

証 研

レポート

No.1704

2017年10月

投資型クラウドファンディングの新たな展開

松尾 順介（1）

欧州ダーク・プールの実情 3

～英国FCAのデータ分析にみる実態 2～ 吉川 真裕（21）

我が国のマネジメント・バイアウト（MBO）をめぐる動向

志馬 祥紀（34）

赤字国債膨張の財政構造分析

～少子高齢化が財政に与える影響について～ 中島 将隆（58）

投資型クラウドファンディングの新たな展開

松尾 順介

はじめに

クラウドファンディングに対する関心が高まり、一般の話題に上ることも多くなっている。新聞報道を検索すると、クラウドファンディングに関する記事は、二〇一四年一四一三件であったが、二〇一五年二七〇三件、二〇一六年四四六四件と増加し、二〇一七年は八月末時点で四一〇〇件に達し、年換算すると六〇〇〇件に達するものと思われる⁽¹⁾。

ただし、一般にはクラウドファンディングは、寄付型や成果還元（購入）型に注目が集まっているようであり、ふるさと納税と類似のものと解されることも少なくないようである。

しかし、最近、投資型クラウドファンディングの領域で、注目される動きが見られるようになってきている。

特に注目されるのは、投資型プラットフォーム運営会社の新規参入が相次いだことである。まず、二〇一六年一〇月、日本クラウドキャピタルが、第一種少額電子募集取扱業の登録承認を受け、業務を開始した。また、ソニー銀行が二〇一七年八月、「Sony Bank GATE」という名称のプラットフォームを開設し、投資型クラウドファンディングのうち、ファンド型の類型でこの業務に参入した。さらに、今年になってからは、DANベンチャーキャピタルが七月末に第一種少額電子募集取扱業の登録を終え、九月から事業を開始したことが報じられている。ここでいう第一種少額電子募集取扱業とは、株式型クラウドファンディングを意味しており、すでに株式型で資

金調達した企業も現れている。

そこで、本稿では、インタビュ調査にもとづき、投資型クラウドファンディングに新規参入したソニー銀行の取組を紹介するとともに、株式型クラウドファンディングによって、資金調達を行った三社について紹介する。その上で、今後の投資型クラウドファンディングの動向を検討する。

1 ソニー銀行の取組

ソニー銀行は、二〇〇一年四月、ネット專業銀行として設立、同年六月より業務を開始した。同社の企業理念は、①フェアである、②日本経済の新たな成長に貢献する、③資産運用ツールを提供する、④IT技術を最大限活用する、⑤一人ひとりのお客さまのためのサービスを提供する、⑥より有利な商品、よりよいサービスを提供する、⑦インターネット・サービスのためのインフラを整備する、⑧自由豁达で愉快な業務環境を整備する、とされており、同社のクラウドファンディングへの参入は、銀行本体によるものである（登録金融機関連業務）とともに、この企業理念に沿ったものである。特に、クラウドファンディングへの参入に関しては、顧客にリターンを還元するだけでなく、「共感」・「応援」といった、新しい投資スタイルが提供できる点が重要なポイントとなっている。

さらに、参入に際しては同社の優位性が以下の点で発揮できることも重要である。①ネット金融としてのプラットフォーム運営実績を有している。同社は長年にわたってネット・バンキング・システムを運営してきた経験と実績を有し、顧客の信頼を獲得している。②システム構築力と堅牢性を有している。同社ではネットでの金融取引や手続きが完結できるシステムが完備されており、既存のファシリティを活用できるため、新規投資が削減

できる。クラウドファンディングでも同社の口座を利用することを前提としており、ここで本人確認も行うことができる。③投資意欲の高い顧客を有している。同社は一二七万口座（二〇一七年六月末時点）の個人顧客を有し、この顧客層がクラウドファンディングの投資家として期待できる。これらはいずれも同社の参入上の優位性となっている。さらに同社には、銀行業務で培ってきた人的な専門性が蓄積されていることも優位性となっているものと推測される。このような専門性は、クラウドファンディング業務の構築だけでなく、今後の運営にも生かされるものと思われる。

同社のクラウドファンディング・プラットフォームは、「Sony Bank GATE」と称され、国内では、銀行が投資型クラウドファンディングのプラットフォームを運営する初の取組となる。このプラットフォームでの資金調達スキームの概要は、図表1の通りである。

同社では、スキームをいわゆるファンド型に限定しており、株式型や貸付型は採用していない。ファンド型を採用した理由は、ファンドの場合、投資対象を特定のプロジェクトに限定し一定期間のゴールを設けることが可能であることから、投資資金がゼロになる可能性は低く、比較的风险を限定できるためである。それに対し、株式型の場合、非上場企業の株式は流動性が低く、銀行として取り扱うにはハイリスクであるとともに、金融商品取引法上の規制もあるため、選択されなかった。また、貸付型は、いわゆるP2P型の運営は貸金業法上認められておらず、また匿名組合型のスキームにおいても一社への単独貸付が認められておらず、資金の出し手と借り手の間に「顔の見える関係」が構築しづらいことから、同社の「共感・応援」というコンセプトにも合致しないとされ、選択されなかった。

また、このスキームでは、出資者への分配金を投資先事業の売上高の一定割合としている。ここで、利益では

なく、売上高を採用した理由は、利益は操作可能な面があり、利益の正確性を検証することが困難であるという理由による。同社では、スキームの策定に際しては、同社の企業理念である「フェア」の概念にもとづき、投資家、企業、同社の三者にとってフェアであることを重視している。

さらに、手数料に関しては、投資家からは徴求せず、資金調達者に対しては、一号案件の場合、調達金額の五％と運営手数料を売上高の一％徴収している。同社は、この料率を相当低く設定しており、採算だけで判断すると、かなり厳しい水準であるが、今後のクラウドファンディングの拡大は、前述の企業理念に合致しており、その観点からあえてこの水準に設定するという経営判断を下している。

次に、Sony Bank GATEの投資対象プロジェクトは、ものづくりなどのハードウェア分野、映画、音楽、ゲーム、スポーツ、イベントなどのエンターテインメント分野、医療、健康、美容などのヘルスケア分野、教育、スキルアップ、知育などの教育分野、飲食、ファッション、小売業などのライフスタイル分野、環境、エネルギー、住宅、福祉など

図表1 Sony Bank GATEの概要

サービス名称	Sony Bank GATE
商品名	投資型クラウドファンディング
目標募集金額	1,000万円～1億円程度
募集期間	30日～60日程度
申込金額	ファンドごとに設定（一口、5万～10万円程度） 「1人あたりの申し込み上限口数」まで申し込み可能。原則500万円未満。
分配金の取り扱い	予め匿名組合契約で定めた事業の売上高の一定割合（分配率）
取引方式・通貨	募集型、円普通預金からの申込・円建て
会計（ファンド）期間	1～3年間程度
手数料	投資家：取引にかかる手数料は無料（0円） 挑戦企業：資金調達手数料、ファンド運営管理費用など（ファンドごとに異なる）
ご利用いただけるか	日本国在住でソニー銀行口座をお持ちの個人のお客さまで、投資型クラウドファンディングの申し込み時に満20歳以上のかた

*ソニー銀行が運営する投資型クラウドファンディングは、第二種金融商品取引業の規制が課せられる集団投資スキーム持分の募集または私募の取り扱いに該当します。当該集団投資スキーム持分は金融商品取引法上のみなし有価証券であり、一般的にリスクの高い商品です。

*投資型クラウドファンディングによる出資は預金でなく、預金保険の対象外です。
(出所) 同社資料による。

のソーシャル分野とされ、特にハードウェア分野のステージは、いわゆるアーリーからミドルといわれる中期ステージとし、資金使途としては量産費用、バージョンアップ版の開発費用、プロモーション費用を想定している。ただし、この対象ステージは、必ずしも固定的なものではなく、事案によって柔軟な対応を検討することである。

また、投資対象プロジェクトのファイナディングは、公認会計士などの財務アドバイザーからの情報提供、他社からの紹介、内部スタッフによる案件発掘などによっている。

さらに、投資先企業に対しては、資金調達後のフォローアップも行っている。具体的には、①モニタリング・プロジェクトの進捗状況を中心に三か月に一回程度実施している。②審査・資金使途や経理体制の確認など、月次、四半期、年次ベースでチェック項目を定め、審査を行っている。他方、出資者には特典を送付するだけでなく、資金調達企業から投資家へのメッセージが同社を通じて発信されることになる。これは、資金調達者と提供者の結びつきを維持・強化するうえで重要であるだけでなく、資金調達企業のマーケティング戦略としても活用できるというメリットがあるものと考えられる。

Sony Bank GATEによる資金調達案件の第一号は、株式会社リンクジャパンである。同社は、二〇一四年創業のベンチャー企業であり、スマートフォンを利用した「o」デバイスを提供している。同社のデバイスは、スマートフォンを利用して、全家電を制御できるシステムであり、ユーザーのもっているスマートフォンと同社製品「eRemote pro」を連動することで、家庭内の家電のオン・オフが制御でき、それがスマートフォンで確認できるというものである。

このスキームの要点は、図表2の通りである。また、分配金の仕組みは図表3の通りである。この案件は、八

図表2 ファスマートホームIoTデバイスeRemote pro事業化ファンドの概要

発行者（営業者）	株式会社リンクジャパン
申込受付期間	2017年08月08日～2017年08月24日 申込受付期間中であっても、申込金額が目標募集金額に達した場合は、申し込みの受け付けを終了いたします。
会計期間	2017年09月01日～2018年07月31日 事業計画売上高を会計期間中早期に達成した場合、会計期間を繰り上げて終了とし、分配金を当初の予定よりも早くお支払いいたします。
契約期間	2017年09月01日～分配金支払完了日まで
決算日	2018年07月31日
分配予定日	2018年10月26日
目標募集金額	10,000,000円
募集上限金額	10,500,000円
成立下限金額	9,500,000円
一口あたりの申込金額	50,000円
一人あたりの申込上限口数	99口
事業計画達成時のリターン （目標リターン）	1.07倍（税引後 1.05倍） ※事業計画達成時のリターン（目標リターン）は事業計画売上高が達成された場合に、支援者に支払う分配金の出資金額に対する比率です。 （リターン＝分配金÷出資金） 年利 8.013%（税引後年利 6.377%） ※年利は目標リターンが達成された場合の会計期間における単年度あたりの利回りを示します。保有期間による計算ではありませんのでご注意ください。
リターン（分配）の計算方法	このファンドのリターン（分配）は、以下の計算式にて算出します。 [当該決算期間にかかる売上金額×25.270%÷200口] 【一口あたりの分配金計算例】 事業計画売上高（42,480,000円）達成時 42,480,000円×25.270%÷200＝53,673円（税引後：52,923円） ※出資金一口あたりの分配金の額に円未満の端数が生じた場合は、端数を切り捨てて算定します。また、計算式上の売上金額は全て税抜金額とします。 ※分配金の総額が出資金額を上回り利益が発生する場合、利益に対して20.42%（復興特別所得税を含む）を乗じた金額が営業者により源泉徴収されます。 ※営業者は、本匿名組合事業の売上高として、本事業計画の売上高を保証するものではなく、分配金を保証するものでもありません。
手数料	Sony Bank GATEのお申し込みから分配までの間にお客さまに直接ご負担いただく手数料はございません。 本ファンドで営業者が負担する費用（ソニー銀行に支払う手数料）は以下の通りです。 ＜資金調達手数料＞ 調達額に対して5% ＜ファンド運営管理料＞ 会計期間中における本匿名組合事業の売上高に対して1%

（出所）ソニー銀行HP、<http://moneykit.net/visitor/sbg/pj/20170001/detail.html>

図表 3 分配金の仕組み

それぞれの分配率に応じた申し込み 1 口あたりの分配金の計算式は以下のようになります。

〈出資金回収売上高到達前〉

売上高 × 分配率 ÷ 目標募集口数 (* 1)

〈出資金回収売上高到達後〉

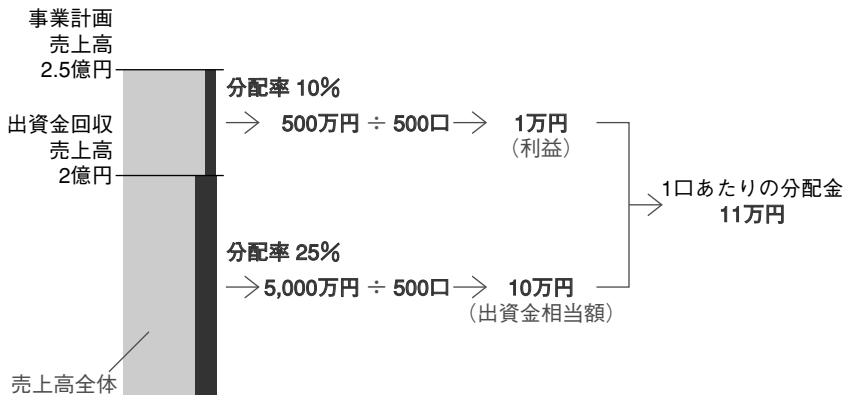
出資金相当額 + (売上高 - 出資金回収売上高) × 分配率 ÷ 目標募集口数

分配金の計算は決算期間ごとに行われます。詳細は各ファンドの契約締結前交付書面をご確認ください。

(* 1) 分配金の計算で使用する目標募集口数は募集結果にもとづく合計出資口数ではありません。

事業計画売上高達成時の分配例

(1 口100,000円、目標募集口数500口の場合)



- ・リターンは「分配金」のみです。出資金は償還されませんが、事業計画の売上高が達成されたときは出資金相当額を上回る分配が行われることになります。
- ・分配金は出資した事業の売上高 (* 2) を基準として決定します。
(* 2) 挑戦企業の会社全体の売上高ではございません。また「利益」基準ではございません。
- ・分配金の支払回数は会計期間終了後に一括で分配する場合と会計期間中に複数回に分けて分配する場合の 2 種類がございます。ファンド情報の分配予定日でご確認ください。
- ・分配金の総額が出資金額を上回り利益が発生する場合、利益に対して 20.42% (復興特別所得税を含む) を乗じた金額が営業者により源泉徴収されます。
- ・挑戦企業 (営業者) は、匿名組合事業の売上高として、事業計画の売上高を保証するものではなく、分配金を保証するものではありません。
- ・事業計画売上高を会計期間中早期に達成した場合、会計期間を繰り上げて終了とし、分配金を当初の予定よりも早くお支払いいたします。

(出所) ソニー銀行HP、<http://moneykit.net/visitor/sbg/pj/20170001/detail.html>

月八日に募集が開始され、同日に目標募集金額を達成し、短期間に資金調達を行うことができた。第一号案件は、成功したといえるとともに、このような投資家の反応を見ると、投資家の潜在的なニーズは大きいと考えられる。

最後に、投資型クラウドファンディングの今後について、以下の点が指摘できる。

- ① 投資型クラウドファンディングに資金提供を行う投資家は、相当数に上り、潜在的なニーズは大きい。
- ② 投資型クラウドファンディングで資金調達を行う企業も相当存在し、その潜在的なニーズも大きい。
- ③ プラットフォームの運営者の採算については、投資スキームとしての性格上、手数料を低位に抑える必要があり、事業の採算性には難点がある。

同社は、③の課題を抱えつつも、①および②の状況を踏まえて、その企業理念にもとづいた取組を行っているといえる。

2 Bank Invoiceの事例

Bank Invoice株式会社は、手島太郎氏によって二〇一五年四月に設立されたベンチャー企業であり、その事業は、請求書データ共有サービスの提供である。本社所在地は、東京都中央区京橋、資本金一四七九万円（二〇一七年四月二四日現在）、発行済株式数四三二万株（同）である。

同社事業は、「紙をなくす」をコンセプトとしており、同社のサービスを利用すると、請求書原本を電子化し、請求元と請求先が双方向に結合できるというものである。これによって、取引データは統合され、一元管理が可能となる。また、紙媒体が不要となるだけでなく、経理処理の負荷も軽減できる。

同社は、二〇一七年四月、日本クラウドキャピタルの運営するクラウドファンディングのプラットフォーム「FUNDINNO」において、株式発行によって資金調達を行った。同社の募集概要は、以下の通りである。

- ① 申込期間…二〇一七年四月二四日～二〇一七年四月二四日
- ② 目標募集額…五〇〇万円
- ③ 目標募集額達成時の資金使途内訳…システム開発費五〇〇万円（内訳としては、システム開発におけるエンジニアの人情費六か月分三〇〇万円、外注費六か月分二〇〇万円を予定）
- ④ 上限応募額（一五〇〇万円）達成時の資金使途内訳…システム開発費五〇〇万円、知的財産権取得費八〇〇万円、セキュリティ対策費二〇〇万円
- ⑤ 募集株式の種類および数（上限）…普通株式三七万五〇〇〇株
- ⑥ 募集株式の払込金額…一株あたり四〇円
- ⑦ 投資金額のコースおよび株数…一〇万円コース（二五〇〇株）、三〇万円コース（七五〇〇株）、五〇万円コース（一万二五〇〇株）
- ⑧ 払込期間…二〇一七年五月八日～二〇一七年六月二三日
- ⑨ 増加する資本金および資本準備金…増加する資本金の額 一株あたり四〇円、増加する資本準備金の額 一株あたり〇円
- ⑩ 募集株式の譲渡制限…譲渡制限が付されており、株主は、株式を譲渡する際に、株主総会の承認を受けなければならない。

- ⑪ 公認会計士又は監査法人による監査…Bank Invoice株式会社の財務情報について、公認会計士又は監査法人

による監査は行われていない。

- ⑫ 発行者における株主管理に関する事項：Bank Invoice株式会社が管理する株主名簿により、自社で行う⁽²⁾。

同社の資金調達には、八七人からの入金が集まり、総額一四六〇万円の資金が集まった。一人あたりの平均投資額は、一七万円程度であった。

同社の手島氏によると、株式型クラウドファンディングを利用した理由は、何よりも資金調達目的であり、実績もなく、担保を有しない以上、金融機関からの融資などが受けられないため、この資金なしには事業運営は難しかったという。したがって、日本クラウドキャピタルの「FUND INNO」の情報を得て、即時に同社に自らアプローチし、これが資金調達につながった。その際、他の投資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、情報がなく、比較しなかったようである。

今回の資金調達から同社が経験した内容を要約すると以下となる。

- ① ベンチャー企業の資金調達については、ベンチャー・キャピタルが存在しているものの、同社のような事業の理解に専門性が必要であったり、売上計上までに長期間を要するBOBのサービス分野は、投資対象とされない場合が多く、同社にとっては設立初期の段階で投資は受けたが、商品化と売上計上までに必要な資金額ではなかった。また、ベンチャー・キャピタルの中には、株式の買戻し契約を求めるものもあり、支援を受けるという判断は下せなかった。しかし、同社のような小規模のベンチャー企業は多数存在していると考えられるため、特にIT系を中心に、クラウドファンディングで資金調達するニーズは大きいと判断される。

- ② リスクマネーの提供については、ベンチャー・キャピタルよりも個人マネーに期待されるが、ベンチャー企業にとって、株主になってくれる投資家を探すことは容易でなく、投資型クラウドファンディングは、両社を

マッチングするための重要なインフラを提供している。したがって、今後、クラウドファンディングがベンチャー投資の重要なチャネルになることが期待される。

③ 同社の投資家は、将来的なIPOを期待しており、それが魅力で投資したと判断される。潜在的な投資家は多数存在すると考えられるため、同社は今後も株式型クラウドファンディングによって資金調達する意向を有している。

④ 今後、株主数が増加した場合、流動性を提供するために、株主コミュニティ制度を活用することも選択肢であるが、現時点ではこの制度を利用することは考えていない。むしろIPOするまで、同社を支援してほしいと考えているためであり、株主もその間に換金することは考えていないと判断している。

⑤ 今後、株主とのコミュニケーションを考えており、具体的には説明会などが考えられる。また、「FUND INNNO」経由での情報交換なども検討課題であるが、その際法規制の順守が求められるので、慎重な取組が必要である。

⑥ 「FUND INNNO」の手数料は、相対的に安価であると考えている。その理由は、このプラットフォームなしには、同社の事業展開が果たせなかったというだけでなく、運営会社が採算の限界ラインで運営しており、この市場拡大に対する熱意と意志が感じられるからである。

⑦ 資金調達後、「FUND INNNO」は丁寧にフォローアップしている。フォローアップの内容は、①資本政策に関するアドバイス、②事業計画のブラッシュアップ、③資本計画に関するアドバイスなどである。また、経理面のモニタリングを受けており、月次レポートを提出するだけでなく、月に数回程度面談している。

このような経験から同社は、今回のクラウドファンディングによる資金調達について、コスト面やIR面など

において非常に満足な成果が達成できたと考えているだけでなく、プラットフォームの運営会社に対しても高く評価していることが特徴的である。

3 JAMの事例

株式会社JAMは、二〇〇七年七月に設立されたベンチャー企業であり、印刷および出版業として店舗名称「レトロ印刷JAM」を運営している。同社の特徴は、「印刷と遊ぶ、印刷で遊ぶ」というモットーに示されているように、顧客自身が印刷物を企画・デザインし、それを印刷する「DIY方式」を採用しており、店舗でワークスペースを提供するとともに、ワークショップや展示会などのイベントも開催している点である。さらに、同社は、「レトロ印刷」の名称通り、あえて旧来型の印刷機を使用するとともに、紙質やインクもレトロ調の風合いが表現できるように工夫しており、これが大手印刷会社の印刷物には見られないような手作り感のある、個性的な表現を可能にしており、同社の強みとなっている。^③ 本社所在地は、大阪市北区豊崎であり、資本金三〇〇万（二〇一七年六月一六日現在）、発行済株式数二二〇万株（同）である。

同社は、二〇一七年六月、日本クラウドキャピタルの運営する「FUNDINNO」において、株式発行によって資金調達を行った。同社の募集概要は、以下の通りである。

- ① 申込期間…二〇一七年六月一六日～二〇一七年六月一七日
- ② 目標募集額…二〇〇〇万円
- ③ 資金調達額の資金使途について…

・目標募集額達成時の資金使途内訳…(ア)印刷注文システム開発費五〇〇万円、(イ)東京支店開設費用一五

〇〇万円

・上限応募額達成時の資金使途内訳…上記のほか、クラウドファンディングシステム開発費用一〇〇〇万円、フランチャイズ事業の人件費三〇〇万円などを予定しており、ここでのクラウドファンディングシステムとは、購入型クラウドファンディングの仕組みを用いてクリエイターが自身の作品を出品できる自費出版支援購入型クラウドファンディング「JAMAKERS（仮称）」を立ち上げ、新規事業とする計画を指している。なお、上限応募額は、三三〇〇万円としており、詳細は省略するが、目標金額超過額によって、段階的に資金使途が追加・拡充されている。

④ 当該有価証券の取得に係る応募額が目標募集額を下回る場合および上回る場合における当該応募額の取扱いの方法…募集株式の取得に係る応募額が目標募集額を下回る場合、募集は中止し、募集株式の取得に係る応募額が目標募集額を上回る場合、応募総額が上限応募額三三〇〇万円に達するまで先着順で取得の申込みを受け付ける。

同社の資金調達は、三〇七〇万円を調達して終了した。投資家は二三人であり、一人平均投資額は約一三・八万円であった。

同社へのインタビューから、以下の調査結果を得ることができた。

① 同社が株式型クラウドファンディングを選択した要因として、同社の事業承継の必要性が挙げられる。同社は、二名の創業者によって出資・設立され、現在も経営されているが、将来的に事業を引き継ぐ後継者の育成が課題となる。そのためには、会社としての成長が達成された段階で公開化し、公開会社としての事業承継を展望したことが指摘される。この観点から、株式発行による株主づくりが行われた。

② 同社には、価格面での競争力に乏しい反面、手作り感のある印刷物が個性的な表現を求めるクリエイターの評判を呼び、口コミで顧客が拡大した。そのためあえて革新的な技術導入や広告費を使わず、特化型のビジネスモデルを確立することに注力した。それが奏功して、同社に対する支援者は増加した。そこで、これらの支援者を出資者にするを考えていた時期に、金融商品取引法改正によって株式型クラウドファンディングが拡大する可能性があることを知り、これを利用することを調査・検討したが、実際にはプラットフォームが開設されず、すぐには実施できなかった。その際、ファンド型クラウドファンディングについては、情報がなかったため、検討していない。

③ 二〇一六年一月、購入型クラウドファンディングによる資金調達を行い、目標額一〇〇万円に対して、六〇九万円を調達することができた。この案件では、購入型クラウドファンディング「Makusake」を利用して、シルクスクリーンキットを販売した。⁽⁴⁾この経験から、クラウドファンディングが、資金調達とマーケティングの両立可能なツールであるという認識を得た。したがって、投資型クラウドファンディングによって、資金調達後、自社で直接購買型クラウドファンディングに取り組む予定である。

④ 株式型クラウドファンディング・プラットフォームの「FUNDIRINO」との出会い、その情報をネット得知り、同社から直接コンタクトを取ったことがきっかけであり、これを契機に資金調達が行われた。

⑤ 株式型クラウドファンディングを実施する際に留意したことは、外部株主の割合を一定程度に抑えることであり、創業者二名が合計で約九〇％を保有し、外部株主の保有は八〜九％としている。これは、支配権を二名に残し、迅速な経営を行うためである。

⑥ 資金調達後、同社はIRに注力し、今後様々な形で株主とのコミュニケーションを検討している。例えば、

株主優待としてワークシヨップへの招待などが考えられる。

⑦ 株式型クラウドファンディングの投資家と、購入型クラウドファンディングの出資者は、基本的には重複しないと見ている。後者は女性中心であるのに対し、前者は男性中心であり、正確な分析はしていないものの、ほぼ重ならないと判断できる。

⑧ 株式型クラウドファンディングのプラットフォームに関しては、手数料率は二〇％程度となるが、この金額は相対的に安価と考えている。それは、銀行金利との比較という観点ではなく、資金調達計画策定において丁寧なアドバイスを得たことや、資金調達後のＩＲ活動助言やフォローアップを提供してくれたことの対価という観点から、安価であると判断できる。

⑨ 今後、株式型クラウドファンディングを利用する意向を有している。株式によって資金調達すると、単なる資金調達というだけでなく、資本増強になるため、レバレッジが大きくなるというメリットが見いだせることも重要な効果である。

⑩ 株主コミュニティ制度の利用については、今のところペンディングである。将来的には、ＩＰＯを目指しており、株主もそれを期待していると考えている。しかし、ＩＰＯを行った場合、上場コストも大きいため、場合によっては、株主コミュニティ制度を利用するという選択肢もあり得る。

現在、同社は海外展開にも取り組んでおり、台湾などでの市場拡大に手ごたえを感じているという。

前者同様、同社も今回のクラウドファンディングによる資金調達について満足な成果が達成できたと考えているだけでなく、プラットフォームの運営会社に対しても高く評価していることがわかる。

4 オールユアーズの事例

株式会社オールユアーズは、二〇一五年七月に設立されたベンチャー企業であり、その事業は、紳士服・婦人服のデザイン、企画、小売および卸売販売、委託販売を行い、生活に必要な価値を提供する事業「LIFE-SPEC事業」を標榜している。本社所在地は、東京都世田谷区太子堂、資本金三三六四万円（二〇一七年七月一日現在）、発行済み株式数四八六五株（同）であり、その内訳は、普通株式三〇四〇株、A種優先株式六一七株、B種優先株式六七〇株、C種優先株式二〇四株、D種優先株式三三四株である。

同社は、すでに購入型クラウドファンディングを利用しており、クラウドファンディングを新製品の企画・販売に直結させる試みに取り組んでいる。購入型クラウドファンディングのプラットフォームは、CAMPFIREであり、同サイトによると、①二〇一七年五月一日募集開始のプロジェクトは、七九名から一六六万五〇〇円を集め、六月二十九日に終了、②二〇一七年七月三日募集開始のプロジェクトは、七一八名から一八〇九万六七八四円を集め、八月二十九日に終了した。さらに、③現在募集中のプロジェクトは、目標金額一〇〇万円に對して、すでに二〇一人から三九一万一〇〇〇円を集めている（二〇一七年九月一六日現在⁽⁵⁾）。

同社は、二〇一七年七月、日本クラウドキャピタルの運営するクラウドファンディングのプラットフォーム「FUNDINNO」において、株式発行によって資金調達を行った。同社の募集概要は、以下の通りである。

- ① 申込期間：二〇一七年七月三一日～二〇一七年八月一日
- ② 目標募集額：二八五〇万円
- ③ 資金調達額の資金使途：

・目標募集額達成時の資金使途内訳：(ア) EC 事業およびクラウドファンディング事業の拡大のためのシス

テム構築費一二八〇万円、(イ) 直営店の移転と本社機能の統合費用一〇〇〇万円

・上限応募額達成時の資金使途内訳…(ア) EC事業およびクラウドファンディング事業の拡大のためのシステム構築費一二八〇万円、(イ) 直営店の移転と本社機能の統合費用一〇〇〇万円、(ウ) ホームページの改修費用二〇五万円、(エ) 知的財産権取得費用三四〇万円などとなっている。なお、上限応募額は三五〇〇万円に設定されており、詳細は省略するが、目標金額超過額によって、段階的に資金使途が追加・拡充されている。

④ 当該有価証券の取得に係る応募額が目標募集額を下回る場合および上回る場合における当該応募額の取扱いの方法…募集株式の取得に係る応募額が目標募集額を下回る場合、募集は中止される。募集株式の取得に係る応募額が目標募集額を上回る場合、応募総額が上限応募三五〇〇万円に達するまで先着順で取得の申込みを受け付ける。

同社の資金調達は、約一二時間で三五〇〇万円に達し、最終的に約定金額三三三万五〇〇〇円を調達して終了した。投資家は一九七人であり、一人平均投資額は約一六万円であった。

同社へのインタビューから、以下の調査結果を得ることができた。

① 同社が投資型クラウドファンディングを利用した目的は、資金調達であり、直近の決算が赤字である状況下で事業を拡大させる投資に向けた、金融機関からの融資を得ることが困難であったことが背景となっている。また、購入型クラウドファンディングを実施した経験から、同社の事業モデルに共感してくれる投資家が存在すると判断できたため、投資型クラウドファンディングを利用した。

② 同社の資金調達では、準備期間を含め約二か月という短期間で当初目標を上回る資金調達が達成できただけ

でなく、より多くの投資家との接点が得られたこともメリットである。

③ 購入型クラウドファンディングの出資者と投資型クラウドファンディングの投資家は、あまり重ならないように見受けられる。投資型クラウドファンディングの投資家は、同社製品単品のユーザーというより、事業全体への共感もしくは純粹に投資目的で投資しているのではないかと思われる。ただし、投資型クラウドファンディングの投資家に対しても、購入型の情報提供など、積極的なコミュニケーションを図っていくことを検討している。その意味では、投資型クラウドファンディングの投資家が、同社製品やサービスのユーザーに転化することも考えられる。

④ 株主に対して、流動性供給のために、株主コミュニティ制度を導入することは考えていない。現在の株主に、換金ニーズがそれほど高いと思えず、事業拡大への支援もしくはIPOなどによる大きなキャピタルゲインへの期待が強いと考えられる。

⑤ 今後の同社の課題は、出口戦略である。また、普通株だけでなく、優先株発行なども課題である。

⑥ 今回利用した「FUND INN O」のアフターサービスには、満足している。特に、各種のアドバイスが丁寧であり、それを考えると、手数料は高いと判断している。

⑦ 今後、同じプラットフォームを利用して資金調達した企業の経営者が集まって、経営課題などについての研究会を開催するなど、コミュニケーションの場があってもよいと考えている。

前者同様、同社も今回のクラウドファンディングによる資金調達について満足な成果が達成できたと考えているだけでなく、プラットフォームの運営会社に対しても高く評価していることがわかる。

まとめ

以上、ソニー銀行による投資型クラウドファンディング・プラットフォームの取組とベンチャー三社による株式クラウドファンディングの取組について、インタビュー調査をもとに紹介した。ここから以下の点が指摘できる。

まず、投資家について、これらの案件が募集開始後、短時間で資金調達に成功するとともに、目標額を上回る金額を集めていることから、個人投資家の投資ニーズが大きいことがわかる。個人投資家の場合、既存のIPO投資に参加できない場合が多く、その資金が株式型クラウドファンディングに流れている面があるだけでなく、投資先に対する「応援・共感」に魅力を感じる投資家層が存在していることも指摘できる。

次に、資金調達者について、ベンチャー企業を中心に、潜在的な資金調達ニーズは大きく、既存の銀行融資やベンチャー・キャピタルの融資の代替手段として、クラウドファンディングがベンチャー育成のチャネルとなる可能性がある。また、株式型に関しては、非上場企業が不特定多数に対して株式発行するインセンティブに乏しいのではないかと考える向きもあったが、今回の結果は、必ずしもそれが妥当しないことを示唆している。

第三に、プラットフォームの運営業者は、自社の企業理念を重視し、採算の面でかなり厳しい水準の手数料を設定し、社会的責任ないし社会貢献の観点からこの業務に取り組んでいると思われる。今のところ、金融機関や証券会社にとって、クラウドファンディングは採算に見合わない業務であり、積極的な取組が見られないのが現状である。しかし、ベンチャー育成は、金融・証券市場および業界にとって、将来の在り方を左右する重要課題であることは言うまでもない。本稿で紹介したソニー銀行の取組は、既存の金融機関や証券会社にとって、重要な示唆を提供していると思われる。また、資金調達企業もプラットフォームの運営業者の提供しているサービス

に満足しており、手数料も低位と感じている点も注目される。

(謝辞) 本稿を作成するに際し、中路宏志氏(ソニー銀行株式会社)、成瀬三千男氏(同)、岡本奈緒子氏(同)、手島太郎氏(Bank Invoice株式会社)、高橋裕輔氏(株式会社オールユアーズ)、山川正則氏(株式会社JAM)には、インタビューに応じていただくとともに、貴重なご教示をいただきました。厚く御礼申し上げます。

注

- (1) このデータは、日経テレコンによる検索結果である。なお、検索条件として、すべての新聞媒体とした。
- (2) ただし、資金調達後、信託銀行と契約を締結し、現在は信託銀行に委託している。
- (3) 同社の印刷を紹介した文献として、手紙社『レトロ印刷の本』グラフィック社、二〇一二年およびレトロ印刷JAM『印刷と遊ぶ』エムディエヌコーポレーション、二〇一三年、などがある。
- (4) MakuakeSHa、<https://www.makuake.com/project/surimacca/>
- (5) CAMPFIREのHP、<https://camp-fire.jp/profile/allyours.jp/type:project>

(まつお じゅんすけ・客員研究員)

欧州ダーク・プールの実情³⁾

「英国FCAのデータ分析にみる実態²⁾」

吉川 真裕

二〇一七年八月一日、イギリスの証券取引監督機関である金融行為規制機構（FCA）が「ダーク・プールでの取引が集計した市場の質に及ぼすインプリケーション」と題するオケージョナル・ペーパーを公表した。⁽¹⁾この文書はイギリスの株式ダーク・プール（注文板情報が公開されない取引市場）のうち、ミッド・ポイント取引（仲値での注文執行）のみをおこなっている三つのダーク・プールでの取引量が市場の質を表わすと考えられる指標に及ぼす影響を分析したものであるが、ダーク・プールでの取引は取引比率が一定値に達するまではプラスの効果を及ぼしていると推察されること、そして最適値と推計された取引比率は二〇一八年一月から施行される予定のダーク・プール全体での銘柄ごとの取引量制限である八%よりも大きいことが示されており、興味深い。八%の取引量制限は決定時の取引比率をもとに明確な根拠もなく決定されたものであるから、この分析結果は八%の取引量制限の妥当性に関して一石を投じることになるであろうと考えられる。

本稿ではFCAのオケージョナル・ペーパーからイギリスの株式ダーク・プールに関する分析結果を紹介するが、ヨーロッパにおける株式ダーク・プールの取引の多くはイギリスでおこなわれているのであるから、以下の記述はヨーロッパにおける株式ダーク・プールの実態とも考えられる。

1 分析データ

FCAの分析は、トムソン・ロイター・ティック・ヒストリー (TRTH) から得た①ロンドン証券取引所、チャイエックス、BATS、ターコイズという注文板公開市場を運営する取引市場での一〇番目までの注文板情報と取引情報、および②チャイエックス、BATS、ターコイズが運営するダーク・プールでの取引情報を基にしており、FTSE三五〇指数構成銘柄のうち十分な注文板情報が得られた二八八銘柄について、二〇一〇年六月一日から二〇一五年六月三〇日までと五年を超える長期間にわたるデータに基づいておこなわれている。

2 基本統計量

ダーク・プールでの取引比率 (Dark) が影響する市場の質を表わす指標としては、①仲値と取引価格の差の二倍で定義した有効スプレッド (Effective spread)、②情報トレーダーの取引である確率を表わすPIN (probability of informed trading)、③一分間当たりの指値注文変更回数が三〇分前から三〇分後までの一分ごとの指値注文変更回数 の平均値から一標準偏差以上大きかった一分間の数で表わされたQSI (quote stuffing incidences)、④一秒間隔の仲値から計算されたコンポーネント・ファクター・シェアの比率で定義されたRNA (relative noise avoidance) の四つ、コントロール変数として気配の公表された市場での取引金額 (Lit value)、取引回数に対するメッセージ更新回数比率 (HIT)、取引金額に応じて五分割したグループ内の他銘柄の被説明変数の平均値 (P other stocks) 等が選ばれている。図表1は分析データの基本統計量 (平均値とカッコ内の中央値)、図表2は相関係数行列 (ただし、基本統計量そのものの相関係数ではなく、時価総額、平均取引金額、有効スプレッド、気配の公表された市場での取引金額は対数をとった値で相関係数を計算) を表わしている。

図表 1 基本統計量

Variables	Full sample	Highest volume stocks	4	3	2	Lowest volume stocks
Number of lit trades	3050.47 (1156.00)	9507.43 (6644.00)	3268.75 (2670.00)	1487.96 (1221.00)	592.82 (427.00)	148.88 (83.00)
Number of dark trades	139.51 (35.00)	436.44 (276.00)	150.36 (100.00)	63.27 (35.00)	27.98 (12.00)	8.14 (1.00)
Dark value (£)	8.07×10^6 (1.01×10^7)	2.82×10^8 (1.52×10^8)	6.74×10^6 (3.4×10^7)	2.39×10^6 (7.66×10^6)	9.06×10^6 (1.97×10^6)	7.97×10^5 (2.91×10^5)
Off-exchange value (£)	4.52×10^8 (9.92×10^7)	1.53×10^9 (7.92×10^8)	3.05×10^8 (1.76×10^8)	1.44×10^8 (6.80×10^7)	1.14×10^8 (5.10×10^7)	9.21×10^7 (2.81×10^7)
Trade size (£)	4408.36 (3263.81)	6608.19 (6209.36)	3976.09 (3559.98)	3517.65 (2496.85)	3852.43 (2453.789)	3970.83 (2350.76)
Market cap (£)	3.28×10^{10} (6.67×10^9)	1.32×10^{11} (5.78×10^{10})	1.36×10^{10} (1.22×10^{10})	6.54×10^9 (6.53×10^9)	3.72×10^9 (3.68×10^9)	1.91×10^9 (2.12×10^9)
Effective spread (bps)	1.14 (0.55)	0.35 (0.26)	0.58 (0.40)	1.11 (0.67)	1.59 (1.06)	2.15 (1.58)
Lit value (£)	1.26×10^9 (2.04×10^8)	4.53×10^{10} (2.86×10^9)	9.16×10^8 (6.02×10^8)	2.79×10^8 (1.48×10^8)	1.26×10^8 (6.21×10^8)	1.23×10^8 (2.11×10^8)
HFT (ratio)	536.55 (194.61)	840.29 (221.78)	727.29 (216.28)	502.07 (160.96)	330.06 (132.82)	201.83 (132.75)
PIN	0.25 (0.22)	0.20 (0.17)	0.21 (0.17)	0.24 (0.21)	0.28 (0.24)	0.33 (0.30)
QSI	4760.32 (1817)	8506.13 (3277.5)	5423.57 (2116.5)	4221.53 (1667.5)	3683.04 (1549.5)	3821.36 (1388)
Relative Noise Avoidance	1.47 (1.41)	1.44 (1.38)	1.47 (1.41)	1.50 (1.43)	1.53 (1.45)	1.54 (1.44)

図表 2 相関係数行列

Variables	Dark	Off-exchange value (£)	Trade size (£)	Market cap (£)	Effective spread (bps)	Lit value (£)	HFT
Dark	1.000	-0.039	0.080	0.014	-0.037	0.045	-0.130
Off-exchange value (£)	-0.039	1.000	0.623	0.597	-0.238	0.694	-0.116
Trade size (£)	0.080	0.623	1.000	0.510	-0.216	0.584	-0.012
Market cap (£)	0.014	0.597	0.510	1.000	-0.213	0.689	-0.087
Effective spread (bps)	-0.037	-0.238	-0.216	-0.213	1.000	-0.283	0.405
Lit value (£)	0.045	0.694	0.584	0.689	-0.283	1.000	-0.148
HFT	-0.130	-0.116	-0.012	-0.087	0.405	-0.148	1.000

3 分析結果

(1) 有効スプレッド

ダーク・プールでの取引比率 (Dark) が有効スプレッド (Effective spread) に及ぼす影響について、取引所外取引金額の対数値 (OFFEX)、平均取引金額の対数値、時価総額の対数値、気配の公表された市場での取引金額の対数値 (Lit value)、取引回数に対するメッセージ更新回数比率 (HET)、取引金額に応じて五分割したグループ内の他銘柄の平均有効スプレッド (P other stocks) をコントロール変数として二段階最小二乗法 (図表のパネルA) と一般化モーメント法 (図表のパネルB) を用いて分析がおこなわれている (図表3)。相関係数の値の小さかったダーク・プールでの取引比率が二次関数として推計されているところに特徴があり、二次関数が極値を持つという性質をうまく利用している。全標本だけでなく、取引金額に応じて五分割した標本グループでもダーク・プールでの取引比率の係数はすべて負で有意、ダーク・プールでの取引比率の二乗の係数はすべて正で多くの場合に有意という結果が得られている。二次関数の係数が正ということは最小値を持つことを意味し、ダーク・プールでの取引比率が高まるほど有効スプレッドは縮小していくが、一定値を超えると拡大に転じるということになる。そして、その値は二段階最小二乗法で一五% (一%有意)、一般化モーメント法で一八% (一%有意)、取引金額に応じて五分割した標本グループでは大きいグループから順に一四%、一一%、一九%、二九%、三二%であった (二つの推計方法の値のうち小さい方の値を示したと結論で言及されている)。

(2) PIN

ダーク・プールでの取引比率が情報トレーダーの取引である確率を表わすPINに及ぼす影響についても同様

の分析がおこなわれている（図表4）。全標本だけでなく、取引金額に応じて五分割した標本グループでもダーク・プールでの取引比率の係数はすべて負で最も取引金額の大きいグループを除いて有意、ダーク・プールでの取引比率の二乗の係数はすべて正で最も取引金額の大きいグループを除いて有意という結果が得られており、これはダーク・プールでの取引比率が高まるほど市場の透明性が高まり、逆選択のリスクと情報の非対称性は減少するが、一定値を超えると市場の透明性が低下し、逆選択のリスクと情報の非対称性も増大に転じるものと解釈されている。そして、その値は全標本で一六%（どちらの推計方法であっても一%有意）、取引金額に応じて五分割した標本グループでは大きいグループから順に一〇%、九%、一三%、三〇%、三五%であった（二つの推計方法の値のうち小さい方の値を示したと結論で言及されている）。

（3）QSI

ダーク・プールでの取引比率が、一分間当たりの指値注文変更回数が三〇分前から三〇分後までの一分ごとの指値注文変更回数数の平均値から一標準偏差以上大きかった一分間の数で表わされたQSIの対数値に及ぼす影響についても同様の分析がおこなわれている（図表5）。取引金額に応じて五分割した標本グループでの結果は示されていないが、ダーク・プールでの取引比率の係数は負で一%有意、ダーク・プールでの取引比率の二乗の係数は正で一%有意という結果が得られており、これはダーク・プールでの取引比率が高まるほど気配値の公開された市場で注文変更回数が一分間に急上昇する頻度が低下することを意味するが、一定値を超えるとこの頻度が上昇に転じることの解釈は示されていない。そして、その値は二段階最小二乗法の値か、一般化モーメント法の値かは明記されずに一九%（どちらであつてもの一%有意）であることは示されている。

図表 3 A ダーク・プールでの取引が有効スプレッドに及ぼす影響

Panel A

Variables	Full sample	Highest volume stocks	Quintile 4	Quintile 3	Quintile 2	Lowest volume stocks
Dark	-8.15*** (-7.37)	-3.49*** (-3.86)	-3.58*** (-4.45)	-1.77** (-2.50)	-3.21*** (-3.80)	-8.15*** (-7.37)
Dark ²	21.49*** (4.61)	4.96*** (5.08)	4.00 (0.82)	3.89 (1.01)	8.06*** (2.11)	21.49*** (4.61)
OFFEX	-0.10*** (-11.08)	-0.06*** (-10.07)	-0.06*** (-11.94)	-0.04*** (-7.35)	-0.03*** (-4.94)	-0.10*** (-11.08)
Trade size	0.25*** (12.72)	0.23*** (13.83)	0.35*** (16.88)	0.20*** (10.84)	0.12*** (7.17)	0.25*** (12.72)
Market cap	0.44*** (32.04)	0.13*** (15.65)	-0.15*** (-12.69)	-0.07*** (-5.88)	0.26*** (22.20)	0.44*** (32.04)
Lit value	-0.13*** (-15.95)	0.00 (-0.12)	-0.09*** (-11.95)	-0.09*** (-9.93)	-0.03*** (-3.10)	-0.13*** (-15.95)
HFT	0.18*** (38.04)	0.15*** (40.24)	0.07*** (9.33)	0.14*** (21.05)	0.15*** (32.28)	0.18*** (38.04)
<i>P</i> other stocks	0.27*** (19.51)	0.56*** (22.22)	0.48*** (14.25)	0.52*** (23.26)	0.46*** (27.81)	0.27*** (19.51)
Intercept	-9.84*** (-38.31)	-5.69*** (-29.33)	0.42* (1.78)	-0.29 (-1.23)	-8.14*** (-38.92)	-9.84*** (-38.31)
R ²	0.77	0.80	0.66	0.65	0.66	0.65

(注) () 内は t 値、*は10%有意、**は5%有意、***は1%有意 (以下同様)

図表 3 B データ・モデルでの取引が有効スプレッドに及ぼす影響

Panel B

Variables	Full sample	Highest stocks	volume	Quintile 4	Quintile 3	Quintile 2	Lowest stocks	volume
Dark	-3.83*** (-9.07)	-4.01*** (-12.18)		-0.91*** (-3.33)	-1.24*** (-5.12)	-1.35*** (-9.02)	-6.57*** (-9.77)	
Dark ²	13.11*** (7.50)	14.60*** (9.52)		4.32** (2.11)	3.27*** (2.70)	2.34** (2.27)	10.90** (2.17)	
OFFEX	-0.16*** (-19.47)	-0.02*** (-5.93)		-0.04*** (-10.72)	-0.10*** (-17.70)	-0.08*** (-12.66)	-0.05*** (-10.84)	
Trade size	0.35*** (20.25)	0.29*** (25.85)		0.14*** (9.24)	0.26*** (14.75)	0.21*** (11.91)	0.38*** (23.99)	
Market cap	0.31*** (13.72)	-0.09*** (-10.55)		-0.12*** (-7.49)	-0.33*** (-14.40)	0.12*** (5.66)	-0.08*** (-9.25)	
Lit value	-0.06*** (-8.01)	-0.11*** (-17.73)		0.02*** (2.78)	0.08*** (5.62)	0.09*** (6.56)	-0.09*** (-12.31)	
HFT	0.34*** (37.41)	0.01** (2.14)		0.16*** (15.37)	0.24*** (23.32)	0.28*** (30.22)	-0.02** (-2.49)	
<i>P</i> other stocks	0.82*** (26.16)	1.05*** (21.03)		0.67*** (22.45)	0.96*** (24.57)	0.93*** (29.36)	0.91*** (18.27)	
Intercept	-9.73*** (-29.06)	-6.89*** (-20.63)		0.69** (1.98)	3.10*** (6.65)	-0.83*** (-3.87)	-1.90*** (-7.69)	
R ²	0.65	0.82		0.45	0.50	0.45	0.47	

図表 4 A ダーク・プールでの取引がPINに及ぼす影響

Panel A

Variables	Full sample	Highest volume stocks	Quintile 4	Quintile 3	Quintile 2	Lowest volume stocks
Dark	-0.88*** (-7.25)	-0.19 (-1.12)	-0.62*** (-3.74)	-0.46*** (-3.03)	-2.08*** (-3.22)	-1.25*** (-6.06)
Dark ²	3.49*** (4.30)	0.76 (0.49)	2.56** (2.09)	1.90** (2.37)	7.82** (2.53)	4.14*** (4.75)
OFFEX	-0.01*** (-7.61)	0.00** (1.98)	0.00 (-0.93)	-0.01*** (-6.55)	-0.05*** (-10.23)	-0.01*** (-8.28)
Trade size	0.01*** (3.82)	0.00 (0.40)	-0.01** (-2.05)	0.01*** (2.88)	0.05*** (4.53)	0.02*** (5.79)
Market cap	-0.02*** (-26.28)	0.00 (1.22)	-0.01*** (-3.76)	-0.02*** (-11.31)	-0.10*** (-12.30)	-0.05*** (-19.83)
Effective spread	0.01*** (19.41)	0.01*** (4.48)	0.03*** (19.80)	0.01*** (12.49)	0.02*** (9.09)	0.00*** (7.93)
Lit value	0.00*** (-6.17)	0.00 (-0.68)	0.01*** (5.19)	0.00 (-0.86)	0.02*** (4.45)	0.01*** (4.15)
HFT	0.00*** (-8.06)	-0.01*** (-7.23)	0.03*** (16.00)	0.00 (-0.95)	0.00 (0.13)	0.00*** (-4.32)
<i>P</i> _{other stocks}	0.75*** (31.40)	1.00*** (35.21)	1.00*** (30.60)	0.84*** (29.52)	3.04*** (30.14)	0.83*** (28.62)
Intercept	0.66*** (35.36)	-0.05 (-0.94)	-0.07** (-2.50)	0.53*** (13.31)	-0.46*** (-3.42)	0.99*** (21.22)
R ²	0.29	0.09	0.03	0.26	0.24	0.21

図表 4 B ダーク・プールでの取引がPINに及ぼす影響

Panel B

Variables	Full sample	Highest volume stocks	Quintile 4	Quintile 3	Quintile 2	Lowest volume stocks
Dark	-0.48*** (-33.09)	-0.20*** (-5.54)	-0.34*** (-10.12)	-0.54*** (-18.10)	-0.39*** (-13.42)	-0.45*** (-14.29)
Dark ²	1.46*** (20.52)	0.96*** (3.51)	1.90*** (9.08)	2.10*** (13.06)	0.66*** (4.45)	0.67*** (4.80)
OFFEX	-0.02*** (-28.94)	0.00*** (5.32)	-0.01*** (-7.35)	-0.02*** (-23.34)	-0.03*** (-31.47)	-0.04*** (-34.60)
Trade size	0.03*** (34.80)	0.00 (-0.74)	0.00 (-0.12)	0.03*** (19.03)	0.08*** (36.94)	0.06*** (34.47)
Market cap	-0.02*** (-18.78)	0.00 (0.73)	-0.01*** (-4.84)	-0.03*** (-17.22)	-0.05*** (-17.88)	-0.02*** (-16.96)
Effective spread	0.02*** (38.63)	0.01*** (4.57)	0.03*** (20.79)	0.03*** (28.58)	0.02*** (25.58)	0.01*** (23.46)
Lit value	0.01*** (4.00)	0.00* (-1.89)	0.01*** (7.91)	0.02*** (10.38)	0.02*** (9.26)	0.00*** (2.60)
HFT	0.01*** (6.89)	-0.01*** (-7.78)	0.03*** (15.58)	0.03*** (19.16)	0.02*** (12.71)	-0.01*** (-18.79)
<i>P</i> _{other stocks}	0.74*** (19.41)	1.01*** (36.20)	0.97*** (30.22)	0.92*** (30.14)	0.86*** (25.36)	0.71*** (23.42)
Intercept	0.27*** (27.11)	0.02 (0.40)	-0.10*** (-3.75)	0.20*** (6.30)	0.29*** (9.78)	0.31*** (13.43)
R ²	0.16	0.09	0.04	0.07	0.02	0.14

図表5 ダーク・プールでの取引がQSIに及ぼす影響

Variables	A	B
Dark	-3.22*** (-18.84)	-2.40*** (-66.62)
$Dark^2$	8.37*** (4.47)	22.68*** (11.92)
OFFEX	0.15*** (5.76)	0.15*** (11.94)
Trade size	0.06 (0.98)	0.03*** (0.17)
Market cap	0.31*** (16.74)	0.32*** (6.81)
Effective spread	0.03*** (4.55)	0.03** (2.41)
Lit value	-0.03 (-1.35)	-0.02 (-0.16)
HFT	0.34*** (14.70)	0.33*** (5.54)
$P_{other\ stocks}$	0.28*** (14.25)	0.28*** (13.79)
Intercept	-6.82*** (-18.84)	-6.75*** (-17.21)
R^2	0.33	0.32

図表6 ダーク・プールでの取引がRNAに及ぼす影響

Variables	A	B
Dark value	0.41*** (21.10)	0.30** (2.35)
$Dark^2$	-0.92*** (-10.27)	-1.46** (-2.13)
Off-exchange value	0.00 (-0.38)	0.00 (0.99)
Trade size	0.10* (1.67)	0.05* (1.94)
Market cap	0.46*** (6.72)	0.47*** (6.74)
Effective spread	0.52*** (6.53)	0.52*** (6.49)
Lit value	0.00 (-0.06)	0.00 (0.14)
HFT	0.12*** (4.57)	0.13*** (8.27)
$P_{other\ stocks}$	0.78*** (3.22)	0.78*** (3.22)
Intercept	-12.60*** (-7.04)	-12.57*** (-7.07)
R^2	0.30	0.30

(4) RNA

ダーク・プールでの取引比率が一秒間隔の仲値から計算されたコンポーネント・ファクター・シェアの比率で定義されたRNAに及ぼす影響についても同様の分析がおこなわれている(図表6)。取引金額に応じて五分割した標準グループでの結果は示されていないが、ダーク・プールでの取引比率の係数は正で有意、ダーク・プールでの取引比率の二乗の係数は負で有意という結果が得られており、これはダーク・プールでの取引比率が高まるほど他市場に比べての一取引市場でのノイズが低下することを意味するが、一定値を超えるとこの値が上昇に転じることの解釈は示されていない。そして、その値は二段階最小二乗法の値(1%有意)か、一般化モーメント法の値(5%有意)かは明記されずに11%であることが示されている。

(5) インプリケーション

分析結果によればダーク・プールでの取引比率の二乗値の極値は全標本では11%から17%の間に分布しており、二〇一八年から施行される8%のダーク・プール全体での取引制限は厳しすぎるのではないかという見解が提示されている。また、補論ではダーク・プールでの取引比率が8%を超えた日数は全標本で二万五八四三日(八・三五%)、取引金額に応じて五分割した標準グループでダーク・プールでの取引比率が8%を超えた日数は取引金額の大きいグループから順に二六二〇日(四・〇七%)、五七七六日(九・二七%)、七三〇一日(一一・四六%)、五三九九日(八・九一%)、四七八七日(八・一四%)であったことも示されている。五分割した場合に取引金額の小さいグループでは極値が30%を超えていたことなども考慮すると、一律8%というヨーロッパでのダーク・プールの取引規制は再検討する余地があるのではないかと考えられる。

注

(1)

Matteo Aquilina, Ivan Diaz-Rainey, Gbenga Ibikunle and Yuxin Sun, "Aggregate Market Quality Implications of Dark Trading," Financial Conduct Authority, Occasional Paper No. 29, August 2017 (<https://www.fca.org.uk/publication/op17-29.pdf>).

(よしかわ まさひろ・客員研究員)

我が国のマネジメント・バイアウト(MBO)をめぐる動向

志馬 祥紀

1 はじめに

我が国において、上場企業を対象とするMBOは、二〇〇〇年代半ばより活発化した。その後、件数は減少したものの、継続的に一定数のMBOが実施され続けて、今に至っている。

こうしたMBOをめぐることは、東京証券取引所が昨年末、MBO実施企業について、再上場の審査指針を公表するなど、新たな動きがみられる。東証の動きは、MBOを実施し非公開となっていた企業が、再度取引所に上場するケースが複数例発生し、今後が増える可能性があることに備えたものである。

見方を変えれば、MBOに資金を投資した経営者や投資ファンドに対して、“exit”としての再上場ルートを明確化するものであり、MBOが経済活動の一環として、定着・成熟しつつあることを示すと考えられる。

本報告では、我が国MBOをめぐる一連の動きを概観した後、計画段階から上場廃止に至るMBOのプロセスを描写、最後にMBOをめぐる代表的論点である、買収者側経営陣と株主間の利益相反回避措置について説明する。

2 MBOをめぐる動向

(1) MBOとは

MBOとは“Management Buyout”の略で、経営陣が株主から株式等を買取り、企業（自社や、子会社、特定の

事業など）の所有者となることを指す。

元来MBOは、後継者のいない非公開企業のオーナーが、会社の役員などに経営を譲ることにより、後継者問題を解決するためや、企業の非中核的な事業を、その事業を管掌してきた経営陣に譲り、経営の自由度を高め、機動的に経営するために行われる（親会社化からの独立）ために実施される事例が多かった。

しかし近年、上場企業の経営陣や創業者一族が、単独、あるいは投資ファンド（主にプライベート・エクイティ・ファンド）、銀行等金融機関と提携し、対象企業を非上場化する事例が増加している。

上場会社を対象とするMBOと、非上場会社を対象とするMBOでは、議論の所在が大きく異なることから、以下では断りのない限り、「MBO」とは上場企業を対象とし、MBO実施後上場廃止となる事例を指すこととする。

（２）MBO件数の推移

図表１は、二〇〇六年～二〇一六年のMBO及びTOB（公開買付け）件数の推移を示している。MBOは二〇〇〇年中頃より活発化しており、二〇一一年に二一件とピークを迎えている。その後件数は減少するものの、継続的に一定数が存在している。なお、同時期のTOB件数もMBOとほぼ同様の動きを示している。

図表１ MBO及びTOB件数の推移

年	TOB全件数（＊）	MBO件数	MBOを除くTOB件数
2006年	57	9	48
2007年	97	14	83
2008年	71	16	55
2009年	77	18	59
2010年	56	13	43
2011年	59	21	38
2012年	47	9	38
2013年	49	9	40
2014年	33	4	29
2015年	48	5	43
2016年	33	4	29

（出所）M&A ONLINEより作成

＊TOB全件数にはMBO件数が含まれる

(3) MBOの目的（経営者・資金提供者側のメリット）

一般的に、MBOを行う目的としては、経営者側、資金提供者側の理由として以下の項目が挙げられる。

（経営者側）

「意思決定の迅速化」…経営上の意思決定を迅速に行うため。

「情報開示コストの回避」…上場に伴うコスト（主に情報開示に伴う負担）の削減・回避。

「買収防衛策」…敵対的買収に対する対抗策として使用される事例がある。

（資金提供者側）

「代替的投資先としてのMBO」…二〇〇〇年代は株価が低迷した時期であり、IPO（新規上場）の減少、リーマンショック後の不動産価格の低迷などにより、有望な投資先に困った機関投資家（プライベート・エクイティ・ファンド、金融機関のプリンシパル・インベストメント（自己資金投資））が、資金提供者としてMBOに参加している。

(4) 上場企業を対象とするMBOの問題点

上場会社を対象とするMBOについては、一般に以下の問題点が指摘される。

まず問題となるのは、「情報の非対称性」であり、経営者は対象企業の経営状態を熟知する一方、個人投資家を含む一般株主は十分な情報を持たず、経営者と株主間には情報格差が存在する。

この結果、本来株主の代理人として企業経営にあたる経営者が同企業の買収者となる場合には、経営者に利益相反が発生する。同経営者には対象企業を安く購入したいインセンティブが存在する一方、株主の代理人として

は企業を売却する際にはできる限り高価に売却を行う義務がある。こうした利益相反問題を回避するために、経営者による恣意的な意思決定を排除し、一般株主に適切な判断機会を確保するなど、株式価格の適正性を担保する必要がある。

(5) MBOをめぐる議論、裁判

MBOにおける構造的な利益相反の可能性については、これまで多くの議論や裁判を経て、実務家間においては一定のコンセンサスが形成されている。以下、主な議論や裁判内容について、簡単に紹介する。

まず、MBOが我が国において最初に話題となったのは、二〇〇五年七月にワールド（アパレル大手）、同年八月にポッカ・コーポレーション（飲料品大手）が経営陣によるMBO実施・上場廃止を発表した際である。

図表2 MBOをめぐる主な動き・裁判等

企業・主体名	内容	時期
ワールド	MBO発表	2005年7月25日
ポッカ	MBO発表	2005年8月22日
レックス・ホールディングス裁判	MBO発表 東京地方裁判所決定 東京高等裁判所決定 東京高等裁判所許可抗告申立許可決定 最高裁判所抗告棄却決定	2006年11月10日 2007年12月19日（平成19年） 2008年9月12日（平成20年） 2008年10月8日 2009年5月29日（平成21年）
サンスター裁判	MBO発表 大阪地方裁判所決定 大阪高等裁判所決定 大阪高等裁判所許可抗告申立不許可決定 最高裁判所抗告棄却決定	2007年2月14日 2008年9月11日（平成20年） 2009年9月1日（平成21年） 2009年9月28日 2009年10月22日
経済産業省	「企業価値の向上及び公正な手続確保のための経営者による企業買収（MBO）に関する指針」公表	2007年9月4日（平成19年）
サイバードホールディングス裁判	MBO発表 東京地方裁判所決定 東京高等裁判所決定	2007年10月31日 2009年9月18日（平成21年） 2010年10月27日（平成22年）
シャルレ裁判	MBO発表 東京地方裁判所決定 東京高等裁判所決定	2008年9月19日 2011年7月7日（平成23年） 2011年12月21日（平成23年）
東京証券取引所	「MBO後の再上場時における上場審査について」公表	2016年12月2日

これら二件は、経営状態が順調な企業を対象とするMBOであり、かつMBO実施後に上場廃止となる点で世間の注目を集めた（それ以前にも、上場企業を対象とするMBOは存在したが、対象企業の経営不振、MBO実施後も上場を継続する等、注目度が低かった。その意味でワールド、ポッカのMBOはそれ以前のMBOとは質的に異なる）。

その後、ワールド／ポッカ型のMBOが増加し、一般株主との利益相反（意思決定手続きや買収プレミアムの適切性等）について株主訴訟が複数発生した。それら訴訟の内代表的なものは、MBOが定着し始めた時期に発生したレックス・ホールディングス事件である。翌年の二〇〇七年にはサンスター事件が発生している。その後、MBOを議論する形で、経産省MBO指針（後述）が発表、さらに同指針を踏まえた上でサイバーDホールディングス事件が発生している。

以下では、レックス・ホールディングス事件、経産省MBO指針、サイバーDホールディングス事件について簡単に述べる（これら判決の詳細・意味は稿を改めて論じたい）。

① レックス・ホールディングス事件

レックス・ホールディングス事件は、MBOについて、裁判所が初めて判断を示した事例である。その際論点とされたのは、全部取得条項付種類株式を用いた少数株主のスクイズ・アウトが行われた場合の取得価格であった。

具体的には、MBO実施時の買付け価格が意図的な業績下方修正等で不当に安く設定されたとして、一部株主が反発、裁判所に取得価格決定申立てを行った。同伴について、東京高等裁判所は、公表日ではなく公表前の六

ヶ月の平均値を基礎としてプレミアムを計算すべきと結論を示している（二〇〇八年九月）。

なお、裁判所の示した買収プレミアム値（二〇％）は、「近接時期のMBOの平均値」に基づく値である、同種の考え方はサンスター事件、サイバードホールディングス事件についても引き継がれていく。

② 経済産業省「企業価値の向上及び公正な手続確保のための経営者による企業買収（MBO）に関する指針」（MBO指針）

経済産業省の「企業価値の向上及び公正な手続確保のための経営者による企業買収（MBO）に関する指針」（以下、MBO指針）は、MBOに関し、企業社会における公正なルールのあり方を提示することを目的として、二〇〇七年九月四日に発表された。

同指針では、MBOは、「経営者及び株主間のエージェンシー問題の解決を図り得る、経済的意義を有する取引である」と評価し、「企業のライフサイクルの中で、上場を継続することが適さなくなった場合に、MBOにより非上場化し、各企業に適した資本関係を実現することの意義」や「下記のようにMBOにおける買付け価格については別途議論があるものの）市場株価以上での株式売却の機会が提供されること自体にも、意義が認められる」と指摘している。

他方、MBOは「本来、企業価値の向上を通じて株主の利益を代表すべき取締役が、自ら株主から対象会社の株式を取得することとなり、必然的に取締役についての利益相反的構造が生じる。そして、取締役は対象会社に関する正確かつ豊富な情報を有していることから、MBOの場合には、株式の買付け者側である取締役と売却者側である株主との間に、大きな情報の非対称性も存在することとなる。そこで、株主の立場から、MBOが有す

る意義から逸脱して不合理な取引が行われ、又は価格が不当に低く設定され、取締役が不当に利益を享受しているのではないかといった懸念が指摘されている」との論点についても指摘するなど、MBOの正負それぞれの側面を論じている。

更に「MBO価格についての基本的整理（MBOに際して実現される価値、MBOなしでは実現されない価値等の概念整理）」等を実施した上で、「価格の適正性を担保する客観的状況の確保」等の論点と実務対応の指針（実施したTOBと同一価格を基準とした少数株主のスクイーズ・アウト、独立した第三者委員会などへの諮問、対抗的な買付けの機会の確保など）を示した。

同指針は、MBOに関する議論や実務上の論点を包括的にまとめた初の文書であり、その後の判決や実務に大きな影響を与えた。

③ サイバードホールディングス事件

サイバードホールディングス社のMBOは、MBO指針公表後初の裁判事例である。

同社のMBOに際しては、経産省MBO指針の内容を踏まえた利益相反解消措置が取られていたため、裁判所が同社株式の取得価格決定について下す判断内容が注目されていた。

同事件において、東京地方裁判所決定は、（株式の客観的価値については裁判所が独自に算定しているが）プレミアム算定について、MBOの交渉過程を検討した上で、過程の評価を問題とする内容の判決を出した。この結果は、経産省MBO指針や学説（多数説）における議論と親和的な内容とされている。

(6) MBO実施企業の再上場と東証の対応

最近では、MBO実施・非公開化企業の再上場事例が複数発生している（図表3は最近のMBO実施後の再上場企業例を示している。なお掲載事例は全体の一部である）。

こうした、MBO後の再上場申請企業について、二〇一六年二月二日、東京証券取引所は、MBO実施により非公開化した企業が、再上場する際の上場審査の指針を公表した（「MBO後の再上場時における上場審査について」）。

その際の視点としては、①MBOと再上場の関連、②プレミアム配分の適切性・MBO実施の合理性、併せて、③再上場時のコーポレート・ガバナンスの体制や再上場に至るまでの経緯を勘案し、総合的に再上場の可否を判断している点に特徴がある。

なお、同指針中、特に注意深く審査される点は、MBOと再上場が一体となった取引（具体的にはMBO実施時から再上場を想定する事例）であり、具体的にはMBOの主導者（経営者・株主）の同一性・連続性、MBOから再上場までの期間の長短などを確認する方針である。

またMBO後上場廃止された会社には、再上場時にMBO時の計画とMBO後の進捗との間のかい離が生じる場合がある。例えば、MBO時の収益計画について意図的に低く見積もれば、会社が株主に対して支払うプレミアムが低めになり、経営者は再上場時に利益を上げやすくなる。東証はこれに対して、計画と進捗のかい離についての説明が、十分に説得力があるものか否かなどを確認する。

図表3 最近のMBO実施後の再上場企業例

企業名（業種、コード）	上場廃止時期	市場（廃止時）	再上場時期	市場（現在）
すかいらーく（小売業、3197）	2006年	東証一部	2014年	東証一部
ツバキ・ナカシマ（機械、6464）	2007年	東証一部	2015年	東証一部
スシローグローバルホールディングス（小売業、3563）	2009年	東証二部	2017年	東証一部
チムニー（小売業、3173）	2010年	東証二部	2012年	東証一部
マクロミル（情報通信、3978）	2014年	東証一部	2017年	東証一部

指針公表の背景としては、MBO後の再上場申請にこれまで個別に対応していたが、今後同種上場申請が増える可能性により、指針を公表することで統一に対応する姿勢がある（なお、東証は二〇一五年二月から上場制度整備懇談会においてMBO後の再上場について議論を実施しており、「MBO実施後三年以内の再上場を認めない」等規制の導入も検討した。しかし同種の一律的規制は「かえって資本市場の活力をそぐことになりかねない」と判断し、規制導入を見送った経緯がある）。

（７）最近のMBOプレミアムの状況

MBOにおける株式買収価格については、裁判を含め多くの議論がなされているが、本節では、最近のMBO事例において、MBO及びTOB（企業買収）時の株価プレミアム状況を比較した結果、必ずしもMBOのプレミアムが低いとは言えないとの指摘を紹介する。

M&A ONLINE (2017)の示す図表４は、二〇〇六～二〇一六年間のMBO及びTOBプレミアム平均の推移を示しているが、同図表からは、MBOの株価プレ

図表４ MBO及びTOBプレミアム平均の推移

	MBO	TOB全件 （＊除ディスカウント）	MBO以外のTOB値
2006年	35.7%	24.3%	21.7%
2007年	38.5%	30.8%	29.3%
2008年	76.7%	54.6%	47.4%
2009年	79.4%	63.8%	58.3%
2010年	49.9%	47.4%	46.6%
2011年	55.3%	54.9%	54.6%
2012年	48.8%	50.0%	50.3%
2013年	33.5%	48.4%	53.0%
2014年	31.7%	36.7%	37.6%
2015年	48.8%	33.5%	31.6%
2016年	44.5%	44.5%	44.6%

（出所）M&A ONLINE (2017)

・プレミアムは公表日前３ヶ月平均株価に対する値を採用。

・TOBは、ディスカウント・ディールを除く。またTOB値にはMBO値が含まれる。

＊ディスカウント・ディール：マイナス・プレミアムがつくTOBを指す。例えば、事前に株式売却合意のある特定の大株主から一定数の株式を買付ける目的でTOBを行う場合、一般株主が応募行われると買付け比率が按分され、大株主は目標とする株数の売却ができない。同状態を防ぐために、一般株主が応募しないであろうマイナス・プレミアムを付けることで一般株主の応募を防ぎ、同価格で買付けを行う取引をディスカウント・ディールと呼ぶ。

ミアムが、法人間の企業買収・再編が中心なTOB全体の値と比して、必ずしも高い／低いと判断できない状態になることが理解される。

3 MBO実施のプロセス

上場会社を対象とするMBOは通常公開買付け（TOB）を実施することで、買収者側は株式を取得する。本項では、MBOの特徴に留意しつつ、計画から買収までのプロセスについて説明する。

（１）用語説明

「スクイーズ・アウト」とは、消滅会社の株主に現金等の交付により、消滅会社の株主存続会社や親会社の株式を保有させない合併手法である。合併対価の柔軟化によって可能になった手法である。

「キャッシュ・アウト（キャッシュ・アウト・マージャー）」とは、吸収合併における合併の対価が柔軟になり、買収側は、吸収されて消滅する対象会社株主に、現金を支払うことで、同社の株主をすべて退出されることが可能となる。この現金を支払う手法を、キャッシュ・アウト（キャッシュ・アウト・マージャー）と呼ぶ。

「レバレッジ・バイアウト（LBO）」とは、買収先の資産及びキャッシュフローと自身の負債調達により、買収企業の資産の売却や事業の改善などを買収後に行うことでキャッシュフローを増加、負債を返済するM&A手法の一つである。

「マジヨリティ・オブ・マイノリティ」とは、TOB時に経営者等の買収者側が保有する株式（及び対象企業の自己株式）を除き、MBOの買収対象株式の過半数の応募があった時点で、同MBOは受け入れられたとする

考え方である。

(2) 検討段階

MBOを検討している経営者を中心に、実務家（ファイナンシャル・アドバイザー、弁護士等）がチームを組成し、MBOの実現可能性（枠組み、プロセス、資金調達の内訳や方法）について検討がなされる。

同時に、対象企業のデュー・デリジェンス実施や、買収後の収支予想や事業計画が作成される。またTOB価格が検討される。その際には、過去の株価水準やDCF（ディスカウント・キャッシュフロー）法による企業価値評価に基づき、想定されるTOB価格が決定される。

(3) 準備段階

TOBの実施決定からTOB発表までが準備段階となる。同段階においては、TOBの準備作業、資金調達が主要内容となる（なお、資金調達プロセスについて、本稿では説明を割愛する）。

① SPC設立

MBOはLBOの形態をとり、LBOファイナンスによる資金調達を行うことから、経営者の出資により買収目的会社（SPC）が設立される。SPCは、株式買収目的とLBOファイナンス調達を目的として設置され、遅くともTOB発表の一ヶ月前までに設立される。

② 取締役会への意向表明

この段階において、買収者である経営者から対象企業取締役会に対してMBOの正式な意向表明が実施される。意向表明の内容は、MBOを希望するに至った経緯や今後想定するプロセス説明等である。

③ TOB価格の決定

TOB価格の決定は、MBOにおいて資金調達と並び最も重要な事項である。

もしTOB価格が適切な価格よりも高い場合、ファイナンスを含めた計画設定が困難となる。一方、TOB価格が適切な水準よりも低い場合、買収対象企業の取締役会によるMBOへの賛同表明が得られず、失敗リスク(MBOの断念、TOBの応募の不十分化等)が生じる。

実際のTOB価格は、株式市場価格に買収プレミアムを加えて設定される。ただし直近価格や過去三ヶ月(六ヶ月)平均等の値を基準価格等、いずれの値を基準として同プレミアムを設定するか、明確なルール、運用基準は存在しない。

買収者側のファイナンシャル・アドバイザーより、市場株価法、株価倍率法、DCF法等について算定された株価情報の提出を受けるが、当該情報がTOB価格決定の根拠となる。

④ 買付け予定株数の上限・下限設定

近年のMBOにおいては、マジヨリティ・オブ・マイノリティの応募をもつてTOBの成立条件とする事例が増加しており、買付け予定株数の下限設定時に同値が考慮される(例えば、発行済み株式総数から経営者保有株

式、自己株式を控除した株式数の五〇％超に相当する株式数を買付け株式数の下限とする等）。

一方、上限数は、発行済み普通株式の全株取得を目的としているので、通常設定しない。その理由としては、金融商品取引法は三分の二以上を目指して公開買付けを行う場合に、潜在株式を含む対象企業の新株式を対象とし、かつ応募株券の全てを買付けることを要求していることによる。

⑤ 買収対象企業の対応

買収者の意向表明を受けて、買収対象企業側は対応を進める必要がある。その際、買収者側経営者を除く取締役会が中心となり、買収対象企業側の体制を整備することとなる。

対応として多くの企業で採用されている主な内容は、第三者委員会の設置決定と委員の選任、取締役会のファイナンシャル・アドバイザー、リーガル・アドバイザーの専任等である。

第三者委員会の構成上多い事例は、社外監査役と会計士、弁護士等の社外有識者を併せて三名とするものである。

取締役会は、第三者委員会の報告書に加え、取締役会のファイナンシャル・アドバイザーからの市場株価法、DCF法、類似会社法等に基づいて算定された株式価値算定書等を参考にし、取締役会としての判断を決定する。

判断事項は、MBOの趣旨への賛同の是非、及び公開買付けへの応募を株主に推奨の是非、の二点である（第三者委員会の設置を含む、買収側経営者の利益相反回避措置の詳細については後述）。

⑥ その他

上述の項目の他、個別に作業を進める事項が存在する。

まず、MBOは負債による資金調達を行うため、資金提供者としてのファイナンスーが必ず関与することになる。ファイナンスーは、メインバンクがアレンジする事例もあるが、それ以外の金融機関が関与することも多い。

また、公開買付けプロセスについて、公開買付け代理人を証券会社が務める（主幹事証券会社の事例、それ以外の事例の双方が存在する）。証券会社には、公開買付け発表の一ヶ月前程度までにコンタクトし、公開買付けの準備を依頼する必要がある。

（4）実行（TOB発表／成立）

① TOB発表

（発表時期）

TOBの発表は、インサイダー情報問題を回避する観点から、四半期決算発表のタイミングで行うことが多い。我が国においては三月決算の企業が多いが、これら企業は八月（第1四半期）、十一月（第2四半期）、二月（第3四半期）の各決算発表時に行われる事例が多い。その理由として、定時株主総会の基準日にMBOを発表すると定時株主総会がTOB終了前の株主を対象とすることになり、MBOの不確実性が増すためという。

（取締役会の行動）

TOB発表日には、買収者側の経営者等の特別利害関係人を除く取締役会出席のもとで取締役会が開催され、

MBOに賛同するか否か、株主へのTOB応募を推奨するか否かを決議、公表する。

同日までに、MBOに対する賛同意見が出なければ、同MBOが敵対的TOBとなるリスクがある。賛同意見を得られそうにないとの判断が買収側にあれば、MBOが断念される形となる（ことが多い）。

ただし、取締役会が応募推奨を行わず、中立的立場をとり、応募の是非を株主判断に委ねる事例もあり、その場合、MBOを進めることはケース・バイ・ケースである。

株式市場が取引を終えた時点で、買収者はその取締役会決議に基づき、「〇〇株式会社株式（株券等）」に対する公開買付け開始のお知らせ」といった表題のプレスリリースを発表する。

同タイミングで、対象企業側の取締役会による賛同表明、応募推奨の決議がなされれば、「MBO実施及び応募の推奨に関するお知らせ」といった表題のプレスリリースを発表する。

（キャッシュ・アウトに関する情報公開）

平成二六年改正商法の下で、TOBの結果、買収者側が対象会社の議決権を九〇％以上保有するに至った場合には、その後に行うキャッシュ・アウトの手法として、特別支配株主の株式等売り渡し請求が、多く使用される（詳細は後述）。ただしTOBの結果、買収者が対象会社の議決権の九〇％以上を保有しえるか否かは公開買付け開始時点では不明である。このため、公開買付け届出書等の公開買付け開始日（またはその前営業日）の開示書類中、

（a）TOBの結果、買収者が対象会社の議決権を九〇％以上保有するに至った場合には、特別支配株主の株式等売渡し請求権の行使によって対象会社の株主総会決議を経ずにスクイーズ・アウトを実施する予定である旨、及び

(b) 仮に議決権の九〇％以上を保有するには至らなかった場合でも三分の二以上を保有するに至った場合には、株式併合（または全部取得条項付種類株式）を用いて、対象会社の株主総会特別決議を経てスクイズ・アウトを実施する予定である旨、の双方を記載することとなる。

② T O B 期間中

T O B 期間設定は、経済産業省 M B O 指針において三〇営業日以上とされているが、実務上は三〇営業日に設定されている事例が多い。

T O B 開始日に公開買付け開始公告を電子公告（または日刊新聞紙へ掲載、ただし大半が電子公告形式）し、同日に公開買付け届出書を提出する。

買収対象企業側は、意見表明報告書を提出する。同報告書の提出は法律上、公開買付け開始公告から一〇営業日以内となっているが、同日に提出することが慣例となっている（M B O のように友好的買収の場合、公開買付け日に提出しないと、不要な憶測を呼ぶ可能性があるため）。

なお、対象企業株主が T O B に応じるためには、公開買付け代理人を務める証券会社に口座を有している必要がある。そのため、公開買付け代理人に口座を持たない株主は、口座開設等の手間を省くために、市場において売却する株主も多い。この結果、T O B 期間中の市場株価は T O B 価格よりも若干低くなる事例が多い。

③ T O B の成立と資金決済

T O B が成立（買付け予定の下限数を超過）した場合に、買収者側は T O B 応募株主宛の公開買付け通知書を

作成・送付する。またTOB期間末日の翌日には、公開買付け結果を公告し、同日公開買付報告書を提出する（株式の大量保有に関する変更報告書の提出も必要に応じ提出する）。

TOB期間末日から四営業日程度で資金決済される。一般的手続きとしては、TOBの成立確認後、TOB期間末日の翌日にファイナンサー（銀行等）との間で融資契約を調印、それから二営業日程度で融資が実行され、資金決済開始の前日までに必要資金が公開買付け代理人の口座に振り込まれ、当日の決済に供される。

（5）TOB成立以降の作業

TOBにより上限のない株式買付けを行ったとしても必ず少数株主は残る。については、買付け者は対象企業の完全子会社化を目的とする少数株主排除手続（いわゆるスクイーズ・アウト）を行う必要がある。それに伴い、対象企業は上場廃止となる。その後完全子会社化終了後に、買付け者と対象企業が合併するのが通常である。

以下では平成二六年度会社法改正後の特別支配株主の株式等売渡し請求を念頭に説明する。

特別支配株主の株式等売渡し請求とは、平成二六年改正前会社法にはなかった新たな現金対価のスクイーズ・アウト（IIキャッシュ・アウト）手法である。

特別支配株主とは、株式等売渡し請求を利用できる主体であり、総株主の議決権の九〇％以上を自己が直接に（あるいは特別支配株主完全子法人を通じて間接的に）有する株主を指す。

特別支配株主の株式等売渡し請求とは、対象会社の総株主の議決権の九〇％以上を有する特別支配株主が、対象会社の他の株主の全員に対して、その有する当該対象会社の株式等の全部を当該特別支配株主に売り渡すことを請求できる制度をいう。

同制度により、個々の少数株主との間で売買合意を行うことなく、特別支配株主が定めた取得日に、特別支配株主は売渡し株主等から株式等の全部を取得することが可能となった（改正前会社法においては、キャッシュ・アウトを行うためには主に全部取得条項付種類株式を利用することが一般的であったが、対象会社における株主総会決議が必要など時間的・手続的コストが多いという問題点が指摘されていた）。

特別支配株主の株式等売渡し請求が行われ、買収対象会社取締役会がこれを承認した時点で、対象企業株式は取引所より整理銘柄への指定を受け、その後約一ヶ月で上場廃止となる。

S P Cと買収対象会社の合併は、会計・税務上の便宜上、その効力発生日を事業年度に合わせることが多い。この場合、事業年度末が三月末日の企業の場合は、四月一日あるいは一〇月一日となる。

合併に際しては、債権者保護手続きにおける債権者異議申述の期間を設ける必要がある（債権者保護手続きの公告の翌日から合併効力発生日の前日まで一ヶ月間が必要）。

なお、合併に際し、S P Cと買収対象企業のいずれが存続会社（あるいは消滅会社）になるかは、事例毎に異なる。

4 利益相反の回避措置

前節では、M B Oを行う買収側経営者の、買収対象会社取締役との利益相反の問題には、第三者委員会の設置を除き、触れていない。本項では、第三者委員会設置をはじめとする利益相反回避措置について説明する。

なお、M B Oに限らず、親会社による上場子会社の完全子会社化についても、M B Oと同様の問題が存在している。例えば、親会社による上場子会社の完全子会社化についても、子会社の取締役及び監査役が、株主に対し

構造的な利益相反問題（株主に対する公正価値移転義務を負う一方で、買い手側の利益のために買取り価格をできる限り低く抑えるインセンティブがある）を抱えていることは共通している。しかしながら、我が国において、相対的な注目度は低いことから、以下では言及しない。

① 第三者委員会の設置

第三者委員会とは、取締役会がMBOについて意思決定に際し、当該MBOについて検討することを目的として取締役会が任意に設置する会議体をいう。利益相反問題が生じる取締役により、MBOに係る対象会社の意味決定が不当に恣意的に行われないよう、取締役会から独立して第三者委員会に対しMBOの是非及び条件等について諮問や、MBOを行う取締役との交渉を委託し、その結果を尊重すべきものである。

第三者委員会の設置は近年のMBO事例では一般化しており、取得価格決定の申し立ての裁判例においても、当該委員会の機能について言及しているものが増加するなど、重要性が増している。

委員会は、社外取締役、社外監査役、弁護士、公認会計士等から構成される事例が多い。

諮問事項は、基本的に「取締役会がMBOに伴う公開買付けについて表明する意見内容及び応募推奨の是非」
「二段階目のスクリーズ・アウトが少数株主の利益に反しないか」の二点である。

第三者委員会の具体的な運営方法について、法的制約はないが、委員会が有効に機能していたと評価されるには「一定程度の検討機関と検討機会」が必要となる（実務上、開催回数は三回～五回、審議期間は二週間～二ヶ月程度）。

第三者委員会は独自のアドバイザーを選任でき、または独自に対象会社の専任しているアドバイザーに助言を

求められることも、第三者委員会が有効であることを示す事情となりえる。

② 特別の利害関係を有する取締役を除く取締役及び監査役全員の承認

経産省MBO指針では、特別の利害関係を有する取締役を除く取締役及び監査役全員の承認があることは、意思決定の透明性・合理性が確保されている事情の一つとしている。

これら取締役及び監査役のうち反対者がいる場合には、誰がどのような理由で反対したのかを株主に明らかにすることが、意思決定の透明性・合理性の確保のために重要となる。

特別の利害関係を有する取締役は、議決に関与できないとされるが、MBOにおいては、法令上の特別の利害関係に該当する取締役だけでなく、MBOにおける意思決定の透明性・合理性を高める観点から、

(a) MBOの公開買付けへの出資者、

(b) MBO実施後に公開買付け者に出資する予定の取締役、

(c) 公開買付けに応募することが予定されている大株主から派遣されている大株主たる取締役、等の利害関係を有する取締役・監査役、を広く審議・決議から除外することが多い。

③ 弁護士・アドバイザーなどによる独立したアドバイス

MBOに際し、買収者側が買付け価格の提案をすることが一般的であるが、対象会社としても、当該提案価格の妥当性を適切に評価し、意見表明を行うために、MBO等において提示されている価格に関し、独立した第三者評価機関から独自に算定書等を取得することが、利益相反回避措置の一つに挙げられる。

MBO指針では、算定方法の採用にあたっては、複数の算定方法を利用する等、合理的な算定方法を採用し、恣意的な価格の算定等がなされないように配慮することが必要とされる。

④ 公開買付け期間の長期化

公開買付け期間を比較的長期に設定することで、他の買収者による買付け機会の確保が可能となる。買収者側にも、対抗的な買付けが出現する可能性も踏まえた価格を提示させ得ることで、価格の適正性を担保し、取引の透明性・合理性が高まり得る。

買付け期間の設定は、実務上は公開買付け制度の求める最短の二〇営業日ではなく、少なくとも三〇営業日以上に設定することが多い（経産省MBO指針も三〇営業日以上と記載）。

⑤ 対抗者の出現時に、対抗者が対象会社との接触を制限する合意（取引保護条項）を締結しないこと

対抗者が実際に出現した場合に、対抗者が対象会社との間で接触することを制限する合意（取引保護条項）を締結しないことで、他の買収者による買付けの機会を確保する。実際には、対抗者との接触を一切禁止するような取引保護条項の合意は過度の制限であるとされる。

⑥ TOBにおける買付け数の下限を高水準に設定

TOB時の買付け数の下限を高い水準に設定すれば、多数の株主の賛同が確認されることになり（多数の賛同が得られない限り、スクイズ・アウトを実施しないことになる）、少数株主に対する強圧的な効果を生じさせ

ない配慮にもなることから、株主意思確認を尊重した実務上の対応と考えられている。

どのような水準に設定するかについては、個別案件ごとに異なるが、会社法上の特別決議基準である三分の二以上の議決権よりも、より高い水準での公開買付けの下限を設定されることも少なくない。

⑦ これら措置について

以上の利益相反回避措置については、必ずしも全てを講じる必要があるわけではない。ただし最低限、第三者評価機関からの算定書の取得、特別利害関係を有する取締役の取締役位階の審議及び決議からの排除、弁護士・アドバイザー等による独立したアドバイスは実施されるのが普通である。また、第三者委員会の設置も件数的に増加している。

5 おわりに

本稿では、我が国の上場企業を対象とするMBOについて、その開始時期から、最盛期、その後の定着期を経て、MBO実施企業の再上場の始まりまでの、一連の動きを数値的、あるいはイベント紹介の形で概観した。その後、MBOに係る実務プロセスを描写し、最後にMBOにおける主な論点である、買収者側経営陣と株主間の利益相反回避措置について説明した。当該措置は実務上一定の定着を見ていると思われるが、当該措置がMBOの導入初期時から存在したわけではない。各種の問題事例の発生と裁判結果、あるいは政府や取引所の各種施策の中から、試行錯誤的に生まれ、定着してきたものと考えられることから、今後はそれら裁判判決や政府当局の対応といった事項に注目することで、我が国上場企業MBOをめぐる動向について、アプローチを試みることに

したい。

参考文献

- ・ M&A ONLINE (2017) 「MBOとプレミアム (上) 経営陣が安く買い叩くは本当? 株価データに見る真実」、二〇一七年一月二二日 (<https://maonline.jp/articles/mbo-premiumjou>)
- ・ M&A ONLINE (2017) 「MBOとプレミアム (下) 経営陣が安く買い叩けないワケ レックス事件など影響」、二〇一七年一月二日 (<https://maonline.jp/articles/mbo-premiumge>)
- ・ 大久保涼、鈴木健太郎、宮崎隆、服部紘実 (二〇一四) 『買収ファイナンスの法務』、中央経済社、二〇一四年二月
- ・ 大崎貞和 (二〇〇五)、「非公開化」の意義と問題点」、資本市場クォーターリー 二〇〇五年秋号 (<http://www.nicmr.com/nicmr/report/rep0/2005/2005aut14.pdf>)
- ・ 株式会社東京証券取引所・日本取引所自主規制法人 (二〇一六) 「MBO後の再上場時における上場審査について」、二〇一六年十二月二日 (<http://www.jpix.co.jp/rules-participants/public-comment/detail/d1/nlsgeu0000020fth-att/20161202-01.pdf>)
- ・ 株式会社東京証券取引所「上場制度整備懇談会」各議事要旨、
- ・ 第四三回議事要旨 (<http://www.jpix.co.jp/equities/improvements/general/tvdivg0000004uhd-att/20151208.pdf>)、
- ・ 第四四回議事要旨 (<http://www.jpix.co.jp/equities/improvements/general/tvdivg0000004uhd-att/nlsgeu0000027dxz.pdf>)、
- ・ 第四七回議事要旨 (<http://www.jpix.co.jp/equities/improvements/general/tvdivg0000004uhd-att/nlsgeu0000027dyi.pdf>)。
- ・ 経済産業省「企業価値研究会」(二〇〇七)、「企業価値の向上及び公正な手続確保のための経営者による企業買収 (MBO) に関する指針」、二〇〇七年九月四日 (http://www.meti.go.jp/policy/economy/keiei_innovation/keizaihausei/pdf/)

MBoshishin2.pdf

・ 笹山幸嗣、松村祐士、三上二郎（二〇一）『MBO 経営陣による上場企業の戦略的非公開化』、日本経済新聞出版社、二〇一一年二月

・ 白井和正（二〇一四）「MBOにおける利益相反回避措置の検証…ホリプロ株式取得価格決定申立事件を題材に」、『旬刊商事法務』（二〇三）、「pp4-16」商事法務研究会、2014-04-25

・ 藤田友敬（二〇一六）、「公開買付前置型キャッシュアウトにおける価格決定請求と公正な対価」、金融商品取引法研究会 研究記録第五八号、公益財団法人 日本証券経済研究所 金融商品取引法研究会、平成二八年九月七日開催 (<http://www.jsri.or.jp/publish/record/pdf/058.pdf>)

・ 松尾拓也、若林義人、西村美智子、中島礼子（二〇一五）、『スクイーズ・アウトの法務と税務』、中央経済社、二〇一五年七月

・ 森・濱田松本法律事務所（二〇一七）「東証及び日本取引所自主規制法人による、「MBO後の再上場時における上場審査にふつ」の公表」、『CAPITAL MARKETS BULLETIN』二〇一七年十一月号（Vol. 30）(<http://www.mhnmjapan.com/content/files/00026473/20170301-062437.pdf>)

・ 吉川慶（二〇一三）、「MBOにかかる株式取得価格の判断方法」、東京大学法科大学院ローレビュー、Vol. 8 2013.9 ([http://www.sllr.j.u-tokyo.ac.jp/08/papers/v08part06\(yoshikawa\).pdf](http://www.sllr.j.u-tokyo.ac.jp/08/papers/v08part06(yoshikawa).pdf))

（しま よしのり・客員研究員）

赤字国債膨張の財政構造分析

～少子高齢化が財政に与える影響について～

中島 将隆

はじめに

消費税の増税問題が衆議院選挙の大きな争点になってきた。消費税の引上について、自民党は予定通り引き上げるものの増税分は社会保障以外の分野にも充当する、希望の党は消費税の引上は凍結する、共産党など他の野党は引上に反対である。消費税の増税分を過去の借金の返済に充当しなければ、その分、プライマリーバランスの均衡回復が遅れてしまう。政府は、早々と、二〇二〇年目標であるプライマリーバランスの黒字化を諦めてしまった。消費増税は「税と社会保障の一体改革」として、増税分を社会保障関係費に充当すること、加えて過去の債務返済に充当し財政再建に資すること、そして、持続可能な社会保障制度を維持すること、この点に目的があった。選挙の争点をみると、「税と社会保障の一体改革」が空文化されようとしている。また、消費税反対、消費税増税の凍結という視点からは、持続可能な社会保障制度の維持、この青写真が見えてこない。

衆議院選挙の争点を冷静に検討するには、日本の財政が赤字国債発行に依存する現状、危機に直面している社会保障制度の問題点、これをしっかり理解しておくことが重要と思う。そこで、以下では選挙の争点を念頭において、日本の財政の現状と社会保障制度の問題点を検討していく。

振り返ってみると、日本の財政は短期間で赤字国債依存体制に逆戻りした。今日からすれば信じられないことだが、一九九〇年から一九九三年まで赤字国債発行はゼロであった。赤字国債依存体制から脱却したのである。ところが、一九九八年から赤字国債無制限発行の時代に移行し、再び赤字国債依存体制へ逆行した。今日では、日本の政府債務はフロー・ストック共に世界最悪である。そして、財政危機に直面することになり、財政再建が国際公約にもなった。そこで、まず、なぜ短期間で赤字国債依存体制に逆行したか、この点から考えてみたい。

1 バブル崩壊後の財政構造の特徴

(1) 財政構造の特徴

バブル崩壊後、日本の財政構造は大きな変化を遂げている。図表1をみると、一般会計の財政支出は一貫して増加しているが、税収には大きな変化が生じている。バブル崩壊までの税収は歳出の伸びと平行で、共に右上がりの増加を続けてきた。ところが、バブル崩壊を境に税収は歳出と対照的に右下がりとなり、横ばい・減少となっている。近時点をみると税収はやや増加しているが、これは消費増税の影響が大きい。

国債は歳入不足を埋めるため発行されるが、バブル崩壊後、国債発行額は増加していく。ことに、一九九八年以降、巨額の赤字国債が継続的に発行されるようになった。この年、当初発行予定額一五・五兆円に対して発行実績は三四兆円となり、国債依存度は前年の二三・五%から四〇・三%へと倍増した。以後、この水準が今日まで継続している。

増発される国債は赤字国債である。建設国債には財政法によって公共事業の範囲内という制限が課されているが、赤字国債発行には制限がない。日本の財政は、一九九八年から赤字国債無制限発行時代へ移行したのであ

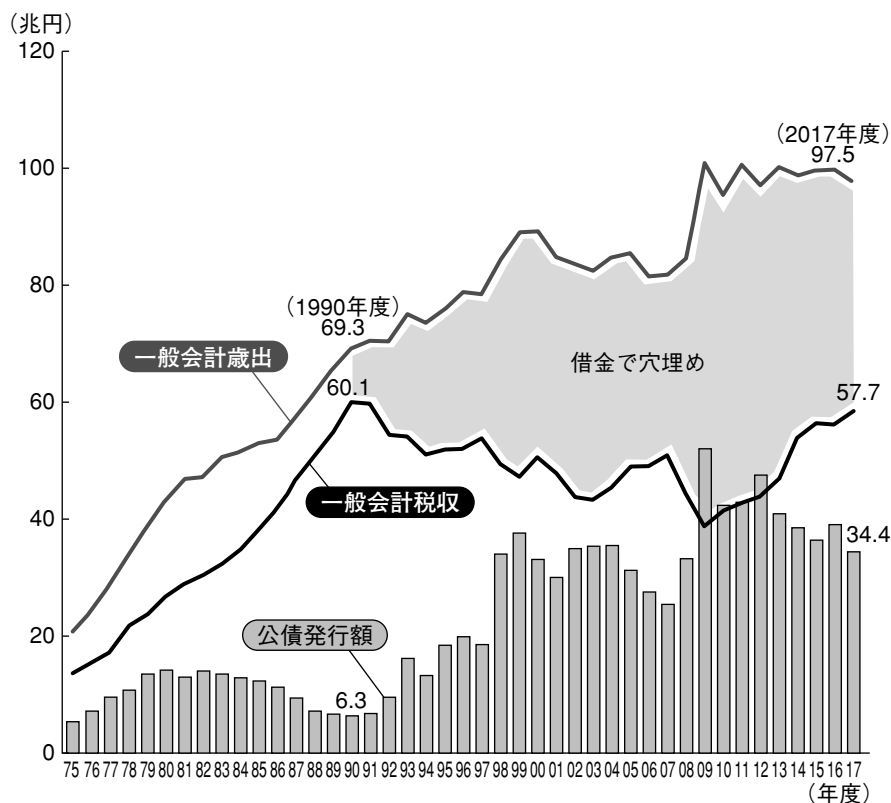
る。

(2) 一般会計の歳出構造の変化

バブル崩壊後も歳出は一貫して増加を続けているが、どの分野の歳出が増えているのだろうか。図表2によって二〇一七年度の一般会計歳出のウェイトをみると、社会保障が三三・三％、次いで国債費が二四・一％、地方交付税が一六％で、この三つで七三・四％に達する。公共事業費や文教費、防衛費は三つ合わせても一四％に過ぎない。

社会保障費のウェイトは、一般会計歳出の三三・三％であったが、国債費を除いた基礎的財政収支では四四％、国債費と地方交付

図表1 財政の推移（一般会計）



(出所) 財務省「これからの日本のために財政を考える」(2017)
http://www.mof.go.jp/budget/fiscal_condition/related_data/201704_00_kanryaku.pdf

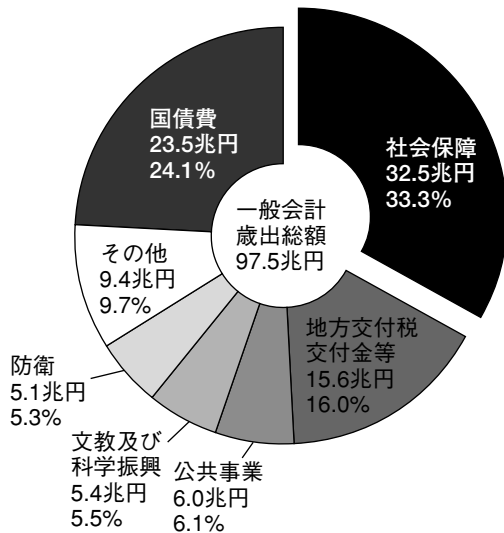
税を除いた一般歳出のウェイトは五六%に達する。一般歳出とは中央政府の自由裁量の予算だから、今日では社会保障関係費が実際の予算の半分以上を占めていることになる。

社会保障関係費は、いつ頃から大きなウェイトを占めるようになったのだろうか。図表3は、一〇年ごとに区切った歳出構造の変化を概観したものである。一九九〇年代以前は、公共事業を中心とするその他項目が財政支出の過半を占めていたが、九〇年代以降、公共事業などのその他項目は激減していく。それに代わって社会保障費と国債費が増加し、とくに社会保障の増加が著しい。地方交付税のウェイトも大きいが、九〇年代と比較すると、今日では減少している。歳出構造は、ほぼ一九九〇年代から大きな変化をとげ、国債費と社会保障が激増していくことがわかる。

(3) 社会保障関係費の増加が財政膨張の根本原因

社会保障費と国債費、地方交付税の三つが大きな歳出項目だが、この三つは性格の異なる歳出である。国債費は発行済みの国債の償還費と利払費であり、過去に財源として調達された資金の元利償還費用である。国債費は

図表2 一般会計の歳出構造 (2017年)



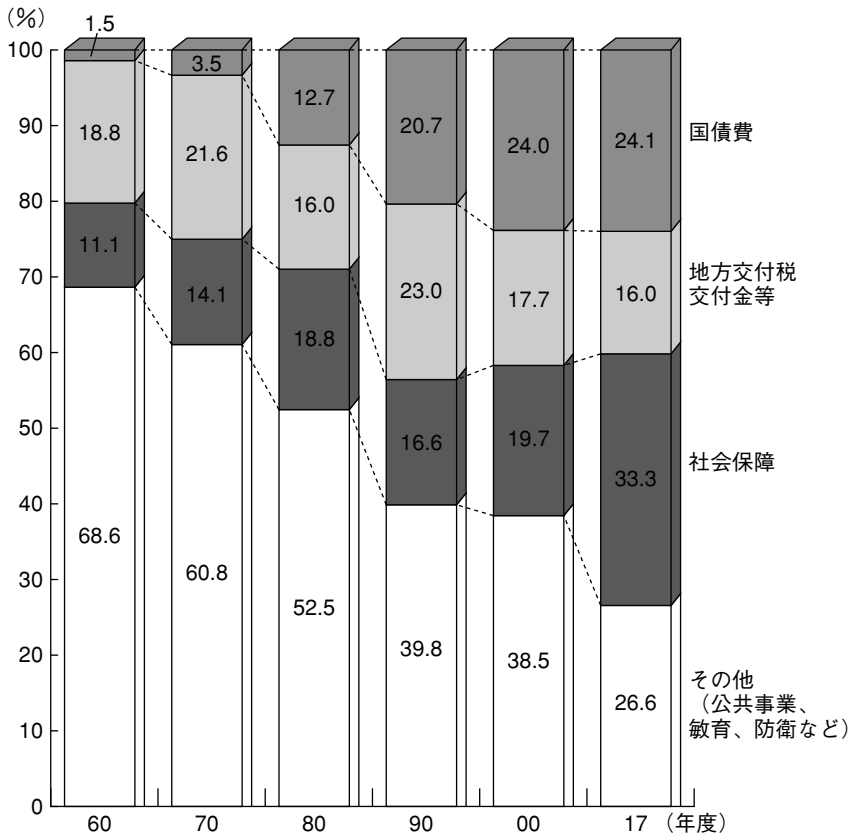
(出所) 財務省「これからの日本のために財政を考える」(2017)
http://www.mof.go.jp/budget/fiscal_condition/related_data/201704_00_kanryaku.pdf

過去の支出の負担であって、受け身の支出といえよう。地方交付税は、中央政府が地方政府に代わって徴税した資金を地方政府に再配分するものであり、政府資金の移転にすぎない。社会保障は、新たに発生する財政支出に対応する財政資金である。従って、社会保障関係費の増加が新たに発生する財政膨張の根本要因といえることができる。

2 なぜ社会保障関係費が増加したか

(1) 社会保障制度の整備と財政の所得配分機能
社会保障関係費は、さきにもたように、急速に膨張を続けて

図表3 財政支出構造の変化（一般会計）



(出所) 財務省「これからの日本のために財政を考える」(2017年)
http://www.mof.go.jp/budget/fiscal_condition/related_data/201704_00_kanryaku.pdf

いる。一般会計に占める社会保障関係費は、一九六〇年は一一・一％に過ぎなかったが、二〇〇〇年一九・七％、二〇一七年には三三・三％に飛躍的に増加した。

社会保障関係費が増加する第一の理由は、社会保障制度の整備である。図表4によつて社会保障制度の発展をたどつてみると、一九六一年に国民皆保険・皆年金が実施されたことは、まさに画期的な発展であつた。従来制度の「救貧」から「防貧」への転換し、一九七三年の福祉元年へと社会保障制度は整備されていく。安定成長への移行と共に社会保障制度の見直しも進むが、二〇〇〇年には介護保険が開始され、少子高齢化に対応した制度の整備が進んでいった。

制度が整備されていくと、社会保障給付費は増大していく。図表5をみると、社会保障給付費は一九九〇年一六・二兆円が二〇一八年には一一一・六兆円に激増している。図表4とつきあわせてみると、制度の整備に対応して給付費が拡大していることがわかる。

社会保障給付費が増加すると、必然的に財政負担も増加していく。社会保障は保険方式と公費負担方式の二つがあるが、日本の場合、保険方式を基本としながらも公費で補完される複合方式となっている。従つて、給付費が増えると公費負担も増加していく。しかし、単なる増加ではなく、給付費の増加以上に公費が増えている点に注目する必要がある。

図表6は、二〇一七年度予算にみる社会保障給付費の内訳と財源の内訳である。給付費総額一二〇・四兆円のうち年金が五六・七兆円（四七・一％）、医療三八・九兆円（三二・三％）、介護一〇・六兆円（八・八％）となつている。財源をみると一二〇・四兆円のうち積立金の運用収入などが五・五兆円で、一一四・九兆円が保険料と税で負担される。保険料は被保険者が三六・三兆円（三二・八％）、事業主が三二兆円（二七・八％）で合計

図表 4 日本の社会保障制度の変遷

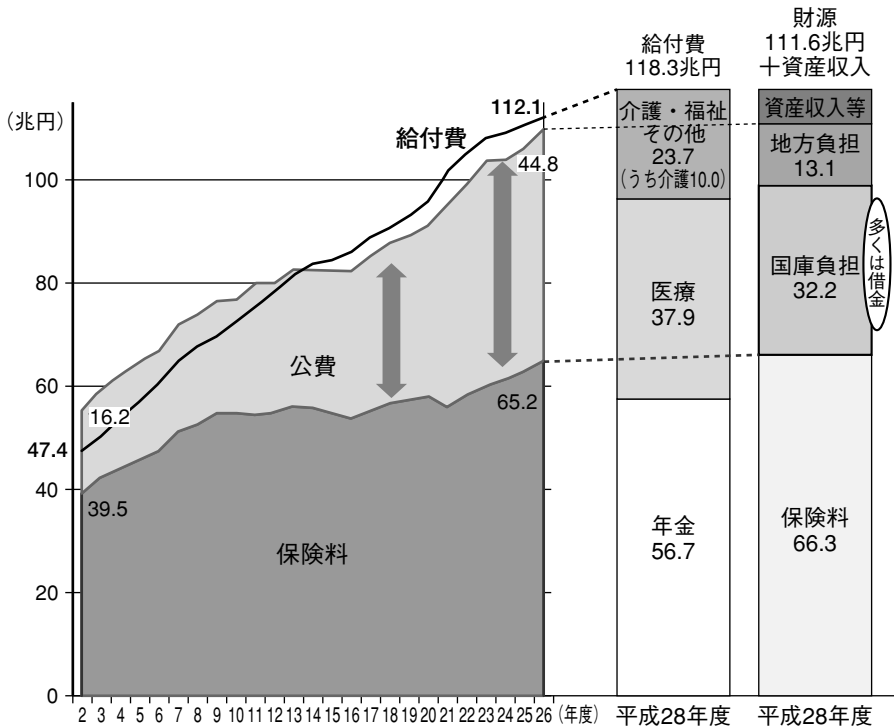
戦後の緊急援護と基盤整備（いわゆる「救貧」）	
1946(昭21)年	生活保護法制定
1947(昭22)年	児童福祉法制定
1948(昭23)年	医療法、医師法制定
1949(昭24)年	身体障害者福祉法制定
1950(昭25)年	制度審勧告（社会保障制度に関する勧告）
国民皆保険・皆年金と社会保障制度の発展（いわゆる「救貧」から「防貧」へ）	
1958(昭33)年	国民健康保険法改正（国民皆保険）
1959(昭34)年	国民年金法制定（国民皆年金）
1961(昭36)年	国民皆保険・皆年金の実施
1963(昭38)年	老人福祉法制定
1973(昭48)年	福祉元年（老人福祉法改正（老人医療費無料化）、健康保険法改正（家族7割給付、高額療養費）、年金制度改正（給付水準引上げ、物価・賃金スライドの導入））
安定成長への移行と社会保障制度の見直し	
1982(昭57)年	老人保健法制定（一部負担の導入等）
1984(昭59)年	健康保険法等改正（本人9割給付、退職者医療制度）
1985(昭60)年	年金制度改正（基礎年金導入、給付水準適正化、婦人の年金権確立） 医療法改正（地域医療計画）
少子高齢社会に対応した社会保障制度の構造改革	
1989(平成)年	ゴールドプラン策定
1990(平2)年	老人福祉法等福祉8法の改正（在宅福祉サービスの推進、福祉サービスの市町村への一元化）
1994(平6)年	エンゼルプラン、新ゴールドプラン策定 年金制度改正（厚生年金の定額部分の支給開始年齢引上げ等）
1997(平9)年	介護保険法制定
1999(平11)年	新エンゼルプラン策定
2000(平12)年	介護保険開始
2003(平15)年	次世代育成支援対策推進法制定・少子化社会対策基本法制定
2004(平16)年	年金制度改革（世代間公平のためのマクロ経済スライドの導入等）
2005(平17)年	介護保険改革（予防重視型システムへの転換、地域密着型サービスの創設）
2006(平18)年	医療制度改革（医療費適正化の総合的な推進等）
2012(平24)年	社会保障・税一体改革

（出所）厚生労働省「社会保障制度を取り巻く環境と現在の制度—日本の社会保障制度の特徴—」
<http://www.mhlw.go.jp/file/06-Seisakujouhou-12600000-Seisakutoukatsukan/0000166513.pdf>

六八・六兆円（五九・七％）の負担となる。税負担は四六・三兆円（四〇・三％）で、そのうち中央政府が三一・七兆円（二八・四％）、地方政府が一三・六兆円（一一・九％）となっている。ここで検討しているのは中央政府の負担分である。

社会保障給付費の増大と共に公費負担も増大していったが、社会保障関係費の増大によって所得格差が是正されている点に注目する必要がある。図表7をみると、二〇〇二（平成一四）年から二〇一四（平成二六）年までの間、当初所得のジニー係数は〇・四九八三から〇・五七〇四と増加している。ジニー係数は不平等を示す指標で、一に近いほど不平等で、ゼロは完全な平等を示す。当初所得のジニー係数が増加していることは、格差が

図表5 社会保障給付費と財源



（出所）財務省「日本の財政関係資料」（2017年）
http://www.mof.go.jp/budget/fiscal_condition/related_data/201704_00.pdf

図表6 社会保障の給付と負担の現状（2017年予算）

【給付】					社会保障給付費	
年金 56.7兆円（47.1%） 《対GDP比 10.2%》		医療 38.9兆円（32.3%） 《対GDP比 7.0%》		福祉その他 24.8兆円（20.6%） 《対GDP比 4.5%》 〔うち介護10.6兆円（8.8%） 《対GDP比 1.9%》〕		
【負担】					〔うち子ども・子育て6.1兆円（5.1%） 《対GDP比1.1%》〕	
保険料 68.6兆円（59.7%）			税 46.3兆円（40.3%）			
うち被保険者拠出 36.6兆円（31.8%）	うち事業主拠出 32.0兆円（27.8%）	うち国 32.7兆円（28.4%）	うち地方 13.6兆円（11.9%）	積立金の運用収入等		
各制度における 保険料負担		国（一般会計）社会保障関係費等 ※2017年度予算 社会保障関係費32.5兆円（一般歳出の55.6%を占める）		都道府県 市町村 （一般財源）		

（出所）厚生労働省「社会保障制度を取り巻く環境と現在の制度—日本の社会保障制度の特徴—」
<http://www.mhlw.go.jp/file/06-Seisakujouhou-12600000-Seisakutoukatsukan/0000128232.pdf>

図表7 所得再分配による所得格差是正効果（ジニ係数）

調査年	ジニ係数				ジニ係数の改善度		
	当初所得 ①	①＋ 〔社会保障給付金 －社会保険料〕 ②	可処分所得 （②－税金） ③	再分配所得 （③＋現物給付） ④	再分配 による 改善度 ※1	社会保障による 改善度 ※2	税による 改善度 ※3
						※2	※3
平成14年	0.4983	0.3989	0.3854	0.3812	23.5%	20.8%	3.4%
平成17年	0.5263	0.4059	0.3930	0.3873	26.4%	24.0%	3.2%
平成20年	0.5318	0.4023	0.3873	0.3758	29.3%	26.6%	3.7%
平成23年	0.5536	0.4067	0.3885	0.3791	31.5%	28.3%	4.5%
平成26年	0.5704	0.4057	0.3873	0.3759	34.1%	31.0%	4.5%

※1 再分配による改善度＝ $1 - \text{④} / \text{①}$

※2 社会保障による改善度＝ $1 - \text{②} / \text{①} \times \text{④} / \text{③}$

※3 税による改善度＝ $1 - \text{③} / \text{②}$

（出所）厚生労働省「平成26年所得再分配調査報告書」

<http://www.mhlw.go.jp/file/04-Houdouhappyou-12605000-Seisakutoukatsukan-Seisakuhyoukakanshitsu/h26hou.pdf>

拡大していることを意味している。ところが、社会保障と税による再配分所得をみると、ジニー係数は低下し、格差は是正されている。再配分所得をみると、ジニー係数は二〇〇二年の〇・四九六三が〇・三八五四となり、二〇一四年の〇・五七〇四が〇・三七五九と改善している。二〇〇二年と二〇一四年を比較しても改善している。再配分による改善度の寄与度をみると、二〇一四年の社会保障の寄与度は三一・〇%、税の寄与度は四・五%であり、他の年度についても同じ傾向がみられ、社会保障の寄与度は大きい。日本でも格差が拡大しているが、主として社会保障によって、すなわち、財政の所得配分機能によって、格差の拡大を防止しているのである。

（２）急速な高齢化と医療費・介護費の急増

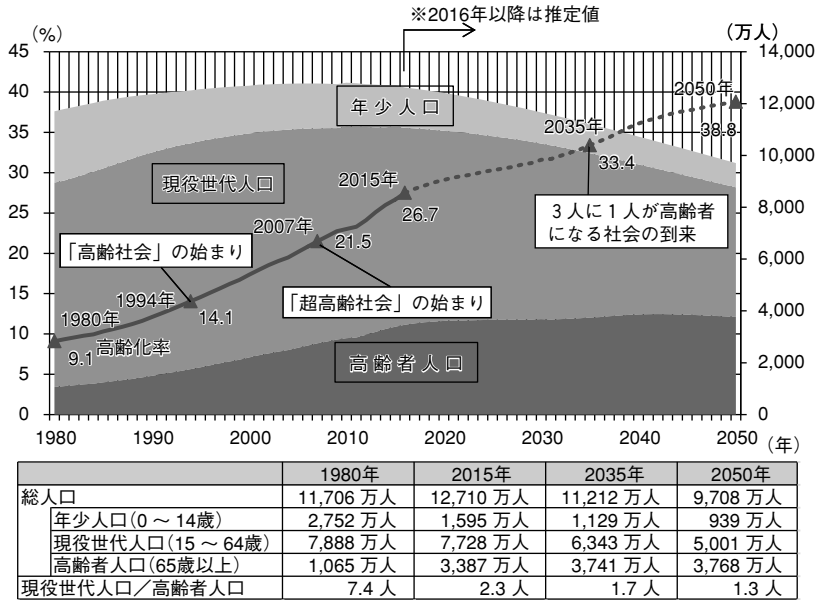
社会保障関係費が増加する第二の理由は、高齢化が急速に進み、その結果、医療費と介護費が急増しているからである。

高齢化の指標は、六五歳以上が全人口に占める割合、すなわち、高齢化率である。世界保健機関や国連の定義では、高齢化率七%超が高齢化社会、高齢化率一四%が高齢社会、高齢化率二一%超が超高齢化社会とされている（金融調査会「持続可能な社会保障制度に資する金融のあり方」（二〇一七年七月）三頁参照）。図表８をみながら、日本の高齢化と人口動態を辿ってみよう。日本の高齢化社会は、すでに一九七〇年から始まったが、高齢社会となるのは一九九四年である。この年、高齢化率は一四・一%となった。二〇〇七年には高齢化率二一・五%となり超高齢化社会が始まり、二〇一七年の今日、高齢化率は二八%となった。これからも高齢化は進み、団塊世代が六五歳となる二〇二五年には三〇・〇%、二〇三五年には三三・四%となって人口の三人に一人が高齢者となる。社会保障制度を担う現役世代人口は減少し、現役世代人口と高齢者人口の比は一九八〇年が七・四

人だったのに対し、一九三五年には一・七人となる。日本の高齢化の進展は日本の歴史だけでなく、諸外国にも例を見ない超高速の高齢化進展である。

高齢化の進展と共に社会保障関係費は増大する。特に、医療費と介護費の急増である。図表9は年齢別にみた一人当たりの医療費と介護費である。まず、医療費をみると、六四歳以下では年間一八万円だが、六五歳から七四歳は五五・四万円と三

図表 8 我が国の人口および高齢化の推移



(出所) 金融調査研究会「持続可能な社会保障制度に資する金融のあり方」2017年 7 月 3 頁

図表 9 年齢別にみた 1 人当たりの医療費と介護費 (2014年)

(単位: 万円、%)

	医療費			介護費		
	国民医療費 A	国庫負担 B	B/A	介護費 A	国庫負担 B	B/A
64歳以下	18.0	2.5	13.9	—	—	—
65～74歳	55.4	7.8	14.1	5.5	1.5	27.3
75歳以上	90.7	35.6	39.3	53.2	14.5	27.3

(注 1) 「日本の財政関係資料」(2017年) より作成

(注 2) 2014年から2025年までの間、65～74歳の人口増は約230万人、75歳以上は約590万人。

全人口に占める割合は、65～74歳が13.4%から12.3%に減少し、75歳以上は12.5%から18.1%に増加する。

倍となり、七五歳以上になると九〇・七万円、六四歳以下の五倍に急増する。国庫負担は七五歳以上で三五・六万円、医療費に占める公的負担は実に三九・三％となる。介護費は六五歳以上から発生するが、七四歳までは五・五万円、七五歳以上は五三・二万円、国庫負担は一四・五万円、国庫の負担比率は二七・三％となる。

社会保障給付費に占める医療費の割合は三二・三％、介護費は一〇％であった（二〇一七年）。医療費や介護費が大きなウェイトを占めるのは、高齢化進展の結果である。

（３）急激な変化と公費負担の増加

第三の理由は、従来の社会保障制度の枠組みが急激な外的変化に対応できない結果、社会保障関係費が増加している点である。日本が誇る国民皆保険・皆年金制度が実施されたのは一九六一年である。一九六一年の高齢化率は五・七％、六五歳以上を支える世代（一五～六四歳）は一・二人であった。今日の社会保障制度の基本的な枠組みは、高齢化以前の時代に作られた制度であり、医療費などの必要の無い世代が圧倒的な時代であった。

高齢化の進展、医療費などの急増、高価な新薬の開発によって、すなわち、皆保険・皆年金の制度が作られた時点では存在しなかった新たな変化によって、公的負担が増加している点に格段の注意を払う必要がある。高齢化と共に公的負担が増大する原因について、日本の社会保障研究のリーダーである井堀利宏氏は次のように述べている。

「本来、社会保障関係費は、高齢化が進んでもそれほど伸びないはず。年金の場合、年金保険料を基に年金給付が行われます。このため、高齢化の進展に伴って年金保険料は増えるかもしれませんが、一般会計の歳出

が増えることにはならないはず。医療の場合も、健康保険料と医療費が均衡するのが医療保険の本来の姿です。

高齢化の進展に伴って一般会計の歳出が増えるのは、医療保険でも年金保険でも、保険料でカバーできない経費を国庫が負担しているためです。具体的に年金について申しますと、基礎年金は、本来、年金保険料で賄われるのが筋ですが、現実には二分の一が税金で賄われています。消費税率の引き上げなど税制の抜本的な改革と併せて、基礎年金に対する補助率が三分の一から二分の一に引き上げられたためです。このように、年金にせよ、医療にせよ、保険料で賄いきれる経費を一般会計の歳出でカバーしており、その結果、高齢化の進展に伴って一般会計において社会保障関係費が拡大を続けている状況をどう変えていくか、これが今後の大きな検討課題となります」（井堀利宏「講演」我が国財政の現状と税財政改革の方向性」証券レビュー 二〇一七年三月 五七巻 三号 五八頁）。

ここでは井堀氏は医療費については、具体的に述べておられない。医療費については、垣添忠生氏と石弘光氏の対談で高価ながん治療新薬「オブジーボ」を取り上げ、医療保険制度の問題点を極めてシャープに浮かび上がらせている。

垣添忠生「これは（オブジーボ）、免疫に働きかける新タイプのがん治療薬です。・・・患者一人当り年間三五〇〇万円かかり、その大半が保険や税金で賄われています。・・・この薬の治療対象となるがんは、今後、増えていきます。・・・このような状態が続くと、世界でも評価が高い我が国の国民皆保険制度はもたないと思います」。

石弘光「日本の医療制度は一九六〇年代初め、人口が高齢化していない、がん患者も少ない時代に作られました。今は、がん患者が増え、高額な薬・医療機器が登場し、国民医療費は年間四〇兆円を超えてしまいました。一方で、経済の発展が停滞し、税収は増えません。このままでは、現在の医療制度はもたないと思います」（中央公論 石弘光・垣添忠生対談「末期臓器がんでも私は負けない」二〇一七年三月号）。

垣添氏は国立がんセンター名誉総長であり、この分野の最高峰である。また、石氏は長らく税制調査会長を務めるなど税制の第一人者であり、現在、臓器がんと闘っている患者でもある。この二人が今日の医療制度の問題点を共有し、医療保険制度が危機に直面していることを指摘している。

（4）国民負担率の国際比較

第四は、社会保障の受益と負担のバランスの問題である。図表10によって社会保障支出の対GDP比をみると、日本は英国やドイツ、イタリアとほぼ同一水準である。つまり、日本の社会保障は英国やドイツとほぼ同一水準である。ところが、国民負担率をみると、事情は異なる。日本の国民負担率は英国やドイツ、イタリアと比較して著しく低い。アメリカの場合、低負担・低福祉だが、日本の場合、低負担・高福祉という図式になる。低負担・高福祉がなぜ可能か。疑問を解く鍵は図表11にある。図表11をみると、なるほど日本の国民負担率はイギリス、ドイツに比べて低い。しかし、潜在的な国民負担率をみると、その差はぐっと縮まってくる。潜在的負担率はそれほど変わらない。では、潜在的負担率とは何か。財政赤字である。国債を発行して、次世代の負担で社会保障制度を維持しているということである。低負担・高福祉は、財政赤字によって支えられている。換言すると、

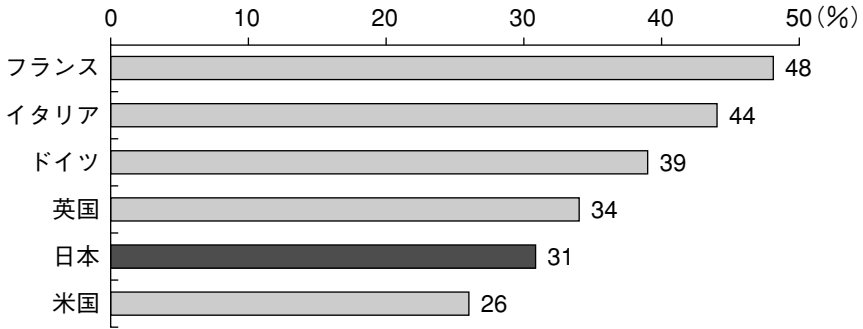
財政債赤字の拡大によって低負担・高福祉を支え、その結果、社会保障関係費が増加している。

3 赤字国債の膨張構造

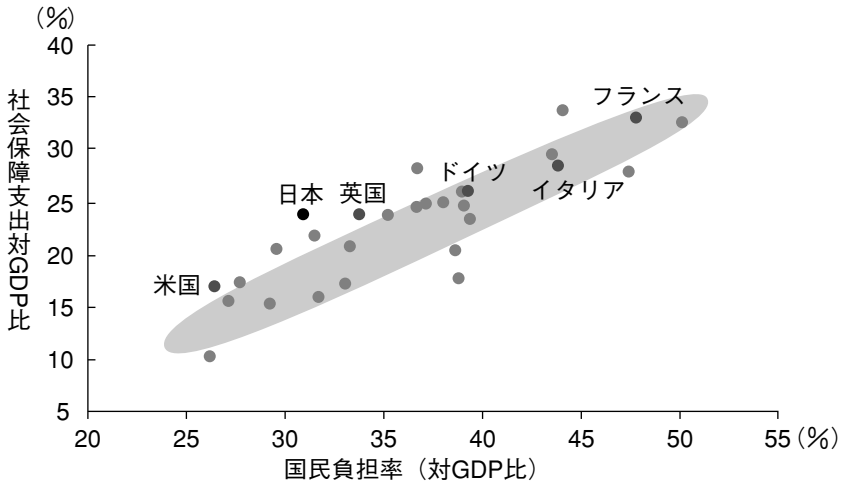
(1) 税収減少の原因

バブル崩壊後の財政構造の特徴は歳出の増加と税収の減少であった。税収が減少したのは、第一に、バブル崩壊後の長引くデフレによって名目成長率が低下し、税収が減少したからである。名目成長率が上昇しない限り、税収の増大を期待することは困難である。この限りにおいて、成長無くして財政再建なし、とい

図表10 社会保障の受益と負担のバランス



主な国の社会保障支出と国民負担率の関係【2014】



(出所) 財務省「これからの日本のために財政を考える」(2017年)

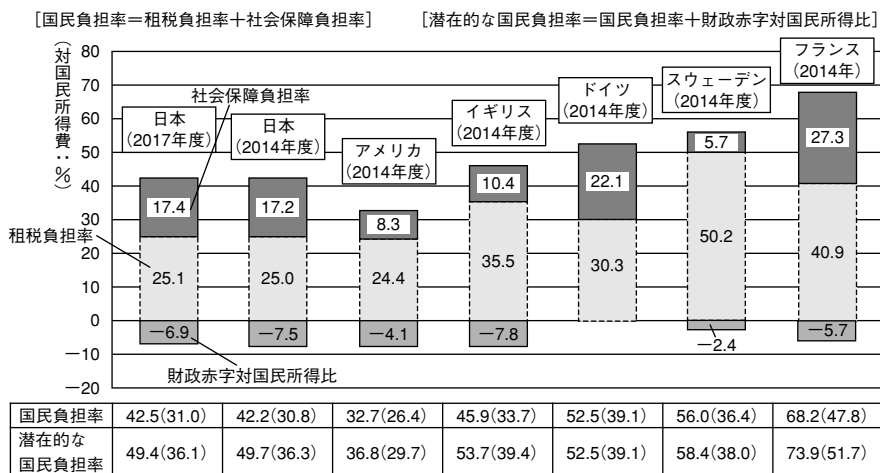
http://www.mof.go.jp/budget/fiscal_condition/related_data/201704_00_kanryaku.pdf

えるだろう。

しかし、バブル崩壊後の税収減少は、単にデフレの影響だけではない。税収減少の第二の原因は、さまざまな減税政策である。まず、バブル崩壊後、次々と所得税の累進税率が引き下げられた。累進税率がフラット化し、刻みを大まかにしていった。資産課税率も引き下げられた。相続税や贈与税が引き下げられ、累進税率のフラット化が進み、刻みも大まかになった。このため、所得税や資産課税の引下は金持ち優遇の減税政策と言われている。更に、特別減税（一九九四年、一九九五年、一九九八年）、恒久的減税（一九九八年）等の減税政策が実施された。

第三に、消費増税の問題である。消費税は一九九七年四月、三%から五%に引き上げられた。その後、消費税引上の必要性が議論されながらも、長らくの間、引き上げられなかった。民主党の鳩山首相は、二〇〇九年九月、「消費税率は四年間上げない」とするマニフェストで総選挙に勝利し、政権交代を実現した。二〇一二年六月、民主党の野田内閣の下で「社会保障・税の一体改革」法案が成立した。この法案に基づいて、

図表11 国民負担率の国際比較



(出所) 財務省「日本の財政関係資料」(2017年)

http://www.mof.go.jp/budget/fiscal_condition/related_data/201704_00.pdf

二〇一四年四月、消費税率は五％から八％に引き上げられた。だが、一体改革法案に基づく八％から一〇％への引上は、これまで二回、延期され、二〇一九年一〇月に実施予定となつてゐる。長らくの間、消費税の引上が実施されなかつたこと、更に、実施の延期は、さもなくば得たであろう税收が減少したことを意味する。

(2) 社会保障関係費の調達と赤字国債の発行

税收が減少しているにもかかわらず、社会保障関係費の増加によつて歳出は膨張していった。歳入不足は赤字国債の発行によつて調達された。赤字国債発行には、建設国債と異なり発行限度額の規定がない。建設国債には公共事業の範囲内という発行限度規制がある。赤字国債は財政法第四条によつて禁止されているから、発行限度額規定などありやうがない。財政法第四条の例外として、赤字国債は特例公債法に基づいて発行される。特例公債法は、一九八四年まで赤字国債償還について現金償還ルールという事実上の発行制限規定があつた。ところが、赤字国債が最初の満期を迎える一九八五年、現金償還ルールは破棄され、発行制限規定が消滅した。その結果、赤字国債は無制限に発行可能になつた。

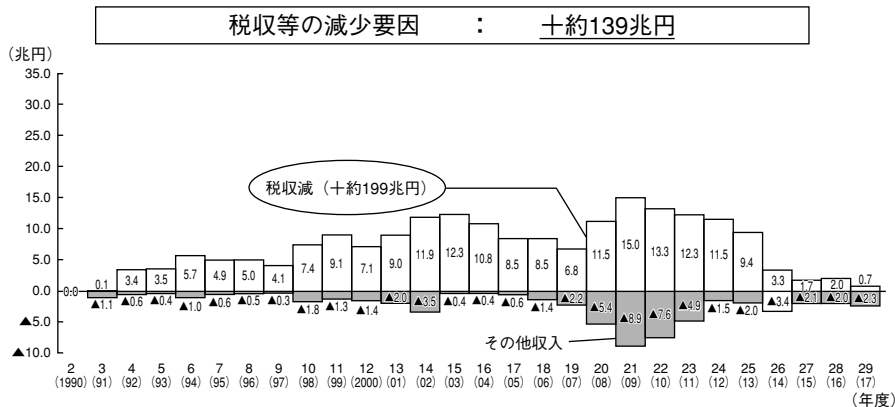
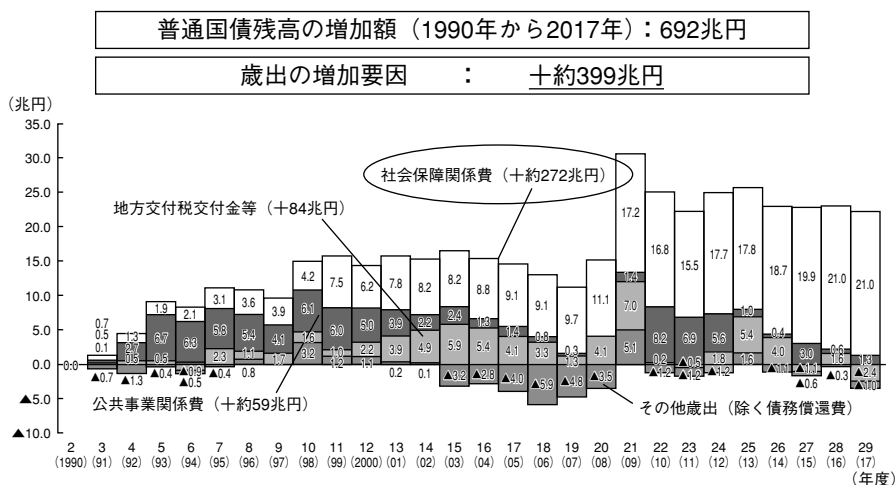
図表12は、一九九〇年から二〇一七年までの間、国債の増加要因を分析したものである。この間、普通国債残高は六九二兆円、増加している。財務省の分析によると、社会保障関係費の増加に起因する国債残高の増加は二七二兆円、税收減に起因する国債残高の増加は一九九兆円と試算している。この計算に従うと、国債発行残高の四〇％が社会保障関係費に起因することになる。膨張する社会保障関係費は赤字国債の発行によつて調達されているのであつた。

(3) 国債費と過去の社会
 会保障関係費

国債費は社会保障関係費に次ぐ最大の支出項目であり、一九九〇年以降、増加の一途を辿っていた。国債費は過去に調達された財源の元利支払費である。一九九〇年から二〇一七年までの間、国債残高は六九二兆円、増加したが、そのうち二七二兆円が社会保障関係費に充当されていた。

今年度の一般会計の国債費は二三・五兆円であり、普通国債残高八六五兆円に対する元利支払費である。普通国債残高には一九九〇

図表12 普通国債残高の増加要因



(出所) 財務省「日本の財政関係資料」(2017年)

http://www.mof.go.jp/budget/fiscal_condition/related_data/201704_00.pdf

年から二〇一七年までの間に増加した国債も当然、含まれている。社会保障関係費に充当された国債残高は二七兆円だから、今年度の国債費にはこの分も含まれている。二七兆円の国債残高に対応する国債費は七・四兆円となる。七・四兆円は過去に調達された社会保障関係費の元利支払費である。

従って、今年度の社会保障関係費は新たに増加する費用と過去に調達した財源の元利支払費（国債費）の合計ということになる。今年度の新たに発生する社会保障関係費は三二・四兆円、国債費は七・四兆円、合計三九・八兆円、これが今年度の一般会計における社会保障関係費の総額である。一般会計歳出総額は九七・四兆円だから、この社会保障関係費は一般会計歳出総額の四一％に相当する。

4 持続可能な社会保障制度の維持が困難

(1) 二〇二五年問題

超高齢化社会は二〇〇七年からはじまり、二〇一七年の高齢化率は二八％になった。高齢化は更に進展するが、二〇二五年には一つのピークを迎える。この年、団塊世代が高齢化を迎えるからである。

図表13は、二〇二五年度の社会保障費を推定したものである。二〇一二年度と二〇二五年度を比較して、GDPは一・二七倍増加すると前提して年金、医療費、介護費はどれほど増加するか、試算する。まず、年金は一・二倍とGDPの増加の範囲内に留まっている。年金の場合、保険料と密接に連動しているからである。問題は医療費と介護費である。医療は一・五四倍、介護は二・三四倍となり、GDPの増加を大幅に上回る。

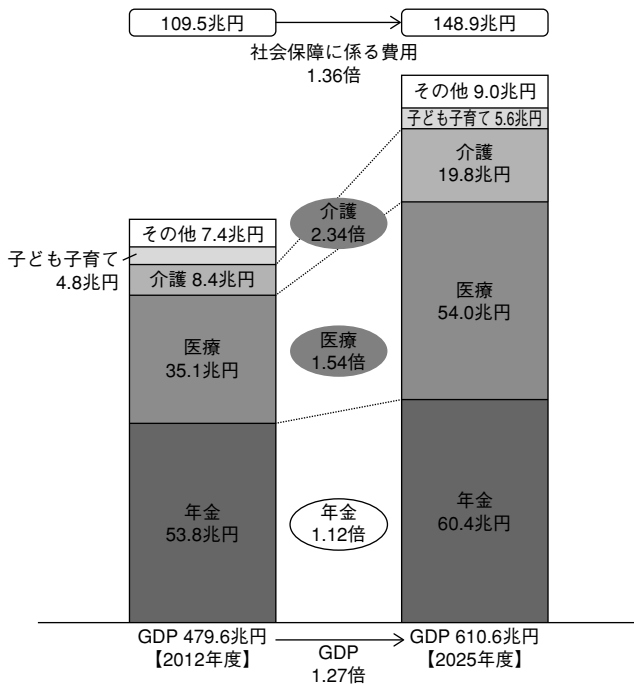
医療費、介護費がGDPを大幅に上回る部分は国庫負担、すなわち、社会保障関係費の大幅な増加となる。社会保障関係費が増加すれば、今日の社会保障制度を維持することが著しく困難となる。

(2) 持続可能な社会保障制度を維持するため

社会保障制度の維持が困難になっても、高福祉を低福祉にするわけにはいかない。というのも、財政の所得再配分機能によって格差が是正され、また、社会保障の充実は国民生活の最優先課題となっているからである。

持続可能な財政制度を維持するには、まず、超高齢化や高価な新薬の登場に対応した医療制度等の変更を加えた上で、次に、社会保障関係費の増加に対応する新たな財源を見つける以外にない。赤字国債の発行は現在の福祉を将来世代の負担で賄うものであり、将来世代にとって財産放棄のできない負の遺産である。従って、増大する社会保障関係費の財源調達は税負担の増加、消費税の引上以外に他の方策は見当たらない。

図表13 2025年度の社会保障費の推定



(出所) 財務省「これからの日本のために財政を考える」(2017年)
http://www.mof.go.jp/budget/fiscal_condition/related_data/201704_00_kanryaku.pdf

5 衆議院選挙の争点について

消費税の増税が衆議院選挙の大きな争点になってきた。一〇月一日の現時点では各党の具体的な選挙公約は発表されていない。また、民進党の行方など明確ではない。しかし、新聞報道を通じて各党の基本的なスタンスは浮かび上がってくる。自民党は予定通り二〇一九年一〇月に消費税を八%から一〇%に引き上げるとしているが、リーマンショック級の変化が無い限り、と条件付きである。民進党も消費税の引上を予定している。希望の党は消費税の凍結、公明党は現在のところ沈黙、共産党は消費税の引上に反対の立場である。

消費税の増税分についても配分を巡って主張が異なっている。民進党は増税分を財政再建から就学前教育の無償化などに広くバラマクと主張している。自民党は増税分五兆円強のうち二兆円強を政府の借金返済に充当するが、残余は「人づくり革命」に一・七兆円、一・一兆円を社会保障に振り向けると伝えられている。二〇一二年六月に合意された「社会保障・税の一体改革」では、消費税の増税分は使途を限定し、全額を社会保障関係費に充当することになっていた。今回の選挙でみる各政党の争点には、この視点が完全に欠落している。

持続可能な社会保障制度の維持は国民生活の最優先課題である。社会保障制度の整備によって国民生活は守られ、格差の是正に寄与してきた。この社会保障制度が、今日、高齢化の進展によって危機に直面している。この危機は目前に迫っているのであった。持続可能な社会保障制度を維持するには、現在、何が必要か、この視点から選挙の争点を検討することが必要であろう。

(なかじま まさたか・甲南大学名誉教授)

証研レポート既刊目録

No1690 (2015.6)	執筆者	No1697 (2016.8)	執筆者
わが国のクラウドファンディング規制の現状	松尾	証券会社の収入構成の変化について	二上
金融危機と公的資金	伊豆	S E CによるI E Xの取引所承認決定	吉川
株価指数先物の見せ玉注文	吉川	ーフラッシュ・ボーイズは救世主かー	
ー米国司法省による英国投資家訴訟請求ー		米国S E CによるレバレッジE T Fの規制提案	志馬
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	国債市場特別参加者制度と最近の国債市場	築田
米国企業の配当リキャップ (Dividend Recapitalization)	志馬	ー三菱東京U F J銀行の特別資格返上に関連してー	
ーリキャップC Bの原型ー			
No1691 (2015.8)		No1698 (2016.10)	
最近の投資信託市場の状況について	二上	証券市場の新たな役割	二上
誤情報配信による不正取引	吉川	英国のソーシャルレンディング	松尾
ーS E Cのブルガリア投資家訴訟請求ー		ー最近の市場動向ー	
ハイフリクエンシー・トレーディングの間接規制	清水	日銀の「新しい枠組み」を考える	伊豆
ープロップ・ファームをF I N R A会員へー		金融の歯止めが利かない国債市場の謎	中島
国債決済期間の短縮とレボ市場の革新	中島		
No1692 (2015.10)		No1699 (2016.12)	
証券会社収入の変化をどう見るか	二上	ロカベスティングとスローマネー	松尾
英国の投資型クラウドファンディング規制	松尾	ー資金の「地産地消」の取り組みー	
預金封鎖・E L A・改革プログラム	伊豆	C B O EによるB A T S買収合意	吉川
ーギリシャ危機と「最後の貸し手」ー		ー買収されるという選択ー	
日銀の国債保有状況と国債市場の流動性	志馬	日本銀行の国債保有状況について	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	実質株主との対話	福本
No1693 (2015.12)		No1700 (2017.2)	
クラウドファンディングの世界的趨勢	松尾	「株先五〇」三〇周年を迎えて	二上
豪州H F Tの実情	吉川	ー清算取引復活運動はなぜ挫折し、「株先五〇」開設はなぜ成功したかー	
ーA S I Cによる調査報告書ー		将来株式取得略式契約スキーム (S A F E) とクラウドファンディング	松尾
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	清水	外為取引の減少について	伊豆
長期保有株主優遇策としての種類株式	福本	欧州H F Tの実情 3	吉川
No1694 (2016.2)		ー複数市場での重複指値注文ー	
アドバイザリー化する証券ビジネス	二上	日中の株価変動とレバレッジE T F	志馬
揺れる異次元緩和の論理	伊豆	ーBrexitとトランプ・ショック時の動きー	
リキャップC Bの発行情報と株価の反応	志馬	異次元金融緩和政策と国債金利形成の特徴	中島
日本国債の格付け	黒沢		
No1695 (2016.4)		No1701 (2017.4)	
投資運用ビジネスにおける新たな動向	二上	顧客本位の業務運営に関する原則	二上
クラウドファンディングの拡大と多様化	松尾	将来株式取得略式契約スキーム (S A F E) の課題	松尾
英独取引所グループの経営統合合意	吉川	ークラウドファンディングとの関連でー	
スチュワードシップ・コードの可能性	梅本	外為市場の各国比較	伊豆
No1696 (2016.6)		英独取引所グループの経営統合撤回	吉川
マイナス金利導入後の金融資産市場の変化	二上	No1702 (2017.6)	
内外証券投資の収益と残高	伊豆	フィンテック時代の証券業	二上
レバレッジE T Fと株式市場	志馬	E C Bの量的緩和と国債保有・損益負担	伊豆
ー二〇一六年一月の市場分析ー		欧州ダーク・プールの実情	吉川
消費増税の先送りと改正特例公債法の成立	中島	ー英国F C Aの報告書にみる実態ー	
		レバレッジE T Fに見る投資家行動	志馬
		ー市場価格データに基づく実証分析ー	
		No1703 (2017.8)	
		フィンテックの促進へ進展する制度整備	二上
		非上場株式およびTokyo Pro Marketの最近の動向	松尾
		欧州ダーク・プールの実情 2	吉川
		ー英国F C Aのデータ分析にみる実態ー	
		米国のレバレッジ系E T Fにおける投資家行動	志馬

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。

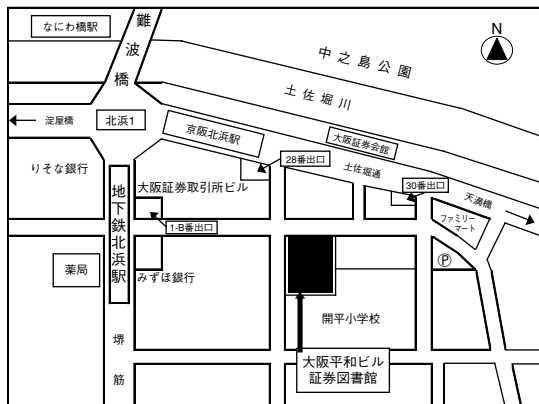
所在地 大阪市中央区北浜 1-5-5 大阪平和ビル地下1階
TEL (06) 6201-0062

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。

証研レポート第一七〇四号
二〇一七年十月九日発行
(偶数月第二月曜日発行)

2017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)