

**証 研**

# レポート

No.1749

---

2025年4月

「基調的な物価上昇率」について

伊豆 久（1）

株価調整局面のインド株式市場

～取引量と取引主体の変化に関する考察～ 吉川 真裕（16）

各国の証券決済期間T+1への短縮化

福本 葵（26）

MBO等における公開買付けの買付下限

～マジョリティ・オブ・マイノリティと三分の二下限～ 梅本 剛正（39）

# 「基調的な物価上昇率」について

はじめに

物価の上昇が続いている。現在のインフレの特徴の一つは「食品」の値上がり激しいことで、上昇率は七・六％に達している（今年二月、前年同月比）。総合指数では三・七％、日銀が重視する「生鮮食品を除く総合」でも三・〇％である（図表1）。

日銀が「物価安定の目標」としている二％を、二二年四月以降三年にわたって上回っているのであるから、目標は持続的安定的に実現したように思われるが、日銀の判断は異なる。政策金利は昨年来引き上げられてきたとはいえ〇・五％にとどまり、実質金利はマイナスのままである。その理由について日銀の内田副総裁は、先月の講演会で「①現在の物価上昇にはまだグローバルなインフレによるコストプッシュの影響が残っていて、それはいずれ減衰していく、②賃金上昇を伴う形で物価が上昇するという『基調的な物価上昇率』はまだ二％に至っていない」と述べている<sup>(1)</sup>。

図表1 消費者物価指数



(注) 2019年1月～25年2月、月次、前年同月比。  
(出所) 消費者物価指数（総務省）より作成。

伊豆  
久

確かに、金融政策は効果の発現に時間を要するため、物価の一时的な変動に振り回されるべきではない。そのため、総合指数で示される物価から一时的な要因を除いた「基調的な」変化を見ることが必要となる。

しかしながら、最近の日銀の説明する「基調的な物価上昇率」は、以前とその内容や性格が変化しているように思われる。また、生鮮食品や帰属家賃など、従来の扱いでよいのか疑問の残る点も少なくない。

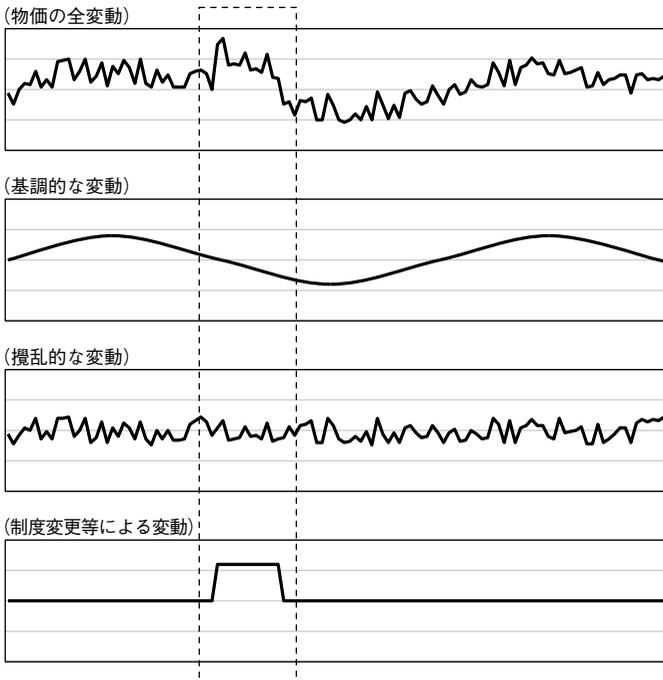
「基調的な物価上昇率」をカギに、最近の日銀の考え方を探ってみよう。

## 1 かつての「基調的な物価上昇率」論

はじめに、かつての日銀の「基調的な物価上昇率」を見てみよう。

図表2は、二〇〇六年の日銀のレポートに掲載された「基調的な物価上昇率」の概念図である。それによると、消費者物価の総合指数は、以下の算式のように分解可能である。

図表2 基調的な変動の抽出



(出所) 白塚重典(企画局)「消費者物価指数のコア指標」『日銀レビュー』2006年4月、2頁、図表2、同「消費者物価コア指標のパフォーマンスについて」『日銀レビュー』2015年11月、3頁、図表3。

【物価の全変動】 Ⅱ 【基調的な変動】 + 【攪乱的な変動】 + 【制度変更等による変動】

【攪乱的な変動】とは、天候不順による生鮮食品価格の変動など、基調とは区別される一時的な物価の変動を指す。また【制度変更等による変動】とは、消費税の引き上げや公共料金の値上げのように、一時的に物価（消費者の実際の購入価格）を押し上げるものの、一年が経過すれば前年同月比で計測される物価への影響が消失する要因である。図表2の点線枠内が示すように、この期間、総合指数が上昇しているが、それは制度変更等による一年限りの現象であり、物価の基調が上昇したわけではない。

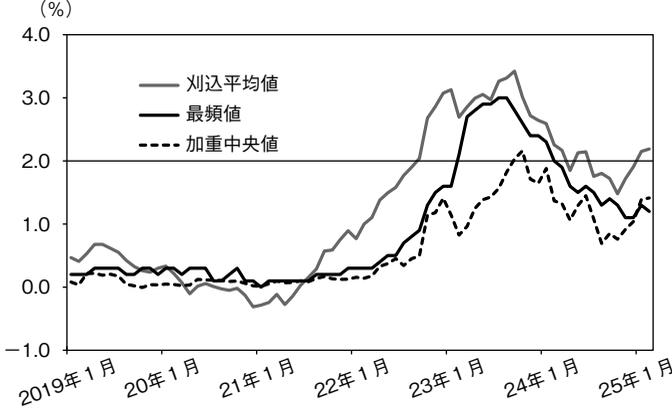
そして「基調的な物価上昇率」は、総合指数から、こうした一時的な要因や制度変更による要因を除くことで把握可能となる、経済実勢を反映した物価変動のことである。

実際には、（制度変更による要因はともかく）何が一時的な要因であるかの判断は難しく、例えば、日銀は「生鮮食品を除く総合指数」を重視しているが、米国FRBは「食品とエネルギーを除く総合指数」をコア指数としている。多くを除外すればより「基調」に近づけるかもしれないが、そうすると平均的な消費者が実際に購入する「商品バスケット」から離れてしまうという問題もある。

そうした実務上の問題は残るとはいえ、概念上は、「基調的な物価上昇率」は以上のように整理され、全く同じ図表が二〇一五年のレポート（図表2の出所参照）に再掲されていることから、この考え方が日銀において長く支持されてきたと思われる。

日銀が公表している「基調的なインフレ率を捕捉するための指標」もこうした考え方を延長したものであろう（図表3・4）。上下に価格変動の大きなもの各一〇%を除いたり（刈込平均値）、品目別の価格変動率を〇・

図表3 物価の基調的な変動



(注) 前年同月比、2019年1月-25年2月。

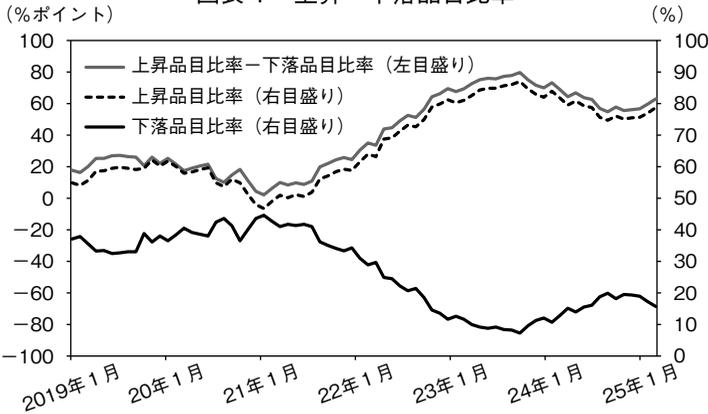
刈込平均値：品目別価格変動分布の上下各10%を控除した値。

最頻値：品目別価格変動分布において最も頻度の高い価格変化率。

加重中央値：価格上昇率の高い順にウエイトを累積して50%近傍にある値。

(出所) 日本銀行「消費者物価の基調的な変動」。

図表4 上昇・下落品目比率



(注) 2019年1月-25年2月。生鮮食品を除く総合。

上昇・下落品目比率：前年同月比で上昇・下落した品目の割合。

(出所) 図表3に同じ。

一%刻みで並べた時の最多の変動率を抽出したり(最頻値) することで、基調的な変化を探ろうとしている<sup>(2)</sup>。そしてこれらを見ると、「刈込平均値」は二三年後半に、「最頻値」も二三年初めには二%を超えている。つまり、日銀自身のこうした従来からの考え方にもとづけば、「基調的な物価上昇率」は遅くとも二三年初めには目

標とする二%を上回っていたのではないかと思われるが、にもかかわらず日銀は、現在でも「基調」はまだ二%に達していないとしている。そうした判断の背景には、「基調的な物価上昇率」の考え方そのものの変化があるように思われる。

## 2 現在の「基調的な物価上昇率」論

植田総裁は、(総合指数は二%を超えているものの)「基調的な物価上昇率」は二%を下回っていることを繰り返して主張してきた。そして先月には、その説明を一步進めて「(基調的な物価上昇率は)一%以上、二%は下回る」と、上下の範囲を具体的に示している。<sup>(3)</sup> その数値の根拠はどこにあるのだろうか。

それについては、内田副総裁が、先に引用した先月の講演の中で根拠となる資料として昨年四月の『展望レポート』内のコラムを指示している。<sup>(4)</sup> <sup>(5)</sup> それを見てみよう。

そのコラムは、まず、

今次局面では、①輸入物価の大幅上昇を起点とした物価上昇——コストプッシュによる物価上昇——と、②こうしたもとの企業の賃金・価格設定行動の変化を受けた賃金上昇を伴う物価上昇——賃金と物価の好循環の強まり——、という二つの変化が生じているため(中略)、②の動きを抽出することが、物価の基調を捉えるうえで重要である。

とした上で、そのための三つのアプローチを紹介している。

第一は、物価統計から、①輸入物価などの一時的な変動の影響を受けにくい指標や、②人件費の変動などの動きを反映した指標を作成するアプローチである。前者については（中略）、今次局面では、輸入物価の上昇を起点に、きわめて広範な品目で物価が大きく上昇したため、これらの指標（従来日銀が用いてきたコア指数や刈込平均値等）も、消費者物価指数そのものと同様に、大幅に上昇した。そこで、日本銀行では、新たに、品目別に変動率の高低に応じて分類し、一時的な要因の影響をより受けにくい「低変動品目」を抽出して分析している。（中略）

後者については、例えば、一定のモデルで消費者物価の変動のうち「賃金要因」とみなしうる部分を抽出する方法や、コスト構造に占める人件費の割合が高いサービス価格のトレンドを抽出する方法が考えられる。（丸括弧内と傍線は引用者）

以上が一つ目のアプローチで、二つ目は予想物価上昇率に着目したアプローチであるが、ここでは、様々な経済主体・年限によるデータを統計的手法で集約した合成指標が作成されている。三つ目のアプローチでは、経済モデルを構築してトレンドインフレ率（経済に追加的なショックが生じない場合の、物価上昇率の長期収束値）が推計されている。

そしてこれら三つのアプローチの結果を示すグラフは、いずれも二一年頃から「基調的な物価上昇率」が上昇してはいるものの、現状一％程度から二％程度の間にとどまっていることを示しているのである。日銀の、基調はまだ二％に達していない、との見解はこうしたデータをベースにしているものと思われる。

### 3 いくつかの疑問

しかし、以上の考え方にはいくつか疑問が残る。

まず、第一のアプローチでは、輸入インフレがこれまでになく広範囲に広がったことから、その影響を受けなかった「低変動品目」（変動率低位三分の二）が抽出されているのであるが、対象品目の三分の二を切り捨てて変動しない商品三分の一だけを取り出せば、それが変動していないのは当然のように思われる。むしろ問われるべきは、従来一時的かつ狭い範囲にとどまっていた輸入インフレの影響が、今回はなぜ長期化し広範囲に及ぶようになったのか、ではないだろうか。

また、この「基調的な物価上昇率」論では、物価上昇の要因の「外生性」（輸入物価由来）と「内生性」（賃金由来）の区別が過度に重視される一方で、その持続性（「一時的」か「持続的」か）の区別が相対的に軽視されているように思われる。

確かに一般的には、円安や輸入物価の上昇といった外生的要因による物価上昇は、国富の流出が国内の購買力を低下させるため、一時的なものとなりやすい。他方で、賃金の上昇という内生的な変化は、消費需要の面からも企業の生産コストの面からも物価を押し上げ、その物価上昇がさらに賃上げニーズを高めるという循環を招き長期化しやすい。

しかしながら、今回のインフレの最重要の特徴は、こうした外生的 $\parallel$ 一時的 $\vee$ という傾向が崩れ、外生的であるにもかかわらず持続的となっているところにあるように思われる。にもかかわらず、前述のコラムでは、賃金の上昇のみが「基調」を上昇させるものとされ、輸入物価の影響力の持続性が軽視されているように見える。「基調的な物価上昇率」を考える上で重要なのは、それが「持続的」であるか否かであり、その要因が内生的で

あるか否かは二次的なものではないだろうか。ちなみに、図表2の出所にあげている日銀のかつてのレポート二本は、賃金には全く言及していない。物価の基調を考える上で重要なのは、攪乱的（一時的）要因を取り除くことであり、それが何に由来するかは直接的な問題ではないからであろう。

第二のアプローチでは、予想物価上昇率が取り上げられているが、日銀が昨年末に発表した『多角的レビュー』でも、日本の予想物価上昇率の形成は「適合的」であることが繰り返し確認されている。<sup>(6)</sup>つまり、現在までのインフレ率から今後を予想しているのであり、となれば、そこにそれ以上の意味を求めるのは生産的ではないように思われる。

第三のアプローチのモデルによる「トレンドインフレ率」の推計については、コラム自身が「前提としているモデルの仮定によるところが大きいことや、新たなデータが更新されるたびに推計結果が変わりうる点も踏まえ、幅をもってみる必要がある」としている。さらに、三〇年ぶりのインフレとなると、過去のデータにもとづく推計がどの程度現実的な意味をもつのか、慎重な取扱いが必要であろう。

#### 4 輸入インフレの長期化と賃金の上昇

では、今回のインフレは、輸入物価を起点としているにもかかわらず、なぜこのように長期化しているのだろうか。

今回の輸入インフレは、①二一年からのコロナ後の経済活動の再開にともなう需要の急回復、②一方での供給側の、コロナの影響による生産・流通の混乱の継続、③二二年初めからのロシア・ウクライナ戦争、④二二年三月からの米国FRBの急激な利上げによる円安の進行、と多くの要因が重なったことから、その規模も期間も異

例のものとなった。その上、日銀が、輸入物価の上昇による「第一の力」は物価の基調を上昇させるものではないとして、金融緩和を継続する姿勢を強調してきたことが、さらなる円安を促し輸入物価を押し上げた。

例えばリーマン・ショック前後（二〇〇七―一〇年）の輸入物価の推移と比較してみると、今回は、上昇幅がさらに大きく、またその後の下落は小さくかつ短期間である。そのため、輸入物価は、コロナ前と比較すると大きく上昇したままなのである。

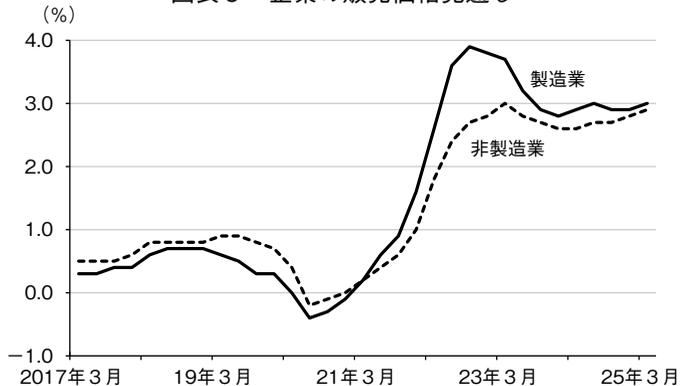
そしてこうした大幅かつ長期にわたる輸入物価の上昇が、企業の価格設定行動をも大きく変えたのではないだろうか。図表6は企業の販売価格見通しを示したものであるが、一年後を尋ねたものであるため、予想インフレ

図表5 輸入物価指数



(注) 総平均、円ベース。1999年1月-2025年2月、月次、前年同月比。  
(出所) 日銀時系列データより作成。

図表6 企業の販売価格見通し



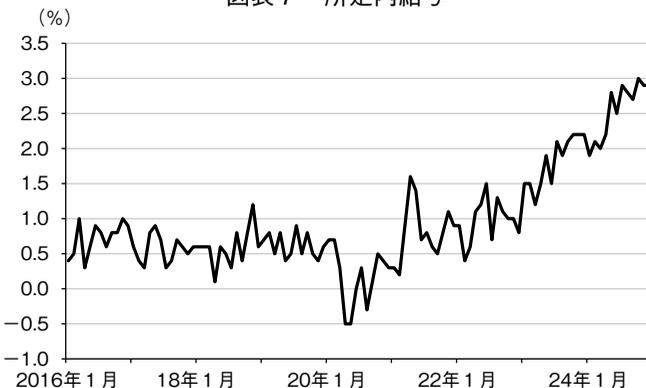
(注) 現状と比較した一年後の変化率。全規模。2017年3月-25年3月、四半期。  
(出所) 日銀時系列データ（短観）より作成。

率というより実際の販売計画に近いであろう。輸入物価の上昇を受け値上げが可能であると判断されているのである。消費者は、売れ行きが好調であるからという理由では値上げを容認しがたいが、全般的な仕入れ価格（非輸入物価）の上昇は相対的に受け入れやすいとされる。「輸入物価を起点とする生産コストの上昇が値上げの主な原因」だった可能性が高い。<sup>(8)</sup>

こうした状況を受け、日銀も、二四年七月以降の金融政策決定会合では、「このところ、企業の賃金・価格設定行動が積極化するも」とで、過去と比べると、為替の変動が物価に影響を及ぼしやすくなっている面がある」との見解を毎回確認・公表している。<sup>(9)</sup>しかしそれまでは、それに該当する部分の文言は、「金融・為替市場の動向やそのわが国経済・物価への影響を、十分注視する必要がある」とにとどまっていた。図表5・6を見ると、円安の輸入物価や企業の価格設定行動への影響は、むしろ二二年から二三年にかけてのほうが強かったように思われるが、当初はそれを軽視しており、円安や日銀への批判が高まった段階で、円安の影響を強調した文言に修正されたのではないだろうか。この二年近いタイミングのズレは大きな意味をもったように思われる。

そしてこうした輸入インフレの影響拡大に、三〇年ぶりと言われる賃金上昇が加わる。ただしそれは、（日銀が想定していると思わ

図表7 所定内給与



(注) 所定内給与、共通事業所ベース。2016年1月～24年12月、月次、前年同月比。

(出所) 毎月勤労統計（厚生労働省）より作成。

れる) 低金利政策による景気や企業収益の改善に由来するというより、単純に人手不足によるものであろう。すなわち、少子高齢化、女性・高齢者層の余剰労働力の枯渇、「働き方改革」の実施が、企業に人材確保のための賃上げを迫っているのである。

それは確かに、持続的なものになると思われるが、物価の上昇に遅れかつ幅も相対的に小さいため、実質賃金はほぼマイナスが続いている。

## 5 生鮮食品と帰属家賃の扱い

「基調的な物価上昇率」を考える際、他にもいくつかの問題がある。ここでは、生鮮食品と帰属家賃の問題を取り上げてみたい。

### ① 生鮮食品価格の持続的な上昇

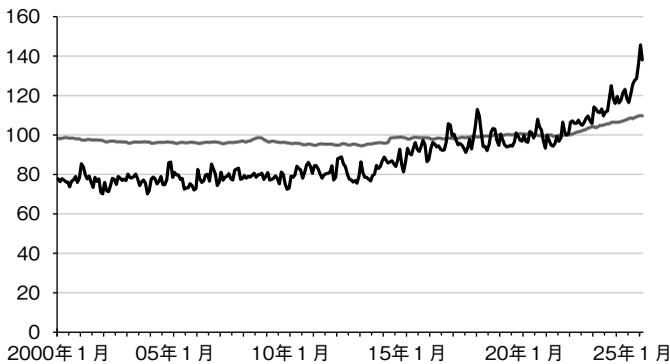
「基調」を推計する際、生鮮食品を除くことは当然

図表8 消費者物価指数 (前年同月比)



(注) 2000年1月-25年2月、月次。  
(出所) 消費者物価指数 (総務省) より作成。

図表9 消費者物価指数 (2020年平均=100)



(注) 2000年1月-25年2月、月次。  
(出所) 図表8に同じ。

のことと見られてきたが、それに対して大きな疑問が投げかけられている。<sup>(10)</sup>

図表8が示すように、確かに生鮮食品の価格変動は激しく、物価の基調を見る上ではそれを除くことが望ましいように思われる。しかしながら、図表8の右端部分（二一年以降）をよく見ると、生鮮食品が大きく変動しながらも「生鮮食品を除く総合」を常に上回っていることがわかる。それは、指数そのものの推移を示した図表9を見るとより鮮明となる。生鮮食品の価格は二〇一五年頃までほとんど横ばいであったが、それ以降、（絶対値でも「生鮮食品を除く総合」との相対値でも）傾向的に上昇するようになり、とりわけ足元で急激に伸びているのである。<sup>(11)</sup>

こうした事実を踏まえると、「基調的な物価上昇率」を探る上で、生鮮食品を除くことが本当に望ましいのか、慎重な検討が必要であろう。ここでも、やはり重要なのは、価格上昇の論理（内生か外生か）ではなくその持続性の有無なのである。

## ② 帰属家賃問題

帰属家賃とは、持ち家の家賃を「自分が自分に払っているサービスマン価格」として計算したもので、日本の消費者物価指数では一五・八%という非常に高いウェイトを占めている。<sup>(12)</sup>

帰属家賃の問題は、それが生活者に実感しにくいというだけではない。日本の帰属家賃は品質調整がなされていないのである。品質調整とは、例えば、昨年と同じ一〇万円のパソコンでも、性能が一〇%向上しているならば、同一の性能に比べて価格は安くなっていると見て、物価計測上その分を割安に調整して扱うことを意味する。ところが家賃の計算においては、この品質調整がなされていない。品質調整がなされるなら、名目家賃は同

じでも住宅の「品質」は毎年わずかず劣化しているため、物価統計上の家賃は上昇するはずである。しかし、品質調整がなされないため、名目家賃が変わらなければ統計上の家賃も変化しない（上昇しない）のである。

そのため、図表10が示すように、帰属家賃はほとんど変化しておらず、したがって、帰属家賃を除いて計測した物価は、それを含む総合指数より〇・五%ほど高いことになる。こちらが、より生活実感に近いであろう。

問題はそれだけではない。実は、米国では家賃でも品質調整が実施されているため、その価格は一定の変動を示している。またユーロ圏ではそもそも消費者物価指数に帰属家賃を含んでいない。物価安定の目標を二%とした際の理由の一つは、「それが国際標準だから」というものであったが、その前提が成り立っていないのである。

### おわりに

以上のように見てくると、物価の基調は一%以上二%未満であるとする、現在の日銀の説明には十分な説得力がないように思われる。

一〇年を超える異次元の緩和政策を経た後の利上げが少しずつ慎重に進める他ないのは当然であろう。しかし

図表10 消費者物価指数



(注) 2019年1月-25年2月、月次、前年同月比。  
(出所) 図表8に同じ。

ながら、この三年を超える物価上昇の過程で、日銀はいくつもの機会を逸したのではないだろうか。<sup>(13)</sup>

注

- (1) 内田眞一「最近の金融経済情勢と金融政策運営」講演録、二〇二五年三月五日、四―五頁。
- (2) 図表2の出所文献の他、川本卓司・中浜萌・法眼吉彦（調査統計局）「消費者物価コア指標とその特性―景気変動との関係を中心に―」「日銀レビュー」二〇一五年一月参照。
- (3) 植田和男「総裁定例記者会見」二〇二五年三月一九日、五頁。
- (4) 日銀『経済・物価情勢の展望』二〇二四年四月、四二―四五頁（BOX4）『物価の基調』の捉え方。
- (5) 前掲「最近の金融経済情勢と金融政策運営」図表9脚注。
- (6) 日銀『金融政策の多角的レビュー』二〇二四年二月、四、二二、四〇―四一、四七頁。また、外部有識者の講評の多くも、この点については同意見である。
- (7) 日銀の「第一の力」、「第二の力」については、拙稿「日銀はなぜ急変したのか？」本誌二〇二四年八月号参照。
- (8) 吉川洋・山口廣秀・阿部将「物価とインフレーションのメカニズム」日興リサーチセンター、二〇二四年五月八日、一八頁。
- (9) 決定会合公表文または『経済・物価情勢の展望・基本的見解』。
- (10) 河田皓史「高騰し続ける生鮮食品価格―本当に物価の基調判断から除くべきなのか？」「みずほインサイト」（みずほリサーチ&テクノロジーズ）二〇二四年七月二二日。
- (11) 生鮮食品のこうした継続的な上昇について、上記レポートは、気候変動とそれによる天候不順の増加が最大の原因で

あるとしながらも、他にも、「①日本食の人気上昇による寿司ネタ需要の高まり、②（気候変動以外の要因による）水産資源の枯渇、③果物の高付加価値化（ブランド化）、④第一次産業における深刻な人手不足を背景とする労務コストの増加、⑤電気代やガソリン代などのエネルギーコスト上昇、⑥為替円安による輸入品価格上昇」などが考えられるとしている。

- (12) 帰属家賃の問題は以前からよく知られており、日銀は総務省に品質調整の実施を申し込んでいるが、いまだ実現していない。西村清彦「経済教室…帰属家賃、物価下押し要因に」『日本経済新聞』二〇一五年七月六日、渡辺務「経済教室…家賃は『品質調整前』に」『日本経済新聞』二〇一五年八月二六日参照。また、日銀の金融政策決定会合においても、「帰属家賃を除く」の重要性を指摘する意見はあり、例えば二〇一四年一二月の会合では、石田浩二審議委員から、「物価安定目標は擬制的な支出である帰属家賃を除くベースの指数を中心にみていく、ということを明確にすべき」との発言がなされているが、少数意見にとどまっている（金融政策決定会合議事録二〇一四年一月一八—一九日）九二頁）。

- (13) 脱稿後、山本謙三「国民と日銀の物価感はなぜこும்ズれるのか（一）…「基調的な物価上昇率」のワナ…基調はすでに三％」二〇二五年三月三十一日、「国民と日銀の物価感はなぜこும்ズれるのか（二）…物価高対策は中央銀行の仕事」四月一日（www.kyinitative.jp）に接した。そこでは、①日銀が二二年春以降「基調的な物価上昇率」の意味合いを変えたこと、②「以後、『基調的な物価上昇率』は、政策変更をゆつくり行うための材料として使われてきた」こと、③「基調」を探るより適切な方法として総合指数の一二月・二四ヶ月の移動平均が考えられること等が、説得的に示されている。

## 株価調整局面のインド株式市場

### ↳取引量と取引主体の変化に関する考察↳

吉川 真裕

近年の株価上昇と取引急増を経験したインドの株式市場が二〇二四年九月二六日をピークとして調整を続けている。取引急増の象徴であった株価指数オプション取引に対して規制が強化され、取引が減少していることも大きい。この株価調整局面では取引対象ごとに取引減少度合いに大きな違いがあつて興味深い。本稿ではナショナル・ストック・エクスチェンジ・オブ・インディア（NSE）のデータに基づいてインドの株式市場における取引量と取引主体の変化について考察する<sup>(1)</sup>。

なお、インド証券取引委員会（SEBI）が一〇月一日に公表した株価指数デリバティブ取引規制は、①五〇万ルピーから一〇〇万ルピーであった想定元本の一五〇万ルピーから二〇〇万ルピーへの引き上げ（一一月二〇日）、②ウィークリーの株価指数オプションを取引所ごとに一つに削減（一一月二〇日）、③満期日に二%追加証拠金の適用（一一月二〇日）、④カレンダーズプレッド取引の証拠金削減を満期日には適用しないこと（二月一〇日）、⑤オプション取引の代金事前徴収（二月一〇日）、⑥投資家の五%ポジション制限・ブローカーの一五%ポジション制限の日中適用（四月一日）であつた<sup>(2)</sup>。

# 1 概要

図表1はニフティ50株価指数の推移を、図表2はNSEの平均売買代金の推移を月間で、図表3はNSEの平均売買代金の推移を年間でそれぞれ表わしている。

まず、図表1をみると二〇二四年九月以降に株価は下落傾向にあるが、長期のトレンドからみるとまだ下落期に入ったとは言えないことがわかる。

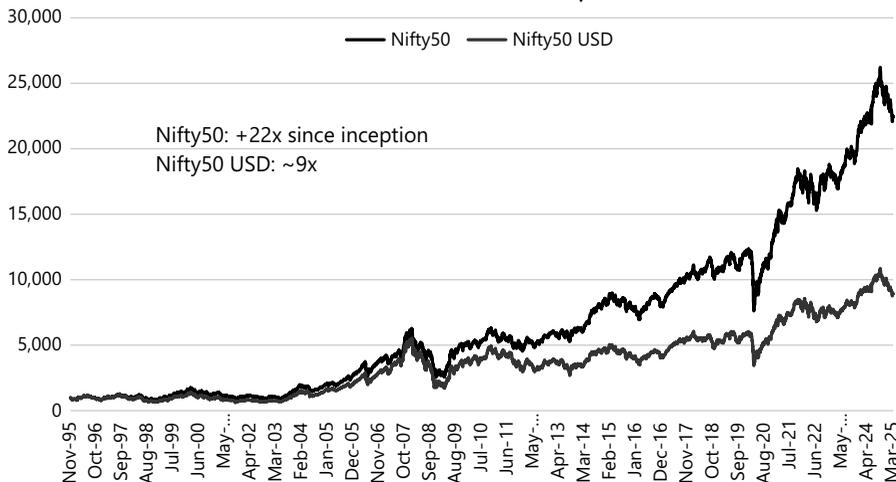
次に図表2で二〇二四年九月と二〇二五年二月の値を比べてみると、通貨先物と商品オプションを除いて売買代金が減少していることがわかる。

他方、図表3で二〇二四年度（四月から三月まで）と二〇二五年度（四月から二月まで）の値を比べてみると、株価指数オプション、通貨先物、通貨オプション、商品先物を除いて売買代金は増加していることがわかる。したがって、月間ベースでは株価が下落に転じた九月以降に売買代金は減少傾向にあるが、年間ベースではまだ売買代金が減少する局面に入ったとは言えないことがわかる。

図表1 ニフティ50株価指数の推移

Figure 162: Nifty 50 and Nifty 50 USD since inception

Movement in Nifty50 and Nifty50 USD since inception  
Rebased to 1000 on November 3rd, 1995



Source: Nifty Indices, NSE EPR.

図表2 NSEにおける平均売買代金の推移1（月間）

Table 59: Average daily turnover across segments in the last six months (Sep'24-Feb'25)

Segment (Rs crore)	Sep-24	Oct-24	Nov-24	Dec-24	Jan-25	Feb-25
<b>Cash market</b>	<b>1,21,875</b>	<b>1,06,959</b>	<b>1,00,853</b>	<b>1,04,087</b>	<b>96,167</b>	<b>91,661</b>
<b>Equity Futures</b>	<b>1,96,545</b>	<b>1,86,562</b>	<b>1,71,093</b>	<b>1,57,048</b>	<b>1,64,977</b>	<b>1,59,635</b>
Stock Futures	1,62,609	1,51,962	1,37,706	1,26,884	1,33,906	1,27,210
Index Futures	33,936	34,601	33,388	30,164	31,071	32,425
<b>Equity Options (Premium)</b>	<b>62,432</b>	<b>69,974</b>	<b>61,000</b>	<b>52,470</b>	<b>53,499</b>	<b>47,903</b>
Stock Options (Premium)	8,304	7,818	6,710	6,750	8,346	7,424
Index Options (Premium)	54,127	62,156	54,290	45,720	45,154	40,479
<b>Currency derivatives</b>				—	—	—
Currency Futures	3,201	6,845	5,473	7,241	6,296	5,494
Currency Options (Premium)	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
<b>Interest rate derivatives</b>	<b>115</b>	<b>123</b>	<b>118</b>	<b>106</b>	<b>98</b>	<b>113</b>
<b>Commodity derivatives</b>						
Commodity Futures	1.4	0.9	0.7	0.8	2.1	1.3
Commodity Options (Premium)	13.8	18.4	12.5	15.4	26.6	36.0

Source: NSE EPR.

図表3 NSEにおける平均売買代金の推移2（年間）

Table 60: Average daily turnover across segments (FY20 to FY25TD)

Segment (Rs crore)	FY20	FY21	FY22	FY23	FY24	FY25TD
<b>Cash market</b>	<b>36,432</b>	<b>61,839</b>	<b>66,799</b>	<b>53,434</b>	<b>81,721</b>	<b>1,14,142</b>
<b>Equity Futures</b>	<b>87,255</b>	<b>1,09,020</b>	<b>1,18,824</b>	<b>1,14,831</b>	<b>1,34,000</b>	<b>1,88,316</b>
Stock Futures	60,222	72,684	84,834	76,596	1,03,849	1,52,812
Index Futures	27,034	36,336	33,989	38,236	30,151	35,504
<b>Equity Options (Premium)</b>	<b>5,295</b>	<b>12,887</b>	<b>27,747</b>	<b>47,744</b>	<b>61,779</b>	<b>63,392</b>
Stock Options (Premium)	925	2,327	4,189	3,746	5,602	8,043
Index Options (Premium)	4,371	10,560	23,558	43,998	56,177	55,350
<b>Currency derivatives</b>						
Currency Futures	19,931	23,338	29,282	41,288	29,883	5,831
Currency Options (Premium)	54	60	104	194	126	2
<b>Interest rate derivatives</b>	<b>1,485</b>	<b>398</b>	<b>109</b>	<b>107</b>	<b>123</b>	<b>105</b>
<b>Commodity derivatives</b>						
Commodity Futures	24.6	21.5	8.8	0.1	21.4	0.9
Commodity Options (Premium)	—	1.1	0.5	0.4	2.1	15.1

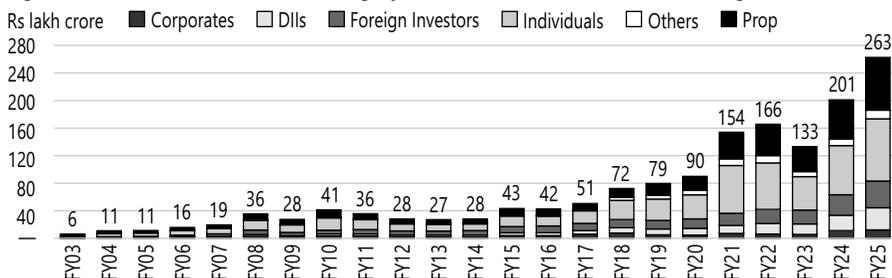
Source: NSE EPR. FY25TD data is as of Feb'25.

## 2 現物取引と株式デリバティブ取引

図表4はNSEにおける顧客の株式取引の推移を年間でベースで表わしている。図表2で二〇二四年九月と二〇二五年二月の値を比べてみると売買代金は二五%減少していたが、図表3で二〇二四年度と二〇二五年度の値を比べてみると売買代金は四〇%増加しており、株価調整局面で売買代金は下落傾向にあるが、トレンドとしては大幅な増加傾向にあることが確認できる。二〇二五年度における投資家の売買代金をみると個人が三四%、プロップが二九%、外国人が一五%、国内機関投資家が一二%、事業法人が五%、その他が五%となっており、二〇二四年度と比較してみると国内機関投資家が一・三%、プロップが一%、外国人が〇・三%上昇し、個人が一・四%、事業法人が一%、その他が〇・二%低下していた。個人やプロップの取引が多く、外国人や国内機関投資家の取引が少ないという途上国によく見られる取引主体構成となっているが、年間ベースでは取引主体の構成に大きな変化はみられていない。

図表4 NSEの顧客による株式売買の推移

Figure 272: Annual trends in client category-wise turnover in NSE cash market segment



Source: NSE EPR.

Notes: 1. Client categories provided here are based on client category classification uploaded by the trading members in the UCC (Unique Client Code) system. The turnover data is based on client codes entered by trading members at the time of order entry and the corresponding client category classification provided by trading members in the UCC system. This is provisional data and subject to change, inter-alia, on account of custodial trade confirmation process, client code modifications etc.

2. DII -Bank, Insurance companies, Mutual Funds, Domestic Financial Institution (Other than banks & insurance), Domestic Venture Capital Funds, AIFs, PMS clients, New Pension Systems and NBFC; Foreign investors (FIs) - Foreign Institutional Investors, Foreign Portfolio Investors all categories, Foreign Direct Investors, Foreign Venture Capital Investors, Depository receipts, Foreign Nationals (FN), Qualified foreign investor, Eligible Foreign Entity and OCBs; Corporate - Public & Private Companies / Bodies Corporate; Individual - Individual / Proprietorship firms, HUF and NRI; Others - Partnership Firm/ Limited Liability Partnership; Trust / Society, Statutory Bodies, Non Govt Organization etc.; Prop - PRO Trades.

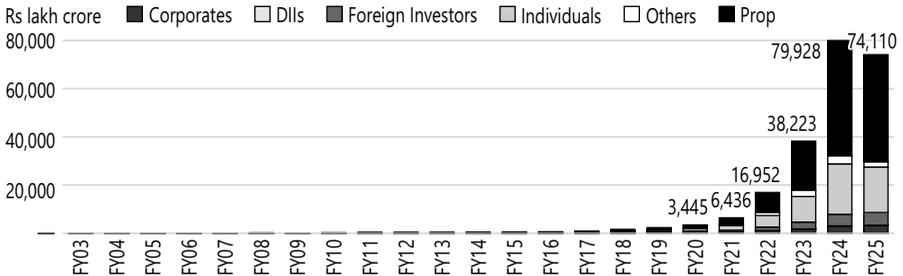
3. Above data represents share in single-side turnover i.e., (buy-side turnover + sell-side turnover)/2.

4. Data for FY25 is as of Feb'25.

図表5はNSEにおける顧客の株式デリバティブ取引の推移を年間ベースで表わしている。二〇二四年度と二〇二五年度の値を比べてみると売買代金は七%低下していたが、近年の急激な増加を考えると数年間低下しても趨勢的な増加傾向は変わりそうにないことがわかる。二〇二五年度における投資家の売買代金をみるとプロップが六〇%、個人が二六%、外国人が七%、事業法人が四%、その他が三%、国内機関投資家が〇・一%となっており、二〇二四年度と比較してみると外国人が一・二%、事業法人が〇・五%、プロップが〇・四%、国内機関投資家が〇・五%上昇し、その他が一・四%、個人が〇・九%低下していた。現物取引と同様に年間ベースで取引主体の構成に大きな変化はみられていないが、現物市場と比較すると、プロップが三一%多く、国内機関投資家が一二%、個人が九%、外国人が八%、その他が二%、事業法人が〇・四%少なく、プロップの取引が多いことが特徴で個人の取引が現物市場以上に多いとは言えないことがわかる。

図表5 NSEの顧客による株式デリバティブ取引の推移

Figure 274: Annual trends in client category-wise notional turnover in Equity derivatives



Source: NSE EPR.

Notes: 1. Client categories provided here are based on client category classification uploaded by the trading members in the UCC (Unique Client Code) system. The turnover data is based on client codes entered by trading members at the time of order entry and the corresponding client category classification provided by trading members in the UCC system. This is provisional data and subject to change, inter-alia, on account of custodial trade confirmation process, client code modifications etc.

2. DII -Bank, Insurance companies, Mutual Funds, Domestic Financial Institution (Other than banks & insurance), Domestic Venture Capital Funds, AIFs, PMS clients, New Pension Systems and NBFC; Foreign investors (FIs) - Foreign Institutional Investors, Foreign Portfolio Investors all categories, Foreign Direct Investors, Foreign Venture Capital Investors, Depository receipts, Foreign Nationals (FN), Qualified foreign investor, Eligible Foreign Entity and OCBs; Corporate - Public & Private Companies / Bodies Corporate; Individual - Individual / Proprietorship firms, HUF and NRI; Others - Partnership Firm/ Limited Liability Partnership; Trust / Society, Statutory Bodies, Non Govt Organization etc.; Prop - PRO Trades.

3. Above data represents share in single-side turnover i.e., (buy-side turnover + sell-side turnover)/2.

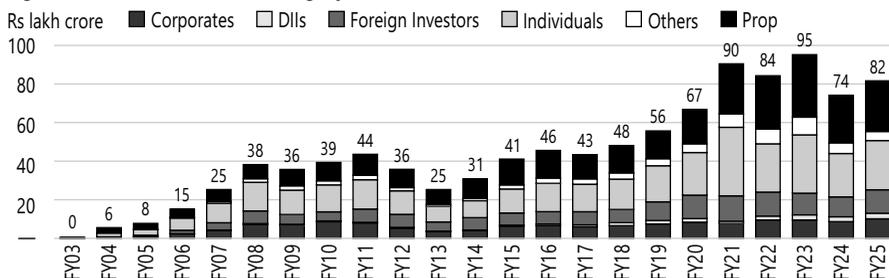
4. FY25 is as of Feb'25.

### 3 株式指数先物取引

図表6はNSEにおける顧客の株価指数先物取引の推移を年間ベースで表わしている。二〇二四年度と二〇二五年度の値を比べてみると売買代金は三八%増加しており、株式デリバティブ取引とは大きく異なっていることがわかる。二〇二五年度における投資家の売買代金をみるとプロップが三二%、個人が三一%、外国人が一五%、事業法人が七%、その他が六%、国内機関投資家が四%となっており、二〇二四年度と比較してみると外国人が一・〇%、個人が〇・九%、事業法人が〇・八%、国内機関投資家が〇・一%上昇し、その他が一・七%、プロップが一・一%低下していた。年間ベースで取引主体の構成に大きな変化はみられていないが、株式デリバティブ取引と比較するとプロップだけが二八%少なく、事業法人が八%、外国人が八%、個人が六%、国内機関投資家が三%、その他が三%多く、現物市場に近い構成となっていることがわかる。

図表6 NSEの顧客による株価指数先物取引の推移

Figure 280: Annual trends in category-wise client turnover in Index Futures at NSE



Source: NSE EPR.

Notes: 1. Client categories provided here are based on client category classification uploaded by the trading members in the UCC (Unique Client Code) system. The turnover data is based on client codes entered by trading members at the time of order entry and the corresponding client category classification provided by trading members in the UCC system. This is provisional data and subject to change, inter-alia, on account of custodial trade confirmation process, client code modifications etc.

2. DII -Bank, Insurance companies, Mutual Funds, Domestic Financial Institution (Other than banks & insurance), Domestic Venture Capital Funds, AIFs, PMS clients, New Pension Systems and NBFC; Foreign investors (FIs) - Foreign Institutional Investors, Foreign Portfolio Investors all categories, Foreign Direct Investors, Foreign Venture Capital Investors, Depository receipts, Foreign Nationals (FN), Qualified foreign investor, Eligible Foreign Entity and OCBs; Corporate - Public & Private Companies / Bodies Corporate; Individual - Individual / Proprietorship firms, HUF and NRI; Others - Partnership Firm/ Limited Liability Partnership; Trust / Society, Statutory Bodies, Non Govt Organization etc.; Prop - PRO Trades.

3. Above data represents share in single-side turnover i.e., (buy-side turnover + sell-side turnover)/2.

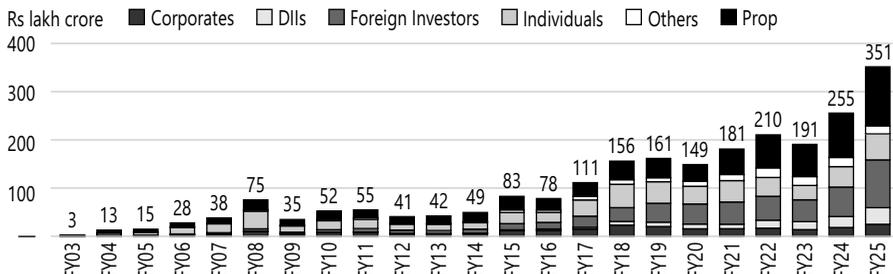
4. Data for FY25 is as of Feb'25.

#### 4 個別株先物取引

図表7はNSEにおける顧客の個別株先物取引の推移を年間ベースで表わしている。二〇二四年度と二〇二五年度の値を比べてみると売買代金は三八%増加しており、株式デリバティブ取引とは大きく異なっていることがわかる。二〇二五年度における投資家の売買代金をみるとプロップが三五%、外国人が二八%、個人が一五%、国内機関投資家が一〇%、事業法人が七%、その他が五%となっており、二〇二四年度と比較してみると外国人が四・六%、国内機関投資家が一・〇%上昇し、その他が二・八%、プロップが一・三%、個人が一・三%、事業法人が一・一%低下していた。年間ベースで取引主体の構成では外国人にやや大きな変化がみられ、株式デリバティブ取引と比較すると外国人が二一%、国内機関投資家が一〇%、事業法人が三%、その他が二%多く、プロップが三五%、個人が一〇%少なく、やはり現物市場に近い構成となっていることがわかる。

図表7 NSEの顧客による個別株先物取引の推移

Figure 282: Annual trends in client category-wise turnover in Stock Futures at NSE



Source: NSE EPR.

Notes: 1. Client categories provided here are based on client category classification uploaded by the trading members in the UCC (Unique Client Code) system. The turnover data is based on client codes entered by trading members at the time of order entry and the corresponding client category classification provided by trading members in the UCC system. This is provisional data and subject to change, inter-alia, on account of custodial trade confirmation process, client code modifications etc.

2. DII -Bank, Insurance companies, Mutual Funds, Domestic Financial Institution (Other than banks & insurance), Domestic Venture Capital Funds, AIFs, PMS clients, New Pension Systems and NBFC; Foreign investors (FIs) - Foreign Institutional Investors, Foreign Portfolio Investors all categories, Foreign Direct Investors, Foreign Venture Capital Investors, Depository receipts, Foreign Nationals (FN), Qualified foreign investor, Eligible Foreign Entity and OCBs; Corporate - Corporate / Private Companies / Bodies Corporate; Individual - Individual / Proprietorship firms, HUF and NRI; Others - Partnership Firm/ Limited Liability Partnership; Trust / Society, Statutory Bodies, Non Govt Organization etc.; Prop - PRO Trades.

3. Above data represents share in single-side turnover i.e., (buy-side turnover + sell-side turnover)/2.

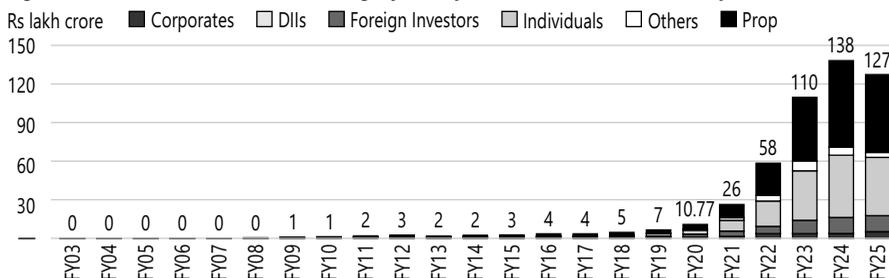
4. Data for FY25 is as of Feb 25.

## 5 株価指数オプション取引

図表8はNSEにおける顧客の株価指数オプション取引の推移を年間ベースで表わしている。二〇二四年度と二〇二五年度の値を比べてみると売買代金は八%減少しており、株式デリバティブ取引とほぼ同じになっていることがわかる。二〇二五年度における投資家の売買代金をみるとプロップが四八%、個人が三六%、外国人が一〇%、事業法人が四%、その他が三%、国内機関投資家が〇・一%となっており、二〇二四年度と比較してみると事業法人が一・三%、外国人が一・〇%、個人が〇・六%、国内機関投資家が〇・二%上昇し、その他が一・六%、プロップが一・三%低下していた。年間ベースで取引主体の構成に大きな変化はみられていないが、株式デリバティブ取引と比較すると個人が一〇%、外国人が三%、その他が〇・一%多く、国内機関投資家は変わらず、プロップが一二%、事業法人が〇・三%少なく、現物市場よりも株式デリバティブ取引に近い構成となっていることがわかる。

図表8 NSEの顧客による株価指数オプション取引の推移

Figure 284: Annual trends in client category-wise premium turnover in Index Options at NSE



Source: NSE EPR.

Notes: 1. Client categories provided here are based on client category classification uploaded by the trading members in the UCC (Unique Client Code) system. The turnover data is based on client codes entered by trading members at the time of order entry and the corresponding client category classification provided by trading members in the UCC system. This is provisional data and subject to change, inter-alia, on account of custodial trade confirmation process, client code modifications etc.

2. DII -Bank, Insurance companies, Mutual Funds, Domestic Financial Institution (Other than banks & insurance), Domestic Venture Capital Funds, AIFs, PMS clients, New Pension Systems and NBFC; Foreign investors (FIs) - Foreign Institutional Investors, Foreign Portfolio Investors all categories, Foreign Direct Investors, Foreign Venture Capital Investors, Depository receipts, Foreign Nationals (FN), Qualified foreign investor, Eligible Foreign Entity and OCBs; Corporate - Public & Private Companies / Bodies Corporate; Individual - Individual / Proprietorship firms, HUF and NRI; Others - Partnership Firm/ Limited Liability Partnership; Trust / Society, Statutory Bodies, Non Govt Organization etc.; Prop - PRO Trades.

3. Above data represents share in single-side turnover i.e., (buy-side turnover + sell-side turnover)/2.

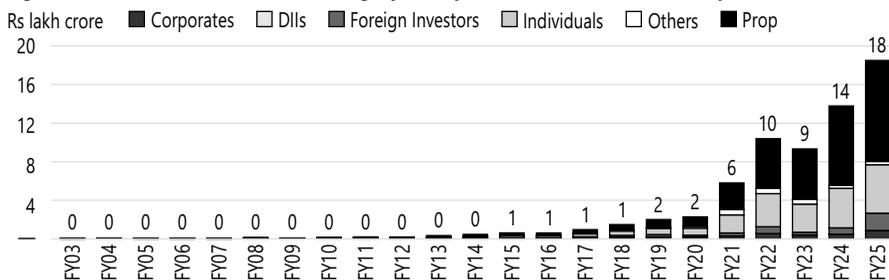
4. Data for FY25 is as of Feb'25.

## 6 個別株オプション取引

図表9はNSEにおける顧客の個別株オプション取引の推移を年間ベースで表わしている。二〇二四年度と二〇二五年度の値を比べてみると売買代金は二九%増加していることがわかる。二〇二五年度における投資家の売買代金をみるとプロップが五七%、個人が二七%、外国人が一〇%、事業法人が五%、その他が二%、国内機関投資家が〇・二%となっており、二〇二四年度と比較してみると外国人が五・二%、事業法人が一・一%、国内機関投資家が〇・〇一%上昇し、プロップが三・三%、個人が二・七%、その他が〇・四%低下していた。年間ベースで取引主体の構成では外国人にやや大きな変化がみられ、株式デリバティブ取引と比較すると外国人が三%、個人が二%、事業法人が〇・二%、国内機関投資家が〇・一%多く、プロップが三%、その他が一%少なく、株価指数オプション取引と同様に現物市場よりも株式デリバティブ取引に近い構成となっていることがわかる。

図表9 NSEの顧客による個別株オプション取引の推移

Figure 286: Annual trends in client category-wise premium turnover in Stock Options at NSE



Source: NSE EPR.

Notes: 1. Client categories provided here are based on client category classification uploaded by the trading members in the UCC (Unique Client Code) system. The turnover data is based on client codes entered by trading members at the time of order entry and the corresponding client category classification provided by trading members in the UCC system. This is provisional data and subject to change, inter-alia, on account of custodial trade confirmation process, client code modifications etc.

2. DIL -Bank, Insurance companies, Mutual Funds, Domestic Financial Institution (Other than banks & insurance), Domestic Venture Capital Funds, AIFs, PMS clients, New Pension Systems and NBFC; Foreign investors (FIs) - Foreign Institutional Investors, Foreign Portfolio Investors all categories, Foreign Direct Investors, Foreign Venture Capital Investors, Depository receipts, Foreign Nationals (FN), Qualified foreign investor, Eligible Foreign Entity and OCBs; Corporate - Public & Private Companies / Bodies Corporate; Individual - Individual / Proprietorship firms, HUF and NRI; Others - Partnership Firm/ Limited Liability Partnership; Trust / Society, Statutory Bodies, Non Govt Organization etc.; Prop - PRO Trades.

3. Above data represents share in single-side turnover i.e., (buy-side turnover + sell-side turnover)/2.

4. Data for FY25 is as of Feb 25.



# 各国の証券決済期間T+1への短縮化

福本 葵

## 1 はじめに

二〇二四年五月二八日、アメリカの株式などの決済期間がT+1に短縮された。メキシコ、カナダ、ジャマイカ、アルゼンチンは前日の二〇二四年五月二七日に短縮された。アメリカに先行し、インドは一部の証券を除いて二〇二三年に、中国も一部はT+1に移行済みである（図表1）。T+2からT+1への短縮化は、アメリカは二〇一七年であり、EUが二〇一五年と先行したが、この度のT+1化はアメリカが先行した。EU、イギリス、オーストラリアでもT+1への議論が開始されている。

決済期間の短縮化は、システムリスクを軽減し、清算機関への預託証拠金の削減をもたらすメリットがある。一方で、証券関係者の中にはフェイルの発生の増加を危惧する意見もある。しかし、国際的競争の観点からも期間のミスマッチを解消する観点からも、各国のT+1移行は必須であるとされる。

## 2 アメリカのT+1

二〇二四年五月二八日からアメリカの株式などの証券決済期間がT+2からT+1へ短縮された。T+1への決済期間短縮化の議論は、アメリカでは二〇〇〇年代初頭から既に進行していたが、なかなか実現には至らなかった。T+1の実現を推し進めたのは、二〇二一年一月に生じたゲームストップ株騒動であろう。ゲームス

トップ株騒動では、オンライン専用の証券会社であるロビンフッドが、清算機関であるNSCC (National Securities Clearing Corporation) への追加預託金を支払うことができなかつたため、ゲームストップ株などの売買取引を停止させた。その結果、ゲームストップ株の株価が急落した。この問題を重視した連邦議会は、二〇二一年二月一八日、下院公聴会を開き、関係者から事情を聴取した。ロビンフッドのCEOテネフ氏は、この公聴会で証券決済期間がT+2 (騒動発生当時の決済期間) より短ければ、NSCCへの証拠金が急増する事態は回避できたととして、証券決済期間の短縮化を実現すべきであると主張した。実際に、後

図表1 世界の証券決済期間

地域	国名	決済期間		最終変更年	
環太平洋地域	オーストラリア	T+2		2016	
	中国	A株	T+0 (証券) T+1 (資金)		
		B株	T+3		
		債券	T+0, T+1, T+2またはT+3	2019	
	香港	深圳-香港ストックコネクト, 上海-香港ストックコネクト		T+0 (証券) T+1 (資金)	2016
		香港証券取引所		T+2	2011
		日本	T+2		2019
	シンガポール	T+2		2018	
	韓国	T+2		2012	
台湾	T+2		2009		
欧州	スイス	T+2		2014	
	イギリス	T+2		2014	
南米、 カリブ諸国	アルゼンチン	T+1		2024	
	メキシコ	T+1		2024	
	ジャマイカ	T+1		2024	
	ペルー	流動性セグメント	T+2	2017	
外国株		T+1	2024		
北米	カナダ	T+1		2024	
	アメリカ	T+1		2024	
南アジア	インド	原則	T+1	2023	
		例外 (24銘柄)	T+0	2024	

(出所) ESMA "Report ESMA assessment of the shortening of the settlement cycle in the European Union" ESMA74-2119945925-1969, 10 November 2024

述するT+1実施後のSIFMAの声明によると、NSCCの清算基金は、T+2下での過去三か月間の平均値一二八億ドルから平均三〇億ドル(二三%)減少し、T+1下では九八億ドルになった。

二〇二二年四月、Securities Industry and Financial Markets Association (SIFMA)、Investment Company Institute (ICI) およびthe Depository Trust & Clearing Corporation (DTCC)は、過去数年進めてきたT+1の実現に向けた取り組みを加速すると発表した<sup>(1)</sup>。決済期間短縮化のためにはその都度、一九三四年証券取引所法rule 15c6-1, 15c6-2が改正されなければならない。二〇二二年二月九日、SECはT+1化のための一九三四年証券取引所法改正を公表し、適用除外証券以外のほとんどの証券の決済期間の短縮化を提案した。そして、二〇二三年二月十五日、T+1化のための一九三四年証券取引所法改正がなされた。SIFMA、ICI、DTCCはT+1について、実施後三か月余の時間を掛けて検証し、その結果を二〇二四年九月二日、「T+1 After Action Report」として発表した<sup>(2)</sup>。この中で、NSCCへの預託金が二三%減少したことやフェイルのパーセンテージも短縮化の前後で変化がなかったことなどを挙げ、T+1への移行は概ね成功したと評価した。

### 3 欧州のT+1化の議論

#### ① EUのT+1を進める二つの主体

アメリカのT+1導入加速化の議論は、各国のT+1化の議論も加速させることとなる。二〇二三年、EUでは、主に二つの主体がT+1の議論を開始した。一つは、EUの金融市場規制監督機関であるESMA (The European Securities and Markets Authority, 欧州証券取引委員会)である。二つ目の主体は、二〇二三年にAFME (The Association for Financial Markets in Europe, 欧州金融市場協会)の呼びかけで設置された

「European T+1 Industry Task Force」(以下、タスクフォース)である。ESMAが規制監督機関であるのに対して、タスクフォースは業界団体の代表者によるものである。

## ② ESMAの議論

ESMAは二〇二三年秋からT+1のための議論を開始した<sup>(3)</sup>。そして、二〇二四年一〇月一五日、ESMA、欧州委員会(European Commission)および欧州中央銀行(ECB)は共同声明を発表した<sup>(4)</sup>。この共同声明の中でESMAは、T+1移行のためには各国の協調が必要であることやCSDR(Regulation (EU) No 909/2014)を改正する必要があることを述べた。

二〇二四年一月一日、ESMAは最終報告書を公表した。最終報告書に至るまでには市場関係者で様々な議論がなされたが、EU市場が世界の市場に対して競争力を持つことおよび、EUがアメリカなどの諸外国との決済期間の不一致による悪影響の長期化および拡大を回避したいと考えるのであれば、行動を起こすことが急務であると述べている。

報告書では、第一に、EUでの決済期間の短縮により市場の機能が変化する。その影響は利害関係者、取引のカテゴリ、金融商品の種類によって異なること、第二に、ESMAがこれまでに評価したところ、リスクの削減、証拠金の節約、外国との決済期間の不一致に関連するコストが削減されるなどのメリットがEU各国にもたらされること、第三に、EU各国では規制や仕組みが異なるため、T+1のための調和、標準化、近代化が必要となり、そのための投資が必要となることを述べた。

また、法・規則改正については、EUの中央証券保管機関(CSD)におけるT+1での証券取引の決済は技術的にも法的にもすでに可能であるが、EU市場参加者は、CSDR(規則(EU)第九〇九/二〇一四号)を

改正すれば、EUにおいて決済期間の短縮を統一的に義務付けることが期待できると述べ<sup>(5)</sup>、これによりT+1への協調的でスムーズな移行が保証され、法的確実性が得られるとしている。

さらに、移行を促進するために、CSDRの第五条(二)を改正する必要があると述べた。現行のCSDRの第五条(二)の条文は「取引所で行われる第一項に規定する譲渡可能証券の取引に関しては、予定決済日は、取引が行われた後の第二営業日までとする。」となっている。現行条文のままでもT+1の実施は可能であるが、より厳格に、実行を強制力のあるものにするために「第二営業日」を「第一営業日」と改正すべきであるとしている。

その他、T+2下での決済効率を改善し、T+1への移行の基盤を整え、T+1への移行後も少なくとも同じレベルの決済効率を確保するために、証券決済の規律に関するCommission Delegated Regulation (EU) 2018/1229 on Settlement Discipline (CDR 2018/1229) についても見直す必要がある。ESMAは、CDR 2018/1229 の改訂確定後、標準化された手順とメッセージングプロトコル(どのようなデータをどこにどのような方法で送信するかなどの手順) に関するガイドラインも見直す予定であるとしている。

T+1への移行のタイミングについては、EU内で合意に達するよう努力し、また、イギリスやスイスも含めた欧州全体で協調的なアプローチをとることが望ましいとしている。T+1の実現には技術的な議論に加え、規制改正にも時間を要する。T+1への移行は、二〇二七年第4四半期に達成することを予定している。レポートで検討された様々な要素、特に十一月と十二月にこのような大規模なプロジェクトを開始することは困難であること、一〇月の第一曜日(四半期終了直後)に関連する課題を考慮して、ESMAは、EUにおけるT+1への移行の最適な日付として、二〇二七年一〇月一日を推奨している。

T+0に関しては、直ちに移行することは、困難であるが、EU内でT+1が実行された後に検討する可能性を示唆している。T+0は証券市場に根本的変化をもたらすとの立場を取っている。

取引および取引後におけるプロジェクトの複雑さに対処するためには、民間および公的な利害関係者の適切な関与を確保する特定のガバナンスの導入が必要である。このため、ESMAは欧州委員会および欧州中央銀行と協力し、業界代表者、各国の管轄当局、加盟国が関与する「T+1ガバナンス」を構築することを決定した。

ESMAの最終報告書を受けて、二〇二五年一月二二日、ESMA、欧州委員会(EC)、欧州中央銀行( ECB)は、欧州連合におけるT+1への移行をサポートするための新しいガバナンス構造のための委員会を立ち上げた。委員会の議長は、欧州経済社会委員会のメンバーで、IOSCO (International Organization of Securities Commissions、証券監督者国際機構)、EBF (The European Banking Federation、欧州銀行連盟)、ECCSDA (European Central Securities Depositories Association) での役職経験者であるジョバンニ・サバティエリ氏が就任した。T+1への移行に関連する分野(マッチング、クリアリング、セトルメント、決済効率など)で必要な技術的運用を検討するものや法的および規制の側面を検討するものなど、複数の作業部会を委員会の下に設置することが予定されている。

### ③ タスクフォースの議論

二〇二三年三月二日、タスクフォースはT+1への移行によって影響を受ける業界の多様な関係者を集めるため、AFME (欧州金融市場協会) の呼びかけで設置された。ESMAが金融市場規制監督機関であるのに対して、タスクフォースには、バイサイド、セルサイド、市場インフラなど、市場参加者を代表する業界団体の代表者が参加している(図表2)。

二〇二四年一月四日、タスクフォースはT+1に向けてのロードマップを発表した。<sup>(6)</sup>ここでは、規制当局と民間セクターとに分けた提言を行っている。CSDRの改正やイギリスとスイスとの協調などESMAの最終報告書との重複が多く、ESMAの今後の議論の必要性についても言及がある。

#### 4 イギリスのT+1化の議論

二〇二二年一月に発表されたエンジンバラ改革の一環として、イギリス政府は、二〇二二年一月九日、チャール・ゲフェン氏が議長を務める決済加速タスクフォース (the Accelerated Settlement Taskforce (ATTS)) を設立した。<sup>(8)</sup>二〇二四年三月二八日、A

図表2 タスクフォースメンバー

略称	正式名称
参加者	
AFME	The Association for Financial Markets in Europe
AIMA	The Alternative Investment Management Association
Association	the Association of Global Custodians
EACH	The European Association of CCP Clearing Houses
EAPB	the European public banking sector
EBF	The European Banking Federation
ECSDA	The European Central Securities Depositories Association
EDMA	Electronic Debt Markets Association
EFAMA	the European investment management industry
EVIA	The European Venues and Intermediaries Association
FESE	The Federation of European Securities Exchanges
FIA	Futures Industry Association
FIA EPTA	The European Principal Traders Association
GFMA	The Global Financial Markets Association
ICI	The Investment Company Institute
ICMA	The International Capital Market Association
ISLA	The International Securities Lending Association
ISSA	International Securities Services Association
追加観察者	
CLS	Continuous Linked Settlement trusted market solution
SIFMA	Securities Industry and Financial Markets Association
SWIFT	Society for Worldwide Interbank Financial Telecommunication

(出所) EUROPEAN T+1 INDUSTRY TASK FORCE, "HIGH-LEVEL ROADMAP FOR ADOPTION OF T+1 IN EU SECURITIES MARKETS" OCTOBER 2024より筆者作成

TSは通称、ゲフェン報告書と呼ばれる  
 "Accelerated Settlement Taskforce Report"  
 (以下、ゲフェン報告書)を発表した。(6)で、  
 T+1移行を二〇二七年末までに行うこと  
 (勧告2)など一〇の勧告が行われ(図表3)、  
 同月、当時の政府によってこの報告書にある  
 一〇の勧告すべてが承認された。さらに、A  
 TSは二〇二四年九月二七日、勧告案と協議  
 報告書を発表した。<sup>(10)</sup>

勧告は「取引後の行動規範」となる予定で  
 ある。つまり、市場参加者に対して、行動規  
 範をどのように採用しているかを問い、採用  
 していない場合には採用していない理由の説  
 明を求めるものである。

これに続いて、政府はアンドリュウ・ダグ  
 ラス氏を技術グループの議長に任命し、短縮  
 化を次の段階に進めた。グループは、イギリ  
 スのT+1への移行に関する詳細な実施計画

図表3 ATSの勧告

	勧告内容
勧告1	イギリスはT+1に移行すべきである。
勧告2	T+1への移行は2027年12月31日までに行われるべきである。
勧告3	イギリス、EU、その他のヨーロッパの国はT+1移行(のタイムライン)を合わせるができるか、緊密に協議すべきである。T+1への移行を決定したならば、イギリスはそのタイムラインに合わせるか検討すべきである。ただし、合意に至らなかった場合でもイギリスはT+1に移行を進めるべきである。
勧告4	T+1への移行の範囲はテクニカル・グループによって最終決定される必要があるが、イギリス国内で取引されるが、国外で決済されるETFやその他の特定の証券に対する適切なセーフ・ハーバー・メカニズムが含まれる可能性がある。
勧告5	T+1への移行日がいつになるかを問わず、2025年以内にテクニカル・グループが決定する、以下の内容を含む適切な運用上の変更が義務付けられるべきである。
	i. 取引の決済に必要なすべてのデータを含むすべての新規口座の登録に関する市場基準
	ii. SSIを共有するための電子プロセス
	iii. 取引日に行われる、アロケーション、コンファメーション、マッチングに関する市場基準
	iv. 取引日に送信される決済指示に関する市場基準の確立
	v. CRESTは、テクニカル・グループと合意した時刻まで、午後8時以降も取引入力のために開かれたままにする。
vi. 取引日が終了したとみなされるイギリスの時刻	

次ページへ続く

	政府は、運用の専門家、市場の専門家から成るテクニカル・グループを直ちに設立し、グループは以下の事項を行うべきである。
勧告 6	i. T+1への移行に伴う技術的および運用上の課題を特定し、その解決策を提案する。
	ii. アメリカのT+1移行から学ぶべき教訓を特定する。
	iii. イギリスの証券業界が採用すべき共通の運用基準、プロセスおよびシステムに合意する。
	iv. 報告書5節で説明されている問題および報告書が特定するその他の問題に対して実現可能な解決策があることを確認する。
	v. 勧告4で説明されている範囲とセーフ・ハーバーの取り決めに決定する。
	vi. 勧告5に言及されている運用上の変更をT+1への正式な移行前に義務付ける2025年の日付を選択する。
	vii. イギリスのT+1への移行日を2027年末より前に選択する。
	viii. 2024年末までに調査報告書を公表する。
勧告 7	関係当局は、2025年の運用変更とT+1への移行についてテクニカル・グループが選択した日付を義務付けるために必要な措置を講じるべきである。
勧告 8	現在、T+3からT+4の範囲で償還および加入（subscription）を行っている投資信託およびその他のオープンエンド型ファンドはより広範な資本市場と足並みを揃えるために、T+2への移行が推奨されるべきである。
勧告 9	イギリスがT+1に移行するかどうか、いつ移行するかではなく、どのように移行するかに焦点を移すべきである。
勧告10	T+0やアトミック決済への移行は、T+1への移行が完了するまでは実行すべきではない。

(出所) ゲフェン報告書より筆者作成

を策定し、二〇二七年末までにこれを実施する日付を勧告するよう求められていた。

二〇二五年二月、T+1技術グループは、T+1の移行日を二〇二七年一月一日として、決済初日の実行プランである“The Accelerated Settlement Taskforce Technical Group”を公表した。<sup>(11)</sup> 報告書は、T+1への移行を成功させるために二二の「重要な措置」(critical actions)と二七の「強く推奨される措置」(highly recommended actions)を勧告している。報告書には、T+1決済の対象となる証券の範囲、二〇二五年六月から開始される、「推奨される行動」のスケジュール、および市場参加者に期待される一連の行動を含むT+1行動規範(T+1 Code of Conduct, UK-TCC)が含まれている。この報告書は、ゲフェン報告書に始まった一連の勧告をより具体化させたものである。

## 5 日本のT+1化の議論

二〇二四年七月二日、金融審議会の「市場制度ワーキング・グループ」を開き、株式取引の決済期間の短縮を検討するよう求める報告を公表した。<sup>(12)</sup> T+1のデメリットに関しては、取引後の処理がタイトになることが挙げられている。これには、例えば、フェイルの増加、事務ミスなどのオペレーショナルリスクの増加などの課題がある。その他、日本の東側に位置する国・地域の非居住者は、時差の関係から、日本株取引の約定照合・決済処理を夜間に行うこととなるケースがあり、それが日本株取引の回避につながる懸念もある。しかしながら、国際的に株式決済期間のT+1化の実施・検討が進む中で、日本の証券決済制度が国際標準から取り残されないよう、市場関係者において、T+1化を進めるに当たっての方法や課題などについて、実務的な検討を始めることが必要であるとしている。

## 6 おわりに

昨年五月にアメリカの証券決済期間がT+1に移行し、各国のT+1化の議論が進んでいる。国際競争的な観点からも改革は必須と思われる。「T+1化するか、いつするかではなく、具体的な手順に議論の焦点を移すべきだ。」とするイギリスの勧告<sup>9</sup>はそれを表している。また、アメリカの短縮化の際も議論されたが、T+0、リアルタイム・グロス・セトルメント、分散台帳技術を用いたアトミック決済（資産の同時交換による即時決済、分散台帳を用いた技術）などは、国際的にT+1が実行された後の議論とすることも各国共通している。暫くは世界的なT+1化の議論が継続することとなろう。

注

- (1) SIFMA News "SIFMA, ICI and DTCC Leading Effort to Shorten U.S. Securities Settlement Cycle to T+1, Collaborating with the Industry on Next Step"  
<https://www.sifma.org/resources/news/sifma-ici-and-dtcc-leading-effort-to-shorten-u-s-securities-settlement-cycle-to-t1-collaborating-with-the-industry-on-next-steps/>
- (2) SIFMA, ICI, DTCC "T+1 After Action Report", September 2024.  
<https://www.sifma.org/wp-content/uploads/2024/09/T1-After-Action-Report-FINAL-SIFMA-ICI-DTCC.pdf>
- (3) ESMA News "ESMA consults on the potential impact of shortening the standard settlement cycle" October 5, 2023.  
<https://www.esma.europa.eu/press-news/esma-news/esma-consults-potential-impact-shortening-standard-settlement-cycle>
- (4) ESMA, EC, ECB "Shortening the standard securities settlement cycle in the European Union: next" 15 October 2024 ESMA74-2119945925-2085,  
[https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/2024-10/ESMA74-2119945925-2085\\_EC-ECB-ESMA\\_High\\_level\\_joint\\_statement\\_T\\_1.pdf](https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/2024-10/ESMA74-2119945925-2085_EC-ECB-ESMA_High_level_joint_statement_T_1.pdf)
- (5) 欧州連合における証券決済の改善および証券集中保管機関に関するEU規則二〇一四年第九〇九号。CSDおよびその参加者に適用される。
- (6) ICMA News, "European T+1 Industry Task Force publishes Roadmap for Adoption of T+1 in EU securities markets"

- <https://www.icmagroup.org/News/news-in-brief/european-t-1-industry-task-force-publishes-roadmap-for-adoption-of-t-1-in-eu-securities-markets/>
- EUROPEAN T+1 INDUSTRY TASK FORCE, "HIGH-LEVEL ROADMAP FOR ADOPTION OF T+1 IN EU SECURITIES MARKETS" OCTOBER 2024.
- <https://www.icmagroup.org/assets/documents/Regulatory/EUT1-ITF-Final-Report-October-2024-141024.pdf>
- (7) ブレグジット後の国際的な金融センターとしての競争力を維持するためのイギリスの金融規制緩和。二〇二二年一月九日にシエレミー・ハンナ財務相がエジソンラウンド改革パッケージを発表した。スナク元首相が財務相時代に示唆した「ユンズンニー・〇」が元ジュネーブ。
- (8) Financial service Statement made on 9 December 2022. Statement made by Jeremy Hunt, <https://questions-statements.parliament.uk/written-statements/detail/2022-12-09/hcws425>
- (9) "Accelerated Settlement Taskforce Report", March 2024. [https://assets.publishing.service.gov.uk/media/6603f31bc34a860011be762c/Accelerated\\_Settlement\\_Taskforce\\_Report.pdf](https://assets.publishing.service.gov.uk/media/6603f31bc34a860011be762c/Accelerated_Settlement_Taskforce_Report.pdf)
- (10) The UK Accelerated Settlement taskforce, "Accelerated Settlement Taskforce, Technical Group Draft Recommendations Report & Consultation 27th September 2024", <https://assets.kpmg.com/content/dam/kpmg/uk/pdf/2024/09/uk-ast-technical-group-draft-report-and-recommendations.pdf>
- (11) The Accelerated Settlement Taskforce Technical Group "UK Implementation Plan for first day of trading for T+1

settlement - 11th October 2027" February 2025,

[https://assets.publishing.service.gov.uk/media/67a4974aa9f73ede06b3c1c/Accelerated\\_Settlement\\_Technical\\_Group\\_report\\_-\\_Feb\\_2025.pdf](https://assets.publishing.service.gov.uk/media/67a4974aa9f73ede06b3c1c/Accelerated_Settlement_Technical_Group_report_-_Feb_2025.pdf)

(12) 金融審議会「市場制度ワーキング・グループ報告書「プロダクトガバナンスの確立等に向けて」令和六年七月二日  
[https://www.fsa.go.jp/singi/singi\\_kinyu/tosin/20240702/01.pdf](https://www.fsa.go.jp/singi/singi_kinyu/tosin/20240702/01.pdf)

#### 参考文献

・ 関田智也 「証券決済期間T+1導入に向け動き出したEU」『野村資本市場クォーターリー』二〇二五年冬号

(ふくもと あおい・客員研究員)

# MBO等における公開買付けの買付下限

～マジョリティ・オブ・マイノリティと三分の二下限～

梅本 剛正

## 1 はじめに

### (1) MBO等の対価の公正性

MBOや支配株主による完全子会社化（以下、「MBO等」）を目的とした公開買付けは近年増加している。年間一〇〇件以上実施される公開買付けの半数近くは四〇件前後をMBO等目的のものが占めている<sup>(1)</sup>。

案件が増えると同時に公開買付けが不成立に終わるものが見られるようになってきた。公開買付け規制の基本的な建付けは、応募した株式等の全てを公開買付け者が買い付けるものであるため一株でも応募があれば成立するものである（金商法二七条の一三第四項）。公開買付けが不成立になるのは、公開買付け者が公開買付けに条件を設定して実施し、その条件が満たされないからである。公開買付けが不成立となる条件のほとんどは、買付下限、つまり買付予定の株数を公開買付け者が買い集められなかった場合に、買付けを実施しないというものである<sup>(2)</sup>。

MBO等においてこのような買付下限の条件を設定するのは、それが公正性担保措置、すなわち、公開買付けの対価を公正なものとする措置の一つとされているからである。MBO等については会社の売り手であると同時に買い手となる会社経営者の構造的利益相反が問題とされる。実際に、かつてはMBO等では株価を低くしたう

えで、安価に公開買付けを実施する事例を頻繁に目にすることがあった。近年では平均プレミアムは四五%前後とされているが、依然として株主が買収価格に不満を抱く事例が散見される。<sup>(3)</sup>

MBO等の非公開化手続きは、第一段階として対象会社に公開買付けを実施し、次いで第二段階として株主総会で株式併合を決議する等して残存株主を排除（スクイーズアウト）して完成するのが一般的である。非公開化の第一段階と第二段階において株主に支払われる対価は同一額なので、買収対価の適正さは公開買付価格が適正か否かという形で問題になることが多い。

教科書的な説明では、MBO等の対価に不満を持つ株主は、第二段階で行われる株式併合において会社に対して公正な価格での買い取りを求めて株式買取請求権を行使することで救済されることになる。しかし、制度が利用可能であることと、容易に利用できるかは別問題であり、わが国の株式買取請求権は少なくとも個人株主にとつては、利用コストが高すぎる等の理由で現実的な救済手段としては機能していない。<sup>(4)</sup>

なによりも、株式買取請求権では申し立てをした株主しか救済されずそれ以外の株主は泣き寝入りせざるを得ない。そのため、第一段階の公開買付価格を適正にすることが少数株主の保護の見地からも重要になるわけである。

## (2) 対価の公正性を確保するための規制

MBO等の対価を適正にするための規制としては、経済産業省の策定した指針がある。二〇〇七年九月四日に経産省は「企業価値の向上及び公正な手続確保のための経営者による企業買収（MBO）に関する指針」（以下、「旧指針」）を策定したが、その後の実務の蓄積と環境変化を踏まえて内容を改定した指針を二〇一九年六月に

「公正なM&Aの在り方に関する指針」（以下、「公正M&A指針」として公表している。「我が国企業社会において共有されるべき公正なM&Aの在り方として、原則論を含めた考え方の整理と、その考え方に基づいた実務上の対応について」提示するものである。具体的には、MBO等を実施する会社に対して、買収対価の公正性を確保するためのいわゆる公正性担保措置について採用すること等を求めている。

近時では自主規制においても、規制の動きがみられる。東京証券取引所の「市場区分の見直しに関するフォローアップ会議」<sup>(5)</sup>では、MBO等の増加が見込まれることも踏まえ、少数株主の権利保護の観点から規制の必要性について検討することとして、MBO等に関する企業行動規範の見直し作業が行われている。具体的には特別委員会による「少数株主にとって不利益でないことに関する意見」の在り方について議論が進められている。東証も公正M&A指針と同じくMOMを含めて全ての公正性担保措置の実施を求めるものではなく、事案に応じて適切に措置を組み合わせたうえで、その状況を投資者に対しても説明するよう求める方向のようである。

本稿では、MBO等における買付下限が実際にどのような機能しているかを踏まえたうえで、その必要性について検討を加えることとしたい。以下では、公正性担保措置としてのMOM等の買付下限の内容を確認したうえで(2)、その理論的な問題点と今日的意義を指摘し(3)、近年におけるMBO等が買付下限の設定により阻止されたり危険にさらされたりした事案を検討し(4)、最後にアクティビスト全盛時代のわが国において、買付下限を設定することの意義と問題点について一応の結論を示してむすびとしたい(5)。

## 2 公正性担保措置とMOMおよび三分の二下限

### (1) 公正性担保措置

公正M&A指針で求められている公正性担保措置には、特別委員会の設置、第三者算定機関からの算定書の取得、フェアネスオペニオン、マーケットチェック、マジヨリティ・オブ・マイノリティ等がある。

これらの公正性担保措置は「MBOおよび支配株主による従属会社の買収において公正な取引条件を実現するための必要条件ではなく、常に全ての公正性担保措置を講じなければ公正な取引条件の実現が担保されないというわけではない」とされており、個々の取引の実情に応じて採否が決定されれば足りるものとされている。

公正性担保措置の基本になるのは、対象会社の特別委員会の設置であり、概ね全てのMBO等で特別委員会は設置されている。<sup>6)</sup> 特別委員会は、構造的利益相反を踏まえて独立性のある社外取締役を中心に構成されるのが通例である。

特別委員会の役割は、M&Aの是非について検討・判断するとともに、一般株主の利益を図る観点から、取引条件の妥当性および手続きの公正性について検討・判断することにある。M&A取引の公正さを確保するため、どの公正性担保措置を実施するか等については、特別委員会が決定することになるため、特別委員会はMBO等の公正性を担保するうえで中心的な役割を担うことになる。

### (2) マジヨリティ・オブ・マイノリティ(MOM)

公正性担保措置の一つであるマジヨリティ・オブ・マイノリティ(以下、「MOM」とは、公正M&A指針によると、「買収者と重要な利害関係を共通にしない株主が保有する株式の過半数の支持を得ることを当該M&A

の成立の前提条件とし、当該前提条件をあらかじめ公表すること」をいう。<sup>(7)</sup>

MOMが公正性担保措置として機能するのは、当該条件を設定することで、一般株主の過半数が取引条件に満足していることが確認できること、MOMを設定すれば公開買付けを成立させるために、買取者が取引条件を公正なものとするインセンティブが働く等の理由からである。

ただし、公正M&A指針ではMOMが公正性担保措置として必須のものとはまでは評価していない。つまり、「支配株主による従属会社の買収のように買取者の保有する対象会社の株式の割合が高い場合における企業価値の向上に資するM&Aに対する阻害効果の懸念等も指摘されていることを踏まえると、常にマジヨリティ・オブ・マイノリティ条件を設定することが望ましいとまでいうことは困難」<sup>(8)</sup>として、対象会社の特別委員会が個別事情に応じてその要否を判断すべきものとしている。

### (3) わが国の買付下限の実務——三分の二下限

わが国のMBO等では、買付後の持株比率（株券等所有割合）が三分の二となるように買付下限を設定するのが一般的である（以下、「三分の二下限」<sup>(9)</sup>）。三分の二下限とアメリカ由来のMOMは根拠が必ずしも同じではない。前述したように、MBO等では第一段階として公開買付けを実施した後に、第二段階として株主総会を開催して株式併合の決議をして残存株主を排除することで成立するのが通例である。第一段階の公開買付けの結果、総議決権の三分の二に相当する株式を取得・保有することは、公開買付者が単独で特別決議を通すことができることを意味するので、買取者はそれだけの株式を集めるのが妥当という考えに基づいている。<sup>(10)</sup>

買付下限の三分の二は、多くの場合にMOMを上回る要件になる。それゆえ、わが国のMBOでは事実上、M

○M以上の条件を設定しているとみることができる。

ただし、MBOと類似の、支配株主による完全子会社化については、もともと支配株主が相当数の株式を保有している状況で行われるため、M○Mを設定した方が三分の二よりも多くの株式取得を必要とする場合が少なくない。ところが、このような完全子会社化のケースでは三分の二を上回る形でM○Mが設定される事例はほとんどない。<sup>(11)</sup>

### 3 M○Mの批判的検討と今日的意義

#### (1) TOB条件に拘わらず応募しない株主の存在

利害関係者以外の株主が公開買付けに応じるのは、株主が対価に満足していることを意味し、そのような株主の過半数の応募は対価が公正であることの証左である、というM○Mの理論的根拠は理屈として粗雑であり十分な説得力を欠くように思われる。

まず、個人株主は公開買付けの条件がどうであれ、公開買付けに応じない者が多い。二〇二三年の東芝の非上場化においても、三分の二に設定していた買付下限を満たすことができるかが最後まで危ぶまれた。その理由の一つは個人株主が公開買付けに応じない可能性があったからである。<sup>(12)</sup> 公開買付けが不成立となり非公開化に失敗すれば、東芝の株価が大きく下落することが予想されたので、株主が公開買付け価格に不満で応じなかったわけではない。

個人株主が公開買付けに応じないのは、保有株を市場売却する方が、手続きが簡単であることや、<sup>(13)</sup> 応募することで長期間投資資金が拘束されるのを嫌う等の理由からである。M○Mには、公開買付けに対する株主の対応が

応募するか否かだけでなく、市場売却と公開買付け応募の選択の問題でもあるという視点も抜け落ちているように思われる。<sup>(14)</sup>

条件いかに拘わらず公開買付けに応じないのは個人株主に限らない。公正M&A指針も指摘しているとおり、インデックス運用の投信の中には、指数をトレースするという目的との関係で、条件の適否に拘わらず公開買付けに応じないものがある。個人株主やインデックス投信の保有比率が多い会社では、M・O・Mは公正さの指標というよりも単に公開買付けの成立を不安定にする効果しか有さないとみることもできる。

## (2) 持合株主等の扱い

技術的な難点を指摘すると、M・O・Mの計算上の分母に当たる少数株主（マイノリティ）をどの範囲とするかは明確にされておらず、その点もわが国では問題となりそうである。持合い株主は、必ずしも株主としての経済合理性に基づき売買を判断するわけではないが、このような持合い株主の扱いは必ずしも定まっていないからである。持合い株主はM・B・O等において応募契約を締結するのが通例であるため、当該株主を少数株主から除外することも考えられる。しかし、応募契約を締結する株主は多様であり、実際に公正M&A指針は応募契約を締結したからといって、直ちに利害関係株主に当たるとはみていない。<sup>(16)</sup>他方で応募契約を締結せずに事実上応募の約束をしているような株主も少数株主に含まれる可能性はある。現在のM・O・Mは解釈の仕方次第で恣意的に運用されるおそれがある。

これまでのわが国の事例をみても、会社の取引先等の持合い株主は、継続的な取引関係を重視するため、公開買付けの条件を経済合理性に基づいて評価しているようにはみえない。<sup>(17)</sup>

### (3) 株主の属性と不公平感

より本質的には、MOMでは投資家の不公平感が解消できないという問題がある。MBO等の公正性について多くの投資者が不満を抱くのは、買付価格の高低もさることながら、右肩下りの株価推移の底値付近でMBO等の公表がなされるためである。とりわけ半年ないし数日前に不自然な業績下方修正や中期計画の見直しを公表することで市場の失望を買って株価を下落させる行為がときとして行われるために、多くの市場関係者がMBO等を実施する主体に対して不信感を抱くことは決して珍しいことではない。<sup>(18)</sup>

買収対価を公正に算定することは重要であるが、公正さにそれなりの幅があることを踏まえると、手続きに対する投資家の納得感はそれ以上に重要であるとも考えられる。MOMは株主の多様性を無視して、多数決により公正さを判断できるという（敢えていうなら）誤った発想に基づいているのではないだろうか。

発行済株式一〇〇株のP社がMBOをするという単純な事例で考えてみよう。P社の株主構成は長期保有株主の保有する四〇株、短期売買株主の保有する四〇株、持ち合いを含む会社関係者の保有する二〇株だったとする。株価が右肩下がりであれば、長期保有株主にとっては、底値付近で少々のプレミアムを付けて公開買付けをされても、取得価格を下回る含み損状態にある。彼らはP社株価の反転上昇を期待して株式を保有しているのであり、損失が確定する公開買付けには応じたくはないはずである。株価の下落が経営陣の経営能力の拙さや意図的なりりす等に起因したものであれば、なおさらである。

他方で直近にP社株を取得した短期株主は、プレミアム次第では公開買付けに喜んで応ずる可能性がある。公開買付けの結果、会社関係者と短期株主を中心に過半数の株主が公開買付けに応じてMOMの要件が満たされたとして、その公開買付価格が公正といえるだろうか。MOMの要件が満たされたからといって当該MBO等に対

する投資家の不公平感が解消されるとは思えない。

#### (4) M O Mの今日的意義

少数派株主の過半数が公開買付けに応ずることが公正性の目安というM O Mの理屈は説得力を欠くにせよ、買付下限を公開買付条件に設定すること自体は、買収対価の公正性を担保するうえで必ずしも無意味だとはいえないようにも思われる。つまり、近年のようにアクティビストの活動が活発化している中においては、大株主が対象会社に対して対価の公正さについて交渉力を高めるといふ意味を見出すことができるからである。

### 4 事例分析

#### (1) 国内の事例

ここでは、M B O等のための公開買付けが不成立となったものや不成立となるおそれがあった事例を幾つかみていくこととしよう。ほとんど全てが何らかの形でアクティビストが関わったケースである。わが国におけるアクティビストによる対抗手段は、後にみる欧州の事例のように、アクティビスト自身がM B O等の阻止可能な株式を取得するのではなく、売買を通じて対象会社の株価を公開買付価格より高く推移させることで圧力を加え、条件改善を求めるものが多いようである。

#### ① 焼津水産化学工業のM B O

二〇二三年八月七日、焼津水産化学工業は投資会社と組んで株式を非公開化するための公開買付けを実施する

ことを公表した。公開買付価格は一一三七円で三分の二の買付下限が設定されていた。

ところが、PBR〇・七倍程度<sup>(19)</sup>の買付価格が低すぎることや、非公開化の手續きに問題があるとして、大株主のナナホシマネジメントが反対した。加えて公開買付け公表の数日前に中期経営計画の目標を大幅に引き下げる旨の開示<sup>(21)</sup>を行っていたこと等から、株主・投資者の不信感を招き、公開買付け公表後に旧村上系投資家や3D等のアクティビストらが焼津水産化学株式を市場で買い進めたため、焼津水産の株価は公開買付価格を上回り、同年一〇月一九日に公開買付けの不成立が公表された。

その後、いなば食品系企業が焼津水産化学株式に対して、前回より高値の一四三八円で公開買付けを実施した。事前にアクティビスト等と応募契約を締結する等したため、今回の公開買付けは成立した。

## ② 日立国際電気の非公開化

二〇一七年四月二六日、日立製作所は投資会社KKRと組んで子会社である日立国際電気の非公開化を目的に、公開買付けを実施する予定であることを公表した。公開買付価格は二五〇三円としていたが、その後まもなく日立国際電気の半導体事業が好調となり、短期間のうちに株価が上昇したため、公開買付予定価格二五〇三円を株価が上回る状態となった。これを受けて、日立国際電気の設置した特別委員会が買収者に価格見直しを求めたため、この公開買付け実施は見送られた。

日立とKKRは公開買付価格を二九〇〇円として、同年一〇月一二日に正式に公開買付けを開始した。この公開買付けには、日立の保有分を除いた日立国際電気株式の過半数である二四・一六%の株主の応募を下限とするMOM条件が設定されていた<sup>(22)</sup>。

しかし、その後の日立国際電気の株価は公開買付価格二九〇〇円を継続的に上回って推移した。同年九月にアメリカのアクティビストのエリオット・マネジメントによる5%超の株式取得が大量保有報告制度で明らかとなり、エリオットはその後も株式買い増しを進め、一〇月には八・五九%まで取得していることが判明したため、エリオットによる買付けが日立国際電気の株価に影響していたとみられていた。

日立国際の公開買付価格は最終的に三二・三二円まで引き上げられ、一二月九日に買付下限を上回る二五・五五%の応募をうけてかろうじて成立したことが公表された。<sup>(23)</sup>

三二・三二円への買付価格引き上げはエリオットの圧力によるものと推察されたが、エリオットの平均買付け価格は二七〇〇円半ばであり、その程度の利益に満足したものとは思えなかった。一部の報道によると、日立はイタリヤにおいて鉄道信号会社アンサルDSTSの買収を巡り、エリオットと争っていたため、エリオットの主たる介入目的は、アンサルDSTSの買収で日立に妥協を強いることであり、それを条件に日立国際電気の公開買付けに応募する約束をしていたとされる。<sup>(25)</sup>

### ③ ニチイ学館のMBO

二〇二〇年五月八日、介護事業大手のニチイ学館はベインキャピタルと組んでMBOを実施した。<sup>(26)</sup> 公開買付価格は一五〇〇円で、買付条件として三分の二下限を設定したが、<sup>(27)</sup> 創業家を含む応募株主の保有株の比率が約四四%あったため、M〇Mの方が要件の高くなるケースであった。そのため、ニチイ学館側は公開買付けの成立を不安定にするとの理由でM〇Mは設定していない。

ニチイ学館はMBOを公表する前年の二〇一九年一月一二日に業績下方修正を公表していたが、<sup>(28)</sup> デイサービ

スセンターの大規模修繕をわざわざ前倒しして実施し、経常利益を大きく下げるといふかなり不自然なものであった。<sup>(29)</sup>

リムアドバイザーズやエフィッシュモキャピタル等のアクティビストは、MBO公表前からニチイ学館の株式を保有していた。リムアドバイザーズはニチイ学館の公開買付けの買付け条件にMOMの設定を含めることや、独自に計算した公正な価格である二四〇〇円に公開買付け価格を引き上げを求めていた。ニチイ学館の株価はアクティビストらの買いによるためか、一貫して公開買付け価格一五〇〇円を上回って推移していた。

二〇二〇年七月三十一日にニチイ学館は買付け価格を一五〇〇円から一六七〇円に引き上げることとした。<sup>(30)</sup>同時にエフィッシュモが買収側に資本参加することが公表された。二〇二〇年八月一七日に八二%の応募が集まり公開買付けは成立し、臨時株主総会を経てニチイ学館株式は同年一月五日に上場廃止となった。

#### ④ 片倉工業のMBO

二〇二一年一月九日に片倉工業は、MBOを目的に公開買付けを実施した。買付け価格は一株二一五〇円で三分の二の下限が設定されていた。公開買付け時の応募契約では、筆頭株主のオアシスを含めて三一・六〇%の大株主が応募を承諾していた(内訳オアシス…一〇・五七%、三井物産…六・六一%、損保ジャパン…五・一五%、農林中金…五・〇五%、大成建設…四・二〇%)。ところが、公開買付け期限の直前に、筆頭株主のオアシスが、公開買付け価格より高値の二三五〇円で、鹿児島東インド会社(代表者は重田光時氏)に保有株を譲渡したため、期限が延長されることとなった。鹿児島東インド会社は、公開買付け価格が低いことを問題視したようであるが、<sup>(31)</sup>その後、公開買付け価格は引き上げられず、二〇二二年一月一二日に、公開買付けの不成立が公表され、現在も上

場を維持している。<sup>(32)</sup>

## (2) 海外の事例

わが国が公正性担保措置として、特別委員会の設置やM・O条件を求めるのは、アメリカのデラウェア州の判例法を参考にしたものである。<sup>(33)</sup> アメリカにおいても、アクティビスト全盛期において、M・Oのような条件を設定することは、ホールドアップ問題を招く等として、実務は批判的である。アメリカではアクティビストがM・Oを濫用するような動きはなさそうだが、EU加盟国ではファンドが会社の非公開化を阻止し、後に高値買取を求める事例が散見される。<sup>(34)</sup>

EU各国では、スクイーズアウトを行うためには、九〇%ないし九五%の株式を取得する必要がある。<sup>(35)</sup> この要件は法定の買付下限とみることができるが、裏を返していうと、アクティビスト等は五%〜一〇%の取得で買収者によるスクイーズアウトを阻止することが可能ということである。その結果、買収者はスクイーズアウトを失敗した後に、アクティビストから高値で保有株を取得せざるを得なくなる。実際に、欧州ではこの数年間、エリオット等のアクティビストがこの制度を利用したリザヤ稼ぎを頻繁に行っている。<sup>(36)</sup>

国内では報道されていないが、日本企業のなかでは、キャノンがこれまでに二回、欧州の会社を完全子会社化するに当たり、アクティビストにプレミアムを支払っている。

二〇〇九年にオランダの印刷機器メーカーのオセ社の買収を実施したところ、イギリスのファンドのオービスがオセ社の株式を買増して、スクイーズアウトを阻止されたため、二〇一二年にオービスからより高値で保有株を取得して完全子会社化を行った。当初の買付け価格は八・六€であったところ、オービスからの買付け価格

は九・七五€であった。<sup>(37)</sup>

二〇一五年にキヤノンがスウェーデンの監視カメラ企業のAXISを完全子会社化しようとしたときにも、一〇%強の株式をエリオットに握られ、二〇一八年一〇月に残りの株式を買い取るまで完全子会社化を阻止された。<sup>(38)</sup>

### (3) 事例のまとめ

焼津水産化学の事例(①)は、買付下限の設定が公正性担保措置として機能したものと見えそうである。ただし、不公正な条件の買付けが阻止されたのは、多数決で株主の評価が示されたからというのではなく、アクティビスト等のファンドが買付条件に反対し、市場介入等をしたためとみるのが正確といえる。

日立国際電気の非公開化(②)やニチイ学館MBO(③)では、アクティビストらの圧力で公開買付価格が引き上げられ、一般株主にも恩恵が及んだことはたしかである。しかし、同時にアクティビストの目的は自己の利益を追求することであり、他の株主の利益を図るために買付価格を上げる努力をするとは限らないという(当たり前の)教訓をこれら事案から得ることができる。②ではエリオットの主たる目的が公開買付価格の引き上げ以外にあり、非公開化の対価も公正だったとすると、MOMにより企業価値向上につながるM&Aが不成立になる危険にさらされたとみることもできる。

アクティビストの買取側への参加が価格引き上げと同時に公表された③のケースでは、買取側の持分取得によりアクティビストが公開買付けの引き上げ幅で妥協した可能性も否定できず、そうであればニチイ学館の他の株主はより高値で買い付けてもらえる機会を逸したとみることができるとは考えられない。

また、④のケースではアクティビストの目的は不明であるものの、かりに非公開化が企業価値を向上させるものであったとすると、買付下限の設定が公開買付けの成立を不安定にするという実務の懸念が裏付けられたといえそうである。

## 5 おわりに

MBO等の公開買付けにおいて買付下限を設定することは、会社に対する大株主の交渉力を高めて、対価を適正にする効果は認められる。実際にアクティビストらの活動によって公開買付価格が引き上げられた事例も散見される。わが国の証券市場ではアクティビストを含めたファンドの影響力を無視して議論することはできないが、次の二点について指摘しておきたい。

一つは、アクティビストがMBO等を契機に狙う利益は必ずしも買収対価の引き上げによるものとは限らないということである。公開買付けを阻止しうる条件を付けることは、対価を公正にする機能がある反面、アクティビストが自己利益を追求することで有益なM&Aが阻害されるおそれがあるほか、対価の引き上げが不十分に終わる危険もあることには十分に注意したい。

二点目として、買付下限を設定するとして、どの水準に設定するのが適切なのかは問題となりうる。買付下限の水準は現在の実務で採用されているような、三分の二下限やMOMという基準が論理必然的とみることはできない。アメリカ由来のMOMは少数派の過半数が賛成すれば取引条件の公正さが担保されるという、良くいえば素朴な、悪くいえば大雑把な前提に基づくものであり、理論的に適切なものか疑わしい。

三分の二下限については、第二段階で必要となる特別決議を通すうえで当該議決権比率が必要だからといっ

て、公開買付けの段階で三分の二を取得することを要件とする理由にはならないように思われる。なおEUのような高い法定基準を設定すると、アクティビストに付け入る隙を与えるだけであり、望ましくないことはいうまでもない。わが国の同意なき買収において、近年五〇%の下限が利用されつつあることにも注目しておきたい。

当面の結論としては現在のソフトウェアのように、買付下限の設定については、MBO等における公正性担保措置の一つとして、対象会社の特別委員会が自社の置かれた事情に応じて採否を決めれば足りると捉えておくのが妥当といえよう。

注

(1) J P X 「市場区分の見直しに関するフォローアップ会議」第一六回会議資料二「企業行動規範の見直し（前回会議の補足資料）」三頁参照。

(2) 金商法は、公開買付けの買付条件等を公開買付届出書等の記載事項としているが（二七条の三第二項一号）、買付下限はこの「買付条件等」に該当し、具体的には「応募株券等の数の合計が買付予定の株券等の数の全部又はその一部としてあらかじめ公開買付開始公告及び公開買付届出書において記載された数に満たないときは、応募株券等の全部の買付け等をしてしないこと」（二七条の三第四項一号）を指す。本稿では主として「買付下限」と称する。

(3) 前掲注（1）資料参照。

(4) 株式買取請求権では、裁判所に対する価格決定申し立てにより公正な価格を算定してもらうことになるが、通常は弁護士等の専門家の協力が不可欠となり、相応の報酬支払いを伴う。権利行使の前提として個別株主通知等、手数料の支払いも必要となる（二〇二五年四月時点において、SBI証券の個別株主通知手数料は一銘柄当たり税込み三三〇〇円）。

- (5) <https://www.jpix.co.jp/equities/follow-up/index.html>参照。
- (6) 株式買取価格決定申立事件においても特別委員会の役割は重視されつつある。伊藤忠によるファミリーマートの完全子会社化の際の株式買取請求権の価格決定申し立てにおいて、ファミリーマートに設置された特別委員会が親会社と十分な交渉を行なったとは認められない等として、スクイーズアウト価格より高値の買取価格が公正な価格とされた。東京地決令和五年三月二三日金融法務事情二二三〇号五九頁および抗告審の東京高決令和六年一〇月三十一日資料版商事法務四九〇号九五頁参照。
- (7) なにが重要な利害関係を共通にしない株主に含まれるかについては、買収者と会社関係者の保有株数を控除することになるが、後述するように一律の基準は存在しない（公正M&A指針三九頁・注七二）。
- (8) 公正M&A指針四〇～四一頁。
- (9) わが国で三分の二下限の慣行が利用されている根拠は必ずしも明らかではないが、旧指針の「株主の適切な判断機会の確保」との関係で実務上の対応として「MBOに際しての公開買付けにおける買付数の下限を、高い水準に設定すること」が拳がっており（旧指針一八頁参照）、買付下限の水準として「例えば、会社法上は、公開買付けにおいて三分の二以上の議決権を取得した場合には、他の株主の賛同如何に関係なく完全子会社化（スクイーズアウト）が可能であるが、株主の意思確認を尊重する見地から、より高い水準で公開買付けの下限を設定することが考えられる」とされていたことが、その後の実務に影響を与えたのかもしれない。
- (10) 三分の二下限は、公開買付けの強圧性の議論にも関わる。わが国の買収ではこれまで強圧性を排除する趣旨で三分の二下限の条件が付けられてきた。ところが、近年の同意なき買収では、三分の二ではなく、ニテックによるTAKISAWAに対する公開買付けや牧野フライスに対する公開買付け提案のように、五〇％を買付下限に設定するも

のが現れている。直近ではYAGEOによる芝浦電子に対する公開買付け提案等でも採用されている。

- (11) 二〇二三年四月一日から二〇二四年三月三十一日までに公開買付け届出書が提出されたMBO等の中では、二〇二三年八月一四日に伊藤忠が大建工業の完全子会社化のために実施した公開買付けだけがこれに当たる。ただし、このMも六八・一七%なので三分の二と大きく異なるわけではなかった。佐橋雄介ほか「買収行動指針および公正M&A指針を踏まえた上場会社をめぐる買収事案の事例分析(下)」資料版商事法務四八四号(二〇二四年)一一頁、二六頁参照。

- (12) 二〇二三年九月六日付け日経オンライン「東芝株へのTOB、個人株主の動向焦点」参照。同記事では「約一八%を占める個人株主の動向が焦点になっている。手続きが面倒なためTOBに応募せず、その後のスクイズアウト(強制買取り)で株式を手放そうと考える個人株主が少なくない」と個人投資家の行動形態が障害になっているとの見方を示す。

- (13) 手間暇がかかるということに加えて、公開買付代理人の証券会社に口座を移管することで税制上不利を被ることもある。

- (14) サヤ取り狙いの投資家が介在することで公開買付けの応募率ないし公開買付けの成否が分かれることはたしかであるが、それは公正さとは関係ない。

- (15) 公正M&A指針四〇頁注七四参照。

- (16) 公正M&A指針三九頁注七一参照。

- (17) 大正製薬によるMBOにおいても、持ち合い株主が次々と賛同を表明した。それら株主が上場会社であれば、自社の株主に対する善管注意義務違反に問われる可能性もあるが、経営判断原則が適用されるほか、長年の取引関係にある

持ち合い株主の簿価は多くの場合、時価よりも低いため、会社に損害は生じていないと評価されるため、株主代表訴訟が歯止めにはならない。

- (18) この点について、東証の規則改正において公開買付け直前に業績予想の下方修正等のネガティブ情報を開示して、意図的に価格を引き下げている事例等に対しても、特別委員会が時価とプレミアムの合理性について意見を述べることで求められる点には注目される。J P X「市場区分の見直しに関するフォローアップ会議」第二〇回資料三「M B O・支配株主による完全子会社化に関する企業行動規範の見直し」参照。
- (19) 焼津水産が第三者算定機関から得た株式価値算定書では、D C F法で評価した株式価値は一株当たり一〇〇九円〜一四三七円であり、公開買付け価格一一三七円はかなり下限寄りといえた。
- (20) 取締役の責任追及逃れや、特別委員会に焼津水産化学のメインバンクで公開買付け資金の出し手である静岡銀行出身の取締役が入っていることも問題視されていた。二〇二三年一〇月一七日付東洋経済オンライン「村上系ファンドの餌食に、静岡・老舗企業の盲点」参照。
- (21) 「中期経営計画『ビジョン』『価値創造の加速』」の見直しに関するお知らせ（二〇二三年八月四日）参照。連結売上高はほぼ同じであるが、連結営業利益を大きく引き下げ、R O Eを五%から一・九%まで目標を大幅に引き下げたのであった。
- (22) 日立はK K Rの組成したファンドに出資するものの、公開買付けには応募せず、公開買付け成立後に日立電気に自己株取得に応ずるといやや複雑なスキームであった。日立国際電気「H K Eホールディングス合同会社による当社株券に対する公開買付けに関する意見表明のお知らせ」（二〇二七年一〇月二日）参照。
- (23) 公開買付け最終日の株価が公開買付け価格を上回っていたため、最後まで成立が危ぶまれたが、エリオットが公開買付

けに応募したことで成立したという見方が強かった。

- (24) 奥貴史「日立国際TOB」<sup>※</sup>「最恐」投資家に狙われたのは日立だった」二〇一七年二月二二日付日経オンラインは、「つまり、最初からエリオットの狙いは日立国際の買収をやめさせたり、買収価格をつり上げたりといったことではなく、この案件をフックに日本体からイタリア案件の譲歩を引き出すという壮大な戦略だった可能性が高い」との見立てをする。

- (25) 二〇一八年一〇月二九日付ロイター電子版「日立、伊アンサルDSTS株を追加取得 完全子会社化へ」（日立はイタリア子会社を通じてエリオットの保有するアンサルDSTSの株式を取得し、同社を完全子会社化すると報じているが対価については触れていない）参照。

- (26) このMBOはニチイ学館の創業者が前年に亡くなったことによる税金対策が主たる理由ではないかとの疑いが早くから指摘されていた。二〇二〇年六月二〇日付け東洋経済オンライン「ニチイ学館、MBOに見え隠れする「創業家の利益」参照。

- (27) 正確にいうと創業家の資産管理会社の保有分二四・七六％は公開買付け後に譲渡する契約となっていたので、買付下限の四一・九〇％を設定して合計三分の二となるわけだが、応募契約を締結した会社関係者の保有分が一九・二八％あったので、市場で買い集めるのは二二・六二％で足りた。単純にMOMを設定すれば、二八％取得する必要があったがこれより低い水準ということである。

- (28) ニチイ学館「業績予想の修正に関するお知らせ」（二〇一九年二月二二日）。

- (29) これに対しては、みずほ証券のアナリストが投資家向けレポートで「二〇二〇年三月期の通期計画の下方修正後の株価下落は違和感が強く残る」として買い推奨をしていた。二〇一九年一月一九日日経速報ニュースアーカイブ

- 「ハ東証Vニチイ学館が高い　みずほ証が目標株価上げ「直近の下落に違和感」参照。
- (30) 二〇二〇年七月三十一日(変更)「MBOの実施及び応募の推奨に関するお知らせ」の一部変更について」
- (31) 二〇二二年一月六日付日本経済新聞朝刊参照。
- (32) 最近の類似の事例として、二〇二五年二月一三日に香港のグローバルマネジメントパートナーズ(代表者は重田光時氏)の介入により大阪油化の子会社化が不成立になったものがある。東証スタンダード市場上場の大阪油化は近年業績低下が著しくなり、非公開化のためのパートナーとして産廃処理大手のダイセキの傘下に入ることを決定した。二〇二四年二月一三日、ダイセキは大阪油化株式に公開買付けを実施したが、グローバルマネジメントパートナーズの市場取得により株価が公開買付け価格より高値で推移したため、三分の二の買付下限に達せず不成立となった。
- (33) Kahn v. M&F Worldwide Corp., 88 A.3d 635 (Del. 2014).
- (34) Edward B. Rock, MOM Approval in a World of Active Shareholders (March 1, 2018), available at SSRN: <https://ssrn.com/abstract=3122681>. ドイツではこのスキーズアウトの閾値の高さが問題になっているようである。斎藤真紀「公開買付け規制の課題」商事法務二二二六七号(二〇二四)五三頁、五五頁参照。
- (35) EU公開買付けディレクティブ(2004/25/EC)一五条二項参照。
- (36) Rock, *supra* note 34 at 16.
- (37) Martha Entwistle, Hedge fund play won't delay Canon-Axis deal, Security Systems News Vol 18 number 6 (Jun 2015),「キャノンがオセ社を完全子会社化へ、強制買い取り開始」ロイター電子版二〇二二年二月二五日参照。
- (38) Rock, *supra* note 34 at 18.

(つめもと よしまさ・甲南大学教授)

# 証研レポート既刊目録

<b>No.1735 (2022.12)</b>	執筆者	<b>No.1742 (2024.2)</b>	執筆者
ラップ・アカウントの現状について	二上	グリーンシートと株主コミュニティ制度	松尾
資金余剰下の金利引き上げ	伊豆	ー非上場市場の歴史的考察ー	
ーFRBとMMFー		FRBのバランスシート縮小について	伊豆
OTCデリバティブ市場の現況	吉川	インドの個人による株式デリバティブ取引	吉川
ー二〇二二年外為・デリバティブ・サーベイー		ーインド証券取引委員会調査報告ー	
<b>No.1736 (2023.2)</b>		米国株式取引の取引所市場と店頭市場の取引シェア	志馬
クラウドファンディングの世界的概況	松尾	ー取引市場はどのように選択されているのかー	
OTCデリバティブ市場の現況2	吉川	<b>No.1743 (2024.4)</b>	
ー二〇二二年六月末残高調査結果ー		PTFのディーラー登録をめぐって	伊豆
ホールセラーへの競争導入提案	清水	ー米国国債市場の課題と対応ー	
独オプション市場における高頻度取引(HFT)抑制の取り組み	志馬	インドの個人による株式デリバティブ取引2	吉川
ー非対称スピードバンプの導入ー		ー取引対象別分類ー	
敵対的買収における強圧性について	梅本	非財務情報の虚偽記載と2つの「重要な事項」の解釈	梅本
<b>No.1737 (2023.4)</b>		米国の実質株主の透明化のための制度	福本
英国および米国におけるクラウドファンディング	松尾	ーOBO/NOBOとForm13Fー	
ー株式投資型を中心にー		<b>No.1744 (2024.6)</b>	
シロコンバレー銀行の破綻と資金フロー	伊豆	「インベストメント・チェーン」の残されたピース	二上
ー預金・MMF・FRBー		戦前日本における株式買占め事例	松尾
世界の取引所取引の現況	吉川	ー鉄道会社の事例を中心にー	
ーWFE報告書に基づく考察ー		コロナ禍の欧州株式アクティブESGファンド	吉川
米国のUniversal Proxy(ユニバーサル・プロキシ)の導入	福本	ーESMAワーキング・ペーパーの考察ー	
<b>No.1738 (2023.6)</b>		米国オプション市場における取引の短期志向化	志馬
プライベート市場の拡大と「ゲートキーパー」	二上	ーOtteオプション取引の活況ー	
ナショナル・ストック・エクスチェンジ・オブ・インディア	吉川	EU市民の金融ナリッジの現況と評価	中川
ー世界最大のデリバティブ取引所ー		ーヨーロッパ委員会調査の結果とインプリケーションー	
SECによる最良執行ルール提案	清水	<b>No.1745 (2024.8)</b>	
米国株価情報配信政策をめぐるSECと取引所の争い	志馬	日銀はなぜ急変したのか?	伊豆
ーSECによるSIPの改革提案と敗訴ー		OFRのヘッジファンド・モニター	吉川
<b>No.1739 (2023.8)</b>		ー米監督機関のデータ公開ー	
日本証券業協会の業態分析について	二上	欧州資本市場の統合テブ設立の動きについて	清水
クレディ・スイスのAT1債をめぐって	伊豆	議決権行使書面の行使期限に問題があったとされる二つの事例	福本
ーペイルイン再考ー		<b>No.1746 (2024.10)</b>	
コロケーション・スキャンダル	吉川	非上場株等の発行・流通の拡大に向けた取組みについて	二上
ーインドにおける取引所運営の汚点ー		株主コミュニティ制度の新たな展開	松尾
<b>No.1740 (2023.10)</b>		ー運営会員と売買高を中心にー	
取引所二部開設と店頭売買銘柄登録制度	松尾	ユーロネクスト市場のパフォーマンス	吉川
ー株式店頭市場の歴史的考察ー		ー二〇二四年八月混乱期のデータ分析ー	
GIFTコネクト	吉川	米株オプション市場における立会場取引	志馬
ーインドとシンガポールの取引リンケージー		ーマイアミ取引所グループの新規取引所開設ー	
米国株式市場の構造変化	志馬	<b>No.1747 (2024.12)</b>	
ーゼロ・コミッション化の進展と店頭市場の拡大ー		金融・証券界におけるデジタルテクノロジーの利活用について	二上
<b>No.1741 (2023.12)</b>		FRBの利上げはなぜ効かなかったのか?	伊豆
「新店頭市場」とジャスダック証券取引所	松尾	続・インドの個人による株式デリバティブ取引	吉川
ー非上場株式市場の歴史的考察ー		ーインド証券取引委員会調査報告ー	
インドの個人投資家	吉川	<b>No.1748 (2025.2)</b>	
ーNSEデータに基づく考察ー		株式市場の市場構造に係る規制の経緯と現状	森本
ダークプールでのHFTの取引	清水	株主コミュニティ制度の拡大	松尾
ポスト・ブレグジットの英国金融・証券セクター	中川	ー新規銘柄を中心にー	
ー崖っぷちのシティーー		続・インドの個人による株式デリバティブ取引2	吉川
		ーインド証券取引委員会調査報告ー	
		アメリカの証券決済期間T+1への短縮化	福本
		IEXのオプション市場開設発表	志馬

公益財団法人 日本証券経済研究所  
ホームページのご案内

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

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

I. 研究所の紹介等

J S R Iについて	当研究所の概要や事業活動を紹介しています。
出版物案内	『証券レビュー』『証研レポート』『金融商品取引法研究会研究記録』『証券経済研究』の全文を掲載しています。また、定期刊行物のバックナンバー一覧、単行本の内容紹介と目次もご覧いただけます。
証券図書館	証券図書館の概要や利用の手引きを紹介しています。
講演会録	「資本市場を考える会」の講演会録(全文)をお読みいただけます。
研究会	当研究所が主催する研究会の概要と活動状況を紹介しています。また、金融商品取引法研究会研究記録(全文)をご覧いただけます。
トピックス	海外の論文の翻訳・紹介や証券経済関係の小論文を掲載しています。

II. データベース検索

研究所出版物	出版物案内に掲載している出版物を書名・論文名または著者名等により検索できます。
証券図書館の蔵書	証券図書館所蔵の蔵書を書名、著者名等により検索できます。また、新規受け入れ図書を紹介する新着資料案内もあります。
証券関係の論文・記事	証券図書館(東京)が受け入れている国内雑誌に掲載された証券関係の論文・記事を論文名、著者名及びキーワードにより検索できます。
証券年表	新聞、雑誌等の記事を「証券」「金融」「一般」に3分類し、月単位で更新しています。日付ごとに記事を一覧することができるとともに、探したい用語を含む記事の検索もできます。

# 証券図書館

証券・金融・経済関係の資料をご覧になりたい方はどなたでも、ご利用いただけます。

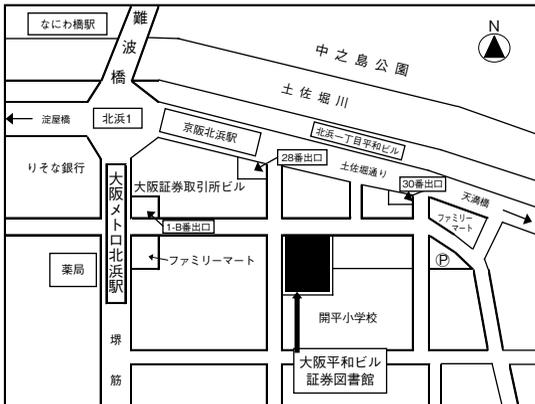
所在地 大阪市中央区北浜1-5-5 大阪平和ビル7階  
TEL (06) 6201-0062

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

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

雑誌 取引所、協会、証券会社、銀行、官庁等の刊行物、一般雑誌、産業関係資料ほか、海外の新聞、雑誌等を集めております。

(みなさんのご利用をお待ちしております。)



道順  
大阪メトロ堺筋線・京阪本線 北浜駅1-B番出口又は28番出口より徒歩2分

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

証研レポート第一七四九号  
二〇二五年四月十四日発行  
(偶数月第二月曜日発行)

2025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

<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%)