

証 研

レポート

No.1745

2024年8月

日銀はなぜ急変したのか？

伊豆 久（1）

OFRのヘッジファンド・モニター
～米監督機関のデータ公開～

吉川 真裕（16）

欧州資本市場の統合テープ設立の動きについて

清水 葉子（25）

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 葵（34）

日銀はなぜ急変したのか？

伊豆 久

はじめに

日本銀行は、先月末の金融政策決定会合で、国債買入額引下げの具体的金額と政策金利の〇・二五％への引上げを決定した。前者については、減額の方針は六月に決定されており実際の金額のみが残されていたもので、その結果も大方の予想通りであった。対照的に金利の引上げについては、市場では九月の実施を見込む向きが多かったうえ、今後の連続的な利上げも示唆されたため、大きなサプライズとなった。

インフレ率が二％を超え始めて二年が経過しており、物価の実勢からすれば利上げへの転換そのものは当然の、むしろ遅すぎた対応であった。にもかかわらずそれが市場に驚きを与えたのは、今回の決定が日銀の従来の説明からは想定しづらい、これまでの論理とは異なる理屈から導かれているように見えるからである。

例えば、これまで植田総裁は、二％目標を上回る物価上昇が続くにもかかわらず極めて緩和的な政策を維持する理由について、輸入物価の上昇による「第一の力」と「賃金と物価の好循環」による「第二の力」という概念を用いて説明してきた。すなわち、「日本銀行としては、物価を押し上げる主役が『第一の力』から『第二の力』に徐々にバトンタッチし、賃金と物価の好循環が強まっていく姿をメインシナリオ」としているとし、そのうえで今年四月の時点でも、「原油価格や円安の動きというの……今のところ……『第一の力』のところに影響を及ぼす動きであるけれども、『第二の力』への影響の度合いを今後注意深くみていく」⁽¹⁾段階であり、金利を引

き上げる状況にはない、と判断していたのである。

それが今回、利上げに踏み切り、今後の利上げの可能性にも言及されたのであるから、「シナリオ」通り「『第一の力』から『第二の力』に徐々にバトンタッチ」が進んだ（少なくともその確度が高まった）のかというと、そういうわけではなかった。代わって示されたのは、「過去に比べると、為替の変動が物価に影響を及ぼしやすくなっている面」があり、「輸入物価は再び上昇に転じており、先行き物価が上振れるリスクには注意する必要がある状況になって」いるという説明であつた。⁽³⁾つまり、これまで、一時的であるため利上げの理由にならないとしてきた「第一の力」の上昇に対して、今回はストレートに金利の引上げをもって対応したのである。「第一の力」には対応すべきではなく「第二の力」の増大を待つべきだという主張は撤回されたのだろうか。だとすればそれはなぜか。

また、今回の利上げでは、従来用いられてこなかった「金融緩和度合いの調整」という考え方が新たに示された。金利を上げたとはいえまだ〇・二五%であり、インフレ率が2%上回る現状では、実質金利はマイナスである。そのため、実質金利をマイナスに維持できる範囲内で政策金利を引き上げれば、緩和状態を継続しながらその度合いを調整することが可能となる。異次元緩和政策は副作用も大きく、また消費者物価指数は二二年四月より2%を超えていたのであるから、その前後の段階で、そうした調節を行うことが必要かつ可能だったと思われるが、日銀はそうした発想はとってこなかった。マイナス金利政策を含む異次元緩和は、黒田総裁退任後も（長期金利の変動幅についての調整がなされたほかは）⁽⁴⁾そのまま維持され、それが解除されたのは、インフレ率が目標の2%を二年連続して超えた今年三月のことであつた。そしてその時も「当面、緩和的な金融環境が継続する」ことが強調されたのである（三月一九日決定会合公表文）。

ところがその四カ月後の今回は、「物価等が見通し通りであれば」引き続き政策金利を引き上げ、金融緩和の度合いを調整していく（七月三十一日決定会合公表文）と一転して「調整」への前向きな姿勢が示された。これまで否定されてきた「緩和度合いの調整」が採用されたのはなぜだろうか。

こうした変化の背景にあるものは何か。今回の日銀の政策変更について、いくつかの論点を整理してみた。

1 「第一の力」と「第二の力」

目標とする2%を超える物価上昇が続くにもかかわらず大規模な緩和政策を継続する理由について、植田総裁は、昨年九月の講演で、「第一の力」、「第二の力」という概念を用いて、資料1のように説明した。資源価格の高騰や円安により輸入物価が上昇しているが（第一の力）それは一時的なものであり、景気の改善による賃金の上昇を背景にした物価の上昇（第二の力）が必要である、したがってそれが実現するまで金融緩和を粘り強く継続するという趣旨であった。そして同様の説明が、今年六月まで、決定会合後の定例記者会見において

資料1 2023年9月の植田総裁講演

昨年（2022年）来の物価上昇には、二つの力が作用しています。「第一の力」は、2021年以降の大幅な輸入物価上昇の価格転嫁です。消費者物価を品目別にみますと、食料品など輸入原材料を多く使う品目で上昇が目立っており、これまでの物価上昇の多くが、この「第一の力」によるものであることは明らかです。ただし、この「第一の力」自体は、輸入物価の上昇という一時的なショックを起点としたものであり、いずれは減衰する性質のものです。価格転嫁の大きさが過去を上回っており、2%を超える物価上昇率が長引いていることは事実ですが、これだけで、「物価安定の目標」の持続的・安定的な実現が近づいていると評価することはできません。目標に近づいたか評価するうえでポイントになるのは、賃金と物価の好循環につながりうる「第二の力」、すなわち景気が改善するもとの、賃金が上昇し、それが物価の緩やかな上昇につながるというメカニズムが強まっていくか、それに伴って、将来の価格上昇を見越したフォワードルッキングな賃金・価格設定が広がっていくか、ということです。

（中略）

日本銀行としては、物価を押し上げる主役が「第一の力」から「第二の力」に徐々にバトンタッチし、賃金と物価の好循環が強まっていく姿をメインシナリオと考えています。

（注）カッコ内と下線は引用者。以下の引用について同じ。
（出所）植田和男「最近の金融経済情勢と金融政策運営（講演）」2023年9月25日、4 - 5頁。

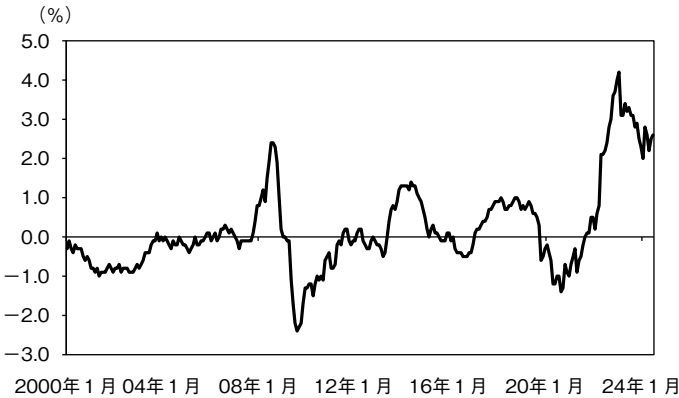
う。たびたび繰り返されてきたのであるが、いくつか現実とのズレがあったのではないだろうか。順に検討してみよう。

(1) 金融緩和と二つの力

まず、金融緩和

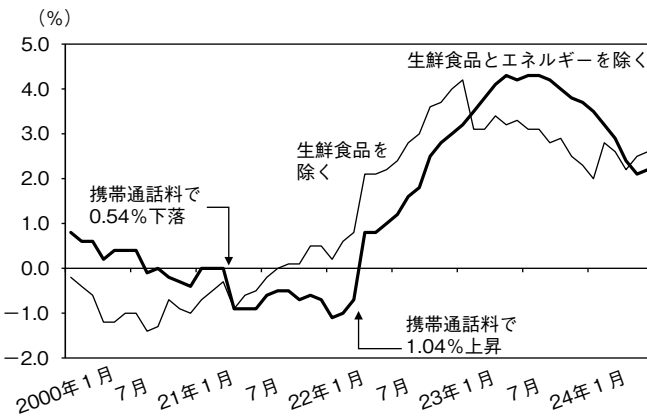
は、「第二の力」の起点となる「景気の改善」に働かせる以上、「第一の力」の起点となる円安に大きな影響を与えてきたのではないか。金融緩和が金利コストの引き下げによって企業の設備投資需要や家計の住宅購入意欲等を

図表1 消費者物価指数上昇率



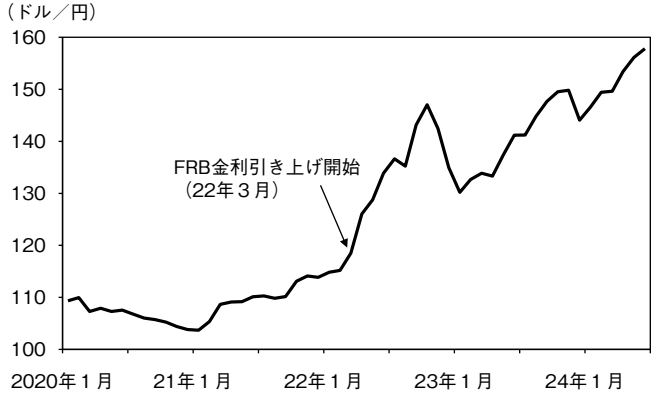
(注) 生鮮食品と消費税の影響を除く、2000年1月-24年6月。
 (出所) 総務省「消費者物価指数」より作成。

図表2 消費者物価指数上昇率



(注) 2020年1月-24年6月。
 (出所) 図表1に同じ。

図表3 円の為替レート



(注) 2020年1月-24年6月、月中平均。
(出所) 日本銀行時系列統計より作成。

高める効果と、海外との金利格差を通じて投機家の円売りを支える効果を比較すれば、後者のほうが大きいように思われる。だとすれば、「第二の力」を目指した（しかし波及効果は弱い）金融緩和が長引けば、一時的なはずだった円安とそこからの輸入物価の上昇が持続的なものとなってしまふ。

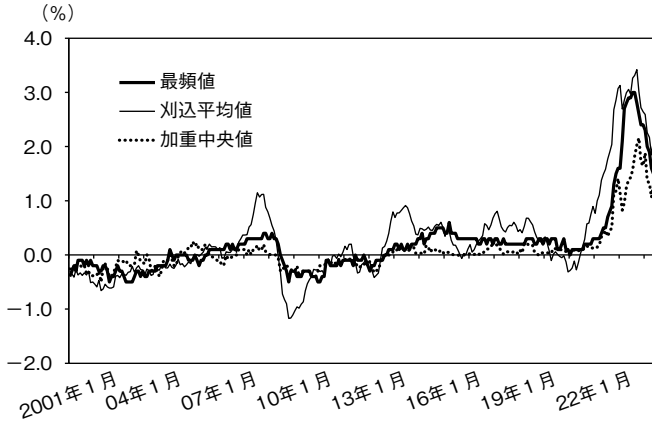
もちろん、二二年春からの円安の主たる要因は米国FRBの急激な金利引上げである。しかしながら、急速な円安、(リーマンショック直前の数カ月を除けば) バブル期以来となる物価上昇を見ながら「金融緩和を粘り強く続ける」という日銀の対応が、円売りを後押ししたことは否定できないだろう。そこでは、△国債残高の膨張によって日銀は金利を上げられないのではないか▽といった憶測もまことしやかに語られてきたのであり、「緩和度合いの調整」さえ拒否する姿勢は、それを裏付けるものと見なされた。

(2) 基調的なインフレ率

こうした円安とそれを契機とする物価上昇すなわち「第一の力」の高まりは、早い段階から輸入物価にとどまらない広がりを見せたのであるが、日銀は、それを一時的なものにすぎないと軽視し続けた。

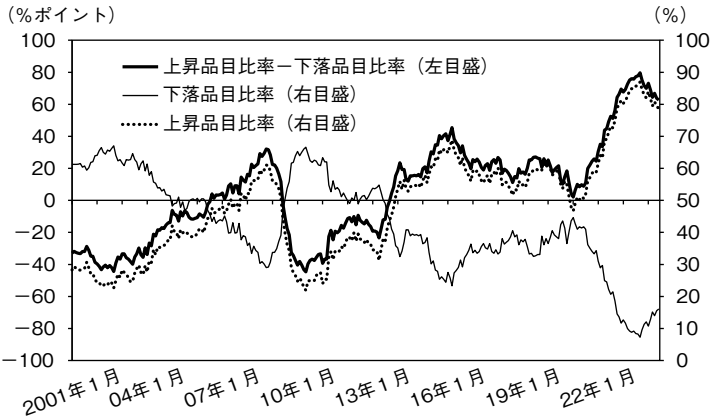
一時的な要因が何で、それを取り除いた基調的なインフレ率がいくらなのかを客観的に示す方法は存在せず、

図表4 物価の基調的な変動



- (注1) 2001年1月～24年6月。
消費税率引き上げ・教育無償化政策、旅行支援策の影響を除く。
20年4月以降は、高校無償化等の影響も除いた日本銀行調査統計局の試算値。
- (注2) 対込平均値：品目別価格変動分布の上下各10%を控除した値。
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。
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。
- (出所) 日本銀行「消費者物価の基調的な変動」。

図表5 上昇・下落品目比率



- (注) 2001年1月～24年6月。
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。
生鮮食品を除く総合。
- (出所) 図表4に同じ。

各種指標から推測するほかないのであるが、日銀は、そのための有力な資料として「基調的なインフレ率を捕捉するための指標」を公表している(図表4と5)。これらを見ると、遅くとも二三年初め頃には「基調的なインフレ率」が二%を超えていると判断すべきであったように思われる。ところが日銀が二%の「『物価安定の目標』

が持続的・安定的に実現していくことが見通せる状況に至ったと判断」して異次元緩和政策を廃止したのは、それからおよそ一年後の今年三月のことであった。そしてこの時も、目標が達成できたのではなく、それが「見通せる状況」になったにすぎず、植田総裁は七月の時点においても、基調的なインフレ率は「まだ二%よりは下にある」と判断している。⁽⁵⁾ 自らの補足指標を活かさなかった理由は不明であるが、⁽⁶⁾ 結果的に、基調変化の判断は大きくずれ込んでしまったのではないだろうか。

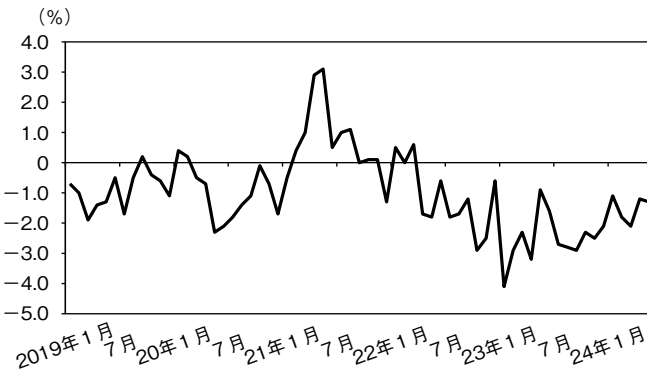
(3) 「第一の力」による「第二の力」の抑制と実質賃金と

実質消費の低迷

その原因が何であれ物価が大きく上昇すれば、(それを上回る名目賃金の上昇は難しく) 実質賃金は低下し(図表6)、実質消費を抑制し(図表7)、むしろ「第二の力」を弱めてしまう。

今回の決定会合を前に、市場関係者の間で「利上げ見送り論」が多かった理由の一つは、図表7の示す昨年来の消費とGDPの弱さは「第二の力」の不足にはかならず、それならば利上げはないはずと、むしろ植田総裁の「第二の力」論に依った発想をしたためではないかと思われる。「賃金と物価の好循環」が未だ実現しないなら、利上げはないはずだから

図表6 実質賃金指数



(注) 実質賃金指数(名目賃金指数/消費者物価指数(持ち家の帰属家賃を除く))の前年同月比。事業所規模5人以上の現金給与総額を対象。2019年1月-24年5月。

(出所) 厚生労働省「毎月勤労統計」時系列第6表実質賃金指数より作成。

である。

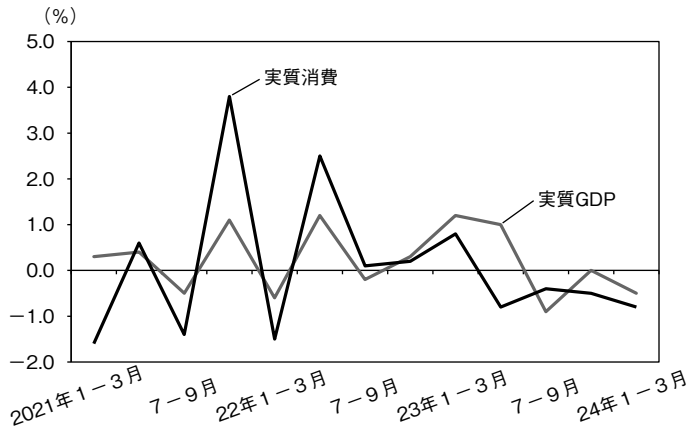
「第二の力」を中長期的に育てるためには「実質」賃金の
上昇が重要であり、その鍵が「名目」賃金の引上げであるこ
とは言うまでもないが、日銀がそのために行うべきは、景気
の改善を通じた名目賃金の上昇を目指して過度の金融緩和を
続けることではなく、何よりも物価の番人としてインフレを
抑制することではないだろうか。「第一の力」の持続性には
より十分な注意が必要であり、二%を超える物価上昇が二年
を超えるとといった事態は、それが実質賃金の低下を通じて「第
二の力」を殺ぐことになるからこそ、看過されてはならなかつ
たように思われる。

(4) 企業収益と賃金の上昇

「第二の力」のために賃金の上昇が重要であるとしても、
その前提となっている、「景気の改善」が「賃金の上昇」を
もたらすという想定自体も、無条件に当然のこととは言えない。

一九九〇年代のバブル崩壊によって、企業収益が大幅に減少するとともに賃上げ率も大きく低下した。法人企
業統計ベースの経常利益が八九年度の最高益を更新するには一六年という長い年月が必要であった。そして日本

図表7 実質GDPと実質消費の成長率

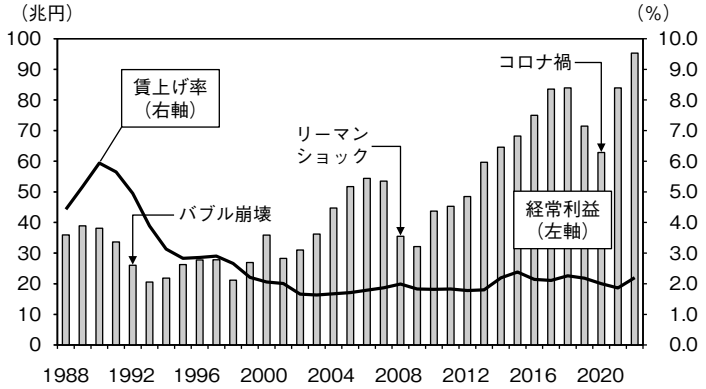


(注) 2021年1-3月期-24年1-3月期、四半期ベース、前期比。

実質消費は家計最終消費支出（帰属家賃を除く）。

(出所) 内閣府「国民経済計算」四半期GDP成長率より作成。

図表8 経常利益



(注) 経常利益：全産業（金融業・保険業を除く）、1998年度～2022年度。財務省「法人企業統計」より作成。

賃上げ率：1988年～2022年。

労働政策研究・研修機構「主要企業春季賃上げ率」より作成。

経済は、その後もリーマンショック、コロナ禍に見舞われるが、企業の経常利益は数年後には最高益を更新している。しかしながら、九〇年代前半なみの賃上げが実現したのはようやく二三年春になってのことであった。企業収益の改善が賃上げに直結するわけではないのである。

では、昨年来の賃上げの背景にある主たる要因は何か。それは、(日銀が想定していると思われる)景気や企業収益の改善というより、多くの論者が指摘するように、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」による人手不足であろう。それらの影響は、「働き方改革」の中小企業・運輸業界等への適用時期のズレとコロナ禍によって一時的に見えなくなっていたが、二二年頃からはつきり現れるようになった。だからこそ、経営に余裕のない中小企業も人材確保のために賃上げを迫られているのであり、にもかかわらず賃上げはこれまでの物価上昇をカバーするには至っていないため図表6が示すように実質賃金はマイナスで、つまり賃上げは物価高に追いついていないのである。

このような点を考えれば、「景気の改善」による「賃上げ」を待つ金融緩和は、「賃金と物価の好循環」ではなくその「悪循環」を招いている可能性のほうが高くないだろうか。

2 利上げへの転換

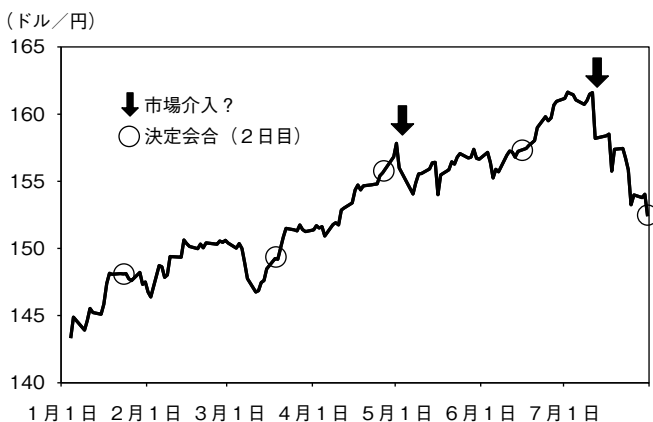
このように、「第一の力」と「第二の力」という考え方は、必要な金利引上げを遅らせ、そしてそのことが、かえって唐突とも言えるタカ派への転換をもたらしたように思える。

今回、日銀が利上げに踏み切った直接的な理由は何だろうか。それに関する植田総裁の説明は、すでに本稿冒頭で述べたように、予定されていた「第一の力」から「第二の力」へのバトンタッチが進んだからでも、「賃金と物価の好循環」実現の確度が高まったからというものでもなかった。示された説明は、「過去に比べると、為替の変動が物価に影響を及ぼしやすくなっている面」があり、「輸入物価は再び上昇に転じており、先行き物価が上振れるリスクには注意する必要がある状況になって」いるという、つまりは、これまで利上げの理由にならないとしてきた「第一の力」の上昇であった。

従来の説明を自ら否定するような利上げに踏み切らざるをえなかったのは、一ドル＝一五〇円をも超える超円安が進行し、それに対して世論、政府等から厳しい批判が浴びせられたからであろう。

二〇二二年からの急速な円安の背景としては、①米欧の利上げによる内外金利差の拡大、②より構造的な問題として、第一

図表9 円の為替レート



(注) 2024年1月4日－7月31日、日次、中心相場。
(出所) 為替レートは日本銀行時系列統計より作成。

次所得収支黒字の海外再投資の高止まりやデジタル赤字の拡大、新NISA開始にともなう個人の海外証券投資の急増などが指摘されているが、先にも述べたように、2%を超えるインフレが続く中での日銀の緩和志向も一因となったことは否定できない。

そうした状況の中で、とりわけ批判を集めたのが、四月二五―二六日の決定会合後の会見における、円安を容認するとも受け取れる総裁の発言であった。⁽⁸⁾ その直後から円は急落し、四月二九日、五月二日には財務省が市場介入に踏み切っている（日付は推定）。また六月一三―一四日の決定会合後も円は下げ止まらず、月末には一六〇円を超え、七月には財務省が改めて市場介入を実施している。六月の会合では、国債買入額の減額が決定されると見込まれていたが、具体的な減額計画を翌月に持ち越したことがハト派的であると受け止められたのである。さらには、七月末の決定会合が近づいた同月後半になると、政府・与党の中枢から公然と円安を批判し日銀に利上げを求める発言が相次いだ。⁽⁹⁾ 日銀には、二〇〇〇年八月に政府の「議決延期請求権行使」を否決してゼロ金利解除に踏み切ったものの、ITバブル崩壊の影響を受けて翌年三月には量的緩和に追い込まれるという苦い歴史がある。政治サイドからの利上げの催促は、日銀にとって不名誉なことではあるが、同時に非常に心強い後押しにもなったはずである。

つまり、経済物価の状況やそれを受けた政策判断とはやや距離のあるところから、日銀として、為替市場に働きかける必要が生じたのではないかと思われる。

利上げをするとしても、例えば「今回は金利を引き上げるが今後についてはデータ次第」とするという手法もありえるわけであるが、今回は、「物価等が見通し通りであれば」それに応じて引き続き政策金利を引き上げ、金融緩和の度合いを調整していくことになる」と連続的な利上げを明言に近い形で示し、さらには、「（金利の引

上げにあたって) 〇・五%は壁として・・・特に意識しておりません」と、過去三〇年なかった〇・五%以上の利上げも否定しないというスタンスがとられた。⁽¹⁰⁾これは、实体经济への金利引上げの波及効果を高めるためというより、将来の金利見通しにより敏感な為替市場を意識したものであろう。

おわりに

七月の『展望レポート』によると、日銀の予測する今年度から二六年度までのインフレ率の推移は二・五%(二・八%) ↓ 二・一%(一・九%) ↓ 一・九%(一・九%) である(生鮮食品を除く、各委員の見通しの中央値。カッコ内は四月時点の見通し)。これに見合った政策金利は、日本の潜在成長率がいくらか低いとしても、やはり二%以上のはずである。だからこそ日銀は、そうした思惑の広がりを防ぐべく、今年三月の異次元緩和の解除にあたっては緩和的な金融環境の継続を強調したのである。

ところが述べてきたような事情から金利が引き上げられ、さらには今後の連続的な引上げが示唆され、〇・五%も天井ではないと明言されれば、市場が身構えるのも当然である。

しかしその「責任」は、金利の引上げではなく、二年に及ぶ(そして今後も三年は続く)と予測している) およそ二%以上のインフレを一時的な「第一の力」によるものとして政策対応してこなかったことにこそ求められるべきであらう。

そして、早めの「緩和度合いの調整」を難しくした要因は、異次元緩和の枠組み自体にも、また政府の「デフレ脱却」論にもさかのぼる。

異次元緩和の枠組みを記した決定会合公表文では、二・二%の『物価安定の目標』の実現を目指し、これを安定

的に持続するために必要な時点まで、『長短金利操作付き量的・質的金融緩和』を継続する」という文言が、植田総裁の下においても（今年三月の廃止まで）維持されてきた。単純に考えれば、「デフレ」と「二%」の間には、たとえば物価が1%程度で推移する中間的な状況も存在し、それに見合った段階的・部分的な政策修正、異次元緩和から通常の緩和への修正もありえたと思われるが、「安定的に持続するために必要な時点まで」という言葉はそうした調整を極めて難しいものとした。⁽¹¹⁾

またそもそも政府による「デフレ脱却」の定義は「物価が持続的に下落する状況を脱し、再びそうした状況に戻る見込みがないこと」というものであるが（内閣府、二〇〇六年三月）、これは「デフレ脱却」をおよそ不可能なこととし、脱却を目指す緩和政策を不必要に長引かせてきたのである。

こうした背景が、「第一の力」・「第二の力」論を生み、七月の急変を招いたのではないだろうか。

注

- (1) 植田和男「最近の金融経済情勢と金融政策運営（講演）」二〇一三年九月二五日、五頁。
- (2) 日本銀行「総裁定例記者会見」二〇一四年四月二八日、一二頁。
- (3) 日本銀行「総裁定例記者会見」二〇一四年七月三一日、二頁。
- (4) 日銀は、YCCにおける一〇年物国債金利の変動幅の上限について、一三年七月二八日にはそれまでの〇・五%から一・〇%に引き上げ、一〇月三二日には一・〇%を超えることを認める修正をしている。しかしその目的については、あくまで「金融緩和の持続性を高める」（七月）ためであり、「粘り強く金融緩和を継続する」（一〇月）ためであると説明している。

(5) 日本銀行「総裁定例記者会見」二〇二四年七月三十一日、一三頁。

(6) 日銀は、今年四月の『展望レポート』に「BOX…『物価の基調』の捉え方」を掲載し、日銀の「基調的なインフレ率を捕捉するための指標」が大きく上昇したことについて以下のように述べている。「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」（日本銀行『経済・物価情勢の展望』二〇二四年四月、四二―四三頁）。捕捉指標が上昇したという事実に対して、そこからストレートに基調的なインフレ率の上昇を見るのではなく、「新たな…一時的な要因の影響をより受けにくい」指標を開発する必要があると考えたのはなぜだろうか。輸入物価の上昇を起点とするものは何でも一時的な変化にすぎないという思い込みがあったのだろうか。

(7) 財務省「『国際収支から見た日本経済の課題と処方箋』懇談会報告書」二〇二四年七月二日。

(8) 日本銀行「総裁定例記者会見」二〇二四年四月二十八日、四頁。この次となる六月の決定会合において、財務省の出席者から「情報発信を含め、しっかりと金融資本市場とコミュニケーションを図っていただきたい」と、極めて異例の発言があった（日本銀行「金融政策決定会合における主な意見（二〇二四年六月一三、一四日開催分）」五頁）。四月の総裁発言への苦言であったと思われる。

(9) ①一七日に河野大臣がインタビュに答えて「円の価値を高め、エネルギーや食料品のコストを引き下げるために政策金利を引き上げるよう」日本銀行に求めると、②一九日には岸田首相が講演で「金融政策の正常化が、経済ステージの移行を後押しし、経済ステージの移行が金融政策の更なる中立化を促す」と発言し、③二二日には茂木自民党幹事長が講演で「段階的な利上げの検討も含めて金融政策を正常化する方針をもっと明確に打ち出す必要がある」と述

べている(①)「日銀は円安是正のため利上げを―河野デジタル相単独インタビュー」ブルームバーグ、二〇二四年七月一七日、②首相官邸「日本経済団体連合会夏季フォーラム二〇二四年 岸田内閣総理大臣講演」七月一九日、③『日経新聞電子版』七月二二日。

(10) 日本銀行「総裁定例記者会見」二〇二四年七月三十一日、二二頁。

(11) 拙稿「マイナス金利は解除されたが・・・」『証券レビュー』二〇二四年四月号。

(い) ず ひさし・客員研究員

OFRRのヘッジファンド・モニター

～米監督機関のデータ公開～

吉川 真裕

七月三十一日、アメリカ財務省の一機関であるオフィス・オブ・フィナンシャル・リサーチ(OFRR)がヘッジファンドに関する新たなデータの公開に踏み切った。⁽¹⁾ OFRRはリーマン・ショック後に創設された金融安定監視委員会(Financial Stability Oversight Council)やその他の委員会をサポートするために、高品質の金融データや基準、分析を提供するために設立された機関で、これまで短期資金モニター、金融ストレス指数、米国マネーマーケットファンド・モニター、銀行システムリスク・モニターを提供してきた。ヘッジファンド・モニターという名称で今回公表されることになったデータは、①証券取引委員会(SEC)のフォームプライベート・ファインド、②商品先物取引委員会(CFTC)のコミットメント・オブ・トレーダーズ・リポート、③連邦準備制度理事会(FRB)のシニア・クレジット・オフィサー・オピニオン・サーベイ、④フィクスト・インカム・クリアリング・コーポレーション(FICC)のアグリゲイテッド・スポンサード・レポ・データを基に作成されたものであり、これまでは公開されてはいなかった。

本稿ではOFRRのサイトで確認できる六つのグラフについて紹介し、ヘッジファンドによる取引状況の変化について考察する。

1 サイズ②

図表1はヘッジファンドの戦略別純資産額の推移を表わしている。

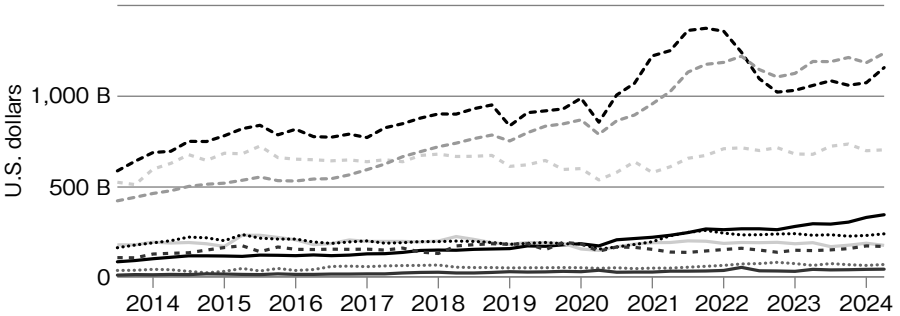
まず、ヘッジファンドの戦略別に純資産額の推移をみると、その他の増加額（八三四〇億ドル）とエクイティの増加額（五七六〇億ドル）が大きいことがわかる。

そして、純資産額が三番目に大きいマルチの増加額（二一〇億ドル）はそれほど大きくないのに対して、純資産額が四番目のクレジットは増加額（二五〇億ドル）ではそれほど大きくはないが、増加率では三・九倍で、その他の三・一倍やエクイティの二・〇倍を上回ったことがわかる。

図表1 ヘッジファンドの戦略別純資産額の推移

Net assets by strategy (U.S. dollars)

Select series: — Credit - - Equity — Macro - - Multi Event - - Relative value
 - - Other Managed futures — Fund of funds



Source: Hedge Fund Aggregated Statistics from SEC Form PF Filings

The data are aggregated responses to SEC Form PF. Blank or null values are intentional to avoid potential disclosure of proprietary information of individual filers. Only responses from Qualifying Hedge Funds are included. See additional definitions and methodology on the SEC Form PF Data Sets page of the Hedge Fund Monitor.

Net assets are based on SEC Form PF question 9. Net assets measure the difference between gross assets and liabilities. In other words, net assets reflect the equity of investors in hedge funds. SEC Form PF question 20 lists several investment strategies, and funds self-report their share of net assets managed under each strategy. We map reported strategies into one of nine broad strategies.

2 レバレッジ^③

図表2はヘッジファンドの借入金額の推移を表わしている。

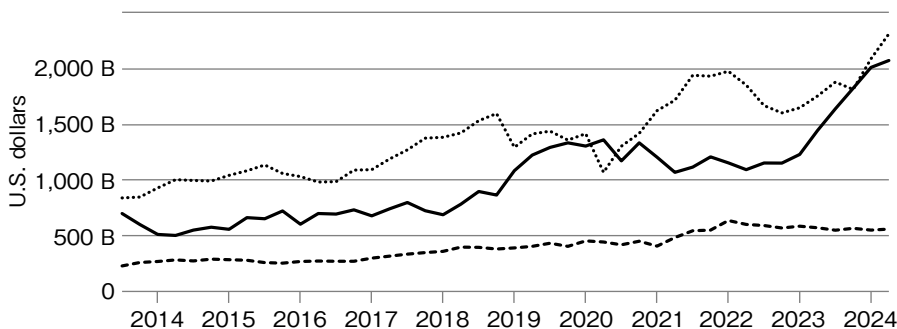
ヘッジファンドのタイプ別借入金額の推移をみると、プライム上・ブローカレッジの増加額（一兆五一五〇億ドル）とレポの増加額（一兆四八〇〇億ドル）が大きく、その他の増加額（三三九〇億ドル）はそれほど大きくはないことがわかる。

そして、借入金額の増加率でもレポの増加率が三・五倍、プライム上・ブローカレッジの増加率が二・九倍、その他の増加率が二・六倍であることがわかる。

図表2 ヘッジファンドの借入金額の推移

Borrowing by type (U.S. dollars)

Select series: -- Other secured Prime brokerage — Repo



Source: Hedge Fund Aggregated Statistics from SEC Form PF Filings

The data are aggregated responses to SEC Form PF. Blank or null values are intentional to avoid potential disclosure of proprietary information of individual filers. Only responses from Qualifying Hedge Funds are included. See additional definitions and methodology on the SEC Form PF Data Sets page of the Hedge Fund Monitor.

Borrowing is based on SEC Form PF question 43. The question collects information on secured and unsecured borrowing. Only secured borrowing is shown because unsecured borrowing has usually been less than 1% of overall borrowing and often would appear with blank values to prevent disclosure of individual filer data. The three types of secured borrowing captured in question 43 are prime brokerage, repurchase agreement (repo), and 'other' secured borrowing.

3 カウンターパーティー⁽⁴⁾

図表3はヘッジファンドのサイズ・コホート別の債権者数（均等加重平均カウント）の推移を表わしている。

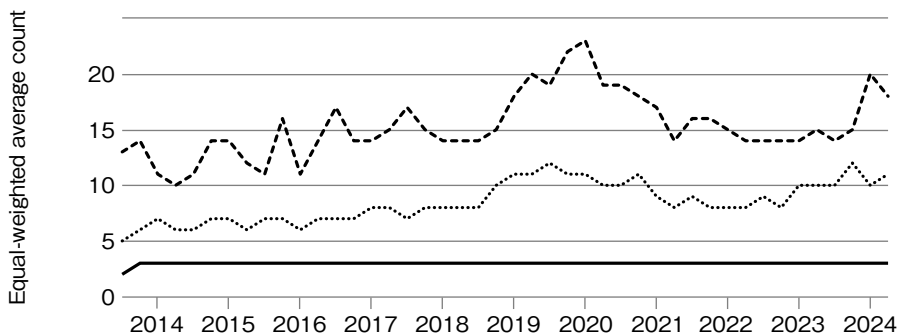
ヘッジファンドのサイズ・コホート別の債権者数（均等加重平均カウント）の推移をみると、トップ一〇が一二から一八に六増加し、トップ一一五〇が六から一一に五増加しているのに対して、トップ五一以下は三のままで変化はなかったことがわかる。

債権者数の増加数ではトップ一〇が六、トップ一一五〇が五であるが、増加率ではトップ一〇が一・五倍、トップ一一五〇が一・八倍であるから、相対的にはより小さい債権者からの借り入れが増えたということかもしれない。

図表3 ヘッジファンドのサイズ・コホート別の債権者数（均等加重平均カウント）の推移

Number of creditors by size cohort (equal-weighted average count)

Select series: -- Top 10 Top 11–50 — Top 51+



Source: Hedge Fund Aggregated Statistics from SEC Form PF Filings

The data are aggregated responses to SEC Form PF. Blank or null values are intentional to avoid potential disclosure of proprietary information of individual filers. Only responses from Qualifying Hedge Funds are included. See additional definitions and methodology on the SEC Form PF Data Sets page of the Hedge Fund Monitor.

Counts are simple averages derived from SEC Form PF question 47. Question 47 excludes creditors that represent less than 5% of net assets for a given reporting hedge fund, so the average count shown here likely understates the true number of creditors. Size cohorts are based on hedge funds' ranking each quarter by gross assets.

4 リクイディティ⁽⁵⁾

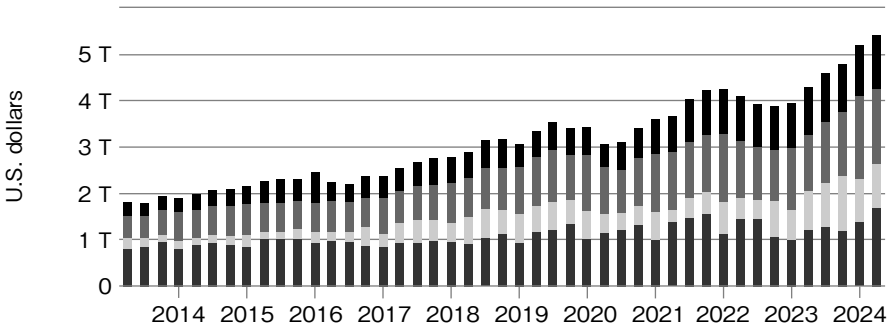
図表4はヘッジファンドの満期別資金調達流動性の推移を表わしている。

ヘッジファンドの満期別資金調達流動性の推移をみると、増加額では八一九〇日が一兆一三四〇億ドル、九一日以上が九〇七〇億ドル、一日以下が八八〇億ドル、二―七日が七二四〇億ドルであったが、増加率では九一日以上が四・二倍、二―七日も四・二倍、八一九〇日が三・四倍、一日以下が二・一倍であり、それほど顕著というわけではないが、流動性が高い一日以下の割合が低下しているようである。

図表4 ヘッジファンドの満期別資金調達流動性の推移

Financing liquidity by maturity (U.S. dollars)

Select series: ■ 0-1 day ■ 2-7 days ■ 8-90 days ■ >90 days



Source: Hedge Fund Aggregated Statistics from SEC Form PF Filings

The data are aggregated responses to SEC Form PF. Blank or null values are intentional to avoid potential disclosure of proprietary information of individual filers. Only responses from Qualifying Hedge Funds are included. See additional definitions and methodology on the SEC Form PF Data Sets page of the Hedge Fund Monitor.

Financing liquidity, which includes utilized and available financing, is based on SEC Form PF question 46. Uncommitted financing is included in the '0-1 day' category. This refers to financing whereby the creditor is permitted to vary unilaterally the economic terms of the financing or to revalue posted collateral in its own discretion and demand additional collateral.

5 コンプレキシティ⁽⁶⁾

図表5はヘッジファンドのオープン・ポジション（均等加重平均カウント）の推移を表わしている。

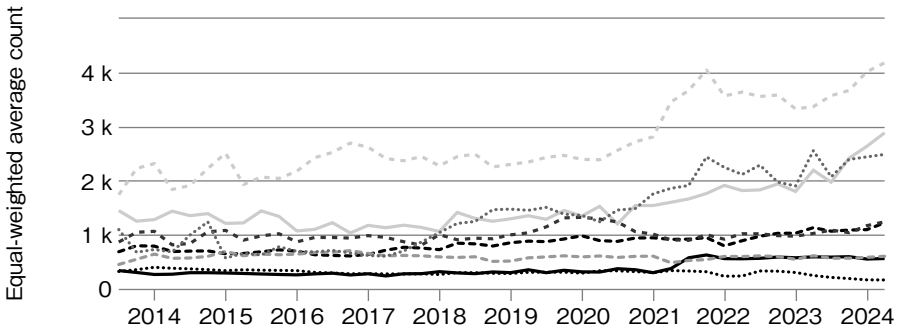
ヘッジファンドの戦略別にオープン・ポジション（均等加重平均カウント）の推移をみると、純資産額の推移に反して、マルチの増加額（二兆三一八〇億ドル）、マネージド・フューチャーズの増加額（二兆八〇八〇億ドル）、マクロの増加額（二兆六七八〇億ドル）が大きいことがわかる。

他方、ヘッジファンドのオープン・ポジション（均等加重平均カウント）の増加率ではマネージド・フューチャーズが三・七倍、マクロが二・四倍、マルチが二・二倍であり、増加額が小さい戦略で増加率の大きなものは見られなかった。

図表5 ヘッジファンドのオープン・ポジション（均等加重平均カウント）の推移

Open positions by strategy (equal-weighted average count)

Select series: — Credit -- Equity — Macro -- Multi Event -- Relative value
 -- Other Managed futures



Source: Hedge Fund Aggregated Statistics from SEC Form PF Filings

The data are aggregated responses to SEC Form PF. Blank or null values are intentional to avoid potential disclosure of proprietary information of individual filers. Only responses from Qualifying Hedge Funds are included. See additional definitions and methodology on the SEC Form PF Data Sets page of the Hedge Fund Monitor.

The average number of open positions is based on SEC Form PF question 34. SEC Form PF question 20 lists several investment strategies, and funds self-report their share of net assets managed under each strategy. We map reported strategies into one of eight broad strategies. Fund of funds are not shown in this chart.

6 リスク・マネジメント⁽⁷⁾

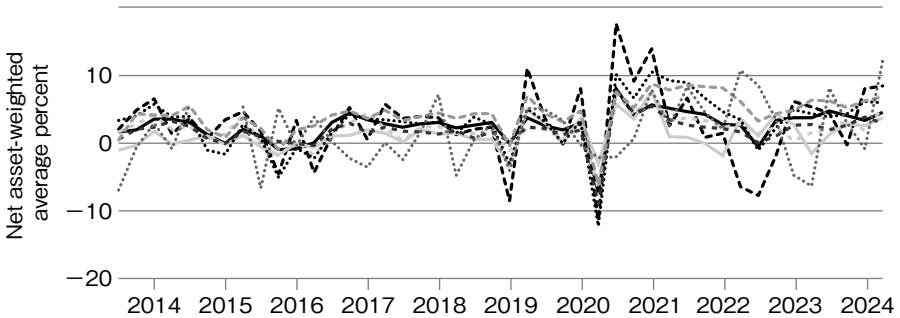
図表6はヘッジファンドの四半期ネット・リターン（純資産加重平均パーセント）の推移を表わしている。

ヘッジファンドの戦略別に四半期ネット・リターン（純資産加重平均パーセント）の推移をみると、先物を用いて売りポジションを作りやすいマネージド・フューチャーズのネット・リターンは他の戦略とはやや異なるようであるが、それ以外には顕著な違いは見られないようである。

図表6 ヘッジファンドの四半期ネット・リターン（純資産加重平均パーセント）の推移

Quarterly net returns by strategy (net asset-weighted average percent)

Select series: — Credit -- Equity — Macro -- Multi Event -- Relative value
 -- Other Managed futures



Source: Hedge Fund Aggregated Statistics from SEC Form PF Filings

The data are aggregated responses to SEC Form PF. Blank or null values are intentional to avoid potential disclosure of proprietary information of individual filers. Only responses from Qualifying Hedge Funds are included. See additional definitions and methodology on the SEC Form PF Data Sets page of the Hedge Fund Monitor.

Returns are based on SEC Form PF question 17 and are winsorized at the 1% level. Individual hedge funds' reported returns are weighted by their net assets and then averaged. Net returns are after management fees, incentive fees, and allocations. SEC Form PF question 20 lists several investment strategies, and funds self-report their share of net assets managed under each strategy. We map reported strategies into one of eight broad strategies. Fund of funds are not shown in this chart.

7 ヘッジファンド・モニター

今回、OFRがこのタイミンングでヘッジファンドに関するデータの公開に踏み切った理由は特に思いつかない。すでに公開している他のデータの延長として公開したものである。OFRのサイトで確認できる図表は紹介した六つだけであるが、注にあげたサイトのアドレスにはそれぞれ図表4、図表23、図表37、図表41、図表52、図表69という番号がふられており、この六つの他に六〇以上の図表が作成されていることが推察される。そのことからすると、OFRからいずれは何らかの分析結果が公表されることになるのかもしれない。

七月三十一日のプレスリリースによれば、ヘッジファンド・モニターは複数のソースからのヘッジファンド活動に関する集約データを一つのツールでよりアクセスしやすくするインタラクティブなデータ視覚化ツールであり、データはアプリケーション・プログラミング・インターフェース（API）を介してダウンロードできると説明されている。今回はOFRの作成した図表の紹介にとどまったが、おもしろいデータが入手できればあらためてヘッジファンドの取引に関する分析を試みたい。

注

- (1) The Office of Financial Research, "OFR Unveils New Hedge Fund Monitor for Public Use," July 31, 2024 (<https://www.financialresearch.gov/press-releases/2024/07/31/ofr-unveils-new-hedge-fund-monitor-for-public-use>).
- (2) <https://www.financialresearch.gov/hedge-fund-monitor/categories/size/chart-4/>
- (3) <https://www.financialresearch.gov/hedge-fund-monitor/categories/leverage/chart-23/>
- (4) <https://www.financialresearch.gov/hedge-fund-monitor/categories/counterparties/chart-37/>

- (5) <https://www.financialresearch.gov/hedge-fund-monitor/categories/liquidity/chart-41/>
- (6) <https://www.financialresearch.gov/hedge-fund-monitor/categories/complexity/chart-52/>
- (7) <https://www.financialresearch.gov/hedge-fund-monitor/categories/risk-management/chart-69/>

(よしかわ まさひろ・客員研究員)

欧州資本市場の統合テーパー設立の動きについて

清水 葉子

1 背景

欧州連合（EU）では、大手銀行の監督や破綻処理の統一化を進める銀行同盟に続いて、二〇一四年に資本市場同盟（Capital Market Union）が構想され、二〇一五年にアクション・プランが公表された。資本市場同盟は、域内での国境を超えた資本市場アクセスを目指し、資本市場を活用した経済成長・雇用促進、国境を超えた投資の活発化、金融サービスの共通ルールの策定、投資家保護、域外からの投資の促進、国際競争力の強化を目指すプランである。

とはいえ、もともと欧州は相対的に銀行からの資金調達が中心で、資本市場の活用度合いは大きくなく、また、証券市場も加盟国ごとに分断されていることなどから、資本市場同盟の議論は一〇年間にわたって大きく進展したとは言い難い。

こうした中で、欧州でも、アメリカにならって金融商品のリアルタイムの価格情報を配信する「欧州単一アクセスポイント（European Single Access Point）」の設立が繰り返し議論され、二〇二一年にはESMAのイニシアティブで、価格情報の統合配信を行うプロバイダーを認可するスケジュールが公表されて、欧州版の「統合テーパー」が進展し始めた。

2 価格情報の統合タイプとは

欧州域内の価格情報の統合タイプ構想は、一九七〇年代に設立されたアメリカのシステムにならったものである。アメリカでは、一九七〇年代に全米市場システム (National Market System, NMS) が成立し、株式の気配情報と価格情報を統合して配信するシステムが構築された。

アメリカでは、もともと一つの取引所に上場された株式は、簡単な手続きで全ての取引所で取引可能とされていた (非上場取引特権, UTP)。このため、証券取引の場は各取引所、および取引所外取引などに大きく分散しており、取引の場ごとに異なる価格でバラバラに取引されてしまうと、投資家の注文の最良執行に問題が生じる恐れがあった。

このため、アメリカでは、全ての取引所から、気配情報と執行後の価格情報とを集めて統合配信するシステムが一九七〇年代という早い時期に構築された。前者の気配情報の統合配信システムは Consolidated Quote, CQ、後者の価格情報のシステムは Consolidated Tape, CT と呼ばれ、銘柄ごとに全取引所の気配や価格が一つのシステムで統合される。特に気配情報の中の最も良い売り気配、買い気配は、「全米最良気配 (National Best Bid and Offer, NBBO)」と呼ばれる。証券会社は CQ、CT を使うことで、どの市場で最良気配が出ているかを把握することができ、顧客注文の最良執行が担保できるほか、執行価格についても、統合情報をもとに確認・分析が可能となる。

アメリカの CQ、CT のシステムは、一九七〇年代に取引所が共同出資して設立した証券情報プロセッサ (Securities Information Processors, SIPS) が担っており、各取引所から価格データを収集・統合し、有料で証券会社やベンダー、機関投資家などに配信を行ってきた。情報配信の手数料は、SEC の監督下でコストをカバー

できるリーズナブルな水準とすることが定められ、徴収された配信手数料は、各取引所に対して出来高などに比例して配分することが定められた。

こうした価格情報の配信を受けた証券会社は、会員（取引参加者）になっていない取引所であっても、定められた手数料で取引にアクセスすることもあわせて定められている。

このように、アメリカの証券市場は、統合テープを設立することで、複数市場（複数取引所）が市場間競争を行うメリットを享受しつつ、気配や価格情報の点では統合された単一の指値注文板（Central Limit Order Book, CLOB）があるかのように機能し、市場の分散・分裂のデメリットを克服できると考えられた。

こうしたシステムは時代とともに変化して、現在では情報処理業者はニューヨーク証券取引所の子会社（SIA C）とNasdaqとに集約され、その後生まれしてきた取引所外取引システム（ATS）なども加えて運営されている。

もともと、実際のCQ、CTのシステムが理想的に機能し続けたわけではない。CQ、CTは取引所の共同設立とされたので、取引所間の利害対立やガバナンスの問題が生じやすい。また、情報配信手数料の配分をめぐっても、出来高、気配更新頻度などさまざまな要素をどう考慮するか、ATSのような新しい取引所外取引システムに対する配信料の配分をどうするかなど、時期ごとに多様な課題を抱えてきた。また、共同設立であったため、システム更新にも遅れを生じがちであるとされてきた。

さらに、高頻度取引業者（HFT）が登場して以降は、CQが配信する気配情報を「先回り」する取引が問題になっている。証券取引の取引が高速化してくると、わずかでも早く価格情報を手に入れた取引参加者が有利になるが、CQ、CTのシステムはもともと過小投資になりがちでシステム更新が遅れがちであった上に、全市場

の価格情報を集めて統合するプロセスがある分、レイテンシーの点で劣る。HFTはこの時間差を利用して、各取引所から有料で価格情報の配信を直接受け取り (direct feed)、統合システムであるCQ、CTよりわずかに早く独自に情報処理をして取引を行うことができる。公式の全米最良気配 (NBBO) はあくまでもCQに表示された情報であるため、HFTが公式な気配を先回りすることで利益を得ることができるとされている。こうした取引はレイテンシー・アービトラージと呼ばれ、アメリカの証券市場の大きな問題の一つになっている。

3 欧州での統合テープ設立の議論

欧州では、先に述べたように、資本市場の統合と活性化などを目指して、アメリカのような統合された価格情報システムの設立が構想されている。アメリカでは気配情報をCQ、執行後の価格情報をCTとしているのとなり、欧州では気配情報をpre trade CT、価格情報をpost Trade CTと呼んで、あわせてCT (統合テープ) と呼んでいる。

アメリカで証券取引の場が分散しバラバラの価格情報に基づいて取引が行われると、投資家の最良執行が損なわれることが懸念されたように、欧州でも証券取引の場はアメリカ以上に大きく分散しているため、価格情報の統合が必要だという考えは説得力があると思われる。その一方で、アメリカと欧州とでは状況が大きく異なり、同じような仕組みで同様にうまく機能するかどうかは難しい問題である。

まず何よりも、アメリカでは一国の中での証券市場の分散が議論されたが、欧州では国境を超えて証券市場が分散しており、国によって経済状況や証券市場の規模が大きく異なる。ロンドンやドイツ、フランスのように大きな証券市場を持つ国と、証券市場が未発達な国との間の格差は極めて大きい。また、国境を挟んで法律や制度

が異なっているため、EU全域で、アメリカのような厳密な最良執行義務を課すことも難しい。

図表1は、二〇一九年のESMAの資料であるが、域内全体で、取引所が六七、MTFが一市場にもおよび、大きく分散した証券市場構造になっていることが分かる。

また、後でも述べるように、すでに有力な情報ベンダーが存在し、価格情報の配信ニーズに对应しているため、これに追加して公式の統合テーパー情報のプロバイダーを設立したとして、商業ベースで採算が取れるかどうかも問題視されている。

また、さらに大きな違いとして、アメリカでは厳密に価格に基づく最良執行義務が証券会社に課されており、証券会社は少しでも良い価格を提示している証券市場があれば、顧客の注文を必ずその市場に回送しなくてはならない。これに対して、欧州や日本では、価格以外にも流動性が高い市場での執行や大口注文の一括執行など、顧客のニーズを広く解釈した最良執行が受け入れられている。このため、価格情報が重要であることは当然としても、最良気配だけに基づいて注文回送先を決めているわけではない点も大きな相違となっている。こうした市場の構造や制度面での違いが、統合テーパーにどのような影響をもたらしのかは必ずしも明らかでない。

4 統合テーパー・プロバイダーの設立に向けたESMAのイニシアティブ

こうした中で、ESMA (European Securities and Markets Authority) は、二〇一九年にまずは株式の統合テーパー・プロバイダーの設立に向けて、コンサルテーション・ペーパーとレビューレポートを⁽²⁾発出し、具体的な設立に向けて動き始めた。

ESMAでは、市場データ利用のコストを削減するため、株式の統合テーパー・プロバイダー (CTP) につい

図表1 欧州証券市場の分散

| カントリーコード | 国名 | RMs | MTFs | APAs |
|----------|-----------|-----|------|------|
| AT | オーストリア | 2 | 1 | 1 |
| BE | ベルギー | 1 | 4 | — |
| BG | ブルガリア | 2 | 2 | 1 |
| CY | キプロス | 1 | 1 | — |
| CZ | チェコ | 2 | 2 | — |
| DE | ドイツ | 15 | 17 | 1 |
| DK | デンマーク | 3 | 4 | — |
| EE | エストニア | 1 | 1 | — |
| ES | スペイン | 4 | 2 | 1 |
| FI | フィンランド | 3 | 4 | — |
| FR | フランス | 1 | 6 | 1 |
| GB | イギリス | 6 | 30 | 5 |
| GR | ギリシャ | 1 | 1 | 1 |
| HR | クロアチア | 1 | 1 | 1 |
| HU | ハンガリー | 1 | 2 | — |
| IE | アイルランド | 1 | 3 | — |
| IS | アイスランド | 3 | 3 | — |
| IT | イタリア | 3 | 5 | — |
| LI | リヒテンシュタイン | — | — | — |
| LT | リトアニア | 1 | 1 | — |
| LU | ルクセンブルグ | 1 | 1 | — |
| LV | ラトビア | 1 | 1 | — |
| MT | マルタ | 1 | 1 | — |
| NT | オランダ | 1 | 3 | 3 |
| NO | ノルウェー | 2 | 1 | 1 |
| PL | ポーランド | — | — | — |
| PT | ポルトガル | 1 | 2 | — |
| RO | ルーマニア | 1 | 1 | — |
| SE | スウェーデン | 5 | 9 | 1 |
| SI | スロベニア | 1 | 1 | — |
| SK | スロバキア | 1 | 1 | — |
| | 合計 | 67 | 111 | 17 |

(注) RMsはRegulated Marketsで主に取引所を、MTFsはMultilateral Trading Systemsで、取引所外で証券会社が運営する取引システムを指す。APAsは、認可公表アレンジメント (Approved Publication Arrangements) で、主に店頭取引の価格情報を収集して将来的に統合テープに報告する仲介機関を指す。

(出所) ESMA(2019) MiFID II/MiFIR Review Report No.1

て、当初は次のような想定を以て検討を開始した。①リーズナブルな商業ベースでマーケット・データを配信させること、②マーケット・データはバンドルせず、利用者がほしい情報だけ買えるようにすること、③一五分後にはマーケット・データを無料配信すること。ESMAはこの条件で、商業ベースで統合テープの運営事業者が出てくることを期待したが、残念ながら候補業者は一社も出なかった。

ESMAは、自発的に商業ベースの統合テープ・プロバイダーが出てこないことについて、以下のように分析をしている。

① 商業ベースで運営コストをカバーできる見込みが低い。株式は、取引所とMTFと合わせて一七〇以上の市場 (trading venue) に加え、店頭市場の価格情報を集約するAPPAとのやりとりが必要である。また、プロバイダーを複数作って競争させコスト削減を図る方針をとっており、この点もプロバイダーの採算困難の理由になっている。

② CTPが満たすべき規制上の要件 (ガバナンス規制など) が厳しい。特に既存の商業ベンダー (ロイターやブルムバーグなど) との間の競争が予想され、競争条件が良くない。

③ 一五分後に市場データを一律で無料とすると、収入が見込めない。

④ 店頭市場や市場ディーラーから提供される市場データ情報の質が低い。

⑤ アメリカと同様、統合テープ・プロバイダーにはレイテンシーの問題などが発生する。

以上を踏まえ、ESMAは統合テープ・プロバイダーについて、以下の点を見直した。

・プロバイダーは一社の独占体制とする。複数プロバイダーを競争させると互いに重複投資になり、商業ベースでの運営も難しい。ただしプロバイダーとの契約期間を五十七年として見直しの余地を設ける。

- ・利用者に単一CTPの利用を義務付ける検討を行い、安定的な情報配信収入が見込めるようにする。
- ・営利CTPにはリーズナブルな料金設定を許容しつつ、非営利CTPも許容する。
- ・CTPのガバナンス規制を緩和する。

これらの変更を踏まえて、ESMAは二〇二一年にMiFID改正案を公表し、単一（独占的）の統合テーパー・プロバイダーを導入する方針を示した。この方針によると、まずは債券の統合テーパー・プロバイダーを先行導入し、株式を半年遅れとする。これは、債券が店頭取引が中心で価格情報の透明性が低いため、先に改善を要すると考えられたこと、債券は銘柄数が多くマッチングが少ないため株式より取引が不活発であること、現行規制でも通常取引は五分以内にAPPAに報告されているが、低流動性銘柄・大口取引には公表遅延措置について各国の裁量権が大きく、早期に統一が必要であることなどが説明されている。

こうした方針は、二〇二四年一月一日にEU議会で承認され、債券、株式、デリバティブの三つのアセットクラスごとに、単一の統合テーパー設立への動きが開始されている。

ESMAが公表したスケジュールでは、債券の統合テーパー・プロバイダーについては、二〇二五年の第1四半期に運営を開始し、その後、二〇二五年第3四半期までに評価を行って、二〇二五年第4四半期に認可を行う。続いて、株式の統合テーパー・プロバイダーは、二〇二五年第3四半期に運営を開始し、第4四半期までに評価を行う。デリバティブの統合テーパー・プロバイダーは最も早く二〇二六年の第1四半期に運営開始を予定していることが発表されている。

こうした動きを受けて、報道ベースでは、ドイチェ・ブルスとユーロネクストを含む取引所一四が合同でEuroCTPを設立し応募予定であること、フランスのコンサル会社のアダマンティアも傘下の組織で応募準備中

で、バークレイズ、BNPパリバ、クレディ・アグリコル、ドイチュ・バンク、ソシエテ・ジェネラル、ユニ・クレディトが参加予定であること、欧州取引所連合(FESE)も株式の統合テープ・プロバイダーとして参加を予定していること、Cboeが欧州とイギリスの両方で株式の統合テープ・プロバイダーに応募予定であることなどが相次いで報じられている。

注

- (1) 「EU、資本市場を改革へ 米国にないデータ管理」日経新聞電子版二〇二一年一月十九日。
- (2) ESMA(2019) Consultation Paper "On the development in prices for pre- and post-trade data and on the consolidated tape for equity instruments," July 2019, ESMA 70-156-1065.
ESMA(2019) MiFID II/MiFIR Review Report No.1 "On the development in prices for pre- and post-trade data and on the consolidated tape for equity instruments," December 2019, ESMA 70-156-1606.

(しみず ようこ・客員研究員)

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 葵

1 はじめに

株主総会の招集通知は会日の二週間前までに株主に対して発送しなければならないが（会社法二九九条一項）、コーポレートガバナンス・コードの原則、株主総会における権利行使には、「上場会社は、株主総会が株主との建設的な対話の場であることを認識し、株主の視点に立って、株主総会における権利行使に係る適切な環境整備を行うべきである。」とあり、その補充原則には、「上場会社は、株主が総会議案の十分な検討期間を確保することができるよう、招集通知に記載する情報の正確性を担保しつつその早期発送に努めるべきであり、…（略）」とある。

上場企業の対応を見てみると昨年の招集通知の発送日は、図表1の通りであり、総会前二二日が一九七九社中、四二二社（二一・三％）と最多となっている。一方、法定期限の一四日前に発送した会社も二三六社（一一・九％）⁽¹⁾ある。

また、株主総会当日に参加しない株主に議決権を行使させるために設けられた制度に書面投票制度及び電磁的方法による投票がある。本稿では、株主総会の書面投票の行使期限に法令違反または不適法な点があったとされる二つのケースを取り上げ、それぞれについて考察する。

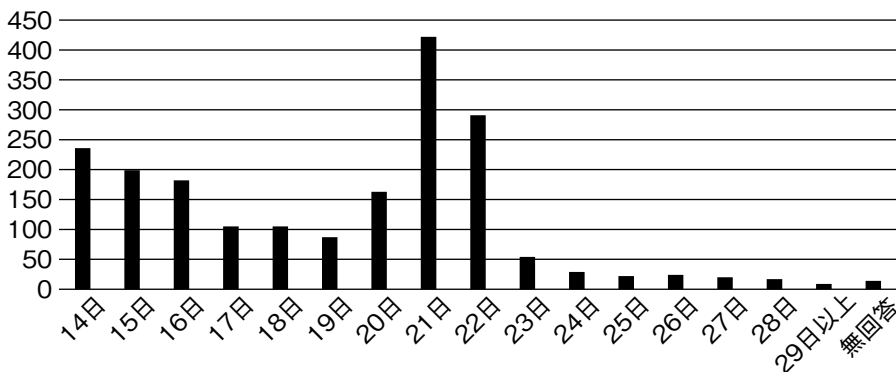
2 書面投票制度の概要と行使期限

書面投票制度とは、株主総会に出席しない株主への総会への参加を可能ならしめ、その意思を総会の意思決定に反映させるために、昭和五六年改正商法によって、商法特例法上の大会社で議決権を有する株主の数が千人以上の会社を対象に導入された（昭和五六年改正商特二一条の三）。平成一三年改正商法では、この制度の採用を一般の会社に認め、会社法でも原則すべての会社が採用することができるが、議決権を有する株主の数が千人以上である会社は、書面投票制度を採用しなければならない（会社法二九八条二項）。一方で、電磁的方法による議決権行使制度を採用するか否かは任意である。

株主総会の招集通知は、会日の二週間前までに株主に対して發送しなければならぬ（会社法二九九条一項）。議決権行使書面は、この招集通知に同封される（会社法三〇一条）。「会日の二週間前まで」には、發送日と總會当日は含まれない。つまり、期限の初日は、發送日の翌日とし、總會の会日の前日を最終日とする（民法一四〇条）⁽²⁾。

次に、議決権行使書の行使期限は原則「株主總會の日時の直前の営業時間の終了時」（会社法施行規則第六九条）である⁽³⁾。但し、取

図表 1 招集通知の發送日



(出所) 商事法務研究会編「2023年版株主總會白書」商事2344号 (2023) 76頁図表52より筆者作成

締役会が「特定の時」を行使期限として定めた時は、当該「特定の時」をその期限とすることができる。但し、当該「特定の時」は株主総会の日時以前の時であって、通知を発した日から二週間を経過した日以後の時に限られる（会社法施行規則第六三条三号ロのかっこ書）⁽⁴⁾。

3 乾汽船株主総会議決権行使書面の提出期限の定め法令違反（東京高判令和三年二月一六日資

料版商事四五五号一一二頁）

以下では、書面投票制度の期限につき、法令違反があったとされる事例を取り上げる。

【事実の概要】

乾汽船株式会社は、東京証券取引所第一部上場会社（当時の市場区分）である。アルファレオホールディングス合同会社（原告・控訴人、以下、アルファレオHD）は乾汽船株式会社の筆頭株主であり、令和元年株主総会の基準日時点での持株比率が二五・一二％、令和二年株主総会基準日での持株比率は三〇・三四％であった。

乾汽船株式会社の令和元年総会では、取締役選任議案及び買収防衛策導入議案を含む議案を可決する決議があった。アルファレオHDは令和元年総会の各決議には、無効な委任状に基づく議決権行使等に瑕疵があったとして、株主総会議決取消しを求める訴えを提起した。

また、令和二年総会開催前の令和二年六月四日、乾汽船株式会社は株主に対し、令和二年総会に関する招集通知、株主総会参考書類、事業報告、連結計算書類、計算書類及び監査報告書ならびに議決権行使書面を併せた書類一式を発送した。令和二年招集通知等には、当日出席できない株主に対して、同封した議決権行使書面を同年六月一八日午後五時までに到着するように返送することを求める旨の記載があった。令和二年総会は同月一九日

午前一〇時から開催されることとされていた。

令和二年総会では、情報提供要請承認議案、すなわち、アルファレオHDが乾汽船株式会社株式を保有する目的等に関して乾汽船株式会社取締役会がアルファレオHDに対する情報提供要請を行うことを承認する議案を含む三議案を可決する決議があった。また、アルファレオHDは令和二年総会の各決議は、招集通知の発送日の期限制限違反等の瑕疵があったとして、決議取消しを求める訴えを提起した。

原判決は取締役選任議案については、訴えの利益を欠くとして却下し、その余の請求は理由なしとして棄却した。⁽⁵⁾アルファレオHDは買収防衛策導入議案及び情報提供要請承認議案に係る決議の取り消し請求を棄却した部分について控訴した。

【判旨】（議決権書面行使関連部分のみ）

原判決一部取消し・請求一部却下・一部棄却

「令和二年招集通知等に記載された議決権行使書面の行使期限は、令和二年総会の前日である同月一八日午後五時と記載されていた」ところ、「乾汽船株式会社の『営業時間の終了時』（会社法施行規則六九条）は、午後五時二〇分であると認められる」から、「それよりも早い午後五時を議決権行使書面の行使期限としたことは、会社法施行規則第六三条三号口の『特定の時』を定めたものであると認めるのが相当であり、「したがって、議決権行使書面の発送日と総会日との間に一五日間を設けなかった令和二年総会の招集通知手続は、議決権行使書面の行使期限に関する規定に違反するものといふべきである（会社法二九八条一項五号、同施行規則六三条三のロ）。しかし、「令和二年総会の招集手続の法令違反は、…

(a) 『特定の時』を定めなかった場合の議決権行使書面の行使期限は乾汽船株式会社の営業時間の終了時である

午後五時二〇分であり、本件の行使期限である午後五時から二〇分間伸長されるにすぎず、株主の権利行使に影響が大きいとまではいえないことや、午後五時を営業時間の終了とすることが我が国のビジネス慣行上広く見られることに照らすと、上記の招集手続の瑕疵の程度は重大でないものと認められ、

(b) 令和二年六月一八日午後五時から同日午後五時二〇分までの間に到達した議決権行使書面は存在しなかったものと認められ、上記の招集手続に係る瑕疵は決議に影響を及ぼさないものであったと認められるから、…とし、裁量棄却とした。

【考察】

前述の通り、議決権行使書の行使期限は原則「株主総会の日時の直前の営業時間の終了時」（会社法施行規則第六九条）である。但し、取締役会が「特定の時」を行使期限として定めた時は、当該「特定の時」をその期とすることができる。当該「特定の時」は「株主総会の日時以前の時であって、通知を發した日から二週間を経過した日以後の時」に限られる（会社法施行規則第六三条三号ロのかっこ書）。

乾汽船株式会社の営業終了時間は五時二〇分であるところ、令和二年株主総会の議決権行使書面の行使期限は、六月一八日午後五時となっていた。従って、本件の場合、書面投票の行使期限について「特定の時」を定めたこととなる。しかし、株主総会の招集通知の發送は、令和二年六月四日であり、期限の起算日は、翌日の六月五日となる。この場合、招集通知發送の会日の二週間前まで中一四日必要であるという要件は満たしているが、書面投票期限の「特定の時」を設定できる二週間以上という期限を満たしていない。中一三日しかない。

もし「特定の時」を定めなければ、書面投票の期限は、総会の前日の営業時間の終了時間である五時二〇分であったが、本件では六月一八日の五時に締め切った。判決は、議決権行使書の行使期限の不足は、法令違反であ

ると認めるものの、書面行使制度の原則の締切時間である五時二〇分よりも二〇分短いのみであり、営業時間の終了が五時とされることは一般的であることや、この二〇分に到達した議決権行使書がなかったことを挙げ、手続きの瑕疵は決議に影響を及ぼさなかつたものであるため、裁量棄却とした。

但し、本判決には、会社は現に「特定の時」を定めたので、本来は六月一九日以降が行使期限となるはずであり、そうであれば、二〇分ではなく一日短縮されたこととなる、とする批判もある⁽⁶⁾。

また、乾汽船株式会社の証券代行業務はみずほ信託銀行が行っており、東芝と同様の誤集計がなされていた。当該裁判では、アルファレオHDが株主総会決議取消の訴えが提起できる総会后三カ月間の期日を経過した後に追加的に主張がなされた。しかし、「誤集計によって、本来期限内に到達しているものの有効な議決権数に含まれなかつた議決権数は二二七五個（総議決権数に占める割合は約〇・九一％）であり、最も賛否が近接した議案における票差は三万二五〇九個であつて、本件不適切集計処理によって決議の結果に影響はなかつたものと認められるから、本件において追加主張を許容すべき特段の事情があるとは認められず、また、上記各事情に加え、乾汽船株式会社がみずほ信託銀行によって行われた本件不適切集計処理を令和二年総会の時点で知っていたことを認めるに足りる証拠もないから権利の濫用に当たるといふこともできない。」とされた。

本件は、書面投票制度の行使期限に不足があつた事例であるが、招集通知の発送そのものが法定の会日前二週間⁽⁷⁾に不足し、決議無効確認が認められた事例もある。しかし、招集通知は全株主に影響があるが、書面投票制度の行使期限の不足は、議決権行使を書面で行つた者のみに影響する。

本件で、裁判所は、議決権行使書の行使期限については、法令違反があつたとは認めたものの、手続きの瑕疵は決議に影響を及ぼさないものであつたとし、裁量棄却とした。アルファレオHDは、控訴審判決の一部を不服

として最高裁判所に対し上告提起及び上告受理申立てを行っていたが、二〇二二年九月一五日、上告を取り下げたので、控訴審判決が確定した。

4 東芝の誤集計問題

書面行使制度の集計が不適法かつ不公正であったとされる事例に、東芝の二〇二〇年定時株主総会における議決権行使書の誤集計問題がある。本件は、一部株主が議決権行使書の締切三日前に都内の郵便局に投函したにもかかわらず、臨時報告書には自らの票が有効な票として反映されていなかったと東芝に指摘したことに始まる。東芝の二〇二〇年七月三一日開催の第一八一回定時株主総会の議決権行使書の期限は前日二〇二〇年七月三〇日午後五時一五分と定められていた。

【事実の概要】

東芝は、二〇二〇年八月上旬に、一部株主から、二〇二〇年七月二七日に郵送により発信したにもかかわらず、東芝が臨時報告書により開示した本定時株主総会の議決権行使結果に反映されていなかったと指摘を受けたと公表した。⁽⁸⁾東芝は、三井住友信託銀行を株主名簿管理人に選任しており、三井住友信託銀行及び日本郵政株式会社⁽⁸⁾に調査を要請した。

三井住友信託銀行は、一〇〇%子会社である三井住友トラストTAソリューション株式会社に集計業務を委託し、同社は日本株主データサービス株式会社(二〇〇八年四月旧中央三井信託銀行とみずほ信託銀行が共同出資し設立、以下、「JST」)に対して、当該集計業務を再委託している。

JSTでは、例年三月、五月及び六月の株主総会が集中する繁忙期においては、当該期間を通じて、集計業務の

時間を確保するため、郵便局と調整の上、本来の配達日前日に議決権行使書を受領する運用（以下、「先付処理」）を行っていた。⁽⁹⁾

「先付処理」とは、郵便局と調整の上、郵便局の所定の作業が完了する本来の配達日の前日に郵送物を受領し、集計業務に着手する処理であった。この際、JasFiは、本来の配達日の日付が記載された「交付証」を受領し、議決権行使書は交付証の日付を基準に集計業務を行っていた。先付処理については、東芝に限らず他の委託会社についても行っていた。⁽¹⁰⁾

東芝は、本定時株主総会の当日である二〇二〇年七月三十一日に郵便局から配達される予定であった議決権行使書についても、議決権行使期限内である前日の七月三〇日中に先付処理として受領していたが、七月三〇日に前倒しで受領した議決権行使書について、郵便局からは七月三十一日付と記載された交付証の発行を受け受領していたことを述べた。⁽¹¹⁾

また、三井住友信託銀行は、先付処理に関しては、書面行使及び電子行使による議決権行使の期限日に先付処理で書面により受領した議決権行使書については、交付証の日付にかかわらず、集計結果に算入すべきであり、東芝の第一八一期定時株主総会の集計業務において対象外としていた先付処理の七月三〇日分の議決権行使書は集計対象とすべきであったと述べた。⁽¹²⁾

二〇二〇年二月一七日、三井住友信託銀行は、二〇二〇年七月三〇日までに物理的に持ち込まれていたものの有効な議決権として集計されていなかった議決権数合計は、五万八七四七個（議決権比率一・三％）であったため、臨時報告書の訂正報告書を提出したこと、先付処理の不適切性が認識されたことを述べ、今後は先付処理を取りやめ、私書箱により受領することとした。⁽¹³⁾

翌日の二〇二〇年一月一八日、東芝も、鳥飼総合法律事務所による調査が行われたこと、本調査は二〇二〇年一月一六日に東芝の監査委員会に報告されたことを公表し、当該監査委員会の意見書の概要も公表された。⁽¹⁴⁾

二〇二〇年一月一七日、東芝の株主であるエフィツシモは、東芝に対して臨時株主総会の招集を請求し、株主総会の調査者選任議案を提案した（会社法三二六条第二項）。二〇二一年三月一八日に開催された臨時株主総会においては、調査者選任議案は可決された。二〇二一年六月一〇日、臨時株主総会において、調査者による調査報告書が公表された。⁽¹⁵⁾ 調査報告書の議決権集計に関する小括では、「本定時株主総会における議決権集計に関しては、[a]において行われた先付処理は不適法かつ不公正なものであったが、これについて東芝の認識及び関与は認められなかった。そして、先付処理以外には、不適法あるいは不公正な点は認められなかった。」と結論付けた。⁽¹⁶⁾

5 おわりに

本稿では、株主総会の書面投票の行使期限に法令違反または不適法であったと認められた二つの事例を取り上げた。乾汽船の判例は、書面投票制度の行使期限の定め不足があった事例であり、東芝の議決権行使書の誤集計問題は、「先付処理」によって、本来期限内に受領していた行使書を集計しなかった事例である。前者は裁判所によって法令違反であると判示され、後者は調査者による調査報告によって、不適法または不公正であると指摘された。

二〇二四年度の株主総会はコロナ禍を経て様々なデジタル化が進んでいる。招集通知は、令和元年会社法改正によってデジタル提供できるようになり、物理的な株主総会の開催を行わないバーチャルオンリーの株主総会も

実施可能となっている。

また、議決権の電磁的行使については、昨年度の株主総会白書によると全体の八四・四％が採用している⁽¹⁷⁾。しかし、三井住友信託銀行の場合、株主数ベースでは、八一％の個人株主が電子行使を利用できる環境にあるものの、実際の行使率は一九％と低調である⁽¹⁸⁾。また、機関投資家が利用する電子行使プラットフォームであるICJについては、東証プライム上場企業では採用社数が、一二〇〇社中、一一六〇社（九六・七％）なのに対し、スタンダードでは、一六・四％、グロースでは一四・五％と低い⁽¹⁹⁾。ICJは電子行使制度を用いることが前提条件となっている。ICJは機関投資家向けサービスなので、機関投資家の保有率の低い会社では、費用面から利用されていないことも考えられるが、機関投資家にとっては、保有するすべての発行会社がICJ対応していないことには利便性が低い。

コーポレートガバナンス・コードにもあるように、招集通知及び議決権行使書の早期発送は株主との対話という面からも要請される。また、日本の会社の多くが採用する三ヶ月決算会社の株主総会が集中する六月末には、郵便局は膨大な数の郵便物を処理するため、年末の年賀状と同様に、議決権行使書の配達が通常時よりは時間を要する事態が発生することも考えられる。議決権の電磁的行使制度の利用促進は、郵便物発送数の削減や株主総会の議決権の集計作業の事務負担の軽減策としても有効である。

さらに物理的な株主総会を行わないバーチャルオンリー総会では、遠方からでも直接総会に参加できること、当日の賛否の集計も正確に計算できること等、議決権の行使という面からも多くの利点があると思われる。

- (1) 商事法務研究会編「二〇二三年版株主総会白書」商事二三四四号(二〇二二) 七六頁図表52招集通知の發送日。
- (2) 「商法第一五六条第一項ノ規定ハ株主總會招集ノ通知書ヲ發シタル日ノ翌日ヨリ起算シテ会日迄ノ間ニ少クトモ二週間ノ日數ヲ存スルコトヲ要スル趣旨ナリトス」(大審院昭和一〇年七月二五日大審院民事判例集一四卷一四〇一頁)
- (3) (書面による議決権行使の期限) 会社法施行規則第六九条「法第三一一条第一項に規定する法務省令で定める時は、株主總會の日時の直前の営業時間の終了時(第六三条第三号ロに掲げる事項についての定めがある場合にあつては、同号ロの特定の時)とする。」
- (4) 会社法施行規則第六三条三項ロ「特定の時(株主總會の日時以前の時であつて、法第二九九条第一項の規定により通知を發した日から二週間を経過した日以後の時に限る。)をもつて書面による議決権の行使の期限とする旨を定めるときは、その特定の時」
- (5) 東京地判令和三・四・八資料版商事法務第四四八号一三三頁。
- (6) 潘阿憲「議決権行使書の行使期限に関する法令違反の瑕疵と裁量棄却」法教五〇一号二二八頁(二〇二二)。一方、「日短縮された」に対する別の意見もある。山本為三郎「乾汽船株主總會決議取消請求控訴事件(東京高判令和三三年二月一六日)」法學研究…法律・政治・社会九五卷八号、一三九頁(二〇二二)。
- (7) 最高裁第一小法廷昭和四四年二月一八日(昭和四三(オ)第九一三号)民集九七号七九九頁「招集通知は、当初の会日について通知發送の日から会日までの間に六日を、また変更後の会日については通知發送の日から会日までの間に七日をそれぞれ存したに過ぎず、いずれも招集通知を發した時から変更後の会日までの期間も一二日を存するにすぎなかつたというにあるほか、本件株主總會の招集手続および決議の方法に関しては、それぞれ原判示のような瑕疵

がみとめられるというのであって、本件各議案に関する決議につきいずれも原判示の取消原因があったとした原審の判断はすべて正当である。」決議取消。

(8) 東芝「第一八一期定時株主総会における議決権行使の集計について」二〇二〇年九月一日

(https://www.global.toshiba/content/dam/toshiba/migration/corp/ir/Assets/about/ir/jp/news/20200918_1.pdf 二〇二四年七月二八日、最終閲覧)

(9) 二〇二〇年は、新型コロナウイルスの影響により、七月中也株主総会が集中したことから、七月中也先付処理を行っていた。

(10) 三井住友信託銀行が二〇二〇年九月二四日発表した「当社取引先の議決権行使書集計に係る業務についての調査結果のお知らせ」によると、「【有効票未集計が存在する委託会社について】三井住友信託銀行、東京証券代行及び日本証券代行の三社に対して集計業務を委託している委託会社のうち、JASrに有効票未集計分の詳細なデータが残存することが確認できている会社は、合計九七五社（内訳は三井住友信託銀行八九一社、東京証券代行三八社、及び日本証券代行四六社）」であるとされる。

(11) 三井住友信託銀行「当社取引先の議決権行使書集計に係る業務について」二〇二〇年九月一日

(<https://www.smb.jp/-/media/tb/about/corporate/release/pdf/200918.pdf> 二〇二四年七月二八日最終閲覧)

(12) 三井住友信託銀行「当社取引先の議決権行使書集計に係る業務についての調査結果のお知らせ」、二〇二〇年九月二四日

(<https://www.smb.jp/media/tb/about/corporate/release/pdf/200924.pdf> 二〇二四年七月二九日、最終閲覧)

(13) 三井住友信託銀行「議決権行使書集計業務の見直し及び再発防止策等について」二〇二〇年二月一七日

- (14) <https://www.smtb.jp/media/tb/about/corporate/release/pdf/201217.pdf> 二〇二四年七月二十九日、最終閲覧)
- (14) 東芝「開示事項の経過」第一八一期定時株主総会における議決権行使の集計について」二〇二〇年十二月八日
(https://www.global.toshiba/content/dam/toshiba/migration/corp/ir/Assets/about/ir/jp/news/20201218_1.pdf 二〇二四年七月二十九日最終閲覧)
- (15) 東芝「調査報告書」
(https://www.global.toshiba/content/dam/toshiba/migration/corp/ir/Assets/about/ir/jp/news/20210610_1.pdf 二〇二四年七月二十九日最終閲覧)
- (16) 前掲注(15)四七頁。「調査報告書」調査報告では、議決権行使書の集計問題以外の問題も取り上げており、その結語としては、「本件調査者は、本定時株主総会が公正に運営されたものとはいえないと思料する。」と述べている。前掲注(15)一一一頁。
- (17) 商事法務研究会編「二〇二三年版株主総会白書」商事二三四四号(二〇二三)八六頁、図表61電磁的方法による議決権行使採用の有無。
- (18) 三井住友信託銀行・前掲注(13)「議決権行使書集計業務の見直し及び再発防止策等について」三三頁。
- (19) 商事法務研究会編「二〇二三年版株主総会白書」商事二三四四号(二〇二三)八七頁、図表62ICJの議決権電子行使プラットフォーム採用の有無(該当なし三〇九社を除く)

参考文献

脚注にあるもの他

- ・杉田貴洋「議決権行使書面の行使期限としての「特定の時」」(東京高判令和三年二月一六日) 令和四年度重要判例解説・ジュリスト臨時増刊、八一、八二頁(二〇二三)。
- ・原弘明「判例研究・乾汽船株主総会決議取消請求訴訟控訴審判決(東京高判令和三年二月一六日資料版商事四五号一一二頁)」関西大学法学論集七三卷三号、九五～一〇六頁(二〇二三)。
- ・潘阿憲「議決権書面行使書の行使期限違反等の瑕疵と決議取消しの可否」ジュリ一五八一号一〇～一一三頁(二〇二三)。

(ふくもと あおい・客員研究員)

証研レポート既刊目録

| | | | |
|-------------------------------------|------------|-----------------------------|------------|
| No.1731 (2022.4) | 執筆者 | No.1738 (2023.6) | 執筆者 |
| デジタル技術の活用と証券ビジネスの新奇性 | 二上 | プライベート市場の拡大と「ゲートキーパー」 | 二上 |
| 名古屋における店頭売買承認銘柄 | 松尾 | 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 |
| －昭和二〇～三〇年代の非上場株式市場－ | | －世界最大のデリバティブ取引所－ | |
| LMEのニッケル取引をめぐる問題 | 吉川 | SECによる最良執行ルール提案 | 清水 |
| －価格急騰への対応と取引所運営－ | | 米国株価情報配信政策をめぐるSECと取引所の争い | 志馬 |
| 進化する米大手投資銀行のトレーディング業務 | 神野 | －SECによるSIPの改革提案と敗訴－ | |
| No.1732 (2022.6) | | No.1739 (2023.8) | |
| アルケゴス破綻 | 吉川 | 日本証券業協会の業態分析について | 二上 |
| －起訴文書等から見た実態－ | | クレディ・スイスのAT1債をめぐる | 伊豆 |
| アメリカのミーム株取引とデジタル・エンゲージメント | 清水 | －ペイルイン再考－ | |
| 米国オプション市場におけるメイカー・テイカー制度をめぐる議論と状況 | 志馬 | コロケーション・スキャンダル | 吉川 |
| グローバル・トップ・バンク・ランキングの変遷とその意義 | 中野 | －インドにおける取引所運営の汚点－ | |
| No.1733 (2022.8) | | No.1740 (2023.10) | |
| 証券リテールビジネスのDX (再論) | 二上 | 取引所二部開設と店頭売買銘柄登録制度 | 松尾 |
| ジェンダーレンズ投資とジェンダーレンズ投資ファンド | 松尾 | －株式店頭市場の歴史的考察－ | |
| 二%目標と異次元緩和と政策 | 伊豆 | GIFTコネクト | 吉川 |
| ESGFファンドのパフォーマンス | 吉川 | －インドとシンガポールの取引リンケージ－ | |
| －ESMAによる分析結果の考察－ | | 米国株式市場の構造変化 | 志馬 |
| No.1734 (2022.10) | | －ゼロ・コミッション化の進展と店頭市場の拡大－ | |
| わが国OTCデリバティブ市場の現況 | 吉川 | No.1741 (2023.12) | |
| －二〇二二年六月末BIS定例市場報告－ | | 「新店頭市場」とジャスダック証券取引所 | 松尾 |
| ペイメント・フォー・オーダーフローと投資家の資産選択 | 清水 | －非上場株式市場の歴史的考察－ | |
| SECゲンスラー委員長のスピーチと「オークション」 | 志馬 | インドの個人投資家 | 吉川 |
| EDF (フランス電力) 再国有化のインプリケーション | 中川 | －NSEデータに基づく考察－ | |
| No.1735 (2022.12) | | ダークプールでのHFTの取引 | 清水 |
| ラップ・アカウントの現状について | 二上 | ポスト・ブレグジットの英国金融・証券セクター | 中川 |
| 資金余剰下の金利引き上げ | 伊豆 | －崖っぷちのシティー－ | |
| －FRBとMMF－ | | No.1742 (2024.2) | |
| OTCデリバティブ市場の現況 | 吉川 | グリーンシートと株主コミュニティ制度 | 松尾 |
| －二〇二二年外為・デリバティブ・サーベイ－ | | －非上場市場の歴史的考察－ | |
| No.1736 (2023.2) | | FRBのバランスシート縮小について | 伊豆 |
| クラウドファンディングの世界的概況 | 松尾 | インドの個人による株式デリバティブ取引 | 吉川 |
| OTCデリバティブ市場の現況2 | 吉川 | －インド証券取引委員会調査報告－ | |
| －二〇二二年六月末残高調査結果－ | | 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 |
| ホールセラーへの競争導入提案 | 清水 | －取引市場はどのように選択されているのか－ | |
| 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 | No.1743 (2024.4) | |
| －非対称スピードバンプの導入－ | | PTFのディーラー登録をめぐる | 伊豆 |
| 敵対的買収における強圧性について | 梅本 | －米国国債市場の課題と対応－ | |
| No.1737 (2023.4) | | インドの個人による株式デリバティブ取引2 | 吉川 |
| 英国および米国におけるクラウドファンディング | 松尾 | －取引対象別分類－ | |
| －株式投資型を中心に－ | | 非財務情報の虚偽記載と2つの「重要な事項」の解釈 | 梅本 |
| シリコンバレー銀行の破綻と資金フロー | 伊豆 | 米国の実質株主の透明化のための制度 | 福本 |
| －預金・MMF・FRB－ | | －OBO/NOBOとForm13F－ | |
| 世界の取引所取引の現況 | 吉川 | No.1744 (2024.6) | |
| －WFE報告書に基づく考察－ | | 「インベストメント・チェーン」の残されたピース | 二上 |
| 米国のUniversal Proxy (ユニバーサル・プロキシ)の導入 | 福本 | 戦前日本における株式買占め事例 | 松尾 |
| | | －鉄道会社の事例を中心に－ | |
| | | コロナ禍の欧州株式アクティブESGFファンド | 吉川 |
| | | －ESMAワーキング・ペーパーの考察－ | |
| | | 米国オプション市場における取引の短期志向化 | 志馬 |
| | | －Otteオプション取引の活用－ | |
| | | EU市民の金融ナリッジの現況と評価 | 中川 |
| | | －ヨーロッパ委員会調査の結果とインプリケーション－ | |

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。

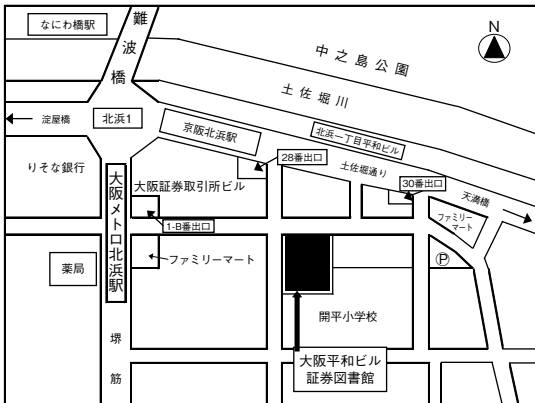
所在地 大阪市中央区北浜1-5-5 大阪平和ビル7階
TEL (06) 6201-0062

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。

証研レポート第一七四五号
二〇二四年八月十二日発行
(偶数月第二日曜日発行)

2024年8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%)