

証 研

レポート

No.1715

2019年8月

証券会社の収入構成変化と「その他手数料」について

二上季代司（1）

ESG・SDGsとクラウドファンディング

～コーポレートガバナンスを中心に～

松尾 順介（10）

レバ・ローンは第二のサブプライムか？

伊豆 久（32）

米国における上場企業数の減少

～SIFMAの報告書に見る実態～

吉川 真裕（46）

公益財団法人 **日本証券経済研究所**
大 阪 研 究 所

証券会社の収入構成変化と「その他手数料」について

二上季代司

令和の新时代に入り、過ぎ去った平成三〇年間を振り返ってみると、証券会社の収入構成に大きな変化が生じていることに気づかされる。図表1は、日本証券業協会および東京証券取引所が毎年公表する証券会社の決算概況のうち、バブル崩壊時の平成二年（一九九〇年）と直近の損益計算書を比較してみたものである。⁽¹⁾

これによると、協会の数は、たいして変化していないものの、東証会員の数は減り、非会員が増えていることと、これと関連して、純業務収益に占める占有率も東証会員が低下し、逆に非会員のシェアが上昇していることがわかる。⁽²⁾ それ以上に大きな変化は、会員、非会員を問わず、最大の収益源であった「委託手数料」のウェイトが大きく低下し、代わって「その他手数料」のウェイトが上昇、今や最大の「収益源」になっていることである。

委託・引受・募集の各手数料は基本的な証券業務（ブローカー・アンダーライター・セリング）の対価であり、売買損益はディーラー業務の対価である。また純金融収益は、ブローカーの付随業務にあたる信用取引収益やディーラー業務に関連するポジションからの収益（受取配当・債券利子など）から金融費用を控除したものであり、どれも証券業務にかかる収益項目である。これに対して「その他手数料」は、そのどれにも該当しない収益であって「手数料」の形態をとるもの⁽³⁾をいう。では、それはどのような業務の対価なのであるうか。

以下、ここでは「その他手数料」の実態について、検討してみた。

図表 1 証券会社（協会員）の収入構成

	協会員全社		東証会員		東証非会員	
	1991年3月期	2018年度	1991年3月期	2018年度	1991年3月期	2018年度
会員数（社）	260	259	124	88	136	171
【純業務収益に占める収益構成】						
委託手数料	53.9%	16.4%	53.2%	17.5%	68.2%	9.6%
引受手数料	4.6%	5.9%	4.8%	6.8%	0.3%	0.3%
募集手数料	8.4%	7.4%	8.7%	7.9%	2.8%	4.0%
その他手数料	9.8%	34.4%	9.7%	34.0%	12.8%	36.8%
純金融収益	17.5%	10.1%	17.7%	13.7%	12.4%	-11.4%
売買損益	5.8%	23.7%	5.9%	19.6%	3.6%	48.2%
その他営業収益	0.0%	2.1%	0.0%	0.4%	0.0%	12.5%
【参考：純業務収益の業態別占有率】						
	100.0%	100.0%	95.2%	85.6%	4.8%	14.4%

（注）非会員の数値は、協会員の決算数値から東証会員の数値を控除して算出。

（出所）東京証券取引所「会員（総合取引参加者）決算概況」、日本証券業協会「協会員決算概況」より作成。

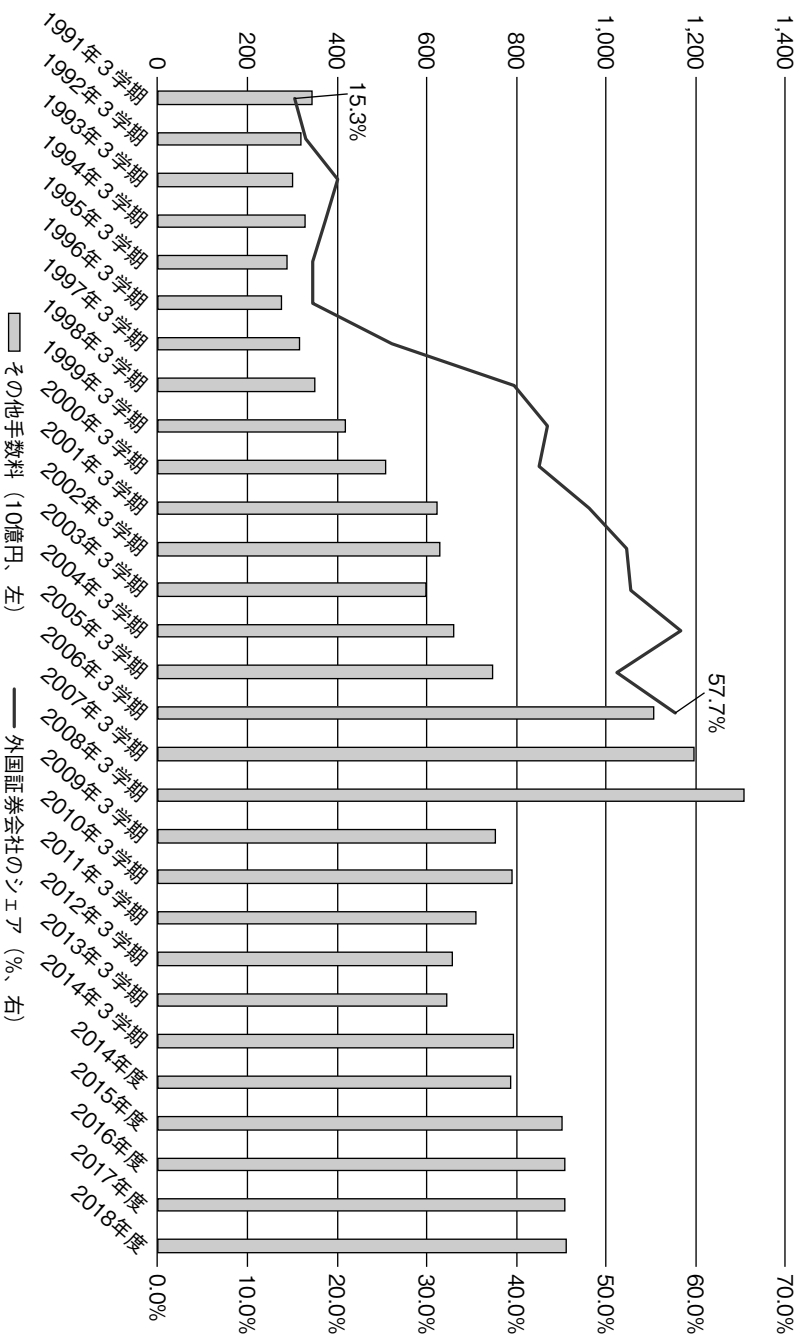
1 その他手数料の推移

東京証券取引所は、毎年「会員（総合取引参加者）の決算概況」を公表している。⁽⁴⁾ このうち、二〇〇六年三月期までは、国内証券会社と外国証券会社を分けて公表していた。そこで、この資料を使って、東証会員の「その他手数料」の実額と、そのうちの外国証券会社の占有率をみたものが図表2である。

これによると、基準年となる一九九一年三月期の東証会員外国証券会社の占有率は一五・三％であったが、二〇〇六年三月期には五七・七％にまで上昇している。つまり二〇〇六年三月期までは外国証券会社に牽引される形で「その他手数料」が増加していったことがわかる。

その後、東証の決算資料には国内証券会社と外国証券会社の別が示されなくなった。その理由を推測するに、外国証券会社の「国内法人化」の動きが一般化したことがあげられよう。すなわち、それまで外国証券会社は一九七一年の「外国証券業者に関する法」に基づき、「支店設置」の形で日本に進出してきたのである。ところが二〇〇六年の会社法改正により「疑似外国会社」⁽⁵⁾の定義がより厳密となったため、これを回避すべく主

図表2 その他手数料の推移と外国証券会社の占有率（東証会員ベース）



(出所) 東京証券取引所『会員（総合取引参加者）決算概況』より作成

要な外国証券会社東京支店は、国内法に基づく現地法人に改組し始めた。また新しく日本に参入する外国業者もほとんど現地法人設立の形態をとっている。この結果、東京支店は次々と国内法人化し、二〇一九年七月現在、外国証券会社東京支店は一〇社に激減している。

2 その他手数料の類型別シェア

そこで、二〇〇七年以降についても、実態を検討するため、協会の株主構成を調査して、大株主の属性に基づく類型化を行い、「その他手数料」の類型別シェアを、二〇〇七年三月期と二〇一七年度につき算出してみた。二〇〇七年三月期の数値は、日本証券協会の委託調査から再引用したもの（一部改変）であり、二〇一七年度については、昨年より全社公表されるようになったディスクロージャー誌『業務および財産の状況に関する説明書』から集計・算出した（二〇一八年度のディスクロージャー誌は全社そろっておらず二〇一七年度を採用した）。それをまとめたものが図表3である。

図表3によると、二〇〇七年三月期には外国証券会社六一%のシェアであったが、直近二〇一七年度には四七%に低下している。それでもなお半分近くのシェアを占めている。これに対し、新大

図表3 「その他手数料」の業態別シェア

	2007年3月期		2017年度	
	社数	その他手数料 (10億円)	社数	その他手数料 (10億円)
東証会員合計	109	1,200	88	909
東証非会員合計	194	82	167	236
【業態別シェア】				
国内大手証券会社	9	32.2%	5	45.1%
外国証券会社	20	61.1%	21	47.0%
国内その他証券会社	80	6.7%	62	7.9%

(注1) 国内大手証券会社は、2017年度は野村、大和、SMBC日興、三菱UFJモルガンスタンレー、みずほの5社。2007年3月期は、その母体となった野村、大和、大和SMBC、日興コーディアル、三菱UFJ、新光、みずほ、みずほインベスター、SMBCフレンドの9社。

(注2) 2017年度は合併により資料の得られない2社を除く。

(注3) 業態別シェアは東証会員業者全体を100%として算出。

(出所) 2007年3月期は二上〔2018〕、2017年度は、各社『業務及び財産の状況に関する説明書』より集計して算出

手五社と呼ばれる独立系二社（野村、大和）とメガバンク系三社（S M B C日興、三菱U F Jモルガンスタンレー、みずほ）の合計は三二%から四五%へと上昇し、外国証券会社とほぼ拮抗している。それ以外の国内証券会社のシェアは七%から八%へとほぼ横ばいである。なお、このシェアは東証会員業者を一〇〇としたもので、非会員業者だけをみると、金額は三倍近くとなり、東証会員の1／4以上の金額となっている。

3 「その他手数料」の内実

では、「その他手数料」の内実は何であろうか。筆者は日本証券業協会からの委託調査において、協会員を株主属性、業務特性等の区分基準を使って類型化し、類型別に収入構成を検討したことがある。⁽⁶⁾その収入構成の類型間の比較から、「その他手数料」の内実について類推を試みる機会があった。

今回、ディスクロージャー誌の全社開示によって、「その他手数料」を生んでいる業務内容について具体的な記述が散見されるようになった。以下、それらについて整理したものを列記しよう。

「移転価格-transfer price-手数料」

外国証券会社のディスクロージャー誌に特に多い記述であるが、親会社あるいは関連会社からの「移転価格税制に基づく損益配分」ないしは「移転価格手数料」、「海外セールズ・クレジット」といった記述がみられた。推算するに、日本の機関投資家への外債等の販売、日本企業の社債・株式のグローバル・オフアリングなど、国際間にまたがるセールズ・トレーディング、引受・募集業務等において、親会社・関連会社が取得した委託・引受・募集手数料やトレーディング損益の一部を、貢献度に応じて日本拠点が受け取る手数料を指していると思われる。これは、顧客等の独立した相手から受け取る手数料ではなく、グループ会社から受け取るため、委託・引受・募

集の各手数料ではなく「その他手数料」に計上していると考えられる。

グループ間での国際間取引は、外国証券会社だけではなく、国内大手証券についてもみられるが、異次元金融緩和政策と呼ばれる異常な低金利政策が行われた影響から、地方金融機関をはじめ国内機関投資家が海外の外債・私募ファンド・仕組み債といった金融商品への投資が多かった。外国証券会社は、余資を抱えて運用難に陥っている国内機関投資家にこうした金融商品売り込んできた。それが「移転価格手数料」が特に外国証券会社に多い理由ではないかと思われる。

「コーポレート・アドバイザリー」

国内大手証券や大手外国投資銀行の日本拠点では、M & Aに関連した助言・仲介手数料を「その他手数料」として計上したという記述が多い。他の事業者の事業譲渡・合併・会社分割・株式交換・株式移転に関する相談またはこれに関連する仲介は、「付随業務」に位置付けられている。これは本業である「引受業務」が顧客企業への助言を含むことから必然的に派生するものであって、近年、M & Aの件数が増加する傾向にあるため、これに関連する手数料収入も増えてきているのである。

日本企業に関連するM & Aは、国内企業同士だけではなく日本企業による海外企業の買収（IN—OUT）や海外企業による日本企業の買収（OUT—IN）が増えている。日本企業に関連するM & Aの件数は案件ベースで二〇〇六年にピークを迎えた後、二年後のリーマンショックもあって、減少傾向に陥り、二〇一一年にボトムを打った後は、再び増加傾向にある。M & Aの報酬形態は様々であるが、報酬の支払いは案件の約定時点に比べやや後ずれすることを勘案すると、M & A件数の推移は、図表1の「その他手数料」の推移とほぼ平行であることがわかる。つまり、「その他手数料」のかなりの部分がM & A関連アドバイザリー手数料によって占めら

れていると推測できる。また大型案件のアドバイザーに大手外国投資銀行や国内大手証券会社がランクインされているのも傍証となろう。

「インベストメント・アドバイザー」

二〇一七年度の「その他手数料」では東証非会員業者による部分が増加しているが、これは資産運用業者が第一種金融商品取引業の登録を得て協会に加入したことによる部分が大きい。投信の運用では「委託者報酬」、年金運用では「運用受託報酬」が取得されるが、これらは証券業の統一経理基準では「その他手数料」に計上される。国内大手証券や東証会員の準大手・中堅業者の一部では、投資運用業の登録をすませ、ラップ口座の受注獲得に注力しているが、これにかかる投資一任受任料も「その他手数料」に計上される。

「投信の信託報酬」

国内の証券会社の多くがディスクロージャー誌で言及する項目として「投信残高にかかる信託報酬」があげられる。運用会社に代わって行う「投信の収益金・償還金・解約金の支払いにかかる業務の代理」は投信の募集に付随する業務である。本来、運用会社が行うべき業務を代行しているため、運用会社の取得する信託報酬の一部を取得している。この信託報酬には、償還金などの代行支払いだけではなく運用報告書の発送コストの代価も含まれていると思われる。

「そのほか」

東証非会員業者の中にはFX（外為証拠金取引）専業者が多く含まれているが、これらの業者が東京金融取引所において受注・執行する「くりつく365」にかかる手数料や店頭FXにおいてカバー先との支払手数料との差額を「その他手数料」に計上している記述が見受けられる。東証非会員のFX専業者のみならずFXの受注・

執行のシェアは「ネット証券」が高くなっている。したがって、これらFXにかかる上記の手数料も、「その他手数料」に計上されている。

4 おわりに

近年、証券業者の最大の収益源となっている「その他手数料」の内実について、ディスクロージャー誌を頼りに推測してみた。しかし、「有価証券業の統一経理基準」では、基本的な証券業務の対価以外の大部分を「その他手数料」や「その他業務収益」として計上し、その細目について開示する義務を課していないため、具体的な内容は不明である。

しかし、「その他手数料」がこれだけウェイトを高めてくると、その内容を理解できるようにしておかなければ、透明性向上という「開示」の意義が損なわれるだろう。個社のディスクロージャー誌をみても、「その他手数料」として計上される収益のうちで、比較的、共通性があるものが散見され、これらは小項目として括ることができるのではないだろうか。

たとえば、すでに触れたように「移転価格手数料」、「コーポレート・アドバイザー手数料」、「インベストメント・アドバイザー手数料」、「投信の代行手数料」などはかなりの金額になっているように思われ、これらを「その他手数料」の下に小項目として開示することも検討すべきだろう。

注

(1) 証券会社の事業年度は、法改正（二〇一四年五月）により二〇一四年四月以降、三月期決算の義務づけが撤廃、表記

も「三月期」から「年度」に変更された。ちなみに、「二〇一八年度」は従来の表記では「二〇一九年三月期」に相当する。なお、大半が三月期決算であるが、一二月期決算、一二月期決算も散見される。

- (2) 証券取引所の株式会社化に伴い、会員権は「株主権」と「取引参加権」に分かれたので、二〇一八年度については「取引参加者」とすべきだが、「会員」の名称を使われることが多いので、そのままにした。なお、ここでの「東証会員」とは東証の「総合取引参加者」を指している。したがって、東証でも先物取引単独の参加者や東証以外の取引所会員（地方証券取引所単独会員等）は「非会員」の中を含めている。

- (3) 手数料の形態をとらない収益は「その他業務収益」として計上される。そのウェイトは、二〇一八年度二・一%、非会員では一二・五%となっている。

- (4) かつては月刊誌『証券』に七月前後に掲載されていたが、現在は日本取引所グループのホームページで公表している。
- (5) 「疑似外国会社」とは、設立根拠を外国法に置くが、実質的には日本での業務が主である会社を指す。二〇〇六年の会社法改正により、日本での業務が継続できない（会社法第八二条一項）というリスクが生じたことが背景に挙げられる。もっとも、従来からの経緯に鑑みて「支店形態」での業務を直ちに継続でなくなるわけではないようである。

- (6) 二上「証券会社経営の時系列的分析」二〇一八年一月（日本証券業協会委託調査、<http://www.jsri.or.jp/publish/other/pdf/009a.pdf>）

（にかみ きよし・主席研究員）

ESG・SDGsとクラウドファンディング

～コーポレートガバナンスを中心に～

松尾 順介

はじめに

近年、ESGあるいはSDGsという用語が普及し、これに関連する取組も急速に広まっている。今やこれらの取組は、上場会社においては、一種のデフォルトとなっている感がある。これは、企業が社会的責任を果たして活動するという点で基本的に望ましいと言える。しかし、その反面では、ESG・SDGsを標榜すれば、その企業行動が正当化され、その内容が十分に吟味されているのか疑わしいものも含まれているように思われる。特に、最近ブームのように謳われている、ESG投資案件の中には、かつての証券会社の「シナリオ営業」を連想させる面もあるように思われる。

したがって、ESG・SDGsについて考える際には、観念的な理想論ではなく、その取組や内容を企業経営の立場から具体的かつ現実的に考察する必要がある。その際の基本的な問題関心は、以下のように整理できる。⁽¹⁾

第一に、ESG・SDGsは、企業経営の規範となりうるのかという点である。企業を「契約の束」と捉えたとき、ESG・SDGsもこれらの「束」に含まれるものでなければならぬ。しかしながら、ESG・SDGsとされる項目は、企業行動規範というには曖昧であり、ナイーブ過ぎるのではないか、という点である。

第二に、ESG・SDGsの取組は、企業経営にどのようなメリットをもたらすのかという点である。つまり、これらの取組には、どのようなインセンティブが企業に付与され、その取組が担保されるのかという点である。さらに言えば、ESG・SDGsの取組が企業経営の合理性を無視して進められるべきではないだろう。⁽²⁾

第三に、投資家や株主にとって、投資対象企業のESG・SDGsへの取組は、その投資リターンを向上させるものでなければならぬという点である。

なお、ESG・SDGsに関しては、上場会社を念頭においた議論が多く、非上場会社についてはやや等閑視されていたように見受けられるが、今後は非上場会社も議論の対象とすべきであろう。⁽³⁾

他方、すでに本誌で取り上げてきたように、世界的にクラウドファンディングの拡大傾向が見られる。クラウドファンディングには、寄付型、購入型、貸付型、投資型など、いくつかのタイプが存在するが、企業がESG・SDGsの取組を促進する際に、クラウドファンディングが様々な側面で寄与しているものと思われる。例えば、ESG・SDGsのうち、Eについては、風力、太陽光、小水力などの再生可能エネルギーファンド、Sについては、被災地支援、貧困削減、マイクロファイナンス、地域活性化プロジェクト、医療支援によるソーシャル・インパクトを目的とするファンドが挙げられる。⁽⁴⁾

そこで、本稿では、企業のESG・SDGsの取組とクラウドファンディングとの関係について、特に株式投資型クラウドファンディングとGとの関係を中心に考察する。

1 ESG・SDGsとは

近年、ESG・SDGsが普及している。

まず、ESGについては、その普及を促したきっかけは、二〇〇六年に国連責任投資原則：Principles for Responsible Investment（PRI）が導入され、これが一種のグローバル・スタンダードとされたことによるといわれる（図表1参照）。

なお、二〇一九年六月末時点で、二四五〇機関が署名しており、国・地域別では、米国四七五、英国・アイルランド四〇五、フランス二二三、オーストラリア・ニュージーランド一七二、カナダ一三〇、ベネルクス一七六、北欧二一六、南欧一一六、ドイツ・オーストリア・スイス二〇〇、アフリカ八〇、南米二二、日本七七、中国二八である。⁽⁵⁾ また、二〇〇六年以降の署名機関数の増加は、図表2の通りである。

また、同原則が国内的に注目される契機となったのが、二〇一五年九月、年金積立金管理運用独立行政法人（GPIF）による同原則への署名であるとされる。⁽⁶⁾ GPIFがESG投資の取組を強化する背景的要因として、以下が挙げられる。⁽⁷⁾

① GPIFは、資本市場全体に幅広く分散投資するユニバーサル・オーナーであると同時に、世代をまたぐ投資家でもある。

② GPIFが長期的かつ安定的に収益を得るためには、資本市場全体が持続的かつ安定的に成長する必要がある。

③ そのためには、環境問題や社会問題による資本市場への負の影響を削減する必要がある。

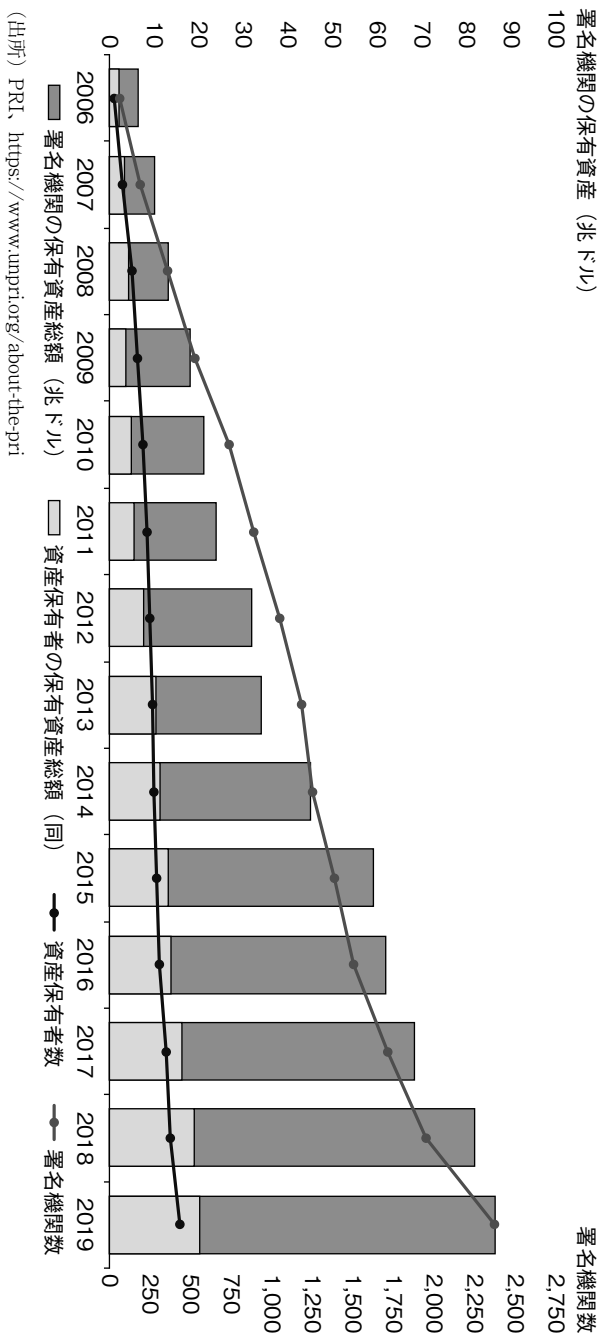
また、GPIFは、直接株式を保有せず、外部の運用会社に委託しているため、

図表1 PRI原則

- 1 私たちは投資分析と意思決定のプロセスにESG課題を組み込みます。
- 2 私たちは活動的な所有者となり、所有方針と所有習慣にESG問題を組入れます。
- 3 私たちは、投資対象の企業に対してESG課題についての適切な開示を求めます。
- 4 私たちは、資産運用業界において本原則が受け入れられ、実行に移されるよう働きかけを行います。
- 5 私たちは、本原則を実行する際の効果を高めるために、協働します。
- 6 私たちは、本原則の実行に関する活動状況や進捗状況に関して報告します。

（出所）国連PRI、<https://www.unpri.org/download?ac=6300>。

図表2 署名機関数の増加



委託先の金融機関に対して、ESGを考慮した投資を行うよう要請している。特に、二〇一五年三月、投資原則を下記のように定めている（二〇一七年一〇月、一部変更）。

さらに、GPIFは、ESG指数を採用し、これらの指数に連動したパッシブ運用を行うとともに、指数会社
にその採用基準の公開を求めている。それは、採用基準を公開することで個別企業の情報公開を促す効果がある

との趣旨である。⁽⁸⁾なお、GPIFの採用するESG指数は、図表4の通りである。

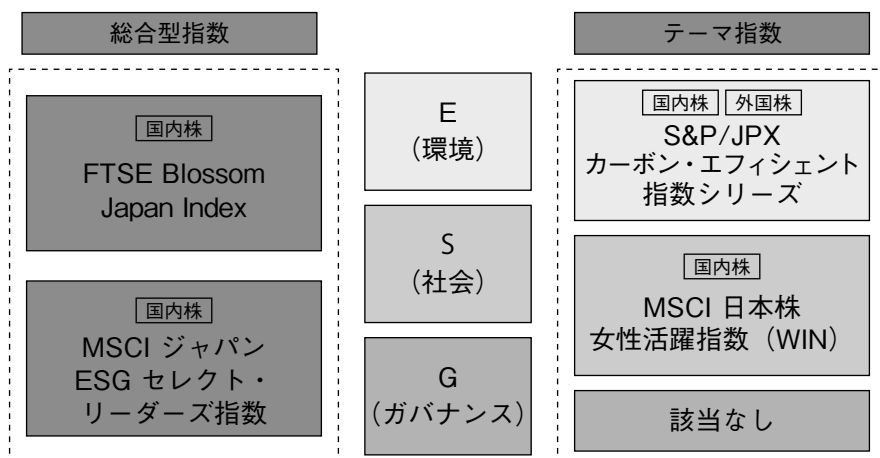
ただし、GPIFの採用指数について、G（ガバナンス）に対応する指数は、「該当なし」となっている。このことはガバナンスの状態を指数化することが容易ではないことを示唆しているように思われる。確かに、ガバナンスをめぐる論点は、多種多様であり、今年の株主公開議案からそのことがうかが

図表3 GPIFの投資原則

- (1) 年金事業の運営の安定に資するよう、専ら被保険者の利益のため、長期的な観点から、年金財政上必要な利回りを最低限のリスクで確保することを目標とする。
- (2) 資産、地域、時間等を分散して投資することを基本とし、短期的には市場価格の変動等はあるものの、長い投資期間を活かして、より安定的に、より効率的に収益を獲得し、併せて、年金給付に必要な流動性を確保する。
- (3) 基本ポートフォリオを策定し、資産全体、各資産クラス、各運用受託機関等のそれぞれの段階でリスク管理を行うとともに、パッシブ運用とアクティブ運用を併用し、資産クラスごとにベンチマーク収益率（市場平均収益率）を確保しつつ、収益を生み出す投資機会の発掘に努める。
- (4) スチュワードシップ責任を果たすような様々な活動（ESG（環境・社会・ガバナンス）を考慮した取り組みを含む。）を通じて被保険者のために中長期的な投資収益の拡大を図る。

（出所）GPIF「投資原則」、https://www.gpif.go.jp/about/philosophy/pdf/philosophy_03.pdf

図表4 GPIF採用ESG指数一覧



（出所）GPIF「採用ESG指数一覧」<https://www.gpif.go.jp/investment/esg/#c>

える。そこで、次節では、今年の株主総会議案のうち、ガバナンス関連で注目される議案を見てみよう。

2 最近のガバナンス関連議案

今年の株主総会では、株主提案を受けた企業が五四社と過去最多となった。⁽⁹⁾ このことは、投資ファンドなどの機関投資家の経営陣への厳しい姿勢を示すものとされる。⁽¹⁰⁾ また、今年の株主総会では、自社株買いなどの株主還元やガバナンス関連が目立ったと報じられているが、ガバナンスに関係するものとして、以下が挙げられる。⁽¹¹⁾

- ① 社外役員…社外取締役などの社外役員の選任について、グループ中核企業、取引金融機関、大株主企業からの派遣に反対票を投じられる事例が相次ぎ、棄権・無効を含めて反対票を集計すると、三〇%を上回る事例もあったことが報じられている。⁽¹²⁾ 例えば、フィデリティ投信の「議決権行使ガイドライン」では、「会社と社外取締役あるいは社外監査役候補との関係を精査し、当該候補者の独立性が不十分の場合、反対票を投ずる」としている。⁽¹³⁾ また、ブラックロックは、社外取締役選任について、「指名委員会等設置会社において、株主構成が分散している場合には、独立と認められる社外取締役が取締役全体の過半を占めることが望ましい。独立社外取締役の数が取締役総数の半数に満たなければ、社外取締役のうち独立と認められない者の選任に反対する」⁽¹⁴⁾ などとしている。

- ② 社長交代…日本経済新聞社の調査（対象は上場企業と非上場企業の大手）によると、二〇一九年一月～六月の主要企業の社長（頭取を含む）交代は、前年から七〇社増加し、七一〇社となったと報じている。⁽¹⁵⁾ ただし、交代した社長の平均年齢は、五六・九八歳であり、前年の五六・六二歳とほぼ変わらなかったようであるが、ここで興味深いのは、年齢別構成では、五〇歳代が四六・〇六%と前年比四・八八ポイント低下した半面、六

○歳代と四○歳代がそれぞれ三九・〇一%、一〇・八五%と増加しており、その要因として社長交代の背景として、業績安定・既定路線維持と事業変革・若返り志向との二極化があると指摘している。⁽¹⁶⁾

③ 個別開示・役員報酬についても、有価証券報告書における役員報酬虚偽記載の容疑による、日産のゴーン社長逮捕をきっかけに経営監視の目が厳しくなったことが報じられている。さらに、金融庁は、「企業内容等の開示に関する内閣府令」を改正（二〇一九年一月三一日付）し、建設的な対話の促進に向けた情報提供の一つとして、「役員の報酬について、報酬プログラムの説明（業績連動報酬に関する情報や役職ごとの方針等）、プログラムに基づく報酬実績等の記載」を求めることとした。ただし、開示対象は、提出会社の役員としての報酬等（「連結報酬」）の総額が一億円以上である者に限ることができるとされている。⁽¹⁷⁾ その結果、開示該当者は五五七名（二七三社）であり、役員報酬の基準や算定式を公表する企業も現れ、さらに報酬決定までのプロセスを収集通知に記載した企業の割合は、日経二二五銘柄の六一%（前年五一%）であったことが報じられている。⁽¹⁸⁾

④ クローバック（clawback：回収、返還）条項：この条項で注目されたのは、武田製薬の株主総会において、同条項の株主提案が五二%の賛成を集めたことであろう。ただし、同社の当該議案は、定款変更を要する案件であり、特別決議が必要であったため否決された。一般的に、クローバック条項は、何らかの経営判断ミスを経営陣とした損失発生、業績の下方修正、あるいは経営陣による不正行為の発覚などが生じた場合、当該経営陣に対して在任中の報酬の返還ないし減額を求める条項とされ、すでに日本企業でも導入事例があり、米国では、金融関係を中心に導入例が相次ぎ、二〇一七年時点では製造業の九一%が導入しているとされ、⁽¹⁹⁾ 英国のコーポレート・ガバナンス・コードにも採用されている。⁽²⁰⁾ なお、同社の議案は、「業績連動型報酬において報酬額算

定の基礎となる業績指標等の数値が誤っていた場合または長期インセンティブプラン（株式報酬）において、株価が誤った情報を反映して不当に高くなったために報酬額もそれに比例して高くなった場合（例えば、過去の過大投資の減損損失が出たり、過年度決算の修正が起きたりした場合等）には、正しい指標等に基づいて報酬額を算定し直し、差額の報酬を会社に戻還または減額（もしくは不支給）させるものとし、その内容の詳細については、内規にて規定し、各取締役と会社間の委任契約書へ記載するものとする」（第八号議案⁽²¹⁾）ものである。総会では、当該議案は否決されたものの、同社は同条項の内規としての導入を検討していると思われる。⁽²²⁾

⑤ 企業防衛策・株式持ち合い・買収防衛策導入会社数が年々減少しており、対前年三四社減となり、三四二社（五月二二日現在）であったことが報じられている。⁽²³⁾ この要因の一つとして、金融庁が二〇一四年に策定した「スチュワードシップ・コード」の影響があるとともに、資産運用会社のガイドラインでも取り上げられていることが指摘できる。また、政策保有株式の見直しについても、前述の金融庁の府令改正において、「保有の合理性の検証方法等について開示を求めるとともに、個別開示の対象となる銘柄数を現状の三〇銘柄から六〇銘柄に拡大」したことが影響していると考えられる。⁽²⁴⁾

なお、総会議案としては目立ったものではないが、女性役員比率についても触れておく必要がある。上田（二〇一八）によると、取締役会の女性比率は、フランス三九・八％、イタリア三二・二％、英国二七・七％、カナダ二六・六％、ドイツ二六・〇％、米国一七・九％などに対して、日本三・七％である。⁽²⁵⁾ なお、商工リサーチによると、二〇一九年三月決算上場企業二三一六社の総役員数二万六六六四人のうち、女性役員は二三一九人（四・九％、前年比一・一ポイント増）であるとともに、女性役員ゼロは、一三三六社（五七・六％）であった。⁽²⁶⁾ 女性

役員の増加は、ESG投資などの観点からも重要な課題であるとともに、人材育成プールの拡大が必要であることが指摘されている。⁽²⁷⁾さらに、江川（二〇一七）は、女性の社外取締役は、多様性の向上を通じて、ガバナンス改善に貢献していることを指摘している。⁽²⁸⁾

ところで、上記のようなガバナンス上の課題は、もっぱら上場企業もしくは一部の大手非上場企業を中心に論じられており、非上場企業は等閑視されているように思われる。しかし、非上場企業においてもESGは重要な課題であり、ガバナンスについても、所有と経営が一定程度分離すると、この課題の重要性が高まるものと考えられる。そこで、以下、株式投資型クラウドファンディングを取り上げ、ガバナンスの重要性について検討する。

3 株式投資型クラウドファンディングの成長

国内における株式投資型クラウドファンディングのプラットフォームについては、二〇一六年一〇月、日本クラウドキャピタルが、日本で第一号となる第一種少額電子募集取扱業の登録承認を受け、二〇一六年十二月、「FUNDDINNO」という名称のプラットフォームで投資家登録申請の受付を開始した。さらに、二〇一七年七月、DANベンチャーキャピタルが第一種少額電子募集取扱業の登録を終え、二〇一七年九月から「GoAngel」という名称のプラットフォームを開設した。さらに、同年九月、エメラダ株式会社が第一種少額電子募集取扱業者に登録完了し、「エメラダ・エクイティ」というプラットフォームでの取組を開始した。なお、エメラダ・エクイティは、エメラダ型新株予約権というスキームを使った、株式投資型クラウドファンディングを導入している。したがって、現在三つのプラットフォームが稼働している。

二〇一九年七月二六日時点における、三つのプラットフォームの実績は、

- ① FUND INNO：累計成約額二億七三四八万円、ユーザー数一万七三二四人、累計成約数六〇件
- ② GoAngel：累計成約数一億一二三〇万円、累計成約数八件
- ③ EMERADA EQUITY：累計成約額三億一四〇五万円、応募者数一四一五人、累計成約数九件⁽²⁹⁾となっている。

これらのプラットフォームでの募集案件については、日本証券業協会が月次及び年次ベースで集計結果を公表している。この集計結果をまとめたものが、図表5である。これによると、株式型については、第一号案件の募集開始日（二〇一七年四月二四日）以降、二〇一九年六月一日公表時点までに、六三件、総額二億三九六八万五〇〇〇円の資金調達を達成している。年次の推移をみると、二〇一七年一七件（募集件数一七件）、四億七二七四万円、二〇一八年三五件（同五一件）、一二億七五四万五〇〇〇円、二〇一九年六月末時点で一一件（同一六件）三億九一五〇万円となっている。他方、新株予約権型は、二〇一七年一件（同一件）、四二〇〇万円、二〇一八年七件（同八件）、一一億三三二万四〇〇〇円、二〇一九年六月末ゼロ件であり、この間の総計は、八件一一億四五三二万四〇〇〇円である。なお、両者を合計すると、七一件、一三億七六六三万五〇〇〇円である。

なお、一件当たりの平均調達金額は、三三四七万三七三二円となっている。つまり、投資型クラウドファンディング規制による上限額は一億円と定められているが、大半の案件は、それをかなり下回る募集金額となっている。また、申込期間の日数を見ると、最短一日である反面、最長は二ヶ月超となっており、かなりばらつきがあることがわかる。特に、一日で目標金額を達成した事例は、いわゆる瞬間蒸発を意味しており、その投資家属性に関心をもたれるところである。

当初、株式投資型クラウドファンディングについては、非上場企業の株式発行ニーズがどの程度あるのか、あ

るいはこれらの企業の株式に対する投資ニーズがどの程度あるのかという点から、案件数が積みあがるかどうか、疑問視する向きもあったが、案件数や募集金額などの点で、結果的には好調に推移しているといえる。

なお、最近、株式投資型クラウドファンディングの新プラットフォーム設立の動きがある。

そのひとつは、大和証券グループの動きであり、同社の公表資料によると、同グループの子会社Fintertech（フィインターテック）株式会社が株式投資型クラウドファンディングへの参入を目指すイークラウド株式会社へ出資した。なお、出資の目的としては、「スタートアップ企業による資金調達の新たなチャネルの創出・拡大と、個人投資家がインターネットを通じて誰でも簡単に非上場のスタートアップ企業などの株主になることのできる環境の構築」を目指すとしている⁽³⁰⁾。

もうひとつの動きとしては、ユニバーサルバンク株式会社による参入が挙げられる。同社は、二〇一五年五月、東京都港区に設立され、「挑戦者にお金が流れる仕組みを創

図表5 株式投資型クラウドファンディングの推移

株式型							
年	取扱件数（単位：件）		目標募集額（単位：円）		新規発行 株式数 （単位：株）	募集価格の 総額 （単位：円）	発行価額の 総額 （単位：円）
		うち成立 案件		うち成立 案件			
2017	17	17	325,780,000	325,780,000	9,620,696	477,975,000	472,740,000
2018	51	35	1,103,324,000	709,920,000	3,170,709	1,279,605,000	1,275,445,000
2019 （6月末現在）	16	11	288,080,000	203,000,000	767,411	391,500,000	391,500,000
新株予約権型							
年	取扱件数（単位：件）		目標募集額（単位：円）		新規発行新株 予約権個数 （単位：個）	募集価格の 総額 （単位：円）	発行価額の 総額 （単位：円）
		うち成立 案件		うち成立 案件			
2017	1	1	42,000,000	42,000,000	600	42,000,000	42,000,000
2018	8	7	244,930,000	194,950,000	2,785	194,950,000	194,950,000
2019 （6月現在）	—	—	—	—	—	—	—

（出所）日本証券業協会「株式投資型クラウドファンディングの統計情報・取扱状況」

http://www.jsda.or.jp/shiryoshitsu/toukei/kabucrowdfunding/index.html?_ga=2.116519567.861250828.1564880765-132529215.1415842793（2019年8月4日アクセス）

る」をミッションとしており、事業として、投資型クラウドファンディングサービスの運営（第一種少額電子募集取扱業）を行い、投資型クラウドファンディング・プラットフォーム「Angelbank（エンジェルバンク）」（第一種少額電子募集取扱業者）の開発を進めている。

このような新プラットフォームの設立によって、株式投資型クラウドファンディングの市場構造や競争の在り方にどのような影響が生じるのか、注目される。

4 株式投資型クラウドファンディングと非上場企業のカバナンス向上

株式投資型クラウドファンディングは、非上場企業の資金調達手段であるだけでなく、「集合知」を結集する手法としての可能性が指摘できる⁽³¹⁾。ここでいう集合知とは、「広義には、生命体の群れのなかに宿る知」といわれるが、狭義では「人々の『衆知』、とくにインターネットを利用して見ず知らずの他人同士が知恵を出し合って構築する知」とされる⁽³²⁾。ただし、ここで「集合知」として指摘したのは、いわゆる「目利き力」という点である。つまり、従来、ベンチャー企業の成長可能性の識別は、それぞれの専門的な学識や知見を有した専門家の役割と考えられてきた。特に、ハイテク系の専門技術に関しては、高度な専門性が必要とされ、クラウドファンディングの投資家のような一般の個人は、識別能力がないと考えられた。ところが、「集合知」という概念を適用すれば、ベンチャー育成において、当該企業の成長性や市場性に関する識別あるいは選別能力、いわば「目利き力」をクラウドファンディングが発揮する可能性が考えられる。つまり、専門家による識別・選別よりも、ネット上の集合的な識別・選別のほうがより正確な判断を下すことができるという可能性である。最近、購入型クラウドファンディングを新商品のマーケティングとして利用する、つまりクラウドファンディングでの資金調達を新商

品の市場性の目安とするような利用が見られる。これを投資型クラウドファンディングに当てはめると、投資型クラウドファンディングは、企業自体あるいはビジネスモデルそのものを対象としたマーケティングであり、ここには集合知が表現されているという見方もできる。ただし、このような可能性が発揮されるためには、下記の課題もある。

① 現状では、投資型クラウドファンディングは、通常のIPO投資に参加できなかった投資家層が流入しているだけに過ぎないという見方もできるため、必ずしも集合知を表現するものではないという見方もできる。

② 一部の投資家の発言や情報発信が、他の投資家の投資判断に影響を及ぼす場合には、集合知による選別は機能しにくくなる。⁽³³⁾

③ 資金調達者やプラットフォーム運営会社によって、意図的な情報操作を適切に規制する必要がある。⁽³⁴⁾

さらに、集合知は専門知を上回る優位性を持つのか、集合知には衆愚に陥る危険性はないのか、集合知をどのように実現するのか等々、集合知をめぐる理論的な深化が必要と思われるが、以下の点において、株式投資型クラウドファンディングによる資金調達企業にとって、ガバナンス向上に資する可能性があると思われる。

まず、株式投資型クラウドファンディングによる資金調達企業にインタビュー調査を行ったところ、クラウドファンディングの投資家は、知人・取引先・縁故者など、旧知の人間関係である場合が多いという会社が少なくなかった。しかし、ここで興味深い点は、次のような発言である。⁽³⁵⁾

「従来は大株主一名のほか家族で株式を所有しており、同族経営であったが、今回約三〇名の株主が新しく加わった。これら株主は友人、知人、取引先などである。このような方々は旧知の関係であるが、株主という立場になったことで、立場が変化し、当社経営について厳しい意見も出るようになった。これは負担増という面もあ

るが、従来のような独断での経営判断が許されなくなり、説明責任や経営の透明性が問われるようになった。」

「新規の株主を得たことで、『公開会社』という意識が強まった。今までは、身内が株主であったため、『自分の会社』という意識が強かったが、株式投資型クラウドファンディングを行ったことで、その意識が払拭された。これは経営陣だけでなく、会社全体として意識の変化が見られた。」

「企業経営について『透明度』を重視するようになった。取引先の選定なども、株主に対する説明責任を意識するようになった。」

これらの発言をもって株式投資型クラウドファンディング企業全体に一般化することはできないが、これらの発言は、ガバナンスの在り方に関して経営者の意識の変化があったことを示しており、ガバナンス向上の可能性が示唆される。

他方、インタビュー調査によって、株式投資型クラウドファンディング企業の経営者たちは、自社のIPOを目指すとともに、株主もその期待を有すると見ていることも示唆された。⁽³⁶⁾特に、新株予約権型の場合、投資家はIPOによって利益を獲得できるため、その期待感⁽³⁷⁾は当然のものといえる。また、以下の発言は、株式投資型クラウドファンディング企業の経営者がIPOに積極的に取り組んでいることを示唆している。

「株式投資型クラウドファンディングを選択したのは、資金調達よりもIR面を考慮した。……取引先に株主となってもらうことによって、IRを通じた情報開示を行うことができるようになり、これが信頼感の向上につながる」と判断した。」

「株式投資型クラウドファンディングを実施したことで、……今後の取引所上場に向けたステップとして、会社の組織体制や事業計画等を見直す良い機会となった。」

このような発言も、一般化することはできないが、株式投資型クラウドファンディング企業のなかには、当初からIPOに向けた取組を行っている企業が含まれていることが明らかとなり、この点でもガバナンス向上に資するものと思われる。

まとめ

本稿では、今やESG・SDGsが企業経営のデフォルトとなっていることを踏まえた上で、ガバナンスの在り方に大きな変化が現れていることを概観した。その一方で、非上場企業にとって、株式投資型クラウドファンディングがガバナンス向上に資する可能性を示唆した。ただし、株式投資型クラウドファンディングの導入以降の期間が短いため、それを判断するには時期尚早であろう。また、ガバナンスの向上を客観的に測定することは難しく、非上場企業の場合、情報量が限定的であるため、さらに困難である。しかし、非上場株式市場にポテンシャルがあるとすれば、非上場企業のガバナンス向上が要求されることになる。

注

(1) この整理については、大杉(二〇一九)一五五頁、に依拠している。

(2) 前掲、大杉(二〇一九)は、ESG・SDGsの取組は、企業経営にとつての合理性という視点を無視してまでも推進すべきものではなく、政治ルートや公的規制で実現されるべき課題もあることを指摘している。ただし、どのような課題が企業レベルでのESG・SDGs取組によって解決され、どのような課題が公的規制によるべきなのかについては、必ずしも明確でない。

- (3) 非上場会社のESG・SDGsに関しても考察の対象とすべき理由としては、以下が挙げられる。①わが国において、圧倒的多数は非上場会社であること、②米国の非上場株式市場が拡大していること、③アジアや欧州でも非上場株式市場あるいはそれに類似する市場が存在していること、などである。ただし、上場会社と非上場会社では、ステークホルダーからの圧力が著しく異なり、同列に論じることはいかなる。また、非上場の中小企業やベンチャー企業については、入手可能なデータが乏しく、初歩的な調査から着手する必要がある。
- (4) 最近、いわゆるソーシャル・インパクト・ボンドがクラウドファンディングで資金調達されている。
- (5) PRI, PRI update Q3 2019, <https://www.unpri.org/download?ac=6567> (二〇一九年八月一日、アクセス)
- (6) 河口(二〇一五)、参照。
- (7) GPIF「GPIFのESG投資への取り組み」<https://www.gpif.go.jp/investment/esg/#a> (二〇一九年八月二日、アクセス)
- (8) 前掲、<https://www.gpif.go.jp/investment/esg/#c> (同)
- (9) 「株主提案、最多五四社に、企業統治や株主還元問う、ファンド目立つ(株主総会二〇一九)」『日本経済新聞』二〇一九年六月八日、朝刊、二頁。なお、この集計は、アイ・アールジャパンのデータに基づいて、同新聞社が三月期決算企業の株主提案数を集計したものとされている。なお、この記事では、株主から議案の提案を受けた企業数は、七日時点で五四社となり、二〇一八年の四二社を一二社上回ったと報じている。
- (10) 前掲、参照。なお、同記事では、アメリカの資産運用会社ファットリ・パートナーズやウルグアイの投資ファンド、ホライゾン・キャピタル・マネジメントなど七社が一二企業に提案していると報じている。
- (11) 前掲、参照。

- (12) 「社外役員、取引先出身や低出席率で三割超える反対―検証株主総会二〇一九（上）」『日本経済新聞電子版』二〇一九年七月九日、参照。
- (13) フィデリティ投信株式会社ＨＰ「議決権行使ガイドライン」
<https://www.fidelity.co.jp/about-fidelity/policies/investment/governance>
- (14) ブラックロックＨＰ「議決権行使に関するガイドライン（日本株式）」
<https://www.blackrock.com/corporate/literature/publication/blki-proxy-voting-guideline-jp-ja.pdf>
- (15) 「上期社長交代 本社調査 七年ぶり七〇〇社超える」『日本経済新聞』朝刊、二〇一九年七月二五日、一四面、参照。
- (16) 前掲、参照。
- (17) 金融庁「企業内容等の開示に関する内閣府令」、参照。https://www.fsa.go.jp/news/30/sonota/20181102_2/01.pdf（二〇一九年八月三日アクセス）
- (18) 「検証株主総会二〇一九（中）役員報酬、監視厳しく―強まる個別開示の圧力」『日本経済新聞』朝刊、二〇一九年七月一〇日、一五面、参照。
- (19) 「武田への提案、注目呼ぶ、取締役の報酬返還、クローバック条項、米製造業九割導入（株主総会二〇一九）」『日本経済新聞』朝刊、二〇一九年六月六日、一七頁、参照。
- (20) 上田（二〇一八）によると、当該条項は「不遵守の多い項目」の六位に挙げられている。二六頁、参照。
- (21) 武田製薬ＨＰ「第一四三回定時株主総会招集の通知」、二八頁、参照。
https://www.takeda.com/siteassets/jp/home/investors/report/shareholders-meetings/sm_143_01_jp.pdf（二〇一九年八月三日アクセス）

(22) 「不正時の報酬返還提案に過半の賛成、武田、統治に厳しい目。」『日本経済新聞』朝刊二〇一九年七月三日、一三頁、参照。

(23) 「買収防衛策廃止相次ぐ」『日本経済新聞』朝刊、二〇一九年五月二日、一五面、参照。

(24) 先日、アクティビストとされる投資ファンドに対して、投資先の選別についてインタビュー調査を行った際、ガバナンスの悪い会社をターゲットとしており、その基準として買収防衛策導入が挙げられるとの回答を得た。ここでは、買収防衛策は、アクティビストの「呼び水」という役割を担っているようである。

(25) 前掲、上田（二〇一八）三一頁、参照。

(26) 商工リサーチ「二〇一九年三月期決算上場企業二三一六社「女性役員比率」調査」、参照。
https://www.isr-net.co.jp/news/analysis/20190801_03.html

(27) 菅原（二〇一九）、参照。

(28) 江川（二〇一七）、四八頁、参照。

(29) 各社HPによる（二〇一九年七月二六日アクセス）。

(30) 株式会社大和証券グループ本社など「大和証券グループ本社の一〇〇％子会社であるFintertechが株式投資型クラウドファンディングへの参入を目指すイークラウドへ出資」

http://www.daiwa-grp.jp/data/attach/2653_148_20181121a.pdf（二〇一九年八月四日アクセス）

(31) 拙稿（二〇一七）、七二頁。

(32) 西垣通（二〇一三）、一九～二〇頁。

(33) 松尾健一（二〇一八）、六～七頁。

- (34) この点について、拙稿(二〇一五)、一五～一六頁、において、英国の規制当局のレポートを紹介している。
- (35) 拙稿(二〇一八a)、二九～三三頁。
- (36) 拙稿(二〇一七)、六七～七〇頁。
- (37) 拙稿(二〇一八b)、三六～三八頁。

参考文献

- ・秋山をね〓大崎貞和〓神作裕之〓野村修也(司会)(二〇〇四)「座談会 いまなぜCSRなのか」『法律時報』七六卷一二号、通巻九五〇号、四～二六頁
- ・上田亮子「英国コーポレートガバナンス・コード改訂と日本への示唆」『月刊資本市場』二〇一八年七月、No. 三九五、二四～三四頁
- ・江川雅子「社外取締役の役割―取締役会改革、女性社外取締役の現状分析―」『証券経済研究』第一〇〇号、二〇一七年二月、三七～五四頁
- ・NPO法人 日本サステナブル投資フォーラム(二〇一八)「日本サステナブル投資白書 二〇一七」(同フォーラムのウェブサイト <https://www.jsi.jp/net/wp/> で一部閲覧可能)
- ・江良明嗣(二〇一七)「世界最大の運用受託機関が実践するESG投資戦略…事業に直結するESG情報は、企業の長期的な価値評価において重要な要素」『金融財政事情』六八巻二七号、通号三三二二号、二二～二六頁
- ・大杉謙一(二〇一九)「ESG経営・ESG投資の現状と仮説…日本と欧米」『ディスクロージャー&IR』第九巻、一五五～一六八頁

- ・大杉謙一（二〇一〇）「会社法と金融規制等との関係」『法律時報』八二巻一二号、通号一〇二八号、五一～五六頁。
- ・大杉謙一（二〇一四）「会社は誰のものか」飯田秀総ほか編『商事法の新しい礎石』（有斐閣）、一～三六頁
- ・大杉謙一（二〇二二）「書評『株主主権を超えて…ステークホルダー型企業の理論と実証』（広田真一著、東洋経済新報社）」『証券経済研究』第八〇号、九七～一〇九頁
- ・尾関幸美（二〇一七）「変容し続けるESG投資の現在地」『ビジネス法務』一七巻一二号、一四四～一四八頁
- ・加藤康之（編著）（二〇一八）『ESG投資の研究』（一灯舎）
- ・河口真理子（二〇一五）「GPIFの国連責任投資原則（PRI）署名のインパクト」（コラム）大和総研グループ、https://www.dir.co.jp/report/column/20151002_010176.html
- ・河口真理子（二〇一七）「ESG投資は一過性のブームなのか？」『大和総研調査季報』第二八巻、二〇一七年秋季号、四～九頁
- ・KPMGジャパン（二〇一九）「日本企業の統合報告書に関する調査 二〇一八」
<https://home.kpmg/jp/ja/home/insights/2019/03/integrated-reporting.html>（二〇一九年八月四日アクセス）
- ・菅原佑香「内部昇進の女性役員が多い業種はどこか」『DIR』（大和総研）、二〇一九年一月二八日、一～七頁
- ・高柳彰夫・大橋正明（二〇一八）『SDGsを学ぶ』（法律文化社）、一～二九四頁
- ・中神康議（二〇一七）「投資される経営、売買される経営」『旬刊商事法務』、二二三六号、三四～四一頁
- ・松井智代（二〇一九）「労働法と会社法…雇用・役務提供契約と会社経営者のリスク認識」論究『ジュリスト』二八（二〇一九年冬）号、四三～四九頁
- ・松尾健一（二〇一八）「株式投資型クラウドファンディングのビジネスモデルと規制の方向性」（日本証券業協会、第二期JS

D A キヤピタルマーケットフォーラム第五回、二〇一八年二月二八日発表論文)、一〇一四頁

<http://www.jsda.or.jp/about/natsuorobun.pdf>

・松尾順介「ファンドスキームの様々な取り組み―地域・環境再生との関連を中心に―」、「桃山学院大学総合研究所紀要」第三卷第三号、二〇一一年三月、九一―一二〇頁

・松尾順介(二〇一五)「英国の投資型クラウドファンディング規制」『証研レポート』一六九二号、二〇一五年一〇月、一〇〇―一二頁

・松尾順介「投資型クラウドファンディングとベンチャー育成」『証券経済研究』第一〇〇号、二〇一七年一二月、五五―七四頁

・松尾順介(二〇一八a)「日本におけるクラウドSAFEの試み」『証研レポート』一七〇七号、二〇一八年二月、二八―四九頁

・松尾順介(二〇一八b)「拡大する国内株式投資型クラウドファンディング」『証研レポート』一七〇七号、二〇一八年四月、一一―三六頁

・柳良平＝半澤智(二〇一九)「日本企業の価値は二倍にできる」『日経ESG』二〇一九年四月号、一〇―一一頁

・Aswath Damodaran (1999?) "Value Creation and Enhancement: Back to the Future," NYU Working Paper No. FIN-99-018, available at: https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1297053 and <http://people.stern.nyu.edu/adamodar/pdfiles/papers/valcre.pdf> (おおよそ一九九九年に公表されたもの)。

・Amir Amel-Zadeh & George Serafeim (2017) "Why and How Investors Use ESG Information: Evidence from a Global Survey," at <https://papers.ssrn.com/abstract=2925310> (July 2017).

- ・ Manapon Linkiangkrai, Szekee Koh and Robert B. Durand (2017) "Environmental, Social, and Governance (ESG) Profiles, Stock Returns, and Financial Policy: Australian Evidence," International Review of Finance, 17.3, 2017: pp. 461-471.

(まつお じゅんすけ・客員研究員)

レバ・ローンは第二のサブプライムか？

伊豆 久

はじめに

世界的な金融緩和が長期化するなか、米国のレバレッジド・ローンの拡大を懸念する声が広がっている。イエレン前FRB議長は、昨年一〇月英紙とのインタビューに答えて「レバレッジド・ローン関連のシステムミック・リスクを心配している」と述べ、各国金融当局も、昨秋から相次いで、この問題に言及している（文末の参考文献参照）。もちろん他方では、リーマン・ショック時との多くの違いを指摘し、それらは杞憂に過ぎないとの見方もある。

レバレッジド・ローンをめぐる論点を整理してみよう。

1 レバ・ローンの定義

はじめに、言葉の意味を確認しておこう。レバレッジド・ローン（Leveraged Loan：以下、レバ・ローン）とは、「債務比率の高い企業等に対する、シンジケート・ローン形式の貸付」を指す。

債務比率が高い（ $\neq$ 高リスクである）とは、具体的には、投機的格付け（BB+以下）あるいは発行利回りがLIBOR+一二五bp以上であることなどを指す。またシンジケート・ローン形式に限定されているため、銀行からの相対での貸付は含まないのが一般的である。代表的なものはLBO（レバレッジド・バイアウト：買収

先の資産等を担保とする資金調達によるM & A)の際の借り入れであるが、それに限らず、広く高リスク先への、流通市場を備えた貸付を指す。

したがって、その経済的機能はハイイールド債(ジャンク債)ときわめてよく似ているが、ハイイールド債が証券であり証券規制に服する必要があるのに対してレバ・ローンにはその必要がないこと、固定利回りのハイイールド債に対して変動利回りであること、などの違いがある。

ただし、その定義は必ずしも統一されておらず、金融データ会社や当局によって、格付けや対LIBORのスプレッドなどで多少のバラツキがある。その結果、例えば二〇一八年末の世界全体の市場残高を、S & Pは一・三兆ドルとしているのに対して、イングランド銀行は広義に解釈して二・二兆ドルと推計している(BOE文獻④ p. 47)。したがって、以下のグラフ等で紹介する数値は、出所が異なると相互に対照可能でない場合があるが、市場の傾向や特徴に関してはいずれにも共通するものである。

2 レバ・ローンと米国企業債務の増大

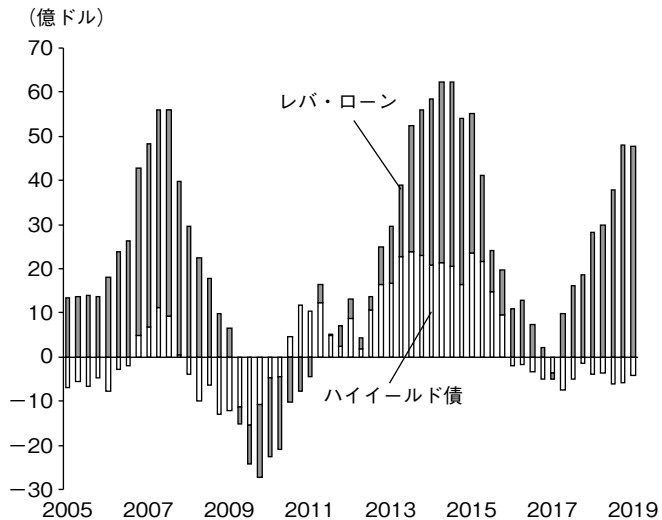
最近の市場規模の推移を見てみよう。

図1は、米国におけるレバ・ローンとハイイールド債の純発行額(＝発行額－償還額)の推移を示したものである。レバ・ローンは、①二〇〇五～〇七年(リーマン・ショック前)、②二〇一三～一四年に続いて、③二〇一七年以降、純発行額の拡大が続いていること、対照的に、ハイイールド債の額は小さく、最近ではネットではマイナスつまり償還超過の状態にあることがわかる。

図1が、米国でのフロー(純発行額)を見たものであるのに対して、図2は欧州を加えて、残高を示している。

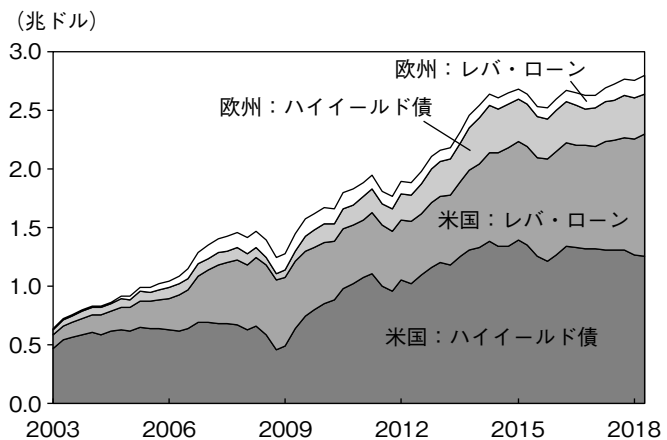
ここからは、①発行体のほとんどは米国企業で、欧州の規模は小さいこと、②図1で見たフローではレバ・ローンがハイイールド債を上回っているものの、残高では後者が大きく（つまり後者のほうが満期が長い）、③とはいえここ数年、レバ・ローンの拡大が続き、ハイイールド債は減少していることがわかる。そして、そうした特徴はリーマン・ショック前の二〇〇六年―二〇〇八年にも見られたものである⁽²⁾。

図1 米国のレバレッジド・ローンとハイイールド債（純発行額）



(注) 2005年第1四半期から2019年第1四半期まで。四半期ベース。
(出所) FRB(文献③), p. 19, Figure 2.4. (元データにもとづき、一部、表示方法等を変更している。以下すべての図について同じ)。

図2 レバレッジド・ローンとハイイールド債（残高）



(注) 2003年第1四半期から2018年第2四半期まで。四半期ベース。
(出所) BIS(文献⑥), p. 10, Graph A.

こうしたレバ・ローンの拡大は、米国企業全体の債務比率の増大と同時に生じている。図3は、米国の民間部門（企業と家計）の債務（対GDP比）の推移をみたものであるが、家計部門（その大半は住宅ローン）の債務は、リーマン・ショック以降減少しているのに対して、企業の債務は歴史的な高水準となっている。

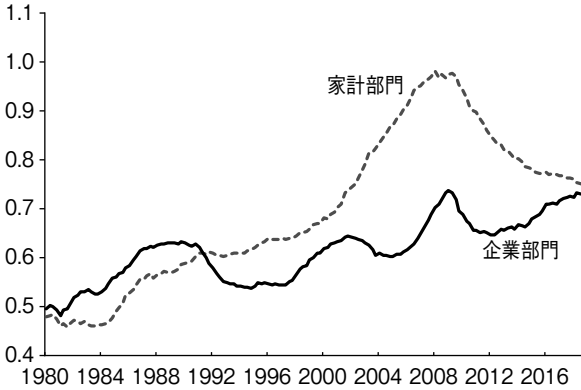
図4は、その企業債務をバランスシート上の債務比率で見ただものであるが、投機的格付けの企業で見ても、（投資適格を含む）全企業で見ても、リーマン・ショック前を上回っている。

つまり、こうしたレバ・ローンの

急拡大に代表される米国企業債務の増大、これが、かつてのサブプライム・ローンのように、世界的な金融危機を招くのではないか、それが心配されているのである。

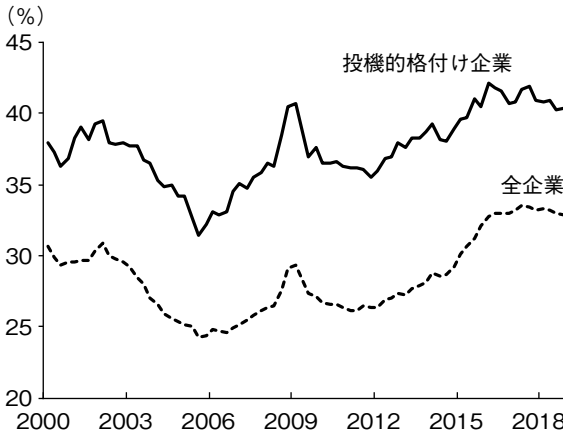
しかも、レバ・

図3 米国の民間部門の債務（対GDP比）



(注) 1980年第1四半期から2018年第4四半期まで。四半期ベース。
(出所) FRB(文献③), p. 18, Figure 2.2.

図4 米国企業の債務比率



(注) 上場企業（金融を除く）の総資産に対する債務の比率。2000年1四半期から2018年第4四半期まで。四半期ベース。
(出所) FRB(文献③), p. 21, Figure 2.7.

ローンによって調達した資金のほとんどは、新たな技術開発や設備投資に使われているというわけではない。資金の使い道を示した図5を見ると、借り換えの比率が高く、またLBOを含むM&Aが過半を占めていることがわかる。LBO等のM&Aはリーマン・ショック前も多かったが、一旦低下したのち、最近また上昇傾向にある。配当や自社株買いなどの株主還元のための借り入れも一定のシェアを占めているが、設備投資も含む「その他」の比率は非常に低いのである。

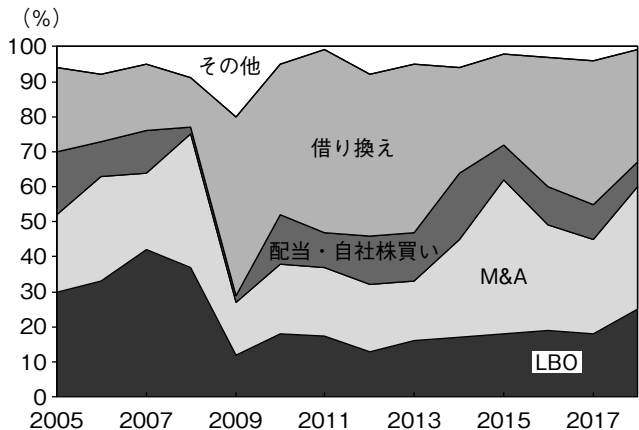
こうしたM&Aが、マクロ的にも効率を高める企業再編であれば、レバ・ローンというリスクの高い貸し出しも前向きなものと言えるが、マネーゲーム的色彩が強くなると、企業業績の悪化や金利の上昇といった局面を迎えた時、その社会的コストは非常に大きなものになってしまう。

3 市場拡大の背景と投資家層

ではレバ・ローンは、なぜ急速に拡大しているのだろうか。

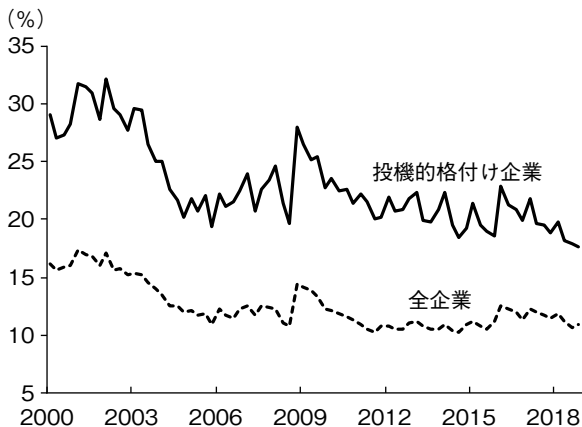
その最大の原因は、言うまでもなく世界的な超低金利の長期化である。世界中の機関投資家が、わずかでも利回りの高い商品を探し求め、その結果、リスクの高い発行体も巨額の資金を調達できているのである。実際、図

図5 レバ・ローン資金の使途



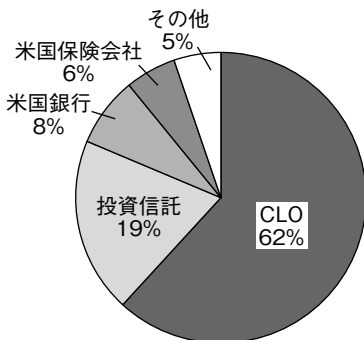
(出所) IMF(文献⑦), p. 20, Figure 1.13.3.

図6 米国企業の金利コスト



(注) 上場企業（金融を除く）の支払金利（対EBITDA）。2000年第1四半期から2018年第4四半期まで。四半期ベース。
(出所) FRB(文献③), p. 21, Figure 2.8.

図7 レバ・ローンの保有者



(注) 2018年第4四半期時点（総額1兆1,470億ドル）。
「その他」：外国投資家、年金等。
(出所) FRB(文献②), Figure 4.

6が示すように投機的格付け企業の金利コストは低下傾向を続けている。さらに二〇一五年一二月から米国が利上げに転じたことが、レバ・ローンの急増をもたらした。金利先高観の強まりが、変動金利商品であるレバ・ローンの魅力を高めたのである。⁽³⁾では、こうしたレバ・ローンに資金を投じているのはどのような投資家だろうか。米国のレバ・ローンへの投資家を分類した図7を見ると、その六二%をCLO (Collateralized Loan Obligation) が占め、投資信託、米銀

と続くことがわかる。

CLOとは、CLOマネジャーが、買い集めたレバ・ローンを裏付け資産として発行する証券化商品のことである。多数のローンを買い集めることで大数の法則を活かすと同時に、ハリスクは最低（＝返済優先順位が最高）であるが利回りも最低であるAAAである。ハリスクが最高である代わりに利回りも最高であるエクイティVで、リスクとリターンを組み合わせが異なる「トラ

ンシエ」を発行することで、リスク許容度の異なる投資家を引き寄せられる。

図8は、そのトランシエ別の投資家層を示したものである。リスクの高いエクイティ部分にはヘッジファンド等が、リスクの低いAAA部分には銀行や保険が多いことがわかる。

△長期化した低金利環境の下でリスクの高い発行体への資金供給が拡大し、それが証券化されることで世界中の投資家から資金を集めているV・・・これだけを見ると、サブプライム・ローンの時とまるで同じことが起こっているようであるが、では、当時とは何が異なっているかが同じなのか、比較してみよう。

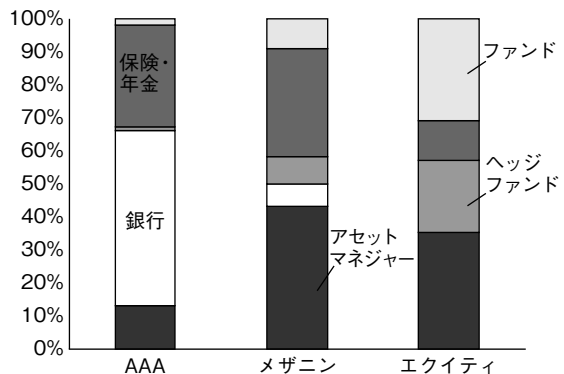
4 サブプライム・ローンとの違い

参考文献にあげた金融当局の各種レポートは、こうしたレバ・ローンの急拡大に警鐘を鳴らしつつも、現状は、リーマン・ショック時とは様々な点で異なっているとも指摘している。

まず、金融危機以降、バーゼルⅢをはじめとする広範囲にわたる金融規制改革が実施され、金融機関や金融市場の頑健性は飛躍的に高まっている。個別の市場の混乱がシステミックに伝播する可能性は大幅に軽減されたと言えるであろう。

次に、レバ・ローン市場を見てみると、その投資家は、直接保有でも（CLOを通じた）間接保有でも、機関

図8 CLOへの投資家層



(出所) IMF (文献⑦), p. 20, Figure 1.13.5.

投資家の比率が高く、銀行や証券会社といった金融仲介機関のウエイトは小さい。リーマン・ショックの場合、サブプライム・ローンを裏付けとする証券化商品を銀行や証券会社が、直接にあるいは傘下のファンドを通じて保有し、そのことが、リーマン・ブラザーズの倒産のほか、シティなど巨大金融機関の経営危機につながったのである。

さらに、リーマン・ショックの場合、そうした証券化商品への投資資金は、多くが、それらを担保とするレボ等の短期資金によって調達されていたため、投資商品の価格下落がただちに流動性不足をもたらし、そこにMMFの元本割れも加わって、短期金融市場全体の機能が麻痺するという事態が発生した。その点、今回の主な保有者は機関投資家で、短期の市場性資金に依存しているわけではなく、そうした流動性危機が発生する可能性は低いと考えられるのである。

また、現在のレバ・ローン市場では、確かにブームが起きているが、それがレバ・ローンの価格上昇によってさらに増幅するといった現象は確認されていない。と言うのは、サブプライム・ローンの場合、△サブプライム・ローンによる住宅購入↓不動産価格の上昇↓不動産の純資産(＝不動産価格－ローン残高)の増加↓純資産を担保とした新たな住宅ローン(Home Equity Loan)の借り入れ↓住宅購入による不動産価格の上昇と消費拡大による好景気↓・・・Vという自己増殖的な循環が生じ、バブル化したのであるが、現状、そうした動きが顕著とはなっていないのである。

証券化についても大きな違いがある。サブプライム・ローンの場合、その証券化は一度にとどまらず、証券化商品をさらに証券化、それをさらに証券化するといったこともなされ、また、証券化商品を原資産とするデリバティブ商品も開発されていた。そうした複雑化によって、投資家による元々の裏付け資産の確認が困難となり、

格付けへの依存を過度に高めることにもなってしまうていた。それに対して、レバ・ローンを裏付けとするCLOは、シンプルな一度のみの証券化商品であり、裏付け資産の調査も比較的容易であるとされる。

F R Bのパウエル議長は、今年五月の講演で、レバ・ローン等の米国企業債務の増加をとりあげ（F R B文献②）、景気が悪化した場合への備えが必要であるとしつつも、以上のようなサブプライム・ローンとの違いに加えて、米国のマクロ経済環境が好調であること、企業は高収益で企業の金利コストも低いこと、そして、銀行の自己資本や流動性は十分であることを指摘して、「我々は企業債務からのリスクを真剣に受け止めているが、現在の金融システムは潜在的な損失に十分耐えうると考えている」と、大きな危険が迫っているわけではないとの認識を示したのである。

5 より慎重な見方

しかし、F R B以外の金融当局は、サブプライム・ローンとの前述のような違いは認めつつも、F R Bよりもやや慎重な見方をしているように思われる。

その一つが、コベナンツ・ライトの増加である（図9）。コベナンツとは、貸付に際しての特約の一つで、それが遵守されなかった場合には「期限の利益」を喪失させる（＝貸付金を即時に全額返済させる）、財務制限条項等のことである。通常は、レバレッジ比率等の財務維持コベナンツが設定され、財務指標が悪化すると貸し手は回収に着手することになる。それに対して、コベナンツ・ライトとは、そうした財務維持条項を含まず、追加の債務増加のみを制限する緩やかなコベナンツを指す。

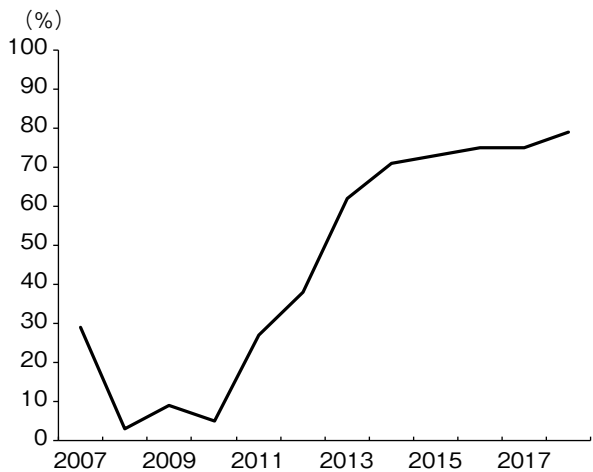
そして図9が示すように、最近、新規のレバ・ローンにおけるコベナンツ・ライト・ローンの比率が急上昇し、

現在ではほぼ八割となっている。これについて、多くの金融当局は、金融緩和によって、借り手優位の状況が生じ、貸し手保護の手薄な安易な資金供給がなされているのではないかと、の危機を深めているのである。ただし、この点については異論がある。財務維持条項等が必要だったのは貸付債権に流動性がなかったためで、流通市場が整備された現在、財務指標が悪化した先の債権は売却すればよいので、コベナンツ・ライトで十分なのではないか、また、借り手の信用力が低い場合には当然、財務維持条項が必要となり、逆に言うと、信用力が高いからこそコベナンツ・ライトでの借り入れが可能となっているのではないか、といった批判である（文献⑬、⑮参照）。

しかし、債権の売却によって個別の投資家は資金を回収できても、マクロ的には借入条件の緩和が進行していることに変わりはなく、経済環境が悪化した際の脆弱性が高まっているのは間違いないように思われる。

また、レバ・ローン発行企業の債務比率の上昇も懸念材料の一つである。レバ・ローンの借入先は、定義上、そもそも格付けの低い（≠債務比率の高い）企業であるが、その中でも、図10が示すように、債務比率の高い企業による発行が増えているのである。

図9 コベナンツ・ライトの比率



（注）2007年から2018年まで。新規発行のレバ・ローンに占めるコベナンツ・ライトの比率。

（出所）IMF（文献⑧）

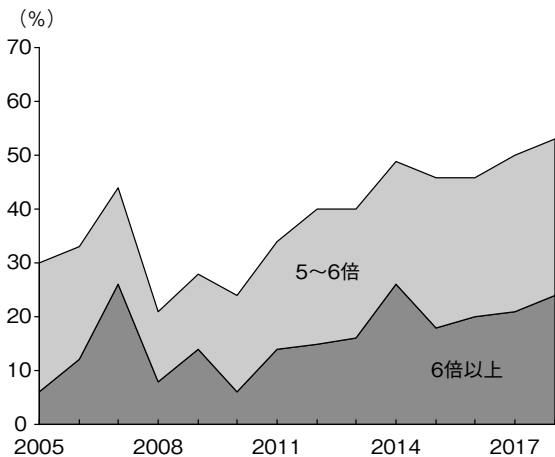
前述のように、サブプライム・ローンのような短期の市場性債務に依存していない点が、現在のレバ・ローン市場の特徴の一つであるが、他方で、投資信託による投資の増加を懸念する声もある。投信からのレバ・ローン投資は二〇〇六年には約二〇〇億ドルにすぎなかったが、今年には約二〇〇億ドルと一〇倍になっている（図7、IMF文献⑧）。投信の解約が急増するような状況が生じた場合、レバ・ローン市場の流動性がそれに対応可能かが心配されているのである。

おわりに

米国を中心とするこうしたレバ・ローン市場の拡大に、日本も無関係ではない。CLOのAAA部分に投資する銀行の大半は日本の金融機関である。その代表が農林中央金庫で、この一年間でCLO投資は倍増し七兆円を上回った（図11）。同金庫によれば、投資先はすべてAAAかつ（時価評価不要の）満期保有目的であり、同金庫の市場運用資産の一一％、総資産一〇五兆円の七・四％にすぎないとのことである。

日本の金融機関は、マイナス金利政策以降、極度の資金運用難に苦しんでおり、高格付けながら一定の利回りを確保できるCLOが魅力的な投資先となっているのである。しかしながら、こうした外債投資は、為替リスク

図10 米国レバ・ローン発行企業の債務比率



（注）2005年から2018年まで。対EBITDA。

（出所）IMF（文献⑧）

をヘッジするために短期のドルを調達して行われており、レバ・ローン市場の動向のみならず、ドル調達コストの上昇も大きなリスクとなっていることに留意が必要であろう。

注

(1) 特に、(後述する) コペナンツ・ライトの増加、リーマン・ショック後導入された規制を緩和する動き、に対して強い懸念が示された(文献⑪)。

(2) リーマン・ショック前のレバ・ローンの拡大については、拙稿(文献⑫)参照。

(3) この点については、先月七月末にFRBが金利の引き下げに転じたことで状況が変化した。金利の再引き上げは、米中の貿易紛争や来年の米国大統領選が決着するまで難しいかもしれない。しかしそのことは逆に、超低金利状態の延長を意味する。

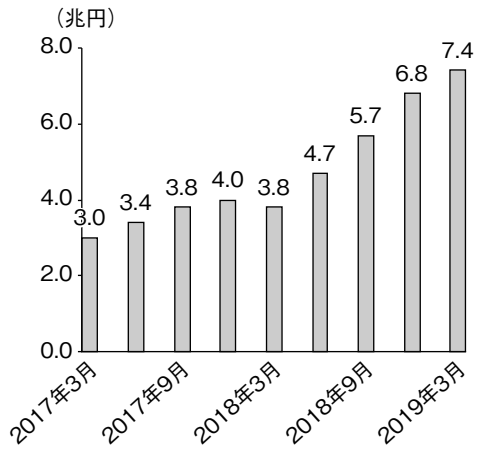
参考文献

【日本銀行】

① 寒川宗穂太郎・助川卓也・小川佳也「米国クレジット市場の最近の動向について」『日銀レビュー』二〇一九年三月。

【FRB】

図11 農林中金のCLO保有額



(出所) 農林中央金庫「2018年度決算概要説明資料」2019年5月22日。

②Jerome Powell, "Business Debt and Our Dynamic Financial System," May 20, 2019.

③Board of Governors of the Federal Reserve System, *Financial Stability Report*, May 2019.

【金融】

④Bank of England, "Leveraged lending," *Financial Stability Report*, no. 44, November 2018.

⑤Bank of England, "How large is the leveraged loan market?" January 25, 2019.

【経済】

⑥Trupam Goel, "The rise of Leveraged loans: a risky resurgence?" *BIS Quarterly Review*, September 2018.

【市場】

⑦International Monetary Fund, "Chapter 1: Vulnerabilities in a Maturing Credit Cycle," *Global Financial Stability Report*, April 2019.

⑧Tobias Adrian, Fabio Natalucci, and Thomas Piontek, "IMF Blog: Sounding the Alarm on Leveraged Lending," November 15, 2018.

【金融】

⑨"Leveraged Loans: Load Bearing," *The Economist*, November 3, 2018.

⑩"Briefing: American corporate debt," *The Economist*, March 16, 2019.

⑪Janet Yellen sounds alarm over plunging loan standards, " *Financial Times*, October 25, 2018.

⑫"Do leveraged loans pose a threat to the US economy?" *Financial Times*, February 11, 2019.

⑬大橋英俊「米国レバレッジローンの誤解を解く」『金融財政事情』二〇一九年二月二十八日。

- ⑭ 厚治英一「CLO市場で高まる邦銀のプレゼンス」『金融財政事情』二〇一九年五月一三日。
- ⑮ 山下 彰「トリプルA格CLOのデフォルト確率は極めて低い」『金融財政事情』二〇一九年五月一三日。
- ⑯ 拙稿「レバレッジド・ローン市場について」『証研レポート』二〇〇八年一〇月号。

(いず ひさし・客員研究員)

米国における上場企業数の減少

～SIFMAの報告書に見る実態～

吉川 真裕

二〇一八年一月二一日、米国証券業金融市場協会 (Securities Industry and Financial Markets Association: SIFMA) は「米国株式資本形成教本～新規株式公開プロセスと取引所上場～」と題する報告書を公表した⁽¹⁾。この報告書では従来から一部で指摘されてきたことであるが、アメリカにおける過去二〇年の新規公開企業数の減少を問題として、その原因を、①規制強化、②訴訟回避、③アナリストによるリサーチの減少、④ティック・サイズの変更や非上場取引特権といった取引市場構造にかかわる問題、⑤株価指数に連動したパッシブ運用の増加、⑥未公開株式市場の成長、等に求めている。他方、新規公開企業数ではなく、国内上場企業数に注目して国際比較をしてみると、二〇〇三年から二〇一七年までの間にイギリスで二七%、ブラジルで一五%、アメリカとカナダで一二%、スイスで九%上場企業数が減少している一方、中国で一八九%、香港で一三%、日本で七一%、シンガポールで五〇%、EUで五%、ノルウェーで四%上場企業数は増加していると報告書は述べている。中国や香港は別として、上場企業数が一二%減少しているアメリカ経済のパフォーマンスはこの間、上場企業数が増加している日本やEUの経済パフォーマンスを下回っているわけではない。

本稿では報告書の上場企業数にかかわる部分を紹介しながら、上場企業数と株式市場について考察する。

1 上場企業数

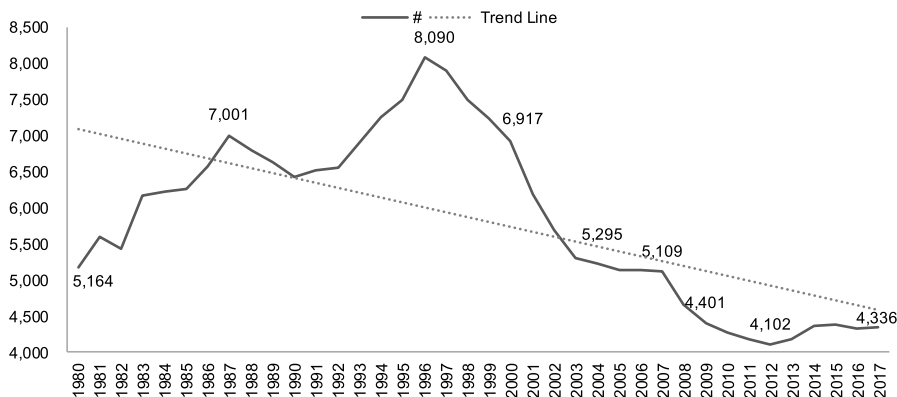
図表1は一九八〇年から二〇一七年までのアメリカにおける国内上場企業数の推移を表している。一九八〇年の五一六四社から一九九六年の八〇九〇社まで五七％増加した後、二〇一二年の四一〇二社まで四九％減少し、二〇一七年の四三三六社まで六％増加している。

一九八〇年から一九九六年までの年率三・五％の増加と一九九六年から二〇一二年までの年率二・九％の減少は対照的であるが、アメリカの経済成長率は一九八〇年から一九九六年まで平均二・九％の増加、一九九六年から二〇一二年まで平均二・六％の増加、二〇一二年から二〇一七年まで平均二・二％の増加であった。

そこで、上場企業数の変化率を説明変数、経済成長率を被説明変数として回帰分析してみると、係数のt値は五％水準でも統計的に有意ではなく、自由度調整済み決定係数も六・九％と高いものではなかった。したがって、印象的な上場企業数の変化はアメリカの経済成長率に影響を与えていたとは考えにくいと言えよう。

図表1 アメリカにおける上場企業数の推移

Number of Listed Companies in the US

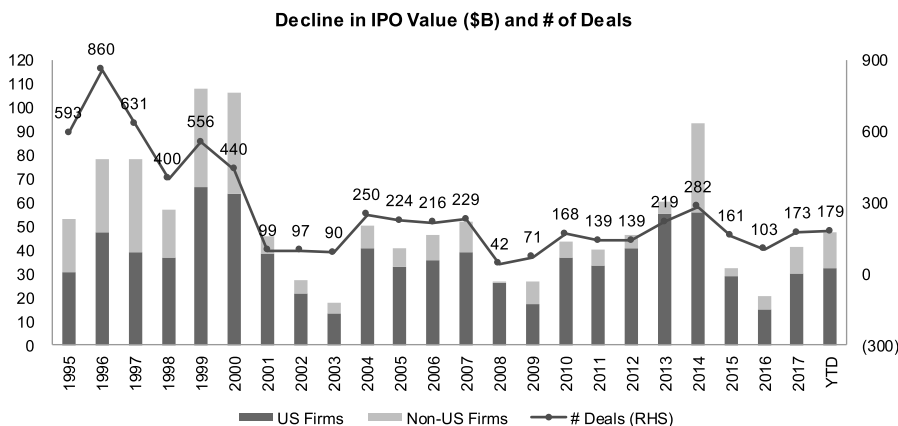


2 新規公開企業数と資金調達額

報告書は上場企業数の減少を紹介した後、新規公開企業数の減少と新規公開資金調達額の減少を上場企業数の減少と並ぶ近年の特徴として紹介している。図表2は一九九五年から二〇一八年一〇月までのアメリカにおける新規公開企業数とその資金調達額の推移を表している。新規公開企業数では一九九六年の八六〇社がピークで二〇〇八年の四二社がボトム、その後、二〇一四年の二八二社まで増加した後、その後は再び減少している。

他方、新規公開企業の資金調達額では一九九九年がピークで二〇〇三年がボトム、その後、二〇一四年まで増加した後、再び減少している。さらに、新規公開企業の資金調達額を国内企業に限ってみると外国企業による新規公開資金調達を含めた場合と推移は似ているが、変動額はそれほど大きくなく、二〇〇〇年までの外国企業による新規公開資金調達額が大きく、この減少が新規公開企業の資金調達額を大きく減少させていることがわかる。

図表2 アメリカにおける新規公開企業数と資金調達額の推移



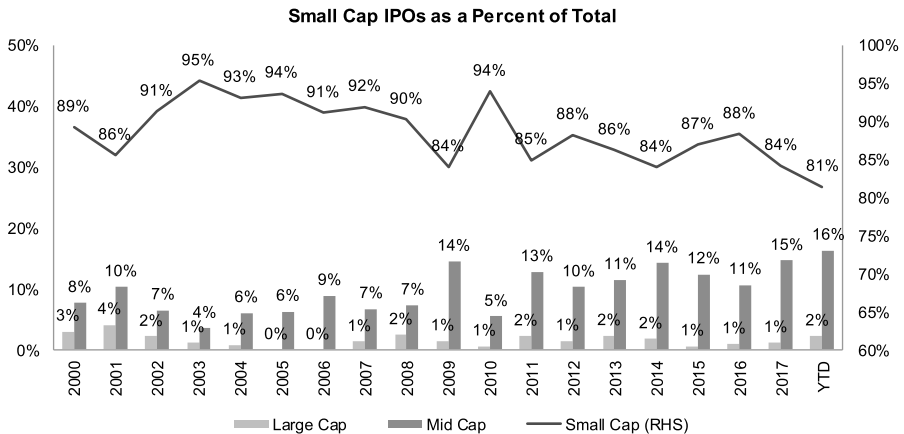
3 小規模企業の新規公開企業数と資金調達額

報告書は新規公開企業数の減少と新規公開資金調達額の減少を紹介した後、外国企業による新規公開企業数の減少と新規公開資金調達額の減少に触れることなく、時価総額二〇億ドル未満の国内新規公開企業数の減少と新規公開資金調達額の減少を紹介している。図表3は規模別にみた国内新規公開企業数の比率の推移を、図表4は五〇〇〇万ドル未満の国内新規公開資金調達企業数と五〇〇〇万ドル以上の資金調達企業数の推移を表している。

国内新規公開企業を時価総額に応じて二〇億ドル未満の小型株、二〇億ドル以上一〇〇億ドル以下の中型株、一〇〇億ドル超の大型株に分けて新規公開企業数に占める比率の推移をみると、小型株が占める比率は二〇〇三年の九五％がピークで二〇一八年一〇月までの八一％がボトム、中型株が占める比率は二〇〇三年の四％がボトムで二〇一八年一〇月までの一六％がピーク、大型株が占める比率は二〇〇一年の四％がピークで二〇〇五年と二〇〇六年の〇％がボトムであることがわかる（図表3）。ただし、小型株の比率の減少と中型株の比率の上昇が対照的であるが、個別企業の時価総額が示されておらず、二〇億ドルという区分が適切かどうかは判断できない。

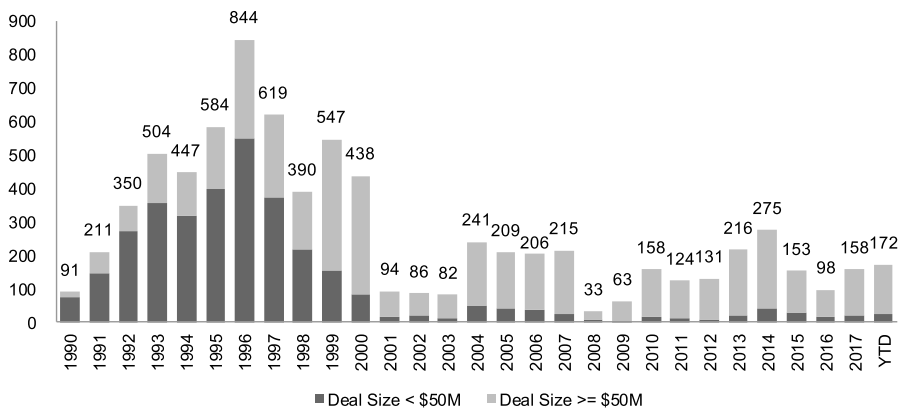
さらに、国内新規公開企業数を資金調達額五〇〇〇万ドル未満の国内新規公開企業数と五〇〇〇万ドル以上の国内新規公開企業数の推移をみると、一九九六年以降に五〇〇〇万ドル未満の資金調達をおこなう国内新規公開企業数が減少し、二〇〇一年以降には極めて少ないことがわかる（図表4）。ただし、個別企業の資金調達額が示されておらず、五〇〇〇万ドルという区分が適切なものかどうかは判断できない。報告書は二〇〇〇年までの五〇〇〇万ドル未満の資金調達をおこなった国内新規公開企業数の減少を新規公開企業数の減少や上場企業数の減少の原因とみているが、逆に一九九〇年から二〇〇〇年までに五〇〇〇万ドル未満の資金調達をおこなった国内新規公開企業数が異常に大きかったという可能性も排除できないだろう。

図表3 規模別にみた国内新規公開企業数の比率の推移



図表4 資金調達額で区分した国内新規公開企業数の推移

IPOs Are Down... Particularly Smaller IPOs

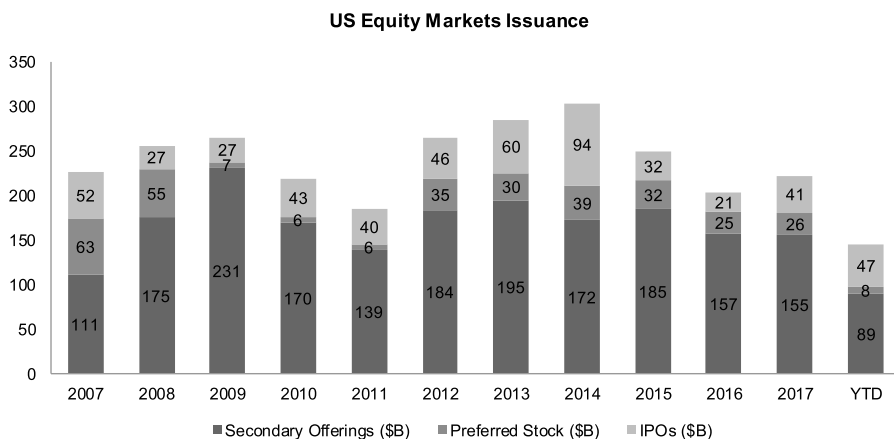


4 上場企業数と株式市場

報告書は上場企業数の減少を新規公開企業数の減少と同視し、とりわけ小型株の小規模な新規公開企業による資金調達への減少を問題視している。確かに小規模な新規公開企業による資金調達は株式市場のダイナミズムを象徴するものではあるが、成長期の経済に見られた小規模な新規公開企業による資金調達はいまや先進国の株式市場の実態を表しているとは言い難い。上場企業による資金調達額を上場企業の配当と自社株買いが上回る現実を前にして、株式市場の原点に返れという主張は現実離れをした主張としか考えられない。

図表5はアメリカの株式市場における資金調達額の推移を表している。新規公開企業による資金調達額は既上場企業による増資額に比べれば小さく、新規公開企業による資金調達は限られた役割しか果たしていない。ただし、既上場企業による増資の多くは株式交換による買収目的等であり、資金調達の手段として使われているわけではないことも事実である。

図表5 アメリカの株式市場における資金調達額の推移

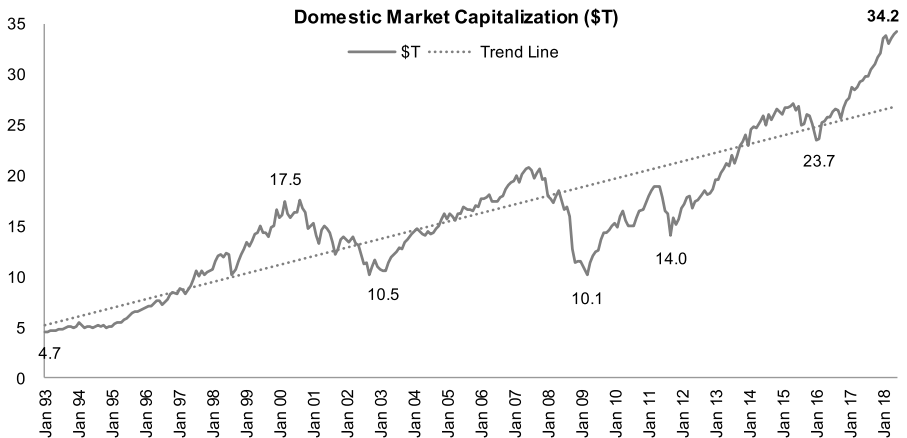


図表6はアメリカの国内株式市場時価総額の推移を、図表7はアメリカの新規公開企業による資金調達額と株価指数の推移を表している。報告書が問題とした上場企業数の減少にもかかわらず、国内上場企業の時価総額は二〇〇三年以降、趨勢的に増加を続けている。上場企業数が減少しているにもかかわらず、時価総額が増加しているということは株価の上昇または増資額の増加が上場企業数の減少を上回っているということである。もともと企業買収によって上場企業数が減少しても統合された企業の時価総額が買収前の企業の時価総額を上回れば、上場企業数が減少しても時価総額は減少しない。企業価値という観点からは企業数が増えようが減ろうが企業価値に変化はないはずであり、むしろ企業価値を高める企業買収がおこなわれれば企業価値が高まって時価総額が増加することになるの不思議もない。上場企業数の減少と時価総額の増加が並行して生じていることにこそ企業買収の成果が表れているといっても過言ではないだろう。

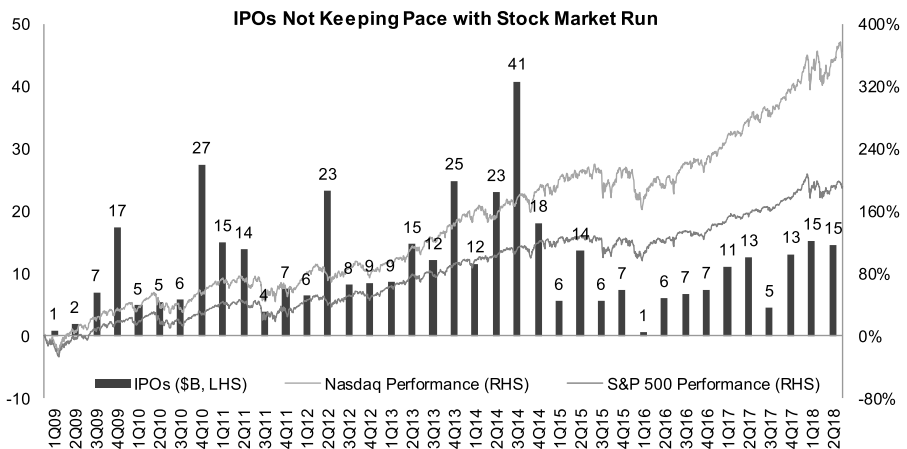
他方、新規公開企業数の減少や新規公開企業による資金調達額の減少は見過ごしでもいい現象というわけではないが、経済規模を考えると新規公開企業数の増加や新規公開企業による資金調達額の増加によって株式市場を拡大させるということは現在の先進国では困難である。図表7が示す通り、新規公開企業による資金調達額が伸び悩んでもS & P 五〇〇指数やナスダック指数は上昇を続けており、新規公開企業による資金調達が株価指数については時価総額を増加させるという効果は期待しにくいだろう。

さらに、ユニコーンと呼ばれる時価総額が一〇億ドルに達する未上場企業が話題になるように、上場する前に巨額の資金をベンチャー・キャピタル等から調達する仕組みが広まりつつあり、新規公開がベンチャー企業による唯一の資金調達手段ではなくなりつつある。この点でもベンチャー・キャピタルやプライベート・エクイティの活動が活発なアメリカで上場企業数や新規公開企業数が減少しているという事実は興味深い(図表8・図表9)。

図表6 アメリカの株式市場時価総額の推移

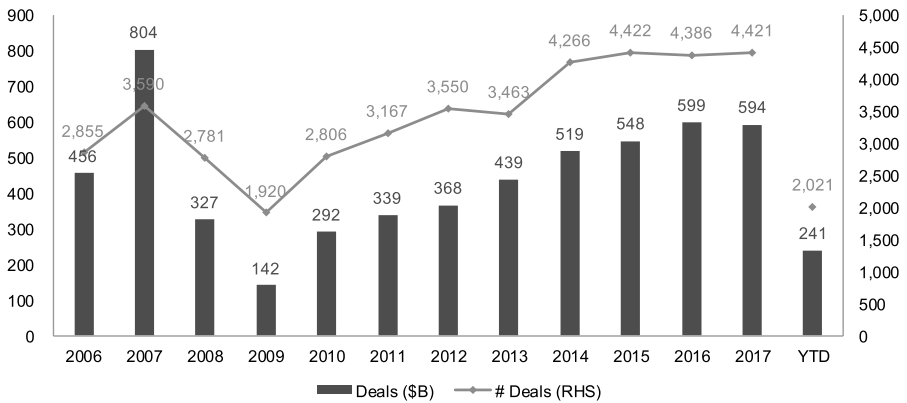


図表7 アメリカの新規公開企業資金調達額と株価指数の推移



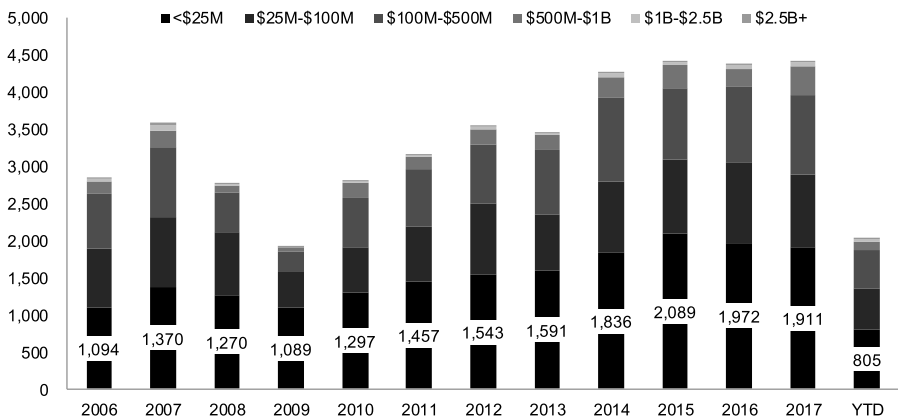
図表8 アメリカの未公開株式取引数と取引金額の推移

Private Markets Provide Alternative to Going Public



図表9 規模別にみたアメリカの未公開株式取引数の推移

Private Markets Appealing to Smaller Companies (# Deals)



注

- (一) Securities Industry and Financial Markets Association, "SIFMA Insights: US Equity Capital Formation Primer - An exploration of the IPO process and listings exchanges," November 2018(<https://www.sifma.org/wp-content/uploads/2018/11/SIFMA-Insights-Capital-Formation-Primer-FINAL.pdf>)

(よつかわ まゆひろ・客員研究員)

証研レポート既刊目録

No.1701 (2017.4)	執筆者	No.1708 (2018.6)	執筆者
顧客本位の業務運営に関する原則	二上	株式投資型クラウドファンディングと沖縄の「模合」	松尾
将来株式取得略式契約スキーム(SAFE)の課題	松尾	ーオートノミー・ベースの運用と「集合知」の可能性ー	
ークラウドファンディングとの関連でー		ダーク・プールとその規制について	清水
外為市場の各国比較	伊豆	MBOを巡る判決と行政指針	志馬
英独取引所グループの経営統合撤回	吉川	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	
スポンジファイの行ったDirect Listing(直接上場)	福本	No.1702 (2017.6)	執筆者
フィンテック時代の証券業	二上	No.1709 (2018.8)	執筆者
ECBの量的緩和と国債保有・損益負担	伊豆	先人たちの先物取引論	二上
欧州ダーク・プールの実情	吉川	ー福澤諭吉とマックス・ウェーバーー	
ー英国FCAの報告書にみる実態ー		金融模合の事例調査	松尾
レバレッジETFに見る投資家行動	志馬	ー沖縄本島と宮古の事例ー	
ー市場価格データに基づく実証分析ー		ECBの量的緩和政策	伊豆
No.1703 (2017.8)	執筆者	欧州ダーク・プール規制の影響	吉川
フィンテックの促進へ進展する制度整備	二上	ーリット、ダーク、OTC、SIー	
非上場株式およびTokyo Pro Marketの最近の動向	松尾	No.1710 (2018.10)	執筆者
欧州ダーク・プールの実情2	吉川	金融資産分布の地域的变化	二上
ー英国FCAのデータ分析にみる実態ー		ーリーマンショック後ー	
米国のレバレッジ系ETFにおける投資家行動	志馬	アメリカのメーカー・テイカー手数料とパイロット・プログラム	清水
No.1704 (2017.10)	執筆者	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
投資型クラウドファンディングの新たな展開	松尾	地方証券とそのビジネスの変遷	深見
欧州ダーク・プールの実情3	吉川	No.1711 (2018.12)	執筆者
ー英国FCAのデータ分析にみる実態2ー		満二〇年を迎えた証券業の登録制	二上
我が国のマネジメント・バイアウト(MBO)をめぐる動向	志馬	日米のベンチャーキャピタルの現状	松尾
赤字国債膨張の財政構造分析	中島	ーCVCの動向を中心としてー	
ー少子高齢化が財政に与える影響についてー		日本銀行の引当金について	伊豆
No.1705 (2017.12)	執筆者	ベリオディック・オークション	吉川
わが国証券業界の回顧二〇年	二上	ーMIFID IIが生み出した取引形態ー	
株主コミュニティ制度の現状と課題	松尾	No.1712 (2019.2)	執筆者
モンテパスキ銀行の救済とバیلイン	伊豆	証券業界への参入・退出等の最近の状況	二上
ブローカー・ディーラーの注文回送について	清水	米ティックサイズ拡大の試験プログラム	清水
No.1706 (2018.2)	執筆者	ーSECの実証結果ー	
最近の欧米における金融商品販売規制改革	森本	拡大するリスク・パリティ戦略とETF	志馬
取引所外(市場外)取引の様々な形態について	二上	フェア・ディスクロージャー・ルールの検討	梅本
ーPTS、ダーク・プール、仲介(媒介)ー		No.1713 (2019.4)	執筆者
日本におけるクラウドSAFEの試み	松尾	「キャッシュレス化」、「モバイル化」そして「スマホ証券」	二上
我が国のPTSを巡る状況	志馬	不動産クラウドファンディングの現状と可能性	松尾
役員等の自社株売買情報の開示	梅本	中央銀行の資本金制度と利益処分	伊豆
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		豪州HFTの実情2	吉川
No.1707 (2018.4)	執筆者	ーASICによる調査報告ー	
急速に拡大するフィンテック	二上	No.1714 (2019.6)	執筆者
拡大する国内株式投資型クラウドファンディング	松尾	オプションと保険	二上
EUにおけるバйлインとバイアウト	伊豆	ー日経二五オプショナル市場開設三〇周年を迎えてー	
ダブル・ボリューム・キャップ	吉川	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
ーEUのダーク・プール取引規制ー		米国における取引所情報の配信をめぐる議論	志馬
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	

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。

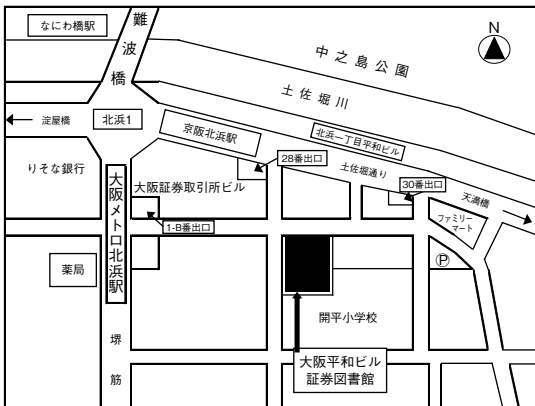
所在地 大阪市中央区北浜 1-5-5 大阪平和ビル 7階
TEL (06) 6201-0062

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。

証研レポート第一七一五号
二〇一九年八月十二日発行
(偶数月第二月曜日発行)

2019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

〒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)