

証 研

レポート

No.1701

2017年4月

顧客本位の業務運営に関する原則

二上季代司（1）

将来株式取得略式契約スキーム（SAFE）の課題

～クラウドファンディングとの関連で～ 松尾 順介（9）

外為市場の各国比較

伊豆 久（25）

英独取引所グループの経営統合撤回

吉川 真裕（33）

顧客本位の業務運営に関する原則

一上季代司

先月末（三月三〇日）、金融庁は「顧客本位の業務運営に関する原則」を策定し公表した。これは、金融事業者が顧客本位の業務運営におけるベスト・プラクティスを目指すうえで有用と思われる原則を定めたもの、とされる。

この原則に盛り込まれた事項として、①顧客本位の業務運営に関する方針の策定と公表、②顧客の最善の利益の追求、③利益相反の適切な管理、④手数料等の明確化、⑤重要な事実の分かりやすい提供、⑥顧客にふさわしいサービスの提供、⑦従業員に対する適切な動機づけの枠組み、の七項目が挙げられている。

ところで、これに先立つ一月中旬、金融庁は原案を発表し、二月二〇日までの一ヶ月間、「パブリック・コメント」を募った。コメント数は一八五である。この「原則」の内容は、「プリンシプル・ベース・アプローチ」と呼ばれるもので策定されており、これまでわが国の金融事業者が慣れ親しんできた「ルール・ベース・アプローチ」とは異なるものである。それだけに、コメントのなかには「戸惑い」もみられたが、他方で傾聴すべきコメント・意見も見受けられた。以下では、この「原則」を概説しつつ、「パブリック・コメント」のなかから、傾聴すべき意見等を紹介しておこう。

1 プリンシプル・ベース・アプローチ

今回の「原則」の特徴は、原則の採択のみならず取り組みそのものが、「プリンシプル・ベース・アプローチ」にもとづくものである。

まずこの「原則」の採択は強制されて行う義務でなく自主的なものとされる。この「原則」を採択する主体は「金融事業者」とされているが、その対象範囲はあらかじめ具体的には定義されていない。この原則を見て、自らが関係あると考えた金融事業者が自主的に採択することを期待しているようである。想定されるのは、金融商品の販売、助言、商品開発、資産管理、運用等を行う者で、証券会社、銀行、投資顧問、投資運用会社、生命保険会社等であろうが、それすら具体的には列挙されていない。

また、取り組み自体も自主的である。すなわち、この「原則」を採択すると、顧客本位の業務運営に関する方針を策定・公表し、取組状況を公表するとともに、方針を定期的に見直すことが求められる（原則①）。原則②～⑦については、自らの業務特性や状況に照らして実施することが適切ではないと考えられるものがあれば、一部は実施しないことも想定されるので、原則①で策定される方針のなかに、実施するものは具体的な実施方針を、実施しないものはその理由や代替策を、盛り込むことが求められる。

重視されているのは、顧客が、自らのニーズや課題解決に役立てられる金融事業者を主体的に選択できるように、金融事業者の行動や取り組みを見えるようにすること（「見える化」）である。

このように、この「原則」の狙いは、各金融事業者がより良い金融商品・サービスの提供を互いに競い合い、より良い取り組みを行う金融事業者が顧客から選択され、これを踏まえて各金融事業者が自らの業務運営を絶えず見直していくという好循環を期待しているわけである。そのためには、「原則（Principle）」にそって各金融事

業者が創意工夫を凝らしながら顧客本位の業務運営を進めることが望ましい、とされる。これが、「プリンシプル・ベース・アプローチ」と呼ばれるものである。

ところで、こうした「プリンシプル・ベース・アプローチ」の業務運営は、これまでわが国の金融事業関係者が慣れ親しんできた「ルール・ベース」の業務運営とは異なるものである。いいかえれば、法令や行政当局のガイドラインさえ守ればよし、とするのではない。法令遵守は最低限の義務である（ミニマム・スタンダード）。それは当然ながら、これに加えて、原則だけは示しておくから、あとはこの原則を見ながら、何が顧客本位なのか、自分で考え、創意工夫を凝らして業務運営をしなさい。そうすれば、より良い金融商品・サービスの提供、より良い取り組みを行う金融事業者は顧客から支持、選択され、これを踏まえて各金融事業者が自らの業務運営を絶えず見直していかざるを得なくなり、その結果、顧客本位へと業界全体の底上げがなされていくだろう、という考え方のようである。

もつとも、こうした姿勢転換は、自然とそうなるのではない。「ルール・ベース・アプローチ」から「プリンシプル・ベース・アプローチ」への転換には、関係者の意識改革と自覚、努力が必要なのである。

2 顧客の最善の利益の追求（フィデューシヤリー・デューティー）

この「原則」が策定される過程では、「フィデューシヤリー・デューティー[Fiduciary duty]」という言葉が使われていた。この用語は、もともとは信託契約等に基づく受託者が負うべき義務を指す言葉であるが、近年ではかなり広く使われるようになり、他人の信託に應えるべく一定の任務を遂行する者が負うべき幅広い、さまざまな役割・責任の総称として用いられるようになっていた。原則②の「顧客の最善の利益の追求」も広い意味で

Fiduciary dutyに該当する。

とつるで、この「Fiduciary duty」という概念は、イギリス（そしてアメリカ）が発祥であるが、かなり抽象的で多様な義務の総称であるため、個別に限定列举しにくい。このため英米両国でも判例の積み重ねによって、その者の行為が「Fiduciary」に該当するかどうかを判断してきた。こうした「判例法」の英米両国とは異なつて日本は「制定法」の国であるため、判例法の産物を制定法のルールとして受け継ぐことが可能かどうかは、法律家の間で議論があるようである。

しかしまた、原則②以下をみると、これらがFiduciary dutyを淵源としていることも明らかである。Fiduciary dutyが課せられる根拠は、「裁量権」があるかどうかである。そして、「裁量権」の与えられる業務において、顧客と業者の間に「情報格差」があれば、それだけ裁量権も大きくなってくる。

顧客が証券投資に当たつて投資判断を下す際に、顧客に助言を与え、顧客になり代わつて一任運用をすることは、投資に関する裁量権を与えられていることと同義である。そうした行為を、報酬を得て行う行為は「Fiduciary」だということになる。そして、裁量権があるだけに、自己の利益を顧客利益に優先させることは容易であり、だからこそFiduciaryが負うべき最大の義務とは「利益相反の適切な管理」ということになる。

証券会社や投資運用会社であれば、自己売買利益の追求や手数料の徴収について「利益相反の可能性」が生じることから、原則③で「利益相反の適切な管理」、原則④で「手数料等の明確化」が挙げられている。そしてまた、情報格差があることにかんがみて、原則⑤では「重要な情報の分かりやすい提供」をあげているのである。

金融庁の「原則」では、③「利益相反行為の適切な管理」を必要とする事例として、顧客への金融商品の販

売・推奨などに伴って当該金融商品の提供会社から手数料等の支払いを受けるケース、同系の別会社から提供された金融商品を販売・推奨するケース、同一グループが運用部門と法人営業部門を抱えている場合に運用部門が法人営業部門の取引先企業の株式等を投資対象とするケース等が挙げられている。

また、原則④の「手数料」は名目を問わず顧客が負担する手数料その他費用の明細を、当該手数料がどのようなサービスの対価に関するものかを含めて情報提供すべき、とされている。情報提供すべき手数料、費用にはどのようなものが該当するのか、も含めて業者が検討すべきであると考えられている。

原則⑤の「重要な情報の分かりやすい提供」では、注記として、複数の金融商品・サービスをパッケージとして販売・推奨する場合には個別に購入することが可能かどうかを顧客に示すと同時にパッケージ化する場合としない場合を顧客が比較することが可能となるような情報を提供すべきであるという。

3 アメリカのフィデューシャリー・デューティー

もつとも、今回の「原則」は英米のフィデューシャリー・デューティーを淵源としてはいるが、同じというわけではない。そのもつとも大きな違いは、アメリカではフィデューシャリーに該当すると、フィデューシャリー・デューティーが課され、それを守らないと賠償責任がかかってくるということである。それだけに、フィデューシャリーの定義そのものについて大きな関心が寄せられ、その定義に該当することから生じる重いコンプライアンス・コストを回避するため、提供する商品やサービスについても真剣な創意工夫がなされるのである。

たとえば、現在、アメリカで問題となっているのは、IRA（個人退職口座）のロールオーバーに際して行うアドバイザーがFiduciaryに該当するかどうか、である。アメリカでは401Kと呼ばれる確定拠出型年金が幅広く普

及しているが、雇用の流動性が高いため転職した際、あるいは退職後に401K口座がIRA口座に移管（ロールオーバー）される場合が極めて多い。401K口座では雇用主がFiduciaryとなつて従業員に商品選定のアドバイス等のサービスを提供してきたが、IRA口座に移管する際、ポートフォリオの組み直しや金融商品の選定について、証券会社等のファイナンシャル・アドバイザー（FA）のアドバイスを受ける場合が多い。ところが、そのFAのアドバイスがロールオーバー時の一回限りで定期的ではなかったためFiduciaryに該当しなかった。それは問題だといので、当時のオバマ政権の指示によってアメリカ労働省はERISA法（従業員退職所得保障法）のFiduciaryの定義に関する規則を改正したのである。

もっとも、それが施行される直前になって、その適用に反対する共和党のトランプ政権が発足し、その実施が不透明になっているが、過去のアメリカのリテール営業の変遷を見れば、Fiduciary dutyの拡大も大きな影響を与えてきた一つの要因であることが理解できる。⁽¹⁾ こうしたアメリカの実情は日本にそのままではまるわけではないが、今後、その方向性にはあるだろう。

4 パブリック・コメント

冒頭で述べたように、この「原則」に関連して多くのコメントとこれに金融庁の回答を付した文書が公開されている (<http://www.fsa.go.jp/news/28/20170330-1/01.pdf>)。このなかで、貴重と思われる意見、主張を紹介しておこう。

この「原則」は、法定上の義務ではないために「顧客本位の業務運営に関する方針」を策定・公表しても、単なる努力目標に終わってしまう可能性もある。そこで、「方針」を実現するために具体的にやるべきことやそれ

に対するKPI (Key Performance Indicators、重要業績評価指標) を明示して、継続的にウォッチ (フォローアップ) していく仕組みが必要である、とするコメントが寄せられている。また、顧客の最善の利益を実現できたか、これを可視化するため、顧客満足度調査や取引継続率等のKPIを定めて、プロセスの検証も合わせて重視することが必要という主張もあった。

これらを受けて、金融庁は顧客本位の業務運営の定着に向けて、取組状況を客観的に評価できる指標の導入を求めることにしたようである(『日本経済新聞』三月一九日)。もっとも、どのような数値をKPIとして設定するか、は金融庁が決めるのではなく各金融事業者が自主的に決めるべきことである。

ところでプリンシプル・ベース・アプローチはこれまでになじみのないものであり、「パブリック・コメント」には業者の戸惑いもみられる。たとえば、原則③「利益相反の適切な管理」では、「当該商品の提供会社から委託手数料等の支払いを受ける場合」として、投信委託会社からの代行手数料がそれに該当するのは理解しやすいとしても、投信の販売額に応じた売買注文を受託して委託手数料を取得する行為、信託報酬の一部を還元する行為等が該当するのだろうか、決めかねる、つまり金融庁に決めてほしい、といったニュアンスのコメントがあった。

原則④の「手数料の明確化」では、外債、外国株取引における仕切売買での売買スプレッドも実質手数料として開示すべきだという意見があった。さらに、デリバティブ商品については勧誘時に時価を開示すべきだ、という意見もあった。販売手数料の開示がなされても、商品に内包している明示されていない「隠された手数料」に相当するものがないかどうかは、時価を開示することで明らかになるからだという。

原則⑤では、パッケージ商品に関する言及が多く、債券とデリバティブがパッケージとなった仕組み債等の仕

組み商品、ファンド・オブ・ファンズ、ファミリーファンドのような投信、ラップ口座のような商品とサービスがパッケージとなった商品の手数料や費用に関する言及も多い。

これらのコメントに対し金融庁の回答は自主的な取り組みに期待するということである。一八五のコメントからは、顧客本位の業務運営に向けて自主的な試み自体が業者のなかからわき起こる兆しが見えてきたが、今後、こうした動きがより積極的になることが期待される。

注

(1) たとえば、岡田巧太「米国SMA・ファンドラップの多様化を促した規制と金融機関経営の変遷」『月刊資本市場』二二

〇一六年五月、を参照。

(にかみ きよし・大阪研究所長)

将来株式取得略式契約スキーム(SAFE)の課題

～クラウドファンディングとの関連で～

松尾 順介

はじめに

前回の本誌で、将来株式取得略式契約スキームについて説明し、これがクラウドファンディングにおいて投資勧誘されることの適否について検討した。

その際、このスキームが必ずしも一般投資家の投資にとって適切なものとはいえないことを指摘したが、この点については他の論者によっても指摘され、議論されている。

そこで、本稿では、SAFEスキームの特徴について数値例を踏まえて再検討した上で、SAFEをクラウドファンディングから除外すべきと主張する、Joseph M. Green and John F. Coyleの論文、“Crowdfunding and the Not-So-Safe SAFE.”(2016)を紹介し、このスキームをクラウドファンディングで一般投資家を対象に募集することの是非について重ねて検討する。

1 SAFEの数値例

SAFEの特徴は、新株予約権に類似した権利であるが、契約段階で新株の購入金額を払い込む点が大きく異

なっている。さらに、この契約では、バリュエーション・キャップが設定されており、当該会社が新株を発行する際、SAFE契約者は、バリュエーション・キャップ相当額の新株を取得できる点がポイントである。SAFEにとって最も重要な契約上の要点は、このバリュエーション・キャップであり、これが設定されていることは、当該企業価値が上昇しても、一定額を上限とした企業価値を基準に新株を取得できることを意味している。

Y CombinatorのHPでは、以下の数値例が挙げられ、SAFE購入者の利得が解説されている。

(1) エクイティ・ファイナンスの例

まず、設例一は、投資家がSAFEを一〇万ドルで購入し、バリュエーション・キャップが五〇〇万ドルの場合である。当該会社は、プレマネーバリュエーション（新株発行などのイベント直前の企業価値評価額）が一〇〇万ドル時点で投資家と交渉し、一〇〇万ドル相当のA種優先株を発行する。新株発行直前の同社の最大希薄化分の株式は、このファイナンスに関連した一〇〇万株のオプション分の株式数を含め、一一〇〇万株である。ここでプレマネーバリュエーションは、新株発行直前の企業価値を指している。

この場合、同社はA種優先株を新規の投資家に一株〇・九〇九ドルで、一一〇万一一〇株発行する。同社は、SAFE投資家に対して、A1種優先株を一株〇・四五四五ドルで、二二万二二株発行する。ここでの株価〇・九〇九ドルは、プレマネーバリュエーション一〇〇万ドルに対して、最大希薄化分の株式数一一〇〇万であるため、前者をこの株数で除したものである。⁽¹⁾ 他方、SAFE投資家は、バリュエーション・キャップが五〇〇万ドルであるため、これを一一〇〇万株で除した株価、〇・四五四五ドルで優先株を取得できることになる。この株価でSAFE保有者があらかじめ支払い済みの一〇万ドルで、A1種優先株を取得すると、その株数は二二万

二二株となる（一〇〇万ドル・四五四ドル）。なお、ここでA種優先株は、標準優先株と同じであり、A1優先株は、SAFE優先株を意味している。両者の相違は以下のようにまとめられる。

設例二は、投資家が一〇万ドルでSAFEを購入し、バリュエーション・キャップが四〇〇万ドルの場合である。同社は、プレマネーバリュエーションが三〇〇万ドル時点で、投資家と交渉し、六〇万ドル相当のAA種優先株を発行する。資金調達直前の最大希薄化分の株式数は、五〇万株のオプション分を含め、一二五〇万株とする。

同社は、新規の投資家にAA種優先株二五〇万株を一株〇・二四ドルで発行する（二〇〇万ドル・一一五〇万株〓〇・二四ドル、六〇万ドル・〇・二四ドル〓二五〇万株）。同社は、さらにAA種優先株四一六六六株を同額（〇・二四ドル／一株）でSAFE保有者に発行する。この場合、バリュエーション・キャップよりもプレマネーバリュエーションが下回っているため、SAFE保有者は新規投資家の取得価格で優先株を取得することになるため、両者の間に差はない。

設例三は、投資家がSAFEを一〇万ドル購入し、バリュエーション・キャップは、八〇〇万ドルの場合である。同社は、プレマネーバリュエーション八〇〇万ドルの時点でA種優先株を二〇〇万ドル分投資家に交渉の上、発行する。エクイティ・ファイナンス直前の同社の最大希薄化株式数は、ファイナンスに関連するオ

図表 1

	標準優先株	SAFE優先株
1株当たりのリキデーション・プリファレンス	0.90ドル	0.4545ドル
総払込額	1,000,000ドル	100,000ドル
A種優先株発行時の転換価格および発行価格	0.90ドル (IPOの際に普通株 1,100,110株に転換)	0.4545ドル (IPOの際に普通株 220,022株に転換)
1株当たり配当率（8%と仮定）	0.072ドル	0.036ドル

(出所) Y Combinator, "SAFE PRIMER," <http://www.ycombinator.com/documents/>

プシヨン分一五〇万株を含めて、一一五〇万株であるとする。

同社は、新規の投資家に一株〇・六九五六ドルでA種優先株を二八七万五二一五株発行する（八〇〇万ドル・一一五〇万株Ⅱ〇・六九五六ドル、二〇〇万ドルⅠ〇・六九五六ドルⅡ二八七万五二一五株）。同社は、SAFE保有者に同額でA種優先株を一四万三七六〇株発行する（一〇万ドルⅠ〇・六九五六ドルⅡ一四万三七六〇株）。この場合、バリユエーション・キャップはプレマナーバリユエーションに等しいので、設例二同様、SAFE保有者と新規投資家に差はない。

(2) 買収の例

設例四は、投資家がSAFEを一〇万ドル購入し、そのバリユエーション・キャップは、一〇〇〇万ドルの場合である。同社は、買収提案を受け、その買収価格は、五〇〇〇万ドルであったとする。この時点の同社の最大希薄化株数数は、オプション分の一五〇万株を含めて、一一五〇万株であるとする。

この場合、投資家には、以下の二つの選択肢がある。一つは、SAFEの一万ドルをそのまま返金してもらうという選択肢である。もう一つは、SAFEを普通株に転換するという選択肢である。後者の場合、リキディティ価格は、一株〇・八六九五ドルとなり（一〇〇〇万ドルⅠ一五〇万株）、一一万五〇〇八株を取得することになる（一〇万ドルⅠ〇・八六九五ドル）。SAFE投資家は、その他の株主と買収価格五〇〇〇万ドルをプロラタで、分配することになるので、四九万五〇七四ドルを取得できる（五〇〇〇万ドル×一一万五〇〇八株／一一五〇万株）。したがって、後者の方が、SAFE投資家にとって有利な選択肢となる。

設例五は、投資家がSAFEを一〇万ドル購入し、そのバリユエーション・キャップが六〇〇万ドルの場合で

ある。同社は買収提案を受け、その買収価格が二〇万ドルとする。この時点の同社の最大希薄化株数は、オプション分の七九万五〇〇株を含めて、一〇七九万五〇〇株であるとする。さらに、オプションは行使されるが、負債はなく、契約されたSAFEも一つだけとする。この場合も設例四と同様に、投資家には、以下の二つの選択肢がある。一つは、一〇万ドルを返してもらうという選択肢であるもう一つは、SAFEを普通株に転換するという選択肢である。後者の場合、バリュエーション・キャップを基にして計算されたリキディティ価格は、一株〇・五五五八ドルとなり（六〇〇万ドル÷一〇七九万五〇〇株）、投資家の取得する株数は、一七万九九二〇株である（一〇万ドル÷〇・五五五八ドル）。買収価格は、二〇万ドルであるため、これをSAFE投資家とその他の株主とで、プロラタで分配すると、SAFE投資家の取得金額は、三二七四ドルとなる。つまり、一株の価値は、二〇万ドル／（一〇七九万五〇〇株＋一七万九九二〇株）＝〇・〇一八二ドルとなり、SAFE投資家は、〇・〇一八二ドル×一七万九九二〇株＝三二七四ドルを取得することとなる。したがって、前者の方が有利な選択肢となる。

設例四および五から明らかのように、買収価格がバリュエーション・キャップを上回った場合、権利行使をすすめる方が有利であり、逆に下回った場合は、返金を選択することによって、SAFE購入価格の損失が回避できる。

（3）権利不行使の例

設例六は、投資家がSAFEを一〇万ドルで購入し、そのバリュエーション・キャップが七〇〇万ドルの場合である。同社は、利益の点で成長しており、キャッシュフローもプラスとなっており、資金調達の実用性がな

い状態を持続しているとす。さらに、買収提案もなく、IPOの予定もなく、SAFEの設定しているイベントがないとする。

この場合、投資家は何の権利行使もできず、SAFEは、いわば塩漬けとなる。⁽²⁾

(4) デイスカウント率を設定する例

SAFEでは、バリュエーション・キャップのみならず、デイスカウント率を設定する例もある。そこで、デイスカウント率を設定している例についても説明されている。

設例七は、投資家がSAFEを一〇万ドルで購入し、そのバリュエーション・キャップが七〇〇万ドル、デイスカウント率が八五％（一五％の割引）の場合である。

同社は、新規の投資家にA種優先株一〇〇万ドル分を発行するとす。なお、その際のプレマネーバリュエーションは、一〇〇万ドルであり、同社の最大希薄化株数は、オプション分一〇〇万株を含めて、一一〇〇万株とする。

この場合、同社は新規の投資家にA種優先株一一〇万一一〇株を発行することになる。つまり、一株の価値は、一〇〇万ドル・一一〇万株Ⅱ・九〇九ドルであるため、株数は、一〇〇万ドル・一〇・九〇九ドルⅡ一一〇万一一〇株となる。

この場合、SAFE投資家には、二つの選択肢がある。一つはバリュエーション・キャップをもとに権利行使するとい選択肢であり、もう一つはデイスカウント率をもとに権利行使するとい選択肢である。

前者の場合、SAFE投資家は、〇・七二七二ドル（八〇〇万ドル・一一〇〇万株）で、株式を取得できるが、

後者の場合、一株〇・七七二六五ドル（〇・九〇九×〇・八五）となる。したがって、SAFE投資家は、前者を選択する方が有利である。

設例八は、投資家がSAFEを二万ドルで購入し、そのディスカウントレートが八〇%（二〇%割引）の場合である。

同社は、新規の投資家にAA種優先株四〇万ドル分を発行する。その際のプレミアネーバリュエーションは、二〇〇万ドルであり、最大希薄化株数は、一〇五〇万株とする。

この場合、一株の価値は、〇・一九ドル（二〇〇万ドル÷一〇五〇万株）となる。したがって、SAFE投資家は、一株〇・一五二ドル（〇・一九ドル×〇・八〇）で、一三万二五七八株の株式を取得できる（二万ドル÷〇・一五二ドル）。したがって、ディスカウント分がSAFE取得者の利益となる。

2 SAFEを選択するクラウドファンディングの種類

Green & Coyle[2016]によると、二〇一六年八月にクラウドファンディングによって資金調達した九六の発行体のうち、三〇の発行体は、転換社債やSAFEなどの転換証券を選択し、その九〇%はSAFEであったという。

さらに、この論文では、これらSAFEを利用した発行体は、二つの類型に分かれるとしている。つまり、①ビジネスモデルと成長軌道を確認している技術系スタートアップ企業で、潜在的にベンチャー・キャピタル投資を誘引できるものと、②ビジネスモデルを有するものの非技術系スタートアップで、ベンチャー・キャピタル投資を誘引しにくいもの、である。

前者については、クラウドファンディングでSAFEを利用する多くの技術系スタートアップは、技術系のハブであるサンフランシスコ・ベイエリア、ボストン、南カリフォルニアで創業しており、そこはY Combinatorの影響力が強い地域である。これらの企業にとって、クラウドファンディングでのSAFEの利用は、深刻な問題を引き起こす可能性は低いという。その理由は、SAFEというスキームがこのタイプの企業への投資を目的として設計されているからである。つまり、技術系スタートアップは、ベンチャー・キャピタルからの資金調達に成功するか、失敗するかはわからない。逆に、問題となる場合として、同論文は、次のようなケースを指摘している。まず、技術系スタートアップであり、かつビジネスモデルを有しているクラウドファンディングの資金調達者の中には、ベンチャー・キャピタリストにとって魅力的に見えるかもしれないが、典型的な技術系スタートアップに比べると、将来的にはベンチャー・キャピタルからの資金調達の可能性が低いものが含まれている。また、クラウドファンディングを利用すると、資金調達者に対する追加的費用や開示義務が課せられるため、通常の資金調達手段を有するスタートアップ企業は、クラウドファンディングの資金調達を嫌がる傾向にあり、その結果、資金調達手段としてクラウドファンディングを選択するスタートアップ企業は、他の選択肢がないためにクラウドファンディングを選択している場合がある。さらに、SAFEを利用するスタートアップの中には、技術系のハブに拠点を置いていないものもあり、それらの企業は、既存のエンジェルやベンチャー・キャピタルのネットワークから外れているために、クラウドファンディングを利用している可能性もあるとしている。

上記のようなケースは、SAFEがこれらの投資にとって不適切な手法であることを示していると指摘している。SAFEは、発行体がベンチャー・キャピタルから将来的に資金調達するか、そうでない場合はハイテク・ベンチャーに支援されたスタートアップの従来型の経路をたどるといふ予想の上に成り立っているからである。

後者の類型に含まれるのは、非技術系のスタートアップである。これらは、ビジネスモデルを確立し、成長軌道に乗っている技術系スタートアップとは大きく異なっているとされる。その結果、これらの企業は、ベンチャー・キャピタルの投資対象の候補にはなりにくく、創業者のライフスタイルビジネスとして進化し、創業者に対して適正な給与と利益配当するか、あるいは負債に依存し、その利益を再投資するような企業になるか、いずれかの可能性が高い。したがって、これらの企業は、たとえ成功しても追加的な株式発行や買収、IPOの可能性はなく、SAFE取得者はその投資収益を受け取る方法がない。SAFEは、このような企業に投資する手段として設計されているのではないという。

ここで再度確認すべきは、SAFE取得者が投資収益を得るのは、以下の三つのパターンであるという点である。

① 転換後のリキデイティ・イベント…当該企業がSAFEによる資金調達後、株式を有償で発行し、その際SAFEはディスカウントまたはバリュエーション・キャップに基づいて株式に転換される。転換後、当該企業は買収される、または上場する。これによって、元のSAFE取得者は、ベンチャー・キャピタルのような他の投資家同様に、リキデイティ・イベントで利益を享受できる。

② 転換前のリキデイティ・イベント…当該企業が株式の有償発行を行なう前に買収された場合（この場合SAFEはまだ株式に転換されていない状態である）、SAFE取得者は、(a) SAFEを株式に転換し、株主間のプロラタで買収金額の配分を受け取るか、(b) 投資元本を返金してもらう（ただし、事前交渉によって一・五倍〜二倍の利益を上乗せする）か、いずれかである。

③ 解散イベント…当該企業が廃業し、株式の有償発行前に清算することになった場合、SAFE取得者は、そ

の投資金額に応じて、残余財産を分配される。

上記の三パターンから明らかなように、企業が追加的に有償増資を行わず、買収されることも、公開することもないようなシナリオは、ベンチャー・キャピタルに支援された技術系スタートアップ企業では、ほとんど利益をもたらさないため、想定外とされる。しかし、クラウドファンディングでの資金調達は、技術系スタートアップ企業だけに限定されるわけではない。逆に、非技術系企業がクラウドファンディングを利用して、SAFEによって資金調達することも考えられる。そのような企業は、調達した資金を製品やサービスに投資し、追加的な資本を必要とする前に、キャッシュフローを生み出し、そのキャッシュフローを使って、銀行融資を受け取り、その収益を企業成長のために再投資する。この場合、当該企業はオーナー（創業者）に対して、適切な利益分配を行なうに足る、十分な利益を得るとともに、非技術系スタートアップ企業や小規模企業にとって、極めて一般的な経路をたどり、追加的な有償増資や買収の必要もないままの状態が永続する。この場合、SAFE取得者は、それを保有したまま、金利も配当もなく、なんらの投資収益も得られない。このような状態を、同論文では「配当問題」と称している。

他方、同論文は、SAFEのスキーム上の問題点を指摘している。つまり、資金調達の際の転換は、発行会社が正規の優先株の発行によって、プレマネーバリュエーションに基づいて資金調達を行なった場合に限られ、発行会社が普通株を発行する場合は、転換されないことを指摘している。しかし、SAFEでは、しばしばこの筋書き通りになることがあるという。その理由は、次の資金調達が従来型のベンチャー・キャピタル投資であり、その典型は優先株で組成されると想定されるからである。しかし、技術系であれ、非技術系であれ、次の株主資本をベンチャー・キャピタル以外から調達する、クラウドファンディングの発行体は、優先株ではなく、普通株

の発行を選択する可能性がある。この場合、クラウドファンディングでSAFEを取得した者は、そのままの状態、企業が買収されるまで取り残される。理論上、企業は上限なく普通株で株主資本を調達でき、SAFEの転換トリガーを引くことやSAFE取得者に配当を支払うことなしに、投資家と創業者に配当によって利益を分配できる。

また、クラウドファンディングでの資金調達企業が成功しても、SAFE取得者がアップサイドの収益を分配されないような条項が盛り込まれている場合もある。すなわち、発行体は、転換イベント以前の任意の時点で、非適格投資家の保有するSAFEを、発行会社選定の独立査定者による公正な市場価値で買戻すことができるという条項である。このことは、大きなリスクを負担している当該投資家（シード段階のクラウドファンディングの投資家）が、成功した企業からSAFEによるリターンを得られないことを意味している。それ以外にも、たとえ株式転換しても、SAFEは無議決権の優先株に転換されるため、クラウドファンディングの投資家は、特別な権利についての交渉権を有する創業者やソフィステイケートされた投資家に比べて、劣後的な立場に置かれることになる場合もある。

この論文では、クラウドファンディング・プラットフォームを通じて発行されるSAFEを、クラウドSAFEと呼んでおり、さまざまなプラットフォーム上で、その投資勧誘が行なわれていることを指摘している。また、このクラウドSAFEは、Y Combinatorのスキームを基本としているものの、さまざまな変更が行われ、少なくとも一〇〇万ドルを調達したとしている。

他方、企業がリキティ・イベント（概ね企業売却）まで転換を延期できるが、投資家にはいつ転換しても同等の経済的利益（同じ転換価格）を付与するという特徴をSAFEに新たに付与する事例もあるという。実際、

クラウドSAFEの場合、発行体はSAFEの転換トリガーを引かずに、何らかの株主資本の調達が可能であるだけでなく、IPOや企業売却はいうまでもなく、配当による利益配分シナリオについても、株主に対する説明を回避することが可能である。

3 クラウドSAFEに対する解決策

同論文は、上記のようなSAFEの特徴を踏まえて、このスキームをクラウドファンディング・プラットフォームで投資家を勧誘することの是非を論じている。

まず、同論文では、SECの使命を資本形成の促進と投資家保護とした上で、規制上のクラウドファンディングに対して資本形成上、強く投資家保護を要請する一方、クラウドファンディングの資金調達者の利用可能な証券種類については、レッセフェール・アプローチを採用したとしている。また、個人の年間投資上限規制や不正スキームによる資金調達の前審査といった、クラウドファンディングの様々な面に関して、SECはファンディング・ポータルに大きく依存することを選択し、非適格投資家に対しては、クラウドファンディングが可能な限り安全に運用されるよう企図しているという。したがって、SECが許可する証券のリストの制限を撤廃した際、SECとしては、ファンディング・プラットフォームが、自らのサイトで発行者が小口投資家に対して不適切な証券の投資勧誘を行なうのを避けると期待していた可能性があると指摘している。しかし、同論文は、実際はそうならないと批判するとともに、その解決にはいくつかの可能な手立てがあるとしている。

第一に、ファンディング・ポータル自身が制限を設け、「適格な」企業に対してのみSAFEが利用できるようにするという案、すなわちSAFE発行会社は、将来的に機関投資家から資金調達を行なう企業に制限すると

いう案が示されている。クラウドファンディングによる資金調達企業が募集する証券種類を制限することは、クラウドファンディング運営業者から多くの疑義が出される可能性もあるが、すでに市場では発行体が利用できる募集証券の選定が行なわれているため、このような追加制限は過剰規制にはならないとしている。

第二に、クラウドファンディング運営業者がSAFEの形式を個別案件ごとに修正するという案である。これは、積極的な展開といえるが、多数のクラウドファンディングの資金調達者が機関投資家のベンチャー・キャピタルから資金調達しないことよって生じる問題、つまり転換イベントが発生しないという事態には対応できない。したがって、同論文は、これでは有効な対策にならないと考えているようである。

第三に、クラウドファンディング運営業者がその資金調達メニューからSAFEを除外するという提案である。同論文では、このアプローチを簡潔かつ最良な解決策としている。

SAFEがクラウドファンディングから除外された場合、SAFE発行を希望するクラウドファンディング企業は、代替策として転換社債を発行することができる。転換社債は種々の面でSAFEと類似しているが、金利や満期が課される。さらに、小口投資家には債務に関連したその他の条項も提供することになる。ただし、同論文は、これらの追加的な投資家保護にもかかわらず、転換社債はクラウドファンディングという文脈では、多くの企業にとって理想的な資金調達手段ではないという。その理由は、転換社債もまた機関投資家のベンチャー・キャピタルからの資金調達が可能な企業のための資金調達手段とされているからである。したがって、同論文において、代替的、あるいは好ましいと判断されているのは、当該企業が債券、普通株または優先株を発行することである。その理由は、普通株と優先株は、投資家に対して当該企業の株主であることのベネフィットを十分提供できるだけでなく、当該企業の取締役会の有するフィデューシヤリー・デューティーの対象となるからである。

その結果、これらの代替策が、SAFEよりも適切な資金調達手法であるという。

ただし、同論文は、SAFE、転換社債、普通株、優先株などの資金調達手段にとつて、重要なことはそのスキームに組み込まれる条項であつて、名称ではないとしている。つまり、普通株といつても、その条項に通常は優先株とされるものを含ませることもできる。また、SAFEに転換社債同様の条項を含ませることもできる。したがつて、SAFEをポータルから除外せよという提案も十分な対策でないと批判される可能性もある。同論文は、SAFEだからといつて異論を唱えているのではなく、小口のクラウドファンディングで募集されるSAFEに含まれている条項に異論を唱えている。この条項が前述の懸念に沿つて見直されない限り、クラウドファンディングの資金調達者がこれを利用するべきでないとしている。

SAFEは、機関投資家のベンチャー・キャピタルから資金調達しようとする初期段階の企業が利用するべく開発された金融手法である。この期待は、SAFEに設定された条項に反映されている。クラウドファンディング企業の大半は、機関投資家のベンチャー・キャピタルから資金調達する見込みはない。したがつて、クラウドファンディングで利用されるのは適切でないと結論付けている。

まとめ

本稿では、SAFEのスキームの特徴を理解するため、数値例を紹介した上で、クラウドファンディングにおいてSAFEを利用することに対して批判する、Green & Coyle [2016]の所説を紹介した。

同論文の主旨は、SAFEは機関投資家のベンチャー・キャピタル向けの投資スキームであり、これを小口の個人投資家向けにクラウドファンディングで募集することは、投資家保護の観点から不適切であり、クラウドフ

ファンディングでの募集証券は、債券、普通株および優先株に制限すべきであるというものである。

クラウドファンディングの投資家が小口の個人であり、ソフィステイケートされた投資家ではないという特徴と、SAFEのスキームがシリコンバレー型のベンチャー・ファイナンス向けに設計されているという特徴を考慮すると、同論文の著者の主張は妥当なものと思われる。

一方、日本では、SAFEのような投資スキーム自体が見当たらず、これがクラウドファンディングで募集されることは、当面考えられない。日本の投資型クラウドファンディングは、匿名組合理型と株式型に分かれており、実質的にはほとんど匿名組合理型となっているのが現状である。

したがって、本稿での議論は、今のところアメリカに限定されるものと考えられるが、日本のクラウドファンディング規制を見る限り、SAFEのようなスキームの募集を禁止する規制は存在せず、一般の投資家にとって理解しにくいスキームの金融商品がクラウドファンディングで募集される可能性はあると思われる。

(謝辞) 本稿を作成するにあたって、梅本剛正氏(甲南大学法科大学院)、小川周哉氏(TMI総合法律事務所)、山口芳泰氏(同)、大村健氏(同)、小澤義昭氏(桃山学院大学経営学部)から貴重なご教示を賜りました。厚く御礼申し上げます。

注

(1) この計算では、創業者所有の普通株と、新規発行の優先株とが単純に合算されているが、これは、将来的に優先株が普通株に一对一で転換できるためと考えられる。

(2) 一般にSAFEには流動性はないようであるため、この場合SAFE取得者は投資金額が塩漬けになる可能性が高い

と考えられる。

- (3) ライフスタイルビジネスについては、必ずしも明確な定義は見当たらないが、創業者が自身のライフスタイルに基礎をおいて事業運営し、そのライフスタイルを変更するような規模拡大や事業展開を志向しないビジネスモデルを指していると思われる。したがって、ライフスタイルビジネスは、その事業が成功しても、大きく事業拡大や展開せず、創業者やそれを支える利害関係者に、適度な利益分配を行うものと思われる。

参考文献

- ・ Green, Joseph M., and John F. Coyle. 2016. "Crowdfunding and the Not-So-Safe SAFE." *Virginia Law Review* Vol. 102: 168-182
- ・ 竹内信紀・小川周哉「二〇一五」初期ラウンドにおける資金調達の実務と課題』『商事法務』No. 二〇八七、二〇一五年
一二月一五日

(まつお じゅんすけ・客員研究員)

外為市場の各国比較

伊豆 久

はじめに

本誌前号（一七〇〇号）では、外為市場における取引種類・市場参加者の構成の長期的変化を概観した。本号では、主な市場ごとの違いを見てみよう。

外為取引、例えばドル円取引は、世界共通の商品として、東京、ロンドン、ニューヨークなどで二四時間連続して行われており、取引される市場（＝場所）の違いには大きな意味がないように思われがちである。確かに、株式市場などとの比較でいえばその通りであるが、それでも市場ごとに、取引高の大きさだけでなく取引種類や参加者には明確な違いがある。小稿では、B I Sと各国中央銀行が三年ごとに行っている調査をもとに、それを確認してみたい。

1 市場シェアの推移

はじめに、図表1で各国の市場規模を確認しておこう。英国（ロンドン）が圧倒的な首位にあり（全体の三割から四割程度）、（直近の二〇一六年こそ減少しているものの）過去一〇年ほどさらに上昇傾向にあることがわかる。続くのは米国（ニューヨーク）で（一五～二〇％程度）、米国もわずかながら上昇傾向にある。日本は香港やシンガポールとほぼ同じくらいの位置にあり五～一〇％程度のシェアで推移している。以上が、世界の外為市

場の上位五カ国であるが、図表1に示したように、この五カ国を除く「その他」の国のシェアは、この一〇年ほどの間に大きく低下している。つまり、外為取引は上位五カ国への集中が続いているのである。

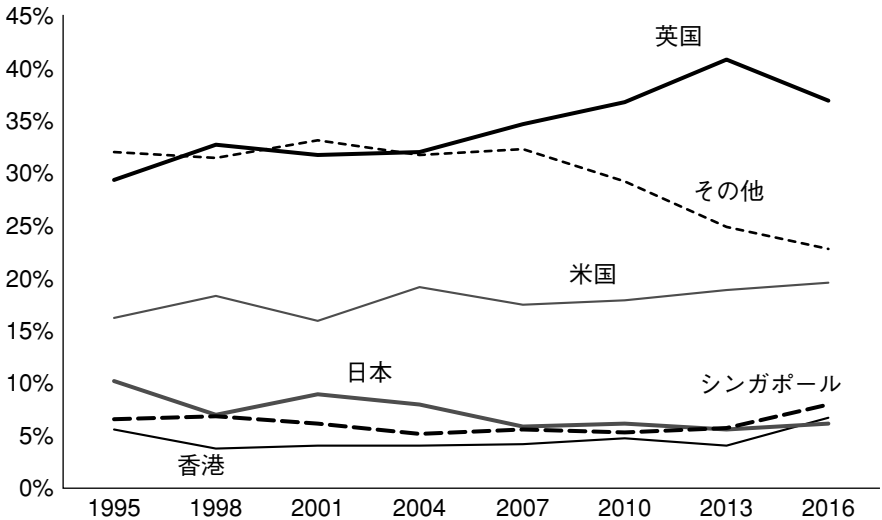
しかし、重要なのは、シェアの違いよりそれぞれの市場の性格の違いである。それを確認するのは容易ではないが、取引種類と市場参加者を見ることである程度の推測は可能であろう。

2 市場ごとの取引種類の構成

市場ごとの取引種類の構成を見てみよう。図表2は、市場シェア上位九カ国について、それぞれの市場での取引を一〇〇%としてその内訳を見たものである（二〇一六年）。

○印をつけている箇所を見ると、英国・米国という取引高の多い市場で「スポット（直物取引）」の比率が大きく、フランスやスイスなどでは「為替ス

図表1 各国の市場シェア



(注) 報告ディーラー間取引の二重計算については国内取引分のみ調整。したがって、国境をまたいだ報告ディーラー間取引は二重に計上されている（＝ネット・グロス）。以下の図表について同じ。

(出所) BIS, *Triennial Central Bank Survey-Global foreign exchange market turnover in 2016*, Table 19-24より作成。

ワップ」の比率が高いことがわかる。

前号の拙稿で確認したように、世界の外為市場では一九八〇年代から二〇〇〇年代にかけて、「スポット」から「為替スワップ」への取引シェアの移動が生じており、その傾向は英・米二カ国でも同様であるが、それでも他国と比べると、この二カ国の場合「スポット」の比率がまだ大きいのである。

図表2はそれぞれの国の取引高を一〇〇%としてその内訳を見たものであるが、図表3は、取引種類別に、例えば「スポット」の世界全体の取引を一〇〇%として、そこに占める英米独仏四カ国のシェアの推移を示したものである。これを見ると、いずれの国においても、二〇〇七年を境にして「スポット」と「為替スワップ」で逆方向の変化が生じていることがわかる。すなわち、英・米では、「スポット」でのシェアが上昇する一方（米国

図表2 取引種類の構成

	スポット	フォワード	為替スワップ	通貨スワップ	通貨オプション	その他	合計
英国	784,254 32.6%	265,898 11.1%	1,161,152 48.3%	52,699 2.2%	142,248 5.9%	50	2,406,301 100%
米国	580,990 45.7%	219,141 17.2%	391,241 30.8%	6,526 0.5%	74,224 5.8%	..	1,272,122 100%
シンガポール	121,642 23.5%	104,675 20.2%	248,002 48.0%	6,101 1.2%	36,777 7.1%	1	517,197 100%
香港	91,580 21.0%	44,187 10.1%	275,894 63.2%	12,123 2.8%	12,772 2.9%	0	436,557 100%
日本	109,917 27.5%	62,669 15.7%	205,742 51.6%	5,808 1.5%	14,892 3.7%	..	399,028 100%
フランス	22,766 12.6%	15,211 8.4%	136,511 75.6%	1,636 0.9%	4,475 2.5%	..	180,600 100%
スイス	25,335 16.2%	8,441 5.4%	116,404 74.4%	13 0.0%	6,239 4.0%	..	156,431 100%
オーストラリア	26,769 22.1%	9,621 7.9%	80,684 66.5%	3,213 2.6%	983 0.8%	..	121,271 100%
ドイツ	22,944 19.7%	5,631 4.8%	85,247 73.2%	1,438 1.2%	1,121 1.0%	..	116,381 100%
その他	267,824 29.5%	94,316 10.4%	508,534 56.0%	16,143 1.8%	21,658 2.4%	34	908,508 100%
合計	2,054,019 31.5%	829,790 12.7%	3,209,413 48.3%	105,699 1.6%	315,389 4.8%	85	6,514,396 100%

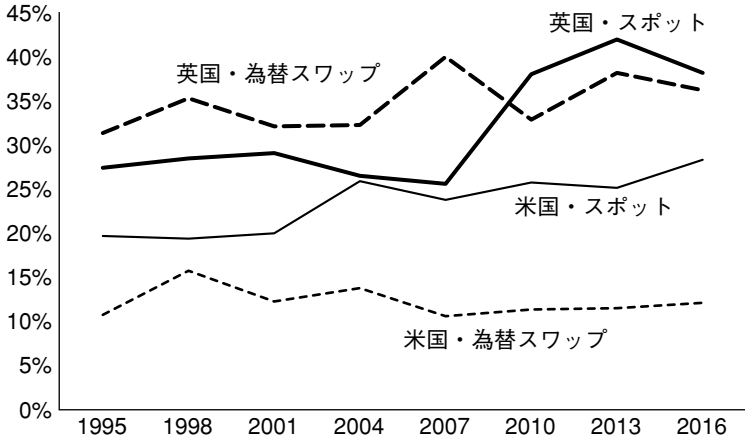
(注) 2016年、100万ドル。

(出所) BIS, Triennial Central Bank Survey-Global foreign exchange market turnover in 2016, Table 1より作成。

の上昇はわずかであるが、「為替スワップ」でのシェアは横ばいしないしわずかな上昇にとどまっている。対照的に、独・仏では、「スポット」でのシェアが低下し「為替スワップ」でのシェアは横ばいで推移している。つまり、英・米（特に英国）という外為取引の中心地は、「スポット」

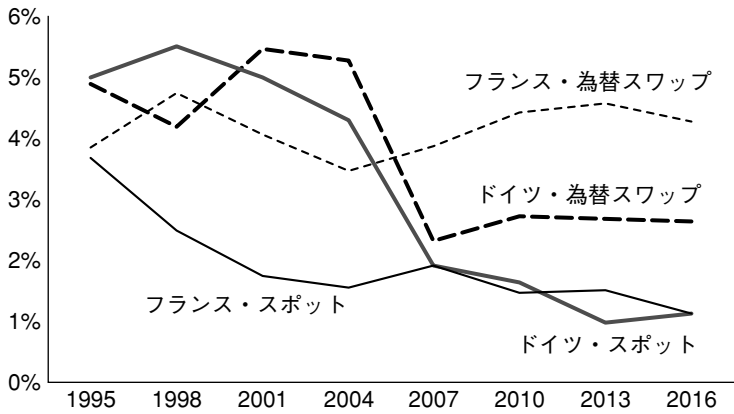
の取引比率が他国に比べて高いだけでなく、世界全体の「スポット」取引をさらに吸引しているものの、「為替スワップ」についてはそうは言えず、独・仏といった外為市場における中位の国では、「為替スワップ」取引の

図表 3-1 英米の取引種類別シェア



(注) 取引種類別の世界全体の取引高に占める各国のシェアの推移。
 (出所) BIS, Triennial Central Bank Survey-Global foreign exchange market turnover in 2016, Table 20, 22より作成。

図表 3-2 独仏の取引種類別シェア



(注) 図表 3-1 に同じ。
 (出所) 図表 3-1 に同じ。

比率が高く、また世界全体の取引においても一定のシェアを維持しているのである。

「スポット」取引は、主として、ディーラー・ヘッジファンド・HFT（高頻度取引）業者などによって、値幅稼ぎ・マーケットメイク・ポジションの調整などのために用いられ、外為取引のなかでも最も定型的で最も流動性が高い。それは、さらなる流動性を求めて、ヘッジファンド等の多く所在する世界的な金融センターであるロンドン（やニューヨーク）にますます集中しているということであろう。

「為替スワップ」についても同様の要因が働いているものの、「為替スワップ」には自国通貨を（事実上の）担保にした外貨の短期借入れという機能があるため、外貨投資を行う機関投資家を含む幅広い金融機関によって利用されている。「スポット」と比べるといわば「実需」に近い面があるため、一定の経済規模の国では自国内で一定の取引が維持されているのであろう。また、満期の設定などを考えても（近年世界的にその短期化が進んではいるものの）「スポット」に比べれば多様性があり、それも金融センターへの集中に対する一定の歯止めとなっているように思われる。

3 市場ごとの取引参加者の構成

次に、図表4でそれぞれの国の取引が誰を相手に行われているか見てみよう。本稿で用いているBISの調査は、ディーラーである大手金融機関に報告を求めることで市場全体の取引を測定している。図表4にある「国内ディーラー」とは、したがって、報告義務のある国内の大手金融機関同士の取引、「国外ディーラー」とは国外に所在する報告義務のある大手金融機関との取引²⁾を指す。「その他」は主に事業会社である。

「国内ディーラー」との取引の比率を見ると、英国で非常に高く（一五・八%）、それ以外のほとんどの国で

は五%程度と非常に低い。前号の拙稿で述べたように、現在の外為市場ではディーラー間取引の比率は低下傾向にあるが、それでもロンドンではまだ国内ディーラー間の取引が一定の規模を維持していることがわかる。

それに対して、英・米以外の国々では、国外のディーラーとの取引比率が高い。そうした国々のディーラー間取引は、ロンドンなどの金融センターとの取引が主であり、国内取引の意味は失われかけているのである。

英・米両国には、他国と異なるもう一つの特徴がある。「その他金融機関」の比率が、他国では二〜三割程度にすぎないのに対して、この二カ国では五割前後となっている。これは、ヘッジファンドやHFT業者などの機関投資家との取引であり、そうした投資家の集積地であるロンドンやニューヨークの大きな特徴となっている。

では、取引種類と取引相手を組み合わせるとどうなるであろうか。図表5で、参加者の分類を少し細分化して見てみよう。

まず各国の「スポット」を見てみよう。英・米では、「スポット」に占める「国外金融機関」（＝報告義務のあるディーラー以外の機関投資家等の金融機関）の比率が非常に高いのに対して、日・独では「国外金

図表4 取引参加者の構成（2016年）

	国内ディーラー	国外ディーラー	その他金融機関	その他	合計
英国	15.8%	36.2%	44.7%	3.3%	100.0%
米国	4.3%	33.0%	57.2%	5.6%	100.0%
シンガポール	4.9%	67.3%	24.3%	3.6%	100.0%
香港	6.8%	67.9%	23.0%	2.3%	100.0%
日本	7.8%	55.5%	28.6%	8.1%	100.0%
フランス	4.1%	54.6%	35.0%	6.2%	100.0%
スイス	4.9%	49.2%	33.8%	12.0%	100.0%
オーストラリア	13.3%	67.2%	15.5%	4.0%	100.0%
ドイツ	3.8%	65.3%	24.5%	6.3%	100.0%
その他	13.0%	44.7%	28.2%	14.0%	100.0%
合計	10.3%	44.4%	39.4%	5.9%	100.0%

(出所) BIS, *Triennial Central Bank Survey-Global foreign exchange market turnover in 2016*, Table 11より作成。

図表5 取引種類・取引参加者の構成（2016年）

英国	スポット	為替スワップ	その他	合計
国内ディーラー	4.9%	8.1%	2.8%	15.8%
国外ディーラー	9.3%	21.4%	5.5%	36.2%
国内金融機関	6.0%	5.1%	3.6%	14.7%
国外金融機関	11.6%	11.9%	6.5%	30.0%
国内その他	0.4%	0.4%	0.2%	1.0%
国外その他	0.5%	1.4%	0.5%	2.4%
合計	32.6%	48.3%	19.2%	100.0%

米国	スポット	為替スワップ	その他	合計
国内ディーラー	2.0%	1.7%	0.7%	4.3%
国外ディーラー	15.6%	10.2%	7.1%	32.9%
国内金融機関	9.4%	4.8%	4.9%	19.1%
国外金融機関	17.1%	12.6%	8.5%	38.1%
国内その他	1.2%	1.0%	1.4%	3.6%
国外その他	0.3%	0.5%	1.0%	1.8%
合計	45.6%	30.7%	23.6%	100.0%

ドイツ	スポット	為替スワップ	その他	合計
国内ディーラー	0.3%	3.1%	0.3%	3.7%
国外ディーラー	15.1%	47.9%	2.5%	65.5%
国内金融機関	0.6%	4.2%	1.1%	5.9%
国外金融機関	2.9%	14.4%	1.3%	18.6%
国内その他	0.5%	2.7%	1.3%	4.5%
国外その他	0.3%	1.1%	0.5%	1.9%
合計	19.7%	73.4%	7.0%	100.0%

日本	スポット	為替スワップ	その他	合計
国内ディーラー	2.2%	4.7%	0.9%	7.7%
国外ディーラー	15.3%	33.5%	6.6%	55.5%
国内金融機関	4.6%	7.6%	9.2%	21.4%
国外金融機関	2.6%	3.7%	0.9%	7.2%
国内その他	2.8%	1.7%	3.1%	7.6%
国外その他	0.1%	0.3%	0.0%	0.4%
合計	27.5%	51.6%	20.8%	100.0%

(注) 「その他」＝フォワード＋通貨スワップ＋オプション

(出所) BIS, *Triennial Central Bank Survey-Global foreign exchange market turnover in 2016*, Table 11-16より作成。

「融機関」の比率は非常に低く「国外ディーラー」の比率が高い。つまり英・米・カナ国のディーラーは、海外の機関投資家の注文も集めているのに対して、日本やドイツは海外の金融機関を顧客にすることはできず、自分たちがロンドンやニューヨークのディーラーの顧客となっているのである。日本のディーラーが顧客として持っているのは、ほとんど、国内の金融機関（個人向けFX業者、報告ディーラー以外の銀行、機関投資家など）と（取引額

としては小さい)「国内その他」(＝事業会社)だけである。

おわりに

外為取引における英・米両国と他国との違いを概観してきたが、では、この三月から実際の手続きが開始された「ブレグジット」は、外為市場におけるロンドンの地位にどのような影響をもたらすだろうか。

昨年六月の国民投票以降、ロンドンから大陸欧州に移転する外国金融機関の動きが伝えられている。したがって、ロンドンのシェアが多少は低下することになるかもしれない。

証券取引所に重複上場する銘柄の主たる取引市場が移動することはほとんど起こらないが、外為市場は店頭市場であるため金融機関の移転はそのまま市場の移動を意味するからである。とはいえ、それが法兰克福トやパリでの取引の大幅な増加につながるほどになるとも考えにくい。英国とEUの具体的な交渉の進展が注目される。

注

- (1) この取引は二重に報告されることになるが、図表1の注で述べているように、本稿では調整済みの数値を用いている。
- (2) この取引も二重に報告されるが、国別に取引高を比較する場合には調整すべきではないため、これはそれぞれの国で二重に計上されている。

いざ びさし・客員研究員)

英独取引所グループの経営統合撤回

吉川 真裕

二〇一六年二月二三日、イタリア取引所を傘下に持つロンドン証券取引所グループ（LSEG）と、デリバティブ取引所EUREXやフランクフルト証券取引所を傘下に持つドイツ取引所（D BAG）は対等合併に関する交渉状況を明らかにした。株式交換によって新たに設立される持ち株会社のもとでの経営統合（持ち株比率はD BAG五四・四％、LSEG四五・六％）が模索されており、両グループの主要業務はこれまで通り運営されること、三月二二日一七時までに正式決定が公表されることが明らかになった。そして、二〇一六年三月一六日には英独取引所グループの経営統合計画が二月三日の発表に沿った形で正式に公表された。

二〇一六年七月四日にはLSEGで、七月二六日にはD BAGで株主による持ち株会社のもとでの経営統合が承認されたが、八月二四日から始まった欧州連合（EU）競争総局での承認審査が長引く中、イギリスのEU完全離脱の見通しが濃厚となり、両国で経営統合計画に対する反対が強まった。二〇一七年二月二七日、LSEGはEU競争総局によるMTS売却要請を拒否したことを公表し、経営統合承認の可能性が低いことが明らかになった。そして、イギリスがEUからの離脱交渉手続きを開始した三月二九日、EU競争総局は英独取引所グループによる経営統合を承認しないという決定を公表し、LSEGとD BAGは経営統合計画の撤回を表明した。

本稿ではLSEGとD BAGの経営統合撤回をめぐる経緯を紹介し、経営統合撤回の背景について考察する。

1 経営統合計画

二〇一六年二月二三日、LSE GとDBAGは対等合併に関する交渉状況を明らかにした⁽¹⁾。株式交換によって新たに設立される持ち株会社（UK TopCo）のもとでの経営統合（持ち株比率はDBAG五四・四%、LSE G四五・六%）が模索されており、持ち株会社の取締役会には両取引所グループから同数の取締役が就任すること、両取引所グループの主要業務はこれまで通りに運営されること、三月二二日一七時まで正式決定が公表される⁽²⁾ことが明らかになった。そして、二月二六日には追加情報が公表され、新たに設立される持ち株会社はロンドンに所在するが、本社機能はロンドンとフランクフルトの双方に置き、株式はロンドン証券取引所とフランクフルト証券取引所の双方で上場されること、双方から同数の取締役が就任する持ち株会社の取締役会ではLSE Gのブライドン会長が会長、DBAGのファーバー会長が副会長、DBAGのケンゲターCEOがCEO、LSE GのワレンCFOがCFOに就任することなどが明らかになった⁽²⁾。

ところが、正式条件が発表される前の三月一日、ニューヨーク証券取引等を傘下に持つアメリカのインターネット取引所（ICE）がLSE Gに対して買収提案を検討していることがLSE Gから公表され、三月九日にはDBAGがナスダックにアメリカのオプション取引所ISEを一一億ドルで売却することで合意した⁽³⁾。

三月一六日、英独取引所グループの経営統合合意条件が正式に公表されたが、それまでに公表されてきた内容通りであった⁽⁴⁾。持ち株会社の取締役には公表された四人のほか、双方から六人ずつが加わり、一六人であること（将来的には一四人に削減予定）、LSE GのロレCEOは退任するが、会長と副会長のアドバイザーとして最長一年間経営統合に関与すること、経営統合に伴う費用削減効果を二〇一五年の経常費用二二億ユーロの二〇%に近い四億五〇〇万ユーロと見込んでいることなどが明らかになった。

2 I C EによるL S E G買収提案撤回

二〇一六年四月四日にはI C Eがモルガン・スタンレー、ウエルズ・ファアゴ、三菱東京UFJとL S E G買収資金提供で合意したとスカイ・ニュースが報じたが、I C EがNYSEユーロネクスト買収後にユーロネクストを売却したことを厳しく批判してきたロレCEOの率いるL S E G経営陣との交渉はまだはじまっていないことも報じていた。⁽⁵⁾

四月二五日にL S E Gが公表したロレCEOのインタビュー記事に対する説明文書でもロレCEOはI C Eと戦略について協議したことはないことが明らかにされており、I C Eの買収提案に対するロレCEOの敵対的な姿勢は明瞭であった。⁽⁶⁾

五月四日にI C Eは戦略的統合に関する十分な協議ができないことを理由としてテイクオーバー・コードにしたがって六カ月間はL S E Gに対する買収提案をおこなわないことを明らかにした。これに対して、I C Eはテイクオーバー・コード二〇・二にしたがってL S E Gから情報を得、経営陣とも接触していたことを公表した。⁽⁷⁾

D B A Gとの経営統合を発表したL S E GにI C Eは横から買収提案を持ちかけたのであるからL S E G経営陣から冷たい扱いを受けるのも理解できるが、株主の利益を考える経営者としてD B A Gとの経営統合計画よりも有利な買収条件を引き出す努力をしなかった、あるいは買収交渉を通じてD B A Gとの経営統合条件を改善する努力をしなかったという批判もおこなわれている。

3 株主による承認

五月一日、株主に対する文書は六月に公布され、七月には両取引所グループで経営統合承認手続きがおこな

われる日程が公表された。そして、イギリスでEU離脱を問う国民投票がおこなわれた六月二十四日、LSEGEでの株主承認投票は株主総会の七月四日、DBAGでの株式交換申請期限は七月二二日であることが発表された。

七月四日におこなわれたLSEGEでの株主投票では九九・九%が経営統合の承認に投票するという予想以上の結果となったが、イギリスのEU離脱予測のもとでLSEGEが影響力を維持するためにはDBAGとの経営統合が必要であるという株主の判断が働いたものと考えられる。

他方、株主による株式交換申請が予想外に進まないDBAGでは当初の申請期限の前日である七月一日に、DAX指数構成銘柄であるDBAGの株式の約一五%を保有するインデックス・ファンドがDBAGの株式の五〇%以上（STOXX指数とMSCI指数では七五%以上）が交換された二日後にしか交換申請をできないという技術的な問題に配慮して、最低株式交換申請基準を七五%から六〇%に引き下げるとともに申請期限を七月二六日まで延期するという発表をおこなった。この結果、七月二六日には六〇・三五%の株式交換申請がおこなわれ、かろうじて引き下げられた株式交換申請基準が満たされることになった。そして、七月二九日には株式交換申請をしなかったDBAGの株主に七月三〇日から八月一二日までの追加的な株式交換申請期間を設け、最終的にはDBAGの株主の八九・〇四%が株式交換申請をおこなったことがDBAGから八月一七日に公表された。

4 EU競争総局による経営統合承認審査

株主による経営統合の承認を得てLSEGEとDBAGは八月二四日にEU競争総局に経営統合承認申請をおこなった。EU競争総局の承認審査手続きは二五日間の一次審査と二次審査で問題がある場合の二次審査に分かれており、九月二八日がEU競争総局によるLSEGEとDBAGの経営統合の一次審査の結果公表期限となった。

九月二八日にEU競争総局から発表された一次審査の結果では、①クリアリング、②デリバティブ取引、③レポ取引、④ドイツ株、⑤上場投資商品(ETP)、⑥その他市場(非EEA企業の上場、ドイツ国債のディーラー間電子取引、指数ライセンス、海上運賃デリバティブの取引とクリアリング、清算とカスタディ業務、規制・取引レポティング)の六項目(細かく見れば一二項目)の問題点が指摘され、二〇一七年二月一三日が二次審査の結果公表期限であることが明らかにされた。⁽⁸⁾

これに対して、EU競争総局の一次審査結果公表直後にLSEGとDBAGはLSEG参加のクリアリング機関であるLCHグループのフランスにある子会社LCH・SA(旧クリアネット)を経営統合が承認された場合という条件付きで売却する計画を公表した。⁽⁹⁾ このタイミングでLCH・SAの売却計画が公表されたことから考えてもLSEGとDBAGはEU競争総局がクリアキング業務を問題視することを予想しており、LCH・SAの売却という譲歩でEU競争総局の承認を得られるものと考えていたものと思われる。

ところが、一〇月二一日にEU競争総局は九月二八日の一次審査結果公表の際に二〇一七年二月一三日と発表した二次審査の結果公表期限を三月六日に延期するという発表をおこなった。⁽¹⁰⁾ これはLSEGとDBAGが提示したLCH・SAの売却を経営統合承認のための譲歩としては不十分であると判断している証拠と考えられ、更なる譲歩を要求するのではないかとという観測が広まった。

一二月一四日にはEU競争総局から反対声明(statement of objection)がLSEGとDBAGに通知されたが、九月二八日の一次審査の際に公表された懸念項目よりも提示された懸念項目は減少していることをLSEGとDBAGは明らかにした。⁽¹¹⁾ そして、二〇一七年一月三日にLSEGは経営統合承認という条件付きでLCH・SAをユーロネクスト(フランス、オランダ、ベルギー、ポルトガルの取引所連合)に五億一〇〇〇万ユーロで売却

する交渉で合意したことを明らかにした。⁽¹²⁾

二月七日になってLSE&GとDBAGはEU競争総局の懸念に対する譲歩策としてLCH・SAを売却することを正式にEU競争総局に通知したと発表し、EU競争総局は二次審査結果の公表期限を二〇一七年三月六日から四月三日に再度延期することを発表した。

ドイツの政治家による持ち株会社の所在地を再考する要請が強まり、イギリスのEU離脱強硬派からは経営統合差し止め要請が強まる中、二月二六日にLSE&Gは二月一六日になってEU競争総局が求めたイタリア取引所傘下の債券取引市場MTSを売却する意思表明を二月二七日一二時までにおこなうことはできないということを発表した。⁽¹³⁾ 二次審査結果の公表期限の迫ったこのタイミングでEU競争総局の要請を断ることは代わりの譲歩策を提示しない限り、経営統合が承認されるとは考えにくく、LSE&Gが経営統合を撤回するつもりではないかという憶測が広まった。

その後もMTS売却に代わる譲歩策がLSE&GとDBAGから提示されることはなく、イギリスがEUからの離脱交渉手続きを開始した三月二九日、EU競争総局は英独取引所グループによる経営統合を承認しないという決定を公表し、これを受けてLSE&GとDBAGは経営統合計画の撤回を表明した。⁽¹⁴⁾ EU競争総局の説明によれば、LSE&G傘下のLCHグループ（イギリスのLCHとフランスのLCH・SA）とイタリア取引所の子会社CC&G、DBAG傘下のEUREXクリアリンググループ会社となることは債券取引のクリアリング業務で競争を阻害する恐れがあり、フランスのLCH・SAの売却だけでは取引市場が取引情報を公平に開示しない場合にLCH・SAが競争できない懸念があるためイタリア取引所傘下のMTSの売却を求めたが、この要請は拒否され、有効な代替案も提示されなかったというのが経営統合を承認しない理由であるということであった。

5 経営統合撤回の背景

二〇一六年三月に合意されたLSEGとDBAGの経営統合は二〇一七年三月のEU競争総局による承認拒否によって撤回されることになったが、すでに経緯を説明した通り、最後の段階でLSEGがMTSの売却というEU競争総局が提示した譲歩案を拒否し、有効な代替案も提示しなかったことに起因している。そして、MTSはLSEGにとつてはそれほど重要な資産であったとも考えにくいので、経営統合後に持ち株会社をEU離脱予定のイギリスから共通通貨ユーロを採用するドイツへ移す動きが強まるものとLSEG経営陣が判断したためと考えられる。実際、DBAGはLSEGがMTSを売却するものと予想しており、LSEGの売却拒否に驚いたと伝えられている。

EU競争総局の説明によればMTSを売却すれば経営統合承認を拒否する理由は見当たらず、承認されていたのではないかと考えられる。DBAGによるNYSEユーロネクスト買収合意の際にはDBAG傘下のデリバティブ取引所EUREXか、NYSEユーロネクスト傘下のデリバティブ取引所LIFFEの売却をEU競争総局が要求し、これを呑めなかつたために買収は実現しなかつた。今回のLSEGとDBAGの経営統合でもポートフォリオ証拠金の導入で利用者のコスト削減を目指したLSEG傘下のイギリスのLCHか、DBAG傘下のEUREXクリアリングの売却をEU競争総局が求めるのではないかと予想されたが、フランスのLCH・SAとイタリアのMTSの売却だけで済むならばそれほど大きな損失にはならなかつたと考えられている。

それでは今回なぜEU競争総局がLCHやEUREXクリアリングの売却を求めなかつたのかということに関しては、前回のDBAGによるNYSEユーロネクスト買収合意の際にEU競争総局が下した判断に原因があるものと考えられる。DBAGとNYSEユーロネクストは上場デリバティブ市場が店頭デリバティブ市場と競争

関係にあり、EUR EXとL I F F Eがグループ会社となっても店頭デリバティブ市場との競争があるので問題はないと主張したのに対して、EU競争総局は上場デリバティブ市場と店頭デリバティブ市場はそれほど競争関係ではなく、上場デリバティブ市場内での競争が阻害される恐れがあるとしてEUR EXかL I F F Eの売却を求めている。店頭デリバティブ市場と上場デリバティブ市場が競争関係にないとすれば、金利スワップ等の店頭デリバティブ取引のクリアリング業務が中心のL C Hと上場デリバティブ取引のクリアリング業務が中心のEUR EXクリアリングは規模が大きいとはいえ競争関係にはないと判断せざるを得なかったものと考えられる。L S E GがM T Sの売却に応じてL S E GとD B A Gの経営統合が実現していたとすれば、前回のEU競争総局の決定に対してD B A Gが欧州裁判所への提訴までおこなっていたことが役立つことになっていたかもしれない。

L S E Gはかつての買収ターゲットから買収者へと変貌し、ロレCEOのもとで株式取引に依存した収益構造を多様化して、デリバティブ取引が弱いものの、取引所グループと呼ぶにふさわしい企業に変貌した。それにもかかわらず、買収による多角化戦略を押し進め、評価されてきたロレCEOがD B A Gとの経営統合を選択したことは計画発表当初から疑問を感じた。力尽くで買収される可能性は極めて小さくなったにもかかわらず、ロレCEOが自ら買収される道を選択したのはなぜであろうか。自らの地位や企業の独立性よりも顧客の利便性向上を選択したと言えは聞こえはいいが、デリバティブ取引で市場を獲得することは困難であり、デリバティブ取引で強いドイツ取引所やC M Eグループ、I C Eと競争していくことに見通しが立たなかったからではないだろうか。イギリス株取引やイタリア株取引で主市場でなくなることは考えにくい、ユーロ建て取引やドル建て取引を獲得することも困難であり、イギリスのEU離脱というリスクに対処したものであったと考えられた。ところが、最後になって自ら経営統合を撤回する決断をしたものと考えられ、イギリスのEU離脱という事態で状況

が変わったというところかもしれないが、もともとこの可能性もあったのであるから当初の判断に疑問を呈するを得ないであらう。

注

- (1) London Stock Exchange Group plc and Deutsche Boerse AG, "Potential merger of equals between London Stock Exchange Group plc ("LSE") and Deutsche Boerse AG ("Deutsche Boerse");" *Press Release*, 23 February 2016 (<http://www.lseg.com/documents/initial-statement-lseg-potential-merger-deutsche-boerse-pdf?accepted=26d600001878f01b8d4f1a61ea2981f>).
- (2) London Stock Exchange Group plc and Deutsche Boerse AG, "Further information on the potential merger of equals between London Stock Exchange Group plc ("LSEG") and Deutsche Börse AG ("Deutsche Börse");" *Press Release*, 26 February 2016 (<http://www.lseg.com/documents/lseg-disclosure-further-potential-merger-terms-26-feb-2016-pdf?accepted=93a83a1dadbd96a4742d39177087cce>).
- (3) London Stock Exchange Group plc, "London Stock Exchange Group plc ("LSEG") notes the announcement from Intercontinental Exchange, Inc. ("ICE");" *Press Release*, 1 March 2016 (<http://www.lseg.com/documents/lseg-statement-regards-possible-offer-1-march-2016-pdf?accepted=2c1c1858f7e9a33c7ae22375b13d80>), Deutsche Börse AG, "Deutsche Börse AG: Divestiture of International Securities Exchange Holdings, Inc.;" *Press Release*, 9 March 2016 (http://deutsche-boerse.com/dbg/dispatch/en/listcontent/dbg_nav/investor_relations/Content_Files/10_adhoc/db_adhoc_9March2016.htm).
- (4) London Stock Exchange Group plc and Deutsche Boerse AG, "RECOMMENDED ALL-SHARE MERGER OF EQUALS OF

- LONDON STOCK EXCHANGE GROUP PLC AND DEUTSCHE BÖRSE AG," *Press Release*, 16 March 2016 (<http://www.lseg.com/documents/lseg-recommended-all-share-merger-equals-london-stock-exchange-group-plc-and-deutsche-b%C3%B6rse-ag-rns-16mar2016-pdf?accepted=de1fb0b304288862dd9a78f6b0316136>). 参考： 証券取引 会 報 告 (<http://www.lseg.com/documents/lseg-analysts-investor-call-2016-03-16-zip?accepted=cea4288f920252461aefc8540769f68b>) 及び 経 済 新 聞 (<http://www.lseg.com/documents/lseg-recommended-all-share-merger-equals-london-stock-exchange-group-plc-and-deutsche-b%C3%B6rse-ag-presentation-16mar2016-pdf?accepted=4133c704930f0d3071bd70ddd6ab3fb>) 世 間 経 済 新 聞 ナ ン ン ン の 本 日 報 道 (<http://www.lseg.com/documents/lseg-recommended-all-share-merger-equals-london-stock-exchange-group-plc-and-deutsche-b%C3%B6rse-ag-presentation-16mar2016-pdf?accepted=4133c704930f0d3071bd70ddd6ab3fb>)
- (15) "US Predator Seals Funds For £10bn LSE Bid," *Sky News*, 4 April 2016 (<http://news.sky.com/story/us-predator-seals-funds-for-16310bn-lse-bid-10230472>).
- (16) London Stock Exchange Group plc, "London Stock Exchange Group PLC Clarification Statement," *Immediate Release*, RNS Number : 2782W, 25 April 2016 (<http://www.londonstockexchange.com/exchange/news/market-news/market-news-detail/LSE/12791249.html>).
- (17) London Stock Exchange Group plc, "London Stock Exchange Group plc ("LSEG") Statement regarding Intercontinental Exchange, Inc. ("ICE") withdrawal," *Immediate Release*, RNS Number : 2849X, 4 May 2016 (<http://www.londonstockexchange.com/exchange/news/market-news/market-news-detail/LSE/12803928.html>).
- (18) European Commission, "Mergers: Commission opens in-depth investigation into proposed Deutsche Börse/LSE merger," *Press Release*, IP/16/3222, 28 September 2016 (http://europa.eu/rapid/press-release_IP-16-3222_en.htm).
- (19) London Stock Exchange Group plc, "RECOMMENDED ALL-SHARE MERGER BETWEEN LONDON STOCK

- EXCHANGE GROUP PLC AND DEUTSCHE BÖRSE AG - Update on the European Commission Review - Potential Sale of LCH SA, " *Immediate Release*, RNS Number : 1067L, 28 September 2016 (<http://www.londonstockexchange.com/exchange/news/market-news/market-news-detail/LSE/12982308.html>).
- (20) Foo Yun Chee and Huw Jones, "EU extends LSE-Deutsche Boerse merger review until March 6," *Reuters.com*, 21 October 2016 (<http://www.reuters.com/article/us-lse-m-a-deutsche-boerse-eu-idUSKCN12L1AA>).
- (21) Andrew Kroener, "Deutsche Boerse and LSE say EU's list of merger concerns has shortened," *Reuters.com*, 14 December 2016 (<http://www.reuters.com/article/uk-lse-m-a-deutsche-boerse-eu-idUKKBN1432DK>).
- (22) London Stock Exchange Group plc, "RECOMMENDED ALL-SHARE MERGER BETWEEN LONDON STOCK EXCHANGE GROUP PLC AND DEUTSCHE BÖRSE AG - Proposed Sale of LCH SA to Euronext N.V.," *Immediate Release*, RNS Number : 1534T, 3 January 2017 (<http://www.londonstockexchange.com/exchange/news/market-news/market-news-detail/LSE/13082594.html>).
- (23) London Stock Exchange Group plc, "RECOMMENDED ALL-SHARE MERGER BETWEEN LONDON STOCK EXCHANGE GROUP PLC AND DEUTSCHE BÖRSE AG - Update on the European Commission Phase II proceedings," *Immediate Release*, RNS Number : 8593X, 26 February 2017 (<http://www.londonstockexchange.com/exchange/news/market-news/market-news-detail/LSE/13139501.html>).
- (24) European Commission, "Mergers: Commission blocks proposed merger between Deutsche Börse and London Stock Exchange," *Press Release*, IP/17/789, 29 March 2017 (http://europa.eu/rapid/press-release_IP-17-789_en.htm).

証研レポート既刊目録

No.1687 (2014.12) なぜ国債発行市場は安定しているか 拡大するラップ口座 クラウドファンディングの可能性 アメリカの証券市場構造とHFT (高頻度取引)	執筆者 中島 二上 松尾 清水	No.1694 (2016. 2) アドバイザリー化する証券ビジネス 揺れる異次元緩和の論理 リキャップC Bの発行情報と株価の反応 日本国債の格付け	執筆者 二上 伊豆 志馬 黒沢
No.1688 (2015. 2) ネット取引と対面取引 異次元緩和における<二年>の意味 欧州HFTの実情 —E S M Aのデータ分析— 金融緩和と国債市場 —金利変動に対する金融機関の取引スタイルの変化—	二上 伊豆 吉川 志馬	No.1695 (2016. 4) 投資運用ビジネスにおける新たな動向 クラウドファンディングの拡大と多様化 英独取引所グループの経営統合合意 スチュワードシップ・コードの可能性	二上 松尾 吉川 梅本
No.1689 (2015. 4) 日本再興戦略と株式市場 欧州HFTの実情2 —E S M Aのガイドライン・レビュー— 変化する金融商品仲介業支援ビジネス —オンライン総合証券と中堅証券の参入— インフレ率目標<2%>の起源 貸株取引の決済制度改革	二上 吉川 坂下 春井 福本	No.1696 (2016. 6) マイナス金利導入後の金融資産市場の変化 内外証券投資の収益と残高 レバレッジE T Fと株式市場 —二〇一六年一月の市場分析— 消費増税の先送りと改正特例公債法の成立	二上 伊豆 志馬 中島
No.1690 (2015. 6) わが国のクラウドファンディング規制の現状 金融危機と公的資金 株価指数先物の見せ玉注文 —米国司法省による英国投資家訴追請求— 米国のティクサイズ拡大のためのパイロット・プログラム 米国企業の配当リキャップ (Dividend Recapitalization) —リキャップC Bの原型—	松尾 伊豆 吉川 清水 志馬	No.1697 (2016. 8) 証券会社の収入構成の変化について S E CによるI E Xの取引所承認決定 —フラッシュ・ボーイズは救世主か— 米国S E CによるレバレッジE T Fの規制提案 国債市場特別参加者制度と最近の国債市場 —三菱東京U F J銀行の特別資格返上に関連して—	二上 吉川 志馬 築田
No.1691 (2015. 8) 最近の投資信託市場の状況について 誤情報配信による不正取引 —S E Cのブルガリア投資家訴追請求— ハイフリクエーション・トレーディングの間接規制 —ブロップ・ファームをF I N R A会員へ— 国債決済期間の短縮とレポ市場の革新	二上 吉川 清水 中島	No.1698 (2016.10) 証券市場の新たな役割 英国のソーシャルレンディング —最近の市場動向— 日銀の「新しい枠組み」を考える 金融の歯止めが利かない国債市場の謎	二上 松尾 伊豆 中島
No.1692 (2015.10) 証券会社収入の変化をどう見るか 英国の投資型クラウドファンディング規制 預金封鎖・E L A・改革プログラム —ギリシャ危機と「最後の貸し手」— 日銀の国債保有状況と国債市場の流動性 流動性の高い国債市場は如何にして形成されたか	二上 松尾 伊豆 志馬 中島	No.1699 (2016.12) ロカベスティングとスローマネー —資金の「地産地消」の取り組み— C B O EによるB A T S買収合意 —買収されるという選択— 日本銀行の国債保有状況について 実質株主との対話	松尾 吉川 志馬 福本
No.1693 (2015.12) クラウドファンディングの世界的趨勢 豪州HFTの実情 —A S I Cによる調査報告書— 米国A T S (代替取引システム)の透明性向上のためのS E Cルール提案 長期保有株主優遇策としての種類株式	松尾 吉川 清水 福本	No.1700 (2017. 2) 「株先五〇」三〇周年を迎えて —清算取引復活運動はなぜ挫折し、「株先五〇」開設はなぜ成功したか— 将来株式取得略式契約スキーム (SAFE) とクラウドファンディング 外為取引の減少について 欧州HFTの実情3 —複数市場での重複指値注文— 日中の株価変動とレバレッジE T F —Brexitとトランプ・ショック時の動き— 異次元金融緩和と政策と国債金利形成の特徴	二上 松尾 伊豆 吉川 志馬 中島

公益財団法人 日本証券経済研究所

ホームページのご案内

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

(YAHOO、Googleなどの検索サイトで、「証券経済研究所」、「jsri」ですぐ検索できます。)

I. 研究所の紹介等

- | | |
|-------------|---|
| J S R Iについて | 当研究所の概要や事業活動を紹介しています。 |
| 出版物案内 | 『証券レビュー』『証研レポート』『金融商品取引法研究会研究記録』の全文、『証券経済研究』の各論文要旨を掲載しています。また、定期刊行物のバックナンバー一覧、単行本の内容紹介と目次もご覧いただけます。 |
| 証券図書館 | 証券図書館の概要や利用の手引きを紹介しています。 |
| 講演会録 | 「資本市場を考える会」「証券セミナー」の講演会録（全文）をお読みいただけます。 |
| 研究会 | 当研究所が主催する研究会の概要と活動状況を紹介しています。また、金融商品取引法研究会研究記録（全文）をご覧いただけます。 |
| 株式投資収益率 | 株式投資収益率（東証第一部、第二部）の年別・月別のデータ（概要）や産業別・銘柄によるランキングを掲載しています。 |
| トピックス | 海外の論文の翻訳・紹介や証券経済関係の小論文を掲載しています。 |

II. データベース検索

- | | |
|------------|--|
| 研究所出版物 | 出版物案内に掲載している出版物を書名・論文名または著者名等により検索できます。 |
| 証券図書館の蔵書 | 証券図書館（東京）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ますとともに、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。

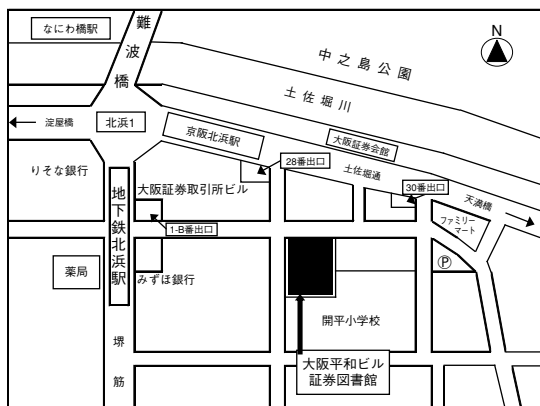
所在地 大阪市中央区北浜1-5-5 大阪平和ビル地下1階
TEL (06) 6201-0062

開館時間 午前9:30 ~ 午後5:30
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、大学等の刊行物、一般雑誌、産業関係資料ほか、海外の新聞、雑誌等を集めております。

(みなさんのご利用をお待ちしております。)



道順
地下鉄堺筋線・京阪本線
北浜駅1-B番出口又は
28番出口より徒歩2分

日本証券経済研究所のホームページ (<http://www.jsri.or.jp>) から図書の検索ができます。ご利用ください。

証研レポート第一七〇二号
二〇一七年四月十日発行
(偶数月第二月曜日発行)

2017年4月号

発行所

公益財団法人 **日本証券経済研究所**
大阪研究所

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

定価(本体380円+税)