

証 研

レポート

No.1717

2019年12月

総合取引所における不招請勧誘規制について

二上季代司（1）

米国の金利急騰とFRBの負債構造

伊豆 久（8）

ペリオディック・オークションの実像

～ESMAのコンサルテーション結果に見る実態～ 吉川 真裕（28）

議決権行使助言会社の規制

梅本 剛正（39）

総合取引所における不招請勧誘規制について

二上季代司

1 はじめに

日本取引所グループ（JPXと略—以下同じ）による東京商品取引所（TOCOM）の買収・経営統合（本年一〇月）により、来年七月をめぐりに大阪取引所（OSE）にTOCOM上場商品の一部が移管されることになった。OSEはいよいよコモディティ（商品）をもカバーした「総合的なデリバティブ取引所」へ脱皮することになる。

ところで、商品の先物取引は、これまでは「商品先物取引法（商先法）」⁽¹⁾によって、商品取引所の定める基準および方法に従って、商品市場において行われる取引と定義されてきた（二条三項）。ここにはオプション取引も含まれており（同項四号）、同法は「先物取引」の名称のもとに幅広く商品のデリバティブ取引を定義し、これに該当する取引を同法の規制に服せしめてきたのである。

他方、来年夏にOSEで行われることとなる商品デリバティブ取引は、「金融商品取引法（金商法）」⁽¹⁾によって、金融商品市場（取引所）で行われる「市場デリバティブ取引」の一つとして列挙され（二条二項四号の二）、同法の規制に置かれることとなる。つまり、取引所上場の商品デリバティブ取引に関する法的規制は「商先法」と「金商法」の二つの法律が併存することになる。規制の在り方に関して表現・呼称や書きぶりに違いがあったとしても、法的効果が実質的に同じであれば問題ない。

(1)

そこで以下では、特に商品の相場デリバティブ取引を取り上げ、その不招請勧誘規制における両方の取り扱いを比較し、両者間に齟齬がないかどうかを検討してみた。

2 不招請勧誘等の禁止

〔不招請勧誘の禁止〕

「不招請勧誘」とは、契約締結の勧誘要請をしていない顧客に、訪問や電話で契約締結の勧誘をする行為をいう。「商先法」は、商品デリバティブ取引に関し、この不招請勧誘を禁止している（二二四条九号）。禁止される契約として店頭取引はもちろん取引所取引も該当する（「商品先物取引法施行令」三〇条^②）。他方、「金商法」は、店頭取引については禁止の対象とするものの、取引所取引については不招請勧誘禁止の対象には挙げていない（三八条四号、金融商品取引法施行令一六条の四第一項）。

市場デリバティブ取引は店頭取引と異なって価格の透明性が確保できるのであって、それは原資産の如何にかかわらないことであり、金融（通貨、金利など）、証券、商品のいずれの市場デリバティブ取引も不招請勧誘禁止の対象とはなっていないのである。

それでは、金商法のほうが不招請勧誘に関し規制が緩やかなのかといえば、そうとも言えない。

〔潜脱行為の禁止〕

不招請勧誘禁止に関しては、その類似行為をも禁止しなければ潜脱行為を防止することができない。そこで、勧誘の前段階で「勧誘を受けてもよいかどうか、その意思」を確認する義務を課し、それをしないで勧誘する行為は禁止されている。そして、一旦、勧誘を受けない意思を表明されたら、再度、勧誘できないこととしている。

商品の市場デリバティブ取引は、この「勧誘受託意思不確認の勧誘」および「再勧誘」をどちらの法規でも禁止している（商先法二一四号五号および七号、金商法施行令一六条の四第二項）。

これに関連して、過去には、電話や訪問ではなく「投資セミナー」などの名目で勧誘目的を明示せずに顧客を集め、そこで勧誘するという事例が見られた。これは「不招請勧誘禁止」の潜脱行為というべきものであって、これも禁止行為とされた（商先法施行規則一〇三条一項一〇号、金融商品取引業等に関する内閣府令一一七条一項八号）。

これに加えて金商法では、商品の市場デリバティブ取引につき、自社と取引関係にはない顧客に、訪問、電話で勧誘を受ける意思があるかどうかを尋ねることを禁止している（金融商品取引業等に関する内閣府令一一七条第一項八号の二）

つまり、金商法関連法規は、なるほど商品関連市場デリバティブ取引に対し、「不招請勧誘」を禁止してはいないものの、自社と取引関係にない顧客に、むやみやたらと訪問や電話で勧誘受託の可否を尋ねることを禁じているのである。これは「不招請勧誘禁止」とほとんど同じ効果があると考えてよいだろう。

3 不招請勧誘禁止の例外

それでは、商品の市場デリバティブ取引の勧誘規制について、両方の法規制に何ら相違はないかというところ、そうとも言えないのである。

先ほど見たように、金商法関連法規では、自社顧客以外の者への電話、訪問での勧誘受託意思確認を禁止していた。この趣旨は、自社に口座を置いていれば顧客カードと取引履歴があつてどの程度の知識、経験（とりわけ

ハイリスク性取引の経験)があるか、財産状態はどうか、投資目的は何か、といった顧客属性がある程度は把握できるからだろう。

つまり自社顧客には「適合性原則」に則ってハイリスクの商品デリバティブを勧誘してもよいかどうかの判断材料があるのだが、自社顧客以外の者にはそうした適合性の可否の判断材料を持ち合わせていないはずである。そうした者を相手とした商品関連市場デリバティブ取引の不招請勧誘を実質的に禁止している、そのように解釈できるのである。

ところが、商先法二二四条九号は、原則、「不招請勧誘」を禁止しながら、「委託者等の保護に欠け、又は取引の公正を害する恐れのない行為として主務官庁の定める行為」については不招請勧誘の例外としている。すなわち、商先法施行規則一〇二条二は、自社顧客(一号)、他社顧客(二号)、それ以外の者(三号)につき、種々の条件を付けて、不招請勧誘禁止の例外としているのである。それはどのような理由によってか?以下、やや詳しく見ておきたい。

〔自社顧客〕

すでに自社とハイリスクの取引契約を締結している顧客である。ハイリスク取引契約としては、①証拠金を上回る損失の生じうる商品デリバティブ(スマートCX等を除く通常契約)、②商品関連以外の店頭デリバティブ(外為証拠金FXや証券CFD等)、③株式の信用取引、④日経二二五をはじめとする上場デリバティブ取引の四種を挙げている。このうち、③と④については単に契約を締結しているのみならず、取引経験をも要件としている。⁽³⁾

〔他社顧客〕

他社顧客のうち右記①〜④の契約締結者(③と④にあつては取引経験の要件を追加)である。もっとも、他社

顧客が上記①～④の契約締結者であるかどうかは、業者のほうで確かめようがなく、顧客の自己申告に頼らざるを得ない。そこでその旨を説明し、自己申告した書面を徴求して勧誘を受託する意思を確認することが条件とされる。

〔それ以外〕

適合性の原則の要件である知識、経験、財産状態に照らし合わせてみて、年齢（六五歳未満）、財産状態（年収八〇〇万円以上もしくは金融資産二〇〇〇万円以上で年金のみで生活する者ではないこと）、ハイリスク性取引であることの認識（あるいは知識）があることを条件としている（ただし、海外商品市場および店頭の商品デリバティブを除く）。そうした条件が必要であることを相手顧客に説明し、それを証する書面を徴求するとしている。また契約締結前にはハイリスク性の取引であることが理解できているか否か、テストを行い、契約締結後も二週間の熟慮期間をおき、その後も投資できる金額の上限を設定することとしている。

このように見ると、自社顧客以外の者に対する勧誘の態様において、金商法と商先法ではかなり開きがあるように見受けられる。

4 おわりに

一般に勧誘規制それ自体は、業者の営業の自由に影響し、とりわけ新規参入業者を不利な立場に追い込むというマイナス面がある一方、その取り扱う商品性（とりわけレバレッジの高さからくる損失リスクの程度）、過去の利用者被害や執拗な勧誘の実態を踏まえて、その中間点のどこかで、具体的な勧誘規制の態様が決まってくることになる。

従って、店頭デリバティブと上場デリバティブの間で、あるいは証券デリバティブ（日経二二五、TOPIX等の先物・オプション）、金融デリバティブ（外為証拠金取引、通貨・金利等の先物・オプション）、商品デリバティブなど取引対象の間でも、勧誘規制の在り方が違うのはある意味では当然であろう。しかし、まったく同じ品物の勧誘が、関連する二つの法律・政省令で異なった扱いがなされているとすれば、それは問題ではないだろうか。なお、参考のために、以下では勧誘規制につき関連する法律・政省令をまとめておいた。

① 不招請勧誘等の禁止にかかる関連法令

商品先物取引法（214条「不当勧誘の禁止」）	金融商品取引法（38条「禁止行為」）
5号「再勧誘」 6号「迷惑勧誘」 7号「勧誘受託意思不確認の勧誘」 9号「不招請勧誘」	4号「不招請勧誘」 5号「勧誘受託意思不確認の勧誘」 6号「再勧誘」
商品先物取引法施行規則103条1項	金融商品取引業等に関する内閣府令117条1項
10号「勧誘目的であることを顧客に明示しないで当該顧客を集めて勧誘する行為」	7号「迷惑勧誘」 8号「勧誘目的であることを顧客に明示しないで当該顧客を集めてする勧誘」 8号の2 取引関係にある（証券口座またはデリバティブ口座をもつ）顧客以外の者に「商品関連市場デリバティブ取引契約の締結につき、その勧誘に先立って勧誘を受ける意思の有無を確認する際、①訪問、電話をかけること、②勧誘目的があることを明示しないで当該顧客を集める行為」

② 不招請勧誘等の禁止の対象となる取引

商品先物取引法施行令30条	金融商品取引法施行令16条の4
「不招請勧誘」 ・内外取引所市場での商品デリバティブ取引（損失限定取引は除く） ・店頭商品デリバティブ取引	1項「不招請勧誘」 店頭デリバティブ 2項「勧誘受託意思の不確認取引」「再勧誘」 店頭デリバティブ、内外取引所市場での金融デリバティブおよび商品関連デリバティブ

③ 禁止の例外

商品先物取引法施行規則102条の2	金融商品取引業等に関する内閣府令116条
<p>「不招請勧誘禁止」の例外</p> <p>1号 継続的取引関係にある顧客（取引契約としては金融・証券・商品の店頭デリバティブ、株式信用取引、市場デリバティブ）</p> <p>2号 他社契約者（取引契約としては1号に同じ）</p> <p>3号 次のすべての条件を満たした者（①65歳未満、②年金のみの生活者ではない、③年収800万円以上または金融資産2,000万円以上、④ハイリスク性の取引であることの理解があること、または弁護士・会計士など専門的知識のあるもの）</p>	<p>1項「不招請勧誘禁止」の例外</p> <ul style="list-style-type: none"> ・店頭金融デリバティブ、店頭証券デリバティブ、店頭デリバティブの継続的取引関係にある顧客には当該取引契約の勧誘（1号、4号、5号） ・為替リスクを回避する目的での店頭金融デリバティブ取引の法人向け勧誘（2号） ・特約付き証券貸付、カバード・コールの売り（3号）。 <p>2項「勧誘受託意思不確認勧誘の禁止」「再勧誘禁止」の例外</p> <p>前記3号</p>

注

(1)

個別商品、商品指数を対象とする先物取引（現物決済、差金決済）およびこれらを対象とするオプション取引などが、その類型として列挙されている。

(2)

なお同条は、損失が証拠金の範囲内に限定できる取引契約については禁止対象から除外している。具体的にはTOCOMで行われている「スマートCX」や「貴金属の現物取引」がこれに該当するだろう。

(3)

取引要件としては契約締結（口座開設）後、九〇日以上経過しており、勧誘前一年間に二つ以上の取引を行っているか、あるいは未決済残高があること、とされる。①と②については契約締結のみが要件で、実際の取引経験があるかどうか要件とはしていないようである。

（にかみ きよし・主席研究員）

米国の金利急騰とFRBの負債構造

伊豆久

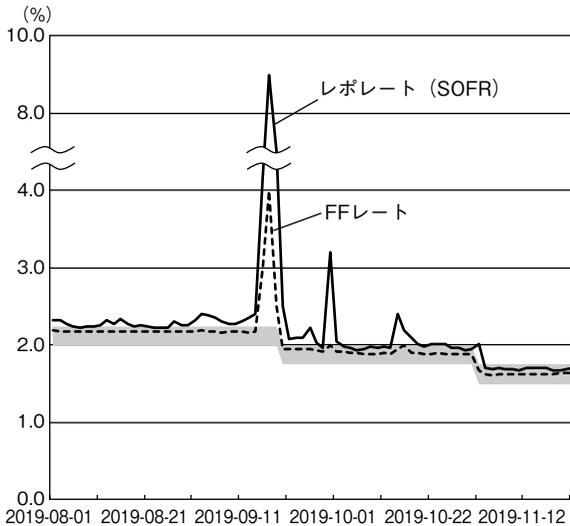
はじめに

九月一六日、米国の短期金融市場で、一時的とはいえ金利が一〇%前後に急騰するという「事件」があった(図表1)。FRBがバランスシートの縮小(いわゆる「正常化」)を進めてきたとはいえ、量的緩和によって市場には巨額の余剰資金が存在しているため、短期金利がFRBの誘導目標(当時二・〇〇(二・二五%)を大幅に上回るというのは想定しづらい事態であった。

1 金利急騰の原因

指摘されている原因は以下の三点に整理できるであろう。⁽¹⁾

図表1 短期金利の推移



(注) 2019年8月1日～11月12日。日次。SOFR (The Secured Overnight Financing Rate) は、取引加重平均ベースの、国債を担保にした翌日物レポレートの指標の一つで、最も多くの取引をカバーしている。レポレート指標については、FRBNY, "Additional Information about the Treasury Repo Reference Rates"参照。金利はどちらも当日の99パーセントタイトルで、ほぼ最大値。網掛けがFFレートの誘導目標。

(出所) FRBNY, Markets Data Dashboardデータより作成。

一つは、当日が法人税の納付日かつ発行国債の決済日だったことである。納税時には企業の銀行預金が政府のF R B預金（政府預金）に振り替えられるが、その際、銀行のF R B預金（準備預金）が同額減少する。国債の決済も同様で、（買い入れたのが銀行であれ証券会社・機関投資家であれ）発行金額分が準備預金から政府預金に振り替えられ、その分、短期金融市場は逼迫することになる。

しかしながら、これだけでは金利急騰の説明にはならない。納税も国債発行も事前に予定されている上、こうした財政資金の受け払いに対して適宜資金を供給・回収し、準備預金をコントロールするのは中央銀行（金融調節）の基本的な業務だからである。それに現在は、量的緩和により準備預金は一兆ドルを越える剰剰状態にあり、財政要因による準備預金のわずかな減少が金利の上昇につながる資金逼迫を招くとは考えにくいのである（にもかかわらず、この財政資金の揚げ超は、他の要因と重なることで、今回の金利急騰の一因になったと思われるが、それについては後述する）。

原因の二つ目は、全体としての資金は剰剰であったものの片寄りがあり、裁定が働かないまま、一部の金融機関（おそらく証券会社）が異常な金利での資金調達を余儀なくされたというものである。図表1が示すように、問題となった金利の急騰はレポ市場で生じており、F F (Federal Fund) レートは上昇したとはいえ四％程度でとどまっている。つまり、F F市場での資金の出し手が、それだけの収益チャンスを見逃したことになるが、その理由は、以下のような米国短期金融市場の構造と最近の規制強化によると考えられる。

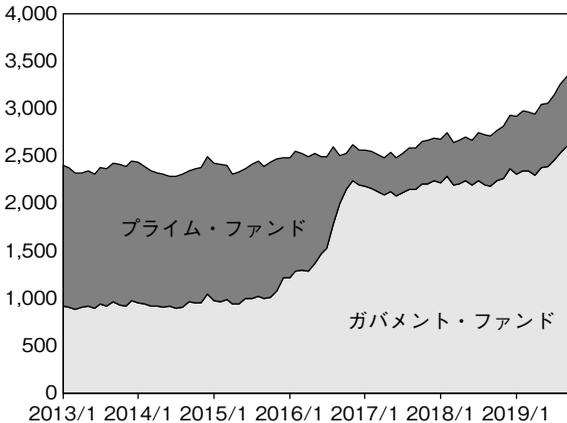
米国のF F市場は、日本の無担保翌日物コール市場に相当するが、日本のコール市場には、銀行だけでなく、証券会社、保険会社、投資信託などの非預金金融機関も参加しているのに対して、米国のF F市場の参加者は銀行（と政府系金融機関）に限定されている。他方、レポ市場は、銀行だけでなく非預金金融機関を含めた市場（オー

プンマーケット)であり、そこではおおよそMMFが資金の出し手、(国債の保有・デューリングのための資金を調達する)証券会社が資金の借り手となっている。今回は、(FFレートではなく)レポレートが急騰したわけであるから、証券会社が資金調達に迫られたにもかかわらず、銀行もMMFも資金供給を渋ったと想像される。そして、銀行やMMFが資金供給に消極的だったのは、リーマン・ショック後の金融規制の強化によるところが大きいであろう。

銀行は、金融危機後強化された自己資本規制、流動性規制により、バランスシートの拡大に抑制的となっている。FF市場で資金を調達しレポ市場で運用すれば稼げたはずの利鞘を見送ったのはそのためである。MMFも、同じく危機後のMMF規制改革により、民間債務への投資のウェイトの高い「プライム・ファンド」からTB投資を中心とする「ガバメント・ファンド」への移行が急速に進んだ(図表2)。その結果、一部の証券会社が資金調達できず、レポレートの異常な上昇が発生したのである。

金利急騰の三つ目の原因として考えられるのは、準備預金の急速な減少である。FRBは二年前から保有債券額を引き下げており(図表3)、それにもなつて準備預金も減少している。とはいえ、その額は所要準備を大

図表2 MMFの資産額



(注) 10億ドル、2013年1月末～19年10月末、月次。
ガバメント・ファンドが、資産の99.5%以上を国債・政府機関債・現金(またはそれらを担保とするレポ)で運用するのに対して、プライム・ファンドは民間債を組み入れることで高利回りを旨とする。

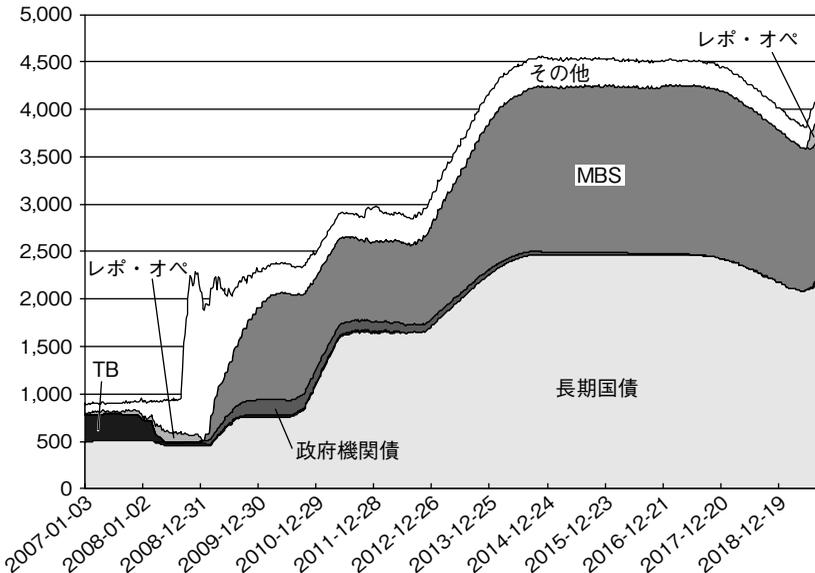
(出所) ICI (www.ici.org), Statisticsより作成。

銀行は、金融危機後強化された自己資本規制、流動性規制により、バランスシートの拡大に抑制的となっている

大きく上回っており、市場での資金不足を招くとは考えにくかった。しかしながら、準備預金は、FRBのバランスシート全体の縮小だけでなく、他の負債項目の増大の影響も受けて、その減少のスピードは速く、市場もFRBもそのインパクトを正確に理解できなかった可能性がある。図表4が示すように流通現金が傾向的に増加しているほか、それ以外の負債も、全体に占める比率は小さいものの大きく変動しながら増加しているのである。

今回の金利急騰の背景は以上のように整理できると思われるが、以下小稿では、FRBの「負債」に着目し、リーマン・ショック後の変化を検討することとしたい。危機対応や量的緩和によって、FRBの「資産」の構成や大きさについては周知のこととなっているが、負債については、現金と準備預金がほとんどを占め、それ以外の項目が注目されることは少なかったように思われる。しかしながらその変化からは、日本とは異なった米国独特の国庫金管理

図表3 FRBの資産



(注) 10億ドル、2007年1月3日～19年11月20日、週次。
 (出所) FRB, H. 4. 1より作成。以下の図表4、5、8、12について同じ。

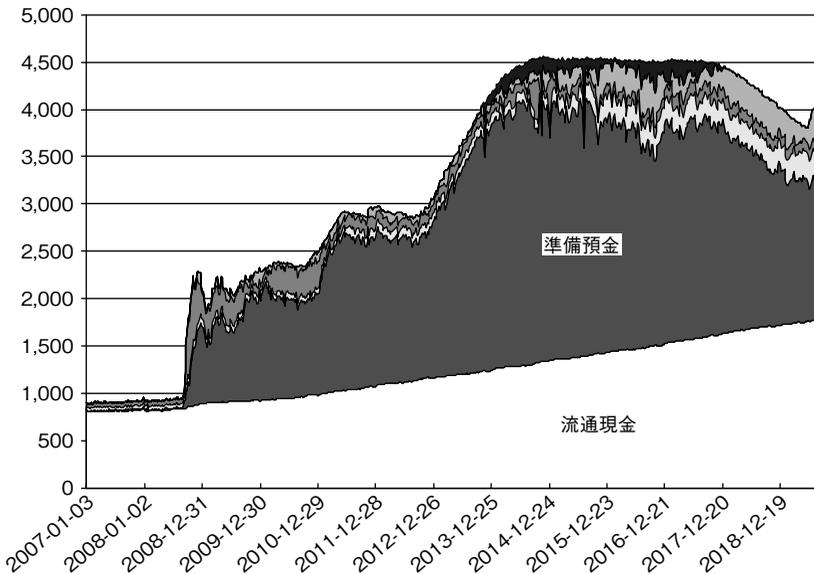
や金融調節の方法を読み取ることができ、それらが今回の金利急騰でも重要な意味をもったと考えるからである。

2 FRBの負債構造

準備預金が急速に減少した主な原因は、もちろん、FRBの資産（国債・MBS）の削減（＝「正常化」の推進）であるが、負債の側におけるその他の構成の変化も大きい。

FRBの負債で、準備預金に次ぐ金額となっている「流通現金」は、その名の通りFRBが発行したドル紙幣の発行残高のことで、⁽²⁾図表4が示すように、金融危機まではFRBの負債の九割程度を占める最大項目であった。その後、量的緩和によって準備預金が増しているが、流通現金はその影響を受けていない。一般的に、紙幣発行残高は金融政策によってもコントロールできず、おむね当該国の経済成長にともなう民間部門の現金ニーズに⁽³⁾応じて漸増する。

図表4 FRBの負債



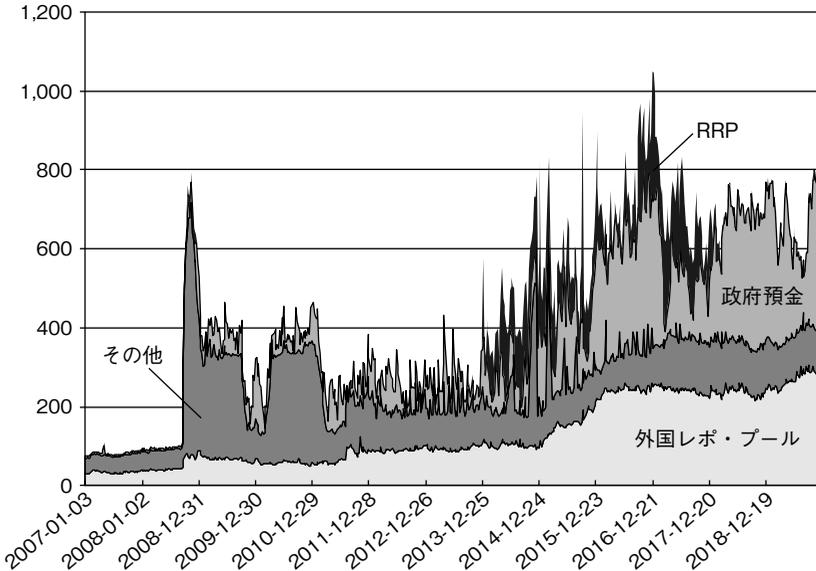
したがって、流通現金は、金額としては非常に大きい
 が、FRBの負債構造の変化を考える上では重要な意味
 を持っているわけではない。そこで、以下では、負債合
 計から「流通現金」と「準備預金」を除いた、「外国レポ・
 プール」、「その他」、「政府預金」、「RRP」について（図
 表5）、順に検討することとする。

3 「外国レポ・プール」

「外国レポ・プール (Foreign Repo Pool)」とは、外
 国中央銀行等のFRBNY(ニューヨーク連邦準備銀行)
 預金を日次ベースでリバース・レポに置き換えたもので
 ある。それによって、外国中銀等は、外貨準備の運用に
 おいて、市場金利(TBレポレート)ベースの運用収益
 を得ることができる。これが、二〇一五年に大きく増加
 しているが(一四年の平均一〇〇〇億ドルが一五年には
 同二五〇〇億ドル、図表5)、これは以下のような政策
 変更による。

従来は準備預金管理の効率化のため、この「プール」

図表5 FRBの負債（流通現金と準備預金を除く）



には上限が設けられていた。ところが量的緩和によって「準備預金が余剰となった状況の下では、「プール」サイズのわずかな変化に対応したFRB債務の構成変化が無担保短期市場に影響を与えることはない」との判断から、二〇一五年にそれが緩和されたのである。量的緩和によって準備預金の細かな管理が不要となった一つの例で、後述する「政府預金」では同様のことがより大きな意味をもって生じている。

4 「その他」

「その他」の負債は、ここで挙げている項目に含まれないものすべてで、主に、資本金、準備預金以外の預金（国際機関、GSE等）等から成るもので、通常、大きく変化することはない。例外的に、リーマン・ショック直後に急増しているが（図表5）、これは危機時の臨時措置にともなう特別の財務省預金（後述のSFA）が含まれているためである。

リーマンの倒産直後、FRBは、AIG、証券会社、銀行への緊急貸出を急増させたが、関連して二つの難題があった。一つは、MMFの元本割れによって市場は事実上、機能を停止していたが、それはCPや証券化商品など民間の債務を担保とする取引についてであり、TBを担保とする取引は可能で、むしろTBは品不足状態にあったことである。もう一つは、当時、まだFレート⁽¹⁵⁾の誘導目標値は二・〇〇%で（〇・〇〇%）〇・二五%まで下げられるのはリーマン倒産から二ヵ月後の一二月一六日。図表6）、その水準を維持するべく、緊急措置によって供給された資金のうち余剰部分については回収の必要があったことである。流動性不足に陥った個別金融機関には資金を供給する一方で、マクロ的な資金余剰は解消しなければならなかったのである。この二つを同時に解決するための方策がSFP（Supplementary Financing Program）⁽¹⁵⁾で、これは、財務省とFRBが協力して、

不足するTBを追加供給（＝発行）し、余剰資金を市場から回収するというものであった。ただしこのTB発行は、財務省の資金調達のためではないため、発行代わり金は、通常の政府預金とは区別してSFA (Supplementary Financing Account) としてFRBに預金され（当該TBの償還に用いられるほかは）凍結されたのである。したがって、このSFAは、危機の発生とその収束にあわせて急増・遞減し、解消されていく（図表7）。「その他」は、このSFAを含んでいるため、図表5のような推移となったのである。

5 「政府預金」

図表8は、FRBの負債を示す図表4・5から「政府預金」のみを取り出

図表6 FRBの政策金利の推移

決定日	RRP金利	FFレート目標	準備預金金利	公定歩合
2008.04.30		2.00%		2.25%
2008.10.06		—	準備預金への付利を決定 ²⁾	—
2008.10.08		1.50%		1.75%
2008.10.29		1.00%		1.25%
2008.12.16		0.00%～0.25%	0.25%	0.50%
2013.09.17	RRP実施を決定 ¹⁾	—	—	—
2015.12.16	0.25%	0.25%～0.50%	0.50%	1.00%
2016.12.14	0.50%	0.50%～0.75%	0.75%	1.25%
2017.03.15	0.75%	0.75%～1.00%	1.00%	1.50%
2017.06.14	1.00%	1.00%～1.25%	1.25%	1.75%
2017.12.13	1.25%	1.25%～1.50%	1.50%	2.00%
2018.03.21	1.50%	1.50%～1.75%	1.75%	2.25%
2018.06.13	1.75%	1.75%～2.00%	1.95%	2.50%
2018.09.26	2.00%	2.00%～2.25%	2.20%	2.75%
2018.12.19	2.25%	2.25%～2.50%	2.40%	3.00%
2019.05.01	—	—	2.35%	—
2019.07.31	2.00%	2.00%～2.25%	2.10%	2.75%
2019.09.18	1.70%	1.75%～2.00%	1.80%	2.50%
2019.10.30	1.45%	1.50%～1.75%	1.55%	2.25%

1) 初回（9月23日）は金利0.01%、1先最大5億ドル。その後、15年12月まで、金利（0.10%まで）と金額（1先300億ドルまで、総額3,000億ドルまで）を段階的に引き上げつつ実施。

2) 準備預金への金利は、当初、所要準備には<積み期間におけるFFレート目標の平均値-10bp>が、超過準備には<積み期間におけるFFレート目標の最低値-75bp>が適用されたが、その後、10月22日、11月5日の微調整を経て、12月16日以降は、所要準備と超過準備の両方に同じ金利（その時点は0.25%）を適用。

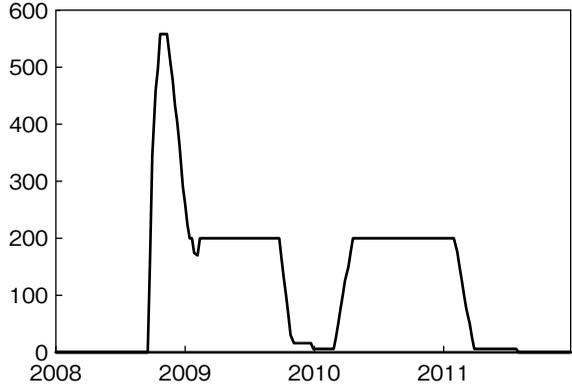
（出所）FOMC, Statementより作成。

したものであるが、①リーマン・ショック前は、極めて少額で安定していたものの、②金融危機後急増し、さらに③二〇一五年から大きく増加するという特徴的な動きをしている。こうした変化をもたらしたのは、以下のような制度変更であった。⁽⁶⁾

① 国庫金の民間銀行預金

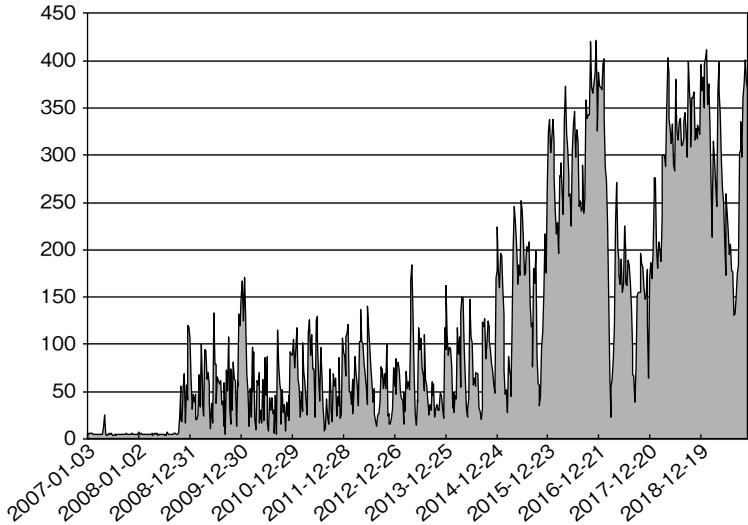
まず、リーマン・ショックまでは、米国の国庫金のほとんどは、実はFRBではなく、Treasury Tax and Loan Note Accountsとして多数の民間銀行に分散して預金されていた。FRBに預金されるのは約五〇億ドル

図表7 SFA (Supplementary Financing Account)



(注) 10億ドル、2008年1月2日～11年12月28日、週次。
(出所) FRB, H. 4. 1より作成。

図表8 FRBの負債 (政府預金)



程度に制限されていたのである。

日本の場合を見てみよう。国庫金の受け払い（納税や年金の支払い等）のほとんどは日銀の歳入代理店等の資格を得た民間銀行で行われているが、それはその都度（原則二営業日後）日銀の政府預金口座に振り替えられている。その結果、（量的緩和と以前の通常時であれば）準備預金総額は国庫金の受け払い日ごとに大きく変動することになるが、日銀は各種のオペによってその変動をならし誘導対象であるコールレートをコントロールしてきたのである。

それが米国では、民間銀行の窓口で納税された資金は、FRBの政府預金口座に送金されることなく、民間銀行に設けられた財務省口座で保持された。つまり、日本では、「政府の銀行」機能は日銀に独占されているわけであるが、米国では民間銀行も政府預金を預かる「政府の銀行」であった。民間銀行口座にある政府預金は、FRBの政府預金口座が五〇億ドルを下回りそうになった時点からはじめて、FRB口座に振り替えられるのである。

こうした特異な国庫金管理方法がとられてきた理由は、まず、この場合財政資金のやりとりのほとんどが民間銀行間で完結するため、準備預金の増減が生じず、その平準化のためのオペが不要となることである。（量的緩和と前）日銀が期間も様々な資金供給・吸収両方のオペを駆使するのに対して、FRBは原則として翌日物の資金供給オペ（レポ・オペ）のみで、資金吸収オペを実施するのは稀であったが、その違いの一因は日本では小口決済における現金使用率が高いこと（現金の流出入にともなう準備預金の大きな変動）にあったが、国庫金管理に関する以上のような違いによるところも大きかったと思われる。また、民間銀行の国庫金預金にはFFレイト・二五%の金利が付されることになっており、財政収入獲得の手段ともなっていたのである。⁽⁷⁾一方の

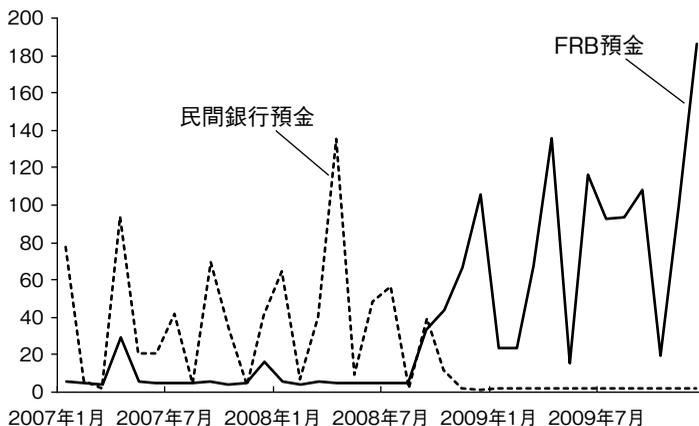
受け入れる銀行側は〇・二五%のサヤを抜けた。

②量的緩和にともなうFRB政府預金口座への集中

ところが、量的緩和の開始によって、国庫金の民間銀行預金は意味を失ってしまふ。まず、準備預金が所要準備を大きく上回るようになったため、FRB政府預金口座の増減が準備預金の増減をもたらしても、FRBが対応する必要はなくなった。また、FRレートがゼロ近辺まで下がったため、そこから〇・二五%を差し引くとマイナスとなり、財務省が金利収入を得ることはできなくなった。さらには、準備預金への付利が始まったため、国庫金の銀行預金にともなう銀行のFRB預金（準備預金）増加分は、FRBの利払いの増加（したがってFRBから財務省への国庫納付金の減少）となり、財政収支上もマイナスとなった。

そのため、量的緩和開始後、財務省は国庫金のほぼ全額をFRBの政府預金口座に移すことにしたのである。図表8が示す二〇〇八年末からの「政府預金」の急増はそのために生じた変化であり、図表9は同じものを財務省の側から、民間銀行預金

図表9 財務省の預金勘定



(注) 10億ドル、2007年1月～09年12月、月次。

(出所) Treasury Bulletin, various issues, TABLE UST-1.Elements of Change in Federal Reserve and Tax and Loan Note Account Balancesより作成。

を含めて示したものである。

③二〇一五年の改革

さらに財務省は、二〇一五年五月に国庫金管理政策を変更した。⁽⁸⁾変更の一つは、FRBの「政府預金」残高を、一五〇〇億ドル以上で、かつ国庫支出金の一週間分をカバーする水準へ引き上げるというものであった（従来のカバー水準は二日分）。変更の目的は、国債発行システムが停止する万一のリスクに備えることで、それに該当する例として、二〇〇一年の「九・一一」、二二年一〇月の台風サンディによる混乱⁽⁹⁾、今後発生しうるサイバーテロを挙げている。

もう一つの変更点は、短期国債発行額の引き上げであった。財務省は、安定的な資金調達と調達コストの抑制のため、政府債務全体の満期の長期化を進めているが、とはいえ、債務残高に占める短期債務の比率が約一一％まで下がっているのは異例で、金融危機後のMMF改革等によってTBへの需要が高まっていることも踏まえると、より積極的な短期債務の発行が、全体的としての資金調達コストの低減につながるとした。そしてその後実際に、図表10が示すように、TBの残高比率が引き上げられている。

こうした国庫金管理政策の変更も、政府預金の増加の一因となったのである。

FRBの「政府預金」の扱いに関するこうした経緯を振り返ると、財政資金の受け払いにもなう準備預金の増減へのきめ細かな対応という、日本では常識と考えられている金融調節が、米国では少なくとも同等の慎重さではなされてこなかったのではないかと推測される。そしてその始まりは、リーマン後の量的緩和開始時ではなく、(国庫金の民間銀行預金制度によって)それ以前にさかのぼるのである。そのうえ、一五年からは「政府預金」

がさらに大きくなりまた変動も激しくなると同時に、「正常化」によって準備預金は急速に減少してきた。こうした点を踏まえると、今回の短期金利急騰の一因として、納税と発行国債の決済による財政資金の揚げ超を挙げること、あながち見当はずれとは言えないように思われる。

6 「RRP」

FRBの負債項目で残るのは「RRP」であるが、これは、量的緩和からの「正常化」において重要な意味をもつ政策対応であった。

FRBは、量的緩和からの「正常化(Normalization)＝出口戦略」を、初めにFFレートを引き上げ、そのあとにバランスシート(≠保

有債券額≠準備預金)の縮小に着手するという順序で進めてきた¹⁰⁾。実際、金利の引き上げは二〇一五年一二月に開始されたが、債券保有額の縮小が始まったのはその二年後の一七年一〇月であった(図表6、図表11)。

つまり、余剰準備が存在するなかで市場金利を引き上げるわけで、そのためには余剰準備にFFレートと同等の金利を付すことが必要になる。FFレートが準備預金金利より高ければ、銀行は余剰準備をFF市場で運用し

図表10 国債残高

年度末・月末	合計	うち市場性証券		
		小計	うちTB(対小計比)	
2014	12,784,971	12,271,552	1,409,628	11.5%
2015	13,123,847	12,831,867	1,355,231	10.6%
2016	14,173,424	13,638,303	1,644,759	12.1%
2017	14,673,429	14,175,677	1,799,570	12.7%
2018	15,761,155	15,250,078	2,239,473	14.7%
2018年 6月	15,466,564	14,955,425	2,157,412	14.4%
7月	15,569,493	15,057,714	2,205,355	14.6%
8月	15,785,389	15,273,684	2,340,414	15.3%
9月	15,761,155	15,250,078	2,239,473	14.7%
10月	15,843,329	15,328,902	2,257,391	14.7%
11月	16,044,318	15,531,248	2,388,456	15.4%
12月	16,101,667	15,589,671	2,339,374	15.0%
2019年 1月	16,101,227	15,591,458	2,298,360	14.7%
2月	16,250,898	15,740,600	2,395,382	15.2%
3月	16,204,392	15,910,365	2,479,407	15.6%
4月	16,192,789	15,853,656	2,383,330	15.0%
5月	16,202,283	15,914,391	2,353,292	14.8%
6月	16,188,422	15,906,333	2,250,354	14.1%

(注) 100万ドル、年度末は9月末。

(出所) Treasury Bulletin, September 2019, p. 20, Table-FD 2より作成。

図表11 最近のFRBの政策

	政策金利 (FFレートの目標)	量的緩和	短期金利急騰対策
2017年6月14日		17年10月からの保有債券縮小計画を発表。	
2017年10月		月額100億ドル (国債60億ドル、MBS40億ドル) の縮小を開始。 縮小額は、3ヵ月毎に計100億ドル (国債60億ドル、MBS40億ドル) ずつ、計500億ドルになるまで拡大。	
2018年10月		予定通り、月額500億ドル (国債300億ドル+MBS200億ドル) の縮小を開始。	
2018年12月19日	0.25%引き上げ (2.25%~2.50%) 声明文に「さらに数回の緩やかな引き上げが適切」と明記。		
2019年1月30日	声明文から上記文言を削除し、引き上げの停止を示唆。		
2019年3月20日		5月から縮小額を月額500億ドルから350億ドル (国債150億ドル+MBS200億ドル) に引下げ、9月末をもって縮小を停止すること (ただし、10月からMBSを月額200億ドルずつ削減し同額を国債に振り替える) を発表。	
2019年7月31日	0.25%引き下げ (2.00%~2.25%)	9月末予定の縮小停止を7月末に前倒し。	
2019年9月16日			短期金利 (レポレート) が急騰。
2019年9月17日			レポ・オペ (翌日物750億ドル) を実施。以降、連日実施。
2019年9月24日			レポ・オペ (2週間物300億ドル) を実施。以降、随時実施。
2019年9月18日	0.25%引き下げ (1.75%~2.00%)		
2019年10月4日			レポ・オペ計画を発表。 翌日物 (750億ドル、11月4日まで毎日)、期日物 (350~450億ドル、6~15日物、10月末までに8回)。
2019年10月11日 (臨時FOMC)		TBオペ (月額600億ドル) を20年6月末まで実施。準備預金の額を9月上旬の水準 (約1兆5千億ドル) 以上に維持。	レポ・オペ計画を発表。 翌日物 (750億ドル、毎日)、期日物 (350億ドル、週2回) を少なくとも20年1月末まで。
2019年10月23日			レポ・オペの増額を発表。 翌日物1,200億ドル、期日物450億ドル (10月24日と29日のみ)。
2019年10月30日	0.25%引き下げ (1.75%~2.00%) 前回声明文にあった「経済拡大を支えるために適切に行動する」を削除し、引き下げ打ち止めを示唆。		
2019年11月14日			年末越えのレポ・オペを発表。 42日物2回 (250億ドル、150億ドル)、28日物1回 (150億ドル)。

(出所) FOMCとFRBNYのStatementより作成。

ようとし市場が混乱するからである。こうした準備預金金利の引き上げによって、銀行間市場の問題は解決されたが、非銀行部門（証券会社やMMFなど）の参加する、先述のレポ市場についてはまた別の対応が必要であった。⁽¹¹⁾

F R Bに準備預金を保有するのは銀行に限定されているため、準備預金金利の引き上げは、レポ市場には直接的な影響はない。⁽¹²⁾ 市場メカニズムが理屈通り働くなら、F F市場とレポ市場の間で裁定取引が行われ、両者の金利が大きく乖離することはないのであるが、この二つの市場間では、今回の金利急騰で明らかになったように十仲裁定が働かない可能性が高い。そうなると、F Fレートと準備預金金利を引き上げても、より実体経済に近いレポレートは上昇せず、金利引き上げが尻抜けになってしまうのである。

そこで、F R Bは、まだ金利引き上げが始まる前の二〇一三年九月から、「正常化」開始に向けた準備作業として、オープンマーケット参加者を対象とする資金吸収オペを開始した。それが、R R P (Reverse Repurchase Agreements: リバース・レポ・オペ) である。具体的には、①F R Bのオペ先は、通常、プライマリー・ディーラーと呼ばれる二〇社程度の証券ディーラー（投資銀行等）に限定されているが、それを、M M Fや銀行等に広⁽¹³⁾げ、②固定金利での（初回は〇・〇一％）、翌日物リバース・レポ・オペを開始したのである（図表6の注1参照）。これは、つまりは、従来、預金金融機関に限定されていた（有利子の）準備預金保有を、（リバース・レポの形を取りながらも実質的には）M M F等の非預金金融機関にも認めるということに他ならない。こうすることによって、レポレートもF Fレートと同様にF R Bが直接コントロール可能となったのである。そして、図表6が示すように、二〇一五年一二月からF Fレート（誘導目標）が引き上げられていくと、目標の下限に設定されたR R Pレートも一緒に引き上げられていった（準備預金金利は誘導目標の上限）。

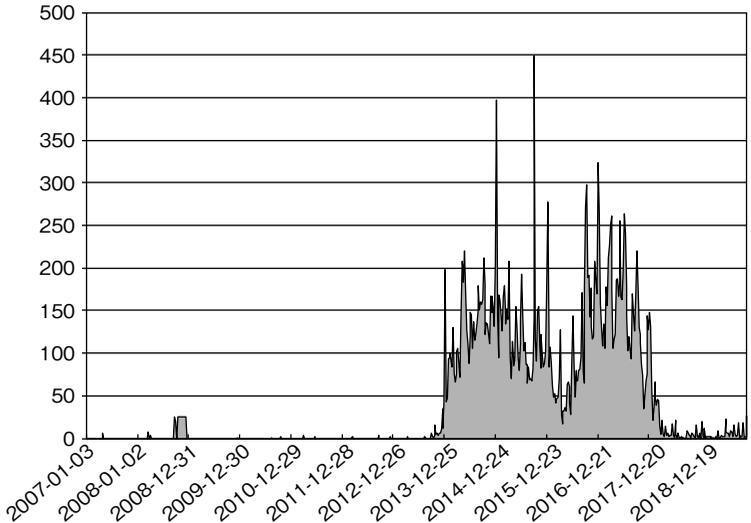
このRRPは、図表12が示すように開始直後から一定の規模に達していたが、昨年（一八年）に入り急減している。その理由は単純で、前述したTBの発行額引き上げを背景とするTB利回りの上昇、TBディーラーのファンディング・ニーズの高まりによるレポレートの上昇である。TB利回りやレポレートがRRPレートを上回るようになったため、MMF等がRRPのオペに応じなくなったのである。つまり、昨年の時点で、RRPは、「正常化」過程におけるレポレートの下支えという役割を終えたと言えるであろう。

しかしながら、RRPは、レポレートのFFレート目標以下への低下を防ぐものであつて、目標以上への上昇を防ぐことはできない⁽¹⁴⁾。巨額の準備預金が存在する以上、短期金利が誘導目標を大幅に上回るとは考えられなかったであろう。

おわりに

九月の金利急騰を受け、FRBはレポ・オペとTBオペを復活させた（図表11参照。また図表3でも確認可）。レポ・オペは、かつてはFRBの主要な金融調節手段であつたが、量的緩和の開始以降は実施されていなかった。

図表12 FRBの負債（RRP）



それをおよそ一〇年ぶりに復活させたのである。TBの買い切りオペも同様である。

つまり、レポレート急騰という事態に対して、その直接の原因である証券ディーラーの資金不足に対応すべく、プライマリー・ディーラーをオペ先とするレポ・オペによって資金を供給したのである。同時にそれは、マクロ的には準備預金の増加をもたらすもので、FRBは「(金利急騰前の)九月上旬の準備預金水準を維持する」としている(図表11の一九九一年一月一日参照)。これによって、短期金融市場は落ち着きを取り戻すであろう。しかしながら、今年三回行われた金利の引き下げに続くこれらの措置によって、量的緩和からの「正常化」はさらに大幅に遅れることになった。

レポ・オペ等の復活について、FRBは、「純粹にテクニカルなもので、金融政策のスタンスを変更するものではない」とし、これまでの量的緩和政策とも異なるとしている。⁽¹⁵⁾ というのは、これまでの量的緩和が、長期金利の抑制を目的としていたのに対して、今回の準備預金水準の引き上げはレポ・オペやTBオペによるもので長期金利に直接作用しないからである。

この点、日本の量的緩和(異次元緩和政策)が、(長期国債買入れによる長期金利の抑制というより)主として準備預金の増大による貨幣数量説的效果や「期待に働きかける効果」を狙ったものであったことを踏まえると、今回のFRBの政策は、そうした日本的な量的緩和でも、長期金利の押下げを目指した従来のFRBの量的緩和でもない、第三のタイプの量的緩和政策と言うこともできるであろう。

注

(1) 金利急騰の直後に開催されたFOMC(連邦公開市場委員会)において、執行部(FRB NYのデスク・マネジャー)

は、法人税の支払い、国債の決済のほか、「短期市場での主な貸し手が、高まる（証券）ディーラーのファンディング・ニーズに積極的に対応しなかった」こと、「いくつかの銀行が（事前のアンケート調査で）報告した水準を大きく超える準備を維持した」と、「MMFが潜在的な資金流出に備えて流動性を抱え込んだ」とに言及している（"Minutes of the Meeting of September 17-18, 2019," p. 5）。

また、FRBのパウエル議長は、一〇月三〇日のFOMC後の会見で、短期金利の急騰は「驚きだ」とし、「我々は、適切な準備の最低水準を注意深くサーベイしているが、多くの銀行が、それを上回る準備を保有しながら金利の上昇したレポ市場にそれを投資しなかった。それはなぜか」「我々は、それについて注意深く分析を進めているところだ」と、原因はまだ明らかでないこと示唆する一方で、資本・流動性規制が原因なのかと尋ねる記者には「そうは考えない」と回答している（www.federalreserve.gov/mediacenter/files/FOMCprescon20191030.pdf (pp. 12-13, 22)）。

(2) なお、硬貨は、造幣局 (United States Mint) で製造されたものを、FRBが額面で買い入れており、発行額がFRBの負債となることはない。この点は日本も同様である（造幣局で製造、財務省から日銀に交付⇨発行。日銀が同額（⇨買取代金）を政府一般会計内の「貨幣回収準備資金」に入金）。

(3) ただし、ドル紙幣の場合、発行残高の三分の二近くが海外で流通していると推測されている。

(4) FRBNY, "Domestic Market Operations during 2015," p. 27.

(5) SFP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、五一、五四頁参照。

(6) 以下、「政府預金」については、Paul J. Santro, "Evolution of Treasury Cash Management during the Financial Crisis," *Current Issues* (Federal Reserve Bank of New York), vol. 18, no. 3, 2012に拠る。

(7) FRBの政府預金は無利息であるが、付利されたとしてもFRBの利益はほとんどが国庫納付されるため、財政収支

上は意味がない。

- (8) U.S. Department of the Treasury, Press Release, "Quarterly Refunding Statement of Acting Assistant Secretary for Financial Markets," May 6, 2015.
- (9) 大型台風によってNYSEが二日間の休場を余儀なくされるなど、金融システムへも大きな影響があった。
- (10) FRBは、当初は(二〇一一年六月)、はじめに量的緩和を縮小し、そのあとに政策金利を引き上げるという順序を決定していたが、その後、QE3を経て、一四年九月に順番を入れ替えている。バランスシート縮小の長期金利への影響をより慎重に判断したものと思われる。
- (11) 以下、RRPについては、Josh Frost, et. al., "Overnight RRP Operations as a Monetary Policy Tool: Some Design Considerations," *FRB Finance and Economics Discussion Series*, 2015-010より、FRBNYのオペ年次報告書("Domestic Open Market Operations")の二〇一三年版以降の各号参照。
- (12) この点、日本の場合、準備預金制度(預金金融機関が受け入れている預金額に応じて日銀に当座預金残高を維持する制度)の対象外である証券会社や証券金融会社なども当座預金を保有している(現在のマイナス金利付きの補完当座預金制度のもとで、プラス、マイナスの付利の対象でもある)。したがって、ここで述べている米国のような問題は、日本では生じない。
- (13) MMF約一〇〇社、証券会社、銀行、GSE計約一五〇社(RRPのオペ先のリストは、FRBNYのウェブサイト、Reverse repo counterpartiesに掲載)。日々変動はあるが、応札額のほぼ九割程度はMMFが占めた。取引先種別のオペ額の実際は、FRBNYのReverse Repo Data by Counterparty Type (9/23/2013 to 6/30/2019)で公表されている。

- (14) 誘導目標以上への金利上昇を防ぐ政策手段として、銀行間市場に対しては、公定歩合貸出がある(図表6)。これは、通常のオペ(資金供給)が、FRB側から日時や金額を指定して入札形式で行うのに対して、銀行からの申し込みによって(適格担保の範囲内で)FRBが自動的・受動的に資金を供給するというものである。したがって、FFレートが公定歩合を上回りそうな時には、銀行はFF市場ではなくFRBから資金を借り入れること(それによってFFレートは公定歩合を上回らない)が期待されているのである。ところが実際には、FRBからの(入札形式をとらない)相対での借り入れは、市場で資金調達が足りないことを示す「恥辱(Stigma)」として忌避される傾向が強く、公定歩合貸付は、FFレートの上限を画する機能を十分には果たしていない。リーマン・ショック時のFRBの課題の一つは、いかにSigmaを回避して市場に資金を供給するかであった(この点は前掲『金融危機と中央銀行』三八〜四〇頁参照)。なお、日本でも、同様の制度が「補完貸付」という名称で整備されているが、日本の金融市場ではStigma現象は生じていない。

レポ市場についても、現在、公定歩合貸付と同様の、自動的・受動的なRRPの導入が検討されているが、やはり、Sigmaの懸念が指摘されている(FOMC, "Minutes of the Meeting of October 29-30, 2019, pp. 6-7)。

- (15) FOMC, "Statement Regarding Monetary Policy Implementation" and "Frequently Asked Questions for the Federal Open Markets Committee's Statement Regarding Monetary Policy Implementation" October 11, 2019.

(いず ひさし・客員研究員)

ペリオデイック・オークションの実像

～ESMAのコンサルテーション結果に見る実態～

吉川 真裕

二〇一八年一月、欧州連合（EU）は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（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・プール取引が三月一二日から六カ月間停止されることを明らかにした。規制導入後、顧客と電子的に相対で取引するシステムティック・インターナライザーや不定期にオークションがおこなわれるペリオデイック・オークションでの取引が増えていると報じられ、一月九日にESMAはペリオデイック・オークションに関するコンサルテーション文書を公表し、二〇一九年六月一日にはコンサルテーション結果に関する報告書が、一〇月四日には報告書に基づいたESMAのオピニオンが公表されている。本稿ではESMAの報告書に基づいて、知られざるペリオデイック・オークションの実像について紹介する。

1 コンサルテーション文書の内容

二〇一八年一月九日にESMAが公表したペリオディック・オークションに関するコンサルテーション文書によれば、この種の取引形態は七つの取引市場で導入されており、注文執行に至るオークション期間は最短二五ミリ秒から最長一五〇ミリ秒であるという。そして、オークションの開始時期には一つの注文が入った場合と複数の注文で執行可能になった場合とがあり、公開市場の仲値で執行するか、同一ブローカーの注文を優先的に執行するかなど、細部で異なる市場設計がなされているという。⁽¹⁾

ESMAはMiFID IIに伴うダーク・プール取引規制の導入後、システマティック・インターナライザーやペリオディック・オークションでの取引が増えていると報じられていることに関心を持っており、ペリオディック・オークションがMiFID IIのダーク・プール取引規制の抜け穴になっているのではないかという心配からコンサルテーションを実施していた。大口取引を除くダーク・プール取引のシェアは二〇一八年一月に四・六%（六九五・七億ユーロ）、三月に三%（四七三億ユーロ）、その後は八月の二・二%（二五五・七億ユーロ）まで低下した後、最初の取引制限が解除された九月には三・四%（三九六・八億ユーロ）まで上昇していた。他方、ペリオディック・オークションでの取引シェアは二〇一八年一月の〇・五%（六七・八億ユーロ）から八月の二・三%（二六〇・九億ユーロ）まで上昇した後、九月には一・九%（二二二・八億ユーロ）まで低下していた。ESMAは二〇一八年九月のダーク・プール取引の取引制限解除と大口取引を除くダーク・プール取引のシェア上昇がペリオディック・オークションの取引シェア低下と符合していることから、取引制限によってペリオディック・オークションに流れていた取引の一部がダーク・プール取引に復帰したという解釈をしており、ペリオディック・オークションの一部はダーク・プール取引の代替物となっているとみなしていた。

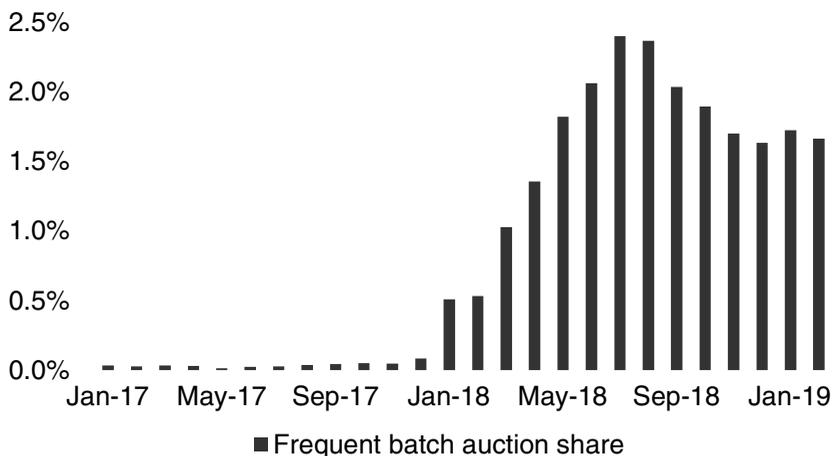
また、ペリオデイック・オークションの取引シェアは全銘柄では七月に二・三％で最高であったが、取引制限のかかっていた六一八銘柄のペリオデイック・オークションの取引シェアは四・二％とより高い水準で最高であった。そして、七月から九月にかけて全銘柄ではペリオデイック・オークションでの取引シェアは〇・四％しか低下していないのに取引制限のかかっていた六一八銘柄のペリオデイック・オークションの取引シェアは一・三％低下しており、ESMAはこれをもってペリオデイック・オークションがダーク・プール取引の代替物となっている証拠と解釈していた。

2 ダーク・プール取引規制の影響

二〇一九年六月一日にESMAはペリオデイック・オークションに関するコンサルテーション結果の報告書を公表した。⁽²⁾ 一月二日の期限までに三三件の回答がペリオデイック・オークションを実施している取引市場や実施していない取引市場、ペリオデイック・オークションの利用者、業界団体等から提出されていたという。

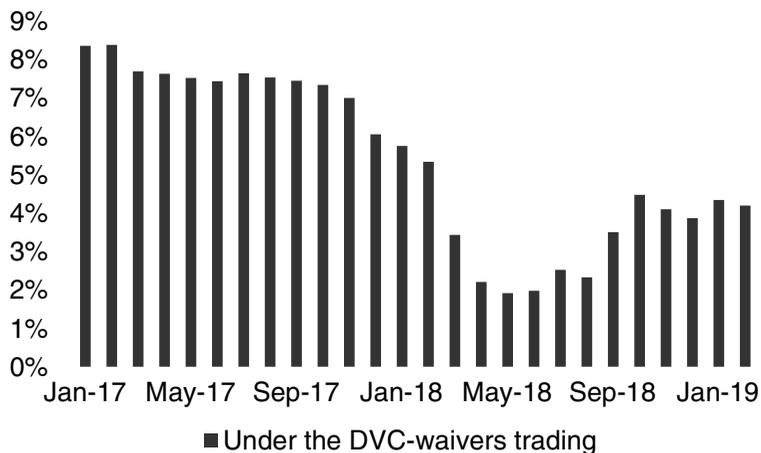
ESMAはコンサルテーション文書の分析期間を二〇一九年二月まで拡張した図表を掲載し、過半数の回答者はペリオデイック・オークションがダーク・プール取引の代替物となっているというESMAの解釈を支持したと述べている(図表1・図表2・図表3・図表4)。しかし、ダーク・プール取引規制がペリオデイック・オークション増加の最大の要因であるという主張を支持した者は約四分の一に過ぎず、最良気配の仲値や内側での執行がペリオデイック・オークション増加の要因であるという回答が多く、ハイ・フリークエンス・トレーディングの影響を制限していることや価格変動が小さいこと、情報漏洩が少ないこと、注文執行の質が高いことを挙げている者もいたという。

図表1 ペリオディック・オークションでの取引比率の推移



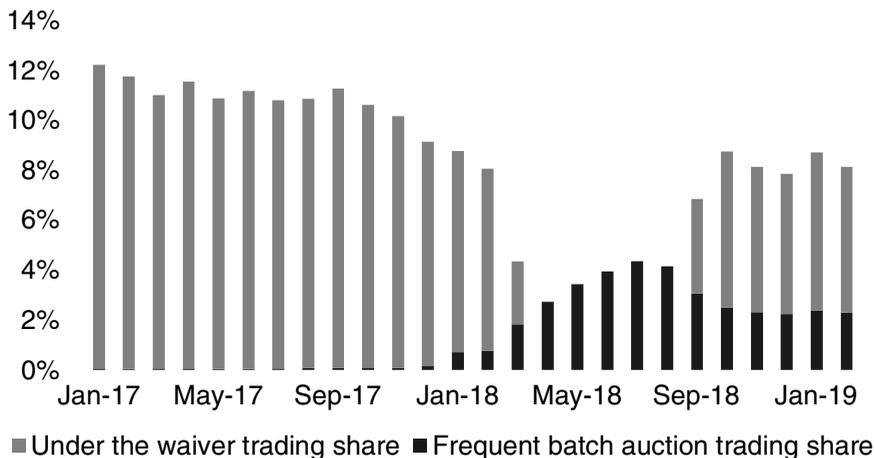
Note: Evolution of the frequent batch auction trading share in total trading, in %.
Sources: ESMA.

図表2 ダーク・プール取引規制の対象となる取引（大口取引と交渉取引を除く）比率の推移



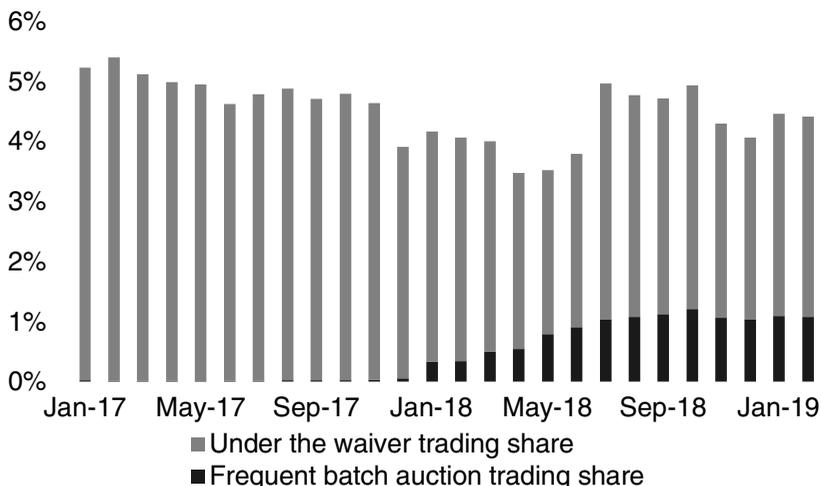
Note: Evolution of the under the waiver trading share in total trading, in %.
Sources: ESMA.

図表3 ダーク・プール取引規制で取引制限の対象となった銘柄のダーク・プール取引比率とペリオディック・オークション取引比率の推移



Note: Under the waiver and FBA auction trading shares in total trading, in %.
Sources: ESMA.

図表4 ダーク・プール取引規制で取引制限の対象とならなかった銘柄のダーク・プール取引比率とペリオディック・オークション取引比率の推移



Note: Under the waiver and FBA trading shares in total trading, in %.
Sources: ESMA.

3 ペリオディック・オークションの実態

(1) 取引前情報の透明性

ペリオディック・オークションの開始時期には一つの注文が入った場合と複数の注文で執行可能になった場合があるが、後者では短時間に執行予定価格と執行予定数量が開示され、前者では対等する注文が短時間のオークション期間に入った場合にのみ執行予定価格と執行予定数量が開示される（執行時点での気配値を公表している主取引市場の最良気配の外側で取引が成立することはない）。売り超過なのか買い超過なのかの情報開示拡充を求める意見もあったが、多くの回答は情報漏洩やフロント・ランニングを危惧して開示情報の拡充を支持していなかった。

(2) オークション期間

ペリオディック・オークションの長さについては対象銘柄の流動性やタイプを考慮すべきではないかと質問したが、現在のままで低流動性銘柄でも複数の注文が入らないほど短いわけではなく、オークション期間の決定は各取引市場にゆだねるべきであるという回答が大半であった。そして、ペリオディック・オークションの平均期間である一〇〇ミリ秒間に気配値が開示されているザラバ市場では二〇〇〇回の発注・取り消しも可能であるという意見や、ペリオディック・オークションは繰り返しおこなわれているのでオークション期間が短いために取引機会が奪われることはなく、次のオークションにロール・オーバーされているという意見が寄せられていた。

他方、複数の注文で執行可能になった際に始まるペリオディック・オークションでは大半の場合に取引が成立しており、一つの注文が入った際に始まるペリオディック・オークションでは取引成立比率は下がるが、二件以上の取引が成立しているという。そして、オークション期間に取引が成立しない理由は気配値を開示している主

市場の最良気配の変化や注文の取り消し、注引量が小さすぎたためだという。この執行状況についてはほとんど公表されることがないので、以上の報告書本文の要約に加えて報告書補論の記述も以下で紹介しておく。

① 回答の多くは明確でなく、比較することが難しく、矛盾した回答もあった。

② ある取引市場の回答では一つの注文が入った際に始まるペリオディック・オークションでは七〇%で取引が成立し、取引が成立しなかったのは注文の取り消しや執行価格が最良気配の外に外れたため、注引量が小さすぎたためであった。そして、注文が成立した場合の平均取引件数は二・四七であった。他方、同じ取引市場についてペリオディック・オークションの九六・五%では取引が成立せず、ロール・オーバーされた注文についても取引が成立することは稀であったという回答もあった。さらに、この市場のペリオディック・オークションでの取引成立比率は約六〇%であるという回答もあった。

③ 他の取引市場の回答では二〇一八年第４四半期に九七・四%で取引が成立し、八〇%では注文がすべて取引されていた。そして、取引が成立しなかったのは執行価格が最良気配の外に外れたためであった。他方、二〇一八年第３四半期には九・六%で取引が成立していた。

④ 別の取引市場の回答では取引成立比率は八五%から一〇〇%に改善し、四%から五%の取引では二件以上の取引があったという。

⑤ ある取引市場の回答では当該市場でのペリオディック・オークションでは約七〇%で取引が成立していると推測していた。

⑥ 複数の注文で執行可能になった際に始まるペリオディック・オークションをおこなう別の取引市場の回答では取引成立比率は一〇〇%で、多くのオークションでは二件以上の取引があったという。

⑦ 最後の取引市場の回答では九九・二％で取引が成立し、取引が成立しなかったのは執行価格が最良気配の外に外れたためであった。

⑧ ペリオディック・オークションの多くは複数の注文で執行可能になった場合に始まるのであり、いくつかの取引システムでは最初の執行可能状態をロックするので取引比率は一〇〇％になるといふ回答もあった。

(3) 価格決定

気配値を開示している主市場の最良気配が変化するとペリオディック・オークションの注文価格が変更される。ペッグ注文をすべてのペリオディック・オークション市場は採用している。九九・九％の注文がペッグ注文である、八〇％の注文は最良気配の仲値で執行されている、すべての注文が(多くは仲値の)ペッグ注文なので価格制限メカニズムが働くことはない、といった回答が寄せられており、ペリオディック・オークションではほとんどオークションが価格形成をおこなってはいない。気配値を公表せずに他市場の気配値の仲値で注文を執行する。ダーク・プールが取引制限を受けているにもかかわらず、ほんのわずかな時間だけ取引予定価格と取引予定数量を公表するペリオディック・オークションがダーク・プールと同様なペッグ注文を利用し、価格形成をおこなう。オークションをおこなっていないことにESMAは疑念を持っている。ペリオディック・オークションは指値注文で独自の価格形成をおこなうべきであり、指値注文を認めない場合や指値注文価格を主市場の気配値変動に合わせて調整するメカニズムを導入している場合にはダーク・プールと同じ扱いにすべきであるとESMAは考えており、ペリオディック・オークションの利用実態を注意深く観察していくと明記している。

また、ペリオディック・オークション開始時に取引価格をロックしてしまう取引システムもその注文がペッグ注文である場合にはオークションによる価格形成を排除することになるので、システムによって変更されない指

値注文に限ってロック価格での注文執行を認めるべきであると考えているとESMAは明記している。

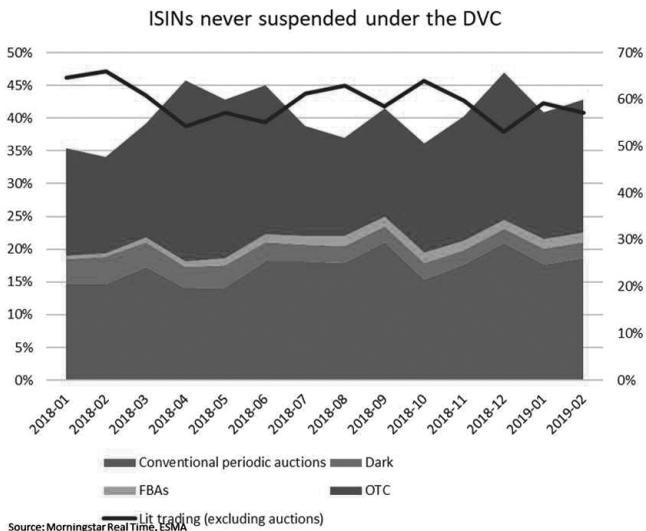
(4) セルフ・マッチング

セルフ・マッチングは同一会員業者によるクロス取引を、メンバー／ブローカー・プリファレンシングは同一会員業者による注文執行を優先させるメカニズムを指し、すべてのペリオディック・オークション市場で導入されている。同一会員業者による取引の成立はクリアリング費用やセトルメント費用を節約する効果を持つとはいえ、オークションによる価格形成をゆがめる可能性を秘めている。ところが、二〇一八年五月と六月の気配値を公開するある市場での取引一六万件の二〇%が同一業者からの注文で成立していたにもかかわらず、一〇〇ミリ秒以内に出された対等注文は一・五%にすぎず、一六万分の一〇四(〇・〇六五%)に過ぎないとしてセルフ・マッチングに伴う問題は今のところ問題にはなっていないという判断をESMAは下している。

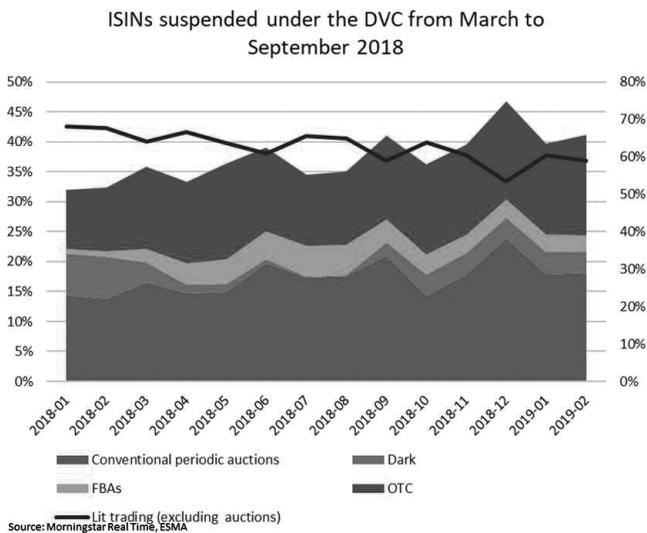
4 ESMAの方針

ESMAは報告書の最後にダーク・プール取引規制導入前後の取引比率の推移を示し、気配値を公表する取引市場でのザラバ取引のシェア低下、取引市場での板寄せ取引(コンベンショナル・ペリオディック・オークション)・ペリオディック・オークション(FBA)・取引所外取引(OTC)のシェア上昇を確認した上で、ペリオディック・オークションに対して規制を導入する決定については今後の検討課題として先送りすることを報告書の締めくくりとしていた⁽³⁾(図表5・図表6)。そして、二〇一九年一〇月四日には報告書に基づいたESMAのオピニオンが公表され、ペリオディック・オークションにおける取引前情報の透明性と価格決定には懸念があるという報告書の見解を繰り返し、規制の導入については今後の検討課題とする方針を明らかにしている⁽⁴⁾。

図表5 ダーク・プール取引規制で取引制限の対象となった銘柄の取引比率の推移



図表6 ダーク・プール取引規制で取引制限の対象とならなかった銘柄の取引比率の推移



注

- (1) European Securities and Markets Authority, "Call for evidence: Periodic auctions for equity instruments," 9 November 2018 (<https://www.esma.europa.eu/press-news/consultations/call-evidence-periodic-auctions-equity-instruments>).
- (2) European Securities and Markets Authority, "Final Report: Call for evidence: Periodic auctions," 11 June 2019 (https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma70-156-1035_final_report_call_for_evidence_periodic_auctions.pdf).
- (3) このグラフの数字はストックス・ヨーロッパ二〇〇ラージ／ミッド／スモール・キャップス指数を構成する六〇〇銘柄の株式を取引制限のかかった三六五銘柄（図表5）と取引制限のかからなかった二九六銘柄（図表6）に分けて計算したものである。
- (4) European Securities and Markets Authority, "Opinion: On frequent batch auctions (FBAs) and the double volume cap mechanism (DVCM)," ESMA 70-156-1355, 1 October 2019 (https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma70-156-1355_opinion_frequent_batch_auctions.pdf).

（よしかわ まさひろ・客員研究員）

議決権行使助言会社の規制

梅本 剛正

1 はじめに

(1) 議決権行使助言会社

議決権行使助言会社とは、機関投資家から対価を得ることで上場会社各社の株主総会の議案につき、議決権行使における「賛成」「反対」の推奨を行うサービスを提供する会社である。各国の議決権行使助言業務は、IS S (Institutional Shareholder Services) とグラスルイスの二社が事実上の寡占状態にあり、わが国でも同じである。⁽¹⁾⁽²⁾

毎年六月の定時株主総会シーズンが近づくにつれて、個々の上場会社の議案において議決権行使助言会社の動きが新聞紙上を賑わせる。上場会社の役員選任や定款変更など重要な議案において助言会社が賛否いずれを推奨したのか関心を集めるわけだが、争いのある株主総会の議案が助言会社の推奨どおりの結果となることも少なくない。

このように、議決権行使助言会社は上場会社の重要事項の決定に大きな影響力を持っているが、その実態は必ずしも明らかではない。議決権行使助言会社は機関投資家との契約関係に基づいて事実上議決権行使について推奨している会社に過ぎず、法律等の規制は受けていないからである。

(2) 議決権行使助言会社が利用される背景

議決権行使助言会社の歴史はさほど古いものではなく、一九八五年にアメリカの厚生省幹部がアメリカのコーポレートガバナンスと機関投資家の議決権行使の質の向上を目的としてISSを設立したことに始まる。その後、一九八〇年代後半のERISA法解釈通牒エイボンレターや一九四〇年投資顧問法規則改正など一連の規制改正において、保有する株式の議決権を年金基金や資産運用者が適正に行使することも受託者責任の一内容であること等が示されて以後、機関投資家らによる助言業務の外部委託が増加するようになった。

日本の機関投資家はアメリカと異なり、法規制等を理由に助言会社を利用しているわけではない。わが国の上場会社は六月下旬に定時株主総会を開催するものが極めて多く、多数の銘柄を保有する機関投資家がそれらの会社の株主総会議案すべてに目を通して賛成・反対を決定することは困難であり、事実上の必要から作業の一部を助言会社にアウトソースしているものと考えられる。⁽³⁾

(3) 問題の所在

議決権行使助言会社に対する規制は、欧米においても近年ようやく整備が進められてきたところであり、まだ手探りの段階といつてよい。わが国においても、後述するようにスチュワードシップ・コードに議決権行使助言会社に関連する定めが置かれるなど、近年は助言会社の存在が正面から認められつつあるが、いまのところは規制といえるほど踏み込んだものとはなっていない。

議決権行使助言会社の規制の必要性を説く見解は次のような理由を挙げる。第一に助言会社の利益相反の問題である。ISSのようにコンサルティング業務を子会社が行っている場合には、子会社の取引先の株主総会議案

に対する推奨内容が（会社に有利に）歪められる恐れがある。また、助言会社の役員や親会社の関係会社が上場会社であれば、同じように評価が歪みかねない。さらに、機関投資家が上場会社であれば、推奨サービスを締結している機関投資家とそうでない機関投資家とで評価が異なる可能性もありうる。

第二に助言会社の物的・人的資源が十分か否かもしばしば問題とされる。限られた期間内に多くの上場会社の様々な議案を分析し推奨するのであるから、助言業務を適正に行うためにはスタッフの質と量を一定以上確保するなど十分なリソースが求められるはずである。かりにそれが不十分であれば、提供されるサービスの信頼性が低下することになる。

第三に助言会社の推奨内容が事実誤認等に基づいていることも、評価対象となった会社から指摘されている。助言会社は公表資料以外にも直接会社を訪問したりメール・電話等の手段でインタビュー等を行ったりしているが、必ずしもすべての会社で実地調査を行っているわけではない。調査を行ったとしても事実誤認や評価の誤りが残ることもある。対象会社が助言会社の推奨内容や分析に異議を申し立てることがあるが、推奨内容に会社の反論等をどの程度反映させるかも問題となりうる。

第四に、助言会社の推奨内容が形式的・画一的な基準の適用に終始しがちで実質面を評価していないという問題もある。基本的に助言会社は事前に定めた議決権行使方針に従って個々の会社の議案を評価するが、会社の置かれた状況によっては形式基準を当てはめることが適当でない場合も少なくない。

これに対して、議決権行使助言会社を規制すること自体に否定的な見解も強く主張されている。その理由は、顧客である機関投資家は洗練された投資家であり推奨に盲目的に従うとは限らないこと、助言会社が果たしている役割が重要であり規制で縛るべきでないこと、規制により増加するコストが顧客に転嫁されるため関係者の利

益にならないこと、などである。⁽⁴⁾

以下では欧米の規制を概観したうえで(2)、二〇一九年六月に開催されたLIXILグループの株主総会に対するISSとグラスルイスの推奨内容・推奨理由について検討を加えることにする(3)。この事件は助言会社の推奨における、議案の調査・評価能力に大きな疑問を抱かせると同時に、外国人株主が多い大企業における議決権行使助言会社の影響力の大きさを改めて認識させるものであった。最後にまとめとして、わが国における議決権行使助言会社の規制の在り方について若干の考察を加える(4)。

2 欧米の規制状況⁽⁵⁾

(1) アメリカの規制状況

① 法規制の試み
アメリカでは、二〇〇七年六月の会計検査院(GAO)の報告において議決権行使助言会社の問題点が指摘され、その後、助言会社に対する規制の是非について盛んに議論されてきた。二〇一七年一〇月、二〇一八年一月には助言会社の規制を含む法案が議会に提出された。これら法案の主たる内容は、助言会社をSECへの登録制として、助言会社に関する情報開示を図るとともに、スタッフ等の確保を求めその人数等をSECに年次報告することや、助言方針等を届け出て公表すること、対象会社の事前レビューとコメントの機会提供など、GAO報告書以後問題とされてきた論点を踏まえたものであった。

ところが、いずれの法案も前述した規制そのものに対する批判などを理由に会期終了に伴い廃案となった。

② SECの二つのガイドラインと委任状勧誘規則改正案

二〇一九年八月にSECは連邦証券諸法の規則について解釈・ガイドライン二つを発出した⁽⁷⁾。一つは委任状勧誘規制における議決権行使助言会社に関するものであり、もう一つは運用会社の議決権行使の受託者責任に関するものである。前者については近時その内容を反映した委任状規則の改正提案がなされたので、こちらで説明する。後者については、運用会社が受託者責任を果たすうえで、保有株式の議決権行使にあたり議決権行使助言会社の利用を認めつつ、当該助言会社のスタッフの構成・質、技術力等が議案の内容を適切に分析・評価するため十分か否か検討することを求めるとともに、助言会社の事実関係の誤り、手法の弱点的なレビュー等事実関係の誤り等が生じないための方針等を策定すべきであるとしている。

SECは二〇一九年一月五日に委任状勧誘規則の改正案を公表した⁽⁸⁾。これは議決権行使助言会社の情報開示義務と評価対象会社との対話手続きのルールを新設するものである。一九三四年証券取引所法の委任状勧誘規則では、「勧誘」(規則一四a—1(i)(iii))に該当する行為を行う場合、一定の書式に基づく情報提供義務やSECへの届出が求められるなど煩雑な手続きが必要とされている(規則一四a—2、規則一四a—1)。現行法では議決権行使助言会社の助言行為は適用除外されているが(規則一四a—1(b))、今回の新たな規則案は議決権行使助言会社が適用除外を受ける条件として、主として次の三点を遵守することを求めている。

第一に、レポートにおいて助言会社が実質的に有する利益相反関係について詳細な情報開示を行うこと、第二に推奨レポートを顧客に送付する前に推奨行為を行う会社などに対して当該内容をレビューする機会を提供すること、第三に助言会社は会社から要求があれば、推奨レポートの中に会社側の見解につながるハイパーリンクを入れておくことなどである。⁽⁹⁾

(2) EU株主権ディレクティブ (Shareholder Rights Directive)⁽¹⁰⁾

EU株主権ディレクティブは、二〇一七年に改正され、新たに三丁条「議決権行使助言会社の透明性」という規定が設けられた。これは議決権行使助言会社に対して助言の決定方法、利益相反の対応などについて情報公開することを求めるものである。

具体的には、助言会社は自らが適用を受ける行動規範を公表し適用状況につき報告することが求められている(二項)。さらに、助言会社は調査・助言・議決権推奨の準備に関して少なくとも次の情報を年次ベースで公開示することが求められる(二項)。すなわち、適用する方法論・モデルの骨子、利用する主要な情報源、調査・助言・議決権推奨の質やスタッフの質を確保するために導入している諸手続き、市場や法律上・規則上の違いや会社固有の事情を考慮に入れているか否か、また考慮に入れている場合にはその方法、各市場に適用する議決権行使方針の骨子、調査・助言・議決権推奨の対象とする会社および会社のステークホルダーと対話しているか否か、対話している場合にはその程度・特質、潜在的利益相反の防止および管理に関する方針などである。また、顧客に対して利益相反への対応状況を開示すること等も求められている(三項)。

3 わが国における議決権行使助言会社の問題点〜LII事件を参考に

(1) LII事件のインパクト

これまで助言会社の推奨内容がわが国において大きな問題となったことはなかった。もちろん、事実関係の誤認等を理由に助言会社の評価対象となった会社が反論等をHPなどに掲載することは現在でもしばしば見られる⁽¹³⁾。多くの場合に対象会社が異議を申し立てるのは、社外取締役の独立性に関して会社と助言会社の認識が異なる

る場合についてである。

二〇一九年六月に開催されたLIXILグループ（以下、「LIXIL」と略称）の定時株主総会における助言会社の推奨内容は、内紛の原因を作り出した会社側の提案議案に極めて好意的な内容であったため、批判的な評価が加えられた。⁽¹⁴⁾ わが国において、議決権行使助言会社の推奨内容がこれほど注目され、かつ批判に晒された（少なくとも好意的な評価を受けなかった）のは初めての経験といえる。

（2）二〇一九年六月のLIXILにおける定時株主総会

① 経緯

LIXILは住宅設備機器等を製造販売する事業会社を傘下に有する業界最大手の持株会社である。二〇一八年一月にLIXILに社外から招かれた「プロ経営者」瀬戸欣也CEOが解任され、代わりに創業家出身の潮田洋一郎氏がCEOに就任した。この解任手続きに問題があること等がメディアで報じられ、⁽¹⁵⁾ 海外の機関投資家などから説明を求める声が上がった。会社側が満足のいく説明をしなかったため、機関投資家は潮田氏らを解任するための臨時株主総会の開催を求めたところ、潮田氏らは自ら辞任した。二〇一九年六月開催の定時株主総会を前に瀬戸氏が株主提案権行使して八名の役員候補を提案し、会社側との話し合いを求めてきたが、会社側はこれを拒否し独自の候補を提案した。

複数の海外の機関投資家が瀬戸氏らの株主提案候補を支持する声明を出したものの、議決権行使助言会社のISSとグラスルイスは、事実上会社側候補を支持する内容の推奨を行った。

② 総会における議題・議案と議決権助言会社の推奨内容

定時株主総会における役員選任議案に係る議題・議案は次のとおりであった。すなわち、「二号議案」として会社の提案する取締役八名の候補者、「二号議案」として会社・株主双方の提案する取締役二名の候補者、「三号議案」として株主の提案する六名の取締役候補者がそれぞれ挙げられていた。これに対する助言会社の推奨内容と理由は以下のとおりである。

(i) ISS⁽¹⁶⁾

「一号議案」六名賛成、二名反対（二名については、ISSの基準上独立性を欠くため）

「二号議案」二名いずれも賛成

「三号議案」二名賛成、四名反対（一名はISSの基準上独立性を欠くと判断し、他の三名は社内の業務執行者であることが理由。とくに瀬戸氏については解任手続きに瑕疵があったのは明らかだがCEO在任中の業績不振がまったく無関係だとは断定しがたいとの理由）

ISSは経営権の争いがある場合には、役員選任議案の審査にあたり、争いの背景や候補者の履歴等に基づいて個別判断するという基本方針を示している。⁽¹⁷⁾ LIXIL株主総会における役員選任にあたりISSは、「二人の社内取締役を含む一〇名規模の取締役会が現在のところ適当だと考える」として、対立する双方から一名ずつ社内取締役を賛成推奨し、他の取締役は独立性のみを基準に賛否を決定したものとみられる。

(ii) グラスルイス⁽¹⁸⁾

「一号議案」八名すべて賛成

「二号議案」二名いずれも賛成

「三号議案」一名賛成、五名反対（現任取締役は取締役会に入るべきではない等の理由から、社内取締役候補四名に反対し、一名については独立性を欠くとの理由）

内紛の経緯から瀬戸氏には同情すべき点はあるとしながらも、会社の将来のことを考えるなら現任取締役は新しい取締役会に入るべきではないとの判断を示す。会社の候補者は指名委員会で選出されたものであるが、同委員会には潮田氏らはすでに含まれていないため影響はないと評価し、提案された候補者も社外取締役を中心に構成されているので問題ないとの立場をとる。

③ 投票結果と各機関投資家による議決権行使

定時株主総会における役員選任議案の投票結果は次のとおりであった。⁽¹⁹⁾

「一号議案」六名可決二名否決

「二号議案」二名可決

「三号議案」六名可決

株主提案側候補は瀬戸氏も含めて八名全員が選任されたのに対して、会社側候補は六名のみ選任され、事実上株主側の勝利に終わったとの評価が一般的であった。⁽²⁰⁾

各機関投資家による議決権行使状況であるが、多くの機関投資家は会社側提案候補すべてに反対票を投じ、株主提案候補すべてに賛成票を投じていた（野村アセット、日興アセット、みずほ信託、三菱UFJ信託、三井住友トラストなど）。中には議決権行使助言会社の推奨内容と同じく会社提案を支持する議決権行使を行ったものや（ニッセイアセット「一号議案」六名賛成・二名反対、「二号議案」二名賛成、「三号議案」一名賛成・五名反対）、会社提案を全面的に支持したもの（第一生命保険・「一号議案」すべて賛成、「二号議案」「三号議案」すべて

て反対)もあった。また、会社側・株主側候補双方の議案に賛成票を投じたものもあった(日本生命、住友生命)。

④ 分析・検討

(i) 助言会社の推奨内容の問題点

ISSおよびグラスルイスの推奨内容は、あたかも取締役会を社外取締役中心に構成すればあらゆる問題が解決するかのごとく楽観的な前提に基づくものであり、顧客である機関投資家などLIXILのステークホルダーが望む企業価値の維持向上を意図としたものとは、大きくかけ離れていたといわざるをえない。

LIXILの指名委員会は事件の当初から創業者経営者に付度する姿勢が顕著で適切に機能してこなかったことが明らかであり、かかる委員会の候補者選別に信頼を置くことの是非こそが問われるべきであった。ところが、いずれの助言会社もその点はほとんど問題とせず、結果的に会社側の意向に沿った候補者を推しており、かかる評価の方法は批判を免れない。⁽²¹⁾

なによりも、両助言会社の推奨内容どおりに取締役を選任したなら、会社側候補者の取締役が多数を占めることになるが、その場合には半年程度の期間、他社の代表取締役や取締役会会長を複数兼任する社外取締役を暫定CEOに就任させる体制が採られる可能性が高かった。⁽²²⁾ そうなると、会社経営の継続性が失われかねず、極めて不安定な体制を事実上容認することになるが、いずれの助言会社も総会後の経営の在り方につき真摯に検討した形跡はなく、支配権争いのある会社の役員選任議案における、助言会社の評価・判断能力に少なからぬ疑問を感じさせた。

(ii) 助言会社の推奨の検証可能性の欠如

本稿の関心から最も注目すべきことは、LIXILの株主総会に対する議決権行使助言会社の推奨内容は世

間の注目を浴びたものの、その後本格的な議論の広がりが見られなかったことである。助言会社の判断に賛成するにせよ反対するにせよ、本来であればもう少し議論があつてしかるべきであろう。助言会社に関する議論が広がることも深まることもなかった大きな原因の一つは、議決権行使助言会社の推奨内容は事後であっても公開されないという点に求めることができそうである。助言会社の推奨内容等は原則的に契約先の機関投資家しか知りえないものであり、推奨理由等を記載したレポート全文が対外的に明らかにされることはない。一次資料が参照可能でなければ議論のしようがないわけである。

つまり、不透明さゆえに助言会社は本格的な批判を免れることができるのである。助言会社が社会からの監視を受けず、合理性を欠いた推奨行為を行うことになれば、わが国の上場会社の企業価値を毀損しかねない。その危険が現実的なものであることをLIXIL事件は教えている。

(iii) 助言会社の海外投資家への影響力

多くの国内の機関投資家は、上述した推奨内容の問題点を踏まえて助言会社の推奨に従わず、自らの判断で株主提案を支持したものと推察される。

ところが、株主提案議案はすべて可決されたとはいえ、ほとんどが半数をわずかに上回る程度の票を得たに過ぎなかつた。⁽²³⁾このような結果となつたのは、定時株主総会の時点においてLIXILの議決権の約三五%を海外投資家が保有していたことが、関係しているように思われる。つまり、議決権行使助言会社の推奨行為は、国内の機関投資家に対する影響力は限られたものの、海外の機関投資家に対しては相当程度有効だったということである。ほとんどの海外の機関投資家は日本の個々の上場会社の情報に接しているわけではないため、助言会社の推奨どおりに議決権を行使したのであろう。わが国の上場会社の株式の多くが海外の投資家に保有さ

れつつあることを考えるなら、将来的に議決権行使助言会社の影響力はより大きくなるものと予想される。⁽²⁴⁾

4 議決権行使助言会社の規制の在り方

(1) 現行スチュワードシップ・コードと必要な情報は開示されているのか？

改定スチュワードシップ・コードの指針五―五では議決権行使助言会社について次のように定められている。「議決権行使助言会社は、企業の実況の的確な把握等のために十分な経営資源を投入し、また、本コードの各原則（指針を含む）が自らに当てはまることに留意して、適切にサービスを提供すべきである。また、議決権行使助言会社は、業務の体制や利益相反管理、助言の策定プロセス等に関し、自らの取組みを公表すべきである。⁽²⁵⁾」わが国における議決権行使助言会社に対するルールはこれが唯一のものである。内容的には欧米の規制と類似しているが、問題は現行スチュワードシップ・コードの下で実際にどの程度の情報が開示されているのかである。ISSはアメリカ本国のHPにおいて、日本も含めた各国のスチュワードシップ・コードへの対応状況を一応は英語で開示している。⁽²⁶⁾しかし、その内容は極めて貧弱である。たとえば、業務の体制については、ISS本体のアナリスト数などは開示されているが、日本市場にどれだけのリソースが割られているのかは不明である。利益相反管理についてもアメリカ本体の一般的な対応が述べられているだけで、日本国内においてどのような利益相反が存在するのか等の肝心の情報は開示されていない。助言会社は日本国内の顧客に対しても基本的に英語で作成されたレポートを交付しているところから推察して、非常に限られた数の日本人スタッフが日本株の業務を担当していると思われるが実態は不明である。

(2) コードか法規制か

現在のスチュワードシップ・コードの下では、助言会社から意味のある情報が開示されていないとすると、二つの対応が考えられる。一つはスチュワードシップ・コードの内容を改めて、たとえば助言会社の情報開示に関連した規定を詳細に置くことで遵守を促すというものである。これにより助言会社から必要な情報開示等がなされるなら現行枠組みでも問題ない。

しかし、それでも十分な情報が開示されないのであれば、もう一つの対応である、法規制の導入を検討する必要がある。規制の方法も、議決権行使助言会社を登録対象にするなど直接の規制対象とする方法から、助言会社の利用者である機関投資家に一定の要件を満たした助言会社のみを利用することを求めるなど幾つかのバリエーションが考えられる。助言会社の規制については、前述したように規制コストが助言会社の活動を阻害すると批判されることがあるが、自己の業務等に関する一定の情報開示を求めるだけであれば、さしたる負担が生ずるとは考えにくい。

(3) 助言会社につき求められる規制内容

① 情報開示

欧米のルールは助言会社に対して一定の情報開示を求めることを基本的な内容とするものである。上場会社のガバナンスに重要な影響を与えているにも拘わらず、助言会社自身の基本的な情報すら明らかにされていないのが国の現状は改めるべきであろう。欧米で求められている、助言会社の議案分析能力を裏付けるスタッフの人数・質の確保や調査の方法、情報源などの開示や利益相反の開示等は、たしかに日本においても必要であると思われる

る。

現状では助言会社がいかなる事業を国内で展開しているのか等の基本的な情報すら開示されていない。助言会社に対しては、日本における事業内容等の基本情報に併せて、欧米で求められる事項を日本語で開示させる必要があるだろう。

② 反論機会の提供

アメリカの委任状勧誘規則改正案では、会社に反論の機会を提供するための手続きを用意することを求めている。たしかに重要な論点であるが、招集通知の提供が日本より早期になされるアメリカとの違いを考えると、日本において直ちに採用できる提案とは言い難い。ISSは評価対象会社が希望すれば、無償でレポートを提供しているので、必要に応じて会社がHP等で反論することは現状でも可能である。

③ 推奨内容等の開示

日本企業のガバナンス改革において、機関投資家や助言会社が大きな役割を担っていることは今更言うまでもない。機関投資家らが役割を果たすに当たっては、議決権行使等が適正に行われる必要がある。事実誤認や誤った評価に基づいて議決権行使等が行われれば、対象となった会社の企業価値を損なうことになりかねない。

議決権行使助言会社の推奨行為は、規制反対論の説くように契約先の機関投資家との間の問題と狭く捉えるのは誤りである。日本株を大量に保有し助言会社の推奨通りに議決権を行使する海外投資家の存在を考えるならば、助言会社の推奨行為は対象会社の企業価値を左右するほど大きな影響力を持つこと、推奨行為が適正に行われなければ対象会社の株主などのステークホルダーが不利益を被ることは強調されるべきで、かかる観点も踏まえて助言会社の規制の議論は行われるべきである。⁽²⁷⁾

改定スチュワードシップ・コードを受けて、機関投資家による議決権行使結果の個別開示や理由の開示が行われるようになってきた。個々の株主総会でどのような議決権行使を行ったかを開示すれば、事後的な検証が可能となる。利益相反を有する議案であっても、それが適切に管理されたのか否かを知ることができる。⁽²⁸⁾

議決権行使助言会社については、そのような開示は行われていない。事前に個々の議案の推奨内容等の開示を求めたとすると、議決権行使助言会社のビジネスそのものが成り立たないが、株主総会後に開示することに支障はないはずである。

特定の議案の賛否推奨について、唯一正しいものがあるとは限らないが、上場会社の重要な決定に大きな影響力を有する助言会社の推奨内容が総会後にも明らかにされず、批判の対象にならない現状は改めるべきである。助言会社は推奨内容を明らかにして社会の評価を受けるべきであるし、必要があれば社会に対して推奨内容の妥当性を説明すべきであろう。かかるプロセスがあつてこそ、助言会社からより質の高いサービスが提供され、わが国の上場会社のコーポレートガバナンス改革もさらに前に進むのではなからうか。

※二〇一九年六月に開催されたLIXILグループの定時株主総会に対するISSおよびグラスルイスの議決権推奨レポートについては、匿名の株主の方のご厚意によりその内容を知ることができました。心よりお礼申し上げます。

注

(1) アメリカにも欧州にも小規模な助言会社は幾つか存在している。アメリカではISS (1600)、Glass Lewis (1100)、Egon-Jones Proxy Services (450)、Marco Consulting Group (1100)、ProxyVote Plus (1100) 6

五社が活動している（カッコ内は顧客数）。GAO, CORPORATE SHAREHOLDER MEETING Proxy Advisory Firms' Role in Voting and Corporate Governance Practices (2016)

- (2) 現在のISSはプライベートエクイティのGenster Capitalの傘下であり、子会社を通じてガバナンスのコンサルティング業務を行うなど、助言業以外の業務も幅広く行っている。グラスルイスは助言業のみを行っている。わが国における議決権行使助言会社に関する先行研究としては、高橋真弓「議決権行使助言会社の法的規制論に関する一研究」一橋法学一巻二号四三頁（二〇一二）があり、最近のものとして、尾崎悠一「議決権行使助言会社の規制をめぐる議論について」月刊資本市場三九二号三六頁（二〇一八）、森田多恵子・江口大介「議決権行使の実質化と議決権行使助言会社の規律をめぐる動向」商事法務二一九七号三六頁（二〇一九）などがある。

- (3) 機関投資家によっては利益相反を有する議案について助言会社の推奨に従って議決権行使を行う等の対応を取るものが出てきたが、このことも助言会社の需要を促している。梅本剛正「スチュワードシップ・コードの可能性」証研レポート一六九五号三四頁、四一頁（二〇一六）参照。

- (4) 助言会社規制に対する賛否に関する見解の概要については、二〇一九年八月に出された二つの解釈指針に関連したSEC委員Elad L. Roismanによる次のコメント参照：SEC, Statement at the Open Meeting, Modernizing SEC Rules Governing Proxy Voting Advice, <https://www.sec.gov/news/public-statement/statement-roisman-2019-11-05-14a-2b>.
- (5) 欧米の議決権行使助言会社の概要については、最近のものとして「スチュワードシップ・コードに関する有識者検討会（令和元年一〇月二日開催）参考資料」「資料四」が比較的良好とまっている。また、前掲注（2）の各文献も参照。

- (6) GAO, CORPORATE SHAREHOLDER MEETINGS: ISSUES RELATING TO FIRMS THAT ADVISE

INSTITUTIONAL INVESTORS ON PROXY VOTING (2007)

- (7) SEC, Commission Interpretation and Guidance Regarding the Applicability of the Proxy Rules to Proxy Voting Advice, Release No. 34-86721 (Aug. 21, 2019). SEC, Commission Guidance Regarding Proxy Voting Responsibilities of Investment Advisers, Release Nos. IA-5325; IC-33605 (Aug. 21, 2019)
- (8) SEC, Amendments to Exemptions from the Proxy Rules for Proxy Voting Advice, Release No. 34-87457 (Nov. 5, 2019)
- (9) 加えて、委任状勧誘規則の虚偽記載等の禁止規定（規則一四一―九）に、利益相反等の開示が不十分な場合も禁止事項に含める改正も提案されている。
- (10) DIRECTIVE (EU) 2017/828 OF THE EUROPEAN PARLIAMENT AND OF THE COUNCIL of 17 May 2017 amending Directive 2007/36/EC as regards the encouragement of long-term shareholder engagement
- (11) 改正ディレクティブは、二〇一九年六月までに国内法化することが求められている。
- (12) 欧米の大手助言会社は二〇一四年にESMAの要請を受けて共通の行動規範を作成している。アンナ・ヒル「Cityの窓から」二〇一九年施行される「改正株主権利指令のご紹介」月刊資本市場三九六号七六頁、八一頁（二〇一八年八月）参照。EUディレクティブ等の改正を受けて現在は二〇一九年版最良慣行原則（2019 Best Practice Principles for Providers of Shareholder Voting Research & Analysis）<https://bppgrp.info/the-2019-principles-detail/>が作成されている。
- (13) 鈴木裕「議決権行使助言者への会社側からの反論」大和総研（二〇一七年六月二〇日）https://www.dir.co.jp/report/research/capital-mkt/esg/20170620_012081.pdf

- (14) 直後に公表されたジェフリーズ証券ストラテジー・レポート「LIXIL・欠陥のある論理」は、ISSが瀬戸氏をCEOに推す情報が不足すると述べつつ、何の検証もせずに会社側の暫定CEO提案を事実上容認しているなど論理そのものに欠陥があることを批判し、ISSの推奨と同時にLIXILの株価が下落したことは株式市場がISSの見方に賛成していないことの証左であると主張している。
- (15) 「不可解なLIXIL瀬戸氏の「解任劇」」日経ビジネス二〇一八年一月二日号など参照。
- (16) ISS Proxy Analysis & Benchmark Policy Voting Recommendations, LIXIL Group Corp.
- (17) ISS「二〇一九年版日本向け議決権行使助言基準」七頁参照。
- (18) Glass Lewis Proxy Paper, LIXIL Group Corporation
- (19) LIXILグループ・二〇一九年六月二六日提出「臨時報告書」参照。
- (20) 二〇一九年六月二七日付日本経済新聞「社説 株主が経営選んだLIXIL」など参照。
- (21) 「LIXIL問題、助言会社と海外投資家、かみ合わせ争点」日経ビジネスオンライン二〇一九年六月一四日 (<https://business.nikkei.com/atcl/seminar/19/00030/061400023?P=1>) では、「会社側の候補者は、瀬戸氏解任に賛成した取締役たちに選ばれており、公平性に疑問がある。瀬戸氏解任のプロセスに問題があったことは、外部の弁護士に依頼した調査・検証結果の報告書でも明らかになっているのに、会社側の候補者を選んだ取締役たちは何も行動を起こさなかった」との海外機関投資家の見解を紹介している。
- (22) 「LIXIL側、暫定CEO、元リコー社長の三浦氏」二〇一九年六月二二日付日本経済新聞朝刊
- (23) 前掲注(19)臨時報告書によると、株主側候補の第三号議案の六名のうち五名の賛成比率は五〇%台でしかなく、このうち最も賛成比率の低い川本隆一氏は五〇・八一%、瀬戸欣哉氏の賛成比率も五三・七一%でしかなかった。

- (24) 議決権行使実質化検討フォーラム『議決権行使白書』四三頁(二〇一七)の【図表4―3―2】によると、議決権行使助言会社が反対推奨した場合の議案への反対比率は、国内の機関投資家に比べて海外の機関投資家の方がはるかに高いことを示している。
- (25) 二〇一九年一〇月二日開催の「スチュワードシップ・コードに関する有識者検討会」では、「十分かつ適切な人的・組織的体制の整備と、それを含む助言策定プロセスの具体的な公表が行われることが期待される。」との提案がなされたが、これは指針五―五の改正を意図したものと思われる。
- (26) ISSのウェブサイトを(<https://www.issgovernance.com/about/about-iss/>)参照。
- (27) 海外の助言会社が海外の顧客に対して日本の上場会社の助言業務を行う場合には原則的に日本の規制は及ばない。しかし、助言業務が規模の利益を有する性格を有するものであることや日本企業の助言業務の主たる顧客が日本の機関投資家であることを考えると、わが国の機関投資家に対して助言業務を行う助言会社を規制することで、海外の投資家に対する助言業務に影響を与えることは事実上可能であろう。なお、本文で取り上げたEUディレクティブは、EU内の施設等を通じて活動するのであれば、助言会社の本社等がEU域外にある場合でも適用対象となる(三―四条項)。
- (28) 第一生命保険はLIXILグループの大株主であるが二〇一九年の定時株主総会において、もともと会社寄りの議決権行使を行った。その理由として同社にとってLIXILグループが団体保険の契約先であるという利益相反関係が影響を及ぼしたことが疑われる。第一生命保険の議決権行使個別開示を見ると、LIXILグループについて「※本件については、責任投資委員会での審議を踏まえ決定しております。」と注記している。同社のスチュワードシップ報告書では利益相反を有する議案などについては、社外委員を含む責任投資委員会で決定するとある。しかし、利益

相反の管理が適切になされたか否かは議決権行使結果が雄弁に語っている。なお、生命保険会社が団体保険契約の契約者である会社に対して極めて弱い立場にあることは、FACTAオンライン・阿部重夫主筆ブログ「株主総会で生保を凍らす「殺し文句」——団体保険解約ちらつかす企業」(二〇一九年五月三一日) <https://facta.co.jp/blog/archives/20190531001392.html>参照。

(うめもと よしまさ・甲南大学教授)

証研レポート既刊目録

<p>No.1703 (2017.8) フィンテックの促進へ進展する制度整備 非上場株式会社およびTokyo Pro Marketの最近の動向 欧州ダーク・プールの実情2 ー英国FCAのデータ分析にみる実態ー 米国のレバレッジ系ETFにおける投資家行動</p>	<p>執筆者 二上 松尾 吉川 志馬</p>	<p>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・テイカー手数料とパイロット・プログラム 上場企業を対象とするMBO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</p>	<p>執筆者 二上 清水 志馬 深見</p>
<p>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FCA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</p>	<p>松尾 吉川 志馬 中島</p>	<p>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CVCの動向を中心としてー 日本銀行の引当金について ベリオディック・オークション ーMIFID IIが生み出した取引形態ー</p>	<p>二上 松尾 伊豆 吉川</p>
<p>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</p>	<p>二上 松尾 伊豆 清水</p>	<p>No.1712 (2019.2) 証券業界への参入・退出等の最近の状況 米ティックサイズ拡大の試験プログラム ーSECの実証結果ー 拡大するリスク・パリティ戦略とETF フェア・ディスクロージャー・ルールの検討</p>	<p>二上 清水 志馬 梅本</p>
<p>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PTS、ダーク・プール、仲介(媒介)ー 日本におけるクラウドSAFEの試み 我が国のPTS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</p>	<p>森本 二上 松尾 志馬 梅本</p>	<p>No.1713 (2019.4) 「キャッシュレス化」、「モバイル化」そして「スマホ証券」 不動産クラウドファンディングの現状と可能性 中央銀行の資本金制度と利益処分 豪州HFTの実情2 ーASICによる調査報告ー</p>	<p>二上 松尾 伊豆 吉川</p>
<p>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 EUにおけるペイルインとペイルアウト ダブル・ボリューム・キャップ ーEUのダーク・プール取引規制ー</p>	<p>二上 松尾 伊豆 吉川</p>	<p>No.1714 (2019.6) オプションと保険 ー日経二五オプショナル市場開設三〇周年を迎えてー アメリカの取引所取引システムの新しい届出制度について 米国における取引所情報の配信をめぐる議論 長期保有株主を優遇する議決権行使制度 ーtenure votingまたはtime-phased votingー</p>	<p>二上 清水 志馬 福本</p>
<p>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」 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 MBO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MBO指針ー スポティファイの行ったDirect Listing(直接上場)</p>	<p>松尾 清水 志馬 福本</p>	<p>No.1715 (2019.8) 証券会社の収入構成変化と「その他手数料」について ESG・SDGsとクラウドファンディング ーコーポレートガバナンスを中心にー レバ・ローンは第二のサブプライムか? 米国における上場企業数の減少 ーSIFMAの報告書に見る実態ー</p>	<p>二上 松尾 伊豆 吉川</p>
<p>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 ー沖繩本島と宮古の事例ー ECBの量的緩和と政策 欧州ダーク・プール規制の影響 ーリット、ダーク、OTC、SIー</p>	<p>二上 松尾 伊豆 吉川</p>	<p>No.1716 (2019.10) 類型別に見た証券業界の収益別シェア 株式投資型クラウドファンディングと中堅・中小およびベンチャー企業 アメリカのリテール・ホールセラーについて IPOをめぐるグローバルな動向 ー米国・香港市場の状況ー</p>	<p>二上 松尾 清水 志馬</p>

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。

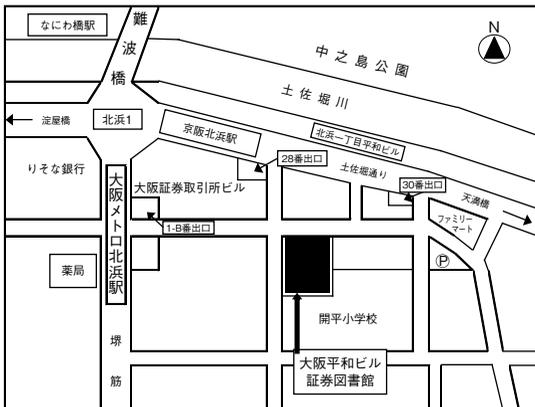
所在地 大阪市中央区北浜1-5-5 大阪平和ビル7階
TEL (06) 6201-0062

開館時間 午前9:30 ~ 午後5:00
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
大阪メトロ堺筋線・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。

証研レポート第一七一七号
二〇一九年十二月九日発行
(偶数月第二月曜日発行)

2019年12月号

発行所

公益財団法人 **日本証券経済研究所**
大阪研究所

〒541-0041 大阪市中央区北浜1-5-5 大阪平和ビル
電話 (06) 6201 0061 (代表) Fax (06) 6204 1048
<http://www.jsri.or.jp>

定価(本体380円+税)