

**証 研**

# レポート

No.1718

---

2020年2月

デリバティブにおける勧誘規制について

二上季代司（1）

ソーシャルインパクトボンドとクラウドファンディング

松尾 順介（12）

アメリカの市場手数料について

清水 葉子（29）

時価総額の小さな上場地方銀行の経営状況

志馬 祥紀（39）

# デリバティブにおける勧誘規制について

二上季代司

## 1 はじめに

前号<sup>(1)</sup>では大阪取引所への商品先物取引の一部移管（本年七月予定）を前にして、将来的には同じ商品（例えばトウモロコシなどの農産物）が金融商品取引法（以下、金商法と略）に服する大阪取引所と商品先物取引法（以下、商先法と略）に服する商品取引所（例えば大阪堂島商品取引所）で取引される可能性があることから、勧誘規制において両者に食い違いがないかどうか、を検討したのである。

本号では、デリバティブ取引における勧誘規制の中軸である「適合性原則」、「説明義務」について検討したいと思う。デリバティブ取引はリスク特性が他の金融商品（例えば現物株取引）と異なっており、かつ仕組みが複雑であるため、これを扱う証券会社の業務運営において「適合性原則」と「説明義務」はコンプライアンス（法令遵守）上きわめて重要な地位を占める。

ところで業者が「適合性原則」や「説明義務」に違反した場合に、民事上の損害賠償責任に問われることは、今日では一般化しているが、それがどのような理由で、かつどの程度の責任を負うべきかについては法律家の間でも様々な議論があるようである。たまたま、筆者は司法研修所編『デリバティブ（金融派生商品）の仕組みと関係訴訟の諸問題』（法曹会、二〇一七年）を入手する機会を得た。この小冊子は、デリバティブ取引（およびそれを内包した仕組債・投信などの金融商品）を勧誘・販売した業者に対し、損失を被った顧客が起こした民事

訴訟において、適合性原則違反等が損害賠償責任の根拠としてどこまで適用できるのか、その範囲を論じたものであって、きわめて興味深い議論を展開している。冒頭には神作裕之教授（東大）の簡潔にして要を得た解説がある。

大阪取引所が商品関連も含めた総合的なデリバティブ取引所へ脱皮する時期を迎えている今日、デリバティブ取引に関係する民事訴訟において、適合性原則および説明義務の違反がどのような根拠で問われるようになってきているのか、その一般的な傾向について一瞥しておくことは、あながち無駄ではないと思われる。

## 2 適合性原則と説明義務

### 〔適合性原則〕

適合性原則とは、金融商品取引業者（証券業者等）が金融商品を販売・取引する際に、顧客の知識、経験、財産の状況および取引の目的に照らして不相当と認められる勧誘をおこなってはならないものである（金商法四〇条一項）。ここで挙げられている①知識、②経験、③財産の状況および④取引の目的は、顧客の適合性を判断する際の四要素とされており、最後の「投資目的」は証券法が金融先物取引法そのほかと統合されて現在の金商法になった二〇〇六年に新たに追加されたものである。なお、商品先物取引の勧誘にも同様の規定がある（商先法二一五條）。この「適合性原則」は、業務運営における業法上の行為規制であって、その違反は監督当局による業務改善命令や監督上の処分となる。

また、日本証券業協会「投資勧誘、顧客管理などに関する規則」でも、協会員（証券業者等）は顧客の投資経験、投資目的、資力等を十分に把握し、顧客の意向と実情に適合した投資勧誘を行うこと（三条二項）とされて

いる。さらに、顧客については氏名、住所、年齢、職業のほか投資目的、資産状況、取引経験そのほか必要事項を記載した顧客カードを備え付けること（五条）と規定する。これは適合性原則を遵守する前提として顧客の属性を知る必要があるためである（顧客熟知義務）。この顧客カードには適合性原則における顧客属性の四要素が含まれている。

以上のように、適合性原則は業法上および自主規制上の行為規制であって、その違反は業務改善命令や監督処分の結果するにしても、同時に不法行為法上も違法になる（したがって損害賠償責任が生じる）とは法律上、明記されていない。

#### 〔説明義務〕

これに対して、説明義務違反については、損害賠償責任が生じることが法律上、明記されている。すなわち、金融商品販売法（以下、金販法と略）は、金融商品を販売する際には顧客に「重要事項」を説明する義務を課し（三条）、これに違反すると損害賠償責任が生じると明記する（五条）。

また顧客への説明義務の対象範囲を「重要事項」とし、この「重要事項」を①元本毀損のリスクとそれをもたらしす仕組み、②元本を上回る損失のリスクとそれをもたらしす仕組みに分けて定義している（三条一項一〜六）。①は現物株や債券、投信などであり、②は損失が累積した場合に追加証拠金を徴収される恐れのある信用取引やデリバティブなどが想定されているのだろう。

これに加えて「重要事項」の説明は顧客の知識、経験、財産状況および投資目的に照らして顧客に理解されるために必要な方法と程度によるべきものとされる（三条二項）。つまり、リスクとそれをもたらしす仕組みの説明は、通り一遍のものではなく、当該顧客の属性に応じて、理解が得られるような方法・程度で行わなければならない

とされる。

以上のように、金販法は、説明義務において、説明の対象（リスクと仕組み）のほかに、その方法・程度に関する規定を設け、説明の方法・程度については「適合性原則」に則って行うこととしている。

### 3 適合性原則と損害賠償責任

ところで、先にもみたように、適合性原則それ自体は業法上、および自主規制上の行為規制であって、その違反には損害賠償責任が生じることを法律上は明記していないのだが、二〇〇五年七月、最高裁は適合性原則違反が不法行為法上も違反になりうるという判断を初めて示した。これ以降、損害賠償責任の根拠としての適合性原則違反の適用範囲について、法律家の間で活発な議論を引き起こすことになる。

この訴訟では、原告側の水産物卸売業者が某証券会社に委託して行った現物株、信用取引、外貨建てワラント、国債先物、株式先物、株式オプション取引につき生じた損失について過当取引の勧誘、断定的判断の提供、ワラントにおける説明義務違反、オプション取引における適合性原則違反、説明義務違反などを主張して不法行為に基づき損害賠償を請求した。一審では原告側の請求を棄却したが、控訴審ではオプション売り取引につき適合性原則違反を理由とする証券会社の不法行為責任を肯定した。

そして最高裁では、適合性原則から著しく逸脱した証券取引の勧誘をして取引を行わせた場合には、当該行為は不法行為法上も違法となる、と一般的な判断を示したうえで、当該事案については、原告の水産物卸売業者がオプションの売り取引を自己責任で行う適性を欠き取引市場から排除されるべきものであったとはいえないこと、したがって証券会社の担当者がオプションの売り取引を勧誘し、これを行わせたことは、適合性原則から著

しく逸脱するものとはいえず、証券会社の不法行為責任を認めることはできないとして、原判決を破棄した（司法研修所「二〇一七」、一〇〇ページ）。

つまり、最高裁は「適合性原則」違反が損害賠償責任につながることを一般的には認めしたが、この事案では損害賠償責任を認めるほど「適合性原則」から著しく逸脱した勧誘行為ではなかったと判断したのである。この結果、法律家の間では、損害賠償責任を認容できる範囲まで「適合性原則」を広義にとらえなおそうという傾向がみられるようになる。

#### 4 適合性原則の法令化

では、適合性原則はどのように法令化され、その解釈は現在までどのように変遷してきたのだろうか。わが国における適合性原則は、当初は行政指導の形で示された（一九七四年証券局長通達「投資者本位の営業姿勢の徹底について」）。この通達では、「投資勧誘に際しては、投資者の意向、投資経験および資力等に最も適合した投資が行われるよう十分配慮すること」とされている。これを受けて、日本証券業協会は前述のように顧客カードの備え付けを義務付けたのである。

この背景としては、一九七〇年代前半の株式取引の投機化がある。田中内閣（当時）の列島改造論にあおられて金融市場は「過剰流動性」の様相を呈し、株式相場は過熱して投機色を強め、個人投資家による信用取引を多用した回転売買が横行し、投資家の中には多額の損失を被るものまで現れたのである。そこで当局は、上記の通達を発出して証券会社の営業姿勢をけん制したのである。

行政指導にとどまっていた「適合性原則」が法令化されたのは一九九二年の証券取引法改正によってである。

この背景としては、これに先立つ一九九一年にIOSCO（証券監督者国際機構）の行為規制原則が定められて各国で国内法化されることとなり、これを受けて行われた証券取引審議会不正取引特別部会が、適合性原則を法令化するべきである、との内容の報告書を公表したことがあげられる（川口「二〇一六」、三ページ）。

この改正で「適合性原則」は業務の状況に関する規則として規定され、その違反は経営保全命令の対象とされた（証取法五四条一項）。この時の適合性原則の判断要素としては、投資者の①知識、②経歴、③財産状況の三つであって、第四の要素である「投資目的」はまだ入っていないかった。「投資目的」が追加されて現在のような規定になるのは、証取法が金商法に統合された二〇〇六年になってからである。

同時に二〇〇六年には金販法も改正されている。改正内容は、説明義務の範囲を拡大したこと、適合性原則を導入し三条二項を追加したことである。すなわち、従前は「元本欠損の恐れがあること」を説明するだけでよかつたのである。しかしこれでは、リスクがあることを顧客が認識していれば、業者に損害賠償責任を追及することはできなくなる。そこで、販売・勧誘の対象となる金融商品の仕組みを説明範囲に加え、損失が生じる理由が理解でき、相場動向によって損失の大きさを予想できるようにしたのである。

また、説明は通り一遍のものではなく、適合性原則の四つの判断要素（例えば顧客の知識水準等）に照らして顧客が理解できるように必要な方法・程度によらねばならない、とされた。この三条二項を新設することで、説明義務に適合性原則が導入されたのである。ちなみに、その前年に前述の最高裁の判例が出ている。

## 5 狭義の適合性原則と広義の適合性原則<sup>(3)</sup>

このようにみると、二〇〇五年ごろから法律家の間で適合性原則の解釈と適用範囲の考え方が変化していった

ように思われる。二〇〇五年の最高裁判例は、適合性原則違反が民事上も損害賠償責任をもたらすことには認めつつ、当該事案において適合性原則を「狭義」に解釈したため、適合性原則の違反はなかったと判断したとされる。

適合性原則の「狭義」の解釈とは、自己責任原則の妥当する自由競争市場では知識・経験・財産から見て取引に耐えられない顧客はそもそも勧誘できない「不適合な顧客」なのだから市場から排除（入口規制）すべきであるという解釈である。この観点からいえば、典型的に妥当するのは認知症気味の後期高齢者とか年金生活者等であり、水産物卸売業者のような事業主はこれに該当しないことになるのだろう。

これに対し「広義」の解釈とは、市場への参入は緩やかに認めたくえて金融商品を販売・勧誘する際には適合性原則の四つの判断要素に適合した形で行うべきであるというものであって、「説明義務の拡張」であるとされる。そしてこのような概念整理は、その後広く受け入れられ、現在に至るまで適合性原則に関する認識の主流になっているとされる（司法研修所「二〇一七」、九九ページ）。

では「広義の適合性原則」違反による損害賠償責任は、具体的にはどのような根拠づけられるのだろうか。具体的な事例としては、顧客の投資目的（第四の判断要素）に適合しない金融商品であるにもかかわらず、この点について誤解を与えるような勧誘で販売した場合には、生じた損失についての賠償責任が発生するという事例があげられている。この場合に勧誘・販売した商品は顧客の投資目的に「不適合な商品」であって、司法研修所「二〇一七」は、これを「不適合商品勧誘の不法行為」と類型化する（一三八ページ以下）。

このような「広義」の解釈が法律家の間で有力となったのは、その後の事実経過が大きく影響しているように思われる。とりわけ二〇〇八年のリーマンショック後の急速な円高で為替デリバティブを金融機関との間で契約



した中小企業を中心に二〇一〇年ごろに大きな損失が発生、大きなトラブルとなった。金融機関が輸入業務を扱う中小企業向けに円安リスクをヘッジする効果を強調して為替デリバティブを販売したのである。その商品設計の多くは、当時のレートよりやや円高でドルのコール・オプションを買い、プット・オプションを売ってプレミアムをゼロにする「ゼロ・コスト・オプション」であった。

コールはイン・ザ・マネーのためオプション料は高く、プットはアウト・オブ・ザ・マネーのためオプション料は安い。従って、「ゼロ・コスト」にするためには、プットはコールを上回る量で売らねばならないが、期待に反して円高になると、買ったコールは無価値となり、プットはイン・ザ・マネーとなって損失が発生する。リーマンショック後の急速な円高は、顧客の間に巨額の損失をもたらし、それが原因で倒産する中小企業が発生、大きな社会問題となった。

この時に問題視されたのは、果たしてこの為替デリバティブ契約は、顧客の「投資目的」に適合していたのか、という疑問であった。うたい文句は将来円安になった場合の「為替リスクをヘッジ」する効果であったが、中小の輸入業者には外国から外貨で仕入れる「直接貿易」だけとは限らず、商社を通じて円建てで輸入する「間接貿易」もあり顧客側にはヘッジ・ニーズの根拠が希薄だったケースや、明らかに「オーバー・ヘッジ」になっている事例があったとされる（司法研修所「二〇一七」、九〇ページ）。

当時の為替デリバティブにかかるトラブルは、訴訟に至るものは少なく、多くは金融ADR（裁判外紛争解決手続）によって解決が図られた。もともと、為替デリバティブ以外にデリバティブを組み込んだ「リンク債」や「投資信託」の勧誘・販売によるトラブルもある（青木「二〇一四」）。これらについて、損害賠償責任を根拠づけるものとしての適合性原則や説明義務に関する様々な解釈や提案が行われているが、ここでは、そのすべてを

紹介することはできなかった。

## 6 おわりに

以上のようにみると、一般的には損害賠償責任の根拠として「適合性原則」や「説明義務」の違反が適用される範囲は、拡大する傾向にあることがわかる。商品関連のデリバティブが証券業者にも取扱い可能となる反面、コンプライアンス上の負担も重くなってこよう。では、これに対する、証券業者側の対応はどうだろうか。

適合性原則や説明義務は「勧誘規制」の範疇にあるのだから、この重いコンプライアンス上の負担を回避すべく「勧誘しない」ビジネスモデルが増える可能性があげられる。すなわち、「ネット業者」の台頭である。現在すでに、FX（外為証拠金取引）や日経二二五先物・オプション取引では、個人投資家顧客中心のリテール営業において「ネット取引」のシェアが高くなっている。商品関連デリバティブも加われば、そこでも「ネット取引」のウエイトが高くなってくるだろう。

もつとも、損害賠償責任との関連でいえば、適合性原則や説明義務は「勧誘行為」における義務に限定されるとは必ずしも言えないようである。勧誘せず、顧客自ら契約を申し込んだ場合でも、明らかに不適合な顧客については「警告する義務」が適合性原則に含まれるとの考え方が（少数意見だが）あるとされる（司法研修所「二〇一七」、一〇三ページ）。また、先物やとりわけオプションの場合には、相場動向が急変するなど、市場動向の性格や迅速な把握が必要な商品であるため、先の最高裁判例では補足意見として「指導助言義務<sup>(4)</sup>」を指摘している（同、一〇一ページ）。

他方、デリバティブ取引の利用客は個人顧客よりも法人が多いと思われる。特に商品関連の場合は当業者が多

いと予想され、これは対面営業で対応されることになろう。また、個人顧客のすべてがネット取引に移るわけでもない。対面営業のニーズもあるはずである。さらに言えば、デリバティブを組み込んだ仕組債や投資信託も多く、これは対面営業で個人に販売される場合が多い。デリバティブは既存の取引に潜在する各種リスクを分解して取り出し、そのリスクを売買する取引である。そのリスクを組み込んで様々なバリエーションの金融商品に組成することができる。それだけに、顧客にその商品の仕組みを理解してもらうことは「ネット取引」、「対面営業取引」の別なく極めて重要である。この点でいえば、まず証券営業員自身がデリバティブの仕組みと商品性をしっかりと理解できていることが重要である。

(付記) 二〇〇六年成立(翌〇七年施行)の金融商品取引法は投資家をプロ(特定投資家)とアマ(一般投資家)に分け、プロには「適合性原則」の適用を除外した。本稿では、アマの投資家を念頭に置いて検討している。

#### 注

- (1) 拙稿「総合取引所における不招請勧誘規制について」本誌二〇一九年一二月。
- (2) 一九九八年の証取法改正では、四三条一項と附番が変わり、適合性原則違反は禁止行為とされた。
- (3) 適合性原則の解釈については、金融審議会第一部会中間整理(第一次、一九九九年七月六日)が、「狭義」と「広義」に分けて概念整理が行われたとされ、司法研修所の小冊子も、これに依拠している(九九ページ)。
- (4) なお、オプション売り取引において、大阪高裁(二〇〇五年二月二日)の判決は最高裁が示した「指導助言義務」を早速採用している。

参考文献

- ・ 神田秀樹 「二〇一二」、「デリバティブに関する規則」 日本証券経済研究所『金融商品取引法研究会』三九号
- ・ 青木浩子 「二〇一四」、「リテール顧客向けデリバティブ関連商品販売における民事責任」 日本証券経済研究所『金融商品取引法研究会』四六号
- ・ 川口恭弘 「二〇一六」、「適合性の原則」 日本証券経済研究所『金融商品取引法研究会』五四号
- ・ 司法研修所編 「二〇一七」、「デリバティブ（金融派生商品）の仕組み及び関係訴訟の諸問題」 法曹会。

（にかみ きよし・主席研究員）

# ソーシャルインパクトボンドとクラウドファンディング

松尾 順介

はじめに

近年、ソーシャルインパクトボンド（以下、SIB）について内外の関心が高まっており、国内でも様々な取り組みが導入されている。特に、SDGsやESG投資への注目が高まるとともに、行政コスト削減という課題が浮上している現況は、今後もSIBの取り組みを促進する背景となるものと考えられる。ただし、拙稿「二〇一三a」「二〇一三b」「二〇一五」でも指摘したように、投資スキームとしてのSIBに関しては、課題も多いと思われる。

そのような中で、クラウドファンディングを利用したSIBが国内で組成され、資金調達に成功したことは注目され、今後のSIB普及のブレークスルーとなることが期待される。

本稿では、国内外のSIBの現況を概観した上で、クラウドファンディングによるSIBの導入事例を考察し、今後を展望する。

## 1 海外の取り組み

まず、SIBの海外の取り組みについては、イギリスの非営利組織である、Social Financeがデータを集計し、公表している。同組織は、政府、公共部門、資金提供者と協力して、様々な社会問題の解決のための投資スキ-

ムを設計・提案し、投資の促進を目指しており、SIBもその一環である。<sup>(1)</sup>

同組織の公表データによると、一三八案件が導入済みであり、総額四四一百万ドル、取り組み対象者一七二万一九〇二名に對している。さらに、計画中の案件は、六九案件とされている。<sup>(2)</sup>

まず、国別では、導入済み案件は、イギリス四七、アメリカ合衆国二六、オランダ一、オーストラリア一〇、フランス五、カナダ四、ポルトガル四、イスラエル三、ドイツ三、日本三、インド三、フィンランド二、ベルギー二、ニュージーランド二、韓国二、チリ一、南アフリカ一、コロンビア一、ウガンダ一、カメルーン一、スイス一、スウェーデン一、コンゴ一、アルゼンチン一、オーストリー一、ペルー一となっている。また、計画中は、カナダ六、オーストラリア四、イスラエル四、イギリス三、フランス三、ポルトガル三、日本三、チリ三、ブラジル三、メキシコ三、南アフリカ三、コロンビア三、インド二、フィンランド二、ウガンダ二、カメルーン二、スウェーデン二、スペイン二、アメリカ合衆国一、ベルギー一、ニュージーランド一、韓国一、スイス一、アイerland一、パレスチナ一、イタリア一、コスタリカ一、デンマーク一、モロッコ一、エクアドル一、エストニア一、アルゼンチン一、ノルウェー一、モザンビーク一となっており、当初は英米が中心であったが、現在は広範な国々に広がっていることが分かる。

次に、取り組みの内訳を見ると、導入済み案件は、就業支援四四、住宅・ホームレス支援二三、健康改善支援二二、子供および家庭支援二〇、教育および幼少期支援一四、刑法犯更正支援二二、貧困および環境対策三となっている。また、計画中は、就業支援一六、健康改善支援二二、子供および家庭支援一一、成人に対する複合的支援八、刑法犯更正支援七、教育および幼少期支援三、住宅・ホームレス支援二、その他一〇となっている。英米のSIBに関しては、拙稿「二〇一三a」「二〇一三b」でも紹介したように、刑務所の受刑者に対する再犯防止プロ

プログラムの実施事例が先駆的な事例とされているが、現在では取り組み内容の多様化が進展しているようである。<sup>(3)</sup>  
なお、投資家は、財団などが中心であるが、実施済み案件では、四一の機関が投資を行っている。

## 2 国内の取り組み

国内でのSIB導入の先駆的事例としては、二〇一七年に導入された、八王子市における大腸がん検診における受診率・精密検査受診率向上事業<sup>(4)</sup>および神戸市における糖尿病性腎症等の重症化予防事業が挙げられる。後者については、神戸市の公表資料によると、神戸市から委託された株式会社DPPヘルスパートナースが受診勧奨および保健指導を実施し、三井住友銀行、個人投資家(予定)、一般財団法人社会的投資推進財団が資金提供を行うとともに、SMB C信託銀行は資金調達のための信託機能を提供する。また、一般財団法人社会的投資推進財団は中間支援組織としてプロジェクトの管理運営等の支援を実施するというものである。<sup>(5)</sup> また、このスキームの要点は以下である。<sup>(6)</sup>

事業目的…糖尿病性腎症等のステージの進行および人工透析への移行の予防

事業内容…①未受診および治療中断中のハイリスク者計一〇〇人を対象、②受診勧奨および食事療法等の保健指導を実施し、対象者の医療機関への受診および生活習慣の改善を通じて、重症化を予防、③保健指導プログラム修了率、生活習慣改善率および腎機能低下抑制率を成果指標として委託料を支払う

事業費…約二四〇〇万円(予定額、税抜き)

事業期間…二〇一七年七月～二〇二〇年三月(三年間)、うち二〇一七年七月～二〇一八年三月…保健指導業務を行う事業実施期間、二〇一八年四月～二〇二〇年三月…評価業務を行う評価期間

期待される便益…①市民のクオリティ・オブ・ライフの向上、②治療にかかる医療費の適正化、③死亡したり通院・入院したりすることで、労働ができないことによる逸失所得の削減

また、八王子市でも大腸がん検診受診率向上プログラムが導入されている。なお、この案件の事業者は、後出の株式会社キャンサーキャンであり、同社は二〇一八年度の成果目標を達成し、初回の成果連動型支払いが実行された。<sup>(7)</sup>

他方、国内の取り組みとしては、事業としてSIBに取り組み民間企業が登場し、活動していることも注目される。この会社は、ケイスリー株式会社で、二〇一六年設立、本店…沖縄県那覇市、本社…東京都渋谷区恵比寿西である。<sup>(8)</sup> 同社は、「経済性と公益性を兼ね備えた事業づくりに挑戦し続ける」をミッションとしており、その事業内容は、「先端技術を取り入れた社会的インパクト・マネジメントや成果連動型官民連携など成果向上に向けた手法の研究開発・導入支援」および「EBPMの実装に向けたGovTechプラットフォームプロダクトの開発」となっており、具体的には、以下の三つを柱としている。

① SIB関連の提供サービス…中間支援組織としてのSIBを含む成果連動型委託契約の導入支援から市場創出・拡大に向けた調査・普及啓発活動まで幅広く支援している。具体的には、中間支援組織として、SIBなどのスキームを検討し、利害関係者との調整、サービス提供者候補や民間資金提供者候補に対する事前交渉などを踏まえ、現実的かつ効果的なモデルの組成を支援するとともに、成果指標・測定方法等の評価設計からデータ収集・分析や評価等を支援する。<sup>(9)</sup>

② 社会的インパクト投資関連の提供サービス…社会的インパクト投資に必要な非財務的指標の測定に関する設計や測定などを行うとともに、社会的インパクト投資に関する調査・研究のサポート（ヒアリング等の実地に



基づく調査、データ収集による分析など)を行う。前出のG8社会的インパクト投資タスクフォース国内諮問委員会〔二〇一六〕<sup>(10)</sup>もこの業務の一環である。

③ 社会的インパクト評価関連の提供サービス・NPO・企業の活動による「社会的インパクト」を可視化するとともに、社会的インパクトの拡大に向けて、社会的インパクトを事業改善や経営判断に活用することを目的とした、社会的インパクト評価を実施する。具体的には、行政機関やNPOなどの実施する社会的インパクト事業に対する助言的支援を行う。さらに、社会的インパクト評価に関する国内外の現状や先進事例などを踏まえ、新たな手法の研究や導入課題などを調査する。<sup>(11)</sup>

同社は、二〇一七年八月、日本初のSIBを八王子市で組成するなど、この分野での実績を重ねるとともに、本稿で取り上げた、日本初のクラウドファンディングを利用したSIB案件にも中間支援組織として参加している。

なお、同社の代表取締役CEOの幸地正樹氏にインタビューする機会を得た。幸地氏は、那覇市の出身であり、そのことが同社の本店を那覇市に置いている理由だという。同氏は、PWCコンサルティング会社で、主に中央省庁や地方自治体など、官公庁の戦略策定、予算評価、事業者選択およびプロジェクトマネジメントオフィス(PMO)に対する支援を担当し、この部門で約一〇年のキャリアを重ねた後、PWCをスパインアウトし、ケイスリーを二〇一六年に設立した。PWC在職中、日本財団のSIB導入や経産省の取り組みに参加したことから、SIBに対する関心を高めたことが契機となり、本格的にSIBに取り組む決意を固め、会社を設立した。現在のメンバーは一二名であり、そのメンバーは、会社設立後、同社のビジネスモデルについてネットなどで情報を得て、そのミッションに共感して自ら応募してきた人たちである。したがって、経歴も多様であり、外資系メーカー、IT企業、日系金融機関、国家公務員、独立行政法人、エンジェル投資家、NPO、教員などである。

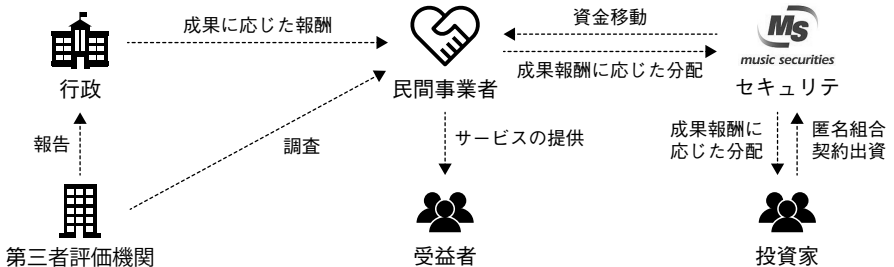
現在の同社の事業は、SIBを中心としたコンサルティング業務が中心であり、主な委嘱元は経済産業省、厚生労働省、総務省などの中央省庁、都道府県や政令指定都市などの地方自治体、大手民間企業および金融機関、一般財団法人社会的投資推進財団、公益財団法人日本財団、NPO法人などであるが、今後はSIBや社会的インパクト評価等のコンサルティング事業だけでなく、テクノロジーを活用した、様々な業務展開を計画している。PWC在職中から行政機関の予算について、その不効率性を認識しており、その効率的な運用は大きなビジネスチャンスであるとともに、社会的なミッションである。SIBに限らず、様々な仕組みづくりが可能であるとしている。

### 3 クラウドファンディング利用の事例

クラウドファンディングを利用した事例としては、ミュージックセキュリティーズの運営するクラウドファンディング・プラットフォーム「セキュリティーズ」で募集された、「広島県がん検診推進SIBファンド」が国内初の事例であると思われる。

まず、同プラットフォームでは、SIBのスキームを下記のように図解し（図表1参照）、SIBを「営業者となる民間事業者が成果に応じて行政から報酬が受け取れる契約で受託した事業に対して出資を行う新たな金融手法」と定義し、

図表1 SIBの一般的なスキーム



(出所) ミュージックセキュリティーズHP、<https://www.secureite.jp/sib> (2020年1月20日、アクセス)

SIBが必要とされる背景として、少子高齢化社会の進展と、それに伴う財政悪化による行政サービスの質の低下を挙げている。<sup>(12)</sup>

次に、同社では、SIBスキームの利点として、行政から業務を委託される民間企業の契約が成果連動型であり、成果が出ないと収益が確保できないこと、通常は単年度の委託が多い行政の事業を複数年度にまたがって受託できることを挙げている。<sup>(13)</sup>つまり、受託企業が提供するサービスを最大化するインセンティブを与えらるるに、中長期的な計画で業務を遂行できる点が利点とされている。その結果、次の効果が期待できると説明している。<sup>(14)</sup>

① 行政側にとっては、サービスの質の向上とともに、行政コストの軽減という効果が期待できる。

② 営業者にとっては、複数年度にわたる業務受託による、事業実施の効率化や合理化が期待できるとともに、事業に共感を寄せる投資家からの資金を得た上で、サービスの成果を最大化するインセンティブも得ることができる。

③ 投資家にとっては、投資による経済的リターン（金銭的なリターン）とともに、社会的リターンが期待できる。後者は、投資対象事業が実施されることで、地域の行政サービスの質の向上とそれに伴う生活の質が高まるといふ、社会貢献的なリターンを指しており、金銭的なリターンと社会的リターンの両立は、ダブルボトムライン投資と位置付けられる。

④ 地域住民にとっては、当該事業の成果によって、生活の質向上などの成果が期待される。

今回、同社のプラットフォームで募集されたSIBは、「広島県がん検診推進SIBファンド」である。以下そのスキームを概観する。

まず、同ファンドの主な募集要項は、次の通りである。

本匿名組合契約の名称…広島県がん検診推進SIBファンド一

営業者…株式会社キャンサーズキャン

取扱者…ミュージックセキユリティーズ株式会社

出資金募集最大総額(口数)…六六三万円(二二口)

出資金募集最低総額…

申込単位(一口あたり)…三万二五〇〇円/口(内訳…出資金三万円 取扱手数料一五〇〇円)

(上限口数…三三口)

募集受付期間…二〇一八年一月三〇日～二〇一九年一月三〇日

※この期間中であっても、出資金額が出資金募集最大総額に達した場合は、そのときをもちまして出資の募集を終了する。また、募集期間終了前であっても、営業者又は取扱者の判断により、本匿名組合契約の募集を終了する場合があります。また、出資金の申込状況に応じて、最大六ヵ月まで募集期間を延長することがある。

会計期間…二〇一九年一月一日～二〇二〇年十二月三十一日

契約期間…本匿名組合契約締結日から会計期間終了日

決算日…第一回 二〇一九年二月三十一日、報告日…二〇二〇年二月二十九日

第二回 二〇二〇年十二月三十一日、報告日…二〇二一年三月一日、分配日…二〇二一年三月三十一日

報告日…決算日から六〇日以内

分配方法…第二回決算日から九〇日を超えない日から随時引き出し可能

予想リクーポン累計売上金額（税込）…六六三万円

なお、同ファンドの機関投資家向け募集条件は、以下である。

出資金募集最大総額（口数）…五四五万円（二〇九口）

申込単位（一口あたり）…五万円/口（内訳…出資金五万円 取扱手数料〇円）（上限口数…一〇九口）

募集受付期間…二〇一八年一月二六日～二〇一九年一月三〇日

予想リクーポン累計売上金額（税込）…一二五八万二五五七円

また、参加人数は、一三九人であり、これに機関投資家加わっている。募資金額は満額に達し、現在運用中である。

以下、同ファンドの取り組み内容を見てみよう。

まず、同ファンドの営業者は、株式会社キャンサースキャン（設立、二〇〇八年一月一九日、本社、東京都品川区）であり、同社は「マーケティングとテクノロジーで人と社会を健康にする」をミッションとし、人工知能技術を活用した最先端のソーシャルマーケティング、ヘルスビッグデータ（健診結果、レセプトデータ等）の科学的な解析、特定検診・がん検診受診率向上事業、糖尿病重症化予防事業などに取り組み、全国四〇〇以上の市町村から事業委託を受けている。特に、特定検診の受診率向上事業では、行動経済学を活用したコミュニケーション戦略で非常に高い受診率向上効果を達成し、九〇%以上の継続契約を得ている<sup>15)</sup>としている。また、二〇一七年に日本初のSIB事業を国保保険者に実施している。

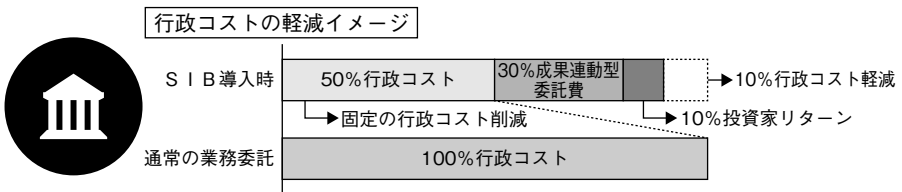
次に、ファンドの対象事業は、広島県と広島県内の竹原市、尾道市、福山市、府中市、三次市、庄原市の六つの市における、大腸がん検診の受診と受診後の対象者へ精密検査の受診を推奨する事業が対象となる。具体的には、

案内対象者をAIで約一万三五四〇名選定し、検診の案内を送付することで、大腸がん検診受診者数を最大三三七五名、精密検査受診者を最大一九%増加させる計画である。

第三に、事業目的は、受診者数を増加させることによって、早期発見による医療費負担の軽減を図るとともに、自治体のコスト削減を図ることとされている。特に後者については、下記のイメージ図で説明されている（図表2参照）。

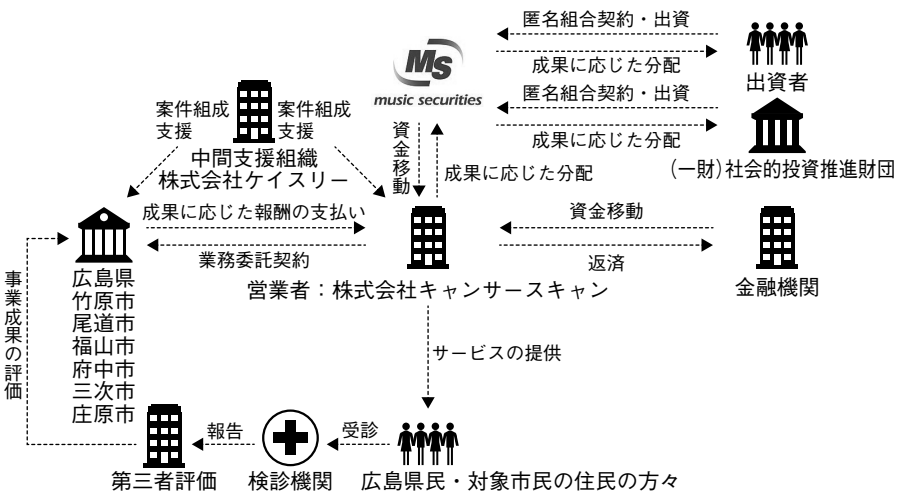
第四に、このファンドのスキームは、次のように図解されている（図表3参照）。ここでは、クラウドファンディングの出資者と（一財）社会的投資推進財団とが異なる条件で、匿名出資組合に出資をすることも

図表2 SIBによる行政コスト削減イメージ



(出所) 同社HP、<https://www.securite.jp/fund/detail/4831> (2020年1月21日、アクセス)

図表3 本案件のスキーム図



(出所) 同社HP、<https://www.securite.jp/fund/detail/4831> (2020年1月21日、アクセス)

に、金融機関も資金提供を行っている。また、中間支援組織のケイスリーは、前述のようにSIBを含む社会的インパクト投資に関する研究開発や導入支援を行っており、この案件でもスキーム参加組織・機関の座組みや資金調達スキームの検討・調整などを含め全面的に関わっている。

第五に、このスキームは、自治体から営業者への支払額は、成果連動型となっており、成果に連動して増加することになる。したがって、そこから支払われる出資者への分配金も、それに連動して増加する。ただし、事業計画値の上限が設定されているため、これを上回る成果が得られても成果報酬額はそれ以上に増加せず、出資者への分配金額も同様に増加しない(図表4参照)。自治体の側からすると、支払額は一定額を上回ることはない、コスト削減の最低額が予め設定されているといえる。

なお、分配額のシミュレーションとして、下図が示されている(図表5参照)。ここで、売上金額とされているのは、分配金の総額を意味しており、年間売上金額が三三一万五〇〇〇円に達したとき、一〇〇%の回収が見込めるものとされている。

本SIBスキームの概要は、上記のとおりであり、ここには次の点で工夫を見ることができるといえる。

まず、事業内容の分かりやすさという点が挙げられる。前述のように、

図表4 成果報酬のマトリックス

(単位：千円)

区分		大腸がん検診(一次検診)受診者増加数									
		0人	675人	1,125人	1,575人	1,800人	2,475人	2,700人	2,925人	3,150人	3,375人
精密検査受診率※	+0%	0	0	0	0	0	330	543	756	969	1,182
	+2%	0	0	0	2,265	2,517	3,272	3,523	3,775	4,026	4,278
	+3%	971	1,854	2,362	2,871	3,125	3,887	4,371	4,639	5,166	5,448
	+5%	2,463	3,555	4,077	4,855	5,131	5,958	6,234	6,510	7,143	7,433
	+7%	3,955	5,255	5,792	6,680	6,964	7,814	8,097	8,380	9,120	9,418
	+11%	6,939	8,655	9,221	10,330	10,629	11,888	12,445	12,759	13,074	13,388
	+17%	11,416	13,756	14,365	16,637	16,975	17,990	18,328	18,414	18,414	18,414
	+19%	12,908	15,456	16,079	18,414	18,414	18,414	18,414	18,414	18,414	18,414

事業計画値

※ 精密検査受診率の正式な基準値は今後公表される平成29年度の数値を前提と致します。(出所) 同社HP、<https://www.securite.jp/fund/detail/4831> (2020年1月22日、アクセス)

初期段階での英米のSIB導入案件は、刑務所の受刑者に対する再犯防止プログラムであり、それが重要な社会的インパクトを有することは理解できるものの、その内容は必ずしも分かりやすいものとはいえなかった。しかし、本SIBスキームの事業内容は、地域住民に対する受診率向上プログラムであり、出資者にとって分かりやすいものとなっている。SIBをクラウドファンディング・プ

図表5 分配額のシミュレーション

(1口30,000円の出資の場合)

売上金額 (年間)	売上金額	1口 分配金額	償還率	源泉徴収後 1口 分配金額	源泉徴収後 償還率
¥0	¥0	¥0	0.0%	¥0	0.0%
¥2,000,000	¥4,000,000	¥18,099	60.3%	¥18,099	60.3%
¥2,500,000	¥5,000,000	¥22,624	75.4%	¥22,624	75.4%
¥3,000,000	¥6,000,000	¥27,149	90.5%	¥27,149	90.5%
¥3,315,000	¥6,630,000	¥30,000	100.0%	¥30,000	100.0%
¥3,400,000	¥6,800,000	¥30,769	102.6%	¥30,612	102.0%
¥3,482,000	¥6,964,000	¥31,511	105.0%	¥31,203	104.0%
¥4,000,000	¥8,000,000	¥31,651	105.5%	¥31,314	104.4%
¥4,500,000	¥9,000,000	¥31,787	106.0%	¥31,423	104.7%
¥5,000,000	¥10,000,000	¥31,923	106.4%	¥31,531	105.1%
¥5,500,000	¥11,000,000	¥32,059	106.9%	¥31,639	105.5%
¥6,000,000	¥12,000,000	¥32,194	107.3%	¥31,746	105.8%
¥6,380,000	¥12,760,000	¥32,298	107.7%	¥31,829	106.1%
¥6,500,000	¥13,000,000	¥32,308	107.7%	¥31,837	106.1%
¥7,000,000	¥14,000,000	¥32,354	107.8%	¥31,874	106.2%
¥7,500,000	¥15,000,000	¥32,399	108.0%	¥31,910	106.4%
¥8,000,000	¥16,000,000	¥32,444	108.1%	¥31,945	106.5%
¥8,500,000	¥17,000,000	¥32,489	108.3%	¥31,981	106.6%
¥9,000,000	¥18,000,000	¥32,535	108.5%	¥32,018	106.7%
¥9,207,000	¥18,414,000	¥32,553	108.5%	¥32,032	106.8%

損益分岐

事業計画

(注1) 匿名組合員に対する出資1口あたり分配金額は、上記に記載の算出式に基づいて計算されます。  
(注2) 表中の償還率は、次の算出式によって計算される全会計期間に係る1口あたり分配金額の合計額を基にした償還率であって、年率ではありません。1口30,000円の出資金に対し、1口分配金額が30,000円となる時点を償還率100%としています。

匿名組合員に対する出資金1口あたり分配金額/30,000円

(注3) 匿名組合員への損益の分配について、利益が生じた場合は当該利益の額に対して20.42%（復興特別所得税0.42%含む）の源泉税徴収が行われます。なお、将来税率が変更された場合には、変更後の税率により計算が行われます。また、利益とは出資者に対する分配金額が匿名組合出資金額を超過した場合における当該超過額をいいます。したがって、匿名組合員に対する分配が行われても、利益が生じるまでは源泉徴収は行われません。

(出所) 同社HP、<https://www.securite.jp/fund/detail/4831> (2020年1月21日、アクセス)



ラットフォームで実施する場合、このように一般市民に分かりやすい案件を発掘する必要があると思われる。

次に、成果の透明化という点が挙げられる。SIBスキームの難しさは、社会的インパクトの測定が容易でないという点である。SIBスキームでは、プロジェクト実施の効果を実施前後と比較したうえで、客観的に測定し、その効果を金銭的に評価する必要がある。しかし、この作業は容易ではない。すでに指摘されているように、社会的インパクトは多様であり、測定困難であるうえ、客観的な金銭換算はさらに困難である。しかし、本スキームでは、成果を受診率向上という点に限定し、客観的に測定しやすいものとし、透明性を確保している。

第三に、スキームの分かりやすさという点が挙げられる。上記のように、このスキームでは、出資者への分配金を簡明なマトリックスで表示しており、成果と分配金との関係が出資者にとって分かりやすいものとなっている。このような工夫が本スキームの募集を成功させた要因となっているものと思われる。

## まとめ

以上のように、国内外のSIBの現況を概観した上で、クラウドファンディングによるSIBの導入事例を考察した。このクラウドファンディングを利用したSIB案件において、募集が成功したことは、今後この分野のブレイクスルーになるものではないかと思われる。

ただし、今後さらに拡大するためには、少なくとも次の課題があると思われる。

まず、SIBの場合、調達金額を考えると、金融商品としての組成コストが必ずしも低くない。筆者もSIB組成に関与したが、スキームの設計は容易ではなく、実現するにはかなりのハードルを越える必要がある。SIBの場合、事業者だけでなく、評価機関や支援機関も関与し、さらにクラウドファンディングを利用するとプラッ

トフォーム運営者も関与するため、これらの事業者に支払われる報酬が組成コストとなる。案件の規模が大きければ、これらのコストを吸収しやすいが、S I Bの場合、それほどの大型案件でない場合も多く、組成コストを削減する工夫が必要であると思われる。

次に、スキームの分かりやすさという点も課題であろう。本稿で取り上げた案件が募集に成功した要因として、比較的スキームが分かりやすく、一般の投資家にも理解しやすい点が指摘できる。S I Bの場合、ソーシャルインパクトを測定し、それを金銭的に評価することで、投資家に収益を分配するという点に特徴があり、様々な工夫が重ねられているが、ソーシャルインパクトの測定は、技術的に容易ではないだけでなく、測定を精緻化・高度化すると、逆に個人投資家には理解しにくくなってしまふ可能性がある。クラウドファンディングを利用する場合、個人投資家にも分かりやすいスキームの工夫も必要であると思われる。

第三に、透明性の確保という点が挙げられる。S I Bは、行政コストなどを削減し、その効果をリターンとしてスキームの参加者に分配することになるが、その際の分配比率を合理的に設定し、その決定過程や理由を透明化することが重要であり、そのための配慮と工夫も必要であると思われる。

このようにクラウドファンディングを利用してS I Bの資金調達を行うことは必ずしも容易ではなく、対象案件も限定される可能性もあるが、今後、高齢社会・人口減少が進展し、行政コスト削減の必要性が高まることを考えると、社会的に重要なスキームとして期待される。また、クラウドファンディングによるS I Bの活用は、コスト削減効果だけでなく、投資家の意識改革という効果もあることも指摘されている<sup>(16)</sup>。つまり、ソーシャルインパクト投資を行うことで、コミュニティへの参加意識が高まり、金銭的リターン以外のリターン（コミュニティリターン）への関心が高まるという効果である。これについては、さらに調査する必要があるが、興味深い指摘

だと思われる。

(謝辞) 本稿は、桃山学院大学共同研究プロジェクト(一七連二五九:Locavesting)の考え方に基づく関西、中・四国地域経済圏の地域再生のための金融的方策の研究)の成果の一つです。同プロジェクトによる支援に厚く御礼申し上げます。また、本稿を作成するに際し、相澤一沙氏(ミュージックセキユリテイルズ株式会社) および幸地正樹氏(ケイスリー株式会社) から有益なご教示を賜りました。厚く御礼申し上げます。

注

- (1) 同組織HP、<https://www.socialfinance.org.uk/> (二〇二〇年二月二八日、アクセス)
- (2) 集計時点が明示されていないが、ここで挙げられている導入事例のうち、最新事例が二〇一九年五月であることから、実施案件数については、この時点と思われる。  
同組織HP、<https://sibdatabase.socialfinance.org.uk/> (二〇二〇年一月二八日、アクセス)
- (3) 海外の事例については、塚本一郎 金子郁容編『二〇一六△ 第五〜九章に詳しく紹介されている。
- (4) 八王子市「成果報酬型官民連携モデル事業」(二〇一八年一〇月一日)  
<https://www.city.hachioji.tokyo.jp/kurashi/hoken/kenshin/p023983.html> (二〇二〇年一月三〇日、アクセス)
- (5) 神戸市「日本初『ソーシャル・インパクト・ボンド(SIB)』神戸市、社会的投資推進財団、DPPヘルスパートナーズ、三井住友銀行、SMB C信託銀行が導入」 「糖尿病性腎症等の重症化予防SIB」で人工透析への移行を予防」  
二〇一七年七月二〇日、参照。

[https://www.city.kobe.lg.jp/a57337/slise/press/press\\_back/2017/201707/20170720040801.html](https://www.city.kobe.lg.jp/a57337/slise/press/press_back/2017/201707/20170720040801.html) (二〇二〇年一月二  
八日、アクセス)

- (6) 一般財団法人社会的投資推進財団「二〇一七」一〇頁、参照。
- (7) この事例については、以下参照。ケイスリー「日本初『ソーシャル・インパクト・ボンド』出資契約締結／成果連動型の新しい官民連携手法を八王子市にて導入」(二〇一七年八月一四日) <https://www.k-three.org/blog/sib-hachioji> (二〇二〇年一月二八日、アクセス)、同「八王子市の『ソーシャル・インパクト・ボンド』事業、早期がん発見者数増加に向け、中間成果目標を達成／初回の成果連動型支払いを実行」  
<https://www.k-three.org/blog/hachioji-sib-report> (二〇二〇年一月二八日、アクセス)
- (8) 以下の記述は、同社HPに依拠している。 <https://www.k-three.org/> (二〇二〇年一月二六日、アクセス)
- (9) 同社HP <https://www.k-three.org/sib> (二〇二〇年一月二六日、アクセス)
- (10) 同社HP <https://www.k-three.org/investment> (二〇二〇年一月二六日、アクセス)
- (11) 同社HP <https://www.k-three.org/measurement> (二〇二〇年一月二六日、アクセス)
- (12) 同社HP <https://www.secure.jp/sib> (二〇二〇年一月二〇日、アクセス)
- (13) 同上、参照。
- (14) 同上、参照。
- (15) キャンサースキャンHP <https://cancerscan.jp/company/> (二〇二〇年一月二二日、アクセス)
- (16) セキュリテHP「インパクト投資を考える(二)」二〇一九年一〇月二二日 [https://www.secure.jp/news/director\\_blog?a=43](https://www.secure.jp/news/director_blog?a=43) (二〇二〇年一月二九日、アクセス)

参考文献

- ・厚治英一「二〇一九」国内初、クラウドファンディングを活用した広域連携型SIB『金融財政事情』二〇一九年二月二五日、一〇頁
  - ・G8社会的インパクト投資タスクフォース国内諮問委員会「二〇一六」日本における社会的インパクト投資の現状二〇一六、七八頁、<http://impactinvestment.jp/images/si2016.pdf>
  - ・塚本一郎 金子郁容編「二〇一六」『ソーシャルインパクト・ボンドとは何か…ファイナンスによる社会イノベーションの可能性』ミネルヴァ書房、三三六頁
  - ・拙稿「二〇一三a」「ソーシャルインパクト債と社会貢献型投資」、『証研レポート』（日本証券経済研究所、大阪研究所）、No. 一六七九、二〇一三年八月、二〇～三七頁
  - ・拙稿「二〇一三b」「ソーシャルインパクト債と社会貢献型投資の評価手法」『証券経済研究』（日本証券経済研究所）、第八四号、二〇一三年二月、六三～八二頁
  - ・拙稿「二〇一五」「ソーシャルインパクト債導入の課題」『計画行政』（日本計画行政学会）、第三八巻第三号（通巻一二四号）、二〇一五年八月、七～一二頁
  - ・渡辺珠子「二〇一七」「日本初ソーシャルインパクトボンド導入」日本総研「経営コラム」、二〇一七年九月一二日、<https://www.jri.co.jp/page.jsp?id=31698>
- （まつお じゅんすけ・客員研究員）

# アメリカの市場手数料について

清水 葉子

## 1 はじめに

アメリカには二三の証券取引所がSECに登録されているが、そのうち現物株式で稼働中の証券取引所としては合計で二三の証券市場が存在する。

証券市場の数は確かに多いのであるが、アメリカの証券市場は実際には三つのグループに集約されている。すなわち、インターコンチネンタル取引所傘下にあるニューヨーク証券取引所のグループ、ナスダック証券取引所のグループ、シカゴオプション取引所が現物株式の証券取引所を買収したことにより形成されたグループの三つであり、この三つの市場運営者のもとに一二の市場が稼働している。稼働中の取引所で独立系のものは一市場のみという寡占状態である。

第一の取引所グループであるニューヨーク証券取引所は、二〇一三年からインターコンチネンタル取引所の傘下に入っており、同じグループに属する証券取引所として、ニューヨーク証券取引所(NYSE)のほか、NYSE Arca証券取引所(ATC)であった旧アーキペラゴ、NYSEアメリカン証券取引所(旧アメリカン証券取引所)、NYSEシカゴ証券取引所(地方証券取引所であった旧シカゴ証券取引所)、NYSEナショナル証券取引所(同じく地方証券取引所であった旧ナショナル証券取引所)の五つの証券取引所が運営されている。

二つめのグループであるナスダック証券取引所のグループは三つの証券取引所を傘下に持っており、ナスダック

ク証券取引所、ナスダックBX証券取引所（地方証券取引所であった旧ボストン証券取引所）、ナスダックPHLX証券取引所（同じく地方証券取引所であった旧フィラデルフィア証券取引所）の三市場である。

三つめの取引所グループは、オプションを中心にしたデリバティブ取引を行うシカゴオプション取引所（Cboe）がBATS証券取引所を二〇一七年に買収したことにより、現物株式の市場グループを形成したものである。Cboe BYZ証券取引所、Cboe BZX証券取引所（いずれもATSであった旧BATS証券取引所が持っていた二市場）、Cboe EDGA証券取引所とCboe EDGX証券取引所（同じくATSであったダイレクトエッジ証券取引所の二市場）の合計四つの市場により形成されている。

加えて、稼働している唯一の独立系市場であるインベスターズ証券取引所（Investors Exchange）が取引高でおよそ三%のシェアを占めている。

現在メインになっている三つの証券取引所グループは、もともとの主要マーケットであったニューヨーク証券取引所やナスダック証券取引所のグループ傘下に、以前の地方証券取引所が吸収されたケースや、二〇〇〇年代に入って乱立した取引所外取引システムATS/ECNが合併等を繰り返しながら集約されてメインマーケット傘下に入ったもの、ATSとして設立された後に正式に証券取引所登録を行ったBATS証券取引所やダイレクトエッジ証券取引所が、その後にCboeグループに吸収されたケースなど、複雑な経緯を経て統合されてきたものである。

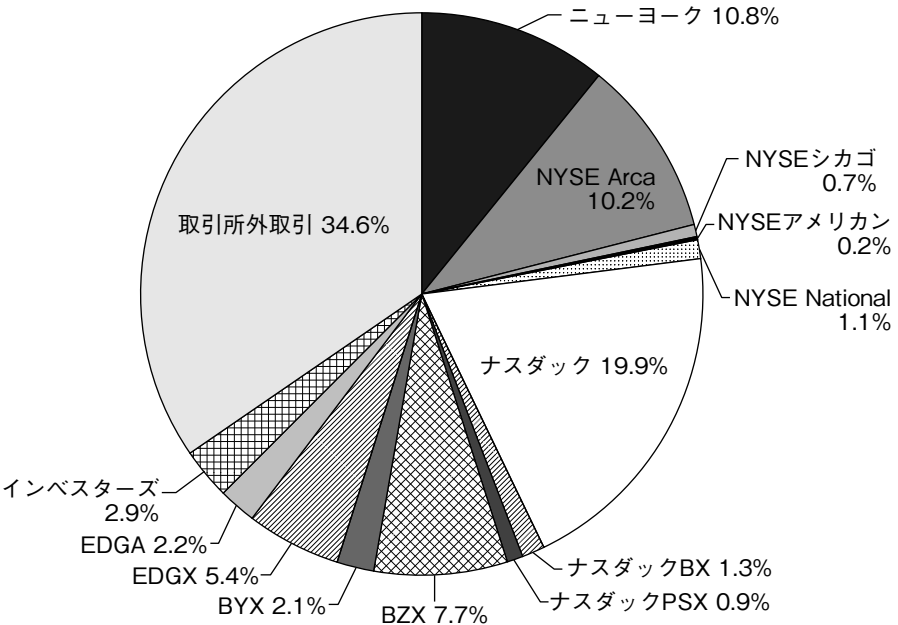
図表1は、NMS証券（上場証券に相当）の取引に占める各証券取引所の取引シェアを示したものである。一三の証券取引所が合計として全米証券市場全体の約六五%の取引シェアを持ち、残りの約三五%の取引は取引所外で行われていることが分かる。取引所外取引を担っているのは、ATSと呼ばれる取引所外取引システム（ブ

ローカー・ディーラーが運営する市場）や、ブローカー・ディーラーの店内付け合わせによる取引などである。

証券取引所での取引だけに着目すると、メイン市場であるニューヨーク証券取引所やナスダック証券取引所であっても、全米上場銘柄のそれぞれ約一％、約二〇％ほどの取引しか行っており、取引の場所が広く分散していることが分かる。取引所グループごとのシェアを見ると、ニューヨーク証券取引所のグループ傘下にある五市場で約二三％、ナスダック証券取引所グループ傘下の三市場で約二二％、Cboeグループの四市場で約二〇％と、三グループがほぼ均衡して取引シェアを分け合っており、独立系のインベスターズ証券取引所が三％のシェアを占めている。

以上のように、アメリカの証券市場は、日本に比べて取引の場の分散が大きく進んで市場間の競争が激しい一方で、市場運営者は三社が均衡した

図表1 NMS証券の取引シェア



(出所) Cboe Global Markets. 2020年1月末



寡占状態になっていることが分かる。

## 2 取引所の新規参入

このように複雑な競争関係にあるアメリカの証券市場であるが、新たな証券取引所の設立申請の話題が時折ニュースを賑わせる。右に紹介したBATS証券取引所やダイレクトエッジ証券取引所は、ブローカー・ディーラーが運営するATSとして始まって大きく取引を伸ばし、二〇〇〇年代半ばに相次いで証券取引所申請したことで話題となったが、比較的近年もマイアミ証券取引所（現在不稼働。登録上はマイアミ・エメラルド取引所と、マイアミ・パール取引所の二市場を持つ）や、長期投資家のための市場をうたって参入したロングターム証券取引所（不稼働）など、取引所の新規参入や参入計画は少なくない。

二〇一九年一月にも、メンバーズ証券取引所（MEMX）の参入がニュースの話題になった。二〇一九年一月に設立計画を発表し、一〇月にはSECへの登録申請を行って、同社の発表によると、二〇二〇年中の稼働を目標としていると<sup>(1)</sup>している。報道によると、CEOはインステイネット社に在籍した人物が就任し、出資者としてウォールストリートの各業態の大手が名を連ねていることもあって注目は大きい。インベストメントバンクとして、モルガン・スタンレー、バンク・オブ・アメリカ・メリルリンチ、UBS、運用会社・リテール証券会社としてフィデリティ、チャールズ・シュワブ、E\*トレード、TDアメリトレード、さらにシタデルやバーチュといったマーケット・メーカーまで幅広い。これら九社が合計で七〇〇〇万ドルを出資していることもあわせて報じられている。その反面、発表時点で重要な役職に空席が残っていたり詳細な市場運営のプランが未定であったりしたことで、既存市場にとってそれほど強力なライバルとはならないとする意見や、BATS証券取引所などのよ

うに、設立されても結局どこかのグループに吸収されて、証券市場の寡占状態は長い目で見て変わらないとする報道も見られる。

新しい証券取引所の参入が成功を収めるかどうかは、まだ推移を待つしかないが、最大の疑問は、すでに多くの市場が乱立しているように見えるアメリカの市場に、さらなる証券取引所の新規参入が計画される理由についてであろう。

メンバーズ証券取引所によると、現在の証券取引所の手数料が高く、かつ手数料体系があまりにも複雑であることを参入理由の一つとして挙げている。<sup>(2)</sup>特にメイカー・テイカー手数料(あるいはその逆のテイカー・メイカー手数料)といわれる複雑な手数料体系がほとんどの市場に普及しており、証券取引所やATSでの取引に参加するブローカーにとっては、注文の出し方によって取引所に手数料を払う場合もあれば、逆に取引所からリベートが受け取れる場合もある。このため、ブローカーにとって、どの注文をどの市場に回送するかをめぐって複雑な判断が必要となり、また、そのための注文回送システムの構築もブローカー側の大きな負担となっている。

### 3 メイカー・テイカー手数料

メイカー・テイカー手数料は、取引所等が市場どうしで注文獲得をめぐって競争する中で普及してきた手数料制度である。通常は、市場に参加して注文発注するブローカー側が取引所に対して手数料を払うのであるが、これに加えて、注文の出し方によっては逆に取引所側がブローカーにリベートを払う(マイナスの手数料)こともある手数料制度である。取引所は、受け取った手数料と払ったリベートの差額が収入になる。

最も単純なメイカー・テイカー手数料では、すぐには執行できない価格の指値注文を市場の板に出したブロー

カーは、その市場に流動性を供給したとみなされて注文が執行された時にリベートが得られ、逆に成行注文を発生して板に出ている指値注文とぶつけて執行した場合には、市場の流動性を費消した側として手数料を払うというものである。取引所は、一件の注文執行に際して、取引の片方にリベートを払い、もう片方から手数料を受け取るので、その差額を収入にする。取引所の手数料には、SECルールにより一株あたり〇・〇〇三ドルの手数料上限が定められているので、取引所のもうけを考えると、リベートがこの額を超えることはない。

逆にテイカー・メイカー（逆メイカー・テイカーとも呼ばれる）の市場の場合には、指値注文を出して待つている注文に対して成行注文を出して執行したブローカーがリベートを得ることができ、指値を執行してもらえた側が手数料を支払う。

こうした手数料体系は、現在ではアメリカの全ての証券取引所やATSで何らかの形で採用されているので、ブローカーは、それぞれの市場の手数料とリベートの額に応じて顧客注文をうまく回送することで手数料を最小化してリベートを最大化する判断をしなくてはならず、ブローカーの注文回送慣行は非常に複雑化している。さらに、手数料やリベートの具体的な金額は、市場同士が競争環境に応じて頻繁に変更しているので、ブローカーは手数料・リベートの変更にも対応しなくてはならない<sup>(3)</sup>。

また、リベートを得つつ手数料を最小化したいブローカー側のニーズにあって、取引所の側が市場に出せる注文の種類と手数料体系を次々に増やすのもアメリカの証券市場の特徴である。例えば一度出した注文でも、リベートが得られない状況になったらキャンセルできるなどの様々な条件付きの注文形態を設けることで、他の市場との差別化を図って注文を獲得しようとしている。

かつての条件付き注文といえは、大口注文のマーケットインパクトを避けるために注文の一部しか板に載せな

い（アイスバーグ注文）とか、執行されなかった注文を板に残して手の内をさらすことを避けるために未執行注文をすぐにキャンセルする条件がついているなど、取引の意図や手口のコントロールに関わるものが多かったが、現在では、複雑な条件付き注文の多くは手数料とリベートの体系に依存して生まれたもので、リベートがなくなればそもそも意味のないものも多いとされる。つまり、注文の形態がそもそも手数料・リベート体系に依存しており、相互に複雑さを増しているという状況であると言える。

#### 4 メイカー・テイカー手数料への規制対応

複雑なメイカー・テイカー手数料が普及することについてはいくつかの懸念が示されている。まず、ブローカーが顧客注文をリベートの多い市場に回送する可能性があり、顧客との間で潜在的な利益相反が生じることが問題になる。もともとアメリカの証券市場では全米最良気配での執行が義務付けられているので、執行価格の面で顧客が不利益を被ることはないが、リベートによって注文回送先が左右されることに問題がないわけではない。

また、多くの証券取引所がテイカーから手数料を徴収する（成行注文を出してすぐに出てくる指値との間で執行された場合に、ブローカーが手数料を払う）制度をとっていることから、ブローカーは、顧客の成行注文を取引所に回送せず、成行注文にリベートを払う制度を持つている別のディーラーの店内執行（取引所外取引）に注文を回送してしまうことが一般化している。

このような個人顧客の注文を店内執行するディーラー（マーケット・メーカー）は、リテール・ホールセラーなどと呼ばれ、Payment for Order Flow（PFOF）と言われるリベートをブローカーに支払って注文を集めている。SECによると、二〇一四年には、リテール・ブローカーに支払われているPFOFは一株当たり一セ

ントから三・一セントとされるが、証券市場全体では、九二〇〇万ドルから三〇億四〇〇万ドルが支払われていると推計しており、また、アメリカの証券市場では、リテールの成行注文のほぼ一〇〇%がP F O Fを支払うディーラーによって店内化されているとも述べている。<sup>(4)</sup>このことから、アメリカの個人投資家の注文のかなりの部分が、巨額のP F O Fを得ることと引き換えに取引所外に回送されていると見ることができるといえる。<sup>(5)</sup>

メイカー・テイカー手数料にはこのように潜在的な利益相反があるものの、執行価格そのものについては顧客投資家に不利益がないことから規制が難しい問題である。規制対応の方針をさぐるためにこれまでいくつかのパイロット・プログラムが行われている。ナスダックでは、二〇一五年に行われたパイロット・プログラムで、一四の株式を選んでメイカー・テイカー手数料を減らす試みが二月二日から五月三一日にかけて行われた。テイカー手数料を一株あたり三セントから〇・五セントに減らし、メイカー向けのリベートも〇・四から〇・二セントに減らした。小規模なパイロットであったが、試験期間中にナスダックでの取引高は有意に減少し、他の証券取引所に取引が流出する結果となった。

また、S E Cはトレード・アット・ルールを導入するパイロットプログラムを二〇一六年一〇月から二〇一八年九月まで行なった。これは、気配を表示しないダークプールに対して、証券取引所等で出されている最良気配でそのまま執行するのではなく、それよりさらに良い価格でしか執行できないように制限をかけるものである。取引所外のダークプールが証券取引所の最良価格をそのまま使って自市場で注文を執行し、取引参加者にリベートを払うという「タダ乗り」を制限する意図を持っていた。このパイロットプログラムでは、トレード・アット・ルールがかけられた銘柄について、ナスダック市場の日中取引高の減少と、スプレッドの拡大が見られた。

また二〇一八年からは、二年間かけて取引手数料のパイロットプログラムが実施中で、七三〇銘柄で構成され

る二つのテストグループを作り、片方のグループはリベートをゼロとし、もう片方のグループは手数料にもリベートにも一株あたり一セントの上限を置くとしている（通常は、既述の通り手数料のみ一株あたり三セントの上限規制をかけているので、リベートはそれを超えることはない。）

## 5 おわりに

アメリカの証券市場は、複数の営利市場が注文獲得をめぐる競争している以上、執行価格や執行スピードに加えて、手数料をめぐる競争になるのは当然のことである。しかし、手数料の競争は、当初想定していたような手数料の引き下げ競争という単純な形を取らずに、プラスの手数料とマイナスの手数料（リベート）という二つの操作変数を操る複雑な形をとっている。これは、奇妙なことのように思えるが、一方的に商品を売るだけの市場（例えば野菜やペンなどの通常の財の市場）では、市場競争は基本的に価格を引き下げる競争になるが、証券市場の場合は、売り手と買い手の双方を集めない流動性というサービスを生み出すことができないからであると考えられる。

しかも、売り手と買い手の双方が注文を出したとしても、価格の条件が折り合わない注文を執行することができない。市場が注文執行という役割を果たすためには、指値注文に対して、その価格で付け合わせ可能な価格の指値注文（marketable limit order）か成行注文を板の反対側に集めなくてはならないことから、価格（手数料）戦略が双方向的になり、手数料とリベートという二つの変数で市場が競争することが市場構造をますます複雑化しているのだろう。

注

- (1) "Wall Street Firms Plan New Exchange to Challenge NYSE, Nasdaq" Wall Street Journal, Jan 7, 2019, 44頁。
- (2) 主要な設立理由のうち一つは、取引所の情報手数料をめぐるとのである。市場参加者は証券取引所にお金を払って価格情報を得ているが、この価格情報の配信の仕組みが複雑化し、かつ市場参加者側の負担が重くなっているとして議論になっている。志馬(二〇一九)「米国における取引所情報の配信をめぐる議論」『証研レポート』一七―一四号、二〇一九年六月に詳しく。
- (3) 例えば、ニューヨーク証券取引所の各種手数料は、「New York Stock Exchange Price List 2020」等として公表されているが、取引手数料・リベートだけで一九ページにおよぶ長いリストになっている。
- (4) Securities and Exchange Commission(2016) "Certain Issues Affecting Customers in the Current Equity Market Structure", Jan 26 2016.
- (5) リテール・ホールセラーについては、清水(二〇一九)「アメリカのリテール・ホールセラーについて」『証研レポート』一七―一六号、二〇一九年一〇月。

(しみず ようこ・客員研究員)

# 時価総額の小さな上場地方銀行の経営状況

志馬 祥紀

## 1 はじめに

昨年（二〇一九年）五月、日本経済新聞において「東証改革「降格地銀」に波紋 一部基準二五〇億円なら一八行」（二〇一九年五月九日付日経新聞）との記事が掲載された。

同記事は、東証の市場改革（上場市場の区分見直し）に伴い、既存の一部市場に代わり市場基準を引き上げる方向性と報道。当該報道中の、時価総額の低い現一部市場の地銀は「降格」となる可能性が高いとの指摘に合わせて、時価総額が低い銀行（二五〇億円以下、東証一部上場）をリストアップしている。<sup>(1)</sup> 筆者は同記事内での、地方銀行・第二地方銀行の経営状況を分類する一つの基準としての時価総額に注目した。

本稿では、これら時価総額の小さい地銀を取り巻く環境、及びそのバランスシートを中心に、経営状況を分析する。分析に際しては、地銀が特定地域に強固な経営基盤を有していることから、その件の経済状況や県内における銀行の競争状況（具体的には、最も有力なライバル銀行）とのバランスシート等内容を対比、収益状況について分析する。なお、同記事掲載時点で、一部上場銀行数は七〇行であり、上場地銀の九割を占めている。



## 2 時価総額の小さい銀行

### (1) 概要

日本経済新聞に掲載された時価総額の小さい銀行の一覧は以下のとおりである（図表1参照）。

また、本資料中のデータの取り扱いは以下のとおりである。

分析対象となる時価総額の小さい銀行（又は銀行等持株会社（HD））一八社の内訳は、銀行が一六行、持株会社は二社（傘下に計四行を保有）である。

新聞記事の掲載時点（あるいはその後）で他の銀行等と持株会社を設立しているものについては、個別銀行データの詳細が公表されている事例は一行として計上し、HD傘下の個別行データが未公表（又は概要のみ）の事例については集計された持株会社（HD）のデータを使用している。

図表1 時価総額の小さい銀行一覧（2019年5月8日時点時価総額）

銀行 （又は銀行等グループ持株会社（HD）名）	県	時価総額（億円）
富山第一	富山	245
栃木	栃木	236
フィデアHD （傘下に荘内銀行・北都銀行）	山形・秋田	232
清水	静岡	197
じもとHD （傘下にきらやか銀行、仙台銀行）	山形・宮城	178
千葉興銀	千葉	174
富山	富山	163
北日本	岩手	162
筑波	茨木	157
大光	新潟	152
長野	長野	151
鳥取	鳥取	131
トマト	岡山	123
東北	岩手	99
高知	高知	77
大東	福島	77
福島	福島	68
島根	島根	43

(2) どのような銀行の時価総額が小さいのか―業種別分布と地理的分布

これら二〇行の分類状況は、地方銀行が八行、第二地銀が一二である。教科書的な説明では、地銀は第二地銀に比して経営基盤が強固とされているが、本分布状況には地銀・第二地銀の双方が含まれており、銀行の経営安定性の指標としての同分類は必ずしも有効ではない。

図表2は、対象銀行の地域別の分布を示している。

地理的には、東北地方が最も多く（八行）、次いで関東・北陸・中国地方が各三行、中部東海が二行、四国が一行となっている。行数的には東北地方の突出状況が目されるが、それ以外の地域にも一定数、小さい銀行が分散して存在している（一方、近畿、九州地方の該当銀行数はゼロである）。

図表3は、対象銀行の存在する各県の人口、県内GDP等の状況を示している。

人口順位データは平成二九年度総務省推計値による。色付き欄は順位が上位二四位以下の都道府県であることを示している。

人口減少率値の対象期間は平成二二年から二九年であり、平成二九年度総務省推計値による。なお人口減少率の全国平均はマイナス一・一％である。色付き欄は減少率が上位二三位内の都道府県であることを示している。

県内GDP（県内総生産）は、上位順に都道府県別（平成二七年度）の値である。色付き欄は二三位以下の都道府県であることを示している。

県内GDP増減率の対象期間は平成一八年から二七年であり、昇順（小さいものから

、地銀は第二地銀

図表2 地域的分布

地方	対象行数	県別内訳				
		秋田	岩手	山形	宮城	福島
東北	8	秋田：1	岩手：2	山形：2	宮城：1	福島：2
関東	3	栃木：1	茨木：1	千葉：1		
北陸	3	新潟：1	富山：2			
中部・東海	2	静岡：1	長野：1			
中国	3	鳥取：1	岡山：1	島根：1		
四国	1	高知：1				

の順番)を示している。県内GDP増減率の同期間の全県平均はマイナス〇・五%である。色付き欄は減少率で上位一二位以内であることを示している。

図表3においては、「人口順位」「人口減少率」「県内GDP規模」「GDP減少率」等の経済基盤を示す指標の相対的な弱さが、(単体あるいは複数要因として)時価総額の小さい銀行の存在する県に該当するか否かが示されている。これは特定地域に経営基盤を有する地方・第二地方銀行の経営が、その立地する地域経済と強く結びついていることを示す<sup>(2)</sup>。

### (3) 県別の時価総額の小さい銀行とライバル行との比較 (時価総額)

図表4は、分析対象となる時価総額の小さい銀行(及び持株会社)と、同県におけるライバル行の、二〇一九年九月一七日時点における時価総額を比較している。

図表3 各県の人口、県内GDP等状況

県名	人口順位	人口減少率	県内GDP順位	県内GDP増減順位
東北				
秋田	38位	1位 (-8.3%)	40位	3位 (-8.3%)
岩手	32位	7位 (-5.6%)	28位	44位 (+5.9%)
山形	35位	5位 (-5.7%)	35位	8位 (-5.4%)
宮城	14位	38位 (-1.1%)	14位	46位 (+10.3%)
福島	21位	2位 (-7.2%)	20位	7位 (-5.7%)
関東				
栃木	19位	30位 (-2.5%)	15位	41位 (+4.2%)
茨木	11位	29位 (-2.6%)	11位	43位 (+4.4%)
千葉	6位	42位 (+0.5%)	7位	38位 (+1.5%)
北陸				
新潟	15位	14位 (-4.5%)	16位	15位 (-3.3%)
富山	37位	22位 (-3.4%)	29位	23位 (-1.4%)
中部・東海				
静岡	10位	32位 (-2.4%)	10位	13位 (-3.9%)
長野	16位	20位 (-3.5%)	18位	17位 (-3.1%)
中国				
鳥取	47位	16位 (-4.1%)	47位	1位 (-15.9%)
岡山	20位	34位 (-2.0%)	21位	9位 (-5.1%)
島根	46位	15位 (-4.5%)	45位	26位 (-0.6%)
四国				
高知	45位	4位 (-6.5%)	46位	31位 (+0.3%)

時価総額を比較するために、荘内銀行及び北都銀行については、(共に)フィデアHDの時価総額を使用している。

足利銀行、常陽銀行は現在めぶきフィナンシャルグループの持株会社である。両行の経営統合は二〇一七年一〇月のため、時価総額データはめぶきHDであるが、以下の個別行の分析に際しては、使用する財務諸表データは足利銀行、常陽銀行のデータを使用している。

時価総額の小さい銀行(以下、小銀行)の平均値は一五〇・三億円であり、最小値が三八億円、最大値が二二五億円である。

地域の強豪銀行(以下、ライバル行、預金残高シェア及び貸出金残高シェア

図表4 時価総額の対比状況

銀行名	時価総額 (A)	ライバル行	時価総額 (B)	倍数 (B/A)
富山第一*	213	北陸銀行(ほくほくFG)	1,389	6.5
栃木*	213	足利銀行(めぶきHD)	3,148	14.8
荘内銀行(フィデアHD)	214	山形銀行	507	2.4
北都銀行(フィデアHD)	214	秋田銀行	374	1.7
清水	225	静岡銀行	4,998	22.2
きらやか銀行*(じもとHD)	182	山形銀行	507	2.8
仙台銀行*(じもとHD)	182	七十七銀行	1,273	7.0
千葉興業	192	千葉銀行	4,867	25.3
富山	132	北陸銀行(ほくほくFG)	1,389	10.5
北日本*	161	岩手銀行	476	3.0
筑波	154	常陽銀行(めぶきHD)	3,148	20.4
大光*	163	第四銀行(第四北越HD)	1,241	7.6
長野*	150	八十二銀行	2,223	14.8
鳥取	139	山陰合同銀行	1,034	7.4
トマト*	126	中国銀行	1,955	15.5
東北	99	岩手銀行	476	4.8
高知*	82	四国銀行	429	5.2
大東*	75	東邦銀行	651	8.7
福島*	52	東邦銀行	651	12.5
島根*	38	山陰合同銀行(越境状態)	1,034	27.2
平均値	150.3		1,588	11.0
最小値	38		374	1.7
最大値	225		4,998	27.2

\*は第二地銀であることを示す。

から決定)の時価総額の平均値は一五八八億円であり、最小値は三  
七四億円、最大値は四九九八億円である。

各地域における小銀行―大銀行のペア比率状況(Ⅱ大銀行+小銀  
行)の平均値は一一・〇倍であり、最小値は一・七倍、最大値は二  
七・二倍である。

以上の時価総額の対比を見ると、小銀行グループの最大値と、ラ  
イバル銀行の最小値の差は約一五〇億円であり、両グループが隔絶  
しているわけではない。注目されるのは、ペア状況において平均値  
が一一倍、最大値が二七・二倍と、地域におけるバラツキの大きさ  
が目を引き、時価評価に大きな差が生まれている状況である。

#### (4) 小銀行とライバル行との資産負債等状況

図表5は小銀行及びライバル行の資産・負債・収益の主要項目残  
高、シェア等比較を示している。

#### ○小銀行の状況

預貯金残高の平均値は一兆一一〇億円であり、最大値は二兆四  
九二七億円、最小値は二九五二億円である。

県内預金シェアの平均値は九・六%であり、最大値は二〇・四%、

図表5 小銀行及びライバル行の資産・負債・収益の主要項目残高、  
シェア等比較

(平均値、単位：億円)

銀行名	預貯金	預貯金 シェア	貸出金	貸出金 シェア	預貸率	経常利益	自己資本 比率	自己資本 利益率 (ROE)	預証率
小銀行									
平均値	11,110.4	9.6	7,131.6	15.1	64.3	3,708.6	5.0	2.6	24.9
最小値	2,952.0	3.9	2,283.0	5.9	55.1	-1,355.0	3.8	-10.2	15.1
最大値	24,927.0	20.4	19,765.0	34.4	79.3	9,489.0	7.8	6.0	38.6
ライバル行									
平均値	45,517.8	33.4	22,411.4	40.2	48.4	27,149.3	5.7	3.9	70.6
最小値	13,984.0	25.0	6,903.0	30.6	37.4	7,104.0	3.3	2.7	53.4
最大値	114,091.0	43.3	67,976.0	49.8	59.6	78,484.0	8.6	5.8	122.9

・預貸率：貸出÷預貯金、預証率：保有有価証券÷預貯金、  
・データは、平成30年3月末現在値。預貯金シェア、貸出金シェア値は、「金融マップ2019年版」に  
よる。預貯金残高、貸出金残高データは各行の有価証券報告書等公表データによる。

最小値は九・六％である。

貸出金残高の平均値は七一三一億円であり、最大値は一兆九七六五億円、最小値は二二八三億円である。

貸出金シェアは平均一五・一％であり、最大値は三四・四％、最小値は五・九％である。

預貸率は平均値が六四・三％であり、最大値は七九・三％、最小値は五五・一％である。

経常利益の平均値は三七〇八億円であり、最大値は九四八九億円、最小値はマイナス一三五五億円であった（最小値の次点は九六三億円）。

自己資本比率の平均値は五・六％であり、最大値は七・八％、最小値は三・八％である。

自己資本利益率の平均値は二・六％であり、最大値は六・〇％、最小値はマイナス一〇・二％であった（最小値の次点は一・六％）。

○ライバル行の状況

一 預貯金残高の平均値は四兆五五一七億円であり、最大値は一一兆四〇九一億円、最小値は一兆三九八四億円である。

県内預金シェアの平均値は三三・四％であり、最大値は四三・三％、最小値は二五・〇％である。

貸出金残高の平均値は二兆二四一一億円であり、最大値は六兆七九七六億円、最小値は六九〇三億円である。  
貸出金シェアの平均値は四〇・二％であり、最大値は四九・八％、最小値は三〇・六％である。

○同一県内における小銀行・ライバル行のペア状況比較（同一県内におけるライバル銀行値は小銀行値の何倍か？）

同一県内における、競争状況を把握するために、小銀行―ライバル行間の倍率（＝ライバル行÷小銀行）を比

較する。

預金残高の倍率は平均で五・九倍、最小値は〇・九倍、最大値は二五・〇倍である。

貸出金残高の倍率は平均で五・九倍、最小値は一・〇倍、最大値は二七・〇倍である。

経常利益の倍率は平均で七・八倍、最小値はマイナス八・一倍（次点は一・〇八倍）、最大値は二八・七倍である。

これら倍率の平均値を比較すると、預金・貸出金残高に比して、経常利益が、小銀行―ライバル行間の開きが大きくなっている。これは銀行間で資産運用力に差があることを示している。

#### (5) 小銀行とライバル行との資産運用状況

##### ○預貸率（貸出金÷預貯金）

銀行ごとの資産運用について、貸出金や有価証券運用比率は、各銀行の保有ポートフォリオの部分としてとらえられる。預貸率は預貯金の運用における代表的な運用手法である貸出（銀行貸出）の比率を示すものである。

小銀行の平均値は七二・六％であり、最大値は八六・六％、最小値は五八・二％である。

ライバル銀行の平均値は六八・〇％であり、最大値は八五・九％、最小値は五三・四％である。預貸率の平均値については、大きな差はみられない。

##### ○預証率

多くの銀行にとって、有価証券投資は、貸出に次ぐ資産運用の手段である。預証率は預金を一〇〇％とした場合の、有価証券の運用残高比率を示すものであり、預貸率と並んで、運用状況を把握する重要な指標である。

小銀行の平均値は二四・九％であり、最大値は三八・六％、最小値は一五・一％である。

ライバル行の平均値は三一・二％であり、最大値は四五・五％、最小値は一六・六％である。預託率の平均値については、平均値だけでも六・三％の差があり、預託率の差（四・六％）に比しても相対的な差が存在している。

○貸出先比率（業種別（％）、小銀行、ライバル行の平均値）

図表6は小銀行・ライバル行の業種別の貸出先比率を示している。なお、同比率は、業種別の貸出金額残高が各行の総貸出金額高に占める比率を示すものであり、必ずしも各行の資金運用ポートフォリオ全体中の比率を示すものではない。<sup>(3)</sup> ついては、各行の業種別貸出比率につ

図表6 小銀行・ライバル行の業種別貸出先比率

(比率、％)

銀行名	製造業	不動産業	農林業	漁業	鉱業・採石業	建設業	電気・ガス・水道業	情報通信業比率
BS上の貸出先比率（部門別金額÷総貸出金）								
小銀行	8.5	13.1	0.4	0.1	0.1	5.0	1.8	0.6
ライバル行	10.9	14.1	0.3	0.1	0.2	3.0	2.6	0.6
差額(絶対値)	2.4	1.0	0.1	0.0	0.1	2.0	0.8	0.0
預貸率を考慮した修正値（部門別貸出金比率*預貸率）								
小銀行	6.2	9.5	0.3	0.1	0.1	3.6	1.3	0.5
ライバル行	7.7	10.0	0.2	0.1	0.1	2.1	1.8	0.4
修正値の差額(絶対値)	1.5	0.5	0.1	0.0	0.0	1.5	0.5	0.0

	運輸業、郵便業比率	卸売り・小売業比率	金融業、保険業比率	不動産・物品賃貸業比率	その他のサービス比率	各種サービス業比率	地方公共団体比率
BS上の貸出先比率（部門別金額÷総貸出金）							
小銀行	2.6	7.4	6.0	13.2	0.5	9.9	14.7
ライバル行	2.6	9.1	5.2	14.0	0.2	8.9	15.5
差額(絶対値)	0.1	1.7	0.8	0.8	0.3	0.9	0.8
預貸率を考慮した修正値（部門別貸出金比率*預貸率）							
小銀行	1.9	5.4	4.4	9.6	0.4	7.2	10.7
ライバル行	1.9	6.5	3.7	9.9	0.1	6.3	10.9
修正値の差額(絶対値)	0.0	1.1	0.7	0.3	0.2	0.9	0.2



て、預金ベースでの運用状況を把握するために、預貸率を乗じることで算出した修正値を併せて示している。同修正値の算出により、業種別貸出比率のみならず国際や社債といった有価証券との比較も可能となる。

業種別貸出比率について、小銀行とライバル行を比較すると、建設業と製造業において（預貸率に基づく修正値ベース）一・五％以上の差額が存在する。製造業については、ライバル行の比率が高く、建設業については小銀行の比率が高くなっている。しかし他の業種に明確な違いはみられない。

図表7は小銀行・ライバル行の有価証券別の運用比率を示している。こちらについても、全有価証券投資残高中に国債や地方債といった個々の有価証券が占める比率を示すと共に、預金残高を基準とした各有価証券の投資残高比率を算出することで、貸出を含めた統一的な投資比率の比較が可能としている。

各種有価証券への投資残高を見ると、小銀行の残高比率をライバル行の国債、地方債、株式部門残高比率が上回っている（預証率を踏まえた修正値について同じ）。とりわけ国債、地方債の運用比率の違いが顕著であり、（預金ベースでの修正値を見ると、国債は小銀行が六・一％であるのに対し、大銀行は一〇・〇％となっている。同様に地方債についても小銀行の二・七％に比して、大銀行は五・〇％と高くなっている。

図表7 小銀行・ライバル行の有価証券別運用比率

(%)

銀行名	預証率	国債	地方債	社債	株式	その他証券
保有証券中に占める割合 (商品別残高÷有価証券残高)						
小銀行	24.9	24.4	10.9	20.0	3.8	23.4
ライバル行	31.2	31.9	16.1	18.5	8.3	23.5
差額 (絶対値)	6.3	7.6	5.2	1.5	4.5	0.2
預証率を考慮した修正値 (部門別保有比率*預証率)						
小銀行	—	6.1	2.7	5.0	0.9	5.8
ライバル行	—	10.0	5.0	5.8	2.6	7.3
修正値の差額 (絶対値)	—	3.9	2.3	0.8	1.6	1.5

(6) 自己資本比率及び自己資本収益率の状況

本節では小銀行及びライバル行の自己資本比率及び自己資本収益率状況について説明する。

○自己資本比率

自己資本比率については、以下のようになっている。

小銀行の平均値は五・六％であり、最大値は七・八％、最小値は三・八％である。

ライバル行の平均値は五・七％であり、最大値は八・六％、最小値は三・三％である。

このように、自己資本比率について小銀行・ライバル行間に大きな差はみられない。

○自己資本利益率

自己資本収益率（ROE）については、以下のようになっている。

小銀行の平均値は二・六％であり、最大値は六・〇％、最小値はマイナス一〇・二％である（次点は一・六％）。

ライバル行の平均値は三・九％であり、最大値は五・八％、最小値は二・七％である。

自己資本比率については、ライバル行の値は小銀行よりも平均して一・三％高くなっており、最小値について

も、小銀行はライバル行よりも低くなっている。これは、資金運用能力において、小銀行とライバル行の間に差があることを示唆している。

(7) 小銀行・ライバル行のROE決定要因について分析（実証）

以上、小銀行及びライバル行の経営状況・資産運用状況について概略を見てきた。本節では、これら銀行の自己資本収益率（ROE）の決定に際して、業種別の貸出残高比率や投資された有価証券保有比率の影響力の有無

について、実証分析を行う。なお、小銀行及びライバル行の経営規模の違いが、自己資本収益率に影響を及ぼす可能性についても同時に分析を行う。

具体的には、各銀行の自己資本利益率を被説明変数、貸出金シェア、預貸率、預証率、各業種別の貸出比率（預貸率による修正済み）、各有価証券投資残高比率（預証率による修正済み）を説明変数とする（各変数の詳細は図表8を参照）。

△回帰式▽

$ROE = C + a \text{ 貸出金シェア} + b \text{ 預貸率} + c \text{ 預証率} + d1.d1c \text{ 業種別貸出比率} + e1.e5 \text{ 商品別保有有価証券比率}$

図表8は実証分析の結果を示している。

結果における主なファインディングスは以下のとおりである。

まず、貸出金の規模を示す貸出金シェア項は有意ではなかった。同項は、貸出規模の大きな銀行が規模の経済により、高い収益率を実現しているか否かを調べるための項目であったが、その可能性は否定された。これは、規模の大きい銀行のROEが必ずしも上昇するとは言えないことを示している。

次に、複数の業種別貸出先項、有価証券比率項において、有意にROEを高める（あるいは低下させる）項目が存在した。これは、銀行の貸出・投資ポートフォリオによって、銀行の資産運用能力の差が反映されている可能性を示唆している（ただし単にリスクが高い業種（あるいは有価証券）への投資比率が高いだけの可能性もある。この点については詳細な分析が必要であろう）。

具体的には、貸出先業種として  
 鉱業、建設業、金融業、各種サー  
 ビス業の残高比率はROEの上昇  
 に有意に影響する一方で、運輸業  
 は有意にリターンを下げる要因と  
 して機能している。

また有価証券投資においては、  
 地方債への投資比率の高さがRO  
 Eの上昇につながっていることが  
 確認されている。(この点につい  
 ては、(参考1)日経新聞記事(二  
 ○一九年一月六日付)と整合性  
 があり興味深い)。

### 3 おわりに

本稿では、時価総額の小さな地方銀行(及び第二地方銀行)について、その経営状況や資産運用状況について分析を行った結果、以下の内容が確認された。

まず、時価総額の小さい銀行については、地域分布に偏りが存在している。銀行数では、東北が多い一方で、

図表8 実証分析結果

分析結果：R二乗値：0.7386、修正R二乗値：0.3628

説明変数	係数	標準偏差	t値	P値
定数項 (c)	-39.60198	25.06176	-1.580176	0.1336
貸出金シェア (a)	-0.004226	0.067309	-0.062785	0.9507
預貸率 (b)	0.154841	0.106288	1.456807	0.1645
預証率 (c)	0.079743	0.102661	0.776758	0.4486
製造業比率 (d1)	0.241854	0.292271	0.827499	0.4201
農林業 (d2)	-2.758693	2.068848	-1.333444	0.2011
漁業 (d3)	-10.21664	7.241964	-1.410756	0.1775
鉱業 (d4)	5.158054*	2.518393	2.048153	0.0573
建設業 (d5)	1.270669**	0.592755	2.143667	0.0478
電機業 (d6)	0.745479	0.489673	1.522402	0.1474
情報業 (d7)	3.588580	2.454309	1.462155	0.1631
運輸業 (d8)	-1.523143**	0.702657	-2.167691	0.0456
卸売業 (d9)	0.322507	0.424931	0.758964	0.4589
金融業 (d10)	0.459056*	0.237059	1.936462	0.0707
不動産業 (d11)	0.295834	0.261735	1.130283	0.2750
その他産業 (d12)	0.014538	0.684116	0.021251	0.9833
各種サービス業 (d13)	0.440199*	0.238072	1.849016	0.0830
地方公共団体 (d14)	0.002204	0.245040	0.008994	0.9929
その他 (d15)	0.143018	0.169171	0.845402	0.4104
国債比率 (e1)	0.059506	0.084299	0.705890	0.4904
地方債比率 (e2)	0.248223**	0.103818	2.390935	0.0294
社債比率 (e3)	-0.021125	0.027123	-0.778887	0.4474
株式比率 (e4)	0.197215	0.134008	1.471662	0.1605
その他証券比率 (e5)	0.006695	0.055389	0.120865	0.9053

・色付きセルは有意水準10%以内で有意なもの。

・\*\*\*は有意水準1%、\*\*は有意水準5%、\*は有意水準10%で有意を示す。

近畿・九州地区には見られない。これは、各県の経済環境（人口状況や県内GDPの状況）が大きく影響していると考えられるが、他に銀行業の再編状況が影響している可能性もある。

時価総額の小さな地銀及びそのライバル行において、自己資本収益率の平均値に差が存在する。ただし、ライバル行に規模の大きさを示す項（貸出シェア）は有意ではなく、資金運用の違いがROE水準の違いとして表れていると考えられる。

なお、本稿は、平成三〇年度末データに基づき、時価総額の小さな銀行とそのライバル行についての経営状況比較を行ったものであるが、これは単年度データに基づく分析であり、スナップショット的な意味はあるが、構造的な分析結果を示すものとは言い難い。今後は複数年間のデータに基づく分析を行う必要があると考えられる。

#### 注

(1) その後新聞等では、株式の分類上、最上位の企業を対象とする市場が要求する時価総額は五〇〇億から一〇〇〇億円程度で調整との報道がある。

(2) ただし当該状況は、関東地方の銀行にのみ該当しないことも同図表から読み取ることができる。その理由として、銀行の再編状況や経済状況等複数の理由が考えられるが、現時点で明確な説明はできないため本稿ではこれ以上は触れない。

(3) 例えば、特定の業種の貸出比率が高くと、同銀行の預貸率が低ければ、預金ベースでみた場合、同業種の（あるいはポートフォリオ全体に占める）資金運用の比率は低くなる。

(参考1) 地銀運用の地方債投資に関する新聞記事

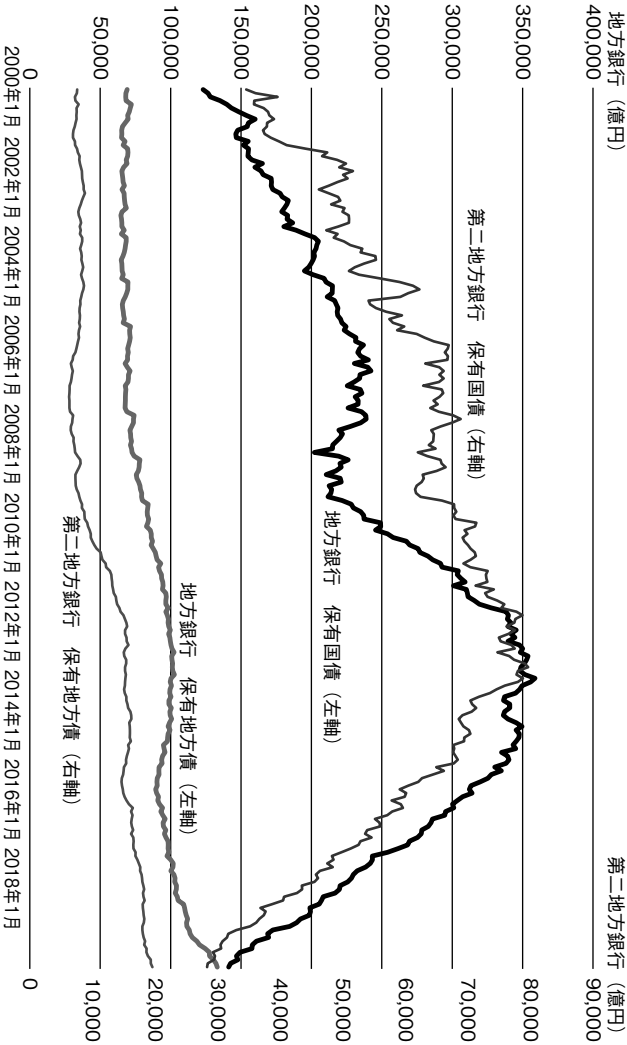
以下は、日本経済新聞二〇一九年一二月六日付の記事「地銀運用、地方債にシフト マイナス金利で国債離れ 一〇月保有残高、過去最高の一五兆円」の要約である。

図表9 保有有価証券比率

(%)

	国債	地方債	社債	外国証券	株式	その他
2015年12月	39	11	21	14	7	8
2019年10月	23	20	22	15	5	15

図表10 地銀・第二地銀の保有国債・地方債残高推移



(参考資料)  
 ・金融ビッグ2019年版 2018年12月号【雑誌】：金融ジャーナル 増刊 金融ジャーナル新社2018年12月刊

地方銀行が地方債への傾斜を強化。地銀・第二地銀一〇三行の一〇月の保有残高は約一五兆円と過去最高、マイナス金利政策導入前の二〇一五年末に比して四三%増加。資金の運用先を国債よりも利回りが高い地方債に振り向けている(図表9・図表10を参照)。

二〇一五年末月と二〇一九年一〇月を比較すると、有価証券保有額に占める国債の割合は三九%から二三%に減少する一方、地方債は一一%から二〇%に増加。社債や外国証券と比べても地方債の伸びは突出している。

歴史的に見れば地方債の利回りは低い。一〇年物地方債の過去一〇年の利回り平均は〇・六〇七%だが直近値は〇・〇八七%。それでも地方債に投資が集中するのは、融資の収益性低下に起因する。

金融機関の健全性を測る自己資本比率の算出手順でも、地方債のリスク度合いの評価は国債と同じ「〇%」と安全性が高い資産と位置づけられる。地方債は、地銀にとって数少ない稼げる安全資産として位置づけられている。

かつては地元自治体の債券を購入する投資が中心であったが、近年は県外の債券を「越境」購入するケース事例も増加している。

(しま よしのり・客員研究員)

# 証研レポート既刊目録

No.1704 (2017.10)	執筆者	No.1711 (2018.12)	執筆者
投資型クラウドファンディングの新たな展開	松尾	満二〇年を迎えた証券業の登録制	二上
欧州ダーク・プールの実情3	吉川	日米のベンチャーキャピタルの現状	松尾
ー英国FCAのデータ分析にみる実態2ー		ーCVCの動向を中心としてー	
我が国のマネジメント・バイアウト(MBO)をめぐる動向	志馬	日本銀行の引当金について	伊豆
赤字国債膨張の財政構造分析	中島	ペリオディック・オークション	吉川
ー少子高齢化が財政に与える影響についてー		ーMIFIDIIが生み出した取引形態ー	
No.1705 (2017.12)		No.1712 (2019.2)	
わが国証券業界の回顧二〇年	二上	証券業界への参入・退出等の最近の状況	二上
株主コミュニティ制度の現状と課題	松尾	米ティックサイズ拡大の試験プログラム	清水
モンテバスキ銀行の救済とペイルイン	伊豆	ーSECの実証結果ー	
ブローカー・ディーラーの注文回送について	清水	拡大するリスク・パリティ戦略とETF	志馬
		フェア・ディスクロージャー・ルールの検討	梅本
No.1706 (2018.2)		No.1713 (2019.4)	
最近の欧米における金融商品販売規制改革	森本	[キャッシュレス化]、[モバイル化]そして[スマホ証券]	二上
取引所外(市場外)取引の様々な形態について	二上	不動産クラウドファンディングの現状と可能性	松尾
ーPTS、ダーク・プール、仲介(媒介)ー		中央銀行の資本金制度と利益処分	伊豆
日本におけるクラウドSAFEの試み	松尾	豪州HFTの実情2	吉川
我が国のPTSを巡る状況	志馬	ーASICによる調査報告ー	
役員等の自社株売買情報の開示	梅本		
ーなぜ日経新聞には役員の自社株売買情報が掲載されないのか?ー			
No.1707 (2018.4)		No.1714 (2019.6)	
急速に拡大するフィンテック	二上	オプションと保険	二上
拡大する国内株式投資型クラウドファンディング	松尾	ー日経二二五オプション市場開設三〇周年を迎えてー	
EUにおけるペイルインとペリアルアウト	伊豆	アメリカの取引所外取引システムの新しい届出制度について	清水
ダブル・ボリューム・キャップ	吉川	米国における取引所情報の配信をめぐる議論	志馬
ーEUのダーク・プール取引規制ー		長期保有株主を優遇する議決権行使制度	福本
		ーtenure votingまたはtime-phased votingー	
No.1708 (2018.6)		No.1715 (2019.8)	
株式投資型クラウドファンディングと沖繩の「模合」	松尾	証券会社の収入構成変化と「その他手数料」について	二上
ーオートノミー・ベースの運用と「集合知」の可能性ー		ESG・SDGsとクラウドファンディング	松尾
ダーク・プールとその規制について	清水	ーコーポレートガバナンスを中心にー	
MBOを巡る判決と行政指針	志馬	レバ・ローンは第二のサブプライムか?	伊豆
ーレックス・ホールディングス事件判決と経産省MBO指針ー		米国における上場企業数の減少	吉川
スポティファイの行ったDirect Listing(直接上場)	福本	ーSIFMAの報告書に見る実態ー	
No.1709 (2018.8)		No.1716 (2019.10)	
先人たちの先物取引論	二上	類型別に見た証券業界の収益別シェア	二上
ー福澤諭吉とマックス・ウェーバーー		株式投資型クラウドファンディングと中堅・中小およびベンチャー企業	松尾
金融模合の事例調査	松尾	アメリカのリテール・ホールセラーについて	清水
ー沖繩本島と宮古の事例ー		IPOをめぐるグローバルな動向	志馬
ECBの量的緩和政策	伊豆	ー米国・香港市場の状況ー	
欧州ダーク・プール規制の影響	吉川		
ーリット、ダーク、OTC、SIー			
No.1710 (2018.10)		No.1717 (2019.12)	
金融資産分布の地域的変化	二上	総合取引所における不招請勧誘規制について	二上
ーリーマンショック後ー		米国の金利急騰とFRBの負債構造	伊豆
アメリカのメイカー・テイクア手数料とパイロット・プログラム	清水	ペリオディック・オークションの実像	吉川
上場企業を対象とするMBOの株式取得プレミアムの決定要因	志馬	ーESMAのコンサルテーション結果に見る実態ー	
地方証券とそのビジネスの変遷	深見	議決権行使助言会社の規制	梅本



# 公益財団法人 日本証券経済研究所

## ホームページのご案内

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

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

### I. 研究所の紹介等

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

### II. データベース検索

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

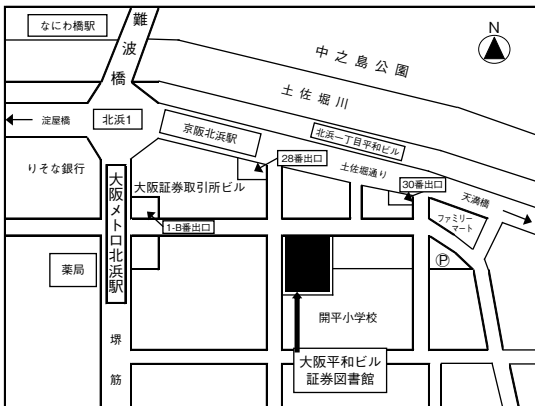
**所在地** 大阪市中央区北浜1-5-5 大阪平和ビル7階  
TEL (06) 6201-0062

**開館時間** 午前9:30 ~ 午後5:00  
土曜、日曜、祝日、年末、年始および館内整理の日は休館します。

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

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

(みなさんのご利用をお待ちしております。)



**道順**  
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 (<http://www.jsri.or.jp>) から図書の検索ができます。ご利用ください。



証研レポート第一七一八号  
二〇二〇年二月十日発行  
(偶数月第二月曜日発行)

2020年2月号

発行所

公益財団法人 **日本証券経済研究所**  
大阪研究所

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

定価(本体380円+税)