

No.1716

2019年10月

類型別に見た証券業界の収益別シェア

二上季代司(1)

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 順介 (11)

アメリカのリテール・ホールセラーについて 清水 葉子(26)

IPOをめぐるグローバルな動向~米国・香港市場の状況~志馬 祥紀(35)

公益財団法人 日本証券経済研究所 大阪研究所

類型別に見た証券業界の収益別シェア

一上季代司

類できない「その他手数料」が三四%と最大の収益源になっていることが確認できたが、この変化はまた、外国 のである。 証券会社のシェア拡大と並行していることもわかった。つまり、業務内容の変化は競争構造の変化も伴っていた の過半を占めていた委託手数料が今や一六%にまで低下し、代わって委託・引受・募集の各手数料のどれにも分 前回 は、 証券業界の収益構成 (いいかえれば業務内容)について検討した。これによれば、かつて純営業収益(1)

本の証券界は大手四社の寡占構造(「四社寡占」)と特徴づけられていた。それは、どの業務をとってみても大手 た。では証券界はどのような競争構造に変わったのだろうか。以下では、この問題を検討するのである。 証券四社が他社を隔絶するほどのシェアを占めていた、という意味である。この そこで、今回は「競争」という側面から、証券業界における平成年間の構造変化を検討してみよう。かつて日 「四社寡占」は今や死語となっ

1 ビッグバン以前の競争構造

レジーム(体制)」下での競争構造の最期を表すものといってよい られる最後である。かつまた、証券規制の大改革が行われる「日本版ビッグバン」直前でもある。要するに、「旧 図表1は一九九七年三月期の決算数値である。この翌年度には山一証券が破綻しており、「四社」の数値が得

常に 作成 堅 る。 高 極 n 免除され 7 0 7 Ъ 0 有無 シ が 認 ところで、 か わ めて有利 わ (V とり ず ï 高 れ したが 中 0 エ 兀 可 な 0 は、 をみると、 表は たのである。 か 小に至るまで多くの会員業者を系列化していた。この 社 < 東証会員) 基準となってい (V の二つ も高く、 な わ 辺 が、 0 市 |社で五 it ほぼ独 0 な立場にあ 類型基準としては ここで留意しておくべきことが二点あ 湯集 `が使 発行 7 大蔵省 列証券の 旧 r J 業務 レジー 投信 中義務」、「会員枠の 占状 割近 る。 売買益を除き受入手数料 は委託業務 われてい 証券局 態に くの 存在である。 たこと、 0) 当 関係 つ ム 一募集業務にお 蒔 たからだ、 年報 . る。 収益を占めてい あ は 下では資本金 9増資や (引受・ 0 自己売買業務を展開 その たこと、 証券取引 資本金」 0) と思わ 起債 募集業務 巻末資料をベー 理 大手四社は 限 由 (V 定 を ても四 兀 13 所 の多寡と おけ 0 ħ ば 社系投信 たことが 0 シ多寡 شط よっ 年 独 社 禁法 準大手か る主 のシ 報 0 が 項 0) て会員 シェ 委託 ける上で 証 確 「会員権 幹 エ 目 0 は スにして **叫券業務** 明示 事 認 を 適 7 5 でき T シ は 4 用 <u>ک</u> 亩 は エ 非 を

図表1 類型別収益シェア(1997年3月期)

			純営業	委託	引受	募集	その他	売買損益
			収益	手数料	手数料	手数料	手数料	光貝 損量
金額(億日	円)		24,317	10,513	2,648	2,550	3,725	5,455
	社数				シ	エア		
東証会員		124	93.2%	93.9%	87.7%	94.0%	85.2%	94.6%
	大手4社	4	47.5%	37.0%	67.8%	63.5%	41.9%	29.6%
国内証券	総合証券	45	28.5%	34.1%	16.4%	28.5%	18.9%	22.0%
	その他国内証券	54	4.8%	7.9%	0.4%	1.9%	2.1%	2.7%
外国証券		21	12.4%	15.0%	3.0%	0.1%	22.2%	40.2%
東証非会員	Į	159	6.8%	6.1%	12.3%	6.0%	14.8%	5.4%
国内証券		122	4.3%	4.8%	11.9%	6.0%	3.3%	5.4%
外国証券		37	2.4%	1.3%	0.4%	0.0%	11.5%	0.0%

⁽注1) 純営業収益 = 受入手数料(委託手数料+引受手数料+募集手数料+その他手数料)+トレーディング損益(売買損益)+純金融収益。純金融収益はこの表には掲載していない。

⁽注2)総合証券とは元引受業務ができる資本金30億円以上の証券会社をさす。

⁽注3) 時価基準の「トレーディング勘定 (特定取引勘定)」の強制導入は2001年3月期以降のため、この表では「売買損益」としている。

⁽出所) 大蔵省証券局年報 [「4編 財務諸表」)、東京証券取引所「会員の決算概況」、日本証券業協会「協会員の決算概況」(『証券業報』)より作成

価形成に大きな影響力を持ち、 ため、自身のブローカー・ディーラー部門だけではなく系列証券も動員することによって証券取引所における株 それがまた「幹事獲得」 の競争手段となっていたからである。

他手数料」として計上されることが多くなり、 が、九七年三月期では五八社で一四・八%となっている。とりわけ「その他手数料」、「売買益」のシェアが高く 注目される。 なっている。 みられなかったのだが、外国証券会社 よりも大きかった。つまり発行業務のみならず流通業務においても四社の実質的シェアは高かったのである。 このため「株式ブローカー」 しかし第二に、外国証券会社のシェアがすでに上昇しつつあった。バブル崩壊後も大手四社のシェアに陰りは 機関投資家向けの外貨建て債券・仕組債・ファンドなどの販売手数料やM&A関係の報酬 業務における大手四社の実質的なシェアは委託手数料のシェアに反映された数字 (非会員含む五〇社) 株式や債券における裁定取引関係の売買益も多かったことなどが の純営業収益のシェアは一九九一年三月期の七・六% が ・「その

相まって公募増資は大幅に減少、増資も第三者割当てや優先株など後ろ向きの案件が増えていき、 券会社がイニシアチブを発揮できるのはエクィティ・ファイナンスだけではなくなった。実際、 会社形式での銀行 ホールセール業務で徐々に変化が生じていたのである。また一九九○年代初頭の業際問題の解決 ・証券・ 信託の相互参入)とのバ ーターで起債市場の自由化が進められ、 それまでのように証 株価 成長資金の調 の低迷とも 子

券系列化戦略も意義が薄れていった。二度の不祥事を契機に、営業目標を「株式等の出来高」から「預かり残高」 へと変える「資産管理型営業」への転換がスローガンとして掲げられるのもこのころである。これら種々の変化 「幹事獲得」 競争の手段でもあった「株式出来高競争」、したがってまた、それを補強するための証 達は社債によるものが増えていったのである。

2 ビッグバン以後―リーマンショック直前までの競争構造

化は、 この浮動化した証券株は、①証券参入を企図した他業態・業界による取得や②経営陣による新たな安定株主作り やMBOによって吸収されていった。 列化戦略を放棄したケース、 一九九八年以降になると、準大手以下の証券株が浮動化しはじめ、証券会社の再編成が始まる。 経営破綻に陥った山一 や長銀、 経営困難に陥った証券会社オーナーが売却したケースなどの複合的な結果である。 日債銀等がやむなく保有証券株を売却したケース、 他の大手三社が証券系 証券株の浮動

は免許制から登録制へと変わったことが新規参入への障壁を低くした。 は姿を消し、代わって新規参入が増加していった。一九九○年代末の「日本版ビッグバン」の一環として証券業 証券再編成は二〇〇〇年代の中頃までには収まったが、合併や事業譲渡、 自主廃業によって旧来の業者の多く

参加者になれるのだが、東証の総合取引参加者の数はむしろ減少し、逆に非総合取引参加者が増えていった。 用除外ではなくなり、会員 まず資本金三○億円以上の「総合証券」は、 リーマンショック直前の業者数と類型別収益シェアをみると、図表2のようになる。証券取引所は独禁法の適 一九九八年以降については、支配株主の属性を分類基準の中心において類型化してみることにしよう。 (取引参加者)枠を限定することはできなくなった。つまり資格要件さえ整えば取引 メガバンク系、 上場証券、その他中堅証券へと分解していった。

他方では、財務の健全な中堅クラスから新規上場によって規模拡大を図る業者が現れた。さらに手数料自由化に

準大手証券の多くは、メガバンク三グループのもとで大手証券に伍する規模にまで経営統合を繰り返していった。

る。 され 業者の参入がはじまる。 F X K, とするオル 不動産や 業者が増加したの 外為業務に参入しはじめ、 以 業者が増えた。 急速にシェ ょ の改正外為法によ n からも新規 た3 外の業者 0) 0 東証会員 方、 かしこの中でもやは 組 7 る 外 成 ネ 0 為 東 インフラ等を運 は 販売業者など多様 タナティブ・ が 証 証 アを拡大 ツ 外 分外外 一場を図る業者 Ĺ 拠 非 玉 般 金 取 証 国 証 である。また、 取引 引参 つ 九 券 顧客を相 証券会社は 券会社 ·て金 九 が 八 加 年 フ 用 車 そ 台 n 者 融 業 で 対象 F 手に 施 注 で ア 櫟 が 0 頭 あ X 目 は 現 中 0

図表2 類型別収益シェア(2007年3月期)

			純営業	委託	引受	募集	その他	トレーディ
			収益	手数料	手数料	手数料	手数料	ング損益
金額 (億円)			40,398	10,395	2,153	4,169	12,821	8,568
	社数				3	/エア		
東証総合理	反引参加者	109	94.8%	94.6%	99.8%	95.8%	93.6%	95.6%
(内訳)	独立系大手	4	33.7%	24.7%	45.3%	64.0%	21.2%	46.9%
国内証券	メガバンク系	5	15.6%	13.2%	24.1%	16.2%	8.9%	27.2%
	上場証券	16	7.2%	12.5%	2.3%	11.3%	2.8%	6.9%
	ネット証券	6	4.4%	10.5%	0.7%	0.6%	1.1%	0.4%
	中堅・中小証券ほか	54	4.7%	8.7%	0.4%	2.0%	2.4%	5.4%
	地銀系	4	0.4%	0.9%	0.0%	0.4%	0.1%	0.2%
外国証券		20	28.8%	23.9%	26.9%	1.4%	57.2%	8.7%
東証非総合	合取引参加者	194	5.2%	5.4%	0.2%	4.1%	6.4%	4.3%
(内訳)	銀行系	6	0.7%	0.1%	0.1%	2.2%	0.3%	1.9%
国内証券	FX (外為証拠金) 業者	17	0.6%	0.6%	0.0%	0.0%	0.7%	0.8%
	資産運用・ファンド組成	1.5	0.20/	0.10/	0.00/	0.20/	0.50/	0.10/
	など	15	0.2%	0.1%	0.0%	0.3%	0.5%	0.1%
	中小証券	91	1.3%	3.3%	0.0%	1.2%	0.5%	0.7%
	その他国内証券	20	0.8%	0.9%	0.1%	0.1%	0.9%	0.0%
外国証券		45	1.7%	0.4%	0.0%	0.3%	3.4%	0.9%

- (注1) 独立系大手は野村、大和、大和SMBC、日興コーディアルの4社、メガバンク系は新光、みずほ、みずほインベスターズ、三菱UFIモルガンスタンレー、SMBCフレンドの5社
- (注2)「上場証券」は持株会社(親会社)が上場している場合に支配的子会社であれば含める(大手、メガバンク系、ネット証券を除く)。
- (注3) 東証非総合取引参加者の「銀行系」はメガバンク系2社、地銀系1社、その他銀行系3社である。
- (注4) 純営業収益 = 受入手数料(委託手数料+引受手数料+募集手数料+その他手数料)+トレーディング損益+純金融収益+その他営業収益。純金融収益とその他業務収益はこの表には掲載していない。
- (出所) 拙稿『証券会社経営の時系列的分析』付属資料(日本証券業協会委託調査、2018年)より再 引用。

ところが証券化ビジネスの行き過ぎから欧米の大手

3

IJ

I

マ

ンショック後

スも増えていったと思われる。

となった外国証券会社にとって引受幹事獲得

0 バ

Í

ヤ

料シ 社 ス 整備されたこと、 過 13 V3 ĺ 半を占めている。 数が増えて 0 口 0 たが、 エ エ スが多かっ 解 アを急速に アになってい ガンのもと、 消とともに その (V シアド たのである。 な ŀ 金融機関や事業会社 海外株主 13 事 バ 二〇〇〇年前後に企業結合法制 . る。 \$ 昇させ、 イザ 業部門や企業 0 とり 0) 0) 1] が Ì 増え、 わ 純 募集手数料を除く各手 it に外 営業収益 その 国 0) 選択と: 蕳 証券会社が Μ & 他手数 では 0 が株式持な Α 集中 が 增 料 割 えて ち 近 て⁽⁵⁾

0)

が は

日本企業のM&A件数と「その他手数料」 図表3

3

ま た M

&

Α

0

実行に

61

て買収

資 L

金 7 年

達

0

た

8 表

Μ

&

Α

0

ラ

レ お

ル 金

推 は、 移

図

実際、

「その他手数料」 件数とほぼパ

蓝額

ほ 61

تح る

漽

れ

0

ファイナン

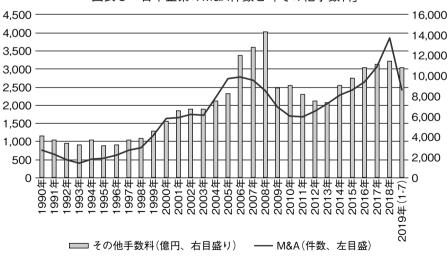
スが

随伴する場合も多く、

7

ĸ 調

ザ



- (注1) M&Aの仲介手数料は案件が執行されてからの成功報酬が大きい。このため「その他手数料」は、 1年ほど遅らせて描図している。
- (注2) 2019年のM&A件数は7月まで。
- (出所) M&A件数はレコフ『MAAR』巻末資料より作成。「その他手数料」は日本証券業協会『会員 の決算概況』より作成。

投資銀行が経営悪化に陥って、二〇〇八年九月にリーマン・ブラザーズが破綻、これが大きな転機となった。 外親会社の合理化の一環として日本拠点の見直しが始まり、外国証券会社は二〇〇九年三月期末七九社(既往ピー 傘下に置く。さらにみずほグループも傘下証券会社を統合する。こうして、現在の「大手総合証券五社体 三井住友銀行が、 プが財務困難に陥ったモルガン・スタンレーに九○億ドルを出資、 から社数の減少に転じ、二〇一六年三月末の六四社へ一五社の純減となる。この過程で、三菱UFJグルー SMBC日興、三菱UFJモルガンスタンレー、みずほ)が出来上がった。 同様に再建下にあったシティグループの持つ日興コーディアル証券の株式を買い 同社の投資銀行部門の一部を吸収する。 、取り、 制 同 また 社を (野 海

用して二〇一八年度の類型別収益シェアを作成すると、 から再び、 二〇一二年末の「アベノミクス相場」に支えられて、 社数は増えていき、 二〇一八年では二五九社となっている。そこで直近のディスクロージャー誌を利 図表4のようになる。 証券業界への参入意欲が高まり、二〇一六年の二四 九社

銀行が金融商品仲介業者として預金顧客に投信や外債の販売の勧誘を行い、これを証券子会社に取り次いでいる &Aの実行過程で必要な資金を機動的につなぎ融資をすることで証券子会社のM&Aの仲介業務を資金面 立系大手からメガバンク系に繰り入れたからであるが、 ックアップできる。こういったことが募集手数料、引受手数料、M&Aのアドバイザリー手数料の底上げにつ これによると、メガバンク系三社のシェアが著しく上昇している。その一因はSMBC日興証券のシェアを独 その他手数料、 またファイナンスのニーズがある取引先企業を証券子会社に紹介するケースも目立っている。 募集手数料のシェア上昇が著しい。それは「銀証連携」の効果といってよいだろう。 それを考慮しても、 やはり増えてい る。 とり わけ、 ま た M

ながっているのであろう。

増えて 対額 が激 シェ 外 である。 証 ŋ 証 が ス に F X ハモデ 七 他方、 券子会社 債 券子会社 こう 0 経緯 车 7 は手数料率 7 募集手数料、 は しくなり、 0 売買 を高めてきた 勧 ĺ Vi から 0 頭 (V 61 株式ブ る。 取 誘 は る。 つ 打ちとな を行 间 は 様 は た n 取り 扱 銀行 新設、 転 々であるが、 委託 、年までに地 銀 \dot{o} D 61 0 地 を増 ん社も 引き下げ 次 方銀 証連 谏 0 1 顧 外債売買 7 客に投 合弁、 手 カ 13 13 数料 ネ 増 やし、 顧 で 0 行に 携ビジネ 13 1 業 客 えて る。 販 ッ 13 競争 る 完を 益 銀系 買収 しも広 務 信 向 0 1 $\overline{\circ}$ そ 証 絶 H そ が お

図表4 類型別収益シェア(2018年度)

			純営業	委託	引受	募集	その他	トレーディ
			収益	手数料	手数料	手数料	手数料	ング損益
金額(億円	Ч)		31,324	5,108	1,849	2,313	10,806	7,490
	社数		,	0,200		/エア	20,000	1,200
東証総合耳	D引参加者	88	85.7%	92.0%	99.2%	92.3%	83.4%	71.0%
(内訳)	独立系大手	2	25.5%	27.2%	37.3%	37.4%	22.9%	32.0%
国内証券	メガバンク系	3	25.2%	16.2%	52.4%	32.6%	18.3%	38.4%
	上場証券	15	6.9%	10.9%	2.4%	14.5%	3.1%	10.7%
	ネット証券	7	7.7%	15.2%	1.9%	3.2%	1.7%	6.8%
	中堅・中小証券ほか	35	2.3%	6.3%	0.1%	2.2%	0.5%	3.2%
	地銀系	4	0.5%	0.9%	0.0%	1.0%	0.1%	0.9%
外国証券		21	17.3%	15.3%	5.1%	1.6%	36.8%	-20.9%
東証非総合	合取引参加者	170	14.3%	8.0%	0.8%	7.7%	16.6%	29.0%
(内訳) 国内証券	独立系大手・メガバンク 系	2	3.6%	0.1%	0.0%	2.6%	0.7%	20.3%
1 Jan. 23	地銀系・その他銀行系	22	1.8%	1.3%	0.8%	3.6%	1.1%	3.6%
	FX (外為証拠金) 業者	16	1.6%	1.7%	0.0%	0.0%	0.4%	4.7%
	資産運用・ファンド組成 など	19	0.7%	0.2%	0.0%	0.5%	1.6%	0.1%
	中小証券	41	0.5%	1.9%	0.0%	0.7%	0.2%	0.3%
	その他国内証券	20	0.9%	2.6%	0.0%	0.0%	1.8%	0.0%
外国証券		50	5.2%	0.2%	0.0%	0.3%	10.9%	0.0%

⁽注1) 証券会社の事業年度は、2014年4月以降、3月期決算の義務づけが撤廃、表記も「3月期」から「年度」に変更された。

⁽注2)「上場証券」は持株会社(親会社)が上場している場合に支配的子会社であれば含める(大手、メガバンク系、ネット証券を除く)

⁽注3) 東証非総合取参加者の「独立系大手・メガバンク系」の2社は、野村ファイナンシャルプロ ダクツと三菱UFJモルガンスタンレーPBである。

⁽出所) 各社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』等) より集計し算出 (1 社のみ入手不能)。

の結果、為替の売買益のシェアが高まっている。二〇一三年からの異次元金融緩和により、 FX取引額が急増したこともあって、FX専業者の収益も外為売買益を中心に収益シェアを高めてい 為替は「円安」に傾

4 おわりに

たからで、

ホールセール独自の競争は展開されていなかったと筆者は考える。

に一九八○年代には、 「幹事競争」は「株式の出来高競争」つまり個人顧客を相手とする株式ブローカー業務の競争力に支えられてい 以上のようにみてくると、 ホールセールとリテールの色分けはあったが、ホールセールにおける競争の核心であった 証券業界における競争の領域分野、手段が大きく変わったことが理解できる。すで

績を積み重ねていった。こうして、ホールセールにおける固有の競争力を培うことの重要性を認識させたのである。 では遊休資金を抱えて運用先に困る機関投資家向けに外債や仕組債、 国証券会社が、事業会社へのアドバイザリーサービスを通じてM&Aの仲介、起債の主幹事で実績を残し、他方 ルは競争領域として分離した。それを推進したのは、外国証券会社の躍進であった。 しかし、 バブル崩壊後の一九九〇年代を過渡期として、二〇〇〇年代に入ると、 オルタナティブ・ファンドを売り込んで、実 明確にホールセールとリテー ホールセールに特化した外

は かったということである。そして、現在、これに代わる有力な営業スタイルが「資産管理型営業」である。これ ルセールにおける幹事獲得競争に従属していたということは、リテールにおいても独自の競争が展開されてこな .個人顧客のプロファイルに最も適合的なポートフォリオの作成を手伝って資産形成をサポートするというもの

それではリテール領域における競争はどうか。これまで、リテール営業で展開されてきた「出来高競争」がホー

営業における、従来とは異なった経営資源、収支管理、顧客からの信頼醸成が必要となるのである。 るため、ある程度の資産積み上げが必要で、そのためには顧客からの「信頼」がなければならない。資産管理型 トフォリオの選択と発注、定期的なモニタリングなどが業務内容となる。他方で、収益は基本的に残高連動であ のは、「資産管理型営業」を適正に推進しようと思えば、顧客プロファイルの作成、そのプロファイルに適したポー この営業手法が有力な選択肢であることを否定するものはほとんどいないが、問題は「収支」である。という

注

- 1 「証券会社の収入構成変化と『その他手数料』について」本誌一七一五号、二〇一九年八月。
- 2 一九九〇年ごろまでは、証券会社が企業の資金調達でイニシアチブを発揮できたのは実質的にエクィティ・ファイナ

ンスに限られていた

- 3 一○○○年から二○○六年までにネット証券三社、中堅証券五社が上場している。一九八九年以降の一一年間、 会社の新規上場はなかったのである。
- 4 日本株の外人保有比率は、一九八九年(四・二%)から二〇〇七年に二七・四%に上昇した。二〇年弱で二三%の上 昇である。その後、二○一五年に三一・七%に達し、それがピークとなり、直近の二○一八年では二九・一%である (金額ベース)。二〇〇〇年代前半までの二〇年間における外人持ち株比率の上昇がいかに顕著であったかがうかがえ
- 5 M&A仲介の報酬は成功報酬が多く、計上認識はM&Aの案件成立よりやや後ずれする。

(にかみ

きよし・主席研究員)

る(日本取引所

「株式分布状況調査」による)。

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 順介

はじめに

活用が検討されており、今やクラウドファンディング・ブームといっても過言ではないように思われる。(3) る。また、 して以来、年々増加し、すでに今年は、六一七四件の記事に取り上げられている(九月末時点)。つまり、毎日 二〇以上の記事に取り上げられていることになる。さらに、様々な公共機関等でもクラウドファンディングの利 そこで本稿では、日本におけるクラウドファンディングの概況を確認した上で、株式投資型クラウドファンディ 国内で株式投資型クラウドファンディングが導入され、約三年が経過した。募集案件は一○○件を超えつつあ クラウドファンディングそのものの周知性も高まり、新聞記事ベースでは、二○一○年に初めて登場

- 日本におけるクラウドファンディングの概況

ングについて、その課題を指摘するとともに、その可能性について考察する。

(1)クラウドファンディングの種類

1 用されていたように思われる。ただし、後述するように、現在、このタイプは主流ではなくなっているようで 寄付型:これは説明するまでもなく、寄付金集めを目的とするものであり、当初はこのタイプが最もよく利

まず、日本におけるクラウドファンディングについて、種類別に概観すると以下の通りである。

見ると、 LEGAL FUNDINGなどがあり、それぞれ独自性を持っている。なお、これらのプラットフォーマーの案件を Readyfor Charity 設定するとともに、 ある。また、投資型クラウドファンディングのような規制はないが、各プラットフォームは独自の基準などを 社会問題や環境対策なども多く、ESGおよびSDGsに共感する資金提供者を集めているものと思 LIFULLソーシャルファンディング、Good Morning、ふるさとチョイス、academist、 資金調達額に応じた手数料率を定めている。 国内で活動しているサイトとしては、

われる。

- (2) る。 すものとなっている。つまり、「存在しないモノやサービスを買う」という消費行動を促すものであり、 新商品や新規のサービスが多数含まれており、消費者の行動を大きく変化させる側面があるように見受けられ トとしては、Makuake、Readyfor、CAMPFIREなどが挙げられる。これらのサイトで提供される商品を見ると、 て還元される商品やサービスの内容が段階的に異なるようなスキームとなっている。国内で活動しているサイ 購入型 このタイプのクラウドファンディングでは、未だ市場に投入されていない、 つまり、従来の消費行動は、すでに市場に存在するものを購入するのが一般的な消費行動であったのに対 (成果還元型): これは資金提供者に対して新商品やサービスを提供するタイプであり、 新商品やサービスの購入を促 金額に応じ
- 3 と資金需要者 ている。 金業法上の規制のため、資金提供者はファンドに出資し、そのファンドが資金需要者に融資するスキームとなっ 貸付型:このタイプは、海外ではP2Pレンディングといわれる場合が多く、そこでは資金提供者 海外のサイトとしては、Lending Club(米)、CreditEase(中)、FundingCircle(英)などが挙げられ、 (借り手)がプラットフォーム上でマッチングし、貸借関係を取り結ぶのに対し、 国内では、貸

いマーケティング手法という面があると思われる。

Social Lendingなどが挙げられる。さらに、最近、このスキームによる、不動産型クラウドファンディングも 機関投資家の資金が流入しているという調査結果もある。また、このような出資行動は、クラウドファンディ(4) 支援とすることは必ずしも適切ではないだろう。なお、国内のサイトとしては、maneo、Crowd Bank、 り、リスク・リターンに基づく純投資であろう。したがって、もはやクラウドファンディングの動機を共感や イプでも資金需要者に対する共感や支援に基づくものと理解されてきたが、機関投資家の資金はこれとは異な ングの意味を変化させる側面もあるものと思われる。つまり、従来、クラウドファンディングは、 いずれのタ

4 キュリテが挙げられ、後者のサイトとしては、FUNDINNO、Go AngelおよびEMERADA EQUITYが挙げら |種少額電子募集取扱業者および第一種少額電子募集取扱業者の登録を必要とする。前者のサイトとして、 投資型:このタイプは、ファンド投資型と株式投資型に分かれ、それぞれのプラットフォーム運営者は、 第

(2) 日本のクラウドファンディング市場

れるが、このタイプについては後述する。

型は、 寄付型は、約七億円となっており、シェア○・四%であり、他のタイプに比して存在感が乏しい。第三に、貸付 公刊している。ここでは、同社HPで公表されている直近のデータを紹介しておくと、概要は以下の通りである。 まず、二○一七年度における購入型は、約一○○億円、全体に占めるシェアは五・九%となっている。 国内のクラウドファンディングの市場規模については、矢野経済研究所が調査を行っており、調査レポートを 一五三四億円と突出しており、シェアは九〇・二%と高い数値を示している。第四に、ファンド投資型は、

約五○億円であり、シェアは三%程度である。第五に株式型は約九億円で、シェアは○・五%程度である。また、

市場全体の規模は約一七〇一億円で、 前年度比一二七・五%となっている。

には、 ンディングの将来を占う上で、 は 次節で検討する。 あるが、 ポンドであり、 P事業融資は二○三九百万ポンド、P2P消費者融資も一四○三百万ポンド、P2P不動産融資は一二一八百万 一九〇百万ポンド、対前年比三五・二%となっており、 四一百万ポンド、 なお、参考までに、二○一七年のイギリスのクラウドファンディング市場の概要を紹介すると、二○一七年六分では、参考までに、二○一七年のイギリスのクラウドファンディング市場の概要を紹介すると、二○一七年六 融資型のシェアが顕著である。また、株式投資型については、三三三百万ポンドであり、 いくつかの課題があり、これらの課題が市場拡大の障害となっている可能性もある。この点については、 日本と比較すると、 融資型の合計は四六六〇百万ポンドに達し、全体の七五%程度のシェアを占めている。日本と同 購入型は四四百万ポンドであり、 その市場規模は、 イギリスの市場規模は好材料かもしれないが、次節で検討するように日本の市場 日本の四〇倍程度となっている。 シェアはともに○・七%と低位である。これに対し、 日本の五倍程度の規模である。種類別に見ると、寄付型 日本の株式投資型クラウドファ シェアは約五 P 2 %で

(3) 日本の株式投資型クラウドファンディング市場の現状

日本の株式投資型クラウドファンディング市場の現状として、 以下の三点が指摘できる。

件ごとのデータとともに年次データも公表している。それによると、二〇一七年は、取扱件数一七件(うち成立 トアップ段階であるという点である。直近の市場規模については、自主規制機関である日本証券業協会が個別案 まず、株式投資型クラウドファンディングが導入されて、まだ三年程度しか経過しておらず、市場自体がスター

案件一七件)、資金調達額四億七二七四万円、二〇一八年同五一件(同三五件)、同約一二億七五四五万円、二〇 八月末の数字を暦年換算すると、件数、金額ともに対前年を下回るように思われ、必ずしも成長傾向にあるとは 一九年同二八件 (同一八件)、約六億三○○○万円(八月末)となっている。今年末のデータは、予測できないが、

次に、現時点で稼働しているプラットフォームは三つであり、 概略は以下である。

いえない状況である。

- (1) 本社所在地は、東京都品川区東五反田五丁目二五番一八号となっている。資本金約六億円、累計成約金額、二 FUNDINNO:運営会社は、株式会社日本クラウドキャピタルであり、二〇一五年一一月二六日設立、
- なお、 三億二三二三万円、ユーザー数一万八〇八八人、累計成約数六五件(二〇一九年九月一九日現在)とされる。 株式以外にFUNDINNO型新株予約権の取組も手掛けている。(9)
- 2 地は、東京都千代田区内幸町一丁目一番一号 帝国ホテルタワー一五階となっている。累計成約金額一億一二 Go Angel:運営会社は、DANベンチャーキャピタル株式会社であり、二〇一五年五月一五日設立、所在

三〇万円、累計成約数八件(二〇一九年九月一九日現在)とされる。

3 万円、所在地は、東京都港区南青山一—一二—三 LIFORK MINAMI AOYAMA 南棟S一〇八となっている。 EMERADA EQUITY:運営会社は、エメラダ株式会社であり、二〇一六年六月二日設立、資本金七〇〇〇

累計成約金額三億一三五三万円、 ラダ型新株予約権の取組を特徴としている。 累計成約数九件(二〇一九年九月一九日現在)とされる。なお、同社もエメ

EMERADA EQUITYを運営するエメラダ株式会社のHPによると、同社は株式投資型クラウドファンディング さらに、 拙稿 (二〇一九)でも紹介したように、新規参入の動きがあるものの、その一方で、上記の(二)

事業をユニバーサルバンク株式会社に引き継いだことが発表されており(二〇一九年九月一三日)、事実上撤退 には、後述するように運営事業者のサステナビリティについての課題が伏在していたことも考えられる。 するものと思われる。今後の同プラットフォームの運営については、不明であるが、このような経営判断 の背景

うインタビュー調査がある一方、短時間で募集目標金額を達成するような案件も含まれており、これらの案件の (空) らかにすることは容易ではない。 る株式投資型クラウドファンディングに注目が集まったという可能性もある。ただし、これについて実証的に明 ムのために、 中には、IPOを期待する個人投資家に注目された案件も含まれている可能性がある。 第三に、投資家層については、縁故者、関係者、経営者の友人などで占められている案件も含まれているとい 個人投資家にとってIPO株を取得することは容易ではない。そこで、将来的にIPOが期待され つまり、昨今、IPOブー

2 三つの課題

断するのは時期尚早であるが、今後の成長にとって、以下の三つの課題があるものと考えられる。 このように日本における株式投資型クラウドファンディングは導入以降の経過期間 が短く、 市場の将来性を判

ズと適合しているのかどうかという点について、検討の余地があるように思われる。つまり、これらの規制は金 式投資型クラウドファンディング業務に関する規則(平二七. がある。これらの規制について、両者ともに細目にわたって規制されているが、これらの規制は、投資家のニー ング規制として第二種金融商品取引業協会の「電子申込型電子募集取扱業務等に関する規則」(平二七. まず、規制については、周知のように、株式投資型クラウドファンディング規制として、日本証券業協会の「株 五.一九)」があり、ファンド型クラウドファンディ 五.

てい 融商品取引法に基づいているが、投資型クラウドファンディングの投資者は、このような規制のあり方に適合し そのサステナビリティを難しくしている可能性もある。 可能性がある。 検討の余地があると思われる。(3) また、 規制のコストが必ずしも考慮されておらず、 その場合、 プラットフォームの運営者の 規制そのものが市場の成長を阻害し ジ負担が

ている懸念もあり、

推測される。この課題は、 料収入、 A の収入に過ぎず、これを三社で分け合っているのが実状であろう。その一方、コストとしては、各プラットフォ 募集に係る手数料収入が挙げられる。 の運営者の経営者やスタッフ数名の人件費や管理費などの経費が考えられる。 次に、プラットフォームの運営者の収益についても課題がある。プラットフォー 株主管理手数料、 市場規模に由来するものでもあり、 その他に動画作成などに係る収入があったとしても、 手数料率を募集額の二〇%としても、 その解決は容易ではないが、投資型クラウドファ 現状の募集額では、年間二~三億円 手数料以外の収入として、 かなり厳しい状況ではない ムの運営者の主な収入として、 かと 審査

ンディングの構造的な課題といえる。

導入されている。この制度は、 業協会は、 資者に対してのみ投資勧誘が認められる、 設され、①証券会社が非上場株式の銘柄ごとに株主コミュニティを組成する、②株主コミュニティに参加する投 の参加者に対してのみ投資勧誘を行うことが認められる。株主コミュニティに参加していない投資者に対し、 の親族、 株主、 株主コミュニティを組成・運営する証券会社を指定し、公表する。⑤証券会社は、 非上場株式の流動性についても課題がある。 継続的な取引先といった会社関係者のほか、 非上場株式の取引・換金ニーズに応えることを目的として、二〇一五年五月に創 ③株主コミュニティの参加者としては、その会社の役員、 現在、 新規成長企業への投資家が想定される、 非上場株式については、株主コミュニティ制: 株主コミュニティ 従業員、 4日本証 投 そ

内ではユニコーンの素地に乏しいものとなっている。ただし、現行規制では、非上場株式に市場機能を与えるこ 資勧誘を行うことは禁止されている、⑥証券会社は、事業会社の役員・従業員および株主に対してのみ株主コミュ 活発な動きを示し、 銘柄数二○、年間売買金額五億円程度にとどまっている。それに引き換え、米国では、非上場株式市場がかなり もに、これが市場拡大を妨げている可能性もある。実際、この制度に参加している証券会社は、五社だけであり、 止されている、という点に特徴がある。しかし、上記の勧誘規制については、厳しすぎるという懸念もあるとと ニティへの参加を勧誘することができる。それ以外の方に対し、 ľλ わゆるユニコーン誕生の基盤の一つとなっているのと対照的である。 株主コミュニティへの参加を勧誘することは禁 現状を見る限り、 玉

場と流通市場とを結びつける工夫が考えられる。(ほ) ことは難しい。例えば、株式投資型プラットフォームと株主コミュニティ制度の連携など、 るが、株式投資型クラウドファンディングは発行市場であり、 流通市場を欠いたままでは、 何らかの形で発行市 その拡大を展望する

かなり大幅な規制緩和が必要となる。したがって、慎重な検討を重ねる必要があると思われ

とは容易ではなく、

3 三つの可能性

ずしも楽観視できない。 て、三つの潜在的な可能性を有しているのではないかと思われる。 株式投資型クラウドファンディングについては、上記のような困難な課題があり、この市場の将来について必 しかし、株式投資型クラウドファンディングは、中堅・中小およびベンチャー企業にとっ

(1) 事業マーケティング

り、 観的な情報のみが偏在するような事態を回避するための工夫が必要であろう。 資金調達ニーズだけでなく、当該事業についての市場調査や支援者作りという側面があるものと思われる。 達以外の付加価値があり、 ビスの市場性を調査するとともに、そのプロモーションや支援者作りという役割も担っている。つまり、資金調 能性がある。 グを実施する意義があると考えられる。したがって、株式投資型クラウドファンディングにおいても、 ファンディングについては、前払いの商品ないしサービスの販売・提供という側面だけでなく、 元々クラウドファンディングには、 投資者によって事業そのものが選別され、選別された事業を投資者が支援するという仕組みが形作られる しかし、 そのためには、 そのためにプラットフォームの運営者に手数料を払ってでも、クラウドファンディン 単なる資金調達以外の側面があると考えられる。例えば、 情報提供のあり方は、重要な課題であろう。 特に、 リスク情報の不足や楽 当該商品 購入型クラウド つま サー

(2)「集合知」によるベンチャー育成

る¹⁶ と理解できる。このような「集合知」を株式投資型クラウドファンディングに当てはめると、 ンディングの資金調達者や資金提供者などによって、ネット・コミュニティが形成され、そこで「集合知」が構 るが、ここでは簡単に「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だしあって構築する知」とす 「集合知」については、情報工学や統計学、哲学や論理学など、様々な分野で研究が蓄積されているようであ わば特殊な知的活動ではなく、「三人寄れば文殊の知恵」といわれるように、 フォローアップなどの面で、「集合知」が活用できるのではないかと思われる。つまり、 日常的な集団行動での営み 案件審查 クラウドファ 情報提

築されるならば、中堅・中小企業やベンチャー企業にとって、重要な意味があると考えられる。ただし、ここで も偏った見方や情報を排除できるかどうかが課題となるだろう。

(3) コーポレートガバナンスの改善

た。これは経営陣だけでなく、 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 は、「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 いし従業員の意識改革や経営の透明性の重視といった変化が生じたという回答を得た。例えば、ある経営者から ンディングでの資金調達企業にインタビュー調査した限りでは、調査対象企業に関して、株主に対する経営者な 一般化することはできないが、 この点については、拙稿(二〇一九b)で検討したため、ここでは重複を避けるが、株式投資型クラウドファ 会社全体として意識の変化が見られた」といった回答を得た。このような事例を(宮) 中堅・中小企業やベンチャー企業のコーポレートガバナンスを考える上で、興味

まとめ

深い論点であると思われる。

日本の株式投資型クラウドファンディングは揺籃期にあり、現段階で断定的なことはいえないが、以下の点が

今後の注目点となろう。

きるものではない。ただし、このような課題は、日本の市場に固有のものではなく、諸外国でも同様の課題があ まず、株式投資型クラウドファンディングについては、本稿で指摘したような課題があり、必ずしも楽観視で

るものと思われる。したがって、諸外国との比較研究は意義があると思われる。

が必要であるが、現行規制の枠内でも、 次に、市場拡大のためには、 流動性を付与する必要がある。ただし、そのためには、 株主コミュニティ制度との連携など、工夫の余地があり得るだろう。そ 現行規制の大幅な見直し

のための検討を重ねる必要がある。

ば、 る 特に、 中堅・中小企業やベンチャー企業に貢献するものと思われる。 資金調達以外に、 経営者と株主、あるいは投資者間の緊密な関係が形成され、ここでいう「集合知」が構築されるなら 中堅・中小企業やベンチャー企業にとって、 重要な役割を果たす可能性が期待され

(謝辞) Gregory F. UDELL氏(Kelly School of Business, Indiana University, US)、植杉威一郎氏(一橋大学経済研究所)からは有益 部)、Armin SCHWIENBACHER氏(SKEMA Business School, France)、内田浩史氏 特に、Fabio BERTONI氏(EM Lyon Business School, France)、本庄裕司氏(中央大学商学部)、小野有人氏 have potential for SMEs and ventures?"をもとにしている。同研究所およびセミナー参加者の皆様に厚く御礼申し上げます。 avenues in developed economies"(二〇一九年九月二六日開催)におけるプレゼンテーション、"Does equity crowdfunding 本稿は、 経済産業研究所(RIETI)主催の政策セミナー、"Entrepreneurship, Innovation, and Finance: New growth (神戸大学大学院経営学研究科)、

注

なご教示を頂戴しました。厚く御礼申し上げます。

1 初めての記事は、「<メディア最前線>「群衆」の出資で取材。米国発の新たな記事づくり(中井大助)」二〇一〇年

一〇月一八日『朝日新聞』(朝刊)七ページ、という記事で、米国のジャーナリストが環境問題に関する取材費用を

クラウドファンディングによって調達したことを紹介したものである。

日経テレコンを利用し、検索条件としては全新聞媒体、見出しおよび本文を対象として検索した。

(3) 例えば、マッセOSAKA [二〇一八]、参照。

2

- (4) CCAF (二〇一八)、一七~一八頁。
- 5 国内の不動産クラウドファンディングに関しては、拙稿(二〇一九a)、参照。
- (6) 矢野経済研究所 (二〇一八)、参照。
- (7) CCAF (二〇一八)、一一~一二頁。
- 8 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

このようなスキームについては、拙稿(二〇一七a)、(二〇一七b)および松尾・梅本(二〇一七)、参照。

(10) 拙稿 (二〇一九b)、二一~二四頁、参照。

9

(11) エメラダ株式会社HP、参照。

https://emeradaco.com/

- (12) 拙稿(二○一八b)、二二~二九頁、参照
- 13 この規制については、拙稿(二〇一五)および(二〇一八d)また英国の規制については拙稿(二〇一六)、参照、
- $\widehat{14}$ 株主コミュニティ制度に関しては、拙稿(二〇一七e)および(二〇一八c)参照
- 15 本制度のあり方について、昨年来、日本証券業協会「株主コミュニティ制度に関する懇談会」において検討され、こ

の間の会議内容とともに、本年一月、報告書が公表されている。日本証券業協会(二〇一九)、一七~一八頁、 参照。

- (16) 西垣 (二〇一三)、二〇頁、参照。
- (17) この点については、拙稿 (二○一八d)、参照
- (18) 拙稿 (二○一八b)、二九頁および三三頁、参照。

参考文献

公益財団法人 大阪府市町村振興協会おおさか市町村職員研修研究センター(マッセOSAKA)クラウドファンディングに よる地域活性化研究会[二〇一八]「平成二九年度クラウドファンディングによる地域活性化研究会講演録集」一八七頁

http://www.masse.or.jp/ikkrwebBrowse/material/files/group/17/CF.kouenroku.pdf

- 西垣通(二〇一三)『集合知とは何か』中央公論社、二二〇頁
- 日本証券業協会(二○一九)「『株主コミュニティ制度に関する懇談会』報告書」、二○一九年一月、一~二五頁

http://www.jsda.or.jp/about/kaigi/chousa/comm_index.html 参照。

拙稿(二〇一五) 「投資型クラウドファンディングの世界的拡大と規制の関与」 『公共政策学会年報』(公共政策学会)第一五号、

二〇一五年一二月、三八~五〇頁

- 拙稿(二〇一六)「英国のクラウドファンディング市場」『証券経済研究』(日本証券経済研究所)、二〇一六年一二月、 第九六
- 号、二一~四一頁
- 拙稿(二○一七a)「将来株式取得略式契約スキーム(SAFE)とクラウドファンディング」『証研レポート』(日本証券経 済研究所·大阪研究所)、No. 一七〇〇、二〇一七年二月、一三~二五頁

- 拙稿(二〇一七b)「将来株式取得略式契約スキーム(SAFE)の課題~クラウドファンディングとの関連で~」『証研レポー ト』(日本証券経済研究所・大阪研究所)、No.一七〇一、二〇一七年四月、九~二四頁
- 拙稿(二〇一七c)「非上場株式およびTokyo Pro Marketの最近の動向」『証研レポート』(日本証券経済研究所・大阪研究所)、
- No.一七〇三、二〇一七年八月、九~二一頁

二〇一七年九月、一~一七頁

- 松尾順介・梅本剛正「将来株式取得略式契約スキーム(SAFE)とクラウドファンディング」『証券経済研究』 第九九号、
- 拙稿(二○一七d)「投資型クラウドファンディングの新たな展開」『証研レポート』(日本証券経済研究所・大阪研究所)、N 一七〇四、二〇一七年一〇月、一~二〇頁
- 拙稿(二○一七e)「株主コミュニティ制度の現状と課題」『証研レポート』(日本証券経済研究所・大阪研究所)、No∶ 一七

〇五、二〇一七年一二月、一二~二五頁

- 拙稿(二○一八a)「日本におけるクラウドSAFEの試み」『証研レポート』(日本証券経済研究所・大阪研究所)、No・ 七〇六、二〇一八年二月、二八~四九頁
- 拙稿(二○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』(日本証券経済研究所・大阪研究所)、
- No. 一七〇七、二〇一八年四月、一一~三六頁
- 拙稿 業』日本証券経済研究所、二〇一八年四月、第四章、所収)八一~一一六頁 (二〇一八c)「株主コミュニティ制度とTOKYO PRO Marketの新たな展開」 (証券経営研究会編 『変貌する金融と証券
- (二○一八d) 「株式投資型クラウドファンディングと沖縄の「模合」~オートノミー・ベースの運用と「集合知」の可

能性~」『証研レポート』(日本証券経済研究所・大阪研究所)、No. 一七〇八、二〇一八年六月、一~一八頁

拙稿(二○一九a)「不動産クラウドファンディングの現状と可能性」『証研レポート』(日本証券経済研究所・大阪研究所)、

No.一七一三、二〇一九年四月、一二~三〇頁

・拙稿(二〇一九b)「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~」『証研レポート』(日

本証券経済研究所・大阪研究所)、No.一七一五、二○一九年八月、一○~三一頁

矢野経済研究所(二〇一八)「二〇一七年度の国内クラウドファンディング市場規模は新規プロジェクト支援ベースで前年度

比一二七・五%増の一七〇〇億円」(プレスリリースNo.二〇三六)

https://www.yano.co.jp/press-release/show/press_id/2036

· The Cambridge Centre for Alternative Finance (CCAF) (2018). The 5th UK Alternative Finance Industry Report (researched

https://www.jbs.cam.ac.uk/fileadmin/user_upload/research/centres/alternative-finance/downloads/2018-5th-uk-alternativeby Bryan Zhang, Tania Ziegler, Leyla Mammadova, Daniel Johanson, Mia Gray and Nikos Yerolemou), Nov. 2018

finance-industry-report.pdf (accessed 2019-03-22)

(まつお じゅんすけ・客員研究員)

(25)

アメリカのリテール・ホールセラーについて

清水 葉子

1 はじめに

引 とが可能となっているが、実際には顧客が明示的に求める場合以外は、原則として証券取引所で執行されること がほとんどである。また、ダークプールと呼ばれる事前の気配開示のない取引も、 日本でも、 アメリカの証券市場を見るときに、証券会社の店頭取引(取引所外取引)の実態はあまり解明されていない。 (東京証券取引所のToSTNetなど)を通じて執行されていると考えられている。 一九九八年に取引所集中義務が廃止されてからは、証券取引所上場銘柄を証券会社が店頭取引するこ 最終的には取引所の時間外取

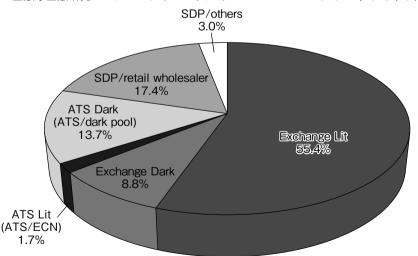
切るもの)はATSとはみなされず、通常の証券会社の店頭取引に分類される。こうした証券会社の店頭取引は、 超えれば取引所とあまり変わらない規制となることから、改めて取引所登録を行って新興取引所となっている。 厳しくなる仕組みになっているため、ATSとしてスタートした取引所外の取引システムは、一定以上の規模を ホールセラー」と呼ばれる証券会社である。 アメリカの証券市場全体の二割程度を占めていると考えられるが、この中でも中心を占めているのは、「リテール Sとして登録され、 これに対して、取引仕法に裁量性があるとみなされる取引の場 方、アメリカでは、取引所外取引のうち、注文付け合わせの方法に裁量性のない取引仕法をとるものはAT レギュレーションATSに従う必要がある。 レギュレーションATSは規模に応じて規制 (その場その場で証券会社が自己資金などで仕

2 リテ I ル 朩 I ル セ ラ

券取引 Sが一三・ 対して、 よってはダー と考えられ 取 ATSU, 前 ることが分か 引前 でATSでの取引が合計で これに対して、 0 図 気配 表 として分類され 11を参照す 所 0 取引前 情報 気配情報 で れる取引 七%と大きい 明るい」 | 取引 クな取引があること (八・八%)、また、 0 る。 開 0 うると、 所取 証券 価 0 示 が合計で約六 証券会社が行う取引所外取 格 開 が ATSが一・ 取引 が 引に ある 7 示 開 ことが分かる。 P 0 る取引を Ŕ な 所 示されな X る ij 13 が、 取 Ŧi. 四 注文 力 ATSともに、 敬引を D L 0 通 七%であるのに 61 0 川 証 常 ダ 出 一%を占っ 券 %を占めて t は 1 市 し方などに а 朔 クなA r 場 明 る k は 引 る 取 は 証

図表 1 アメリカの執行市場

<金融庁金融研究センター ディスカッションペーパー DP2016-4 (2016年6月)>



*データは、2015年第4四半期の売買高ベース。

取

引

の大半がリテ

1 図

ル

ホ

1

ル

セラーによるもので、

であるので、

価

格

情報

が開

示されることは

な

ダ

合計二〇

四

%を占め

てお

ŋ

証券会社

の店

頭

取

クな取引である。

表

1を見ると、

証券会社

0

店

韻

(出所) 大墳(2016) 「諸外国における市場構造とHFTを巡る規制動向」金融庁金融研究センター ディ スカッションペーパー

ン・ブローカーなどのリテール証券会社にリベートを支払って個人顧客の注文を回送させ、自己勘定で注文を執 昔ながらの店頭取引はわずか三・○%であることが分かる。証券会社の店頭取引の八割以上を占めているリテー ル ・ホールセラーとは、証券会社の自己勘定での付け合わせ(内部化)をシステム化した店頭取引で、

行しているとされる。

割合を占めていることが分かる。 ルマーケッツ、カンターフィッツジェラルドなどで、かつての取引所スペシャリストやその関連会社がかなりの なリテール・ホールセラーは、シタデル、KCG、UBS、G1X、トゥー・シグマ、ATD、BNYキャピタ リテール・ホールセラーとしての業務は、上位八社から一○社程度の会社の寡占状態にあるとされてい 主

会社に支払われるリベートについては、二〇一九年から開示義務が課されることになったため、情報を得ること て価格の面で不利益があるわけではない。また、次で見るように、リテール・ホールセラーからリテールの証券 証券会社の自己売買といっても、 実際の執行価格は証券取引所の最良気配で行われるため、 個人投資家にとっ

違 リテール・ホールセラーがリベートを払って「買い上げ」て、自己売買で執行していることは、日本から見ると 2和感の大きいところであろう。 とはいえ、少なくない割合の個人投資家の注文が証券取引所等のオークションの市場に直接流れることがなく、

ができるようになった。

オンライン・ブローカーの注文回送

3

リテール・ホールセラーの業務について見るために、アメリカの代表的なオンライン・ブローカーが、 個人顧

具体的に知ることができるようになった。 従来は統計的に情報を得ることが難しかった証券会社の注文回送 客から入ってきた注文をどこに回送しているかを具体的に見てみよう。二〇一九年から、アメリカの証券会社は、 SECルール六○六により、 顧客の注文回送先を四半期ごとに開示することが義務付けられた。これによって、 (顧客の注文をどの市場で執行しているか)を

文・成行注文・その他の割合、 指定しない顧客注文を回送した市場のうち割合の大きい市場とそれぞれの回送割合、④回送先市場ごとの指値 ②執行市場を指定しない顧客注文の中で、指値注文・成行注文・その他の注文のそれぞれの割合、③執行市場を 定されていないので、証券会社が最良執行義務を果たしながらどの市場に回送するかを決めることができる)、 られるリベートである「ペイメント・フォー・オーダーフロー(PFOF)」の取り決めやその他の利益シェア ルール六○六で義務付けられた開示内容は、 ⑤開示した注文回送先市場との間で顧客注文を回送したことにより証券会社が得 以下の通りである。 ①執行市場を指定しない顧客注文の割合

リングの取り決め

る。なお、Barron'sの調査では、預かり資産一○万ドル(約一○六○万円)を想定して顧客が支払う手数料を算 高得点五○ポイントのもとでポイント制のランキングを行なったものである。 教育、ニュース配信、 オンライン・ブローカーのランキングのトップ四にあたるオンライン・ブローカーのルール六○六開示を確認す 本稿では、アメリカの経済雑誌Barron'sが定期的に行うオンライン・ブローカーのランキングを参照し、ベスト・(^2) オンライン・ブローカーの取引プラットフォーム、使いやすさ、モバイル対応、リサーチの提供、 情報提供、海外IPOへの対応、 退職・個人年金関係のサービスをそれぞれ評価して、 投資家 最

二〇一九年のBarron'sによるベスト・オンライン・ブローカーのランキングは、図表2の通りである。

① インターアクティブ・ブローカーズ

引所 選ばれ 見てみよう。 に分けて開示されるが、 /メリ Barron'sのベスト・ 上場 た カンその オンライン・ブロ 銘 兀 柄 注文回送先は、 社 他 ナス 0 地方証 中 ハダッ 0) オンライン 四 本稿では全二者の |社につい 券取引所上 ク証 Ī ニュ カ 券取引所 1 て注文回送先 の注文回送先 場銘 ブロ 3 柄 1 ク証券取 場 み検 の三 力 銘 1 柄

図表 2 Barron'sのベスト・オンライン・ ブローカー (2019)

1	インターアクティブ・ブローカーズ
2	フィデリティ
3	E*トレード
4	TDアメリトレード
5	メリル・エッジ
6	チャールズ・シュワップ
7	トレード・ステーション
8	テイスティ・ワークス
9	アリー・インベストメント
10	eオプション
11	ソーゴー・トレード
12	オート・シェアーズ
13	ジャスト2トレード
14	トレーディング・ブロック

(出所) 本文注2参照

図表3 インターアクティブ・ブローカーズの注文回送先(2019年2Q)

ニューヨーク証券取引所上場銘柄

注文回送先	執行先非指定	成行注文	指值注文	その他
合計	95.20%	7.50%	73.60%	18.80%
ニューヨーク	60.50%	20.10%	58.30%	85.30%
ナスダック	18.20%	7.10%	22.80%	4.90%
IB ATS	8.30%	35.80%	6.50%	4.20%
NYSE ARCA	2.90%	1.80%	3.50%	0.70%
BATS EDGA	1.60%	7.40%	1.30%	0.60%

ナスダック証券取引所上場銘柄

注文回送先	執行先非指定	成行注文	指值注文	その他
合計	97.10%	7.40%	77.60%	15.10%
ナスダック	75.20%	22.80%	78.40%	84.50%
IB ATS	9.90%	43.60%	7.40%	6.60%
NYSE ARCA	4.50%	3.10%	5.20%	1.60%
BATS DirectEdge	1.50%	2.70%	1.50%	1.20%

- (注1) 市場ごとの回送割合の合計が100%とならないことについては、最初に注文を受けたブローカーから、別のブローカー・ディーラー(複数)を経由して注文が回送され、最終的に取引所、ATS、ブローカー・ディーラーの店内付け合わせなどで執行される場合に、「注文執行の場所」の定義を巡って重複カウントがあるためのようである。ルールの解釈をめぐる混乱により、本ルールの実施は2019年10月まで延期されている模様である。
- (注2) IB ATS (インターアクティブ・ブローカーズATS) はこのオンライン・ブローカー が自社で運営しているATSである。
- (出所) 各社ウエブサイト。

次ページへ続く

1株あたりリベート (Payment for Order Flow)、セント

BATS DirectEdge	0.14
BATS EDGA	0.24
BATS Z	0.21
IB ATS	0.00
ジェーン・ストリート	0.00
ナスダック	0.30
ニューヨーク	0.20
NYSEアメリカン	0.00
NYSE Arce	0.25

図表4 フィデリティの注文回送先(2019年2Q)

ニューヨーク証券取引所上場銘柄

注文回送先	執行先非指定	成行注文	指值注文	その他
合計	99.27%	50.00%	41.46%	8.54%
シタデル	41.78%	54.00%	24.90%	52.17%
バーチュ	18.05%	18.32%	14.29%	34.70%
ニューヨーク	10.78%	0.02%	25.97%	0.01%
G1エクゼキューション	8.72%	13.80%	3.73%	3.16%
ナスダック	5.77%	0.00%	13.91%	0.00%
CBOE EDGX	5.23%	0.00%	12.62%	0.00%

ナスダック証券取引所上場銘柄

注文回送先	執行先非指定	成行注文	指值注文	その他
合計	98.60%	47.83%	43.66%	8.51%
シタデル	75.20%	22.80%	78.40%	84.50%
バーチュ	9.90%	43.60%	7.40%	6.60%
ナスダック	4.50%	3.10%	5.20%	1.60%
Glエクゼキューション	1.50%	2.70%	1.50%	1.20%

(注1) 同上

1株あたりリベート (Payment for Order Flow)、セント

ニューヨーク	0.12
ナスダック	0.30
CBOE EDGX	0.28

図表5 E*トレードの注文回送先(2019年2Q)

ニューヨーク証券取引所上場銘柄

注文回送先	執行先非指定	成行注文	指值注文	その他
合計	93.30%	45.09%	43.85%	11.06%
シタデル	34.90%	39.46%	32.17%	27.08%
Glエクゼキューション	31.66%	38.10%	22.62%	41.28%
バーチュ	20.95%	18.93%	21.77%	25.91%
CBOE EDGX	6.61%	0.00%	15.07%	0.00%
ナスダック	3.35%	0.00%	7.63%	0.00%
トゥーシグマ	2.53%	3.50%	73.00%	5.73%

ナスダック証券取引所上場銘柄

沙子口以上	## 소그 # - # # # # #	さなかる	朴件分子	2 0 lih
注文回送先	執行先非指定	成行注文	指値注文	その他
合計	88.96%	43.41%	46.31%	10.28%
G1エクゼキューション	31.51%	38.35%	23.15%	40.29%
シタデル	27.96%	38.70%	18.17%	26.73%
バーチュ	21.94%	19.53%	23.02%	27.31%
CBOE EDGX	9.18%	0.00%	19.82%	9.00%
ナスダック	7.06%	0.00%	15.24%	0.00%
トゥーシグマ	2.34%	3.41%	59.00%	5.66%

(注1) 同上

1株あたりリベート (Payment for Order Flow)、セント

シタデル	0.15
Glエクゼキューション	0.15
バーチュ	0.15
CBOE EDGX	0.27
ナスダック	0.26
トゥーシグマ	0.15

図表6 TDアメリトレードの注文回送先(2019年2Q)

ニューヨーク証券取引所上場銘柄

注文回送先	執行先非指定	成行注文	指值注文	その他
合計	99.00%	31.00%	63.00%	6.00%
シタデル	44.00%	45.00%	43.00%	46.00%
バーチュ	28.00%	19.00%	34.00%	19.00%
G1エクゼキューション	18.00%	34.00%	9.00%	32.00%
CBOE EDGX	5.00%	0.00%	7.00%	0.00%

ナスダック証券取引所上場銘柄

注文回送先	執行先非指定	成行注文	指值注文	その他
合計	99.00%	27.00%	67.00%	6.00%
シタデル	43.00%	45.00%	42.00%	46.00%
バーチュ	30.00%	19.00%	35.00%	19.00%
G1エクゼキューション	16.00%	34.00%	7.00%	32.00%
CBOE EDGX	5.00%	0.00%	8.00%	0.00%

(注1) 同上

次ページへ続く

1 株あかりリベート (Payment for Order Flow) カント

1 Washe of Carlot of Grant Town Carlot				
シタデル	0.15			
バーチュ	0.14			
G1エクゼキューション	0.15			
CBOE EDGX	0.32/0.265			

ンターアクティブ・ブローカーのように、自社でATSを運営しつつ、顧客注文の多くをニュー 様で、全ての資料を取ることができなかったため、少し時間をおいて検討が必要であるが、イ 先述した通りルール六○六は解釈をめぐって混乱があり、 施行が一〇月に延期されている模

5

おわりに

ブロ ブロ ーカーは、シタデル、バーチュ、G1エクゼキューションなどのリテール・ホールセラー ーカーもある一方で、フィデリティ、Eトレード、TDアメリトレードなどのオンライン・

ヨーク証券取引所やナスダックのような伝統的な取引所に回送して執行しているオンライン・

最良気配と同じ価格で執行することになり、個人顧客には執行価格の面で直接の不利益は発生 に個人注文のかなりの割合を回送していることが分かった。 前述のように個人投資家の注文をリテール・ホールセラーが執行する際には、 証券取引

要であるが、個人投資家の注文が証券取引所での付け合せに直接参加していないことをどう判 で執行されている可能性が高い。 と引き換えにリテール・ホールセラーに回送し、 しない。とはいえ、オンライン・ブローカーが個人投資家の注文のかなりの部分を、 現時点で、 開示資料がそろっていないため、改めて検討が必 リテール · ホ i ル セラーのところで自己勘定 リベート

注

断するかは難しいところである。

1 ルール六〇六は二〇一八年一一月に採択され、二〇一九年五月から施行されるはずであったが、

所の

- 一○一九年一○月まで延期されている。執筆時点で開示資料が見つからないものがあるのはこのためかと推測される。
- 2 Barron's 2019 Best Online Broker Survey, February 22, 2019

(3) オンライン・ブローカーランキングの第五位メリルエッジは、開示資料を見つけることができなかったため割愛した。 右記(注1)を参照。

(しみず ようこ・客員研究員)

IPOをめぐるグローバルな動向 〜米国・香港市場の状況〜

志馬 祥紀

- はじめに

二〇一八年には、

本稿では、二〇一八年のグローバルなIPO市場の動向について、米国・香港市場を中心に説明する。

香港取引所のIPO規模が、米国のニューヨーク証券取引所

わけ中国)を後背地とし、IT銘柄の取り込みに成功した香港取引所の成功と、米国における構造的なIPO市 ASDAQ)を超えて、件数及び金額ベースで世界一となった。この背景には、成長性の高いアジア地域 (と り

2 二〇一八年における主要IPO市場の動向

場の縮小という、異なる背景が指摘される。

いる。 併せて地域・全世界合計値を表示している。同値中、LSE GropeにはAIM(Alternative Investment Market)、 図表1は、二〇一八年中に、 内容はWFE公表データ(WFE Statistics Report)中、相対的にIPO数の大きかった主要取引所を抜粋、 世界で資金調達を伴った新規上場 (以下「IPO」と表記) の実施状況を示して

TMX GroupにはTSX Venture Exchangeなどのベンチャー企業市場(非正式上場市場を含む)が含まれている(以

(NYSE)、ナスダック

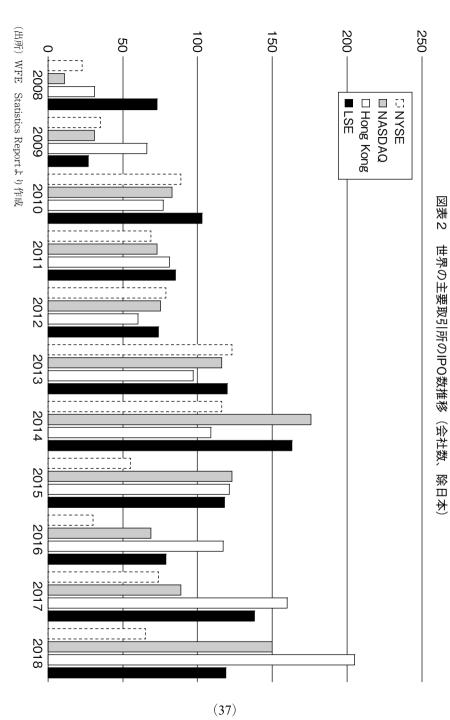
 $\widehat{\mathrm{N}}$

米 · 香港 ヨ | 五社 六八一 数値を二〇〇八年から二 備 下 数を拡大していることが 〇一八年まで示してい 活発な状況が確認され ジア太平洋地 比二〇・〇%) 近東地域は三三七社 ン、香港におけるIP アジア太平洋地 図表2は、 同 Ι 成 中 取引 口 P 様 (構成比五九・二 比二〇・ ッパ 南米地域 社 が Ο 6 数 所 は 行 は 米国、 アフリ 近年 全世 域における 域は三四 61 であり、 域 % 上 は う 界 口 力 (構成 場 O 件 Ś ンド で 九 九社 る。 侔 中 九. 北

図表 1 世界の主要取引所の新規上場会社数 (IPO実施) の状況 (2018)

地域・取引所名	国内企業	外国企業	合計	構成比(%)
北米・中南米地域				
ナスダック (NASDAQ (US))	150	NA	150	8.9
ニューヨーク証券取引所 (NYSE)	43	22	65	3.9
トロント証券取引所等(TMX Group)	118	9	127	7.6
北米・中南米地域計			349	20.8
アジア太平洋地域				
オーストラリア証券取引所(Australian Securities Exchange)	84	10	94	5.6
ボンベイ証券取引所(BSE India Limited)	97	NA	97	5.8
マレーシア証券取引所(Bursa Malaysia)	21	0	21	1.2
香港取引所(Hong Kong Exchanges and Clearing)	178	27	205	12.2
インドネシア証券取引所(Indonesia Stock Exchange)	57	0	57	3.4
日本取引所グループ(Japan Exchange Group Inc.)	89	NA	89	5.3
韓国取引所(Korea Exchange)	95	2	97	5.8
インド・ナショナル証券取引所	97	NA	97	5.8
(National Stock Exchange of India Limited)	91	IVA	91	5.0
上海証券取引所(Shanghai Stock Exchange)	57	NA	57	3.4
深セン証券取引所(Shenzhen Stock Exchange)	48	NA	48	2.9
シンガポール取引所(Singapore Exchange)	12	5	17	1.0
台北取引所(Taipei Exchange)	29	2	31	1.8
台湾証券取引所(Taiwan Stock Exchange)	23	6	29	1.7
タイ証券取引所(The Stock Exchange of Thailand)	18	NA	18	1.1
アジア太平洋地域合計			995	59.2
ヨーロッパ・アフリカ・中近東地域				
ドイツ取引所(Deutsche Boerse AG)	16	1	17	1.0
ユーロネクスト (Euronext)	18	2	20	1.2
ロンドン証券取引所グループ(LSE Group)	107	12	119	7.1
ナスダック・ノルディック取引所(NASDAQ Nordic Exchanges)		2	54	3.2
ヨーロッパ・アフリカ・中近東地域計			337	20.0
全世界合計			1,681	100.0

(出所) WFE Statistics Reportより作成



認 め 6 れる。

引所の 図 表3は、)状況 (資金規模ベース) 二〇一七・二〇一 を示してい 八年 \dot{o} 世 野の I Р 0 上 莅

同表では、 二〇一七年にNYSEが世界一位だったが、

八

所での新規株式公開による資金調達は三五四 七年比で約一二〇%増加した。二〇一七年トップであ (年には香港がNYSEを凌駕し世界一になった。 「億ドルに達し、 香港取 Ó た

証券取引 香港それぞれの独自の 1 日 旂 は二六四億ドルとなった。 ク証券取引所は二九七億ドルで二位に、 動きが存在している。 これら変化の背景には 三位 0 東 米 京

ニュ

玉

香港取引所をめぐる動

3

及び通信部門 術系企業の上場が影響しており、 香港取引所が二〇一八年に一位となった背景は、 略 称 「TMT分野」、 主にテクノ 通称 「ニュ D ジー、 1 エ コ 中 ノミー 国 X デ 大手 1 技 7

消費者サービス、

不動産及び金融業が大きな割合を占めてきて

の大規模な資金調達

の結果である。

香港取引所では、

伝統的に上場企業の

産業分類上、

消費財、

図表3 上位10取引所のIPO状況

(単位:10億USドル)

0

取

harri 2.2	w. 71 ()	A Jose		North E.E.		A Jose	
順位	取引所(2018)	金額	シェア(%)	順位	取引所(2017)	金額	シェア(%)
1	香港取引所	35.4	17.3	1	NY証券取引所	30.1	15.7
2	NY証券取引所	29.7	14.5	2	上海証券取引所	20.3	10.5
3	東京証券取引所	26.4	12.9	3	香港取引所	16.1	8.4
4	NASDAQ	23.1	11.3	4	ロンドン証券取引所	14.8	7.7
5	ドイツ取引所	13.6	6.6	5	深セン証券取引所	13.7	7.1
6	上海証券取引所	13.6	6.6	6	ナショナル証券取引所及び	11.7	6.1
0					ボンベイ証券取引所	11.7	
7	ロンドン証券取引所	8.5	4.1	7	NASDAQ	10.3	5.3
8	深セン証券取引所	7.6	3.7	8	韓国証券取引所	6.8	3.5
9	ナショナル証券取引所及び	E E	2.7	9	市台紅光取引記	<i>C</i> 1	3.2
9	ボンベイ証券取引所	5.5	2.1	9	東京証券取引所	6.1	3.2
10	オーストラリア証券取引所	5.0	2.4	10	サンパウロ証券取引所	5.7	3.0
	グローバルIPO合計	204.8	100.0		グローバルIPO合計	192.3	100.0

*2018年データは11月30日現在。 (出所) Steinbach (2018) より転記

お り、 ルスケア等のニュ NYSEやNASDAQと比較すると、IT、 1 エコ ノミー 産業の割合が相対的に低くなって バ イオ、

その原因の一つとして、 香港取引所は、 多くのニュ 1 工 コ ノミ

た。

式、 げられる。 多議決権種類株式とも呼ばれる)の上場を認めてこなかった点が挙 企業が採用している、 企業は、 加 重議決権株 そのためベンチャー 上場先として香港取引所を選択しな (weighted voting rights stock 普通株式より議決権が多い株式 企業を中心に、 61 創業者の支配 傾 W V S 卣 が 他議決権 あ 0 黄金株 た 権 が 強

などの米国を中心に多くの 主よりも高い発言権を保有している。 IT企業が採 同 崩 制 してい 度はFacebook、 Google

多議決権株式を有する株式会社は通常、

創業者や経営陣

が他

の株

の上場制度を二〇一八年四月に導入、 (まだ売り上げが建っていない 香港取引所は、 ニュ] 工 コノミー (pre-revenue) 0 発展を促進するために、 種類株式の上場を可能とし、 企業の上場を可 新規 能

た

(詳細は後述の

補

論

. .

香港の新規上場制度>を参照

ニュ

1

工

コ

ノミー

企業の

流入により、

新規上場企業の総数

気は過

去

する等)

財務条項を緩和することで、多くのTMT企業を引き付け

香港取引所上位10社のIPO状況(2018) 図表 4

13

(単位:10億香港ドル)

			(十四、10)四月1217/
順位	会社名	資金調達額	分野
1	China Tower Corporation Ltd	58.8	TMT
2	Xiaomi Corporation (*)	42.6	TMT
3	Meituan Dianping (*)	33.1	TMT
4	Ping An Healthcare and Technology Co.,	8.8	ヘルスケア/生命科学
4	Ltd	0.0	1、10人/// 生即付于
5	Jiangxi Bank Co., Ltd	8.6	金融サービス
6	WuXi AppTec	7.9	ヘルスケア/生命科学
7	Haidilao International Holdings Ltd	7.6	消費者市場
8	BeiGene, Ltd (*)	7.1	ヘルスケア/生命科学
9	Bank of Gansu Co., Ltd	6.8	金融サービス
10	Shandong Gold Mining Co., Ltd	5.2	エネルギー・資源
	10 1 10 10 00 m · · · · · · · · · · · · · · · · ·		

^(*) 新規上場規則の下での上場 (出所) Lau (2018) より転記

0) 最高に達した。三六件のIPOがニューエコノミー部門において実施され、メインボードに上場された一三三件 1POの四分の一以上を占めた(二○一七年の八○のメインボード上場企業では、 ニュ ーエコノミー分野の上

Meituan Dianpingが含まれる。 場は一一社、 コノミー」分野に属している。また、二〇一八年一一月末時点でバイオテクノロジー企業 上場 î企業の中には、スマートフォンメーカーのXiaomiや、食品配送チケットサービスプラットフォー 一五%程度)。 メインボード上の一三三のIPOのうち、三六は高度成長技術分野 (四社)、 0 W V R À 企業 1 0 工

業から大きな関心を集め、 香港取引所の 「新興・革新的部門の企業を対象とする新しい上場制度」は、 世界中から新興企業を引き付けた結果、 同年中に合計二五の海外企業が上場した。 世界中の「ニュ ーエコノミー」 企

(Xiaomiを含む二社)が上場され、二〇一八年のIPOトップ一〇企業のうち三社が新しい上場制度の対象であ

る。

例 具体的には中国本土のNEEQ市場に登録している企業一五社が二○一八年に香港に上場 している。こうした中国本土の店頭市場登録企業が、さらなる資金調達を目的として、香港取引所に上場する事 が増加している またNEEQ市場 略称NEEQ) (NEEQ市場については後述の<補論:新三板あるいはNEEQ市場について>を参照のこ (通称 「新三板」、北京の全国中小企業株式取引システム(National Equities Exchange and の運営する店頭登録市場) に登録する企業も、 香港IPO の候補群となりつつある。 (あるいは上場申請)

香港の成功を受けて、シンガポール取引所は、 上海証券取引所は、ハイテク企業向けに独立した市場を設立している(中国版ナスダックと言 企業に種類株式の上場を可能とする制度変更(二〇一九

ح (

ば われる科創板 れる)は、二〇一九年七月に取引を開始した)。 (科技創新板、英語では「Science and Technology Innovation Board」から STAR Marketとも呼

4 米国における動き

(1) IPO件数の減少傾向

ていることが伺える。 九九〇年代をピーク 年代別平均値を示している。同表からは、ⅠPO件数は一九八○年代(年平均二一八社)以降上昇しており、 図表5は一九八三年から二〇一八年間の米国のIPO件数の推移(NYSE及びNASDAQの合計)とその (同三四五社)として、二〇〇〇年代(同一一一社)、二〇一〇年代(同九八社)と低迷し

KSE)、ロンドン(LSE Group))の上場会社数の状況 図表6は二〇〇八年及び二〇一八年末の世界の主要IPO市場(米国(NYSE、NASDAQ)、香港 (国内・国外別)を示している。

同表からは、米国、ロンドンの上場企業数(とりわけ国内企業数)数は横ばいあるいは減少していることが分

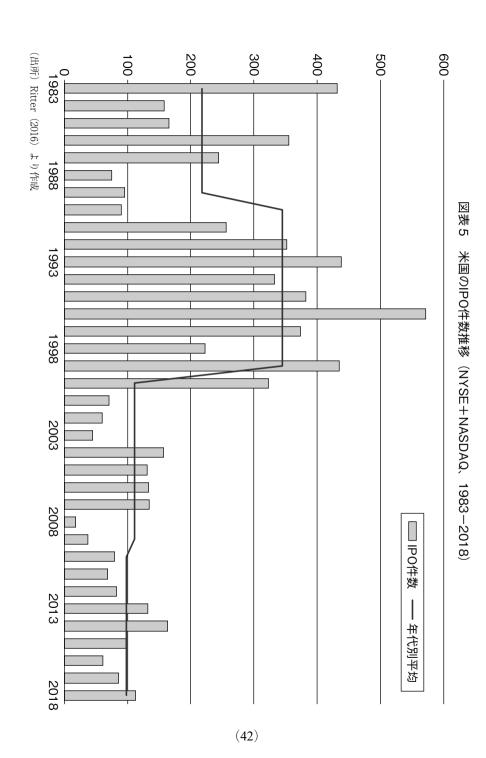
かる。

上場会社数の一○社から二○一八年の一五四社へと、伸び率が著しくなっている。 また香港の上場企業は、国内・国外部門ともに拡大している。とりわけ、国外部門については、二〇〇八年の

次節では、 米国における上場会社数の減少を踏まえて、米国で議論されている、 IPOの減少理由についての

視点を紹介する。

Ĥ



米国証券市場における	2	
	国証券市場にお	

凶衣 0	上場云仕数の比較(20064	FX UZ	0104)	
取引所 国内企業/外国企業		2008	2018	増減	増減率(%)
	国内	2,727	2,622	-105	- 3.9
NASDAQ (US)	外国	296	436	140	47.3
	合計	3,023	3,058	35	1.2
	国内	1,939	1,775	-164	- 8.5
NYSE*1	外国	510	510	0	0.0
	合計	2,449	2,285	-164	-6.7
	国内	1,251	2,161	910	72.7
香港取引所	外国	10	154	144	1,440.0
	合計	1,261	2,315	1,054	83.6
ロンドン証券取引所 グループ*2	国内	2,415	2,061	-354	- 14.7
	外国	681	418	-263	- 38.6
	合計	3,096	2,479	-617	- 19.9

L担合計数の比較 (2000年及が2010年)

ある。 る

エコノミスト

が

お役所仕事

の恐怖」

と呼

ぶ規

制

上

0

制

約

で

(出所) WFE Statistics Reportより作成

図車の

分がみられ ただし、 が行われてい 米国では、 各主張の内容は相互に重複する部分や、逆に矛盾する部 る。 I P る。 0 の 以下では、その主だった主張について説明する。 減少の原因とその影響について幅広く議 議 論

①規制上の問題 お役所仕事 (Red Tape) の懸念とその付

随

コスト

この主張は、 米国 0) Ι P O 数の 減少を論じる際に強く 主張され

同 主張は、 Sarbanes-Oxley法及び他の規制が企業 特 Ü 中 中 小 企業 小

企

業 の上場はほぼ不可能になったとする内容である。 具体的には、 0 IPOを高価か 上 場時 の必要な先行投資コストに加えて、 つ手間 0 かかるものにした結 果、

る

場

による潜在的

な成長機会を失わせ、

企業は非公開

のままでい

る

<u>ا</u>

0

0

情

報

開

示や他

0

規制

上の要件は負担が大きく、

企業にとって上

上場後

ことを好むように仕向けてい

(43)

²⁰⁰⁸年NYSEデータにはアメリカン証券取引所のデータが含まれる。

LSE Groupについては、2008年データにミラノ証券取引所データを含まない。

そしてアクティブ・インベスターの出現といった各種リスクは、 用の双方)、規制要件を満たすために必要なリソース関連費用、四半期報告書の作成費用、政治的及び社会的圧力、 上昇が、企業が上場を選択しない理由としている。上場手数料、SECが要求する開示費用(会計費用と機会費 全て公開会社が直面する可能性のある追加的な

②売り切れ (大企業による買収)

費用であり、これらコストは企業のIPOを妨げる可能性がある。

結果、

上場企業の価値は拡大方向にある。

米国の株式市場においては、 IPO数が一九九○年代以降減少傾向にある一方、 株価は上昇局面が長く続いた

高く評価されていると主張している。これはAmazon、Google、 ル部門を通じて、小規模成長企業の戦略的買収で増加している状況を説明可能である。 フロリダ大学のRitter (2016)は、大企業の一部門である方が、 Intelなどの大企業が、そのベンチャーキャピタ 小規模で独立した企業であるよりも企業価 値が

Nest(サーモスタット、火災報知器メーカー)及びWaze(モバイル・ナビアプリ)等が挙げられる。 るInstagram(写真共有サイト)とWhatsApp(メッセンジャーアプリ)、及びAlphabet(以前のGoogle)による は、Cisco SystemsによるAppDynamics(アプリケーション・モニタリングサービス) 近年IPOの有力候補となっていた多くの企業が大企業に買収されている。潜在的なIPOを妨げた買収の例 の買収、Facebookによ

たとも主張している。 Ritter (2016)はまた、 近年、 企業の最適規模が拡大したことで、M&Aが増加し、その結果、IPOが減少し

③流動性及び管理コストの拡大(投資家側の視点

UCLAバークレー校法科大学院教授のDavid Solomon (Solomon (2017))はミューチュアル・ファンドがより

一

方 その根拠として、 :い流動性と低い管理コストを求めたことで、小規模な公募の需要が減少し、IPOが減少したと主張している。 大規模なIPOへの投資回収は多くの小企業の投資回収の総額よりも大きい(あるいは等しい)ことが挙 一つの大規模なIPO案件に必要な人数は、多くの小規模な公募の合計人数よりも少ない。

げられる。こうした主張は、過去二○年間にみられたⅠPOの数及び規模の変化と一致している。

公開企業が減少する一方、 小企業を公開するコストは、 よると、投資家はより大規模の公募に対する需要を増加させ、 Oで三八○億ドルを調達し、二○一四年には二九一社が九六○億ドルを調達している。これはSolomon (2017)に Solomon (2017)におけるウォールストリート・ジャーナルの記事の引用では、一九九六年には六二四 公開企業の平均公開価格値 他の資金調達の選択肢に比して、不合理に高くなっている。この結果、全体として (規模) が大きくなっている。 小規模な公募への需要を減少させた結果であり、 · が I P

④効率的なプライベート市場の存在

加的な資本調達にある。 上場市場は資本調達の実施において、 最も効率的な場所の一つであり、 企業が上場を選択する理由の一つは追

能性が高い要因である。 (損失) せている」との主張がある。これら変化の理由は、一要因だけで説明できず、複数の要因の結果の可能性がある。 これら要因に共通する点として、株式公開の負担が、プライベートな資金調達の結果生じ得る資本効率の低下 しかし近年のプライベート市場の変化が、企業に対して「上場しない」あるいは「公開までの期間を長期化さ の可能性よりも、 大きいことが挙げられる。以下は、プライベートな資金調達の増加に影響を与えた可

歴史的な低金利状態の継続は、 企業の創業者 (株主兼経営者)が企業の支配権を完全に維持しつつ、(上場企

業に伴う監査等負担を回避し)、低コストで銀行から融資を受ける機会を(一部の)企業に提供している。

特に影響力があり、非適格投資家による投資の柔軟性を認めている(JOBS法のタイトルⅢについては、△補 論:JOBS法 プライベート市場から資金を調達がはるかに容易になった。二〇一五年に可決されたJOBS法のタイトル 二〇一二年のJOBS法 タイトルⅢ(クラウドファンディング)について>を参照のこと)。 (Jumpstart Our Business Startups Act、JOBS ACT) により、 非公開企業は \prod

てリターンを上げ、新興企業への資本供給を拡大することで、初期段階の企業の資金調達コスト引き下げをもた 株式市場の低リターン期間が続いたことで、投資家はベンチャーキャピタル、グロース・エクイティを利用し

⑤投資家ポートフォリオのリバランス

らした。

起因している。九〇年代に多くのIPOが実施されたが、その多くの事業は失敗、上場廃止された。 Brown (2017)によると、九六年以降のIPOの減少の半分以上が、ドットコムによるバブルビジネスの失敗に

の減少が米国の資本市場の弱さの兆候ではないという主張を強く支持すると共に、現在は公開市場におけるリバ (企業数の減少理由の半分はドットコム時代のビジネスの失敗だけでは説明できないが)、 同分析結果は I P O

ランス(または軌道修正)の途中と考えられる。

同調査においては、

上場企業の最大一%が時価総額の二九%を占め、

米国の時価総額

の五〇%以上を一四〇社

の弱体化を示唆しているとする他の主張を無視している面もある)。 が占めていることが示され、 力強い資本市場像を描いている(しかし、 同主張は米国のIPOの減少が資本市場

前述のSolomon (2017)もこの主張に同意し、IPOは九○年代に高く、今では七○~八○年代のレベルに修正

され、IPOは正常化の過程にあると示唆している。

⑥IPOの波(市場環境の重視)

本主張は、 IPO水準の変化を説明するものである。 「⑤投資家ポートフォリオのリバランス」の主張と同様に、 IPO実施時の株式市場の状況を調べ

増減、 市場リターンの上昇に先行し、その後に市場収益の減少が続くことを発見している。 0) 市場の強さを反映した経済的なトレンドに従っている事実を示している。 Pastor, et. al IPOの将来の平均収益性の不確実性状況)により変動すると主張している。 (2005)は、 毎年IPOの水準は関連する経済指標 (予想される市場収益率、 この結果は、 同論文は、 予想される総収 IPOの拡大が IPOが現在 益 0

(3)IPOの必要性についての発言

制当局である証券取引委員会 前節では、 IPOの減少についての米国における様々な議論の内容を紹介した。次に本節では、 (SEC) の姿勢を紹介する。 資本市場の規

示している(Clayton (2017))。当該内容は、証券市場の規制当局の姿勢を示すものとして興味深い。 SECのJay Clayton委員長は、就任後の講演において、 上場会社数及びIPOの減少について以下の見解を

会社数の減少が、 加や他の負担が、 委員長は、 米国における上場会社総数が過去二〇年間で半減した状況やIPOの減少について、 結果として中小企業を対象とする株式市場 企業を株式公開以外の他の資本調達手段に向かわせた可能性を示唆した上で、 (相対的に流動性の低い市場) そのものの衰退 中 情報 小企業 開 の上場 示 · 減 の増

少につながる懸念を示している。

理由として、大多数の投資家(Main-street Investors)が企業の成長に関与できなくなるとの主張を行っている。 そして原因の如何に関わらず、上場企業の数の減少は、市場及びより一般的な国にとって深刻な影響を及ぼす

(4)何故IPOは重要なのか?:米国におけるIPOの歴史的及び経済的意義

前節では、SECのClayton委員長のスピーチ内容を紹介した。本節では、実際に米国の株式に投資した場合、

どの程度の収益率が投資家に発生したのかを調べる。

具体的には、米国を代表するIT企業群である、マイクロソフトと、GAFAと称されるApple、Google(正

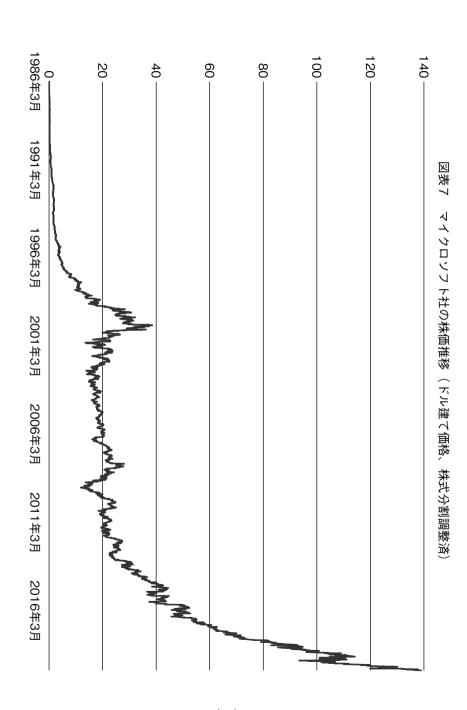
確にはAlphabet社)、Facebook、Amazonの五社についての投資シミュレーションを行う。

図表7はマイクロソフトの株価推移をグラフ化したものである(グラフ化に際し、株式分割による単価 一の変更

を調整・反映している)。

し株式分割は考慮するが、配当は考慮していない。 ンに際しては、各銘柄を初値で購入、その後二〇一九年七月一二日まで保有したものと仮定し、収益率計算に際 図表8は、マイクロソフト等五社の株式について、投資シミュレーションの結果を示している。シミュレーショ

る。 有し、株価は一株当たり一三八・九ドルでその価値は四〇〇万三二〇ドルとなる。この投資の年平均収益率は五 り二三・二三ドルを支払う。 ある。シミュレーションにみられるように、例えば株式市場の上場日にマイクロソフトに投資すれば、 AmazonやMicrosoftのような会社は、その成長段階の早い時期に証券取引所に上場することで成功した好例で 同株式を二○一九年七月一二日まで保有したとすると、投資家は株式分割の結果として二万八八○○株を保 同日の投資が最小単位である一〇〇株を購入した場合、 投資額は二三二三ドルであ 株当た



九・一%である。

通じて間接的に企業投資を行うことで、 に参加する手段を提供してきた。 的な高低はあるが) このようにシミュ 米国では歴史的に、 高 レ 企業のIPOは、 い投資パフォーマンスを実現してい ーション結果をみると、 投資家は、 投資を行う大衆が企業の 企業の経済活動が 直接、 61 ず ある n 0 銘 61 は 柄 年金等を b 成 相 長 対

こうした投資機会は、 機関投資家から個人投資家に至る全ての 投資

生み

出

した

富を共有してきた。

家に開 を実現しつつ、 おり、その資産形成に大きく貢献してきた。このように高い これまで(債券等に比して) かれており、 年金等大規模な資金運用が可能なの 投資家は 相対的に高いパフォーマンスを実現 (価格変動等のリスクを抱えつつ は 株式 市 リターン 場 0) Z

Ι

POの実現が重要となる。

であり、

長期的に株式市場の機能や活力を維持する上でも、

継続

的

な

米国代表的IT銘柄への投資シミュレーション 図表8

€,

会社名	上場日	上場日 株 価 (初値)	2019年7 月12日株 価(終値)	株数(100 株からの 変化)	7月12日 時点投資 金額	総収益率 (%)	期間 (年)	年平均 収益率 (%)	株式分割回 数・株数変 化状況
Apple	1980年12月12日	22	203.3	5,600	1,138,480	51,649.1	38.6	1,338.0	4回 1→56株
Microsoft	1986年3月13日	23.23	138.9	28,800	4,000,320	17,132.8	33.0	519.1	9回 1 → 288株
Amazon	1997年5月15日	18	2,011	1,200	2,413,200	133,966.7	22.0	6,067.3	3回 1→12株
Alphabet (Google)	2004年8月19日	85	1,144.9	199.8	228,751	2,591.2	14.0	185.0	1回 1→1.998株
Facebook	2012年5月18日	45	204.89	100	20,489	355.3	7.1	50.5	無し

^{*}収益率等の計算に配当は考慮せず、株式分割は考慮、収益率に反映。

におけるIPO水準の変化についての議論を紹介した。

本稿では二〇一八年における香港

の

IPO市場

の拡大と、

米国市場

5

終わりに

^{*}企業配列は上場時期順。

香港取引所の勃興の背景には、 中国・アジア地域を中心とする高成長を背景とした香港市場の (相対的な) 立

場 一の向上や、 で 種類株の上場といった取引所側の努力が存在している。

経済成長率の低下に起因する可能性 〇以外の資金調達手段の拡大による可能性等、 方、米国におけるIPOの相対的な減少については、その理由を判断、 (更に米国の資本市場の魅力低下と結びつける議論もある)、 複数の要因が考えられるが、現時点では、 あるいは評価が難しい。 定説的な主張はみられ あるいはIP 理由として、

ない。

内、 わ け資金超脱手段が多様化している昨今では、企業経営者は、 しかし、 メリット・デメリットを勘案して最も有利な条件の手段を選択することが合理的な選択となる。 (あるいは企業経営者) の立場から考えた場合、IPOは複数ある資金調達手段の一つに過ぎない。 投資家 (とりわけ個人投資家) の立場からすれば、 IPO水準の低下は、 企業の公開・非公開を含む様々な資金調達手段の 企業活動への参加 (更には とり

その富の配分)に関与する機会の減少を意味しており、SECのClayton委員長の指摘するように、今後大きな

問題となり得る。

深いものとなっている。 このように考えると、二〇一八年のグローバルなIPO状況は、 様々な議論の種を提供するものであり、 興味

/補論:香港の新規上場制度>

(1) バイオ企業に対する上場規則の緩和 香港取引所の新規上場制度では、 財務条件等の数値基準が変更された他、以下の施策が導入された。

- 2 種類株式を採用しているニューエコノミー企業の上場可能化
- 3 ニュー エコノミー企業の二次 (セカンダリー) 上場の取
- ンボードへの上場が可能となった。 の継続性 なくても、 利益基準、 1 (最低二年間) 上場時に一定の時価総額 ②時価総額 メインボード上場規則にバイオテック企業に対する上場規則を追加した。 等の条件を満たせば、 / 売上高基準、 (一五億香港ドル ③時価総額 創業期で売り上げがない /売上高/キャッシュフロー基準の三つの財務要件を満たさ (約二二五億円) 以上) (あるいは赤字の) があり、 同一 上場時における既存の バ 0) 経営陣による事業 イオ企業でもメイ
- 売上高 業でありなおかつ革新的であること、そして上場時の時価総額 最大一〇倍まで) 香港ドル 場規則を追加した。 (上場時の時価総額は四○○億香港ドル(約六○○○億円) 約一 メインボード上場規則に加重議決権 五 などの条件を満たすことで、 ○億円) 過重議決権株式を発行している上場申請企業は、 であること)、 加重決議権の上限 過重議決権株式制度の採用企業はメインボード W V R (過重議決権株式の議決権 等の種類株式制度を採用してい (一〇〇億香港ドル 未満の場合、 継続して高いビジネス成長が予想される企 直前一年の売上高は最低一〇億 (約一五○○億円)以上)、 の上 限 は る企業に対する上 の上場が可能と 一般普通 式
- 発行企業または中華圏が事業の中心となる企業によるセカンダリー上場時の時価総額は四○○億香港ドル LSEのメインボードで上場しているニューエコノミー企業 セカンダリー上 ニュ ーエコ ノミー |場時の時価総額 企業の香港でのセカンダリ (一〇〇億香港ドル ĺ (WVR発行企業、 上場 (約一五〇〇億円) ő 取扱 (V が変更。 中国 [圏が事業の中心となる企業 以上)、 N Y S E 財務要件 Ν A S D W V R (約六 Q

なった。

〇〇〇億円) コンプライアンス状況が良好等の条件を満たす場合、 未満の場合、直前一年の売上高は最低一○億香港ドル(約一五○億円))、少なくとも直前二年間の 上場規則の適用が免除される。

<補論:新三板あるいはNEEQ市場について>

企業の育成を目指し、 ムは一般に「新三板」と呼ばれている(「新三板」とは新しい第三市場を意味)。 中国 資本市場の機能強化を目的として、 二〇一二年に全国中小会社株式譲渡市場を設立した。同譲渡市場ないし譲渡市場のシステ 既存の取引所市場に加えて、 取引所外市場を発展させ、

として中国証券監督管理委員会(CSRC)の監督管理下に置かれている。全国中小企業株式譲渡システムを管 二〇一三年一月に、 が稼働した。同システムは国務院の認可を経て設立された店頭市場であり、登録企業は「非上場公衆会社_ 中小企業向け店頭市場である「全国中小企業株式譲渡システム」(http://www.neeq.com.

理・運営するのは「全国株式譲渡システム会社」である。

を「一板」 人株の売買と、上海・深圳証券取引所で上場廃止となった株式の売買が行われていた。中国では、メインボード テム」であり、 同システムの前身は、 「三板」市場に 市場、 当初は、一九九九年に閉鎖されたSTAQシステムとNETシステムで取引されていた非流通法 新興企業ボードを「二板」市場と呼ぶことから、上記店頭市場を「三板」市場と呼んだ。 (増資などの)資金調達機能はなく、また小規模で流動性も低く、 中国証券業協会が二〇〇〇年に一部の証券会社に認めた店頭市場の 注目度も低かった。 「株式譲渡代行シス しか

動きが活発化、中国科学技術部、CSRC、中国証券業協会、深圳証券取引所、北京市中関村管理委員会の五部 その後、資本市場機能強化を目的として、店頭市場を発展させ、ハイテク・高成長の新興企業の育成を目指す

門により設立されたのが「新三板」市場である。

提供するとともに、 三板市場は、 旧三板市場と異なり、 メインボード、 新興企業ボードの上場を目指す企業のプラットフォームになりつつある。 第三者割当増資が可能であるため、 ハイテク技術企業の資金調達 の場を

へ補論 .. J O B S 法 タイトルⅢ (クラウドファンディング) について>

ネットを使ったプラットフ たなプラットフォームによる新興企業の資金調達の容易化(簡易な手続きで調達可能な資金総額の拡大、インター 義務の緩和、 対する規制の負担を軽減し、公募と私募の両方から資金調達市場の活性化及び資金調達の促進を図ることにある。 法律である。 その内容は大別して、①規制緩和及び義務の免除 JOBS法は、 同法の趣旨は、 アナリスト・レポート作成や投資家向けミーティング開催の緩和等の規制緩和)、 中小企業や新興企業の資金調達を促進する規制として、二〇一二年にオバマ政権下で成立した オームの認可、 連邦証券法を修正し、米国の雇用を創出する担い手とされる中小企業や新興企業に 継続的開示義務免除の株主数緩和) (新興企業の提出財務データの軽減、 等である。 インターネットやソー 役員報酬に関する開示 ②資金調達の新

が媒介になって運営しているオンラインプラットフォーム、またはクラウドファンディングのポータルとして運 非適格投資家にも証券の募集・売付けが可能となった(その際、企業はSECに登録したブローカー・ディーラー 緩和された。 、イトルⅢでは**、** 具体的には、 クラウドファンディングについて一定の要件の下、 企業が株式型クラウドファンディングで資金調達を行う場合、 証券法の登録義務を免除するなど規制 SECへの登録なしに が

少額の資金拠出を受ける仕組みである。

シャルメディアで資金調達できるクラウドファンディングは、

新興企業を中心に利用されており、

多数の人から

営されているポータルのいずれかを通して募集を行う必要があり、一二ヵ月間に一○七万ドルまで資金調達が可 能になった)。

が、二○一五年のタイトルⅢにより、投資できる起業家及び投資家の範囲が拡大、適格機関投資家に当てはまら ない個人投資家(Non-accredited investors)も投資が可能になった。 同法以前は、SECが定めた適格投資家でなければクラウドファンディングへの「投資」が認められなかった

参考資料

- Brown, David (2017), "Looking behind the declining number of public companies: An analysis of trends in US capital trends-in-the-us-capital-markets.pdf markets" Earnest Young, 2017 May, (https://www.sec.gov/spotlight/investor-advisory-committee-2012/ey-an-analysis-of-
- · Christensen, Caleb (2018) "Decline of the IPO and the Implications for Your Company", IPO Hub, October 10, 2018, (https:// www.ipohub.org/decline-of-the-ipo-and-the-implications-for-your-company/)
- · Clayton, Jay (2017), "Remarks at the Economic Club of New York", Securities Exchange Comission, July 12, 2017, (https:// www.sec.gov/news/speech/remarks-economic-club-new-york)
- Kihara, Takeshi (2018), "Hong Kong leads world in IPOs for 2018, driven by tech listings", TAKESHI, KIHARA, Nikkei Asian Review. (https://asia.nikkei.com/Business/Markets/Hong-Kong-leads-world-in-IPOs-for-2018-driven-by-tech-listings
- Lau, Paul (2018), "Mainland China and Hong Kong 2018 Review: IPOs and other market trends", KPMG China, 11 December 2018, (https://home.kpmg/cn/en/home/insights/2018/12/china-hk-ipo-2018-review.html)

- Mauboussin, Michael et. al (2017) "The Incredible Shrinking Universe of Stocks The Causes and Consequences of Fewer mfYsPRAuTFRGdTSF4HZIvTkA%3d $doc View?language = ENG\& format = PDF\& sourceid = em\& document_id = 1072753661\& serialid = h\%2b\%2fwLdU\%2fT1 aitAx1rnate for the following states of the following states of$ U.S. Equities" GLOBAL FINANCIAL STRATEGIES, Credit Suisse, March 22, 2017, (https://research-doc.credit-suisse.com/
- Mehra, Nina (2018), "Hong Kong set to regain top spot for IPOs with HKD300 billion proceeds, finds KPMG analysis", KPMG hkd300-billion-proceeds.html China, (https://home.kpmg/cn/en/home/news-media/press-releases/2018/12/hong-kong-set-to-regain-top-spot-for-ipos-with-
- · Pastor, Lubos et. al (2005) "Rational IPO Waves", The Journal of Finance, August 2015, Vol. 60, Iss. 4, pp. 1713-1757., (https:// Ritter, Jay (2016), "Initial Public Offerings: Updated Statistics" University of Florida, 2016 March 8, (https://site.warrington. faculty.chicagobooth.edu/lubos.pastor/research/ipowave15.pdf
- · Solomon, David (2017), "A dearth of I.P.O.s, but it's not the fault of red tape", Mar 29 2017, The NY Times, (https://www. ufl.edu/ritter/files/2016/03/Initial-Public-Offerings-Updated-Statistics-2016-03-08.pdf
- · Steinbach, Martin (2018), "Big vs. agile: what happened in the global IPO market in Q4 2018", EY, 11 Dec 2018, (https://www.

cnbc.com/2017/03/29/a-dearth-of-ipos-but-its-not-the-fault-of-red-tape.html)

岡田功太(二〇一八)、「米国の株式公開市場の活性化に係る施策を巡る議論」、 (http://www.nicmr.com/nicmr/report/repo/2018/2018aut05web.pdf) 野村資本市場クォータリー、二〇一八秋号、

ey.com/en_gl/growth/how-to-read-the-global-ipo-market-q4-2018

齋藤尚登(二○一三)、「中国の中小企業向け店頭市場が正式スタート」、二○一三年二月二八日、大和総研、(https://www.

dir.co.jp/report/research/economics/china/20130228_006876.pdf)

上野まな美、鳥毛拓馬「米国のIPOに関わる規制見直しの動き」、大和総研、二〇一八年三月二日、(https://www.dir.co.jp/

report/research/law-research/securities/20180302_012800.pdf)

鈴木克昌、田井中克之(二〇一八)、「議決権種類株式方式を用いたシンガポール証券取引所への上場」、CAPITAL

MARKETS BULLETIN 二〇一八年八月号 (Vol. 38)、二〇一八年八月、(http://www.mhmjapan.com/content/files/

00032003/20181003-113716.pdf)

成卓倫、梅原直樹(二○一九)、「中国の金融改革:上海証取に中国版ナスダック市場開設」、国際通貨研究所、(https://www.

iima.or.jp/docs/column/2019/ei2019.18.pdf)

森脇章、李加弟(二○一七)、「新三板の概要・現状・利用可能性」、『BTMU Anderson Mori and Tomotsune' (https://www.amt-law.com/publications/detail/publication_0013147_ja_001) 中国月報 第一三八号』二〇一七年七月、

(しま よしのり・客員研究員)

~~~~~~ 証研レポート既刊目録 ~~~~~~

No.1702(2017.6) フィンテック時代の証券業 ECBの量的緩和と国債保有・損益負担 欧州ダーク・ブールの実情	執筆者 二上 伊豆 吉川	No.1709 (2018.8) 先人たちの先物取引論 一福澤諭吉とマックス・ウェーバーー 金融模合の事例調査	執筆者 二上 松尾
ー英国FCAの報告書にみる実態ー レバレッジETFに見る投資家行動 ー市場価格データに基づく実証分析ー	志馬	ー沖縄本島と宮古の事例ー ECBの量的緩和政策 欧州ダーク・プール規制の影響 ーリット、ダーク、OTC、SI-	伊豆吉川
No.1703(2017.8) フィンテックの促進へ進展する制度整備 非上場株式およびTokyo Pro Marketの最近の動成 欧州ダーク・ブールの実情 2 一英国 F C A のデータ分析にみる実態一 米国のレバレッジ系E T F における投資家行動	吉川	No.1710 (2018.10) 金融資産分布の地域的変化 ーリーマンショック後ー アメリカのメイカー・テイカー手数料とパイロット・プログラム 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 地方証券とそのビジネスの変遷	二上 清水 志 深見
No.1704 (2017.10) 投資型クラウドファンディングの新たな展開 欧州ダーク・プールの実情3 一英国FCAのデータ分析にみる実態2- 我が国のマネジメント・バイアウト (MBO) をめぐる動作 赤字国債膨張の財政構造分析 一少子高齢化が財政に与える影響について	吉川 一 志馬 中島	No.1711 (2018.12) 満二○年を迎えた証券業の登録制 日米のベンチャーキャピタルの現状 - C V C の動向を中心として一 日本銀行の引当金について ペリオディック・オークション - M i F I D II が生み出した取引形態ー	二上 松 伊 吉川
No.1705 (2017.12) わが国証券業界の回顧二○年 株主コミュニティ制度の現状と課題 モンテパスキ銀行の救済とベイルイン ブローカー・ディーラーの注文回送について No.1706 (2018.2)	二上 松尾 伊豆 清水	Mo.1712 (2019.2) 証券業界への参入・退出等の最近の状況 米ティックサイズ拡大の試験プログラム - S E C の実証結果 - 拡大するリスク・パリティ戦略とETF フェア・ディスクロージャー・ルールの検討	二上 清水 志馬 梅本
最近の欧米における金融商品販売規制改革 取引所外(市場外)取引の様々な形態について ーPTS、ダーク・プール、仲介(媒介) 日本におけるクラウドSAFEの試み 我が国のPTSを巡る状況 役員等の自社株売買情報の開示 ーなぜ日経制には役員の自社株売買情報が掲載されないのか) — 松尾 志馬 梅本	Mo.1713 (2019.4) 「キャッシュレス化」、「モバイル化」そして「スマホ証券」 不動産クラウドファンディングの現状と可能性 中央銀行の資本金制度と利益処分 豪州HFTの実情2 -ASICによる調査報告-	二上 松尾 伊豆 吉川
No.1707 (2018.4) 急速に拡大するフィンテック 拡大する国内株式投資型クラウドファンディング EUにおけるベイルインとベイルアウト ダブル・ボリューム・キャップ ーEUのダーク・プール取引規制ー	二上 ブ 松尾 伊豆 吉川	No.1714 (2019.6) オプションと保険 一日経二五五ブション市場開設三〇周年を迎えて・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 米国における取引所情報の配信をめぐる議論 長期保有株主を優遇する議決権行使制度 ーtenure votingまたはtime-phased voting	清水 志馬 福本
No.1708 (2018.6) 株式投資型クラウドファンディングと沖縄の「模合ーオートノミ・ベースの運用と「集合知」の可能性ダーク・プールとその規制について MBOを巡る判決と行政指針 ーレックス・ホールディングス事件判決と経産省MBO指 スポティファイの行ったDirect Listing(直接上場	i 清水 志馬 計一	No.1715 (2019.8) 証券会社の収入構成変化と「その他手数料」について E S G ・ S D G s とクラウドファンディング ーコーポレートガバナンスを中心にーレバ・ローンは第二のサブプライムか? 米国における上場企業数の減少 - S I F M A の報告書に見る実態ー	二上 松 豆 吉川

2019年10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)