

証 研

レポート

No.1729

2021年12月

「その他手数料」再論

二上季代司（1）

S R F 導入の背景
～ F R B と国債市場～

伊豆 久（8）

ゲームストップ株式をめぐる問題
～ S E C の報告書に見る実態～

吉川 真裕（21）

なぜイギリスでは議決権行使助言会社の影響力がアメリカほど大きくないのか

梅本 剛正（33）

「その他手数料」再論

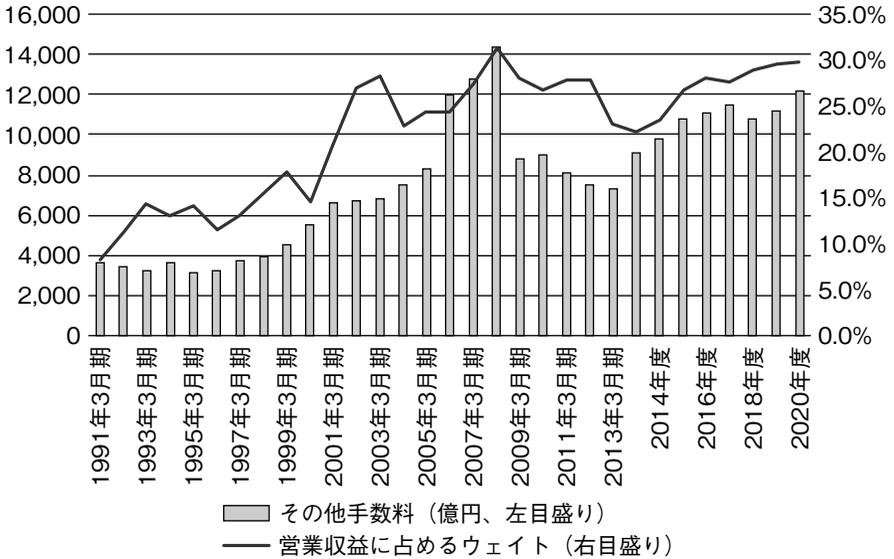
二上季代司

日本証券業協会は「会員の決算概況」を毎年夏ごろに公表しているが、今回の決算（二〇二〇年度）から「その他手数料」の細目を公表するようになった。「その他手数料」とは、受入手数料の中で委託手数料、引受手数料、募集手数料のいずれにも入らない手数料収入をいう。「その他手数料」は、一九九〇年代から増え始め、リーマンショック直後、大きく減少した後、二〇一四年ごろから再び増え始め、直近では営業収益全体の三割を占める最大の収入源となっている（図表1）。

これに対して、かつて最大の収入源で、常に営業収益の過半を占めていた「委託手数料」は一九九一年三月期の二兆円から減少し、二〇二〇年度には六六億円（営業収益の一六％）へ低下している。ところで、これほど大きなウェイトを占めるに至った「その他手数料」は、これまで合計金額のみが公表されているにすぎず、これがどのような業務からもたらされた収入なのか、よくわからなかった。

前年度から、商品別（株式、債券、受益証券、その他）の小科目のみならず、「その他」の細目も公表されるようになって、ようやくその実態に光があたってきた。⁽¹⁾そこで、以下では、この収入源が、どのような業務の果実なのか、検討してみた。

図表1 その他手数料の推移



(出所) 日本証券業協会『会員の決算概況』より作成。

1 二〇二〇年度の「その他手数料」

図表2は速報値ベースであるが、二〇二〇年度の「その他手数料」の内訳をみたものである。協会員二六二社合計で約一・二兆円に上るが、そのうち商品別の内訳が掲載されている。「株式」、「債券」、「受益証券」のどれにも係わらない「その他」が六割を占めている。

小科目「その他」の細目のうち、「M&A関係収益」以下の項目は、ある程度の推測がつくが、約三千億円弱(二三・八%)を計上して最大の項目である「国際取引に関する日本法人等への収益分配金等」は、これだけでは、どのような取引だったのか、詳しくはわからない。名称からは、外資系証券会社の日本法人が、海外親会社・関連会社と協働によって成約した取引からの収益分配金であることがわかるだけである。国際的に営業展開する証券会社では持株会社を採用し、レポートイング体制や管理会計の面で地域別ではなく業務別・商品別の経営組織をとっている場合が多い。その結果、成約した取引の収益はいったん統括部(デス

ク)に帰属させ、そののちに、この取引に関連した部署には「社内レート」で収益を分配するようになっていいる。配分方法はある程度の裁量が働くとしても、国際取引に関する税法上の問題も絡むので、「移転価格税制」上の配慮からおのずと各社に共通の配分方法に落ち着く。

もちろん、国際的な取引は外資系証券会社だけではなく、日本の大手証券も行っているが、統括部は日本国内の本社にある場合が多いので、こうした収益項目が計上されるのは、ほぼ外資系証券会社に限られるといつてよいだろう。そこで、各社のディスクロージャー誌(「業務及び財産の状況に関する説明書」)の二〇二〇年度版から、この細目が記述されている部分を集計して業態別に作成したのが、図表3と4である。

図表3では、国内大手五社と外資系証券に分けて集計している。国内大手五社は、野村、みずほ、S M B C日興、大和、三菱UFJモルガンスタンレーである。外資系は、主要株主から判断して七三社を抽出した⁽³⁾。七三社のうち、東証総合取引参加者の二一社をA、投信・投資顧問業者等一七社をBとし、A・Bに当てはまらない三五社をCとした。これによれば、その他手数料の五三・六%は外資系、三七・三%が国内大手五社のシェアで、両者あわせ

図表2 その他手数料の内訳

(単位：百万円)

その他手数料	1,222,843	100.0%
「株式」	106,362	8.7%
「債券」	143,668	11.7%
「受益証券」	239,995	19.6%
「その他」	732,655	59.9%
「その他」の内訳		
国際取引に関する日本法人等への収益分配金等	291,587	23.8%
M&A関係収益	92,666	7.6%
投資信託の委託者報酬	81,083	6.6%
ラップ関係収益	80,749	6.6%
投資一任契約の運用受託報酬	46,134	3.8%
アドバイザー／コンサルティング手数料	29,170	2.4%
事務手数料	20,604	1.7%
保険関係収益	15,741	1.3%
システムの利用・開発等に係る報酬	14,533	1.2%

(注) パーcentageは「その他手数料」全額を100とする。

(出所) 日本証券業協会『会員の決算概況(2020年度)』

て九割を超えている。

2 国際取引に関する収益分配金

次に、外資系証券七三社から「国際取引に関する収益分配金」の記述を抜き出して、集計したのが、図表4である。

外資系証券一八社でほぼ全額がカバーされている（ただし、合計額は図表2と正確には一致していない）。そこで、この収益分配金を計上

しているディスクロージャー誌において、どのような説明がなされているか、以下、紹介してみると、次のようである。

すなわち、外国株、外債、仕組債、店頭デリバティブ等につき海外親会社・関連会社を一方当事者とし、国内の同業者や機関投資家を他方当事者とする「媒介」、海外ファンド販売や一任運用・投信委託の受任セールスにおける顧客紹介や商品説明等、約定に貢献した業務内容などが記述されている。

外国株や外債の「媒介」による収益は、直接的には「媒介手数料」として現れるはずで、普通に考えれば、「委託手数料」の中で経理処理されるはずである。事実、日本株P.T.Sの二社によるディスクロージャー誌（二〇二〇年度版）では、媒介による手数料を委託手数料の勘定科目に計上しているのである。

やや古い数字であるが、二〇一五年度につき、内外株式の媒介（仲介）高二一〇兆円のうち、外資系六七％、

図表3 業態別「その他手数料」の金額とシェア

(単位：百万円)

大手5社	455,589	37.3%
外資系73社	655,268	53.6%
内訳		
A (21社)	470,283	38.5%
B (17社)	142,499	11.7%
C (35社)	42,486	3.5%

(注) Aは東証総合取引参加者、Bは投信・投資顧問業等、Cはそれ以外。パーセンテージはシェア。

(出所) 各社『業務及び財産の状況に関する説明書』2020年度。

図表4 国際取引に関する収益分配金

(単位：百万円)

A (13社)	284,951
B (3社)	3,102
C (2社)	3,620
合計	291,673

(注) 合計額が正確には図表2と合致していない。

(出所) 図表3に同じ

国内PTS三〇%、内外債券の媒介（仲介）高三〇五六兆円のうち外資系九二%と報告されている。しかし、当時の外資系の委託手数料には、これら媒介による手数料がすべて含まれているようには見受けられない。外資系による株式の媒介の中に、外国株がかなり含まれている、と筆者は推測する。⁽⁴⁾

そして、「媒介手数料」ではなく、「収益分配金」として計上されるとすれば、その理由は、海外親会社が「口銭」込みの値段で売却し、そのトレーディング益が海外の統括部で計上されているからではないだろうか。

3 国内証券会社の「その他手数料」

他方、国内証券会社で記述の多いのは「受益証券」に係る「その他手数料」である。全体の二割に相当する二百億円が計上されているが、その大部分は投信の代行手数料である。そのほか、ラップ関係収益に関する記述も散見される。

M&A関係収益は国内大手五社で七割超を占め、残りを外資系証券が占める。外資系のシェアが低いように見えるが、クロスボーダーM&Aの場合には、海外親会社に収益が帰属する部分があり、事実上のM&A関係収益が国際取引に関する収益分配金に振り替わっている可能性があるだろう。

4 終わりに

手数料の自由化や登録制による異業態の新規参入、そしてグローバルな営業展開により、従来の経理基準では、当然のことと思いついていたことも再考を迫られることがよくある。

委託手数料は自由化によって絶対額が減少しているが、それだけではない。機関投資家向けにブロックやバス

ケットのトレーディングなど自己勘定での取引が増えてくると、「エージェンシーベース」の取引に係る収入は委託手数料としてではなくトレーディング益として計上されることになる。また、取引所外でPTSやダーク・プールが増えてくると、取次ぎではなく媒介による手数料に振り替わるだろう。

他方ではまた、日本株ではなく外国株の委託手数料が増えている。外国株は海外から外資系証券会社の媒介によつて輸入され、それを国内店頭仕切り売買で個人顧客に売る場合が多かったが、最近ではアメリカ株を中心に委託発注の形で執行される場合が多くなっている。

引受募集手数料についても、国債発行において「引受シ団」から「入札制」に変わると、「トレーディング益」に振り替わった。近年、外貨建ての仕組み債の販売が増えているが、この収益についても「トレーディング益（債券）」で処理するケースが多かった。しかし、「売出し」に近いものであれば「引受募集手数料」に計上すべきである。以前ならそうした経理処理がなされていたはずだが、海外から外資系証券を經由して輸入した段階で、売出しなのか単なる販売なのか、見分けがつかなくなる可能性が高まる。

ディスクロージャー誌を丹念に読めば、外資系証券と国内証券は、業務内容の面でも収益計上の面でもきわめて異質であることが理解できる。これを旧「外国証券業者法」に則つて、外国籍の証券会社が日本に設置した支店、という定義付けをしていると、本当の意味での内外業者の違いがみえなくなるように思われる。

注

(1) 昨年一二月に中間決算で、本年九月に通期で公表されるようになった。

(2) 二〇一四年四月から、三月期決算の義務づけは廃止された。現在でも三月期決算が主であるが、外資系の場合には一

二月決算もよくみられる。二〇二〇年度は二〇二〇年四月から二〇二一年三月までに決算期が到来するものを指す。

- (3) 従来、外国証券会社とは外国法に準拠した証券会社がわが国に設置した支店と定義づけられてきた。しかし二〇〇六年以降、国内法人化へ組織変更する例が増え、新規参入も日本国内に現地法人を設立する場合が一般的になったので、ここでは株主属性を判断基準とした。

- (4) 拙稿『証券会社経営の時系列的分析』（日本証券業協会委託調査、二〇一八年一月）、表6、9、10、14を参照のこと。

(にかみ きよし・主席研究員)

SRF導入の背景

～FRBと国債市場～

伊豆 久

はじめに

この一年、市場の関心の一つは、「FRBがテーパリングを開始するのはいつか」であった。コロナ危機からの回復が明確になる一方、テーパリングというと、二〇一三年五月の、バーナンキ議長の発言による混乱（テーパ・タントラム・国債価格の急変）という記憶もあり、その再現が懸念されたからである。

今回は、春ごろからFRB幹部が年内の開始を示唆し始め、最終的には先月のFOMCで、当月からFRB保有債券の月次純増額を、国債については八〇〇億ドルから毎月一〇〇億ドルずつ、MBSについては四〇〇億ドルから毎月五〇億ドル削減すること（したがって来年六月にはどちらも増加額がゼロとなること）が決定された。しかし、半導体の品不足等による物価の上昇が一時的とは言えなくなってきたとして、今月（一二月一四―十五日）には削減スピードの加速が検討される見込みである。

こうした、市場に直接影響を与える政策変更の陰に隠れる形とはなったが、実は、FRBは今年七月に制度上重要な意味をもつ、別の決定をおこなっている⁽¹⁾。SRF (Standing Repo Facility) と名付けられた新たな金融調節手段の導入である。一見、技術的で些細な決定のようであるが、これはFRBの金融政策の枠組みを修正す

る重要な意味をもつものと思われる。

SRF創設の直接的な要因は、昨年三月（コロナ・ショック時）の国債市場の混乱、さらには一九年九月の短期金利の急騰であるが、より長期的には、過去二〇年ほどの国債流通市場における構造変化（プライマリー・ディーラーの売買シェア低下）にともなうFRBの国債市場への流動性供給機能の低下である。

小稿では、このSRF創設をとりあげ、その意味、導入の背景を整理してみたい。

1 オペとスタンディング・ファシリティ

SRFの機能を理解するためには、まず、オペとスタンディング・ファシリティからなる現在の金融調節の枠組みを確認しておく必要がある。

FRBは、現在、短期金利（フェデラル・ファンド翌日物金利）の誘導目標を〇・〇〇％～〇・二五％に設定しているが、それを維持するための主たる手段が、翌日物のレポ・オペ、債券の買い切りオペである。後者の買い切りオペが、今回のテーパリングの対象となった国債とMBSの買い入れである。従来は、短期的な金融調節（準備預金量の調節）はレポ・オペが担っていたが、リーマン・ショック後の量的緩和（QE）開始以降は買い切りオペによって準備預金が常に大幅な余剰状態であるため、レポ・オペは意味を失っている。⁽²⁾

こうしたオペとは別に、二つのスタンディング・ファシリティ（図1参照）が設けられている。

「窓口貸出（Discount Window）」は、銀行（預金金融機関）に対して、市場金利を若干上回る水準に設定された固定金利（公定歩合）⁽³⁾で（適格担保の範囲内で）無制限に貸し出しをおこなうものである。これは、市場で資金調達できなくなった銀行に「最後の貸し手」として資金を供給するもので、⁽⁴⁾同時に、市場金利に上限を画する

意味をもつ。

もう一つは「準備預金への付利制度」で、かつては無利息だった準備預金に金利を付すことにしたものである。⁽⁵⁾これは銀行に無リスクでの資金運用手段を与える（それによって、量的緩和政策——銀行に所要準備を超える準備預金を保有させること——が容易となる）と同時に、市場金利に下限を設ける意味がある。

オベとスタンディング・ファシリテイの違いは、前者は、入札がおこなわれ、その実施日（頻度）や総額はFRBが決定し、金利、落札者、各落札金額は入札で決定されるのに対して、スタンディング・ファシリテイでは、銀行の申請に対して、FRBは受動的にそのまま資金を供給しまたは預かるという点にある。つまり後者では、その実施の有無はFRBではなく銀行によって決定されるのである。

2 FRBとプライマリー・ディーラー（PD）と銀行

こうしたオベとスタンディング・ファシリテイの二つからなる金融調節の枠組みは、先進各国に共通のもので、日銀においても同様である（日銀では、スタンディング・ファシリテイの二つは「補完貸付制度」、「補完準備預金制度」との名称）。

しかし、FRBの場合、他の中央銀行と大きく異なる点がある。それは、オベの取引先が（銀行ではなく）大手証券ディーラー（プライマリー・ディーラー（PD）、現在二四社）に、スタンディング・ファシリテイの取引先は逆に（証券会社ではなく）銀行に限定されていることである。中央銀行の通常の資金供給（米国の場合レポ・オペ）に銀行が参加できないという制度的枠組みは、（おそらく他国にはない）極めて特徴的なものである。⁽⁶⁾FRBは、通常時は国債市場のマーケット・メーカーであるPDに限定して資金を供給するのであり、FRBの

資金供給は国債市場への流動性の供給と表裏一体となっているのである。⁽⁷⁾

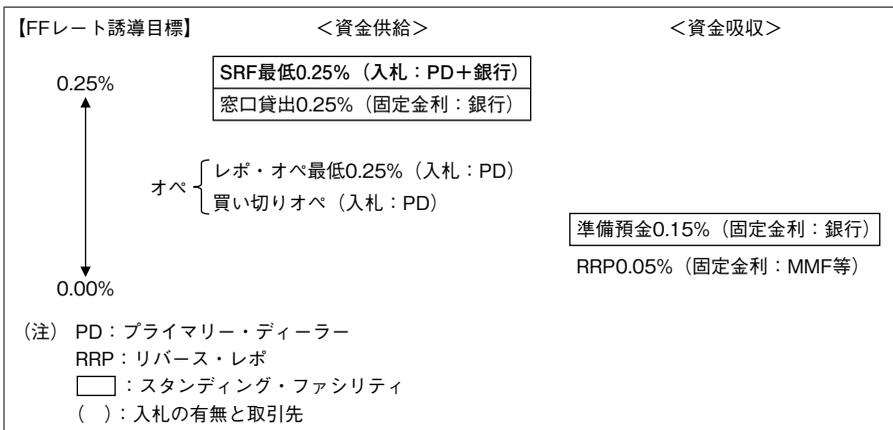
他方で、証券会社はFRBのスタンディング・ファシリティから排除されている。これは、①中央銀行による「最後の貸し手」としての資金供給（窓口貸出）の相手先は、資金決済機能の担い手である銀行に、②準備預金への付利の対象も、中央銀行に準備預金を保有する銀行に限定されるべき、との考え方にもとづくものである。⁽⁸⁾ 米国では、中央銀行の役割をできるだけ抑制し、証券市場の担い手であるPDへの資金供給は価格メカニズムにもとづく方法（オペ入札）が必須とされているのである。

ところが、こうした資金供給の枠組みは、最近の状況変化とある種のズレを生んでおり、FRBは新たな対応を迫られてきたのである。

3 フェデラル・ファンド（FF）市場とレポ市場

まず、こうした取引先の区分は、市場での十分な裁定を前提としているが、市場金利がゼロに近い低水準で推移するなか、その前提が満たされないことがある。すなわち、フェデラル・ファンド（FF）市場（日本のコール市場に相当）は準備預金の貸借取引の場であり、そ

図1 FRBのオペとスタンディング・ファシリティ



の参加者は銀行に限定されているため、その金利の変動は、銀行を対象としたスタンディング・ファシリティーによつて上限・下限の範囲内に収めることが可能である（ステイグマは生じないと仮定）。しかし、オペの取引先であるPDはほとんどが証券会社であり、その証券会社の資金調達市場であるレポ市場での主たる資金供給者はMMFである。MMFに大量の資金が流入した場合、通常ならそれは銀行に預金され、銀行から有利子のFRB預金へと吸収されるはずである（FF市場とレポ市場の裁定）。ところが何らかの事情でそのルートが機能しなくなると、MMFの余剰資金はレポ市場にあふれ、レポ・レートがFRB誘導対象とするFFレートの下限を下回つてしまうのである。

そうなればMMFは資金運用ができなくなり、MMFという金融商品自体の存続が危ぶまれることになる。FRBとしても、FFレートをコントロールすることで、レポ・レートさらには長期の各種金利を誘導するという金融政策の根幹が揺らぐことになる。そこで、FRBは、二〇一三年からMMF等を対象とする翌日物リバースレポ（RRP・図1参照）という新たな資金吸収オペ（FRBがMMFに国債を売却し、翌日に買い戻すこと）で、事実上、MMFから翌日物の預金を有利子で預かる非金利付き準備預金制度のMMFへの開放）を導入することで、レポ・レートの過度の低下を防ぐこととしたのである。

4 SRFとは何か

以上のような現在の枠組みに、今回、SRFが新たに導入されたわけである。SRFは、一言でいうと、既存のレポ・オペを、①スタンディング化し、②取引先を拡大したものである。

レポ・オペは、前述のように元来、FRBの金融調節の中心をなし、FRBのイニシアティブで原則国債を対

象証券に翌日物レポの形式で資金を供給するものである。それとは別に、新たにスタンディング化したレポを導入したことになる。これによって、PDは、(FRBが実施日等を決定するレポ・オペとは別に) 自らの望むときにFRBとのレポ取引によって資金を調達できることになった。したがって、これは、従来のレポ・オペを「必ず毎日実施する」とFRBが約束したのと同じである。

SRFのもう一つのより重要な意味は、その取引参加者をレポ・オペのPDから拡大し銀行を含めたことである。

こうした制度の導入にはどのような意味があるのだろうか。リーマン・ショック以降の量的緩和政策の結果、さらには昨年三月からのコロナ対応による上乘せもあり、銀行の保有するFRB預金(準備預金)は、現在四兆ドル以上(それに加えて前述のRRPによるMMF等からの「預金」が二兆ドル近く)と、リーマン前の五〇(二〇〇億ドル程度とは比較できない規模に達している。金融市場は恒常的な資金余剰状態にあり、前述のようにレポ・オペの入札は応札ゼロが続いている。こうしたカネ余りのなかで、新たに資金供給方法を設ける必要性はどこにあったのだろうか。

その主な理由は、国債市場におけるPDの売買シェアの低下にあると思われる。それによって、APDのマーケットメークによって流動性を維持された国債流通市場、国債を対象証券とするレポ取引によるPDの在庫ファイナンス、APDとのレポ・オペによるFRBの資金供給という、PDを媒介項とするFRBと国債市場の従来との関係では、短期市場・国債市場の流動性を維持できなくなったのである。

それをストレートに指摘したのが、今年七月のG三〇の報告書と十一月に発表された金融当局合同報告書であった。

5 二つの報告書

G三〇は、主要国の中央銀行総裁経験者等をメンバーとする民間非営利組織として、七〇年代末より各種提言を発表してきたが、今年七月に、米国国債市場に関して、一〇の改革を提言するレポートを発表し注目を集めた。⁽¹⁰⁾その提言の最初に掲げられているのが、S R Fの導入であった。また、一月には同じ問題を扱った米国財務省・F R B等のスタッフによる合同報告書が公表されたが、⁽¹¹⁾それでも、政策対応の第一としてS R Fが挙げられている。

これら報告書に共通するのは、①リーマン・ショック以降、国債の発行額が増加しているにもかかわらず、②金融規制強化の影響もあって、P Dが国債のマーケットメーカーに割ける資本が相対的に減少し売買シェアが低下していること、③他方で、二〇〇〇年代半ばより国債のディーラー間市場に参入し始めたP T F (Principal Trading Firms) と総称される投資家の売買シェアが五割を超えるまでに大きくなっていること、④しかし、P T Fは、資本力が弱くかつH F T (高頻度取引) 専業であるため日をまたいでポジションをとることはなく、そのマーケットメーカー能力は低く(危機時には突然売買を縮小させる)、当然、F R Bのオベ先でもないことなどから、国債市場の流動性供給機能が——特に市場にストレスがかかる場合に——十分に維持されていない可能性があるという現状認識である。⁽¹²⁾

つまり、従来は、国債の流動性維持すなわちマーケットメーカーはP Dによって担われ、だからこそF R BもP D向けのオベでその能力を支えてきたのであるが、上記の事情による売買シェアの低下によって、そのメカニズムが十分機能しなくなっているのである。

その端的な表れが、①二〇一四年一〇月一五日に起きた「フラッシュ・クラッシュ (フラッシュ・ラリー) 」

と呼ばれる国債価格の急落であり、②一九九年九月一六日のレポ・レート⁽¹³⁾の急騰であり、③二〇年三月のコロナ・ショック下の国債価格の暴落であった。

コロナ危機時の国債価格の暴落に対して、FRBは、国債市場の機能を維持するため無制限の国債とMBSの買い入れを余儀なくされた。当時は新型感染症が急拡大するなか文字通りパニック的な売りが発生しており、そうした状況下での市場機能の維持が極めて困難であったことは言うまでもない。とは言え、もしかつてのようなPD中心の国債市場のままであれば、あるいは新たな国債市場のあり様に流動性供給や決済などの制度的対応が十分になされていれば、中央銀行による無制限の買い入れという即効的ではあるが長期的に考えれば大きなコストをとまうへ最終手段Vに訴えなくてもよかつたのではないかと関係者は考えているのである。

6 FOMCでの議論

こうした観点からSRFが導入されたわけであるが、しかしながら、改めてSRFの制度設計を見てみると理屈の合わない部分が少なくない。

レポ・レートの上昇を抑え、国債のディーラーに流動性を供給することが目的であれば、現在の主たるディーラーであるPTFを取引先に含めるのが実効的であろう。銀行でも証券会社でもないPTFをFRBの取引先に含めることは非現実的な選択肢のようであるが、前述のようにRRPではMMFを取引先にしており、不可能ではないだろう。しかし、導入されたSRFの取引先は、PDに銀行を加えただけである⁽¹⁴⁾。

また、スタンディング方式であるにもかかわらず、固定金利ではなく最低金利を設定した上での入札方式をとっており、さらに供給総額には上限（現在五〇〇億ドル）が設けられている。

こうした、いささか曖昧な制度となったのはなぜだろうか。S R F 導入に至る F O M C の議論を見てみよう。F O M C で S R F についての議論が始まったのは、(議事要旨を見る限り)二〇一九年の六月である。そこではスタッフが、(入札によらない)固定金利によるスタンディング形式のレポの導入を提案しており、その目的として、①市場金利の異常な高騰に対するバックストップの提供、②銀行の保有資産構成の変更への誘導——(過剰な)準備預金から(オペ対象の国債等の)証券へ——をあげるとともに、検討すべき課題として、固定金利の水準、取引先の範囲、適格証券の範囲、の三点をあげている。また、懸念材料として、ステイグマにより利用が進まない可能性、取引先の選別による業者間の不平等化に言及している。

こうした提案に対して、参加者からは、固定金利の水準については、市場金利に対する上乗せ幅を小さくすると、金利のコントロール力を強めることができ、(利用コストが低い)ステイグマの可能性も小さくなる反面、利用が増えすぎて市場での取引を阻害してしまう(disintermediationの発生)恐れがあるとの指摘がなされている。反対に上乗せ幅を大きくすれば逆のメリット・デメリットが生じることになる。次に取引先については、P D に限定すれば、(P D の参加しない)F F 市場への効果が間接的になり、逆に銀行を含めればその効果は直接的であるがその場合にはすべての規模の銀行を対象とする必要があるとの意見、S R F の効果を高めるにはノンバンクを対象に含めるべきだとの意見、導入によって準備預金が減少することになればかえって金融の安定性にマイナスとなる可能性があるのではないかといった意見が示されている。

多くの参加者が S R F の有用性を認めつつも、そもそもこれほど潤沢な準備預金が存在する現状で新たな資金供給手段を導入する必要があるのかという意見や、モラルハザードを助長する可能性、F R B のバランスシートが急変する可能性などについてさらに検討が必要だとする意見も出されている。⁽¹⁵⁾

二度目の議論となった同年一〇月のFOMCでは、前回と同様の意見のほか、銀行を含む形でSRFが導入されれば、銀行は保有する国債をいつでも換金可能となり、準備保有の必要性が低下するためより少ない準備での金融調節運営が可能となるとの指摘⁽¹⁶⁾、スタンディング形式ではなく（これまで同様に）必要になれば通常のレポの回数を増やすことに対応するという代替案の提示、それに対する、市場の急変を正確に予測することは不可能であるためスタンディング化は不可避との反論などが示されている⁽¹⁷⁾。

議論はその後一年余りの中断を挟んで今年の四月に再開、六月の検討を経て、七月に決定されたが、論点は最初の二回でほぼ出尽くしていた。

すなわち、金利へのコントロール力を高めようと、金利の上乗せ幅を低く参加者を広く設定すれば利用は増えるが、市場取引を阻害し、またモラルハザードを誘引して参加者は過度に流動性リスクをとることになりかねない。他方で、その利用をストレスの高まった緊急時に限定すべく、金利の上乗せ幅を大きくし参加者も限定すれば、ステイグマを生み、必要な効果を発揮できないかもしれない。

こうした比較衡量の結果が、①固定金利ではなく入札決定を残し（ストレス時の金利コントロール力は低下するが、ステイグマの可能性を抑制）、②参加者はPDに銀行を加えるのみ（FRBへの依存を最小限としモラルハザードを抑制）、という決定となったのである。

おわりに

先に紹介した二つの報告書は、米国の国債市場の必要な改革として、SRFの導入のほかに、中央清算への移行や情報開示の促進、銀行の流動性規制の再検討などを挙げているが、それらはまだ実施されていない。またS

R Fも、見てきたように、国債流通市場の最大の課題であるP T Fのシェア増大への直接的な対応とはなっていない。

一方で、来年にはテーパリングの終了、複数回の金利引き上げが見込まれている。そうしたなかで短期市場や国債市場の安定が維持されるのか、引き続き注視が必要であろう。

注

(1) 同時に、コロナ・ショック時に導入されたF I M Aレポ・ファシリティのスタンディング化も決定された。これは、外国通貨当局に対して、スタンディング形式のレポ取引を提供するものである。外国通貨当局は、通貨不安が発生した時などドル確保のために保有する米国国債を大量に売却することがあるが、それを防ぐべく、国債を担保とするドル供給を常設化したものである。

(2) そのため、レポ・オペは、この間、年に数回程度しか実施されず、かつ実施されても応札がないという状態が続いていた。ところが、二〇一九年九月に突然短期金利が急騰するという事件が発生したため、レポ・オペによる資金供給が再開された。さらに翌年三月にコロナ・ショックが起こり、レポ・オペによる資金供給は二〇年七月まで続いた。一九年九月の金利急騰については拙稿「米国の金利急騰とF R Bの負債構造」本誌二〇一九年一二月号参照。

(3) 通常、F F レートの誘導目標上限 $+0.5\%$ 。ただし、コロナ・ショック時(二〇年三月)以降、後述のステイグマを抑制するため、上乘せ幅をゼロにしている。

(4) ただし、「窓口貸出」の利用は、市場で資金調達できないことを意味するため、銀行はその利用をギリギリまで避ける傾向がある。「ステイグマ(Stigma:汚名、烙印)」として知られる現象である。金融危機時(サブプライム危機

やコロナ危機)のFRBの課題の一つは、「窓口貸出」の利用を渋る銀行や証券会社にその利用を促すことであった(危機時には、緊急措置として「窓口貸出」の貸出先を証券会社(プライマリー・ディーラー)にも拡大した)。「PDC F (Primary Dealer Credit Facility)」の開設。

(5) 付利制度は、リーマン・ショック時の二〇〇八年一〇月に設けられた。

(6) 日銀やECB(欧州中央銀行)は通常のオペとスタンディング・ファシリティで取引先を区別していない。

(7) 日本の「国債市場特別参加者制度」は、米国のPD制度を参考にしたものであるが、その役割は国債発行市場に限定されており、米国とは異なり、中央銀行(日銀)のオペにおける特権的な役割を与えられてはいない。

(8) 日本では証券会社にも日銀当座預金口座の開設が認められているが、米国では非銀行金融機関には、PDであってもFRBでの預金口座開設は認められていない。FRBとのオペなどにもなう決済も、民間銀行の口座を介しておこなわれている。

(9) リーマン後に導入された流動性規制によって、銀行はバランスシートの拡大に慎重となり、MMFからの預金の受け入れ↓中銀準備預金の増加↓も回避するようになった。

(10) Group of 30, *U.S. Treasury Markets: Steps Toward Increased Resilience*, July 2021. この報告書については、佐志田昌夫「米国債流通市場の構造的な問題と強靱性向上への取組み」『証券レビュー』二〇二二年一月号で詳細な紹介がなされている。

(11) U.S. Department of the Treasury, Board of Governors of the Federal Reserve System, Federal Reserve Bank of New York, U.S. Securities and Exchange Commission, and U.S. Commodity Futures Trading Commission, *Recent Disruptions and Potential Reforms in the U.S. Treasury Market: A Staff Progress Report*, November 8, 2021. 同報

告書は、「米国債市場に流動性不安」『日本経済新聞』二〇二一年一月二十九日でも紹介されている。

- (12) また、従来のディーラーはすべてFICC（米国国債の中央清算機関）の会員で、ディーラー間取引はすべて中央清算されていたが（対顧客取引は原則相対清算）、PTFは非会員のため、PTFとの取引は相対清算のままである。そのことが、PTFとの取引にともなうPDのバランスシートの（不必要な）拡大、フェール発生回数増加などの非効率を生んでいる。PTFの決済上の問題については、上記二つの報告書のほか、実務関係者による報告書（The Treasury Market Practices Group (TMPG), *White Paper on Clearing and Settlement in the Secondary Market for U.S. Treasury Securities*, July 11, 2019）も参照。

- (13) 「フラッシュ・クラッシュ」とそれを生んだ国債市場の変化については、福田徹「変貌するアメリカ国債流通市場——市場構造の変化が『フラッシュ・クラッシュ』によって認識される——」『証券経済研究』第九二号、二〇一五年一二月参照。

- (14) 参加要件は、今年六月末時点で対象証券（国債、政府機関債、MBS）を五〇億ドル以上、または総資産を三〇〇億ドル以上を保有し、一〇月一日以降に参加を申請した預金金融機関と定められている。

- (15) FOMC, *Minutes of the Meeting of June 18-19, 2019*, pp. 2-3.

- (16) FRBのクォールズ副議長は、昨年二月の講演で「準備預金と国債の、流動性バッファーとしての代替可能性が高まるなら、金融システムの効率性が高まるのかどうか検討したいと思う」として、窓口貸出の活性化案とSRF導入案に言及していた。Randal K. Quarles, "The Economic Outlook, Monetary Policy, and the Demand for Reserves," February 6, 2020.

- (17) FOMC, *Minutes of the Meeting of October 29-30, 2019*, pp. 6-7.

(ご参考) ひやん・客員研究員

ゲームストップ株式をめぐる問題

～SECの報告書に見る実態～

吉川 真裕

二〇二一年一月二八日、アメリカでゲームストップをはじめとする個人投資家が買い進めた数銘柄の株式に対して、ロビンフッド等の数社の証券会社が新規買い注文を制限するという事態が生じ、株価は急落し、売り方のヘッジファンドが取引を制限させたという噂が個人投資家の間に広がった。そして、下院議会で二月一八日、上院議会で三月九日にそれぞれ公聴会が開かれ、事態の重要性を印象づけた。

二〇二一年一〇月一八日、アメリカの証券市場監督機関である証券取引委員会（SEC）は『二〇二一年初めにおける株式・オプション市場構造のコンディションに関するスタッフ・レポート』と題する報告書を公表し、ゲームストップ株式をめぐる問題について見解を明らかにした。¹⁾ ゲンスラー委員長の指示に従って、これまでマスクミを通じて報じられてきたことを確認する作業であるが、マーケット・メーカーがブローカー・ディーラーに支払うリベートであるオーダー・フロー・ペイメントを禁止するとか、株式取引決済を短縮するとかいったSECがすぐにも規則変更を検討すべき問題は存在しないという暫定的な結論が示され、SECがすでに進めているレギュレーションNMSの見直し作業の中で今回の問題を取り扱おうとしていることが明らかになった。

本稿では、SECの報告書に基づいてゲームストップ株式をめぐる問題について考察する。

1 ゲームストップ株式をめぐる経緯

ゲームストップはアメリカで多くの販売店舗を要するゲーム機やゲーム・ソフトの販売チェーンであり、ソフトの販売方法のオンライン化に乗り遅れ、二〇一九年には株価が七〇%も下落するという状況にあった。二〇二〇年八月三十一日、チェミの共同創業者であるライアン・コーエン氏がゲームストップの株式を取得したことを公表し、株価は六・六八ドルまで二四%上昇した。二〇二二年一月一日にはコーエン氏の取締役就任が報じられ、株価は一時二〇・六五ドルまで一七%上昇した。そして、一月一日にはそれまでの七〇〇万株から一億四四〇〇万株に取引が急増し、株価も三一・四〇ドルまで上昇していた。一月二日には三時間で四三ドルから七二ドルまで七一%急騰し、一月二日には株価は三四七・五ドルに達していた。

一月二八日、コロナ感染拡大以後、個人投資家の口座開設が急増していたロビンフッドをはじめとする数社の証券会社がゲームストップ等の急騰した株式の新規買い注文を制限することが明らかとなり、一時は四八三ドルまで上昇したものの、ゲームストップの株価は急落することになった。

なお、ゲームストップ等の急騰がそれらを含んだETFに与えた影響についてはあまり報じられていなかったが、スパイダーS&PリテイルETFに占めるゲームストップの構成比は二月三十一日の一・五%から一月二七日の一九・九八%まで上昇し、一月二七日に純資産額の七六・三%に当たる五億六〇〇万ドル（過去二番目）が召喚されていたが、一月二六日から二八日までの平均スプレッドは〇・〇七三ドル（五二週平均〇・〇一ドル）、ウエドブッシュETFMGビデオゲーム・テックETFに占めるゲームストップの構成比は二月三十一日の二・〇四%から一月二八日の一七%まで上昇し、一月二六日から二八日までの平均スプレッドは一・三二ドル（五二週平均〇・一八六ドル）であり、比較的落ち着いたものであったという評価がおこなわれている。

2 個人投資家

コロナ感染拡大以後、個人投資家の株式取引がアメリカで増えていることを多くのメディアが報じているが、アメリカでは個人投資家の注文の多くは取引所でマーケット・メーカーとの間で執行されており、個人投資家の取引増加は取引所外取引の増加をもたらすものと考えられる。報告書では取引所外取引の比率が六〇日移動平均で三月二三日の三八・四％から年末の四六・五％（二月二三日には五〇・四％）に上昇しており、取引所外取引株数も一月の平均一四七億株から二月の平均五〇〇株に増加していたことが紹介されている。

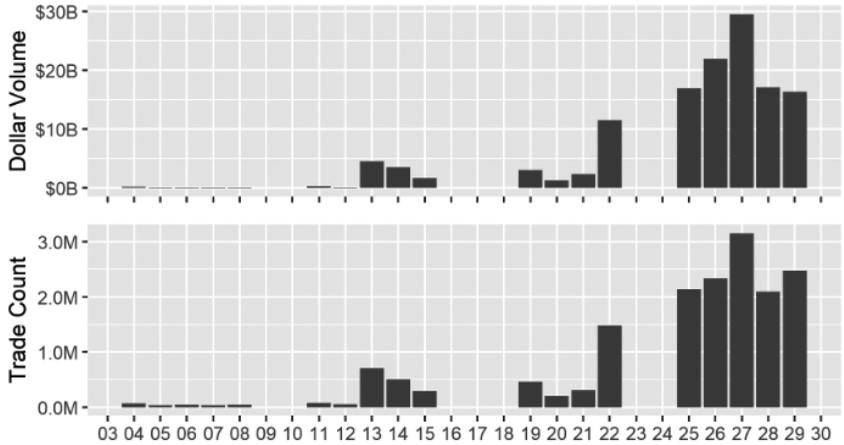
図表1は一月におけるゲームストップ株式の取引金額と取引口座数の推移を表わしており、取引金額の増減と取引口座数の増減が類似しており、数の多い個人投資家がゲームストップ株式を取引していたことを類推させる。そして、図表2は図表1の取引口座数を個人投資家・機関投資家（資産額五〇〇万ドル以上）・その他に分類しており、取引した口座数では圧倒的に個人投資家が多かったことが確認されている。

図表3は一月におけるゲームストップ株式の取引シェアの推移を、図表4は取引所外取引（図表3のTRF）の構成比をそれぞれ表わしており、一月二日までは取引所外取引（TRF）が多く、中でもマーケット・メーカーとの相対取引を表わすインターナライザーが圧倒的に多かったことが確認できる。一月二日以降に取引所取引のシェアが上昇していたことはこれまであまり報じられておらず、SECの報告書における新たな発見の一つと言えるであろう。この事実に対して報告書では、インターナライザーとして取引所外取引をおこなってきたマーケット・メーカーが株価乱高下のリスクを削減するために取引所やATS（取引所類似施設）に注文を回送したものと解釈している。かくして、個人投資家の取引増加、取引所外取引のシェア上昇、取引所取引のシェア上昇（取引所外取引のシェア低下）、ATSのシェア上昇（インターナライザーのシェア低下）が確認された。

図表1 1月におけるゲームストップ株式の取引金額と取引口座数の推移

Figure 3

GME Daily Dollar Volume and Trade Count, January 2021

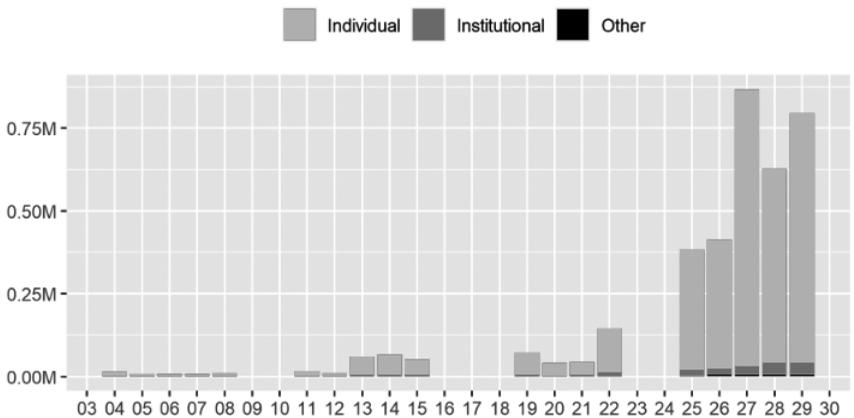


Source: NYSE TAQ

図表2 1月におけるゲームストップ株式の取引口座数の内訳

Figure 4

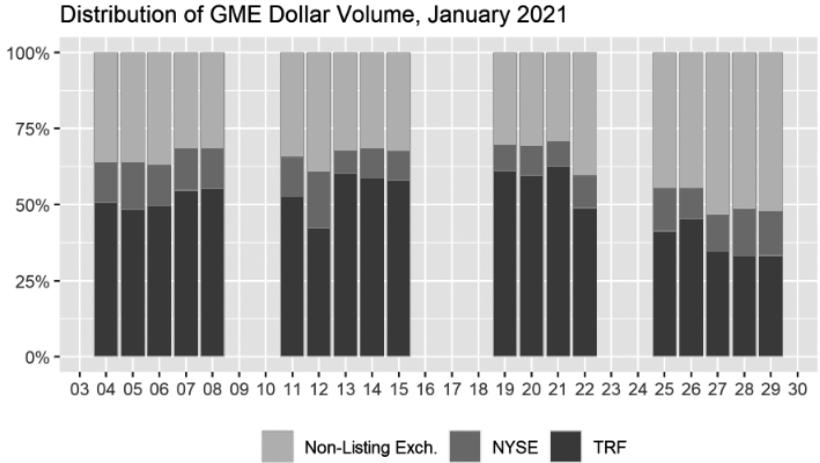
Daily Count of Unique CAT Accounts Trading GME, by Type
January 2021



Source: Consolidated Audit Trail

図表3 1月におけるゲームストップ株式の取引シェアの推移

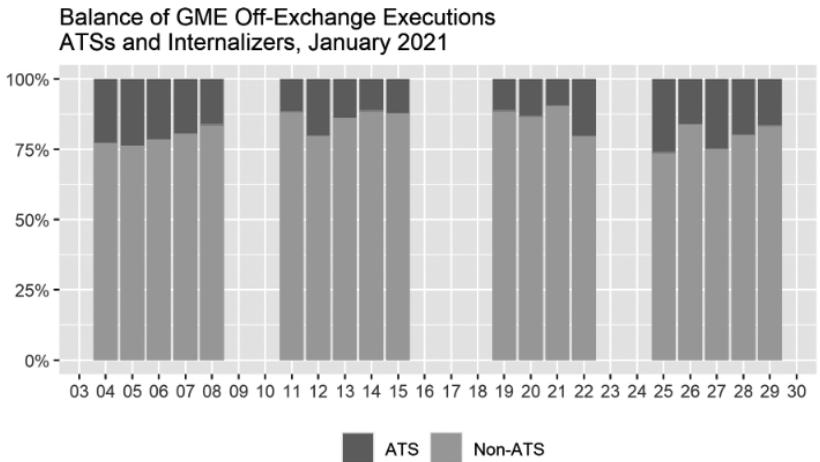
Figure 7⁹⁸



Source: NYSE TAQ

図表4 1月におけるゲームストップ株式の取引所外取引のシェア内訳

Figure 8



Source: Consolidated Audit Trail

3 空売りと踏み上げ

ゲームストップ株式は空売り比率が高く、空売りの買い戻しによる株価の上昇（踏み上げ）が生じたという報道が多く、空売りをしていたヘッジファンド（メルヴィン・キャピタル）が大きな損害を受け、新規買い注文の制限を働かかけたという噂が個人投資家の間に広まった。報告書によれば、確かに一月におけるゲームストップ株式の空売り比率は一二・九七%と高かったが、ゲームストップと並んで株価乱高下を演じたAMCエンターテインメントの空売り比率は一・四%に過ぎず、空売りだけが株価乱高下の原因とは考えにくい。また、日中変動率では二〇二〇年以降でAMCエンターテインメントを含めた一三四銘柄がゲームストップの日中変動率を上回っていたことも紹介されている。

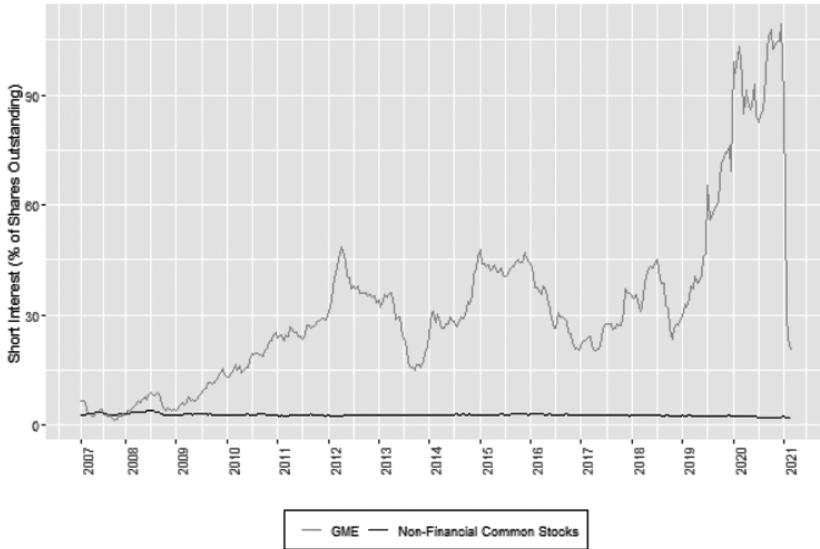
図表5はゲームストップ株式の空売り比率の推移を、図表6はゲームストップ株式の買い戻し金額等の推移をそれぞれ表わしている。ゲームストップ株式の買い戻しは一月二日と二五日に多く、一月二七日以降の株価急騰にはあまりかわつていなかったことが図表6から明らかとなった。空売り比率が高くないAMCエンターテインメントの株価急騰からも明らかのように、踏み上げをゲームストップ株価急騰の最も重要な原因とは考えにくく、踏み上げを狙った投資家心理が関係していたかもしれないが、買い戻しそのものは最大の要因ではないと報告書は解釈している。

なお、ゲームストップ株式等を空売りしていたヘッジファンドの損失が報じられているが、ヘッジファンド全体のパフォーマンスは一月に悪化したわけではなく、空売りによる損失を被ったヘッジファンドがある一方、買入方として利益を上げたヘッジファンドや乱高下で利益を上げたヘッジファンドもあったはずであり、流動性の危機やカウンターパーティ・リスクを意識したファンドは観察されていないと報告書は解説している。

図表5 ゲームストップ株式の空売り比率の推移

Figure 5

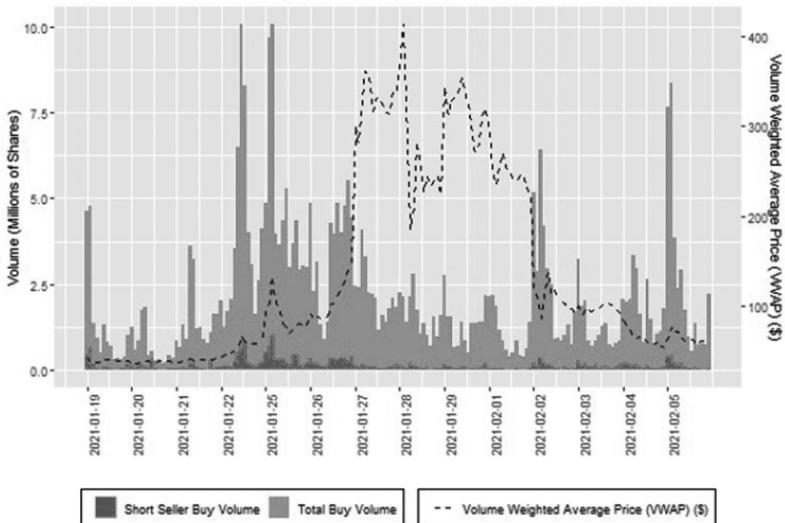
Short Interest in GameStop vs. Market, Jan. 2007 – Feb. 2021⁷⁷



図表6 1月におけるゲームストップ株式の買い戻し金額等の推移

Figure 6

Buying Activity of Traders with Large Short Positions in GameStop, Jan. 19 – Feb. 5, 2021⁷⁸



4 オプション取引

ゲームストップ株式の急騰については踏み上げと並んで、コール・オプションを売り建てたマーケット・メーカーによる株式のヘッジ買い（ガンマ・スクイーズ）が報じられているが、ガンマ・スクイーズが株価を急騰させたという証拠も見当たらないと報告書は解説している。

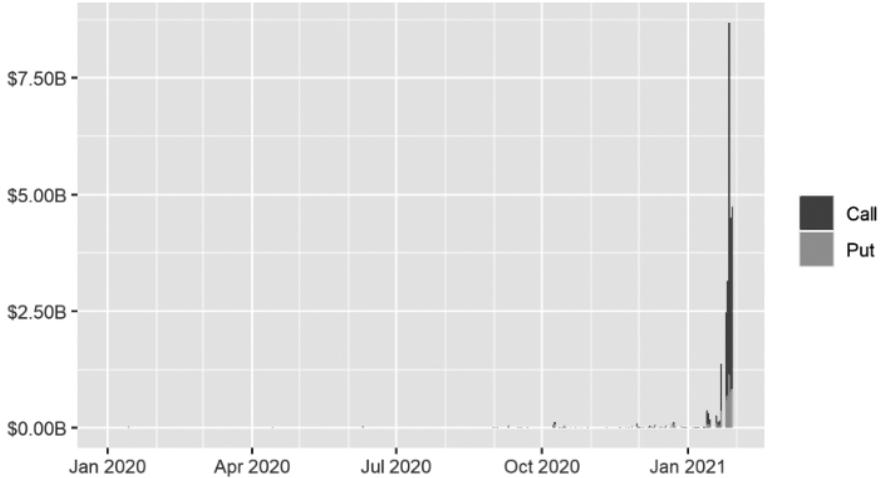
図表7はゲームストップ株式を対象としたオプション取引金額の推移を、図表8は一月におけるゲームストップ株式を対象としたオプション取引の契約数の推移をそれぞれ表わしている。図表7の取引金額ではコール・オプションがプット・オプションを大幅に上回っているが、図表8の契約数ではコール・オプションとプット・オプションの間に大きな違いは見られない。報告書に説明はないが、これはコール・オプションの取引が値段の高いニア・ザ・マネー（権利行使の可能性の高いオプション）を中心としており、プット・オプションの取引は値段の安いアウト・オブ・ザ・マネー（権利行使の可能性の低いオプション）を中心としているからだと考えられる。図表8の契約数で見ればコール・オプションよりもプット・オプションの方が多く取引されているが、高い代金を払って値上がりに賭けるよりも安い代金で値下がりに賭けるオプションの買い手が多かったことが推測される。

報告書では図表としては示されていないものの、個人投資家によるオプション取引金額は一月二一日に五八五〇万ドルから一月二二日に五億六五四〇万ドル、一月二七日には二四億ドルに急増していたが、値下がりに賭けるプット・オプションの買いが中心であったと解説されている（図表7の取引金額に比べると非常に小さく、個人投資家はオプション取引では主役ではなかった）。そして、マーケット・メーカーは値上がりに賭けるコール・オプションを売るのではなく、買っており、ガンマ・スクイーズのシナリオと整合的でない結論付けている。

図表7 ゲームストップ株式を対象としたオプション取引代金の推移

Figure 11

GME Options Dollar Volume 2020 - January 2021

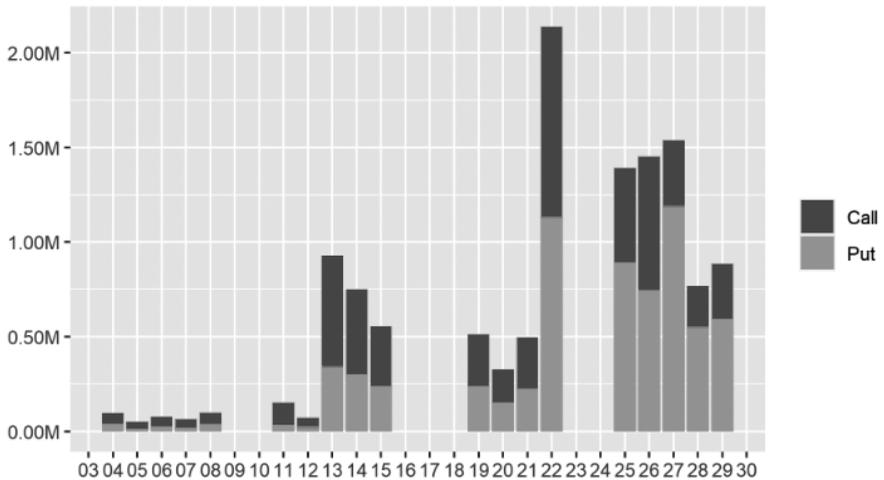


Source: OPRA, MIDAS Vendor-Supplied Summaries

図表8 1月におけるゲームストップ株式オプション契約数の推移

Figure 12

GME Options Contract Volume January 2021



Source: OPRA, MIDAS Vendor-Supplied Summaries

5 クリアリングと取引制限

株式取引のクリアリングをおこなうNSCCとオプション取引のクリアリングをおこなうOCCはともに一月二七日に過去最高のクリアリング金額を記録していた。

一月二七日にNSCCは三六社のクリアリング・メンバーに対して総額六九億ドルの日中マージン・コールを追加請求し、全クリアリング・メンバーに対して二五五億ドルの証拠金を請求した。この六九億ドルの日中マージン・コールは二億ドルの値洗いマージン・コールとルールに基づいた四八億ドルの特別ECPチャージに分かれる。NSCCは一八社のクリアリング・メンバーに対して特別ECPチャージを請求し、支払いを受けた。他方、OCCの証拠金請求も規則上はNSCCと同様なものであったが、OCCは追加請求をおこなわなかった。

OCCが追加請求をおこなわなかった理由は明らかではないが、NSCCの追加請求は余裕のないブローカー・ディーラーに一月二八日の新規取引を制限させるという異例の事態をもたらした。報告書によれば、

① あるブローカー・ディーラーは一月二八日にゲームストップを含めた八銘柄の株式に対する新規買い注文を制限し、一月二九日には五〇銘柄の株式に対してポジション制限を実施した。

② 別のブローカー・ディーラーは一月二八日にゲームストップとAMCエンターテインメントに対する買い注文を制限し、一日限りの追加証拠金を請求した。

③ また別のブローカー・ディーラーは一月二八日にゲームストップとAMCエンターテインメントに対する新規買い注文を制限し、引け前の九〇分間に新規のオプション・ポジションを制限した。

NSCCはブローカー・ディーラーに対してポジション制限を要請した事実はないと説明しているが、NSCCの提案に応じて取引を制限したとロビンフッドのテネフCEOは下院議会公聴会で証言していた。

ゲームストップ株式をめぐる問題で特筆すべきは多くのブローカー・ディーラーが顧客の新規取引を制限したという事実であって、取引を継続させることのできない現行の制度の問題点が浮かび上がった。ロビンフッドのテネフCEOはブロック・チェーン技術を用いて決済をリアルタイムでおこなえばこうした問題は解消されるはずだといち早く提案していた。NSCCを傘下に持つアメリカの決済機関DTCCは現行の二日後決済(T+2)を翌日決済(T+1)へと移行する計画を進めている。⁽²⁾

世界で最も活発な株式市場を持つアメリカは同時に個人投資家の注文が取引所には向かわないという他国では見られない市場構造を有している。新たなビジネス・モデルを生み出すアメリカの株式市場が今回の事件を経てどのように変わっていくのか、興味深いところである。

注

- (1) U.S. Securities and Exchange Commission, "Staff Report on Equity and Options Market Structure Conditions in Early 2021," 14 October 2021 (<https://www.sec.gov/files/staff-report-equity-options-market-structure-conditions-early-2021.pdf>).
- (2) The Depository Trust & Clearing Corporation, "SIFMA, ICI AND DTCC LEADING EFFORT TO SHORTEN U.S. SECURITIES SETTLEMENT CYCLE TO T+1, COLLABORATING WITH THE INDUSTRY ON NEXT STEPS. A Shorter Settlement Cycle Will Benefit Investors and Market Participant Firms by Reducing Systemic and Operational Risks," 28 April 2021 (<https://www.dtcc.com/news/2021/april/28/sifma-ici-and-dtcc-leading-effort-to-shorten-us-securities-settlement-cycle-to-t1>), The Depository Trust & Clearing Corporation, "SIFMA, ICI AND

DTCC LEADING EFFORT TO SHORTEN U.S. SECURITIES SETTLEMENT CYCLE TO T+1,
COLLABORATING WITH THE INDUSTRY ON NEXT STEPS. New report details changes market participants
need to consider and implement to move to T+1." 1 December 2021 ([https://www.dtcc.com/news/2021/
december/01/sima-ici-and-dtcc-lay-out-path-to-shorten-us-securities-settlement-cycle-to-t1](https://www.dtcc.com/news/2021/december/01/sima-ici-and-dtcc-lay-out-path-to-shorten-us-securities-settlement-cycle-to-t1)).

(よつなむ せやひろ・証券研究員)

なぜイギリスでは議決権行使助言会社の影響力がアメリカほど大きくないのか

梅本 剛正

1 はじめに

議決権行使助言会社に対する規制が各国で議論になっている⁽¹⁾。最近では、二〇二〇年にアメリカにおいて議決権行使助言会社の開示規制などを定めるSEC規則が設けられたものの、民主党政権への政権交代により新しく就任したSECのゲンスラー委員長が二〇二一年一月一七日に二〇二〇年規則を大幅に変更する規則改正案を公表している⁽²⁾。

議決権行使助言会社の規制が議論されるのは、上場会社に対して議決権行使助言会社が強い影響力を持つと考えられているからである。わが国においても、株主総会において大きな争点のある議案においては、必ず議決権行使助言会社の推奨がいずれであるかについて報道されるのが常である。

議決権行使助言会社の上場会社に対する影響力とは、上場会社の株式保有比率を拡大している機関投資家が、議決権行使助言会社の推奨に従って、同じ方向で議決権を行使していることによるものといつてよい。

ところで、議案に関する情報収集や分析など議決権行使助言会社の提供するサービスは、他の組織・機関では代替できないのだろうか。かりに助言会社以外の機関が、機関投資家に対して同種のサービスを提供すれば、議決権行使助言会社の上場会社に対する影響力は小さなものに留まり、議決権行使助言会社の規制自体大きな議論にならないかもしれない。イギリスの状況は、このことを示唆している。

本稿では議決権行使助言会社の規制論から一歩引いて、議決権行使助言会社が影響力を持つ背景事情に焦点を当てて検討を加えてみたい。議決権行使助言会社の影響力を支える条件は幾つかあるが、中には当該条件を満たさず、イギリスのように議決権行使助言会社が大きな影響力を持たない国もある。

以下ではAndrew Tuch⁽³⁾の分析を参考にしながら、議決権行使助言会社の影響力が強いといわれるアメリカと、助言会社の影響力はさほどのものとは見られていないイギリスとを比較し、その違いが生まれる理由を検討することとしたい。

わが国の議決権行使助言会社の規制を考えるに当たっても、単に他国の規制内容を参照するだけでなく、議決権行使助言会社の力の背景も知ること、より広がりのある議論ができると考えられる。

2 議決権行使助言会社の影響力とその背景

議決権行使助言会社の規制を考えるに当たり、なぜ議決権行使助言会社が影響力を持つと評価されるのか、アメリカを例にとつてその背景を見ておくこととしたい。やや言い尽くされた感があるが、次のようなものである。

(1) 機関投資家の株式保有の拡大と受託者責任

アメリカにおいて議決権行使助言会社の影響力が大きくなったのは以下の事情によるところが大きい。

第一に助言を受ける機関投資家の株式保有の拡大である。今日では上場会社株式の六〇％から七〇％を機関投資家が保有し、ほぼすべての株式の議決権が行使されている。機関投資家の上場会社の株式の保有比率が大きくなるに従って、彼らの上場会社の株主総会や会社経営陣に対する影響力が増大するのは必然的といつてよい。

第二に機関投資家の契約者・受益者等に対する受託者責任の内容に、保有株式の誠実な議決権行使が含まれるようになってきたことが挙げられる。アメリカにおいては、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より、受託者責任の1内容として、保有する株式の議決権行使が求められるようになってきていることは周知のとおりである。

アメリカ以外の国においても、法律上の義務ではないにせよ、スチュワードシップ・コードなどのソフトローにおいて機関投資家の議決権行使は規範として確立しているといつてよい。⁽⁴⁾

以上のとおり、保有する株式数が増大し、受託者責任に基づいて当該株式の議決権行使を求められているのが、機関投資家の潜在的影響力および議決権行使助言会社の影響力拡大の背景である。

(2) 機関投資家の集合行為問題

機関投資家が保有する上場会社の株数・保有比率が増大したといつても、個々の機関投資家の保有株式数は限定的であり、投資先企業に対して大きな影響力を持つとは必ずしもいえない。

そもそも、機関投資家が保有株式について議決権行使をする動機があるとすると、それにより投資先企業の企業価値が上昇する(あるいは下落を阻止する)ことが期待されるからである。しかし、機関投資家にとって悩みとなるのは、いわゆる集合行為問題、すなわちガバナンスに関与することによるコストは自らが負担するのに対して、その成果はガバナンスに関与しない株主も含めてすべての株主に及ぶため、そもそもコスト負担をするインセンティブが生まれにくいという問題が存在することである。

(3) 機関投資家の活動の調整機関としての議決権行使助言会社

ところで、機関投資家が議決権行使助言会社を利用するのは議決権行使のためにかかる手間暇当のコストを低減させるサービスを提供してくれるからである。依然として六月下旬に上場会社の株主総会が集中的に開催されるわが国はもちろんのこと、アメリカにおいても株主総会の開催は四月・五月のシーズンに集中している。自らの議案については、議決権行使助言会社にアウトソーシングするのが合理的であり、実際にそのような実務が行われているようである。

このように、多くの機関投資家が議決権行使助言会社の推奨に従って、上場会社の株主総会において同じ方向で議決権を行使することは、結果的に前述した集合行為問題を解決していると思われる。議決権行使助言会社の議決権行使方針・ガイドラインは、あるべきガバナンスについて、機関投資家などステークホルダーの意見が反映されており、最良慣行に沿った議案に賛成、それに反した議案に反対する形で協調的な投票行動が採られることにより投資先企業への影響力が担保され、機関投資家の意図が実現することになる。

機関投資家の実際の利用目的は別として議決権行使助言会社を利用することにより、投資先企業のガバナンスの改善と企業価値の向上が図られるのであれば、議決権行使助言会社が集合行為問題を事実上解消ないし緩和しているという見方外的外れとはいえない。

(4) 議決権行使助言会社の影響力と制度比較

① アメリカの実証研究

議決権行使助言会社が上場会社の株主総会の議案の成否にどれだけの影響力を与えているのかについては、アメリカにおいて幾つかの実証研究がある。しかし、大きな影響力があるとするものからさほど大きな影響力はないというものまで評価にバラつきがある。⁽⁵⁾

評価が難しい理由の一つは、相関関係があることが、因果関係があることを必ずしも意味しないことにある。というのは、議決権行使助言会社の推奨内容と同じ議決権行使を機関投資家がしていればたしかに相関関係はあるといえる。実際に議決権行使助言会社の推奨内容と機関投資家の議決権行使内容が異なることはさほど多くない。しかし、影響力があるといえるためには、議決権行使助言会社の推奨と機関投資家の議決権行使に因果関係がなくてはならないはずである。たとえば機関投資家が賛成投票することを検討していたが、議決権行使助言会社が反対推奨をしたのでそれに従った場合などでなくてはならないが、それを調査することは容易ではないからである。

② 間接的な影響力

とはいえ、議決権行使助言会社の影響力という場合、それは単に機関投資家の投票行動を直接左右するものに限られない。⁽⁶⁾たとえば、助言会社の議決権行使方針が上場会社の側の行動を変える可能性がある。議決権行使助言会社は事前に関係者の意見を聴取したうえで、定期的に議決権行使方針の改訂作業を行っている。株主総会で会社議案に反対推奨を受けたくない会社経営陣が議案提出段階において、議決権行使助言会社の議決権行使方針の内容を考慮する、ということがありうる。

さらに、世間が注目する議案については、議決権行使助言会社の推奨内容がメディア等で取り上げられることが少なくない。その内容が個人投資家を含めて機関投資家以外の株主の判断に影響することもありうる。

これら間接的な影響力を含めて総合的に捉えるなら、アメリカにおいて議決権行使助言会社はかなりの影響力を持つと見ることはできそうである。

③ イギリスとの違い

このように、アメリカでは議決権行使助言会社の影響力は相当程度大きいものに対して、イギリスにおいてはアメリカほど大きな影響力は持たないといわれている。⁽⁷⁾これはなぜか。

もちろん、取り巻く環境が異なる国であれば、このような疑問は生まれようがない。たとえば、個人や事業会社が多くの株式を保有する国において、議決権行使助言会社の役割や影響力は限定的であろう。法律や規制が議決権行使助言サービスの提供を禁止していたりすると、議決権行使助言会社そのものが存在しないことになる。

ところが、イギリスとアメリカは様々な点で似通っており、質的というよりも程度に差がある程度だといわれる。イギリスもアメリカと同様、金融市場は発展しており、市場の流動性は高い。年金基金や投資信託などの機関投資家が多く株式を保有しており、資産運用産業の規模はアメリカに次いで世界で二番目に付けている。上場会社の株式保有が分散している点でも共通する。イギリスの法体系は、EUの大陸諸国よりも、アメリカに近いといってもよいかもしれない。これほど類似する両国において、議決権行使助言会社の影響力に違いが生ずる理由はどこにあるのだろうか。

3 アメリカとイギリスとでなぜ違いが生じたのか？

Tuchはアメリカとイギリスとで議決権行使助言会社の影響力の違いが生じた理由として、双方の国における①機関投資家の業界団体の果たしている役割、②ガバナンスの最良慣行に関する社会的合意の有無や株主権の強さの⁽⁸⁾違い、③規制の違いを挙げている。以下順にみていくこととしよう。

(1) 機関投資家の業界団体

機関投資家がコーポレートガバナンスに関与するうえでついでに回る集合行為問題については、イギリスでは、機関投資家の業界団体が古くから重要な役割を果たしてきた。今日活動している業界団体としては、保険業における英国保険協会、年金基金におけるPLSA、投資運用業の投資会社協会、投資協会などがある。

これら機関投資家の業界団体の⁽⁹⁾上部組織として、一九七三年に設立された、機関投資家委員会（ISC）がある。当初は後述する「ケース・コミティ」設置の役割を担うなど個別企業のガバナンスへの関与を試みたこともあったが、一九八〇年代後半からガバナンスの最良慣行基準を定めるなど産業全体のガバナンスに活動を移していった。⁽¹⁰⁾

業界団体の具体的な活動内容については、個別企業への対応と産業横断的な対応に区別することができる。前者は経営危機など問題の生じた企業に対して、機関投資家の業界団体が「事故処理委員会（ケース・コミティ）」⁽¹¹⁾というものを作り経営陣と機関投資家の対話を仲介するなどして対応するものである。現実に行われているもの、多くは表ざたにならない形で処理されるので、詳細は明らかとはならない。

これに対して、機関投資家団体による業界横断的な対応としては、議決権行使ガイドラインの作成などがあ

(12) 株主総会が近くなつた時に個々の企業のガバナンスが最良慣行に沿っているか等の分析も行い会員に示すが、議決権行使助言会社の活動と異なり、議案の賛否推奨などは行わない。

また、古くからのものとして、上場会社に無議決権株式の発行をさせないための活動も業界団体が行ってきた。イギリスのスチュワードシップ・コードやコーポレートガバナンスコードの改定等でこれら業界団体の見解が反映されるのはいうまでもない。

近年イギリスでは二〇一四年に設立された非営利法人のインベスターフォーラム (Investor Forum) と同団体による活動が注目されている。イギリスの証券市場の問題を検討した、二〇一二年のケイレビュー (Kay Review) において、イギリスの上場企業への機関投資家の関与をさらに促すものとして、創設が提言されたものである。近年はイギリスの上場企業に対する機関投資家のエンゲージメントではインベスターフォーラムが主導的役割を担っているようである。(13)

以上に対してアメリカではイギリスの機関投資家団体のような活動は見られない。イギリスの業界団体に対応するものとしては、公的年金基金を中心に一九八五年に創設された機関投資家理事会 (CII) があり、ガバナンスに関する活動を行っているがアメリカのコーポレートガバナンスにおいて、大きな影響力はない。

イギリスの業界団体によるガバナンスに関する活動と、議決権行使助言会社の活動との間には違いもある。前述したように、議決権行使助言会社は個別会社の総会における議案の賛否推奨を行うのに対して、業界団体はそのようなことは行わず、情報分析等を行うだけである。

他方で、業界団体は構成メンバーである機関投資家らのために、投資先企業の業務やガバナンスの問題に関わることがあり、機関投資家の行動を調整したりするが、議決権行使助言会社はそのような活動はしない。(14)

いずれにせよ、イギリスでは業界団体が、アメリカの議決権行使助言会社と同等以上の機能を果たしてきたため、議決権行使助言会社の役割は相対的に小さなものとなる。

(2) 株主権の強さとガバナンスの最良慣行に関するコンセンサス

① 株主権の強さの違い

アメリカでは会社法は各州で分かれており、州間競争により経営者に都合のよいものになっているため、株主の権利が比較的弱い (race to the bottom)。これに対して、イギリスでは、株主の権利は会社法等の規制において、相当程度保護されている。

たとえば、株主提案権 (proxy access) について、アメリカでは一株主一提案とされるのに対して、イギリスでは制限はない。提案できる事項についても、イギリスでは法令定款等に反しない限り原則的に自由であるが、アメリカでは役員候補者を提案することは基本的に不可能である。

さらに、イギリスの会社法では多数決 (majority voting) により役員は選任されるが、アメリカにおける役員選任要件は、定款の定めによることになり、相対多数決 (plurality voting)、すなわち、相対的に多数の賛成票を得た者が選任されるものが多い。近年は多数決による会社が増えてきているが、株主してみると、株主提案権で役員候補が提案されないのであれば、事実上会社提案候補しか選任できないことになる。

株主権の強弱は、株主がガバナンスに関与するインセンティブの強さを左右する。強い株主権は、機関投資家らが株主として影響力を行使するインセンティブとなりえるが、アメリカのように株主の権利が相対的に弱ければ、ガバナンスに関わろうとするインセンティブも弱くなるのは確かである。

② ガバナンスの最良慣行についての合意の有無

イギリスにおいては、会社法やコーポレートガバナンスコードなどにより、上場会社の最良慣行なるものについて一定のコンセンサスが形成されており、株主が株主総会の個々の議案の分析・判断をするうえでコストが高くなかった。

たとえば、CEOと取締役会長職の分離について、アメリカでは州会社法も連邦法も規制はなく、実際に双方の地位を兼ねているCEOがアメリカでは珍しくない。ところが、イギリスでは会社法上に規定はないものの、コーポレートガバナンスコードにおいて双方の分離が望ましい旨の記述があるために、ほとんどの上場会社においてCEOと取締役会議長は別の人物が就任している（その他役員報酬や役員の任期などについて最良慣行に相当する規定がコードに盛り込まれているのは日本と同じ）。

コーポレートガバナンスコードは遵守するか説明するかを選択を認めるもの（comply or explain）ではあるが、事実上規範であると同時に最良慣行を示していると理解されているのはわが国と同様である。

良きガバナンスの姿を機関投資家間で共有できていれば、機関投資家間の調整コストは低くなり、議案に対する投票行動は一致する傾向がある。これに対して、アメリカのように上場会社について最良慣行が存在しなければ、株主総会の個別の議案等について情報収集・分析するコストが高くなり、議決権行使助言会社のような組織にアウトソーシングする必要性が高くなり、結果的に議決権行使助言会社の役割が大きくなる。

(3) 法規制の違い ～大量保有報告制度

アメリカにおいては、機関投資家らが協調的にガバナンスに関わるにあたっては、法律上の障害が存在する。

規制上の障壁で最も大きなものは、大量保有報告制度であり、アメリカとイギリスの規制の違いが機関投資家間の調整活動の有り様を分けたといえる。

アメリカの証券取引所法一三条（d）項は、投資家が上場株式の5%超を取得した場合には、一〇日以内にSECや発行会社等に届け出ることを求めている。

この大量保有報告制度には共同保有者（共同行為者）の開示義務が定められている。つまり、複数の株主が対象会社の株主権行使について共同して行うことを合意している場合等には、他の株主の保有分も合算して届け出る必要があるのである。ところが、共同保有者の保有株式を合算して開示することは、機関投資家にとってはほぼ不可能なほどの事務負担をもたらす。保有株式の対象会社に対して協調して株主権行使をしたり、業界団体を通じて活動したりすることは、共同保有者としての開示リスクを負うことになるため、アメリカの機関投資家が行うことは考えられない。

加えて、機関投資家のように原則的に支配権取得を行わない特定の投資家については、開示規制が緩やかになっているが（スケジュール一三G）、経営に関与する場合は、この簡易化された手続きを使うことができない。アメリカにおいては、機関投資家がイギリスで行っているような協働エンゲージメントを行う場合には、共同保有者に該当すると同時に簡易な報告書の提出もできなくなるという不利益を被ることになる。

これに対して、イギリスにおいて大量保有報告制度を定める「UK Listing Authority（上場審査局）の定めるDisclosure Rules and Transparency Rules（DTR）では、「協調して議決権行使をすることにより、当該発行者の経営陣に対し長期的な共通の方針（lasting common policy）を採る」ことを互いに義務づける合意をした場合」（5.21（a））には、他方の株主の保有する議決権数を合算することが求められる。単に個々の株主総会において同

一の議決権行使をするだけでは、これに該当しない⁽¹⁵⁾。イギリスの大量保有報告制度では、保有目的の開示も求められていない。アメリカと異なり業界団体を通じて株主総会における共同行為を行ったとしても、大量保有報告制度による開示の強化にはつながらないのである。

さらに注目すべきは、イギリスの規制は偶々このような形をとったのではなく、規制の作成・改正において、機関投資家による伝統的な集団的スチュワードシップ活動を阻害しないように、国が配慮してきたことが影響しているといわれる⁽¹⁶⁾。イギリスにおいては、政府が機関投資家による協調的なガバナンスへの介入を奨励する傾向があった。

(4) 海外投資家保有株比率の増加

イギリスの機関投資家の集合行為問題を業界団体が解決してきたとして、将来的にもそれが維持されるであろうか。国内の機関投資家が協調エンゲージメントにより上場会社に影響を与えとしても、海外の投資家までこれに加わることは考えにくい。年々、イギリスの上場会社の海外投資家比率が上昇している中、従来の協調エンゲージメントを支えてきた地盤が崩れ、機関投資家の影響力が失われてしまうのではないのだろうか。

ただし、イギリスにおいて海外投資家が何を意味するのかは慎重に見極める必要がある。というのは、海外投資家の中には従来イギリスを地盤として活動してきた金融機関が外国企業に買収された結果、「海外投資家」に分類されているものが少なくないからである⁽¹⁷⁾。

イギリスにおける急激な海外投資家の株式保有比率の拡大の背景には、国内機関投資家がアメリカを始めとした外資に買収された結果、海外投資家にカウントされたに過ぎない側面がある。これら「海外投資家」は従来通

りイギリスに拠点を置く国内機関投資家と変わらない。

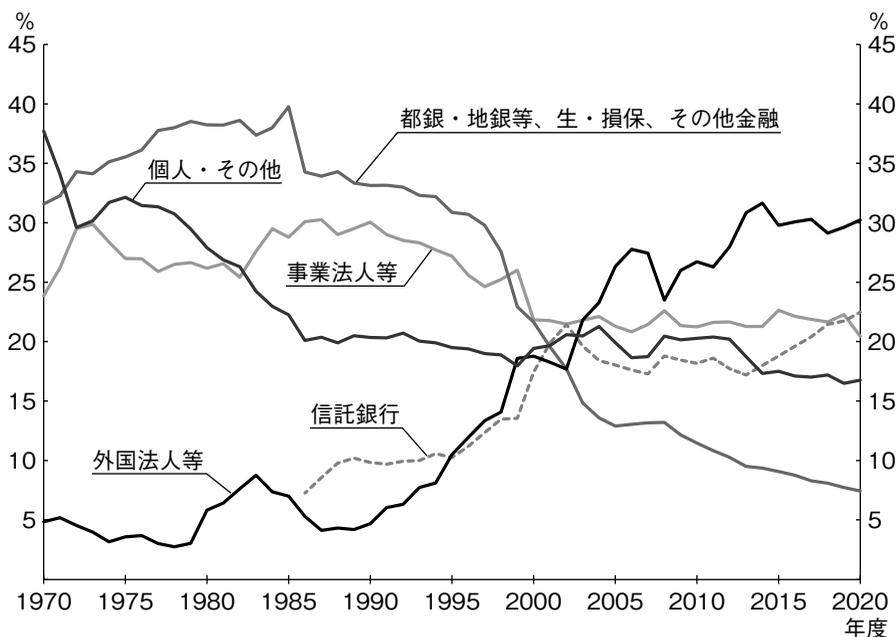
とはいえ、そうであっても、グローバル化の進展に伴って純粋に海外投資家の比率が増えていくことは予想されることであり、イギリス市場の国際化が従来の機関投資家の活動にいかなる影響をもたらすかは注視しておく必要がある。

4 日本法への示唆

(1) わが国の株式分布状況

わが国においても、他国と同様に信託銀行などの機関投資家による上場会社の保有株式が拡大してきている(図参照)。また、外国法人等の株式保有比率が上昇しているのはイギリスと類似しているといえよう。

図 主要投資部門別株式保有比率の推移



- (注) 1. 1985年度以前の信託銀行は、都銀・地銀等に含まれる。
2. 2004年度から2009年度まではJASDAQ証券取引所上場会社分を含み、2010年度以降は大阪証券取引所または東京証券取引所におけるJASDAQ市場分として含む。
- (出所) 東京証券取引所等「2020年度株式分布状況調査の調査結果について」資料集2頁

(2) イギリスとの異動

スチュワードシップ・コードにより機関投資家のスチュワードシップ責任という見地から機関投資家による議決権行使が求められている点や、制定法により株主権が保護され、コーポレートガバナンスコードにより最良慣行がある程度明確化されていることなど⁽¹⁸⁾、わが国はイギリスと類似するところが少なくない。

ところが、機関投資家間の協働エンゲージメントの歴史のあつたイギリスと異なり、わが国においては機関投資家のガバナンスへの関与はほとんどなされてこなかった。理由として容易に思いつくのは、日本ではメインバンク制度が発達していたため、機関投資家が株主権を行使する余地が小さかつたことである。

メインバンク制度が過去のものとなり、会社経営者に対する規律が、資本市場を通じたものに変容する中で、わが国においても機関投資家らが上場会社のガバナンスに一定の役割を求められるようになってきた。

(3) 協働ガバナンスを阻む大量保有報告制度

わが国においても、イギリスのように機関投資家が業界団体等を通じて、積極的に上場会社を規律するという可能性も考えられそうだが、アメリカと同様に法規制の問題が横たわっている。

わが国の大量保有報告制度は、アメリカの証券規制をモデルにしているため、わが国の機関投資家が協動的な行動を取るにあたっては、アメリカと同じく重要提案行為と共同保有⁽¹⁹⁾への該当性が問題となりうる⁽²⁰⁾。

そもそも、わが国のスチュワードシップ・コードはイギリスのコードのように「他の投資家と協調して個別先企業に対して行動を起こすこと」を促す原則を採用しているわけではない⁽²²⁾。二〇一七年・二〇二〇年の改定で、「機関投資家が投資先企業との間で対話を行うに当たっては、単独でこうした対話を行うほか、必要に応じ、他の機

関投資家と協働して対話を行うこと（協働エンゲージメント）が有益な場合もあり得る」（原則四・指針四―五）との規定が加わったが、イギリスほど踏み込んだものとはなっていない。せいぜい株主権行使に関わらない程度の話し合いを前提とするのであるから、共同保有についても重要提案行為についても該当しないとの解釈が示されている。⁽²³⁾ 逆に言うと、現行規制を前提とするなら、わが国の機関投資家がイギリスのように業界団体を通じて議決権行使助言会社の代替的な活動を行うことは難しいことになる。

とはいえ、イギリス型の機関投資家の活動が議決権行使助言会社の影響力を低下させる効果があるとしても、そうすることが望ましいかは自明とはいえない。さらに、かりに機関投資家の協調的なガバナンス関与を促すとしても、将来的にもそれが持続可能かは必ずしも明らかではない。日本の海外投資家は、二〇二〇年度段階で上場会社株式の約三〇%を保有しており部門別では最も大きな比率を占めている。国内の機関投資家以外の上場会社株式保有比率が拡大していくとなると、わが国においては従来通り議決権行使助言会社が影響力を維持することになるのかもしれない。

注

- (1) 梅本剛正「議決権行使助言会社の規制」証券レポート一七一九号（二〇一九）三九頁参照。
- (2) この間、二〇二〇年に業界最大手のISSがドイツ取引所の子会社となった。規制との関係では、ISSの本社は従前と同じくアメリカのメリーランド州ロックビルなので、アメリカ法の規制は及ぶ。
- (3) Andrew Tuch, Proxy Advisor Influence in a Comparative Light, 99 B. U. L. Rev. 1459 (2019).
- (4) マイナス委員会報告書において、アメリカのエイボンレーターを参考に、イギリスでも年金基金の義務として、議決

権行使することを、法律で定めるべきであるとの提言があったが、政府は敢えて規定を置かなかつたという興味深い歴史がある。年金基金ではなく、すべての機関投資家について、議決権行使ではなくスチュワードシップ責任という、より包括的な責任を負わせた点がイギリスの特徴だといわれる。今日においても、スチュワードシップ・コードには議決権を行使する義務は置かれていないが、事実上、スチュワードシップ責任の一環として誠実な議決権行使が求められていると考えられている。Tuch, supra note (3) 1475-1476.

- (5) 近時の控えめな評価をする研究「*Stephen Choi, Jill Fisch and Marcel Kahn The Power of Proxy Advisors: Myth or Reality?* 59 EMORY L.J. 869, 871 (2010)参照。(ISSAの推奨が影響を与えるのは、六〇一〇%程度とする)。
- (6) Tuch, supra note (3) at 1466.
- (7) Tuch, supra note (3) at 1481.
- (8) Tuchはガバナンスのコンセンサスと株主権の強さを別個のものとして検討を加えているが、本稿ではまとめることとした。
- (9) これまでガバナンスに関わる活動をしてきた具体的な業界団体としては英国保険業協会(ABI)、年金基金協会(NAPF)、投資トラスト会社協会(AITC)、ユニットトラスト・投資ファンド協会(AUTIF)などがあった。今日では、NAPFは「年金および生涯貯蓄協会(PLSA)」に、AITCは投資会社協会(AIC)に、AUTIFはABIIの投資部門などと統合して投資協会(Investment Association)となっているが、依然として積極的な活動を行っている。

(10) 梅本剛正『現代の証券市場と規制』(二〇〇五)二二七頁以下参照。

(11) イギリスの機関投資家による個別企業への経営介入については、ノーリッチ・ユニオンによるテイス社経営陣の刷新

が失敗した事例のように、機関投資家の間で意見が一致せず、不成功に終わることもある。梅本、前掲注(10) 二二七頁。

(12) イギリスにおいては、議決権行使助言会社の議決権行使ガイドラインは、業界団体の議決権行使ガイドラインとほぼ同じものに過ぎないといわれる。

(13) Tuch, supra note (3) at 1485.

(14) 英米において機関投資家業界団体の活動がこれほど異なる理由は、イギリスでは機関投資家が地理的近接した場所で開催していることや、イギリス政府が機関投資家による上場会社の監視を強く支持してきたこと、後述するとおり、アメリカと異なりイギリスでは機関投資家の業界団体による活動が法規制等により阻害されることはなかったことなどが挙げられている。Tuch, supra note (3) at 1489.

(15) Tuch, supra note (3) at 1499.

(16) Tuch, supra note (3) at 1500.

(17) Tuch, supra note (3) at 1502.

(18) ただし、わが国のコーポレートガバナンスの主たる関心がかつては、利益供与や粉飾決算などの違法抑止に主眼が置かれ監査役制度の改革に議論の力点が置かれてきたことも無関係とはいえない。コーポレートガバナンスの議論が、機関投資家らに関心をもつ企業価値の向上や取締役会制度改革に向かうのは、バブル経済が崩壊して長期間日本経済が低迷するようになってからである。

(19) 特例報告は、「当該株券等の発行者の事業活動に重大な変更を加え、又は重大な影響を及ぼす行為として政令で定めるもの(第四項及び第五項において「重要提案行為等」という。)を行うことを保有の目的としないもの」に適用さ

れる（金商法二七条の二六第一項）。

- (20) 「共同保有者」とは、株券等の保有者が、当該株券等の発行者が発行する株券等の他の保有者と共同して当該株券等を取得し、若しくは譲渡し、又は当該発行者の株主としての議決権その他の権利を行使することを合意している場合における当該他の保有者をいう」（金商法二七条の二三第五項）。

- (21) 金融庁が二〇一四年に公表した「日本版スチュワードシップ・コードの策定を踏まえた法的論点に係る考え方の整理」（以下「法的論点整理」）において、スチュワードシップ・コードのエンゲージメント活動に関連して、機関投資家の活動が特例報告の適用を受けられない重要提案行為に該当するか、合算を求められる共同保有者に該当するのかについて検討が加えられている。

- (22) 「法的論点整理」八頁参照。

- (23) 「法的論点整理」四頁以下、八頁以下参照。しかし、個々の機関投資家の立場からすると、投資先企業の具体的な行動を促すことなく、わざわざ他の機関投資家と一緒にあって、ただの話し合いをするメリットはほとんどないのではあるまいか。わが国のスチュワードシップ・コードが、協働エンゲージメントに抑制的なトーンになっているのは、現行の大量保有報告制度と抵触しないように配慮したものと考えられる。しかし、もし機関投資家による協働エンゲージメントが上場会社のコーポレートガバナンスを改善するに当たり、有益で効果的であるなら、大量保有報告制度の枠内に押しとどめるのは本末転倒であり、金商法の定める大量保有報告制度の規定の方を改正すべきであろう。

（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.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	執筆者 二上 松尾 伊豆 吉川	No.1722 (2020.10) クラウドファンディングの世界的拡大 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 株価変動の抑制規制 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	執筆者 松尾 清水 志馬 築田
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	二上 松尾 清水 志馬	No.1723 (2020.12) 地銀系証券会社について ECBのコロナ危機対応策 ヨーロッパの株式市場 ーESMAの報告書に見る実態ー 経済危機と金融	二上 伊豆 吉川 中野
No.1717 (2019.12) 総合取引所における不招請勧誘規制について 米国の金利急騰とFRBの負債構造 ペリオディック・オークションの実像 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	二上 伊豆 吉川 梅本	No.1724 (2021.2) 非上場株式市場と取引所第二部開設 アメリカの市場情報配信と最良執行 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 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 ー本当に賦課方式なのかー	松尾 清水 志馬 玉井
No.1718 (2020.2) デリバティブにおける勧誘規制について ソーシャルインパクト債券とクラウドファンディング アメリカの市場手数料料について 時価総額の小さな上場地方銀行の経営状況	二上 松尾 清水 志馬	No.1725 (2021.4) 証券リテールビジネスのDX FRBのコロナ危機対応策と財政資金 イギリスのEU離脱に伴う市場動向 ー取引・人員の減少とクリアリングの滞留ー 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?	二上 伊豆 吉川 梅本
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 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 FRBのコロナ危機対応策 ーリーマン危機との比較ー 英国HFTの実情 ー注文データに基づくFCAの分析ー	森本 佐賀 伊豆 吉川	No.1726 (2021.6) 証券業界の近年の動向について コロナ対応策と資金フロー ペイメント・フォー・オーダー・フローはどこから来るか SECにおけるアルゴリズム取引の状況認識と評価 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(後半の抄訳)ー	二上 伊豆 清水 志馬
No.1720 (2020.6) 証券リテール営業の「デジタル化」 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 アメリカの証券委託売買手数料無料のビジネスモデル 取引所の価格情報配信に関するSECの指令提案	二上 松尾 清水 志馬	No.1727 (2021.8) 金融分野の顧客情報共有を巡る最近の動き 大阪における店頭売買承認銘柄 ー昭和二〇～三〇年代の非上場株式市場ー 欧州株式市場の流動性 ーESMA統計の批判から見えてきたものー メガバンクFGの業務変容と収益低迷のジレンマ	二上 松尾 吉川 中野
No.1721 (2020.8) 総合取引所に期待される役割について 日本銀行のコロナ危機対応策 英国HFTの実情2 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	二上 伊豆 吉川 斉藤	No.1728 (2021.10) 発足が間近に迫る金融サービス仲介業 東京における店頭売買承認銘柄 ー昭和二〇～三〇年代の非上場株式市場ー ロビンフッド証券のIPO書類から見る収益状況 米国オプション取引所の現状と歴史	二上 松尾 清水 志馬

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

<https://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。

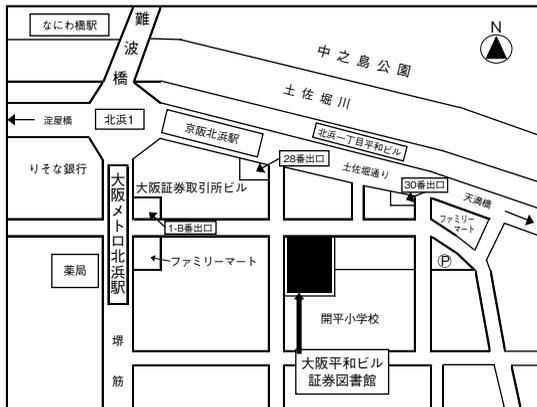
所在地 大阪市中央区北浜1-5-5 大阪平和ビル7階
TEL (06) 6201-0062

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 (<https://www.jsri.or.jp>) から図書の検索ができます。ご利用ください。

証研レポート第一七二九号
二〇二一年十二月十三日発行
(偶数月第二日曜日発行)

2021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
<https://www.jsri.or.jp>

定価：418円(本体380円+税10%)