2025年６月９日発行（偶数月第２月曜日発行）第1750号

証研レポート

No.1750

2025年６月

発足五年目に入るセキュリティ・トークン（ＳＴ）
二上季代司（１）

非上場株式市場とスタートアップ支援
～プライマリー市場とセカンダリー市場の連携～　松尾　順介（７）

アメリカのティックサイズに関わる規則改正
清水　葉子（30）

シカゴ・マーカンタイル取引所（CME）のブローカー免許取得
志馬　祥紀（38）

公益財団法人　日本証券経済研究所
大　阪　研　究　所

発足五年目に入るセキュリティ・トークン（ST）

二上季代司

二〇二〇年五月の改正金商法の施行により、発行が可能となったセキュリティ・トークン（Security Token、ST）[1]は、二〇二一年に発行が始まって以来、四年を経過した。発行・募集などの基盤（プラットフォーム）は「Boostry社」と「Progmat社」が提供しており、この二社でほぼ寡占状態にある。[2]また「大阪デジタルエクスチェンジ社」は、二〇二三年一二月、STのPTS市場「START」を開設（二〇二三年一二月）、現在六銘柄を取り扱っている。

1　規模

日本証券業協会によると、発行実績は二〇二四年度（二〇二四年四月～二〇二五年三月）で「トークン化証券」一四銘柄五八二・五億円、「電子記録移転権利／適用除外電子記録移転権利」三銘柄一一・八億円、合計五九四・三億円となっている（図表1）。

この取引種別は協会規則「協会員の投資勧誘、顧客管理等に関する規則」に定める名称であって、「トークン化証券」とは有価証券を「トークン化」[3]したものをいう。これに対し、「電子記録移転権利」はいわゆる「みなし有価証券（組合出資などの二項有価証券）」をトークン化したものをいう。「トークン化有価証券」はもちろん、「みなし有価証券」もトークン化されて「電子記録移転権利」になると流動性を持つ（いわゆる「一項有価証券」

となる）ので、この二つは、原則、発行開示義務が課せられ、第一種金融商品取引業者でなければ取り扱えない。

他方、「適用除外電子記録移転権利」は、適格機関投資家などに取得や譲渡が限定されるように技術的措置が講じられているもので私募扱いとなり、原則、発行開示義務が免除され、第二種金融商品取引業者も扱えるようになっている。

現在、利用できるデータとしては、先述の協会公表分のほかに、プラットフォーマーである「Boostry」が「セキュリティトークン（ST・RWA）[4]ダッシュボード」を公表している。これは公募STの発行銘柄リストを掲載しており、年度別、商品種類別（受益証券、社債）、裏付け資産別（不動産など）、プラットフォーム別の発行額を集計している。これによると二〇二一年から二〇二五年三月末までの公募ST発行累計は五八銘柄、一六八三億円となっている[5]。

「Progmat」も、同内容のデータを登録会員向けに「Monthly ST Market Report」を公開している。このReportの公開データでは、発行額のほか組成額も公表しており、私募発行分も含めているのでカバーする範囲が広い。また本年の発行予測額とその進捗率を公表している点もユニークである。

2　不動産ST

公表データから読み取れるのは、不動産STが圧倒的に多いことである。発行

図表１　金融商品取引業者などにおける電子記録移転有価証券表示権利等の取扱状況など（2024年度）

	トークン化有価証券		電子記録移転権利／適用除外電子記録移転権利	合計
	受益証券発行信託	社債		
発行金額（百万円）	44,250	14,000	1,183	59,433
発行銘柄数	11	3	3	17

（出所）日本証券業協会（簡略化している）

額の大半を占める「受益証券発行信託」はほとんどが不動産を裏付けとしている。発行額は八二五億円（二〇二三年度）、四四二億円（二〇二四年度）と推移しているが、これを同じ年度のJ-REIT公募増資額三三五二億円、二〇〇五億円と比較してみると、[6] J-REITの二二～二五％に相当しており、かなりの規模にまで成長していることがわかる。

不動産STの特徴としては、①比較的少額から不動産投資ができることや、②個別不動産を裏付けにすることができるなど、不動産投資一般やJ-REITとは異なる特性がある。個別の不動産、例えば特定の日本旅館やホテルを裏付けとしているため、ユーティリティ・トークン（Utility Token、UT）[7]を付与することで投資主への優待利用権を提供することができる。旅館やホテルの利用権をトークン化した「UT」を投資額に応じて付与することで、投資主にとっての価値は高まると同時に、当該施設の利用頻度も高まるという効果が期待できるのである。

二〇二四年度の発行額は前年比で半減しているが、これは税制上の理由から原簿管理者でもある信託銀行が組成額を大きく減らしたためとされる。[8]「受益証券発行信託計算規則」では、信託受益権の元本部分を期中に払い戻す規定がないため、払い戻す場合には「利益処分」として処理せざるを得なかった。匿名組合スキームの場合には、減価償却相当分につき匿名組合出資元本の払戻しとみなされて、課税されることはない。

このため、信託協会は計算規則の改正を行って「元本の払戻しとして処理する規定を設ける予定」であるので、利益を原資としない分配を受ける投資家（受益者）において「所得税の課税がないことの明確化等、所要の税制上の措置」を講じるよう、要望した。この税制要望は昨年夏ごろに出されており、今年度の税制改正大綱に盛り込まれた。このため、システム改修その他、所要の作業が必要となる大手信託銀行が組成を一時、中断したため

とされる。この要望が通れば、組成・発行が再び増え、不動産ＳＴのセカンダリーマーケットにおいて好影響が波及する、と期待されている。

３　社債ＳＴ

社債ＳＴはＳＴ総額の二割強を占める。これも一般社債と比較してＳＴならではの特徴を持つものが多い。日本取引所グループ（二〇二二年発行、五億円）や日立製作所（二〇二三年発行、一〇〇億円）の社債ＳＴは「グリーン・デジタル・トラック・ボンド」である。発行体は、いずれも「グリーン・トラッキング・ハブ」システムの提供者である。この社債のスキームは、調達資金でグリーン発電施設に充当し、発電量と発電に係るＣＯ２削減量のデータをタイムリーに投資家に提供する、というものである。

従来、グリーンボンドのグリーン性指標を確認するためには、グリーンボンドの発行会社が公表する年次レポートなどをひとつひとつ確認する必要があった。「グリーン・トラッキング・ハブ」にアクセスすれば、画面上でタイムリーなグリーン性指標を確認することができるわけである。

このほか、丸井グループは複数回、社債ＳＴを発行しているが、これもカード会員を対象に利子のほかクーポンを提供して買い物客を増やすことや、投資家に「応援投資」（途上国の応援、脱炭素など社会課題の解決と、資産形成を同時に実現できる仕組み）の機会を与えるものとされる。

なお、昨年の税制改正により、社債ＳＴは振替債と同様に「利子所得等に対する源泉徴収の不適用制度」の対象となった。社債ＳＴは、受渡しに保振を使わないので源泉徴収の不適用制度の対象になっていなかった。振替債が源泉徴収の不適用である理由は、振替口座の増減によって投資家の保有期間が把握できるからである。そこ

で社債ＳＴは、保振を使わないが、社債原簿を電子的に管理するプラットフォームを用いることで保有期間が把握できることから、「不適用制度の対象にする」という要望が「令和六年度税制改正」で認められた。これを受け二〇二五年一月、源泉徴収不適用の第一号として、ＮＴＴ・ＴＣリースの社債ＳＴ、一〇〇億円が発行された。

４　おわりに

以上のように、ＳＴ拡大の障害の一つだった税制上の課題は解決された。この結果、今後は、動産（インフラや航空機など）、出資持分（ベンチャーキャピタルファンドの持分など）、海外アセット（米国不動産など）のトークン化に追い風が吹くと期待される。

ＳＴの国内市場は、近年、商品性の多様化や取扱金融機関の拡大がすすんでいる。ＳＴの発行、募集、流通、決済は、既存のインフラを使わないで行われるため、一層の市場拡大にはデジタル化されたインフラの創造が必要になってくる。発行、募集、流通のプラットフォームはでき上がりつつあるが、残っているのは決済である。

現状、ＳＴの決済は法定通貨（円）で行っているが、これに代わってデジタル通貨を使うことができれば同じ技術基盤の中でスムースに取引できることになる。これによって、「デジタル証券市場」が完成することになるが、デジタル通貨の研究はまだ始まったばかりである。

注

（1）　改正金商法により、収益分配を受ける権利の付与されたトークンは「電子記録移転権利」（セキュリティ・トークン、ＳＴ）と定義され、一般に「デジタル証券」と呼ばれている。なお、「金融・証券界におけるデジタルテクノロジー

の利活用について」『証研レポート』一七四七号（二〇二四年一二月）も参照。

（2）プラットフォームのうち「ibet for Fin」はBoostryが主導し大手金融機関が共同運営するコンソーシアム型である。他方、Progmat社は、二〇二三年一〇月、三菱ＵＦＪ信託銀行から分社し、共同事業体として設立されている。

（3）正式には「電子記録移転有価証券表示権利等」と定義される（金商業等府令第一条四項一七号）。

（4）ＲＷＡ（Real World Asset）とは、株式や債券、不動産のほか、金やアート作品などの実際の資産に紐づけられたトークンをさしており、広い範囲の概念である。

（5）Boostry「セキュリティトークン（ＳＴ・ＲＷＡ）ダッシュボード」による。

（6）二〇二三年度の「受益証券発行信託」の発行額はBoostry前掲データによる。Ｊ-ＲＥＩＴの公募増資額は不動産証券化協会「ARES J-REIT Databook」による。

（7）有価証券をトークン化したものをＳＴというが、旅館の利用クーポンや観劇のチケット、会員権などの利用権（ユーティリティ）をトークン化したものはＵＴと呼ばれる。

（8）Progmat「二〇二四年→二〇二五年のデジタル証券（ＳＴ）動向総括―税制改正ポイント&トークン化アセット拡張の〝号砲〟とは―」https://note.com/tatsu_s123/n/n936b982011f8

（にかみ　きよし・名誉研究員）

非上場株式市場とスタートアップ支援
～プライマリー市場とセカンダリー市場の連携～

松尾　順介

はじめに

拙稿［二〇二四］および［二〇二五］において、株主コミュニティ制度の現状について報告した。その際、①運営会員（証券会社）、②売買金額、③新規銘柄数、④私募による増資件数といった面において増加・拡大傾向がみられることが確認された。

その主な点は、以下の通りである。

① 運営会員については、二〇一五年の株主コミュニティ制度発足当初の運営会員は、今村証券および島大証券の二社であり、翌二〇一六年にみらい證券が指定を受け、三社に過ぎなかったが、現在では九社に達するとともに、株式投資型クラウドファンディング運営会社FUNDINNOや大手証券会社の参入もみられるようになっている。

② 売買金額については、二〇二〇年までの売買金額は年間四～五億円程度であったが、二〇二一年九・九億円、二〇二二年一四億円、二〇二三年はやや減少したものの一一・六億円となっており、この三年間はかつての二～三倍の規模となっている。

③　新規銘柄については、二〇二〇年以降、新たに二二銘柄がコミュニティを組成した。これは毎年四～六銘柄が新規に組成されるペースであるとともに、業態も農業・食品、医薬品、ＩＴ関連、出版、エネルギー、航空など多様化している。なお、これら新規銘柄のうち一八銘柄の運営会員は、FUNDINNOとみらい證券の二社である。

④　私募については、二〇二〇年以降、三三件の私募発行が行われ、累計二七億五三九五万三五円、年平均五億五〇七九万七円ペースでの資金調達が行われているので、本稿でより詳しく考察する。

以上のように、それぞれの面において増加・拡大傾向がみられるものの、いまだに顕著に存在感が大きくなったとはいいがたい状況にあるとともに、スタートアップ支援という観点からも十分な役割を果たしているとはいえないものの、株主コミュニティ制度には潜在的な可能性があると考えられる。

そこで、本稿では近年株主コミュニティ制度を利用して私募による資金調達を行った会社および取扱証券会社にインタビュー調査を行う機会を得たので、その結果を紹介するとともに、今後の同制度の改善についてスタートアップ支援の観点から検討する。その際、プライマリー市場における私募とセカンダリー市場である株主コミュニティ制度の連携が要点であると考えられるため、この点について発行会社、証券会社および制度自体の課題について検討する。

1　株主コミュニティ銘柄発行会社による私募資金調達

図表1に示された通り、株主コミュニティ銘柄の発行会社による私募資金調達は、二〇二〇年五月のＩ＆Ｈ株式会社Ａ種類株式を嚆矢として、その後の約五年間で総額二七億五三九五万三五円となっており、年平均五億五

図表１　株主コミュニティにおける資金調達（運営会員別・時系列）（2025年４月10日現在）

（単位：円、％）

運営会員	資金調達の形態	銘柄名	発行決議日	発行価額等の総額	運営会員別の合計	比率
みらい證券	私募	I&H株式会社　A種種類株式	2020年５月20日	2,000,000,000		
みらい證券	私募	フレッシュデザート株式会社	2021年１月19日	40,000,000		
みらい證券	私募	トキエア株式会社　B種優先株式	2021年４月27日	54,450,000		
みらい證券	私募	トキエア株式会社　B種優先株式	2021年６月24日	29,100,000		
みらい證券	私募	株式会社FARMIGO A種優先株式	2021年９月６日	13,000,000		
みらい證券	私募	トキエア株式会社　B種優先株式	2021年９月24日	34,800,000		
みらい證券	私募	トキエア株式会社　B種優先株式	2021年11月25日	20,250,000		
みらい證券	私募	トキエア株式会社　B種優先株式	2022年１月25日	27,450,000		
みらい證券	私募	株式会社FARMIGO A種優先株式	2022年３月８日	11,000,000		
みらい證券	私募	トキエア株式会社　B種優先株式	2022年４月25日	12,000,000		
みらい證券	私募	トキエア株式会社　B種優先株式	2022年９月27日	4,500,000		
みらい證券	私募	トキエア株式会社　B種優先株式	2022年10月25日	1,500,000		
みらい證券	私募	トキエア株式会社　B種優先株式	2022年12月22日	8,550,000		
みらい證券	私募	株式会社FARMIGO A種優先株式	2023年３月７日	4,500,000		
みらい證券	私募	株式会社温故知新	2023年４月18日	202,500,000		
みらい證券	私募	株式会社温故知新	2023年６月23日	15,000,000		
みらい證券	私募	トキエア株式会社　F種優先株式	2023年10月26日	10,000,000		
みらい證券	私募	株式会社温故知新	2023年11月27日	27,150,000		
みらい證券	私募	トキエア株式会社　F種優先株式	2023年12月26日	8,000,000		
みらい證券	私募	トキエア株式会社　F種優先株式	2024年１月23日	6,400,000		
みらい證券	私募	トキエア株式会社　F種優先株式	2024年２月13日	2,000,000		
みらい證券	私募	トキエア株式会社　F種優先株式	2024年２月13日	5,600,000		
みらい證券	私募	トキエア株式会社　F種優先株式	2024年４月23日	15,600,000		
みらい證券	私募	トキエア株式会社　F種優先株式	2024年５月28日	3,200,000		
みらい證券	私募	トキエア株式会社　F種優先株式	2024年６月26日	3,200,000		

次ページへ続く

運営会員	資金調達の形態	銘柄名	発行決議日	発行価額等の総額	運営会員別の合計	比率
みらい證券	私募	株式会社FARMIGO A種優先株式	2024年７月10日	3,000,000		
みらい證券	私募	トキエア株式会社　F種優先株式	2024年８月27日	1,600,000		
みらい證券	私募	トキエア株式会社　F種優先株式	2024年10月22日	2,800,000	2,567,150,000	93.2
FUNDINNO	私募の取扱い	アン・コンサルティング株式会社	2022年９月９日	111,350,000		
FUNDINNO	私募の取扱い	アストロラボ株式会社	2024年７月16日	72,700,035	184,050,035	6.7
徳島合同証券	募集の取扱い	株式会社日和ファームA種配当劣後株式	2023年２月22日	320,000		
徳島合同証券	募集の取扱い	株式会社日和ファームB種配当劣後株式	2024年５月１日	990,000		
徳島合同証券	募集の取扱い	株式会社日和ファームB種配当劣後株式	2024年10月１日	1,440,000	2,750,000	0.1
合計				2,753,950,035		
年平均				550,790,007		
合計（I&H株式会社A種種類株式を除く）				753,950,035		
年平均（I&H株式会社A種種類株式を除く）				150,790,007		

（資料）日本証券業協会「株主コミュニティでの資金調達」
https://market.jsda.or.jp/shijyo/kabucommunity/seido/meigara/chotatsu.html

○七九万七円となっている。

ただし、この図表からも明らかなように、種類株式を用いた、小口分散的な資金調達もみられるとともに、前記のＩ＆Ｈ株式会社の割合が大きいため、これを除くと、年平均一億五〇七九万七円に過ぎず、銘柄ごとに集計すると図表２となる。また、全体の大きな割合をみらい證券が占めており、案件数では三三件中二八件で八四・八％に達し、金額では二七億五三九五万三五円のうち二五億六七一五万円で九三・二％に達しており、ほぼみらい證券のみがこの分野の担い手となっていることがわかる。なお、みらい證券の取り組みについては後述する。

図表２に示された通り、発行会社別にみると、Ｉ＆Ｈ株式会社が圧倒的な金額を占めており、二〇億円、七二・六％となっている。そのほかは、トキエア株式会社二億五一〇〇万円、九・一％、株式会社温故知新二億四

四六五万円、八・九％、アン・コンサルティング株式会社一億一三五万円、四・〇％、アストロラボ株式会社七二七〇万三五円、二・六％、フレッシュデザート株式会社四〇〇〇万円、一・五％、株式会社FARMIGO三一五〇万円、一・一％、株式会社日和ファーム二七五万円、〇・一％となっている。

2　各社の自己資本と私募資金調達

これらの資金調達金額と各社の自己資本の内訳をみると、図表3のようになる。なお、図表1および2では、アン・コンサルティング株式会社のデータが記されているが、同社に関するデータが得られず、また現在は株主コミュニティも解散されていることから、ここでは省略した。

①　I&H株式会社：同社の二〇二三年五月期の資本金四二億三一四七万四〇〇〇円、資本剰余金三七億七六九五万三〇〇〇円、利益剰余金五億三五万四〇〇〇円であり[1]、資本金に占める私募資金の割合は四七・三％、資本金および資本剰余金に占める私募資金の割合は二五・〇％である。なお、同社は、二〇二五年三月一日付で株式会社スギ薬局を存続会社、I&H株式会社を消滅会社と

図表２　株主コミュニティにおける資金調達（発行会社別）
（2025年４月10日現在）

（単位：円、％）

発行会社名	運営会員	発行価額等の総額（a）	合計に占める割合
I&H株式会社	みらい證券	2,000,000,000	72.6
トキエア株式会社	みらい證券	251,000,000	9.1
株式会社温故知新	みらい證券	244,650,000	8.9
アン・コンサルティング株式会社	FUNDINNO	111,350,000	4.0
アストロラボ株式会社	FUNDINNO	72,700,035	2.6
フレッシュデザート株式会社	みらい證券	40,000,000	1.5
株式会社FARMIGO	みらい證券	31,500,000	1.1
株式会社日和ファーム	徳島合同証券	2,750,000	0.1
合計		2,753,950,035	100.0

（資料）日本証券業協会「株主コミュニティでの資金調達」
https://market.jsda.or.jp/shijyo/kabucommunity/seido/meigara/chotatsu.html

する吸収合併を実施した。[2]

② トキエア株式会社：同社の二〇二二年三月期の資本金一億円、資本剰余金一〇億九六六二万円、利益剰余金マイナス五一二六万五〇〇〇円であり、[3]資本金に占める私募資金の割合は二五一・〇％と高いが、資本金および資本剰余金に占める私募資金の割合は二一・〇％であり、私募資金を資本剰余金に組み込んだものと思われる。

③ 株式会社温故知新：同社の二〇二四年一月期の資本金一〇〇〇万円、資本剰余金三億一八八〇万円、利益剰余金四五七六万九〇〇〇円であり、[4]資本金に占める私募資金の割合は二四四六・五％と極めて高くなるが、これは二〇二三年一二月二七日付の減資[5]によって、資本金一億五八四〇万円が一〇〇〇万円に減少したことが影響している。[6]したがって、資本金および資本剰余金に占める私募資金調達の割合は七四・四％となるものの私募の依存度はかなり高く、後述するように同社の私募資金調達のニーズは高いようである。

④ アストロラボ株式会社：同社の二〇二四年五月期の資本金一億円、資本剰余金二億三一五九万九〇〇〇円、利益剰余金△二億八七〇四万三〇〇〇円であり、[7]資本金に占める私募資金調達の割合は七二・七％、資本金および資本剰余金に占める私募資金の割合は二一・九％となる。

⑤ フレッシュデザート株式会社：同社の二〇二四年七月期の資本金二七〇一万円、資本剰余金二〇〇〇万円、利益剰余金△一億二七五五万円であり、[8]資本金に占める私募資金の割合は一四八・一％、資本金および資本剰余金に占める私募資金の割合は八五・一％である。

⑥ 株式会社FARMIGO：同社の二〇二五年三月期の資本金は二四二五万円、資本剰余金一九二五万円[9]であり、資本金に占める私募資金の割合は一二九・九％、資本金および資本剰余金に占める私募資金の割合は七二・

四％である。

⑦　株式会社日和ファーム：同社の二〇二四年度の資本金は一〇〇〇万円であり、資本金に占める私募資金の割合は二七・五％である。

以上の数値を集計すると、上記銘柄の発行会社の資本金合計に占める私募資金合計の割合は六一・二％、資本金および資本剰余金合計に占める私募資金合計の割合は二七・六％となる。また、各社の比率の平均値は、それぞれ九一・五％、五〇・〇％であり、中央値は六五・三％、四八・七％である。

ただし、Ｉ＆Ｈ株式会社の私募資金調達額が突出しているため、同社を除いた数値をみると、資本金合計に占める私募資金合計の割合は六一・二％、資本金および資本剰余金合計に占める私募資金合計の割合は三二・八％となる。また、各社の比率の平均値は、それぞれ九二・六％、五〇・〇％であり、中央値は九七・六％、七二・四％である。

いずれにしても、私募資金調達は、これら株主コ

私募資金調達

（単位：円、％）

利益剰余金(d)	純資産合計	負債合計	総資産	a/b	a/(b+c)	備考
500,354,000	8,508,490,000	79,435,037,000	87,943,527,000	47.3	25.0	2023年５月期
−51,265,000	1,145,354,000	15,326,000	1,160,681,000	251.0	21.0	2022年３月期
45,769,000	374,569,000	713,936,000	1,088,506,000	2446.5	74.4	2024年１月期
−287,043,000	44,556,000	266,109,000	310,665,000	72.7	21.9	2024年５月期
−127,550	−80,540,000	578,908,000	498,367,000	148.1	85.1	2024年７月期
−15,755,959	27,744,041	94,036,286	121,780,327	129.9	72.4	2025年３月13日現在
n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	27.5	n.a.	2024年４月現在
191,931,491	10,020,173,041	81,103,352,286	91,123,526,327	61.2	27.6	
31,988,582	1,670,028,840	13,517,225,381	15,187,254,388	58.7	50.0	
−7,941,755	209,562,500	422,508,500	793,436,500	269.2	48.7	
−308,422,509	1,511,683,041	1,668,315,286	3,179,999,327	236.9	32.8	
−61,684,502	302,336,608	333,663,057	635,999,865	236.9	50.0	
−15,755,959	44,556,000	266,109,000	498,367,000	219.9	72.4	

ミュニティ銘柄企業の資金調達にとって重要な位置づけとなっているといえるだろう。また、これらの私募は、基本的に株主コミュニティをベースとしたものであり、株主コミュニティ制度がこれら企業の資金調達に貢献していることも示唆される。

以下では、株主コミュニティ銘柄企業のうち私募での資金調達実績のある会社二社および同制度において私募に取り組んでいる証券会社一社に対し、その取り組みの現状や課題についてインタビュー調査を行う機会を得たので、その内容を紹介する。

3　株式会社温故知新の事例

①　株主コミュニティ制度を利用するに至った背景や理由

二〇一一年設立の同社は、ホテルの運営および運営サポートを事業としており、すでに「瀬戸内リトリート青凪」（愛媛県松山市）など、個性的なホテルなどの施設を展開し、急成長企業として注目され

図表３　各社の自己資本と

発行会社名	発行価額等の総額（a）	資本金（b）	資本剰余金（c）	内資本準備金	内その他資本剰余金
I&H株式会社	2,000,000,000	4,231,474,000	3,776,953,000	3,743,737,000	33,215,000
トキエア株式会社	251,000,000	100,000,000	1,096,620,000	593,310,000	503,310,000
株式会社温故知新	244,650,000	10,000,000	318,800,000	—	318,800,000
アストロラボ株式会社	72,700,035	100,000,000	231,599,000	15,249,000	216,349,000
フレッシュデザート株式会社	40,000,000	27,010,000	20,000,000	20,000,000	—
株式会社FARMIGO	31,500,000	24,250,000	19,250,000	19,250,000	—
株式会社日和ファーム	2,750,000	10,000,000	n.a.	n.a.	n.a.
合計	2,753,950,035	4,502,734,000	5,463,222,000	4,391,546,000	1,071,674,000
平均値	377,514,291	643,247,714	910,537,000	878,309,200	267,918,500
中央値	72,700,035	27,010,000	275,199,500	20,000,000	267,574,500
合計（I&H株式会社を除く）	642,600,035	271,260,000	1,686,269,000	647,809,000	1,038,459,000
平均値（I&H株式会社を除く）	107,100,006	45,210,000	337,253,800	161,952,250	346,153,000
中央値（I&H株式会社を除く）	56,350,018	25,630,000	231,599,000	19,625,000	318,800,000

（注）アン・コンサルティング株式会社に関しては、データが入手できず、また現在は株主コミュニティも解散しているため省略した。

（資料）「発行価額等の総額」は、図表１および２同様、日本証券業協会のデータによる。また、株式会社FARMIGOについては、同社からの情報提供、株式会社日和ファームについては、『会社四季報』（未上場会社版）2025年度による。それ以外については、帝国データバンク財務情報による。

ている。[10]

同社は、私募での資金調達を実施した経緯があり、外部株主に対して出口機会を提供する必要があった。その際、M&Aや自社株買いなどの選択肢の中から、IPOによる上場を選択することを考えたが、引受証券会社や監査法人が見つからなかった。その背景として、IPOを希望する企業が多いため、証券会社等が対応しきれていない事情があったように見受けられる。また、IPOを実施する場合、上場手続きが煩瑣であるだけでなく、事務処理量も多く、同社としても対応が難しい面もあった。特に、同社は数社の子会社を有している関係で、監査などの手続きや費用面の課題も大きかった。そこで、通常のIPOではなく、TOKYO PRO Marketへの上場も検討し、かなり準備も進め、費用も負担したが、同市場にはほとんど資金調達実績も流動性もないだけでなく、今後の監査費用などもかなり大きくなることが予想される反面、メリットとしては金融機関からの融資が受けやすくなる程度の効果しかないようであり、あまり魅力的ではないと判断されたため、TOKYO PRO Market上場は断念し、株主コミュニティ制度を利用する方向に変更した。この方が資金調達や出口機会提供の可能性が高いように思われたからである。なお、株主コミュニティ制度の存在は、TOKYO PRO Market上場を準備する過程で知ったものであり、上場を考えていた際には、その存在を知らなかった。

② 株主コミュニティ制度の利点や難点あるいは課題

株主コミュニティ制度における同社株式の売買高はかなり多い方であるものの、問題点は売り物がない点である。既存の株主のうち売り手は数名であるが、買い手はその数倍に達している。したがって、公表データの売買高のうち、既存株主の売りによる売買は、相当少ない。他方、同社としては、多数の買い手からの引き合いがあ

ることから、第三者割当を行い、当該株式を転売することで買い手のニーズに対当し、その出来高を株主コミュニティの売買高とした。このように買い手のニーズが積み上がった段階で増資を行うという取り組みをすでに二回ほど行っており、同社の投資資金ニーズは大きいので、今後も買い手のニーズが積み上がった段階で、この取り組みを行うことを検討している。ただし、ここで課題となるのは、現状の株主コミュニティ制度においては、勧誘規制があるため外部の投資家に勧誘できず、投資勧誘が既存の株主コミュニティのメンバーに限られてしまうことである。したがって、会社側からＰＲすることも考えられるが、規制面の適否が不確実であり、実際は行っていない。また、いわゆるイタ情報といわれるような売買関連情報が公開されず、いわばブラックボックスになっていることも問題である。このような状況で売買が活発化することはそもそも考えられず、規制の根拠も理解できない。

③　私募の資金調達の利点や難点あるいは課題

同社としては、成長資金調達のニーズは大きく、毎年一〇〇億円程度に達している。現状では、それほど支障なく銀行融資を低利で受けることができる状況にあるものの、銀行融資に依存すると自己資本比率が下がり過ぎることから、エクイティ・ファイナンスには十分なメリットや必要性があり、資本増強の必要性を感じている。その際、株主コミュニティを利用したエクイティ・ファイナンスには魅力がある。なお、現状では、株主数は一〇〇名程度であるため、株主管理面にはそれほど支障は感じていない。例えば、株主総会についても、それほど出席者数は多くない。ただし、今後株主数が多くなると、信託銀行などに代行委託せざるを得なくなるかもしれない。他方、私募を行うに際しては、人数、資金額および頻度など、通常よく指摘される難点があり、大幅な緩

和が必要であるとともに、出口機会の提供が課題である。逆にいえば、出口機会の提供なしに私募は成り立たない。当然のことながら、プライマリー市場とセカンダリー市場は密接にリンクしている。したがって、非上場会社の私募市場を拡大するには、制度的にセカンダリー市場を整備する必要がある。

4　株式会社FARMIGOの事例

①　株主コミュニティ制度を利用するに至った背景や理由

同社は、二〇二〇年に株式会社マイファームと千葉エコ・エネルギー株式会社の二社による合弁会社として設立された農業ベンチャーであり、ソーラーシェアリング（太陽光発電×農業）を個人の直接投資で実現し、持続可能な未来を共につくることを目指している。なお、前者のマイファームは「自産自消（自分でつくって自分で食べる）」ことのできる社会を目指して、体験農園や農業学校の運営、農産物の生産、流通販売事業、自治体・法人コンサルティング等に取り組む会社であり、二〇〇七年に設立された。また、同社は二〇二三年一二月にTOKYO PRO Marketに上場し、日本初の農業ソーシャルビジネスの上場であったが、[11]二〇二四年一一月に上場を廃止した。[12]他方、後者の千葉エコ・エネルギー株式会社は、千葉大学発の環境・エネルギー系ベンチャー企業であり、同社の営農型太陽光発電に関する取り組みを行っている。二〇一二年設立である。

同社が株主コミュニティ制度を利用するに至った経緯は、親会社であるマイファームの経営者とみらい證券の社長とは交流があり、その関係で株主コミュニティ制度を利用するに至った。なお、前述の親会社のマイファームのTOKYO PRO Market上場および上場廃止は、同社の株主コミュニティ組成（二〇二一年六月一日）後であるため、同社の株主コミュニティ制度の選択とは直接関係はないが、マイファームが東証グロース市場への上場

を目標としているのに対し、同社は上場を重視せず、非上場を維持したまま資金調達が実施できるという観点から株主コミュニティ制度を選択した。他方、同社は株式投資型クラウドファンディングの運営会社を選択することも検討したが、デューデリジェンスの難度、株主数の著増、さらに同社のミッションポリシーに無理解な株主を排除できないなどの理由で断念した。

② 株主コミュニティ制度の利点や難点あるいは課題

同社は、すでに私募によるA種優先株発行を五回行い、合計約二五〇〇万円を調達しており、その株主数は約五〇名、合計株数一七〇〇株である。ただし、コミュニティのメンバー数は、その二倍程度である。

同社は、農業とソーラーシェアリングを組み合わせているところに特徴があるが、このような会社においては銀行融資が受けにくいという背景がある。その理由としては、農業とソーラーシェアリングという相異なる業態に対して、二種類のデューデリジェンスを行わねばならないが、通常の金融機関の場合、農業分野への融資対応は容易ではない。また、農業系金融機関は、農業関連の融資には対応できるが、ソーラーシェアリングへの対応が難しい。そこでエンジェル投資家からの出資も検討したが、簡単ではなかった。したがって、株主コミュニティ制度を利用した資金調達を選択することになった。その際、株主コミュニティを組成した証券会社は、投資家集めの面で優れており、同社に適合した投資家を集めてくれた。特に、同社の場合、通常の非上場株の投資家のようにＩＰＯなどによる大幅な株価上昇を期待する投資家は適当ではなく、むしろ同社の取り組みを応援したい、あるいは安定的な配当を期待する投資家を集めてくれたと考えている。その背景としては、証券会社には、このようなビジネスを応援したいという顧客ネットワークがあるものと推測される。

現在、同社は優先株主へのリターンとして、配当三％を目標として設定するとともに、株主優待として野菜セットを株数に応じて毎月送付している。したがって、一口五〇万円（二万円×二五株）の投資に対して、年間配当一・五万円と野菜セット約三・六万円（売価ベース三〇〇〇円×一二ヶ月）、合計約五万円程度となり、実質的には一〇％程度となる。実際、同社株主の多くがこの野菜セットに魅力を感じて投資したようである。なお、この野菜セットは、マイファームと連携して地域のこだわり野菜をパッケージしており、ファン作りにつながっていると思われる。また、将来的には、野菜だけでなく、電気を供給することも視野に入れている。

なお、現在の課題としては、以下の点が挙げられる。

まず、同社の場合、株主還元を重視していることもあり、かなりの配当負担がかかっていることが挙げられる。金額的には、銀行金利の三～四倍になる。また、株主優待として送付している野菜セットの送付手続きも負担である。現在、送付手続きは、マイファームに委託しているものの、年間四〇〇万円程度のコストがかかっている。ただし、エクイティの財務上の重要性と返済不要であるという利点は認識しており、単純にコストだけでは判断できない。また、野菜セットのような株主優待は、同社の支援者あるいはファン作りの要諦をなすものであり、極めて重要である。

次に、株主コミュニティの維持費用として、年間約一二〇万円を証券会社に支払っており、これは、同社の規模からするとコスト要因となっている。ただし、証券会社に支払う手数料があまりに安価であると、この制度が維持できないため、公共インフラ維持の側面があることも認識している。なお、妥当な手数料率については、明確な基準があるわけではないため、最終的には証券会社と発行会社双方の納得感が重要である。

第三に、勧誘規制があるために、株主層拡大の可能性が制約されており、その結果として低流動性状態を脱す

ることができないことも課題である。特に、流動性が低い状況では、売却を希望する株主から株式の買戻しを要求される懸念もある。同社の場合、環境や農業に関心を持つ投資家層を中心とした、ファン作りのような丁寧な勧誘が適当であり、そのチャンネルも有している。

③ 私募の資金調達の利点や難点あるいは課題

私募については、前述のように同社は既存の金融機関からの融資が受けにくい状況にあったため、資金調達手段として有効な手法であったといえる。ただし、株主へのリターンだけでなく、各種のコストは負担となっている。

他方、私募規制に関しては、通常は人数、金額および頻度などが私募発行の制約条件となっていることが指摘されるが、現在の同社の資金ニーズからは、これらの点は特段の制約条件とはなっていない。ただし、将来的に会社規模が拡大し、資金ニーズが巨額化すれば制約条件になる可能性はある。

なお、資金調達コストとして募集手数料が挙げられるが、同社の場合、私募での投資家の内、約半数は証券会社の営業努力によって集めたものであり、残りの半数は同社が自力で集めたものであることから、今後発行会社が私募投資家を自力で集められるならば、証券会社の依存度を下げることができるため、低コストでの私募を行うことも考えられる。ちなみに、証券会社が集めた金額に対する手数料率が八％である。

5　みらい證券の取り組み

同社は、株主コミュニティ制度銘柄における私募資金調達を二〇二〇年五月、最初に手掛けたパイオニアであ

るとともに、私募案件三三件のうち二八件、八四・八％、金額ベースでは二七億五三九五万三五円のうち二五億六七一五万円、九三・二％を担当している（図表1参照）。これは社数ベースでは、八社のうち五社、六二・五％に相当している（図表2参照）。

① 株主コミュニティ銘柄のファインディング

株主コミュニティを組成に際しては、多くは同社からの働きかけによるものであるが、会社側からの問い合わせもある。その場合は、個人的な関係がベースとなっていることが多い。また、投資期間が満期を迎えた案件については、ベンチャー・キャピタル側からの紹介もある。同社としては、株主コミュニティ制度に対する潜在的なニーズは高いと考えている。今後、東証の上場基準に適合しない銘柄や上場を維持できない銘柄の受け皿として、株主コミュニティ制度が利用されるようになると、株主コミュニティの銘柄数が増える可能性もあると思われる。

② 株主コミュニティの運営費

株主コミュニティ銘柄企業からはコミュニティ運営費を徴求している。逆に、株主コミュニティ銘柄の売買に関しては、売買手数料は徴求していないため、この運営費が主たる収入となっている。株主コミュニティ銘柄については、売買価格の調整など、売買ニーズのマッチングに手間がかかることが運営費の根拠になっている。

③　株主コミュニティ銘柄の売買状況

どの銘柄についても売り注文が少ないことが特徴となっており、売り注文があるとすれば、発行会社に対して見切りをつけた場合や相続関係の売却ニーズである。また、買い注文は、当該銘柄がメディア等で話題になった場合は、問い合わせや引き合いが多くなるが、通常は株主の入れ替えニーズによる売買、特に持株会による売買が多い。

④　株主管理と投資家選び

株主コミュニティ銘柄企業については、株主数が増えることによって株主管理が煩瑣になる可能性があるため、株主数の増加を懸念する傾向がある。特に、非上場銘柄については、証券代行業務の外部委託に関して、コストなどの点から難しい面がある。また、株主コミュニティ銘柄企業においては、当該企業に適した投資家を株主に選びたいというニーズを持っている場合が多いため、証券会社としてはこのニーズに対応する必要がある。特に、株価上昇によるキャピタルゲインだけを目的とする投資家を敬遠し、当該会社を支援する投資家を株主に選びたいと考える企業もある。また、歴史のある企業においては、高齢化した株主の若返りを図りたいと考える企業もある。

⑤　私募の取り組み

株主コミュニティ銘柄の私募案件に取り組む際に重要な点は、以下である。

まず、発行条件の決定においては、基本的に銀行融資よりも高い調達コストになるという点を踏まえた上で、

発行会社の納得が得られるような条件設定を提案する必要がある。したがって、募集手数料等の設定についてもある程度柔軟な対応が必要となる。

次に、募集先の選定については、発行会社のビジネス内容やミッションポリシーなどに適合した投資家を選定する必要があるが、証券会社としても十分に投資家の属性や投資方針を把握しているとは限らないため、必ずしも容易ではなく、丁寧な説明と勧誘が不可欠である。

第三に、発行後の株主管理については、通常のＩＰＯとは異なり、ロックアップ条項などは設定されないため、株主異動が生じる可能性はある。ただし、発行後の株主異動についての捉え方は、会社によって差があるように見受けられる。

なお、私募案件に取り組んだ経験をもとに課題を挙げると、以下である。

第一に、上限金額の規制については、大きな資金ニーズを有している会社にとってはかなりの制約になっている。したがって、引き上げる必要がある。なお、金額や人数については、いわゆる通算規程が適用されると有価証券届出書の提出義務が発生するため、発行会社の負担が大きくなることも課題である。

第二に、人数要件についても同様に制約条件となっている。これについても引き上げが望まれる。例えば、現状では、勧誘対象者ベースで人数上限が設定されているが、いわゆる「仕上がりベース」（実際の出資者数）に変更するだけでも実務的にはかなりの緩和効果があると考えられる。

第三に、発行手続きについては、簡素化が望まれる。特に、小口の発行を頻繁に実施するような場合は、その都度煩瑣な手続きが必要となる。ただし、このような場合は、株主総会で発行枠を承認した上で、取締役会で機動的に発行することで対応している。

6　課題

以上のように、私募によるプライマリー市場拡大とセカンダリー市場である株主コミュニティの拡大は、相互補完的な関係にあり、今後株主コミュニティ制度の拡大にとって、私募の拡大は重要であるとともに、スタートアップ支援に貢献するものであると考えられる。したがって、以下では発行会社、証券会社および株主コミュニティ制度自体の課題を整理する。

まず発行会社にとって、私募資金調達においては、次の三つの要件があると考えられる。

① 資金調達ニーズの充足：私募による資金調達コストは、融資などに比して割高であるものの自己資本の重要性は大きい。そのためには、私募規制の緩和などの措置が必要である。

② 株主数拡大の抑制：私募であってもエクイティファイナンスを実施すると、株主数が増加するため、様々な面で株主管理が課題となり、スタートアップ企業にとっては人的・コスト面の負担となる可能性がある。また、将来的な上場を視野に入れた場合、株主数は障害となる可能性もある。

③ 株主選択ニーズ：企業経営者側には、自社に適した株主を選択したいというニーズがある。特に、非上場会社の特徴は、経営者が株主を選べる点であり、スタートアップ企業においても同様である。

なお、これらの要件は、トレードオフ関係にあり、特に①と②および③とは、背馳する面が強いと思われる。いわば解を見出しにくい連立方程式のような関係となっている。

次に、証券会社については、このような取り組みに注力するに際しては、以下の課題があると思われる。

① 銘柄発掘の困難さ：資金調達ニーズを有するとともに、成長性や社会貢献などの面で特長ある企業を発掘することは容易ではない。特に、小規模の証券会社においては、マンパワーやネットワークなどの面において制

約がある。

② 私募の取扱いにおける出資者集めの困難さ：非上場会社に出資する投資家は限定的であるとともに、会社側も出資者を選好したいというニーズを有している場合もあり、そのマッチングは容易ではない。

③ ビジネスとしての採算性：私募案件は小口であるのみならず、売買に関しては勧誘禁止原則などの制約のもとに取り組みを進めていく必要があり、証券会社にとって収益面において必ずしも魅力的とはいいがたい面がある。

したがって、①や②の困難さは、結果的にビジネスとしての収益性確保に帰結するように思われる。

第三に、株主コミュニティ制度自体の課題としては、以下が挙げられる。

① 周知性の低さ：しばしば制度の周知性の低さが指摘され、それが売買等の市場機能の低さにつながるとともに、逆に市場機能の低さゆえに周知性も高まらないという悪循環に陥っているといわれる。TOKYO PRO Marketとは異なり、株主コミュニティ制度には、運営主体の知名度や東証上場というブランド性があるわけではないため、周知性を高めるには、銘柄数や流動性などの市場機能を高める以外に方途はないと思われる。そのためには、勧誘規制の見直しなど、規制改革の必要がある。

② 流動性の低さ：取引所上場市場では、キャピタルゲインまたはインカムゲインを目的とした純投資が中心であるが、株主コミュニティ銘柄の売買では、株主優待目的、相続に関係する譲渡、既存株主の入れ替えなど、むしろ純投資以外の目的での売買が中心となっている。したがって、流動性を向上させるには、純投資を呼び込む必要がある。そのためには、投資対象として魅力的な銘柄のファインディングが不可欠である。

③ 発行会社の多様性：最近の株主コミュニティ銘柄をみると、伝統的な地域銘柄に加えて、成長型スタート

アップや環境・社会貢献型企業など、かなり多様化が進展している。中には、非上場を堅持することを標榜している会社もみられる。このような傾向は、魅力的な銘柄が増えることを示唆するものであり、株主コミュニティ制度にとって好ましいものと考えられるが、逆に銘柄の多様化が進むことは、一律な規制を難しくする面もあるように思われる。

以上のような課題を解決することは容易ではなく、例えば日本証券業協会においては、すでに検討会合が重ねられており、本年一月より金融庁と合同で「スタートアップ企業等への成長資金供給等に関する懇談会」が開催されている。[13]

以下は、私見であるが、スタートアップなどの新規ビジネスを支援するという観点から、私募による資金調達や株主コミュニティ制度を活用するためには、魅力的な銘柄のファインディングが不可欠であり、個々の企業の特性やミッションポリシーに合致した支援の在り方を企画する必要があるだろう。その際、このような取り組みは、単独の証券会社、特に地方の中堅・中小証券には、マンパワーやネットワークという点で難しい面がある。したがって、地方金融金融機関や各種の行政機関が連携するようなコンソーシアムが必要であろう。また、メディア戦略も重要と思われる。すでにこのような取り組みは、各地で進められており、[14]萌芽的な段階にあるとはいえ、一定の成果がみられることから、将来的な可能性が示唆される。このような取り組みについての考察については、別稿を期したい。

［謝辞］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。また、松山知樹氏（株式会社温故知新）、石原北斗

氏（株式会社FARMIGO）、藤本毅氏（みらい證券株式会社）および日本証券業協会エクイティ市場部から多くの有益なご教示を賜りました。厚く御礼申し上げます。

注

（1）帝国データバンク財務情報による。

（2）同社ＨＰ、「合併に関するお知らせ」（二〇二五年二月一九日付）、参照。
https://i-h-inc.co.jp/news/2024/ir_250219_01.html

（3）帝国データバンク財務情報による。

（4）帝国データバンク財務情報による。

（5）同社ＨＰ、参照。
https://by-onko-chishin.com/company

（6）減資の理由は公表されていないが、資本金を一億円未満とすることで、中小法人としての法人税等の税務上のメリットが享受できることが推測される。

（7）帝国データバンク財務情報による。

（8）帝国データバンク財務情報による。

（9）同社からの情報提供による。

（10）「High-Growth Companies Asia-Pacific 2025」、"Financial Times" Mar. 18, 2025、参照。
https://www.ft.com/content/98982fa6-e6cc-4e3d-85b6-fce9adc50252

(11) 同社プレスリリース「東京証券取引所TOKYO PRO Marketへの上場に関するお知らせ」(二〇二三年一一月二七日)、参照。
https://myfarm.co.jp/news/20231127_press-release_ipo/

(12) 日本取引所グループ「上場廃止の決定：(株)マイファーム」(二〇二四年一一月二九日)、参照。
https://www.jpx.co.jp/news/1021/20241129-18.html

(13) 同懇談会の議事内容について以下を参照。
https://www.fsa.go.jp/singi/startup/index.html
https://www.jsda.or.jp/about/kaigi/chousa/startup/index.html

(14) 内閣官房新しい地方経済・生活環境創生本部事務局・内閣府地方創生推進室「令和六年度　地方創生への取組状況に係るモニタリング調査結果～地方創生に資する金融機関等の特徴的な取組事例～」、二〇二五年三月、二〇～二一頁、参照。ここでは、今村証券、大熊本証券、長野證券、三豊証券、大山日ノ丸証券による「産学官金＋証連携による地域の枠を越えた中小・ベンチャー企業育成事業」が紹介されている。
https://www.chisou.go.jp/sousei/pdf/2503_research_kinyu1.pdf
さらに、今村証券など五社は、このような「伴走型支援」の取り組みによって令和六年度「地方創生に資する金融機関等の『特徴的な取組事例』」として、地方創生担当大臣から表彰されている。今村証券ＨＰ、参照。
https://www.imamura.co.jp/ir/pdf/20250314chihousousei.pdf

参考文献

・拙稿［二〇二四］「株主コミュニティ制度の新たな展開―運営会員と売買高を中心に―」『証研レポート』Ｎｏ．一七四六、二〇二四年一〇月、一一～五二頁

・拙稿［二〇二五］「株主コミュニティ制度の拡大―新規銘柄を中心に―」『証研レポート』Ｎｏ．一七四八、二〇二五年二月、一七～四二頁

（まつお　じゅんすけ・桃山学院大学教授）

アメリカのティックサイズに関わる規則改正

清水　葉子

1　はじめに

アメリカ証券取引委員会（ＳＥＣ）は、二〇二四年一二月に規則改正のリリースを採択し、全米市場システム（ＮＭＳ）に関わる大きな修正を行ったと発表している。規則改正は、アメリカの市場構造に関わるいくつかのポイントにわたるもので、大きく分けると、（1）ティックサイズ（取引の値刻み）の修正、（2）市場アクセスフィー（取引所手数料）の上限額の引き下げ、（3）単位株未満の取引での最良価格の透明性向上、が大きなポイントとなる。

これらは、別々の論点のように見えて実はたがいに関わり合っているので、分けて論じるのは難しいところもあるが、本稿ではこのうちティックサイズ（取引の値刻み）の問題を取り上げ、ＳＥＣの今回の規則改正の内容を紹介するとともに、ティックサイズの問題がこれまでどのように論じられてきたかを簡単に整理してみたい。

2　ＳＥＣの規則改正

今回の規則改正は、二〇二二年一二月に提案され、パブリック・コメントなどを経て、二〇二四年九月に採択された。現在のアメリカの市場構造を決めているのは、二〇〇五年に導入されたRegulation NMSと呼ばれる一連の規則で、二〇〇七年までかけて段階的に導入された。アメリカでは一八年ぶりの大きな修正と受け止められ

ている。

規則改正のうち、ティックサイズと、市場アクセスフィーに関する改正は、二〇二五年一一月から施行される一方、新しい単位株の定義に関するルールは同じく二〇〇五年一一月から施行されるが、単位株未満（端株）の最良価格情報の配信は、システム準備期間が必要であるため、二〇二六年五月からとなる。

また、ＳＥＣは二〇二九年まで、この改正の影響についてモニターするとしている。

本稿で取り上げるティックサイズは、証券市場での最小の値刻みのことであるが、現在アメリカでは、株価一ドル以上の銘柄（正確にはNational Market System銘柄が対象であり、おおむね取引所上場銘柄に相当する）については一セント（〇・〇一ドル）、株価一ドル未満の銘柄位について、より小さい〇・〇一セント（〇・〇〇〇一ドル）刻みで取り扱うことが認められている。

アメリカでは、市場参加者は多くの株式がティック制約（tick constraint）を受けていると考えているとされる。その意味は、実際には一セントより小さいスプレッドで取引することが可能である場合でも、ＳＥＣ規則六一二によってティックサイズが一セントと決められているために一セント未満の取引をすることができず、ティック制約がなければ投資家にとってより有利な取引が可能になるということである。

ＳＥＣは二〇二二年一二月の規則改正の提案時点では、株価一ドル以上のＮＭＳ株式に対して、〇・一セント、〇・二セント、〇・五セントの三種類の最小ティックサイズを追加する提案を行っていたが、パブリックコメントではこの案が複雑すぎること、極端に小さいティックサイズの導入は、価格優先を過剰に発動させることになる恐れがあることが指摘された（この点は後述）。

このため、二〇二四年の最終的なルール改正案では、株価一ドル以上のＮＭＳ銘柄のうち、平均スプレッド（時

間加重平均）が一・五セント以下の銘柄に対して、〇・五セントのティックサイズを一種類のみ追加することとされた。この時間加重平均は一年に二回、三ヶ月の評価期間にわたって計算される。具体的には一月から三月と、七月から九月の平均スプレッドを評価して、その結果に基づいてそれぞれ五月から一〇月までと一一月から翌年四月までの期間に適用されることになった。評価期間の平均スプレッドが一・五セント以下であれば、続く半年間は、〇・五セントの小さいティックサイズが適用される。

3　ティックサイズをめぐる議論

先述のように、ティックサイズは、呼値の単位のことであり、取引の際の最小の値刻みを指す。例えば、東京証券取引所では、株価三〇〇〇円以下の銘柄であれば呼値は一円単位、五〇〇〇円以下は五円単位、三万円以下は一〇円単位などと定められている。アメリカの証券市場では、株価が一ドル以上の銘柄位については、二〇〇一年以降、一律一セントとされてきた。

ティックサイズは、日本のようなオークション・マーケットと、アメリカのようなディーラー主導のマーケットでは、意味あいがかなり異なり、また、複数の市場が流動性をめぐって競争を行う市場間競争の条件下では、競争を左右する複雑な要因の一つとなる。

（1）取引コストとしてのティックサイズ

日本のようなオークション・マーケットであれば、証券の売り手と買い手の間の呼値最小単位としての意味が大きいが、アメリカのようにマーケット・メーカーなどと呼ばれる市場ディーラーがいて買い気配と売り気配を

出すことで取引を成り立たせている市場の場合には、事情が異なる。市場ディーラーが介在する市場では、ティックサイズは、取引の際の市場ディーラーの取り分の最小値を意味している。

すなわち、ティックサイズが一セントであれば、マーケット・メーカーは、たとえば一〇ドルの買い気配と一〇ドル一セントの売り気配を出すのが最小であるから、売りと買いの一往復で一セントの収入を得ることになる。ティックサイズが一〇セントであれば、マーケット・メーカーは最小でも一〇ドルの買い気配と一〇ドル一〇セントの売り気配を出すことになるので、売買一往復で一〇セントの収入を得ることになる。ティックサイズは売買スプレッドの最小単位であり、売買スプレッドが大きい方が市場ディーラーの取り分は大きくなるが、これは投資家にとっては取引コストである。

アメリカでは一九九〇年代にナスダックのマーケットメーカーの談合により、スプレッドが人為的に拡大され、マーケット・メーカーが不当な利益を得ているのではないかという疑惑が問題になった。こうした経緯を受けて、二〇〇一年にティックサイズが全銘柄で一セントに統一され（ディシマライゼーション）、これによって投資家の取引コストである売買スプレッドは劇的に低下したと言われている。

このように、もともと流動性の高い銘柄の場合は、本来は売買スプレッドを一セント未満に縮小できる余地があっても、ティックサイズが制約になってそれ以上スプレッドを縮小できない「ティック制約」が生じてしまい、投資家の不利益になるので、ティックサイズを縮小することができれば、売買スプレッドに追加的な競争が働いて、投資家の取引コストを下げることができる。今回の規則改正も、投資家の取引コストの低下という点で、歓迎の意見が多く見られる。

（2）気配提示インセンティブとしてのティックコスト

ティックコストが売買スプレッドの最小単位を意味しており、投資家にとっての取引コストになるのと反対に、ティックコストは市場ディーラーにとっては収入の最小単位であるので、気配提示のインセンティブとしても機能している。

すなわち、ベンチャー企業のように知名度が低かったり、ビジネスリスクが高かったりすることが原因で流動性が低い銘柄を考えてみると、こうした銘柄の場合は、気配を提示する市場ディーラー側に相応の利益が見込めないと、リスクをとって気配を提示することが難しい。こうしたことから、アメリカでも、しばしばベンチャー企業育成という文脈で、マーケット・メーカーに対してリスクに見合った相応の利益を確保することでセカンダリー・マーケットを充実させないと、ベンチャー企業の資金調達に支障が出ることが指摘される。

アメリカの新規上場企業が減少し、起業支援が議論されてＪＯＢＳ法（Jumpstart Our Business Startups）の制定につながった二〇一二年前後では、さまざまな新興企業向け支援策と並行して、マーケット・メーカーの利益確保も議論された。セカンダリー・マーケットでの市場ディーラーの取引業務に十分な利益を確保することが、アナリストによる銘柄カバレッジの拡大につながり、投資家からの投資を呼び込むことになるので、ひいては新規上場の促進策につながるとする主張であった。

この時には、ティックサイズの拡大も議論の俎上に登ったが、ルール改正にまでつながったわけではない。しかしティックサイズ拡大は、市場ディーラーによる気配提示、取引促進につながるという認識が示されたことになる。

（3）ティックサイズと流動性

日本のようなオークション・マーケットであっても、アメリカのようなディーラー・マーケットであっても、ティックサイズは、取引の流動性に一定の影響を及ぼすとされ、ティックサイズの刻みを小さくしすぎると、注文板の上で取引が分散して、注文が成立しにくくなるとされている。

具体的に考えてみると、たとえばある銘柄の株式を一〇ドルから一〇・五ドル程度で買いたいと思っている投資家が一定数いる場合、ティックサイズが一〇セントであれば、一〇ドルから一〇・五ドルの間に刻みは六つあるので、投資家の指値は一〇ドル、一〇・一ドル、一〇・二ドル・・・と六つに分散して出されることになるだろう。これに対して、ティックサイズが一セントである場合には、一〇ドルから一〇・五ドルの間に刻みは六〇あるので、投資家の指値は六〇に分散することになる。後者の方が、指値注文が板の上に薄く分散するために、売買が成立しにくくなる可能性がある。

ティックサイズは、したがって、その銘柄の株価や流動性とのバランスでうまく定めることが必要であり難しい判断となる。もともと流動性の低い銘柄のティックサイズが小さすぎると、流動性が分散してますます取引が成立しなくなると言われている。先述のＪＯＢＳ法の際にも、ベンチャー企業育成の観点から一部でこうした議論が行われた。

（4）市場間競争の要因としてのティックサイズ

同じ銘柄を複数の市場で取引を行い、少しでも良い価格をつけている市場に注文が回送されて取引が行われる市場間競争が行われている場合には、ティックサイズはさらに複雑な性格を持つ。

市場間競争のもとでは、同じ銘柄がある市場よりも別の市場でより有利な価格（低い売り気配、高い買い気配）が出ていれば、有利な市場で執行することが投資家の利益となり、また市場仲介者も委託注文を最良執行する義務を負っている。

この場合に、市場によってティックサイズがまちまちであると、より小さく呼値を刻んでいる市場で、わずかな差で最良価格を提示することができるので、市場間競争を左右する大きな要因となる。アメリカでは、市場間競争のルールを定めた一連のRegulation NMSの中に、ＳＥＣルール六一二を定めて、実質性のない市場間競争を防ぎ競争のレベルをそろえるという観点から、原則として一セントを下回る呼値を禁じている。

しかし、問題は単純ではなく、取引所などの市場のティックサイズを一セントで統一したとしても、ペイメント・フォー・オーダーフローなどのリベート払い戻し慣行により、実際には一セント未満の小さい単位で市場の側からブローカーにキックバックが行われて、呼値の下限を定めるルールが無効化されていることも多い。リベート分をあらかじめ差し引いてスプレッドを考えると、表面上は一セントのスプレッドで取引していても、実質的には一セント未満のスプレッドがすでに普及していると見ることが可能だからである。

また、こうしたルールは一〇〇株の単位株取引にだけ適用され、端株取引は最良価格情報が公表されないなど、実質的には抜け道が多いのも事実である。

4　おわりに

このリリースは、全体としてはティックサイズ、市場アクセスフィーなど、ＮＭＳ（全米市場システム）全体についての見直し、修正を意図したものであり、ティックサイズだけを議論しているわけではないが、一見つな

がりのないルール修正が複雑に絡まり合っており、アメリカの市場間競争の複雑さを示していると言える。NMS見直しの全体像は、あらためて議論したい。

（しみず　ようこ・客員研究員）

シカゴ・マーカンタイル取引所（ＣＭＥ）のブローカー免許取得

志馬　祥紀

１　はじめに

米国最大の先物取引所グループであるシカゴ・マーカンタイル取引所（ＣＭＥ）グループは、ＮＦＡ（全米先物協会）よりＦＣＭ（先物仲介業者）の承認を得たと二〇二四年一〇月に発表した。

ＣＭＥは、先物市場を開設する取引所（指定取引市場、ＤＭＯ）であり、同時に注文執行後の清算を行う清算機関（デリバティブ清算機関、ＤＣＯ）でもある、自主規制機関（ＳＲＯ）である。先物市場において、市場開設者と先物仲介業者（ＦＣＭ）は規制上区別され、両者を兼ねる組織は存在しなかった。

ＣＭＥのＦＣＭ免許取得について、全米先物取引業協会（ＦＩＡ）は批判声明を出したが、業界全体として大規模な反対の動きは見られない。

これは二〇二二年に暗号通貨取引所のＦＴＸがＦＣＭを介在しない取引清算方式をＣＦＴＣに申請した際の業界対応と対照的である（取引所が直接投資家の清算を行うことは、取引所自身がＦＣＭを兼ねることを意味する）。当時は先物業界全体で活発な議論が行われた。なお、ＣＭＥはＦＴＸ提案に反対意見を表明していたこともあり、今回のＣＭＥの方針変更が注目されている。

本報告では、ＣＭＥのＦＣＭ参入をめぐる状況を説明、次に米国先物市場におけるリスク管理状況を述べ、二〇二二年のＦＴＸによるＦＣＭ業務参入時の議論を分析する。最後にＣＭＥと規制当局間の質疑状況を説明する

ことで、米国における取引所がＦＣＭを兼任することに伴うリスク管理、利益相反に関する考え方を説明する。

２　ＣＭＥによるＦＣＭ認可をめぐる動き

（１）ＣＭＥのＦＣＭ認可

二〇二四年一〇月二九日、ＣＭＥグループは、自主規制機関であるＮＦＡ（全米先物協会）よりＦＣＭの承認を得たと発表した。

これはＣＭＥがＣＦＴＣ（商品先物取引委員会）に、二〇二二年八月、投資家がＣＭＥの先物市場における取引、また取引後の清算業務を可能とするために、自らＦＣＭの登録申請を行った結果である。[1]

申請が承認されたことで、ＣＭＥがＦＣＭのブローカー事業に参入すれば、投資家は既存のブローカーを経由せず、取引所にシステムを直接接続し、市場での取引が可能となる。

また、注目されているのは、ＣＭＥが顧客の預かり資産を管理し、取引後の清算業務を行う点が、他のＦＣＭと競合する可能性である。

（関連報道によれば、投資家は先物取引に支払う手数料が節約できる可能性がある一方で、ＣＭＥの手数料が他のＦＣＭを下回れば、他のＦＣＭから苦情が出る可能性が高い。ウォール街の銀行等のＦＣＭ部門は顧客のプライム・ブローカーとして活動しており、先物取引の清算業務は、銀行の収益源である。また、ＦＣＭは、投資家の取引について損失が発生した場合、投資家に証拠金を請求する必要がある。大口投資家がデフォルトした場合、ＦＣＭ（この場合はＣＭＥ）に損失をもたらす可能性がある）。

二〇二二年時の報道によれば、ＣＭＥ（あるいは新規設立するＦＣＭ）は、顧客と取引所会員間の仲介役とな

り、取引の執行や清算を行う。「ＣＭＥグループ、とりわけデリバティブ取引所運営会社は、既存のＦＣＭコミュニティと競合する意図はない」とされた。

ＣＭＥのテレンス・ダフィー会長兼最高経営責任者（ＣＥＯ）の、「ＣＭＥがＦＣＭをどのように利用するのか、あるいは利用しないかについて、非常に多くの憶測が飛び交っている。しかし、ＦＣＭは現在と同じ姿なのか、それとも全く異なる姿になるのか。ＦＣＭが五年、一〇年、一五年後どのような姿になっているかは誰にもわからないことに注意する必要がある。ＦＣＭ業界へのＣＭＥの関与は揺るぎなく、今後もＦＣＭと協力してモデルを改善していく」との発言が伝えられている。

（２）（参考）証券市場と先物市場の業界団体等の比較

①（参考）業界団体の構造

証券市場と先物市場は相似形だが、歴史的経緯・実際の権限は異なる。

日本の証券業協会は、「自主規制機関」と「業界団体」の

（参考）図表１　米国の先物市場・証券市場における主な法・規制・業界団体等の状況

項目	機関	先物市場	証券市場
法律		商品取引所法（CEA、Commodity Exchange Act）	証券取引所法（SEA、Securities Exchange Act）
規制当局		商品先物取引委員会（CFTC、Commodity Futures Trading Commission）	証券取引委員会（SEC、Securities and Exchange Commission）
自主規制機関（SRO、Self-Regulatory Organization）	業界	全米先物協会（NFA、National Futures Association）	米国金融業規制機構（FINRA、Financial Industry Regulatory Authority）
	市場	取引所	取引所
業界団体		全米先物取引業協会（FIA、Futures Industry Association）	米国証券業金融市場協会（SIFMA、Securities Industry and Financial Markets Association）

（出所）筆者作成

異なる性格を有するが、米国の証券・先物市場においては性格ごとに組織が異なる。

② 伝統的先物市場における役割分担

先物市場の構造はセーフガードとして各組織が独立して機能することが想定されている。顧客資金の管理、取引注文の執行、取引後の清算といった各機能は、それぞれ独立した組織に分離されてきた。

同分離は利益相反を最小化し、各主体が他の主体に対するチェックの提供を可能とし、顧客保護の重層的な枠組みを維持している。

○イントロデューシング・ブローカー（IB）

イントロデューシング・ブローカー（IB）はマーケティング及び顧客に直接対応するブローカーとして、顧客とFCMを結び、取引を促進、アドバイザー・サービスを提供する。

IBは顧客の資金を直接扱わない。FCMが顧客資産の保護責任を有する。このためIBは顧客との関係と資金運用を分離できる（＝FCMは顧客に対し、注文執行・清算サービス業務を提供する仲介業者となる）。

○先物取引業者（FCM）

先物取引業者（FCM）は、顧客と先物市場を仲介するブローカーである。

FCMは、先物取引・先物オプション取引（その他に取引所外取引、スワップ取引）の売買注文を勧誘、受け

図表２　先物市場における顧客注文の流れと担当組織

<table>
<tr><td>投資家</td><td colspan="2">ブローカー</td><td>市場</td><td>清算機関</td></tr>
<tr><td rowspan="2">個人</td><td>イントロデューシング・ブローカー</td><td rowspan="2">FCM</td><td rowspan="2">取引所</td><td rowspan="2">清算会社</td></tr>
<tr><td></td></tr>
<tr><td>機関投資家</td><td></td><td></td><td></td><td></td></tr>
</table>

（出所）筆者作成

付け、その注文をサポートするための顧客資金（又はその他の資産）を受け入れる。

ＦＣＭは取引の発注を支援するが、自らが取引の相手方となって執行することはない。

ＦＣＭは顧客口座の管理、必要証拠金の確保、規制基準に準拠した顧客資金の分別管理等のバックオフィス業務を行う。

ＦＣＭは顧客と取引所を結ぶ仲介業者であるが、顧客とＦＣＭの間にさらにイントロデューシング・ブローカー（ＩＢ）が介在する場合もある。

ＦＣＭは、清算機能とは独立した、トレーディングに関連する一定の機能も果たしている。

ＦＣＭは、清算ポジション管理の他、取引所におけるＦＣＭ顧客の取引執行に関する義務を負う（「取引のリスクに関する顧客への情報開示」「注文および取引の記録義務」「最低取引基準・取引承認要件」「月次報告書および確認書の作成義務」「利益相反および取引基準」等）。

○ＦＣＭにおける顧客資金の分別管理

ＦＣＭの中心的な業務は顧客資金の分別管理である。これは顧客資産と先物市場の健全性を保護するための重要な措置であり、以下の内容が含まれる。

口座の分離：規制上、ＦＣＭは顧客資金を会社の資本とは別の指定口座に保管することが義務付けられており、ＦＣＭが倒産した場合でも顧客資産は保護される。

日々のモニタリングと照合：ＦＣＭは、顧客の口座状況の規制との合致状況を確認するため、日常的なモニタリングと照合を行う責任がある。同内容には、顧客の証拠金を管理し、口座に十分な資金が確保されていることを確認することが含まれる。

厳格なコンプライアンス監査：ＣＦＴＣによる定期的な監査とコンプライアンス・チェックにより、ＦＣＭの資金分離要件の遵守が確認される。ＦＣＭはまた、市場リスクのエクスポージャーを最小化するため、顧客資金の運用に関する厳格なガイドラインを遵守する義務があり、資金の安全性が確保される。

破綻時の顧客保護：ＦＣＭが破産した場合、顧客の分離資金は優先債権とされ、一般債権者よりも迅速に資産回収が可能となる。これによりＦＣＭの存在は顧客保護に、追加的な保護の段階を加えている。

○取引所

取引所は、取引注文執行の場を提供する。ＦＣＭ経由で顧客注文が出した注文は取引所の注文照合システムに送信され、売買双方の注文をリアルタイムで照合・マッチングする。

取引所は取引ルールを実施、取引執行を管理することで、市場の健全性を維持し、透明性のある価格を維持する。

○清算機関

清算機関は、取引のセントラル・カウンターパーティー（ＣＣＰ）として、取引の決済を管理・保証し、カウンターパーティー・リスクを軽減、市場の安定性を維持する。

日次の証拠金の調整、清算参加者であるＦＣＭの財務要件管理により、取引参加者のシステミック・リスクを軽減する。

この細分化は、ＣＦＴＣの基本原則（顧客資産の保護、透明性の向上、強固なリスク管理）の維持に貢献している。米国先物市場においては、単一組織における複数の機能管理の集中を防ぐことで、潜在的な利益相反に対するチェックを確立している。

（3）ＦＩＡの批判

二〇二四年一〇月三一日、全米先物取引業協会（ＦＩＡ）のウォルト・ルッケン会長兼最高経営責任者（ＣＥＯ）は、ＣＭＥによるＦＣＭ免許の承認について、以下の声明を発表した。

「ＣＭＥのＦＣＭ申請が承認されたことは、市場規制とシステミック・リスクに深刻な懸念を抱かせる傾向の最新かつ最も重要な例である。」

「同承認は、ＣＦＴＣが関連するＣＦＴＣ規制主体間の利益相反（conflict）に対処するためのルールが未提案の時期に行われた。」

「約三年前、ＦＴＸは垂直統合型ビジネスモデルの承認をＣＦＴＣに求めた。ＦＩＡは当時、ＣＦＴＣに対し、このように斬新な構造では複数の市場機能をひとつ屋根の下に統合することによる利益相反の懸念が生じると警告した。三年経った今も、こうしたリスクは未解決のままである。」

「一つの組織が複数の市場機能（取引、清算、仲介、市場規制）を管理する場合、固有の利益相反が存在すると強く信じている。ＦＩＡはＣＦＴＣに対し、この問題に対処するためのルール作りを直ちに進めるよう求める。」

（なお、ＦＩＡは利益相反、清算・決済問題が引き起こすシステミック・リスクへの懸念に言及しているが、これらの点は、後述のＣＦＴＣによる質問事項と重なっている）。

３　暗号通貨取引所ＦＴＸによるＦＣＭ申請（二〇二二年）

（1）ＦＴＸについて

FTX Trading Ltd.（ＦＴＸ）は暗号通貨取引所（現物、先物）及びヘッジファンドの運営企業である。

ＦＴＸはサム・バンクマン＝フリードによって、二〇一九年五月に設立された（ちなみにＦＴＸは「Futures Exchange」の略称）。本社はバハマに設置された。

同取引所は二〇二一年七月のピーク時には一〇〇万人以上のユーザーを抱え、取引高で三番目に大きな暗号通貨取引所であった。

同取引所は二〇二二年一一月の一部報道（CoinDeskの記事）後、顧客からの出金が拡大、当該引き出し需要に対応できず破綻した（二〇二二年一一月、米国の連邦倒産法の破産手続きに入る）。サム・バンクマン＝フリードは二〇二二年一二月米国政府の要請により、金融犯罪容疑でバハマ当局に逮捕された（同社の設立から破綻への経緯は、マイケル・ルイス著「一兆円を盗んだ男―仮想通貨帝国ＦＴＸの崩壊」（日本経済新聞社）に詳しい）。

（2）ＦＴＸによるＦＣＭ免許申請（概要）

ＣＭＥのＦＣＭ免許取得について、ＦＩＡが迅速に批判声明を発表したことには、背景（二〇二二年の暗号通貨取引所ＦＴＸによるＣＦＴＣへのＦＣＭ申請が行われていた際の議論）が存在している。

ＣＦＴＣは、二〇二二年三月一〇日、ＦＴＸの求めの是非について、パブリック・コメントを求めた（ＣＦＴＣ（二〇二二））。但し本件はＦＴＸ社がその後経営破綻したことで取り下げられた。

ちなみに、ＦＴＸの規制改革提案をめぐる議会の公聴会において、ＣＭＥのテレンス・ダフィー最高経営責任者（ＣＥＯ）は、ＦＴＸの計画は「市場リスクを著しく増大させる」と述べており、顧客取引に関するリスク管理が焦点となった）。

（3）ＦＴＸの主張するリスク管理

ＦＴＸは、自らがＦＣＭとして投資家資金の分別管理やリスク管理を行うことを希望し、以下の主張を展開した。

まずFTX US Derivatives（以下「ＦＴＸ」）傘下のLedgerX LLCは、ＣＦＴＣに対し、法令上の清算機関としての命令を修正し、ＦＴＸが直接顧客の証拠金を管理できるよう申請した（＝ＦＴＸが清算ＦＣＭとして機能することを意味する。以下、ＦＴＸの主張から抜粋する）。

ＦＴＸは、暗号通貨の現物取引所業務及び清算業務を顧客に直接提供しており、先物取引の証拠金管理業務についても、同様の取り扱いを希望する。

伝統的な清算機関モデルにおいては、証拠金に関するリスクが清算機関の清算参加者間で共有されてきた。しかし、商品取引所法（ＣＥＡ）は必ずしも同商慣習を要求しておらず、ＤＣＯに適切なリスク管理を求めているに過ぎない。

ＦＴＸは、顧客のポジションをリアルタイムで監視し、デフォルトに陥った投資家口座のリスクを軽減するために、以下の措置を講じることで、同リスクを管理できる。

①　平時

ＦＴＸは、リスク・エクスポージャーの評価は、ＦＴＸに預託された担保のみに依拠する（投資家個人の価値、職業、クレジット・スコア等、経時的に陳腐化しえる情報に依拠する信用調査とは対照的である）。

ＦＴＸは、証拠金管理に伴うリスクを認識し、以下のリスク管理基準を導入する。

第一に、ＦＴＸは、従来取引所の証拠金計算と異なり、全顧客の必要証拠金状況及び必要額について、毎秒ごとに計算・評価する。

第二に、変動証拠金は、時間の経過に伴う損失の蓄積を回避するために、ほぼリアルタイムで管理される。ＦＴＸは二四時間三六五日稼動し、市場の変動を監視、変化に即座に対応することで、デフォルト・リスクを回避する。

第三に、ＦＴＸは、顧客と直接コンタクトすることで、口座の評価及びリスク処理に伴う摩擦や遅延を排除し、オペレーショナル・リスクを軽減する。

②　デフォルト発生懸念時

ＦＴＸは投資家の口座を二四時間三六五日監視し、資金不足のポジションをリアルタイムで清算するため、各参加者に最低資本要件を設定する必要はない。

投資家のポジションに関する維持証拠金が基準額を下回った場合、ＦＴＸは同ポジションの清算を開始、取引注文板（ＣＬＯＢ）上で清算する。

ＦＴＸがＣＬＯＢでポジションを清算できない場合、事前に清算注文の受け入れ契約を交わした「バックストップ流動性プロバイダー」に清算を依頼、清算業務が開始される。

バックストップ流動性プロバイダーは、公開された市場で一時的に解決することが困難なリスクを吸収し、処分可能なプロ・トレーダーによって清算を実現する。

バックストップ流動性プロバイダーは、二四時間三六五日利用可能な一定のバックストップ流動性を提供し、

短時間で要求される証拠金支払いに同意する必要がある。

バックストップ流動性プロバイダーが投資家の不足を解消できない（デフォルトによる損失の残額が存在する）場合、ＦＴＸは当該損失を補填するため、自己資本である基金（二億五〇〇〇万ドル）から資金を投入する。

これら清算業務手続き（ウォーターフォール）が終了した時点で、万が一、保証基金が枯渇した場合には、従来のＤＣＯにおけるデフォルト管理手続きが適用される。

４　伝統的清算機関におけるリスク管理

（１）ＯＣＣについて

ＯＣＣ（オプション清算機関、The Options Clearing Corporation）は一九七三年に設立された世界最大の株式デリバティブ清算機関である。

ＯＣＣは、証券取引委員会（ＳＥＣ）管轄下の一六の証券取引所で取引される株式オプション取引、商品先物取引委員会（ＣＦＴＣ）の管轄下の二つの先物取引所で取引される先物・先物オプション取引の清算業務を実施している。

ＦＴＸ提案に対する批判として、ＯＣＣの他にＣＭＥ、ＮＦＡ等から意見が提出される。その内容はほぼ共通している。ＯＣＣ資料が詳細であることから、以下、同資料に基づき説明する。

（２）伝統的モデル（ＣＣＰモデル）

清算機関（セントラル・カウンターパーティ、ＣＣＰ）は、取引所市場における全ての取引の相手方（売り手

に対する買い手（あるいはその逆）になることで、一方の当事者の債務不履行（デフォルト）が発生した場合においても取引の履行を保証する。リスク管理は、ＣＣＰがその機能を果たす中核的手段である。

（３）債務不履行（デフォルト）に対する考え方

取引後の債務不履行に対し、ＣＣＰは清算参加者に加盟基準を設定、その信用力及び業務上の信頼性を継続的に監視、信用リスクを管理する。

ＣＣＰは、デフォルト発生時から対象ポジションが最終的に決済されるまでの期間をカバーする証拠金を維持することで、清算参加者に対する信用エクスポージャーを管理する。

対象ポートフォリオは時価評価され、取引日を通じて少なくとも日に一度は再評価（値洗い）される。

ＣＣＰは、清算参加者の債務不履行に対する潜在的なエクスポージャーをカバーするため、清算参加者が出資する清算基金を設立、清算参加者の不履行リスクを共有（mutualize）している。

清算基金の規模は、ＯＣＣの場合、ＯＣＣの最大及び次位の（合計で何万口座もの顧客口座を管理している）二大清算参加者が、想定されうる最も極端な市況下において、同時にデフォルトしても、市場機能が維持される規模（カバー2と呼ばれる）である。

ＯＣＣの清算基金への預託金額は、全清算参加者に要求される固定額と、ＯＣＣは、清算参加者の総リスク、建玉及び取引高比率に基づき配分・賦課される変動額の合計である。このリスクに基づく清算基金預託金は、清算参加者がリスクを管理上で、（リスク削減に関する）追加的なインセンティブとして機能している。

（4）デフォルト発生時の手続き（デフォルト・ウォーターフォール）

① 証拠金及び清算基金預託金

デフォルトした清算参加者の拠出する証拠金及び清算基金預託金が、最初に使用される。

② ＯＣＣの自己資本

デフォルトしていない清算参加者の清算基金預託金を請求する前に、ＯＣＣは規則に基づく自己資本（スキン・イン・ザ・ゲーム）を拠出する。同金額には、ＯＣＣの取締役会が定める最低拠出金、及び債務不履行時のＯＣＣの規制資本要件の一一〇％を超える自己資本を原資とする流動的純資産が含まれる。

③ 債務不履行に陥らなかった会員の清算基金預金及びＯＣＣの役員報酬

①②の後、残された損失について、ＯＣＣは債務不履行を起こしていない会員の清算基金預金及びＯＣＣの役員繰延報酬プログラム信託に関して保有されている資金に比例配分する。

④ その他

ＯＣＣは、デフォルト・イベント終焉後の資金回収及び清算計画を有する。定款及び規則に基づき、追加清算基金賦課金、任意支払い、任意清算、一部清算等の回復手段を利用できる（但し、これらの手段は、ＯＣＣが上述の自己資本を使い果たした後にのみ効力を有する）。

（5）ＯＣＣによるＦＴＸ提案の批判

①　全体的な批判

以下は、ＯＣＣがＣＦＴＣに提出した、ＦＴＸ提案に対する批判（ＯＣＣ（二〇二二））の引用（要約）である。

ＦＴＸの提案は、デリバティブ清算機関（ＤＣＯ）としての登録規則の修正要求の体裁をとっている。

しかしＦＴＸの提案は、ＤＣＯコア・プリンシプル、ＣＦＴＣ規則、及びＣＰＭＩ（ＢＩＳ決済・市場インフラ委員会）とＩＯＳＣＯ（証券監督者国際機構）が公布した「市場インフラに関する原則 Principles for Financial Market Infrastructures（ＰＦＭＩプリンシプル）」に規定される国際基準を満たす取引清算について、要件の免除を要求しているのが実態である。

ＦＴＸの提案は、システミック・リスクの増大、投資家保護の弱体化に繋がり、実績あるセントラル・カウンターパーティー・モデルを異質なものに変質させると懸念する。

②　提供情報の不十分さ

ＦＴＸの提案は、有意義なコメントを行う上で、情報が不十分である。

ＦＴＸは先物等証拠金制度が適用される取引への清算拡大を図っているが、証拠

図表３　FTX及び伝統的モデルの比較

	FTXモデル	伝統的モデル
顧客の信用リスクの把握	×	○
初期証拠金	○	○
値洗い／強制的ポジション解消	○	○
清算基金の使用（デフォルト発生投資家／会員分）	×	○
清算機関の自己資本	○	○
清算基金の使用（非デフォルト会員分）	×	○

（出所）FTX及びOCC発表資料より作成。○：あり、×：なし

金及び流動性ストレステスト等の方法に関する情報が不足している（ＦＴＸの主張には、証拠金モデルに関する情報、ＣＦＴＣ規則における証拠金要件（少なくとも九九％の信頼水準を満たす証拠金カバレッジ要件、バックテストのプロセス、利用される価格データ、モデルの検証等）の具体的な遵守方法が未記載）。

情報不足は、ＦＴＸの提案する業務の他の側面（担保の掛け目や投資管理方針、流動性リスク管理、デフォルト管理テスト手順等）についても同様である。

③　ＦＴＸの提案がもたらすシステミック・リスク

ＦＴＸの提案は、ＣＣＰモデルの基礎であるリスク管理慣行から逸脱している。以下の内容から、ＦＴＸの提案する仲介排除モデルは金融システム全体にリスクをもたらす。

Ａ　信用力調査の欠如

ＦＴＸの提案するＦＣＭ排除モデルには、デフォルトに対し最初に機能する、信用デュー・デリジェンスやリスクベースの参加者要件がない（清算機関には、ＣＦＴＣ規則に基づき、参加者要件の遵守を監視する手続きが義務付けられている）。

ＦＴＸの提案は、非ＦＣＭメンバーに対して資本要件を課していない。（伝統的な手続き中、ＦＣＭに関しては、ＦＣＭの顧客に対するクレジット・エクスポージャーの管理・監視方法が手続きに含まれ、クレジット・デュー・ディリジェンス上の一つのレイヤーとなる）。

これら信用エクスポージャーの二重の監視の排除は、個々の参加者が直接清算することでもたらされるシステミック・リスクを増大させる。

従って、特にＦＴＸが提案する自動清算ポリシーの下では、ストレスのかかった市場環境下で多数の参加者が同時にデフォルトに陥る可能性が高い。

Ｂ　非常時における財源の未確保

ＦＴＸの提案上、最も重要な論点は、ＦＴＸの提案には「極端だが、実現しえる市場環境」をカバーする財源の確保が説明されていない。

会員の出資する保証基金の代わりに、ＦＴＸは二億五〇〇〇万ドルの法人拠出を行うことを提案している。

しかし、ＦＴＸは、この固定的な拠出金の金額設定理由や、ストレスシナリオ等のリスクベースの方法による、同金額の再設定方法について言及がない。また、その自己資本の補充についても示されていない。

ＦＴＸは、最大清算参加者の損失をカバーする資金が当初証拠金総額の一〇％未満である場合（カバー１）、最大及び次位の清算参加者の損失をカバーする金額（カバー２）又は上位三社損失をカバーする金額（カバー３）の基準に移行することを提案している。カバー２のシナリオでは、ＯＣＣにおいては、ＣＣＰが利用可能な総資源に占めるデフォルト清算メンバーの割合は一〇％を軽く凌駕する。ＯＣＣの場合、機関投資家の利用に伴い、その規模が大きい実態が存在する。

ＦＴＸの三つの口座をカバーするという提案は、数万もの口座で構成される金融機関をカバーするＣＣＰとは比較にならない。（ちなみに、ＯＣＣは当初証拠金に加え、ＣＦＴＣ規則三九・一一（Ｃ）に従ったストレスシナリオに基づくカバー２の基準を満たすため、二〇二二年三月三一日時点で一六〇億ドルを超える清算基金の預託金を維持している）。

C　ＦＴＸ提案における「流動性提供者」について

ＦＴＸの提案は、伝統的なＣＣＰのデフォルト規則や手続きから逸脱しており、システミック・リスクを増大させる可能性が高い。

流動性が低下する可能性のある不安定な状況下で、提案されている自動清算機能がどのように機能するかは不明。自動清算は市場をさらに変動させ、より多くの自動清算を誘発、フィードバック・ループや「フラッシュ・クラッシュ」を発生させる可能性がある。

この結果を軽減するために、ＦＴＸが提案する清算手続き（デフォルト・ウォーターフォール）は、「バックストップ・リクイディティ・プロバイダー」の介入に依存している。

しかし、このバックストップ・リクイディティ・プロバイダーが何者か、どのような専門知識を有するのか、どのような財源を使用できるのか、その財源のうちどの程度がその機能に投入されるのか、利用可能な流動性はどの程度か、その機能を果たすための義務負担の程度等の情報は提案にない。

清算参加者による損失の共有化（相互負担）を回避するために、デフォルト・オークションに応札するインセンティブを持つＣＣＰモデルとは異なり、バックストップ・リクイディティ・プロバイダーが妥当な価格を達成するインセンティブを有することを示唆する情報は提案にはない。

同じことが、ＦＴＸの仲介なしモデルの下での参加者間の自主的なオークションにも当てはまる。

最後に、ＦＴＸの提案は、単に清算保証する基金を使い果たした後の回復手段としてではなく、デフォルト清算手続きの一部として部分的なティアアップ（訳注：残存ポジションの清算や解約）を組み込むことにより、ＣＣＰ保証の本質を損なっている。これらティアアップは、自己資本の適用後に行われるべき事項である。

従って、ＦＴＸの提案は、清算参加者、顧客、ＣＣＰ、規制当局の間で長年議論されてきた、部分的なティアアップのような回復手段は清算保障基金を使用する最終段階に存在すべきとの議論に反する。

Ｄ　投資家保護の弱体化

ＦＴＸの提案モデルは、規制当局や自主規制機関の監督を含む、確立された顧客保護体制に関するＦＣＭ規制を回避する。

ＦＴＸは、ＦＣＭが存在しない場合、業界全体の投資家に対してどのように各機能を実行するのか不透明である。

さらに、ＦＣＭの規制体制を迂回するＦＴＸの提案は、投資家保護に関する他の懸念も提起する。

ＦＴＸは、証拠金不足となった参加者のポジションの（いかなる時点においても）自動清算を提案しているが、同提案は、個人投資家を含む参加者に、証拠金資産の価値を注意深く監視する（証拠金不足にならないようにする）負担を強いる。また、個人投資家にとっては、不安定な市場において、また、ＦＴＸの担保管理手続き（例えば、担保の掛け目）に関する透明性のある情報が未公開の場合、対応が困難となる。

ＣＣＰモデルにおいて、清算会社の不履行が発生した場合、顧客口座のポータビリティは重要な顧客保護であるが、これは仲介排除モデルの下では失われることになる。

また、仮にＦＴＸが破綻した場合、ＦＴＸの提案では投資家は独自のリスクにさらされることになる。

例えば、ＦＴＸは、一時的な流動性ニーズを満たすために、破綻していない参加者の当初証拠金及び変動証拠金を使用する権限を提案している。こうした証拠金の使用は、ＣＣＰモデルの下での証拠金の目的と矛盾する。

④　ＯＣＣの結論とその後の経緯

ＯＣＣは、「以上の理由により、ＯＣＣは、ＣＦＴＣがＦＴＸのＤＣＯ登録変更申請を却下すべきである」と主張した。他の機関（ＣＭＥやＮＦＡ、ＦＩＡ）による主張・結論も同内容である。この後、ＦＴＸによる経営破綻に伴い、ＦＴＸの申請は取り下げられた。その結果、ＦＴＸの申請に伴う議論も、明確な結論が出ないまま終了した。

５　ＣＭＥに対するＣＦＴＣからの質問状とＣＭＥ側の対応

（１）概要

ＣＦＴＣは、ＣＭＥによるブローカー設立申請について、幅広く意見を求めた（ＣＦＴＣ（二〇二三））。ＣＭＥも自らの意見を述べている（ＣＭＥ（二〇二三））。以下では、これら質疑応答を通じて、ＣＦＴＣの懸念事項とＣＭＥの回答について、概要を説明する。

主な論点は二点存在し、清算機関（を兼ねた取引所）によるＦＣＭの兼任に伴う「リスク管理」、そして自主規制機関である取引所がＦＣＭを兼任（あるいは提携）する場合に発生し得る「利益相反」の問題である。

（２）ＣＭＥによる主な回答内容（回答の抜粋）

①　利益相反について

市場を運営する自主規制機関（ＳＲＯ）である取引所とその監視対象者（市場参加者）との間に潜在的な利益相反が生じる可能性は、自主規制の本質に内在している。ＳＲＯと市場参加者の関係が変化すれば、潜在的な利

益相反の種類や大きさも変化する（自主規制における「あいまいさ」の存在）。

例えば、かつて会員制度として市場参加者が相互会社的な形で集合的に所有していた市場ＳＲＯは、いまや上場持株会社が所有する取引所に変化し、現在では、取引所が一（又は複数の）市場参加者グループによって所有される場合や、取引所自身が個々の市場参加者を所有又は共同所有する場合もある。

また、マイアミ・インターナショナル証券取引所持株会社によるミネアポリス穀物取引所（先物取引所）とドーマン・トレーディング（ＦＣＭ）の買収といった企業買収事例は、潜在的な利益相反を明確化した。

ＣＭＥは、ＣＦＴＣのスタッフが、新しい企業構造が生み出す潜在的な利益相反について、十分な理解を得ようとしていることに感謝する。

利益相反については、原則ベースの既存のアプローチが機能しているとの認識が重要である。

ＣＦＴＣは、ＳＲＯが意思決定や業務運営において利益相反に直面する可能性を個別に特定し対処、拡大的かつ規定的な規則を採用するべきではない。潜在的な利益相反の性質は広範に変化し得るものであり、目前の特定の事実によって異なり、状況は常に変化するため、杓子定規な制度では、将来発生しうる潜在的な利益相反を予測できないリスクがある。

むしろ市場ＳＲＯが（関連登録機関の共通グループ構造下を含め）生じうる潜在的な利益相反を特定し、それに対処することを引き続き信頼すべきである。

考え得る事例の一例として、取引所ＦＣＭ（あるいは取引所の関連ＦＣＭ）が自己勘定取引を行うことは、懸念を生じさせるものであり、さらなる検討が必要であろう。

ＣＭＥは、ＣＦＴＣに対し、最近の市場経験や、このような提携関係がもたらすより深刻な利益相反を考慮し、

自取引所の市場において関連会社が自己勘定取引を行うことを認める取引所に対し、規制や強化された監督義務の採用を提案する。

本書簡で説明したように、ＣＭＥは、ＣＦＴＣがＦＣＭと提携する取引所に対し、その業務とＦＣＭ業務が十分に分離されていることを保証する規則、方針、手続きを採用し、実施を要求することを支持する（規制当局に対する規制見直しを提案）。

②　リスク管理（証拠金要件等）について

○ＣＦＴＣによる質問

証拠金要件は、一般的に、（個々の清算参加者に対して裁量を行使することなく）、全清算参加者に一律に適用されるパラメータに基づき設定される。しかし、一部の証拠金設定は、特定のポートフォリオ（従って、特定の清算参加者）に合わせて設定される場合があり、個々の清算参加者に特有の裁量が存在する場合がある。清算機関がＦＣＭと提携することで、このような調整が影響を受ける可能性はあるか。可能性が存在する場合、リスクをどのように軽減できるのか。

○ＣＭＥの回答

既存の規制枠組みは、証拠金規制に関する問題に効果的に対処している。

中核的な原則及びＣＦＴＣ規則に基づく規制義務を履行している清算機関は、ＦＣＭとの関係に基づき証拠金を決定した場合、規制義務違反となる。

具体的には、清算機関は証拠金規制を公平に設定・適用し、証拠金決定における潜在的な利益相反を緩和する

ことが求められている。

ＣＦＴＣは、規制上の義務を果たしていない清算機関に対して強制措置を取ることができる。

さらに、実務的な観点から言えば、証拠金要件はエクスポージャーやポートフォリオ構成に基づいて調整することができるが、取引所が清算機関に一意的な影響を与えるような裁量的な証拠金賦課を行うことはほとんどない。

例えば、証拠金の不足及び／又は偏よりの高いポートフォリオを有する清算参加者に裁量的運用が適用された場合、標準的な実務では、他の清算参加者にも同様の料率が適用されることになる。

清算機関の中核的機能は、リスク・テイクではなくリスク管理であり、特定の清算参加者について他と異なる扱いをする財務的インセンティブは存在しない。

しかし、市場を運営する自主規制機関と関連ＦＣＭに利益相反が生じる可能性を踏まえれば、清算機関とＦＣＭの適切かつ効果的な分離する施策の検討を、ＣＭＥはＣＦＴＣに提案する。

○ＣＦＴＣによる質問

清算機関に対するデフォルトの連鎖リスクの発生可能性をどう考えるか。

清算機関に対するリスクの一つは、清算参加者及び／又は顧客が清算機関に対する信頼を失い、ＦＣＭの破綻又は破綻が差し迫っているとの認識から、（例：ポジションの急速な決済や証拠金の引き出しといった）「ラン（取りつけ）」を開始することである。

このような状況において、関連清算参加者を有する清算機関は、どのように連鎖リスクを管理できるのか。

○ＣＭＥによる回答

前提として、清算機関及びＦＣＭは、各々の役割と規制上の登録に基づき、異なる資本要件を維持する必要がある。こうした条件下で、ＤＣＯが適切に運営されていれば、質問で述べられたリスクは比較的小さいと考える。

③　ＣＦＴＣ―ＣＭＥのやりとりから見えるもの

ＣＦＴＣの質問事項は、大別して「ＳＲＯ及び清算機関であるＣＭＥと資本関連のあるＦＣＭ」間の「利益相反への懸念」と「清算業務に伴うリスク」である。

とりわけ、取引所が規制対象であるＦＣＭを兼ねることについて、ＣＭＥは自主規制制度そのものに利益相反の可能性が内包されることを認めつつ、必要に応じて新たな規制を適用するよう、ＣＦＴＣに提案する等、柔軟な姿勢を示している。

また清算業務に関するリスクについて、過去のＣＭＥの清算リスク管理に関する実績と対応が一定の評価を得ていると考えられる。

こうしたＣＭＥの対応の結果、二〇二四年一〇月二九日、ＣＭＥグループは、自主規制機関であるＮＦＡ（全米先物協会）よりＦＣＭの承認を得たと発表した。(2)

６　終わりに

ＣＭＥによるＦＣＭの認可申請は、ＦＴＸの申請時とは異なり、（一部を除き）業界における大規模な議論等はなく、認可された。

こうした反応の背景としては、「清算業務に関するリスクに対するＣＭＥの実績と対応状況」「自主規制機関である取引所がＦＣＭ運営に関与することについて、利益相反の可能性を認識しつつも、規制当局に積極的に利益相反への対応規制整備を求める」といった柔軟な姿勢が評価されたと考えられる。

実際のところ、ＣＭＥがＦＣＭ業務への参入を通じて、どのようなビジネスモデルを検討しているかは明確ではない。

ＣＭＥによるＦＣＭ業参入の契機は、ＦＴＸの申請であることに疑いはない。暗号通貨の現物・先物取引が一体的に運用されている現状を踏まえ、伝統的な先物市場への影響を検討した結果と考えられる。

背景には、暗号通貨取引について、店頭市場と取引所市場が融合している実態に加え、米国証券・先物における構造変化（取引所市場の株式会社化、経営のグループ化の進展）がある。

（本文中言及されているマイアミ証券取引所グループは、証券取引所に加えて、傘下に先物取引所（MIAX Futures Exchange、旧Minneapolis Grain Exchange）と先物取引業者のDorman Tradingを有する）。

ＣＭＥは、（株式市場、先物市場を含め）米国で最も早く株式会社化を実現した取引所であることを思い起こせば、取引所が市場運営上、自主規制機関と営利組織という異なる性格を共存させる組織であるものの、ＣＭＥの関心が営利組織に傾斜していると考えられる。そうした問題意識が今回の申請に繋がったと考えられる。

注

（1）二〇二二年及び二〇二四年の報道時期によって、「ＣＭＥグループ内に子会社ＦＣＭを設立する」「ＣＭＥがＦＣＭ免許を取得する」との異なる報道内容がある。以下では、ＣＭＥがＦＣＭを兼ねる形式を想定して記載するが、本回の

報告に関して、いずれの形態でも論点に大きな差はない。

（2） 米国先物市場におけるＦＣＭの認可業務は、ＣＦＴＣからＮＦＡに委任されている。

参考文献

・Bai, Lynn (2020), "THE REGULATION OF EQUITY INDEX FUTURES", The Tennessee Journal of Business Law, 5 Oct 2020, University of Cincinnati - College of Law. (https://scholarship.law.uc.edu/fac_pubs/404/)

・Chicago Mercantile Exchange (2022), "Re: Request for Comment on FTX Request for Amended DCO Registration Order", May 11, 2022, CME, (https://comments.cftc.gov/PublicComments/ViewComment.aspx?id=69466&SearchText=cronin.)

・Chicago Mercantile Exchange (2023), "Re : CFTC Staff Releases Request for Comment on the Impact of Affiliations of Certain CFTC-Regulated Entities", Final CME Comment Letter 091923.docx, 2023/09/20, Commodity Futures Trading Commission, (https://comments.cftc.gov › Handlers › PdfHandler)

・Commodity Futures Trading Commission (2022), "CFTC Seeks Public Comment on FTX Request for Amended DCO Registration Order", *Release Number 8499-22*, March 10, 2022, (https://www.cftc.gov/PressRoom/PressReleases/8499-22)

・Commodity Futures Trading Commission (2023), "CFTC Staff Releases Request for Comment on the Impact of Affiliations of Certain CFTC-Regulated Entities", Release Number 8734-23, Commodity Futures Trading Commission, June 28, 2023, (https://www.cftc.gov/PressRoom/PressReleases/8734-23)

・Fischer.D., (2015), "NOTES - DODD–FRANK'S FAILURE TO ADDRESS CFTC OVERSIGHT OF SELF-REGULATORY ORGANIZATION RULEMAKING", 115 Colum. L. Rev. 69 (2015), Columbia Law Review, (https://www.columbialawreview.

org/wp-content/uploads/2016/04/Fischer-D.pdf)
・Futures Industry Association (2024), "FIA statement on CME's FCM license", 29 October 2024, (https://www.fia.org/fia/articles/fia-statement-cmes-fcm-license?utm_campaign=2023BoardMembers&utm_content=statement&utm_term=&utm_medium=COPR&utm_source=FIAEmail)
・OCC (2022), "OCC Comments on FTX Request for Amended DCO Registration Order- Re:Comments on FTX Request for Amended DCO Registration Order", The Options Clearing Cooperation, May 11, 2022, (https://www.theocc.com/newsroom/comment-letters/2022/05-11-occ-comment-letter-on-ftx-request-for-amended-dco-registration-order) (https://www.theocc.com/getmedia/a0351796-a04a-431f-bbd3-68f25cd9c1e0/69436JohnDavidson.pdf)
・Osipovich, A. (2022), "Futures exchange CME considers brokerage, taking cue from crypto rival FTX", Oct. 1, 2022, The Wall Street Journal, (https://www.marketwatch.com/story/futures-exchange-cme-considers-brokerage-taking-cue-from-crypto-rival-ftx-11664649321)
・Securities Exchange Commission (2015), "MEMORANDUM SUBJECT: Current Regulatory Model for Trading Venues and for Market Data Dissemination", SEC Market Structure Advisory Committee SEC Division of Trading and Markets, October 20, 2015, (https://www.sec.gov/spotlight/emsac/memo-regulatory-model-for-trading-venues.pdf)
・Shanny Basar (2022), "CME Defends FCM Application", *10.26.2022*, marketsmedia, (https://www.marketsmedia.com/cme-defends-fcm-application/)

（しま　よしのり・客員研究員）

証研レポート既刊目録

No.1736（2023.2）	執筆者
クラウドファンディングの世界的概況	松尾
ＯＴＣデリバティブ市場の現況２	吉川
ー二〇二二年六月末残高調査結果ー	
ホールセラーへの競争導入提案	清水
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
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.1737（2023.4）	
英国および米国におけるクラウドファンディング	松尾
ー株式投資型を中心にー	
シリコンバレー銀行の破綻と資金フローー	伊豆
ー預金・ＭＭＦ・ＦＲＢー	
世界の取引所取引の現況	吉川
ーＷＦＥ報告書に基づく考察ー	
米国のUniversal Proxy（ユニバーサル・プロキシー）の導入	福本

No.1738（2023.6）	
プライベート市場の拡大と「ゲートキーパー」	二上
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
ー世界最大のデリバティブ取引所ー	
ＳＥＣによる最良執行ルール提案	清水
米国株価情報配信政策をめぐるＳＥＣと取引所の争い	志馬
ーＳＥＣによるＳＩＰの改革提案と敗訴ー	

No.1739（2023.8）	
日本証券業協会員の業態分析について	二上
クレディ・スイスのＡＴ１債をめぐって	伊豆
ーベイルイン再考ー	
コロケーション・スキャンダル	吉川
ーインドにおける取引所運営の汚点ー	

No.1740（2023.10）	
取引所二部開設と店頭売買銘柄登録制度	松尾
ー株式店頭市場の歴史的考察ー	
ＧＩＦＴコネクト	吉川
ーインドとシンガポールの取引リンケージー	
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.1741（2023.12）	
「新店頭市場」とジャスダック証券取引所	松尾
ー非上場株式市場の歴史的考察ー	
インドの個人投資家	吉川
ーＮＳＥデータに基づく考察ー	
ダークプールでの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	

No.1742（2024.2）	
グリーンシートと株主コミュニティ制度	松尾
ー非上場市場の歴史的考察ー	
ＦＲＢのバランスシート縮小について	伊豆
インドの個人による株式デリバティブ取引	吉川
ーインド証券取引委員会調査報告ー	
米国株式取引の取引所市場と店頭市場の取引シェア	志馬
ー取引市場はどのように選択されているのかー	

No.1743（2024.4）	執筆者
ＰＴＦのディーラー登録をめぐって	伊豆
ー米国国債市場の課題と対応ー	
インドの個人による株式デリバティブ取引２	吉川
ー取引対象別分類ー	
非財務情報の虚偽記載と２つの「重要な事項」の解釈	梅本
米国の実質株主の透明化のための制度	福本
ーＯＢＯ／ＮＯＢＯとForm13Fー	

No.1744（2024.6）	
「インベストメント・チェーン」の残されたピース	二上
戦前日本における株式買占め事例	松尾
ー鉄道会社の事例を中心にー	
コロナ禍の欧州株式アクティブＥＳＧファンド	吉川
ーＥＳＭＡワーキング・ペーパーの考察ー	
米国オプション市場における取引の短期志向化	志馬
ー0dteオプション取引の活況ー	
ＥＵ市民の金融ナリッジの現況と評価	中川
ーヨーロッパ委員会調査の結果とインプリケーションー	

No.1745（2024.8）	
日銀はなぜ急変したのか？	伊豆
ＯＦＲのヘッジファンド・モニター	吉川
ー米監督機関のデータ公開ー	
欧州資本市場の統合テープ設立の動きについて	清水
議決権行使書面の行使期限に問題があったとされる二つの事例	福本

No.1746（2024.10）	
非上場株等の発行・流通の拡大に向けた取組みについて	二上
株主コミュニティ制度の新たな展開	松尾
ー運営会員と売買高を中心にー	
ユーロネクスト市場のパフォーマンス	吉川
ー二〇二四年八月混乱期のデータ分析ー	
米株オプション市場における立会場取引	志馬
ーマイアミ取引所グループの新規取引所開設ー	

No.1747（2024.12）	
金融・証券界におけるデジタルテクノロジーの利活用について	二上
ＦＲＢの利上げはなぜ効かなかったのか？	伊豆
続・インドの個人による株式デリバティブ取引	吉川
ーインド証券取引委員会調査報告ー	

No.1748（2025.2）	
株式市場の市場構造に係わる規制の経緯と現状	森本
株主コミュニティ制度の拡大	松尾
ー新規銘柄を中心にー	
続・インドの個人による株式デリバティブ取引２	吉川
ーインド証券取引委員会調査報告ー	
アメリカの証券決済期間Ｔ＋１への短縮化	福本
ＩＥＸのオプション市場開設発表	志馬

No.1749（2025.4）	
「基調的な物価上昇率」について	伊豆
株価調整局面のインド株式市場	吉川
ー取引量と取引主体の変化に関する考察ー	
各国の証券決済期間Ｔ＋１への短縮化	福本
ＭＢＯ等における公開買付けの買付下限	梅本
ーマジョリティ・オブ・マイノリティと三分の二下限ー	

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

ＪＳＲＩ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』『証券経済研究』の全文を掲載しています。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」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）がご覧いただけます。
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。

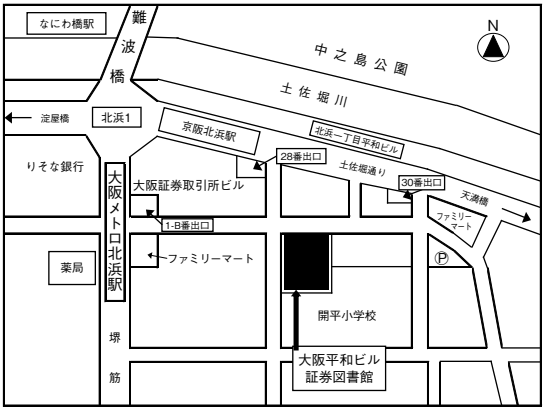
所　在　地　大阪市中央区北浜１－５－５　大阪平和ビル７階
ＴＥＬ（０６）６２０１－００６２

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。

ISSN 0388-5356

証研レポート第一七五〇号
二〇二五年六月九日発行
（偶数月第二月曜日発行）

2025年６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％）