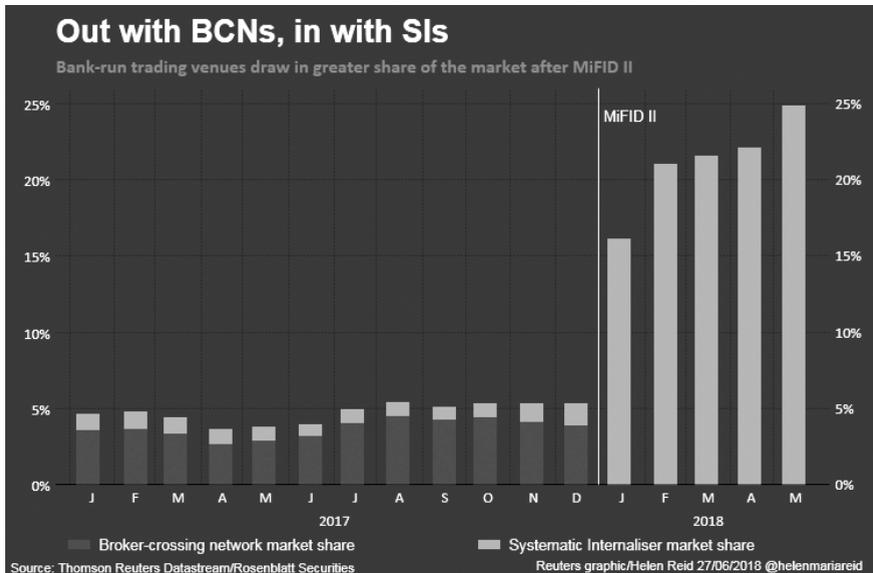
図表2はダーク・プール取引に占める大口取引の比率の推移を表わしており、トレーダーズ・マガジンの指摘の通り、ダーク・プール取引に占める大口取引の比率がダブル・ボリユーム・キャップによって取引が制限された三月以降に急増していることが確認できる。

図表2 ダーク・プール取引に占める大口取引の比率の推移



図表3はBCNとシステムティック・インターナライザーの取引比率の推移を表わしており、トレーダーズ・マガジンの指摘の通り、システムティック・インターナライザーの取引比率がBCNでのダーク・プール取引が禁止された二〇一八年一月以降に急増していることがわかる。ただし、ロイターの記事も指摘しているように、システムティック・インターナライザーの取引比率はBCNの取引比率に比べてあまりに大きく、BCNのダーク・プール取引を吸収したということだけでは説明がつかない。⁽⁶⁾システムティック・インターナライザーどうしの取引が二重計算して計上されている可能性があると考えられるし、従来はOTC取引としていたものをシステムティック・インターナライザーとして登録したためにOTC取引としてではなく、システムティック・インターナライザー取引として計上した可能性が高いとも考えられる。後者のように考えれば図表1でOTCが二〇一八年一月以降に取引比率を急減させていたことも整合的に説明がつきそうである。

図表3 BCNとシステムティック・インターナライザーの取引比率の推移



4 ヨーロッパにおけるダーク・プール利用者の見解

二〇一八年一月のBCNでのダーク・プール取引禁止、規制市場やMTFでおこなわれるダーク・プール取引も大口取引を除いては気配値を公開している当該銘柄の上場取引所での最良気配の仲値でのみ執行可能という取引価格制限、三月二日以降の大口取引を除く規制市場やMTFでのダーク・プール取引の取引量に基づく取引制限（ダブル・ボリユーム・キャップ）によって、ヨーロッパではダーク・プール取引の比率が低下し、ペリオディック・オークションと呼ばれる気配値を開示しない取引形態での取引やシステムティック・インターナライザーと呼ばれる業者との電子的な相対取引が増加していると伝えられている。こうした変化を的確に把握することは重要であろうが、利用者（機関投資家）はどのように感じているのであろうか。以下では大口取引を対象としたダーク・プール取引を扱うMTFであるリクイドネットのサーベイに基づいてヨーロッパにおけるリクイドネットの利用者の見解を紹介する。⁽⁷⁾

① 利用者の八八％はダーク・プール規制によって、ダーク・プール取引が大口取引中心となったことをポジティブな結果ととらえている。

② 七〇％近くの回答者はダブル・ボリユーム・キャップの導入によって、ペリオディック・オークションを有用（useful）と考えているが、半数の回答者はさらなる規制の強化が必要とも考えている。

③ システムティック・インターナライザーとの取引がBCNでの取引よりも増えていることについては意見が分かれている。システムティック・インターナライザーごとに違いがあつて、どのオペレーターリング・モデルが機能するのか、どのような場合に機能するのか理解する必要がある。また、システムティック・インターナライザーとの取引が増えた結果、業者（銀行）のリスク選好が変化し、市場の不均衡が生じる危険性を指摘す

る者もあった。

④ 五四%の回答者はペリオディック・オークションに最低注文量を導入することに賛成であり、四九%の回答者はペリオディック・オークションに取引対象の流動性に応じて最低ブレ・マッチング期間を導入することに賛成であった。

⑤ 六五%の回答者はシステマティック・インターナライザーと取引するのか、取引市場に回送するのか選べると考えていた一方、三分の一の回答者はブローカーの注文回送を効果的にモニターできないと感じていた。

⑥ 一九%の回答者だけがダブル・ボリューム・キャップの導入はネガティブな影響を及ぼしたと考えていた。

⑦ 一二%の回答者だけがダーク・プール規制の導入によってペリオディック・オークションの透明性を高めたと考えていた。

なお、リクイドネットのサーベイは二〇一八年四月に実施されたヨーロッパにおける五八のリクイドネット利用者とのインタビュー結果に基づいており、回答者がもともと大口取引を好むリクイドネットの利用者だけであることには注意が必要である。小口注文をMTFやBCNで多用してきた利用者であれば異なる意見もあり得ようが、大口取引を必要とする機関投資家の意見としては妥当な結果であるとも考えられる。そして、ダーク・プール規制の導入にさほど関心を示していないようにも感じられるのは意外であった。監督機関や取引市場、システマティック・インターナライザーといった取引業者ほどには機関投資家は市場デザインや取引規制に関心が薄いのであるうか。そうであれば規制の導入をめぐってコンサルテーションをおこなったり、パイロット実験をおこなったりする機会費用も考慮して規制の導入をおこなうべきなのかもしれない。

- (一) European Securities and Markets Authority, "ESMA delays publication of double volume cap data," 9 January 2018, [ESMA71-99-925 \(https://www.esma.europa.eu/press-news/esma-news/esma-delays-publication-double-volume-cap-data\)](https://www.esma.europa.eu/press-news/esma-news/esma-delays-publication-double-volume-cap-data).
- (二) European Securities and Markets Authority, "MiFID II: ESMA publishes double volume cap data," 7 March 2018, [ESMA71-99-953 \(https://www.esma.europa.eu/press-news/esma-news/mifid-ii-esma-publishes-double-volume-cap-data\)](https://www.esma.europa.eu/press-news/esma-news/mifid-ii-esma-publishes-double-volume-cap-data).
- (三) European Securities and Markets Authority, "ESMA updates its double volume cap register," 10 April 2018 (<https://www.esma.europa.eu/press-news/esma-news/esma-updates-its-double-volume-cap-register>), European Securities and Markets Authority, "MiFID II: ESMA issues latest double volume cap data," 8 May 2018 (<https://www.esma.europa.eu/press-news/esma-news/mifid-ii-esma-issues-latest-double-volume-cap-data>), European Securities and Markets Authority, "MiFID II: ESMA ISSUES LATEST DOUBLE VOLUME CAP DATA," 7 June 2018 (<https://www.esma.europa.eu/press-news/esma-news/mifid-ii-esma-issues-latest-double-volume-cap-data-0>), European Securities and Markets Authority, "MiFID II: ESMA ISSUES LATEST DOUBLE VOLUME CAP DATA," 6 July 2018 (<https://www.esma.europa.eu/press-news/esma-news/mifid-ii-esma-issues-latest-double-volume-cap-data-1>).
- (四) Helen Reid, "Light or dark? Six months on, MiFID 2 rules divide equity traders," 25 June 2018, [reuters.com/article/us-eu-markets-mifid-analysis/light-or-dark-six-months-on-mifid-2-rules-divide-equity-traders-idUSKBN1JP0LP](https://www.reuters.com/article/us-eu-markets-mifid-analysis/light-or-dark-six-months-on-mifid-2-rules-divide-equity-traders-idUSKBN1JP0LP).
- (五) Ivy Schmerken, "MiFID II's Trading Hereafter: Systematic Internalizers & Block Venues," *Traders Magazine Online News*, 3 April 2018 (<http://www.tradersmagazine.com/news/regulation/mifid-iis-trading-hereafter-systematic->

internalizers-117497-1.html).

- (6) TABBグループの調査によれば、EILP (electronic liquidity provider) S-Iと定義した八社のS-Iの取引比率は二〇一八年六月時点で増加し続けているもののL-i市場の二二%、一日平均一〇億ユーロとごくごく僅かであるから二〇%を超えるS-Iの取引比率は過大評価と言わざるを得ないだろう。なお、TABBグループがEILP S-I八社と定義したS-I Citadel Securities, Jane Street, Jump Trading, Sun Trading (now part of Hudson River Trading), SSW Market Making, Tower Research Capital, Virtu Financial, XTX Marketsの六社とL-i。TABB Group, "Six Months After MiFID II Go-Live, TABB Research Examines Systematic Internaliser (SI) Growth," 19 July 2018 (<http://www.mondivisione.com/media-and-resources/news/six-months-after-mifid-ii-go-live-tabb-research-examines-systematic-internalise/>).
- (7) Marisha Mistry, "LARGE-IN-SCALE, DARK VOLUMES INCREASE AS BUY-SIDE FIRMS FOCUS ON DELIVERING BEST EXECUTION POST-MIFID II," 7 June 2018 (<http://www.liquidnet.com/#/news/large-in-scale-dark-volumes-increase-as-buy-side-firms-focus-on-delivering/>).

(ち) かわ ちやひろ・客員研究員)

証研レポート既刊目録

No.1695 (2016.4)	執筆者	No.1702 (2017.6)	執筆者
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	E C B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	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	志馬
		ー市場価格データに基づく実証分析ー	
No.1696 (2016.6)		No.1703 (2017.8)	
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 E T Fと株式市場	志馬	欧州ダーク・プールの実情 2	吉川
ー二〇一六年一月の市場分析ー		ー英国 F C Aのデータ分析にみる実態ー	
消費増税の先送りと改正特例償法法の成立	中島	米国のレバレッジ系 E T Fにおける投資家行動	志馬
No.1697 (2016.8)		No.1704 (2017.10)	
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
S E Cによる I E Xの取引所承認決定	吉川	欧州ダーク・プールの実情 3	吉川
ーフラッシュ・ボイズは救世主かー		ー英国 F C Aのデータ分析にみる実態 2ー	
米国 S E Cによるレバレッジ E T F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
ー三菱東京 U F J銀行の特別資格返上に関連してー		ー少子高齢化が財政に与える影響についてー	
No.1698 (2016.10)		No.1705 (2017.12)	
証券市場の新たな役割	二上	わが国証券業界の回顧二〇年	二上
英国のソーシャルレンディング	松尾	株主コミュニティ制度の現状と課題	松尾
ー最近の市場動向ー		モンテバスキ銀行の救済とペイルイン	伊豆
日銀の「新しい枠組み」を考える	伊豆	ブローカー・ディーラーの注文回送について	清水
金融の歯止めが利かない国債市場の謎	中島		
No.1699 (2016.12)		No.1706 (2018.2)	
ロカベスティングとスローマネー	松尾	最近の欧米における金融商品販売規制改革	森本
ー資金の「地産地消」の取り組みー		取引所外 (市場外) 取引の様々な形態について	二上
C B O Eによる B A T S 買収合意	吉川	ー P T S、ダーク・プール、仲介 (媒介)ー	
ー買収されるという選択ー		日本におけるクラウド S A F Eの試み	松尾
日本銀行の国債保有状況について	志馬	我が国の P T Sを巡る状況	志馬
実質株主との対話	福本	役員等の自社株売買情報の開示	梅本
		ー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?ー	
No.1700 (2017.2)		No.1707 (2018.4)	
「株先五〇」三〇周年を迎えて	二上	急速に拡大するフィンテック	二上
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		拡大する国内株式投資型クラウドファンディング	松尾
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	E Uにおけるペイルインとペイルアウト	伊豆
外為取引の減少について	伊豆	ダブル・ボリュウム・キャップ	吉川
欧州 H F Tの実情 3	吉川	ー E Uのダーク・プール取引規制ー	
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	志馬		
ーBrexitとトランプ・ショック時の動きー			
異次元金融緩和政策と国債金利形成の特徴	中島		
		No.1708 (2018.6)	
		株式投資型クラウドファンディングと沖繩の「模合」	松尾
No.1701 (2017.4)		ーオートノミー・ベースの運用と「集合知」の可能性ー	
顧客本位の業務運営に関する原則	二上	ダーク・プールとその規制について	清水
将来株式取得略式契約スキーム (SAFE) の課題	松尾	M B Oを巡る判決と行政指針	志馬
ークラウドファンディングとの関連でー		ーレックス・ホールディングス事件判決と経産省 M B O指針ー	
外為市場の各国比較	伊豆	スポティファイの行った Direct Listing (直接上場)	福本
英独取引所グループの経営統合撤回	吉川		

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。

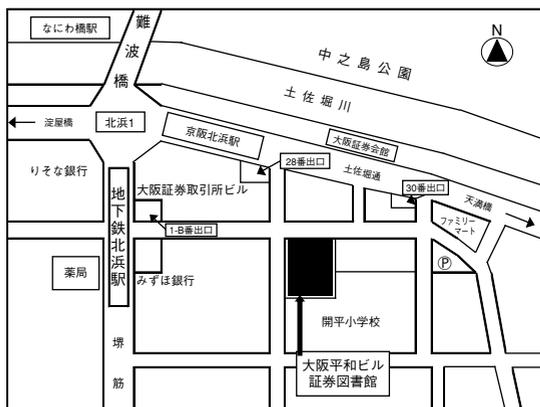
所在地 大阪市中央区北浜1-5-5 大阪平和ビル7階
TEL (06) 6201-0062

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。

証研レポート第一七〇九号
二〇一八年八月十三日発行
(偶数月第二月曜日発行)

2018年 8 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)