

証 研

レポート

No.1712

2019年2月

証券業界への参入・退出等の最近の状況

二上季代司（1）

米ティックサイズ拡大の試験プログラム

～SECの実証結果～

清水 葉子（11）

拡大するリスク・パリティ戦略とETF

志馬 祥紀（19）

フェア・ディスクロージャー・ルールの検討

梅本 剛正（41）

証券業界への参入・退出等の最近の状況

二上季代司

はじめに

ここ数年の証券業界への参入・退出状況は、以前とは異なる傾向があるように思われる。日本証券業協会（以下、『協会』と略）の加盟社数は、リーマンショック直後のピーク（二〇〇九年三月期）三一五社から二〇一五年度には二四九社まで減少してボトムを打ったが、現在では二六三社まで回復している⁽¹⁾。つまりここ三年ほどの間に一四社純増となっている。このうち二〇一六年一月から二〇一八年二月までの三年間をとってみると、『協会』への新規加入は二八社、脱退は一五社となっている。

そこで、このレポートではどのような業者が新規参入し、脱退していったのか。業者の顔ぶれをみることによって、「アベノミクス相場」と呼ばれる今回の相場回復期に、わが国証券業界のビジネスモデルがどのような方向にむかっているのか、考えてみたいと思う。

1 新規加入業者と脱退業者

『協会』ホームページ上に公表されている月刊『証券業報』所載の「協会員の現況」には、第一種金融商品取引業（および有価証券関連業）の新規登録日と『協会』加入日ならびに『協会』脱退日が記載されている。投資運用業者やFX（外為証拠金取引）業者が「有価証券関連業」を追加登録して『協会』に加入する場合には「変

更登録日」として記載されている。

そこで、この「協会の現況」を利用して、当該三年間における加入業者の登録日および加入日をみてみよう。それを一覧表にすると図表1のようになる。なお、備考欄には、筆者の判断により、金融商品取引業者としての業務特性や株主構成からみたガバナンス特性等について参考と思われる事項を簡単に注記している。

これによると、新規加入二八社のうち、日系は一六社、外資系が一二社である。日系一六社では地銀系証券の新規加入が最も多く六社、ついで情報技術を利用した新しい金融・証券サービス業（スマホ証券やロボット・アドバイザーなど）の「フィンテック」五社などが数の上で目立っている。

他方、外資系一二社では、外国銀行の証券子会社が五社と多い。業務特性の観点からみると投資運用業（投信委託、年金などの一任運用、不動産ファンド運用）が四社となっている。外国銀行の証券子会社の多くも親銀行の取扱商品（当該国の債券や投信、私募ファンドなど）を、わが国機関投資家向けに紹介し、その販売をサポートする業務が多い。

つまり、ここ数年の新規参入業者は、①地銀系証券、②「フィンテック（FinTech）」業者、③投資運用業者が目立っているのである。しかも、前者はわが国の業者に、後者は外資系に多い。これはどういうことだろうか？ それを検討するより先に、『協会』から退出した業者についてみておこう。

図表2は、同様に『証券業報』『協会の現況』から、この間、『協会』から脱退した業者名と脱退日を一覧にしたものである。備考欄には新規参入の場合と同様に、筆者の判断で脱退の理由・背景等、参考になると思われる注記を行っている。

これによると、一五社のうち日系は一二社、残る三社は外資系である。脱退事由をみると、吸収合併等の再編

図表 1 日本証券業協会新規加入各社（2016年初～2018年末）

	社名	第1種登録日	加入日	備考
1	One Tap Buy	2015/12/17	2016/1/12	スマホ証券（フィンテック）
2	ウェルスナビ	2015/12/17	2016/1/12	ロボット・アドバイザー（フィンテック）
3	とうほう証券	2016/1/22	2016/2/15	地銀系
4	ブラックストーン・グループ・ジャパン	2016/3/1	2016/3/22	外資系（アメリカ）。不動産ファンド組成・運用・販売
5	スタンダード・チャータード証券	2016/5/20	2016/6/13	外国銀行系（イギリス）
6	ヴァンテージ・キャピタル・マーケット・ジャパン	2016/7/7	2016/7/25	外資系（香港・イギリス）。店頭デリバティブ取引の媒介
7	ぐんぎん証券	2016/7/15	2016/8/8	地銀系
8	DBS証券	2016/7/21	2016/8/8	外国銀行系（シンガポール）
9	オービス・インベストメンツ	2016/8/9	2016/9/5	外資系（イギリス）。親会社ファンド等の販売
10	FPL証券	2016/10/3	2016/12/5	地方証券（札幌）。保険・外債・投信販売
11	ほくほくTT証券	2016/10/18	2017/1/4	地銀系
12	七十七証券	2017/1/11	2017/1/31	地銀系
13	ドイッチェアセットマネジメント（変更登録）	2017/1/19	2017/2/15	外国銀行系（ドイツ）。投信委託業、投資一任運用
14	京銀証券	2017/3/9	2017/4/1	地銀系
15	FOLIO	2017/4/4	2017/4/24	スマホ証券（フィンテック）
16	トロント・ドミニオン日本証券	2017/6/1	2017/7/1	外国銀行系（カナダ）
17	ワイジェイfx	2017/10/17	2017/11/22	ヤフー・ジャパン子会社。FX取引業
18	九州FG証券	2017/11/29	2018/1/22	地銀系
19	スマートプラス	2017/12/26	2018/2/1	スマホ証券（フィンテック）、SOR注文による手数料ゼロの株式取引
20	SBIプライム証券	2018/3/6	2018/4/1	SBIグループ。SOR注文と機関投資家注文との媒介による手数料ゼロの株式取引
21	レオンテック証券	2018/3/26	2018/5/1	外資系（スイス）。デリバティブ関連商品取り扱い
22	キャンターフィッツジェラルド証券	2018/3/28	2018/5/9	外資系（アメリカ）
23	HSBC投信	2018/4/27	2018/5/22	外国銀行系（香港・イギリス）。投信委託業、投資一任運用
24	ANZ証券	2018/5/23	2018/8/1	外国銀行系（オーストラリア、ニュージーランド）
25	tsumiki証券	2018/7/31	2018/8/31	スマホ証券（フィンテック）。投信積立て販売
26	日本インスティテューション証券	2018/9/19	2018/11/1	親会社（日興アセットマネジメント）から第1種業を移管
27	岡安商事（変更登録）	2018/11/1	2018/12/3	商品先物業。FX取引業
28	モルガンスタンレーインベントマネジメント（変更登録）	2018/11/15	2018/12/21	外資系（アメリカ）。投信委託業、投資一任運用

（注1）協会の加入資格は「第1種金融商品取引業」に登録していることである。ただし店頭デリバティブ業者（多くは店頭FX業者）は「金融先物取引業協会」に加入することとなっているが、証券関係のデリバティブを扱う業者は『協会』に加入することとなっている。

（注2）外国証券東京支店の国内法人化に伴う異動（トレードウェブジャパン）およびこの間に加入したが、脱退した業者（ウイズダムツリージャパン）については省略している。

（出所）日本証券業協会『証券業報』『協会の状況』より作成

図表2 日本証券業協会脱退各社（2016年初～2018年末）

	社名	脱退日	備考
1	八幡証券	2016/2/1	藍澤証券に吸収合併
2	ソシエテ ジェネラル セキュリティーズ ノースパシフィックリミテッド	2016/5/1	外国銀行系（フランス）。ニューエッジ・ジャパン証券と事業統合し、その後「ソシエテ・ジェネラル証券」に商号変更
3	中泉証券	2016/12/26	あかつき証券に吸収合併
4	ストラテジック証券	2017/2/28	自主廃業
5	オリックス・ホールセール証券	2017/3/10	自主廃業
6	飯塚中川証券	2018/1/9	金融商品仲介業（中川証券アドバイザー）に業態転換し、一部事業を証券ジャパンに譲渡
7	SMBCフレンド証券	2018/1/1	SMBC日興証券に吸収合併
8	アイネット証券	2018/2/28	証券事業より撤退しFX事業に特化
9	日本アジア証券	2018/7/1	藍澤証券に吸収合併
10	ステート・ストリート・グローバル・マーケット証券	2018/7/30	外国銀行系（アメリカ）。ステート・ストリート信託銀行に事業譲渡し、第1種業は廃業
11	JC証券	2018/8/31	登録取消し
12	日興アセットマネジメント	2018/11/1	第1種業を子会社「日本インスティテューション証券」に事業譲渡
13	みずほグローバルオルタナティブインベストメンツ	2018/11/1	アセットマネジメントの100%子会社となり第1種業は廃業
14	アーツ証券	2018/11/21	除名
15	NNインベストメント・パートナーズ株式会社	2018/12/28	外国保険会社系（オランダ）。第1種業は廃業

（出所）図表1に同じ

成による脱退が六社（うち外資系一社）、このうち四社は大手・準大手証券等が対面営業主体の業者を吸収合併したものである。また、業態転換や本業強化を目的とする証券事業からの撤退もみられる。投資運用業者が第一種業を廃業（または事業譲渡）したのも三社ある。これは先の新規参入でみた事例（投資運用業者が変更登録により加入）とは逆である。

2 機関投資家向け投資運用業

以上、直近三年間の『協会』加入・脱退状況から、どのような業者が証券業界に参入し、あるいは退出したのかをみた。そこで、次にこうした参入・退出の背景や理由について考えてみよう。

まず、投資信託委託業や投資一任業、不動産ファンド運用業などの「投資運用業者」

の参入の背景についてみておこう。実は、投資運用業者が第一種業を追加登録して『協会』に加入する事例は、以前から多い。しかし、日系の場合は、もともとそのような事例は少ないこと、これに対し外資系では投資運用業者の参入が以前から多く、かつまた依然として参入が進行中であることが特徴である。

ところで、投資運用業者があらためて第一種業を追加登録する理由は何であろうか。開示資料そのほかから推測できることは、自らの組成したETFや外国籍投信、私募投信などをわが国の機関投資家に紹介することにしたる目的があるように思われる。第一種業で可能な顧客口座の開設や資金の受入れを機関投資家向けに行っている業者は見受けられないのである。

いま一つ、注目したいのは、日系の場合、大手では日興アセットマネジメント（以下、AMと略）だけが協会に加入していることである（昨年、第一種業を分離し子会社に移管している）。野村や大和の場合にはグループ内にホールセール・リテール総合の大規模証券会社を抱えているが、日興AMとSMBC日興証券は親会社が別になっており、両者の関係はまったく独立している。そのために機関投資家向けの営業については、自前で第一種業の登録の必要性があったのかもしれない。スパークスAMも協会加入業者であるが、同様の事例と考えてよいだろう。

このことは、外資系の投資運用業者がいまなお、第一種業の追加登録によって協会に加入してくる理由と部分的に重なる。自ら組成する商品のみならず、海外親会社の外国籍投信、ファンドなどをわが国機関投資家に紹介し、売り込むためには、第一種業を登録しておいたほうが良い、という判断である。ただ外資系の場合には、紹介し売り込む商品が外国籍が多いという特徴がある。

振り返ってみれば二〇一三年から始まった「アベノミクス」による株式相場の回復は、異次元金融緩和によつ

てもたらされた部分が大きいが、その影響で日本の債券市場は事実上、ほとんど機能マヒを起こしている。その結果、極度の運用難に陥っているわが国機関投資家、なかでも融資機会の乏しい地方銀行にとって、外国籍の債券、私募投信、各種ファンドは、相対的に魅力が高いようにみえるのである。とりわけ「私募投信」は、商品設計の自由度が高いうえに、銀行決算上「そのほか有価証券」に分類できるので、地方銀行にとって売買益（解約益）を「業務純益」に計上するなどの決算対策の手段に使いやすいのである。外資系投資運用業者のみならず外国銀行の証券子会社やデリバティブ取扱業者の対日進出にはそうした背景を考えれば理解しやすいのではないだろうか。

3 フィンテック

いま一つ注目すべきは、「ロボット・アドバイザー」を駆使した投資運用業者の参入である。現在、二社（「お金のデザイン」、「ウェルスナビ」）が第一種登録業者として『協会』に加入しているが、顧客対象としては個人、しかも一件当たりの取引金額が極めて少額の顧客を対象としており、これまで外資系投資運用業者について述べたところとは全く顧客対象が異なるのである。

投資一任業務の歴史は、機関投資家から個人投資家へ、富裕層から零細投資家層へ、大口から小口へと向かう歴史である。投資一任業務のプロセスは、①顧客プロファイリングの作成を通じたリスク許容度の判定、②当該リスクの中で最適なリターンをもつポートフォリオの選択、③発注、④定期的なモニタリング、⑤リスク許容度から離れた場合のリバランス、などからなる。さらにこのプロセスの準備段階として、⑥ポートフォリオに組み込む各種ファンド（その運用会社）の調査、優良ファンド（運用会社）の選定、パフォーマンス評価といった

「ゲートキーピング」の作業が必要である。これら一連の作業にはかなりの固定費がかかるため、従来は小口ではとても採算が取れず、以前はある程度のロット以上の顧客からの受任しかなかったのである。

ところが、近年の情報技術（IT）の急速の進展によって、こうした一連の作業を「自動化」する「ロボット・アドバイザー」が出現した。また、ETF市場が拡大し、ETFを組み入れることで国際的な最適ポートフォリオの作成も可能になった。この結果、小口でも国際分散投資をうたい文句にした一任運用サービスが出現することになったのである。

同様に、スマートフォンを利用した「スマホ証券」もITの進化によって可能になった業態である。日本株や米国株を千円単位で昼夜を問わず売買執行するサービス、テーマごとに一〇銘柄からなるポートフォリオを一〇万円でパッケージ売買できるサービス、クレジットカード保有者を対象に三千円から投信の積立てが可能なサービスなどが現れている。

また、ネット証券の間では「SOR（スマート・オーダー・ルーティング）」注文⁽²⁾を受けている業者がみられるが、これをさらに進めて、東証出来値より有利な価格で執行できた場合に、その差額の半分を徴収することを条件に手数料をゼロにするサービスも出始めている。

以上のような新しい証券サービスは、IT関連のスタートアップ企業から生まれてきており、これらがここ数年の間に証券業界に参入し始めているのである。

4 地銀系証券

他方、わが国で近年、目立って増えているのが「地銀系証券」の参入である。ここで検討している三年間で六

社が新規に第一種業に登録、『協会』に加入しているが、このほか、既存の地方証券を最近になって買収した二つの事例（おきぎん証券Ⅱ旧おきなわ証券、とちぎん証券Ⅱ旧宇都宮証券）を加えると八社である。この結果、地銀系証券は三年前の一四社から二二社へと急増している。

地銀系証券子会社の業務内容は、先の委託調査でも明らかにしたように、⁽³⁾ 親銀行と金融商品仲介業契約を結んで、銀行顧客に投資信託や外国債券を売りこむことを収益の柱としている。親銀行にとつては、仲介手数料を役務収益に計上できることや、また運用先に困る預金を、証券子会社の口座へ移して投信や外債に転換させることで預貸率の低下を食い止める効果もある。また、親銀行自体が投信や外債運用に熱心であることも関係しているであろう。

以上のように、地銀系証券の参入の背景として親銀行本体の収益環境の厳しさがあるのだが、四七都道府県ある中ですでに二二社にまで増えていること、さらには地銀自体も再編成が進行中であり、地銀系証券の新規参入は、そろそろ飽和状態に近づいているのではないかと考えられる。

終わりに

以上、わが国証券業界への新規参入業者を中心に、その背景を検討してきたのだが、他方で、『協会』からの脱退状況をみると、投資運用業等、証券プロパー以外の業者の本業回帰のほか、対面営業主体の業者の吸収合併や業態転換などがみられる。

ここで、『協会』への新規加入と脱退の状況を併せ考えながら、冒頭に戻ってわが国証券業界の今後の方向性を考えてみよう。まず、個人顧客層をみると、証券保有者層の大宗は六〇歳以上の高齢者である。「団塊世代」

から次世代への財産相続も始まっており、それはまた地方から都市への資産流出とも重なる。高齢者に資産が集中してきた理由については詳しい検討が必要だが、考えられる理由としては、持ち家志向が強い中、壮年期には住宅ローンを抱えて余裕資金が乏しいが、日本的雇用慣行の一環として、定年後にまとめて退職金が支払われるといった事情が大きく働いていたのではないかと思われる。

そうした事情は、終身雇用などの日本的雇用慣行が崩れつつあり、退職金相当額の月例給与への組入れや確定拠出型企業年金の拡大などと相まって、変化しつつある。その結果、高齢者マーケットの先細りと次世代マーケットの潜在的拡大が進行しつつあるのではないだろうか。

このようにみえてくると、日本のIT関連のスタートアップ企業が証券業界に参入し、これまで採算に合わないと考えられてきた若年層の小口顧客を、証券業務の一連のプロセス（アドバイス、注文執行、バックオフィス）の自動化によって開拓しようとする動きは、次世代マーケットの潜在的拡大に沿った動きであり、今後も継続する傾向のものと思われる。

次に、地方金融機関や機関投資家を見ると、当面、異次元金融緩和のもとで運用難の状況は続く。その結果、リスク性の高い債券や私募投信、私募ファンドなどの組成、販売が試みられ、これらを扱う投資運用業者の新規参入も、当面は続くだろう。ただ、複雑なリスクをもった金融商品を売込む場合には、投資家側でリスク管理を厳格にしなければ、様々な問題が生じるだけに、こうしたリスク性の高い金融商品の組成、販売は安定したビジネスとはいえないのではないだろうか。

もちろんこのことは、投資運用業の今後一層の発展を否定するものではない。むしろ逆である。「フィンテック」によって、従来まで証券業界が掬えなかった小口資金が徐々に、しかし着実に証券市場へ積みあがってくる

のである。その小口資金の投資対象は、個別銘柄よりも投信やETFであって、それを組成、運用するのは投資運用業者だからである。しかし、その販売促進のために投資運用業者が第一種業を追加登録することが必要不可欠かといえ、そうとはいえないということである。したがって投資運用業者が『協会』に加入する動きが今後も続くとは必ずしも言えないように思われる。

注

(1) 社数については、協会に加盟しているが、開業前または営業休止中の業者を除いている。

(2) SOR注文は東証の立会取引、立会外取引(TOSTNET)、PTSなど複数市場を比較して最良気配の市場に自動的に発注する注文形式である。

(3) 拙稿「証券会社経営の時系列的分析(続)——リテール3類型を中心に——」日本証券業協会委託調査、二〇一九年一月(<http://www.jsda.or.jp/shiryo/chousa/files/20190108keibunseki.pdf>)

(にかみ きよし・主任研究員)

米ティックサイズ拡大の試験プログラム

～SECの実証結果～

清水 葉子

1 はじめに

アメリカでは、二〇〇一年から株式取引の呼値の刻み（ティックサイズ）を一セントに縮小するルール改正（デシマライゼーション）⁽¹⁾が行われ、株価によらず呼値の最小の値刻みは一セントに統一されてきた。ティックサイズは、株式市場での最良の売り気配と最良の買い気配との差（スプレッド）の最小値となるので、ティックサイズが大きければ、マーケット・メーカーは投資家との売買を行うことで、一回の取引あたり大きな収益を得ることができる。逆に、投資家の立場に立てば、ティックサイズが大きいということは、それだけ証券の取引コストが大きいということを意味している。

二〇〇一年のデシマライゼーションは、一九九〇年代後半にマーケット・メーカーたちが結託してスプレッドを拡大し不当な利益を得ているという疑惑が持ち上がり、司法省の調査にまで発展する大きな問題となったことが直接の背景となって実施されたもので、デシマライゼーション後は、売買スプレッドの縮小、株式の取引コストの減少、市場の流動性の増大などの点でアメリカの証券市場ではおおむね好意的に受け止められた反面、マーケット・メーカーの収益が減少したことも報じられた。

ところが二〇一〇年代に入ると、ティックサイズを再び拡大すべきだとする議論が高まり始める。一見、時代の流れに逆行するような動きの背景には、アメリカの証券市場が不活発化しているのではないかという問題意識があった。当初は強い関心を持っていないように見えたSECであるが、市場関係者の危機意識を受けて、二年間に限って小型銘柄のティックサイズを拡大し、市場への影響を確認するという試験プログラムを二〇一六年から二年間にわたって実施した。

2 アメリカでのティックサイズ拡大をめぐる議論

アメリカ証券市場に対する危機意識の口火を切ったのは、IPOタスクフォースが二〇一一年一月に財務省に提出したレポートであった。⁽²⁾このレポートでは、アメリカの上場企業数は、一九九七年には八〇〇社を超えていたが、二〇一二年には四九〇〇社と半分近くに減少しており、上場企業数減少の原因の一つはIPOの減少であると指摘している。二〇〇〇年前後を境に、デールサイズが五〇〇〇万ドル未満の小規模企業のIPOが大きく減少し、それにもなつてIPO全体が縮小したことが分かる(図表1)。加えて、起業からIPOまでの期間が延びていること、起業家がIPOによる株式公開を避け、他の企業に事業を売却することで創業者利得を得るケースが増加していることを指摘している。

レポートでは、小規模企業のIPO減少の背景として、サーベンス・オクスリー法をはじめとする証券市場の規制強化がIPOのコスト増大をもたらしていることや、大手投資銀行の顧客がファンダメンタルを重視する投資家から短期的な取引を重視する高速のHFT(ハイ・フリクエンシー・トレーディング)にシフトした結果、取引が流動性の高い大型銘柄に集中する傾向があること、小型のIPO銘柄をカバーするアナリストの減少によ

りサーチレポートなどの情報が減少していることなどを挙げている。

この頃並行して、ティックサイズの縮小がIPO減少の原因になっているとする考えが広く論じられるようになった。すなわち、ティックサイズの縮小は、マーケット・メーカーの収益である売買スプレッドを小さくし収益性を低下させるので、とりわけ流動性の低い小型銘柄の取引インセンティブが失われる。そのため、小型銘柄はIPO後の取引がふるわず、小規模IPOそのものが行われにくくなっているとするとするものである。

こうした民間の議論による後押しを受けて、二〇一二年四月には、JOBS法 (Jumpstart Our Business Startups Act) が成立した。この法律は、成長性のある小規模企業の支援を目的にしたもので、一定の条件を満たした小規模企業が資金調達を行いやすくするために、証券市場の規制を緩和するものである。⁽³⁾ JOBS法では、こうした規制緩和措置とあわせて、SECに対してディスマライゼーションの影響についての議会報告を義務付けた。SECは、九〇日後に行った議会報告の中で、①ディスマライゼーション後にスプレッドが縮小したこと、しかし問題になっているナスダックの小型株については統計的に優位な縮小ではないこと、②板の厚み (depth) は平均的に減少したが、最良気配から数ティック分の累積した厚みには変化がないこと、③取引速度は上がっているが、機関投資家の大口取引の執行スピードは低下したこと、④取引サイズが特に流動性の高い銘柄で小口化したこと、⑤マーケット・メーカーの利益の減少は見られていないこと、⑥これによる指値の減少は見られないが、一件あたりの取引量は小口化していること、キャンセルが増加していること、⑦注文回送には大きな変化が見られないこと、⑧ボラティリティは短期では上昇したが、長期では変化がないこと、⑨相対スプレッドが低下したことで、ブローカーの新株プロモーションのインセンティブが低下した可能性⁽⁴⁾があることを述べている。

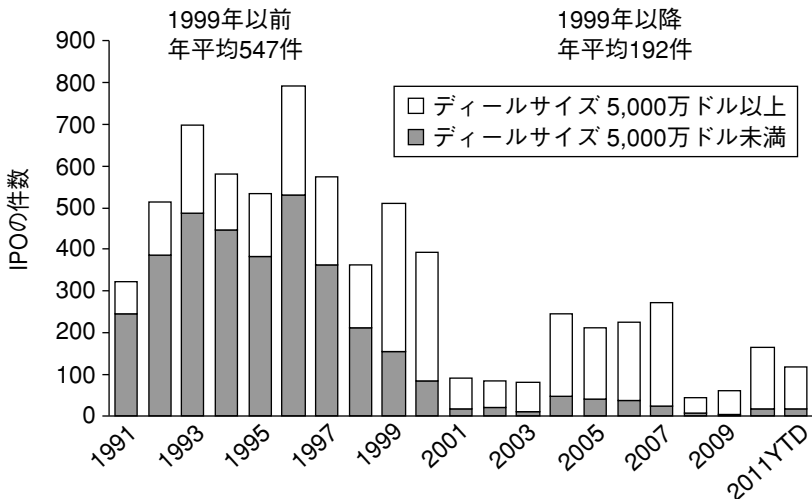
SECは、諸外国が流動性や時価総額などの銘柄特性にに応じてティックサイズを変えている例を挙げて、一律

に一セントとしている点には見直しの余地があるとしつつも、IPO減少の原因は、資金調達の国際化により海外IPOが増加していることや、株式公開コストの大きさにも原因があり、ティックサイズだけがIPO減少の理由ではないとしている。

その後も、ティックサイズを拡大せよという議論はさらに高まったと見られ、二〇一三年に開催されたSECのラウンドテーブルでは、市場関係者を中心にIPO縮小を深刻に捉える意見が多く出され、ティックサイズの拡大についても議論されたことが報じられており、続いて諮問委員会でもマーケットメイクやアナリストレポートのカバレッジ拡大を含めた中小型株の取引インセンティブを高めることが流動性向上や資金調達に資することが議論された。

SECは、こうした動きを受けて、翌二〇一四年に、FINRAと取引所に対して小型銘柄のティックサイズを二年間にわたって拡大する試験プログラムを導入するためのルール改正を行うことを命じている。

図表1 規模別IPO件数



(出所) 注(2)

図表2 ティックサイズ拡大議論の経緯

2011. 10	IPO Task Forceが米財務省にディシマライゼーションとIPO危機に関する問題提起レポートを提出
2012. 4	JOBS Act (Jumpstart Our Business Startups Act) 成立 ディシマライゼーションと中小型銘柄のIPOとの関係についてSECが議会報告を行うことを義務付け
2012. 7	SECによる議会報告 "Report to Congress on Decimalization"
2013. 2	SEC Decimalization Roundtable開催 小型株のティックサイズを拡大することにおおむね賛成の意見多し
2013. 3	SEC "Advisory Commission on Small and Emerging Companies"
2013. 11	Small Cap Liquidity Reform Act H.R.3448成立。
2014. 6	FINRAと取引所に対して12ヶ月のパイロットプログラム実施を命令。 "Order Directing the Exchanges and the Financial Industry Regulatory Authority To Submit a Tick Size Pilot Plan"
2014. 8	FINRAと取引所がパイロットプログラムのためのルール改正をSECへ提出
2016. 10	ティックサイズ拡大のパイロットプログラム実施（2年間）

3 試験プログラムの概要

ティックサイズを拡大するための試験プログラムは、二〇一四年六月に発表され、パブリックコメントなどの手続きを経て、予定より遅れて二〇一六年一〇月三日から段階的に実施された。

対象証券は、時価総額三〇億ドル以下、一日平均取引高一〇〇万株以下、終値と取引高加重平均株価（VWAP）が二ドル以上の株式とされ、総じて流動性の低い小型株が中心となっている。試験プログラムでは、対象となる約二四〇〇銘柄の株式を四つのグループに分け、①コントロール・グループは従来通りの一セント刻みの呼値で取引を行い、②第一グループは、気配提示のティックサイズは五セント刻みに拡大するが執行価格の刻みは従来通り一セント、③第二グループは気配提示、執行価格ともに五セント刻み、④第三グループは、第二グループと同じ条件でトレード・アット・ルールを導入するものとされる。トレード・アット・ルールは、ダークプールの取引を禁じるルールであり、今回の試験プログラムで同時に実施されることになったものであるが、本稿の紹介では割愛する。

試験プログラムが二年間で終了した後、SECスタッフによる分

析レポートが発表され、結論としては、一部の結果を除いて、おむねティックサイズの拡大は市場の質に悪い影響を及ぼすというものであった。

ティックサイズを拡大したグループは、これまで通り一セントの呼値で取引を継続したコントロール・グループと比べて、スプレッド、ボラティリティ、価格効率性のどの指標で見ても市場の質が低下している。またグループ一と二を比較することで、気配の呼値と取引価格の刻みの影響の差を比較すると、気配の呼値のサイズを拡大したことの影響の方が大きい。

また、ティックサイズを拡大した方が市場の厚みは増加しており、市場の流動性が拡大しているように見えるが、厚みが増加したのは最良価格の部分だけであって、最良価格の外側五セントの範囲の厚みではむしろ縮小している。大口取引が行われる場合は、最良気配の外側の一定範囲までの厚みが必要であることを考えると、市場の質はむしろ低下したと見ることもできる。特に、小型銘柄であっても、試験プログラム前に比較的小さいスプレッドで取り引きされていた銘柄については、人為的にティックサイズを拡大したことは悪影響が大きかったことが分かる。

図表 3 試験プログラムの実証分析の概要

- ① ティックサイズを拡大したグループは、スプレッドの拡大、ボラティリティの増加、価格効率の低下が見られ、全体として市場の質が低下した。
- ② 市場の質の低下は、取引価格の呼値の拡大による影響だけでなく、むしろ気配の呼値の拡大によってもたらされた。
- ③ ティックサイズを拡大した3つの試験グループ全てで、最良気配で出されている注文の量である市場の厚み（depth）は増加した。しかし、最良気配の5セント範囲まで広くとった厚みで見ると、流動性はむしろ縮小した（ただしトレード・アット・ルールの影響を受けたものを除く）。
- ④ 最良気配の外側の厚みも増加したが、大口取引の取引コストの縮小にはつながらなかった。
- ⑤ 市場の質の低下は、試験プログラム前にスプレッドが5セントより小さかった銘柄についてはさらに悪化した。このことは、人為的にティックサイズを拡大したことになる銘柄の方が悪影響が大きいことを示している。

SECの今後の方針はまだ不明だが、以上の結果を受けると、ティックサイズの拡大は投資家にとっての利益が大きく、拡大のためのルール改正が実現する見込みは低いということができないのではないだろうか。

4 おわりに

売買スプレッドは、投資家とマーケット・メーカーとの間の利益の取り分を決める数字である。ティックサイズは、売買スプレッドの下限であるから、ティックサイズを拡大することは、マーケット・メーカーの利益を拡大することのように思えるが、それは投資家の利益を犠牲にすることにつながる。

また、マーケット・メーカーの収益を決めるのはあくまでも売買スプレッドであり、ティックサイズは呼値の最小を決めているだけである。流動性が低い、あるいはボラティリティが高い銘柄の取引においては、マーケット・メーカーは一定の流動性リスクなどのリスクを負うことから、リスクをカバーして市場機能を維持するために、適正な範囲まで売買スプレッドが拡大し、マーケット・メーカーもコストに見合う利益を確保できることが本来の市場のあり方だと考えられる。その点では、売買スプレッドの最小値であるティックサイズを人為的に拡大することでマーケット・メーカーの収益を守ろうとするのは見当外れであるように見える。

一方、高度なコンピュータを利用したHFTが登場し、高速・高頻度の取引が拡大し、投資家が小さなスプレッドから利益を得ようと競争を激化させた結果、大型・高流動性銘柄のスプレッドが限界まで縮小していることも事実である。その結果、小型・低流動性銘柄のマーケット・メイクのコスト負担が相対的に大きくなってしまっている可能性も否定できない。

SECは、試験プログラムで得られたデータを公開することから、引き続き研究者による実証研究

が発表されると考えられるので注視したい。

注

- (1) Securities Exchange Commission (2000) "Order Directing the Exchanges and NASD to Submit a Decimalization Implementation Plan" Release No. 34-42360, Jan. 2000
- (2) IPO Task Force (2011) "Rebuilding the IPO On-Ramp Putting Emerging Companies, Investors and the Job Market Back on the Road to Growth", October 20, 2011
- (3) JOBS法に関する詳細は、中村聡「米国JOBS法による証券規制の変革」『金融商品取引法研究会記録』第四〇巻、日本証券経済研究所、二〇一三年一月。その後のJOBS法改正と米国のIPO活性化策については、岡田功太「米国の株式公開市場の活性化に係る施策を巡る議論」『野村資本市場クォーターリー』2018 Autumn 参照。
- (4) 清水葉子（二〇一三）「アメリカのティックサイズ拡大議論」『証研レポート』一六七九号、二〇一三年八月参照。
- (5) Edwin Hu, Paul Hughes, John Ritter, Patti Vegela and Hao Zhang (2018) "Tick Size Pilot Plan and Market Quality"

（しみず ようこ・客員研究員）

拡大するリスク・パリティ戦略とETF

志馬 祥紀

1 はじめに

最近の株式市場に関する報道において、株価が大きく変動した際に「リスク・パリティ戦略」という言葉を目にする機会が増えた。

例えば、二〇一八年一〇月末の株価下落について、日本経済新聞では以下のような記事が掲載されている。

「市場が警戒しているのは、リスク・パリティ型ファンドによるさらなる売りだ。リスク・パリティは株や債券などの価格のボラティリティに応じて資産配分を変える戦略で、年金基金などによる採用が増えている。例えば株価が大きく上下して変動率が高まれば株式を売却し、債券などに資産を振り向ける。市場の振れ幅を拡大する増幅装置になりやすく、一〇月の大きな下落を演出した要因の一つだ。

リスク・パリティのカギを握る変動率は、ファンドによって対象とする期間が様々だ。日次や週次のほか、月次の変動率をもとに翌月初めに売りを出す戦略がある。一〇月の下落幅が歴史的な水準となったことで市場では「月初に機械的な売りが出る可能性があり、リスクオンになりにくい」（国内運用会社）との声が出始めた。」

（『リスク・パリティ』売り第二波に警戒感』証券部、須賀恭平 日本経済新聞二〇一八年一〇月三〇日付記事）。

また、二〇一八年末の株価の乱高下時にはこのような記事もみられた。「株価変動率が高まると自動的に持ち高を減らす「リスク・パリティ」と呼ぶファンドも株価への影響力が大きい。一八年二～三月にはこの種のファ

ンドが世界的な株安を助長した。」(「株価変動 自動取引で増幅」日本経済新聞二〇一八年十二月二十八日付記事)。
以上のように、新聞記事においては、リスク・パリティ戦略が、株式市場におけるリスク状況の変化に応じて、自らのポジションを調整(リバランス)することが、株式市場にフィードバックすることで、株式市場の下落、価格変動の拡大をもたらしているとの論調がある。

しかしながら、リスク・パリティ戦略がどのような投資手法であるのか、その基本的な考え方や、実際の運用方法等について、専門家を除き必ずしも理解されていない点もある。については以下、リスク・パリティ戦略について、その基本的な考え方、米国で注目されている理由、そして最後にリスク・パリティ戦略に基づくETFの状況について説明する。

2 リスク・パリティ戦略とは

(1) リスク・パリティの考え方と簡単な事例

リスク・パリティとは「リスク均衡」を意味する用語である。投資対象として株や債券を中心とする多用な資産クラスについて、資産毎の「リスク」を算出し、それがポートフォリオ内で等量化するよう運用する手法のことを指す。リスク値としては価格収益率の標準偏差を使用する事例が多い。

一般的に、各資産クラスの価格変動について、(理想的には収益率間に相関関係がないこととされるが)、実際には一定の相関関係が存在する。これら各資産のボラティリティ(価格平均の標準偏差)と資産間の相関性に基づいて、リスク・パリティはポートフォリオにおける各資産間で同等のリスク量の均等化を維持するように運営されている。

各構成資産のリターンや、リスク・パリティ戦略とファンドとの比較に際しては、リスク調整後のリターンを比較するシャープ・レシオが用いられることが多い。シャープ・レシオの値は、「（ファンドの平均リターン－安全資産利子率）÷標準偏差」で求められる。この解釈としては、リターンのうち安全資産（無リスク資産）を凌駕した部分（＝超過リターン）を、リターンの変動（リスク）を示す標準偏差で除することで、保有リスクに対する超過リターンの大きさが示される。なお、安全資産利子率には、無担保コールレート等が使用される。

非常に簡単な例（株式と債券からなるポートフォリオを想定）を挙げると、株式が三単位のリスク（ボラティリティ）があり、債券に一単位のリスクがある場合、株式／債券ポートフォリオは債券七五％、株式二五％の株式の比率となる。これにより、二つの資産間のリスクが等しくなる。

次に、実際に米国におけるデータを使用した例を考えてみる（図表1参照、モーニングスター社（Morningstar (2018)）のデータに基づく）。同データによれば、一九七〇年～二〇一六年間の米国株式（大型株）のボラティリティ年平均一七・一％、債券のボラティリティは一二・一％である。

米国債券及び株式の二資産からなるリスク・パリティ・ポートフォリオを作成する場合、資産間の相関関係を考慮しなければ、各資産のウェイトは以下のようになる。

・債券・一一（債券リスク）／（全リスク合計）＝一一・一二・一％／（一二・一％＋一七・一％）＝

五八・六％。

図表1 簡単なリスク・パリティ戦略の事例

	ボラティリティ	ポートフォリオ内の構成比率	リスク・ウェイト (リスクを考慮した比率)
債券	12.1%	58.6%	50%
株式	17.1%	41.4%	50%

・株式…一（株式リスク）／（全リスク合計）＝一・一七・一％／（二・一％＋一七・一％）＝四一・四％。

この結果、両方の資産間のリスク比率（リスク・ウェイト、ポートフォリオのウェイト×ユニットのリスク）は以下の値となり、債券と株式のリスク比率が各々等しい（各五〇％）ことが分かる。

・債券…一二・一％×五八・六％＝〇・〇七〇九

・株式…一七・一％×四一・四％＝〇・〇七〇八

このようにリスク・パリティ・ポートフォリオの資産構成は、債券や短期金利など低リスク資産比率が高い一方で、株や外国株式、外国債券など高リスク資産の比率は低下する傾向がある。実務的には、株価指数先物や国債先物などのデリバティブ取引を投資対象とする、借り入れを行う等レバレッジを高めることで収益率を高めている事例が多い。

また、実際のリスク・パリティ戦略においては、時間とともに変化する各資産のボラティリティに基づいて、一定期間毎に各資産の構成比率の見直し（リバランス）が行われる。リバランス対象期間は運用者によって異なり、日次、週次、月次変動率まで様々である。

なお、実際の資金運用市場において、リスク・パリティ戦略に基づく運用資産残高の規模は、国際通貨基金（IMF）によれば一五〇〇億〜一七五〇億ドル（二六兆五〇〇億〜一九兆二五〇〇億円）に達するとされる（IMF（二〇一八））。

そして、リスク・パリティ戦略を採用する投資家の裾野は広く、年金基金などの伝統的な投資家もいれば、クオンツ系のヘッジファンドもいる。国内では大手金融機関が主力商品として同戦略を年金や地銀などに提供しており、残高は数千億円規模に拡大しているとの報道もある。

(2) リスク・パリティ戦略が米国で拡大した理由

リスク・パリティ戦略が拡大したきっかけは二〇〇八年のリーマン・ショック前後の相場低迷。当時の主流であった。株や債券等の資産毎に分散投資する手法では、全ての資産が一斉に値下がりした金融ショック時に有効ではなく、多くの投資家に損失が発生した。そのためリスク量を一定として、資産配分を変えるリスク・パリティ戦略が注目を浴びるようになった。

リスク・パリティ戦略が米国で注目、拡大された理由を示すために、以下ではJohnson, et. al. (2010)のシミュレーション結果を紹介する。

Johnson, et. al. (2010)は、リスク・パリティ戦略と伝統的な米国の投資信託のリスク調整後のパフォーマンスを比較している。「シンプル・リスク・パリティ戦略」と、米国で一般的なポートフォリオである株式六割、債券四割のポートフォリオ（六〇／四〇ポートフォリオ）を比較している（投資結果はシミュレーションによる）。

実務上、多くのリスク・パリティ戦略は幅広い資産クラスに投資対象を分散させているが、以下では単純化のために、株式、債券、コモディティへのエクスポージャーを示す代表的な三指数を使って戦略を構築、シミュレーションする（株式市場を示す指数としてMSCI世界指数、債券市場はバークレイズ米国総合政府債指数、コモディティ市場はS & P GSCI指数を使用する）。データの対象期間は一九七一年一月から二〇〇九年十二月とする。

「リスク・パリティ」とは資産クラス間で均等なリスクを目指すことと定義し、以下では各資産クラスについて毎月同じ量のボラティリティを保有することとする。具体的には、各資産について期待ボラティリティの決定から始める。各月の初めに計算される資産構成比は、単純に、年率換算されたボラティリティをそのアセットク

ラスの予測ボラティリティで除したものである。毎月このプロセスを繰り返し、新しい構成比を実現するためにリバランスを行う。

比較のために、ポートフォリオの規模を年率で平均してボラティリティが六〇／四〇のポートフォリオのボラティリティと一致するようにポートフォリオを調整する。

図表2は、上述のシンプル・リスク・パリティ戦略（以下リスク・パリティ戦略）と伝統的な六〇／四〇ポートフォリオの時系列のパフォーマンスを比較している。リスク・パリティ戦略は、過去三九年間で同じ年換

図表2 シンプル・リスク・パリティ戦略が高いリスク調整後リターン及び安定的なパフォーマンスを示す事例（49年間のデータに基づく）

	シンプル・リスク・パリティ戦略	60/40 S&P/バークレイズ合算	リスク・パリティ戦略が 60/40を凌駕した比率
年次リターン	11.2%	9.6%	1.7%
年次標準偏差	10.1%	10.1%	—
シャープ・レシオ	0.45	0.28	63%改善
特定期間中の累積リターン			
ニクソンの価格統制 (71年8月－74年4月)	53.5%	8.1%	45.5%
1982ブル・マーケット (82年9月－84年3月)	38.0%	48.0%	－10.0%
1987マーケット・クラッシュ (10/87)	－1.8%	－11.5%	9.7%
FEDの連銀金利引上げ (94年2月－94年3月)	－9.0%	－5.8%	－3.2%
ITバブル (99年1月－00年3月)	16.4%	14.7%	1.7%
ITバブル崩壊 (00年4月－03年2月)	22.5%	－17.6%	40.1%
金融緩和 (02年8月－04年3月)	28.7%	21.8%	6.9%
サブプライム危機 (07年7月－09年3月)	－0.5%	－26.0%	25.5%

（出所）Johnson, et. al. (2010)

*60/40ポートフォリオは、米国S&P 500株価指数（60％）とバークレイズ・キャピタルUS米国債指数（40％、1976年以降）、Ibbotson U.S. Intermediate Government Bond Index（40％、1976年以前）から構成。

*シミュレーションされたシンプル・リスク・パリティ戦略はシミュレーション値による。

*シンプル・リスク・パリティ戦略が60/40ポートフォリオを凌駕した値は、両者の差額を四捨五入している。

算ボラティリティの下でより高いリターン（年間あたり追加的に一・七％）を実現、結果としてシャープ・レシオは六〇％程度高い。このリスク調整後リターンの増加は、ポートフォリオ構築手法とリスク分散の改善による。図表２中、リスク・パリティ戦略は、資産構成の多様化により、六〇／四〇ポートフォリオよりも安定的なリターンを実現している。しかし、同戦略は常に有効に機能しているわけではない。図表２の下部は、リスク・パリティ戦略が特定の歴史的な状況下でどのように機能したかを示している。

一九七〇年代初頭、インフレがコントロール不能となり、ニクソン大統領は一九七一年八月一日に賃金と価格の統制を押し進めた。インフレは当初は低下したが、コモディティ価格は引き続き上昇し、一九七三年のＯＰＥＣ石油禁輸措置によって加速された。この結果は、コモディティなどインフレの恩恵を受ける資源資産への投資が有効であることを示している。シンプル・リスク・パリティ戦略のポートフォリオは、同期間中六〇／四〇ポートフォリオを四五％超凌駕している。

一九八二年の強気相場は、六〇／四〇のポートフォリオがリスク・パリティ戦略を凌駕した事例である。同期間中に株式がリスク調整ベースで最も優れた成果を出した資産クラスであったことによる。ただし、六〇／四〇ポートフォリオの成果を下回っている間も、リスク・パリティ戦略は、絶対的なリターンでは、優れた成績を出している点が注目される。リスク・パリティ戦略は、ＩＴバブルの拡大期、二〇〇〇年代半ばの信用緩和期間の成果が示すように、強気市場の環境下で一定の成果を出す特徴がある。

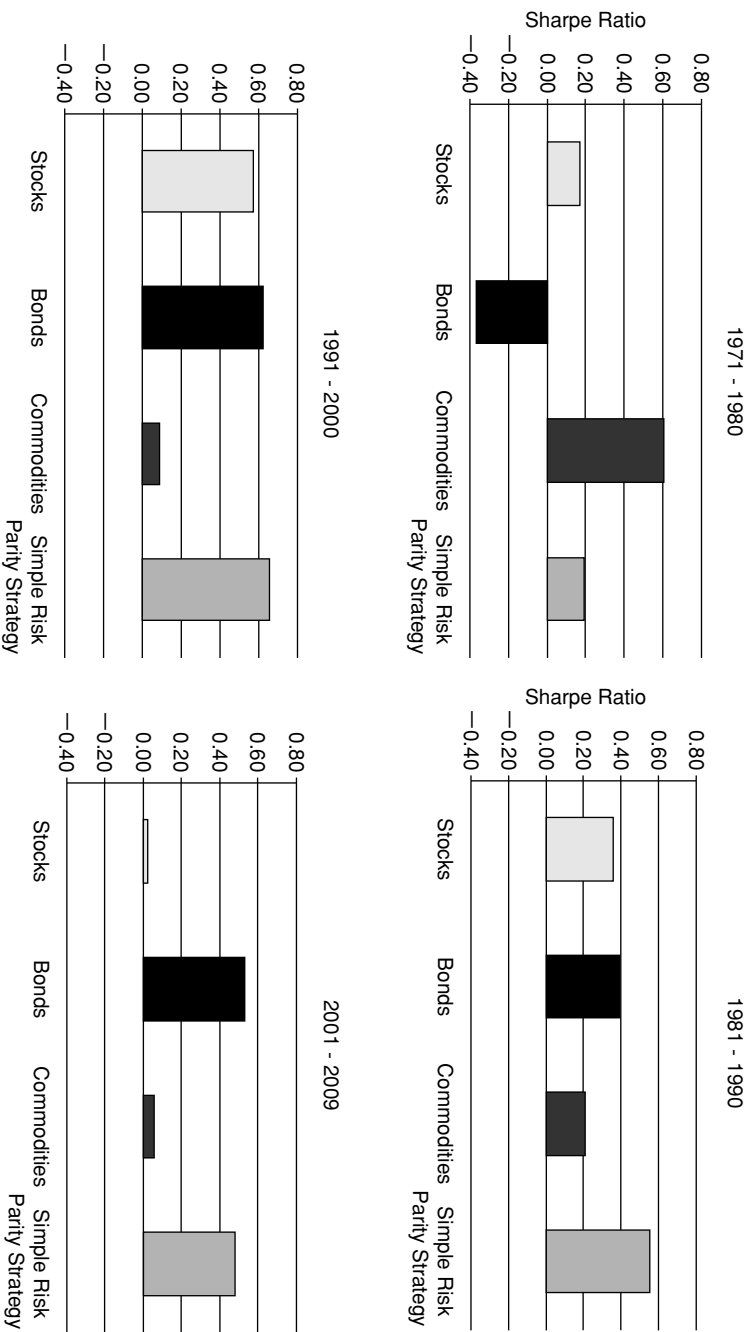
一九九四年二月のＦＲＢのＦＥＤ　ＦＵＮＤＳ金利の上昇は、多くのポートフォリオに厳しい環境であった。これは、リスク調整後の債券が株式よりも相対的にダメージを受けていたことから、リスク・パリティ戦略が伝統的な資産配分を下回る可能性があることを示す例でもある。

一九八七年の市場クラッシュ、ＩＴバブルと崩壊、最近のサブプライム危機のように、弱気の株式市場は全て、リスク・パリティ戦略が伝統的な六〇／四〇ポートフォリオを大きく凌駕している。政府債などの、同種環境下で良好に機能する資産を保有することで、リスク・パリティ戦略は、株式市場の下落期においても、投資資金の大半を維持、時には増加させることができた。

より良いリスク調整済みのリターンを提供することに加えて、リスク・パリティ・アプローチは、異なる経済環境においても、伝統的な六〇／四〇ポートフォリオよりも弾力性がある。図表３は一九七一年から二〇〇九年までの三九年間の株式、債券、コモディティにおける一〇年毎のシャープ・レシオを示している。中期的（一〇年間）には、これらの資産クラスへのリターンは大きく異なる。これらリスク資産に集中するポートフォリオは、その資産クラスが長期間にわたり低いまたは負のリターンを生み出した場合、同資産への集中投資されたポートフォリオの価値は大きく損なわれる。

例えば、一九七〇年代のインフレ期の一〇年間において、コモディティは最も優れた資産クラスであった。一九八〇年代は、三つの資産クラス全てが概ね良い成果を示した一〇年間です。一九九〇年代のデフレ期には、株式と債券の双方が好調に推移し、一方、コモディティはほとんどリターンを生んでいない。二〇〇九年までの直近の一〇年間では、資産バブルと信用バブルの二つの大きな不況の間で、債券のみが投資家に健全なリターンをもたらした。これら全期間を通じて、シンプル・リスク・パリティ戦略へのリターンは、幅広いリスク分散によって、一貫してプラスを実現している。

図表3 リスク・パリティ戦略がリスク調整後リターンにおいて、様々な経済環境下において、個別資産
ポートフォリオよりも安定的な成果を上げている事例（数値はシャープ・レシオ値）



（出所） Johnson, et. al. (2010)

(3) リスク・パリティ戦略の分析―リターンの源泉は、資産配分か？リバランスか？

本節ではリスク・パリティ戦略が、伝統的ポートフォリオに比して相対的に高いリターンを実現している理由について、検討する。以下の内容は主にMarra (2016)による。

リスク・パリティは、ポートフォリオ内の各原資産クラスからのリスク寄与を等しくしようとする。この手法が相対的に高いリターンを生成する可能性として、二つの理由が存在する。

第一に、リスクベースの配分を行うことで、ポートフォリオ・マネージャーは特定の資産クラスに過度に配分した結果として発生する、ポートフォリオを特定資産のテール・リスク（非常に低い確率で発生する暴落等）にさらすことを回避している。

第二に、資産クラス間のリスク・パリティ（リスク均等化）は、時間の経過とともに変化するが、その安定性を維持するためには、短期的な資産クラス間の相関及びボラティリティの変化を踏まえて、ポートフォリオ内の資産比率をリバランスする必要がある。リスク・パリティは、ボラティリティまたは相関が低下している資産クラスへの配分を増加させる。この理由は、それらボラティリティ低下資産（あるいは相関低下資産）の、ボラティリティのポートフォリオへの限界リスク寄与が相対的に低いことによる。従って、リスク・パリティは、理論的には、より効率的な分散化の結果として、優れたリスク調整後収益に繋がっていると考えられる。このような考え方の下で、Marra (2016)は以下の二つの仮説を設定した。

(A) リスクに基づく配分が、単一資産クラスのリスクの過度な集中をもたらしを防ぎ、下落市場におけるポートフォリオの損失緩和をもたらしている。

(B) リスク・パリティは、資産クラス間の相関性とボラティリティについて、短期的な変化に基づくリバラ

ンスを行うことで、効果的な多様化を維持している。

同仮説を分析するために、Marria (2016) はリスク・パリティ・ポートフォリオのパフォーマンスをバックテストし、それをバイ・アンド・ホールド型の等価加重ポートフォリオ（各資産への投資金額を均等化したポートフォリオ）と比較した（以下の分析A・B参照）。

等加重配分は、ポートフォリオ内の静的配分の平均であり、特定の配分（一般的な六〇／四〇ボートフォリオ等）の偏りが存在しないことから、本分析上、最良の比較対象である。

バックテストは、二〇〇二年五月～二〇一六年七月まで間を、週次リターンを資産クラス毎に使用して計測し、リスク・パリティのリバランスを週次で行ったと想定する。同期間は、様々な市場環境をカバーしており、適切と考えられる。

対象となる資産クラスの変動を示す指数として、以下の三指数を使用している。グローバル株式市場はMSCIワールドインデックス（MSCI World Index）、グローバル債券市場はバークレイズ・キャピタル・グローバル総合債券指数（Barclays Capital Global Aggregate Bond Index）、コモディティ市場はブルームバーク・コモディティ指数（Bloomberg Commodity Index）である。

資産間のリスク・ウェイト設定のために、t時点での一二ヶ月の移動平均ボラティリティと移動平均相関値を変数として、t+1時点におけるリバランス・データとして使用（分析Bにおけるリバランス無しポートフォリオの初期設定値を含む）。

(A) リスク・パリティと等価重ポートフォリオのリターン分析

図表4においてリスク・パリティ・ポートフォリオと等加重ポートフォリオを比較した結果、リスク・パリティが、シャープ・レシオによって測定される優れたリスク調整後リターンを生み、等加重アロケーションを凌駕していることが確認された。

また、リスク・パリティと等加重ポートフォリオについて、時間の変化とともに、そのリターンとボラティリティについて検証した結果、リスク・パリティの優れたシャープ・レシオは主に、高いリターンではなく、ボラティリティの低下に大きく依存している。リスク・パリティは、相場が下落する市場でも、累積値でよいパフォーマンスを示し、投資家の資本を保護するのにも効果的であった。

(B) リバランスの影響

次に、通常のリスク・パリティ・ポートフォリオと、初期に資産構成比を設定した後は、リバランスを行わないリスク・パリティ・ポートフォリオを設定、両者のパフォーマンスを比較した。これは、リスク・パリティ戦略は通常、資産クラスの相関性とボラティリティの短期的な変化に基づいて配分されるため、リバランスが戦略のパフォーマンスにどの程度寄与しているのか識別したものである(図表5)。

リバランス有とリバランス無しの各ポートフォリオのパフォーマンス値に大きな差がない場合、リバランスの影響が軽微と判断される(同時に、初期設定値の必要性が確認される)。

図表4 リスク・パリティと等価重ポートフォリオの比較
(平均値、年率換算、2002年5月～2016年7月)

	ボラティリティ(%)	リターン(%)	シャープ・レシオ
リスク・パリティ	7.47	4.91	0.66
等加重ポートフォリオ	11.17	4.08	0.37

結果は、リスクベースの配分がパフォーマンスの決定上、主要な要因であることを示唆している。

リバランス実施リスク・パリティ・ポートフォリオは、シャープ・レシオを〇・六六発生。リバランス無しリスク・パリティ・ポートフォリオはシャープ・レシオ〇・六三を発生。わずか三ポイントのベースポイント(bps)を下回っていた。(これら二つの戦略は、分析Aの伝統的ポートフォリオよりも、優れたシャープ・レシオであることに注意。)

結果は、リスク配分がリバランスの恩恵を受けることを示しているが、その恩恵はポートフォリオのシャープ・レシオが(リバランスよりも)リスク・パリティ戦略に大きく依存している。

なお、Johnson, et al.(2010)は上述の内容の他に、リバランスがリスク・パリティ・ポートフォリオに与える効果として、相関係数に基づくリバランス効果と、ボラティリティに基づくリバランス効果を分析しているが、本稿ではその内容説明を省略している。

これら分析結果は以下のように要約される。

リスク・パリティ・ポートフォリオは、市場環境全般において、等加重資産配分ポートフォリオより高いリターンを実現している。その優れたリスク調整後リターンは、主に、特定資産のリターンの高さによるものではなく、より低いボラティリティと価

図表5 リスク・パリティのパフォーマンスの源泉テスト
(平均値、年換算、2002年5月8日～2016年7月13日)

	ボラティリティ(%)	リターン(%)	シャープ・レシオ
リスク・パリティ (リバランス有)	7.47	4.91	0.66
バイ・アンド・ホールド・ リスク・パリティ (リバランス無し)	7.50	4.71	0.63

値下落への抵抗力を理由としている。

結果では、リバランスのメリットが示されているが、そのメリットは最小限であり、ポートフォリオのシャープ・レシオは、構造的なリスク・パリティ戦略に大きく左右されている。

この調査の結果は、従来の資産ベースのアロケーションよりもリスク・パリティの重要な優位性を強調するのに役立つと考えられる。

なお、本バックテストについて、税金や取引コストは考慮されていない。これらコストが考慮されると、解決策にはこれらのアプローチを組み合わせることが潜在的な解決策となり得る。

(4) リスク・パリティ戦略についての批判

一方、リスク・パリティ戦略については、批判的・懐疑的な見解も存在する。

その一つは、(他の投資戦略の分析についても言えることだが) リスク・パリティ戦略の分析に際しては、リスク・パリティ戦略に基づくポートフォリオ構築に際して、その分析対象時期・対象資産より大きく結果が変化する点である。具体的にどのような資産を対象とし、どの程度の比率を組み入れるかが投資結果に大きく影響するため、リスク・パリティ戦略の優位性を主張する論者が、恣意的にこれらデータを選択しているのではないかという懸念が存在する(この点は、標準的なリスク・パリティ戦略の構築方法が確立していないことに加えて、リスク・パリティ戦略の分析に際し、現実のポートフォリオ運用成果ではなく、机上のバックテストに基づく事例が多いことにも起因する)。

もう一つは(前の論点とも関係するが)、過去(とりわけ直近三〇年間)の米国の経済状況が「たまたま」リ

スク・パリティ戦略の推進論者の戦略と、合致するような経済環境下にあったという可能性である。

この点については、Cooper (2012) の分析結果が参考になる。

Cooper (2012) は、オーストラリアの市場におけるリスク・パリティ戦略の有効性について、同期間の米国の分析と比較した分析を行っている。

Cooper (2016) は、オーストラリア市場を対象として、債券と株式の二資産からなるリスク・パリティ・ポートフォリオと、伝統的な六〇／四〇ポートフォリオを構築、バックテストを行った。

リスク・パリティ・ポートフォリオについては、過去三十六ヶ月間のボラティリティに基づき、株式・債券のポートフォリオへのリスク寄与度が等しくなるように、資産配分を決定。レバレッジをかけないリスク・パリティ・ポートフォリオを設定。同ポートフォリオの三十六ヶ月間のボラティリティを計算し、このポートフォリオのレバレッジ比率を、比較対象とする伝統的な六〇／四〇ポートフォリオの三十六ヶ月ボラティリティと等しくなるように、レバレッジを設定したレバレッジ有のリスク・パリティ・ポートフォリオを運用する。

同レバレッジ有リスク・パリティ・ポートフォリオ及び伝統的ポートフォリオの双方に、毎月リバランスを実施。対象期間は一九一〇年一月～二〇一二年二月である。

同レバレッジ有リスク・パリティ・ポートフォリオと伝統的な六〇／四〇ポートフォリオを比較、前者のリターンから後者のリターンを控除したものが、図表6である。

図表6は、オーストラリアにおける、一〇年単位での、二資産（株式および債券）ポートフォリオを対象とする、リスク・パリティ・ポートフォリオと伝統的な六〇／四〇のポートフォリオとの差額を比較している。

図表6のリターン比較において、リスク・パリティ・ポートフォリオは全期間を通じて伝統的ポートフォリオ

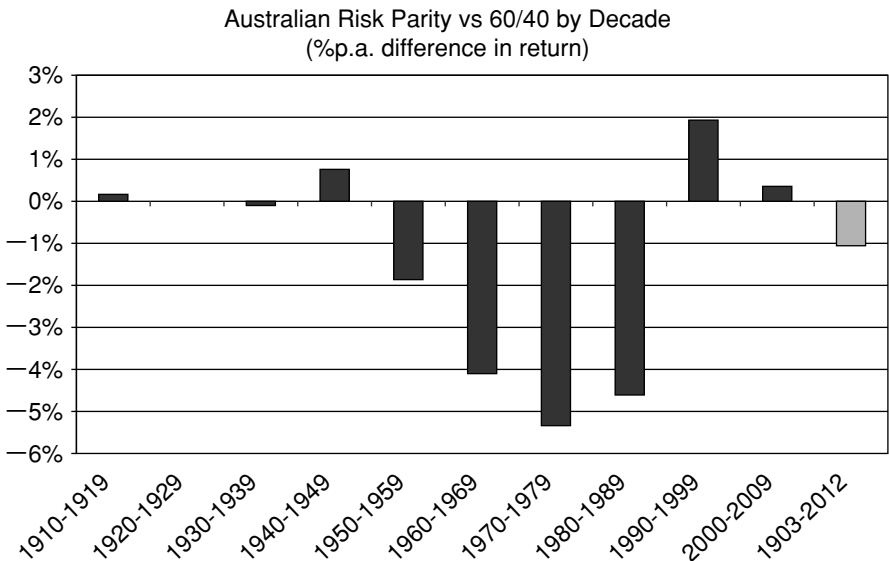
を毎年１％以上、下回っている（また一九三〇年代と一九四〇年代の非常に強いパフォーマンスは明確ではない。また一九五〇年代から一九九〇年代にかけての四〇年もの下回り期間の存在も確認できる）。

上述のように、目標に対するリターンについて、リスク・パリティ・ポートフォリオが伝統的なポートフォリオよりも優れていると主張することは困難である（また、どちらが良いとは言えない）。

同分析の結果は、同期間について比較した米国の事例とは全く異なっている（米国ではリスク・パリティ・ポートフォリオの結果が、伝統的ポートフォリオを凌駕している）。

明らかに、オーストラリアにおける市場リターンの構造は、米国とは若干異なっており、特に株式収益率は一般的に米国より良好であり、特に一九三〇年代における米国株式の深刻な不振はオーストラリアでは明らかではなかった（二〇〇〇年代の一〇年間についても同様）。

図表６ オーストラリアにおけるリスク・パリティ・ポートフォリオと伝統的ポートフォリオ（60/40ポートフォリオ）のリターンの差額
（＝リスク・パリティ・ポートフォリオ－伝統的ポートフォリオ）



同リスク・パリティ・ポートフォリオの背後にある主な問題点は、株式よりも債券に非常に偏っている点にある。(同ポートフォリオは、債券利回りが上昇しているか、または株式リターンが強い(またはその両方)場合、伝統的なポートフォリオをリターンが下回る)。

以上を要約すると、リスク・パリティ・ポートフォリオに関する多くの投資家の経験が上記のチャートよりも優れていることは認められるが、一〇年単位時系列データ結果はほとんどなく、オーストラリアの資産についての蓄積がない。

また、リスク・パリティ戦略は、米国における過去一〇年間の伝統的なポートフォリオのパフォーマンスが比較的低いために人気を博したが、同じ結果が必ずしもオーストラリアのポートフォリオには当てはまらない。

そして戦略としてのリスク・パリティの最近のパフォーマンスは良好ではあったが、これは普遍的ではなく、分析されたリスク・パリティ・ポートフォリオは、非常に長期間、時には大幅に従来のポートフォリオを下回っていた。

3 米国におけるリスク・パリティ戦略に基づくETFの紹介

以下では、米国ETF市場における、リスク・パリティETF二銘柄を紹介する。これら二銘柄とともに、AQR Fundsが設定・運用している(同者の運用する他のETFあり)。

両ETFはともに、Yahoo Finance US上「Tactical Investment」部門に分類されている。投資目標は絶対リターンであるが、レバレッジを使用し、純資産の二倍近くの資産を運用している。

両者の違いは、その投資範囲と資産構成である。QRHNXの目標は、トータル・リターンの追及であり、流

図表7 ETF 2種類の資産構成状況

ティッカーコード	AQRX	QRHNX
ファンド名	AQR Risk Parity I Fund	AQR Risk Parity II HV NFund
上場取引所	Nasdaq	Nasdaq
設立日	Sep 30, 2010	Nov 5, 2012
純資産残高 (百万ドル)	346.13	28.04
資産部門構成(%)	現金 36.63% 株式 13.31% 債券 29.05% その他 13.38%	現金 17.28% 株式 18.29% 債券 39.93% その他 11.53%
保有上位資産	・上位10資産が全資産の191.36%を占める ・以下、資産名及び比率 (%) ・Us 10yr Note (Cbt) Bond 19/Dec/2018 Tyz8 Comdty 30.91% (米国債先物) ・Sell Protection on CDX. NA. IG. 31-V1. Dec. 2023 24.10% (クレジット・デリバティブ) ・Sell Protection on iTraxx Europe Series 30 Version 1. Dec. 2023 23.96% (クレジット・デリバティブ) ・Ubs Money Ser 22.19% (MMF) ・S&P500 Emini Fut Equity Index 21/Dec/2018 Esz8 20.47% (株価指数先物) ・Ubs Relationship Fds 20.30% (?) ・Euro-Bund Future Bond 06/Dec/2018 Rxz8 Comdty 19.44% (ドイツ国債先物) ・Sell Protection on iTraxx Europe Crossover Series 30 Version 1. Dec. 2023 11.77% (クレジット・デリバティブ) ・Sell Protection on CDX. NA. HY. 31-V1. Dec. 2023 9.50% (クレジット・デリバティブ) ・Swap/03/20/2024/P: KRW/CD_KSDA/3M/R: KRW 2.00000_Pay 8.72% (通貨スワップ)	・上位8資産が全資産の199.61%を占める ・以下、資産名及び比率 (%) ・Us 10yr Note (Cbt) Bond 19/Dec/2018 Tyz8 Comdty 63.62% (米国債先物) ・Euro-Bund Future Bond 06/Dec/2018 Rxz8 Comdty 39.33% (ドイツ国債先物) ・S&P500 Emini Fut Equity Index 21/Dec/2018 Esz8 32.77% (株価指数先物) ・Ubs Relationship Fds 23.06% (?) ・Ubs Money Ser 21.21% (MMF) ・United States Treasury Notes 0.12% 7.55% (米国債) ・Topix Indx Futr Equity Index 13/Dec/2018 Tpz8 6.11% (日本株価指数先物) ・Long Gilt Future Bond 27/Dec/2018 G Z8 Comdty 5.96% (英国債先物)
特徴	QRHNXに加えて、先進国・新興国株式、国債、新興国債券、ソブリン債を含む	トータル・リターンを追及。流動性の高い、主要資産クラスに投資。

動性の高い主要資産を投資対象としている。AQRIXもほぼ同内容であるが、QRHNXに加えて、新興国の株式や債券も投資対象に含まれている。また、保有比率の高い上位資産の内容も、先進国の株式や債券のデリバティブ取引が含まれる等両者に共通する点が多いが、AQRIXには、クレジット・デリバティブや通貨スワップが含まれており、相対的にリスクの高い資産運用になっているようである。しかしながら、ファンド中の現金比率はAQRIXの方が高いことから、一概に同ETFの方がハイリスクとも言えない部分が存在する。

図表8は、AQRIX、QRHNXに加えて、S&P500株価指数に連動するETF (SPDR S&P500 ETF)、米国債券指数に連動するETF (iShares Core US Aggregate Bond ETF) の価格推移状況を示している。対象期間は二〇一六年一月二日～二〇一八年二月二十四日であり、価格も比較を容易にするため、二〇一六年一月一日終値＝一〇〇として基準化している。

この結果、これら期間中は、株式が上昇傾向を見せる一方で、金利上昇に伴う債券価格は下落傾向にあったことを受けて、最も上昇したものがSPDR、最も価格が振るわなかったものが債券ETFであり、二つのリスク・パリティETFは両者の中間程度に位置していることが伺える。

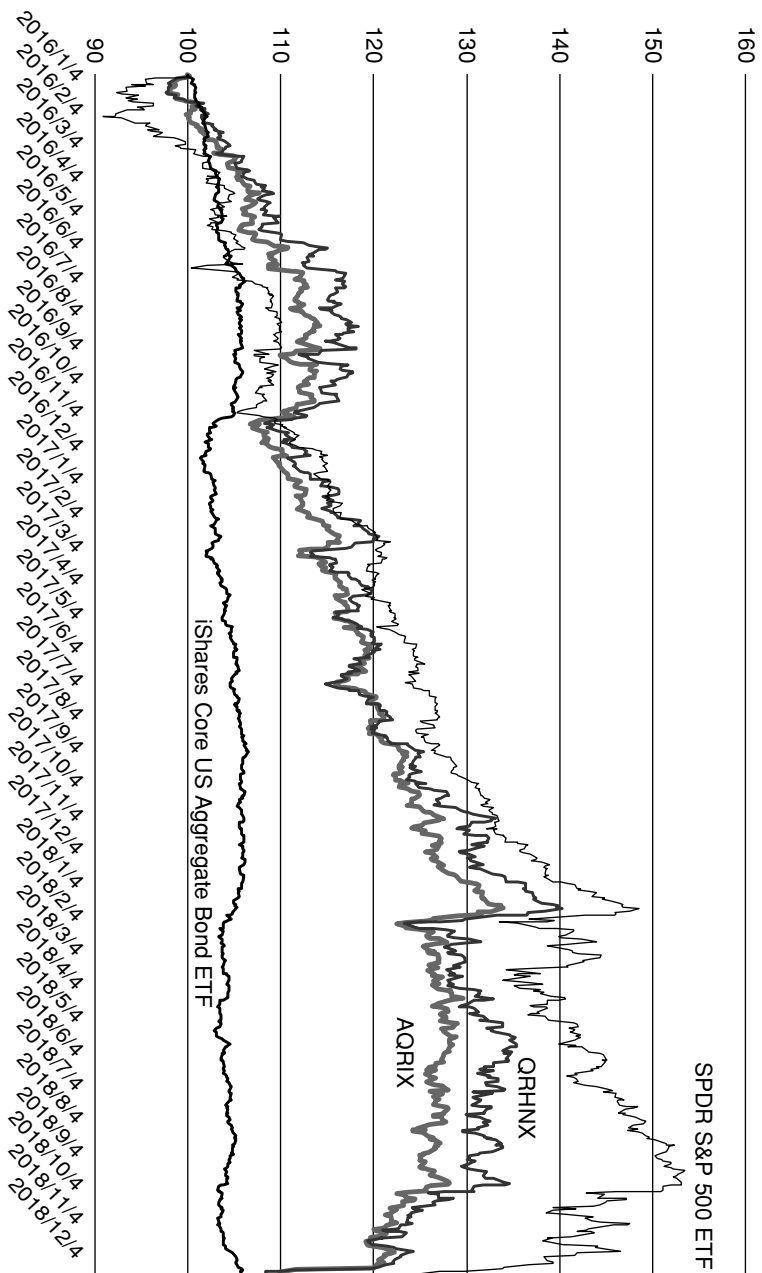
これらは、日次収益率ベースで、リスク・リターンを分析した結果についてもみられる特徴であり、図表9・10において債券と株式の間にリスク・パリティETF二銘柄が存在している。

4 終わりに

本稿では、最近知名度の上昇している、リスク・パリティ戦略について概要を述べた。

リスク・パリティ戦略は、従来の資産の金額ベースの配分ではなく、ポートフォリオ全体への各資産のリスク

図表 8 米国のリスク・パリティETF等の推移 (期間：2016年1月2日～2018年12月24日)

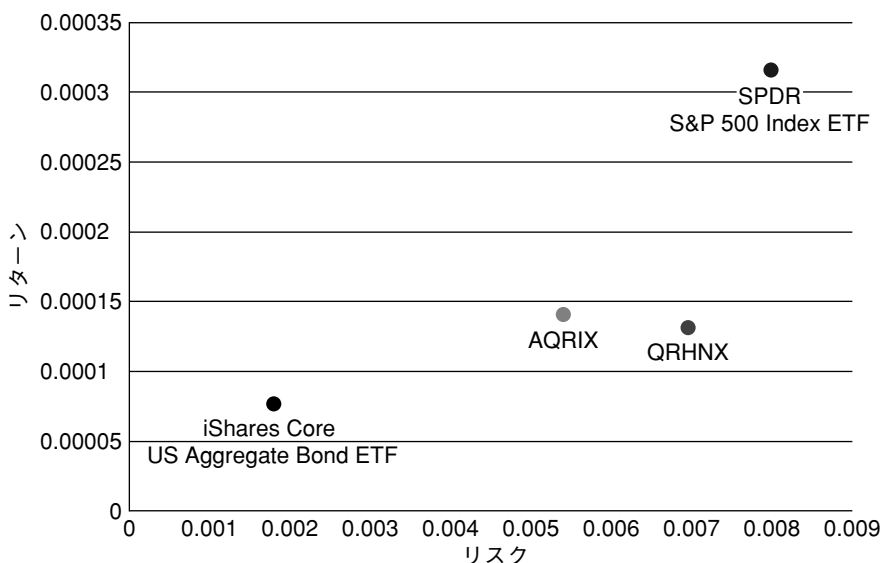


(数値：2016年1月2日＝100として基準化)

図表9 米国のリスク・パリティETF、株価指数ETF、債券ETFのリスク・リターン（表形式）（日次収益率ベース）

	AQRIX	QRHNX	SPDR S&P 500 ETF	iShares Core US Aggregate Bond ETF
リターン (平均値)	0.0001408	0.000132	0.000316	0.0000766
リスク (標準偏差)	0.0054006	0.006953	0.007974	0.0017790

図表10 米国のリスク・パリティETF、株価指数ETF、債券ETFのリスク・リターン（分布図形式）（日次収益率ベース）



寄与度に着目した、新しい見方の投資戦略である。

ただし、まだ議論や実証結果の蓄積が少なく、リスク・パリティの標準的なポートフォリオや定義、実証方法が確立されていない。主張者がそれぞれ自らのやり方を模索している状態である。

リスク・パリティ戦略は今後、実証例（資産構成別の実証、各国における実証例）の蓄積が必要、しかし安定的なリターン追及という意味で、新しい投資戦略としての可能性はある。

参考文献

- Cooper (2012), Greg, "Risk Parity - No Free Lunch", White Papers, Schroders, (<https://www.schroders.com/en/au/institutions/insights/white-papers/risk-parity---no-free-lunch1/>)
- IMF (2018), "Global Financial Stability Report April 2018: A Bumpy Road Ahead", International Monetary Fund, 2018 April, pp. 29 (<https://www.imf.org/en/Publications/GFSR/Issues/2017/09/27/global-financial-stability-report-october-2017>)
- Johnson, et. al (2010), Bryan W. Johnson, Yao Hua Ooi, "Understanding Risk Parity, So, You Think You're Diversified". AQR Capital Management, (https://www.aqr.com%2F~%2Fmedia%2Ffiles%2Fpapers%2Funderstanding-risk-parity.pdf&usq=AOvYaw2FkYoB0jDcE6z3fSP_A_Q1)
- Marra (2016), Stephan "A Performance Analysis of Risk Parity", *Investment Research*, LAZARD Asset Management, 2016 Fall, (https://www.lazardassetmanagement.com/docs/-m0-/29613/APerformanceAnalysisOfRiskParity_LazardResearch.pdf)
- Morningstar (2018), "2018 Fundamentals for Investors" (<https://advisor.morningstar.com/resourceDownload?type=publicForms&id=3f9df3c-f085-47a1-98ba-0bc008d49f25>)

(ㄣ# ㄥㄣㄣ・ㄥㄣㄣㄣ)

フェア・ディスクロージャー・ルールの検討

梅本 剛正

はじめに

二〇一八年四月からフェア・ディスクロージャー・ルール（以下「FDルール」）が施行された。FDルールとは、上場企業等が未公表の重要情報を特定の第三者に提供した場合に、当該内容を公表することを求めるルールであり、二〇一七年度金商法改正により二七条の三六―二七条の三八として新設された規定である。

導入前には実務界から不安の声が聞かれたものの、施行後はとくに混乱も見られないようである。⁽¹⁾ わが国のFDルールは、欧米に比べ相当遅れて制度が導入されており、諸外国の立法例や運用・実務なども参考にする時間的余裕があったため、それなりに規制が整備され安定的な運用がなされているのかもしれない。当事者が慎重に対応しているとの声も聞かれる。

他方で、施行後に違反等が表立って問題となっていないのは、それらとは別の要因にあると解する余地もある。本稿ではその点も含めて、わが国のFDルールにおける立法論・解釈論上の課題を扱うこととする。さしあたり、本稿では四つの論点、すなわち、情報提供者の定め方、情報受領者の範囲、公表方法の在り方、エンフォースメントに焦点を絞って検討を加えることとしたい。

1 規制趣旨・規制概要等

(1) 背景

FDルールは一九九〇年代にアメリカにおいて、上場会社の関係者が自社をカバーしているアナリストに対して選択的に情報を開示している慣行が問題となったことから、二〇〇〇年に設けられた規制である。欧州もこれに倣い二〇一四年に市場濫用ディレクティブに類似の規制を導入し、現在の市場濫用レギュレーション一七条に引き継がれている。

わが国では二〇〇五年六月二八日のディスクロージャーWG報告において、FDルールの導入が示唆されたが、アナリストに対する選択的情報開示が問題となっていなかったことや、経済界の抵抗が大きかったことで、継続的な検討事項とされた。その後、一部証券会社による不適切な法人関係情報の扱いの問題が生じたこと、グローバルルールに金商法を合わせる必要があることなどから、二〇一六年四月一八日のディスクロージャーWG報告⁽²⁾において、「公平・公正な情報開示は証券市場の健全な発展に必要な要素である」とされ、「我が国においても、フェア・ディスクロージャー・ルールの導入について、具体的に検討する必要があるものと考えられる」との提言がなされた。これを受けて、二〇一六年一二月七日「フェア・ディスクロージャー・ルール・タスクフォース報告書」(以下、「TF報告書」という)が具体的な提言を行い、二〇一七年の金商法改正により規制が新設された。⁽³⁾施行前の二〇一八年二月六日には、金融庁が「金融商品取引法第二七条の三六の規定に関する留意事項について(フェア・ディスクロージャー・ルールガイドライン)」(以下、「ガイドライン」)を定め公表している。

(2) 規制趣旨

F D ルールを導入する理由については、①発行者による公平かつ適時な情報開示を確保することで、すべての投資家が安心して取引できるようにすること、という規制趣旨が主たるものとして示されていた。それと同時に、②発行者側の情報開示ルールを整備・明確化することで、発行者による早期の情報開示を促進し、ひいては投資家との対話を促進する、③アナリストによる、より客観的で正確な分析および推奨が行われるための環境を整備する、④発行者による情報開示のタイミングを公平にすることで、いわゆる「早耳情報」に基づく短期的なトレードイングを行うのではなく、中長期的な視点に立って投資を行うという投資家の意識変革を促すという積極的意義もあるとされた(「TF報告書」二頁参照)。

一般論としてはともかく、これらすべてがわが国において妥当するわけではない。②については、F D ルール導入により、企業の情報開示姿勢が委縮すれば早期の情報開示を促すとはいえず、③については日本ではアナリスト評価の歪みは問題にされてこなかったのではないか、という批判はありうる。また、③④はアナリストの早耳情報などの問題を指摘しているようであるが、法人関係情報の管理などすでに規制対象となっている事項でもあり重ねて規制を加える必要があるのか、という疑問もありうる。②③④はそれ自体として規制理由とはいえず、詰まるところ、①の公平な情報開示による市場の信頼確保がわが国のF D ルールの主たる規制趣旨とみることができる。

(3) 規制概要

F D ルールは原則として、上場会社等が未公表の重要情報を特定の第三者に提供した場合に、当該内容を公表

することを求めるルールである。ここで対象となる情報提供者については、上場会社その他の役員、代理人もしくは使用人その他の従業者（以下「役員等」という）と定められている（法二七条の三六第一項）。その適用対象は、情報提供者が業務に関して重要情報を伝達した場合に限定されている（法二七条の三六第一項）。

FDRルールをめぐっては、「重要情報」、すなわち規制の対象となる情報の範囲が大きな関心を呼んできた。改正金商法は、重要情報とは「上場会社等の運営、業務又は財産に関する公表されていない重要な情報であつて、投資者の投資判断に重要な影響を及ぼすもの」だとする（法二七条の三六第一項）。ガイドラインでは、インサイダー取引規制の対象となる事実に加えて投資判断に影響を与える決算情報が主たる対象であり（ガイドライン問二）、該当しないものとして「モザイク情報」⁵⁾などが挙げられている（ガイドライン問四）。

FDRルールの対象となる情報受領者は「取引関係者」であり、金融商品取引業者などがこれに該当する（法二七条の三六第一項一号・二号）。逆にいうと、それ以外の者に対する情報提供は規制の対象外ということになる。取引関係者が上場会社等から伝達される重要情報について、当該重要情報が公表される前に守秘義務等を負う場合には、当該重要情報の公表は不要とされている（法二七条の三六第一項ただし書）。

未公表の重要情報を取引関係者に伝達する場合には、「同時に」当該情報を公表することを求めるのが原則である。ただし、伝達した情報が重要情報に該当することを知らなかった場合や、重要情報の伝達と同時にこれを公表することが困難な場合には、⁶⁾当該伝達が行われたことを知った後、「速やかに」公表すれば足りるものとしている（法二七条の三六第二項）。エンフォースメントについては後述する。

2 情報提供者としての「上場会社」

FDルールの対象となる情報提供者の範囲については、TF報告書では発行者の業務遂行において情報提供に関する役割を果たし、それに責任を有する者に限定することが適当であるとの理由から、発行者の役員等が情報提供者とされていた。しかし、FDルールにおいては、役員等のみならず、それに加えて、「上場会社」も情報提供者とされている。⁽⁷⁾

ところで、FDルールは情報開示の規制として定められているが、情報の不平等を是正するという規制趣旨からするとインサイダー取引規制と類似するところもあり、実際に両規制は類似している点が少なくない。他方で異なる点も幾つかあり、情報提供者の対象についても、インサイダー取引規制の会社内部者には、役員等は入るものの「上場会社等」は含まれていない。なぜFDルールでは上場会社も対象とされているのだろうか。

かりに、上場会社による情報提供を会社関係者によるすべての情報提供行為と解するなら、役員等による情報提供に要件を絞った意味が失われてしまうことになる。この点については、ガイドラインはもちろん立案担当者の解説などにおいても、明示的には触れられておらず、どのように解すべきか明らかではない。

ヒントとなるのは、金融庁のガイドラインが情報管理体制について項目を設けて説明している点であろう。ガイドライン問二では、上場会社等の情報管理の在り方について質問を設定している。問二の回答では、①グローバル企業としてすでに諸外国のルールに基づいて情報管理をしている会社はその基準に基づいて行えばよく、②インサイダー取引規制等に基づいてIR実務を行っている会社はインサイダー取引規制の対象となる情報管理に加えて、決算情報で重要な影響を与える情報の管理、③②の場合において決算情報のうち何が有価証券の価額に重要な影響を与えるのか判断が難しい企業は、公表前の確定的な決算情報をすべてFDルールの対象として管理す

る。以上がFDルールの求める最低限の情報管理であると説かれている。回答の前提とされているのは、上場会社等はFDルールにより適切な情報管理を実施することが求められているということである。

つまり、FDルールにおける情報提供者は、基本的には「業務に関して」情報提供を行う役職員である。しかし、それに留まらず、上場会社も役員等と同じく「その業務に関して」情報提供がなされた場合には、FDルールの規制対象となり、具体的には情報管理体制を整備しないために、安易に重要情報が外部に漏えいされた場合などが念頭に置かれているものと思われる⁽⁸⁾。

3 ルールの対象となる情報受領者

(1) 情報受領者の定め方

FDルールでは、規制対象となる情報受領者を「取引関係者」として、原則的に金融商品取引業者等やこれらの役員等としつつ、上場会社から重要情報の伝達を受け、有価証券に係る売買等を行う蓋然性の高い者も加えられている（法二七条の三六第一項一号・二号）。

EUの市場濫用規則では、情報受領者に限定が加えられておらず、広く第三者が対象となっている。情報開示の公平性を確保するという趣旨を徹底するなら、EU規制のように制限を加えないのがもっとも合理的な規制といえる。

わが国がモデルとしたアメリカの規制においては、SECの当初案では守秘義務を負う者を除外しただけの第三者（To Any Other Person Outside the Issuer）であったが、当初案に対して情報提供に対する委縮効果などに⁽⁹⁾ついて懸念するコメントが多く寄せられた。そのため、最終的に採用されたルールでは金融商品取引業者などに

範囲が狭められた⁽¹⁰⁾。

アメリカのFDルールについては、規制趣旨が二つあるといつてよい。一つはアナリストに対するプレビュー取材による情報漏れ、すなわち選択的情報開示の是正であり、もう一つはアナリストが企業と馴れ合うことで生ずる利益相反に起因するアナリストの評価の歪みの是正である。前者の情報開示の平等性についてだけ問題とするなら、当初案のようにすべての第三者への開示を規制対象とすべきかもしれないが、後者のアナリスト評価の歪みを問題とするなら、当面は証券業界の関係者に絞って規制を加えておいても構わないということにもなる。SECはこれまで選択的情報開示がアナリストなどを中心の問題となっていたことや、アナリストの評価の公正さ確保にも関心が向いていたため、情報受領者を限定しない当初案にはあまりこだわりがなかったのではなからうか。⁽¹¹⁾

(2) 日本法で情報受領者を制限する理由は？

これに対して日本においてFDルールが必要とされた主たる理由は、アナリストに対する早耳情報の漏えいであり、アナリスト評価の歪みが問題とされたわけではない。日本のFDルールの規制の主眼は情報の公平さにあったと考えられる。そうであれば、日本法においてなぜ情報受領者を業者等に限定しなくてはならないのか、十分な理由が示されるべきであろう。

TF報告書では「本ルールは、発行者による公平かつ適時な情報開示に対する市場の信頼を確保するためのルールであり、また、金融商品取引法が資本市場に関わる者を律する法律であることも踏まえると」一定の業者等に限定すべきであると説明されている。しかしながら、TF報告書は結論を先取りしているにすぎず、十分な理

由を述べているとは言い難い。⁽¹²⁾

わが国において長らく問題となってきたのは、じつはアナリストに対する選択的情報開示よりもメディアに対する選択的情報開示であった。⁽¹³⁾ わが国においては、決算情報が正式に公表される前に、新聞紙面などで報じられる慣行があり、これに対して海外投資家から不満が述べられてきたことは有名な話である。⁽¹⁴⁾ そうであれば、わが国のFDルールにおいて情報受領者が限定される合理的な理由はない。少なくとも、日本では報道機関を情報受領者から除外すべき理由はないというべきである。⁽¹⁶⁾

4 公表方法

(1) インサイダー取引規制との比較

インサイダー取引規制における公表概念では、①臨時報告書など法定開示書類の提出、②二以上の報道機関に情報を公開してから一二時間以上が経過したこと、③取引所の適時開示システム(TDnet)に通知したこと、いずれか、によるとされていたがFDルールではこれらに加えて④一年以上閲覧可能にするなど一定の条件付きで自社のHPに掲載した場合等が入った。⁽¹⁷⁾ (法二七条の三六第四項、重要情報公表府令一〇条)。

(2) 開示方法の選択肢と開示内容

(i) HPによる公表

規制上は複数の公表方法が認められているが、④の自社ホームページによる公表については自主規制との関係で若干問題となり得る。

有価証券上場規程四一三条の二では、適時開示をする前に自社のHPなどで会社情報を開示することは禁じられている。つまり、適時開示の対象情報については適時開示をする前に④の方法を採ることはできないわけである。会社のHPは投資者が見落とすおそれが多いため、適時開示情報に該当するのであれば、情報ベンダーを通じて情報が広く提供される適時開示の利用を求めることには理由があると思われる。それゆえ、今後とも本規程が維持されるとするなら、会社のHPで公表することで、フェア・ディスクロージャー・ルールに対応できるのは、適時開示の対象ではない会社情報に限定される⁽¹⁸⁾。

(ii) 臨時報告書で公表可能なもの

他方で、臨時報告書において、開示事項として該当する項目がない場合について、臨時報告書で公表することはできるのだろうか⁽¹⁹⁾。適時開示に関しては、東証は投資判断に有用と考えられる会社情報については任意の開示であってもTDnetの利用を求めているためFDルールの対象事項も開示可能であるが、法定開示である臨時報告書では一定の定められた事項のみが対象となると考えられる。実際には、ほとんどの場合に上場会社はFDルールの公表方法として臨時報告書よりも適時開示を選択すると思われるが、法律で開示を求める事項でありながら、対応する開示手段が法定開示に存在しないのは奇妙な話である。

アメリカでは臨時報告書に、FDルールに基づく開示であることを明示する欄が設けられている。Form 8-K Item 7.01「レギュレーションFD開示」と称される項目がある⁽²¹⁾。日本でもFDルールが導入されたのであれば、法定開示においてもこのような包括的な開示類型を設けることを検討すべきであろう⁽²²⁾。

5 エンフォースメント

(1) 微温的なエンフォースメント

TF報告書においては、FDルールの実施に当たっては、まずは発行者と投資家の対話の中で何が重要な情報であるかについて認識を共有していくべきであり、違反とされる事案があっても厳格な制裁等は望ましくないとの立場が示されていた。

これを受けエンフォースメントが必要となる場合の対応については、発行会社に対してまず情報の速やかな公表を促し（法二七条の三八第一項）、これに適切な対応がとられなければ、行政的に指示・命令を行うことによつて（法二七条の三八第二項）、FDルールの実効性を確保することが適当であるとされた⁽²³⁾。

(2) 不誠実な上場会社に対する効果は？

FDルールの「重要情報」などのように不明確性を伴う規制を導入するに当たり、関係者間の認識共有のためにエンフォースメントを厳格にしないという扱いは、合理的なものと考えられる。しかし、現行規制において、果たして最低限度の法執行が担保されるのか、将来的にもこのままでよいのかについては議論の余地がある。エンフォースメントを緩やかにすることは、誠実に規制を遵守しようとする上場会社を念頭に置く限りは望ましいが、規制を遵守する意図のない上場会社に対してはまったく効果のないものになってしまうのだろうか。

まず、実際にFDルール違反が行われているか否かはどのようにして明らかになるのか考えてみよう。多くの場合に密室で行われる情報提供が問題となるので、FDルール違反が行われているか否かを外部の者が知ることはできないと思われる。違反が露見するとするなら、インサイダー取引規制違反と同じく重要情報が公表される

前に売買が行われた場合であろう（もともとFDルール違反の場合に売買するのはアナリストではなくその顧客であるが）。しかし、FDルール違反の情報に基づいて顧客等が売買を行い違反が明らかになったとしても、その時点では重要情報は既に公表されてしまっていることが少なくないはずである。この段階で、情報の公表命令等を出すことに意味はなく、現行法はFDルールに違反した情報提供行為自体に対する制裁手段を欠くため、違反した上場会社・会社関係者には何の御咎めもないことになる。もちろん、証券会社については法人関係情報の管理に関して行政処分等が可能であるが、発行会社については重要情報が正規に公表されるまでの間に、選択的開示をしていたことが露見しなければ、何の制裁もないわけである。

つまり、事後的な制裁手段を欠く現行法では、エンフォースメントはエンフォースメントとして機能しないのではなからうか。冒頭、FDルールで混乱は見られない理由はほかにもあるのではないかと述べたのは、実際にルール違反が行われていても、事実が露見していないか、あるいは露見しても有効なサンクションがないため、外からは伺い知れないためではないかと思われるからである。もちろん、現時点でこれは杞憂かもしれないが、選択的開示を抑止し公平な情報開示を促す必要があるのなら、悪質な規制違反に対する制裁手段を用意するなど、将来的にFDルールのエンフォースメントを改める必要があると考える。

まとめ

以上、昨年施行されたわが国のFDルールについて、若干の解釈論上・立法論上の問題点を検討してきた。FDルールの解釈論は、重要情報を中心に議論されてきたが、情報提供者である上場会社についても議論を詰める余地があることを指摘した。また、わが国のFDルールの規制趣旨から情報受領者を限定することに合理性がな

いこと、公表方法について制度を整備すべきこと、エンフォースメントについてより制裁手段を整備すべきことなどを論じた。もつとも、これら個々の論点を議論する前に、より大きな視点から資本市場における情報開示規制全体の中でFDルールそのものをどのように位置づけるべきか、評価すべきか、という本質的な議論が必要であることはいうまでもない。これについては他日を期したい。

注

(1) 伊藤忠商事は二〇一八年一〇月一日に、業績の変動が軽微基準を下回るにも拘らず適時開示を行った。これは、自社株取得など配当還元の設定を適示開示することに合わせて開示したもので、アナリストらの説明会でも業績に触れることが考えられたのでFDルールに基づいて同時に開示したものと推測される。

(2) 金融審議会「ディスクロージャーワーキンググループ報告―建設的な対話の促進に向けて―（平成二八年四月一八日）」かかるFDルール導入の過程とは別に一般社団法人日本IR協議会から、平成三〇年二月二八日に「情報開示と対話のベストプラクティスに向けての行動指針―フェア・ディスクロージャー・ルールを踏まえて―」が公表されている。上場会社に加えて投資法人等が対象となるが、本稿では上場会社に限って議論することとする。

(3) 「モザイク情報」とは、他の情報と組み合わせることで投資判断に活用できるものの、その情報のみではだちに投資判断に影響を及ぼすとはいえない情報をいう（ガイドライン問四）。法律上はインサイダー取引規制との関係でアメリカで使われた用語（一般的には「モザイク理論」）である。アメリカの立法過程でSECがこの概念を使用したのが、これまでインサイダー取引規制違反の下級審裁判例でモザイク理論が適用された事案は存在しない。Allan Horwich, *The Mosaic Theory of Materiality—Does the Illusion Have a Future?* 43 Securities Regulation Law Journal 129 (2015). Am

リカにおいても明確な概念とは言い難く、日本において重要情報の該当性でこの概念を使うメリットがどの程度あるのか疑問に思わないではない。工場見学や事業別説明会で一般的に提供される情報についても、ただちに投資判断に影響を与えるわけではないので、重要情報には該当しないと説明すれば足りるのではないだろうか。

- (6) 上場会社等の役員等が、取引関係者に意図せず重要情報を伝達した場合、伝達の相手方が取引関係者であることを知らなかった場合、のいずれかに該当する場合である（重要情報公表府令八条）。

- (7) 二〇一八年九月二八日J P X金商法研究会「フェア・ディスクロージャー規制（一）」一〇頁〔前田雅弘発言〕参照。
https://www.jpix.co.jp/corporate/research-study/research-group/nlsgeu00003srk3-att/20180928_1.pdf

- (8) 情報提供者を一定の役職員に限定してしまうと、規制趣旨が損なわれてしまう恐れがある。たとえば、規制対象の役職員が自らは情報提供しない代わりに、アナリスト等に対して特定の事業所で（重要情報を知り得る）従業員らに自由取材することを認める等すれば、規制が逸脱されることになるだろう。上場会社を情報提供者に含めると、当該行為が会社の行為と評価できる限り、FDルール違反と解されることになる。

- (9) ウォールストリート・ジャーナルを傘下に持つダウ・ジョーンズがメディアを規制の対象外とすることを求めている。
(10) Selective Disclosure and Insider Trading, 65 Fed. Reg. 51,716 (Aug. 24, 2000).

- (11) その後SEC自身も選択的情報開示の問題を自ら抱えていたことが明らかになった。SECがEDGARの情報配信等の運用を委託している企業が、プレミアムサービスを一部の会員に提供していることが二〇一四年にWSJで報じられ、会員の投資家らは相当の利益を上げていた可能性がある旨の研究結果も公表された。SECは特段のコメントを出すことなく、プレミアムサービスを終了させた。Robert J. Jackson, Jr. & Joshua R. Mitis, How the SEC Helps Speedy Traders (Columbia Law Sch. Working Paper Series, Working Paper No. 501, 2014), <http://papers.ssrn.com/sol3/>

papers.cfm?abstract_id=2520105

- (12) 前半はともかく後半は趣旨が不明である。インサイダー取引規制などの不正取引などは「何人も」禁止される規定であり、対象が業者等に限定されているわけではない。また、FDルールは発行会社に情報の公表を求める制度であり、名宛人は発行会社である。

- (13) 金融商品取引法研究会「フェア・ディスクロージャー・ルールについて」研究記録第六四号（二〇一八）三二頁〔大崎貞和発言〕では、国際銀行協会がFDルール制定以前から、一部報道機関による早耳報道に対して規制することを要望していたとのことである。

- (14) たとえば、ファイナンシャルタイムズは二〇一四年八月四日の記事でつぎのように報じている。「まぐれあたりだろうか、それともなにか他にあるのだろうか。日本の四半期業績発表のシーズンは、先週ピークを迎えたが、世界第二位の資本市場の悪名高い現象が再現すること有名である。すなわち、会社の業績が何日も前に日経新聞のページ上に現れているのである。国によると、これは情報開示違反ないし株価関連情報への公平なアクセスの欠如だと当局が不平を鳴らすかもしれないものである。しかし日本の規制当局は「日経業績予測」を見て見ぬふりをしているようであり、記事が出るに任せておき、次いで数時間以内に会社に対して記事は会社が公表したものではないとの丸暗記声明 (rote statements) を出させている。」類似の指摘はブルームバーグニュースでもなされていた。

- (15) Goetzmann, William N. and Hamao, Yasushi, Selective Disclosure: The Case of Nikkei Preview Articles (2015), Available at SSRN: <https://ssrn.com/abstract=2634714>

- (16) 平成二六年（二〇一四年）五月に東証が導入したいわゆる「注意喚起制度」（業務規程第三〇条）は、これに対応するものといえるが、FDルールに比べると極めて微温的な措置であることはたしかである。

- (17) プロ向け市場の公表方法についてはここでは割愛する。
- (18) 前掲 J P X 金商法研究会〔石田眞得報告〕一〇頁参照。なお、『適時開示ガイドブック』によると業績が軽微基準を下回る場合、適時開示義務は負わないものの発行体は適時開示することは可能である。このように適時開示義務を負わない場合には、適時開示によらずに H P で開示することは可能と考えられる。
- (19) 前掲 J P X 金商法研究会〔加藤貴仁発言〕一二四頁参照。
- (20) 前注・加藤発言に対する事務局補注参照。
- (21) とはいえ、実際の F D ルールに基づく開示は、Form8k よりもプレスリリースで公表される方が一般的なようである。JESSE H. CHOPER, JOHN C. COFFEE, JR. & RONALD J. GILSON, CASES AND MATERIALS ON CORPORATIONS 459 (8th ed. 2013).
- (22) さらに、経営者が選択的開示を濫用することを防止するためにも、いつ誰に対して開示されたか等についても開示対象に含めて明らかにすべきであるとの見解がアメリカではあり、傾聴に値する。Martin Bengtzen, Private Investor Meeting in Public Firms: The Case for Increasing Transparency 22 Fordham J. Corp. & Fin. L.33 (2017).
- (23) 課徴金納付命令の対象ではないが、虚偽報告、検査拒絶や命令違反等に対しては罰則の定めがある（法二〇五条五号、六号、六号の五）。

（うめもと よしまさ・甲南大学教授）

証研レポート既刊目録

No.1698 (2016.10) 証券市場の新たな役割 英国のソーシャルレンディング 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	執筆者 二上 松尾 伊豆 中島
No.1699 (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	松尾 吉川 志馬 福本
No.1700 (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 (SAFE) 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 異次元金融緩和政策と国債金利形成の特徴	二上 松尾 伊豆 吉川 志馬 中島
No.1701 (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 (SAFE) 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
No.1702 (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
No.1703 (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
No.1704 (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 (MBO) 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
No.1705 (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ペイルイン ブローカー・ディーラーの注文回送について	執筆者 二上 松尾 伊豆 清水
No.1706 (2018.2) 最近の欧米における金融商品販売規制改革 取引所外 (市場外) 取引の様々な形態について ー P T S、ダーク・プール、仲介 (媒介) ー 日本におけるクラウド S A F E の試み 我が国の P T S を巡る状況 役員等の自社株売買情報の開示 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	森本 二上 松尾 志馬 梅本
No.1707 (2018.4) 急速に拡大するフィンテック 拡大する国内株式投資型クラウドファンディング E U におけるペイルインとベイルアウト ダブル・ボリュウム・キャップ ー E U のダーク・プール取引規制ー	二上 松尾 伊豆 吉川
No.1708 (2018.6) 株式投資型クラウドファンディングと沖縄の「模合」 ーオートノミー・ベースの運用と「集合知」の可能性ー ダーク・プールとその規制について M B O を巡る判決と行政指針 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 スポティファイの行った Direct Listing (直接上場)	松尾 清水 志馬 福本
No.1709 (2018.8) 先人たちの先物取引論 ー福澤諭吉とマックス・ウェーバーー 金融模合の事例調査 ー沖縄本島と宮古の事例ー E C B の量的緩和政策 欧州ダーク・プール規制の影響 ーリット、ダーク、O T C、S I ー	二上 松尾 伊豆 吉川
No.1710 (2018.10) 金融資産分布の地域的变化 ーリーマンショック後ー アメリカのメイカー・テイク・手数料とパイロット・プログラム 上場企業を対象とする M B O の株式取得プレミアムの決定要因 地方証券とそのビジネスの変遷	二上 清水 志馬 深見
No.1711 (2018.12) 満二〇年を迎えた証券業の登録制 日米のベンチャーキャピタルの現状 ー C V C の動向を中心としてー 日本銀行の引当金について ペリオディック・オークション ー M i F I D I I が生み出した取引形態ー	二上 松尾 伊豆 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。

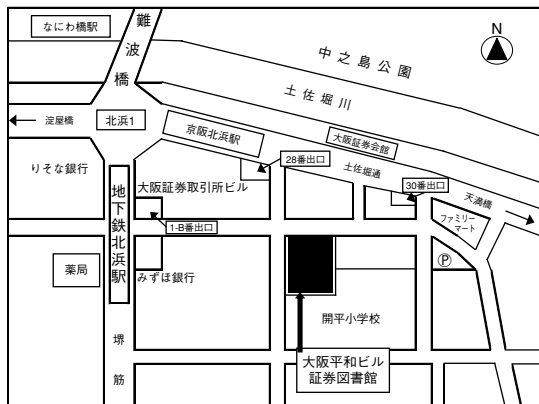
所在地 大阪市中央区北浜 1-5-5 大阪平和ビル 7階
TEL (06) 6201-0062

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。

証研レポート第一七二二号
二〇一九年二月十一日発行
(偶数月第二月曜日発行)

2019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)