

**証 研**

# レポート

No.1695

---

2016年4月

投資運用ビジネスにおける新たな動向

二上季代司（1）

クラウドファンディングの拡大と多様化

松尾 順介（9）

英独取引所グループの経営統合合意

吉川 真裕（22）

スチュワードシップ・コードの可能性

梅本 剛正（34）

# 投資運用ビジネスにおける新たな動向

一上季代司

昨年あたりから、わが国の投資運用ビジネスにおいて新たな動きがみうけられるように思われる。

第一に、投資一任業や投資信託運用業への新規参入が増えていることである。投資顧問業協会の投資運用会員は昨年度末（二〇一五年三月末）に比べて二二社増え二七〇社に達した（一月末）。この結果、証券会社を主たる構成員とする日本証券業協会の会員数（一月末現在、二五四社）を上回ることになった。また投資信託運用業者も九三社を数える。両者を包含する「投資運用業」の登録業者は、二月末現在三四二社を数えるが、これは二年半前の二〇一三年六月末と比べ二八社増えている。<sup>(1)</sup>

第二に、「ロボット・アドバイザー（略称・ロボアド）」など低コストを売り物にした投資一任サービスがみられるようになったことである。前述した投資運用会員の新規加入業者のなかに「ロボアド」を事業内容とする業者が二社含まれる。「ロボアド」は投資一任サービスの低廉化を通じてラップ口座の小口化をさらに推し進める可能性を秘めている。

第三に、投信の手数料引き下げ競争がみられるようになったことである。NISA導入（二〇一四年一月）を契機に販売手数料ゼロのノーロード型投信が増えたが、昨年秋ごろからは信託報酬を低く抑えた投信の投入がみられるようになった。

こうした現象は、どの程度まで一時的で、どの程度まで構造的と考えられるのか。投資運用業への新規参入の

増加、ならびに投資一任業や投資信託の報酬手数料低下が構造的なものであるとすれば、わが国の投資運用業界のビジネス拡大を促進させる方向に働くことが期待できそうである。しかしまた、マイナス金利政策の導入など資産運用に不確定な影響を与える環境変化もある。

そこで以下では、投資運用業における最近の事実経過について、今少し詳しく整理しておきたい。

## 1 投資運用業者の増加

投資顧問業協会加盟の投資運用会員二七〇社の内訳は、投資一任業一八三社、不動産関連特定投資運用業七九社、ファンド運用業八社から構成されている。この一年間の新規参入業者には不動産やベンチャー企業への投資ファンド運用業者もみうけられるが、投資一任業がやはり多い。

ところで、投資運用会員数が証券業協会員数を上回ったといっても、二七〇社のうち五七社は日本証券業協会員でもある。つまり証券会社が投資一任業を兼業し、他方で投資一任業者が有価証券関連業を兼業するというクロスオーバーの現象がみられるのである。こうした現象は、金融商品取引法施行（二〇〇七年九月）以来、一般化するようになったのであるが、数としては、野村證券を筆頭に証券会社プロパーが投資一任業を兼業する例が多かった（約四〇社）。他方、投資一任業者（日興アセットマネジメントなど）サイドでは約一五社前後が有価証券関連業を兼業している。

こうしたクロスオーバーの一因としてはラップ口座の拡大が挙げられるだろう。二、三年ほど前から証券会社自身がラップ口座に注力しはじめ、投資一任業への参入の必要性が生じたからだろう。他方でまた、投資一任業者のうち投資信託委託業を兼ねる業者のなかには、投信の販売チャネルとしての証券業が単に投信の単品販売だ

けではなくファンド・ラップの提供元として多様な販売可能性を秘めていることに関心を深めたのであろう。

一方、ごく最近の動きとしては、地銀系の一任運用業者の新規参入がみられる。例えば、地銀七行（山口フィナンシャルグループ、西日本シティ、広島、山陰合同、秋田、山形、十六の各行）が日本政策投資銀行や東海東京フィナンシャル・ホールディングからも出資をうけて、「オールニッポン・アセットマネジメント」を設立する構想が伝えられている。これは自己資金の運用が目的だと報道されている（日本経済新聞、三月一八日）。

人口減少と高齢化を迎え地域金融ビジネスの縮小という現実<sup>(1)</sup>に直面しつつある地域銀行は、現状、融資をはじめ資金運用難に陥っているが、一月末の日銀によるマイナス金利政策導入は、この運用難をさらに深刻化させる方向に働くからである。上記七行の証券運用残高は合計一一兆円であり、国債は五兆円をしめている。こうした運用難は、上記七行に限られるものではなく、今後も自己資金運用目的の投資運用会社新設の動きは続くものと思われる。

これに関連して、地銀系の投資信託運用会社の新規設立の動きもみられる。一〇年ほど前から地方銀行による証券子会社設立は目立って増えてきた<sup>(2)</sup>が、最近ではさらに進んで、投資信託運用会社を設立する動きも出てきたのである。例えば横浜銀行が三井住友信託銀行の出資とノウハウを得て二〇一四年六月に新設した「スカイオーシャン・アセットマネジメント」がそれである。

自己資金はもちろん顧客資金についても運用難であることには変わりなく、それが、現状ではとりわけ地方に強く表れている。そこで、当面は、地域金融機関を中心に投資運用業への参入意欲が増してくるようになる。る。

## 2 ロボット・アドバイザー

次に注目したいのは、ロボット・アドバイザーの出現である。現在、数社の「ロボアド」業者が投資運用業者として登録している（「お金のデザイン」、「マネックス・セゾン・バンガード投資顧問」、「ウェルズナビ」など）。このほか、既存の大手銀行でも「ロボアド」を利用した投資信託の販売に踏み出したところもある。<sup>(3)</sup>

吉永高士（野村総研アメリカ）によれば、<sup>(4)</sup>「ロボアド」とは、投資家がネット画面で必要な顧客属性を自己申告すれば、①リスク許容度判定等の属性分析や運用方針決定を含むセルフ・プロファイリングと、②運用方針に沿って投信、ETF、個別株式などから成る中長期分散ポートフォリオ投資を自動リバランス付きで行う資産運用という二つの基本機能を提供するものと定義している。アメリカでは二〇一四年二月時点で専業者を含め二〇社以上が提供しており、残高は約一九〇億ドル（約二兆三千億円）に上る、とされる。

ラップ口座は大衆化とともに投信を組み入れたファンド・ラップが主流となっている。わが国のラップ口座の規模は二〇一五年末、契約数四六万一二六〇件（残高五兆六七一一億円）であり、そのほとんどはファンド・ラップである。しかし、その手数料は、投資顧問料と管理手数料ならびに投信の信託報酬を合わせて、残高の二〜三％にのぼる。そのさらなる大衆化にはロットの少額化が必要となってくるが、このままでは手数料率をさらに引き上げる必要があり、それがネックとなっていた。

「ロボアド」は、人手を介することなくプロファイリングとリバランス付きの分散ポートフォリオを提供するので、安い料率での提供が可能なのである。加えて、企業リサーチが不要で信託報酬が低いETFで運用すれば、トータルで〇・五〜一・五％程度に抑えられるようである。「ロボアド」の拡大とともに、ファンド・ラップ等、資産運用サービスの小口化が進み、それがETFの残高拡大に貢献するという好循環が期待されるのである。

先行するアメリカでは、「ベターメント」と「ウェルスフロント」の二社が「ロボアド」專業大手であったが、手数料率が低いこと、また参入障壁が高くないことから多数の業者が参入して競争が激しく、単独での事業継続はむつかしくなっている。とくに運用会社のバンガードとデイスカウントブローカーのチャールズシュワブが「ロボアド」事業を開始したことで、昨年末には、ロボット・アドバイザーの運用資産残高の半分はこの二社で占められているようである。<sup>(5)</sup>

つまり、「ロボアド」は対面営業の営業員が小口顧客向けのプラットフォームとして利用したり、ネット專業証券の新たな販売チャネルという位置づけになりつつある。日本では投資信託の残高が一層小さいことから、「ロボアド」事業を単独で運用することは採算上無理であり、最初から、既存の証券会社や銀行との協働路線をとるのが一般的のようである。

こうした「ロボアド」事業は、先にもみたように投資運用業への意欲が相対的に強い地銀向けの投信販売促進ツールとしても期待されよう。

### 3 手数料引き下げ傾向

第三の動きとしては、投信関連手数料の引き下げ競争が生じていることである。NISA開始をきっかけに口座開設促進手段として販売手数料ゼロの投資信託が増えた。これに続いて昨春秋ごろから、インデックス運用で信託報酬の低い投資信託が販売されるようになったのである。日経平均連動型でも、運用会社によって信託報酬率が〇・二〜〇・八%とかなり開きがある。

近年、監督当局の金融庁は「受益者保護の観点」から販売会社による短期間での乗り換え売買を抑制するよう

に販売姿勢の是正を指導しているが、同様に運用会社に対しても「受託者責任の徹底」を強調するようになった。<sup>(6)</sup>これをうけてか、三井住友アセットマネジメントが確定拠出向けで信託報酬が〇・一七〇・六〇%の指数連動型投信四本を一般向けに売り出したのである。これがきっかけとなってニッセイ、三井住友トラスト、DIAMの各運用会社も信託報酬を抑えた指数連動型投信を一般販売するようになった。

もともと、信託報酬率の平均はアメリカ〇・七%に対して、日本は二倍近い一・三%にのぼる。この差は、商品構成や販売チャネルの違いによっても影響されているように思われる。ETFのようなりサーチコスト不要なインデックス連動型商品が増えれば下げ余地があるだろうし、乗り換え売買が少なく資金の出入りの少ないファンドであれば安定運用が可能となりパフォーマンスが向上して一本当たりの残高も拡大してくるだろう。そうならば信託報酬の引き下げ余地も出てくる。米国との料率格差が倍近いということは、努力次第で下げ余地があるということである。

#### 4 おわりに

二〇一三年四月からの日銀による質的・量的金融緩和は、今年一月末のマイナス金利政策導入によって新しい段階に入った。この新たな金融政策は、投資運用ビジネスにも様々な影響をもたらしつつある。長期国債の利回りは急速に低下し、深刻な運用難に陥った金融セクターとりわけ地域金融機関は、自己資金の効率的運用を目指して投資運用業に参入する動きが現実化し始めた。こうした運用難は家計資産についても同様である。これに加えて、「ロボアド」の導入や投信関連手数料の引き下げによって、資産運用サービスの小口化が可能となり、ラップ口座やラップ型投信の拡大が期待できそうである。

しかしまた、マイナス金利政策は、極度の運用利回り低下をもたらして投資運用ビジネスからの資金流出を招くリスクもある。MMFやMRFなどの流動性資金は、運用利回りが極度に低下して解約が増加し、資金流出に見舞われている。一時は残高二〇兆円を超えたMMFは元本割れリスクが高まったことを理由に、運用会社一社すべてが償還することを決めたのである。また投信資産の保管業務を受託している信託銀行各行は、投信の解約準備金として日銀当座預金に預けてある部分についてはマイナス金利相当分について手数料を徴収する方針のようである。そうなれば投信のパフォーマンスにも悪影響をもたらすだろう。

現状、地域金融機関は融資難で預貸金ギャップが拡大しているため、投資運用業への参入意欲が強いが、他方では、預金流出のリスクを懸念する必要もある。長期的には高齢化に伴って相続資金が地方から都市部にシフトする可能性があること、マイナンバー制の実施に伴って、税務当局に資産状況を把握されることを恐れる富裕層が預金引き出しに動く可能性があること、これに加えマイナス金利のつかない現金の形で銀行預金を引き出してタンス預金にする動きがあることなど、預金流出のリスクは長期・中期・短期の段階で強いのである。一万円札の流通額が増えていること、耐火性金庫の売れ行きが伸びていることなどがその兆候である。

投資運用ビジネスを拡大させる構造的要因は存在しており、成長産業と考えるとよいと思われるが、順調に進行するわけでもなさそうである。

注

(一) 投資顧問業協会の投資運用会員と投信協会の投信運用会社を合算すれば三六三社となり「投資運用業」登録者数を上回るが、これは両業務を兼営する業者がいるためである。



- (2) 拙稿「地銀系証券会社の展望」『金融ジャーナル』二〇一三年六月、同「銀証連携の新たな動きと展望」同、二〇一五年二月、を参照。
- (3) みずほ銀行はネット投信販売で「ロボアド」の「SMARTFOLIO」を導入している。
- (4) 吉永高士「米国のロボ・アドバイザーによるヒトとの競争と共生」野村総研『金融ITフォーカス』([http://fs.nri.co.jp/~media/Files/publication/kinyu-itf/2015/03/itf\\_201503\\_5.pdf](http://fs.nri.co.jp/~media/Files/publication/kinyu-itf/2015/03/itf_201503_5.pdf))
- (5) 同「ロボ・アドバイザーニー・Oを越えよう」同 ([http://fs.nri.co.jp/~media/Files/publication/kinyu-itf/2015/11/itf\\_201511\\_4.pdf](http://fs.nri.co.jp/~media/Files/publication/kinyu-itf/2015/11/itf_201511_4.pdf))
- (6) 金融庁『金融モニタリングレポート』二〇一五年七月。

(にかみ きよし・大阪研究所長)

# クラウドファンディングの拡大と多様化

松尾 順介

はじめに

国内外でのクラウドファンディングの拡大が続いている。調達金額でみると、国内市場は、二〇一二年の六九億円から二〇一五年には二八四億円と約四倍の増加となっている。<sup>(1)</sup>さらに、世界全体では、同期間の成長は二七億ドルから三四四億ドルと約一三倍の増加となっている。<sup>(2)</sup>

このような市場規模の拡大は、単に量的なものにとどまらず、質的な変化をも生じさせていると思われる。

具体的には、米国の貸付型クラウドファンディングの運営会社、LendingClubがNYSEに上場し、ウォール街のみならず、世界的な注目を集めたことである。同社の特徴は、フィンテック (FinTech) といわれる金融テクノロジーを駆使している点であり、最先端の金融分野に位置づけられる。従来、クラウドファンディングは、資金調達者と資金提供者の間での価値観の共有や共感がベースとなっており、通常のファイナンススキームとは異なる特徴を有していたと考えられるが、この事例では、そのようなクラウドファンディングの特徴が払拭されている。これは、クラウドファンディングにとって、新しい展開であろう。

逆に、市民出資の再生可能エネルギー・プロジェクトにおいては、かつては志を同じくする人達の人的なつながりをベースに資金集めが行なわれていたが、最近ではこのような取組においてクラウドファンディングが利用されるようになってきている。このような事例をみると、資金調達において、プロジェクトやその担い手との価値観

の共有や共感がベースとなっており、単なる収益性では判断できない、ナイーブな要素が重視されている。このような再生可能エネルギー・プロジェクトにおけるクラウドファンディングの取組は、海外でもみられ、同様の特徴をもっていると思われる。その意味では、両者は対極的な側面を有している。

本稿では、国内外の市場拡大を概観した上で、最近の変化を象徴すると考えられる上記の事例を紹介し、これらの事例が示唆する、今後のクラウドファンディングのあり方を検討する。

## 1 国内外のクラウドファンディングの拡大

国内のクラウドファンディングの市場動向を資金調達額で見ると、二〇一二年度六九億円だったものが、二〇一三年一二四億円、二〇一四年一九七億円と拡大し、二〇一五年度は二八四億円に達したとされている。三年間で約四倍に成長している。種類別にみても、購入型は約一〇倍、ファンド型も六・五倍、貸付型は約三・六倍の成長である（図表1参照）<sup>(3)</sup>。

他方、世界全体の市場規模は、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に達し、二〇一五年は三四四億ドルとされている（図表2参照）<sup>(4)</sup>。この三年間に約一三倍の成長を遂げたことになる。特に、北米やアジアでの市場拡大が顕著である。

図表1 国内の年間支援額（種類別）推移

（単位：百万円、％）

	2012年度		2013年度			2014年度			2015年度（見込）		
	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
購入型	336	4.9	897	167.0	7.3	2,009	124.0	10.2	3,335	66.0	11.8
寄付型	149	2.2	136	-8.7	1.1	127	-6.6	0.6	130	2.4	0.5
ファンド型	665	9.6	737	10.8	6.0	1,970	167.3	10.0	4,365	121.6	15.4
貸付型	5,773	83.4	10,592	83.5	85.7	15,606	47.3	79.2	20,543	31.6	72.4
合計	6,923	100.0	12,362	78.6	100.0	19,712	59.5	100.0	28,373	43.9	100.0

（注）当該年度の新規プロジェクト支援額ベース、2015年度は見込値（2015年8月現在）。

（出所）矢野経済研究所『2015年版 国内クラウドファンディングの市場動向』23～24ページをもとに作成。

世界全体の市場規模と比較すると、日本の市場規模は1%にも達せず、その成長率も相対的に低位にとどまっている。この格差をどう考えるかは議論の余地があるものの、日本の国内金融資産残高などのマクロ指標、様々な地域・分野での取組状況の展開などを考えると、今後のなお一層の拡大が予想される。

また、国内の種類別の割合をみると、二〇一五年度は、貸付型七二・四%、ファンド型一五・四%、購入型一一・八%、寄付型〇・五%となっており、貸付型が高い割合を占めている反面、寄付型は相当低い割合であり、低下傾向にあることがわかる。当初、クラウドファンディングには、寄付集めのイメージが強かったが、このデータをみると、そのようなイメージは、すでに実態に合わないものとなっていると判断できる。なお、世界全体の種類別データ（二〇一四年）では、貸付型六八・三%、エクイティ型六・八%、成果還元型八・二%、寄付型一二・〇%となっており、種類別の区分が必ずしも一致せず、寄付型がかなり低いという相違はあるものの、ほぼ同じような割合を占めていることがわかる。<sup>(5)</sup>

## 2 米国におけるLendingClub市場

最近の海外のクラウドファンディングで最大の話題は、二〇一四年一二月、米国の貸付型クラウドファンディング運営会社、LendingClubがNYSEに上

図表2 世界の市場規模

(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。

場したことであろう。同社は、二〇〇六年に設立され、本社をサンフランシスコに置く、ソーシャル・レンディング・プラットフォーム運営会社であり、この分野では全米一の実績を有している。ソーシャル・レンディングとは、別名Peer-to-peer lendingともいわれ、インターネット上で、貸し手と借り手をマッチングさせるサービスである。インターネット上で不特定多数の参加者を集めるという特徴は、クラウドファンディングのそれと一致していることから、現在では、クラウドファンディングの一形態として理解されることが多い。

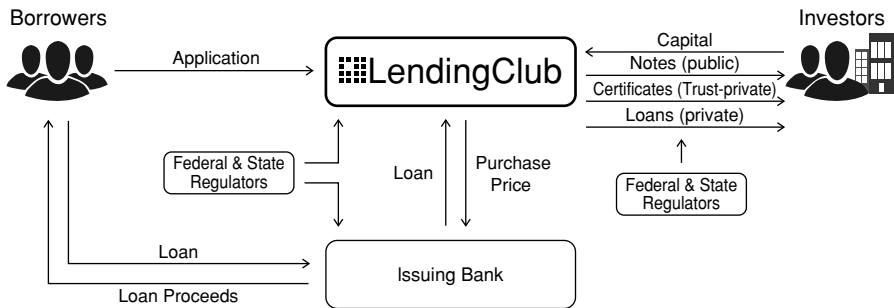
同社の特長は、単なるプラットフォームの運営だけでなく、そこでフィンテックを駆使している点であると考えられる。ここでは、フィンテックについての立ち入った説明は省略するが、フィンテックとは、FinanceとTechnologyの合成語であり、高度なIT技術を活用した新しい金融サービスやそれを提供するベンチャー企業等を指す用語として使われている。いうまでもなく、その背景には、昨今のネットワーク通信技術の高速・大容量化、処理能力の向上などの要因が挙げられる。具体的には、決済サービス、貸出、資産運用・管理、セキュリティなど、リテールから機関投資家の運用まで広範囲な分野での活用が期待されており、その活用によって金融ビジネスにおける競争優位性が大きく変化することが予想されている。同社の場合、インターネット・プラットフォーム上で貸し手と借り手の双方を直接募り、マッチングさせるというビジネスモデルであり、オンライン上でサービスを完結させることでコスト削減が図られている。

具体的には、借り手がウェブ上で希望借入額、返済期間、クレジットスコア等を入力すると、LendingClubがその情報をもとに査定を行ない、格付け（A1〜G5）を付与するとともにそれに応じた金利を設定する。他方、貸し手は金融機関に口座を開設し、入金した上で、ローンリストに提示された個別ローンまたはLendingClubが提示するポートフォリオを選択し、投資を実行する。その結果、提携金融機関を通じて、借り手に対してローン

が実行されるとともに、貸し手には受益権が交付される（図表3参照）<sup>(6)</sup>。つまり、LendingClubは貸し手と借り手をマッチングさせるだけでなく、資金の決済は提携金融機関を通じて行なわれる。その意味では、LendingClubのビジネスは、単なるマッチングサイトの運営であり、ありふれたものとみえるかもしれないが、LendingClubが上場にこぎつけた優位性は、借り手の査定と金利設定において、フィンテックを駆使した、緻密なデータ分析を行ない、適切な金利設定を行なっている点にあると考えられる。同社のアニュアルレポートでは、自社の競争上の強みとして、①世界最大規模のオンライン市場、②頑健なネットワーク効果、③借り手と投資家の高い満足度、④テクノロジー・プラットフォーム、⑤洗練されたリスク評価が挙げられている。つまり、プラットフォームにより多くの参加者を集めることで、より大量のデータが集積される。これを高度なテクノロジーを駆使して解析することで、より適切なりスク評価や金利設定が行なわれ、投資家と借り手の双方から高い満足度を獲得することができるという点に優位性があると考えられる。

このような優位性を生かして、同社は貸出残高を急速に延ばしており、貸出額全体に占める P2P レンダーの残高は、現在5%であるものの、二〇二四年には消費者向けローンの一四%を占めると推測されている（図表4参照）。このような貸出型クラウドファンディングの拡大は、単に量的拡大だけで

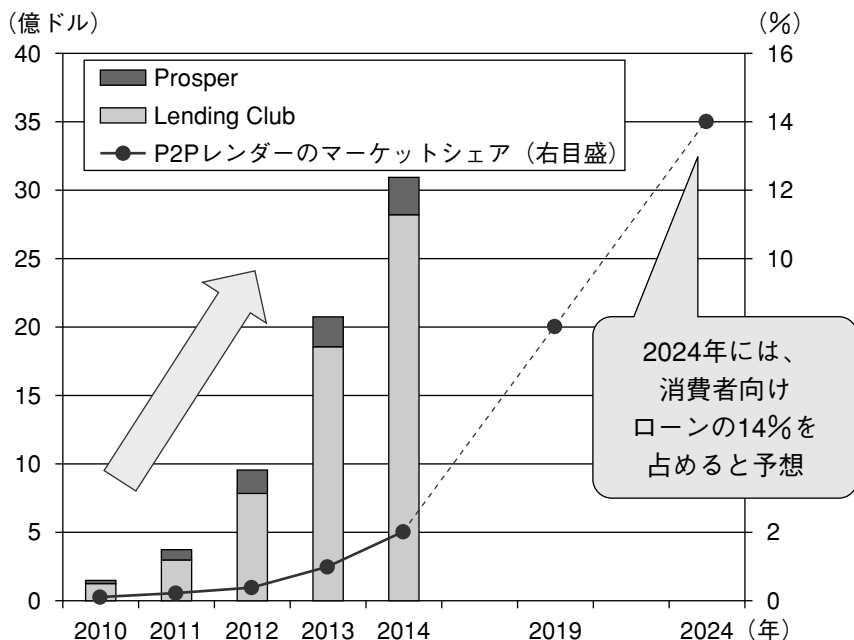
図表3 LendingClubの仕組み



(出所) 同社アニュアルレポート (2015年12月31日、10-K)、10ページ。  
<http://ir.lendingclub.com/Cache/33047201.pdf?IID=4213397&FID=33047201&O=3&OSID=9>

なく、クラウドファンディングのあり方そのものに変化をもたらすことが考えられる。そもそもクラウドファンディングの基本的な特徴は、資金調達プロジェクトやその担い手に対する共感や価値観の共有がベースとなつて、一種のコミュニティを形成するという点であり、そこでは必ずしもリスク・リターンのような収益性が優先されない行動がみられたが、LendingClubの事例では、大容量データを集積した上で、高度なテクノロジーを駆使して、精緻なリスク・リターンの分析を行なうことが基本となっている。そうなると資金提供者の多くは、ファイナンス理論に基づいたポートフォリオを組成することになり、価値観の共有や共感といったナイーブな要素は一切排除されることになる。いわば通常のファイナンスの枠組みに収まらないところがクラ

図表4 P2Pレンダーによる貸出残高及び米国におけるマーケットシェア



(注) マーケットシェアは、Lending ClubとProsperによる債権残高の、消費者ローン（保証なし）に占める割合をいう（2015年以降は、Goldman Sachs Global Investment Research試算値）

(資料) Goldman Sachs, "The Future of Finance" (2015)より、みずほ総合研究所作成

(出所) みずほ総研の資料による。

ウドファンディングの特徴であったのが、逆に最先端のファイナンスに位置づけられるようになったといえる。これはクラウドファンディングにとって、大きな質的变化といえるだろう。

その一方で、この事例とは逆に、価値観の共有や共感という要素を基礎とした、クラウドファンディングの取組も進められている。次節ではその事例を紹介する。

### 3 国内小水力発電事業の取組

東日本大震災によって発生した原発事故以降、再生可能エネルギーへの関心が高まり、さまざまな分野での取組が進められているが、再生可能エネルギーによる発電プロジェクトを市民出資で設立するという取組は、かなり以前から始まっていた。その嚆矢とされるのは、「北海道市民風力発電」（札幌市、二〇〇一年二月設立、現在の名称は、株式会社市民風力発電）であり、その設立母体は、札幌市のNPO「北海道グリーンファンド」（一九九九年七月設立）である。<sup>(7)</sup>これは、原発反対運動を契機にスタートしたといわれ、生活クラブ生協と連携して設立された。この事例では、建設資金を調達するため、一口五〇万円の出資を募集し、道内のほか宮城、京都などの市民二一七名から出資を集めた。ただし、このうち七〇八割は地元であり、当初から市民運動を担ってきた人たちが中心であった。この出資金を元にして、二〇〇〇年九月、浜頓別に風車（「はまかせ」ちゃん）が完成し、出力約一〇〇〇キロワットの電力供給が開始された。この総事業費は、二億二〇〇万円、うち出資一億六〇〇万円、銀行借入六〇〇〇万円であった。その後も同様の取組は拡大し、さまざまな地域で展開されているが、この事例のように環境や原発問題に関心をもつ有志が、その人的・組織的なネットワークを基盤として資金調達を行なってきた。<sup>(8)</sup>



以下で紹介する、奈良県東吉野村における小水力発電プロジェクト「つくばね発電所復活プロジェクト」の事例も、このような市民出資型ファンドの延長線上に位置づけられるが、クラウドファンディングを利用した点で、今までにない斬新さをもっている。

奈良県東吉野村は、吉野杉の産地であり、一九六五年の人口は八〇〇〇名を超えていたが、現在二二四四名、世帯数九三五戸、六五歳以上の住民の割合が半数、未成年者は一割未満となっており、典型的な過疎の山村である。同村では、かねてより地域活性化について議論が重ねられ、さまざまな取組が行われてきたが、その一つとして小水力発電事業の取組が企画された。その理由として、同村では、一九一四（大正三）年に地元の有志によって小水力発電施設が建設され、一九六三（昭和三八）年まで地元の住宅や製材工場の電力需要をまかなってきた歴史があり、発電事業は、地域の活力のシンボリックな存在であったからである。

このプロジェクトは、二〇一三年八月に地元の有志によって設立された、東吉野村小水力利用推進協議会を母体とし、その後ならコープグループの出資（四〇万円）も得て、二〇一四年一月に設立された、東吉野水力発電株式会社によって担われている。事業計画では、かつて小水力発電が行なわれた水路を利用しながら、新たに水管を敷設するとともに、取水および発電施設を建設することで、年間六五万キロワットが発電され、これを全量売電することで、年間二〇〇〇万円の収入が想定されている。このプロジェクトでは、総事業費二億二〇〇〇万円のうち、五二五〇万円（建設費五〇〇〇万円、予備費二五〇万円）がクラウドファンディングによって調達された（残額は地元の金融機関からの借入によって調達）。ファンドの運営会社は、ミュージックセキュリティーズであり、当該ファンド（匿名組合）は、二〇一五年一月から二〇一六年一月二九日までの募集期間を設定し、出資者を募った。ファンドのスキームは、出資金募集最大総額・五二五〇万円、出資申込単位三万一千七二〇円

(うち取扱手数料一七二〇円)ノ口、募集最大総口数一七五〇口、契約期間五年であり、分配比率は、リクープ前・売上金額(税抜)×五五・〇%・一七五〇口×一口、リクープ後・同、である。なお、ここでリクープといわれるのは、匿名組合員にとつての損益分岐点であり、組合員への分配金合計が出資金と同額になることである。当該ファンドは、税抜きの予想リクープ累計売上金額を九五四万四五五円(年額一九〇九万九〇九円)とした上で、事業計画での累計売上金額(ファンド対象期間)を一億九九〇万二九六〇円(年額二一九八万五九二円)としており、この計画が実現すれば、源泉徴収後の償還率は一一二・〇%となる。ただし、このプロジェクトでは、単にファンドとしての収益性だけでなく、このプロジェクトを契機にして、地域の活性化を企画していることが重要である。つまり、事業収益によって様々な事業に取り組むとともに、これを契機に住民のモチベーションを喚起し、今後の新規事業の展開につなげていくことが企図されている。

この事例では、計画通り五二五二万円の募集が集まり、その出資人数は二七三名に達した。

まず、ここで興味深いのは、都道府県別の出資人数と口数のデータである(図表5参照)。出資者数の最も多いのは東京都五一名であり、逆に地元の奈良県は四九名で、わずかな差であるが第二位となっている。続いて第三位神奈川県二一名、第四位千葉県一九名、第五位大阪府一八名、第六位埼玉県一五名などとなっている。東京、神奈川、千葉、埼玉などの首都圏の出資者数(一〇六名)が地元の奈良、大阪、京都、兵庫、和歌山の出資者数(九一名)を上回っていることがわかる。ただし、一人当たりの平均口数でみると、東京四・七口であるのに対し、奈良一・六となっており、一人当たりの出資額では地元のほうが大きいことがわかる。募集総額全体に占める割合をみても、奈良、大阪、京都、和歌山の口数合計(八七〇口)で、全体の約五〇%の出資を集めているのに対し、東京、神奈川、千葉、埼玉の合計口数(四九三口)は、二八%に過ぎない。このことは、クラウドフ

図表5 「つくばね発電所復活プロジェクト」の都道府県別出資者と口数

	人数	口数	平均口数
愛知県	14	80	5.7
愛媛県	2	2	1.0
茨城県	3	104	34.7
岡山県	7	17	2.4
岩手県	1	1	1.0
岐阜県	3	3	1.0
宮崎県	1	30	30.0
宮城県	2	3	1.5
京都府	13	81	6.2
熊本県	2	31	15.5
群馬県	3	12	4.0
広島県	3	6	2.0
香川県	1	2	2.0
埼玉県	15	139	9.3
三重県	2	2	1.0
山口県	2	4	2.0
山梨県	1	1	1.0
滋賀県	2	2	1.0
新潟県	1	3	3.0
神奈川県	21	48	2.3
青森県	1	1	1.0
静岡県	6	27	4.5
石川県	1	1	1.0
千葉県	19	67	3.5
大阪府	18	108	6.0
大分県	1	1	1.0
長崎県	3	6	2.0
長野県	5	11	2.2
東京都	51	239	4.7
栃木県	2	2	1.0
奈良県	49	567	11.6
福井県	1	20	20.0
福岡県	4	6	1.5
兵庫県	10	14	1.4
北海道	2	4	2.0
和歌山県	1	100	100.0
計	273	1,745	6.4

(出所) 東吉野水力発電株式会社による。

アンディングにおいても当該地域の人間関係が資金調達では、重要な役割を果たしていることを示唆していると思われる。

次に、ファンドの出資状況の推移をみると、募集開始当初は出足が悪く、七月に急激に増加していることがわかる(図表6参照)。筆者が東吉野水力発電株式会社にて行なったインタビューでは、このプロジェクトでの資金調達が成功した要因として、地元の東吉野村での説明会開催とならコープの協力が挙げられた。前者に関して、六月二〇日、六月二七日、七月一日、九月一日に行なわれ、各回一〇数名の参加者を集めた。ただし、参加者の大半は高齢層であり、必ずしもインターネットを介して出資の手続きを行なう環境になかったため、あまり出資につながらなかったが、縁故者や知人に口コミで出資の協力を呼び掛けたとのことである。その効果に

よって、七月に口数が伸びたとされる。また、後者についても、ならコープが組合員への呼びかけを行なうとともに、PR活動を支援したとのことである。

この事例の示唆するところは、クラウドファンディングにおいても、地域に密着した人間関係が資金調達にとって重要な要素であり、この関係が基礎となっているという点である。このことは、地元での説明会に参加した高齢者の口コミが奏功したことに表れている。さらに、単に収益性だけでなく、プロジェクトやその担い手に対する信頼や共感も重要な要素である。このプロジェクトでは、単に収益性だけでなく、地域活性化というコンセプトが重視されており、これが共感と呼んだ側面であるという点も重要である。実際、このファンドの出資動機の調査で、最も高い割合を占めていたのが、「業種・事業内容に共感・応援したいから」であり、これが七八%を占めている。つまり、この事例は、資金調達者と資金提供者の人的なつながりを中核としつつ、プロジェクトの担い手と資金提供者が価値観を共有した事例であり、その意味ではクラウドファンディングの本来の特徴が十分に生かされた事例といえる。

### まとめ

以上、本稿では、国内外のクラウドファンディングの拡大を概観した上で、クラウドファンディングの今後の方向性を示唆する、二つの事例を考察した。その

図表6 ファンドの出資状況の推移

	1月	2月	3月	4月	5月	6月	7月	8月	9月	10月	11月	12月	総計
購入口数 (単月)	33	69	60	29	112	187	483	204	125	261	105	77	1,745
購入口数 (累積)	33	102	162	191	303	490	973	1,177	1,302	1,563	1,668	1,745	
購入人数 (単月)	18	19	11	8	8	20	55	29	26	27	44	8	273
購入人数 (累積)	18	37	48	56	64	84	139	168	194	221	265	273	

(出所) 東吉野水力発電株式会社による。

結果、一つの方向性として、フィンテックのような高度なテクノロジーを駆使した、最先端の金融手法に位置づけられるようなあり方が示されるとともに、他方では参加者による価値観の共有や共感といった、従来の金融理論の枠組みに収まらないようなあり方も示されている。

クラウドファンディングを、不特定多数の資金調達者と資金提供者がネット上のプラットフォームで相対し、何らかの金銭上の契約を取り交わす仕組みと解するならば、これらは共通の要素を有しているが、クラウドファンディングの特徴として、参加者による価値観の共有や共感といったナイーブな要素を重視するならば、両者は全く異なるものである。

クラウドファンディングの拡大は、今後も続くことが予想され、それに伴い多様なありかたが提示されるものと考えられる。

(謝辞) 本稿作成に際し、森田康照氏(東吉野水力発電株式会社)、大木剛氏(みずほ総研)から貴重なご教示とデータを頂戴しました。厚く御礼申し上げます。

#### 注

- (1) 矢野経済研究所『二〇一五年版 国内クラウドファンディングの市場動向』二三―二四ページ
- (2) massolution "2015CF The Crowdfunding Industry Report" p.56
- (3) 矢野経済研究所『二〇一五年版 国内クラウドファンディングの市場動向』、参照。
- (4) massolution "2015CF The Crowdfunding Industry Report" p.22

- (5) massolution "2015CF The Crowdfunding Industry Report" p.56
- (6) Lending Clubにて、Standard ProgramとCustom Programとの二形態を用意しており、前者の場合、貸し手は主に個人投資家で、定型のパーソナルローンを対象としており、後者の場合、貸し手は主に機関投資家で、中小企業ローンを含む非定型ローンを対象としている。また、前者は、マーケット型で運営されており、本文で記したように、LendingClubが審査を行ない、金利を決定するが、後者では、オークション形式も用いられているようである。つまり、借り手がその資金用途や信用度を開示する一方、貸し手はその情報によって借り手を選定し、入札を行なう。その結果、最も低い金利を提示した貸し手が落札することになる。
- (7) 同NPO法人の活動については、<http://www.h-greenfund.jp/index.html>参照。
- (8) この事例については、拙稿「大手証券グループのファンド業務および各種のブティック型ファンドー自然エネルギー・環境・農林業関連を中心として」(証券経営研究会編『金融規制の動向と証券業』日本証券経済研究所、二〇一一年、第八章、所収)、参照。
- (9) 東吉野村HP掲載のデータによる。なお、データは、平成二二年国勢調査によるものである。  
<http://www.vill.higashiyoshino.nara.jp/4gyouseijouhou/toukeityousa/toukeityousa.html>

(まつお じゅんすけ・客員研究員)

## 英独取引所グループの経営統合合意

吉川 真裕

二〇一六年二月二三日、イタリア取引所を傘下に持つロンドン証券取引所グループ（LSEG）と、デリバティブ取引所EUREXやフランクフルト証券取引所を傘下に持つドイツ取引所（DBAG）は対等合併に関する交渉状況を明らかにした。そして、株式交換によって新たに設立される持ち株会社（UK TopCo）のもとでの経営統合（持ち株比率はDBAG五四・四％、LSEG四五・六％）が模索されており、持ち株会社の取締役会には両取引所グループから同数の取締役が就任すること、両取引所グループの主要業務はこれまで通りに運営されること、三月二日一七時まで正式決定が公表されることが明らかになった。ところが、三月一日、ニューヨーク証券取引等を傘下に持つアメリカのインターコンチネンタル取引所（ICE）がLSEGに対して買収提案を検討していることがLSEGから公表され、三月九日にはDBAGがEUREX傘下のアメリカのオプシオン取引所ISEをナスダックに一一億ドルで売却することで合意した。三月一六日に英独取引所グループの対等合併合意条件が正式に公表されたが、LSEGに対する買収提案や規制当局による承認手続きの難航が予想され、経営統合が実現するかどうかは不確かである。

本稿ではLSEGとDBAGの経営統合計画をめぐる経緯を紹介し、経営統合合意に至った両取引所グループの思惑と今後の展開について考察する。

# 1 これまでの経緯

## (1) 二〇〇〇年の合併合意<sup>(1)</sup>

二〇〇〇年五月三日、ロンドン証券取引所とドイツ取引所は対等合併し、新取引所iXはヨーロッパへの進出を計画していたアメリカのナスダックとの間でベンチャー市場(ナスダックiX)を共同子会社として開設する計画が明らかにされた。そして、七月一七日には合併計画の細目明らかにされ、合併承認のための会員総会は両取引所とも九月一四日におこなわれ、一月一日には合併が実現するという日程も明らかにされた。ところが、八月二九日にストックホルム証券取引所を傘下に持つスウェーデンのOMグループがロンドン証券取引所に対して敵対的買収を仕掛け、これを受けてロンドン証券取引所は九月一二日にドイツ取引所との合併計画を撤回し、OMグループの敵対的買収に対抗することに専念することを発表した。結局、OMグループによる敵対的買収は失敗に終わったが、ドイツ取引所との合併計画を推進したロンドン証券取引所のケイシー最高経営責任者(CEO)は辞任し、両取引所の合併計画が再検討されることはなかった。

この時の合併計画では新会社をイギリスに作り、株式交換によって合併を実現し、両取引所から同数の取締役が就任する(会長はロンドン証券取引所から、CEOはドイツ取引所から)という点で今回の経営統合合意と同じであったが、優良株式はイギリスで取引がおこなわれ、ベンチャー株式はドイツで取引がおこなわれることが予定されており、取引市場統合が想定されていた点では今回の経営統合合意よりもより踏み込んだものであった。また、当初の株式保有比率もドイツ取引所のクリアストリーム株式保有分を除く形で五〇%ずつとなっており、文字通り、対等合併という形をとっていた。他方、合併に伴う費用削減効果は八三〇〇万ユーロ(五〇〇〇万ポンド)と見込まれており、今回の経営統合合意の四億五〇〇〇万ユーロの五分の一以下であった。



## (2) 二〇〇四年の買収提案<sup>(2)</sup>

二〇〇四年一月二三日、ロンドン証券取引所は一株五ポンド三〇ペンス（総額一三億五〇〇万ポンド）のドイツ取引所による買収提案を拒否したことを公表した。一月二〇日には旧パリ取引所を核とするユーロネクストからもロンドン証券取引所に対する買収提案の意向が示され、両当事者の間で買収条件の交渉がおこなわれた。二〇〇五年一月二七日にドイツ取引所がロンドン証券取引所に対する買収提案の内容を公表したことで事態は進展し、翌一月二八日にはユーロネクストが買収提案内容を公表しないまま公正取引庁（OFT）にロンドン証券取引所に対する買収交渉の申請をおこない、ドイツ取引所も一月三一日に買収交渉の申請をOFTにおこなった。そして、二月九日にはユーロネクストも買収提案内容を公表したが、買収価格は明示されていなかった。ところが、三月六日にドイツ取引所が主要株主の反対を理由にロンドン証券取引所に対する買収提案を取り下げたことで、買収観測は一気に後退した。さらに、三月二九日にはOFTからドイツ取引所とユーロネクストによるロンドン証券取引所の買収審査結果が公表され、承認は留保された。ただし、OFTは問題の重要性に鑑み、この問題に対する調査を競争委員会（CC）に依頼し、CCによる七月の中間報告では現状での買収は認められないものの、クリアリング機関の問題が改善されれば買収が不可能なわけではないという判断が示された。

この際、ドイツ取引所は買収が両取引所の事業戦略、使用通貨、規制枠組といった市場構造を変更するものではないこと、イギリスの電子取引利用料を大幅に引き下げること、ロンドン証券取引所とクリアリング機関・セトルメント機関との契約を尊重することを表明していた。また、デリバティブを含めた取引統括本部をロンドンに置くこと、ロンドン証券取引所のファースCEOとホーウエル最高財務責任者（CFO）にドイツ取引所の役員ポストを提示していること、クリアストリームの売却は考えていないことが関係者の話として報じられていた。

(3) 二〇〇一年のLSEEGとTMXの合併合意撤回<sup>3)</sup>

二〇〇一年二月九日、イタリア取引所を傘下に持つロンドン証券取引所グループ(LSEEG)とトロント証券取引所やモントリオール取引所を傘下に持つTMXグループ(TM X)は合併後の持ち株比率が五五%対四五%の比率で対等合併することに合意したという発表をおこなった。二〇〇一年三月にオンタリオ州監督機関によるヒアリングがはじまると六大銀行の三つが反対を表明し、もう一行が加わって四つの大手銀行が反対を表明したが、LSEEGの財務アドバイザーを務めるカナダ・ロイヤル銀行(RBC)とTMXの財務アドバイザーを務めるモントリオール銀行(BMO)は合併の支持を続けていた。五月一日、TMXは四つの大手銀行と五つの年金基金が結成したメイプル・グループから買収交渉を打診されたことを明らかにし、TMX株式一株に対して四八カナダ・ドル(三三・五二カナダ・ドルの現金とメイプル・グループ株式〇・三〇一六株の株式交換)、五月一三日のLSEEG株価に基づく買収価格に比べて二三%のプレミアムが提示された。五月二〇日、TMXの取締役会は買収提案価格のより高いメイプル・グループの買収提案を拒否し、LSEEGとの合併計画を推進する決定を公表した。五月二十五日にはTMXは合併承認を求める株主総会を六月三〇日に開催する手続きを開始し、LSEEGも同じ六月三〇日に合併承認を求める株主総会を開催する計画を発表した。六月一日には両取引所でそれぞれ買収承認を求める株主総会の開催通知が発表され、買収後のグループの名称をLTMXとすることも明らかにされた。買収承認投票を翌日に控えた六月二十九日、LSEEGとTMXはTMXで株主投票の三分の二を得られる見通しが立たないことを理由としてLSEEGとTMXの合併計画を撤回すると発表した。六月二十八日までの投票でTMXの株主の過半数はLSEEGによる買収に賛成していたが、三〇日に投票を実施しても三分の二の賛成を得られる可能性はきわめて低いことが撤回理由として挙げられていたが、具体的な数値は公表されなかった。

(4) 二〇一二年のドイツ取引所とNYSEユーロネクストの合併合意撤回<sup>(4)</sup>

二〇一一年二月九日、LSE GとTMXが対等合併することに合意したという発表をおこなった同じ日にドイツ取引所(DBAG)と、ニューヨーク証券取引所(NYSE)やユーロネクストを傘下に持つNYSEユーロネクストが合併交渉の結論が出るまで株式の取引を停止することを発表し、二月一五日にはDBAGとNYSEユーロネクストも合併後の持ち株比率が六〇%対四〇%の比率で対等合併することに合意した。これに対して、ナスダックOMXとインターコンチネンタル取引所は共同で四月一日にNYSEユーロネクストに対する買収提案をおこなったが、五月一六日には司法省の反対を受けて買収提案を取り下げた。七月七日にはNYSEユーロネクスト、七月一三日にはDBAGでの株主による合併承認がおこなわれたが、八月四日にはヨーロッパ連合(EU)の競争総局が詳細な承認審査手続きに入ることを公表した。承認審査過程においてDBAGとNYSEユーロネクストは譲歩案を提示したが、EU競争総局の理解は得られなかった。二〇一二年二月一日、EUは競争総局の提案を受けて、提示された譲歩案に基づくDBAGとNYSEユーロネクストの合併を承認しないという決定をおこなった。これを受けて翌二日、DBAGとNYSEユーロネクストは合併計画の撤回を表明した。

この際、NYSEユーロネクスト株式一株に対してDB株式〇・四七〇〇株の株式交換によって合併をおこなわれ、二月九日のNYSEユーロネクストの株価に比べて一〇%のプレミアムでの買収合意であった。他方、合併成立後の持ち株会社はオランダに新たに設立され、取締役は一七人で、フランチョーニ会長(DBAG・CEO)とリーダーアウアCEO(NYSEユーロネクストCEO)を除く一五人のうち九人はDBAGから、六人はNYSEユーロネクストから選出されるが、経営委員会には双方から四人ずつが選出されることになった。

## 2 合併合意に至る経緯

二〇一六年二月二三日、イタリア取引所を傘下に持つロンドン証券取引所グループ（LSEG）と、デリバティブ取引所EUREXとフランクフルト証券取引所を傘下に持つドイツ取引所（DBAG）は対等合併に関する交渉状況を明らかにした。<sup>(5)</sup> 株式交換によって新たに設立される持ち株会社（UK TopCo）のもとでの経営統合（持ち株比率はDBAG五四・四％、LSEG四五・六％）が模索されており、持ち株会社の取締役会には両取引所グループから同数の取締役が就任すること、両取引所グループの主要業務はこれまで通りに運営されること、三月二二日一七時まで正式決定が公表されることが明らかになった。そして、二月二六日には追加情報が公表され、新たに設立される持ち株会社はロンドンに所在するが、本社機能はロンドンとフランクフルトの双方に置き、株式はロンドン証券取引所とフランクフルト証券取引所の双方で上場されること、双方から同数の取締役が就任する持ち株会社の取締役会ではLSEGのブライドン会長が会長、DBAGのファーバー会長が副会長、DBAGのケンゲターCEOがCEO、LSEGのワレンCFOがCFOに就任することなどが明らかになった。<sup>(6)</sup>

ところが、正式条件が発表される前の三月一日、ニューヨーク証券取引等を傘下に持つアメリカのインターネット取引所（ICE）がLSEGに対して買収提案を検討していることがLSEGから公表され、三月九日にはDBAGがナスダックにアメリカのオプション取引所ISEを一一億ドルで売却することで合意した。<sup>(7)</sup>

三月一六日、英独取引所グループの経営統合合意条件が正式に公表されたが、それまでに公表されてきた内容通りであった。<sup>(8)</sup> 持ち株会社の取締役に公表された四人のほか、双方から六人ずつが加わり、一六人であること（将来的には一四人に削減予定）、LSEGのロレCEOは退任するが、会長と副会長のアドバイザーとして最長一年間経営統合に関与すること、経営統合に伴う費用削減効果を二〇一五年の経常費用二二億ユーロの二〇％に

近い四億五〇〇万ユーロと見込んでいることなどが明らかになった。

### 3 経営統合の思惑と今後の展開

ロンドン証券取引所は二〇〇〇年五月にドイツ取引所との対等合併で合意した後、二〇〇〇年九月にOMグループ、二〇〇〇年四月にドイツ取引所、二〇〇五年一月にオーストラリアの投資銀行マッコリー・グループ、二〇〇六年三月と一月にナスダックと五度の買収提案を受けたが、取締役会はこれらの提案を退けてきた。二〇〇七年六月にはイタリア取引所を株式交換によって一一億ポンド（一六億ユーロ）で買収し、ロンドン証券取引所グループ（LSE Group）を形成した後、フランス国籍の投資銀行家ロレ氏がCEOに就任し、二〇〇九年一月にスリランカのシステム開発会社であるミレニアム・インフォメーション・テクノロジーズを三〇〇〇万ドル（一八〇〇万ポンド）で買収し、二〇〇九年二月にはイギリスの取引所類似施設（MTF）であるターコイズも買収した。二〇一一年二月にはトロント証券取引所を傘下に持つTMXグループの買収で合意に達したが、カナダでの反対勢力の抵抗によって断念したものの、二〇一二年四月には八億二三〇〇万ユーロ（一一億ドル）でクリアリング機関であるLCHクリアネットの買収に成功した。そして、二〇一三年には共同子会社であったFTSEを完全子会社化し、二〇一四年にはアメリカのフランク・ラッセルの買収にも成功していた。

ロンドン証券取引所はかつての買収ターゲットから買収者へと変貌し、ロレCEOのもとで株式取引に依存した収益構造を多様化して、デリバティブ取引が弱いものの、取引所グループと呼ぶに相応しい企業とみなされるようになっていた。ところが、買収による多角化戦略を推し進め、評価されてきたロレCEOがドイツ取引所との対等合併（持ち株比率からは被買収）を選択したことに対して、疑問を呈する向きも多い。力尽くで買収され

る可能性は極めて小さくなったにもかかわらず、ロレCEOが自ら買収される道を選択したのはなぜであろうか。自らの地位や企業の独立性よりも顧客の利便性向上を選択したと言えば聞こえはいいが、デリバティブ取引で市場を獲得することは困難であり、デリバティブ取引で強いドイツ取引所やCMEグループ、ICEと競争していくことに見通しが立たなかったからではないだろうか。イギリス株取引やイタリア株取引で主市場でなくなることは考えにくいだが、ユーロ建て取引やドル建て取引を獲得することも困難であり、イギリスのEU離脱という事態になればじり貧状態になることが危惧されたに違いない。今回の経営統合合意がイギリスでの国民投票前におこなわれ、株主による承認手続きが国民投票の前に予定されていることから、イギリスのEU離脱という最悪の事態を回避するための手段として経営統合がロンドン証券取引所で選択されたのではないかと考えられる。

他方、ドイツ取引所は二〇〇〇年九月にロンドン証券取引所との合併計画が撤回された後、二〇〇四年八月にスイス取引所の買収交渉が決裂し、二〇〇四年一月にロンドン証券取引所に対して買収交渉を再度おこなったものの、二〇〇五年二月には株主や利用者による経営陣への反乱が生じ、剛腕で知られたザイフェルトCEOが退任する事態となった。ザイフェルトCEO（スイス国籍）との対立からドイツ取引所を離れ、スイス取引所のCEOを務めていたスイス国籍のフランチオーニ氏がCEOに就任した後、ドイツ取引所の強硬姿勢は影を潜めたが、二〇〇六年にはユーロネクストの買収交渉でニューヨーク証券取引所に出し抜かれ、二〇〇七年四月にアメリカの電子オプション取引所ISEを二八億ドル（ナスダックへの売却価格は一一億ドル）で買収していた。ユーロネクストを買収したニューヨーク証券取引所から合併計画が持ち込まれ、二〇一一年二月にはNYSEユーロネクストと対等合併（持ち株比率は六〇%対四〇%）することで合意に達したが、ドイツ取引所傘下のデリバティブ取引所EUREXとNYSEユーロネクスト傘下のデリバティブ取引所LIFFEのグループ会社化は

デリバティブ市場の競争を阻害するというEUの判断によってNYSEユーロネクストとの合併計画は撤回されることになった（EUR EXかLIFFEの売却は考慮されなかった）。この後、スイス取引所との共同子会社であったデリバティブ取引所EUR EXと指数情報提供会社STOXXの完全子会社化はおこなわれたが、買収による拡大という姿勢は後退していた。ところが、二〇一五年に就任した投資銀行出身のケンゲターCEOはCMEグループを出し抜いてフランクフルトのFX取引市場三〇六Tを買収し、穏健な前任者との違いを印象付け、LSEGとの合併合意にかかわる報道からも強気な姿勢がうかがえる。

LSEGとの合併交渉は二か月前から、ナスダックへのISE売却交渉は三か月前からおこなっていたと報じられているが、いずれの交渉もドイツ取引所から持ちかけたものかどうかは不明である。二〇〇〇年の合併合意の際には剛腕で知られたザイフェルトCEOでさえ対等合併の形にするためにクリアストリームの持ち株を除外するという形をとっていたにもかかわらず、今回の合併合意では売却交渉をしていたISEの売却代金を株主に分配して合併比率を対等に近づけるといふ配慮はおこなわれておらず、NYSEユーロネクストとの合併合意の際と同様、対等合併と言いながらあくまで持ち株比率では譲らないという姿勢が感じられる。相手の交渉意欲が強いなら有利な取引を実現するというのが現状に困っていないドイツ取引所のスタンスのように思われる。

二〇一二年のドイツ取引所とNYSEユーロネクストの合併合意ではドイツ取引所傘下のデリバティブ取引所EUR EXとNYSEユーロネクスト傘下のデリバティブ取引所LIFFEのグループ会社化がシナジー効果の焦点であったが、今回のドイツ取引所とLSEGとの合併合意ではドイツ取引所傘下のクリアリング機関EUR EXクリアリングとLSEG傘下のクリアリング機関LCHクリアネットのグループ会社化がシナジー効果の焦点となっており、ユーロ建て債券先物・オプション取引のクリアリングをおこなうEUR EXクリアリングと、

金利スワップ等の店頭デリバティブ取引のクリアリングをおこなうLCHクリアネットの間で利用者の証拠金を削減するポートフォリオ証拠金を導入することが計画されており、店頭デリバティブ取引のセントラル・カウンターパーティを通じたクリアリングが奨励されている状況に即したものである。LCHクリアネットは金利スワップのクリアリング業務の最大手であり、LCHクリアネットとの間でポートフォリオ証拠金を導入することはEUREXを傘下に持つドイツ取引所だけでなく、LIFFEから取引を移管され、ユーロ建て短期金利を対象とした先物・オプション取引をおこなうICEフューチャーズ・ヨーロッパを傘下に持つICE、ドル建て短期金利を対象とした先物・オプション取引をおこなうCMEやドル建て債券先物・オプション取引をおこなうCBOを傘下に持つCMEグループにとっても魅力的であり、ICEやCMEグループがドイツ取引所によるLCHクリアネットのグループ会社化をやすやすと見逃すものとは考えにくい。ICEは三月一日にLSEGに対する買収提案の意向を伝えており、三月二九日がテイク・オーバー・コードによる買収提案期限であったが、三月一六日にLSEGがドイツ取引所との合併合意を公表したことでICEの買収提案提出期限は四月末まで延期されており、CMEグループがICEの買収提案を踏まえてLSEGに買収提案をしてくる可能性もあるだろう。

LSEGに対する買収交渉は今後も続く可能性が高いと考えられるが、LSEGとドイツ取引所の合併合意が承認されたとしても、ドイツ取引所とNYSEユーロネクストの合併合意の際と同様、EU競争総局が承認審査手続きで再び待ったをかける可能性もある。EUREXとLIFFEのグループ会社化をデリバティブ市場の競争を阻害する要因とみなしたEU競争総局がEUREXクリアリングとLCHクリアネットのグループ会社化をデリバティブ市場の競争を阻害する要因とみなさないと限らない。LSEGとドイツ取引所の合併計画の実現には多くのハードルが残っており、一筋縄ではいかないものと予想され、今後も目の離せないところである。



注

- (1) 詳細については、拙稿「E-Xと英独取引所合併計画」(本誌一五八三号、二〇〇〇年六月)、「英独証券取引所の合併計画撤回」OMグループによるLSE買収提案」(本誌一五八七号、二〇〇〇年一〇月)を参照。
- (2) 詳細については、拙稿「ドイツ取引所のロンドン証券取引所買収提案」(本誌一六二八号、二〇〇五年二月、[http://www.jsri.or.jp/publish/report/pdf/1628\\_03.pdf](http://www.jsri.or.jp/publish/report/pdf/1628_03.pdf))、「ロンドン証券取引所の買収問題」(本誌一六三二号、二〇〇五年一〇月、[http://www.jsri.or.jp/publish/report/pdf/1632\\_03.pdf](http://www.jsri.or.jp/publish/report/pdf/1632_03.pdf))を参照。
- (3) 詳細については、拙稿「国境を越えた取引所の合併・買収」(本誌一六六六号、二〇一一年六月、[http://www.jsri.or.jp/publish/report/pdf/1666\\_03.pdf](http://www.jsri.or.jp/publish/report/pdf/1666_03.pdf))、「LSEGとNYSE OMX買収合意の撤回」(本誌一六六八号、二〇一一年一〇月、[http://www.jsri.or.jp/publish/report/pdf/1668\\_04.pdf](http://www.jsri.or.jp/publish/report/pdf/1668_04.pdf))を参照。
- (4) 詳細については、拙稿「国境を越えた取引所の合併・買収」(本誌一六六六号、二〇一一年六月、[http://www.jsri.or.jp/publish/report/pdf/1666\\_03.pdf](http://www.jsri.or.jp/publish/report/pdf/1666_03.pdf))、「メイン取引所とNYSEユーロネクストの合併撤回」(本誌一六七〇号、二〇一一年一月、[http://www.jsri.or.jp/publish/report/pdf/1670\\_03.pdf](http://www.jsri.or.jp/publish/report/pdf/1670_03.pdf))を参照。
- (5) London Stock Exchange Group plc and Deutsche Boerse AG, "Potential merger of equals between London Stock Exchange Group plc ("LSE") and Deutsche Boerse AG ("Deutsche Boerse")," *Press Release*, 23 February 2016 (<http://www.lseg.com/documents/initial-statement-lseg-potential-merger-deutsche-boerse-pdf?accepted=26d600001878f001b8d4f1a61ea2981f>).
- (6) London Stock Exchange Group plc and Deutsche Boerse AG, "Further information on the potential merger of equals between London Stock Exchange Group plc ("LSEG") and Deutsche Börse AG ("Deutsche Börse")," *Press Release*, 26 February 2016 (<http://www.lseg.com/documents/lseg-disclosure-further-potential-merger-terms-26-feb-2016>).

pdf?accepted=93a83a1daabd96a4742d39177087cce).

- (7) London Stock Exchange Group plc, "London Stock Exchange Group plc ("LSEG") notes the announcement from Intercontinental Exchange, Inc. ("ICE"), *Press Release*, 1 March 2016 (<http://www.lseg.com/documents/lseg-statement-regards-possible-offer-1-march-2016-pdf?accepted=2c1cf858ff7e9a33c7ae22375b3d80>), Deutsche Börse AG, "Deutsche Börse AG: Divestiture of International Securities Exchange Holdings, Inc.," *Press Release*, 9 March 2016 ([http://deutsche-boerse.com/dbg/dispatch/en/listcontent/dbg\\_nav/investor\\_relations/Content\\_Files/10\\_adhoc/db\\_adhoc\\_9March2016.htm](http://deutsche-boerse.com/dbg/dispatch/en/listcontent/dbg_nav/investor_relations/Content_Files/10_adhoc/db_adhoc_9March2016.htm)).

- (8) London Stock Exchange Group plc and Deutsche Boerse AG, "RECOMMENDED ALL-SHARE MERGER OF EQUALS OF LONDON STOCK EXCHANGE GROUP PLC AND DEUTSCHE BÖRSE AG," *Press Release*, 16 March 2016 (<http://www.lseg.com/documents/lseg-recommended-all-share-merger-equals-london-stock-exchange-group-plc-and-deutsche-b%3%Börse-ag-rms-16mar2016-pdf?accepted=del1b0b304288862dd9a78f6b0316136f>), 証券情報センター (http://www.lseg.com/documents/lseg-dbag-analysts-investor-call-2016-03-16-zip?accepted=cea4288f920252461aefc8540769f68b) サイトマップ (http://www.lseg.com/documents/lseg-recommended-all-share-merger-equals-london-stock-exchange-group-plc-and-deutsche-b%3%Börse-ag-presentation-16mar2016-pdf?accepted=4133c704930f0d3071bd70ddd6ab3fb6) は両取引所グループのサイトからダウンロード可能である。

(よしかわ まゆひろ・客員研究員)

# スチュワードシップ・コードの可能性

梅本 剛正

はじめに

二〇一四年二月二六日に「責任ある機関投資家の諸原則（日本版スチュワードシップ・コード）」が公表され、二〇一五年六月一日には「コーポレートガバナンス・コード」を反映した有価証券上場規程等の改正が東京証券取引所により行われた。両コードは日本の上場企業の実効的なガバナンスを実現し、持続的な成長と中長期的な企業価値の向上を図ることを目的として設けられたものである。これらコードの導入により、持ち合い解消を進めたりROEを高めようとしたりする動きが認められるなど、わが国の上場企業にこれまでになかったような変化がみられるとも伝えられている。

ところで、東京証券取引所は一〇年以上前にコーポレートガバナンス・コードと類似の「上場会社コーポレートガバナンス原則」（二〇〇四）というものを作成していたが、現在はもちろん当時においてもあまり注目されていない。OECDの原則を参考にして、取引所が設けたプリンシプルベースの類似したコードでありながら、社会の注目度にこれほどの違いが生じたのはなぜだろうか。

理由は四つほど考えられる。一つは、導入された時代背景の違いである。二〇〇四年といえは、まだバブル崩壊の後処理に追われていた時期であり、上場企業にせよ機関投資家にせよ前向きな議論をすることは、まだ難しかったものと思われる。ガバナンスの議論も近年は企業の効率性確保を促すものに軸足が移ってきたが、以前は

企業の不祥事対応、適法性確保に主眼が置かれていたことも関係しているであろう。二つ目の理由は、今回のコーポレートガバナンス・コードは、日本企業に「稼ぐ力」をつけるという国家戦略の一つと位置付けられていることである。スチュワードシップ・コードは、日本再興戦略（二〇一三年六月一四日）の提言に基づいて、コーポレートガバナンス・コードの方は日本再興戦略・改訂版二〇一四の提言に基づき策定されたものであり、単に取引所の施策として作成されたコードと注目度・影響力が違うのは当然といえよう。三つ目として、「遵守せよ、さもなければ説明せよ」という形でコードの基本枠組が定められており、報告書の作成・公表が求められている点である。これにより各社の取り組みが可視化されることも、社会の注目を集めた理由といえよう。四つ目として、今回は機関投資家側の規律にもスチュワードシップ・コードという形で踏み込んでおり、それがコーポレートガバナンス・コードと相まって、わが国の上場企業のコーポレートガバナンスを改善していくのではないかと、という期待を醸成しているように思われる。

最後の点に関連して機関投資家のガバナンスへの関与についても、かつての議論のバイバルという側面がある。一九九〇年代に活発化したカルパスなどアメリカの公的年金基金による積極的なコーポレートガバナンスへの関与（アクティビズム）は、わが国においても注目を浴び、学界においても機関投資家がコーポレートガバナンスにおいて果たすべき役割という論点が盛んに取り上げられ議論された。前回と異なり今回はイギリスを中心とした欧州、コモンウェルス諸国が源流という点において違いがある。しかし議論の系譜以上に重要な点として、今回は公的年金基金など個別の機関投資家の経営関与ではなく、すべての機関投資家の力を経営改善に結集してガバナンスを改善しようとするものであること、そのために国や取引所が中心的役割を担いスチュワードシップ・コードの策定という形で関わっていること、など注目に値する違いがある。ただし、後述するように、そ

の機関投資家の力の背景である上場企業株式の保有比率は、九〇年代と今日とでは大きく異なることも忘れてはならない。

コーポレートガバナンス・コードはすべての上場企業が対応を迫られるなどの理由から、議論が活発に行われているのに対して、スチュワードシップ・コードの方は議論が盛り上がりを欠くようにみえる。本稿では、機関投資家のコーポレートガバナンスへの関わりに関してなされた九〇年代の議論とイギリスにおけるスチュワードシップ・コードの経験を参考にしつつ、わが国におけるスチュワードシップ・コードの可能性について検討を加えてみたい。コーポレートガバナンス・コードを機能させるうえで、機関投資家の関与は極めて重要であり、スチュワードシップ・コードが適切に機能すれば上場企業のガバナンスの改善につながることが期待できる。しかし、機関投資家を取り巻く諸々の環境が、コーポレートガバナンスに関与することを許すのか、関与するとしてどのような限界を抱えているのか等々を、しつかり見極めておく必要があるように思われる。

なお、日本版スチュワードシップ・コードは、日本の上場株式に投資する機関投資家を対象とするものであるが、そこには「資産運用者としての機関投資家」と年金基金など「資産保有者としての機関投資家」が含まれ、さらに議決権行使助言会社に対しても当てはまるとされている（序文八参照）。投資先企業のみならず直接の議論は主として資産運用者を念頭に置いて<sup>(1)</sup>いることを了解されたい。

## 1 日本版スチュワードシップ・コードの概要と現状

日本版スチュワードシップ・コードは、次の七つの原則から成り立っている。すなわち、①スチュワードシッ

プ責任を果たすための方針の策定と公表、②管理すべき利益相反の方針策定と公表、③投資先企業の状況把握、④投資先企業との「目的を持った対話」（エンゲージメント）、⑤議決権行使と行使結果の公表の方針作成、⑥顧客・受益者への定期的報告、⑦スチュワードシップ活動を適切に行うための体制整備、である。

コーポレートガバナンス・コードの場合、すべての上場企業は公表項目について遵守するか、あるいは説明するかを示した報告書を作成・公表することが求められている。日本版スチュワードシップ・コードの場合は、コードの原則を遵守するか、あるいは説明するかを公表することが機関投資家に求められている点は同じであるが、コードの受け入れは任意である。それにもかかわらず、これまで多くの機関投資家が受け入れを表明している（二〇一六年二月末現在で二〇五機関<sup>2)</sup>。

日本がモデルとしたイギリスにおいては、二〇一四年現在で約二〇〇の資産運用者を含めて三〇二機関が受け入れ (sign up) を表明している (FRC [2016])。イギリスでは FCA が認可権限を持つ投資運用業者などに事実上受け入れないという選択肢はないともいわれているが、わが国においても当局の監督権限に配慮して受け入れを表明した機関も少なくなかったと思われる。旗振り役の金融庁にとって、受け入れ表明をする機関投資家の数が少なければ愉快でないのは確かであり、機関投資家が監督権限を有する官庁の顔色を窺うのも自然なことではある。しかし、任意参加の制度として設計したのなら、その建前は維持されるべきであり、規制上の不安は取り除くべきであろうし、いったん受け入れ表明をしたのであれば、その機関投資家には真摯に対応するよう促すべきであろう。受け入れ表明が多いとコードに実効性が伴い目的達成に近づけるようにみえるが、問題は参加する機関投資家の数ではなく、それら機関がどれだけ真剣にスチュワードシップ活動を行っているかである。イギリスにおいては、受け入れを表明している三〇〇機関のうち真摯に対応しているのは一割の三〇機関にすぎないとの

声もある (Wong [2015])。公表する文書の記載内容の不備も少なくないようである。この状況に業を煮やしたのか、FRCは機関投資家を個別に調査したうえで、コードの要請を満たしているグループ (ティアI) とそうでないグループ (ティアII) に階層付けし、二〇一六年夏に結果を公表することを予定している (FRC [2016])。

わが国においても、受け入れ表明をしながら、各原則ともわずか数行程度の記載しかなく、真剣みを疑わせる機関が相当数みられる。受け入れ表明機関が増えても、このような状況が続けば、スチュワードシップ・コードの実効性に対する信頼が失われてしまうことになりかねない。コーポレートガバナンス・コードだけが「片輪」で走ることではできないので、わが国の上場企業の「実効的なコーポレートガバナンスの実現」や、「会社の持続的な成長と中長期的な企業価値の向上を図る」という目的 (コーポレートガバナンス・コード序文六〜八) の達成は難しくなるかもしれない。イギリスのような対応を採るかどうかは別として、わが国においても真摯に対応する機関投資家の数を増やす努力が図られてよいように思われる。

## 2 株式保有状況の変化

九〇年代と今日とでは上場企業の株式保有状況に大きな変化が生じている。このことは、今日において機関投資家が上場企業に対してどの程度の影響力を有しているのかを見極めるにあたり、押さえておくべき重要なポイントである。スチュワードシップ・コードを最初に導入したイギリスにおいて、否定的な見方をする論者は国内の機関投資家の株式保有比率の低下を主な理由として挙げる (Chetfins [2010])。つまり、一九九三年にイギリス国内の機関投資家はイギリス上場企業の約六〇%を有しており、外国法人等は一六%であった。当時であればイギリス国内の機関投資家を結集することができれば、上場企業に対して相当程度の影響力を有したかもしれない。

ところが、二〇〇八年の国内機関投資家の保有比率は三分の一未満にまで落ち込んだ。反対に外国法人等は四二%にまで上昇している。いうまでもなく、イギリス国内の機関投資家の株式保有比率の低下は、上場企業に対する影響力の低下を意味する。

わが国においても、上場企業の株主構成に大きな変化が生じている。一九九〇年代は銀行や保険会社など国内の金融機関の上場株式の保有比率は四〇%程度で、外国法人等は一〇%弱で推移していたが、二〇一四年では国内金融機関の保有株比率は二七・四%まで低下し、反対に外国法人等は三一・七%にまで上昇している。<sup>(3)</sup>外国人の株式保有比率が増加したといっても、わが国における機関投資家のスチュワードシップ活動にまったく期待ができないというわけではない。外国の年金基金や投資信託などの機関投資家も受託者責任などを根拠として、日本企業の株式の議決権行使を求められているものが少なくないであろうし、日本株のパフォーマンスがよければ利益を享受することができるのは国内の機関投資家と変わらないからである。それら外国の機関投資家が議決権行使助言会社のサービスを利用しているのも、経営関与の一つとみることまでできる。

### 3 利益相反

九〇年代の議論では、機関投資家がコーポレートガバナンスに関与するにあたり、それを阻害する要因として利益相反の問題が指摘されていた。たとえば、運用資産の中に重要な顧客や関連会社の株式が含まれていたとすれば、機関投資家は会社提案に反対するような株主権を行使することはできない、そもそもアクティビストという評価は通常のビジネスに不利に働いてしまうので、機関投資家は極力控えめな行動をとるよう努めているなどというものである。



日本版スチュワードシップ・コードでは、その原則二において管理する利益相反について明確な方針を策定し、公表することが求められている。利益相反の管理という場合、利益相反そのものを解消することが求められているのではなく、利益相反の存在は不可避であるとして、スチュワードシップ活動においてどのように顕在化しないように処理するのかが問われているのであろう。<sup>(4)</sup>

利益相反の態様は様々であるが、日本の機関投資家は金融機関の子会社が多いのでグループの利益相反、とりわけ、上場親会社の議決権をどのように行使するのが問題となる。それ以外にも、会社内部の部門単位で利益対立が生ずることもある。投資判断を行うファンドマネージャーなどの部門と議決権行使などを担当するコーポレートガバナンス部門の間においても、たとえばファンドマネージャーが投資先との話し合いを拒絶されるので、コーポレートガバナンス部門に投資先の経営陣に友好的な態度をとるよう促すなどの危険も指摘されている(Wong [2011])。

わが国の機関投資家がコードに基づき公表している利益相反の管理に関する部分には、記載内容が不十分なものが少なくないようである。たとえば、単に「利益相反管理方針に定めている」としているのみで、具体的な対応が不明であるもの(りそな銀行、三井住友信託銀行、三井住友海上、農中信託銀行、日本生命、住友生命など)や、社内のガイドラインに従い議決権を行使すると定めているものの、一般的な議決権行使の基準のみで利益相反のある関係会社等の扱いについて記載がないもの(第一生命、三井住友アセットマネジメントなど)など、総じて利益相反の態様に応じた管理の記載が不十分である。<sup>(5)</sup>

利益相反の管理につきそれなりに記載されているものとしては、議決権行使ガイドラインにおいて利益相反の生ずる場合には独立した第三者の助言を受ける旨定めがあるものや(日興アセットマネジメント)、親会社の議

決権は行使しない、あるいは議決権行使助言会社を利用するというもの、それらと併用して社内にチャイニーズウォールを設け議決権行使は当該担当機関が行うとするものがある（三菱UFJ信託銀行、みずほ信託銀行、野村信託銀行）。このように、利益相反を有する会社の議決権行使の方法は、権利行使を控えるか、議決権行使助言会社からの助言に従うという形が一般的のようである。<sup>(6)</sup>

外資系の機関投資家は、議決権行使助言会社の推奨に従うとしているものが多い（ゴールドマン・サックス・アセット・マネジメント、フィデリティ投信、シュローダー・インベストメント・マネジメント、アクサ・インベストメント・マネージャーズ〔原則五に関連して利用している助言会社の一覧も記載〕など）。本国の投資家からの依頼あるいは本国の慣行に従っているものと推測されるが、いずれにしても、後述するコスト上の理由からも議決権行使助言会社が活用されていることがわかる。

#### 4 コスト

日本版スチュワードシップ・コードは、投資先企業の状態を的確に把握し（原則三）、投資先企業と建設的な「目的を持った対話」を通じて認識共有を図り問題改善に努めること（原則四）などを機関投資家に求めている。いかなる形をとるにせよ、投資先企業の経営に関与するにはコストがかかる。議決権行使に加えて投資先企業と対話などをするなら、かなりの人的・物的負担が求められる。大手の資産運用者であればともかく、それ以外の運用会社の負担は決して小さくない。また、パッシブ運用の業者は低コストで運用するのが大きなメリットなので、余計なコストは負担したくないはずである。

これに対してコードは、「機関投資家による実効性のある適切なスチュワードシップ活動は、最終的には顧

客・受益者の中長期的な投資リターンの拡大を目指すものである。したがって、スチュワードシップ活動の実施に伴う適正なコストは、投資に必要なコストであるという意識を、機関投資家と顧客・受益者の双方において共有すべきである」(序文七)という。たしかに、コードのいうようにスチュワードシップ活動により、投資先企業の企業価値が増加し、保有銘柄の株価が上昇するというならコストをかける意味はある。しかし、それは必ずしも保証されるわけではない。他方、コストは確実に発生し、個々の機関投資家がそれを負担することになる。スチュワードシップ活動により上場企業の企業価値が向上するとしても、その利益はすべての投資家が享受することができない。そうなると、コードを受け入れてもほとんど活動を行わない、あるいはそもそもコードの受け入れ表明をしないという形で、フリーライダーとなるのが、機関投資家にとっては実は最も合理的な行動となる。

機関投資家の関与を促すための一つのカギは、「スチュワードシップ活動の実施に伴う適正なコスト」をどの程度低く抑えることができるのか、という点にあるように思われる。<sup>(9)</sup>投資先企業の株式が運用資産に含まれる割合に応じて、スチュワードシップ活動にウェイト付けをすることは合理的であろう。また、ここでも議決権行使助言会社を利用する方法がありうる。上場企業のガバナンスのチェックという作業を各機関投資家が別個に行うのは非効率な側面もあり、(全面的ではないにせよ)特定の機関に委託するのが効率的な場合が少なくないもの<sup>(10)</sup>たしかである。

なお、コードはさらに、スチュワードシップ活動にかかるコストを「投資に必要なコストである」という意識を、機関投資家と顧客・受益者の双方において共有すべきであるという。顧客・受益者にとって、主たる関心はコーポレートガバナンスではなく資産が適切に運用されているか否か、資産運用のパフォーマンスの良し悪しであるが、顧客・受益者が長期的な視野で運用成果をみる限り、スチュワードシップ活動のコストも受け入れる余裕

が出るかもしれない。顧客・受益者が委託先の運用成績を長期的に評価してくれるのであれば、機関投資家は投資先企業のガバナンスに腰を据えて取り組むこともできるが、短期的な評価を強いられるのであれば、ガバナンスの関与は無用なコストでしかない。資産運用会社内部における運用担当者の評価も、成績評価が長期でされるか短期でなされるかにより、ガバナンスへの関わり方も違ってくる。顧客・受益者と資産運用者との関係、資産運用者内部の運用担当者の評価などが長期的視野に基づいたものとなっているのかは問われるべき論点の一つである。

#### おわりに

わが国の上場企業の株式保有状況の変化は近年大きく変化している。国内の機関投資家の株式保有比率は低下し、反対に外国人投資家の保有比率が伸びてきている。国内の機関投資家が上場企業に対して有していた影響力は、確実に低下してきている。他方、外国人投資家であっても、コストが大きくならない限り、投資先である日本企業のガバナンスの改善に関わることが期待でき、実際に、外国の機関投資家により議決権行使助言会社のサービスが利用されている。国内の機関投資家もコスト上の理由のほか、利益相反問題を解決する手段の一つとして議決権行使助言会社のサービスを利用する事例が増えてきているようである。日本版スチュワードシップ・コードは、議決権行使助言会社に対してもコードが妥当するとしており、大手の助言会社も日本版スチュワードシップ・コードを受け入れている<sup>(12)</sup>。真摯にスチュワードシップ責任を果たそうとするなら、機関投資家による議決権行使助言会社の利用が将来的に増えていくことが予想される<sup>(13)</sup>。日本版スチュワードシップ・コードが導入されたことにより最大の利益享受者となるのは、当面は（機関投資家の顧客や受益者ではなく）議決権行使助言会社

だといってよいのかもしれない。もちろん、これが問題だというわけではない。かつてのように機関投資家が会社経営者に白紙委任状を与えるような関係に比べれば、助言会社のサービスが広く利用されることで、会社経営者に対する規律が確保されるのであれば、機関投資家の顧客・受益者の利益（あるいはすべての国民の利益）となるからである。ただし、助言会社の数が限られ、その影響力も今後ますます大きくなるであろうことに鑑みると、議決権行使助言会社の推奨内容やその決定プロセスに対する評価・検証がなされてしかるべきであるし、それを踏まえて規制の是非に関する議論<sup>14</sup>も今後はなされていくかもしれない。

最後に、日本版スチュワードシップ・コードは機関投資家が「中長期的視点から投資先企業の企業価値及び資本効率を高め、その持続的成長を促す」（指針四―一）ことにより、「顧客・受益者の中長期的な投資リターンの拡大を図る」（序文四）スチュワードシップ責任を全うすることを目的としている。年金資産の運用は長期運用に最もなじむ資金であり中長期的視点が欠かせない。ところが、主要新聞をはじめとするメディアの報道などをみてもわかるように、わが国においては株式相場が下落し年金資産がその時点で含み損を抱えたというだけで、将来の年金受け取り額が減額されるかのような誤解を招く報道や、リスク資産で運用することに対する批判が展開されることが少なくない。運用されている年金資産の最終的な受益者であるべき国民の金融リテラシーが低く、目先の運用成果に拘泥する姿勢が改まらないとするなら、それこそがスチュワードシップ活動、ひいてはわが国の上場企業のコーポレートガバナンスの改善を妨げる、もつとも大きな阻害要因となるといっても過言ではない。かかる見地からも、最終的受益者である国民の金融教育の拡充が一層求められるように思われる。

- (1) 原則一では、明確な方針を策定し公表することが求められているが、対象が資産運用者のみならず資産保有者、議決権行使助言会社なども含み、資産運用者においても運用スタイルは様々であるので、インベストメントチェーンの中で置かれた位置を踏まえて、果たすべき役割につき方針を策定し公表することが求められている（指針一一二）。
- (2) 金融庁HP二〇一六年三月一五日付「責任ある機関投資家」の諸原則（日本版スチュワードシップ・コード）「投資」と対話を通じて企業の持続的成長を促すために「の受入れを表明した機関投資家のリストの公表について」参照。
- (3) 東京証券取引所等「二〇一四年度株式分布状況調査の調査結果について」（二〇一五年六月一八日）表5「投資部門別株式保有比率の推移（長期データ）」参照。イギリスでは年金制度改革により企業年金の株式保有比率が低下したことも一因のようであるが、わが国においては持合解消により銀行を中心とした保有株数の低下があったと考えられる。
- (4) これはイギリスのコードに倣ったものであるが、イギリスのスチュワードシップ・コードの利益相反への態度が緩すぎることに對する批判として、Wong[2011] p512参照。
- (5) Wong[2011]は、貸株や資産運用者がネット上で売却超過状態である場合などのように厳格に規制されるべき利益相反から、管理可能な緩やかな利益相反までさまざまであることを指摘している。
- (6) 東京海上アセットマネジメントの報告書は詳細な記載がなされているが、親会社発行の有価証券を原則的に顧客の資産に組み入れないこと、親会社の議決権行使する必要がある場合も外部の機関の判断を反映させること、などを定めている。
- (7) これも九〇年代の議論であるが、年金基金などではパッシブ運用が多く用いられているが、好ましくない会社を投資対象から外すことができないパッシブ運用では、インデックスに含まれる株式の発行会社の収益力が全体として向上

することにメリットがあり、それゆえ経営に関わる可能性を秘めている。ところが、パッシブ運用の大きなメリットは手数料が低い点であるので、経営関与に投下できるコストは極めて限定的である。

(8) 日本版スチュワードシップ・コードはコード受け入れ表明をした機関投資家は、金融庁のHP上に公表されるが(序文(四参照)、このやり方は、受け入れ表明をしないフリーライダーを洗い出すという効果もありそうである。

(9) イギリスでは、行き過ぎた分散投資が経営関与のコストを不必要に高めている、という議論もある。最近では、分散投資を適正にして投資対象を絞る機関投資家が出てきたため、そのことによりスチュワードシップ活動が活性化されてきているとの議論もある(Wong[2015])。

(10) ただし、日本版スチュワードシップ・コードは「議決権行使助言会社のサービスを利用する場合であっても、議決権行使助言会社の助言に機械的に依拠するのではなく、投資先企業の状況や当該企業との対話の内容等を踏まえ、自らの責任と判断の下で議決権を行使」することを求めている(原則五、指針五―四)。

(11) スチュワードシップ・コードの検討会議の段階から、ISSやガバナンス・フォー・オーナーズなど議決権助言会社の関係者を入れるなどして、それら助言会社の考えをコードに反映させようとしていた。

(12) 議決権行使助言会社の最大手であるISSの日本版スチュワードシップ・コードに関する公表内容は、利益相反の状況も含めてかなり詳細に記載されており、模範的ともいえる。同社HP参照。

(13) なお、機関投資家が助言会社のサービスを利用した場合には、その旨と当該サービスをどのように活用したのかについても公表することが求められているが(原則五、指針五―四)、議決権行使助言会社を使いながらこの公表がない機関投資家が少なくないのは問題であろう。

(14) 念のため付言すると、助言会社を規制すべきであると主張する趣旨ではない。

参考文献

- ・ 笠原基和 『責任ある機関投資家の諸原則』《日本版スチュワードシップ・コード》の概要」旬刊商事法務二〇二九号五九頁。
- ・ Brian R. Cheffins *The Stewardship Code's Achilles' Heel* (2010) 73 *Modern Law Review* 1004-1025.
- ・ FRC, *Developments in Corporate Governance and Stewardship* 2015 (January 2016).
- ・ Simon CY Wong, *How conflicts of interest thwart institutional investor stewardship* (2011) 8 *Journal of International Banking and Financial Law* 481-482.
- ・ Simon CY Wong, *Is institutional investor stewardship still elusive?* (2015) 30 *Journal of International Banking and Financial Law* 508-512.

(つめもと よしまさ・甲南大学法科大学院教授)



# 証研レポート既刊目録

<b>No.1681 (2013.12)</b> 国債危機の回避は財政再建か経済成長か デリバティブ市場統合における論点 A T S での N M S 証券の取引状況 新規公開株の価格形成	執筆者 中島 二上 清水 岡村	<b>No.1688 (2015. 2)</b> ネット取引と対面取引 異次元緩和における〈二年〉の意味 欧州 H F T の実情 — E S M A のデータ分析— 金融緩和と国債市場 —金利変動に対する金融機関の取引スタイルの変化—	執筆者 二上 伊豆 吉川 志馬
<b>No.1682 (2014. 2)</b> 投資型クラウドファンディングとリスクマネー供給 ペイルイン債とは何か 米国 H F T の実情 — S E C の M I D A S 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	松尾 伊豆 吉川 志馬	<b>No.1689 (2015. 4)</b> 日本再興戦略と株式市場 欧州 H F T の実情 2 — E S M A のガイドライン・レビュー— 変化する金融商品仲介業支援ビジネス —オンライン総合証券と中堅証券の参入— インフレ率目標〈2%〉の起源 貸株取引の決済制度改革	二上 吉川 坂下 春井 福本
<b>No.1683 (2014. 4)</b> リーマン・ショック以降の証券決算 海外におけるクラウドファンディングの現状 ティックサイズと市場構造 ソーシャルレンディングによる金融仲介の事例研究	二上 松尾 清水 坂下	<b>No.1690 (2015. 6)</b> わが国のクラウドファンディング規制の現状 金融危機と公的資金 株価指数先物の見せ玉注文 —米国司法省による英国投資家訴追請求— 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 米国企業の配当リキャップ (Dividend Recapitalization) —リキャップ C B の原型—	松尾 伊豆 吉川 清水 志馬
<b>No.1684 (2014. 6)</b> 「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 中央銀行と自己資本 —「出口戦略」を考える— 米国 H F T の実情 2 — S E C の M I D A S データー アベノミクス導入から一年 —機関投資家の動き—	二上 伊豆 吉川 志馬	<b>No.1691 (2015. 8)</b> 最近の投資信託市場の状況について 誤情報配信による不正取引 — S E C のブルガリア投資家訴追請求— ハイフリクエンシー・トレーディングの間接規制 —ブロップ・ファームを F I N R A 会員へ— 国債決済期間の短縮とレポ市場の革新	二上 吉川 清水 中島
<b>No.1685 (2014. 8)</b> クラウドファンディングの投資家と地理的分散 破綻処理と店頭デリバティブ —一括清算をめぐる— アメリカの A T S 以外の取引所外取引の現状	松尾 伊豆 清水	<b>No.1692 (2015.10)</b> 証券会社収入の変化をどう見るか 英国の投資型クラウドファンディング規制 預金封鎖・E L A ・改革プログラム —ギリシャ危機と「最後の貸し手」— 日銀の国債保有状況と国債市場の流動性 流動性の高い国債市場は如何にして形成されたか	二上 松尾 伊豆 志馬 中島
<b>No.1686 (2014.10)</b> わが国証券業界の資本生産性 長期国債先物取引に対する行政処分勧告 —アルゴリズム取引と相場操縦— 異次元緩和前の銀行の国債投資状況	二上 吉川 志馬	<b>No.1693 (2015.12)</b> クラウドファンディングの世界的趨勢 豪州 H F T の実情 — A S I C による調査報告書— 米国 A T S (代替的取引システム) の透明性向上のための S E C ルール提案 長期保有株主優遇策としての種類株式	松尾 吉川 清水 福本
<b>No.1687 (2014.12)</b> なぜ国債発行市場は安定しているか 拡大するラップ口座 クラウドファンディングの可能性 アメリカの証券市場構造と H F T (高頻度取引)	中島 二上 松尾 清水	<b>No.1694 (2016. 2)</b> アドバイザリー化する証券ビジネス 揺れる異次元緩和の論理 リキャップ C B の発行情報と株価の反応 日本国債の格付け	二上 伊豆 志馬 黒沢

# 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（東京）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。

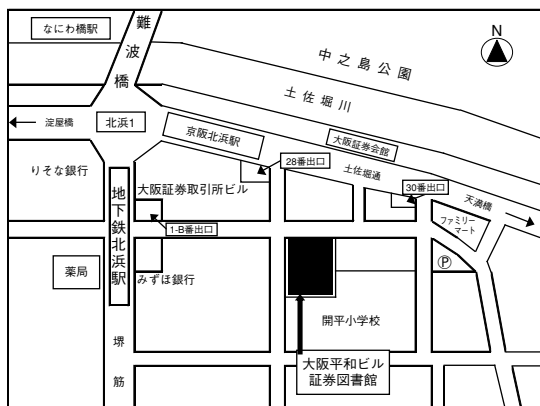
**所在地** 大阪市中央区北浜1-5-5 大阪平和ビル地下1階  
TEL (06) 6201-0062

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

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

**雑誌** 取引所、協会、証券会社、銀行、官庁、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**  
地下鉄堺筋線・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。

証研レポート第一六九五号  
二〇一六年四月十一日発行  
(偶数月第二月曜日発行)

2016年4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)