

証 研

レポート

No.1693

2015年12月

クラウドファンディングの世界的趨勢

松尾 順介（1）

豪州HFTの実情

～ASICによる調査報告書～

吉川 真裕（16）

米国ATS（代替的取引システム）の透明性向上のためのSECルール提案

清水 葉子（28）

長期保有株主優遇策としての種類株式

福本 葵（39）

クラウドファンディングの世界的趨勢

松尾 順介

はじめに

クラウドファンディングに関する関心が高まっている。ちなみに、クラウドファンディングを新聞記事検索すると、初めて新聞記事に取り上げられたのは、二〇一〇年一〇月であり、同年の掲載件数はこの一件のみで、翌二〇一一年も二件に過ぎなかったが、その後二〇一二年七〇件、二〇一三年五六七件と増加し、二〇一四年には一四一四件に達している。二〇一五年は一月末現在、二三八六件である。なお、見出しだけに限定すると、初めて見出しに登場したのは、二〇一二年二月であり、同年の掲載件数は一九件に過ぎなかったが、翌二〇一三年六七件、二〇一四年一八六件と増加し、二〇一五年は一月末現在、二一八件に達している。また、海外のデータに関しては、学術文献を中心としたデータベースEBSCOで検索すると、二〇〇九年は〇件であったが、二〇一〇年九件、二〇一一年六五件、二〇一二年四一五件、二〇一三年八八四件、二〇一四年一一〇四件、二〇一五年一月末九七八件となっている。

これらのデータは、内外でクラウドファンディングの周知性が高まっていることを意味しており、その背景にはクラウドファンディングによる資金調達や資金提供の拡大・活発化という事実があると考えられる。

そこで、本稿では、世界的なクラウドファンディングの拡大傾向をデータによって概観し、その趨勢を展望する。なお、本稿で紹介するデータは、“2015CF The Crowdfunding Industry Report”であり、このレポートは、

massolutionという組織が世界のクラウドファンディング市場の現状について調査・報告しているものである。

1 クラウドファンディングの地理的拡大

地域別にクラウドファンディングの成長を見ると、以下のように世界全体では、二〇一二年二七億ドル、二〇一三年六一億ドルから大きく成長し、二〇一四年には一六二億ドル（成長率一六七％）に達している。さらに、地域別では、二〇一三年には、世界全体の八六％を北米と欧州が占めていたのに対し、二〇一四年には、北米と欧州の割合は七八％に低下し、逆にアジアが二一％に達している。⁽⁴⁾このようなアジアの成長は、中国でのクラウドファンディングの増加が主たる要因となっていると考えられる。中国では、Yooli、Jimbox、Renrendai、Itouzi、Tuandaiなどの貸付型クラウドファンディングプラットフォームが成長しており、世界の主要なクラウドファンディングプラットフォームに位置づけられるようになっていく。さらに、同レポートは、二〇一五年の世界全体の規模を三四億ドル（同一二二％）と予想しており、地域別では北米一七二・五億ドル（同八二・三％）、アジア一〇五億ドル（同一二〇％）、欧州六四八億ドル（同九九％）としている。⁽⁵⁾

他方、同レポートでは、国別のデータは、示されていないが、英国に関して

図表1 地域別クラウドファンディングの成長

（単位：万ドル、％）

	2012年		2013年			2014年			2015年（予想）		
	金額	割合	金額	成長率	割合	金額	成長率	割合	金額	成長率	割合
北米	161,000	60.4	386,000	139.8	62.7	946,000	145.1	58.3	1,725,000	82.3	50.1
アジア	3,300	1.2	81,000	2,354.5	13.2	340,000	319.8	20.9	1,054,000	210.0	30.6
欧州	94,500	35.5	135,000	42.9	21.9	326,000	141.5	20.1	648,000	98.8	18.8
南米	80,000	2.9	2,140	-97.3	0.3	5,720	167.3	0.4	8,574	49.9	0.2
オセアニア	7,600	2.8	2,720	-64.2	0.4	4,320	58.8	0.3	6,860	58.8	0.2
アフリカ	6,500	2.4	8,600	32.3	1.4	1,200	-86.0	0.1	2,416	101.3	0.1
合計	270,000	100.0	615,460	127.9	100.0	1,620,000	163.2	100.0	3,440,000	112.3	100.0

（出所）massolution [2015] p. 53及びp. 58をもとに作成。

は、FSCのレビューでは、英国の数字が紹介されている。⁽⁶⁾それによると、二〇一四年の英国の貸付型の資金調達額は、消費者向け五四、七〇〇万ポンド、企業向け七四、九〇〇万ポンド、合計一二九、六〇〇万ポンド、エクイティ型は八、四〇〇万ポンドで、総計一三八、〇〇〇万ポンド、約二〇億ドルとなっている。欧州全体が約三二・六億ドルであることを考えると、英国の占める割合は相当高いといえるだろう。

2 種類別のクラウドファンディングの成長

種類別のクラウドファンディングの成長を見たものが、以下である。なお、ここでの種類分けは、次の五つの型に分けられる。⁽⁷⁾

①寄付型は、社会奉仕事業などへの寄付であり、何ら金銭的な見返りを求めない。例えば、地方での学校建設のためのキャンペーンなどは、これに含まれる。

②成果還元型は、金銭的なリターンはないが、出資対象事業の成果(reward)を還元するものであり、製品などが出資者に還元される。例えば、アルバム制作を目指す音楽家に対し制作資金を支援し、完成後にサイン入りアルバムが提供されるようなキャンペーンはこれに含まれる。なお、日本で「購買型」と称されるものは、これに該当すると思われる。

③貸付型は、投資家が将来的に返済されるべき債務証書を受け取るものであり、キャンペーンの事業者は、投資家の出資した資金を債務として受け取り、将来的に利付で元本を返済することになる。ここには、金融機関を介さない消費者向けローン(peer-to-peer lending: P2P)と事業者向けローン(peer to business: P2B)とが含まれる。

④エクイティ型は、投資家に株式ないし持分証書を発行するものであり、それは所有権であるとともに、将来収益の請求権を表している。その収益は、投資対象事業の成否に左右される。なお、SPV（特別目的会社）を設立するような場合もここに含まれることから、匿名組合を利用して資金調達する、集团的投資スキーム型もこれに該当すると考えられるため、いわゆる「投資型クラウドファンディング」とほぼ等しいと思われる。

⑤ロイヤリティ型は、出資者に対して、将来収益の支払いを保証するもので、保証契約は固定金額または比率である。一般的には、出資資金によつて知的財産を創作し、その権利料や使用料収入などを支払うものである。

なお、①と②を合わせて、非金銭型とされ、③～⑤は金銭型とされる。

同レポートによると、一貫して高い数値を示しているのが、貸付型であり、二〇一四年には、一一〇億ドルに達し、クラウドファンディングの資金調達額の六八％を占めるに至っている。

ここで、エクイティ型、つまり投資型は、二〇一三年から二〇一四年にかけて年率一八三％の成長であり、約三倍の規模に達している。その二大市場は、北米の七・八八億ドルと欧州の一・八億ドルであり、年成長率は、それぞれ三〇％と一四五％であり、成長率の面では、必ずしも低いとは言えないが、全体の中での割合は、高いとは言えない。⁽⁸⁾

図表２ 種類別のクラウドファンディングの成長

(単位：万ドル、％)

種類	2012年		2013年		2014年	
	金額	割合	金額	割合	金額	割合
寄付型	99,900	37.0	134,000	22.1	194,000	12.0
エクイティ型	11,800	4.4	39,500	6.5	111,000	6.8
貸付型	119,000	44.1	344,000	56.6	1,108,000	68.3
成果還元型	39,100	14.5	72,600	11.9	133,000	8.2
混合型	—	0.0	11,700	1.9	48,700	3.0
ロイヤリティ型	—	0.0	5,900	1.0	27,300	1.7
合計	269,800	100.0	607,700	100.0	1,622,000	100.0

(出所) massolution [2015] p. 56をもとに作成。

3 キャンペーンの規模

資金調達事業（キャンペーン）の規模は、以下の通りである。

寄付型、成果還元型、消費者向け貸付型は、概ね三〇〇〇ドル程度であるが、エクイティ型は、欧州が約三一万ドル規模であるのに対し、米国は一七・五万ドルと欧州の半分程度である。さらに、最も規模が大きいのはアジアであり、三四・二万ドルに達している。なお、このようなアジアの成長は、中国に牽引されているという。全世界では、エクイティ型の平均的な規模は、二〇一三年も三〇・五%成長し、二四・八万ドルとなり、二〇一四年には、さらに一一%成長し、二七・五万ドルに達している。⁽¹⁰⁾

4 キャンペーンの活発さ

クラウドファンディングによる資金調達事業について、活発さの点で上位のプラットフォームを一分野に分類すると、ビジネス・起業分野の資金調達額の割合がトップを占めており、二〇一三年の資金調達額の三〇・七%、二〇一四年の四一・三%を占めている。社会事業は、

図表3 キャンペーンの前平均規模
(2014年、単位：ドル)

種類	平均金額
寄付型	3,363
成果還元型	3,189
貸付型（消費者向け）	3,399
貸付型（中小事業者向け）	103,618
エクイティ型（米国）	175,000
エクイティ型（欧州）	309,124
エクイティ型（アジア）	342,260
エクイティ型（オセアニア）	307,474

（出所）massolution [2015] p. 61をもとに作成。

図表4 活発さの高い11分野の資金調達額の割合
(%)

分野	2013年	2014年
ビジネス・起業	30.66	41.26
社会奉仕	20.08	18.55
映画・演劇	11.97	12.13
音楽・レコーディング	4.95	4.54
科学・技術	9.93	4.36
不動産	6.23	6.16
エネルギー・環境	1.33	1.61
ファッション	1.24	1.20
芸術全般	1.81	1.68
情報通信技術	1.16	0.96
出版（ジャーナリズム・書籍）	1.77	1.62
その他	8.87	5.50

（出所）massolution [2015] p. 69をもとに作成。

第二位であり、二〇一三年二〇・八％、二〇一四年一八・九％である。それに次ぐのが、映画・演劇であり、二〇一三年一一・九七％、二〇一四年一二・一三％を占めている。⁽¹¹⁾

5 資金調達集中度

大手のクラウドファンディングプラットフォームへの資金調達の集中度をみたものが図表5である。これによると、上位五社への集中度は、二〇一一年六七％から二〇一四年五二％へと低下し、同様に上位一〇社も八三％から六七％へと低下している。同レポートは、二〇一五年もこの傾向は続くものと予想している。

さらに、同レポートでは、北米と欧州のクラウドファンディングの市場構造が大きく異なっていることを指摘している。⁽¹²⁾ 北米では、市場は少数の巨大プレーヤーによって占有される度合いを増しているのに対し、欧州では大手のプレーヤーによって占有される度合いは、一貫して低位である。北米では、二〇一二年の上位五社が七三％、上位一〇社が八九％を占め、二〇一三年ではさらに上昇し、上位五社が八一％、上位一〇社が九〇％に達し、二〇一四年にはそれぞれ七九・五％、八八％となっている。つまり、北米では、資金調達額は、大手のクラウドファンディングプラットフォームで占められている（図表6）。これは新規参入が困難となっていることを意味しており、クラウドファンディングプラットフォームの新規参入の割合も低下していることが指摘されている。

逆に、欧州では、二〇一一年では上位五社が九五％、上位一〇社が九七％を占めていた

図表5 クラウドファンディングプラットフォームの集中度

(単位：百万ドル)

	2011年		2012年		2013年		2014年	
	金額	%	金額	%	金額	%	金額	%
上位5社	985	67	1,670	62	3,540	59	8,600	52
上位10社	1,200	83	2,050	76	4,360	72	11,000	67

(出所) massolution [2015] p. 70をもとに作成。

のに対し、二〇一三年には、それぞれ七五%、八五%に低下し、二〇一四年にはそれぞれ六四%、七五%へとさらに低下している（図表7）。このことは、クラウドファンディングプラットフォームの新規参入機会が存在していることが示唆されるとともに、欧州全域をカバーするような支配的なプレーヤーが表れにくいことも示唆される。つまり、欧州市場の地域性を伴う地理的分散ゆえに、資金調達も多数のクラウドファンディングプラットフォームに分散化している。

なお、欧米における上位五社を挙げたものが、図表8である。

図表6 北米におけるクラウドファンディングプラットフォームの集中度

（単位：百万ドル）

	2011年		2012年		2013年		2014年	
	金額	%	金額	%	金額	%	金額	%
上位5社	611	73.0	1,250	78.0	3,130	81.0	7,580	79.5
上位10社	745	89.0	1,440	89.5	3,470	90.0	8,380	88.0

（出所）massolution [2015] p. 72をもとに作成。

図表7 欧州におけるクラウドファンディングプラットフォームの集中度

（単位：百万ドル）

	2011年		2012年		2013年		2014年	
	金額	%	金額	%	金額	%	金額	%
上位5社	555	95	784.4	83	1,020	75	2,070	64
上位10社	566.4	97	860	93	1,170	85	2,450	75

（出所）massolution [2015] p. 73をもとに作成。

図表8 欧米における上位5社（2014年）

順位	北米			欧州			
	名称	資金調達額	種類	名称	資金調達額	種類	国名
1	LendingClub	40億ドル超	貸付型	Justgiving	7.5億ドル～10億ドル	寄付型	英国
2	Prosper	20億ドル以上	貸付型	Ratesetter	3億ドル～3.5億ドル	貸付型	英国
3	GoFundMe	4.5億ドル～5億ドル	成果還元/ 寄付型	Zopa	3億ドル～3.5億ドル	貸付型	英国
4	Kickstarter	4億ドル～5億ドル	成果還元型	FundingCircle	3億ドル～3.5億ドル	貸付型	英国
5	EquityNet	2.5億ドル～3億ドル	エクイティ型	Lendinvest	2.5億ドル～3億ドル	貸付型	英国

（出所）massolution [2015] p. 79をもとに作成。

る。

また、大手プラットフォームがより早期に設立されているかどうかを確認するために、その設立年数を見ると、二〇一三年には、七三%の資金調達が一〇年以前に設立されたプラットフォームで行なわれていたのに対し、二〇一四年ではその比率は五八・五%に低下している。つまり、新規参入のプラットフォームが市場シェアを高めたと言える。

6 上位のクラウドファンディングプラットフォーム

資金調達額上位一五社のクラウドファンディングプラットフォームは、図表9に示される通りである。この表を見ると、貸付型が一社を占めており、圧倒的に大きなシェアを占めていることがわかる。その一方、エクイティ型は一社に過ぎない。また、寄付型および成果還元型の非金融型クラウドファンディングプラットフォームについては、ランキングしているのは三社だけである。また、中国のプラットフォームが五社を占めていることも注目される。

貸付型クラウドファンディングプラットフォームについて

図表9 上位のクラウドファンディングプラットフォーム（2014年）

	名称	資金調達額 (百万ドル)	種類	国名	設立年
1	LendingClub	4,000超	貸付型	米国	2006年
2	Prosper	2,000超	貸付型	米国	2005年
3	Justgiving	750～1,000	寄付型	英国	2001年
4	Yooli	～500	貸付型	中国	2012年
5	Jimubox	～500	貸付型	中国	2012年
6	Renrendai	450～500	貸付型	中国	2010年
7	Itouzi	450～500	貸付型	中国	2013年
8	Tuandai	450～500	貸付型	中国	2012年
9	GoFundMe	450～500	成果還元型	米国	2010年
10	Kickstarter	400～450	成果還元型	米国	2009年
11	Ratesetter	300～350	貸付型	英国	2010年
12	Zopa	300～350	貸付型	英国	2005年
13	FundingCircle	300～350	貸付型	英国	2010年
14	EquityNet	250～300	エクイティ型	米国	2005年
15	Lendinvest	250～300	貸付型	英国	2013年

（出所）massolution [2015] p. 78をもとに作成。ただし、設立年は各社HP等による。

て、二〇一四年の最大のイベントは、LendingClubのIPOである。現在、同社は時価総額八〇億ドル以上の企業となっている。同レポートによると、同社は、クラウドファンディングプラットフォームの企業価値形成の指針であるとともにリトマス試験であるという。つまり、テクノロジーと資金調達の結合が、これによって自明のものとなり、機関投資家もこの市場に参入するようになって⁽¹³⁾いる。

エクイティ型クラウドファンディングプラットフォームに関しては、図表11に示されている通りである。資金調達額は上位でも一〇〇万ドルを超える程度であり、貸付型との金額差は歴然としている。なお、同レポートでは、第七位にランクインしているイスラエルのOurCrowdを注目している。それによると、同プラットフォームは、ベンチャーキャピタルのエクイティ型クラウドファンディングのハイブリッドモデルを展開していると

図表10 主な貸付型クラウドファンディングプラットフォーム（2014年）

	名称	資金調達額 (百万ドル)	国名	設立以降の資金調達額 (百万ドル)	設立年
1	LendingClub	4,000超	米国	13,402	2006年
2	Prosper	2,000超	米国	5,000超	2005年
3	Ratesetter	300～350	英国	1,785	2010年
4	Zopa	300～350	英国	1,371	2005年
5	Lendinvest	250～300	英国	635	2013年

（出所）massolution [2015] p. 81をもとに作成。ただし、設立以降の資金調達額および設立年は各社HP等による。

図表11 主なエクイティ型クラウドファンディングプラットフォーム（2014年）

	名称	資金調達額 (百万ドル)	国名	設立年
1	EquityNet	250～300	米国	2005年
2	Fundable	～150	米国	2012年
3	Angelist	～100	米国	2010年
4	Crowdfunder	75～100	米国	2011年
5	CrowdCube	75～100	英国	2011年
6	WeAreCrowdfunding	50～75	米国	不明
7	OurCrowd	50～75	イスラエル	2013年

（出所）massolution [2015] p. 81をもとに作成。ただし、設立年は各社HP等による。

いう。⁽¹⁴⁾つまり、OurCrowdは、投資対象のベンチャー企業に自己資本を投資するベンチャーキャピタルであるとともに、クラウドファンディングによって投資対象の資金調達を主導する役割を果たす。同社のHPによると、通常のクラウドファンディングとは異なり、対象とする投資家も一定の基準を満たす投資家に限定しているようである。⁽¹⁵⁾

寄付型や成果還元型に関しては、Kickstarterが成果還元型クラウドファンディングプラットフォームの首位ではなくなっている。それに代わって、GoFundMeが首位にランクアップしており、同プラットフォームは、寄付型でも二位にランクされている。Kickstarterは、創造的なプロジェクトや音楽、映画の分野でクラウドファンディングの周知性を高める役割を果たす一方、GoFundMeは個人の資金調達プラットフォームであり、個人的なライフイベントなどの資金調達に焦点を当てている。

7 クラウドファンディングプラットフォームの分布

同レポートによれば、週次で新規のプラットフォームの設立を観察したところ、現在一二五〇のプラットフォームが世界で稼働しているとのことである。ただし、新規設立のペースは、二〇一二年八〇%から二〇一四年二三%へと低下している。同レポートは、その主たる要因として、今後のプラットフォーム設立に関して市

図表12 主な寄付型クラウドファンディングプラットフォーム（2014年）

	名称	資金調達額 (百万ドル)	国名	設立以降の資金調達額 (百万ドル)	設立年
1	Justgiving	750～1000	英国	3,300超	2001年
2	GoFundMe	450～500	米国	1,000超	2010年
3	Indiegogo	200～250	米国	n.a.	2008年
4	Youcaring	150～200	米国	300超	2011年
5	Fundly	100～150	米国	330超	2009年
6	Giveforward	100～150	米国	181	2008年

(出所) massolution [2015] p. 80をもとに作成。ただし、設立以降の資金調達額および設立年は各社HP等による。

場の飽和感が出ているとみている。ただし、持続可能なビジネスモデルを作ろうという気運は失われてはいないとしている⁽¹⁶⁾。

さらに世界のクラウドファンディングプラットフォームの地理的分布は、図表15のとおりである。プラットフォーム数が最も多いのは、欧州六〇〇（四八％）であり、北米三七五（三〇％）を大きく上回っている。ただし、先に見た資金調達割合では、欧州は二〇・一％であり、北米五八・三％を大きく下回っている。このことは、北米の大手のプラットフォームが多額の資金調達を行っていることを示している。

また、種類別では、成果還元型が最も多く、二九・〇％を占め、次いで寄付型が二八・三、二・六％であり、第三位がエキイティ型二・三六、一八・九％となり、貸付型は二・二九、一八・三％で第四位であるが、資金調達の割合では、圧倒的に貸付型の占める割合が高く、六八・

図表13 主な成果還元型クラウドファンディングプラットフォーム（2014年）

	名称	資金調達額 (百万ドル)	国名	設立以降の資金調達額 (百万ドル)	設立年
1	GoFundMe	450～500	米国	1,000超	2010年
2	Kickstarter	400～450	米国	2,100	2009年
3	Indiegogo	200～250	米国	n.a.	2008年
4	Ulule	～25	フランス	約47	2010年
5	Fundrazr	25未満	カナダ	69超	2010年

（出所）massolution [2015] p. 80をもとに作成。ただし、設立以降の資金調達額および設立年は各社HP等による。

図表14 世界のクラウドファンディングプラットフォームの増加率と総数

	増加率（％）	プラットフォーム総数
2007	25	100
2008	38	138
2009	45	200
2010	47	294
2011	54	452
2012	80	813
2013	25	1,013
2014	23	1,250

（出所）massolution [2015] p. 82をもとに作成。ただし、増加率については、総数をベースに一部再計算した。

三%を占めている。このことは、貸付型のプラットフォームが相対的に多額の資金調達を行っていることを示している。

なお、同レポートでは、エクイティ型に関して、北米では多数の認定投資家を投資に誘引することで拡大してきたが、規制上の枠組みがいまだ確立していないことから、今後の成長が見込める市場であるとしている。逆に、欧州は、規制上の不確実性がないことから、市場参入は個々のプラットフォームの競争優位性によって決定されているとしている⁽¹⁷⁾。

8 ニ〇二五年の見通し

最後に、同レポートは、二〇一五年の予想を示している。それによると、二〇一五年の市場規模は、二〇一四年の一六・二億ドルから三四・四億ドルに増加し、増加率は一一・二%としている。地域別では、北米一七・二五億ドル、

図表15 クラウドファンディングプラットフォームの地域別分布（2014年）

	活動中の プラットフォーム数	プラットフォーム数 の割合（%）	資金調達の割合 （%）
欧州	600	48.0	20.1
北米	375	30.0	58.3
アジア	169	13.5	20.9
南米	50	4.0	0.4
オセアニア	37	3.0	0.3
アフリカ	19	1.5	0.1
計	1,250	100.0	100.0

（出所）massolution [2015] p. 84及びp. 53をもとに作成。

図表16 クラウドファンディングプラットフォームの種類別分布

種類	プラットフォーム数	プラットフォームの 割合（%）	資金調達の割合 （%）
成果還元型	362	29.0	8.2
寄付型	283	22.6	12.0
エクイティ型	236	18.9	6.8
貸付型	229	18.3	68.3
ハイブリッド型	90	7.2	3.0
ロイヤリティ型	50	4.0	1.7
計	1,250	100.0	100.0

（出所）massolution [2015] p. 89及びp. 56をもとに作成。ただし、プラットフォーム数の割合については、総数をベースに計算した。

増加率八二%、シェア五〇・一%、欧州六・四八億ドル、九七%、一九%、アジア一〇・五四億ドル、一一〇%、三%などであり、アジアの増加率が注目される。

また、種類別では、貸付型が最も高い割合を占め続けると予想しており、第二位は寄付型であり、成果還元型とエクイティ型がそれに続くとみている。ただし、これら三種の差は縮小するとしている。種類別では、貸付型二五・一億ドル、増加率一二七%、シェア七三%、寄付型二八・五億ドル、四七%、八・三%、成果還元型二六・八億ドル、一〇二%、七・八%、エクイティ型二五・六億ドル、一二九%、七・四%などである。

まとめ

以上、最新のデータを基にクラウドファンディングの世界的な趨勢を概観した。これらの調査結果から以下の三点が指摘できる。

まず、貸付型が圧倒的な割合を占めていることである。これを象徴するのが、LendingClubの上場である。同社を含め貸付型クラウドファンディングプラットフォームによる融資金額は、今のところは銀行融資に比肩するようなシェアには達していないものの、今後このようなビジネスモデルが金融チャネルとしてどのように位置づけられるのかは注目に値するであろう。

次に、エクイティ型については、貸付型に比較すると金額的には大きく下回っているが、今後の成長について、同レポートは、米国などの地域での成長を見込んでいる。その際、注目される点は、今後規制上の整備がどのように展開するかであろう。

第三に、アジアの成長が著しく、特に顕著なのが中国の貸付型プラットフォームの成長である。その一方で、

同レポートでは、日本のクラウドファンディングについては、ほとんど言及されていない。このことは、日本では貸付型の割合が低いことにも影響されているように思われる。今後、日本で貸付型がどの程度成長する可能性があるのか注目されるところである。また、エキイティ型に関しては、金融商品取引法改正とその後の自主規制の導入など、日本でも制度整備が進展したが、これらがどのような影響をもたらすかは必ずしも明確ではなく、今後の推移が注目される。⁽¹⁸⁾

注

- (1) 日経テレコンを利用し、対象紙は、日経各紙、全国紙、地方紙および専門紙など全紙であり、検索範囲は、見出し、本文、キーワード、分類語のすべてを含めた。
- (2) 『群衆』の出資で取材 米国発の新たな記事づくり『朝日新聞』二〇一〇年一〇月一八日、と題する記事が見出される。
- (3) 「SNSで『共感』を形に 始動・クラウドファンディング」『日本経済新聞電子版セクション』二〇一二年二月二〇日、と題する記事が見出される。
- (4) *ibid.* p. 58. なお、同レポートには、一部不整合な数値が含まれているが、そのまま使用した。
- (5) *ibid.* p. 22
- (6) FCA[2015] p. 3-5
- (7) *ibid.* p. 54-56
- (8) *ibid.* p. 55

- (9) ibid. p. 61
- (10) ibid. p. 60
- (11) ibid. p. 69
- (12) ibid. p. 71
- (13) ibid. p. 76
- (14) ibid. p. 75
- (15) OurCrowd, https://www.ourcrowd.com/How_It_Works?Source=Footer
- (16) ibid. p. 82
- (17) ibid. p. 85
- (18) 日本における投資型クラウドファンディング規制については、梅本・松尾「二〇一五」、参照。

参考文献

- ・ Financial Conduct Authority (FCA) [2015] "A review of the regulatory regime for crowdfunding and the promotion of non-readily realisable securities by other media" pp. 1-12
- ・ Massolution[2015] "2015CF The Crowdfunding Report" Massolution.com, pp. 1-118
- ・ 梅本剛正・松尾順介「二〇一五」「投資型クラウドファンディングに関する規制について」『証券経済研究』第九一号、二〇一五年九月、pp. 45-61

(まつお じゅんすけ・客員研究員)

豪州HFTの実情

～ASICによる調査報告書～

吉川 真裕

二〇一五年一〇月二六日、オーストラリアの証券取引監督機関である証券投資委員会 (Australian Securities and Investments Commission: ASIC) が頻繁に注文の発注・取り消しを繰り返すハイ・フリークエンシー・トレーディング (HFT) と気配情報が開示されないダーク・リクイディティに関する調査報告書を公表した。⁽¹⁾ ASICは二〇一二年にも同種の報告書を公表しており、そこでの分析結果に基づいて二〇一三年五月二六日にはダーク・リクイディティによる注文執行は気配情報が開示された注文の最良気配よりも有利な価格でなければならぬという規則を世界に先駆けて導入している。⁽²⁾ 今回の報告書は前回の報告書のフォロー・アップであるが、前回の報告書の分析対象期間が九カ月と短かったことを踏まえて三年三カ月に及ぶ長期間を対象とし、この間の状況の変化にも注意が払われており、オーストラリアという辺境市場を対象としているとはいえ、全市場の全投資家別データを利用しているという世界でも稀有なデータ・ベースの包括性と合わせて、HFTの実情を知る上では貴重な資料と考えられる。

本稿では報告書のHFTにかかわる前半部分の一部を要約し、オーストラリアにおけるHFTの実情を紹介するが、最も包括的なデータ・ベースという意味では他国のHFTを理解する上でも役立つものと考えられる。

1 HFTの特定

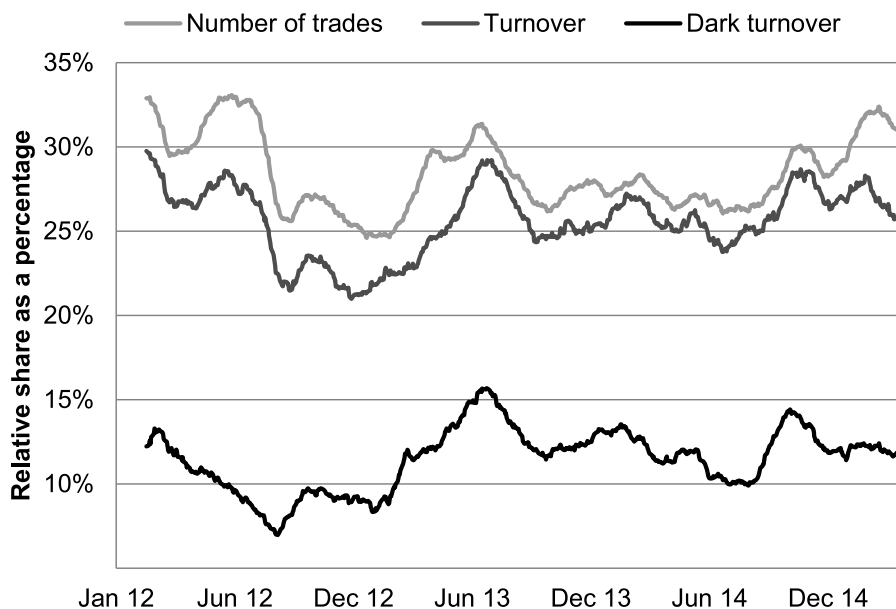
注文を高速で取り消したり、変更したりすることがHFTの特徴と考えられているが、どのようにしてHFTを特定するのかということについてのコンセンサスはできていない。報告書でのHFTの特定方法は二〇一二年の報告書と同じものであり、補論で詳しく説明されている。①一日の取引金額、②一日以内の取引在庫、③注文／取引比率、④四〇ミリ秒（〇・〇四秒）以下の高速注文取り消し・注文変更数、⑤保有期間、⑥取引一ドル当たりの収入、これら六つの指標ごとに発注主体を毎日ランク付けし、合計のスコアがトップ・スコアの半分以上の発注者を当日のHFTとして特定している。ただし、一日一〇〇〇回以上の注文、平均保有期間が三時間以下、一日一〇〇〇ドル以上の取引、という三つの条件を満たしていない発注者はHFTとはみなされない。

2 取引シェア

二〇一二年第1四半期の高流動性株式三〇〇銘柄に占めるHFTの取引比率は取引回数で三二%、取引金額で二八%であったが、二〇一五年第1四半期でもHFTの取引比率は取引回数で三一%、取引金額で二七%であり、大きな違いはない。図表1は二〇一二年一月から二〇一五年三月までのHFTの取引シェアの一日ごとの推移をあらわしており、HFTの取引シェアは取引回数で二五%から三三%、取引金額で二一%から三〇%で推移していたことが分かる（気配情報が示される市場に出されたHFTの注文比率は三八%から五一%で推移し、二〇一二年第1四半期でも二〇一二年第1四半期でも四七%であったと述べられている）。

ところが、三〇〇銘柄の高流動性株式を五つのグループに分けてHFTの取引金額シェアを調べてみると、上位五〇銘柄の高流動性グループではそれほど変化がないのに、それ以外のグループでは取引金額シェアが大幅に

図表 1 高流動性株式300銘柄に占めるHFTの取引シェア



図表 2 5つのグループでのHFTの取引シェア

Securities	2012	2013	2014	Q1 2015
Band 1 (1–50)	26%	26%	26%	27%
Band 2 (51–100)	24%	25%	27%	29%
Band 3 (101–150)	22%	24%	27%	29%
Band 4 (151–200)	19%	21%	24%	24%
Band 5 (201–300)	12%	15%	18%	17%

上昇しており、HFTの取引が上位高流動性銘柄から下位高流動性銘柄に広がっていることが分かる（図表2）。

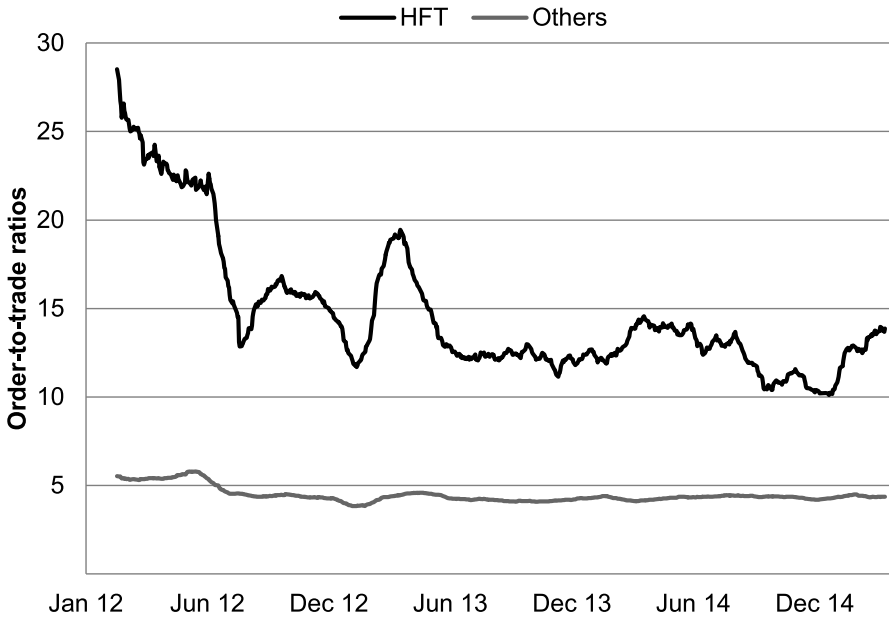
さらに、詳細は示されていないが、二〇一二年にはHFTの取引は投資銀行の自己売買部門・自己売買業者・ヘッジファンドにはば三等分されていたが、現在では投資銀行の自己売買部門のHFT取引が相対的に減少している」と述べられている。また、HFTと特定された発注者の数が三年間で三〇％減少しており、HFTの取引に占める上位一〇HFTと上位二〇HFTの取引シェアは二〇一二年第1四半期の六四％と八八％から二〇一五年第1四半期の七八％と九五％にまでそれぞれ一四％と七％上昇したと述べられている。上位HFTへの取引集中に関してはテクノロジーに起因する特性とHFT市場の成熟に関係しているかもしれないと述べられている。

3 注文／取引比率

取引回数に比べて注文取り消し回数が多いことがHFTの特徴と考えられているが、注文回数を取引回数で割った注文／取引比率の推移をみると、二〇一二年初めの二五倍超から二〇一五年第1四半期の一三・一倍まで趨勢的に低下していることが分かる（図表3）。

ところが、取引対象を五つのグループに分けてHFTの注文／取引比率の推移を調べてみると、上位五〇銘柄の高流動性グループではもともと注文／取引比率が小さく、低下度合いも小さいのに対して、下位高流動性グループでは二〇一二年には注文／取引比率が大きかったのに二〇一三年以降には大幅に低下して上位高流動性グループの注文／取引比率をほぼ下回っていたことが分かる（図表4）。これには下位高流動性グループでのHFTの取引シェアが上昇していたことも関係していると考えられるが、報告書ではHFTと特定した利用者の数が三割減少していたことも紹介しており、注文／取引比率の高い利用者の撤退と関係しているのかもしれない。

図表 3 HFTの注文／取引比率



図表 4 5つのグループでのHFTの注文／取引比率

Securities	2012	2013	2014	Q1 2015
Band 1 (1–50)	19.0	14.1	12.7	13.6
Band 2 (51–100)	20.0	11.7	11.7	12.8
Band 3 (101–150)	21.6	12.0	11.3	14.0
Band 4 (151–200)	22.3	11.6	10.8	12.6
Band 5 (201–300)	24.6	14.0	11.0	11.5

4 高速注文取り消し・注文変更時間

注文を高速で取り消したり、変更したりすることがHFTの特徴と考えられているが、一〇〇ミリ秒（〇・一秒）以下の間に取り消しまたは変更された注文を高速注文と定義し、高速注文取り消し・変更までの平均時間をHFTとその他に分けて表示したのが図表5である。

二〇一二年第1四半期の平均時間はHFTで二四ミリ秒、その他で二一ミリ秒、二〇一五年第1四半期ではHFTで一九ミリ秒、その他で二〇ミリ秒となっており、高速で注文の取り消しや変更のできる他の発注者と比べてHFTがかならずしも高速で注文の取り消しや変更をおこなっているわけではないことが分かる。

ただし、この値は平均値であって、報告書では一ミリ秒以下の注文取り消し・変更もしくは確認されており、HFTの中でも超高速で注文取り消し・変更をおこなう者とそうでない者が存在することに言及しており、HFTがその他の利用者と比べて高速で注文の取り消しや変更をおこなっているわけではないとも言いきれない。

図表5 高速注文取り消し・注文変更時間



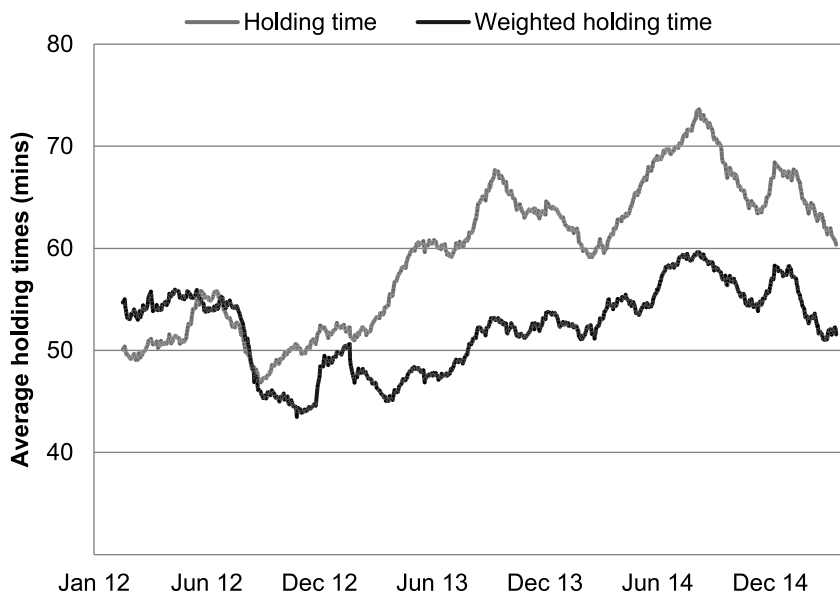
5 平均保有期間

購入した株式を売却するまでの時間（または空売りした株式を買い戻すまでの時間）が短いことがHFTの特徴と考えられているが、HFTの平均保有期間を単純平均と金額加重平均で表示したのが図表6である。

二〇一二年第1四半期の平均時間は五四分、金額加重平均時間で五一分であったが、二〇一五年第1四半期では平均時間は五二分、金額加重平均時間で六二分であったので、平均時間では三分短くなっていたが、金額加重平均時間では一分長くなっていた。

図表6を見る限り、平均時間の趨勢的な変化は読み取りづらいが、金額加重平均時間では趨勢的に保有期間が長くなっているように見える。HFTによる下位高流動性銘柄の取引が増えたことが、平均保有時間の上昇に係っていたのかもしれないが、金額加重平均保有時間の方が上昇していることとの整合性は取れない。いずれにせよ、数秒間でポジションを手仕舞うというようなHFTのイメージを裏付けるような数値ではない。

図表6 HFTの平均保有期間



6 流動性消化比率

HFTの取引手法としては注文板に指値注文を出し、相手の注文で取引を成立させるパッシブ・マーケット・メイキングがよく知られているが、指数裁定取引や価格の変動をいち早く予測して注文板の指値注文を消化するアクティブ取引戦略も活発で、アクティブ取引からの利益率が高いという実証分析も存在する。

図表7はHFTの注文が注文板の指値注文を消化して取引が成立した流動性消化比率をあらわしている。これを見る限り、HFTの流動性消化比率は常に五〇％を上回っており、緩やかな上昇傾向にあることが読み取れる。

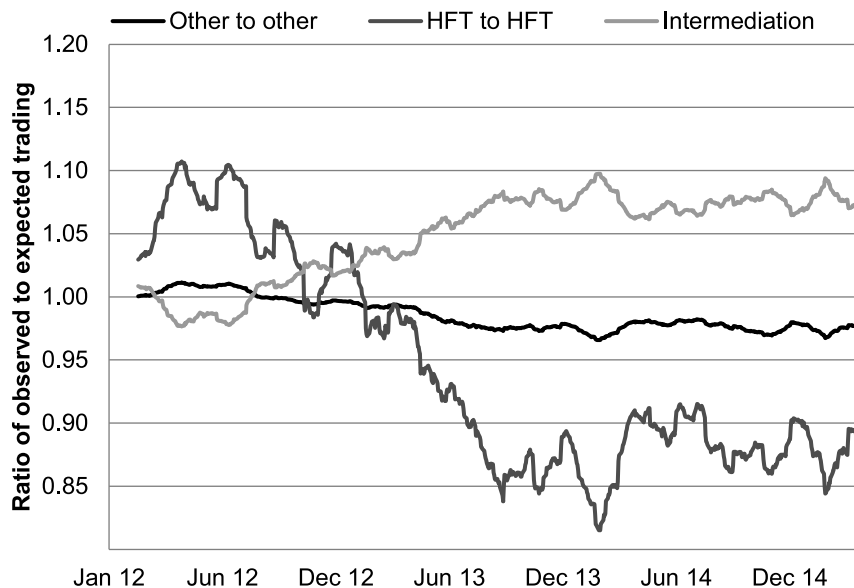
この傾向について報告書はHFT同士の取引がこの間に減少していることと関係しているかもしれないと示唆している（図表8）。

他方、報告書は最良気配近辺の指値注文の半分はHFTによる指値注文であると述べ、五つのグループに分けてみると最も流動性の低いグループでのHFTによる指値注文の増加が顕著であると述べている（図表9）。

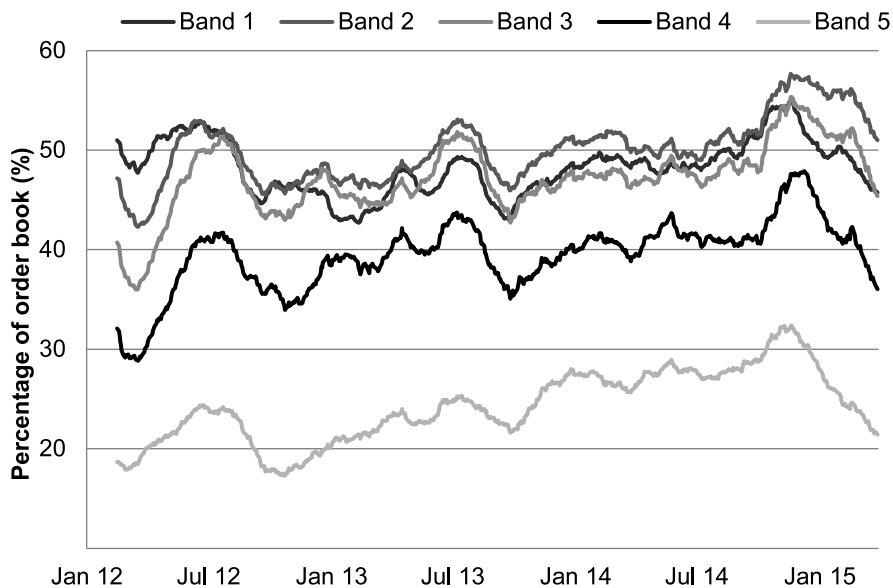
図表7 HFTの流動性消化比率



図表 8 期待取引／実現取引比率



図表 9 最良 3 気配値までの HFT の指値注文比率

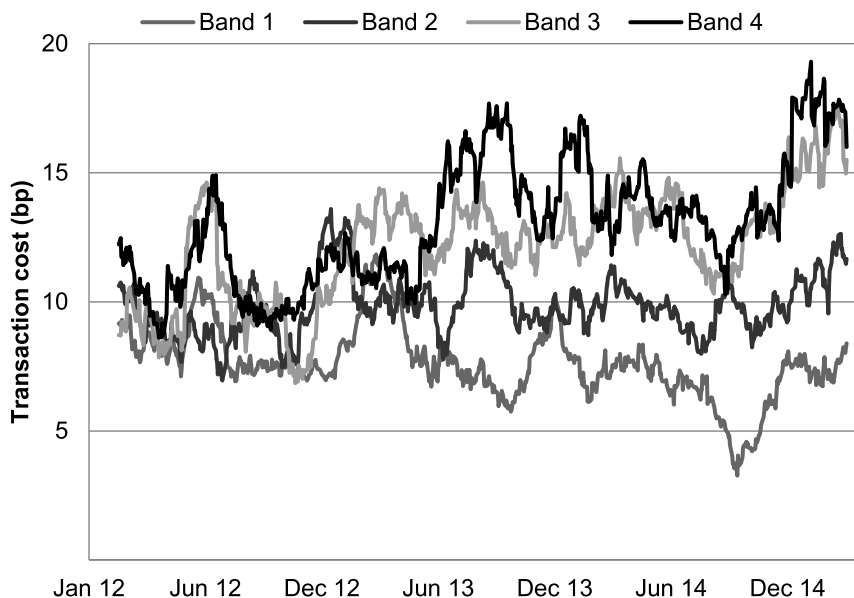


7 投資家の取引費用

HFTの利益は投資家の費用であり、オーストラリアの株式市場全体で年間一六億ドルから一九億ドル（二〇一三年）、三〇億ドル（二〇一五年）といった推計値が公表されている。しかし、報告書の分析データに基づいて推計したところ、HFTの収入は二〇一四年四月から二〇一五年三月までの一年間で一億一〇〇〇万ドルから一億八〇〇〇万ドルであり、過去三年間で七〇％から一〇〇％増加していたという。そして、この値が取引金額に占める比率としてみると〇・〇〇七％から〇・〇一四％に過ぎず、取引所の取引・クリアリング・セトルメント費用の〇・〇〇三％から〇・〇〇七％よりも大きいものの、機関投資家の手数料〇・〇一％から〇・〇五％、気配スプレッド〇・一三％、個人投資家の手数料〇・二％から〇・三％よりも格段に小さいと述べている。

図表10は流動性に応じて分類した四つのグループ別に推計した取引費用の推移を、図表11は四つのグループ別に推計した取引費用の二〇一二年第1四半期と二〇一五

図表10 5つのグループ別にみた金額加重取引費用の推計値 1



年第1四半期の値をあらわしている。この推計値は最低四時間以上を要した大口注文を対象としており、先の推計値〇・〇七%から〇・〇一四%よりも格段に大きい。全体では二〇一二年第1四半期と二〇一五年第1四半期で〇・〇九%と変化はなかったと述べられている。

しかし、四つのグループ別にみると、最も流動性の高いグループでのみ取引費用の推計値は低下しており、他の三つのグループでは逆に取引費用の推計値は上昇していた。大口注文のみを対象としているので全注文を対象とした場合と異なることは不思議ではないが、全注文では下位高流動性銘柄におけるHFTの取引シェアが上昇し、注文／取引比率も大きく低下していたことは整合的ではない。

報告書では他の要因をコントロールするために補論で重回帰分析をおこなっており、四つのグループの中で最も流動性の低いグループでは統計的に有意な好ましい結果が得られたとして、HFTが取引費用を高めているという主張に否定的なスタンスをとっている。

図表11 5つのグループ別にみた金額加重取引費用の推計値2

Securities	Q1 2012 (bp)	Q1 2015 (bp)	Change
Band 1 (1-50)	8.8	7.6	↓ 13%
Band 2 (51-100)	9.8	10.9	↑ 11%
Band 3 (101-150)	9.1	15.8	↑ 74%
Band 4 (151-200)	11.3	16.3	↑ 44%

注

- (1) Australian Securities and Investments Commission, "Review of high-frequency trading and dark liquidity," October 2015 (<http://download.asic.gov.au/media/3444836/rep452-published-26-october-2015.pdf>).
- (2) Australian Securities and Investments Commission, "Dark liquidity and high-frequency trading," March 2013 (<http://download.asic.gov.au/media/1344182/rep331-published-18-March-2013.pdf>).

(もつかわ せむひろ・客員研究員)

米国ATS（代替的取引システム）の透明性向上のためのSECルール提案

清水 葉子

1 はじめに

アメリカの証券市場は、証券取引の場が大きく分散していることが市場構造上の大きな特徴である。現在、アメリカには一一の登録証券取引所と、四〇あまりの代替的取引システム（Alternative Trading Systems, ATS）と呼ばれる取引所外取引システム（日本のPTSに相当する）とが市場（証券取引の場）として稼働しており、一つの銘柄の株式が多くの市場で取引されている。

こうした複雑な市場構造は、一般的には、市場（運営者）間の競争を通じて効率性を高め取引コストを低下させるとして歓迎されるが、他方では、ブローカー・ディーラーがどの市場でより有利な取引ができるかを見つけるための広義の探索コストを高める、また、市場運営者と市場参加者との間の利害関係を複雑化するとして問題視されている面も否定できない。

本稿では、これまで公式統計が十分でなかったATSの取引高の詳細を紹介しつつ、二〇一五年一月に提案されたATSの透明性を向上するための新しいSECルール提案について紹介する。

新しいルール提案の内容は大きく分けて二点あり、一点目は、これまではATSの実際に参加者にしか分からなかった価格決定や執行に関わるルール、手数料体系、注文回送の方法等が、SECへの届出とSECウェブサイトでの公開を通じて誰にでも見られるように公開することである。証券取引所は、こうした市場運営に関わる

事項について、ルール変更の時点で公開されてパブリックコメントに付され、SECの認可を経て施行に至ることからすると、市場運営の透明性向上を図るルール変更は、ATSをより取引所に近づけるという性格を持っている。

さらに、SECのルール提案の二点目は、ATSの運営者がブローカー・ディーラーであることから、本来のブローカー・ディーラーとしての業務と、市場運営業務であるATS業務との間に利益相反があることを重視して、利益相反に関わる事項についても詳細な開示を求める規定が盛り込まれている。運営者ブローカー・ディーラーがATSで有利な立場で自己売買等を行ったり、あるいはその事実を利用者に開示していなかったりしたことで処分事例が発生し、ATS、特に気配開示義務のないダークプールに対する批判が高まっていることを受けた対応であると考えられる。

2 アメリカ証券市場の分散とATSのシェア

図表1は、最近のアメリカ証券市場の市場別取引高を示したものである。一つの運営主体が複数の市場を開設することができるため、例えばニューヨーク証券取引所は、ニューヨーク証券取引所の他に、NYSE Arca、NYSE MKT (旧AMEX証券取引所) の三つの市場を開設しているが、合計取引シェアは全市場の二五・五%に過ぎない。ナスダック証券取引所も合計三つの証券市場を運営しているが、取引シェアは二一・〇%である。

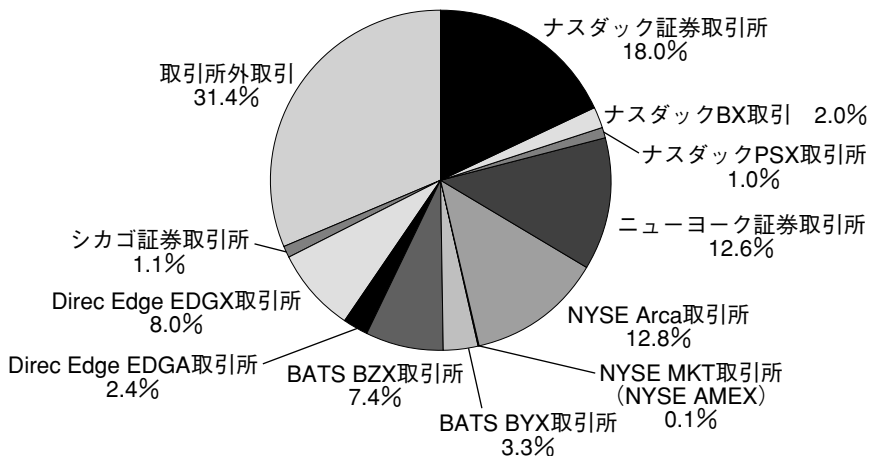
代わってBATS証券取引所などの新興の証券取引所がシェアを伸ばしており、新興取引所の合計シェアは二一・一%と、伝統的取引所と同等な取引規模を占めている。こうした新興取引所は、もともとは取引所外取引システムであるATSとしてスタートし、わずかの期間に急速に取引高を伸ばして、取引所登録に至ったもので、

取引所登録をしていることからニューヨーク証券取引所やナスダック証券取引所などと同じ規制の下に置かれている。

一方、図表1にもあるように、アメリカでは取引所外取引が全体の取引高のおよそ三割を占める。取引所外取引は、ブローカー・ディーラーの店内付け合わせ（店頭取引）と、取引所外取引システムであるATSでの取引によって構成されている。取引所外取引の場として相当のシェアを占めるATSは、従来はブローカー・ディーラーの店内付け合わせと同様に取引所外取引としてFINRAに報告が行われていたため、三割を占める取引所外取引の中での内訳を知ることができなかつた⁽¹⁾。

これに対して、ATSの透明性向上のため、昨年第2四半期から、FINRAがATSに市場参加者識別記号（MPID）を割り振ることにより取引高を把握できるようになり、ウェブサイトで公表を始めている。図表2は、二〇一五年三月から六月にわたって稼働中の、NMS証券（取引所上場証券に相当する）を取引するすべてのATSの取引高とそのシェアを示したものである。

図表1 米国株式市場取引シェア（2015年9月、金額ベース）



（出所）川本隆雄（2015）「米国における株式市場構造改革議論とその行方」『月刊資本市場』2015.11
（原資料）BATS Global Markets

図表 2 NMS証券を取り引するATS別取引高とそのシェア (ATS内およびNMS証券全体)

MPID	CROSS	ATS	取引件数	取引高 (株数)	取引金額 (ドル)	ATS内取引高 シェア%	NMS証券全体に占 める取引高シェア%	ATS内金額 シェア%	NMS証券全体に占 める金額シェア%
CROS	CROSS CROSSFINDER		41,672,006	7,551,914,806	315,945,661,169	12.70%	1.90%	12.61%	1.94%
UBSA	UBSA UBS ATS		43,027,809	6,734,276,556	291,180,523,638	11.32%	1.70%	11.62%	1.79%
DBAX	DBAX SLIPREX		25,242,629	4,678,600,167	199,074,916,743	7.87%	1.18%	7.94%	1.22%
IEGX	IEGX IEK		18,041,576	4,423,181,973	186,499,748,586	7.44%	1.11%	7.44%	1.15%
MSPL	MSPL MS POOL (ATS-4)		18,236,411	4,289,919,243	156,471,288,504	7.21%	1.08%	6.24%	0.96%
DLTA	DLTA DEALERWEB		1,516	764,998,801	134,793,690,990	5.42%	0.19%	5.28%	0.83%
SGMA	SGMA SIGMA X		18,716,925	3,222,508,033	131,407,703,348	5.42%	0.81%	5.24%	0.81%
MLIX	MLIX INSTINCT X		15,015,049	3,360,647,845	116,747,251,177	5.65%	0.85%	4.66%	0.72%
IPMX	IPMX IPM-X		12,258,446	2,837,510,840	116,561,158,849	4.77%	0.71%	4.65%	0.72%
ITGX	ITGP POSIT		10,227,796	2,900,218,900	111,761,968,834	4.88%	0.73%	4.46%	0.69%
KCGM	KCGM KCG MATCHIT		14,173,631	2,423,079,322	95,254,726,769	4.07%	0.61%	3.80%	0.59%
EBXL	EBXL LEVEL ATS		14,048,531	2,272,446,000	94,803,590,528	3.82%	0.57%	3.78%	0.58%
BIDS	BIDS BIDS TRADING		4,317,658	2,208,466,908	94,153,259,495	3.71%	0.56%	3.76%	0.58%
LATS	LATS BARCLAYS ATS ("LX")		13,743,582	2,365,482,491	92,785,653,009	3.98%	0.60%	3.70%	0.57%
ICBX	ICBX INSTINET CONTINUOUS BLOCK CROSSING SYSTEM (CBX)		7,295,533	1,875,009,482	70,029,206,516	3.15%	0.47%	2.79%	0.43%
XSTM	XSTM CROSSLTREAM		2,678,027	1,138,287,295	40,136,942,879	1.95%	0.29%	1.60%	0.23%
LQNT	LQNT LIQUIDNET ATS		18,127	712,524,230	31,447,183,492	1.20%	0.18%	1.25%	0.19%
LATS	LATS IBKR ATS		2,308,101	722,328,435	31,399,360,633	1.21%	0.18%	1.08%	0.17%
NVEX	NVEX MILLENNIUM		1,801,107	647,366,571	26,977,052,943	1.09%	0.16%	1.08%	0.17%
CXCX	CXCX Citi CROSS		3,047,670	680,227,091	26,237,183,874	1.14%	0.17%	1.05%	0.16%
MSTX	MSTX MS TRAJECTORY CROSS (ATS-1)		4,032,146	670,349,940	24,101,728,412	1.13%	0.17%	0.96%	0.13%
PDQX	PDQX PDQ ATS		2,893,539	519,782,380	22,384,653,822	0.87%	0.13%	0.89%	0.14%
XIST	XIST INSTINET CROSSING		111,510	493,513,656	19,449,543,200	0.83%	0.12%	0.78%	0.12%
BLKX	BLKX BLOCKCROSS		38,984	429,983,908	17,125,909,759	0.72%	0.11%	0.68%	0.11%
LTPJ	LTPJ LIGHT POOL		2,275,740	403,527,790	15,757,610,861	0.68%	0.10%	0.63%	0.10%
LQFI	LQFI LIQUFI		18,322	233,816,558	10,054,937,852	0.39%	0.06%	0.40%	0.06%
BTBK	BTBK TRADEBOOK		951,569	217,286,935	9,105,149,522	0.37%	0.05%	0.36%	0.06%
LQNA	LQNA LIQUIDNET H2O		38,256	218,664,500	8,397,182,999	0.37%	0.06%	0.34%	0.05%
VRTX	VRTX VORTEX		994,257	218,122,351	6,968,936,215	0.37%	0.05%	0.28%	0.04%
MLVX	MLVX MERILL LYNCH (ATS-1)		167,416	53,504,500	2,509,930,415	0.09%	0.01%	0.10%	0.02%
IEFX	IEFX IET X		162,053	47,294,192	1,505,230,591	0.08%	0.01%	0.06%	0.01%
AQUA	AQUA AQUA		3,074	33,993,467	1,276,459,816	0.06%	0.01%	0.05%	0.01%
RCSL	RCSL RIVERCROSS		169,033	35,504,467	1,018,621,752	0.06%	0.01%	0.04%	0.01%
WDNX	WDNX XE		10,818	16,495,078	965,039,562	0.03%	0.00%	0.04%	0.01%
BCDX	BCDX BARCLAYS DIRECTEX		371	27,323,975	786,374,698	0.05%	0.01%	0.03%	0.00%
MSRP	MSRP MS RETAIL POOL (ATS-6)		44,498	16,392,000	754,554,611	0.03%	0.00%	0.03%	0.00%
APOG	APOG APOGEE		14,960	3,016,349	120,888,304	0.01%	0.00%	0.00%	0.00%
PROS	PROS PRO SECURITIES ATS		34	57,700	1,574,337	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
ATSでのNMS証券取引合計			277,748,710	59,467,514,735	2,505,972,772,257	—	—	—	—
NMS証券の全取引高			—	397,278,958,163	16,272,538,057,045	—	—	—	—
ATSの占める比率			—	15.0%	15.3%	—	—	—	—
シェア率の比率			—	14.9%	15.3%	—	—	—	—

(出所) SEC (2015) (注5) より筆者作成

(原資料) FINRA

NMS証券を取引するATSは、該当期間に三八市場あり、全米のNMS証券取引高に対して、取引株数で一五・〇%、取引金額で一五・四%のシェアを占めていることが分かる。図表1と2では統計の期間が異なるものの、アメリカの取引所外取引のちょうど半分がATSによるものであることが判明し、これまではつきりしていなかったアメリカの市場構造、とりわけ取引所外取引の中身がはつきり分かるようになった。

図表2では、さらに各ATSの取引規模を知ることでもできる。ATSの取引高順位は、市場参加者がATSの取引ルールや手数料体系から自身にとっての有利・不利を判断して利用を決めるため、頻繁な入れ替わりがあるとされているが、図表の期間中には、ATS三八市場のうち、取引高の大きいATSはクレディスイスの運営するCROSSFINDER（ATSの取引合計に占める金額シェアが一二・六一%）や、UBSの運営するATS（同一一・六二%）などであるが、三分の二超に当たる二四社はATS内での取引シェアでも二%未満で非常に小さい。また、最大のCROSSFINDERでも、全米の取引高に占めるシェアは二%未満で、全米シェアが一%を超えるATSは四、五しかない。

ATSは、グループとしてはそれなりの規模の取引所外取引の場となっているが、一つ一つの市場としては極めて小さいということが見てとれる。こうした小さな市場を、コストをかけてブローカー・ディーラーが維持していることの背景には、後述するように、本業であるブローカー業務やディーラー業務の一部を切り離して市場として運営していて、本業とのシナジーがあるのだろうと推測される。

また、ATSはレギュレーションATSと呼ばれるルールによって規制されているが、このルールでは、所定の手順で計測した取引高シェアが全米取引高の五%未満である小規模ATSには、気配開示義務がないとされている。⁽²⁾すなわち、小規模ATSは、取引参加者以外には気配価格を知らせることがない「ダークプール」である。

気配開示義務のためのシェアの計算は銘柄ごとに行われるので、全体シェアとは異なる点に注意が必要だが、図表を見る限りほぼすべてのATSが気配開示義務を免除され、ダークプールとしての運営が可能であると考えられるだろう。

3 ATSの届出内容拡大のための新ルール提案

二〇〇二年に一〇市場であったATSは、二〇〇九年には三二市場、二〇一五年に四〇市場と拡大し、全米取引高に占めるシェアも二〇〇九年の七・九%から二〇一五年の一五%へと拡大して、重要な証券取引の場となっている。

ATSは、証券市場としての機能を果たすという点では取引所と全く同等⁽³⁾であるが、SEC規則上はブローカー・ディーラーとしてSECに登録し、一九九八年に導入されたレギュレーションATSに従うことを条件に取引所登録を免除されている。

このことから、ATSはブローカー・ディーラー登録を行ってFINRA会員となり、SECに対してForm-ATSによって運営内容、内容の修正、運営停止についての届出を行う、FormATS-Rで取引活動の報告を行う（と（四半期ごとに取引高、取引証券、参加者、フェアアクセスルールに基づく報告など）が定められているが、届出・報告内容は公開されない（先述のように、取引高が五%超の場合のみ最良気配の開示義務が発生する）。このように、証券取引所であれば、取引ルールや取引サービス内容、運営方法、手数料、それらの変更がすべて一般に開示され、パブリックコメントを経てSECに認可されることと比べると、同じ市場運営者であっても内容は大きく異なっている。

また、二〇〇九年には、A T Sのうち気配開示義務のないダークプールを規制するためのルール改正が提案されたが、採択されていない⁽⁴⁾。

これに対して、S E Cは一月二八日に新しいルールを提案し⁽⁵⁾、N M S証券を取引するA T Sに対して、従来のForm-ATSに代わり、Form-ATS-Nを導入し、取引仕法や運営主体であるブローカー・ディーラーについてより詳細な届出を求めるとしている。A T Sは、新ルール採択後、一二〇日以内に新しいForm-ATS-Nでの届出が義務付けられ、S E Cが一二〇日以内に有効か否かを判断して、無効であるとみなされるとレギュレーションA T Sが定める取引所登録免除が得られないとしている。このことから、届出内容が有効と認められなかったA T Sは、取引所登録をしない限り運営ができなくなることを意味する。届出内容の変更についても同様に、届出が義務付けられ、三〇日以内に有効性判断が求められる。

また、A T Sが法律やルール違反を行った場合には、通知とヒアリングの機会を設けた上で、S E Cが運営の停止、制限、無効などを判断するルールも導入される。

届出内容は、従来のように非公開とはされず、S E Cウェブサイトで公開される。これまで市場参加者しか知ることのできなかったA T Sの市場運営の内容が公式に開示されることになる。

加えて、市場参加者の取引情報の保護について、全A T Sを対象に手続きを書面で保存する義務が追加される。

新設されるForm-ATS-Nで届出を求められる内容は、表の通りであるが、①A T Sを運営するブローカー・ディーラーについて、より詳細な届出が求められる。これは、後述するように市場運営者であるブローカー・ディーラー自身が市場運営と並行して取引活動等を行う場合に、市場参加者との間で利益相反が発生する可能性に

いて、SECがより注意を向けていることを示している。

さらに、②市場の取引仕法や執行、注文回送、手数料等について、詳細な届出を求めている。これは、ますます分散する市場構造の下で、市場参加者がより有利な取引の場を見つけやすくするために、市場の詳細についての情報を多く提供するためだと考えられる。

4 運営者であるブローカー・ディーラーとの利益相反
見てきたように、ATS運営者はブローカー・ディーラー

図表3 提案されたATSの届出内容の概要

- | |
|--|
| <p>① ATSを運営するブローカー・ディーラーに関する開示</p> <ul style="list-style-type: none">・ATSでない取引の場および自社が運営する他のATS・市場参加者に提供する商品・サービス・関係する取引の場との取り決めの内容・ATSでの取引活動・市場参加者の注文の回送等を行うスマート・オーダー・ルーターやアルゴリズムの内容・ATS運営と、運営者であるブローカー・ディーラーのそれ以外のビジネス部門や関連会社との間で兼業する従業員・ATSに対する（外部の）サービス提供者の情報・市場参加者が利用可能なサービス・機能・手続きについて、ブローカー・ディーラーやその関連会社が提供するものとの違い・市場参加者の秘匿情報の保護とその手続き |
| <p>② ATSの運営に関する開示</p> <ul style="list-style-type: none">・参加者に関する情報・注文のタイプ（特に注文の有効時間など執行に関わる特性・接続・注文入力・コロケーション）・注文フローのセグメンテーションとセグメンテーションの通知・注文その他の取引意図の表示・取引サービスの内容：執行の優先ルールや手続き、価格決定方法、配分、マッチング、執行・取引システムの停止、システムダウン、システム不全の際の手続き・オープニング、再開、クロージング、取引時間外の手続き・システム外への注文回送情報・市場データの利用・取引手数料・取引報告、清算、決済の手続き・その他の注文表示と執行アクセス・公平なアクセス（フェアアクセス）基準・ATSが参加者に提供する市場クオリティ統計market quality statistics |

ーであり、多くはエージェンシーとしてのサービス、自己売買サービス、アルゴリズム・ソフトウェアの提供、スマート・オーダー・ルーティングのサービスなど、複数業務を行うのが通例である。また、運営者であるブローカー・ディーラーは、自社が運営するATSを自社の店内付け合わせの補完として利用する場合も多いとされる。すなわち、顧客注文に対して、まずは自己売買での付け合わせや自社顧客注文同士のクロス等と組み合わせで執行を試み、執行できない場合にも取引所に回送すると手数料がかかることから、これを避けてさらに自社ATSへ回送し注文執行をできる限り内部化しようとする。それでも執行できない場合は、他社ATSや取引所へ回送する。こうした一連の注文回送を、スマート・オーダー・ルーティングのサービスで作ろうとする。したがって、顧客の注文に対して、まずは自社に大きな利益が落ちる市場を選択するわけであるから、顧客との間で利益相反の可能性が常に存在していることになる。

また、自社ATSでの取引に、自身がブローカー・ディーラーとして参加する場合もあり、この際も、自社に有利な運営方法をとったり、あるいは他の参加者がアクセスできない何らかの情報（顧客の取引フローに関するものなど）が存在している可能性があるほか、顧客の取引情報を自社の関連会社にリークする可能性があることなどが問題視されている。

SECは、取引所に対しては取引所とその関連会社との間のサービスを制限しているが、こうしたルールが現状ではATSには存在しない。SECはこれまでも、ATS（ダークプール）の処分をいくつか行っており、⁽⁷⁾昨年あたりから頻繁な処分が行われるようになったとされているが、⁽⁸⁾ATS特にダークプールに対するルール変更が検討されていた可能性もあるのではないだろうか。

SECは新ルールを提案するリリースの中で五五八もの質問を市場関係者に投げかけており、パブリックコメ

ント期間とされている六〇日ではまとまらない可能性もあるが、市場関係者からどのような意見が寄せられるか興味深い。

注

(1) 定期的な公式統計が存在しない代わりに、民間業者による推計や、新興取引所のBATSなどの新興取引所が取引シェアを開示していた。

(2) ATSが気配開示義務を負わないのは、銘柄ごとに過去六ヶ月のうち四ヶ月以上にわたって取引高シェアが5%未満であった場合である。したがって、全体シェアが5%未満であっても、特定銘柄について取引高シェアが5%を上回れば、その銘柄について気配開示義務が生じる。また、小規模ATSでも自発的に気配開示を行うことは可能である。図表最下段を見ると、ダークプールでない（気配開示をしている）ATSがわずかに存在するが、これは、小規模ATSで自発的な気配開示を行っているものがあるからかと推測される。

(3) rule 3b-16(a)で、取引所は次のように定義されており、従来の取引所もATSもこの定義に当てはまる。(1)複数の売り手と買い手の注文を集め、(2)確立された非裁量的な方法で（取引施設の提供であれルールの制定であれ）注文が互いに交流し注文を入れた売り手と買い手が取引条件に合意する（ただし例外規定あり）。

(4) SEC (2009) "Non-Public Trading Interest" SEC Release No. 34-60997, File No. S7-27-09, Nov. 13, 2009. 気配開示義務のかかるATSの規模を、取引高シェア5%（過去六ヶ月中四ヶ月）超から二・五%超へ縮小することを提案した（小規模ATSにも開示義務を課す）が、採択されていない。

(5) SEC (2015) "Regulation of NMS Stock Alternative Trading Systems" SEC Release No. 34-76474; File No. S7-23-15, Nov. 18,

2015.

(6) 例えば、NYSE Rule 2Bでは、SECの許可なしに取引所と会員、取引所関連会社と会員との間の資本関係を認めないなど。

(7) 早い時期の処分事例の紹介として、吉川（二〇二二）「ダーク・プールの陥落（SECによるパイプライン処分）」二〇二二年六月、『証研レポート』一六七二号。

(8) 昨年、Liquidity、Lavallow、今年に入って、UBS、ITGなどの事例が報道されている。

（しみず ようこ・客員研究員）

長期保有株主優遇策としての種類株式

福本 葵

1 はじめに

今年七月トヨタ自動車がA A型種類株式を発行した。A A型種類株式は、中長期的株主層の形成、研究開発投資資金が業績に寄与する期間と投資期間を合わせた投資機会の提供を目的とするものであると発表されている。また、昨年二月二〇日、経済財政諮問会議に提出された「持続的成長を支える中長期の安定した投資の推進に向けて」と題する資料には、中長期投資を促進するための提案の一つに種類株式の積極的利用が挙げられている。

会社法は種類株式の発行を認めてはいるがこれまでの発行事例は多くはない。また、これまで発行されてきた種類株式は株主間で議決権に差異を設けるものが多かった。昨年の経済財政諮問会議の議論やトヨタ自動車のA A型種類株式の発行は、中長期的な株主に対する優遇、中長期的な個人投資家の取り込みを目的とするものであり、これまでとは異なる目的での種類株式の発行であるといえる。

イギリスのケイ・レビューや欧州委員会の株主権利指令のように、金融危機の後、ショート・ターミズムの批判から長期的投資を促進しようとする議論は各国で見られる。フランスにおいては昨年フロランジュ法が制定された。フロランジュ法は二年以上保有する株主に普通株式の二倍の議決権を付与するものである。

そもそも、長期保有株主を優遇すべきかどうかについては、賛否両論ある。長期保有株主を優遇すること、特に長期株主に多くの議決権を付与することは、主要株主の利益を保護し、少数株主や長期のパフォーマンスには

悪影響であるとする反対論は根強い。また、フロランジュ法は長期保有株主保護よりも政府による企業経営に対する介入の意味合いが強いと考えられ、制定の際は機関投資家からの反対が強かった。また、欧州株主権利指令についても改正案は可決されたものの、僅差であり、さらにそこで挙げられている長期保有株主優遇策の一つ一つについても反対意見が挙がっている。日本においては、持ち合いという株主構造の特殊性からも諸外国とは異なる議論がある。

本稿では、長期保有株主優遇策についてどのような議論があるか、その一つとして提案されている種類株式とはなにか、トヨタのA A型種類株式はどのようなものかについて見てゆきたい。

2 種類株式発行事例

今年七月発行されたトヨタのA A型種類株式以外にも種類株式の発行には、いくつかの例がある。二〇〇一年、ソニーが子会社（S C N、現ソネットエンターテイメント）の業績連動型株式であるトラッキングストックを発行した。当該株式の配当は、子会社に連動するが、議決権はソニーの普通株式と同様であった。また、国際石油開発（現国際石油開発帝石）は、拒否権付種類株式、いわゆる黄金株を発行し、これを政府が保有している。種類株式が上場されている例としては、伊藤園の配当優先無議決権株式がある。当該種類株式は同社普通株式と同様に東証一部に上場している。

また最近耳目を集めた例に、介護用ロボットを開発するサイバーダイン社の複数議決権種類株式がある。これは、B種類株式といい、創業者である筑波大学の山海教授および二つの財団法人のみが持つもので、普通株式の一〇倍の議決権が付与されている。山海教授が死亡した時には、死亡の日から九〇日を経過した日にB種類株式

の全部が普通株式に転換される仕組みとなっている。同社の製造する介護用ロボットの平和目的以外の転用を防止する必要性と山海教授が経営に安定して関与することが株主利益の観点から必要であると説明されている。

アメリカでは、フェイスブックやグーグルがDual Class Sharesを発行している。これはサイバーダイナ社と同じく創業者や経営者に議決権を多く持たせる複数議決権株式である。こういった株式をDual class shareやDual class stockと呼び、この構造をDual class structure（以下、DCS）と呼ぶ。Dual class shareを発行する株式会社が上場することができるかは、各国の法制によって異なる。中国の電子商取引大手のAlibaba Group Holdingは香港証券取引所ではなくニューヨーク証券取引所で上場した。Dual Class Sharesを発行することによって、現経営陣は経営権を維持しつつ市場から資金調達ができる。Dual Class Sharesを発行する会社では、普通株式を上場し、議決権の多い種類株式を非上場として創業者などが保有する。

DCSは一株一議決権の原則からは逸脱する、株主によるガバナンスが十分に発揮されない等の批判もある。複数議決権種類株式の発行は、「企業価値の最大化（経済の発展）と株主平等原則（資本市場の健全性）のバランスを、どうとるかという、強い政策的な意味合いを持つ⁽¹⁾」と言われている。

複数議決権種類株式に対しては、取引所の規制のあり方が重要となる。IPO時に既に複数議決権種類株式が発行されており、その事実と種類株式に付された権利が有価証券届出書等で開示されている場合と、普通株式を上場している会社が定款変更して複数議決権種類株式を発行する場合とは、おのずと規制の方法が異なってくる（SEC規則19C⁽²⁾）。

IPOの際に既に複数議決権種類株式が発行されている場合、投資家はその事実を判断して投資することを決めるが、普通株式を上場している会社が新たに複数議決権株式を発行する場合、既存の株主の利益を害しないよ

う発行を規制することが必要となる。

3 種類株式とは何か

そもそも種類株式とは何であろうか。会社法の規定では、会社は、一〇八条に定める事項について、内容の異なる二種類以上の株式を発行することができる。第一項第一号の剰余金の配当について異なる種類株式とは、いわゆる普通株式に優先して配当を受け取ることのできる配当優先株式や反対に普通株式に劣後する劣後株式（後配株式）などがある。先述の伊藤園の発行する配当優先無議決権株式やソニーのトラッキングストック、トヨタのA A型種類株式は、剰余金の配当について、普通株式とは異なる性質を有している。

会社法一〇八条第一項第三号には、「株主総会において議決権を行使することができる事項」について異なる種類株式を発行できることが規定されている。完全無議決権種類株式や複数議決権種類株式等が挙げられる。完全無議決権種類株式のみを保有する株主には、株主総会の招集通知等を発送しないで済むため、費用を削減できる。また、これを先に述べた配当優先株式とすることで、会社の経営には興味が無いが、インカムゲインには興味のある株主からの投資を期待できる。伊藤園の発行する配当優先完全無議決権種類株式はこの例である。

一方、先に述べたサイバーダイン、フェイスクックやグーグルのように株式市場での資金調達をしつつ、創業者である経営者の経営の安定を図りたい場合には、複数議決権種類株式が発行される。これらの会社では、上場する普通株式の一〇倍の議決権が付与された種類株式を経営者等が保有している。このような株式の発行については、「過少投資による会社支配」とする批判もある。

4 トヨタのA A型種類株式

(1) A A型種類株式発行の決定

トヨタのA A型種類株式は、剰余金の配当、残余財産の分配、譲渡制限、取得請求権について、普通株式とは異なる性質を有する。発行当初より剰余金配当の率が決まっており、また、発行価格でトヨタが買い取ることが約束されている。社債に近い性質を持つ。一方、議決権に関しては、普通株式と同じ内容の権利を有する。発行の目的は、中長期的株主層の形成、研究開発投資資金が業績に寄与する期間と投資期間を合わせた投資機会の提供としている。

第一回A A型種類株式の発行規模は、五〇〇〇万株を上限とし、各回号を合計したA A型種類株式全体の発行規模は、発行済株式総数の五%未満（一億五〇〇〇万株）を上限とした。また、発行後は、A A型種類株式発行数と同数の自己株式を取得し、発行済株式総数を増加させないとした。また、発行価格は、ブックビルディング方式で決定し、発行価格等決定日の普通株式の終値の一二〇%以上と発表した。A A型種類株式発行を承認したトヨタの株主総会は六月一六日行われ、七五・二一%賛成を得て可決された。⁽³⁾七月二日、実際の発行価格を同日終値に三割上乘せした一万五九八円に決定し、四九九二億円分を発行すると発表した。販売は野村證券のみで行われ、個人投資家を中心に多くの申し込みがあったとされる。⁽⁴⁾

(2) A A型種類株式の自益権および投下資本回収方法

A A型種類株式は、累積型非参加型配当優先株式の性質を持つ。累積型とは、全事業年度に予定の配当額に達しなかった場合には、翌事業年度にその不足額が持ち越されるものであり、非参加型とは、優先配当分を受領し

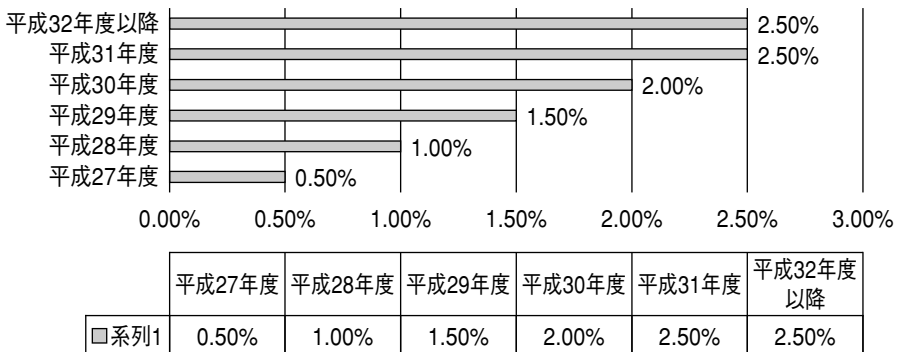
た後に、普通株式とともに残りの配当には与れないタイプの配当優先株式を言う。この点でも社債に近い性質を持つ。また、残余財産の分配については、債権者より劣後し、普通株式には優先する。配当額は発行価格に配当年率で計算される。配当年率はスライド式である（図1）。平均すると普通株式を下回る。

A A型種類株式は譲渡制限付非上場株式である。市場では売却できず概ね五年は処分できない。五年を超えると対価を金銭または普通株式とする取得請求権が株主にある。また、五年を超えると会社も発行価格を取得価格とする強制取得ができる。

（3）A A型種類株式の議決権

A A型種類株式の議決権は普通株式と同様一〇〇株につき一つ（単元株一〇〇株）である。トヨタの株主総会は普通株式の株主と種類株主の株主との両方で構成される。種類株式発行会社の場合には実際に種類株式が発行されるか否かに関わりなく、定款で何も定めなければ、さらに、種類株主で構成される種類株主総会開催の必要がある。トヨタの場合、定款に定めなければ、普通株式の株主およびA A型種類株式の種類株主の両方で構成される株主総会と普通株式の株主のみの種類株主総会、A A型種類株式

図1 AA種類株式の配当



（出所）トヨタ自動車「AA型種類株式に関する説明資料」より作成

の株主の種類株主総会の三回を開催しなければならない。会社法には普通株式という概念はなく、いわゆる普通株式の種類株式の一つになる。しかし、「法令に別段の定めがある場合を除き」種類株主総会の決議を必要としないことを定款に定めれば種類株主総会開催の必要はない。トヨタは法令に別段の定めがある場合を除き種類株主総会の決議を必要としないこととした。

5 海外での議論

日本において、種類株式発行はこれまであまり活用されてこなかった。また、先の例で見たようにこれまで日本で発行されてきた種類株式は株主総会における議決権について株主間で差異を設ける議決権制限種類株式が多かった。従って、種類株式に関する議論も一株一議決権の原則との関係で論じられるものが多かった。しかし、近年、長期保有株主優遇策の一つとして、種類株式を利用できないかとする議論が各国で持ち上がった。最近、金融危機後、ショート・ターミズムに対処するために、長期保有株主を優遇するべきだとする議論が盛んになった。イギリスでは、ロンドン・スクール・オブ・エコノミクス（LSE）のジョン・ケイ教授が、政府からの委嘱を受け、イギリスの株式市場の構造上の問題や企業の行動、コーポレートガバナンスについての調査・研究を行った。ケイ教授は二〇一二年七月に最終報告書を発表した。⁽⁵⁾ この通称ケイ・レビューにも以下のように記されている。

「回答者の中には、長期保有投資家が取引の際に明白な恩恵を与えられるべきであるとするものもある。有価証券取引税の軽減が提示されているが、多くの投資家にとって、税制の優遇はあまり関係がないように思われる。

また、他の回答者は、一定期間株式を登録した者に対して、異なる議決権を付与する方法を挙げている。これは一般的または敵対的買収者が現れた時のルールである。これを法制化する方法は検討されるべきである。

イギリスでもアメリカでも議決権に関して異なる種類株式を発行することは、今でも可能である。GoogleおよびFacebookはこの構造を利用し、創設者が少ない株数で多くの議決権を保有している。この方法が採用されなかったらIPOは不可能であつただろう。

しかしながら、イギリスの機関投資家の中には、複数議決権株式に強く反対する者もある。ABI (Association of British Insurers、イギリス保険協会) は以前よりこの構造に反対し、イギリス上場株式に複数議決権株式の実質的な制限を導入するスタンスを取っている。この問題については、引き続き調査、議論の対象とする必要がある。少数株主を害することなく、献身的な株主を優遇する措置を与えるべく挑戦する必要がある。」としている。

欧州においても横断的に長期株主優遇策が議論の俎上に載せられている。短期的な投資が増加したことによって、株主が取締役の意思決定や行動の責任にあまり興味を示さなくなった、また、経営者も短期的な利益を追求する傾向にあるとの議論がある。欧州委員会の株主権利指令 (Shareholder's Rights Directive) の改正案には当初なかった長期株主優遇策が追加された。二〇一五年五月七日、欧州法務委員会が一〇対二三の僅差で支持した改正案では、長期保有株主に対する優遇策として、追加議決権、税制上の優遇措置、ロイヤルティ配当 (loyalty dividend) やロイヤルティ株式 (loyalty share) の付与がなされる形をとること、これらの措置は二年以内に行われることを義務付けている。⁽⁶⁾

6 日本における長期株主優遇策

日本においても、二〇一四年八月発表の「持続的成長への競争力とインセンティブ」企業と投資家の望ましい関係構築」プロジェクト、いわゆる伊藤レポートの最終報告書に、日本においては中長期投資家層が薄いことや、長期投資を促進するための個人投資家の育成、そのための優遇策について述べられている。⁽⁷⁾ 具体的な優遇策として非課税期間や非課税枠の拡大が述べられている。

長期投資促進策として種類株式が挙げられたのは、内閣府経済財政諮問会議「持続的成長を支える中長期の安定した投資の推進に向けて」（平成二六年二月二〇日、会議資料五―一）である。ここでは「種類株の積極的活用に向けて：日本では種類株の利用が進んでいない。普及しない要因、種類株を活用して長期保有を促す措置やその実現のための対応策など、諸外国の例を参考にしつつ、経産省等で対応を検討すべき。」との記載がある。これについても、これ以上の具体的な記載がないが、本会議に先立って発表された内閣府「目指すべき市場経済システムに関する報告」目指すべき市場経済システムに関する専門調査会（平成二五年一月一日）には、「現行法上、中長期資金の調達手段として、中長期保有株主を議決権や配当で優遇する種類株の発行は可能である。」としている。但し、「…多くの投資家にとつて、議決権や配当を優遇する種類株式を発行するだけでは、中長期保有のためのインセンティブとして機能しないと指摘されている。市場参加者（資金の需要または供給者）に中長期的な投資のみを促すよう誘導しようとしても、かえって市場の流動性を損なうのであれば、中長期的な投資を細らせ結果的に市場参加者の利益にならないおそれがある。」、種類株式の発行は「買収防衛策として議決権を中長期の投資家に多く与えることが用いられた場合には、株主利益最大化の観点の立場からは企業のガバナンスが低下するのではないかという懸念もある。」、しかし、「こうした懸念を払拭できるような企業価値の実現や発信

ができる企業にとつては、中長期的資金の調達手段として種類株式の発行は検討される余地がある。」としている。さらに会社法では種類株式の発行が認められていること、現行会社法上でも中長期の株主に対し、議決権や配当面において長期保有株主を優遇することは可能であることを述べている。例えば、単元株式を採用している会社において、単元の株式数を株式の種類によって異なるものとし、短期保有と中期保有の株主の間に議決権の差を設けることができるとしている。長中期保有の投資家に発行するA種類株式については、単元株式数を一株式とするが、短期保有株主には、一〇〇株を単元とするB株式を発行する、といった方法を挙げている。また、議決権行使の条件として、一定期間の株式継続保有を要求することも可能であり、配当についても長期保有株主を配当面で優遇する種類株式を発行することは可能であるとしている。

7 おわりに

金融危機後、短期主義の批判から、世界的に長期保有株主に対する優遇策が議論されるようになった。イギリスではケイ・レビュにその導入が提案された。欧州の株主権利指令も各国に長期保有株主優遇策を導入することを求めている。日本でも伊藤レポートを初め、長期保有優遇策についての議論がなされ始めている。今年七月に発行されたトヨタ自動車のAA型種類株式もこの一面があると言えよう。具体的な長期保有株主優遇策には、種類株式、優遇税制、ロイヤルティ配当、ロイヤルティ株式などがある。

本稿では、長期保有株主優遇策としての種類株式の活用についての議論を紹介した。しかし、そもそも長期保有株主優遇策を導入することに対して批判的な意見も多い。議決権行使助言会社や機関投資家の中には、長期保有株主優遇策全体についての反対論もあれば、複数議決権株式やロイヤルティ配当に対する反対論などそれぞれ

についての反対論もある。また、日本においては、持ち合いという株式所有構造の特殊性からも他国では見られない議論も想定される。これらの議論についても考察する必要がある。

長期保有株主優遇策は、短期主義の批判から始まった。欧州株主権利指令では、二年以内の実施が義務付けられており、実際にも導入する国や企業が出現している。優遇策の導入には賛否両論がある。今後も議論の積み上げが必要である。

注

- (1) 中塚富士夫「解題（特集種類株式と議決権）『証券アナリストジャーナル』二〇一四年一月
- (2) 大崎貞和（二〇一四）「種類株式の多様化と議決権」『証券アナリストジャーナル』第五二巻二号一四頁 二〇一四年一月。加藤貴仁「議決権種類株式に関する規制の背景にあるものとは何か？―国際比較からの示唆」『証券アナリストジャーナル』第五二巻一〇一頁一六頁
- (3) 二〇一五年六月一八日付日本経済新聞
- (4) 二〇一五年七月二日付日経QUICKニュース
- (5) Patrick Bolton, Kay, J. (2012) "The Kay Review of UK Equity Markets and Long-Term Decision Making, Final Report," July 2012
- (6) <http://www.europarl.europa.eu/news/en/news-room/content/20150504IPR49621/html/Give-shareholders-more-say-on-directors%E2%80%99pay-urge-Legal-Affairs-Committee-MEPs>
- (7) 「持続的成長への競争力とインセンティブ―企業と投資家の望ましい関係構築―」（伊藤レポート）一七頁。

（ふくもと あおい・客員研究員）

証研レポート既刊目録

No.1679 (2013.8)
 長期金利の変動はなぜ生じたか 中島
 ソーシャルインパクト債と社会貢献型投資 松尾
 アメリカのティックサイズ拡大議論 清水
 アベノミクスと機関投資家行動 志馬
 投資家保有構造から考える日本国債の安定性 西尾
 イギリスの個人貯蓄口座 (ISA) の現状と展開 築田

No.1680 (2013.10)
 世界の「上場」取引所の収益動向 二上
 東日本大震災復興におけるファンドの取組 松尾
 ベイルアウトとベイルイン 伊豆
 BATSとダイレクトエッジの合併合意 吉川
 ー米国株式市場の再編ー
 五月二三日の株式市場クラッシュと先物市場 志馬
 クラウドファンディングによる岡山県・西栗倉村の地域活性化の取組み 坂下

No.1681 (2013.12)
 国債危機の回避は財政再建か経済成長か 中島
 デリバティブ市場統合における論点 二上
 ATSでのNMS証券の取引状況 清水
 新規公開株の価格形成 岡村

No.1682 (2014.2)
 投資型クラウドファンディングとリスクマネー供給 松尾
 ベイルイン債とは何か 伊豆
 米国HFTの実情 吉川
 ーSECのMIDASデーター
 取引所再編の動きとデリバティブ取引の収益性 志馬

No.1683 (2014.4)
 リーマン・ショック以降の証券決算 二上
 海外におけるクラウドファンディングの現状 松尾
 ティックサイズと市場構造 清水
 ソーシャルレンディングによる金融仲介の事例研究 坂下

No.1684 (2014.6)
 「適格機関投資家等特例業務」の見直しとその背景について 二上
 中央銀行と自己資本 伊豆
 ー「出口戦略」を考えるー
 米国HFTの実情2 吉川
 ーSECのMIDASデーター
 アベノミクス導入から一年 志馬
 ー機関投資家の動きー

No.1685 (2014.8)
 クラウドファンディングの投資家と地理的分散 松尾
 破綻処理と店頭デリバティブ 伊豆
 ー一括清算をめぐるー
 アメリカのATS以外の取引所外取引の現状 清水

No.1686 (2014.10)
 わが国証券業界の資本生産性 二上
 長期国債先物取引に対する行政処分勧告 吉川
 ーアルゴリズム取引と相場操縦ー
 異次元緩和前の銀行の国債投資状況 志馬

No.1687 (2014.12)
 なぜ国債発行市場は安定しているか 中島
 拡大するラップ口座 二上
 クラウドファンディングの可能性 松尾
 アメリカの証券市場構造とHFT (高頻度取引) 清水

No.1688 (2015.2)
 ネット取引と対面取引 二上
 異次元緩和における「二年」の意味 伊豆
 欧州HFTの実情 吉川
 ーESMAのデータ分析ー
 金融緩和と国債市場 志馬
 ー金利変動に対する金融機関の取引スタイルの変化ー

No.1689 (2015.4)
 日本再興戦略と株式市場 二上
 欧州HFTの実情2 吉川
 ーESMAのガイドライン・レビューー
 変化する金融商品仲介業支援ビジネス 坂下
 ーオンライン総合証券と中堅証券の参入ー
 インフレ率目標「2%」の起源 春井
 貸株取引の決済制度改革 福本

No.1690 (2015.6)
 わが国のクラウドファンディング規制の現状 松尾
 金融危機と公的資金 伊豆
 株価指数先物の見せ玉注文 吉川
 ー米国司法省による英国投資家訴追請求ー
 米国のティックサイズ拡大のためのパイロット・プログラム 清水
 米国企業の配当リキャップ (Dividend Recapitalization) 志馬
 ーリキャップCBの原型ー

No.1691 (2015.8)
 最近の投資信託市場の状況について 二上
 誤情報配信による不正取引 吉川
 ーSECのブルガリア投資家訴追請求ー
 ハイフリクエンシー・トレーディングの間接規制 清水
 ーブロップ・ファームをFINRA会員へー
 国債決済期間の短縮とレボ市場の革新 中島

No.1692 (2015.10)
 証券会社収入の変化をどう見るか 二上
 英国の投資型クラウドファンディング規制 松尾
 預金封鎖・ELA・改革プログラム 伊豆
 ーギリシャ危機と「最後の貸し手」ー
 日銀の国債保有状況と国債市場の流動性 志馬
 流動性の高い国債市場は如何にして形成されたか 中島

証研レポート第一六九三号
二〇一五年十二月十四日発行
(偶数月第二月曜日発行)

2015年12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)