

証 研

レポート

No.1744

2024年6月

「インベストメント・チェーン」の残されたピース
二上季代司（1）

戦前日本における株式買占め事例
～鉄道会社の事例を中心に～ 松尾 順介（12）

コロナ禍の欧州株式アクティブESGファンド
～ESMAワーキング・ペーパーの考察～ 吉川 真裕（42）

米国オプション市場における取引の短期志向化
～Otcオプション取引の活況～ 志馬 祥紀（52）

EU市民の金融ナリッジの現況と評価
～ヨーロッパ委員会調査の結果とインプリケーション～ 中川 辰洋（72）

公益財団法人 **日本証券経済研究所**
大阪研究所

「インベストメント・チェーン」の残されたピース

二上季代司

昨年（二〇二三年）六月の「経済財政運営と改革の基本方針」（いわゆる「骨太の方針」）で、岸田政権は「資産運用立国の実現」を表明した。半年後の一二月にはそのプランが策定され、資産運用業やアセットオーナーシップの改革等が盛り込まれている。一年後の本年六月には、それが「骨太の方針」に盛り込まれ、いよいよ本格的に実施に移されることになる。

岸田内閣は二年前（二〇二二年）の一二月、「資産所得倍増プラン」を発表しているが、今回の改革は、その一環のようである。そこで、「資産所得倍増プラン」に戻って、今回の改革プランの意義を簡単に考えてみたい。

1 資産所得倍増プラン

「資産所得倍増プラン」の目的は「家計金融資産の半分以上を占める現預金を投資につなげることで、持続的な企業価値の恩恵が資産所得の拡大という形で家計にも及ぶ『成長と資産所得の好循環』を実現させること」とされる。

成長と資産所得の好循環が実現するためには、「インベストメント・チェーン」を構成する各主体が、本来の機能を発揮することが何より大事である。家計の資金は、個別株や社債に投資される部分もあるが、ここで想定されているのは、家計↓機関投資家（企業年金・投資信託・ファンド等）↓企業へと流れるルートであり、その

成果は企業価値の向上となって企業↓家計へ投資収益（資産所得）が還元されることが期待されているわけである。

「資産所得倍増プラン」では、①NISAの抜本的拡充、②Eco制度の拡充、③中立・信頼性のあるアドバイスの提供、④雇用者の資産形成の強化、⑤金融経済教育の充実、⑥国際金融センターの実現、⑦顧客本位の業務運営の確保の七項目があげられていた。新NISAがスタートする等、すでに実施に移された項目があるが、⑥を除けばすべて、顧客から機関投資家へ資金が流れる「鎖（チェーン）」がしっかりと、かつ適切につながることを企図するものといつてよいだろう。

2 コーポレートガバナンス・コードとスチュワードシップ・コード

また、企業から家計への投資収益の還元という「チェーン」が十分太いものであるためには、企業が持続的な成長と中長期的な企業価値の向上に向けて収益力の改善を図らなければならない。二〇一五年の「コーポレートガバナンス・コード（以下、CGコードと略）」は、上場企業がそうした方向に向かって行動することを企図した行動原則で、東証の上場規定に導入されている。

CGコードは、ステークホルダー（株主、顧客・取引先、従業員、地域社会等）と適切に協働しながら、取締役会の実効ある監督のもと、収益力の改善を図ることを企図している。短期的な収益力改善ではなく、企業の成長と価値向上はサステナブル（持続的）でなければならず、環境や社会的課題を含むESG要素も考慮しなければならぬ。気候変動対策が世界的に重要視されるにつれ気候変動に関する開示の充実⁽¹⁾が加わり、多様性確保に向けた人材育成、管理職等多様な中核的人材の確保等も重視されている。また、取締役会の監督機能向上の観点

から、独立社外取締役の比率引き上げやスキルマトリックスの開示、上場子会社を有する場合には少数株主利益を保護するためのガバナンス体制の整備等が補充原則に加えられている。

一方、その前年（二〇一四年）、機関投資家向けに金融庁が「責任ある機関投資家の諸原則（日本版スチュワードシップ・コード、SSコードと略）」を策定している。SSコードは、投資先企業との建設的な対話を通してその持続的成長を促し、資金を負託された顧客・受益者のために議決権を行使して中長期的な投資リターンの拡大を図るべし、とする行動原則である。それを担保するため、受益者の利益に沿う議決権行使であったのかどうか、利益相反がなかったか、それを受益者が検証できるように議決権行使の結果とその理由の公表を求めている。

SSコードは機関投資家向けの行動原則であり、多数が受入れを表明しているが、その主眼は、大株主の立場から上場企業にCGコードを守るよう圧力を加えることを狙ったものと考えた方がよいだろう。つまりSSコードはCGコードと一体であり、CGコードが機能するための補強手段である。この二つのコードは、インベストメント・チェーンにおける上場企業向けられたものであって、SSコードは機関投資家それ自体のあり方の改革を企図するものでは必ずしもなかったことである。その意味で、家計金融資産等の運用を担う資産運用業とアセットオーナーシップの改革は「残されたピース」⁽⁴⁾であった。

3 資産運用立国実現プラン

そこで次に、昨年末に策定されたプランをみてみよう。それは次の五つの項目から構成されていた。

- (1) 資産運用業の改革
- (2) アセットオーナーシップの改革

(3) 成長資金の供給と運用対象の多様化

(4) スチュワードシップ活動の実質化

(5) 対外情報発信・コミュニケーションの強化

まず気づくことは、一般的に使われてきた「機関投資家」という用語はここでは使われず、これを「資産運用業」と「アセットオーナーシップ」に分けていることである。

わが国の年金基金では、自家運用している部分は非常に少ない。実際の運用は投資顧問等の資産運用業者に委任するのが一般的で、意思決定はアセット(資産)配分、委任先運用業者の選別、運用のモニタリングそして評価である。評価が低ければ委任先を変更あるいは委任額を減額する。資産配分や運用先の決定も「ゲートキーパー」⁽⁵⁾を利用することが多い。機関投資家→企業への資金のパイプは一本ではなく「チェーンの束」から構成されているのであって、機関投資家の在り方に関する課題を検討する場合には、機能的に異なる「アセットオーナー」と「資産運用業者」に二分して考える方が合理的である。

次に、これらの項目について注目される事項につき紹介してみよう。

4 資産運用業の改革

「資産運用業の改革」では、最初に大手金融機関グループにおける資産運用ビジネスの経営戦略上の位置付け、運用力向上、ガバナンス改善、体質強化のプラン策定を求めている。わが国の主要な資産運用業者は銀行・証券会社・生損保の系列子会社が多いことがこの提言の背景にある。

このほか、「プロダクトガバナンスの原則の策定」、「金融・資産運用特区の創設」、「投信基準価格の一社計算

の普及」、「日本版 E M P (Emerging Managers Program、新興運用業者促進プログラム)」が注目される。

「プロダクトガバナンス」とは、資産運用業者において投信等金融商品の組成、販売、管理の各プロセスにおける品質管理を実効性あるものにするため、当該プロセスの各担当部門から独立して品質の検証ができる体制の構築を指す。顧客ニーズに即した商品を提供しているか（組成、販売）、コストに見合ったリターンを確保できているか（運用管理）等の品質管理を、独立した立場から検証するわけである。

「金融・資産運用特区の創設」とは、特定の地域において金融・資産運用サービスを集積し資産運用の高度化と競争力強化を図るというものである。すでに東京、大阪、福岡、札幌の四都市が指定されており、規制緩和を進める「国家戦略特区」の枠組みを活用しつつ、海外の金融機関、スタートアップ企業の誘致等に向けた支援策を講じるようである。

「投信基準価格の二重計算」とは、従来、投信の運用サイドと受託サイド（信託銀）で基準価格を二重に計算していた慣行を改め、一社で計算することをいう。この慣行は運用サイドにとってバックオフィス上の負担になっており、資産運用業への新規参入の壁となっていた。

「日本版 E M P」とは、新興資産運用業者 (Emerging Managers、以下 E M と略) へ資金運用の委任促進を図るプログラムである。具体的には、アセットオーナーシップ・プリンシプル（後述）に、運用委託先選定に関する E M の取扱いを盛り込むこととしている。また E M の積極的な活用を支援するため、E M の業績等のデータを含めた一覧表（エントリーリスト）を官民連携で作成、提供するとしている。アセットオーナーが運用先を選定する場合には、過去のトラッキングレコード（運用実績の記録等）を検討しなければならない。それが欠如している、そもそも選定候補リストには入らないからである。

最後に資産運用業への新規参入を促進するためミドルバックの外部委託、運用権限の全部委託（運用と業務管理の分離）等の規制緩和を行うとしている。

5 アセットオーナーシップの改革

次に、アセットオーナーに関しては「アセットオーナー・プリンシプル」の策定を義務付けている。年金等のアセットオーナーは受益者利益を勘案して運用目的に沿った運用委託先を決めなければならない。このため、アセットオーナーの運用、ガバナンス、リスク管理に関する原則を策定する、としている。

主たるアセットオーナーとしては企業年金があげられるが、確定給付企業年金（DB）と確定拠出企業年金（DC）では抱える課題は異なっている。

【DB】

確定給付企業年金基金の九割以上は一〇〇億円未満の小規模基金であり、受託者責任の徹底や専門性の向上について課題があるとされる。総幹事会社を含めた運用委託先の評価や委託先の見直しの促進等ガイドラインの改訂等が方策としてあげられる。また小規模基金のために企業年金連合会による共同運用事業の活用等も提言している。

【CD】

他方、確定拠出型企業年金の場合は、運用責任は加入者にあるものの現状では三割の加入者が元本確保型のみであり、物価上昇時に実質価値がマイナスになるリスクがある。このため指定運用方法の変更や運用商品の商品構成の改善等、運営管理機関、事業主、加入者本人の各段階において運用方法が適切に選択できるよう、継続投

資教育等の方策を講じることとする。そして、事業主ごとの運用方法のラインアップ、運用状況等、他社比較ができる情報開示等、具体的な方策が提案されている。

【金融経済教育推進機構】

企業年金を含む私的年金に取り組んでいるものは厚生年金被保険者の三割に過ぎない。そこで私的年金の普及のために、「金融経済教育推進機構」を設立し、従業員向け教育の支援、私的年金の広報活動を展開する、とされる。

6 成長資金の供給と運用対象の多様化

【スタートアップ企業等への成長資金の供給】

日本経済の持続的成長に向けて、スタートアップ企業への資金供給の促進、非上場株式の流通促進等の方策が提起されている。例えば、ベンチャーキャピタル向けプリンスIPルの策定、非上場株式の公正価値評価の促進、投資型クラウドファンディングの規制緩和等である。

また非上場証券のプロ投資家向け仲介業務や非上場証券のみを扱うP.T.S業務の参入要件緩和、上場ベンチャーファンドの規制緩和等が施策としてあげられている。

【オルタナティブ投資、サステナブル投資等を含めた投資対象の多様化】

また多様な商品の提供促進策があげられている。多様な商品の具体例として、投資信託への非上場株式の組み入れ、オルタナティブ投資等を行う非上場外国籍投信の国内公募投信への組み入れ等があげられている。また「サステナブル投資商品の充実に向けたダイアログ」を開催して、資産運用会社、販売会社、有識者等との対話の場

を設けるとする。

以上のほか、スチュワードシップ活動を実質化させる策として大量保有報告制度の見直しがあげられている。機関投資家が、資本政策や営業戦略について提案した場合、「重要提案行為」とみなされる恐れがあり、これに抵触すると大量保有報告義務が発生する可能性があるため、実質的なエンゲージメントが損なわれるとの懸念があったためである。

7 企業年金（確定給付型）のポートフォリオ

以上、やや長々とみてきたが、全体として「資産運用立国実現プラン」は何を企図しているのだろうか。

上場企業についてはCGコードとSSコードがあつて、経営陣の経営戦略や財務政策に明らかな変化がみられる。M&Aの拡大、配当・自社株買いの増大に表れているように、経営資源の組み換えや株主還元への積極化がみられるのである。しかし、なお現預金や政策投資株等、収益性の低い資産も多い。加えて、日本経済全体として新規投資は停滞的であるし、スタートアップ企業の勃興、成長も海外比較できわめて弱く、環境対策や少子高齢化、デジタル化等に即した産業構造の転換は遅々としている。

配当・自社株買いで株主に還元された資金は、個人の手元で一部は消費に回るが残り貯蓄される。それを再び投資に回すための促進策としては、新NISAをはじめ充実した策がほどこされ、本年一月以降、かなりの金額が投信等に流れている。また企業年金の手元では一部は年金給付金として流出するが、残額は毎期の年金保険料と合算されて運用に回される。

問題は機関投資家の手元に還流してきた資金は、どのように再配分、運用されるかである。一例として確定給付型企業年金（DB）のポートフォリオの変化をみよう。表1は厚生年金基金と企業年金（確定給付型）合算の直近（二〇二二年度）ポートフォリオを二〇一四年度と比較したものである。

これによると、国内株式・債券のウェイトが低下した半面、外債・その他・一般勘定が上昇している。「その他」には貸付金や転換社債等が含まれているが、ウェイト上昇の大部分は「オルタナティブ」と考えてよいだろう。「一般勘定」は生命保険会社が運用する確定利回り商品であるが、これにも「オルタナティブ」が部分的に含まれている。

すなわち、二〇一〇年代後半以降、企業年金のポートフォリオでは「オルタナティブ」投資が増えているのである。これには株式、債券以外の資産（不動産、プライベート・エクイティ、コモディティ）やヘッジファンド等が含まれている。

このうち、スタートアップ企業への投資はベンチャーファンドやプライベート・エクイティ（PE）ファンドが担っている。これらファンドが資金

を投入して回収するまでの一連の流れは、簡略化すれば次のようになっていいる。すなわち、①これまで存在しなかった新興企業を探索、発掘し、②事業アイデア等を調査して企業価値を定め、投資を執行し、③その後は経営者や販路先のあっせん等企業価値向上に努め、④最後はIPOやM&Aによって回収する。このようにみると、

表1 企業年金（確定給付型）等のポートフォリオ

	2014年度	2022年度
国内株式	14.8%	9.3%
国内債券	26.0%	17.8%
外国株式	15.6%	14.1%
外国債券	13.6%	17.7%
その他	10.3%	18.7%
短期資金	6.0%	5.2%
一般勘定	13.6%	17.3%

(注1) 厚生年金基金と確定給付企業年金の合計値。

(注2) 「その他」は、オルタナティブ投資、転換社債、貸付金等である。

(出所) 企業年金連合会『企業年金実態調査』より抽出。

これらのファンドを組成、運用する業者の諸機能には、公募投信の組成、運用とはかなり異なるスキルが必要である。

わが国の機関投資家は、すでにかかなりのオルタナティブ投資に踏み込んでいるが、国内の投信・投資顧問会社の多くはみずからファンドを組成、運用するよりも、既存のファンドの評価や販売あっせん等の「ゲートキーパー」とどまる事例が多いように見受けられる。もちろんそれも重要ではある。しかしこれに加えて、ファンド組成、運用に長けた業者がもつと多く参入することが必要だろう。また投資対象が非上場株であり、公正価値評価や流通市場の整備、育成も喫緊の課題であろう。

小括

以上のようにみると、資産運用業に関しては、これまで手薄だった「プライベートな領域（未公開株等）」の運用サービスを充実させるための新規参入策（日本版EMPプログラム、ミドル・バックオフィスや運用権限の外部委託に関する規制緩和等）、アセットオーナーに関しては、受益者利益に沿った運用委任先の選定に関するガバナンスが重要な意味を持っているのではないだろうか。

注

- (1) 気候変動のもたらす「リスク」及び「機会」の財務的影響を把握し、開示することが補充原則に盛り込まれている。
- (2) 経営戦略に照らして必要なスキルと取締役の知識・経験・能力とをマトリックスにしたもの。形式的な独立社外取締役ではないことを開示させる目的のものである。

- (3) 受入れを表明している機関投資家は三三四機関である(二〇二四年三月末)。内訳は信託銀行等六、投信・投資顧問等二一〇、生損保二四、年金基金等八三、その他一一である(金融庁調べ、<https://www.fsa.go.jp/singi/stewardship/list/20171225.html>)。
- (4) 内閣官房「資産運用立国実現プラン」https://www.cas.go.jp/jp/seisaku/atarashi_sihonnyugi/bunkakai/sisanunyoutorimatome/plan.pdf
- (5) 「ゲートキーパー(門番)」とは不適切な来訪者を排除するという意味の俗語である。運用業者やファンドの評価を通じて、アセットオーナーに適した委任先やファンドの選定に関するアドバイスを行う。機能的には運用コンサルタントである。専門業者のほか、投資顧問業者、証券会社、信託銀行等も参入している。

(にかみ きよし・特任研究員)

戦前日本における株式買占め事例

（鉄道会社の事例を中心に）

松尾 順介

はじめに

一般的には、株式の買占めは、株価を釣り上げたうえで売却し、利ザヤ稼ぎを目的とするもの（いわゆるコーナリング）、買占めた株式を発行会社ないしその関係先に高値で買い取らせることを目的とするもの（いわゆるグリーンメーラー）および会社支配権取得を目的とするもの（企業買収）に大別される。いずれの場合でも相当な資金を必要とするため、一定の資金的背景を必要とするともに、買占めを可能とするような条件（例えば、発行会社の不安定な株主構成や低株価状態など）も不可欠である。

最近の日本においても、コロナ禍での財政・金融緩和を背景に過剰流動性が拡大し、株価が上昇するとともに、持ち合い解消の動きも見られることから、前述の条件が拡大していると思われる。実際、アクティビストによる株式取得が市場での関心を集めている。

ところで、戦前の日本の株式市場においても、様々な買占めの事例の存在が知られているが、これらの具体的な事例についての研究蓄積は少なく、当時の事例について詳しく調査するための資料も十分とは言えない。

そこで、本稿では、一九二六（大正一五）年一二月に銀行問題研究会より刊行された、狩野雅郎著『買占物語』

に依拠して、戦前の株式の買占めについて事例研究を試みる。なお、同書は買占めの事例を第一編「株式」、第二編「米穀」および第三編「綿糸」の三つに分類し、このうち株式については、参宮鉄道、北海道炭鉄道、伊予鉄道、豊川鉄道、鐘紡、堂島米穀取引所、東京株式取引所（新株）、内国通運、日本郵船、東京板紙、横浜倉庫、鐘鐘（新株）、天津取引所、土佐セメントという一四項目が取り上げられている。また、その記述は「物語」と題されているように読み物風である。また、同書の巻頭言には「取引所や相場の如何なるものかを知らぬゾブの素人に読んでいただくつもりで、つとめて斯界のテクニクを避け、一意平易に書くことに努めたから、玄人が見たらお目まだるい点もあろう」と記されていることから推測されるように、研究資料としては必ずしも適格とは言えないかもしれないが、当時の買収の概略を知ることではできるものと思われる。

なお、この文献の奥付に記された著者は狩野正夫となっており、これが本名であると思われる。また、肩書は大阪朝日新聞社経済部となっており、同社の記者であったと思われる。狩野正夫名義の著作としては、『商戦秘話』一元社、一九二九（昭和四）年一〇月、という文献⁽²⁾があり、当時の朝日新聞などには、相当数の署名記事が掲載されていることから、ジャーナリストとして活動したようであるが、正確なプロフィールは不明である。

本稿では、このうち一八九六（明治二九）から一九〇〇（同三三）年にかけての鉄道会社買収の四事例を取り上げ、本書の記述を元にその内容を概観し、当時の買収事例について検討する⁽³⁾。この四事例を取り上げた理由は、冒頭に記した買占めの三類型のうち、四事例ともにコーナリングであるとともに、当時の日本の株式市場において鉄道株の占める割合は極めて高く、重要な位置を占めていたからである⁽⁴⁾。

1 当時の鉄道事業

周知のように日本の鉄道事業は一八七二（明治五）年一〇月一四日、新橋駅―横浜駅間で開業したことに始まり、その後紆余曲折を経ながらも全国各地に鉄道が敷設されるようになった。松方デフレ後の企業勃興期には、鉱工業や運輸業の分野で株式会社の設立が相次ぎ、なかでも鉄道業の会社数は著増した。したがって、この一八八七（明治二〇）から八九（同二二）年にかけての時期は、第一次「鉄道熱」とされる。この時期には、民営鉄道の営業距離が菅英鉄道を上回ったことも注目される。さらに日清戦争後の一八九五（明治二八）年から第二次鉄道熱が発生し、一八九七（明治三〇）年までの期間にわたったとされるが、このような鉄道熱によって、大規模な鉄道会社だけでなく、営業距離の短い小規模な民間鉄道も多数設立された（図表1参照）。なお、このことは様々な面において非効率な事態を生じさせ、合併や整理再編が官民によって模索される

図表1 1899（明治32）年当時の鉄道会社

	営業距離 (km)	払込資本金 (1,000円)	興業費 (固定資産) (1,000円)	従業員数 (人)	開業年	主要路線、合併先（合併年）
日本鉄道	1,379	44,700	45,068	9,670	1883	高崎線、東北線、両毛線、水戸線、磐城線
官営鉄道	1,340		88,153	20,065	1872	東海道線、北陸線、信越線、奥羽線
九州鉄道	531	29,056	28,509	6,107	1889	門司―八代間、鳥栖―長崎間、筑豊線
山陽鉄道	451	18,481	20,663	3,272	1888	神戸―三田尻間
北海道炭礦鉄道	333	6,830	7,493	2,459	1890	手宮―幌内間、岩見沢―室蘭、歌志内間、夕張線
関西鉄道	239	13,580	13,265	1,858	1889	名古屋―網島間、亀山―津間、柘植―草津間
北越鉄道	136	3,700	5,956	652	1897	直江津―沼垂間
総武鉄道	115	3,000	2,988	785	1894	本所―銚子間
阪鶴鉄道	110	4,000	5,865	794	1896	神崎―福知山間
豊州鉄道*	85	6,080	5,060	771	1895	行橋―宇佐、川崎間、九州鉄道(1901)
大阪鉄道*	73	3,180	3,348	615	1889	湊町―奈良間、天王寺―大阪間、関西鉄道(1900)

次ページへ続く

	営業距離 (km)	払込資本金 (1,000円)	興業費 (固定資産) (1,000円)	従業員数 (人)	開業年	主要路線、合併先 (合併年)
岩越鉄道	63	2,289	2,216	210	1898	郡山－若松間
南海鉄道	62	3,692	3,717	605	1897	難波－和歌山間
奈良鉄道*	61	2,150	2,244	320	1895	京都－桜井間、関西鉄道 (1905)
房総鉄道	57	1,258	1,845	316	1896	千葉－大原間
中国鉄道	56	3,024	3,0374	257	1898	岡山－津山間
七尾鉄道	52	713	1,096	220	1898	七尾－津幡間
播但鉄道*	49	1,111	1,544	272	1894	飾磨－生野間、山陽鉄道 (1903)
讃岐鉄道*	44	1,300	1,298	333	1889	琴平－高松間、山陽鉄道 (1904)
甲武鉄道	43	2,040	1,792	400	1888	飯田町－八王子間
参宮鉄道	42	1,590	1,586	265	1893	山田－津間
東武鉄道	40	1,166	1,443	267	1899	北千住－久喜間
成田鉄道	40	1,713	1,129	220	1896	佐倉－佐原間
京都鉄道	36	3,863	3,611	356	1897	京都－園部間
上野鉄道	34	400	520	116	1897	高崎－下仁田間
中越鉄道	30	489	534	145	1897	高岡－城端間
川越鉄道	30	330	341	85	1894	国分寺－川越間
唐津興業鉄道*	29	1,200	2,107	264	1898	妙見－巖木間、九州鉄道 (1902)
徳島鉄道	29	660	789	235	1898	徳島－山崎間
伊予鉄道	27	273	189	169	1888	高浜－横河原間
南和鉄道*	27	650	778	130	1896	高田－川端間、関西鉄道 (1904)
紀和鉄道*	22	1,178	1,142	179	1898	橋本－五条間、和歌山－舟戸間、 関西鉄道 (1904)
豊川鉄道	22	500	789	155	1897	吉田－新城間
青梅鉄道	21	200	174	58	1894	立川－日向和田間
尾西鉄道	20	600	642	136	1898	弥富－萩原間
近江鉄道	19	874	969	122	1898	彦根－八日市間
太田鉄道	19	350	589	78	1897	水戸－太田間
高野鉄道	17	1,228	1,362	167	1898	大小路－長野間
豆相鉄道	17	253	499	81	1898	三島－大仁間
佐野鉄道	15	150	131	71	1894	葛生－越名間
南予鉄道*	11	180	174	63	1896	郡中－藤原間、伊予鉄道 (1900)
河南鉄道	10	161	237	49	1899	柏原－富田林間
西成鉄道	6	1,650	1,644	96	1898	大阪－安治川口間
道後鉄道*	5	60	60	48	1895	松山－古町間、伊予鉄道 (1900)
総計	5,845	169,899	266,598	53,536		

(注) 年度内に開業した会社のみを記載。ゴチックは国有化された鉄道。*は他社に吸収合併された鉄道。

(出典) 『明治三十二年度鉄道局年報』および、『第二回 (明治32年度) 北海道鉄道部年報』。

(出所) 中村尚史・大鳥久幸「交通革命と明治の商業」(深尾京司・中村尚史・中林真幸編『岩波講座 日本経済の歴史』岩波書店、2017年、第3巻、所収)、255頁。

状況となり、やがては鉄道国有化法案可決（同三九年）、さらには帝国鉄道庁の設立（同四一年）につながる事となる。

なお、本稿で取り上げる四社の開業と買占めの時期をまとめると、以下ようになる。

当時の鉄道業については、様々な観点から多くの研究が蓄積されているが、本稿との関連では、以下の点を指摘しておく。

まず、鉄道会社の設立については、例えば一八八一（明治一四）年に設立された、日本鉄道の場合、巨額の資本金（二〇〇万円）を必要としたため、発起人として華族や上層士族一六名が名を連ねただけでなく、その他の華族や地方の資産家など四六二名が出資しており、事実上の募集設立であったとされる。また、同時期に設立された東北鉄道についても、同様の形態が見られる。ただし、このような初期の事例では、多くの出資者は必ずしも投資目的ではなく、沿線各県の県令などによる強制があったため、時には払込に応じない場合もあったようであるが、第一次鉄道熱の勃興に伴い、発行市場としての展開を見せることになったとされる。⁵⁾ このような事実から考えられることは、鉄道会社の株主については、当初の発起人である出資者と、その後に出資した株主の間には、かなりの差があり、前者は安定的な株主層、後者は浮動株主層を形成していた可能性もあると思われる。

次に、一八八七（明治二〇）～八九（同二二）年の第一次鉄道熱については、その背景として、①金利低下と交通市場の拡大による収益の安定化、②鉄道敷設に対する各方面からの要望が高まり、広範な出資が得られるようになったこと、③株式市場で鉄道株が花形銘柄と

図表2 鉄道会社の買占め事例の発生時期とその開業年

社名	買占め事例の発生時期	開業年
参宮鉄道	1896（明治29）年	1893（明治26）年
北海道炭鉱鉄道	1898（〃 31）年	1890（〃 23）年
伊予鉄道	1899（〃 32）年	1888（〃 21）年
豊川鉄道	1900（〃 33）年	1897（〃 30）年

なりはじめ、投機対象となったこと、などが指摘されている。時には、新設の鉄道会社の権利株さえもが売買され、投機的な取引対象となったとされる。また、このような投機ブームによって、鉄道会社は公募による資金調達を拡大した。その結果、発行株数に占める公募株の割合は、阪堺鉄道五三・七%、山陽鉄道三二・七%、北海道炭鉱鉄道七五・〇%となっている⁽⁶⁾。このように鉄道株が投機対象として注目されたことは、その後の買占め事例を生み出す土壌となったと考えられる。

第三に、一八九五（明治二八）から一八九七（同三〇）年にかけての第二次鉄道熱は、金融緩和と金利低下による株価上昇を背景としたものであった。その際、株式市場の注目が鉄道会社に集中した理由として、不況下においても鉄道会社の経営破綻が相対的に低かったことが指摘されている⁽⁷⁾。特に、日清戦争による賠償金の獲得など戦勝ブームは株式への資金流入を促し、鉄道会社の新設とともに既存の鉄道会社の株価も押し上げた。このことは、本稿で取り上げる買占め事例の直接的な契機となるものであった。

以下、前述の四事例について考察する。

2 参宮鉄道の事例

参宮鉄道は、一八九〇（明治二三）年八月、津—小俣間の営業免許を受けた後、一八九三（同二六）年津—宮川間開通、一八九七（明治三〇）年に津—山田間の全線が開通した⁽⁸⁾。

同社の資本金は、当初六五万円、一八九三（同二六）年度一〇万円とし、一八九七（同三〇）年度には一六五万円に増資した。また、一九〇六（同三九）年度の配当は一割三分であった⁽⁹⁾。

同社の買収事案⁽¹⁰⁾が発生したのは、一八九六（同二九）年四月初めとされ、百三十六銀行の支配人と堂島の仲買

人・石田卯兵衛が謀議の上、北浜の水谷鶴丸商店から参宮鉄道株の買付を行ったとされる。

当時の株式市場は、日清戦争による戦争景気の頂点に達していた時期であり、なかでも鉄道熱は高揚しており、山陽、関西、九州、豊州、筑豊、阪堺、大阪、参宮などの鉄道会社の株式は大阪株式取引所の定期建株として投機対象となっており、大株の株価は鉄道株に左右されていたとされる。なかでも資本金の少ない大阪鉄道、豊州鉄道、筑豊鉄道は買収のターゲットになりやすく、株価変動が激しかったようである。ただし、参宮鉄道は、資本金は低位であるものの、大部分を宮内省が保有していたため、浮動株が少なく、高株価であったといわれる。

この参宮鉄道株に買収を仕掛けたのが石田卯兵衛といわれる相場師であり、彼は米穀、綿糸などにも投資し、強気の相場師として一九歳から八三歳まで活躍したようである。他方、百三十六銀行の支配人も相場師であり、「相場場の神様」と称されたと言われるが、同書では実名は明かされていない。またこの支配人と石田が結託していたかどうかも定かでないようであるが、いずれにしても石田が買収した株式を担保として同行は買収資金を提供したとされている。

石田の積極的な買付によって同株価は騰貴し、買付前の八九円から九〇円台に乗せ、一〇〇円を突破し、五月には一三〇円に達したとされる⁽¹¹⁾。

当時の取引所では、定期取引が主流であり、差金決済が行われていたが、石田も同社株を買い進んだものの、同社株を長期的に保有し、鉄道経営に乗り出す意図はなく、差金決済によって利鞘を稼ごうとしたようである。したがって、石田の買玉に対して、様々な方面から売り崩しが試みられたが、逆に、石田に加担して買い向かった者も現れた。その一人が当時「天一坊」と称された松谷元三郎であり、あらん限りの同社株を買い集めた。

当時の定期取引は、受渡期間として、当限（一ヶ月）、中限（二ヶ月）および先限（三ヶ月）となっており、

相場価格は金利の関係から当限よりも中限、さらに先限と高くなっていたが、同社株の買占めによって、売り方は受渡のために当限を買って、先限を売ったために、当限の方が先限を上回る事態となった。このような事態を受けて、取引所は証拠金を一〇円から一二円、さらに二〇円、四〇円と引き上げ、最終的には七〇円に引き上げた。

一八九六（同二九）年上半期の株式市場は、好況であったために、株式仲買人には資金的余裕があったものの、急騰する追い証のために資金不足に陥り、取引所が要求するだけの証拠金を支払えない事態が生じたため、同年六月五日、大阪株式取引所は帳簿整理という名目で臨時休業することとなった。

二日間の取引停止の後、同六月七日に取引を再開したものの、石田・松谷は益々積極的に買い進み、同社株は一八八円に高騰した。同社株は五〇円払込で、一割配当とされていたので、配当利回りは二・六六％程度であり、金利水準をかなり下回った。このような状況下で、証拠金が引き上げられたため、売り方には窮地に陥るものが出てくるとともに、宮内省が保有の同社株を放出するという風説も流布されたようである。

受渡期を目前にした売り方は、参宮鉄道の地元の株主から現物株の売り手を探したが、すでに買占め方によって買い取られており、買い方に屈服せざるを得なかったといわれる。他方、買い方も買付た株を担保に融資を引き出し、さらに買い進んだために、保有株数は一〇万株を上回り、浮動株を買占めたものの、売り玉が絶えず、資金調達に苦慮する事態になった。

浮動株を上回る売り玉が出てきた理由は、先述の百三十六銀行の支配人が買い方の株式担保を高値で売っていたからであるとされる。同支配人は、この相場の帰趨を見越して、同行に損失が及ばないように密かに手当していたというのである。実際、その後に同社株は売買停止となり、大きく値崩れしたが、同行は損失を免れたよう

である。

同社株の騰貴によって、売り方は極めて劣勢に立たされたが、ここにきて売り方に加勢したものが現れた。それは吉田新三郎という人物であった。この人物のプロフィールは紹介されていないが、彼は石田・松谷が買いの手を振る中、「百八十八円の買いに百五十円のヤリを唱え、百五十円の買いがあればさらに百三十円ヤリの乱手をふって売向かった」という。」このため取引所は、同年六月一九日の後場の立会を停止し、そのうえ同月三日までの同社株の売買を停止した。

結果的に、これを契機として同社株は解合によって決済されることとなり、売り方は一株三〇円以上の差金を支払うこととなり、石田は三〇〇万円以上の利益を得たとされる。また、後日談として、吉田が買い方に売り向かったのは、当時の理事長の磯野小右衛門が売買両者の過熱ぶりに対して、相場を崩すために意を含めたからだという噂も流れたようである。また、石田はその後米相場の投機取引でこの利益を喪失したとされている。

3 北海道炭礦鉄道の事例

北海道炭礦鉄道は、一八八九（明治二二）年七月、堀基が有志を集い、資本金六五〇万円をもって設立が計画された後、官営幌内鉄道の手宮（小樽市）―幌内（三笠市）間の鉄道路線を譲受し、同年一二月に営業を開始した。同社の発起人は、堀のほか渋沢栄一、高島嘉右衛門、徳川義礼らであった。また、同社は、鉄道業を営む鉄道会社でありながら、同時に夕張などの諸炭礦から石炭を採掘し、その運搬・販売を行った点に特色があった。さらに、のちには回漕業、骸炭（コークス）製造業、山林業を兼業した。⁽¹²⁾

また、同社株式は、当時の株式市場でも中心的な銘柄であった。図表3に示される通り、一八九一（明治二四）

図表3 東京株式取引所における最多売買銘柄の推移（1878～1913年）

年	最多売買銘柄	同左 売買高 (A)	売買高 総計に 対する 比率	内定期 取引分 (B)	定期取引 売買高計 に対する 比率	B — A	内直 取引分 (C)	直取引売 買高計に 対する 比率	C — A
		株	%	株	%	%	株	%	%
1878 (明11)	東京株式取引所	201	79.4	145	84.8	72.1	56	68.3	27.9
1879 (ノ12)	横浜(洋銀)取引所	5,614	47.6	3,918	47.9	69.8	1,696	46.9	30.2
1880 (ノ13)	横浜株式(旧洋銀)取引所	4,216	53.0	3,067	49.6	72.7	1,149	64.9	27.3
1881 (ノ14)	東京株式取引所	4,672	49.6	4,672	49.6	100.0	—	—	—
1882 (ノ15)	横浜正金銀行	1,418	39.4	1,418	39.4	100.0	—	—	—
1883 (ノ16)	横浜株式取引所	2,422	42.5	2,422	42.5	100.0	—	—	—
1884 (ノ17)	日本鉄道	87,701	84.3	87,701	84.3	100.0	—	—	—
1885 (ノ18)	日本鉄道第2募集	22,480	39.6	22,480	39.6	100.0	—	—	—
1886 (ノ19)	日本郵船	331,057	47.1	331,035	47.1	100.0	22	41.5	0.0
1887 (ノ20)	日本鉄道第2募集	610,720	47.8	610,720	47.8	100.0	—	—	—
1888 (ノ21)	日本郵船	207,036	22.8	207,036	22.8	100.0	—	—	—
1889 (ノ22)	九州鉄道	762,511	37.4	762,511	37.4	100.0	—	—	—
1890 (ノ23)	ノ	603,422	36.8	597,002	36.6	98.9	6,420	64.8	1.1
1891 (ノ24)	北海道炭砒鉄道	551,530	42.4	550,473	42.5	99.8	1,057	27.2	0.2
1892 (ノ25)	ノ	522,167	50.7	522,167	50.7	100.0	—	—	—
1893 (ノ26)	ノ	771,086	29.0	771,076	29.0	100.0	10	7.0	0.0
1894 (ノ27)	ノ	766,454	41.6	766,054	41.6	99.9	400	23.5	0.1
1895 (ノ28)	ノ	...	...	600,180	21.3	...	...	...	...
1896 (ノ29)	日本郵船	...	...	670,475	17.6	...	...	...	...
1897 (ノ30)	北海道炭砒鉄道	2,333,462	45.1	752,010	21.3	32.2	1,581,452	96.3	67.8
1898 (ノ31)	九州鉄道第1新	677,405	15.3	565,220	14.8	83.4	112,178	18.9	16.6
1899 (ノ32)	日本郵船	2,115,480	32.3	1,240,060	23.0	58.6	875,420	75.8	41.4
1900 (ノ33)	ノ	2,174,580	44.6	984,010	26.7	45.3	1,190,570	100.0	54.7
1901 (ノ34)	ノ	1,356,821	43.1	789,590	31.0	58.2	567,231	95.8	41.8
1902 (ノ35)	ノ	780,145	25.9	707,790	24.1	90.7	72,355	97.8	9.3
1903 (ノ36)	ノ	961,630	31.5	389,830	20.2	40.5	414,080	99.7	43.1
1904 (ノ37)	ノ	1,781,630	44.1	986,770	30.4	55.4	794,860	99.9	44.6
1905 (ノ38)	ノ	3,101,380	36.9	1,353,130	20.3	43.6	1,748,250	100.0	56.4
1906 (ノ39)	ノ	3,341,482	22.4	1,308,930	10.2	39.2	2,032,552	97.6	60.8
1907 (ノ40)	ノ	3,289,350	22.8	862,650	7.2	26.2	2,426,700	99.8	73.8

次ページへ続く

年	最多売買銘柄	同左 売買高 (A)	売買高 総計に 対する 比率	内定期 取引分 (B)	定期取引 売買高計 に対する 比率	B — A	内直 取引分 (C)	直取引売 買高計に 対する 比率	C — A
1908 (明41)	東京株式取引所新	株 1,659,631	% 14.8	株 867,880	% 9.0	% 52.3	株 791,751	% 49.2	% 47.7
1909 (々42)	〃	4,944,040	32.4	1,449,010	12.7	29.3	3,495,030	90.4	70.7
1910 (々43)	〃	8,157,380	46.4	1,818,030	16.7	22.3	6,339,350	94.9	77.7
1911 (々44)	〃	4,927,312	35.2	2,135,670	19.7	43.3	2,791,642	88.5	56.7
1912 (大1)	〃	1,858,880	14.6	1,799,380	14.5	96.8	59,500	16.4	3.2
1913 (々2)	〃	1,514,910	14.8	1,514,910	15.4	100.0	—	—	—

(資料)「東京株式取引所50年史」巻末統計130～255頁、「東京株式取引所史」(第3巻)巻末統計8頁および東京株式取引所「各期営業報告書」により作成。

(備考)① このほかに、延取引分として、1898(明治31)年は7株、1903(同36)年は157,720株がある。

② 直取引分には、1878(同11)年下半期以降は現場取引、1893(同26)年下半期以降は直取引の各売買高を掲載。

③ 現場取引は、1880(同13)年売買当日かならず現物の受渡をすることと改正した結果、取引皆無となったため、1886(同19)年4月、従来の手数料を軽減し、当該取引を奨励した結果ふたたび売買をみるようになった。

(出所) 東京証券取引所編『東京証券取引所10年史』1963年、30頁。

年から一八九五(同二八)年まで東京株式取引所において売買高ランキングの首位を維持し、一八九六(同二九)年に日本郵船に首位を譲るも、翌年には再び首位となっている。同社株の買収事例が発生するのは、その翌年の一八九八(同三一)年の春とされる。なお、この間の同社株の売買高が取引所の売買高総計に占める比率は、二九・〇%から五〇・七%となっており、売買高が不明の二年間を除くと、総計一二〇四万三〇三六株のうち同社株の売買高は四九四万四六九九株となり、同社株の占める割合は四一・一%となる。さらに、同社株の売買のほとんどは定期取引であり、一八九八年の三二・二%を除くと、九九・八%から一〇〇・〇%が定期取引であったことがわかる。

同社の買収事例が発生したのは、一八九八(明治三二)年春ごろとされ、買い方の仲買人として、本庄伊太郎、井野桑吉、石見権兵衛、副島延一、矢島平造、水本徳兵衛、小林勇次郎などの名が挙げられ、そのリーダー格は本庄だと言われていた。

これに対して、東京株式取引所の発起人にも名を連ねるとともに、鉄道事業にも貢献し「鉄道王」とも言われた今村清之助⁽¹³⁾は、これらの仲買人の背後には、大口の投資家があり、かなりの資金的背景を持つっていると推測し、その後関係を探索したようである。この今村は、相場にも精通しており、当時の投機界から注目され、彼の投資行動を追従する「マバラ連」も現れたようである。実際、彼は一八九〇（明治二三）年恐慌後、いち早く底値で株を買い、景気回復を待って売り抜け、二〇三〇〇万円の巨利を得、株成金の嚆矢とされた。

今村のみならず売り手側の探査にもかかわらず、買手側の背後関係は明らかにならなかった。当時は、日清戦争後の反動恐慌期であり、株価は下落しており、市場では買い方が投げ売りを始め、同年三月末の当限では解合も行われたが、同社株の買占めは続き、田中平八、加藤徳三、今村らが売り方に回ったものの、同社株のみは上昇を続け、親株（五〇円払込）は一一一円、第二新株（二八円払込）が六四円となった。

このような事態に対して、市場では買い方の背後には、英国系資本が潜んでいる、あるいはロシアによる石炭資源を狙った策謀であるなどといった風説が流れた。いずれにしても背後関係が不明のまま、当限の際には約一万五〇〇〇株の受渡が行われることとなったが、売り手は空売りであるため、現物の手当てができず、苦境に立たされた。逆に、買い手側も相当な株数を買付していたため、資金繰りが尽きる恐れもあった。その際、買い手側としては買い取った株を担保に融資を引き出すことも可能であったが、その場合には買手側の正体が発覚し、資金繰りを断たれる事態も考えられた。したがって、市場関係者の間では、受渡が不能となり、結果的に解合あるいは仲買人の処分に戻るのではないかという懸念が広がった。

三月三十一日の受渡期日が近づきつつあるとき、買い方が資金調達に成功したという風説が流れたため、同社株は急騰し、先物が一二〇円をつけたため、一気に形勢は買い方に傾き、受渡の前日には一万八〇〇〇枚の同社株

のうち約三〇〇〇枚が解合って、一万五〇〇〇枚となった。このため今村らは、資産一五〇万円を投入して、現物株の調達に奔走した。⁽¹⁴⁾

受渡の前日になって、買占め側の背後関係が発覚し、そのリーダー格が雨宮敬次郎と横山源太郎であることが明らかとなった。雨宮は、甲州財閥の一翼を担った実業家であり、甲武鉄道取締役、川越鉄道、北海道炭礦鉄道と関わり、東京市街鉄道株式会社の設立、京浜電鉄、江ノ島電鉄社長などを歴任した。⁽¹⁵⁾ また、横山は、明治初期に漢詩人として名を馳せた小野湖山を父に持つとともに、株式界の風雲児といわれた人物とされる。

このような買占め側の背後関係が明らかになったことから、彼らは資金調達を断たれ、勢いを失ったため、一気に相場は逆転した。その結果、受渡日当日になると、売方は現物株を調達したものの、買い手側は資金が不足したため、取引所が仲買人に対して買付代金の納付を勧告したものの、入金されなかった。この間、横山は三井銀行から一五〇万円の融資を引き出す計画を立てていた。これを見た今村は、三井銀行に対して横山への融資を中止するように要請し、それに成功した。このような工作は「金くくり」と言われたようである。この工作によって、買い手は行き詰まり、雨宮は友人知人に買株の肩代わりを要請するとともに資金調達の途を探したが、結果的に徒労に終わり、取引所に代金を差し入れることができなかった。

このような事態を受けて、取引所は当日夜に緊急重役会を招集し、善後策を協議するとともに、違約処分について検討を開始した。違約処分の場合、同社株以外についても受渡に支障が出るため、取引所も苦慮せざるを得ず、翌日から取引所は休会となった。また、東京株式取引所における受渡不能は、他の取引所にも影響を及ぼし、横浜取引所は三一日から立会停止するとともに、仲買は解合に奔走したが、逆に大阪は立会を続けたために、一斉に諸銘柄は暴落し、市場はパニックに陥った。

東京株式取引所は、当限（三月末）の取引高五万八九三〇株のうち同社株一万五四八〇株、四月限の七万一〇〇株のうち同社株二万三六三〇株であることを確認したうえで、四月一日に再度重役会を開催した。その際、違約処分を下した場合、他の銘柄の暴落を招き、買占め側のみならず、他の仲買人まで追い証の負担がのしかかることになるため、できるだけ穏便な処置を講じることとなり、三名の調停委員を選出した。

この調停委員は、総解合となると全銘柄に影響が及ぶため、今村清之助と足立孫六の二名を調停委員に追加し、①同社株三月限は定款により処分すること、②同四月限は一株九〇円、五月限（六一一〇株）は一株八八円にてそれぞれ解約することという案を作成した。

他方、兩宮らが買占めた同社株の平均取得価格は一一五円八〇銭であり、それが八五円に暴落したため、差額の三〇円八〇銭の不足分が取引所の負担となる。ただし、一株二〇円の証拠金を徴収しているため、その差額は差し引き一〇円八〇銭となり、取引所の負担額は一六万七一一八四円、さらに四および五月限の平均取得価格は一〇〇円六〇銭であり、平均解合価格は八九円であったため、一株一一円六〇銭の損害となり、総額三四万四九八四円となる。これらの合計は四一万二一六八円となるが、その他銘柄にも同様の事態が生じた場合、さらに損害が膨らむことが懸念された。当時の東京株式取引所の資本金は、一二五万円であったため、資本金を大きく毀損する恐れが生じたのである。

このような懸念を踏まえたうえで、取引所は臨時総会を招集するとともに、仲買人組合も臨時総会を招集し、事態の收拾を図ったが、解決策はまとまらず、休会が続いた。この間に、先の調停委員も辞任する事態となった。このように取引所が機能不全に陥ったことは、各商品取引所にも影響を及ぼすとともに、金融市場にも影響を及ぼし、手形の不渡りにもつながった。

この総解合問題は、二〇日間にもおよび、各方面から非難が出始めたため、取引所は改めて調停委員三名を選任するとともに、大阪株式取引所および京都株式取引所の理事長を招き、仲裁を進めることとなった。他方、仲買委員も会合を開き、以下の解決案を提示した。その案は、取引所が三〇万円を負担するとともに、買占め側の本庄、井野、石見、副島、矢島、水本、小林らの証拠金と身元保証金を損失補填に充当するとしうえで、各解合価格を算出すると、四月限九一円、五月限九三円となるという案であった。ただし、売方は四月限八八円、五月限九〇円を主張して譲らず、この場合の取引所の負担額は四〇万円になった。そこで、取引所理事長は売り方の田中平八と交渉し、取引所の負担額を三五万円とするとしうえで、解合価格を四月限八九円五〇銭、五月限を九一円五〇銭と決定し、解合が成立した。なお、買占め側の本庄ほか六名は違約処分となった。⁽¹⁷⁾

このような損害を受けた結果、取引所は各株の証拠金を引き上げ、総額一五〇万円の増証としたが、不況下での証拠金の引き上げは、仲買人にとっては痛手となった。なお、取引所は、上記の解合成立を受けて、四月二五日から取引を再開したが、同社株をめぐっては、再開初日から波乱含みであり、同社株の立会を停止した。また、違約処分を受けた小林は、処分を不服とし、公債および株券公売差し止めの訴訟を提起した。

他方、買占め側の資金調達源については、十五銀行、丁酉銀行、帝国商業銀行の三行であることが明らかとなった。なお、丁酉および帝国商業はいずれも十五銀行の傘下であるため、十五銀行と買占め側との間の関係が取りざたされた。

十五銀行は、その設立の際、岩倉具視らの呼びかけによって華族階級の有力者が出資したため「華族銀行」と称せられたが、その支配人のなかには相場に傾倒するものもあり、同社株の買占めに手を出したものもあったという。その関係で、十五銀行と相場師との関係が結ばれたとしている。

この買収事案においても、兩宮らの買占め側は、買い集めた同社株を十五銀行に持ち込み、公債や他社株の融通を受けるとともに、井野らを通じてそれらを担保として、第三、安田、第七十七、東京、東海、東京商業、明治商業、第三十六、第二の各銀行から融資を受けていたとされる。このように資金の流れを複雑にすることで、買占め側の正体を秘匿したものの、最終的には資金繰りに窮し、売方に屈したが、その後安田善次郎に負債の整理を依頼したものの、往時の勢いをなくし、末路は哀れだったという。

さらに、同社については、この買収事例だけでなく、様々な買い手によって買収のターゲットにされたことも記されている。例えば、この事例よりも前に、十五銀行の山本直成が同社株一万株を買収したという。その際は、短期的な投機ではなく、長期投資を目的としたものであったが、一八九三（同二六）年に同社社長の堀基が辞任したため、同行はこれを半田庸太郎の店で処分した。この株に目をつけたのが兩宮であり、田中平八や加藤徳三らと謀り、これを買取ろうとしたが、この売出しに提灯が付いたため、兩宮側の買付株数は膨らみ続け、安田善次郎に救済を申し出た。安田の支援を受けて、彼は相当な同社株を買占め、社長に高島嘉右衛門、専務に井上角五郎を据えることに成功するとともに、明治二六年、政府が公債一千万円の現金償還を行ったことを契機に、株式市場は活況を呈し、同社株も高騰し、一五六円をつけたために、兩宮は数百万円の巨利を得たが、結局彼はこの一八九八（同三一）年の買収で没落した。

その後、三井が同社株八万株を買収した。これは利回りを目当てにしたものであったが、一九〇六（同三九）年に高値を付けた際に、三井はこれを密かに処分することを図り、手口を隠すためにあえて三井系の機関店を避け、三菱系の機関店から売り出したが、これをいち早く察知したのが、福沢桃介であった。⁽¹⁸⁾ 彼は三井に先回りして同社株を売り浴びせようとしたが、同社株は堅調に推移したため、彼は追いつけに行き詰まり始めたが、三井の

売り出しによって相場が崩れ、結果的に福沢は巨利を得た。なお、相場が崩れたために、三井は保有株八万株の処分を断念し、五万株を保有し続けたが、これはその後三井が同社の経営に関与する契機となったとされる。

4 伊予鉄道の事例

伊予鉄道¹⁹は、一八八八（同二一）年一〇月に松山外側―三津間で営業を開始し、一八九二（同二五）年に三津―高浜間を開業、一八九三（同二六）年松山外側―平井河原間を開業し、その後も支線を延伸した。さらに、一九〇〇（同三三）年には道後鉄道や南予鉄道を合併した。また、一九〇三（同三六）年には、大阪商船と旅客および手荷物の連携運輸契約を結ぶなど業務を拡張した。²⁰

同社の資本金は、一八九二（同二五）年においては一三万五千円、一八九三（同二六）年一四万五千円、一九〇〇（同二八）年一九万円、一八九九（同三二）年三〇万円と増加し、一九〇〇（同三三）年に道後鉄道を合併した際には六〇万円に増加した。配当については、一九〇六（同三九）年の上半期一割、下半期一割一分であった。²¹

伊予鉄道の買収²²は、一八九九（同三二）年に大阪で生じた事例であり、買い方は石田庄兵衛という人物であった。この人物は、大阪で古くから砂糖商を営むとともに、大阪銀行の頭取にも任ぜられた人物であり、いわゆる相場師とは異なっていたといわれ、通常は相場に手を出すようなことはなかったが、関係先の伊予鉄道の株価が下落したことから、これを維持するために買い始めたとされる。

当時の伊予鉄道は、大阪株式取引所の上場銘柄であったものの、世間的な関心を惹くような会社ではなかったといわれるが、買いの手口が明らかになると、これに便乗して、いわゆる提灯が付くことを懸念し、北浜の山添

賢三という仲買人を通じて密かに買い進めたようである。彼が買い進むにつれて、山添の買い手口が注目されるようになり、提灯が付くようになり、やがて相場は騰貴し始めるとともに、売り方が現れ、相場は徐々に加熱していった。このため石田は不本意ながら買い向かわざるを得なくなつたとされる。

やがて売り方が優勢となるとともに、山添の買玉が石田の手口であることが周知されるようになると、銀行は石田に対する融資を引き締めた。そのうえ、石田の経営する大阪銀行に対しては、石田の融資金であるという憶測が流れたために、預金の取付騒ぎが発生し、石田への融資が閉ざされることとなつた。このため石田は追い証を差し入れることができなくなり、一八九九（同三二）年二月二日に取引所は帳簿整理を名目として臨時休業した。

その後、二月二三日に立会が開始されたが、同社株は定期取引が停止され、石田は破産し、やがて大阪銀行も経営破綻したとされる。⁽²³⁾ また、仲買人は違約処分となつた。

5 豊川鉄道の事例

一八九三（同二六）年愛知県渥美郡豊橋町・加治千萬人らは、豊川鉄道株式会社の設立（資本金五万円）を發起し、宝飯郡下地町より牛久保町を経て豊川町に至る軽便鉄道の敷設を請願した後、さらに豊川町から南設楽郡新城町に至る延伸を加え、資本金一〇万円を増資するとともに、支線を加え資本金を四万円増資した。しかし、翌年に東参鉄道という別会社が資本金四六万円をもつて設立され、豊川鉄道と同一区間で営業しようとしたため、両社の認可をめぐる鉄道会議は紛糾したが、延伸などの条件が付されたうえで、豊川鉄道に対し同年一二月に仮免状が下付された。これによって同社の資本金は四〇万円となつた。一八九六（同二九）年一月豊川鉄道は、

免許状を受けるとともに、豊橋市に本社を置いた。その後、路線の起点を渥美郡花田村に変更し、官営鉄道と連絡することとし、資本金も一〇万円引き上げた。一八九七（同三〇）年七月、豊橋―豊川間および豊川―一ノ宮間が開通、三三年には新城―大海（のちの長篠）間が開通した。⁽²⁴⁾

同社の資本金は、一八九六（同二九）年度五〇万円であるが、一九〇二（同三五）年度には一五〇万円に増資する一方、長期借入金は、一九〇〇（同三三）年度四九・九万円であったが、一九〇二（同三五）年度には増資の一部をもって返済した。また、一九〇六（同三九）年度の配当は五％であった。⁽²⁵⁾

豊川鉄道の買収は、一九〇〇（同三三）年三月に始まったといわれるが、当時の豊川鉄道は、いわゆる「困窮私鉄」とされ、資金繰りのためにかなりの手形を振り出しており、これが大阪市中の銀行で流通していたようである。それを豊橋銀行が裏書していたが、豊橋銀行の信用も低下したために、同社の手形を各行は拒否するようになった。そのため、後述の西浦仁三郎は、露清銀行神戸支店に相談したところ、露清側は有力銀行の裏書を条件に割引に応じる旨の回答を得たが、これに応じる銀行は見つからず、前述の松谷元三郎らを介して、ようやく百三十銀行西陣支店で裏書を得たが、相当なコミッションが支払われたのではないかと当時の新聞報道は伝えている。⁽²⁶⁾

前述のように、豊川鉄道の買収事例は、一九〇〇（同三三）年三月に始まったが、当時、日銀は金融引き締め策を実施し、金利が上昇したため、株式市場は軟調に推移していた。このとき豊川鉄道株の買占めに向かったのは、横山源太郎と前出の天一坊こと松谷元三郎であった。横山は、前述の北海道炭礦鉄道の買占めにも登場した人物である。したがって、買占め側の知名度は高く、これに売り向かうのは容易ではないと考えられた。特に、松谷は「儲けた金は持っていく、損した金はピタ一文でも拂わない」という悪評があったようである。

このような買占め側に対して、売り向かったのは、当時兜町の一 流仲買店で「独眼竜」といわれた半田庸太郎、山一の小池國三、今井文吉、石見権兵衛および宮崎敬介であった。宮崎は、立教大学の出身者で聖公会の宣教師となったが、その後財界に進出し、大阪堂島米穀取引所理事長、神戸商品取引所理事長、大阪電灯社長、大同電力副社長を歴任し、大阪土地建物や門司築港を創設するなど、関西実業界の重鎮として活躍した⁽²⁸⁾。当時、宮崎は、兜町に甲（かぶと）という仲買店を経営していたが、半田や小池らと比較すると、零細な業者に過ぎなかった。

横山・松谷の買占め派は公然と買い進めたのに対し、半田・小池らは積極的に売り向かった。これらの売り手側は、買占め側の資金力を過小評価しており、三か月後の受渡期日には買占め側の資金が尽き、手仕舞いを余儀なくされると想定していたようである。また、仮に現渡しとなっても同社株の調達について楽観視していたとされる。さらに、第一回目の期日に手仕舞いしなかった場合でも、次の期日には手仕舞いを余儀なくされるという予想が大勢を占めていたようであり、いわゆる提灯も売り方に多くついたようである。

横山・松谷の買占め派は、売り提灯に苦戦したものの、資金を調達し、同社株を買い進めたため、株価は上昇していった（なお、この資金提供者は、西浦仁三郎という人物であるが、これについては後述する）。この事態を受けて、売り手側は焦りの色を濃くし、密かに現物株の手当てを開始したが、すでに買い手側がこれらを買占めており、東京では現物株を手に入れることができず、地方にも手を回したが、そこでもすでに買占められていたことが明らかとなった。

地方での現物株を買い進めたのは、神田鑛蔵という人物であった。この人物は、のちに紅葉屋商店（のちの神田銀行）を創業するが、当時は兜町の零細仲買人に過ぎなかった。彼はいち早く、売り方が現物株の品不足に苦

慮することを予想して、地方の地主層に接近し、零細株主も含めて買い進め、これを売り手側に持ち込み、七〇円程度で買い取った現物株を一二〇円程度で売りつけ、巨利を得たとされる。これが紅葉屋商店の創業資金に充当されたとされる。

売り手側は、神田から現物株を高値で買い取ったものの、それでも受渡に必要な株数は集まらず、八六〇枚が不足していたため、このまま期日が到来すると違約処分を余儀なくされる事態となった。この事態を受けて、売り手側は謀議し、売り手側の八名の中から一名を選び、その一名のみに違約の責任を負担させ、他の七名の免責を図ることになった。この一名になることを進んで引き受けたのが、宮崎であった。彼は、「僕はそのころホンの駆け出しで、資産も何もなかったから、資産も何もなかったから、(中略) 違約処分なんかそれほど思わなかったが、小池、半田、今井、石見を始め売り方になった仲買は皆一流ばかりで、これが処分されることになる大変だ、(中略) だから、どうせ首の座に直るなら七人の売玉を引受けてやろうと思った」と語ったとされているが、この背後にどのような取引があったかは定かでない。

ただし、彼ら売り手側の謀議は、買占め派の知る所となったために、この「名案」も実行されることはなく、さらに第二弾の策を講じることとなった。この窮余の一策を講じたのは、売り手側である石見権兵衛の番頭・井野新次郎という人物であり、買占め側の仲買である須藤建助の場立ちを買収するという案であった。

この場立ちには牧野新太郎という人物であり、彼を宮崎が買収することとなった。宮崎の場立ちには、牧野と姻戚関係にあったため、この関係を通じて宮崎は一〇〇〇円を牧野に支払い、受渡の前々日の二八日、牧野に逆手を振らせた。つまり、買占め側の場立ちが突如一転して売り手を振り始めたため、相場は大暴落し、買い手側は顔色を失う事態に陥った。

この事態を受けて、買占め側は牧野を取り押さえるとともに、東京裁判所に対して売買契約無効の訴訟を提起した。つまり、これらの売買は本人の意思を無視したものであり、取り消されるべきという内容であった。これに対して、売り手側も横田千之助という弁護士を立てて応じた。この横田は、のちに実業家として活躍するとともに、衆議院議員として政友会幹事長なども歴任した人物であるが、これを契機として宮崎と横田はその後も関係をもつことになったとされる。

この裁判は、代理人の行為は店主の指揮とされたため、買占め側の敗訴に帰した。これについて、宮崎は「もし須藤の場立ちが逆手を振ってくれなかったら、売方は二百万円ぐらいの損を負担しなければならなかっただろう。その助けの神のお賽銭が千円は安かった」と語ったという。

場立ちの裏切りによって天一坊・松谷は、大きな損失を被ることとなったが、彼はその損失を取引所と資金提供者である西浦仁三郎に負担させたという。この西浦は、美濃多治見の名家の出身で、東京の実業家や華族階級の名士たちと派手に交際していたとされるが、その過程でこの事案の買占め派と接点を持ったとされる。結果的に、同社の買占めに失敗したために、彼に対して融資を提供していた帝国商業銀行、浪速銀行、東京海上などは損失を被ったとされる。

まとめ

本稿では、明治期の鉄道会社株式の買占め事例を概観したが、これらの四事例はいずれも支配権の取得を目的としたものではなく、いわゆるコーナリングによる短期的なキャピタルゲインの取得を目的とするものであった。当時の鉄道会社株式の買占め事例がコーナリングだけに限定されているわけではなく、支配権取得を目的とし

た買占めの事例としては、北海道炭礦鉄道の事例でも登場した、兩宮敬次郎による甲武鉄道の買占め事例、「強盗慶太」とも称された後藤慶太による武蔵電鉄や玉川電鉄などの買占め事例、さらに「ボロ株買い」と称された、根津嘉一郎による多数の鉄道会社株式の取得などが挙げられるため、このような事例についても別途検討する必要があるが、以下ではこれら四事例がコーナリングとなった要因について考察する。

まず当時の株式市場は、よく指摘されるように投機的な資金が中心であり、その結果取引所取引は、定期取引主体の売買が行われていたことである⁽³¹⁾。したがって、コーナリングのような手法は、鉄道会社株式のみならず、他の業種や株式以外でもしばしば発生し、市場関係者の関心を惹きつけたのであり、これは鉄道会社株式に限ったことではなかったが、当時の鉄道会社株式には、他業種とは異なる特徴があったと考えられる。

まず、当時の鉄道会社は、資金調達面からみると、「多数出資者大資本型」⁽³²⁾、つまり広範囲な株主を集め、社会的資金の集中の上に形成された非財閥型近代産業とされる。したがって、多数の株主を糾合した点に特徴がある。ちなみに、これらの買収事例が発生した当時の鉄道会社の平均株主数は、一八九六（明治二九）年六九五名、一八九七（明治三〇）年九一一名、一八九八（明治三一）年一〇四〇名となっており、紡績二七九・六名、四〇一・七名、四五六・八名、あるいは電灯一〇九名、一〇九名、一〇七名などを大きく上回っている⁽³³⁾。ちなみに、買占め事例が発生した際の参宮鉄道の株主数は四〇〇名、北海道炭礦鉄道九四一名、伊予鉄道四五一名、豊川鉄道一八八名である⁽³⁴⁾。

次に、株主一人当たりの平均払込金額については、一八九八（明治三一）年当時、鉄道会社は二四六九・〇円であり、綿糸紡績一二五四・三元、水運一一八四・一元、諸織物八八七・六円、造船八八四・八円、銀行および貸金業六六八・〇円などを大きく上回っており、第一位である⁽³⁵⁾。これは株主一人当たりの持ち株数も多かったこ

とを示唆するものと思われる。

第三に、株主構成については、当初発起人と募集株主の間で株式保有動機の面でかなり格差があったと推測される。これを裏付けることは難しいが、前述の日本鉄道などの事例では、発起人は有力華族や上層の士族など富裕層である一方、その他の出資者は政府高官や地方行政官などによって出資を説得・勧誘、時には強制された、華族や地方資産家であったとされる³⁶。このような事例がどの程度一般的であるかは定かでないが、もしこれら四事例においても、このようにして出資者が集められたとすると、当初の発起人とその後の出資者との間では、保有動機に大きな格差が生じ、前者は安定株主層を形成する一方、後者は持ち株を早期に高値で売り抜けることを企図する浮動株主層を形成していただであろうと考えられる。

上記のような背景の下に四事例の鉄道会社株式の買占めを考えると、支配権取得を目的として買占めすることはかなり難しく、短期的な利益を目指す相場師たちが定期取引で買占めと空売りの攻防戦を演じるといふ展開にならざるを得ず、さらに現物の受渡が生じた場合は、これら浮動株主層は保有現物株を高値で売り抜ける機会を得ることになったものと考えられる。

〔謝辞〕本稿を作成するに際して、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

（一）銀行問題研究会は、大阪市北区梅ヶ枝町一五三（現在の同区西天満）に所在した団体であり、月刊誌『銀行論叢』を

刊行していた。同誌は、一九二三（大正一二）年七月に創刊され、一九四三（昭和一八）年一一月をもって刊行が停止された後、一九五一（昭和二六）年一月に復刊され、一九七〇（昭和四五）年六月に終刊した。ちなみに、同会の顧問は、京都帝国大学経済学部教授（のちに関西大学学長、京都市長）の神戸正雄であり、同誌の創刊当初は毎号のように論文や時事評論を寄稿している。同誌の創刊期は、第一次世界大戦後の反動恐慌を受けて、金融制度改革問題が進められた時期であり、勸業合併法、貯蓄銀行法、信託業法、銀行法などが制定・施行されるとともに、商業ベースでの金融雑誌が相次いで刊行されている（岡田和喜「金融雑誌」（杉原四郎編『日本経済雑誌の源流』有斐閣、一九九〇年、第五章一、所収）、二九八―二九九頁、参照）。したがって、同誌の「創刊之辞」では「銀行は一面財界の培養と指導を以て自任し、社会の信任に悖らざることを自覚せざる可らず。然るに吾銀行史は銀行の支払停止、破産等によりて財界を攪乱し人心を荼毒せること多しを教ふ。更に社会に踴れざる従業員幾多の不始末あり。是れ吾銀行界が銀行業務の科学的研究を等閑に附せる基くに非ざるか。更に吾人茲に鑑る所あり、銀行問題研究会を設け、広く銀行に関する諸問題の研究を集め、雑誌『銀行論叢』に発表し、以て銀行及び従業員が本然の責務を尽すの師友たらしめんことを期す。」と記され、銀行経営面に金融改革論の視点をおいた金融誌という特色を有していたが、その後は金融判例なども掲載され、金融実務誌の側面が強くなったようである（本間靖夫「金融雑誌」（前掲、杉原編、第五部二、所収）、三四五頁、参照）。

(2) 同書の内容は、構成および記述内容ともに『買占物語』と同じであるが、株式に関しては「久原株の買占事件」、米穀については「買占団長の卒倒」という節が追加されており、前著の増補版というべき内容となっている。また、同書の「はしがき」によれば、株式買占めに関する記述は、大阪朝日新聞に連載したものである旨を記している。

(3) 戦前の買収事例については、南波礼吉『日本買占史』春陽堂、一九三〇年という文献が刊行されており、これは小林

和子監修『日本証券史資料 戦前編』第七卷、日本証券経済研究所、にその全文が収録されている。監修者によると、「対象期間の長さ及び買占めそのものと日本の取引所に関する考察が最初に置かれている」ことから、当時金万証券社長であった南波の著書を採録した(一三頁)とのことであるが、刊行時期を比べると、狩野の著書の初版は一九二六(大正一五)年であるため、こちらの方がより早く刊行されている。また、伊予鉄道の事例については狩野の著作には収録されているが、南波の著作には収録されていない。さらに、鉄道会社の事例については、両者の記述は概ね同じであるが、細部においては、狩野の著作の方が詳しい部分もあることから、本稿では狩野の著作に依拠して、事例研究を行うこととする。なお、煩雑さを避けるため、狩野の著作の出所頁については注記を省略する。

(4) 明治期の株式市場において、鉄道株が重要な位置を占めていたことについては、志村嘉一『日本資本市場分析』東京大学出版会、一九六九年、三四～三五ページ、参照。

(5) 野田正穂『日本証券市場成立史』有斐閣、一九八〇年、五〇～六三頁、参照。

(6) 前掲、野田『日本証券市場成立史』、六五～七五頁、参照。

(7) 前掲、野田『日本証券市場成立史』、九八頁、参照。

(8) 日本鉄道省『日本鉄道史』中篇、清文堂出版、一九七二年、四五九頁、参照。

(9) 前掲、四六一～四六二頁、参照。

(10) 以下、参宮鉄道の買収の経緯については、狩野「二九二七」一～一八頁に依拠した。

(11) 『東京株式取引所五十年史』および『大株五十年史』によると、この年の最高値は、それぞれ一九五円、一八八円となっている。

(12) 同社創業の経緯については、宮下弘美「創業期合北海道炭産鐵道株式会社―一八八九年～一八九七年」『経済学研究』

(北海道大学) 三九卷二号、一九八九年九月、に詳しい。

- (13) 今村清之助に関しては、故郷の長野県高森町の歴史民俗資料館がその事績を顕彰している。https://takamori-tokinoeki.com/?p=3567

(14) ここでは、「枚」と記されているが、「株」の誤記の可能性がある。同年の同社株が二二〇円に高騰したとされていることを踏まえると、一万五〇〇株を手当てするために一五〇万円を投入したという記述と整合性があると思われる。

- (15) 伊牟田敏充「明治期における株式会社の発展と株主層の形成」(大阪市立大学経済研究所編『明治期の経済発展と経済主体』日本評論社、一九六八年、第二章、所収) 一七一頁によれば、買占めの約四年前の一八九四(明治二七)年前半期の同社大株主は兩宮であり、持ち株数八九七〇株は、宮内省の一万株に次ぐ第二位で、事実上の筆頭株主とされている(発行済株数一三万株のうち六・九%)。また、彼は買占め後も持ち株数を増やしており、一九〇二(同三五)年末には、二万株となっている。ただし、この時点では、筆頭株主として三井合名(七万六三三三株)が登場し、さらに第二位は三井鉱山(五万株)、第三位は宮内省(四万一五三五株)となったため、順位は第四位に後退している。なお、この株主数の推移については、星野蒼夫「明治期における私鉄の資金調達」(修士論文)が典拠になっていると記されている。

- (16) 国立国会図書館「近代日本人の肖像」によると、「生没年…弘化三年九月五日〜明治四四年一月二〇日(一八四六年一〇月二四日〜一九一一年一月二〇日)、出身地…山梨県、職業・身分…実業家。解説…甲州財閥の一翼を担った実業家。名主の家に生れる。行商から身を起こし、両替商など各種の事業で成功をおさめる。その後事業の失敗と成功を繰り返し、一八八八(明治二二)年に甲武鉄道の取締役となる。以後、川越鉄道、北海道炭礦鉄道と関わり、日本鑄鉄会社を起した。三六年には東京市街鉄道株式会社を設立、三九年に同社を辞した後、京浜電鉄、江ノ島電鉄の社

長となるなど、近代産業の多くの分野の事業に参画した。早くより鉄道国有論を唱える²⁰。https://www.ndl.go.jp/portrait/datas/3/

- (17) 『東京株式取引所五十年史』によると、一八九八(明治三一)年四月一九日、これら七名を「受渡違約の廉を以つて違約処分付した」との記述がある。同書、三〇九頁、参照。

- (18) 国立国会図書館「近代日本人の肖像」によると、福沢は、米國留学から帰国後、同社に入社し、その後相場師として名をなしたとされる。https://www.ndl.go.jp/portrait/datas/543/

- (19) 同社HPによると、会社創立は、一八八七(明治二〇)年とされ、民営鉄道としては日本で二番目の歴史を有するとされている²¹。https://www.iyotetsu.co.jp/company/img/group.pdf?04

- (20) 日本鉄道省『日本鉄道史』中篇、清文堂出版、一九七二年、三二二～三二四頁、参照。

- (21) 前掲、三二五頁、参照。

- (22) 以下、伊予鉄道の買収の経緯については、狩野「一九二七」五三～五六頁に依拠した。

- (23) この大阪銀行の破綻についての記述は、事実関係が確認できない。

- (24) 日本鉄道省『日本鉄道史』中篇、清文堂出版、一九七二年、五四〇～五四二頁、参照。

- (25) 前掲、五四二～五四三頁、参照。

- (26) 小川功「明治後期の不振私鉄のファイナンス―金辺鉄道破綻と債務の株式化事例」『彦根論叢』第三一九号、一九九九年六月、二九頁、参照。なお、豊川鉄道についての新聞報道は、『大阪毎日新聞』一九〇一(明治三四)年九月一日、である。

- (27) 以下、豊川鉄道の買収の経緯については、狩野「一九二七」五七～六八頁に依拠した。

- (28) 宮崎が実業界で広範なネットワークを築いたことについては、鈴木恒夫・小早川洋一「大正期における企業家ネットワークの研究―『日本全国諸会社役員録』（大正一〇年版）の分析」、『学習院大学 経済論集』第五一卷第二号、二〇一四年七月、一一二頁、参照。
- (29) 国立国会図書館「近代日本人の肖像」によると、「生没年…明治三年八月二日～大正一四年二月四日（一八七〇年九月一七日～一九二五年二月四日）、出身地…栃木県、職業・身分…政治家。商家に生まれるが、実家が没落したため丁稚を経て上京、東京法学院（後の中央大学）在学中に星亨の書生となり、明治三二（一八八九）年卒業後は星の下で弁護士として活動した。のちに実業界でも活躍する。四五（一九一二）年衆議院議員（当選五回、政友会）に当選すると、原敬の信任を得て、政友会幹事長や原内閣法制局長官等をつとめる。大正一〇（一九二二）年ワシントン会議全権随員。原の死後は、高橋是清新総裁を支持して床次竹二郎らの反対派と対立。政友会を第二次護憲運動に参加させ、加藤高明（護憲三派）内閣の司法相をつとめたが、在任中に死去した」。https://www.ndl.go.jp/portrait/datas/433/
- (30) 後藤による買占めについては、岡崎哲二「日本におけるコーポレート・ガバナンスの発展…歴史的パースペクティブ」『金融研究』（日本銀行金融研究所）第一三巻第三号、一九九四年九月、六六～六七頁、参照。ここでは、敵対的買収がガバナンスを機能させた事例として取り上げられている。
- (31) このような背景については、志村嘉一『日本資本市場分析』東京大学出版会、一九六九年、三八～四〇頁、参照。
- (32) 前出、伊牟田敏充「明治期における株式会社の発展と株主層の形成」、一一七頁、参照。
- (33) 同、一四五頁、参照。
- (34) 内閣統計局編纂『日本帝国統計年鑑』（各年版）、参照。

- (35) 前出、伊牟田敏充「明治期における株式会社の発展と株主層の形成」、一三〇頁の表Ⅱ―二八、より算出。
- (36) 前出、野田正穂、五〇～六三頁、参照。

(まつお じゅんすけ・桃山学院大学教授)

コロナ禍の欧州株式アクティブESGファンド

～ESMAワーキング・ペーパーの考察～

吉川 真裕

環境I (E)・社会(S)・企業統治(G)に配慮した投資がヨーロッパを中心として拡大しているが、ESG投資のパフォーマンスについての実証分析の結果はまちまちであり、定説があるとは言い難い。二〇二四年二月一五日に欧州証券市場監督局(ESMA)はEUにおけるコロナ禍の株式アクティブESGファンドのパフォーマンスと資金流出入に関する実証分析を公表した⁽¹⁾。本稿ではこの分析結果を紹介し、ESGファンドの実態について考察する。

ESG投資のパフォーマンスが非ESG投資のパフォーマンスを継続的に上回るとすれば超過収益を上げることになり、ファイナンス理論(CAPM)と矛盾することになる。もちろん、小型株効果やバリュウ株効果といったファイナンス理論に反するアノマリーも知られており、ESG投資が新たなアノマリーとなるのかどうかは興味深い。ESG投資の歴史は浅く、これまでのところ、小型株効果やバリュウ株効果ほどデータに基づいた実証結果が蓄積されているわけではない。以下で紹介するESMAの分析結果はESG投資の実態を理解する上で参考になる興味深いものと考えられる。

1 分析対象

ESMAによるワーキング・ペーパーの分析対象は二〇二〇年二月一九日から六月三〇日までに欧州連合（EU）に登録されていた株式ファンドのうち株価指数に連動するインデックス・ファンドを除いたアクティブ・ファンドである。確認された三六五九本の株式アクティブ・ファンドのうちデータの問題等からイギリスを除くEU二七カ国で登録された二五八一本のファンドが分析対象であり、株式アクティブ・ファンド市場の四〇％弱を占めるという。この二五八一本のファンドのうちESGファンドは三四五本（一三％）、非ESGファンドは一四九九本（五八％）、明記のないファンドは七三七本（二九％）であり、モーニングスターが保有資産から分類した五段階のサステナビリティ格付けでは格付け1が一八二本（七％）、格付け2が四八〇本（一九％）、格付け3が八九五本（三五％）、格付け4が六四三本（二五％）、格付け5が三二三本（一二％）、格付けなしが六八本（三％）であった（図表1）。全ファンドと非ESGファンドでは格付け3・格付け4・格付け2の順で多いのに対してESGファンドでは格付け4・格付け5・格付け3の順であり、ESGファンドは格付けが高い傾向にあることがわかる。

また、これら二五八一本のファンドのうち一〇〇本は特定のESG基準に見合わないセクターや企業をポートフォリオから排除するエクスクルージョンという投資手法を用いており、ESGファンドは一五本（一五％）、非ESGファンドは八四本（八四％）、明記のないファンドは一本（一％）であり、モーニングスターが保有資産から分類した五段階のサステナビリティ格付けでは格付け1が一本（二％）、格付け2が一四本（一四％）、格付け3が四一本（四一％）、格付け4が三一本（三一％）、格付け5が八本（八％）、格付けなしが五本（五％）であった（図表2）。

図表1 ESGフラグとサステナビリティ格付け1

Table 1
Number of funds according to the ESG flag and sustainability rating

		Sustainability rating						Total
		1	2	3	4	5	NA	
ESG flag	Non-ESG	117	313	547	314	147	61	1,499
	ESG	2	24	87	132	93	7	345
	NA	63	143	261	197	73	0	737
	Total	182	480	895	643	313	68	2,581

Note: Number of funds according to the ESG flag and sustainability rating.
Sources: Morningstar Direct, ESMA.

図表2 ESGフラグとサステナビリティ格付け2

Table 2
Number of funds employing exclusions

		Sustainability rating						Total
		1	2	3	4	5	NA	
ESG flag	Non-ESG	1	12	37	25	5	4	84
	ESG	0	2	4	6	2	1	15
	NA	0	0	0	0	1	0	1
	Total	1	14	41	31	8	5	100

Note: Number of funds employing exclusions according to the ESG flag and sustainability rating.
Sources: Morningstar Direct, ESMA.

2 ESGファンドのパフォーマンス

分析対象機関である二〇二〇年二月一九日から六月三〇日までをストレス期（二月一九日から三月三一日）・回復期（四月一日から五月一九日）・安定期（五月二〇日から六月三〇日）に分け、全期間と各機関で、サイズ（純資産の対数値）・二〇一九年末のパフォーマンス格付け・コスト（月間信託報酬）・エイジ（存続期間）・セクター（二〇業種ダミー）のコントロール変数を加えて、①ESGダミー、②エクスクルージョン・ダミー、③高格付けダミー（格付け4と格付け5）、④ESGと高格付けの交差項ダミーの値を調べた結果、以下のような分析結果が得られた（図表3）。

ESGダミーは高格付けダミーがなければ全期間とストレス期で統計的に1%水準で有意であったが、高格付けダミーを加えればストレス期にのみ1%有意であった。

これに対して、高格付けダミーはESGダミーがなければ全期間と回復期で5%有意、ストレス期と安定期で1%有意であったが、回復期と安定期の符号はマイナスであり、ストレス期にはプラスの効果がある一方、回復期と安定期にはマイナスの効果が確認された。また、ESGダミーを加えても全期間で5%有意、ストレス期と安定期で1%有意であったが、回復期の符号はマイナスであった。

ESGと高格付けの交差項ダミーはいずれの期間でも統計的に有意ではなかった。エクスクルージョン・ダミーもいずれの期間でも統計的に有意ではなかった。

これらの結果からESGダミーだけを見てESGファンドのパフォーマンスを評価することには問題があること、ストレス期とその他の期間ではパフォーマンスに及ぼす影響が異なること、エクスクルージョンは分析期間においては説明力を持たないことが明らかになった。

3 ESGファンドの資金流出入

パフォーマンス分析と同様に分析対象機関である二〇二〇年二月一九日から六月三〇日までをストレス期（二月一九日から三月三十一日）・回復期（四月一日から五月一九日）・安定期（五月二〇日から六月三〇日）に分け、全期間と各機関で、サイズ（純資産の対数値）・二〇一九年末のパフォーマンス格付け・コスト（月間信託報酬）・エイジ（存続期間）・セクター（一〇業種ダミー）のコントロール変数を加えて、①ESGダミー、②エクスクルージョン・ダミー、③高格付けダミー（格付け4と格付け5）、④ESGと高格付けの交差項ダミーの値を調べた結果、以下のような分析結果が得られた（図表4）。

ESGダミーは高格付けダミーがなければ全期間とストレス期で1%有意、安定期で5%有意であったが、高格付けダミーを加えれば全期間で5%有意、ストレス期で1%有意であった。

これに対して、高格付けダミーはESGダミーがなければストレス期で10%有意、安定期で5%有意であったが、ESGダミーを加えればいずれの期間でも統計的に有意ではなかった。

ESGと高格付けの交差項ダミーはいずれの期間でも統計的に有意ではなかった。

エクスクルージョン・ダミーもいずれの期間でも統計的に有意ではなかった。

これらの結果を見ると、パフォーマンスとは異なって資金流出入ではESGダミーの説明力が高格付けダミーの説明力を大幅に上回っていたこと、パフォーマンスでは高格付けダミーの回復期と安定期にマイナスで有意という結果が見られたが、資金流出入ではそのような結果は見られなかったこと、エクスクルージョンは分析期間においては説明力を持たないことが明らかになった。

図表 3 ESGファクトのバリューアセスメント分析

Table 5 Regression results with compound net returns as dependent variable

	<i>(Panel a)</i>							
	Whole period				Stress period			
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)
ESG	0.005*** (0.002)			0.001 (0.005)	0.007*** (0.002)			0.013*** (0.004)
Empl excl		0.003 (0.004)						
High-rated			0.005** (0.002)	0.007** (0.003)				0.010*** (0.002)
ESG high-rated				0.001 (0.001)				-0.008 (0.005)
Size	0.003*** (0.001)	0.007*** (0.002)	0.003*** (0.001)	0.003*** (0.001)	0.006*** (0.001)	0.011*** (0.003)	0.006*** (0.001)	0.006*** (0.001)
Star rating = 5	0.048*** (0.007)	0.030*** (0.008)	0.048*** (0.007)	0.045*** (0.008)	0.032*** (0.007)	0.010 (0.011)	0.029*** (0.007)	0.027*** (0.008)
Costs	0.007*** (0.002)	0.010 (0.007)	0.007*** (0.002)	0.00650*** (0.002)	0.010*** (0.002)	0.012* (0.006)	0.009*** (0.002)	0.009*** (0.003)
Age	-0.000 (0.000)	-0.000 (0.001)	0.000 (0.000)	0.000 (0.000)	-0.001*** (0.000)	-0.002 (0.001)	-0.001*** (0.000)	-0.001*** (0.000)
Sectors								
	Significant sectors: Energy, Consumer				Significant sectors: Materials, Financial,			
	Defensive, Financial, Healthcare				Industria, Technology			
Constant	-0.243*** (0.019)	-0.328*** (0.041)	-0.229*** (0.025)	-0.217*** (0.025)	-0.325*** (0.021)	-0.412*** (0.067)	-0.284*** (0.026)	-0.285*** (0.032)
Obs	137,464	15,318	118,657	85,387	46,615	5,158	40,445	29,106
R²	0.21	0.30	0.22	0.20	0.06	0.10	0.06	0.06

		<i>(Panel b)</i>								
		Recovery				Stabilisation				
		(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)	
ESG		-0.001 (0.001)			-0.003 (0.005)	0.000 (0.001)			0.005 (0.003)	
Empl excl			0.002 (0.004)				0.001 (0.003)			
High-rated				-0.004** (0.002)	-0.003 (0.003)			-0.004*** (0.001)	-0.004*** (0.001)	
ESG high-rated					0.002 (0.005)				-0.004 (0.003)	
Size		0.001*** (0.000)	0.002* (0.001)	0.001*** (0.000)	0.001* (0.000)	-0.000 (0.000)	0.000 (0.001)	0.000 (0.000)	0.000 (0.000)	
Star rating = 5		0.012*** (0.003)	0.023*** (0.005)	0.015*** (0.003)	0.015*** (0.003)	-0.002 (0.003)	-0.011* (0.005)	-0.002 (0.003)	-0.001 (0.003)	
Costs		-0.001 (0.001)	0.007* (0.004)	-0.001 (0.000)	-0.002 (0.002)	-0.000 (0.001)	-0.004 (0.004)	0.000 (0.001)	0.000 (0.001)	
Age		0.000 (0.000)	-0.001* (0.001)	-0.000 (0.000)	-0.000 (0.000)	0.000 (0.000)	0.001 (0.000)	0.000 (0.000)	0.000 (0.000)	
Sectors			Significant: Materials, Comm, Consumer cycl, Energy, Healthcare, Technology				Significant: Consumer cycl, Financial, Healthcare, Industrial			
Constant		0.003 (0.011)	0.048* (0.028)	0.005 (0.020)	-0.001 (0.024)	-0.013 (0.009)	-0.017 (0.024)	-0.017* (0.010)	-0.021** (0.010)	
Obs		47,367	5,355	40,511	29,327	43,482	4,805	37,701	26,954	
R²		0.28	0.33	0.29	0.29	0.37	0.46	0.35	0.36	

Note: ESG is a dummy equals to 1 if a fund is classified as ESG; Empl excl is a dummy equals to 1 if a fund employs exclusions; High-rated is a dummy equals to 1 if a fund is granted with 5 globes and equals to 0 if a fund is categorised as having 1 globe; ESG high-rated includes both the effect of being ESG and being granted with 4 or 5 globes and the interactions between the two; Size is the logarithm of net asset value; Star rating=5 represents the fund's risk adjusted return relative to similar funds at the end of 2019; Costs is the fund's TER; Age is the difference between the actual date and fund's launch date. Sectors report the sectors that show the highest correlation with performance.

The Morningstar Category variables, the sectoral exposures, and the performance ratings lower than five are hidden from the results. The standard errors are clustered on the Morningstar Category. Significance levels are reported as follows: (0.01 (***), 0.05 (**), 0.1(*)).

Sources: Morningstar Direct, Refinitiv Lipper, ESMA.

図表 4 ESGファクトの資金流入分析

Table 6 Regression results with cumulative flows as dependent variable

	<i>(Panel a)</i>							
	Whole period				Stress period			
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)
ESG	0.029*** (0.008)			0.060** (0.029)	0.023*** (0.007)			0.026*** (0.008)
Empl excl		-0.006 (0.019)				-0.011 (0.012)		
High-rated			0.011 (0.008)	0.016 (0.010)			0.008* (0.005)	0.007 (0.006)
ESG high-rated				-0.043 (0.033)				-0.011 (0.011)
Size	0.010*** (0.003)	0.010 (0.009)	0.014*** (0.003)	0.013*** (0.004)	0.005** (0.002)	0.003 (0.004)	0.008*** (0.003)	0.008** (0.003)
Star rating = 5	0.071*** (0.021)	0.084** (0.031)	0.065*** (0.022)	0.070** (0.027)	0.038** (0.015)	0.049** (0.021)	0.035** (0.014)	0.041** (0.019)
Costs	0.019** (0.009)	0.039* (0.023)	0.024** (0.010)	0.024* (0.013)	0.007 (0.007)	0.032*** (0.010)	0.009 (0.007)	0.013 (0.009)
Age	-0.005*** (0.001)	-0.006** (0.003)	-0.006*** (0.001)	-0.006*** (0.002)	-0.002** (0.001)	-0.003** (0.002)	-0.003*** (0.001)	-0.004*** (0.001)
2019 return	0.213*** (0.055)	-0.133 (0.194)	0.281*** (0.075)	0.278*** (0.085)	0.103*** (0.032)	-0.053 (0.090)	0.128*** (0.047)	0.120** (0.051)
Constant	-0.201*** (0.075)	-0.451*** (0.151)	-0.295*** (0.107)	-0.300** (0.123)	-0.131** (0.056)	-0.060 (0.078)	-0.179** (0.073)	-0.221** (0.089)
Obs	134,895	15,078	116,621	84,052	46,296	5,091	39,868	28,709
R²	0.12	0.33	0.13	0.15	0.09	0.24	0.10	0.12

		<i>(Panel b)</i>							
		Recovery				Stabilisation			
		(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)
ESG		0.003			0.007	0.010**			0.010
		(0.006)			(0.008)	(0.005)			(0.014)
Empl excl		0.008					0.006		
		(0.015)					(0.011)		
High-rated				-0.001	0.003			0.007**	0.006
				(0.006)	(0.009)			(0.003)	(0.004)
					-0.008				-0.006
ESG high-rated									
					(0.013)				(0.015)
Size		0.005**	0.006	0.004*	0.005*	0.003**	0.015**	0.001	0.002
		(0.002)	(0.004)	(0.002)	(0.003)	(0.001)	(0.007)	(0.001)	(0.002)
		0.016	0.018	0.005	0.005	0.028***	0.023	0.016**	0.029***
		(0.010)	(0.024)	(0.011)	(0.013)	(0.007)	(0.022)	(0.007)	(0.009)
Star rating = 5		0.015***	0.010	0.012***	0.012**	0.011***	0.015	0.009**	0.012***
		(0.005)	(0.016)	(0.004)	(0.005)	(0.003)	(0.013)	(0.004)	(0.004)
Costs		-0.001***	-0.004**	-0.001**	-0.001	-0.001	-0.003	-0.000	0.000
		(0.001)	(0.002)	(0.001)	(0.001)	(0.001)	(0.003)	(0.001)	(0.001)
Age		0.047	-0.068	0.109***	0.061	0.042	0.204	0.116***	0.077*
		(0.031)	(0.099)	(0.034)	(0.038)	(0.028)	(0.156)	(0.034)	(0.040)
2019 return		-0.072	-0.431***	-0.060	-0.040	-0.020	-0.291	0.016	0.010
		(0.054)	(0.073)	(0.059)	(0.068)	(0.025)	(0.201)	(0.040)	(0.050)
Constant		46,216	5,173	39,580	28,749	42,269	4,707	36,828	26,252
Obs		0.12	0.29	0.13	0.15	0.09	0.32	0.11	0.12
R²									

Note: Funds flows higher than the 99th percentile have been removed from the sample. ESG is a dummy equals to 1 if a fund is classified as ESG. Empl excl is a dummy equals to 1 if a fund employs exclusions; High-rated is a dummy equals to 1 if a fund is granted with 4 or 5 globes and equals to 0 if a fund is categorised as having 1 or 2 globes; ESG high-rated includes both the effect of being ESG and being granted with 4 or 5 globes and the interactions between the two. Size is the logarithm of net asset value. Star rating=5 represents the funds risk adjusted return relative to similar funds at the end of 2019; Costs is the funds TER; Age is the difference between the actual date and fund's launch date; 2019 returns is fund's net return in 2019. The Morningstar category variables, the performance ratings lower than five are hidden from the results. The standard errors are clustered on the Morningstar Category. Significance levels are reported as follows: (0.01 (***) , 0.05 (**), 0.1(*)). Sources: Morningstar, Lipper, ESMA.

4 分析結果のインプリケーション

ESMAのワーキング・ペーパーはESGダミーに高格付けダミーを加えたことでESGファンドの高パフォーマンスはESGファンドであることよりもサステナビリティ格付けの高い資産を保有していることである可能性を明らかにした。また、ストレス期・回復期・安定期に分けて分析したことでストレス期の影響が大きいことを明らかにした。さらに、パフォーマンスと資金流入が必ずしも一致していないことを明らかにした。ESMAのワーキング・ペーパーはコロナ禍という特殊な時期を分析したものであるが、ESGファンドの特徴を考える上で貴重なヒントを与えてくれるものではないかと考えられる。

ところで、ESMAのワーキング・ペーパーでは触れられていないが、コントロール変数のサイズ（純資産の対数値）がパフォーマンスでも資金流入でも1%有意であったことはどのように考えるべきであろうか。大きなファンドほどパフォーマンスが良く、大きなファンドほど資金流入が相対的に大きいことは小型株のパフォーマンスが高いというよく知られたアノマリーとは正反対である。これはショック時に限ったことであるのか、ファンドに限ったことであるのか、今後の検討課題としたい。

注

- (1) Tania de Renzis and Natacha Mosson, "ESG funds during the 2020 COVID19 market turmoil: performance and flows," 15 February 2024, ESMA Working Paper No. 2, 2024, ESMA50-524821-3127 (https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/2024-02/ESMA50-524821-3127_Working_Paper_ESG_fund_during_the_2020_COVID-19_market_turmoil.pdf).

(よしかわ まさひろ・客員研究員)

米国オプション市場における取引の短期志向化

～Otcオプション取引の活況～

志馬 祥紀

1 はじめに

米国では、株価指数や株式を売買する権利を取引するオプションの市場が活況を呈している。

中でも成長が著しく、注目度が高まっているのが、日中の取引終了時に満期を迎える、超短期の取引（Otcオプション、ゼロ・デー・オプション）取引である。

Otcオプション取引は、代表的なオプション取引所であるCBOE（シカゴ・ボード・オプション取引所）が、毎日決済期を迎えるオプション・シリーズの上場を進めたことで、知名度が上昇した。

取引対象となるのは、S & P 500やNASDAQ100といった株価指数を対象とするオプション、あるいはこれら株価指数を対象とするETF（上場投資信託）のオプション取引である。

Otcオプションの取引が人気を博する一方で、同取引が株式市場変動拡大の原因とする意見が出る等、同商品への注目度が高まっている。

本報告では、Otcオプション取引の状況や関連する議論について紹介、説明する。

2 状況

(1) CBOEにおける指数オプションの状況 (S&P 500株価指数関連商品)

図表1はS&P 500株価指数を原資産とする、オプション取引の取引仕様である(現物オプションであり、先物オプションは含まない)。

歴史が最も古いのはSPX指数オプション取引であり、想定元本は(S&P 500株価指数の水準を5000とする)50万ドルとなる。

Otherオプションの中心的な取引の一つであるSPX指数ウィークリー・オプション取引は、SPX指数オプション取引について(他のスベックはそのままに)、毎日を取引決済日とする超短期取引を導入することで、取引が活発化した。

図表1 CBOEグループで取引されるSPX関連オプション取引

	SPX指数 オプション	SPX指数 ウィークリー・ オプション	ミニSPX指数 オプション	ナノS&P 500 指数オプション	SPDR S&P 500 ETFオプション
オプションの ティッカー・ シンボル	SPX	SPXW	XSP	NANOS	SPY
決済時刻	午前	午後	午後	午後	午後
決済日	毎月第3金曜日	月、火、水、木、金、 及び最終限月の 第3金曜日	月、火、水、木、金、 及び最終限月の 第3金曜日	月、水、金	月・水・金、 及び最終限月の 第3金曜日
想定元本 (S&P 500株価 指数の水準を 5000とする)	50万ドル	50万ドル	5万ドル	50ドル	5万ドル
最終決済方式	現金決済	現金決済	現金決済	現金決済	ETF証券の 引渡し
権利行使方式	ヨーロッパ	ヨーロッパ	ヨーロッパ	ヨーロッパ	アメリカン
取引所	CBOE	CBOE	CBOE* ¹	CBOE	CBOEを含む オプション 取引所* ²

(注) SPXはS&P 500株価指数のティッカー・コード

* 1 : ミニSPX指数オプションは、CBOEの他にEDGX取引所(2019-2020年)、BATS取引所(2020-2022年)においても取引されていた。

* 2 : SPDR S&P 500 ETFを対象とするオプションは、CBOEグループ以外の取引所においても上場・取引されている。

S & P 五〇〇株価指数水準の上昇に伴い、オプション取引の想定元本が拡大したことを受けて、より少額での取引を可能とする「ミニSPX指数オプション（取引単位がSPX指数オプションの1/10）」や「ナノSPX指数オプション（取引単位がSPX指数オプションの1/100）」も上場されているが、投資家に人気が高いのは「SPDR S & P 五〇〇ETFオプション」のように、S & P 五〇〇株価指数に連動するETFのオプションである。

これらオプション取引中、(ETFを対象とするオプション以外は) S & P 五〇〇株価指数に関するライセンス契約を有するCBOE取引所（あるいはCBOEグループ取引所）でのみ取引されている（同指数は指数産出者であるS&P Dow Jones Indices社がライセンスを有する）。

(2) Ocieオプションに関連する歴史

米国において、一九七三年のシカゴ・ボード・オプション取引所(CBOE)の設立時には、標準化された四半期オプションのみが取引された(Ocieオプション(すなわち日計りオプション))の概念は当時からあつたとも言えるが、それは年に四日、つまり四半期ごとの満期日のみに限定されていた)。

市場が成熟し、より頻繁な取引機会への需要が高まると、月次オプション、そしてウィークリー・オプションが導入された(CBOEでは、二〇〇五年に毎週金曜日を決済日とするオプションが導入)。

二〇一六年、CBOEはVIXオプション(ボラティリティ指数オプション)の満期に合わせて、毎週水曜日を決済日とするウィークリー・オプション取引を開始した。同年末、CBOEは週末リスクに対応するため、月曜日の満期取引を導入している。

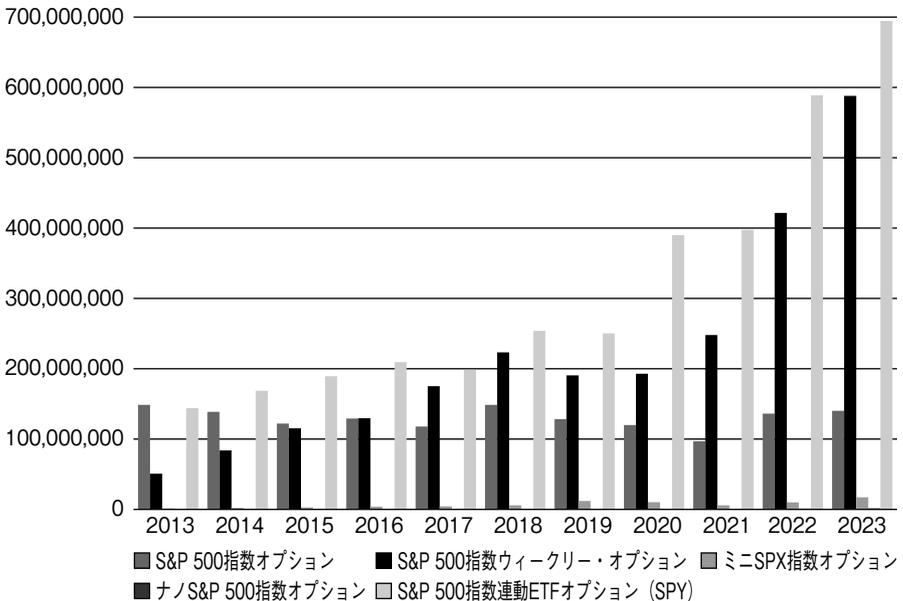
Otfeオプションが本格的に普及したのは二〇二二年以降であり、火曜日・木曜日を満期とする取引が追加、各取引日にSPXオプションが導入された。この結果、CBOEでは毎日期限を迎える取引が恒常的に存在することとなった。これが現在のOtfeオプション取引人気に繋がっている。

現在、米国ではS&P五〇〇株価指数の他に、NASDAQ100株価指数、ラッセル二〇〇〇株価指数やそれら指数への連動を目的とするETFを対象資産とするOtfeオプションが取引されている。

(3) S&P五〇〇株価指数に関連するオプション取引状況

図表2はS&P五〇〇株価指数に関連するオプション取引高を示している(SPDR S&P 500 ETFオプション(SPY)については、CBOEグループ内取引所(CBOE、C2、BATS、EDGX)の合計。米国の他の証券取引所取引分は含まれない)。

図表2 S&P 500株価指数に関連するオプション取引高



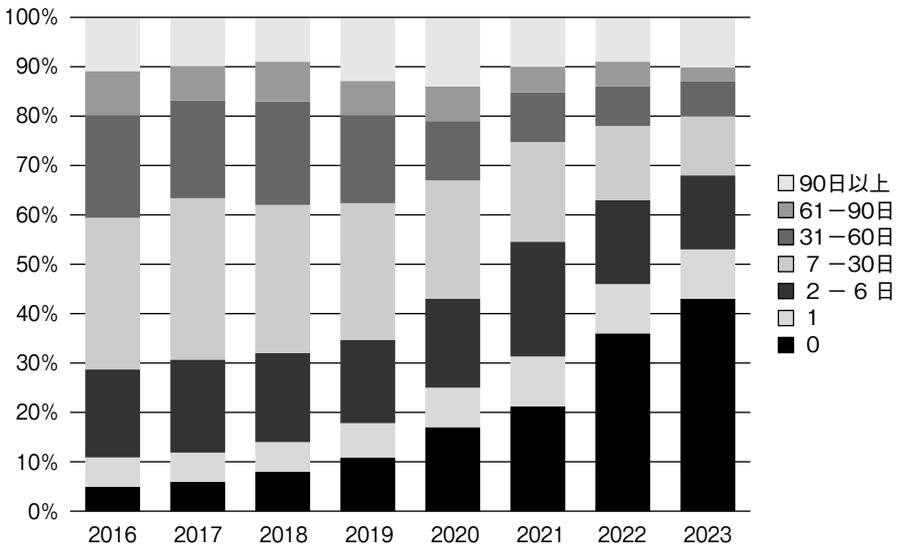
S & P 500 株価指数を対象とするオプション取引は前述のように複数の取引仕様が存在するが、取引高が顕著なものは、S & P 500 株価指数オプション、S & P 500 指数ウィークリー・オプション、そして S & P 500 指数連動 E T F オプションの三種である。

二〇一三年と二〇二三年の取引高を比較すると、S & P 500 株価指数オプションは一億四七七五枚から一億三九三四枚へ、S & P 500 株価指数ウィークリー・オプション四九六七万枚から五億八七六七万枚へ、S & P 500 指数連動 E T F オプションは一億四三〇八万枚から六億九四三九万枚へと変化している。

図表 3 は、二〇一六年から二〇二三年までの、S & P 500 株価指数オプションにおける投資家の取引期間の内訳を示している（ただし二〇二三年データは年初から九月八日取引分まで、ウィークリー取引を含む）。

Order 取引の比率は二〇一六年に五%超であったが、二〇二二年には三六%、二〇二三年には四三%を占めるに至っている。

図表 3 S&P 500 株価指数オプションにおける投資家の取引期間の内訳



指数オプション全体の取引高を踏まえれば、SPXの全期間オプション取引量が増加する中、Otcは他の全期間オプション取引量の伸びを大きく上回っていることが理解される。

3 投資家の戦略

(1) 投資家に人気のあるオプション戦略

Otcオプション取引において、個人投資家を中心に人気がある取引は、「当日の上げ下げに賭ける単純な形式」に加えて、指数が「一定の範囲にとどまる」（時には「指数が一定範囲を超えて変動する」）ことを期待した戦略が存在する。

これら戦略は、一般にオプションの損益図の形状から「アイアン・コンドル」「バーティカル・スプレッド」と呼ばれる。

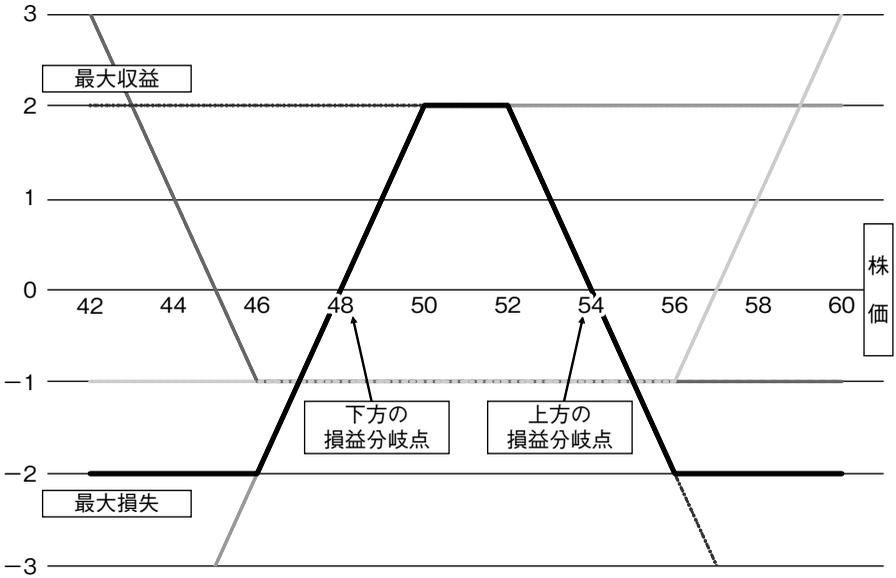
アイアン・コンドルは異なる権利行使価格のコール・オプションとプット・オプションを同時に売却し、さらにアウト・オブ・ザ・マネーのオプションを購入する戦略である（類似した戦略にアイアン・バタフライがある）。

アイアン・コンドルは複雑な戦略であり、変動の少ない値動きから利益を得るために使用されている。同戦略において、指数の変動が、一定の範囲内であれば利益が得られ、同範囲外となった場合でも損失は限定される。

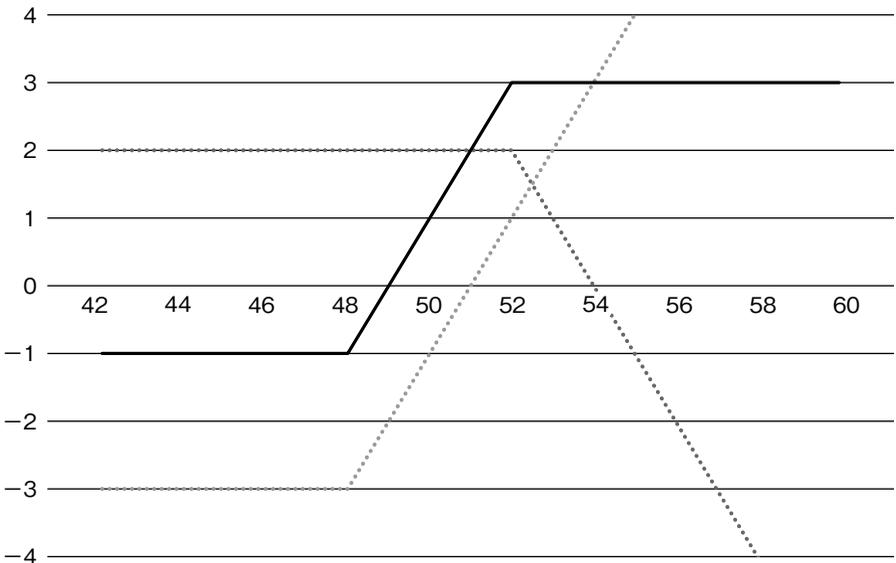
図表4はアイアン・コンドルの事例であるが、同例において黒字太線枠で示された損益線のように、株価が四八ドルから五四ドルの範囲内に収まる場合、収益が得られる。そして株価が同範囲を上下いずれの方向に超えた場合でも、最大損失はマイナス二ドルに収まる。

図表5はバーティカル・スプレッドの事例である。

図表4 アイアン・コンドル (参考数値例1)



図表5 パーティカル・スプレッド (参考数値例2)



バーティカル・ブル・コール・スプレッドは「株価が上昇する」、ただし「その上昇幅は大きくない」と想定される場合に有効な戦略である。同戦略では、予想の範囲を超えて上昇しても利益は限定されるが、下落時の損失も限定される。

図表5中の黒字太線枠で示された損益線のように、株価が四九ドルを超えた場合に収益が得られるが、株価がどこまで上昇しても最大収益は三ドルに限定される。一方、株価が四九ドル以下になった場合でも、最大損失はマイナス一ドルとなる。

4 Oteオプション取引を巡る議論（オプション取引に関するリスクと市場の変動）

（1）オプション取引に伴うリスク

「オプション」の価格形成特性（あるいはリスク特性）について株式オプションを例に、以下、簡単に説明する。まず、オプションは、非線形の損益特性（ペイオフ・プロファイル）を持つ金融商品である。

「線形の例」としては、例えば一〇ドルで買った株が九ドルに下がれば一ドルの損失、逆に上がれば一ドルの利益となる。これは線形の代表例である。

一方、「非線形の例」としては、原株が一〇ドルから一ドルになったときに、コール・オプションの価値は少ししか上がらない（かもしれない）。しかし、株価が一ドルから一二ドルになると、コール・オプションの価値はかなり高くなる（かもしれない）。これが非線形のペイオフである（オプションのペイオフは、複数の要因により変化する可能性がある）。

オプション契約のペイオフ・プロファイルを理解する上で、最も有名な公式がブラックIIシヨールズ・モデル

である。ブラック・ショールズ・モデルにおいて、オプションの価格形成要因としては、株価、オプションの権利行使価格、株価のボラティリティ、満期までの時間、金利、配当利回り（これらの統計がわかれば、オプション取引価格を算出可能）があり、これら要因のデータに基づいてオプション価格を計算する。

そして、これら要因の「変化」とオプション価格の「変化」の関係を示したものが、以下のリスク指標である。

(2) デルタ・リスク

図表6のリスク指標の中、本稿で注目するリスク指標は、デルタとガンマである。

デルタはオプション価格が原資産株の株価の変化に対してどの程度敏感であるかを示す指標である。

例えば、デルタ値が〇・四〇であれば、理論上、原株または指数の価格が一ドル変化する毎に、オプション価格は〇・四〇ドル変化する（デルタ値が大きいほど価格変動が大きくなる。またデルタは、オプションが原資産の株式と同じような動きをする株数と考えることもできる。デルタ値が〇・四〇であれば、原株が一ドル動けば、（オプション一枚⇨原株一〇〇株）オプション

図表6 オプション価格決定におけるリスク指標

リスク指標	内容
デルタ	オプション・プレミアムの変動と原資産の価格変動間の関係を示す指標。オプションの理論価格の変化幅を、原資産価格の変化幅で除して算出する。
ガンマ	原資産価格が変化した場合に、デルタ（原資産価格の変化に対するオプション・プレミアムの反応度）がどれだけ変化するかを示す指標。
ベガ	原資産のインプライド・ボラティリティ（オプション・プレミアムから予想される変動率）が変化した場合に、オプション・プレミアムがどれだけ変化するかを示す指標。
セータ	満期までの残存日数の減少に伴い、オプション・プレミアムの減少程度を示す指標。
ロー	金利水準の変化に伴い、オプション・プレミアムの変化を示す指標。

ンは四〇株と同程度の利益または損失を被る可能性が高いことを意味する()。

コール・オプションにおけるデルタの特徴は以下のとおりである。

- ・コール・オプションのデルタは $0 \sim 1$ の範囲で正値をとる。
- ・アット・ザ・マネーのオプションのデルタは通常 0.5 附近である。
- ・デルタは、オプションがデイト・イン・ザ・マネー (ITM) になるにつれて大きくなる (1 に接近)。

・またITMコール・オプションのデルタは、満期が近づくにつれて 1 に近づく。

・アウト・オブ・ザ・マネーのコール・オプションのデルタは、満期が近づくにつれて 0 に接近する⁽³⁾。

(2) ガンマ・リスク

デルタはオプション取引上、重要な指標であるが、ガンマは、デルタが変化する加速度を示す指標である(デルタは、原資産価格の変化に対するオプション価格の感応度を測る一次導関数であり、ガンマは、原資産価格に対するオプション価格の二次導関数とも表現できる)。

オプション価格の性質には凸性の要素があり、これは価格が上下に直線的に動かないことを意味する。図表7は、ガンマに関連するオプション価格の凸性を示している。

前節のデルタの例では、デルタが 0.4 のオプションを仮定した。

原株が一ドル動き、それに伴ってオプションが 0.4 ドル動いた場合、オプションのデルタは 0.4 ではなくなる。その理由は、この一ドルの変化によって、コール・オプションはさらにデイト・イン・ザ・マネー

になり、デルタはさらに一・〇〇に近づいたためである。その結果、本例ではデルタ値が〇・五五になったと仮定する。

〇・四〇から〇・五五へのデルタ値の変化分は〇・一五であり、同値が、この状態におけるオプションのガンマ値となる。デルタは一・〇〇を超えないため、オプションがイン・ザ・マネーに近づくにつれてガンマは減少、デルタは一・〇〇に接近していく。

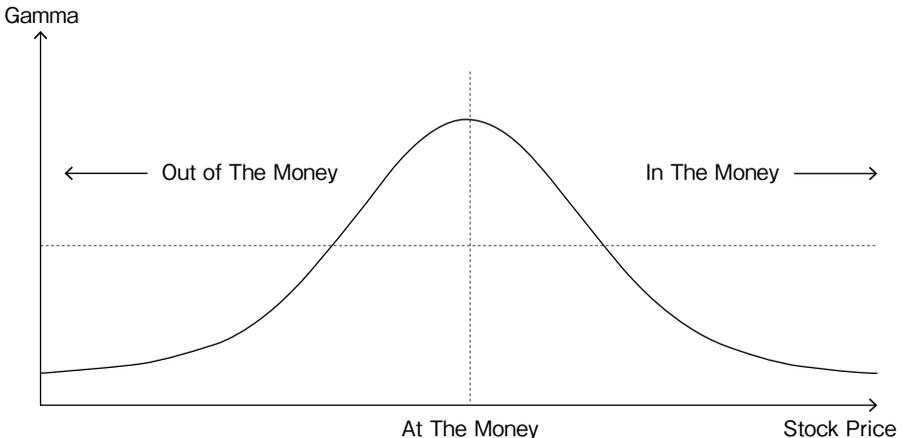
(3) マーケットメイカーから見たオプションのリスクヘッジ（デルタ・ヘッジ）

オプションのマーケットメイカーが、「顧客のオプション買い」注文に対して、「自己勘定で売り」向かう場合には、マーケットメイカーはオプションの「売りポジション」を保有することになる。

この場合、マーケットメイカーはポジション保有に伴う価格変動リスク（デルタ・リスク）を中和するためにヘッジ取引（デルタ・ヘッジ）を行うことが多い。

当該ヘッジは、ダイナミック・ヘッジと呼ばれ、原株を購入することが通常であるが、株式の取引単位（一オプション＝一〇〇株に該当）を取引するわけではない。デルタ値に従い、株数を調整する

図表7 アット・ザ・マネー付近でのガンマ値（イメージ）



点に特徴がある（デルタ・ヘッジは方法としてはシンプルであり、コール・オプションのデルタが〇・五〇の状態であれば、デルタ・ヘッジは方法としてはシンプルであり、コール・オプションのデルタが〇・五〇の状態である）。

(4) ガンマ・スクイーズ

マーケットメイカーは、恒常的に売買双方の気配を提示し、それに対して顧客が売り手・買い手の立場からマーケットメイカーに注文を提示する。マーケットメイカーは自己勘定で売買双方の取引注文を執行するが、顧客からの売買注文が活発である場合、原株の価格変動リスクは相殺され、リスク的にはニュートラス（中立的状态）となる。

しかし、顧客注文の方向性が偏り、原株価格が大きく変動した場合、マーケットメイカーが自己勘定で大規模なリスクを伴う注文を執行せざるを得ない状況が発生する。

基本的に、個人投資家はコールの買いポジションを好む傾向があり、マーケットメイカーはこれら取引の大半を売却側で執行する。つまり、マーケットメイカーはこれら顧客注文に対し、恒常的にオプションの売りポジションを有することになる。

この時、原株の株価がオプションの権利行使価格に向かって上昇し、権利行使価格を通過した場合（イン・ザ・マネーの状態）にヘッジを行う者はヘッジを維持するために株式を買い増す必要が生じる（マーケットメイカーはデルタ・ヘッジを調整するためにさらに株を購入する）。この時、株価の上昇に伴いコールを買い個人投資家が増加すれば、マーケットメイカーはさらに株式を購入しなければならず、オプション価格と株価の間に、正の

フイードバック・ループが生まれる。

この結果、株価の急騰と、ボラティリティの拡大が発生する。こうした状態は一般に「ガンマ・スクイーズ」と呼ばれている。

特にOteオプションが常にそうであるように、満期間近のオプション残高が増加すると、ガンマ・スクイーズのリスクが高まるとされる。こうしたマーケットメイカーの行動とリスクの関係を踏まえれば、次節の内容が理解されやすい。

(5) ゴールドマン・サックスの主張

Oteオプション取引の拡大に伴い、同取引が日中の株価変動を拡大しているとの主張が米国には存在する。

その一例として、ブルームバーグ社の二〇二三年八月一七日付記事「ゴールドマン、S & P 500種急落の原因は「ゼロ・デー・オプション」がある⁽⁴⁾」がある。

ブルームバーグは、ゴールドマン・サックス・グループのマネージング・ディレクターが、「市場の流動性が悪化するとOteオプション取引の影響が拡大する。具体的には二〇二三年八月一五日の米株式市場でS & P 500株価指数が急落した要因にOteオプションの存在がある」との主張を紹介している。

同氏によれば、投資家によるS & P 500株価指数オプション注文が急増し、マーケットメイカーは、権利行使価格四四四〇のプット・オプションの大規模な取引を行う必要が発生した。関連するオプションは、取引時間中にほぼ一〇万枚、想定元本で四五〇億ドル（約六兆六〇〇億円）相当が取引された。

オプション価格は、取引終了間際の短時間で、七〇セントから九ドルに急騰し、マーケットメイカーは、中立

のポジションを維持するために、ヘッジ目的の株式売却を迫られた。しかし二〇分間でマーケットメイカーの巨額ポジションのヘッジを可能とする規模の流動性が株式市場にはなく、株価が急落した。

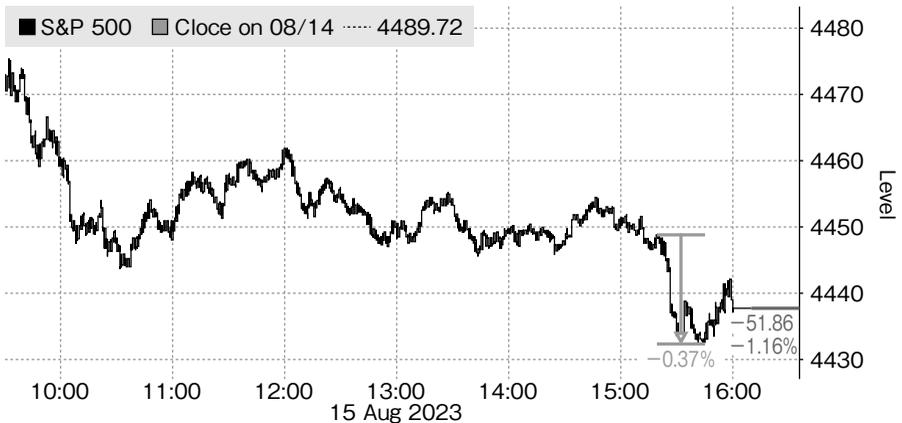
同記事によれば、Oteオプションが株式市場に与える影響についての考察は多く存在する。それらの多くは、Ote取引が日中の株価変動が拡大する一因になっている可能性があるとしており、例えばUBSグループのトレーディングデスクの見解では、Oteオプション取引が特に活発だった三営業日についてケーススタディーを行った結果、七月二七日と八月四日の午後の株価急落は、プット・オプション買いの波と重なっているとしている。

(6) バンク・オブ・アメリカ (BoFA) による「ゴールドマンへの反論」

Oteオプションに関して、ゴールドマンの主張に対する反論も存在する。

ブルームバーグ社の二〇二三年八月二四日付記事「ゼロ・デー・オプションは脅威とのゴールドマン説、BoFAが反論」のように、Oteオプション取引を擁護する主張もある⁽⁵⁾。

図表 8 2023年8月23日（日中）のS&P 500株価指数



(出所) Bloomberg

ゴールドマン・サックス・グループが、一日のS & P 500株価指数の暴落はOde オプションの増加が原因と論じたのに対し、バンク・オブ・アメリカ (BoFA) は、その論理を「見当違い」と主張している。

意見の相違の中心は権利行使価格四四四〇のプット・オプションの役割である。

ゴールドマンの見解では、これらのオプションに対する顧客の需要が高まり、取引の相手方だったマーケットメイカーは、エクスポージャーを突然ヘッジせざるを得なくなり、最終的に約二〇分間の株価急落に繋がった。

BoFAの見方は異なっている。プット・オプション取引高は同時時間帯中に一〇万枚に上ったが、一方的なものではない。BoFAのストラテジストは、フローを買い注文と売り注文に分類し、顧客はわずか一〇〇〇枚のプットを売り越したに過ぎないことを発見した。理論的には、このポジショニングは株式に対して強気であり、自身のポジションのバランスを取ることが必要なマーケットメイカーは、ゴールドマンの主張のように売るのはなく、株を買う必要があったはずだと考えられるとBoFAは主張し、「S & P 500が売り込まれたため、行使価格四四四〇のプットに対するマーケットメイカーのヘッジ需要は小さく（下げではなく）相場を押し上げる方向に働いたと思われる」と説明している (BoFAは数カ月前から、Odeオプションへの懸念は行き過ぎだと考えており、同週の株価の動きは、ルールに基づき取引するトレーダーの売りや債券利回りの上昇圧力等、他の要因によるとしている)。

それでも、(二五日の市場変動についてはゴールドマンに異論を唱えつつも)、株価下落に伴う最近のオプション出来高の急増は偶然の一致ではないだろうとも分析しており、「Odeが日中の脆弱性を悪化させる可能性がないと言っているわけではない」とした上で、「ただ、先週Odeが与えたかもしれない影響は、明らかに大きく誇張されている」とBoFAは論じた。

(7) アカデミックな分析 (Brogard, J. et al (2011)) の要約

以上の議論は実務家によるものであるが、アカデミックな立場からOte取引を論じた分析も存在する。

二〇二三年四月に発表された論文 (Brogard, J. et al (2011)) では、二〇一一年から二〇二二年にかけてOteオプション取引の増加とS & P 五〇〇のボラティリティ上昇を結び付けて論じている。

同論文では、Oteオプション取引が原資産のボラティリティにどのような影響を与えるかを調査した結果、Oteオプション取引が増えると、原資産のボラティリティが上昇しており、Oteオプションの取引量が他のオプションの取引量と比較して一標準偏差増加すると、原資産の同日五分間のボラティリティは約一三・六四％上昇するとの結果が示されている。

(8) CBOE 1-day VIX算出

以上のような「株式市場の変動」とは異なる部分で、Oteオプション取引の活発化についての懸念と対応する動きも業界には存在する。

これまで投資家の予想する株式市場変動値 (別名「恐怖指数」) として知られるVIX (ボラティリティ・インデックス) が、Oteオプションの拡大と共に、その精度が低下しているのではないかとの懸念が出ている。

ブルームバーグ社の二〇二三年四月二四日付記事では、二〇二三年三月に、ウォール街が (シリコンバレーバンク (SVB) 等の) 銀行危機に警戒する中、市場のボラティリティを示す指標 (VIX) は不自然な動きを見せた。同指数は上昇していたが、日中のピークでも、わずか一年前に何度も見られた水準には及ばなかったと報じている。⁽⁶⁾

以前は信頼性の高かったこのセンチメント指標が、その高い評価を失いつつあるように見える理由については、複数の説があるが、その中で特に注目されるのは、混乱をヘッジする（あるいは混乱に賭ける）トレーダーが、Ode オプション取引を行っている点である。

現行のVIXは二三日から三七日先までのオプション取引に基づき計算されるため、より短期の投資家のセンチメント捕捉が十分ではないとされている（VIXは満期までの日数が二三日以上、かつ三七日未満のS&P500オプションを使用してVIX指数を算出する。満期までの日数が二三日から三七日までの標準オプション及びウィークリー・オプションが対象となる）。

このためVIXは、Odeオプション取引に示される日中の値動きの影響を受けにくく、VIX指数は、金融や地政学的な不確実性が高まっている時期の市場心理やリスクを正確に反映していない可能性がある。

こうした議論を受け、全市場参加者にとって適切なボラティリティ指数を維持するため、CBOEは二〇二三年四月にVIXID指数（Choe I-Dayボラティリティ指数）を発表、算出を開始した。

当該指数は、Odeオプション取引に基づく市場のセンチメントを示すものであり、VIXに比して短期的な状況を示すことになる。こうした新指数の算出開始も、Odeオプション取引人気の高まりから派生したものである。

4 おわりに

以上、本稿では米国におけるOdeオプション取引の拡大と、それを巡る業界の議論や動きについて説明した。Odeオプションの種類が急速に増加した背景には、取引技術の進歩、市場のボラティリティの上昇、そしてより短い時間枠での取引機会を求める新世代のトレーダーの存在が要因として挙げられる。

Opteオプションの台頭は、市場の需要と技術革新の両方の証であり、金融市場がいかに絶え間なく進化し、チャンスと課題の両方を提供しているかを示している。

こうした短期取引の活発化が、経済的に好ましいか否かを論じることが単純ではなく、本稿の趣旨ではない。しかし、Opteオプション投資家による短期的利益の追求の影響は、単なる利益追求にとどまらない。市場においては、投機的取引の増加は、マーケットメイカー等によるヘッジ取引を生み、さらには原資産市場の取引流動性の増加という効果をもたらす。こうした取引市場の活発化は、他の投資家にとっては、取引執行に伴う流動性の増加・摩擦的コストの削減をもたらすことになり、その意味では経済的に望ましい効果が生まれていると言える。なお、オプションと原資産の価格関係のように、デリバティブ取引と原資産の関係は、古くから多くの議論がある。この点については、注意深い観察と分析が必要であろう。

注

(1) 参考数値例一

Nasdaq市場において、株式銘柄Aが現在五二ドルで取引されているとする。

五〇ドルから五四ドルの間で変動する可能性が非常に高いと予想されることから、アイアン・コンドルの売り戦略を採用する。

一ドルのAプット（権利行使価格四六ドル）を購入する。

二ドルのAプット（権利行使価格五〇ドル）を売却する。

二ドルのAコール（行使価格五二ドル）を売却する。

一ドルのAコール（権利行使価格五六ドル）のTUTUコールを一ドル購入する

(2) 参考数値例二

Nasdaq市場において株式銘柄Aが現在五〇ドルで取引されているとする。

この時、二ドルのコール（権利行使価格五二ドル）を売却する。

三ドルのコール（行使価格四八ドル）を購入する。

(3) コール・オプションと対照的な取引であるプット・オプションのデルタの特徴は以下のとおりである。

プット・オプションのデルタはマイナスで、 $0 \sim -1$ の範囲で負値をとる。

アット・ザ・マネー・オプションのデルタは通常マイナス $0 \sim -0.5$ 付近である。

オプションがディープ・イン・ザ・マネー（ITM）になるにつれ、デルタは減少する（マイナス -0.9 に接近）。

ITMプット・オプションのデルタは、満期が近づくにつれてマイナス $-1 \sim -0.9$ に接近する。

アウト・オブ・ザ・マネーのプット・オプションのデルタは、満期が近づくにつれて $0 \sim -0.9$ に接近していく。

(4) 原題"Goldman Sachs Blames ODTF Options for Fueling S&P 500 Selloff"

(<https://www.bloomberg.com/news/articles/2023-08-16/goldman-sachs-blames-zero-day-options-for-fueling-s-p-500-selloff>)

原題"BofA Disputes Goldman Logic on Zero-Day Option Threat to Stocks"

(5) 原題"BofA Disputes Goldman Logic on Zero-Day Option Threat to Stocks"

(<https://www.bloomberg.com/news/articles/2023-08-23/bofa-disputes-goldman-logic-on-zero-day-option-threat-to-stocks>)

stocks)

(6) 原題"Wall Street is getting a new fear gauge: meet the one-day VIX" (<https://financialpost.com/investing/wall>)

street-new-fear-gauge-one-day-vix)

参考文献

- ・ Duane Leem (2023), "What Is Gamma Hedging and Why Is Everyone Talking About It?", Warrior Trading Blog (<https://www.warriortrading.com/gamma-hedging/>)
- ・ Charles Schwab (2021), "Get to Know the Option Greeks", November 1, 2021 (<https://www.schwab.com/learn/story/get-to-know-option-greeks>)
- ・ Jonathan Brogaard, Jaehye Han, and Peter Young Won, "How does Zero-Day-to-Expiry options trading affect the volatility of underlying assets?", April 22, 2023 (https://papers.ssrn.com/sol3/Delivery.cfm/SSRN_ID4725226_code5721726.pdf?abstractid=4426358&mirid=1)
- ・ 日本経済新聞「二〇二三年一〇月五日付記事「期限二四時間の株取引、米国で急増 指数オプションで五割」」(<https://www.nikkei.com/article/DGXZQOUB038L40T01C23A0000000/>)
- ・ 日本経済新聞「二〇二三年一二月二二日付記事「NY株ハイライト マイクロン好決算が支え、目先は波乱への警戒も」」(https://www.nikkei.com/article/DGXZASFL22H33_S3A221C2000000/)

(つちも ちのり・客員研究員)

EU市民の金融ナリッジの現況と評価

～ヨーロッパ委員会調査の結果とインプリケーション～

中川 辰洋

はじめに

EU（ヨーロッパ連合）の執行機関であるヨーロッパ委員会が二〇二三年三、四月に実施したEU市民の金融ナリッジ (Financial Knowledge) の水準を評価する世論調査の結果とインプリケーションを分析することが本稿の課題である。

本調査はEU加盟二七国の市民を対象に、①単利と複利、②インフレーション、③債券の価格と利息の関係、④リスクとリターン、⑤リスク分散の五つの基礎的金融知識や理解を問うものであり、集計結果は同年七月に発表された。この調査は、ユーロバロメーター (Eurobarometer) の別名を有する域内の市民を対象に定期的に行われる世論調査であるが、金融ナリッジをテーマとする調査は今回がはじめてである。

ヨーロッパ委員会の調査のねらいは、EU市民の金融知識や情報の理解力や意思決定能力の向上を目標とする金融教育 (Financial Literacy) への取り組みのための統一的指針を作成するところにある。その背景には、O E C D (経済協力開発機構) による金融教育の重要性と必要性を謳ったレポートの発表 (二〇〇五年) を受けて、EUでも世界的金融危機やギリシャに端を発する金融・財政危機の処理解決の一環として域内外の機構や国ぐに

と連携して金融教育プログラムの策定と実施の必要性を強く意識するに至り、とりわけCMU（資本市場同盟）の成立（二〇一五年）を契機に「CMU二〇二〇年行動計画——市民と企業のためのCMU」を発表することによって市民の金融知識と効率的な意思決定能力の向上を喫緊かつ優先順位の高い課題と位置づけられるようになったという事情がある。

やがて明らかにするように、本調査の一番の意義は金融ナリッジに関するEU初の統一的調査であったことであり、ために域内全域の市民の金融知識や理解の水準を知るとどまらず、それが市民の属性——所得水準、年齢、教育水準、ジェンダー（性別）により異なるがゆえに、そうした事情を踏まえた域内の統一的金融教育プログラムの作成とモニタリングのための基準（standard）を提供したことである。

1 ヨーロッパ委員会調査の目的と背景

ヨーロッパ委員会が金融教育への取り組みの強化とモニタリングを重視するようになったのは、世界的金融危機やEUの金融財政危機の爪痕が残る二〇一〇年前後であった。時あたかもOECDが金融教育の重要性を提唱したレポートを発表し、さらにはCMU（資本市場同盟）が成立したこともあいまって、市民生活における金融教育への取り組みの機運が高まったことが背景とみてよいであろう。一方、加盟各国の政府サイドにあっても、社会保障とくに公的年金制度の見直しの結果、市民に対してこれまで以上に私的年金の充実をもとめるようになるが、そのためには金融知識や理解の向上を旨とする金融教育プログラムの策定とモニタリングに関する取り組みを避けて通ることができなかった。

ここでいう金融教育とは、市民の金融知識や理解といった金融ナリッジの向上だけをいうのではない。これを

ベースに適切で効果的な意思決定の促進、とりわけ世界的金融危機や経済財政危機の発生に象徴される外生的ショックに適切に対処し、かつそのために金融機関や証券市場を有効に活用しつつ貯蓄と老後の生活への備えを厚くするなど財務的能力 (Financial Competence) の向上を目指しその成果を定期的にモニタリングすることを意味する。OECDのレポートは金融教育をつぎのように定義している。すなわち、

金融教育とは金融に関する諸概念やリスクを知り理解するだけでなく、そうした知識や理解を活用してさまざまな状況のもとで効果的な意思決定を行うことによって個人や社会の金融資産を増進し、経済活動に参加することを可能とするスキル、モチベーションそして自信を身に着けることである (OECD [2005])。

この一〇年来、ヨーロッパ委員会はEUの諸機関や加盟国のNPO/NGOなどと連携して、初等教育から学校のカリキュラムに金融を取り込む提案をする一方、加盟国側も官民一体となって教育・啓蒙活動を積極的に行ってきた。例えばフランスでは、二〇一六年に国民教育省 (Ministère de l'Éducation Nationale) の監督のもとにフランス銀行 (Banque de France)、金融・資本市場の監督機関である金融市場庁 (Autorité des Marchés Financiers : AMF)、フランス銀行協会 (Association Bancaire Française : ABF) とこれに加入する主要金融機関からなる金融教育研究所 (Institut pour l'Éducation Financière du Public : IEF) を設立して市民の金融知識や理解の向上のためのさまざまな活動を行うとともに、児童・生徒・学生ばかりか教職員や勤労者など広い層を対象に立ち上げたウェブサイト「みんなのファイナンス (La Finance pour Tous: Le site pédagogique sur l'argent et la finance)」をとおして活動の輪を広げているほか、貨幣や金融に関するブックレットなどを出

版している (La Finance pour tous (FPT)/IEFP [2016], Gully [2016])。

ヨーロッパ委員会はこのほかにCMU (ヨーロッパ資本市場同盟) の成立にともない小口投資家の権利向上計画 (Retail Investment Strategy) や家計の証券市場への参入促進などを謳った「CMU二〇二〇年行動計画——市民と企業のためのCMU」を発表、家計の財務的能力の向上を目指すとともに、そうした取り組みの成果のモニタリングを開始することを提案した。

なお、大陸ヨーロッパ諸国に比べると資本市場が発達し、市民の投資行動が活発といわれる英国であるが、近年金融教育に力を入れるようになったと聞く (Staton [2023], Muir [2024])。わが国の中学生や高校生に相当する生徒たちの学力全般の低下にともない金融知識や理解の欠如が顕著になり、ためにかれの金融ナリッジを向上する金融教育プログラムをカリキュラムに採り入れる必要性が高まったことが主因である。こうした動きをサポートする目的から、例えば英国のNPO団体Young EnterpriseがYoung Moneyと称する主として小中の児童・生徒を対象にした教育プログラムを立ち上げ活動を開始している。また、ここでは示唆するにとどめるが、この国のジェンダー・ギャップに配慮しつつ女性の社会的地位の向上の一環として金融教育を促進するようになっていくことも指摘しておかなくてはならないであろう (Barrett [2023, 2024])。

2 ヨーロッパ委員会「EUにおける金融ナリッジ調査」結果の概要

ヨーロッパ委員会の調査は二〇二三年三、四月に実施され、七月に結果が発表された (European Commission [2023b])。すなわち、調査は加盟二七国の市民を対象に五つの問い——①単利・複利、②インフレーション、③債券の価格と利息の関係、④リスクとリターン、⑤リスク分散——からなるが、いずれも市民の基本的な金融知

識や理解を問うものであった(図表1)。

調査結果によると、上記五問の正しい回答は平均三問、正答率は約五〇パーセントであった。また、平均以上(四ないし全問正答)の正答率は二六パーセント、平均以下(全問不正答ないし一問正答)のそれは二四パーセント、このうち全問不正答は七パーセントであった(図表2)。

五問中正答率のもっとも高かったのはハイリスク・ハイリターン

図表1 ヨーロッパ委員会による金融ナリッジに関する質問項目

1. 単利と複利の理解

問い いま100ユーロを年2パーセントの利子で金融機関の口座に預け入れると想像してください。この口座での支払いや現金の引き出しを行わないものとすれば、貯金額は5年後にはいくらになっているのでしょうか。

選択肢 ①110ユーロより多い ②110ユーロ ③110ユーロより少ない

2. インフレーションの理解

問い つぎのような状況を想像してください。あなたはある年1,000ユーロをプレゼントされます。その年の物価上昇を2パーセントとします。あなたが1年後にできる買い物はいくらになるのでしょうか。

選択肢 ①1,000ユーロよりも多い ②1,000ユーロよりも少ない ③分からない

3. 債券の利息と価格との関係の理解

問い いまもし市場金利が上昇すれば、一般的に債券価格はどう変化するのでしょうか。

選択肢 ①債券価格は低下する
②債券価格と金利とは無関係だから、価格は同一 ③分からない

4. 危険(リスク)と収益(リターン)の理解

問い より多くの収益を得るために投資するとすれば、それに応じた危険性はどのように考えられるのでしょうか。

選択肢 ①低い収益を得る投資に比べて高い(損失の)危険性を受け容れる
②低い収益を得る投資に比べて低い危険性を受け容れる ③分からない

5. 危険(リスク)分散の理解

問い ひとつの会社の株式よりも複数の会社の株式に投資することによってどのようなことが期待できるのでしょうか。

選択肢 ①単一の株式への投資に比べて危険性が高くなる
②単一の株式への投資に比べて危険性が低くなる ③分からない

(出所) European Commission [2023b] より引用。

の理解に関する問い(④)で六六パーセント、以下インフレーション(②)、分散投資(⑤)がそれぞれ六五パーセント、五六パーセントと五割を超えているものの、単利・複利(①)は四五パーセントと五割を下回り、債券の価格と金利の関係の理解に関する問いに至ってはわずか二〇パーセントというありようであった。

以上のことから、ヨーロッパ委員会はEU市民の基礎的な金融知識や理解のレベルは低いと判断せざるを得ず、金融教育の実施の必要性を示す結果となったという。しかし調査結果を市民の属性に応じて立ち入ってみていくと、金融ナリッジのレベルには大きな差のあることが分かる。EUにおける金融教育プログラム作成と実施への取り組みには、そうした市民間の金融ナリッジのレベルに応じたきめ細やかな対応が要請されることはいままでもない。この点のちに立ち返るが、ここではさしあたりつぎのことを指摘しておきたい。

ヨーロッパ委員会がEU域内の市民の金融知識や理解に差が生じる要因として第一に指摘したのは加盟国の経済規模や豊さの差である。図表3にみられるように、加盟二七国中正答率が

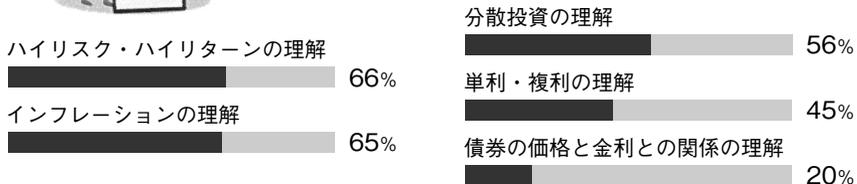
図表2 ヨーロッパ委員会による金融ナリッジテスト結果

Financial Knowledge

5つの金融ナリッジに関する問いへの正答率

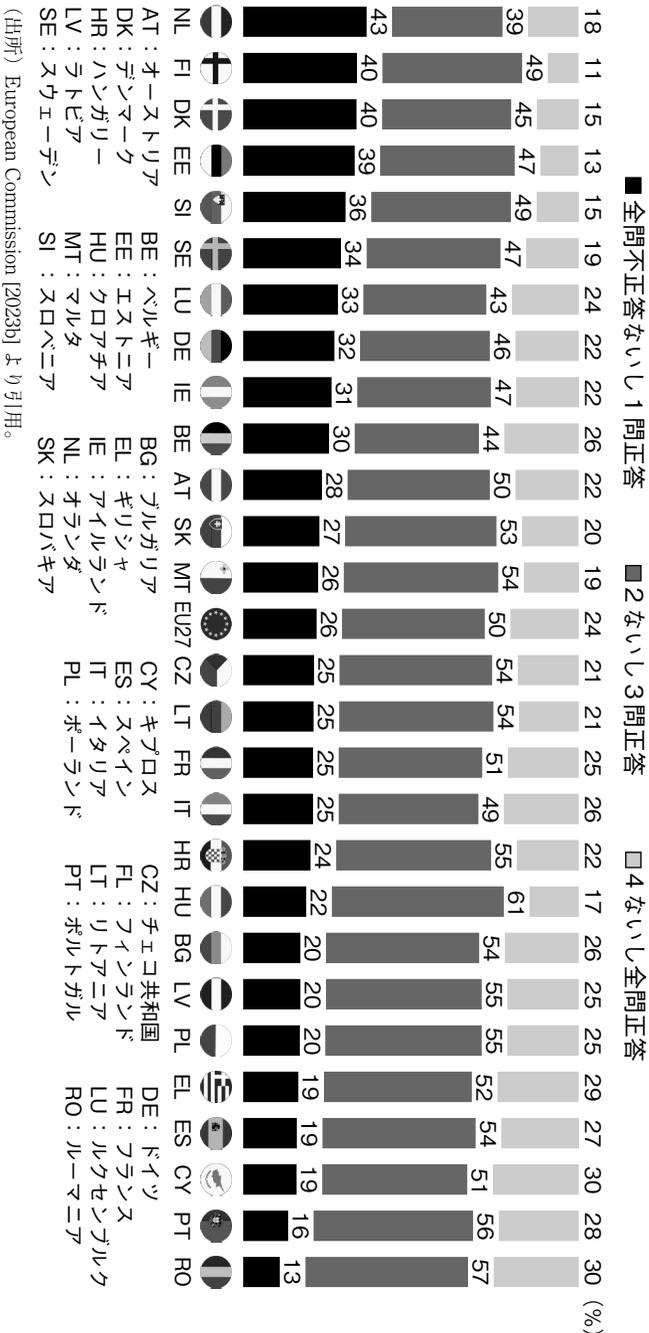


質問別正答率



(出所) European Commission [2023b] より引用。

図表3 加盟27国の金融ナレッジテストの正答率



もっとも高かったのはフィンランドで、四問ないし全問正答の四〇パーセントをふくむ約九割の市民が二問以上正しく答えている。これに対して、最低は旧共産圏のルーマニアで、二問以上正答した市民はEU平均（七六パーセント）を下回り六割にも届かない。

フィンランドのほか、オランダ、デンマーク、スウェーデン、ルクセンブルク、ドイツなどの経済規模が大きいか裕福な加盟国の市民の正答率は概して高いといえるのに対して、イタリア、フランス、ベルギーのようにEU平均を下回る加盟国も散見される。一方、ルーマニアとは対照的に、エストニア、スロベニアなど旧共産圏の加盟国が上位にランクしていることは特記すべきであろう。

フランスは投資比率がEU最大の四〇余パーセントとアメリカについて高い国（二〇二三年）であることを思えば、フランス市民の正答率もつと高くてもいいはずであるが、他のEU加盟国に比べた教育格差、所得や貯蓄の格差が影響しているといえるかもしれない（Fay [2016]）。しかるに、「フランス人は貯蓄のヨーロッパ・チャンピオンにして投資の劣等生（champions d'Europe de l'épargne et bonnet dâne de l'investissement）」は早とちりか上滑りの評価とよんであろう（Gully [2016]; Martellini [2019]）。

第二は家計の所得水準である。図表4「a」はEU市民の所得を五つの分位（低所得層は第一分位、高所得層は第五分位）に分けたものであるが、みられるように金融ナリッジスコアは所得水準が高くなるにつれて上昇し、高所得の第五分位の家計は七二パーセント、最低の第一分位のそれよりも十五パーセントも高い。家計所得と金融ナリッジのレベルとの間にははつきりとした相関関係が存在すると考えてよいであろう。

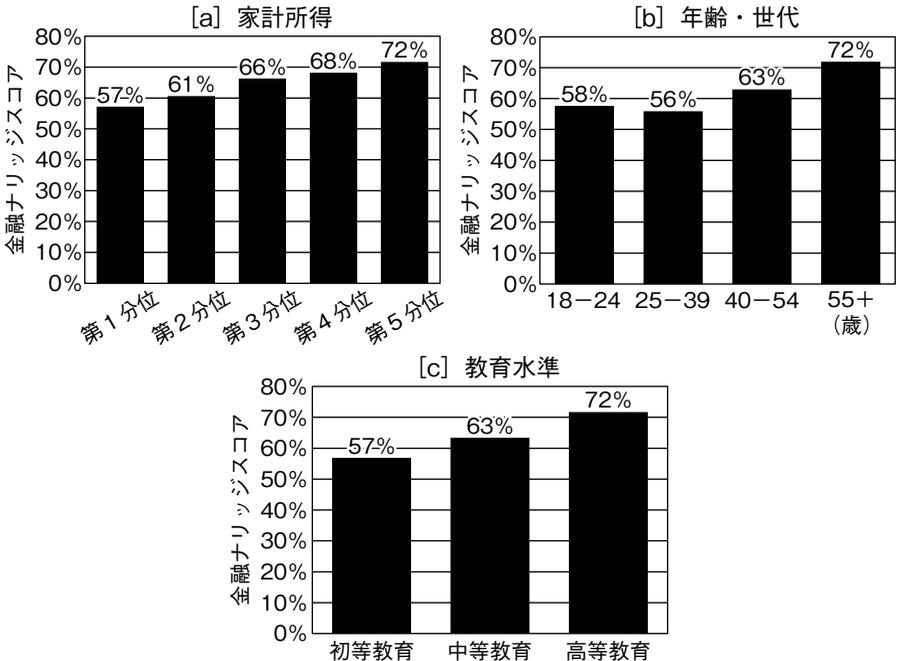
第三は金融ナリッジスコアと年齢・世代との関連であり、四十から五十四歳および五十五歳超の中老年層において金融知識や理解が若年層や青壮年層（十八から二十四歳および二十五から三十九歳）のそれに比べて高いという結果が導かれている（同「b」）。中高年層は住宅の購入や子どもたちの教育資金に加えて保険・年金への関心が高いことが高スコアの主因と考えられる一方、青壮年層の場合には社会のデジタル化、とくに金融のデジタル化に対応した教育が整備されないなかで社会人となったことが一因とされる（Martellini [2019]）。これに対し

て、若年層の間ではスマホやPC（パソコン）の日常的活用によって金融知識がある程度浸透しているけれども、投資、保険や年金に関する経済や金融の基本的知識や理解はかならずしも正確でも豊かでもないという調査がある。

第四は市民の教育水準の差に関するものである。金融リテリジスコアは初等、中等、高等と教育水準が高くなるにつれて上昇する傾向があり、義務教育修了者（中等教育中退者をふくむ）と大学・大学院など高等教育修了者との間の差はじつに一五ポイントにもなる（同「c」）。フランスを例にとると、この国は教育格差が大きく、それが同国の市民の正答率を低からしめた一因といっても誇張ではあるまい。

そして第五にジェンダー・ギャップの問題である。図表5に示されるとおり、EU

図表4 インフレーションの知識に関する正答率
(所得、年齢・世代、教育水準により分類)

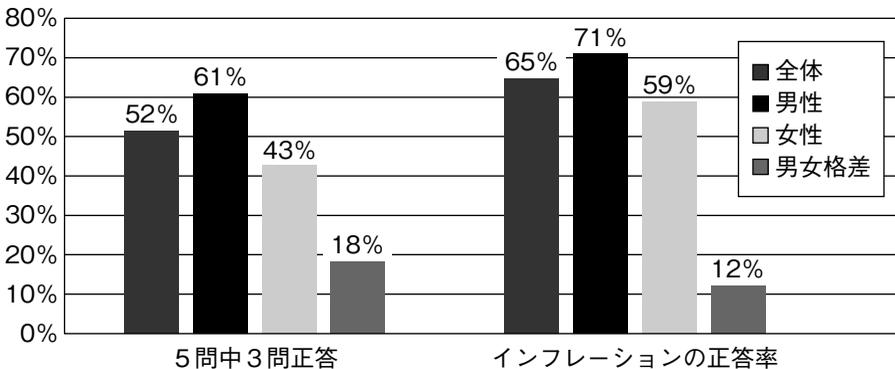


(出所) Demeritzis, Maria, Luca Lévy Moffat, Annamaria Lusardi and Juan Mejino López [2024] より引用。

平均の五問中三問正答者を男女別にみると、男性が六一パーセントにのぼったのに対して、女性は四三パーセントと、両者の差は一八ポイントにもなる。なかでも特記すべき点は、平均正答率が六割相当のインフレーションの理解に関する問いの正答率が男性の場合では七一パーセントと七割を超えるかたわら、女性は平均以下の五九パーセントと、男女の間では一二ポイントもの差がある。

金融ナリッジの男女格差については年齢や世代、教育水準の差などに起因するという議論もあるようだが、筆者はそうした議論には与しない。例えばフランスでは、パリ大学の学生ストライキが全国的な政治・社会運動へと発展した一九六八年の五月事件当時の大学進学率は二〇数パーセントで、のちに映画俳優となるアンヌ・ヴィアゼムスキーのように大学に通う女性は少数派であった。ところが七〇年代以降進学率が上昇するにつれて女子学生が急増し、半世紀後の二〇二〇年には女性の進学率は約七〇パーセントと男性を上回るまでになった。他のEU諸国も似たりよったりである。学生の大半が、どこでんぐ式に卒業できる日本と違って、EUの大学では中途退学はつきものであるとはいえ、女性の退学が男性よりも多いという統計値はない。こんにちのフランスでは中高年層を加えても約四割の女性は高等教育進学

図表5 金融ナリッジにおけるジェンダー・ギャップ



(出所) Demeritzi, Maria, Luca Lévy Moffat, Annamaria Lusardi and Juan Mejino López [2024] より引用。

者とみていいから、年齢や世代、教育水準の差が低い金融ナリッジスコアの原因とは考えがたい。

ちなみに研究者のなかには、技術的な問題と断りながらも、問いへの回答の選択肢として「分からない」がある場合、女性は回答に迷うか、確たる自信がない場合に男性よりも「分からない」と回答する傾向があり、それが結果として女性の正答率を低からしめているのではないかと推測している (Demertzis et al. [2024])。

ことほどさように、この種の選択肢のない他の問いの正答率には男女間に大きな差のないことが報告されていることから、当然とも遠からずといえるかもしれない。別言すれば、女性が男性に比べて金融や経済の問題への興味や関心がことさら低いというわけでも、金融知識や理解が劣っているわけでもないという根拠を示すものといえるかもしれない。

3 「調査」結果のインプリケーション

ヨーロッパ委員会の調査はEU市民の金融ナリッジの現況を統一的に知らしめる最初の試みであったが、調査結果から読み取れることは、市民の金融知識や理解が決して高い水準にはないということもさることながら、市民の金融ナリッジの水準が所得や教育、貯蓄それに退職後の生活への備えなどに大きく依存することである。

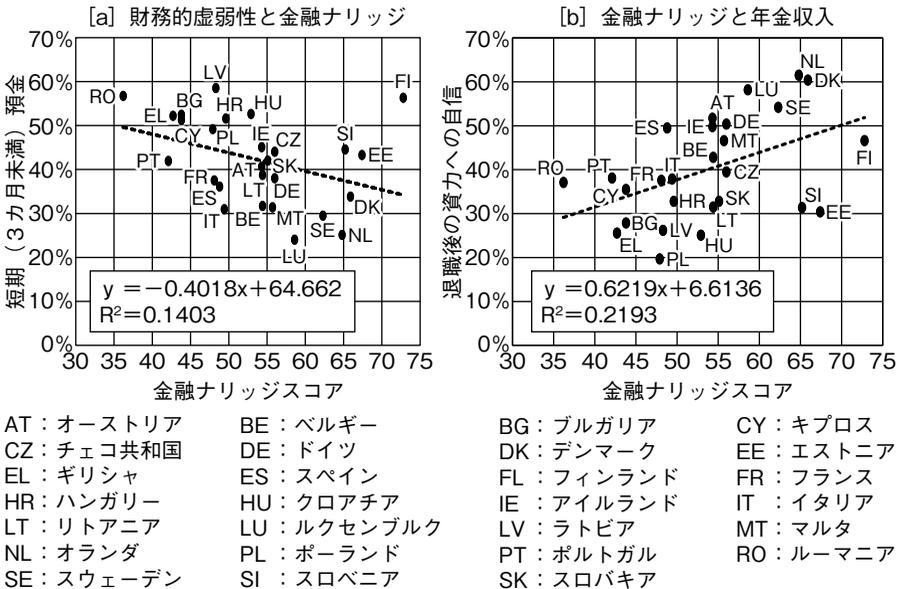
実際、金融ナリッジの高い市民層は貯蓄や退職後の生活への備えに自信のある層に多く、反対に低賃金・低所得・低貯蓄層あるいは定年退職後の生活への備えを不安視する層は金融知識や理解のレベルに難のあるケースが多くみられる。それゆえ、金融ナリッジの水準を高めることは重要かつ必要である。そしてそのためには金融リテラシーの改善とそれに即した教育プログラムの策定と実施が有効であり、かつそうした教育を通して金融危機などの不測の外生的ショックから市民を護り、その財務的回復力 (Financial Resilience) の向上、ひいては財務

的脆弱性 (Financial Fragility) の解消が可能となると期待されている

その意味からすれば、ベルギー・ブリュッセルに本部を置く世界的なシンクタンク、ブリュッセルのユーゲル研究所の研究者たちが行ったEU市民の短期的かつ長期的な財政的回復力と金融ナリッジのレベルとの相関関係の実証研究 (Demertzis et al. [2024]) はきわめて示唆に富む。摘要すればつぎのとおりである。

図表6「a」は金融ナリッジスコアと市民の短期的な財政的脆弱性との間の相関関係をみたものであるが、金融ナリッジスコアが低い家計ほど、病気やケガによる(長期の)入院・手術や失業などの不測の事態に耐え日常生活を維持するうえで当座必要とされる資金——最低三カ月分の給与に相当する流動預金——を手元に置く比率が高くなる。これに対して、同スコアの高い層にあってはその比率は低くなる。投資選

図表6 金融ナリッジと財務的脆弱性との関連——金融の知識・理解が高まれば家計の財務的脆弱性が低下し財務的回復力は向上——



(出所) Demertzis, Maria, Luca Lévy Moffat, Annamaria Lusardi and Juan Mejino López [2024] より引用。

好が高いということかもしれない。

前者にはルーマニアやキプロスやギリシャのような金融ナリッジスコアが五〇以下の国ぐにに当てはまり、同五五でもリトアニア、ハンガリー、クロアチア、ポルトガル、アイルランドなど多くの国ぐにが名を連ねる。対照的に、どちらかという金融ナリッジスコアがドイツやオランダなどの諸国よりも低いフランス、イタリア、スペインの市民の財政的回復力は如上の国ぐによりも高いけれども、疾病や失業保険などの社会保障制度が整っているためただちに財政的脆弱性と結びつかないと考えられる。

つぎに同「b」は老後の生活への備えなど中長期的な財政的回復力と金融ナリッジスコアとの関連を图示したものである。それによると、定年退職後の生活への備えに自信のある市民層は金融ナリッジスコアの高い国ぐにおいて多くみられ、スコアが五〇を超えるあたりからそうした国ぐにの多くが図中の回帰線より上に分布していることを知ることができる。反対に、金融ナリッジスコアの低い国ぐには中長期的な財政回復力に——たとえ極度とはいわないまでも——難があると認めざるを得ない。

要約しよう。ヨーロッパ委員会の主張するように、金融リテラシー向上プログラムによって市民の金融知識や理解を高めることは、市民の財政的脆弱性の改善と財政的回復力の向上に貢献するといつてよく、金融教育の改良が優先順位の高い課題とされるゆえんである。

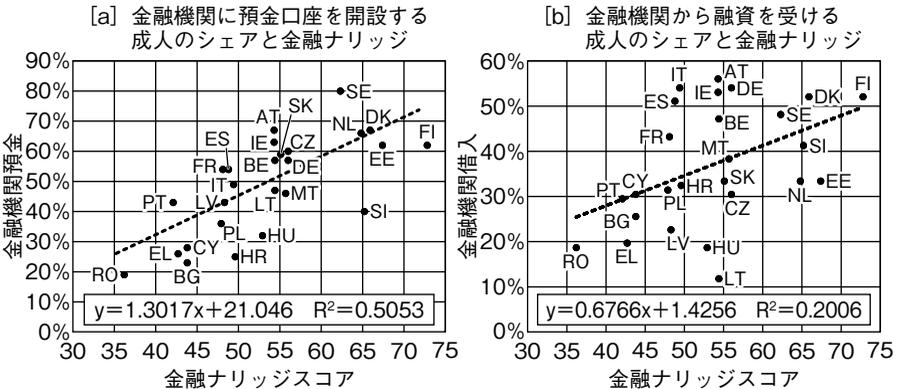
いま一つ本調査の結果から読み取れることは、金融ナリッジと金融的包摂 (Financial Inclusion) との相関関係である。Demertzis et al. [2024]¹⁷、IBRD (国際復興開発銀行) の Global Findex Database から二つのデータ——銀行預金と銀行ローン——を用いて金融ナリッジと金融的包摂との相関関係の実証分析を行った。その結果が図表7「a」と「b」である。

みられるように、金融機関に預金する成人のシェアは金融ナリッジスコアが上昇するにつれて高くなるという正の相関が認められ、また金融機関から融資を受ける成人のシェアも金融ナリッジスコアが高くなるにつれて上昇するという正の相関を見て取ることができ（図表7「a」）。いま金融ナリッジスコアが五〇であれば、四五パーセントの成人が金融機関に預金口座を開設していることを読み取ることができるが、同スコアを六〇に引き上げると六割近くへと上昇する。他方、後者の銀行ローンについても、金融ナリッジスコアが五〇の時には三五パーセントほど、同六〇の場合には四割超へと五ポイント以上高くなる（図表7「b」）。

ただし、いずれの場合もドイツ、フランス、オランダ、ベルギー、スウェーデンといったEUのなかでも経済的に豊かな国ぐにがほとんどであり、対照的にルーマニアやブルガリアといった旧共產圏の成人の預金口座開設やローン組成のシェアは高くない。むしろ低い部類に属するといつてよい。

そして第三は金融ナリッジスコアと所得格差との関係についてである。ブリュッセル研究所の研究者はユーロスタット（ヨーロッパ統計局）のデータベースから作成したジニ係数を用いてこの関係に

図表7 金融ナリッジ、財務的虚弱性、年金の安心感

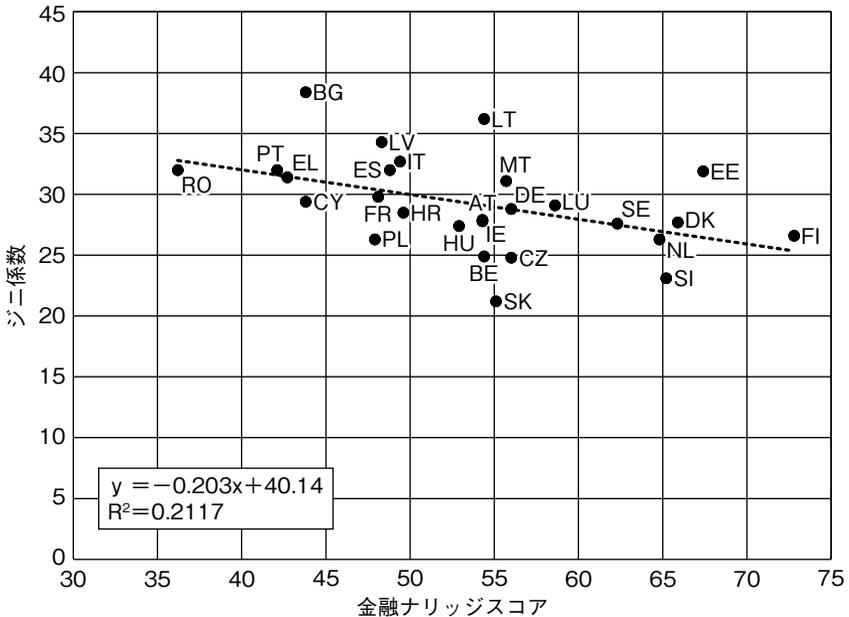


(出所) Demeritzis, Maria, Luca Lévy Moffat, Annamaria Lusardi and Juan Mejino López [2024] より引用。

アプローチした。その結果を表すのが図表8である。それによると、金融ナリッジスコアが高くなるにつれてジニ係数が低くなるという負の相関が認められる。すなわち、金融ナリッジスコア五〇の時、所得格差を示すジニ係数は三〇であるが、それが六〇を超えると三二〇を割り、さらに七〇では二五前後へと低下することが見て取れる。

以上のことがらは従来から推測されてきたが、ヨーロッパ委員会の調査結果から得られた金融ナリッジスコアを統一基準としてEU市民の賃金や所得や貯蓄、それにこれらをベースとする中長期的な金融的包摂、財政的脆弱性や回復力などとの相関関係を分析した結果、市民サイドの金融知識や理解を向上するうえでの金融教育がきわめて有効であることがブリュッセル研究所の調査レポートによって実証されたと考えてよいであろう。

図表8 金融ナリッジと所得格差



(出所) Demeritzis, Maria, Luca Lévy Moffat, Annamaria Lusardi and Juan Mejino López [2024] より引用。

ヨーロッパ委員会がEUの諸機関や加盟国と連携して金融教育への取り組みに注力するのは理に適っている。同時に、退職後の生活への備えとして預貯金のほか有価証券（債券・株式、投資信託）や年金・保険商品への投資を促進することの必要性が増しつつあることが明らかになったが、個人による中長期投資の促進のために、ヨーロッパ委員会はCMUの成立にともない小口投資家の権利向上計画や家計の証券市場への参入促進などを謳った「CMU二〇二〇年行動計画——市民と企業のためのCMU」を発表して家計の財務能力の向上を目指すとともに、そうした取り組みの成果のモニタリングを開始することを提案した。

これらの一部はすでに初等・中等教育のカリキュラムに採り入れられているほか、例えばフランスの金融教育研究所（IEFP）などにおいて政府の財政資金の支援を受けた金融教育プログラム、とくに金融のデジタル化に対応した取り組み、市民間の金融知識や理解の格差解消のためのプログラムを作成しその成果をモニタリングするとしている。

ちなみに本年四月、ジャック・ドロール研究所代表のエンリケ・レッタ（元伊首相）の発表したレポート「市場を超えて——統一市場を強化しEU市民すべてのための持続可能な将来と繁栄を生み出す（Much More Than A Market: Empowering the single market to deliver a sustainable futur and prosperity）」——通称「レッタ報告（Letta Report）」のなかでも、「資本市場の統一を促進するCMUの重要性を訴えているが、それはとりも直さず貯蓄と投資のための同盟であり、市民レベルの貯蓄と投資を促進すると主張している。

ここで注意を要するのは、貯蓄から投資へや貯蓄から資産形成へ式の安直な投資勧誘、ありていにいえば個人の証券市場への参入促進による預貯金の有価証券投資への転換をいうのではない。たしかに金融教育によつて金融ナリッジが向上すれば、金融機関の提供する金融商品の知識（とくにリターンとリスク）が投資のた

めの意思決定には好影響をもたらすであろう。市民の投資が伝統的に活発といわれる英米に比較して、EUでは各種協同組合銀行 (banques coopératives) のネットワークが発達しており、しかもこれらが市民の お家銀行 (banque de proximité/haus bank) として預金者との間に強い信頼関係を築いている——西欧市民のおよそ半数が「銀行は信頼できる」と答えた調査がある——がゆえに、金融や投資、保険さらには税金や相続など多様なリテラシーの提供が可能と考えられている。

欧州最大のアセットマネージメント会社アムンディ (Amundi) を傘下に収める世界最大の協同組合銀行であるフランスのクレディ・アグリコル (Crédit Agricole) をはじめ、オランダのラボバンク (Rabobank) やドイツの貯蓄銀行グループ (Sparkassen-Finanzgruppe) はその代表例であるが、ヨーロッパ委員会の提唱する市民レベルの貯蓄と投資ないし資産形成の促進が預貯金から投資信託をふくむ有価証券投資へのシフトを意味するものではない。何よりもまず預貯金の重要性を否定するものではない。EU市民の民間金融機関への不信感や日米英に比べると低いことは将来的に市民の投資や資産形成のための意思決定に好ましい効果をもたらすと期待されるものの、そのための意思決定にかかる金融ナリッジの向上がなければ絵に描いた餅になりかねない。それがヨーロッパ委員会の調査結果から導かれる最大の教訓でもある。

結びにかえて

以上、ヨーロッパ委員会の金融ナリッジに関する世論調査の結果を手掛かりに、EUの直面する金融上の諸問題の一端をみてきた。その最大のポイントは、EU市民の金融知識や理解のレベルの低さのゆえに、金融危機などの外生的ショックへの対応能力や老後の生活への備えが十分とはいえず財政的脆弱性に陥りやすいということ

である。ヨーロッパ委員会はそうした状況を改善するために、金融教育の改良への取り組みを強力に推し進めることを通じて市民の金融ナリッジの向上を図ることが優先順位の高い課題であると主張する。

実際にも、ヨーロッパ委員会はEU諸機関や加盟各国の政府や教育関係者などと連携して初等教育から金融ナリッジを養うカリキュラムを採り入れ、かつこれを補強すべく教育系NPOや各種金融教育センターなどによる金融分野の教育・啓蒙活動のサポートを受けるよう促してきた。この一〇年余、事のありようは加盟国によって差はあるものの、フランスのように初等・中等教育機関のカリキュラムにとどまらず、IEFP（金融教育研究所）やNPO／NGOを通じて多様な教育・啓蒙活動を成人にも行う国が増加しつつある。

このほか金融機関などの民間サイドも金融教育への取り組みを活発化させているが、ヨーロッパ市民の深く根を張った民間商業銀行を嫌気する感情——いわゆる「アンチ金融資本」感情——が若年層や青年層を中心に後退していることも市民の間で金融教育プログラムを受け容れやすくしているとされる。その意味からすれば、民間商業銀行のコミットメントが金融教育の懸念材料となることはないであろうが、同時に市民の商業銀行への不信任感を完全に払拭するにはなお相当の時間を要するというのが偽りのないところである。

しかし、それ以上に懸念すべきことはジェンダー・ギャップの問題である。すでにみたように、ブリュッセル研究所の研究員のレポートではヨーロッパ委員会による金融ナリッジの五つの問いに関する男女別正答率を紹介していたが、さまざまな分野でのジェンダー・ギャップの処理解決に注力するヨーロッパ的配慮と高く評価すべきであり、この問題に関する認識や理解が低く狭く狭い日本はもつと見習う必要があるといっても大げさではあるまい。

金融ナリッジの正答率が低かった理由を立ち入って分析する必要があると考えるが、いまここで考慮すべきよ

り重要な点は、女性の大学進学率が上昇し実社会で活躍する女性たちが増えていることに思いを致せば、金融知識や理解のレベルはおろか企業や役場での職務遂行能力が男性よりも劣るとは到底考えられないにもかかわらず、給与や昇進などの待遇面で割りを喰い、それが積もりに積もって男性よりも低い公的年金に甘んじなければならぬという現実である。こうした状況は家庭環境や社会の諸事情により大学進学どころか中等教育をさえ断念せざるを得なかった女性たちにおいてはより深刻ですらある。

アイルランド出身の政治家で金融サーブिस・金融安定・資本市場同盟担当ヨーロッパ委員のメイリード・マクギネスは英紙『フィナンシャル・タイムズ (Financial Times)』二〇二二年一月一九日付に寄稿した「ヨーロッパにとって金融教育の改善は優先課題でなければならない」と題する手記のなかで「ヨーロッパでは家計の三〇パーセントは「金融危機などの」外生的ショックに耐えられない」(Mcguinness [2022])と憂っている。財政的に虚弱で回復力に劣ることが主因とされるが、ブリュッセル研究所のレポートでもそのような家計は概して金融ナリッジスコアが低いという結論を引き出していた。

ことほどさように、そうした家計のなかには社会で割を喰う女性たち——おひとりさまやシングルマザー（離婚者をふくむ）や寡婦——がすくなくなく、低賃金・低収入・低貯蓄というかたちで財政的に脆弱な女性の、したがってまた不安定な老後生活を強いられる女性の比率を高からしめているといわなくてはならない。しかもそうした女性たちはこの間増加しているし、とくにEUの西半分以上にジェンダーギャップが拡大した英国では、ブレグジット後EUの法制やルールに縛られることがなくなり嘆かわしいばかりと訴える向きも多い。

そのように考えられるとすれば、金融教育の改善の重要性に異論はないが、だからといってそれが男女差別解消の「切り札 (misigiri)」とはいいがたい。金融教育の改善とジェンダーギャップの解消との間には共通する

課題が存在することを否定しないにしても、後者は後者で前者とは異なる固有の課題があることを忘れてはならない。進学や職業、年金をはじめとする社会保障など各分野での男女差別の解消がそれであり、そのためにはまずもってジェンダー・ギャップへの認識の低さや理解の欠如をこそ改めなければならないであろう。

〔付記〕本稿は二〇二四年五月一八日に公益財団法人 日本証券経済研究所大阪研究所で行った研究報告「EUにおける金融ナリッジの現状と評価——ヨーロッパ委員会の調査結果のインプリケーション」をベースに作成したものである。当日参加され有益な教示を下された諸先生に改めて謝意を表したい。

参考文献

- ・ Alcaraz, Martina [2005], "L'OCDE cherche à améliorer l'éducation financière", *Le Monde*, 15 juillet.
- ・ Barrett, Claer [2023], "The first female financial education? Money is power", *Financial Times*, March 9. <https://www.ft.com>
- ・ Barrett, Claer [2024], "What women want their financial future to look like", *Financial Times*, March 9. <https://www.ft.com>
- ・ Berg, Aslak and Zach Meyers [2024], "Enrico Letta's Report: more than a market, but less than an agenda", Centre for European Reform (CER), London/Brussels/Berlin, 23 April. <https://cer.eu>
- ・ Demerizis, Maria, Luca Lévy Moffat, Annamaria Lusardi and Juan Mejino López [2024], "The state of financial knowledge in the European Union.", *Policy Brief*, Issue n° 04/24, Bruegel Institute, Bruxelles, February. <https://www.bruegel.org>
- ・ European Commission [2020], *Capital Markets Union 2020 Action Plan: A Capital Markets Union for People and Businesses*, Bruxelles, 16 September. <https://european-union.europa.eu>

- European Commission [2023a], *Retail Investment Strategy: Empowering retail investors on EU capital markets*, Bruxelles, May. <https://finance.ec.europa/publications>
- European Commission [2023b], "Monitoring the level of financial literacy in the EU", *Flash Eurobarometer Survey* 525, 18 July, Bruxelles: <https://europa.eu>
- Fay, Pierrick [2016], "Les français, champions d'Europe de l'épargne et bonnet d'âne de l'investissement", *Le Monde*, 26 mai.
- Gully, Hélène [2016], "La finance pour tous, nouvel objectif du gouvernement", *Le Monde*, 20 décembre.
- Il Sole 24 Ore [2024], "Letta: vergogna che l'Europa importi 180% delle armi. Sulle tci un disastro industriale Ue", 17 aprile: <https://ilsole24ore.com>
- La Finance pour tous/IEFP [2016], *Qu'est-ce que l'Éducation Financière?*, Institut pour l'Éducation Financière du Public (IEFP): <https://lafinancepourtous.com> (Le site pédagogique sur la monnaie et la finance)
- Letta, Enrico [2024], *Much More Than A Market: Empowering the single market to deliver the sustainable future and prosperity for all EU citizens: Letta Report*, Institut Jacques Delors/Jacques Delors Institute, Paris/ Berlin.
- McGuinness, Mairead [2022], "Improving financial literacy must be a priority for Europe", *Financial Times*, January 19: <https://www.ft.com>
- Martellini, Lionel [2019], "Eduquons les français à la finance". *Le Monde*, 30 mars.
- Muir, Martin [2024], "Financial education in England's schools <pyrrhic victory>", Martin Lewis says", *Financial Times*, March 6: <https://ft.com>
- OECD [2005], *Improving Financial Literacy: Analysis of Issues and Policies*, Organisation for Economic Co-operation and

Development, Paris.

・ OECD [2022], *Evaluation of National Strategies for Financial Literacy*, Paris, Organisation for Economic Co-operation and Development

・ Staton, Bethan [2023], "Britain's schools fail legal requirement to teach money matters", *Financial Times*, February 22. <https://www.ft.com>

・ Toute l'Europe [2022], "La libre circulation des capitaux et des services financiers", 28 janvier : <https://www.touteleurope.eu>

・ Toute l'Europe [2024], "Marché unique : l'ancien ministre italien Enrico Letta présente ses propositions aux Vingt Sept pour éviter le<décrochage> de l'économie européenne", 25 avril: <https://www.touteleurope.eu>

(なががわ たつひろ・著述業)

証研レポート既刊目録

No.1730 (2022.2) 米国S P A C市場の実情 ーナスダックによる分析ー	執筆者 吉川	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 ー株式投資型を中心にー	執筆者 松尾
F R B ・ 国債市場 ・ P T F	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・オーダーフローの規制について	清水	ー預金・MMF・FRBー	
米国株式オプション市場におけるP F O Fを巡る議論 ーその始まりから現在までー	志馬	世界の取引所取引の現況	吉川
		ーW F E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) デジタル技術の活用と証券ビジネスの新奇性 名古屋における店頭売買承認銘柄 ー昭和二〇～三〇年代の非上場株式市場ー	二上 松尾	No.1738 (2023.6) プライベート市場の拡大と「ゲートキーパー」 ナショナル・ストック・エクスチェンジ・オブ・インディア ー世界最大のデリバティブ取引所ー	二上 吉川
L M Eのニッケル取引をめぐる問題	吉川	S E C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S E C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S E CによるS I Pの改革提案と敗訴ー	
No.1732 (2022.6) アルケコス破綻 ー起訴文書等から見た実態ー	吉川	No.1739 (2023.8) 日本証券業協会の業態分析について	二上
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	クレディ・スイスのA T 1債をめぐる	伊豆
米国オプション市場におけるメイカー・テイカー制度をめぐる議論と状況	志馬	ーペイルイン再考ー	
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	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.1733 (2022.8) 証券リテールビジネスのD X (再論) ジェンダーレンス投資とジェンダーレンス投資ファンド 二%目標と異次元緩和政策	二上 松尾 伊豆	No.1740 (2023.10) 取引所二部開設と店頭売買銘柄登録制度 ー株式店頭市場の歴史的考察ー	松尾
E S Gファンドのパフォーマンス ーE S M Aによる分析結果の考察ー	吉川	G I F T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	
No.1734 (2022.10) わが国O T Cデリバティブ市場の現況 ー二〇二二年六月末B I S定例市場報告ー	吉川	米国株式市場の構造変化	志馬
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	ーゼロ・コミッション化の進展と店頭市場の拡大ー	
S E Cゲンスラー委員長のスピーチと「オークション」	志馬	No.1741 (2023.12) 「新店頭市場」とジャスダック証券取引所 ー非上場株式市場の歴史的考察ー	松尾
E D F (フランス電力) 再国有化のインプリケーション	中川	インドの個人投資家	吉川
		ーN S Eデータに基づく考察ー	
No.1735 (2022.12) ラップ・アカウントの現状について 資金余剰下の金利引き上げ ーFRBとMMFー	二上 伊豆	ダークプールでのH F Tの取引	清水
O T Cデリバティブ市場の現況 ー二〇二二年外為・デリバティブ・サーベイー	吉川	ポスト・ブレグジットの英国金融・証券セクター ー崖っぷちのシティーー	中川
		No.1742 (2024.2) グリーンシートと株主コミュニティ制度 ー非上場市場の歴史的考察ー	松尾
No.1736 (2023.2) クラウドファンディングの世界的概況 O T Cデリバティブ市場の現況2 ー二〇二二年六月末残高調査結果ー	松尾 吉川	F R Bのバランスシート縮小について	伊豆
ホールセラへの競争導入提案	清水	インドの個人による株式デリバティブ取引 ーインド証券取引委員会調査報告ー	吉川
独オプション市場における高頻度取引 (H F T) 抑制の取り組み ー非対称スピードバンプの導入ー	志馬	米国株式取引の取引所市場と店頭市場の取引シェア ー取引市場はどのように選択されているのかー	志馬
敵対的買収における強圧性について	梅本	No.1743 (2024.4) P T Fのディーラー登録をめぐる ー米国国債市場の課題と対応ー	伊豆
		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 ーO B O / N O B OとForm13Fー	福本

証研レポート第一七四四号
二〇二四年六月十日発行
(偶数月第二月曜日発行)

2024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%)