



レポート

No.1725

2021年4月

証券リテールビジネスのDX

二上季代司（1）

F R B のコロナ危機対応策と財政資金

伊豆 久（12）

イギリスのEU離脱に伴う市場動向

～取引・人員の減少とクリアリングの滞留～ 吉川 真裕（25）

ゴーン氏の役員報酬は「重要な事項につき虚偽の記載のあるもの」か？

梅本 剛正（36）

証券リテールビジネスのDX

二上季代司

昨年四月から一年が経過し、コロナ感染の拡大下にあつて人々の活動が大きく変化した。証券取引においても人と人との接触が避けられることから「デジタル化」が進展したと言われる。そこで、証券取引の「デジタル化」によって具体的にどのような事象が起こっているのか、証券リテールビジネスの分野を中心にみておきたい。

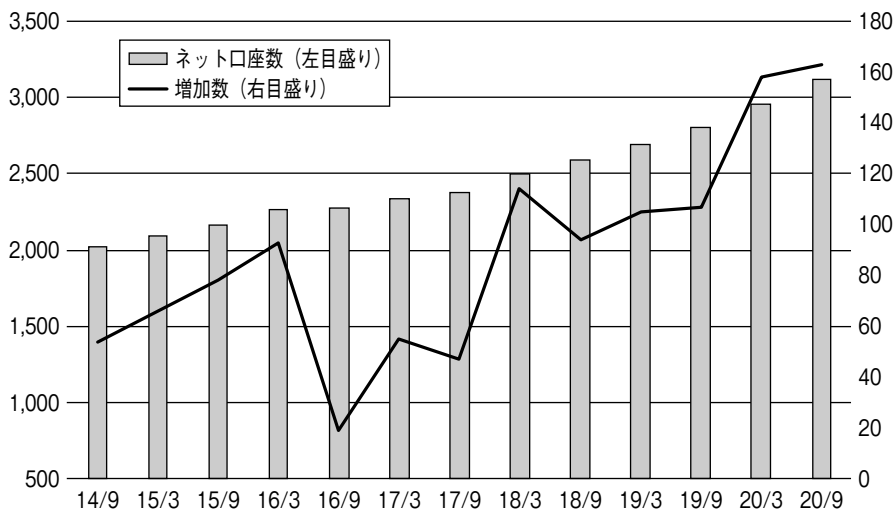
1 インターネット取引の拡大

まず、容易に想像できるのは、ネット取引が増えたということである。図1は日本証券業協会「インターネット取引に関する調査」⁽¹⁾から作図したものだ、インターネット取引口座数は二〇一九年下半年から、急速に増えていることがわかる(図1)。つまり拡大し始めたのはコロナ感染が報じられた昨年春より半年前からである。この統計は昨年九月までで終わっているが、おそらく、新聞報道その他から推察するに、これ以降の増え方は加速していると思われる。

では、ネット口座でどのような取引が行われたのだろうか。図2は、ネット口座からの株式委託売買金額とその割合をみたものである。たしかにコロナ感染が始まった昨年春から増えており、その割合も高まっているが、それ以前と比べて特に顕著というわけではなさそうである。

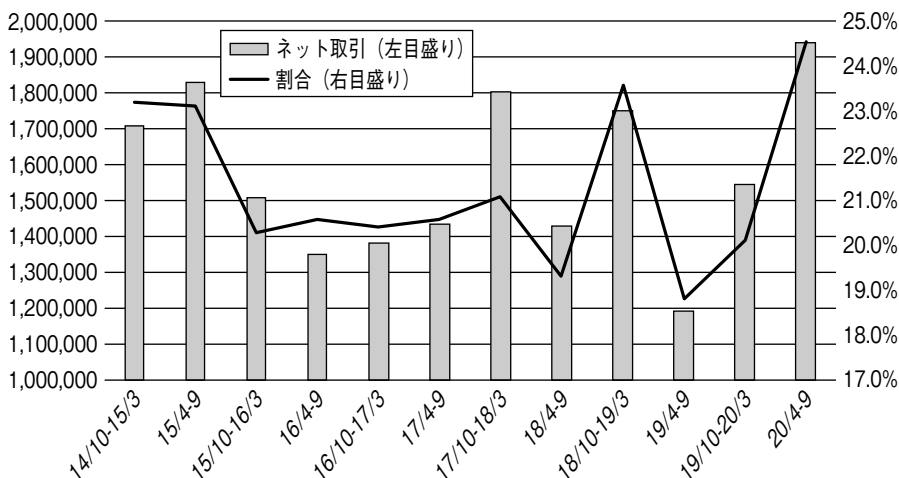
株式売買は相場環境その他によって売買額は大きく変動するため、それにつれてネット顧客に多い信用顧客の

図1 インターネット口座数と増加数（2014年9月末～2020年9月末：万口）



（出所）日本証券業協会「インターネット取引に関する調査」『証券業報』2021年1月より作成

図2 ネット取引による株式委託売買額（2014年10月～2020年9月）



（注）1. インターネット取引による株式委託売買代金（現金＋信用、億円）

2. 割合は委託売買代金総額に占める比率

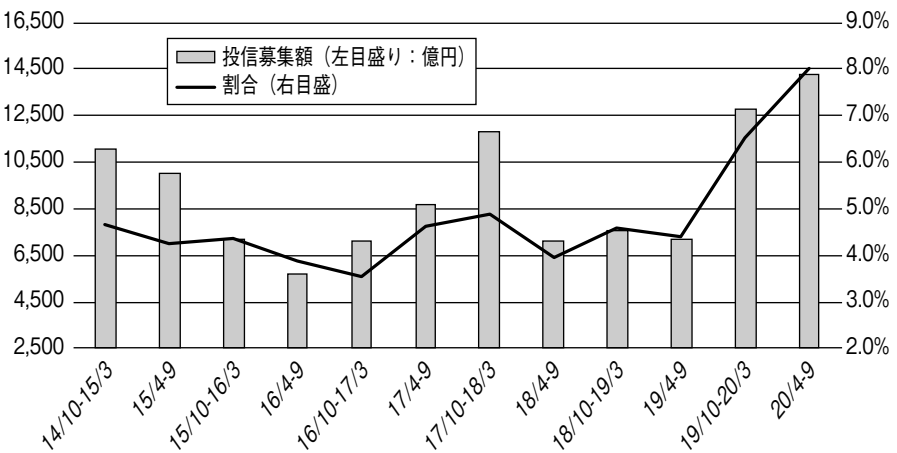
（出所）図1に同じ

売買回転の変動は倍加するので、その売買高は大きく変動する。したがって、これだけでなんらかの傾向を読み取ることはできないが、在宅勤務が増えたことからサラリーマンが自宅からネットで株式取引を行う機会が増えていることは言えそうである。

それでは、ネット口座での投信募集額はどうかだろうか。図3はネットによる投信募集額ならびに公募株式投信の設定総額に対してどの程度の割合かをみたものである。ネットでの募集がすべて国内公募株式投信とは限らないが、ほぼ近似していると考えて、参考までに算出した。これによると、ネット口座の増え方とほぼ連動しながら増えていることがわかる。特に二〇一九年下半年からの増え方は急速で、公募株式投信の設定総額に対する比率は一年前と比べて四％から八％へ二倍に上昇していることがわかる。

つまり、証券リテールビジネスにおける変化は、ネット取引による投信販売の拡大であり、それは二〇一九年後半から始まっている。そのきっかけは二〇一九年六月に公表された金融庁の報告書であろう。この報告書が契機になっ

図3 インターネット取引による国内投信募集高（2014年10月～2020年9月）



(注) 1. 証券総合口座におけるMRFは除く

2. 割合は公募株式投信設定総額で割った比率

(出所) ネット取引による投信募集額は図1に同じ。公募株式投信設定総額は投資信託協会「統計データ」。

て、二〇一四〇代の若い世代が公的年金以外に自助努力として長期・分散型の資産運用の重要性に目覚めたことは想像に難くない。⁽²⁾

2 証券リテールビジネスのDX

コロナ感染下でネット取引による投信の購入が増えていることは確認できたが、それは「リモート（遠隔）」での取引拡大であって、イコール「DX（Digital Transformation）」ではない。「DX」とはデジタル技術を活用した新たなビジネスモデルの構築⁽³⁾であるから、そこに新たな経営革新や新奇性の強いサービスの提供という要素が必要である。

そう考えると、コロナ下で目立ったことは「スマホ証券」や「ロボ・アドバイザー」の台頭である。以前にも本誌で触れたことがあるが、モバイル端末のスマートフォンを利用した証券取引やファンド・ラップのサービスを提供する業者が台頭したことが昨年の証券リテールビジネスの大きな特徴であった。

これらの業者は従来のネット取引のサービスと比べてどこが「新しい」のだろうか。

第一に、口座開設から発注・約定、決済、口座管理、市場情報・会社情報の閲覧までパソコンなしでスマホ端末だけで行えるようになったことである。

しかし第二の最大の新規性は「一株から」とか「一〇〇円から」あるいは「ポイント」での株式投資、そして「投資金額一万円から」のロボ・アドバイザーを使ったファンド・ラップなど、これまで証券業界が「採算面」から掘り上げることのできなかった顧客層（若年層、資産形成層・同予備層）をターゲットにしていることである。

問題は、こうした「スマホ証券」、「ロボ・アドバイザー」がどの程度、ビジネスとして成功しているか、である。

3 ロボ・アド業者にみる経営戦略

そこで一例として、ロボ・アドバイザー活用業者の経営戦略についてみよう。

日本投資顧問業協会によると、二〇二〇年一二月末現在、ラップ（投資一任）サービスは二三社が提供しており、そのうち「ロボ・アドバイザー」を活用していることが確認できるのは六社である。その残高およびシェアをみると、表1のようになる。

これによると、ロボ・アド活用の六社は、件数で四割近くを占めるが、金額ベースではまだ五%に満たない。平均ロットはそれ以外の業者と比べて1/10程度の百万円前後で、少額の顧客ニーズにこたえていることがうかがえる。しかし、六社のうちロボ・アド専業だけを取り出すと、なお営業赤字から脱していない。

またウェルスナビ一社だけで二三万六千件、三二九〇億円を占めている。同社はなお営業赤字ではあるが、その将来性を期待され株式上場（東証マザーズ）に成功した。同社が他のロボ・アド活用業者より抜きん出ている理由は、おそらく事業会社その他にロボ・アドのデジタル基盤を提供しているからであろう。すなわち同社は、同業他社（SBI、SBIネオモバイル）のほか、ネット銀行（住信SBI、ソニー、イオン、じぶん）、地銀（横浜、北国）、空運・陸運（ANA、JAL、小田急）、損保（東京海上日動）、

表1 ラップ（投資一任契約）残高（2020年12月末）

	件数（千）	金額（億円）	1件当たり（万円）
23社総計	1,139	105,911	930
ロボ・アド活用6社	442	4,996	113
シェア	38.8%	4.7%	

（注）ロボ・アド活用業者は、ウェルスナビ、楽天、お金のデザイン、マネックス・アセットマネジメント、FOLIO、スマートプラスの6社

（出所）日本投資顧問業協会『統計資料』より算出

カード会社（東急カード）と提携して、提携先の顧客基盤にアクセスできるようにしているのである。⁽⁵⁾

そして、他のロボ・アド業者のうち、お金のデザイン、FOLIO、スマートプラスの三社も、自ら顧客基盤を開拓するよりも、ウエルスナビと同様、他社にデジタル基盤を提供する方向へ転換しているようにみえる。

「お金のデザイン」

同社は、顧客にロボ・アドバイザーサービス「THEO」を提供しているスマホ証券会社であるが、証券口座に関する情報管理や資金管理といった証券会社としての機能を分割したうえで、SMB C日興証券に承継させることとなった（二〇二一年八月以降）。この結果、同社は投資運用業に専念することとなり、SMB C日興証券とは業務提携を通じて引き続きSMB C日興証券への承継顧客はもちろんその他顧客にも「THEO」を提供することとなる。

同社はNTTドコモとも協働しており、「THEO+docomo」サービスをドコモの顧客に提供している。一万円からの投資が可能で、ドコモの電子マネー「ドコモ口座」と連携しており、入出金はスマホ端末からワンクリックで行える仕組みになっている。また、ドコモのクレジットカード（dカード）を利用する顧客には、毎月の利用額が一定金額に満たない場合の差額（「おつり」相当額）やポイントを毎月自動的にTHEOで一任運用できる仕組みも加わっている。このサービスでは、NTTドコモの顧客は「お金のデザイン」社と投資一任契約を締結することになるが、ドコモはその契約締結の媒介を行うことになる。

「FOLIO」

同社はテーマごとに複数銘柄からなるポートフォリオへの投資「テーマ投資」のほか、ロボ・アドバイザーによる「おまかせ投資」や「ROBO PRO投資」をスマホ上で行えるサービスを提供してきたスマホ証券会社である。

同社は二〇二一年一月、金融機関向けにロボ・アドバイザー・ラップ運用などの一任運用基盤システムと一任運用サービスを提供するプラットフォーム「4RAP」をリリースしている。

これは自社の顧客向けに提供してきた社内システムをクラウド上にのせて他の金融機関が利用できるようにしたものである。この場合、金融機関は投資助言・代理業者として、投資運用業者としてのFOLIOと協働する形となっており、顧客口座は仲介業の場合とは違って自行内部にとどめておくことができる。つまり自行の顧客口座上でラップ・サービスを展開することが可能となる。

「スマートプラス」

同社は「フィナテキスト・ホールディング」の傘下にあるスマホ証券会社であるが、株式取引アプリ「Stream」に続いて、二〇一九年一月、「セゾンポケット」を開始している。これはクレディセゾン社と仲介業契約を締結し、クレディ社の顧客に対し、セゾン投信のファンドを一〇〇〇円から、個別株なら五〇〇〇円からカード決済で毎月積み立て投資できるというコンセプトである。

兄弟会社の「フィナテキスト」では、二〇二〇年九月、保険クラウド「Inspire」を開発、本年一月には「Inspire」を活用して「あいおいニッセイ同和損保」の保険販売システム「デジタル募集基盤」を開発、提供している。これはデジタル上で手続きが完結するのでスマホによる保険販売システムが可能となっている。

4 DXにおける水平的分業（「Embedded Finance」）

以上のように、自らはロボ・アドのシステム構築に専念して黒子に徹する。提携先の事業者はA P I⁽⁶⁾接続によってこのシステムを活用することで、あたかも事業者のブランドで顧客にラップ・サービスを提供できるようにな

る。これは「ラップ事業」の「水平的分業」とでもいえるものである。ロボ・アド業者以外にも、たとえば野村系「ウェルス・スクエア」社は地銀（福岡、親和、熊本、山陰合同、きらぼし等）および地銀系証券（きらぼしライフデザイン証券）にファンド・ラップを提供している。

他方では、楽天やマネックスのようにグループ内にロボ・アドのシステム基盤をもち、いわば「垂直的統合」のサービス提供をしている業者もある。どちらが優勢になるのだろうか。

半導体業界が「開発」、「装置・部材製造」、「生産」の水平的分業へ移行したように、ラップ業務も類似の水平的分業に移行するのだろうか。こうした水平的分業に近い動きが金融取引全般にみられるという主張が昨年末から報道されるようになった。その主張とは「Embedded Finance」である。

「Embedded Finance」を直訳すると「埋め込み型金融」あるいは「組み込み型金融」となる。この用語は、事業者が本業に金融サービスを組み込んで新たなサービスを生み出す仕組みを指している。⁽⁷⁾この新語を報じた『日本経済新聞』は、具体例として次のようなサービスを挙げている。「高級かばんを買いたい」と考えた顧客がレジを訪れた際に、お店がお金を貸すサービスを提示し、購入者が数秒でお金を借りられるようになる、という事例である。

銀行でもない事業者が「銀行代理業」のライセンスを取れば、顧客に代金を融資すること自体は十分可能であるが、事情はかなり異なっている。

フィナテキスト社の伊藤祐一郎氏は、「Embedded Finance」のインプリケーションを次のように説明する。すなわち、アメリカやイギリスではGAF Aに代表される大企業だけではなく、スタートアップやリテール企業等、大小様々なプレイヤーが個人向け金融事業に参入しユーザーを獲得しつつあること、また決済や融資などの

銀行サービスだけではなく保険契約や証券ブローカレッジ等のサービスも提供する時代に入った、というのである。⁽⁸⁾

プラットフォーム等の非金融事業者が、銀行サービスを提供することを「Banking as a Service (Baas)」と呼ばれるが、もはや提供するものが銀行サービスだけではなく保険サービス「Insurance as a Service (IaaS)」、証券サービス「Brokerage as a Service (Baas)」にも拡大してきたことから「Baas」に代わって「Embedded Finance」が今後の潮流になるといっているのである。

また、融資、保険募集、証券ブローカレッジ、資産運用などがシステム化されて、そのデジタル基盤がクラウド上に置かれ、事業者はそれらのシステムをそれぞれAPIで接続すれば、保険の販売、証券売買、投信ラップ等のサービスが容易に追加できることから、「Embedded Finance」は「プラグイン金融」とか「モジュール型金融 (Modular Finance)」とも呼ばれる。

銀行サービスのシステムや保険のシステム、証券売買や資産運用のシステムがそれぞれ一つの「組み立て部品 (モジュール)」のようになっており、これらのモジュール化されたシステムをAPIで事業者自身のシステムと接続することでシームレスに追加サービスが必要に応じて随時に提供できるようになる。それをIT用語でいえば、あたかも機能拡張用のソフトウェアをあとから追加して (Plug in)、バージョンアップすることに似ている、そういう意味なのだろう。

5 おわりに

昨年来のスマホ証券やロボ・アドバイザーを具体例に、DXの進行に伴ってみられるリテール証券ビジネスの新し

い「水平的分業」の動きをみた。この動きに現実性を与えているのは、昨年改正され本年から施行予定の略称「金融サービスの提供に関する法律」である。この法律は、「金融サービス仲介業」を「預金等媒介業務、保険媒介業務、有価証券等仲介業務、貸金業貸付媒介業務のいずれかを業として行うこと」と定義し（同法二一条）、これを業として行うものに登録義務を課している（同法一二条）。さらに情報通信技術を利用して金融サービス仲介業務を行うものは、一定の要件（財産的基礎等）を満たせば、電子決済等代行業を行うことができる（同法一八条）とされる。

したがって、金融サービス仲介業の登録をすませた事業者は、保険販売、証券売買、ラップ運用などのサービスを自らのブランドイメージを保ったままで提供できるようになる。その登録業者にAPI接続によってクラウド上においたデジタル基盤を提供することで商機を見出そうとする業者が現れつつあるということである。

しかし、他方でまた、楽天やソフトバンク等のプラットフォームやSBIやマネックス等のネット証券が、グループ内にデジタル基盤を構築して垂直的にビジネスを囲い込もうという動きもある。問題は、どちらが採算の取れるビジネスモデルとなるか、である。

「金融サービス仲介業」が本格的に始動すれば、どちらが優勢になるのか、徐々に判明していくだろう。SBI証券や楽天証券は、既述のように垂直的統合を行う一方で、IFAや地銀とも仲介業契約を結んで水平的分業も追及している。それはネット証券である両社が対面でのアドバイスサービスを補完する目的もあるからだろうが、どちらが優勢になるのか判明できない現状では並行的な戦略をとるのが現実的だからではないだろうか。

注

- (1) 『証券業報』二〇二二年一月。
- (2) 金融庁『高齢社会における資産形成・管理』では、長寿化によって定年退職後の人生が延びるため、九五歳まで夫婦で約二千万円の金融資産の取り崩しが必要になると試算している。
- (3) 日本銀行は、DXを定義して「デジタル技術を活用して経営や業務のあり方を大きく見直し、経営の効率化とより付加価値の高いサービスの提供を目指す動き」である、と定義する（日本銀行金融機構局「わが国の銀行におけるデジタル・トランスフォーメーション（DX）」『日銀レビュー』二〇二二年三月）。
- (4) 拙稿「証券リテール営業の『デジタル化』——『スマホ証券』——」（本誌一七二〇号、二〇二〇年六月）。
- (5) 以上は、ウェルスナビ『業務及び財産の状況に関する説明書』二〇一九年二月期による。
- (6) API (Application Programming Interface) とは、A社のコンピュータプログラムの機能や管理するデータ等を、B社のプログラムから呼び出して利用するための手順やデータ形式などを定めた規約のことをさす。
- (7) 『日本経済新聞』二〇二二年一月八日、二月一〇日。
- (8) 「二〇二二年トレンド予想——フィンテックの新潮流——Embedded Finance（プラグイン金融）が開花する」(https://note.com/110_110/n/5b96a49725cc)

（にかみ きよし・主席研究員）

FRBのコロナ危機対応策と財政資金

伊豆 久

はじめに

新型コロナウイルスが世界に広がって一年余りが経過した。小稿では、米国FRBをとりあげ、これまでのコロナ危機対応策と現状、財政資金供給と金融調節の関係について簡単に整理してみたい。

1 FRBのコロナ危機対応策

昨年三月以来、FRBは、長期国債とMBSを大量に購入するとともに、企業への直接融資を含む危機対応策を相次いで発動した（図表1^①）。主な資産の推移を見ると（図表2）、一時は流動性の低下も懸念された長期国債の急増が目を引く。この時期、純発行された国債のほとんどは短期国債であったが、FRBの買入れた国債は、長期債のみで短期国債の保有残高は増加していない（この点後述）。

その他の危機対応策は、額としては小さいものの、そこには、企業への直接融資や、投機的格付け債を含むETFの買入れなど、リーマン・ショック時にも実施されなかった異例の措置が含まれ、大きな注目を集めた。資金供給額の推移を見ると（図表3・4・5）、これらのなかでは為替スワップが突出して大きい。これは、パンデミックの発生によって外為市場でもリスク回避姿勢が強まるなか、日本や欧州の民間金融機関のドル調達難を緩和すべく巨額のドルを供給したものである。日欧の金融機関は、短期のドルを調達して長期のドル資産に

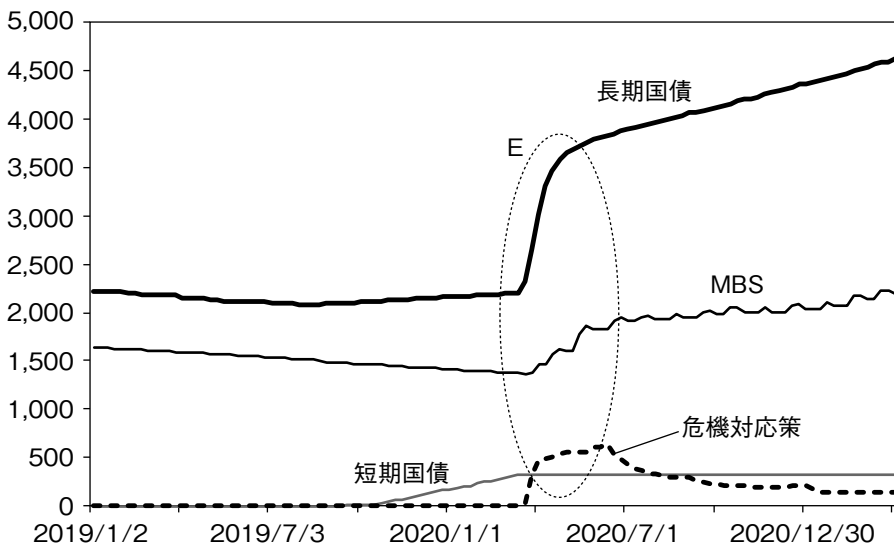
図表 1 FRBのコロナ危機対応策

危機対応策		決定日	概 要	終了日
政策金利 (FF金利誘導目標)		3月3日	0.50%引き下げ (1.00%～1.25%)。	—
		3月15日	1.00%引き下げ (0.00%～0.25%)。	
債券の買入れ		3月15日	向こう数カ月で国債5,000億ドル以上、MBS2,000億ドル以上。	—
		3月23日	買入れ額を無制限に。CMBSも対象に。	
		6月10日	向こう数カ月現在のペースで買入れ (4 週前比国債931億ドル増、MBS518億ドル増)。	
		12月16日	月額国債を800億ドル以上、MBSを400億ドル以上。	
為替スワップ		3月15日	外国中銀 5 行との常設為替スワップの金利を引き下げ。既存の 1 週間物に12週間物を追加。	—
		3月19日	外国中銀 9 行と新規為替スワップ協定。	21年 3 月末
公定歩合貸付		3月15日	預金金融機関向け固定金利貸出。公定歩合を (FFレート誘導目標上限と同じ) 0.25%とし「ペナルティ分」を除去。満期を翌日物から90日に延長。	—
PDCF	連邦準備法第13条第3項適用	3月17日	Primary Dealer Credit Facility：プライマリー・ディーラー向け固定金利 (公定歩合) 貸出。満期90日。	21年3月末
MMMFL		3月18日	Money Market Mutual Fund Liquidity Facility:MMF (プライム型) の保有資産を買い取る金融機関に対して貸出。財務省が100億ドルまで保証。	21年 3 月末
PPPLF		4月 9 日	Paycheck Protection Program Liquidity Facility：中小企業庁のPPP融資 (雇用等を維持すれば返済免除) を行う金融機関に同融資を担保にノンリコースローン。	21年 6 月末 (予定)
CPFF		3月17日	Comercial Paper Funding Facility：SPV経由でCPの発行体からCPを買入れ。SPVには財務省が100億ドルまで出資。	21年 3 月末
TALF		3月23日	Term Asset-Backed Securities Loan Facility：SPV経由でABS保有者にノンリコースローン。SPVには財務省が100億ドルまで出資。	20年12月末
CCF		3月23日	Coporate Credit Facility：SPV経由で、投資適格企業の社債を発行市場・流通市場で買入れ。SPVには財務省が200億ドルまで出資。結果的には買入れはすべて流通市場から。	20年12月末
		4月 9 日	高利回り債を含むETFを買入れ対象に。財務省出資を750億ドルまでに増額。	
Main Street		4月 9 日	Main Street Lending Program：SPV経由で中小企業向け融資を買入れ。SPVには財務省が750億ドルまで出資。	21年 1 月 8 日
Municipal		4月 9 日	Municipal Liquidity Facility：SPV経由で地方政府の短期債を買入れ。SPVには財務省が350億ドルまで出資。	20年12月末

(注) 「決定日」はいずれも2020年、「終了日」は新規融資・買入れの終了日で残高は維持。財務省からの信用補完のうち、CPFFとMMMFLは為替安定基金を用いたもの、それ以外はCARES法 (20年3月27日成立) にもとづく。なお、PDCFとPPPLFは、担保が十分であることから財務省からの信用補完はなされていない。

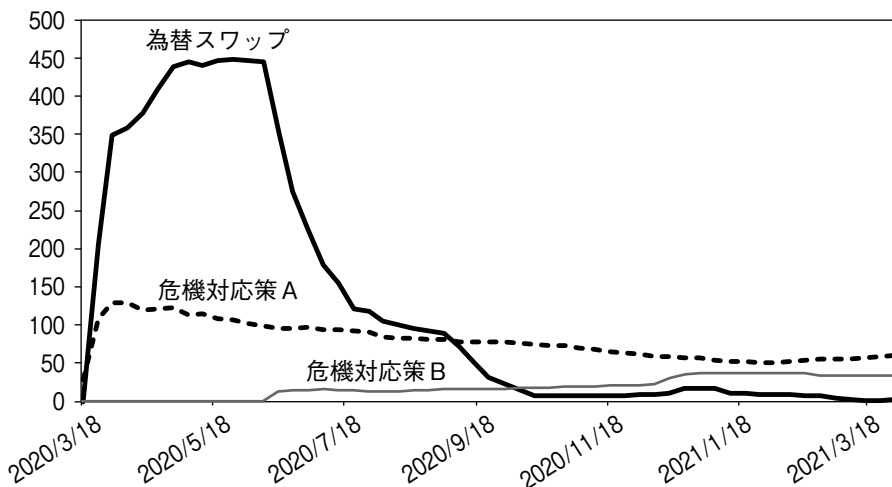
(出所) FOMC決定文等より作成。

図表2 FRBの主な資産



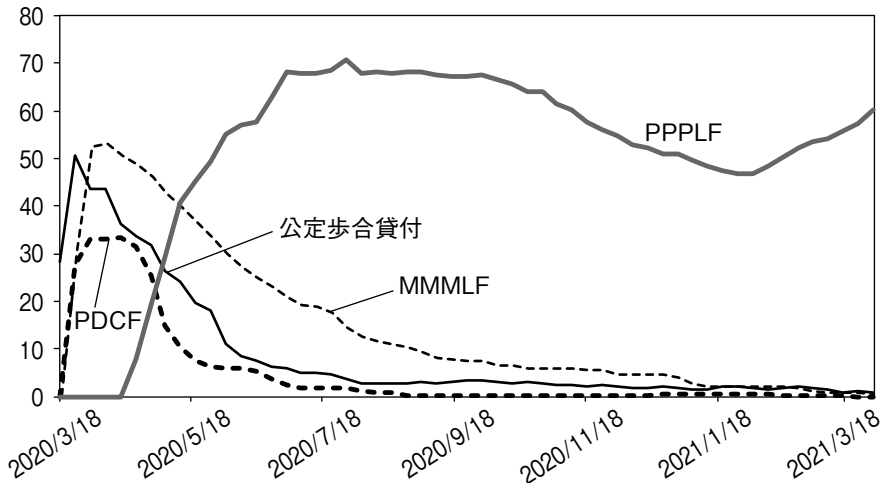
(注) 10億ドル。2019年1月2日～21年3月31日（毎水曜日）。
 (出所) FRB, H. 4.1 より作成。

図表3 危機対応策



(注) 10億ドル。2020年3月18日～21年3月31日（毎水曜日）。
 図表2の「危機対応策」の内訳。
 (出所) FRB, H. 4.1 より作成。

図表4 危機対応策A

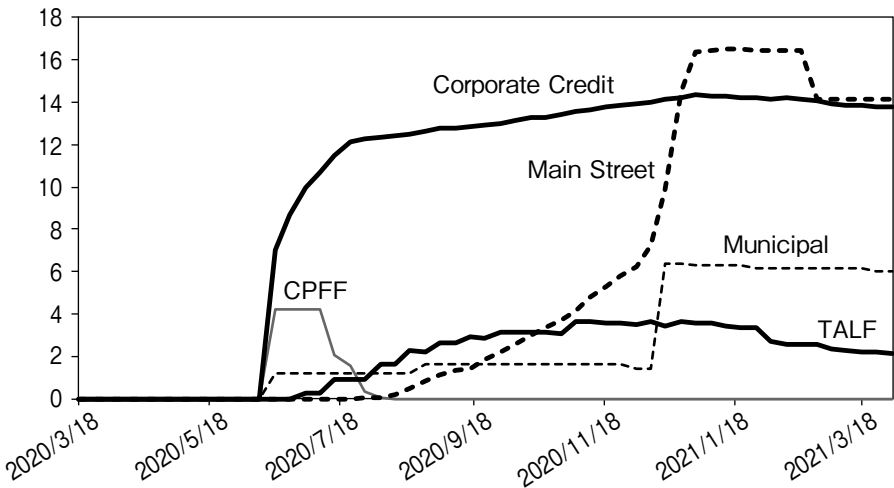


(注) 10億ドル。2020年3月18日～21年3月31日（毎水曜日）。

図表3の「危機対応策A」の内訳。

(出所) FRB, H. 4.1 より作成。

図表5 危機対応策B



(注) 10億ドル。2020年3月18日～21年3月31日（毎水曜日）。

図表3の「危機対応策B」の内訳。図表2は連結ベースのため、FRBからSPVへの貸出額と財務省の出資額の合計であるが、図表3と5はSPVを通じた資産買入残高のみを表示。

(出所) FRB, H. 4.1 より作成。

投資しているが、そこでドルの資金繰りがなくなると、保有ドル資産を投げ売りするほかなくなり、米国の資本市場も大きな影響を受ける。そこで、FRBが海外中央銀行経由で世界の銀行にドルを供給したのである。⁽²⁾

他の資金供給を見ると、銀行向け（公定歩合貸付）、大手証券会社向け（PDCF）、MMF向け（MMFL）などの金融市場向けが昨年春に急増したものの、夏までには市場も落ち着き供給額のほとんどが返済されている（図表4）。

こうした危機対応策のうち、リスク負担を伴う資金供給については、財務省が出資したSPVを経由するなどの形で信用補完されており（図表1）、リスク負担は財務省、流動性供給はFRBという役割分担が堅守されている。⁽³⁾この点、日銀が自らのリスク負担で、CP・社債、株式ETFを買い続けているのと対照的である。⁽⁴⁾米国ならば財政が担う役割も負担するというのは、日銀の伝統的特徴の一つである。

2 緊急措置の終了

FRBのコロナ危機対応策のうち、CARES法（Coronavirus Aid, Relief, and Economic Security Act）にもとづく財務省出資によるもの（TALF・CCF・Main Street・Municipal）については昨年一二月末をもって新規の資金供給を終え、為替安定基金からの出資によるもの（CPFF・MMLF）と財務省の信用補完を伴わないもの（PDCF）については今年三月末に終了した（図表1）。PPPLFはさらに三カ月延長）。

終了は、CARES法にもとづく財務省の決定によるが、⁽⁵⁾それについては政権交代に伴う一種の嫌がらせではないかとの解釈も見られた。実際、図表5が示すように、中小企業向け支援策（Main Street）や地方政府支援策（Municipal）では、昨年末に駆け込み的な資金供給増を確認できる。ただし、図表4・5から明らかなように、

それら以外については新規の貸出は昨年夏以降ほとんどなされておらず、これら危機対応策は、必要な役割を終えたとの判断もあったのではないかと思われる。リーマン時を振り返っても、FRBでは、危機対応はあくまで一時的な例外措置であって、必要性が低下すればできるだけ早期に終了させようとする傾向が強い。

3 財政資金と金融調節

コロナ危機に対しては、政府（財政）は、上記FRB関係の出資とは別に、家計や企業に対して巨額の資金給付を行っており、またそのために国債発行も急増したが、そのことが、FRBのバランスシートや金融調節にどのような影響を与えたのか、見てみよう。

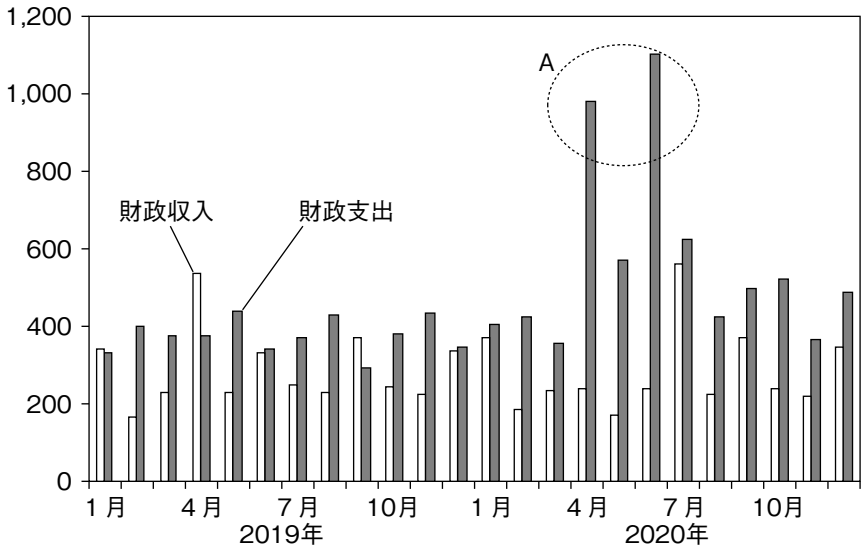
(1) 二〇二〇年春

米国の月次ベースの財政収支を見ると、昨年四月～六月の三カ月間で、約二兆ドルの財政赤字が生じていたことがわかる（図表6のA部分）。これが昨年のコロナ対応の財政支出にほぼ対応するが、この二兆ドルはどのようにファイナンスされたのだろうか。

同じく昨年四月～六月の国債発行残高の推移を見ると、短期国債（TB）を中心に三兆ドル近く増加している（図表7のB部分）。財政赤字（二兆ドル）を大幅に上回る巨額の国債純発行（三兆ドル）がなされたことになるが、ではその一兆ドルの余剰資金はどうなったのだろうか。それを示すのが図表8（C部分）の政府預金⁽⁶⁾のほぼ同額の増加である。

つまり、昨年春、米国政府はコロナ対策として巨額の資金を給付したわけであるが、それを上回る国債が発行

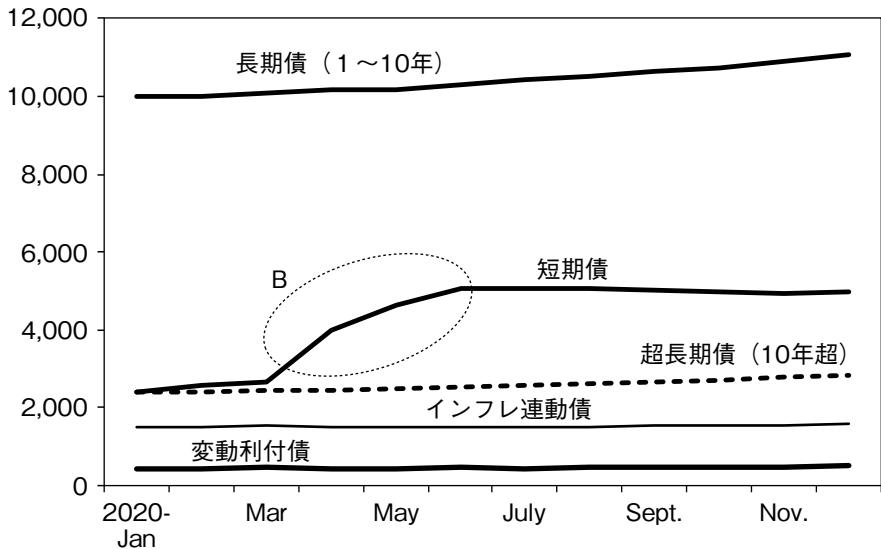
図表6 米国の財政収支



(注) 10億ドル。2019年1月～2020年12月（月次）。

(出所) Department of the Treasury, *Treasury Bulletin*, March 2020 and 2021, p.12, Table FFO-1より作成。

図表7 国債発行残高



(注) 市場性財務省証券。10億ドル。2020年1月～12月（月末）。

(出所) Department of the Treasury, *Treasury Bulletin*, March 2021, p.20, Table FD-2より作成。

され、その結果、国庫金（政府のFRB預金）が約一兆ドル増加したのである。

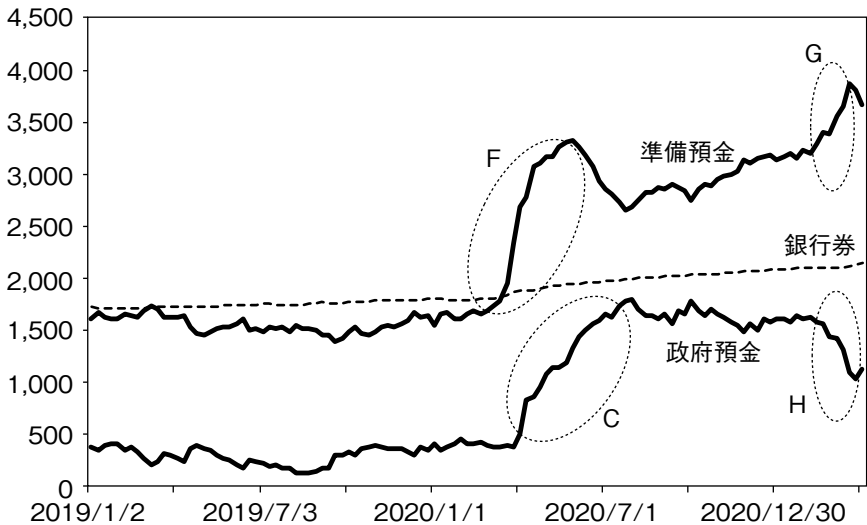
では民間銀行との関係では資金はどう動いたのだろうか。

約二兆ドルの財政赤字とは、家計・企業部門の民間銀行口座に同額の資金が振り込まれることを意味する。図表9（D部分）を見ると確かに、ほぼ同額の預金の急増を確認できる。通常、民間銀行の預金は、銀行自身の貸出によって増加するが（いわゆる信用創造）、ここでは預金増加のほとんどが、銀行貸出ではなく財政資金の流入によって生じたことになる。

同時に民間銀行のFRB預金口座（準備預金）には、同額（二兆ドル）が振り込まれているが、その一方で約三兆ドルの国債純発行の結果（当然、それは全額が民間で消化されている）、民間銀行の準備預金は約一兆ドル減少するはずである。

しかしこの時並行して、FRBは、約一・五兆ドルの長期国債と約〇・五兆ドルのMBSを買い、さらに前述

図表8 FRBの主な負債



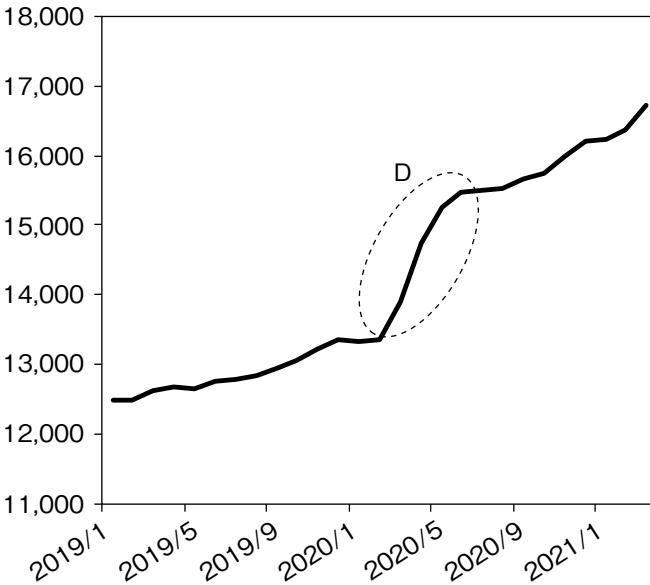
(注) 10億ドル。2019年1月2日～21年3月31日（毎水曜日）。

(出所) FRB, H. 4.1 より作成。

の為替スワップ等の危機対応策によって約〇・五兆ドルを貸し出し、計二・五兆ドルという巨額の資金を市場に供給している（図表2のE部分）。つまり、民間銀行の準備預金は、財政支出と国債発行によって約一兆ドル減少するものの、FRBからの約二・五兆ドルの供給によって、差し引き一・五兆ドルほど増加したのである（図表8のF部分）。

以上をまとめると、図表10のようになるが、つまり、この時期に、政府預金が増加したのは、国債純発行により市場から調達した金額が、財政支出により市場に供給された金額よりも大きかったからであり、それにもかかわらず、民間銀行の準備預金が減少するどころか逆に急増したのは、財政・国債関係の揚げ超をはるかに上回る資金をFRBが供給したからである。しかも、この時期に発行された国債は短期国債がほとんどであ

図表9 米銀の預金



(注) 米国商業銀行の預金。10億ドル。2019年1月～21月3月（3月は24日まで）。

(出所) FRB, H. 8, Table 3より作成。

図表10 2020年4～6月の政府・FRB・民間銀行の資金フロー

政府預金1兆ドル増加＝国債純発行3兆ドル－財政赤字2兆ドル
 準備預金1.5兆ドル増加＝(財政赤字2兆ドル－国債純発行3兆ドル)
 ＋FRBの資金供給2.5兆ドル

るにもかかわらず、FRBは保有短期国債を増加させず長期国債ばかりを買っている（図表2）。これは、市場から金利リスクの高い長期国債を吸収する一方で、低リスクの短期国債を市場に保有させることで、金融市場の安定化を図ったものと思われる。

（2）二〇二一年三月の調節（SLRとリバース・レポ）

足元において（二一年三月）、政府預金が増減し、準備預金が増減している理由も、同様に考えると明らかである（図表8のG・H部分）。バイデン政権は、新たなコロナ対策として、一人あたり一四〇〇ドルの給付を含む二兆ドル規模のコロナ対策法案（American Rescue Plan Act）を成立させ、その給付が早速三月中旬より開始されている。そのため、そのままFRBの政府預金が増減し、民間銀行の準備預金が増加しているのである。

こうした状況を受け、FRBは三月一七日に、テクニカルではあるが重要な意味をもつ決定を下している。リバース・レポの取引先あたりの金額をそれまでの三〇〇億ドルから八〇〇億ドルへと大幅に引き上げたのである。

昨年三月よりFRBのFFレート誘導目標は〇・〇〇％～〇・二五％であるが、同時に準備預金の金利は〇・一〇％、公定歩合は〇・二五％に設定されている。銀行であれば、FRBに〇・一〇％で預金でき、かつ万一の場合は〇・二五％で借り入れられるということであり、したがってそれが翌日物銀行間金利の上限・下限となるはずである。しかしながら、銀行以外は——例えば、広義の短期金融市場での主たる資金の出し手であるMMF——はこの対象外であるため、レポ・レートなどは〇・一〇％以下へも低下することがありうる。そこで、FRBは、正常化が視野に入った二〇一三年から、MMF等を対象としたリバース・レポ・オペを開始し、MMF等

の非預金金融機関からも（リバース・レポの形で）事実上の預金を受け入れ、レポ・レートの過度の下落を抑制してきたのである。⁽⁷⁾

そして今回、その一取引先あたりの金額を大幅に引き上げたのは、巨額となった準備預金を吸収するためである。前述の事情から準備預金は急増し約四兆ドルにも達しているが、それが、SLR (Supplementary Leverage Ratio) 規制の再開もあいまって、市場への過度の負担となることを回避しようとしたのである。⁽⁸⁾

SLRとは、（リスクを加味した資産総額に対する自己資本規制とは別に）リスクウエイトに関係なく総資産に対する一定の自己資本を要求する規制であるが、パンデミックを受けて昨年三月には、国債と準備預金は対象外とすることを決定していた。それによって、大量の国債発行、FRBの大量の資金供給が可能となったのである。ところがFRBは、緊急事態は終息したとの判断から、先月一九日に、四月からは元のルールに戻すと発表した。そのため、銀行にとってはバランスシートの拡大は、それが準備預金であっても資本規制にかかわるものとなったのである。

しかし、コロナ関連の財政支出が増加すれば、準備預金の拡大は避けられない。そこでリバース・レポを拡充すれば、銀行に預金されていたMMF資金はリバース・レポに向かい、その分、銀行のバランスシートは縮小する。

MMF等非預金金融機関の資金を直接受け入れることには、かつてはFRB内部に慎重論もあったが、それよりも準備預金の増加とSLRの正常化を重視したということであろう。

以上のように、FRBはコロナ危機対応を順次終了させているが、それは、ワクチン接種が進んでいるからで

はないであろう。主な経済対応は政府（財政）によって担われており、金融市場の混乱も昨年夏にはほぼ収まっていたからである。残るのはマクロ的な政策の正常化——債券買入れの縮小と金利の引き上げ——であるが、これについては、FRBは一時的な物価上昇を容認すると表明しており、極めて慎重である。そうした主張の背景と妥当性については、機会を改めて検討することとしたい。

注

(1) 昨年三月末までのFRBの対応策については、拙稿「FRBのコロナ危機対応策——リーマン危機との比較——」本誌二〇二〇年四月号参照。

(2) ただし、希望するすべての国にドルが供給されたわけではない。FRBは、為替スワップ協定を、日本等常設五カ国のほか、昨年三月一九日には一時的措置として韓国等九カ国に拡大したが、トルコやインドネシアなどに対しては拒絶した。Steve Johnson, "Dollar liquidity measures leave some countries out in the cold," *Financial Times*, May 17, 2020 参照。

(3) C P F F は、リーマン・ショック時にも設立されているが、その時の財務省は、設立そのものは認可するものの、FRBからの出資要請は断っている（T A R P 資金利用第一号としての適否の判断の違い）。今回はそうした混乱はなかった模様である。リーマン時のC P F F については、バーナンキ（小此木潔訳）『危機と決断』（下）角川書店、二〇一五年、一〇一頁、ポールソン（有賀裕子訳）『ポールソン回顧録』日本経済新聞出版社、二〇一〇年、四三六頁参照。

(4) 日銀のコロナ対応策については拙稿「日本銀行のコロナ危機対応策」本誌、二〇二〇年八月号、損失への対応を含め

た引当金制度については、拙稿「日本銀行の引当金について」二〇一八年一二月号を参照。

- (5) 一月一九日付のムニューシン財務長官の手紙 (<https://home.treasury.gov/>) と、翌日付のパウエルFRB議長の返信 (<https://www.federalreserve.gov/>) が公開されている。

- (6) 米国の国庫金のほとんどは、かつては民間銀行に預金されていたが、二〇〇八年末の量的緩和(QE)の開始以降FRBに集中されることになった。米国における国庫金の扱いの変遷とその背景については、拙稿「米国の金利急騰とFRBの負債構造」本誌二〇一九年一二月号、一五―二〇頁参照。

- (7) リバース・レポの役割については、前掲拙稿「米国の金利急騰とFRBの負債構造」二〇―二三頁参照。

- (8) リバース・レポ拡大とSLRの関係については、“Treasury Markets-Overflowing,” *The Economist*, March 20, 2021, p.62参照。

(ごま ひやう・客員研究員)

イギリスのEU離脱に伴う市場動向

↳取引・人員の減少とクリアリングの滞留↳

吉川 真裕

二〇二〇年一二月三一二三時（イギリス時間⇨欧州中央時間二〇二二年一月一日〇時）、イギリスは移行期間を経て欧州連合（EU）を離脱した。一二月によく合意に達したイギリスとEUとの通商協定では貿易と出入国管理が争点となり、金融取引は対象とはならなかった。EUは域外諸国との間で金融取引の規制に関する承認（エクイバレンス）を与えた場合にのみ加盟国居住者の当該市場での取引を認めており、イギリスが規制を変更しない限り、エクイバレンスを与えることに問題はないはずであるが、協定で有利な条件を引き出すため、あるいはイギリスで行なわれてきたユーロ建て取引を奪還するため、EUはイギリスに（二〇二二年六月までの店頭デリバティブ取引のクリアリングと二〇二二年六月までのアイルランド株式の取引を除いて）エクイバレンスを与えなかった。その結果、二〇二二年一月以降にEU加盟国居住者のイギリスでの金融取引は禁止されることになり、金融市場関係者もこの前提で準備を進めてきた。

本稿では二〇二二年一月以降に報じられている金融市場で生じた変化を紹介し、今後の市場動向について考察する。

1 株式市場

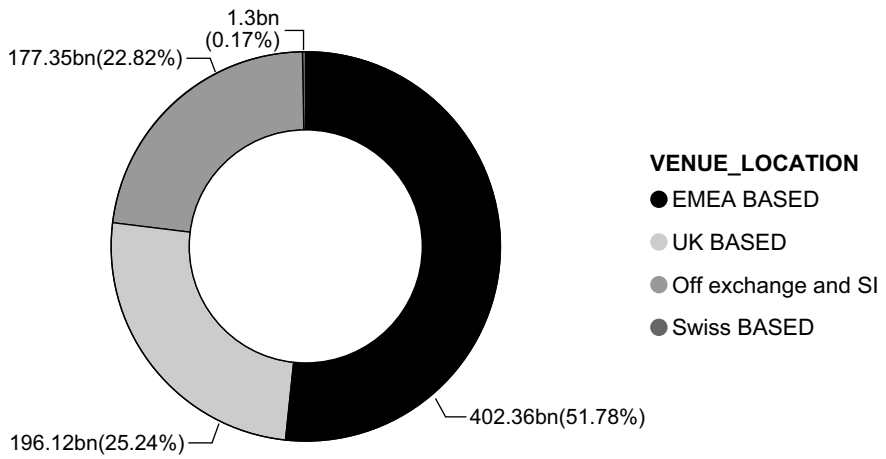
ヨーロッパの株式市場では母国の証券取引所での取引が中心となっているが、金融商品市場指令(MiFID)の施行に合わせてイギリスで開設されたCBOEヨーロッパ(旧BATSヨーロッパ)とターコイズ(買収されてロンドン証券取引所の子会社)で母国の証券取引所に次ぐ取引が行なわれており、各国株式の取引を合計するとCBOEヨーロッパが各国の証券取引所を上回り、最大の取引市場となっている。ところが、EUがイギリスにエクイバレンスを与えないため、二〇二一年からイギリスでのEU加盟国株式の取引が禁止される見通しが強まり、CBOEヨーロッパやターコイズなどの取引市場や取引業者はオランダのアムステルダムに子会社を設立し、イギリスでの取引が禁止された場合にオランダでEU加盟国株式を取引する準備を進めてきた。

二月一日、CBOEヨーロッパが一月の国別取引金額を発表した際に、オランダでの株式取引金額(九二億ユーロ)がイギリスでの株式取引金額(八六億ユーロ)を上回って事情をよく知らない人々を驚かせたが、イギリスで行なわれてきたEU加盟国株式の取引がオランダで取引されることは市場関係者の間では予想されていたことであつた。⁽¹⁾

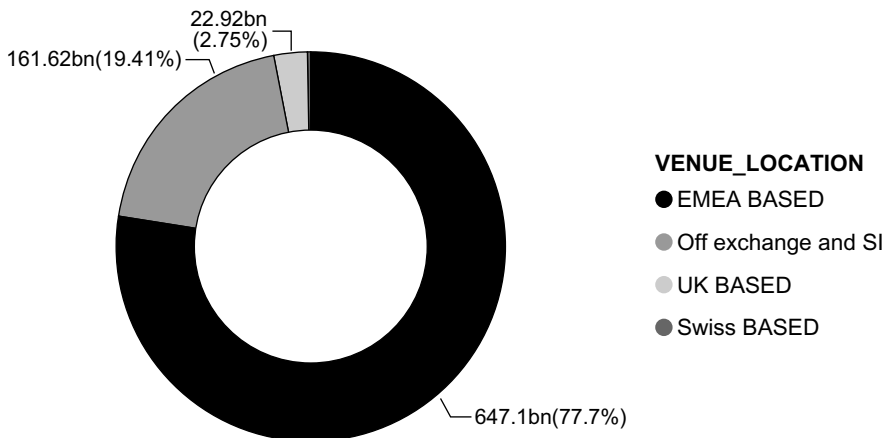
翌二月一二日にリクイドネットが公表した報告書では、EU加盟国株式の取引市場に大きな変化があつたにもかかわらず(図表1)、取引所(Lit Primary)、システムチック・インターナライザー(SI)、気配値を表示するMTF(Lit MTF)、気配値を表示しないMTF(Dark MTF)、ペリオディック・オークションといった取引市場のタイプには大きな変動はなく、イギリスのCBOEヨーロッパやターコイズで行なわれてきた気配値を表示するMTFや気配値を表示しないMTFでの取引がオランダのCBOEヨーロッパやターコイズで行なわれるようになったことを確認できる(図表2)。⁽²⁾

図表 1 EU加盟国株式の取引市場（立地）

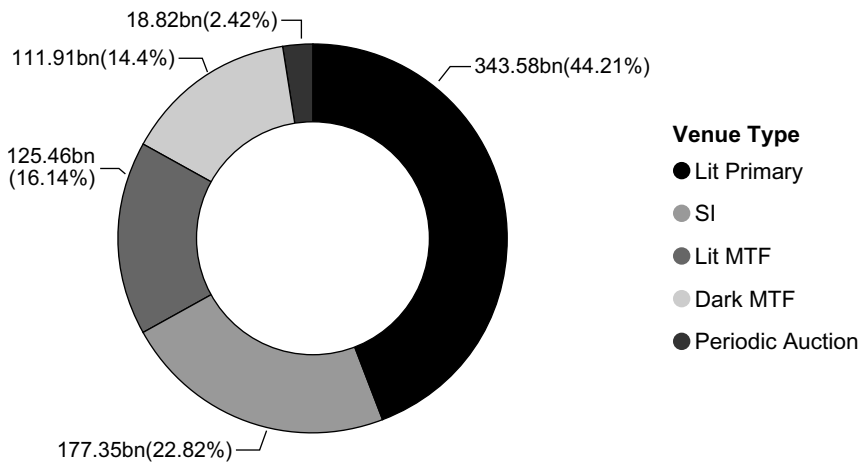
Pre Brexit Venue Locations



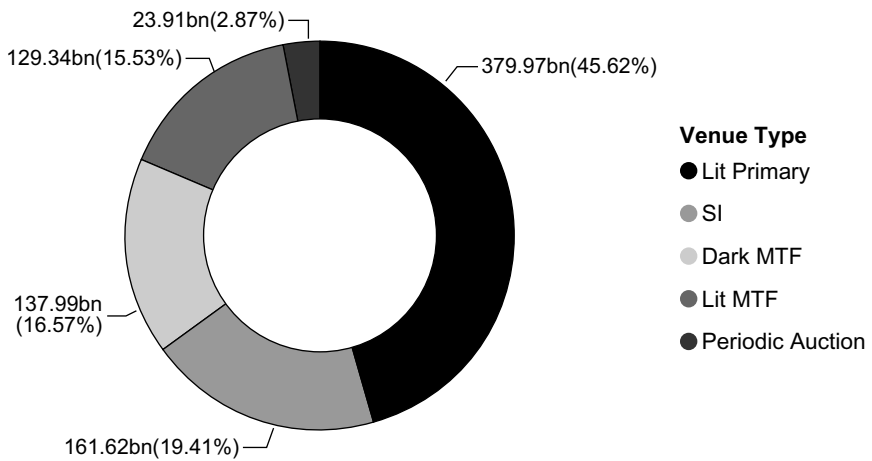
Post Brexit Venue Locations



図表2 EU加盟国株式の取引市場（タイプ）
Pre Brexit Venue Type



Post Brexit Venue Type



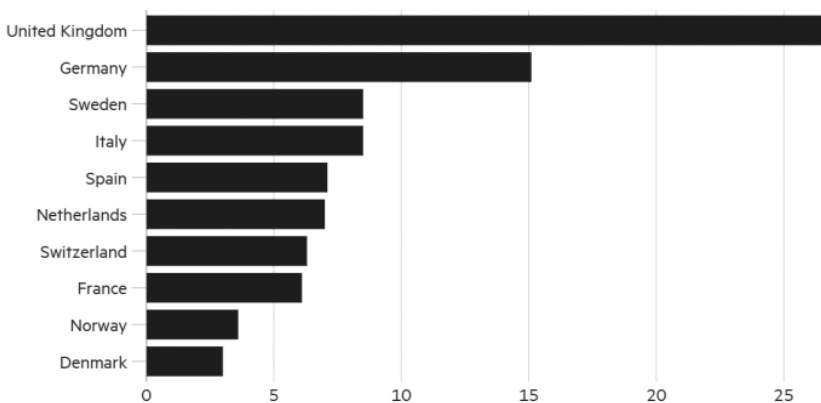
予想されてきた上場企業の株式取引よりも市場関係者を驚かせたのは一月にポーランドのEコマース企業であるインポストがオランダでの上場を発表したことであった。⁽³⁾ 従来であればヨーロッパの企業がヨーロッパの他国で上場する場合、取引量の多いイギリスやドイツ、フランスが選ばれることが多かったのに、オランダが選ばれたということはオランダが取引量の多い市場として上場企業に認識されたのではないかという観測が強まったからであった（図表3）。

そして、株式取引金額に続いて、二〇二一年の国別株式資金調達額でもオランダが三四億ユーロでイギリスを上回っていることが報じられ、スペインのフィンテック企業アールファンズ、オランダのウェブ・スタートアップ企業ウイトランスファア、特別買収目的会社（SPAC）が二社、中東欧のテクノロジー企業三社がオランダでの上場を計画していると伝えられると、イギリスからオランダへ金融センターが移転するという主張も現れるようになった。⁽⁴⁾

図表3 2015年以降におけるヨーロッパの国別新規株式資金調達金額比率

London's bourse has kept ahead of regional rivals in recent years

Percentage share of European IPO deal value since 2015, by exchange country



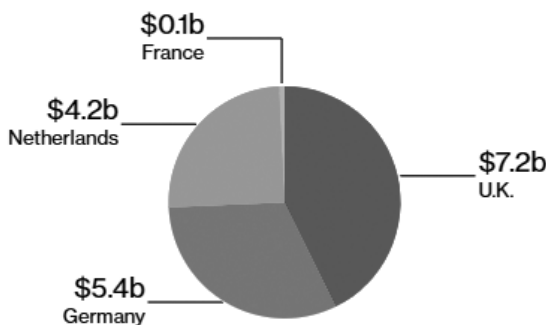
Source: Dealogic
© FT

こうしたことは確かに事実であるが、読者の気を引こうとするマスコミは誇張しがちになる傾向にあり、三月二四日時点で二〇二一年の新規株式資金調達月を集計してみれば、イギリスが七二億ドル、ドイツが五四億ドル、オランダは四二億ドルであり、オランダはこれまでよりも躍進しているが、イギリスにとって代わるという勢いは見られない（図表4）⁽⁵⁾。オランダの一月時点での新規株式資金調達額三四億ユーロのうち二八億ユーロが先述のインポスト一社によるものであり、インポストを除けばそれほど資金調達額が大きいというわけでもない。図表4でフランスの値が極めて小さいことから明らかなように、短期間での数値には偏りが大きく、もう少し長い期間で見なければ本当の変化はわからないであろう。オランダでの株式取引金額が増加したことは二月以降も間違いないが、取引を増やしたCBOEヨーロッパやターコイズは他の取引所で取引されている株式を取引する市場であり、上場企業が資金調達をする市場ではないことも忘れてはならないだろう。

図表4 2021年におけるヨーロッパの国別新規株式資金調達金額

Lion's Share

London's IPO market is on track for a record first quarter



Source: Bloomberg

Note: Data is for 2021 IPO proceeds through March 24

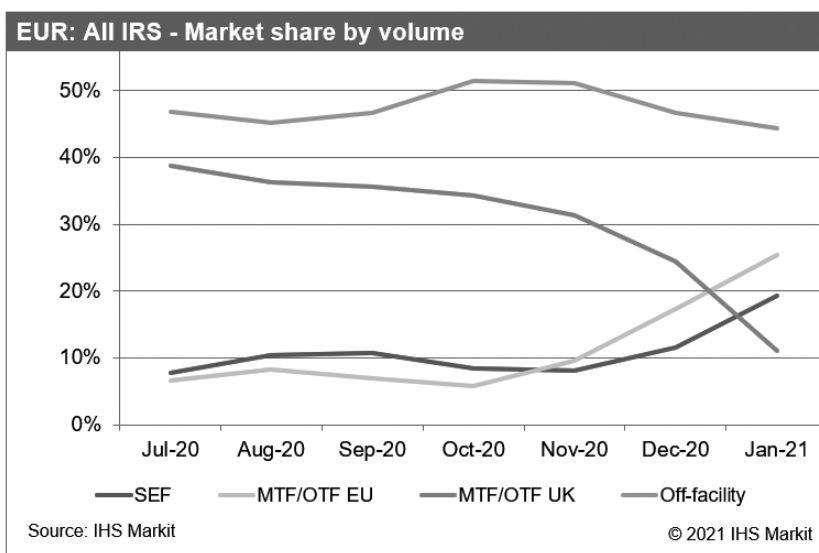
2 店頭デリバティブ市場

二〇二一年一月以降にEU加盟国居住者によるイギリスでのEU加盟国株式取引が禁止されることと並んで、EU加盟国居住者によるイギリスでの店頭デリバティブ取引が禁止されることも事前に予想された通りであり、一月以降にイギリスでの取引は減少し、オランダやフランスでの取引が増加している。店頭デリバティブ取引の中でもヨーロッパではユーロ建て金利スワップ取引の比率が高く、EUがユーロ建て金利スワップ取引をイギリスから奪還することを目指していることはよく知られている。

イギリスでの取引が減り、EU加盟国での取引が増えることは予想通りであったが、EUからエクイバレンスを得ているアメリカでも取引が大幅に増加したことは（事前に警告を発していた一部の市場関係者を除いて）予想外あるいは予想を上回る結果であり、注目を集めた（図表5）⁶⁾。

詳しい数値は報じられていないが、IHSマーケットによれば、ユーロ建て金利スワップ取引シェアでアメリカが二〇二〇年七月の一〇%から二〇%に上昇し、EU（主にア

図表5 ユーロ建て金利スワップ取引比率の推移



ムステルダム、若干はパリ）も同時期に一〇％から二五％に上昇する一方、イギリスは四〇％から一〇％に低下したという。そして、ユーロ建て金利スワップ取引の一八％（多い日には二四％）がアメリカで行なわれており、ポンド建て金利スワップ取引の四〇％がアメリカで行なわれた週もあるという。また、図表5を見ればイギリスの減少とEU・アメリカの増加は二〇二〇年一二月にすでに始まっていたことも読み取れる。

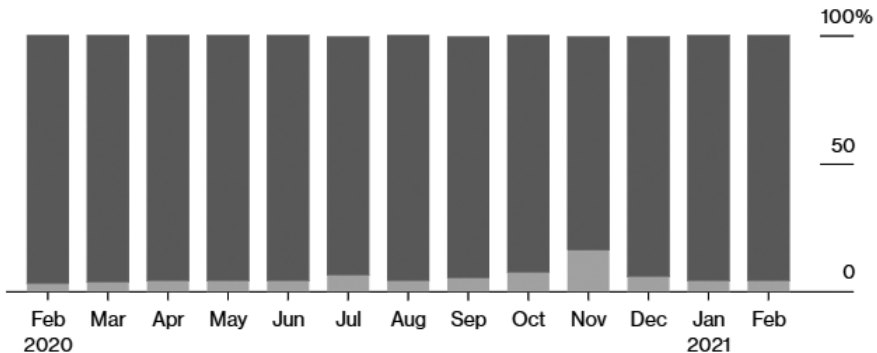
予想されていたとはいえ、ユーロ建て金利スワップ取引でもイギリスのEU離脱に際して大きな変化が生じている一方、二〇二二年六月までの期限付きでエクイバレンスを与えられたユーロ建て金利スワップ取引のクリアリングに関しては引き続きほとんどイギリスで行なわれるという状況が続いている（図表6）⁷。期限付きのエクイバレンスがあるから当然と言えば当然であるが、取引が移転してもほとんど減らないユーロ建て金利スワップ取引のクリアリングをイギリスから奪取するための方策について、EUでは市場関係者との協議が進められていると報じられている。

図表6 ユーロ建て金利スワップ取引のクリアリング比率の推移

Clearing Prize

London's LCH clearinghouse dominates euro interest rate swap market

■ Eurex market share ■ LCH



Source: Clarus Financial Technology

Note: Market share is for cleared notional business

3 人員

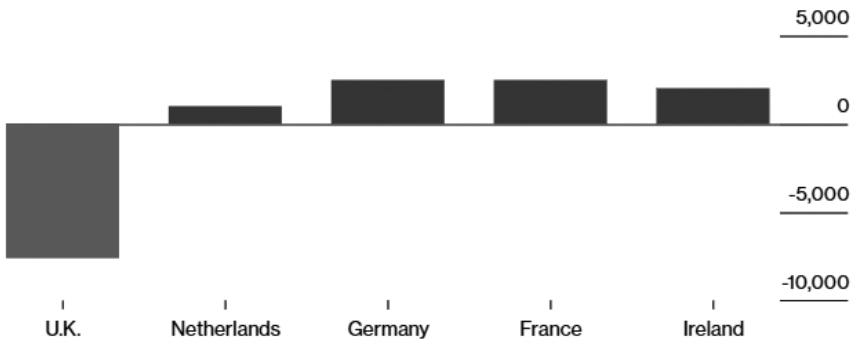
株式取引やユーロ建て金利スワップ取引がイギリスから流出したことはすでに見たとおりであるが、企業や仕事（人員）はどうであろうか。二〇一六年の国民投票の頃には一〇〇万人の金融関係者のうち二三万人の仕事が失われるとも報じられた。

図表7はイギリスのEU離脱に伴う仕事の増減推計値をあらわしている。⁽⁸⁾ 最近の報道では七五〇〇人の喪失という数字がよく用いられるが、人間が移動した場合を除けば他の影響も免れないので注意が必要である。図表7ではイギリスでの減少に対して、ドイツ・フランス・アイルランド・オランダでの増加が示されているが、この増減は株式取引や金利スワップ取引の増減には必ずしも対応してはいない。オランダでは株式取引や金利スワップ取引が増えていると報じられているにもかかわらず、人員の増加はそれほど多くはない。これは現在の取引は電子端末の利用が中心で人間をさほど必要としないことが関係しているものと考えられる。他方、オランダ

図表7 イギリスのEU離脱に伴う仕事の増減推計値

London's Loss

Thousands of finance jobs have relocated to the EU since Brexit



Source: EY, Bloomberg estimates
Note: Figures are approximate

よりも増加しているアイルランドはルクセンブルグと並んで資産運用業が盛んであり、イギリスと距離的にも文化的にも近く、イギリス人の移住が容易な国であるという特徴を持つ。また、ドイツとフランスは人口の大きな大国であり、投資銀行業務（証券業務）を含めた銀行業務で人員の増加が生じているのであろう。

他方、図表8はEU離脱をめぐる国民投票のあった二〇一六年を基準とした不動産価格の推移をあらわしている。⁹⁾ これを見るとイギリスの上昇率が小さいのに対して、オランダの上昇率が当初から最も高く、ドイツ、フランス、アイルランドという順で上昇している。オランダへの移転報道が比較的最近であるのに対してオランダの上昇率が当初から高いのには不動産ブーム等、他の原因が存在しているからかもしれないが、フランクフルトでも話題になったように、供給が限られた高級住宅に需要が急増したことによるのかもしれない。

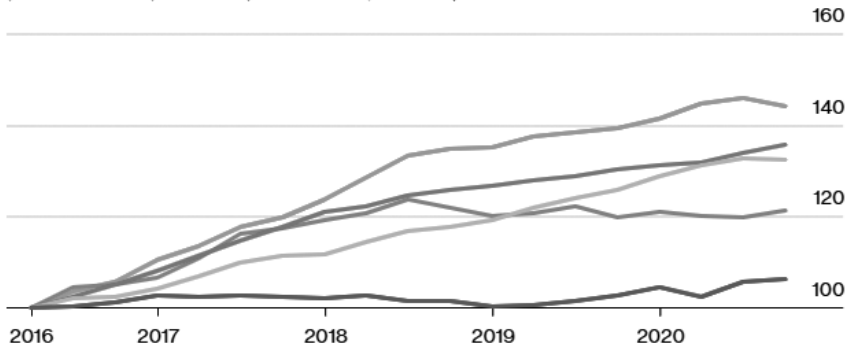
ここで取り上げた以外にも様々な側面でもう少し長い期間でイギリスのEU離脱の影響を注目していきたい。

図表8 2016年を基準とした不動産価格の推移

Home Alone

London property gains trail EU hubs' since Brexit referendum

／ Amsterdam ／ Dublin ／ Frankfurt ／ Paris ／ London



Source: Knight Frank research

Note: Prices are for mainstream properties, rebased to 2016

注

- (1) Huw Jones, "Amsterdam displaces London as Europe's top stocks centre after Brexit," FEBRUARY 11, 2021 (<https://www.reuters.com/article/uk-britain-eu-markets-idUSKBN2AB0IO>).
- (2) Liquidnet, "Liquidity Landscapes: One month post Brexit," FEBRUARY 12, 2021 (<https://www.liquidnet.com/expert-insights/liquidity-landscape-one-month-post-brexit>).
- (3) Katie Martin, Owen Walker and Philip Stafford, "Amsterdam vies for IPO spotlight as Brexit dents London's allure," *Financial Times*, JANUARY 14 2021 (<https://www.ft.com/content/425f163d-56ab-4ad3-b53f-d48f89395d30>).
- (4) Tommy Wilkes, Toby Sterling, Abhinav Ramnarayan, Huw Jones, "How Amsterdam is stealing a march on rivals as Brexit trading hub," *Reuters*, FEBRUARY 18 2021 (<https://www.reuters.com/article/uk-britain-eu-netherlands-focus-idUSKBN2AIOH0>).
- (5) "Seven Charts Show How Brexit Has Already Changed the City of London," *Bloomberg*, MARCH 26 2021 (<https://www.bloomberg.com/news/features/2021-03-26/brexit-news-charts-show-financial-impact-on-london-paris-amsterdam-dublin>).
- (6) Shanny Basar, "Brexit Shifts \$4tr Of European Derivatives To US," *Marketsmedia*, FEBRUARY 15 2021 (<https://www.marketsmedia.com/brexit-shifts-4tr-of-european-derivatives-to-us/>).
- (7) 邦 (㇏) ㇏㇏㇏°
- (8) 邦 (㇏) ㇏㇏㇏°
- (9) 邦 (㇏) ㇏㇏㇏°

(よゝなな ちやゐる・空城研究所)

ゴーン氏の役員報酬は「重要な事項につき虚偽の記載のあるもの」か？

梅本 剛正

1 はじめに

二〇一八年十一月一九日、日産のカルロス・ゴーンCEO（当時）は金融商品取引法違反の容疑で突如逮捕された。その後ゴーン氏はレバノンに逃亡したが、共犯とされた日産元取締役のグレッグ・ケリー氏に対する刑事裁判は二〇二〇年九月に始まった。この裁判では、日産の有価証券報告書に記載されたゴーン氏の役員報酬が「重要な事項につき虚偽の記載のあるもの」かについて、裁判所の判断が示されることになる。

本稿では、有価証券報告書の虚偽記載における「重要な事項」（以下では便宜上「重要性要件」とも称する）に焦点を当てて若干の考察を試みることにしたい。重要性要件は学界において議論不在ともいえる状況であるが、その理由は、これまで問題となった虚偽記載事件が財務情報の虚偽記載、いわゆる粉飾決算がほとんどだったからではないかと推察される。粉飾決算の事案では、虚偽記載が「重要な事項」に当たすることは自明であり、論点として取り上げるに値しないと、みられてきたからであろう。

ケリー氏が罪に問われているのは、虚偽有価証券報告書提出罪の共犯である。金商法が定める同罪の構成要件は、有価証券報告書の「重要な事項につき虚偽の記載のあるものを提出した者」は、「十年以下の懲役若しくは千万円以下の罰金に処し、又はこれを併科する」（金商法一九七条一項一号）であるため、裁判では有価証券報告書に記載されたゴーン氏の報酬が、虚偽記載に当たるか、虚偽だとして「重要な事項」に当たかが争われる

ことになる。⁽²⁾

虚偽記載が否かについては現在裁判で審理されており、現時点ではいずれとも判断することはできない。しかし、以下で詳述するように、有価証券報告書に記載されたゴーン氏の役員報酬がかりに虚偽であるとしても、「重要な事項」には該当しないため、共犯とされたケリー氏にも虚偽有価証券報告書提出の罪は成立しないと考えるべきである。

このような考え方に対しては、有価証券報告書に虚偽の記載をしながら、当該行為を罪に問えないのは道理に反するとの批判があるかもしれない。素朴な感覚として理解できないではないが、刑罰は法律に基づいて科されなくてはならない（憲法三一条）。ゴーン氏の役員報酬の虚偽記載がどれだけ悪質であっても、当該虚偽記載が投資者の投資判断に著しい影響を与えたものでなければ、罪に問うことはできない。金商法の虚偽有価証券報告書提出罪がそのように定められているからである。

ところで、わが国においては、有価証券報告書等における記述情報の充実に向けた取り組みが進められている⁽³⁾。後述するように、アメリカの判例は、重要性要件の定め方次第では、会社の情報開示に対する姿勢が変化することで、投資者が得られる情報の質と量が低下しかねないことに警告を与えている点が注目される。重要性要件のハードルを低く設定して虚偽記載の責任を認めやすくと、その委縮効果により会社が型通りの情報しか開示しなくなるおそれがあるからである。アメリカの判例は民事責任を前提としたものであるのに対して、わが国の議論は刑事責任に関するものであり、重要性要件の設定次第では実務に対する委縮効果はより深刻ともいえる。わが国において役員報酬虚偽記載に重要性を認める見解は、この点に対する配慮が希薄であるようにみえる。重要性要件を検討するに当たっては、上場会社が法的責任に委縮せずに、投資判断に有益な記述情報を市場に提

供でざる環境を整備する必要があるという視点も忘れるべきではない。

以下では、わが国の金融商品取引法に見られる二つの「重要な事項」という文言の解釈を整理したうえで、記述情報の虚偽記載が問題となった先例である西武鉄道事件の裁判例において重要性要件がどのように解されているのかをしてみる（2）。次いでアメリカにおける重要性要件の判例を確認し（3）、それらを踏まえてゴーン氏役員報酬事件において重要性要件を肯定する立場を批判的に検討し（4）、最後に本稿の結論をまとめる（5）。

2 金商法における重要性要件

虚偽記載の重要性要件については、投資判断への影響の大きさの有無という漠然としたメルクマールが示される程度で、判例・学説ともにほとんど議論不在といつてよい。そこで、記述情報につき、虚偽有価証券報告書提出罪の成立が認められた唯一の先例である西武鉄道事件判決において、具体的にどのような事実が重視されたのかを確認し、その手掛かりを得ることとしたい。

（1）金商法の二つの「重要な事項」の解釈

その前に、金商法の条文にある二つの「重要な事項」という文言について解釈を整理しておく。金商法では、虚偽有価証券報告書提出罪につき定める一九七条に加えて、有価証券報告書などの記載事項を定める金商法二四条にも「重要な事項」との文言が使われている。これが重要性要件の解釈を厄介なものにしているのはたしかである。

有価証券報告書について、金商法二四条は「…当該会社の商号、当該会社の属する企業集団及び当該会社の経

理の状況その他事業の内容に関する重要な事項その他の公益又は投資者保護のため必要かつ適当なものとして内閣府令で定める事項を記載した報告書」と定めている。つまり、「…その他事業の内容に関する重要な事項」が企業集団や単体の経理の状況等と並んで記載事項とされているのである。

うつかりすると、有価証券報告書に記載される記述情報のすべてが虚偽有価証券報告書提出罪の重要性要件を満たすもののように読んでしまう。しかし、二四条の「重要な事項」とは、有価証券報告書に記載されるのは、投資者の投資判断のために必要なものを記載するという意味において、「重要な事項」という言葉を用いていると解釈すべきである。つまりここでは、有価証券報告書には投資者の投資判断に有益なものが記載されるという、当然のことを定めているに過ぎない。なぜなら、一九七条の「重要な事項」は、有価証券報告書に記載されているものの中で「重要な事項」が問題となるわけであり、そこでは重要性にさらに絞りが掛かっていると読むのが素直な解釈だからである。⁽⁴⁾ 法定開示書類のすべての記載事項が、投資判断に著しい影響を与えたり、株価の変動要因となったりするわけではないことを考えれば、むしろ当たり前の解釈といってもよい。

(2) 西武鉄道事件判決の記述情報の虚偽記載とバスケット条項

西武鉄道事件は、長年にわたり大株主情報を虚偽記載していたことについて、西武鉄道元会長の金商法違反の刑事責任が問われたものである。西武鉄道事件判決（東京地判平成一七年一〇月二七日LEXDB文献番号二八一三五〇四）は、記述情報の虚偽記載の罪につき初めて裁判所の判断が示された注目すべき判決である。

それと同時に、同判決では併合審理されたインサイダー取引規制違反において、虚偽記載された大株主情報に對してバスケット条項が適用されており、虚偽記載の「重要な事項」とインサイダー取引規制の「投資者の投資

判断に著しい影響」の双方について裁判所の判断を知ることができる点で興味深いものがある。

判決の「罪となるべき事実」においては、単に大株主の保有比率の違いを問題にしているようであるが、「情状理由」において、つぎのように述べている点が注目される。すなわち、「特定の企業の大株主の持株数及び持株比率は、投資者がその企業の経営への参加可能性や株式の流動性、八〇パーセントルールへの抵触可能性等を判断する上で重要な要素となるものである」としたうえで、「西武鉄道はコクドの子会社となつてはいるほか、少数特定者持株数の割合も約八八パーセントと極めて大きく、一般投資者の経営参加の可能性及び株式の流動性はいずれも著しく低い上、上場廃止の可能性さえ認められる。したがって、これらを考慮すると、コクドの株式保有者が投資者の投資判断を大きく変え得る重要な事実となることは明らかである」。

ここでは、証券取引所の上場廃止事由に関わる虚偽記載である点が投資判断を大きく変更させる重要な事実として、⁽⁵⁾点が注目される。株式の集中度合いが流動性へ与える影響に触れるなど、大株主の保有比率自体が投資判断に影響を与えるかのごとき指摘があるものの、判旨の基本的な論理構造は、真正の開示がなされた場合と、虚偽記載が開示された場合とで、投資者の投資判断がどれほど大きな影響を被るかにより、「重要な事項」を判断するというもので、概ね妥当なものといえよう。

西武鉄道事件判決において興味深いのは、元会長がコクドの取締役として、虚偽記載がなされた期間中に西武鉄道株式を売却したことから、インサイダー取引規制違反の罪も同時に問われている点である。インサイダー取引規制の定める重要事実、株価に関連する情報が列挙されており、そこで個別列挙されていない重要事実をカバーするのがバスケット条項である。西武鉄道の大株主情報のように個別列挙されていない事実についても、「当該上場会社等の運営、業務又は財産に関する重要な事実であつて投資者の投資判断に著しい影響を及ぼすもの」

(二六六条二項四号・八号)であれば、インサイダー情報とされるのである。

判決は「これが公表されれば、西武鉄道株式の株価が大幅に下落し、場合によっては西武鉄道株式の上場が廃止されることも予想されるものであり、投資判断に著しい影響を及ぼす極めて重要な事実に当たすることは明らかである」とバスケット条項を適用している。

真正の開示内容がインサイダー取引規制の未公表の重要事実、すなわち、「投資者の投資判断に著しい影響を及ぼすもの」とされるなら、虚偽記載の重要な事項とほとんど同じ判断になるのが合理的であり、本判決はその意味においても注目してよい。

3 アメリカ法における重要性 (materiality) 概念

(1) リーディングケースとしてのTSCインダストリーズ事件判決

アメリカの証券規制の判例において、重要性 (materiality) が問題となる場面は少なくないが、その際に先例として引用されるのは、連邦最高裁判所判決のTSC Indus. v. Northway, Inc., 426 U.S. 438, (1976) (以下、「TSCインダストリーズ事件判決」) である。同判決は、委任状勧誘書類の虚偽記載等が問題となったケースであり、委任状規則Tag-B違反の責任が問われたものである。ただし、アメリカの重要性要件の解釈については、他の開示書類の虚偽記載等における規則10b-5に基づく訴訟などでもこの判例が引用されている。⁽⁶⁾

同判決は、重要性要件について、「非開示とされた事実が開示されたなら、合理的な投資家にとって、利用可能な情報の総体 (total mix of information)⁽⁷⁾ を相当地度変更させたであろうと見ることができる相応の見込み (likelihood) が存在しなくてはならない」と判示した。⁽⁸⁾ 株主の議決権行使や投資者の売買の投資判断を変更させ

たことが立証できるほどではないにせよ、その情報が重要であるというには、関係者の行動に影響を及ぼす高度の蓋然性が求められているということである。⁽⁹⁾

(2) 重要性規準を低くすることの問題 ― 情報開示の委縮効果

本稿との関係では、重要性要件を低く設定することの問題点について、TSCインダストリーズ事件判決が次の通り述べている点は注目される。「規則」⁽⁸⁾違反の潜在的責任は極めて大きなものとなりうるので、重要性の基準が不必要に低いものとなれば、会社や経営陣が重要とはいえない不記載や虚偽記載について責任を負わされかねないばかりでなく、相当な責任を負いかねない経営陣の恐怖から、株主は些末な情報の雪崩の中に沈められることにもなりうる。結果的に情報に基づく意思決定に建設的とはいえないものとなる」⁽¹⁰⁾。

このように述べたうえで、裁判所は控訴審が示した重要性の規準、すなわち、重要な事実とは「合理的な株主であれば、重要と考えた可能性のある (material) あらゆる事実」を含むとの解釈を、責任を負わせる規準としてあまりに低すぎるものとして退けた。

(3) 重要性の予測可能な規準は設定できるか？

わが国の議論との関係でアメリカの判例についてもう一つ触れておくべきことがある。それは、重要性要件を事前に明確に定めることはできるのかという問題である。アメリカでは、予測可能性確保の見地から、重要性要件を客観的に線引きできないのか、という議論はしばしばなされている。実務上明確なルールが要請されることに基づくものであるが、ことの性質上、重要性要件に該当するか否かは当該状況において判断するほかない、逆

にいうと、ルールで細目を定めることになじまない概念であるという点ではコンセンサスがあるように思われる。たとえば、ベーシック事件判決 (Basic Inc. v. Levinson, 485 U.S. 224 (1988)) では、次のように述べられている。重要性に関する「明確基準のルール (bright-line rule) は、すべての事情を踏まえて判断する必要のある規準 (standard) に比べると遵守が容易である。しかし、単に適用が容易であるということは、証券諸法の目的や立法趣旨を無視してよい理由にはならない。重要性のように本来的に事実在即して認定すべきものについて、特定の事実や事象が常に決定的であるとするような、いかなるアプローチも、必然的に過小であるか過剰であるかのいずれかとならざるをえない」(at 236)。重要性要件は、個別具体的な文脈を無視して事前にルールを設定することができない、高度に事実在即した (fact-specific) 性質を有するのである。⁽¹¹⁾

4 役員報酬虚偽記載を重要な事項と見る見解の批判的検討

(1) 本件役員報酬虚偽記載に重要性を認める立場

役員報酬の虚偽記載について「重要な事項」と見る立場は、記述情報の虚偽記載は原則的に重要な事項であるからだと主張しているようである。⁽¹²⁾ 法律・政令で一億円以上の役員報酬の個別開示が求められているのは、それが「重要な事項」だから、という見解も同種のものと考えられる。⁽¹³⁾

類似のものとして、役員報酬の虚偽記載は当該会社のガバナンスに対する信頼を害することになるため、重要な事項に該当するという主張もある。つまり、近年ガバナンスで重視されてきた役員報酬の虚偽記載をする会社はガバナンスが杜撰であることを意味し、それはとりもなおさず当該会社のガバナンスへの評価の下落を意味するため、重要な事項に当たるといえるものである。⁽¹⁴⁾

(2) 投資判断への影響という視点の欠落

役員報酬虚偽記載を「重要な事項」であるとする見解の多くは、有価証券報告書の記載事項の虚偽記載であれば当然に重要な事項に当たるといつているようなものである。しかし、前述したとおり、有価証券報告書等に記載が求められる「重要な事項」と虚偽有価証券報告書提出の罪の要件である「重要な事項」とは異なるものである。法令等により、重要性の客観的な規準を定めることができることの前提に基づく主張であれば、それ自体が失当といえる。アメリカの判例・学説をみてもわかるように、事前に重要性要件を形式的・客観的に定めることは不可能であり、特定の情報が重要か否かは個別具体的な文脈で判断せざるを得ないからである。同じ事実であっても、具体的な文脈、あるいは評価の側面によって異なる投資判断となりうることは、金商法の世界において珍しいことではない。⁽¹⁵⁾

なによりも、「重要な事項」が投資判断に著しく影響のある事項であるにも拘わらず、役員報酬虚偽記載の重要性要件を肯定する見解が条文や立法趣旨だけでは根拠として挙げず、役員報酬の虚偽記載が投資判断に具体的などのような影響を及ぼすのかという本質的な説明を欠いているのは、致命的な欠陥といつてよい。⁽¹⁶⁾

(3) 「重要な事項につき虚偽の記載のあるもの」の判断枠組み

虚偽記載が重要な事項か否か、すなわち、投資判断に著しい影響を及ぼすかは、真正の開示がなされた場合の一般的投資家の投資判断と、虚偽開示の場合の投資判断とを比較して、双方で大きな違いが生ずるか否かで判断するものと考えるべきであろう。

その際、虚偽記載が投資判断に影響を与える形については、①虚偽記載それ自体が企業価値の評価に影響を与

えるものと、②虚偽記載がもたらす帰結が投資判断に及ぼす影響を問題にするものの二つに区別することができる。

①は虚偽記載の典型例ともいえる粉飾決算がこれに当たり、売り上げや利益の水増しにより、真正の開示がなされていれば、投資者は異なる投資判断をしていたといえるものである。

②は、前述した西武鉄道事件の虚偽記載がこれに当たる。同事件では大株主の記載に虚偽が認められたが、大株主の虚偽記載は特別な事情がない限り、それ自体として西武鉄道の企業価値の評価を大きく変えることはない。しかし、真正の開示がなされていれば、それが東証の上場廃止基準に抵触し、通常の投資家であれば上場廃止のリスクがあることを認識できるため、投資判断に著しい影響を与えることはたしかである。このような虚偽記載も「重要な事項」といってよい。

以上の議論を踏まえて、ゴーン氏の役員報酬の虚偽記載の重要性を判断してみよう。個別開示されたゴーン氏の各年度の役員報酬は約一〇億円とされていたが、かりにその開示が虚偽であり真正の開示では約二〇億円であったとしても、⁽¹⁷⁾投資者の投資判断が変更されていたとは考えにくい。真正の役員報酬が開示されようとも日産の企業価値の評価に大きな影響もなければ、西武鉄道事件のように日産株式が上場廃止等の処分を受ける恐れもないからである。⁽¹⁸⁾つまり、ゴーン氏の役員報酬はかりに虚偽であつても重要な事項には該当しないと考えるべきなのである。

（４）「虚偽記載」の評価と「虚偽記載を行う会社」の評価の混同

虚偽記載の重要性を論ずるに当たり、最も注意すべきは、「虚偽記載」に対する評価と、「虚偽記載を行う会社」に対する評価とを混同すべきではないということである。

役員報酬の虚偽記載が当該会社のガバナンスへの信頼を失わせるという見解は、虚偽記載そのものではなく虚偽記載を行った会社への評価を問題にするものにほかならない。先にみたとおり、重要性要件は真正の記載と虚偽の記載との違いが投資者の投資判断にどのような影響を与えるのかを問題とするものであり、虚偽記載を行った会社が投資者からどのような評価を受けるかを問題とするのは失当である。しかも、このような評価が許されるなら、軽微な虚偽記載であっても、会社への信頼が失墜するという理由で「重要な事項」含まれるという解釈を許容することになる。しかし、それでは法が有価証券報告書等の「重要な事項」に虚偽記載がある場合に罪が成立すると定めた意味が失われてしまい、妥当ではない。⁽¹⁹⁾

5 終わりに

以上論じたところから明らかなように、ゴーン氏の役員報酬はかりに虚偽記載であったとしても、重要な事項に当たらないため、虚偽有価証券報告書提出の罪は成立しないことになる。わが国の金商法における重要性要件は、長らく議論不在な中、著名経営者のスキャンダルで突然に争点となったためか、残念ながら混乱や偏りが見られ、その解釈論も皮相なものに留まっているようである。特定事件に目を奪われるのではなく、実務に与える委縮効果にも目配りしながら、冷静に議論することが求められているといえよう。ケリー氏の裁判を機会にわが国において重要性要件の議論が深まることを期待したい。

注

(1) 財務情報の虚偽記載において重要性が問題となった事案として、有価証券報告書等における期ズレの虚偽記載につい

て、期ズレ解消後の投資家に対して重要性要件を否定した、東京地判令和元年九月三〇日LEXDB文献番号二五五八一四七六参照。筆者は以前、過年度の虚偽記載ある財務書類に監査証明をした監査法人の直近投資家に対する責任が問われた事案において、当該監査証明が重要性要件を満たさないのではないかと疑問を呈したことがある（梅本剛正・判例時報二三九八号一四九頁）。民事責任であれば虚偽記載と損害との因果関係を問題とすることも可能だが、刑事責任であれば重要性要件の問題になると考えられる。

(2) 裁判の冒頭陳述においてケリー氏側は、ゴーン氏の役員報酬の虚偽記載を否定するほか、かりに検察の主張するような多額の報酬を支払う合意があったとしても、「記載すべき重要事項が欠けている」という状態にすぎず、刑事罰の対象にならない」と主張したようである（読売新聞二〇二〇年九月一六日朝刊）。しかし、ゴーン氏の役員報酬については、従前より有価証券報告書上に一億円以上の報酬額が記載されており、争われているのは記載すべき報酬額が多寡である以上、「重要な事項の不記載」という主張が認められる余地はほとんどないように思われる。

(3) 二〇一八年六月公表の「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」を受けて開示府令が改正されるなど記述情報の充実へ向けて様々な取り組みが行われている。

(4) そうでなければ、金商法一九七条の構成要件を単に虚偽記載した有価証券報告書等を提出した場合とすれば足りたはずである。実際に、会社法の事業報告などの過料につき定める規定では、「重要な事項」という要件はなく、虚偽記載したこと自体に対して過料が課される規定となっている（会社法九七六条七号）。

(5) 実際に当時の報道などを見ても、西武鉄道の大株主情報が虚偽記載されていたことが新聞等で公表された後は、上場廃止が視野に入ったことで、西武鉄道株式が投げ売り状態となり大きく値を下げた。「西武の「虚偽」市場動揺——株価急落、二〇年ぶり一〇〇〇円割れ」日本経済新聞二〇〇四年一〇月一五日朝刊参照。

- (6) John C. Coffee, Jr., Hillary A. Sale, *Securities Regulation: Cases and Materials* 1286 (11th ed. 2012).
- (7) たとえば、情報がすでに公知であるなど、一般に共有されているような場合には、当該非開示とされた情報は重要とはいえない趣旨である。
- (8) 委任状勧誘における一定事実の記載の欠落が問題となっているため、議決権行使において違いが生じたか否かを問うているが、他の開示書類における規則10b-5違反を根拠にするものであれば、投資判断に影響を与えたか否かが問われることになる。たとえば、*Basic Inc. v. Levinson*, 485 U.S. 224 (1988)を参照のこと。
- (9) 投資判断との関係では、合理的な投資者にとって著しい影響がある虚偽記載であれば、事実が公表されたときに株価も変動すると考えられ、実際に多くの裁判所は、当該事実を除いて株価に影響する事実が他に存在しない場合に、公表後の株価変動を重要性の要件の有効な証拠として扱っているようである。James D. Cox et al., *Securities Regulation: Cases and Materials* 605 (9th ed. 2020). しかし、様々な要因に基づき変動する株価を特定情報と関連付けることができるかという根本的な問題は残る。
- (10) *TSC Indus.*, 426 U.S. 448-49.
- (11) *Matrixx Initiatives, Inc. v. Siracusano*, et. al. 131 S. Ct. 1309 (2011).
- (12) 証券取引等監視委員会『開示検査事例集（令和二年八月）』四八頁参照。
- (13) 弥永真生「日産自動車事件から考える有価証券報告書の虚偽記載罪」ビジネス法務一九卷三号八三頁
- (14) 「特捜部は、役員報酬を企業統治の健全さを判断する「重要な要素」とみなし、虚偽記載は株主や投資家を欺く行為として調べている」朝日新聞二〇一八年一月二三日朝刊総合面参照。
- (15) インサイダー取引規制では、一定の重要事実に軽微基準が設けられているが、当該軽微基準に該当したとしても、バ

スケット条項において「投資判断に著しい影響を及ぼす事実」と評価されうること（日本商事事件最高裁判決・最判平成一一年二月一六日刑集五三卷二号一頁）は、周知のとおりである。

(16) 証券取引等監視委員会「課徴金事例集・不公正取引編」（令和二年六月）では、バスケット条項の適用事案については、

「…通常の投資者が上記事実を知った場合、A社株式について当然に「売り」の判断を行うと認められることから」等、各事実が投資者の判断材料として売り材料か買い材料か等について丁寧に認定がなされている（九四頁以下）。これに對して、有価証券報告書の虚偽記載における「重要な事項」については、単に「重要な事実に当たる」としかされていない（証券取引等監視委員会「日産自動車株式会社における有価証券報告書等の虚偽記載に係る課徴金納付命令勧告について」令和元年一二月一〇日）。証券取引等監視委員会が、両者を異なるものと判断しているのかは不明である。

(17) 日産自動車が令和元年五月一四日に提出した訂正有価証券報告書参照。

(18) 日産自動車株式は、東証から改善状況報告書の提出を求められたものの、多くの粉飾決算会社を受ける処分である特設注意市場銘柄の指定は受けなかった。虚偽記載といっても粉飾事案などとは性質の異なるものと取引所が判断したのはたしかである。

(19) 近年ESGを重視する投資家が存在感を高めているが、かかる投資家にとってガバナンスの虚偽記載は重要な事項となりうるとの反論があるかもしれない。しかし、重要な事項か否かは通常の投資家を基準に判断すべきであり、特定の投資手法に基づく投資家を基準にするのは失当である。加えて、日産はMSCIのESG格付けが最低に評価され、ESG投資の対象外だった。「環境・社会・ガバナンス格付け、日産は「最低」九月に指摘」日本経済新聞二〇一八年一月二二日朝刊参照。いずれにしてもゴーン氏の役員報酬の記載は「重要な事項」には当たらなかったといえる。

（つめもと よしまさ・甲南大学教授）

証研レポート既刊目録

No.1711 (2018.12)
満二〇年を迎えた証券業の登録制 二上
日米のベンチャーキャピタルの現状 松尾
ーCVCの動向を中心としてー
日本銀行の引当金について 伊豆
ペリオディック・オークション 吉川
ーMiFID IIが生み出した取引形態ー

No.1712 (2019.2)
証券業界への参入・退出等の最近の状況 二上
米ティックサイズ拡大の試験プログラム 清水
ーSECの実証結果ー
拡大するリスク・パリティ戦略とETF 志馬
フェア・ディスクロージャー・ルールの検討 梅本

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」 二上
不動産クラウドファンディングの現状と可能性 松尾
中央銀行の資本金制度と利益処分 伊豆
豪州HFTの実情2 吉川
ーASICによる調査報告ー

No.1714 (2019.6)
オプションと保険 二上
ー日経二五オプション市場開設三〇周年を迎えてー
アメリカの取引所外取引システムの新しい届出制度について 清水
米国における取引所情報の配信をめぐる議論 志馬
長期保有株主を優遇する議決権行使制度 福本
ーtenure votingまたはtime-phased votingー

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 二上
ESG・SDGsとクラウドファンディング 松尾
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? 伊豆
米国における上場企業数の減少 吉川
ーSIFMAの報告書に見る実態ー

No.1716 (2019.10)
類型別に見た証券業界の収益別シェア 二上
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 松尾
アメリカのリテール・ホールセラーについて 清水
IPOをめぐるグローバルな動向 志馬
ー米国・香港市場の状況ー

No.1717 (2019.12)
総合取引所における不招請勧誘規制について 二上
米国の金利急騰とFRBの負債構造 伊豆
ペリオディック・オークションの実像 吉川
ーESMAのコンサルテーション結果に見る実態ー
議決権行使助言会社の規制 梅本

No.1718 (2020.2)
デリバティブにおける勧誘規制について 二上
ソーシャルインパクト債券とクラウドファンディング 松尾
アメリカの市場手数料について 清水
時価総額の小さな上場地方銀行の経営状況 志馬

No.1719 (2020.4)
「フラッシュ・クラッシュ・トレーダー」への判決と米国の相場操縦規制の動向 森本
アメリカにおけるデュアル・クラス・シェア(DCS)・ストラクチャについて 佐賀
FRBのコロナ危機対応策 伊豆
ーリーマン危機との比較ー
英国HFTの実情 吉川
ー注文データに基づくFCAの分析ー

No.1720 (2020.6)
証券リテール営業の「デジタル化」 二上
ー「スマホ証券」ー
株式投資型クラウドファンディングの新展開 松尾
アメリカの証券委託売買手数料無料のビジネスモデル 清水
取引所の価格情報配信に関するSECの指令提案 志馬

No.1721 (2020.8)
総合取引所に期待される役割について 二上
日本銀行のコロナ危機対応策 伊豆
英国HFTの実情2 吉川
ー注文データに基づくFCAの分析2ー
リングフェンス銀行の形成と経営 斉藤

No.1722 (2020.10)
クラウドファンディングの世界的拡大 松尾
ー株式投資型クラウドファンディングを中心にー
ロビンフッド証券のビジネスと注文回送リポートについて 清水
株価変動の抑制規制 志馬
ー米国の様々なサーキット・ブレーカー制度ー
バルト三国のベンチャー・キャピタルと新興株式市場の現状と課題 築田

No.1723 (2020.12)
地銀系証券会社について 二上
ECBのコロナ危機対応策 伊豆
ヨーロッパの株式市場 吉川
ーESMAの報告書に見る実態ー
経済危機と金融 中野

No.1724 (2021.2)
非上場株式市場と取引所第二部開設 松尾
アメリカの市場情報配信と最良執行 清水
SECは市場とアルゴリズム取引をどのように見ているのか 志馬
ー米国SECスタッフによる「資本市場におけるアルゴリズム取引」報告書(前半の抄訳)ー
年金財政方式と年金積立金 玉井
ー本当に賦課方式なのかー

証研レポート第一七二五号
二〇二一年四月十二日発行
(偶数月第二月曜日発行)

2021年4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：418円(本体380円+税10%)