



レポート

No.1742

2024年2月

グリーンシートと株主コミュニティ制度

～非上場市場の歴史的考察～

松尾 順介（1）

F R B の バ ラ ン ス シ ー ト 縮 小 に つ い て

伊豆 久（33）

インドの個人による株式デリバティブ取引

～インド証券取引委員会調査報告～

吉川 真裕（46）

米国株式取引の取引所市場と店頭市場の取引シェア

～取引市場はどのように選択されているのか～

志馬 祥紀（56）

グリーンシートと株主コミュニティ制度

（非上場市場の歴史的考察）

松尾 順介

本稿では、一九九七年に創設されたグリーンシート銘柄制度および同制度の廃止に伴って導入された株主コミュニティ制度について、その創設から現在に至る歴史的経緯を考察する。

拙稿「二〇二三a」および拙稿「二〇二三b」で考察したように、戦後日本の非上場株式市場（店頭市場）の歴史的な展開をみると、非上場株式市場が拡大すると取引所市場に移行するというサイクルが繰り返されたことがわかる。

第一のサイクルは、一九五一年に店頭売買承認銘柄制度の発足から一九六一年の取引所第二部開設に至る時期である。戦後復興期から高度成長期にかけて店頭売買承認銘柄の銘柄数が増加するとともに、売買も活発になった。この制度は、ソニーやホンダのような当時の新興企業に対して資金調達の場を提供したといえるが、結果的にこの制度は取引所第二部として、事実上取引所市場に吸収された。

第二のサイクルは、二部市場開設後から二〇〇四年のジャスダック証券取引所開設に至る時期である。二部市場開設後の店頭市場については、一九六三年に店頭登録制度が導入されるが、銘柄数も約一〇〇銘柄程度の横ばい状態で、かつてのような活況は見られない状況が長く続くが、一九八〇年代以降には制度整備が進展するとと

もに、市場の拡大が見られるようになった。特に、一九八三年の「新店頭市場」といわれる制度改革は、その重要な契機であると思われる。この「新店頭市場」は、銘柄数などが増加し、市場としても拡大し、その名称もJASDAQと改められるが、これもまたジャスダック証券取引所として取引所化された。

以上の考察を踏まえると、二〇〇四年のジャスダック取引所以降の非上場株式市場として注目されるのは、グリーンシート銘柄制度と株主コミュニティ制度である。両者はいずれも日本証券業協会によって管理・運営されており、その点においては従来の店頭売買承認銘柄制度や店頭登録制度と形式的に同じである。しかし、大きな相違点は、かつての非上場市場は成長・拡大し取引所化していったのに対し、グリーンシート銘柄制度は、そのような展開を示すことなく廃止され、その後の株主コミュニティ制度についても、現時点においてはかつての非上場株式市場のような拡大を示していないという点である。

したがって、本稿では、このような相違が生じた背景を考察するとともに、今後非上場市場が拡大するための条件について検討する。

1 グリーンシート制度創設（一九九七年）

一九九六年十一月、当時の橋本総理は金融システム改革（日本版ビッグバン）の取り組みを開始したことから翌一九九七年二月、通産省も産業構造審議会の産業金融小委員会も審議を再開した。ここではベンチャー企業の資金調達に関連して、店頭登録市場の抜本的改革や未登録・未上場株式の流動性確保などが盛り込まれた。同年六月公表の同小委員会中間報告には、円滑なリスクマネー供給のための環境整備として、店頭市場の活性化に向けた更なる改革とともに、未登録・未上場株式への投資を促進する観点からの市場整備が掲げられた。

さらに、一九九七年三月に公表された、政府の規制緩和推進計画（再改定）においても「多様な資金調達、運用ニーズに対応するため、早期に未登録・未上場株式などの投資勧誘を解禁する必要がある」との提言が示された。

これを受けて日本証券業協会は、同年四月「未登録・未上場株式などの投資勧誘および企業内容開示などについての要綱」において、気配公表銘柄制度を創設し、条件付で未登録・未上場株式などの投資勧誘を解禁することを決定した。

また、一九九六年六月に設置された証券取引審議会総合部会では、総合的な視点から市場改革が審議され、一九九七年六月に公表された「証券市場の総合的改革」では、取引所集中義務の撤廃、先物オプション取引の整備、株式手数料自由化および店頭市場の見直しなどと並んで、「未上場・未登録株式の証券会社による取扱いについては、取引の公正性確保のためのルール整備を図った上で認められることが適当」という提言が示された。⁽¹⁾

これらの一連の流れを受けて、同年七月、日本証券業協会は、「店頭取扱有価証券」についての定義を新設し、会社内容および気配の提示などの取扱いを定めるため、所要の規則改正などを行った。これらの規則改正によって導入されたのが、「グリーンシート制度（気配公表銘柄制度）」であり、この制度によって取扱い対象となるのが「グリーンシート銘柄（気配公表銘柄）」である。⁽²⁾

まず、これらグリーンシート銘柄は、①有価証券報告書の継続提出企業であるか、②公認会計士または監査法人による証券取引法監査または商法監査で適正ないし適法とされた財務諸表などが投資勧誘上の「会社内容説明書」として利用できる企業であることとされた。ここである「会社内容説明書」とは、有価証券届出書の第一部「証券情報」の「事業概況などに関する特別記載事項」および第二部「企業情報」の記載事項に準拠して記載さ

れていること、さらに財務諸表は財務諸表規則に準拠して記載されることと定められ、有価証券報告書とほぼ同等の内容をもつものとされた。

次に、グリーンシート銘柄の投資勧誘を行うとする証券会社は、発行会社の「会社内容説明書」などを当該発行会社の決算期毎に更新するとともに、これを取扱部に備え置き、顧客の縦覧に供するとともに公衆の縦覧に供することと定められた。また、当該銘柄の発行会社の経営に重大な影響を与えるおそれのある事項などを証券会社が知った場合には、これを顧客に説明するとともに、証券業協会に報告することが定められた。

第三に、有価証券届出書の提出を要する募集の取扱いなどを行う場合、証券会社は顧客に対し、「目論見書」を交付し、当該店頭取扱有価証券および発行会社の内容を十分説明することと定められ、有価証券届出書の提出を要しない募集の取扱いなどを行う場合は、当該店頭取扱有価証券の「証券情報」を追記した会社内容説明書を「目論見書」として使用し、顧客に対し、発行会社の内容を十分説明することとされた。また、取扱証券会社は有価証券届出書または目論見書を取扱部に備え置き、顧客の縦覧に供することとされた。

第四に、これら銘柄の投資勧誘は、公正慣習規則第九号に定める規則（協会の投資勧誘、顧客管理に関する規則）を遵守することと定められた。

第五に、不公正取引の防止については、証券業協会規則に定める店頭取引に関する禁止行為などの規定を遵守することとされており、証券取引法の不正取引行為の禁止（一五七条）、風説の流布などの禁止（二五八条）、類似市場開設などの禁止（一六七条の二）、などが適用される一方、相場操縦的行為の禁止（二五九条）やインサイダー取引規制（一六五条など）は適用除外とされた。

第六に、気配の提示については、売り・買い気配を継続的に証券会社の取扱部店の店頭などにおいて提示する

とともに、週一回以上当該気配を更新すること、また直近の気配を毎週月曜日に証券業協会に報告することが定められた。さらに、売買の報告については、証券会社が所定の様式により、証券業協会に報告することとされた。そして、証券業協会は、報告された気配公表銘柄の売買の内容について公表することとされた。

2 導入後の整備拡充

このグリーンシート制度は、その活性化を図る観点から、導入後さまざまな改正が加えられた。以下、時系列に沿って列挙すると以下の通りである。

一九九九年六月には、グリーンシート銘柄に係る気配および売買の協会への報告ならびに協会への公表の頻度について、月一回から月二回にするなどの改正が行われた。

同年八月に公表された「市場改革の行動計画―改革のスピードアップ」において、未登録株式の流通促進（グリーンシート市場の活性化）が掲げられたことを受けて、同年一〇月に「グリーンシート市場活性化ワーキング」が設置され、二〇〇〇年一月、その検討結果は「グリーンシート市場の活性化を目指して（中間報告）」として取りまとめられた。この件と結果のうち、実現可能な項目から早急にその実現を図るため、先の報告および公表の頻度を月二回から週一回とするなどの規則改正が行われた。また、同年二月には、報告頻度の増加に対応するため、気配公表会員がインターネットを通じて直接協会の気配公表システムに入力できるようシステム構築が行われ、運用が開始された。

二〇〇〇年七月には、「エマージング」（ベンチャー・新興企業）、「フェニックス」（上場廃止・登録取消企業）、「リージョナル」（前二者に該当しない企業）の三市場区分が導入されるとともに、気配公表頻度の向上が図られ、

毎日気配を公表する銘柄が創設された。

二〇〇一年八月には、グリーンシート銘柄が正式公開市場に公開する場合、公開前規制の適用除外とするなど、より利便性の向上のための整備が進められた。

二〇〇二年一月、グリーンシート銘柄となるための条件として、従来二期の財務諸表について監査証明の添付が要求されていたが、直前一期の監査証明で足ることとされた。

また、二〇〇二年八月には、金融庁の「証券市場の改革プログラム」においてグリーンシートの拡充を検討するよう協会に対して要求することが掲げられたことを受けて、改革に向けて関係者へのヒアリングを行うとともに、関係者を中心としたグリーンシート実務者勉強会が設置され、検討が重ねられた結果、同年十二月「独自性を発揮したグリーンシートの発展をめざして」と題する報告書が取りまとめられた。この報告書を受けて、二〇〇三年三月には、①グリーンシート銘柄の銘柄区分として「投信・SPC」（投資証券および特別目的会社が発行する優先出資証券）を新たに設ける、②取扱会員による当該銘柄の発行会社に対する審査（法令遵守状況を含めた社会性、適時開示体制の整備状況、事業の成長性および当該銘柄に投資する際のリスクなど）、③四半期報告書を含むタイムリー・ディスクロージャーなどの規則改正が行われ、適時開示情報伝達システム（TDnet）による開示が求められるようになった。

二〇〇三年七月には、会員が投資勧誘を行うことができる店頭有価証券について、譲渡制限の要件を少数私募および適格機関投資家向け私募で求められる法令の要件と同様とされた。

さらに、同年一二月、金融審議会金融第一部会「取引所のあり方に関するワーキンググループ」において、グリーンシートの活性化について取り上げられ、今後グリーンシート銘柄に対する行為規制の適用を含めた活性化

策が盛り込まれた。特に、証券取引法上の規制（不正取引規制など）を一定程度課すとともに、現行と同程度のディスクロージャーを行うことを明確にすべきであることが示された上で、ディスクロージャーについては証券業協会の自主規制に委ねることが提示された。このことは、のちの改正の背景となるものである。

二〇〇四年四月および六月、税制改正によって一定のエマージング区分がいわゆるエンジェル税制の適用対象とされた。

二〇〇五年四月施行の改正証券取引法において、グリーンシート銘柄が「取扱有価証券」として法律上定義されるときにも、インサイダー取引規制などの不正取引規制が適用されることとなった。これを受けて、二〇〇四年一二月、日本証券業協会エクイティ市場委員会の下部機関として「グリーンシート制度の見直しに関するワーキング・グループ」が設置され、グリーンシート制度の位置づけ、インサイダー取引規制などの適用に関する制度整備、青空銘柄の投資勧誘に関する考え方について検討が重ねられ、二〇〇五年三月、全面的な規則の新設・改正が行われた。このことは、その後のグリーンシート制度の展開を考える上で重要な転機となったものとされるが、その具体的な改正点は以下の通りである。

二〇〇六年三月には、フェニックス区分の取扱いおよびエマージング区分からオーデインアリー区分への移行基準の見直しが行われ、従来のリージョナル区分が廃止され、事業の成長性を欠く銘柄のための区分としてオーデインアリー区分が設けられた。さらに、二〇〇八年三月には、上場廃止後の換金制度の整備の一環として、フェニックス銘柄区分がグリーンシート銘柄制度から分離された。

なお、このフェニックス区分の分離の背景としては、二〇〇七年四月、取引所上場廃止銘柄を保有する投資家に対し、投資家保護を図りながら換金の場合を提供するとともに、上場廃止企業の再生を援助できる仕組みの整備

と店頭有価証券の投資
 勧誘規制の見直しを目
 的として、エクイティ
 市場委員会の下部組織
 として「取引所上場廃
 止銘柄などの流通に関
 する制度整備ワーキン
 グ・グループ」が設置
 された。同年一月、
 同ワーキング・グルー
 プは、検討結果を取り
 まとめた「上場廃止銘
 柄の円滑な流通を促進
 するための制度整備に
 ついて」と題する報告
 書が公表された。これ
 によれば、従来の上場
 廃止銘柄はフェニックス

図表１ 日本証券業協会規則によるグリーンシート制度見直しの内容

項目	具体的な内容
投資勧誘規制の緩和	・銘柄審査と気配提示を行う取扱会員以外の証券会社によるグリーンシート銘柄の投資勧誘を認める。 ・青空銘柄の適格機関投資家に対する投資勧誘を認める。
適時開示義務の導入と不公正取引防止のための措置	・グリーンシート銘柄にもタイムリー・ディスクロージャーの義務を及ぼし、適時開示情報伝達システム（TDnet）による開示を要求する。 ・協会でグリーンシート銘柄の売買管理を行う。 ・協会による発行会社に対する照会、資料超級制度、売買停止制度を導入する。
登録要件の見直し	・グリーンシート銘柄は株式の譲渡制限を行わないものとし、既存の銘柄についても、規則改正後１年以内の定款改正を求める。
区分の見直し	・成長性を求めるエマージング区分、上場廃止銘柄を指定するフェニックス区分に加えて、事業の成長性を求めるという要件を欠く銘柄のためのオーディナリー区分を設ける。 ・エマージング区分の銘柄が会社内容説明書に記載した業績計画数値で示した事業の成長性の５割以上が達成されていない場合、オーディナリー区分に移行する。 ・リージョナル区分銘柄はタイムリー・ディスクロージャーを行わないことから、区分を廃止し、銘柄の登録を取り消す。 ・廃止時点でリージョナル区分に指定されていた銘柄は、消極的な投資勧誘（注１）のみを認める。
運営費用の負担	・グリーンシート制度運営に係る費用を発行会社および取扱会員に負担させる（注２）。

（注１） ここでいう「消極的勧誘」とは、例えば、投資勧誘なしに顧客から買い注文が入ったにもかかわらず、これに対応する売り物が無い場合に株主（所有者）に売ってもらうように働き掛けることを指す。

（注２） 従来、グリーンシート運用関係費用はすべて協会の一般会計で担われており、発行会社や取扱会員からは費用徴収されていなかったが、2005年４月より発生するTDnet利用料（年額96,000円・当時税抜き）や証券コード付番に係る費用は発行会社負担となった。

（資料） 日本証券業協会の資料による。

（出所） 大崎貞和「グリーンシート制度の見直しとその問題点」（『資本市場クォーター』2005年春、所収、２頁。ただし、若干の加筆・修正を加えた。

ス区分において換金の場合が提供されてきたが、ディスクロージャー体制などの不備によって上場廃止となる銘柄については、グリーンシート制度のディスクロージャーが強化されたため、この制度が利用できず、投資家に換金の場合を提供できなくなることから、新たな受け皿として、現行のグリーンシートとは分離した制度を設ける必要があるとされた。これを受けて、二〇〇八年三月、規則の一部を改正し、新たな「フェニックス銘柄制度」が創設された。

このフェニックス銘柄制度の創設以降、大きな規則改正は行われなかったものの、グリーンシート銘柄の減少が続き、グリーンシート制度そのものに対する見直しの動きが高まった。このような事態を背景として、二〇一一年九月、日本証券業協会は「グリーンシート銘柄制度の検討に係る懇談会」を設置し、検討を重ね、二〇一二年六月に報告書を取りまとめた。ここでは、まずグリーンシートの銘柄数や売買高・売買金額などの低下についての分析が行われ、その要因として以下の点が指摘されている。①グリーンシート銘柄制度は指定基準に財務基準を設けず、赤字企業の資金調達に資する点が特徴であるが、各証券取引所に開設された新興市場でも同様の特徴を有するものが存在するようになり、非上場企業がグリーンシート銘柄制度を利用するインセンティブが低下した、②発行会社の業績や資産規模や株式の発行・流通状況を踏まえると、適時開示義務など発行会社のコスト負担が過大である、③非上場株式は譲渡制限が付されていることが一般的であるため、譲渡制限を付さないというグリーンシート銘柄制度の指定条件が発行会社にとっての障害となっているというものである。

以上の検討を踏まえた上で、同報告書は次の結論を提示している。

- ① 発行会社の資金調達の観点から、同制度は取引所金融商品市場へのステップの場としての役割を果たしていない。

② 非上場会社および投資家などにはさまざまなニーズ⁽³⁾があり、それに応えるためには、従来のグリーンシート銘柄制度のイメージ・目的には必ずしもとられない、非上場株式の発行・流通に幅広く利用される新たな枠組みの具体的な方向性を検討する必要がある。

最後に、この新たな枠組みの方向性として、下記のイメージを提示した。なお、ここでは、適時開示については、今後、具体的な検討を行うものとされた。

その後、二〇一三年一二月には、金融審議会「新規・成長企業へのリスクマネーの供給のあり方などに関するワーキング・グループ」報告が公表され、株式投資型クラウドファンディン

図表2 新たな枠組みの方向性イメージ

		新たな枠組みの方向性	GS制度
制度目的		非上場会社および投資家などのさまざまなニーズに応えるべく、非上場株式の発行・流通に幅広く利用されることを目的とする。	取引所金融商品市場へのステップの場として位置づけられている。
想定される流通の程度		さまざまなニーズに基づく散発的・非継続的な売買需要を満たす水準を想定している。	取引所金融商品市場に準ずる水準を目指している。
会社内容開示		証券会社による投資勧誘において、発行会社が作成した会社内容説明書などの使用を義務付ける。	証券会社による投資勧誘において、発行会社が作成した会社内容説明書などの使用を義務付けている。
適時開示		今後、具体的な検討を行う。	発行会社に適時開示を義務付けている。
投資家	発行	限定された投資家のみ	一般投資家を含む全ての投資家
	流通	限定された投資家間のみ	一般投資家を含む全ての投資家
取扱う証券会社の役割など		相対取引であることを前提に、限定された流通範囲の担保や不正取引排除といった投資家保護などの観点から、証券会社の品質を一定程度担保する規制を導入する。	・ 適当性の審査義務 ・ 売買価格などの報告義務 ・ 会社情報の開示の指導義務 ・ 外形的な指定基準なし。

(注) 上記の新たな枠組みの方向性は、本懇談会において、今後の日本証券業協会における制度設計において留意する必要があるとした内容である。

(出所) 日本証券業協会「グリーンシート銘柄制度の検討に係る懇談会」報告書、2012年6月19日、10頁。

グの制度を整備するとともに、グリーンシート銘柄制度に代わる新たな制度として投資グループ（現在の株主コミュニティ）の制度を整備することなどが提言された。これを受けて、二〇一八年一月、グリーンシート銘柄およびフェニックス銘柄に関する規則の一部改正などが行われ、同年四月をもってグリーンシート銘柄制度は廃止された。

3 グリーンシート市場の推移

二〇一八年四月にグリーンシート銘柄制度は約二〇年の歴史を閉じたが、この間の市場の推移を概観する。まずグリーンシート銘柄の市場規模の推移を概観する。その際、同時期に創設された他市場と比較すると以下の通りとなる。

これを見ると、二〇〇三年までは、マザーズ、ナスダック・ジャパンなどの銘柄数を上回っており、店頭市場を別とすれば、新興市場をリードする存在であったことがわかる。しかし、二〇〇五年以降は、グリーンシート銘柄数が減少傾向に転じた半面、マザーズや大証ヘラクレスが伸長するとともに、いわゆる「新興市場ブーム」の下で地方証券取引所の開設した新市場が徐々にではあるが、銘柄数を伸ばす一方、逆にグリーンシートの存在感が低下していったといえる。

次に、グリーンシートと他市場との売買株数および売買代金を比較したものが図表4であり、それを比率で表すと図表5となる。なお、グリーンシートの場合、売買株数に比べると売買金額が相対的に低く、二ヶ台の株価となるが、これはグリーンシート銘柄にチッソが含まれていたことが大きく影響していると考えられる。同銘柄は、売買株数の約九割を占めており、同社株価は最高値でも三一円（二〇一〇年）であった。したがって、売

買株数を見ていくと、JASDAQやマザーズとは比較にならないが、大証ヘラクレスとは同規模であり、また二〇一〇～一一年ごろまでは、地方証券取引所の新興三市場をかなり上回っている。ただし、それ以降、新興三市場がいずれも売買株数を増加させると、グリーンシートはその後塵を拝するようになる。

第三に、グリーンシート銘柄について、より詳しく区分別の推移をみると、以下の図表6となる。

これを見ると二〇〇一年を除いて二〇〇四年まではほぼ一貫して増加傾向を示したのに対し、二〇〇四年の九六銘柄をピークに減少傾向に転じ、その後一貫して減少していることがわかる。したがって、減少の要

図表3 グリーンシートと他の新興市場との銘柄数の比較

年	グリーンシート	店頭／JASDAQ	ナスダック・ジャパン／大証ヘラクレス	マザーズ	TOKYO PRO Market	名証セントレックス（現ネクスト）	福証Q-Board	札証アンビシャス
1997	22	834	—	—	—	—	—	—
1998	32	856	—	—	—	—	—	—
1999	41	868	—	2	—	0	0	—
2000	43	886	40	29	—	0	0	0
2001	40	926	82	36	—	1	0	1
2002	63	939	101	43	—	0	0	1
2003	77	943	103	72	—	0	1	1
2004	96	944	110	122	—	5	2	2
2005	90	1,080	124	150	—	18	4	2
2006	90	1,126	155	185	—	31	8	6
2007	79	1,151	172	195	—	32	10	11
2008	75	1,095	169	196	—	30	10	11
2009	65	1,038	149	183	—	28	10	10
2010	60	998	—	179	—	27	10	10
2011	49	963	—	176	—	22	10	9
2012	38	921	—	180	3	17	11	8
2013	36	876	—	191	6	14	9	5
2014	32	843	—	205	9	13	10	5
2015	22	791	—	220	14	13	12	6
2016	18	756	—	228	16	13	14	6
2017	11	748	—	247	22	13	14	8
2018	0	725	—	275	29	12	16	9

（資料）日本証券業協会および各取引所資料より作成。

因としては、二〇〇五年の全面的な制度改正が指摘できる。

また、区分別にみると、エマーシング区分とリージョナル／オーディナリー区分では、やや減少傾向に違いが見られることもわかる。エマーシング区分では、二〇〇四年を境に減少傾向に転じ、二〇〇五年六八銘柄に対し、二〇〇六年五四銘柄（減少率二〇・六％）、翌二〇〇七年には四三銘柄（同二〇・四％）、さらに二〇〇八年には三一銘柄（同二七・九％）、二〇〇九年には二二銘柄（三二・三％）となり、この四年間に六八銘柄から二二銘柄となり、約七割の銘柄が減少したことになる。逆に、リージョナル／オーディナリー区分では、二〇〇四年一七銘柄から二〇〇五年一四銘柄に減少したものの、二〇〇六年には二八銘柄と倍増しており、その後も二〇〇七年二八銘柄から二〇〇八年四三銘柄へと五三・六％増を記録している。この区分が減少に転じるのは二〇一〇年からであり、その後はエマーシング区分同様に一貫して減少傾向を示している。このことは、二〇〇五年の制度改正

売買株数・売買代金の比較

（単位：千株、千円）

大証ヘラクレス		名証セントレックス（現ネクスト）		福証Q・Board		札証アンビシャス	
売買株数	売買金額	売買株数	売買金額	売買株数	売買金額	売買株数	売買金額
1,308,549	9,674,806,463	9,985	237,339,922	39	16,985,107	35	9,400,720
1,602,828	13,326,854,520	30,897	204,398,757	65	6,462,043	237	31,362,762
1,695,269	6,188,056,214	23,643	48,675,509	54	2,959,302	171	6,652,007
797,201	2,218,134,298	18,710	14,304,409	12	452,359	145	1,561,917
859,146	914,965,444	17,718	14,086,093	27	431,486	157	851,655
—	—	9,894	14,776,287	11	338,230	100	988,395
—	—	21,846	6,281,896	45	1,461,514	733	1,188,054
—	—	45,176	42,986,409	806	4,379,107	2,760	18,168,746
—	—	94,624	55,172,150	11,618	66,401,688	8,184	5,677,979
—	—	372,569	26,589,467	8,325	11,070,556	6,160	6,478,465
—	—	517,968	34,577,954	5,270	3,358,174	81,902	67,188,058
—	—	27,461	12,269,893	2,428	1,263,859	58,145	49,096,126
—	—	40,087	18,921,399	5,710	3,972,951	159,901	290,215,666
—	—	229,303	425,327,017	10,955	12,157,753	267,880	200,769,281

の影響が、リージョナル／オーディナリー区分の発行会社よりもエマージング区分の発行会社にとってより大きなものとなった。特に適時開示の負担は、そのような体制が整っていない新興企業には相当のコスト増となった⁽⁴⁾と考えられる。この制度改正については、当初一部にはグリーンシート銘柄の位置づけが向上あるいは昇格したという肯定的な評価も見られたものの、発行会社の負担を徒に大きくするだけの過剰規制とする批判的な評価も示された⁽⁵⁾。結果的にはこの規制が市場縮小の要因になったという認識がその後共有され、株主コミュニティ制度創設の地盤となったと考えられる。

4 株主コミュニティ制度創設と展開(二〇一五年)

グリーンシート銘柄制度の銘柄数が減少するとともに、その売買も低調に推移したことから制度の見直しが課題となるとともに、二〇一三年六月に閣議決定された「日本再興戦略―JAPAN is BACK」では、「個人からベンチャーへの資金の流れを一層太くすることに加え、(中

図表4 グリーンシートと他市場の

年	グリーンシート		フェニックス		JASDAQ		マザーズ	
	売買株数	売買金額	売買株数	売買金額	売買株数	売買金額	売買株数	売買金額
2005	11,422	1,739,985	—	—	38,647,339	29,558,168,000	10,612,002	20,571,037,000
2006	16,066	3,129,899	—	—	23,100,722	36,890,666,000	3,746,481	21,977,973,000
2007	10,544	1,122,635	—	—	13,988,247	17,409,379,000	1,136,310	13,403,129,000
2008	12,033	1,079,033	6	260	12,167,584	6,838,978,000	1,754,846	6,057,358,000
2009	5,894	1,569,554	48	5,866	9,345,326	4,135,565,000	1,275,373	3,829,377,000
2010	7,713	209,861	29	3,914	7,780,105	4,901,938,000	1,041,272	3,698,603,000
2011	4,206	103,383	381	2,852	11,627,351	5,515,978,000	2,278,151	4,480,827,000
2012	1,682	45,210	133	4,435	11,347,660	5,101,575,000	2,470,387	3,274,099,000
2013	5,899	108,271	109	13,657	13,237,308	11,091,149,000	10,631,593	27,841,013,000
2014	4,070	109,406	178	150,758	37,019,052	23,871,811,000	23,035,432	34,968,861,000
2015	8,994	165,909	173	66,540	37,077,973	18,117,235,000	16,053,604	23,059,265,000
2016	9,620	158,647	29	2,243	29,715,104	12,135,673,000	16,838,945	29,640,306,000
2017	11,415	117,032	—	—	31,788,110	17,942,615,000	19,187,800	27,408,857,000
2018	4,846	38,299	—	—	30,165,391	18,240,724,000	14,775,667	23,828,660,000

(注) 2018年のグリーンシートの数字は、同年3月末のものである。また、データの入手可能な2005年以降に限定した。

(資料) 日本証券業協会および各取引所のデータによる。

図表 5 グリーンシートと他市場の売買株数・売買代金の比率

(単位：%)

年	グリーンシート／ JASDAQ		グリーンシート／ マザーズ		グリーンシート／ 大証ヘラクレス		グリーンシート／ 名証セントレックス (現ネクスト)		グリーンシート／ 福証QBoard		グリーンシート／ 札幌アビシヤス	
	売買株数	売買金額	売買株数	売買金額	売買株数	売買金額	売買株数	売買金額	売買株数	売買金額	売買株数	売買金額
2005	0.03	0.01	0.11	0.01	0.87	0.02	114.4	0.7	29,509	0.07	32,646.5	18.5
2006	0.07	0.01	0.43	0.01	1.00	0.02	52.0	1.5	24,700	0.25	6,764.9	10.0
2007	0.08	0.01	0.93	0.01	0.62	0.02	44.6	2.3	19,491	0.36	6,167.4	16.9
2008	0.10	0.02	0.69	0.02	1.51	0.05	64.3	7.5	100,685	2.66	8,277.5	69.1
2009	0.06	0.04	0.46	0.04	0.69	0.17	33.3	11.1	21,894	1.37	3,755.8	184.3
2010	0.10	0.00	0.74	0.01	—	—	78.0	1.4	70,000	2.28	7,683.3	21.2
2011	0.04	0.00	0.18	0.00	—	—	19.3	1.6	9,415	0.29	573.9	8.7
2012	0.01	0.00	0.07	0.00	—	—	3.7	0.1	209	0.04	60.9	0.2
2013	0.04	0.00	0.06	0.00	—	—	6.2	0.2	51	0.01	72.1	1.9
2014	0.01	0.00	0.02	0.00	—	—	1.1	0.4	49	0.04	66.1	1.7
2015	0.02	0.00	0.06	0.00	—	—	1.7	0.5	171	0.27	11.0	0.2
2016	0.03	0.00	0.06	0.00	—	—	35.0	1.3	396	0.76	16.5	0.3
2017	0.04	0.00	0.06	0.00	—	—	28.5	0.6	200	0.29	7.1	0.0
2018	0.02	0.00	0.03	0.00	—	—	2.1	0.0	44	0.04	1.8	0.0

(資料) 日本証券業協会および各取引所のデータによる。

略) 民間企業などによるベンチャーや新事業への投資を行いやすくする。こうした取り組みにより、産業の新陳代謝を促すことで、開業率が廃業率を上回る状態にし、開業率・廃業率が米国・英国レベル(一〇%台)になることを目指す」ことが目標として掲げられた。⁽⁶⁾これを踏まえて、同年六月、金融審議会は「新規・成長企業へのリスクマネー供給のあり方などに関するワーキング・グループ」を設置し、同年一二月に報告書を提出した。そ

ここでは、投資型クラウドファンディングの利用促進とともに非上場株式の取引・換金のための枠組みとして、「新たな非上場株式の取引制度」の整備が提言された。⁽⁷⁾なお、同報告書では、新たな取引制度について、証券会社が投資勧誘を行える範囲を銘柄毎に組成・管理された「投資グループ」のメンバーに限定することで、一定の取引ニーズ・換金ニーズに応えられる程度の流通性に留めることが適当であることが明記されるとともに、上場株式の原則通り、インサイダー取引規制の適用対象外とすることが適当であるとの方針が提示された。したがって、発行者の開示義務についても、発行者に対して、グリーンシート銘柄制度ほどの開示義務を課す必要はないとの判断が示された。⁽⁸⁾

図表6 グリーンシート銘柄の推移

年	エマージング		リージョナル／ オーディナリー		フェニックス		投信・SPC		合計	
	銘柄数	増減率	銘柄数	増減率	銘柄数	増減率	銘柄数	増減率	銘柄数	増減率
1997	—	—	—	—	—	—	—	—	22	—
1998	—	—	—	—	—	—	—	—	32	—
1999	—	—	—	—	—	—	—	—	41	—
2000	15	—	24	—	4	—	—	—	43	—
2001	18	20.0%	18	-25.0%	4	0.0%	—	—	40	-7.0%
2002	41	127.8%	18	0.0%	4	0.0%	—	—	63	57.5%
2003	54	31.7%	17	-5.6%	5	25.0%	1	—	77	22.2%
2004	70	29.6%	17	0.0%	8	60.0%	1	0.0%	96	24.7%
2005	68	-2.9%	14	-17.6%	7	-12.5%	1	0.0%	90	-6.3%
2006	54	-20.6%	28	100.0%	7	0.0%	1	0.0%	90	0.0%
2007	43	-20.4%	28	0.0%	7	0.0%	1	0.0%	79	-12.2%
2008	31	-27.9%	43	53.6%	—	—	1	0.0%	75	-5.1%
2009	21	-32.3%	43	0.0%	—	—	1	0.0%	65	-13.3%
2010	20	-4.8%	39	-9.3%	—	—	1	0.0%	60	-7.7%
2011	16	-20.0%	33	-15.4%	—	—	0	-100.0%	49	-18.3%
2012	14	-12.5%	24	-27.3%	—	—	0	—	38	-22.4%
2013	15	7.1%	21	-12.5%	—	—	0	—	36	-5.3%
2014	12	-20.0%	20	-4.8%	—	—	0	—	32	-11.1%
2015	6	-50.0%	16	-20.0%	—	—	0	—	22	-31.3%
2016	4	-33.3%	14	-12.5%	—	—	0	—	18	-18.2%
2017	1	-75.0%	10	-28.6%	—	—	0	—	11	-38.9%
2018	0	-100.0%	0	-100.0%	—	—	0	—	0	-100.0%

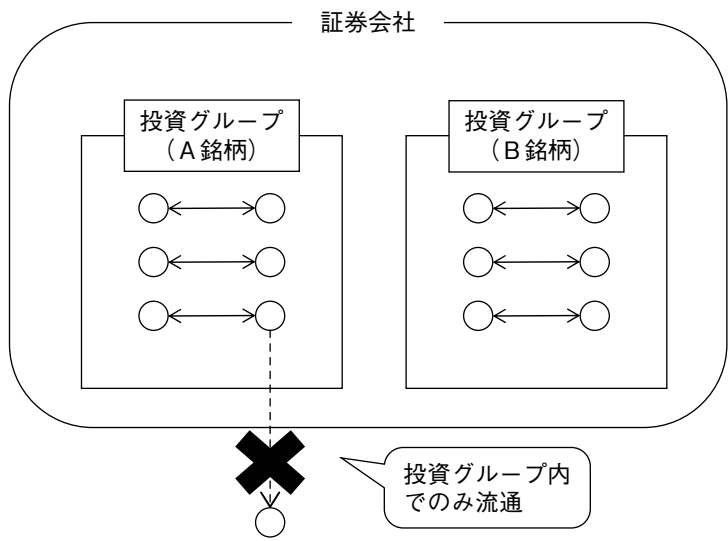
(資料) 日本証券業協会の資料より作成。

このような経緯に沿って、二〇一三年一〇月、日本証券業協会は「非上場株式の取引制度などに関するワーキング・グループ」を設置し、同年一月から翌二〇一四年五月まで一回に及ぶ検討会合を開催し、二〇一四年六月「株式投資型クラウドファンディングおよびグリーンシート銘柄制度のあり方について」と題する報告書を公表した。

同報告書は、株式投資型クラウドファンディングとグリーンシート銘柄制度の代替案との二つを柱とするものであるが、ここでは後者についての論点を取り上げる。

まず、非上場株式取引の現状として、①グリーンシート銘柄およびフェニックス銘柄などについては、上場会社並みのディスクロージャーを条件として投資者への投資勧誘が認められている、②グリーンシート銘柄制度およびフェニックス銘柄制度があるものの二〇〇七年ごろから大きく落ち込んでいる、

図表7 「株式投資型クラウドファンディングおよびグリーンシート銘柄制度などに代わる新たな非上場株式の取引制度のあり方について」で示された投資グループのイメージ



(出所) 「株式投資型クラウドファンディングおよびグリーンシート銘柄制度などに代わる新たな非上場株式の取引制度のあり方について」2014年6月17日、45頁。

③無登録業者による非上場株式の投資勧誘による

詐欺事案が横行し、被害も増加しているという三点が指摘されている。

次に、グリーンシート銘柄制度の問題点として、前述の「グリーンシート銘柄制度の検討に係る懇談会」報告書（二〇一二年六月）によって指摘された問題点を踏まえた上で、新たな非上場株式の取引制度の内容として、以下の一二項目の構想が提示されている。

① 投資グループ

発行会社の開示義務の負担を軽減すると同時に、投資者および発行会社のニーズに対応するためには、市場のような高度の流通性を付与することを回避する必要がある。そこで、証券会社が銘柄毎に「投資グループ」を組成し、証券会社による投資勧誘と株式流通の範囲を当該「投資グループ」加入者に限定する。これによって、株式の流通性を一定の取引・換金ニーズに対応できる程度に留めることで、高度の流通性の付与を回避する。その際、投資グループへの加入は、投資意向を有する投資者からの自己申告（申出）を基本とするとともに、当該非上場株式の取引の特性やリスクについて、当該証券会社が当該投資者の納得・了承を得る仕組みとする。

② インサイダー取引規制の適用

前述の金融審議会報告書において、インサイダー取引規制の適用対象外とすることが適当との判断が示されたように、インサイダー取引規制の適用対象外とする。これによって適時開示義務を発行者に課す必要がなくなり、発行者の負担が軽減される。ただし、そのためには前記の投資グループの範囲に限定した取引制度が「流通性が制限されていると認められる有価証券」（金商法第六七条の一八第四号）に該当することを明示する手当てが必要である。

③発行者による会社情報の提供

この取引制度が独自に求めずとも既に発行者が作成している書類とすることを原則とする。具体的には、①発行者が有価証券報告書を作成・提出している場合は、当該有価証券報告書、②会社法に基づく事業報告書および計算書類など、③募集などの取扱いを行う場合は、募集事項などに関する内容が記載された書面（例えば、会社法第二〇三条第一項に基づき、募集株式の引受けの申込みをしようとする者に対して通知すべき事項を記載した書面。この場合、調達資金の使途に関する事項を追加すべきと考えられる）を添付、④その他、当該証券会社において必要と認める情報、である。

④証券会社から投資グループ加入者（投資者）への会社情報の提供

投資グループの加入者（投資者）に対して証券会社による投資勧誘を認めることにしても、投資判断に必要な情報が当該証券会社から投資者に提供されるべき点は、現行の制度と変わるところではない。したがって、証券会社は、発行者から提供を受けた会社情報を投資グループの加入者（投資者）に提供すべきである。その際、提供の方法としては、文書の交付および電磁的方法による提供（電子ファイルの提供、ウェブサイト上での閲覧・取得可能な状態の確保など）が考えられる。また、発行者に関する会社情報の提供は、投資勧誘の一環として捉えられることから、その提供は当該投資グループの加入者（投資者）に限定して行われるべきであり、投資グループに加入していない者に提供することのないよう措置を講じるべきである。例えば、証券会社が管理する投資グループの加入者（投資者）のみが閲覧できるウェブサイト上で会社情報を閲覧・取得可能な状態にしている場合においては、発行者から更新または追加された会社情報の提供を受けた際、速やかにウェブサイトにおいて更新または追加されたことが容易に分かる形で掲載する。

⑤ 投資者の投資グループへの加入および脱退

投資者の投資グループへの加入は、投資意向を有する投資者から証券会社への自己申告（申出）によることを基本とする一方、申告を受けた証券会社は当該投資者の適合性を確認する必要がある。また、脱退についても同様に自己申告（申出）による。さらに、投資グループに未加入の投資者に対しては、投資グループへの加入を勧誘することは適当でない。

⑥ 投資者におけるリスクなどの認識の確認

証券会社が組成・管理する投資グループへの加入を初めて申し出た投資者から「確認書」を徴求することにより、投資グループにおける非上場株式の取引に当たってのリスクなどの認識を確認することが適当である。なお、ここでいうリスクとは、①流通範囲の制限の存在、②取引は相対ではなく、投資グループを組成する証券会社を通じて行うこと、③インサイダー取引規制の適用外であること、④金商法に基づく開示や、上場会社のような適時開示が行われないこと、⑤取引の参考となる気配（相場）が存在しないことが多いこと、⑥会社法上の譲渡制限が付されている場合には、取引を行っても、発行者による承認が得られない（株主としての権利の移転が認められない）場合があること、⑦発行者自身またはその周辺の状況により、取引する株式の価値が大きく失われるリスクがあること、⑧投資グループにおいて買い付けた非上場株式は、中長期的な保有を原則とすること、である。

⑦ 契約締結前交付書面の交付およびこれによる説明

証券会社は投資者に対して契約締結前交付書面を交付するとともに、この記載内容について説明する必要がある。なお、この書面には、投資グループの対象銘柄に係る注文や取引の状況に関する情報などを閲覧したり問い

合わせたりすることができるよう、加入者（投資者）が当該証券会社に連絡する方法として、インターネット上のURL（加入者専用サイトにおいて閲覧させる場合にはログインなど閲覧するための方法など）、電話番号または電子メールのアドレスなどを記載しておく。

⑧ 投資グループを組成する銘柄の選定

グリーンシート銘柄およびフェニックス銘柄ほどの条件を求める必要性は低いと考えられるものの、投資判断に必要な発行者に関する情報が乏しい非上場株式の流通を証券会社が取り扱うことには変わりがないため、証券会社が非上場株式の投資グループを組成するに当たっては、少なくとも、当該非上場株式の発行者およびその事業の実在性、法令遵守状況を含めた当該事業の社会性および反社会的勢力との関係の有無について確認を行う。

⑨ 証券会社に関する情報の提供

非上場株式の投資勧誘および取引を取り扱う証券会社は、投資者からの信頼を確保することが重要である。そのためには、現行のディスクロージャー誌などの公衆縦覧の義務に加え、自社のホームページ上にこれらを掲載することにより、より多くの投資者が閲覧することができると置くことを義務付ける。

⑩ 投資グループ内で行われる募集の取扱いなど

証券会社が投資グループにおいて非上場株式の募集の取扱いを行う場合は、上記の①から⑨までに加え、調達資金の用途などについて確認することとする。なお、この募集の取扱いを行う期間中、これを行う証券会社は、自社のホームページにおいて、当該非上場株式の発行者名の明示および当該発行者のホームページのトップページへのリンクの設定のほか、当該募集などの取扱いなどを行っている旨およびその申込期間を加えて明示し、投資グループに加入していない者に対しても明らかにする。また、この募集については、日本証券業協会の自主規

制規則である引受規則が適用される。さらに、当該証券会社は、この募集において調達された資金使途状況を一定期間確認し、その状況に関する情報を投資グループに加入する投資者に提供する。なお、証券会社は発行会社が過去一定期間内に調達した資金の使途状況について確認を行い、当該使途状況に変更がある場合には当該変更の内容に係る情報を投資グループに加入する投資者に提供するなどの対応を求める。

⑪証券会社における業務管理体制の整備

投資グループを組成・管理する証券会社は、前述の求められる措置を適切に履行し、新たな制度の下での非上場株式の取引に対する投資者の信頼を確保するよう、業務管理体制を整備する。具体的には、前記の③から⑩までの内容ならびに非上場株式の取引、受渡し方法および条件などについて規定した「取扱要領」を策定するとともに、当該証券会社においては、当該取扱要領の手続を適切に遂行するために必要な体制を整備しておく。

⑫日本証券業協会による管理

投資グループを組成しようとする証券会社は、当該組成の前に、前述⑪の取扱要領を、自主規制機関である本協会に提出する。また、投資グループを組成した後、取扱要領に変更が生じた場合は、その都度、本協会に提出する。なお、非上場株式の取引の状況について、制度の利用状況の把握などの観点から日本証券業協会に報告する。

なお、同報告書では、グリーンシート銘柄制度の廃止に伴う経過措置も検討された。廃止後のグリーンシート銘柄の選択肢は、①新たな非上場株式の取引制度において投資グループが組成される、②取引所金融商品市場への上場を目指す、③何らのステータスも与えられないいわゆる青空銘柄となる、の三つであり、特に③の場合には、今後の取引が実質的に困難となるため、特段の注意喚起が必要であり、これについて証券会社がホームページ

ジ、契約締結前交付書面、株主総会関係書類、投資者宛の書面に記述するなどにより、発行者および投資者をはじめとするグリーンシート銘柄制度の参加者に混乱を生じさせないための実効的な対応が求められる旨が明記され、三年程度の経過措置を設けることが提示された。

同報告書の内容は、概ね以上である。この報告書が取りまとめられた後、日本証券業協会は

「株主コミュニティに関する規則」を制定するとともに、「グリーンシート銘柄およびフェニックス銘柄に関する規則」などの一部を改正し、二〇一五年五月より施行された。その際、グリーンシート銘柄制度に代わる、新たな取引制度は「株主コミュニティ制度」とされた。

この株主コミュニティ制度は、前述の報告書に沿って、その枠組みが規制されており、株主コミュニティとは、「地域に根差した非上場の企業などの株式を売買したり、その株式の発行により資金を集める仕組み」としている。また、ロゴマークも採用された(図表8参照)。このロゴマークは、「地域に根差す株主コミュニティ」というコンセプトから、木をモチーフにデザインされ、たくさんの人が集まりコミュニティが活性化

図表8 株主コミュニティのロゴマーク



(出所) 日本証券業協会ホームページ。

おける株式取引の推移

募集・私募の取扱いの状況		売出しの取扱いなどの状況			
募集価格の総額 (単位：円)	発行価額の総額 (単位：円)	取扱件数 (単位：件)	売出株式数 (単位：株)	売出価格の総額 (単位：円)	払込金額の総額 (単位：円)
—	—	—	—	—	—
—	—	—	—	—	—
—	—	—	—	—	—
—	—	—	—	—	—
2,000,000,000	2,000,000,000	—	—	—	—
191,600,000	191,600,000	—	—	—	—
176,350,000	176,350,000	—	—	—	—
232,320,000	232,320,000	1	297	14,850,000	14,850,000

していく様子が表現されている。また、暖かい印象を伝えるために、オレンジをベースに、モチーフである木を連想させる緑をアクセントに配色された。

5 株主コミュニティ制度の推移

このような経緯を経て創設された株主コミュニティ制度であるが、創設当初は、順調に拡大・発展しているとはいいがたい状況であった（図表9参照）。

これを見ると、二〇一五年から二〇一七年の三年間は、運営会員数三社、運営銘柄数一一一六銘柄であり、売買株数三・五万株／四四万株程度、売買代金〇・七億円／五・五億円程度であり、同期間のグリーンシート銘柄制度の数字を比較すると、売買金額では、株主コミュニティ制度の銘柄には値嵩株が含まれていたこともあり、グリーンシート銘柄を上回っているが、銘柄数と売買株数では、かなり下回る水準に留まったことがわかる。

このような状況を踏まえ、株主コミュニティ制度の更なる利活用に向けた意見交換を行うことを目的として、二〇一八年三月に「株主コミュニティ制度に関する懇談会」が設置され、二〇一九年一月に同報告書が

図表9 株主コミュニティ制度に

年月日	運営銘柄数 (単位：銘柄)	運営会員数 (単位：社)	店頭取引の状況		募集・私募の取扱いの状況	
			約定数量 (単位：株)	約定金額 (単位：円)	取扱件数 (単位：件)	新規発行株式数 (単位：株)
2015	11	2	34,792	71,149,185	—	—
2016	13	3	351,300	441,599,762	—	—
2017	16	3	439,856	551,013,504	—	—
2018	20	5	1,980,662	499,065,016	—	—
2019	19	6	2,673,092	500,798,270	—	—
2020	21	6	2,339,842	497,624,796	1	1,000,000
2021	29	7	3,692,380	991,391,272	6	101,574
2022	39	8	9,147,100	1,377,891,868	7	1,041
2023 (11月17日現在)	40	9	2,737,228	1,069,021,016	5	145,282

(出所) 日本証券業協会の資料による。

図表10 株主コミュニティ制度と
グリーンシート銘柄制度の比較

	銘柄数	売買株数	売買金額
2015	12%	0.4%	42.9%
2016	59%	3.7%	278.4%
2017	89%	3.9%	470.8%

(注) 数字は、株主コミュニティ制度の数値／グリーンシート銘柄制度の数値である。

(資料) 日本証券業協会の資料による。

取りまとめられた。同懇談会では、①現行制度を変更する場合であっても、既存の株主コミュニティの取扱いに支障が出ないようにすること、②引き続き外部監査を必須要件とせず、インサイダー取引規制の適用対象外とすることにより適時開示を不要とするといった、発行者にとって負担がない制度設計を維持することという二点を前提として検討が重ねられ、主として①株主コミュニティ非参加者への情報提供のあり方、②参加勧誘のあり方、③わかりやすさの向上の三点が課題として指摘された。

①非参加者への情報提供については、情報提供の内容や方法が勧誘行為に発展しない範囲において適切に行われるよう検討が重ねられた。具体的には、非参加者からの求めに応じて公表済みの情報を提供するという受動的な情報提供は、情報提供の範囲を逸脱するものではないという意見、約定価格について、運営会員が非参加者の求めに応じて提供することに問題があるとは考えにくいとの見解が示され、具体的な例をセーフハーバーとして示す必要性についても言及された。

②参加勧誘のあり方については、無制限に参加勧誘を可能にすれば、流通性が向上し、インサイダー取引規制の対象となることが懸念されたため、参加者の拡充とのバランスに配慮した検討が重ねられ、発行会社の役員、従業員、既存株主などのように対象顧客を外形的に限定できれば参加勧誘を可とする案やオプザバー制度（仮称）を設け、株主コミュニティに参加する前段階の顧客ステータスを創設する案が示されたが、いずれも成案を見るには至らなかった。

③投資者にとつてのわかりやすさの向上については、株主コミュニティ銘柄を各銘柄の特性に応じてカテゴラ

イズすることで、非参加者が株主コミュニティに参加するための判断を行いやすくするといった方法が検討され、カテゴリー分けは有用との見方が概ね支持されたものの、具体的なカテゴリー分けについては成案が得られなかった。なお、同懇談会では、株主コミュニティ制度と同時に導入された株式投資型クラウドファンディングとの連携についても検討されるなど、新しいアイデアも示されたが、具体的な制度改正に至らなかった。ただし、この懇談会は、市場関係者が非上場株式市場の活性化について、より踏み込んだ議論を行うひとつの契機となり、二〇二〇年一月に「非上場株式の発行・流通市場の活性化に関する検討懇談会」が設置されることになる。

同検討懇談会は、従来の「店頭銘柄」ないし「店頭市場」ではなく、「非上場株式」という呼称を採用し、その活性化をテーマとした点で画期的であった⁹⁾。また、同検討懇談会は、前述の懇談会の検討結果を踏まえただけでなく、非上場企業の資金調達の日滑化と手段の多様化、成長資金の日滑な供給に向けた非上場株式などの発行・流通市場の見直しという国内的な政策課題、さらには米国におけるレギュレーションDの活発な利用、英国での株式投資型クラウドファンディングの活発化などの海外の情勢も背景的要因となっていた。したがって、ここでの検討内容は、単に株主コミュニティ制度の活性化に留まらず、より広い枠組みで検討が重ねられ、二〇二一年六月に同検討懇談会報告書が取りまとめられた。

同検討懇談会における具体的な検討内容としては、①今後拡大が見込まれる特定投資家向け発行・流通市場の制度整備、②株主コミュニティ制度・株式投資型クラウドファンディング制度の改善であった。

①に関して、今後上場を目指す企業などには資金調達ニーズがある一方、起業経験者、富裕層、VC・CVC、PE、事業会社、機関投資家、会社関係者など、地元企業などには資金提供ニーズがあることから、リスク許容度のある投資家向けの発行・流通市場の整備について賛同が得られたが、その際には発行者に係る情報の提供・

公表の負担や証券会社の審査の負担、投資者保護とのバランスを考慮した現実的な制度設計が望ましいという意見が示された。

②に関して、株主コミュニティ制度については、ビジネス経験豊富で余裕資金のある企業経営者や富裕層などのリスク許容度の高い投資家に参加勧誘を解禁すべきであるという意見が出され、株式投資型クラウドファンディングについては、^(a)その投資上限規定(年間五〇万円以下)は投資意向があるリスク許容度の高い投資家にとつては過度な規制である、^(b)少数数私募の人数通算規定のため、株式投資型クラウドファンディング後、半年以内に少数数私募で資金調達ができないことは問題である、^(c)株主コミュニティ・株式投資型クラウドファンディングの有価証券届出書の提出基準および株式投資型クラウドファンディングの発行可能総額基準の引上げによって資金調達を促進すべき、といった意見が示された。

このような意見を踏まえて、同報告書では、今後の改善案として、以下の点が挙げられた。

まず、特定投資家私募制度については、現在TOKYO PRO Market¹⁾しか利用できない特定投資家私募を非上場株式やファンドなどでも利用可能とする。

次に、株主コミュニティ制度については、①特定投資家に参加勧誘対象とする、②株主コミュニティ銘柄の会社関係者などは、株主コミュニティへの参加を取引の条件として投資勧誘を可能とする、③既存株主による売付けに係る投資勧誘は、株主コミュニティに参加していなくとも可能とする、④有価証券報告書などで企業内容を開示している銘柄における参加勧誘対象者を拡大するというものである。

第三に、株式投資型クラウドファンディングについては、①投資家の投資上限額(五〇万円)について、特定投資家の投資上限額の見直し、②株式投資型クラウドファンディング単体で年間一億円調達可能とするための発

行総額の算定方法の見直し、③少人数私募の人数通算期間の短縮（六か月→三か月）というものである。

上記の報告書の結論を踏まえて、二〇二二年四月、「店頭有価証券などの特定投資家に対する投資勧誘などに関する規則」などが制定された。ここでは、株主コミュニティの参加者以外の者に対する投資勧誘の特例として、会社関係者などや既存株主への投資勧誘が追加された。

このような議論の進展とともに、二〇二〇年以降の株主コミュニティ制度の規模は、拡大傾向がみられる。二〇一九年と二〇二二年を比べると、銘柄数は一九銘柄から三九銘柄と倍増し、運営会員数も六社から九社に増加した。取引状況については、売買株数は約二六七万株から約九一五万株と三倍以上増加し、売買代金も約五〇億円から約一三八億円へと二倍以上増加した。

グリーンシート銘柄制度の規模が最も拡大したのは二〇〇六年であるので、その時点の数値と二〇二二年の株主コミュニティ制度の数値を比較すると、銘柄数では四三%、売買株数では五七%、売買金額では四四%と概ね半分程度の規模にまで近づいたといえる。

このような拡大の背景としては、①二〇二〇年から取扱件数は少ないながらも増資案件が見られるようになり、資金調達ニーズに対応できるようになってきたこと、②株式投資型クラウドファンディング運営業者が株主コミュニティ銘柄をオンライン上で売買できるサービスを提供し始めたこと、③大手証券会社が運営会員に加わったことなどが挙げられる。また、地方証券取引所との連携も開始され、今後の展開が注目される。

まとめ

本稿では、戦後日本の非上場株式市場が取引所化したという歴史的な展開を踏まえて、グリーンシート銘柄制

度および株主コミュニティ制度の推移を考察した。冒頭でも述べたように、グリーンシート銘柄制度は、取引所化するという展開を示すことなく廃止され、その後の株主コミュニティ制度についても、現時点においてはかつての非上場株式市場のような拡大を示していない。

このような相違が生じた背景として、いわゆる「新興市場ブーム」が指摘できる。一九九九年六月に米国のナスダックとソフトバンクが日本においてナスダック・ジャパンを創設したことを皮切りに、東京証券取引所は同年一月にマザーズを開設した。さらに、地方証券取引所でも、二〇〇〇年四月には札幌証券取引所がアンビシャス、同年五月には福岡証券取引所がQ-Board、同年一〇月には名古屋証券取引所がセントレックス（現在はネクスト）を開設した。これらの新興市場は、既存のジャスダックとともに非上場銘柄の獲得競争を展開することとなった。このような市場間競争は、かつての証券市場においては見られない事態であった。その結果、実質的な上場基準の引き下げが進行し、非上場市場が拡大する余地は相対的に縮小し、その存在意義も低下した。

さらに、偶発事象とはいえ、一九八八年六月に発覚したリクルート事件では、非上場の株式譲渡が問題視され、世間の関心を集めた。そのため上場前の株式取引について慎重な姿勢が見られるようになり、発行会社側も非上場の株式取引が上場の際の障害となることを懸念するようになり、非上場市場への逆風となったことも非上場市場の拡大の妨げとなったと考えられる。

このような要因が重なったため、従来のような非上場市場の拡大が見られなくなったといえる。

このような事態の変化を踏まえると、今後の非上場市場の拡大にとって重要な点は、いわば「未上場市場」から「非上場市場」に転化できるかどうかという点であろう。つまり、従来の非上場市場は、いわば取引所のすそ野として位置づけられており、あえて言うならば「未上場市場」であり、取引所の上場基準が引き下げられれば、

自ずからその存在余地は縮小せざるを得なかった。そう考えると、非上場市場がその存在余地を見出すとすれば、取引所市場の下に位置する未上場市場ではなく、取引所とは別個のエコシステムの上に存在する非上場市場というあり方を追求するほかないと思われる。具体的には、地域に特化した銘柄、ソーシャル・ビジネス、ファミリー・ビジネス、スタートアップ銘柄など、独自性のある銘柄を対象とした市場の形成、さらに株式投資型クラウドファンディングとの連携などの取り組みが重要であろう。その意味では、株主コミュニティ制度の基本的なコンセプトは、このような方向性を有するものであり、その制度改革が注目されるが、単に制度改革だけでなく、このような非上場市場を支える投資リテラシーの高い投資層を育成することも不可欠な条件であると思われる。

〔謝辞〕本稿を作成するに際して、日本証券業協会から貴重な資料を提供していただくとともに、関係者の方々からさまざまなご助言やご教示をいただきました。厚く御礼申し上げます。また、本稿は、桃山学院大学共同研究プロジェクト（二三連二九五・デジタル・ファイナンスによる地域活性化の可能性Ⅱ）の成果の一つです。同プロジェクトによる支援に厚く御礼申し上げます。

注

- (1) 証券取引審議会「証券市場の総合的改革―豊かで多様な二一世紀の実現のために」一九九七年六月二三日、一〇頁。
- (2) グリーンシートという名称は、米国のピンクシートにちなんだものであるが、あえて「グリーン」という色が選ばれた理由は、関係者の話では、グリーンは新緑ないし若葉を表しており、成長の期待が込められていたという。
- (3) これらのニーズとして、具体的には以下が列挙されている。

・東日本大震災で被災した企業の資金調達ニーズ、およびそのような企業の従来からの取引先などによる復興支援を目的とした投資ニーズ

・将来の上場益を目的とした投資ニーズ

・地方において影響力が大きい発行会社の株主優待の取得ニーズ

・銀行が担保として取得した非上場株式の処分ニーズ

・ベンチャーファンドや上場会社が保有することとなった非上場株式の処分ニーズ

・非上場株式を承継取得した相続人による、相続税の納付に伴う同株式の換金ニーズ

・取引所金融商品市場への上場を視野に入れた企業による、運転資金の調達ニーズ

(4) グリーンシート制度運営に係る費用が発行会社および取扱会員の負担となったが、金額は軽微であり、これはグリーンシートからの退出の理由にはなっていないと思われる。

(5) 大崎貞和「グリーンシート制度の見直しとその問題点」(『資本市場クォーターリー』二〇〇五年春、はこの制度改革を「自由度を奪う過剰規制」としている(四頁)。

(6) 閣議決定「日本再興戦略―JAPAN is BACK」二〇一三年六月一四日、二六頁。

(7) 金融審議会「新規・成長企業へのリスクマネーの供給のあり方などに関するワーキング・グループ報告」二〇一三年二月二五日、二〇八頁。

(8) 前掲、六〇八頁、参照。

(9) 「非上場株式の発行・流通市場の活性化に関する検討懇談会第一回議事録」二〇二〇年十一月三〇日、二一頁、参照。

(10) 日本クラウドキャピタルは、二〇二一年一月からFUNDINGO MARKETによる売買を開始した。同社HP、参照。

https://fundinno.com/about_shareholder_community

- (11) 二〇二三年二月八日現在の運営業者は、以下である。今村証券株式会社（指定日二〇一五年八月二八日）、島大証券株式会社（同二〇一五年一〇月二六日）、株式会社しん証券さかもと（同二〇二三年二月八日）、大山日ノ丸証券株式会社（同二〇一八年一月一八日）、徳島合同証券株式会社（同二〇二二年六月二〇日）、野村証券株式会社（同二〇一九年七月一七日）、株式会社FUNDINNO（同二〇二一年二月一日）、みずほ証券株式会社（同二〇一八年三月七日）、みらい証券株式会社（同二〇一六年六月一七日）
- (12) 名古屋証券取引所「東海地区における株主コミュニティ制度の活性化に向けたサポート業務の提供開始について」『月刊資本市場』二〇二三年一月、No. 四四九、五五頁、参照。

参考文献

- ・松尾順介「二〇二三a」「取引所二部開設と店頭売買銘柄登録制度―株式店頭市場の歴史的考察」『証研レポート』No. 一七四〇、二〇二三年一〇月、一～三〇頁
- ・松尾順介「二〇二三b」「新店頭市場」とジャスダック証券取引所―非上場株式市場の歴史的考察」『証研レポート』No. 一七四一、二〇二三年十二月、一～三五頁

（まつお じゅんすけ・桃山学院大学教授）

FRBのバランスシート縮小について

伊豆 久

はじめに

FRBが、バランスシート（BS）の削減に着手してから一年半が過ぎた。BSはピーク時の九・〇兆ドル（二〇二二年六月）から七・七兆ドル（二四年一月）へと着実に縮小している。しかしここに来て、FRBは削減のペースを緩めるのではないかとの見方が浮上している。背景にあるのは、RRPという負債項目の減少ペースが速く、それがレポ市場に混乱を招くのではないかとの懸念である。一九年九月に突然レポ金利が急騰したことも記憶に新しい。FRB自身、削減ペースの緩和について議論を開始したことを明らかにしている。⁽¹⁾ただし、中央銀行のBS削減と負債項目の関係はテクニカルで理解しづらい面がある。そのメカニズム、仕組みを基本に立ち返って整理してみたい。

1 バランスシートの縮小と負債項目

FRBは、保有債券の満期到来分の一部について再投資を行わないという方法で、二〇二二年六月からバランスシートの縮小を進めている（図表1）。MBS（政府機関保証付きの住宅ローン担保証券）については、残存期間と金利動向の影響で計画の半分ほどのペースであるが、国債についてはほぼ計画通り削減が進んでいる。⁽²⁾

その結果、FRBの資産は、図表3が示すように、（昨年春の地銀破綻に伴う一時的な資金供給増があったも

図表 1 保有債券削減の計画と実績

	2022年 6 月～22年 8 月		2022年 9 月～	
	計画	実績	計画	実績(23年12月まで)
国債	300	250	600	589
政府機関債	175	0	350	0
MBS		-6		173
合計	475	244	950	762

(注) 億ドル。計画は月間削減額の上限、実績は削減額の月平均。

(出所) 計画はFRB, "Plans for Reducing the Size of the Federal Reserve's Balance Sheet," May 4, 2022より、実績はFRB, H. 4. 1より作成。

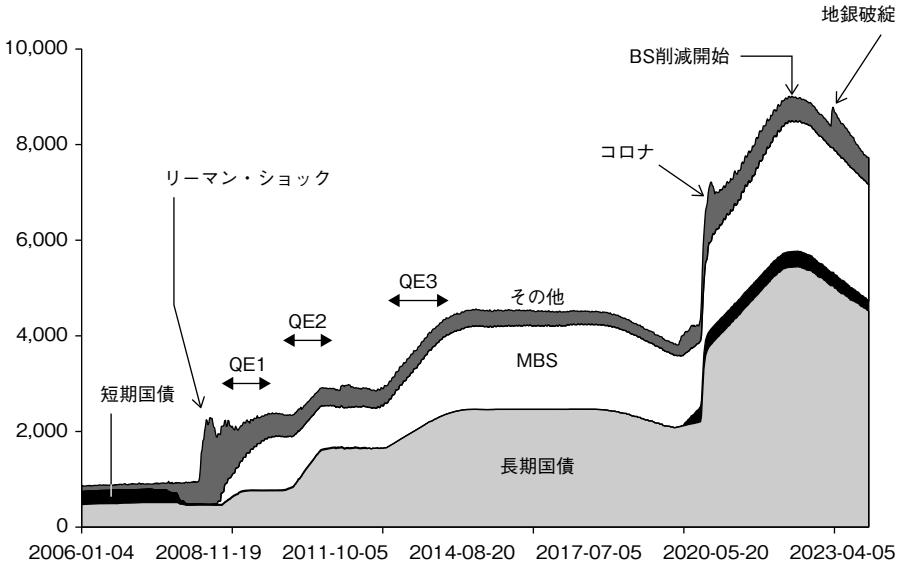
図表 2 保有債券の残存期間分布

	-15日	16日-90日	91日-1年	1年-5年	5年-10年	10年-	合計
国債	672	3,311	8,336	20,832	10,266	14,291	57,708
政府機関債	0	0	0	0	21	2	23
MBS	0	0	1	20	610	26,444	27,074

(注) 億ドル。2022年 6 月 1 日時点。

(出所) FRB, H. 4. 1より作成。

図表 3 FRBの資産（積み上げ）



(注) 10億ドル。2006年 1 月 4 日～24年 1 月17日、週次。

(出所) FRB, H. 4. 1より作成。

のの) 着実に減少しており、そのスピードは前回のBS削減時(一七年一〇月—一九年七月)よりも速い。ただ負債の側を見ると、その項目ごとの減少は一樣でなくむしろバラバラである(図表4)。図表4を直近五年間について拡大したのが図表5であるが、これを見ると、今回のBS縮小開始からの変化を二つの時期に区分できることがわかる。削減開始の二二年六月から二三年五月までを第一期、それ以降二三年一二月までを第二期とすると、主な変化は、

第一期(二二年六月—二三年五月)・・政府預金のみが減少(準備預金とRRPは変わらず)

第二期(二三年六月—二三年一二月)・・RRPが大きく減少(準備預金と政府預金は増加)

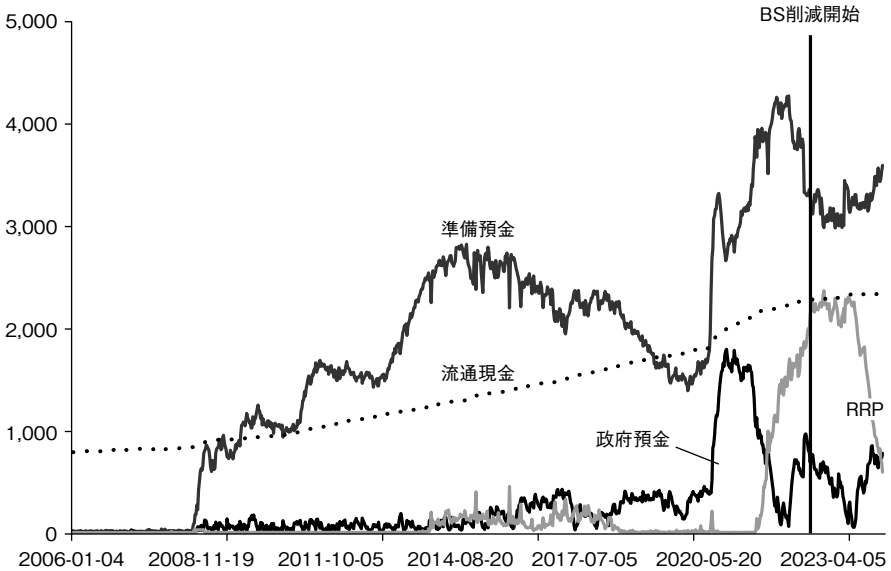
となる。通常であれば、中央銀行のBSにおける主な負債項目は準備預金であるため、資産を削減するとそれに応じて準備預金が減少することになる。ところが、ここ数年、FRBの負債ではRRP(≡MMFとの翌日物リバースレポ)MMFからの事実上の預金⁽³⁾が一定のウェイトを占めており、今回のBS削減においては準備預金が減少しない(どころか微増している)一方で、RRPが大きく減少している。また政府預金の変動も大きい。これらをどう解釈するかが問題となつているのである。

2 政府預金・RRP・国債発行

では、そもそも中央銀行の資産の削減はどのようなメカニズムで負債項目を縮小させるのか、基本に立ち返って確認してみよう⁽⁴⁾。

FRBが満期の到来した国債一〇〇を再投資しなかったとしよう。一〇〇は財政資金(政府預金)から償還されるため、FRBのBS上、資産側の国債が一〇〇減少し、負債側の政府預金が一〇〇減少することになる。

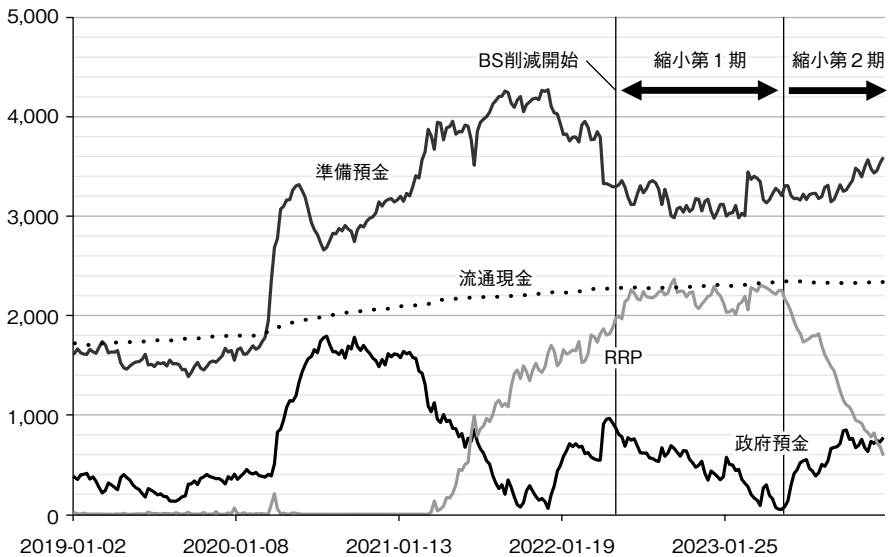
図表4 FRBの負債（項目別）



(注) 図表3に同じ。ただし、作図の関係上「その他の負債」を表示していない。

(出所) 図表3に同じ。

図表5 FRBの負債（項目別、2019年～）



(注) 図表4に同じ。ただし、2019年1月2日～24年1月17日。

(出所) 図表3に同じ。

しかし中銀の負債項目の変化はこれだけではない。政府預金は、財政収支（公共支出や納税など）や国債の発行・償還に伴う受け払いによっても大きく変化する。そして財政資金の動きは、民間のFRB預金（＝準備預金＋RRP）も左右することになる（変化の小さい現金については本稿では触れない）。つまり、①財政支出（例えば公共投資）は政府預金を減少、民間のFRB預金を増加させ、②財政収入（例えば納税）は民間のFRB預金を減少、政府預金を増加させる。そして、③国債の純発行（発行額－償還額）は、民間から資金を吸収するため、民間のFRB預金を減少させ、政府預金を増加させるのである。

以上を踏まえて、改めてFRBのBSを見てみよう。

まず、第一期（二二年六月―二三年五月）の資産の減少額は約五千億ドルであったが、政府預金はそれよりも大きく七千億ドル減少している。この期間には、国債純発行額が小さく（一兆ドル）、財政赤字分をカバーできなかったため、その分も政府預金が減少しているのである。

この間の国債発行が少なかったのは、政府債務が二三年一月に法定の上限（三一・四兆ドル）に達したため、その前後、新たな国債発行が困難だったためである。図表6で最近の国債発行残高（＝純発行の推移）を見ると、①コロナ禍に見舞われた二〇年春に短期国債が大量に発行され、その後長期債で借り換えられていること、②それ以降二三年夏までは長短期いずれの国債も（超長期債の微増を除けば）残高が伸びていないことがわかる。二二年半ばから二三年半ばまで国債発行は抑制されていたのである。そこでその期間、政府は、積み上げていた政府預金の取り崩しで、国債の償還その他の必要な財政支出を賄っていたのである。

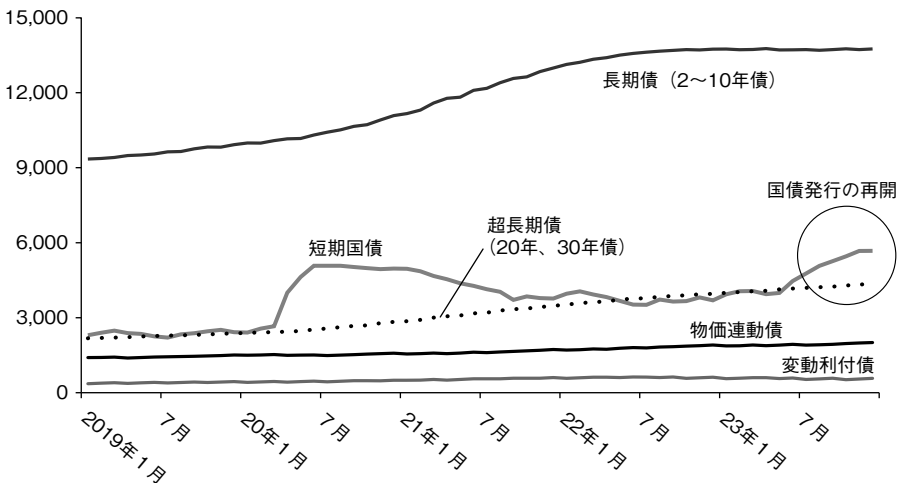
しかし第二期（二三年六月―十二月）になると、FRBの資産は七千億ドル減少しているが、政府預金は逆に六千億ドル増加しており、対照的にRRPが一・三兆ドルも減少している（図表5）。この変化をもたらした最

大の要因は、国債発行の再開である。六月初めに政府の債務上限規制を二五年一月まで停止する法律（財政責任法）が成立したことを受け、昨年下半年の国債の純発行は一・五兆ドルに達しており（図表6）、同期間の財政収支赤字一兆ドルを大きく上回った。国債発行額のうち、国債償還額や財政赤字を超える部分は政府預金として積み上げられ、それが六千億ドルだったのである。

では、この第二期に、RRPが大幅に減少したのはなぜだろうか。RRPとは実態としてはMMFのFRB預金であるが、それが急減した理由も（短期）国債の発行再開にある。

図表7は、MMFの過半を占める「ガバメントMMF」の資産構成を示したものであるが、これを見ると、昨年六月からすなわち上記の第二期の始まりから短期国債投資が増え、その分RRPが減少していることがわかる。今回とは逆に、短期国債の残高が減少した二一年夏（図表6）には、MMFの資産構成においても短期国債が減少しRRPが増加している。このように、両者はMMFの投資先とし

図表6 国債発行残高



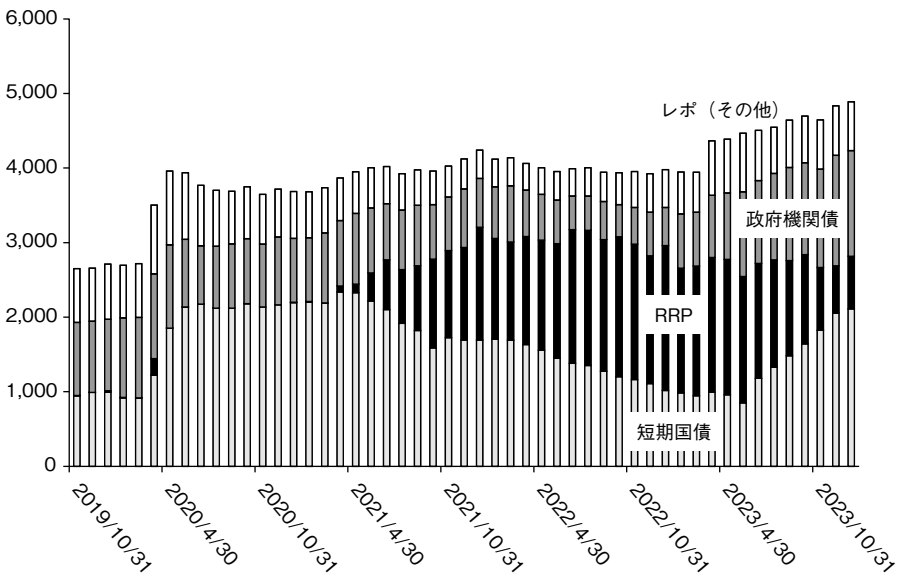
(注) 10億ドル。2019年1月～23年12月、月末。市場性国債の公衆保有分。

(出所) US Department of the Treasury (Bureau of the Fiscal Service), "US Treasury Monthly Statement of the Public Debt"より作成。

て代替的な関係にあるのである。その理由は短期国債の発行状況が短期市場金利に大きな影響を与えるからである。すなわち、短期国債の発行が増えると供給増によって短期国債価格が下落する（利回りが上昇）。また、国債の増発は、債券デیلラーの資金調達ニーズを高めることにもなり、その主な資金調達先であるレポの利回りに上方圧力を加える。他方、RRPのレートは政策金利の一つとして低位に固定されている。したがって、短期国債の増発は、その利回りやレポ・レートを上昇させ、MMFはRRPからそれらに資金を移動させることになるのである。

そして、前述のように二三年六月から、債務上限ルールが停止されたため短期国債の発行が急増すると（図表6）、それを受けて、MMFはそれまでRRPとしてFRBに預けていた資金を再び短期国債投資に振り向けたのである。

図表7 ガバメントMMFの資産構成



(注) 10億ドル。2019年10月～23年12月、月末。

(出所) Investment Company Institute, "Monthly Taxable Money Market Fund Portfolio Summary," various issues, table 1より作成。

3 RRPの減少とBS縮小スピードの緩和

このように見てくると、今年初め頃から市場関係者の間で浮上した、△BSの削減がRRPの急速な減少をもたらしており、それがゼロに近づいた段階で、FRBは縮小策を見直すのではないかと△との見方には、いくつかの点で補足説明が必要であるように思われる。RRPの縮小をもたらした最大の要因は、BSの削減ではなく、(債務上限問題の停止を受けた)短期国債発行の急増である。MMF資金全体は、図表7が示すように増加傾向にあり、レポ市場に提供可能な(潜在的)資金は極めて潤沢であると言ってよいであろう。

もちろん、財務省の国債発行政策に大きな変化がなく、RRPがゼロに近づくと仮定した場合、今後のBSの縮小は準備預金を減少させることになる。FRB保有国債が償還され、それに伴う政府預金の減少を国債発行によつて賄えば、その金額だけ民間資金が吸収されるからである。しかし、政府預金は足元八千億ドルと高水準にある。つまり、財務省からすると短期国債のさらなる増発ニーズは必ずしも高くない。

準備預金を見ると、この間むしろ増加傾向にあり、長期的なトレンドから見ても(例えば、GDPと比較的安定的な関係にある流通現金との比較で見ても)、その水準は極めて高い。このように、政府預金や準備預金の現在の規模に着目すれば、現時点でFRBのBS削減ペースを緩和する必要性は高くないように見える。△これまでのBS削減によつて市場や金融機関の流動性が急減している△といった状況にはないのである。

しかし他方で、こうした△総額▽で見た準備預金等の流動性の大きさと、個別金融機関の流動性の状況やその時々資金調達の難易度、市場におけるパニック的な資金逼迫の発生可能性は区別されるべきである。例えば、留意されるべき点として、まず、準備預金の金融機関ごとの偏りがある。昨年春の連鎖的な地銀破綻前後には、中小銀行から大手銀行への大規模な預金の移動が生じた。そうした業態や個別金融機関ごとの流動性状況は総額

レベルでの準備預金額からは見ることができない。次に、補完的レバレッジ規制やMMFへの規制強化などリーマン・ショック後に導入された金融規制が、金融機関のBS拡大に制約を課し、裁定取引の柔軟性を阻害している点も見逃すことができない。さらには、準備預金⁽⁷⁾が額としては巨額であるものの、それが急速に減少するとなれば、余剰準備に慣れた市場にどのようなインパクトを与えることになるのか、FRBとしても予測しづらい点があるのではないかと思われる。

前回のBS削減時の推移も、FRBの判断に大きな影響を与えているであろう。

前回は、二〇一七年一〇月から一九年七月までBSの削減が実施されたが、停止に至るプロセスは順調とは言えなかった。FRBは一九年三月、米中貿易摩擦等による景気低迷懸念を背景に、削減ペースを五月から半分に落とし九月には削減を停止すると発表したのであるが、七月に急遽二ヶ月前倒しして削減を停止することになった。しかもその二ヶ月後の九月にレポ金利の急騰が発生し市場は混乱したのである⁽⁸⁾。FRBは余剰準備下での短期金利コントロールの難しさを痛感したのではないだろうか。

FRBが、昨年末からBS削減ペースの緩和について検討を始めたのは、これらを背景に慎重な姿勢を示したものであると思われる。

おわりに

そしてもう一つの論点が、SRF (Standing Repo Facility) の機能をどう見るかである。SRFは、上述のレポ・レート急騰への反省から二一年七月に導入された、FRBのバックストップ的な資金供給手段である⁽⁹⁾。これにより、市場は無条件で資金調達可能であるため、理屈上それを超えてレポ・レートが上昇するとは考えにく

い。

にもかかわらず削減ペースを減速するとなれば、まだ実際に利用されたことのないS R Fの機能にF R Bが十分な自信をもっていないということなのかもしれない。

また、F R Bは今年金利の引き下げに転じると見込まれているが、物価の状況等を見ながら引き下げの実施あるいは延期と（金融緩和の効果をもつ）削減ペース減速の組み合わせが様々に検討されることになる可能性もあるだろう。

注

- (1) ①昨年一二月のF O M Cでは、「数名の参加者が、B S縮小のペースを緩和する決定を左右するテクニカルな要因について議論が始める」ことが「適当と提案」している (Minutes of the Federal Open Market Committee, December 12-13, 2023, p. 8)。②また、ダラス連銀総裁は一月の講演で以下のように述べた。「R R Pが急速に減少しており、私は、F R Bの資産削減ペース緩和の決定を左右する指標について検討するべきだと思う。私の個人的な意見であるが、R R Pが低水準に近づいている状況下で我々はB S削減のペースを緩和すべきであろう。B Sの正常化にかかる時間をさらに長くすることは、資金の再分配をスムーズにし、早期の正常化停止の可能性を小さくし、結局は、より効率的なB Sへの到達にプラスとなるだろう」 (Lorie K. Logan, "Opening remarks at panel on Market Monitoring and the Implementation of Monetary Policy," January 06, 2024)。ダラス連銀総裁がかつてニューヨーク連銀においてオベの担当責任者 (S O M A マネジャー) や副総裁を務めていたことも、この発言への注目度を高めることになった。③そして、今年一月のF O M C後の会見でB Sの削減ペースについて質問されたパウエル議長は、今回の委員会

でも多少議論しているが、次の三月の委員会でも深く議論する予定である旨答えている (FRB, "Transcript of Chair Powell's Press Conference," January 31, 2024, pp. 19-20)。三月に削減ペースの緩和 (の予定) が示される可能性が高まっていると見られる。

- (2) 国債以外の削減が進んでいないのは以下の理由による。政府機関債については、FRB保有分の残存期間がすべて五年以上のためである (そもそもFRBの保有する政府機関債の金額は非常に小さい)。MBSについてもほとんどの満期は一〇年以上先である (図表2)。ただし、住宅ローンの場合、金利が低下すると借り手はローンを借り換えて期限前に返済することがあり、そうなるとMBSも早期に償還されることになる。しかしこの間、FRBの金利引き上げに伴い住宅ローン金利も上昇が続き、期限前償還は進んでいない。FRB保有MBSの削減が計画の半分程度にとどまっているのはそのためである。

- (3) RRPについては、拙稿「FRB・RRP・MMF—資金余剰下の金利引き上げ」『証券経済研究』第一二四号、二〇二三年一二月参照。

- (4) FRBのバランスシート縮小と準備預金、RRPの関係については、FRB自身による平易な解説がある。^①Marco Cipriani, James Clouse, Lorie Logan, Antoine Martin, and Will Riordan, "The Fed's Balance Sheet Runoff and the ON RRP Facility," Federal Reserve Bank of New York *Liberty Street Economics*, April 11, 2022. ^②Deborah Leonard, Antoine Martin, Simon M. Potter, and Brett Rose, "How the Fed Changes the Size of Its Balance Sheet: The Case of Mortgage-Backed Securities," Federal Reserve Bank of New York *Liberty Street Economics* (blog), July 11, 2017.

- (5) 資産総額が債券保有額ほど減っていないのは、一三年三月の地銀破綻への対応として、公定歩合貸出等が増加したた

めである。地銀破綻に対する対応については、拙稿「シリコンバレー銀行の破綻と資金フロー―預金・MMF・FRB―」本誌二〇二三年四月号参照。

- (6) ガバメントMMFとは、その資金の九九・五%以上を、現金、国債、政府機関債およびそれらを担保とするレポで運用することを義務づけられているMMFで、昨年末時点の残高は四・九兆ドルとMMF全体の八三%を占める。MMFには他に、民間債務への投資が認められたプライムMMF（同〇・九兆ドル）、免税地方債に投資する免税MMF（同〇・一兆ドル）がある。

- (7) FRBは、今回のBSの削減を開始した際に、BSの削減は、「準備預金が余剰準備体制と両立可能な水準を若干上回る額に達した時」に停止するつもりをあらかじめ明らかにしているが（FRB, "Plans for Reducing the Size of the Federal Reserve's Balance Sheet," May 4, 2022）、それが具体的にいくらなのかは示されていない。本文に挙げた問題等を考えれば、それを事前に示すとは不可能なのではないかと思われる。余剰準備体制の下での適切な準備預金額を検討したFRBの文献には、①Adam Copeland, Darrell Duffie, and Yilin Yang, "Reserves Were Not So Ample After All," *Federal Reserve Bank of New York Staff Reports*, no. 974, July 2021; ②Gara Afonso, Gabriele La Spada, and John C. Williams, "Measuring the Ampleness of Reserves," *Federal Reserve Bank of New York Liberty Street Economics*, October 5, 2022; ③Gara Afonso, Darrell Duffie, Lorenzo Rigon, and Hyun Song Shin, "How Abundant Are Reserves? Evidence from the Wholesale Payment System," *Federal Reserve Bank of New York Staff Reports*, no. 1040, November 2022; ④Haubrich, Joseph, "Federal Reserve Balance-Sheet Policy in an Ample Reserves Framework: An Inventory Approach," Working Paper, no. 23-25, Federal Reserve Bank of Cleveland, 2023年5月28日。

(8) 二〇一九年九月の短期金利の急騰については、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月号

参照。

(9) SRFが通常のレポ・オペと異なるのは、①スタンディング形式であること、つまり実施のタイミングや金額はFRB

Bではなく金融機関の申し出で決まり、FRBはそれに受動的に応じるものであること（上限は総額で五千億ドル）、

②適格取引参加者として、プライマリー・ディーラー（現在二四社）に加えて銀行（二六社）が認められていること、

にある。また窓口貸出（公定歩合貸出）と異なるのは、①取引参加者が銀行に限定されず、②貸出ではなくレポ取引

であること、③最低金利は設定されているものの、入札形式をとっていること、にある。そして最低金利は、FFレ

ト誘導目標の上限（現在五・五％）に設定されているため、通常時にはSRFを利用する者はいない（実際、手続き

の確認を目的としたごく少額の取引を除くと実質的な取引は行われたことがないと見られる）。しかし何らかの事情

で市場金利に強い上昇圧力がかかった場合、金融機関はSRFで資金調達可能であるため、金利の急騰は未然に防が

れるはずである。SRFについては、拙稿「SRF導入の背景―FRBと国債市場―」本誌二〇二二年一二月参照。

（い） ず ひさし・客員研究員

インドの個人による株式デリバティブ取引

～インド証券取引委員会調査報告～

吉川 真裕

二〇二三年一月二五日にインド証券取引委員会 (Securities and Exchange Board of India : SEBI) は個人投資家の株式デリバティブ取引に関する調査報告⁽¹⁾を公表した。この調査報告はナショナル・ストック・エクスチェンジ・オブ・インディア (NSE) での二〇二二年度 (二〇二一年四月―二〇二二年三月) の個人投資家による取引の多いブローカー一〇社 (個人投資家取引の六七%) のデータに基づいて、二〇一九年度と二〇二二年度の各一年間における個人による株式デリバティブ取引の結果を比較したものである。この報告書の背景には近年における個人投資家による株式デリバティブ取引の急増があり、大半の投資家が損失を被っていることを周知し、個人投資家に株式デリバティブ取引に安易に参加することを戒めようとしたものと考えられる。また、若年層や地方居住者の新規の取引参加が報じられていることから、コロナ前とコロナ後で比較をおこなって近年の傾向を把握しようとしているものとも考えられる。さらに、個人投資家による株式デリバティブ取引の特性別損益状況を広範囲に調査したという結果は他国にもあまり例がなく、興味深い結果を提供しているとも言える。

本報告ではSEBIの調査報告に基づいて、契約数では五年連続世界一で拡大著しいインドのデリバティブ市場の中心である株式デリバティブ市場における個人投資家による取引について考察する。

1 投資家数と損益状況

図表1は二〇一九年度と二〇二二年度の各一年間における個人投資家数と損失投資家比率・利益投資家比率をそれぞれ表わしている。全体で七十一万人から四五二万人に三年間で五・四倍に増加しており、損失比率は八五％から八九％に増え、利益比率は一五％から一一％に減っていることがわかる。これを年間六回以上取引したアクティブ投資家とノン・アクティブ投資家に分けてみると、アクティブ投資家では六二万人（八七％）から三九八万人（八八％）に五・四倍、損失比率は八七％から九〇％に、利益比率は二三％から一〇％に、ノン・アクティブ投資家では九万人（二三％）から五五万人（二二％）に五・二倍、損失比率は七〇％から八三％に、利益比率は二四％から一七％になっていることがわかる。この数字によれば投資家数の増加率ではアクティブ投資家を上回っているが、いずれの年でも損失比率で上回っているものの、損失比率の増加度合いでは下回っていたことがわかる。なお、アクティブ投資家の利益上位五％と損失上位五％を除いた修正アクティブ投資家という分類もおこなわれており、

図表1 個人投資家数と損失比率・利益比率

Table A.1.1: Individual Traders' Participation in Equity F&O Segment

	All Individual Traders		Active Individual Traders		Non-active Individual Traders		Active Trimmed Individual Traders	
	FY19	FY22	FY19	FY22	FY19	FY22	FY19	FY22
Total number of individual traders (sample)	7,06,757	45,24,841	6,17,652	39,76,419	89,105	5,48,422	5,55,886	35,78,777
% of total	100%	100%	87%	88%	13%	12%	79%	79%
% of Loss makers during the year	85%	89%	87%	90%	76%	83%	91%	94%
% of Profit makers during the year	15%	11%	13%	10%	24%	17%	9%	6%

Note:

Active Individual traders: Individual traders who traded in equity F&O segment more than 5 times in a year

Active Trimmed distribution excludes outliers from the group of active individual traders i.e. trimming of top 5 and bottom 5 percentile from the P&L distribution of all active individual traders.

この分類では五六万人（七九％）から三五八万人（七九％）に五・四倍、損失比率は九一％から九四％に、利益比率は九％から六％になっていた。

図表2は二〇一九年度と二〇二二年度の各一年間における個人投資家の損益状況をそれぞれ表わしている。全体では平均で一・二・七万ルピーから一・八・三万ルピー、中央値で一・二・二万ルピーから一・六万ルピー、利益を出した投資家の平均は一四・七万ルピーから一五・二万ルピーに、損失を出した投資家の平均は一七・四万ルピーから一一・一万ルピーであったことがわかる。この数字によれば損失比率は増えていたものの、損失額は減少しており、利益を出した者の平均利益額は増加していたことがわかる。なお、ノン・アクティブ投資家でも損失額は減少しているものの、利益を出した者の平均利益額は減少しており、アクティブ投資家とは異なっていたこともわかる。

図表3は修正アクティブ投資家の損益状況を、図表4は修正アクティブ投資家の損益状況の分布をそれぞれ表わしている。図表3からは修正アクティブ投資家はノン・アクティブ投資家

図表2 個人投資家の損益状況

Table A.2.1: Summary Statistics of P&L of Individual Traders in Equity F&O Segment

	All Individual Traders		Active Individual Traders		Non-active Individual Traders	
	FY19	FY22	FY19	FY22	FY19	FY22
Average P&L	-1,26,909	-82,536	-1,44,194	-93,357	-7,096	-4,075
Median P&L	-21,644	-15,872	-30,577	-21,769	-1,117	-663
25 percentile P&L	-96,557	-66,373	-1,17,602	-80,221	-4,786	-2,909
% of individual traders made loss	85%	89%	87%	90%	76%	83%
% of individual traders made profit	15%	11%	13%	10%	24%	17%
Average profit made by profit makers	1,46,791	1,51,997	1,81,919	1,86,399	10,927	6,221
Average loss made by loss makers	-1,73,646	-1,11,216	-1,94,020	-1,24,528	-12,730	-6,217
Average net trading profit made by profit makers	1,75,332	1,78,702	2,17,674	2,19,308	11,570	6,641
Average net trading loss made by loss makers	-1,38,958	-90,512	-1,55,019	-1,01,260	-12,098	-5,737

Note: All Values are in Rs.

図表 3 修正アクティブ投資家の損益状況

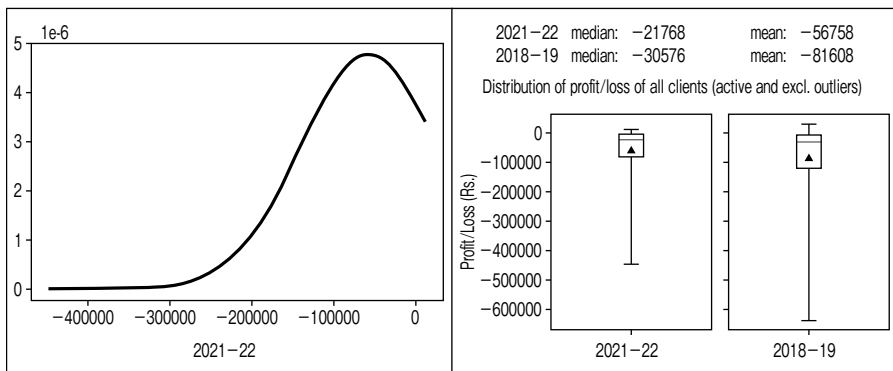
Table A.2.2: Summary Statistics of P&L of Active Individual Traders (excluding Outliers)

	Active Trimmed	
	FY19	FY22
Average P&L	−81,608	−56,758
Median P&L	−30,576	−21,768
25 th percentile P&L	−1,01,563	−69,489
% of individual traders made loss	91%	94%
% of individual traders made profit	9%	6%
Average profit made by profit makers	8,347	3,365
Average loss made by loss makers	−90,691	−60,314
Average net trading profit made by profit makers	15,989	7,030
Average net trading loss made by loss makers	−68,469	−46,969

Note: All Values are in Rs.

図表 4 修正アクティブ投資家の損益分布

Chart A.2.1: Distribution of P&L of Individual Traders (Active Trimmed)



と同様に損失額は減少しているものの、利益を出した者の平均利益額は減少しており、アクティブ投資家とは異なっていたことがわかる。投資家数では七九％を占める修正アクティブ投資家と一二％を占めるノン・アクティブ投資家で利益を出した者の平均利益額は減少しているものであるから、一部のアクティブ投資家の利益額は増加していても大半の投資家の利益額は増加してはいないことが確認できる。また、図表4からは修正アクティブ投資家の最大損失額と下位二五％の損失額が大幅に減少しており、損失の分布が狭まっていたことが確認できる。

2 年齢別投資家比率と損益状況

調査報告は①二〇歳未満、②二〇歳超三〇歳未満、③三〇歳超四〇歳未満、④四〇歳超五〇歳未満、⑤五〇歳超六〇歳未満、⑥六〇歳以上という個人投資家の年齢別にも分類をおこなっている。グラフによれば全体では二〇一九年度で①不明（僅少）、②一一％、③四三％、④二五％、⑤一一％、⑥一〇％、二〇二二年度で①不明（僅少）、②三六％、③三九％、④一五％、⑤五％、⑥三％であるから、シェアの増減は①不明（僅少だが増加）、②二五％増、③四％減、④一〇％減、⑤六％減、⑥七％減であり、②二〇歳超三〇歳未満の大幅増加（および①二〇歳未満のわずかな増加）と他の年齢層のシェア減少が確認できる。ただし、シェア減少といっても投資家数は五・四倍に増えているのであるから絶対数で減少しているわけではないことに注意をする必要がある。これを修正アクティブ投資家で見れば二〇一九年度で①不明（僅少）、②二一％、③四四％、④二五％、⑤一〇％、⑥九％、二〇二二年度で①不明（僅少）、②三八％、③四〇％、④一四％、⑤五％、⑥三％であるから、シェアの増減は①不明（僅少だが増加）、②二七％増、③四％減、④一一％減、⑤五％減、⑥六％減であり、②二〇歳超三〇歳未満の大幅増加（および①二〇歳未満のわずかな増加）と他の年齢層のシェア減少が確認できる。

また、二〇二二年度に利益を出した投資家の比率をグラフから読み取ると、全体では①三％、②一％、③二七％、④二五％、⑤一六％、⑥一六％であり、年齢別投資家比率との差は①三％、②―二五％、③―一二％、④一〇％、⑤一一％、⑥一三％であるから、②二〇歳超三〇歳未満と③三〇歳超四〇歳未満のシェアが大幅に少ないことがわかる。同様に修正アクティブ投資家を見ると、①一％、②三二％、③三九％、④一六％、⑤七％、⑥五％であり、年齢別投資家比率との差は、①一％、②―六％、③―一％、④二％、⑤二％、⑥二％であるから、②二〇歳超三〇歳未満と③三〇歳超四〇歳未満のシェアは少ないが全体ほど大きな違いはなく、修正アクティブ投資家ではない投資家で差が大きくなっていることが確認できる。

図表 5 個人投資家の年齢別損益状況

Table A.3.1.1: Average P&L across age groups

Age groups	Average P&L	Average profit made by profit makers	Average loss realized by loss makers	Average P&L	Average profit made by profit makers	Average loss realized by loss makers
	FY19			FY22		
	All Individual Traders					
<20	−4,11,964	11,26,282	−10,42,881	−9,257	4,91,825	−65,780
20−30	−59,835	60,453	−77,387	−48,741	58,283	−58,735
30−40	−95,261	85,819	−1,21,342	−93,702	1,07,378	−1,16,821
40−50	−1,50,382	1,62,157	−2,06,138	−1,21,895	2,06,558	−1,72,651
50−60	−2,08,134	1,81,194	−2,90,151	−1,20,892	2,99,920	−2,08,661
>60	−1,79,994	2,51,569	−2,88,478	−1,10,214	3,75,255	−2,44,970
Active Trimmed Distribution						
<20	−1,26,541	10,604	−1,46,716	−27,161	2,882	−28,864
20−30	−49,575	6,944	−55,278	−40,799	3,019	−43,266
30−40	−73,753	7,790	−81,197	−62,994	3,415	−66,780
40−50	−94,367	8,856	−1,04,778	−73,001	3,721	−77,795
50−60	−99,937	9,198	−1,12,310	−75,322	3,834	−81,301
>60	−1,02,662	9,593	−1,17,712	−82,397	4,124	−89,806

Note: Values are in Rs.

図表5は二〇一九年度と二〇二二年度の全体と修正アクティブ投資家の年齢別損益状況をそれぞれ表わしており、図表2と図表3とほぼ同じ傾向が確認できる。全体では二〇一九年度から二〇二二年度にかけて損失額と損を出した投資家の損失額はマイナスが小さくなっており、利益を出した投資家の利益額は①二〇歳未満、②二〇歳超三〇歳未満を除いて増加していた。他方、修正アクティブ投資家では損失額と損を出した投資家の損失額はマイナスが小さくなっており、利益を出した投資家の利益額もすべての年齢で減少していた。したがって、修正アクティブ投資家では年齢別に大きな違いは見られないが、修正アクティブ投資家ではない投資家で年齢別に大きな違いがあることが確認できる。

3 男女別投資家比率と損益状況

調査報告は男女別にも分類をおこなっており、全体では二〇一九年度は男性八〇%、女性一九%、二〇二二年度は男性八四%、女性一六%と男性の比率が上昇していた。ただし、女性の比率が減少していたといっても投資家数は五・四倍に増えているのであるから絶対数で減少していたわけではない。

二〇二二年度に利益を出した投資家の比率をグラフから読み取ると、全体では男性六七%、女性一八%、投資家比率との差は男性一七%、女性十二%（合計が〇にならないのは未分類による）、修正アクティブ投資家では男性七九%、女性二一%、投資家比率との差は男性一五%、女性十五%であるから投資家数に対する利益を出した投資家数の比率では女性が男性を上回っており、修正アクティブ投資家に含まれない投資家でその傾向が顕著であることが確認できる。

図表6は二〇一九年度と二〇二二年度の全体と修正アクティブ投資家の男女別損益状況をそれぞれ表わしてお

り、図表2と図表3とほぼ同じ傾向が確認できる。全体では二〇一九年度から二〇二二年度にかけて損失額と損を出した投資家の損失額はマイナスが小さくなっており、利益を出した投資家の利益額は男性で一六％、女性で二％増加していた。他方、修正アクティブ投資家では損失額と損を出した投資家の損失額はマイナスが小さくなっており、利益を出した投資家の利益額は男性で五九％、女性で五九％減少していた。したがって、修正アクティブ投資家では男女年に大きな違いは見られず、修正アクティブ投資家ではない投資家で男女別に大きな違いがあることが確認できる。

4 居住地別投資家比率と損益状況

調査報告では一五の都市（不明）を選んで五都市ずつをティアⅠ、ティアⅡ、ティアⅢとし、その他を含めた四つの居住地別にも分類をおこなっている。グラフによれば全体では二〇一九年度で①ティアⅠ二五％、②ティアⅡ五％、③ティアⅢ不明（僅少）、④その他六九％、二〇二二年度で①ティアⅠ一五％、②ティアⅡ四％、③ティアⅢ不明（僅少）、④その他七九％であるから、シェアの増減は①ティアⅠ一〇％減、②ティアⅡ一％減、③ティアⅢ不明（僅少）、④そ

図表6 個人投資家の男女別損益状況

Table A.3.2.1: Average P&L across gender group

Age groups	Average P&L	Average profit made by profit makers	Average loss realized by loss makers	Average P&L	Average profit made by profit makers	Average loss realized by loss makers
	FY19			FY22		
All Individual Traders						
Female	−1,24,186	1,62,524	−1,86,809	−79,480	1,88,196	−1,29,421
Male	−1,25,631	1,30,590	−1,66,330	−83,651	1,32,834	−1,07,594
Active Trimmed Distribution						
Female	−88,058	9,116	−99,882	−62,634	3,707	−67,673
Male	−79,863	8,107	−88,317	−55,688	3,284	−59,002

Note: Values are in Rs.

の他一〇％増であり、④その他における顕著なシェア上昇が確認できる。ただし、一五都市でのシェア減少といっても投資家数は五・四倍に増えているのであるから絶対数で減少しているわけではない。

二〇二二年度に利益を出した投資家の比率をグラフから読み取ると、全体では①四二％、②七％、③一％、④五〇％、居住地別投資家比率との差は①十二七％、②十三五％、③十一％、④一二九％、二〇二二年度に損失を出した投資家の比率は全体では①二一％、②五％、③一％、④七三％、居住地別投資家比率との差は①十六％、②十一％、③十一％、④一六％であるから、拡大著しい④その他では利益を出した投資家の比率が大幅に低く、損失を出した投資家の比率は若干低いことが確認できる。同様に修正アクティブ投資家を見ると、二〇二二年度に利益を出した投資家の比率は①一八％、②五％、③二％、④七五％、全投資家比率との差は①一二四％、②一二％、③十一％、④十二五％、二〇二二年度に損失を出した投資家の比率は①一

図表 7 個人投資家の居住地別損益状況

Table A.3.3.1: Average P&L across City Groups

City groups	Average P&L	Average profit made by profit makers	Average loss realized by loss makers	Average P&L	Average profit made by profit makers	Average loss realized by loss makers
	FY19			FY22		
All Individual Traders						
Tier-I	−1,59,444	2,53,236	−2,45,745	−88,925	3,06,174	−1,58,516
Tier-II	−1,60,665	1,53,615	−2,23,978	−91,650	1,86,108	−1,34,140
Tier-III	−98,395	81,712	−1,28,667	−75,412	92,215	−95,658
Other Cities	−1,12,964	97,611	−1,45,649	−80,921	1,06,215	−1,01,674
Active Trimmed Distribution						
Tier-I	−90,562	8,895	−1,01,888	−63,409	3,672	−68,159
Tier-II	−86,558	8,882	−97,495	−61,228	3,555	−65,449
Tier-III	−72,861	7,198	−80,987	−55,524	3,389	−59,121
Other Cities	−78,352	8,104	−86,623	−55,363	3,286	−58,691

Note: Values are in Rs.

六%、②五%、③一%、④七八%、全投資家比率との差は①一五%、②±〇%、③±〇%、④十五%であるから、全投資家とは対照的に修正アクティブ投資家では拡大著しい④その他では利益を出した投資家の比率が大幅に高く、損失を出した投資家の比率は若干低いことが確認できる。

図表7は二〇一九年度と二〇二二年度の全体と修正アクティブ投資家の居住地別損益状況をそれぞれ表わしており、図表2と図表3とはほぼ同じ傾向が確認できる。全体では二〇一九年度から二〇二二年度にかけて損失額と損を出した投資家の損失額はマイナスが小さくなっており、利益を出した投資家の利益額は増加していた。他方、修正アクティブ投資家では損失額と損を出した投資家の損失額はマイナスが小さくなっており、利益を出した投資家の利益額もすべての居住地で減少していた。したがって、修正アクティブ投資家では居住地別に大きな違いは見られないが、修正アクティブ投資家ではない投資家で居住地別に大きな違いがあることが確認できる。

注

- (1) Securities and Exchange Board of India, "Analysis of Profit and Loss of Individual Traders dealing in Equity F&O Segment", 11 October 2023 (https://www.sebi.gov.in/reports-and-statistics/research/jan-2023_study-analysis-of-profit-and-loss-of-individual-traders-dealing-in-equity-fando-segment_67525.html).

(よしかわ まさひろ・客員研究員)

米国株式取引の取引所市場と店頭市場の取引シェア

（取引市場はどのように選択されているのか）

志馬 祥紀

1 はじめに

米国株式市場における取引所市場と店頭市場のシェアは、過去数年間にわたり「取引所市場減・店頭市場増」のトレンドが続いてきた。しかし、二〇二二年については一時的に取引所市場シェアが回復しており、上記傾向が成立していない。

本稿では、二〇二二年について、取引所シェアが上昇した理由について、株式市場全体及び個別の取引所市場について、日々データを分析することで検討する。

2 米国株式市場の概要

図表1・2は、米国株式（レギュレーションNMS銘柄、ETFを含む）について、全市場の取引高、取引所及び店頭市場シェアの推移を示している（ただし二〇二三年データは一一〇月間を対象）。市場全体の取引高は拡大傾向が続く一方で、取引所シェアは減少、店頭市場シェアの上昇傾向が継続している（ただし、二〇二二年については、取引所シェアが回復しており、例外的な年となっている）。

3 米国株式市場の変化（量的変化、注文執行市場の変化）に関する考察

こうした市況の変化について、志馬（二〇二三）では、リテール・ブローカーによる委託手数料ゼロ化の動き（ゼロ・コミッション化）の進展に伴い、証券市場の状況が変化した可能性を指摘した。これはPankaj, et al（2021）による、以下の考察に基づいている。

二〇一九年末に活発化した、リテール・ブローカーによる取引手数料のゼロ・コミッション化の進展により、投資家行動が変容した。個人投資家は「取引コストの無料化（委託取引手数料という明示的コストの消滅）」に加えて、取引注文を集約する必要がなくなり、それまで一取引にまとめて執行されていた注文が、より細分化して執行するようになった。その結果、取引執行回数拡大や一取引当たり株数の低下が発生した。

これら個人投資家注文の多くは、リテール・ブローカーからホールセラーやマーケットメイカーに送られ、その後、店頭取引において執行されている。その際に、リテール・ブローカーはホールセラーやマーケットメイカーに注文を送信する見返りとして、ペイメント・フォー・オーダー・フロー（PFOF）と呼ばれるリベートを取得している。

こうした投資家行動の変容がもたらした市場状況の変化について、Mittal H. and Berkow K. (2021)によれば、以下のようになっている。

図表 1 市場全体の株式取引高及び市場シェア

（単位：10億株）

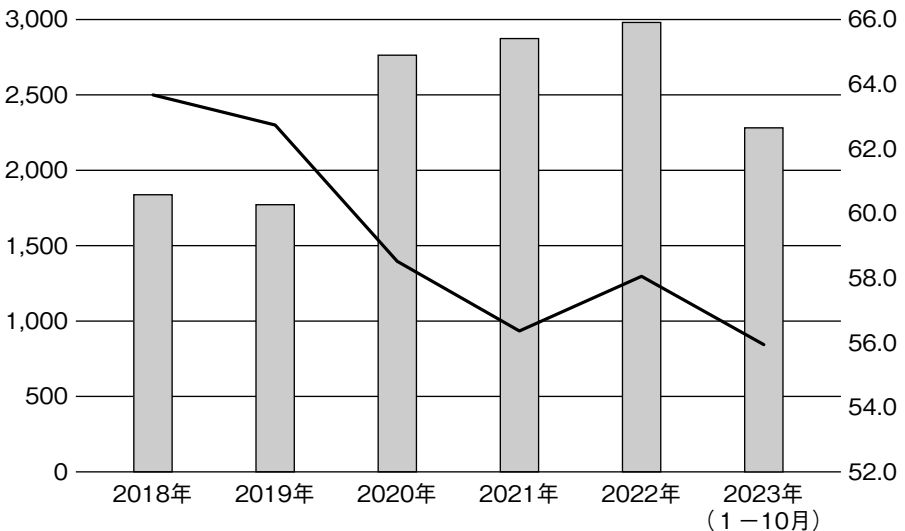
株式取引高				取引所	店頭市場
	取引所市場	店頭市場	全市場合計	シェア	シェア
2018年	1,170	667	1,837	63.7%	36.3%
2019年	1,111	660	1,771	62.7%	37.3%
2020年	1,617	1,146	2,763	58.5%	41.5%
2021年	1,619	1,254	2,873	56.4%	43.6%
2022年	1,730	1,250	2,980	58.1%	41.9%
2023年（1－10月）	1,280	1,008	2,289	55.9%	44.1%

マーケットメイカーやホールセラーが、個人投資家注文を扱うリテール・ブローカーに対し多額のPFOFを支払う理由として、個人投資家注文のもつ性質が挙げられる。

マーケットメイカーは、投資家に売買気配を提示、執行することで取引流動性を提供しているが、顧客の注文執行後、マーケットメイカーの予想と逆方向に市場価格が変動した場合、マーケットメイカーは損失を被ることになる。

マーケットメイカーは、自分よりも情報を有する機関投資家と取引をすると損失を被るリスク（マーケットメイカーが重要情報を有しないまま、これら「逆選択」や「毒性の高い注文」と呼ばれる注文を執行することで発生する損失）を認識しており、機関投資家よりも（相対的に損失を被る可能性の低い）個人投資家との取引を好む傾向がある。個人投資家注文を扱うリテール・ブローカーから回送される注文の獲得・執行は、マーケット

図表2 全市場取引高と取引所シェア
(2018年－2023年（1－10月）、
棒グラフ：取引高（株数：10億株、左軸）、
折れ線：取引所市場シェア（％、右軸）)



(出所) CBOE "U.S. Equities Market Volume Summary" より作成、以下同じ。

メイカーにとって低リスクで収益性が高く、P F O Fを負担してでも入手しようとする動機が存在する。

同示唆を踏まえれば、株価変動が拡大する時期（とりわけ株価下落時）には、マーケットメイカーにとって、顧客注文に対する自己勘定注文によるペア化と執行により、逆選択リスクが拡大する。その結果、株価下落時には、相対的に店頭市場での自己勘定による執行インセンティブが低下し、取引所市場への回送インセンティブが上昇すること、取引所市場シェアの拡大をもたらすと考えられる。

こうした推測に基づき、次節では、「株価変動時における取引所市場及び店頭市場全体のシェア」と、個別取引所毎の取引シェアの変動状況を把握する。

4 価格変動時に流動高が増す市場・減少する市場

図表3は、対象期間中の、S & P 五〇〇株価指数の変動状況と、当該変動に対する取引所及び店頭市場の市場シェア状況を示している。

さて、市場全体の価格変動について、何%以上の変動を「一定以上の規模」ととらえるか、統一的な基準は必ずしも存在しない（極めて大規模な価格変動に対する措置として、いわゆる「サーキット・ブレーカー」の発動基準」等が存在するが、これは例外的な数値と考える）。

本稿では、暫定的な基準として、S & P 五〇〇株価指数の上下（プラス・マイナス）二・

図表3 取引シェアと株価変動

（期間：2018－2022年）

全期間	日数	日数の構成比	取引所シェア	店頭シェア
S&P500株価指数が上下2.5%以上の変動	75	5.9%	61.5%	38.4%
（うちプラス2.5%以上に上昇）	29	2.3%	60.4%	39.5%
（うちマイナス2.5%以下に下落）	46	3.6%	62.3%	37.6%
S&P500株価指数が上下2.5%以内で変動	1,184	94.0%	59.5%	40.4%
全データ合計（あるいは平均）	1,259	100.0%	59.6%	40.3%

五％以上の変動を、株価変動の大きい日として定義した。具体的には「S & P 五〇〇株価指数が絶対値で二・五％以上変動した日」と「S & P 五〇〇株価指数が絶対値で二・五％以内の変動日」、そして同指数が「プラス二・五％以上、上昇した日」及び「マイナス二・五％以上下落した日」の四種類に分類した。データは二〇一八年から二〇二二年の間の全日次データを使用した。

この数値基準については、全対象日数が一二五九日であり、プラス・マイナス二・五％以上の変動日数は七五日（全データ中に占める比率は五・九％）、プラス二・五％以上の日数は二九日（同二・三％）、マイナス二・五％以下の日は四六日（同三・六％）である。全データ中、九四・一％が変動の小さい日に分類されることから、当該基準は概ね適切と考えられる。

全データにおける取引所市場シェア平均が五九・六％（店頭市場平均が四〇・三％）であるのに対し、変動が絶対値で二・五％以上の拡大日は取引所市場シェア平均が六一・五％（店頭市場三八・四％）と取引所市場が高くなっている。さらに、マイナス二・五％以下の下落日は、取引所市場のシェアは六一・三％（店頭市場三七・六％）と上昇しており、株価の上昇あるいは下落について、株価下落時に取引所シェアの上昇程度が高まるという、非対称な傾向が確認される。

図表４は、市場シェアについて、絶対値で「二・五％以上の変動日の平均値から二・五％未満の変動日平均値」を控除した値について、変動状況を示している。

図表４ 株価変動拡大日と平常日の差額

全期間	日数	取引所シェア	店頭シェア
S&P500株価指数が上下2.5％以上の変動	75	2.05％	- 2.05％
（うちプラス2.5％以上に上昇）	29	0.91％	- 0.91％
（うちマイナス2.5％以下に下落）	46	2.77％	- 2.77％
S&P500株価指数が上下2.5％以内で変動	1,184	—	—
全データ合計（あるいは平均）	1,259	—	—

株価変動の大きい日は、取引所市場のシェアが上昇（全体で二・〇五％上昇）、「株価変動の小さい日は店頭市場のシェアが上昇」、そして「株価変動の市場シェアに与える効果は、価格下落の効果が価格上昇の効果を上回っている（株価変動が二・五％以上のマイナス日が二・七七％上昇しているのに対し、株価変動が二・五％以上のプラス日は〇・九一％の上昇に留まる）。

図表5は、株価変動の年別発生状況を示している。株価変動がプラス・マイナス二・五％以上の日は、二〇二〇年及び二〇二二年に集中している。

これら株価変動をもたらした要因として、二〇二〇年にはコロナウイルスの蔓延、二〇二二年は、ロシアによるウクライナ侵攻、原油等資源価格の変動、米連邦準備制度理事会（FRB）による金融政策変更といったイベントが考えられる。

なお、二〇二〇年の株価変動の拡大日数は三六日であり、二〇二二年の同二五日を凌駕している。しかし、図表1に見られる取引所市場シェアの減少程度は二〇二二年よりも大きい。当該理由としては、二〇一九年のゼロ・コミッション化の影響が表れている可能性がある（詳しくは志馬（二〇二三）を参照）。

図表6は、S&P500株価指数の変動状況時における、各取引所市場別の、取引シェアの状態を示している。

図表7は、（図表5と同様に）各取引所の市場シェアについて、絶対値で「二・五％以上の変動日の平均値から二・五％未満の変動日平均値」を控除した値について、変動

図表5 株価変動拡大日の発生状況

全期間	日数	発生日数				
		2018	2019	2020	2021	2022
S&P500株価指数が上下2.5％以上の変動	75	9	4	36	1	25
（うちプラス2.5％以上に上昇）	29	2	1	15	0	11
（うちマイナス2.5％以下に下落）	46	7	3	21	1	14
S&P500株価指数が上下2.5％以内で変動	1,184	—	—	—	—	—
全データ合計（あるいは平均）	1,259	—	—	—	—	—

状況を示している。

市場全体の株価（S&P五〇〇株価指数）の変動について、これまでと同様に「株価変動が絶対値で二・五%を超える（①）」「株価変動がマイナス二・五%以上下落（②）」「株価変動がプラス二・五%以上の上昇（③）」の状態について、こちらでは「取引所シェアが〇・五%以上の変動を示したか否か」に注目した。

その結果、NASDAQ及びBZXでは、①②③全てのケースについてシェアが上昇、NYSE Arcaについては①③についてシェアが上昇した。またBYXについては、②についてシェアが減少した。この結果より、取引シェアが上昇した取引所市場は、株価変動時の流動性提供機能が他市場に比して高いと考えられる。なお、ECNとして出発したIsland

図表6 株価変動日における取引所市場と店頭市場の取引シェア変動状況（個別）

全期間	日数	BYX	BZX	EDGA	EDGX	FINRA Nasdaq	FINRA Chicago
S&P500株価指数が上下2.5%以上の変動	75	0.02224	0.06447	0.01745	0.05767	0.31275	0.00155
（うちプラス2.5%以上に上昇）	29	0.01995	0.06285	0.01709	0.05586	0.32219	0.00151
（うちマイナス2.5%以下に下落）	46	0.02368	0.06549	0.01767	0.05881	0.30679	0.00158
S&P500株価指数が上下2.5%以内で変動	1,184	0.02639	0.05382	0.01610	0.05984	0.32697	0.00155
全データ合計（あるいは平均）	1,259	0.02614	0.05446	0.01618	0.05971	0.32612	0.00155

*FINRA（Nasdaq, Chicago, NYSE）は店頭取引の報告システムであり、店頭市場のシェアを示す。

全期間	日数	FINRA NYSE	IEX	LTSE	MEMX	MIAX	NASDAQ
S&P500株価指数が上下2.5%以上の変動	75	0.06978	0.02473	0.00001	0.01172	0.00339	0.17066
（うちプラス2.5%以上に上昇）	29	0.07179	0.02406	0.00001	0.01240	0.00365	0.16967
（うちマイナス2.5%以下に下落）	46	0.06852	0.02514	0.00000	0.01129	0.00323	0.17128
S&P500株価指数が上下2.5%以内で変動	1,184	0.07606	0.02430	0.00000	0.01290	0.00278	0.16256
全データ合計（あるいは平均）	1,259	0.07568	0.02432	0.00000	0.01283	0.00282	0.16304

全期間	日数	NASDAQ BX	NASDAQ PSX	NYSE American	NYSE Arca	NYSE Chicago	NYSE National	NYSE
S&P500株価指数が上下2.5%以上の変動	75	0.01121	0.00746	0.00435	0.09405	0.00306	0.01178	0.11168
（うちプラス2.5%以上に上昇）	29	0.01013	0.00686	0.00427	0.09024	0.00314	0.01153	0.11279
（うちマイナス2.5%以下に下落）	46	0.01189	0.00784	0.00440	0.09646	0.00301	0.01194	0.11098
S&P500株価指数が上下2.5%以内で変動	1,184	0.01343	0.00711	0.00420	0.08543	0.00351	0.01020	0.11285
全データ合計（あるいは平均）	1,259	0.01330	0.00713	0.00421	0.08594	0.00349	0.01029	0.11278

を最終的に買収、取引システムとしたNasdaq、アーキペラゴを買収してグループ化されたNYSE Arca、BATSとして出発したBZX等、価格下落時の流動性の提供先として選択された市場は、全て伝統的な国法取引所ではないPTS・ECNからスタートしていることは興味深い。

5 おわりに

本稿では、米国株式市場における取引所市場と店頭市場のシェアの変化状況に注目し、その決定理由について、取引所市場・店頭市場全体のデータに加えて、取引所市場における個々の市場データをもとに検討した。

その結果、全取引所市場シェア・全店頭市場シェアの決定については、日中の株価変動が影響していた。

具体的には、S & P 五〇〇株価指数に示さ

図表7 変動日と平常日（プラスマイナス2.5%未満以内）との差額（個別）

全期間	日数	BYX	BZX	EDGA	EDGX	FINRA Nasdaq	FINRA Chicago
S&P500株価指数が上下2.5%以上の変動	75	-0.42%	1.07%	0.13%	-0.22%	-1.42%	0.00%
（うちプラス2.5%以上に上昇）	29	-0.64%	0.90%	0.10%	-0.40%	-0.48%	0.00%
（うちマイナス2.5%以下に下落）	46	-0.27%	1.17%	0.16%	-0.10%	-2.02%	0.00%
S&P500株価指数が上下2.5%以内で変動	1,184	—	—	—	—	—	—
全データ合計（あるいは平均）	1,259	—	—	—	—	—	—

全期間	日数	FINRA NYSE	IEX	LTSE	MEMX	MIAX	NASDAQ	NASDAQ BX
S&P500株価指数が上下2.5%以上の変動	75	-0.63%	0.04%	0.00%	-0.12%	0.06%	0.81%	-0.22%
（うちプラス2.5%以上に上昇）	29	-0.43%	-0.02%	0.00%	-0.05%	0.09%	0.71%	-0.33%
（うちマイナス2.5%以下に下落）	46	-0.75%	0.08%	0.00%	-0.16%	0.04%	0.87%	-0.15%
S&P500株価指数が上下2.5%以内で変動	1,184	—	—	—	—	—	—	—
全データ合計（あるいは平均）	1,259	—	—	—	—	—	—	—

全期間	日数	NASDAQ PSX	NYSE American	NYSE Arca	NYSE Chicago	NYSE National	NYSE
S&P500株価指数が上下2.5%以上の変動	75	0.04%	0.01%	0.86%	-0.05%	0.16%	-0.12%
（うちプラス2.5%以上に上昇）	29	-0.02%	0.01%	0.48%	-0.04%	0.13%	-0.01%
（うちマイナス2.5%以下に下落）	46	0.07%	0.02%	1.10%	-0.05%	0.17%	-0.19%
S&P500株価指数が上下2.5%以内で変動	1,184	—	—	—	—	—	—
全データ合計（あるいは平均）	1,259	—	—	—	—	—	—

れる日中の株価変動が拡大すれば「全取引所市場シェアが拡大・全店頭市場シェアは減少」、株価変動が相対的に小さい日については、「全取引市場シェアが減少・全店頭市場シェアが拡大」していた（また、これらの傾向は、（日中の株価上昇時に比して）株価下落時について、より顕著に確認された）。

そして個々の取引所市場において、取引流動性の違いの有無について、分析を行った結果、価格変動が拡大（とりわけ株価下落時）には、BZX、NYSE Arca、Nasdaqについては取引シェアが向上しているが、他の取引市場について明確なシェア上昇は見られなかった。

以上の結果より、二〇二二年の取引所市場のシェア拡大は、二〇二二年中における株価下落日の増加によるものであり、また取引所市場によって、流動性の提供状況に違いのあることが確認された。

参考文献

- ・ Mittal H. and Berkow K. (2021) "THE GOOD, THE BAD & THE UGLY OF PAYMENT FOR ORDER FLOW", *BestFlex Research*, MAY 3, (<https://bestflexresearch.com/the-good-the-bad-the-ugly-of-payment-for-order-flow/>)
- ・ Pankaj, K.J, Mishra, S, O'Donoghue, S., and Zhao, Le. (2023), "Trading Volume Shares and Market Quality: Pre- and Post-Zero Commissions", February 2023, (SSRN: <https://ssrn.com/abstract=3741470>)
- ・ 志馬祥紀 (二〇二三)、「米国株式市場の構造変化―ゼロ・コミッション化の進展と店頭市場の拡大―」『証研レポート』（一七四〇号）、公益財団法人日本証券経済研究所、二〇二三年一〇月

（しま よしのり・客員研究員）

証研レポート既刊目録

No.1728 (2021.10)	執筆者	No.1735 (2022.12)	執筆者
発足が間近に迫る金融サービス仲介業	二上	ラップ・アカウントの現状について	二上
東京における店頭売買承認銘柄	松尾	資金余剰下の金利引き上げ	伊豆
ー昭和二〇～三〇年代の非上場株式市場ー		ーFRBとMMFー	
ロビンフッド証券のIPO書類から見る収益状況	清水	OTCデリバティブ市場の現況	吉川
米国オプション取引所の現状と歴史	志馬	ー二〇二二年外為・デリバティブ・サーバイー	
No.1729 (2021.12)		No.1736 (2023.2)	
「その他手数料」再論	二上	クラウドファンディングの世界的概況	松尾
SRF導入の背景	伊豆	OTCデリバティブ市場の現況2	吉川
ーFRBと国債市場ー		ー二〇二二年六月末残高調査結果ー	
ゲームストップ株式をめぐる問題	吉川	ホールセールへの競争導入提案	清水
ーSECの報告書に見る実態ー		独オプション市場における高頻度取引(HFT)抑制の取り組み	志馬
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	ー非対称スピードバンプの導入ー	
		敵対的買収における強圧性について	梅本
No.1730 (2022.2)		No.1737 (2023.4)	
米国SPAC市場の実情	吉川	英国および米国におけるクラウドファンディング	松尾
ーナスダックによる分析ー		ー株式投資型を中心にー	
FRB・国債市場・PTF	伊豆	シリコンバレー銀行の破綻と資金フロー	伊豆
ペイメント・フォー・オーダーフローについて	清水	ー預金・MMF・FRBー	
米国株式オプション市場におけるPFOFを巡る議論	志馬	世界の取引所取引の現況	吉川
ーその始まりから現在までー		ーWFE報告書に基づく考察ー	
		米国のUniversal Proxy (ユニバーサル・プロキシ)の導入	福本
No.1731 (2022.4)		No.1738 (2023.6)	
デジタル技術の活用と証券ビジネスの新奇性	二上	プライベート市場の拡大と「ゲートキーパー」	二上
名古屋における店頭売買承認銘柄	松尾	ナショナル・ストック・エクスチェンジ・オブ・インディア	吉川
ー昭和二〇～三〇年代の非上場株式市場ー		ー世界最大のデリバティブ取引所ー	
LMEのニッケル取引をめぐる問題	吉川	SECによる最良執行ルール提案	清水
ー価格急騰への対応と取引所運営ー		米国株価情報配信政策をめぐるSECと取引所の争い	志馬
進化する米大手投資銀行のトレーディング業務	神野	ーSECによるSIPの改革提案と敗訴ー	
No.1732 (2022.6)		No.1739 (2023.8)	
アルケゴス破綻	吉川	日本証券業協会の業態分析について	二上
一起訴文書等から見た実態ー		クレディ・スイスのAT1債をめぐる	伊豆
アメリカのミーム株取引とデジタル・エンゲージメント	清水	ーペイルイン再考ー	
米国オプション市場におけるメイカー・テイクア制度をめぐる議論と状況	志馬	コロケーション・スキャンダル	吉川
グローバル・トップ・バンク・ランキングの変遷とその意義	中野	ーインドにおける取引所運営の汚点ー	
No.1733 (2022.8)		No.1740 (2023.10)	
証券リテールビジネスのDX (再論)	二上	取引所二部開設と店頭売買銘柄登録制度	松尾
ジェンダー Lens 投資とジェンダー Lens 投資ファンド	松尾	ー株式店頭市場の歴史的考察ー	
二%目標と異次元緩和と政策	伊豆	GIFTコネクト	吉川
ESGファンドのパフォーマンス	吉川	ーインドとシンガポールの取引リンケージー	
ーESMAによる分析結果の考察ー		米国株式市場の構造変化	志馬
		ーゼロ・コミッション化の進展と店頭市場の拡大ー	
No.1734 (2022.10)		No.1741 (2023.12)	
わが国OTCデリバティブ市場の現況	吉川	「新店頭市場」とジャスダック証券取引所	松尾
ー二〇二二年六月末BIS定例市場報告ー		ー非上場株式市場の歴史的考察ー	
ペイメント・フォー・オーダーフローと投資家の資産選択	清水	インドの個人投資家	吉川
SECゲンスラー委員長のスピーチと「オークション」	志馬	ーNSEデータに基づく考察ー	
EDF (フランス電力) 再国有化のインプリケーション	中川	ダークブルでのHFTの取引	清水
		ポスト・ブレグジットの英国金融・証券セクター	中川
		ー崖っぷちのシティーー	

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。

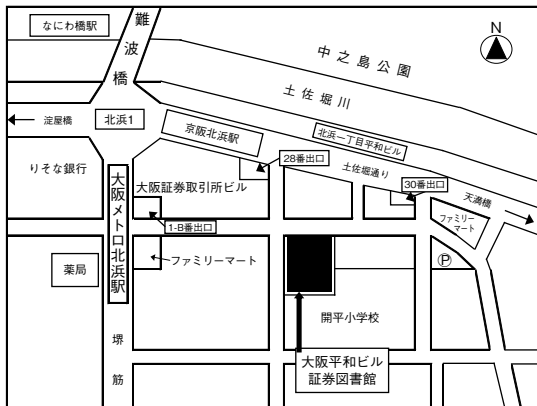
所在地 大阪市中央区北浜1-5-5 大阪平和ビル7階
TEL (06) 6201-0062

開館時間 午前10:30 ～ 午後4:30
土曜、日曜、祝日、年末、年始および館内整理の日は休館します。

図書 証券（経済、制度、取引法）関係の専門書をはじめ、金融、財政、経済、経営、会計関係の図書および、年報、年鑑、上場会社の社史等を集めております。

雑誌 取引所、協会、証券会社、銀行、官庁等の刊行物、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。

証研レポート第一七四二号
二〇二四年二月十二日発行
(偶数月第二月曜日発行)

2024年2月号

発行所

公益財団法人 **日本証券経済研究所**

大阪研究所

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

〒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

E-mail : nskk-osa@jsri.or.jp

【お願い】 お届け先に変更がございましたら、
お手数ですが上記までご連絡ください。

定価：418円(本体380円+税10%)