



レポート

No.1708

2018年 6 月

株式投資型クラウドファンディングと沖縄の「模合」
～オートノミー・ベースの運用と「集合知」の可能性～ 松尾 順介（1）

ダーク・プールとその規制について
清水 葉子（19）

MBOを巡る判決と行政指針
～レックス・ホールディングス事件判決と経産省MBO指針～ 志馬 祥紀（27）

スポンティファイの行ったDirect Listing（直接上場）
福本 葵（47）

株式投資型クラウドファンディングと沖縄の「模合」

「オートノミー・ベースの運用と「集合知」の可能性」

松尾 順介

はじめに

「模合（モアイ）」とは、「ムエー」あるいは「（寄合）ユーレー」ともいわれ、沖縄で伝統的に行われている、相互扶助的な金融スキームであり、他府県で無尽講あるいは頼母子講と呼ばれてきたものとほぼ同じである。

無尽講や頼母子講は、沖縄以外の他府県においても広く普及していたが、現在、大都市圏ではほとんど見られなくなってきたのに対して、沖縄では、現在も広範囲に利用されているとともに、少額の掛金で行われる親睦目的のものから、掛金が一〇〇万円というような大口模合や企業単位で参加する企業模合が見られることが特徴的である。最近の県民意識調査では、「模合に参加している」という回答が四二・九%、「以前は参加していた」という回答が一七・九%となっており、両者を合わせた模合参加経験率は、六〇・八%に達している。⁽¹⁾

歴史的には、この模合は琉球王朝時代に導入されたことが記録されている。沖縄の歴史書である『球陽』には、一七三三（尚敬二一）年、模合の法が定められたとされており、これが模合の起源とするのが通説のようである。これによれば、当初は士族階級の相互扶助として利用されたことがうかがえるが、⁽²⁾ 廃藩置県以降、模合は庶民金融として普及したといわれる。

戦後の復興過程では、金融機関の整備が遅れたことや沖繩独自の金融構造⁽³⁾を背景に、模合は庶民金融手段のみならず、中小企業金融としての役割を担うことになる。一九五一（昭和二六）年、相互銀行法が制定され、無尽・頼母子講は相互銀行の相互掛金業務に吸収されていくとともに、都市化による人口の流動化なども相まって、他府県での無尽。頼母子講は徐々に姿を消していったのとは対照的に、沖繩の模合は、むしろその役割を高めていった。その過程では、大口の模合も設立されるようになる反面、投機的な模合も見られるようになり、大規模な模合崩れが発生し、時に社会問題化する事態も見られた。しかし、現在はこのような投機的な模合は、あまり見られないようである。

このように、模合は沖繩の伝統的な庶民金融スキームであるが、その特徴は、コミュニティ内での資金調達・提供であり、今日の株式投資型クラウドファンディングと相通じる側面がある。

したがって、本稿では、筆者の沖繩でのインタビューにもとづいて、中小・零細企業の資金調達手段としての模合について紹介した上で、株式投資型クラウドファンディングと比較・検討し、模合の運用から示唆される点を考察する。

1 模合の仕組み

（１）基本的な契約内容と運用

模合の仕組みについて、参加者たちは、経験的・慣習的に体得しているようであり、マニュアル本のような書籍はあまり見られない。また、模合の規約については、市販の模合帳簿⁽⁴⁾の最初のページに「模合規約」⁽⁵⁾が掲載されており、その空欄部分に必要事項を記入する仕様になっている。この模合規約の要点は、以下である。

①入札および割戻金による決定・資金調達者（ここという借入者）を入札によって決定することと定めている。さらに、落札した入札者は、自らが提示した金額を割戻金として支払うこととしている。なお、後述するように、この割戻金をその場でメンバーに分配する方式を配当式といい、この場合落札者は、次回以降も当初と同額の掛金を支払う。また、落札者がこの割戻金を次回以降、最終回まで掛金に上乗せして支払うのが積立式である。この場合、次回以降の落札者の資金調達額は、割戻金が増加された金額となる。なお、この規約には、明記されていないが、慣例としては、座元は当然に初回の落札者となるとともに、割戻金は支払わないとされている。また、この規約では、入札となっているが、抽選や輪番などで決定することもある。

②連帯責任・連帯保証人を定めることとしている。市販の模合帳簿では、連帯借用証書の雛形も組み込まれている。ただし、模合において、資金調達者が次回以降の掛金を支払わず、いわば取り逃げが生じた場合、その処理を巡っては、様々な事態が生じる可能性があり、法学分野の研究で議論されている。ただし、筆者がインタビューした事例では、座元が一貫して責任を負ったとされている。

③座料・落札者は、通常、当該模合の会合の飲食費を負担することと定められている。この会合は、模合にとって、重要な意味があり、親睦目的の模合は、この会合への参加が主たる目的となっている。また、資金調達・運用を目的とする模合でも、後述するように、会合を通じて、フェイス・ツー・フェイスの関係を保ちながら、信頼関係を相互に確認・維持しているものと考えられる。ただし、座料は、コーヒール程度から居酒屋での会食費、ホテルやレストランでのパーティ費用に至るまで様々である。

なお、実際の模合は、柔軟かつ弾力的な運用がなされるとともに、規約には定められていない運用が柔軟に行われているのが、実情であり、参加者によるオートノミー・ペースの運用が特徴である。

(2) 模合の分類

模合の分類としては、参加者別の分類、目的別の分類、期間による分類、掛金による分類、仕組みによる分類などが行われる。まず、参加者別としては、友人・知人、地域住民、同級生、同業者、異業種さらには会社などが挙げられる。目的による分類としては、親睦目的と金融（資金調達・運用）目的とに大別されるが、両者が截然と区別できない点に模合の特徴があると思われる。さらに、金融目的については、物品購入（ミシン模合など）、教育資金、事業資金などに区別されるが、参加者によって異なる金銭的動機を有している可能性もある。期間による分類としては、通常は月毎に開催される模合（月模合）が大半であるが、年一回または半年に一回という模合もある。また、毎日開催される模合（日模合または日掛模合）もあるといわれる。⁶⁾さらに、一〇日、一週間などもあるといわれる。掛金額による分類としては、掛金が一〇〇万円の模合を百万模合などという場合がある。なお、筆者がインタビュー調査を行った模合は、一ヶ月の掛金が一〇三〇万円、合計一〇口、一ヶ月の掛金総額三〇〇万円で運営されていた。仕組みによる分類としては、様々な仕様が挙げられるが、現状では、配当式または積立式の二通りが一般的に使われているようであるため、以下の節でこの両者を取り上げて解説する。

(3) 積立式

積立式は、資金調達したいメンバーが、入札によって資金を落札し、その落札金額を次回以降の掛金に上乗せする方式である。したがって、落札者は、次回以降、最終回まで掛金に落札額を上乗せした金額を支払うことになる。以下、この方式について仮設例1にもとづいて説明する。

仮設例1は、メンバー数一〇名、一人一口、一口当たりの掛金額二万円で設立された月模合を積立式で運用し

たものである。

まず、第一回目は、慣例により座元が資金調達し、この場合、座元は入札金の支払いが免除される。したがって、座元は資金コストなしに満期まで、月々の掛金を支払いながらその資金を使うことができる。いわば月々均等弁済することになる。その一方、座元には、座元責任が課せられるとされている。ただし、この責任については、運用によって、様々な場合がある。

次に、第二回目は、入札によって資金調達者を決定する。落札者Aはメンバー全員の掛金総額である一〇万円を受け取るが、A自身も掛金を支払っているので、実質的な手取り金額は、九万円である。また、落札者以外のメンバーは、落札者の入札金一六〇〇円が分配されないため、掛金を支払うのみで、配当はない。

さらに、第三回目は、Bが一四〇〇円で落札している。第二回目の掛金総額は、一万円×九名に、Aの掛金額一万一六〇〇円を加算した金額となるため、Bの受取額は、一万六〇〇円となる。ただし、B自身の掛金額を控除すると、その実質的な手取り金額は、一〇万六〇〇円である。

以下同様であるが、最終回の入札では、入札金はゼロである。

なお、ここでは、説明の簡略化のため、座料については、省略したが、実際には、初回は座元、第二回目以降は落札者が座料を負担するのが慣例のようである。したがって、資金調達コストや運用リターンを考える際には、座料も含める必要がある。座料については、次の配当式についても同様である。

(4) 配当式

これは、資金調達したいメンバーが、入札によって資金を落札し、その落札金を他のメンバーに分配する方法

仮設例 1 積立式

回数	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	支払掛金
落札者	座元	A	B	C	D	E	F	G	H	I	
落札金額	0	1,600	1,400	1,200	1,000	800	600	400	200	0	
座元	10,000	10,000	10,000	10,000	10,000	10,000	10,000	10,000	10,000	10,000	100,000
A	10,000	10,000	11,600	11,600	11,600	11,600	11,600	11,600	11,600	11,600	112,800
B	10,000	10,000	10,000	11,400	11,400	11,400	11,400	11,400	11,400	11,400	109,800
C	10,000	10,000	10,000	10,000	11,200	11,200	11,200	11,200	11,200	11,200	107,200
D	10,000	10,000	10,000	10,000	10,000	11,000	11,000	11,000	11,000	11,000	105,000
E	10,000	10,000	10,000	10,000	10,000	10,000	10,800	10,800	10,800	10,800	103,200
F	10,000	10,000	10,000	10,000	10,000	10,000	10,000	10,600	10,600	10,600	101,800
G	10,000	10,000	10,000	10,000	10,000	10,000	10,000	10,000	10,400	10,400	100,800
H	10,000	10,000	10,000	10,000	10,000	10,000	10,000	10,000	10,000	10,200	100,200
I	10,000	10,000	10,000	10,000	10,000	10,000	10,000	10,000	10,000	10,000	100,000
掛金合計	100,000	100,000	101,600	103,000	104,200	105,200	106,000	106,600	107,000	107,200	1,040,800
落札者の資金調達額	90,000	90,000	91,600	93,000	94,200	95,200	96,000	96,600	97,000	97,200	940,800

(注) 落札者の資金調達額には、落札者自身の掛金額を含めていない。

(出所) 小澤 [1991] p. 73の表3を元に作成。

である。なお、分配方法については、まだ落札していないメンバーのみに分配する場合が多いようであるので、この方式について、仮設例2にもとづいて説明する。

まず、第一回目は、積立式同様に、慣例により座元が資金調達する。

次に、第二回目は、資金調達者が入札によって選定され、最高額の入札者が落札することになる。仮設例2では、Aが一万六〇〇〇円で落札したとされており、この入札金は、その場で未落札者全員（八名）に分配されるので、一人当たりの配当金は、二〇

仮設例 2 配当式

回数		1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	合計
落札者	座元	座元	A	B	C	D	E	F	G	H	I	
落札金額		0	16,000	14,000	12,000	10,000	8,000	6,000	4,000	2,000	0	
座元	掛金	10,000	10,000	10,000	10,000	10,000	10,000	10,000	10,000	10,000	10,000	100,000
	受取 配当	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
A	掛金	10,000	10,000	10,000	10,000	10,000	10,000	10,000	10,000	10,000	10,000	100,000
	受取 配当	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
B	掛金	10,000	10,000	10,000	10,000	10,000	10,000	10,000	10,000	10,000	10,000	100,000
	受取 配当	0	2,000	0	0	0	0	0	0	0	0	2,000
C	掛金	10,000	10,000	10,000	10,000	10,000	10,000	10,000	10,000	10,000	10,000	100,000
	受取 配当	0	2,000	2,000	0	0	0	0	0	0	0	4,000
D	掛金	10,000	10,000	10,000	10,000	10,000	10,000	10,000	10,000	10,000	10,000	100,000
	受取 配当	0	2,000	2,000	2,000	0	0	0	0	0	0	6,000
E	掛金	10,000	10,000	10,000	10,000	10,000	10,000	10,000	10,000	10,000	10,000	100,000
	受取 配当	0	2,000	2,000	2,000	2,000	0	0	0	0	0	8,000
F	掛金	10,000	10,000	10,000	10,000	10,000	10,000	10,000	10,000	10,000	10,000	100,000
	受取 配当	0	2,000	2,000	2,000	2,000	2,000	0	0	0	0	10,000
G	掛金	10,000	10,000	10,000	10,000	10,000	10,000	10,000	10,000	10,000	10,000	100,000
	受取 配当	0	2,000	2,000	2,000	2,000	2,000	2,000	0	0	0	12,000
H	掛金	10,000	10,000	10,000	10,000	10,000	10,000	10,000	10,000	10,000	10,000	100,000
	受取 配当	0	2,000	2,000	2,000	2,000	2,000	2,000	2,000	0	0	14,000
I	掛金	10,000	10,000	10,000	10,000	10,000	10,000	10,000	10,000	10,000	10,000	100,000
	受取 配当	0	2,000	2,000	2,000	2,000	2,000	2,000	2,000	2,000	0	16,000
掛金合計		100,000	100,000	100,000	100,000	100,000	100,000	100,000	100,000	100,000	100,000	1,000,000
落札者の 資金調達額		90000	74,000	76,000	78,000	80,000	82,000	84,000	86,000	88,000	90,000	828,000

(注) 落札者の資金調達額からは、落札者の掛金と落札額を控除した。

(出所) 小澤 [1991] p. 72の表 1 をもとに作成。

〇〇円となる。

以下同様に、第三回以降も順次入札によって落札される。

2 模合と株式投資型クラウドファンディング

以下、模合と投資型クラウドファンディングについて、審査、情報提供およびフォローアップの三点について、比較・検討してみよう。

(1) 審査

まず、審査については、株式投資型クラウドファンディングの場合、日本証券業協会の規則⁽⁷⁾によって、その審査項目は、①発行者及びその行う事業の実在性、②発行者の財務状況、③発行者の事業計画の妥当性、④発行者の法令遵守状況を含めた社会性、⑤反社会的勢力への該当性、反社会的勢力との関係の有無及び反社会的勢力との関係排除への仕組みとその運用状況、⑥当該会員等と発行者との利害関係の状況、⑦当該店頭有価証券に投資するに当たってのリスク、⑧調達する資金の使途、⑨目標募集額が発行者の事業計画に照らして適当なものであることとされ、「発行者が将来にわたって投資者の期待に応えられるか否か」、「株式投資型クラウドファンディング業務により行う資金調達としてふさわしいか否か」および「当該発行者において法令に基づき会社情報が作成されているか否か」について特に留意するよう定められている。さらに、株式投資型クラウドファンディング業務を行う会員は、「当該株式投資型クラウドファンディング業務を遂行するために必要な事項を社内規則において規定するとともに、社内規則に定めた事項を適切に遂行するための体制を整備」することも求められている。

実際、株式投資型クラウドファンディングのプラットフォーム運営者は、これらの規則を遵守していると思われる。

これに対して、模合では、審査の基本となる情報は、模合メンバー間で共有されたソフトな情報である。例えば、経営者の資質や人格、過去の信用履歴、当該会社の資産状況、事業内容や業績、従業員の管理、取引先との関係など、様々な情報が地域的なつながりの中で提供され、それらの情報を元に座元やメンバーが相互に審査する仕組みを有している。さらに、模合は、回毎にメンバーが集まり、かなり長い時間をそこで費やす習慣となっている。これによって、期間中も継続的に審査が行われていると見ることもできる。

両者を比較すると、前者が厳格に定められた内容・項目について、プラットフォームの運営者が一方向的に審査するのに対し、後者は柔軟な内容・項目についての審査が継続的かつ双方向的に行われているといえる。

(2) 情報提供

第二に、情報提供について、日本証券業協会規則では、ウェブサイトによる情報提供として、以下の二一項目が列挙されている。①株式投資型クラウドファンディング業務として行う旨、②会社法に規定する募集事項、③株式投資型クラウドファンディング業務において取り扱う店頭有価証券の取得に当たっては、(中略)配当及び売却益等金銭的利益の追求よりむしろ(中略)共感又は支援が主な旨とされるべきこと。④顧客が取得する店頭有価証券につき、金商法に基づく開示又は金融商品取引所の規則に基づく情報の適時開示と同程度の開示は義務付けられていないこと。⑤発行者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を受けていない場合には、その旨、⑥株式投資型クラウドファンディング業務により、顧客が取得する店頭有価証券の個別払込額(中略)

は、五〇万円以下のものに限られること。⑦顧客が取得する店頭有価証券につき、取引の参考となる気配及び相場が存在しないとともに、換金性が著しく乏しいこと。⑧顧客が取得する店頭有価証券に譲渡制限が付されている場合にあっては、当該店頭有価証券の売買を行っても権利の移転が発行者によって認められないときがあること。⑨顧客が取得する店頭有価証券が株券であっても、配当が支払われないことがあること。⑩顧客が取得する店頭有価証券は、社債券のように償還及び利息の支払が行われるものではないこと。⑪顧客が取得する店頭有価証券の価値が消失する等、その価値が大きく失われるリスクがあること。⑫会員等は株式投資型クラウドファンディング業務において取り扱う店頭有価証券及びその発行者に関する投資者からの照会に対して、電話又は訪問の方法等（中略）により回答することができないこと。⑬投資者が、株式投資型クラウドファンディング業務に関して会員等に照会する場合の連絡方法、⑭顧客の応募額が申込期間（中略）内に目標募集額に達しなくとも発行者に払い込まれる場合には、その旨、⑮会員等が、顧客から金銭の預託を受ける場合には、当該顧客が株式投資型クラウドファンディング業務に係る店頭有価証券の受渡しの状況について確認する方法、⑯発行者における株主又は新株予約権者の管理に関する事項、⑰株式投資型クラウドファンディング業務に係る顧客の応募代金の払込後における、当該顧客が取得する店頭有価証券の発行者の事業の状況についての定期的な情報の提供方法、⑱特定業務会員にあっては、金商法（中略）の自己資本規制比率に係る規制並びに（中略）投資者保護基金への加入義務が適用されない旨並びに同法（中略）の規定により店頭有価証券の券面の預託を受けることができない旨、⑲当該会員等と発行者との利害関係が認められる場合には、その内容、⑳株式投資型クラウドファンディング業務に係る店頭有価証券に投資するに当たってのリスク、㉑会員等の（中略）業務及び財産の状況に関する説明書類並びに会員の（中略）自己資本規制比率を記載した書面、とされており、その上で、同規則は、これらに

ついて契約締結前書面に記載することを定めている。

その一方、模合では、前述のように、メンバーが回毎に集まり、必要な情報は、メンバー間でフェイス・ツー・フェイスな方法で提供され、共有されている。また、その提供も双方向的である。本稿のケーススタディを行なった模合の会合に数回同席したが、いずれもメンバーが座元の店舗に集まり、茶菓を食べながら、二、三時間とわたって談話していた。そのために落札者は座料を支払うことになっている。談話の内容は、他愛ない雑談とともに、それぞれの近況報告などの情報交換が行われていた。模合の場合、メンバー全員が資金提供者であるとともに、資金調達者となることから、このような社交の場によって、相互に情報提供・交換がなされている。

ここでも両者の差は、前者が規則に定められた内容や項目についての一方的な情報提供であるのに対し、後者は柔軟かつ双方向的な情報提供であると言える。

(3) フォローアップ

第三に、フォローアップについては、株式投資型クラウドファンディングでは、法令および日本証券業協会の規則には、資金調達後のモニタリングについて明確な定めはない。しかし、プラットフォームの運営会社は、それぞれ自主的に独自のモニタリングやフォローアップを実施している。筆者のインタビュー調査によると、株式投資型クラウドファンディング・プラットフォーム「FUNDRINNO」を運営している、日本クラウドキャピタルは、「発行会社に対して、資金調達後のフォローアップに注力し、(中略) IR活動の取組助言、財務管理、事業計画の進捗状況のモニタリングなど」を行っているという。⁽⁸⁾ また、同じく「GoAngel」を運営している、DANBENCHャーキャピタルでは、「例えば、会計事務所による月次の財務情報のモニタリングと計算書類を含む

株主総会招集通知の作成支援、取締役会及び株主総会運営における司法書士による会社法上のガバナンス体制の指導など⁽⁹⁾としている。さらに、同じく「エメラダ・エクイティ」を運営している、エメラダでは、出資者に対して「面のサポート」、つまり出資者が当該企業の顧客となることや同社のPRを担うことなどを期待し、これらの出資者を「コミュニティ・アンバサダー」と呼んでいるという⁽¹⁰⁾。このように規制上の手当てはないが、それぞれが創意工夫を凝らしたフォローアップを行っている。

これに対し、模合では、前述のように、毎回メンバーが集合し、掛金を持ち寄るとともに、飲食をともにしながら、かなり長い時間をかけて、談話するのが通常であり、いわば継続的・双方向的にフォローアップを行っている。

3 模合からの示唆

以上、株式投資型クラウドファンディングと模合について、審査、フォローアップおよび情報提供という三点について比較したが⁽¹¹⁾、その結果を次のようにまとめることができる。

第一に、審査および情報提供の内容や項目について、前者では厳格に審査および情報提供の項目が列挙され、運営会社が生内規則を定め、これを実施するという規則になっているのに対し、後者は柔軟な内容・項目にわたって、全員参加で双方向的に、審査し、情報提供・共有する慣習となっている。さらに、前者では、これらの審査および情報提供の内容や項目が参加者にとって、必要かどうか、更なる追加項目があるかどうかを検証することが容易ではないが、後者ではその内容や項目自体を柔軟に追加・変更可能である。

第二に、審査および情報提供のあり方について、前者は、運営会社が社内体制を整備し、これを行うように定

められており、専門の審査部門や担当者を設置することなどが想定され、いわば一方的なものであるが、後者は、全員参加であるとともに、双方向的な審査および情報提供・共有となっている。

第三に、フォローアップについては、前者では、規則上の定めはないが、実際には、各社がそれぞれの優位性やニッチを生かし、創意工夫しながら取組が進められている。この点については、後者においても、毎回の模合会合によって、継続的かつ柔軟なフォローアップが行われている。

以上をまとめると、前者はルール・ベースの運用が定められているという特徴があるのに対し、後者はオートノミー・ベースの運用を基本としているという相違が見られる。ただし、前者でも規則の定めのないところでは、オートノミー・ベースの運用が工夫されていることも注目される。

このような相違は、前者が証券取引法以来の規制のカルチャーを踏まえているのに対し、後者は沖縄の地域に根差したカルチャーを基盤としていることに由来するものであり、後者の特徴を前者に適用するような議論には慎重でなければならないが、後者のオートノミー・ベースの運用から示唆されるべき点があると思われる。

具体的には、前者がネット上のコミュニティによって資金調達がなされ、そこでは双方向的な情報交換が可能であり、後者が直接社交の場を持っているとは異なるものの、同様の仕組みを導入することが考えられる。

近年、ネット上で、人々が知恵を出し合い、よりよい結論を目指すような思考方法が「集合知」と呼ばれ、情報学のテーマとなっているが、株式投資型クラウドファンディングの案件審査、情報提供・交換、フォローアップなどは、まさに集合知が活用できる場だと考えられる。そこでは、ネット・コミュニティを通じて、双方向的に、オートノミー・ベースで、審査、情報提供・交換およびフォローアップなどが行われることによって、より投資家のニーズに即したものになると思われる。

まとめ

模合は、沖縄では、周知されているが、他府県では、その存在すらあまり知られていないが、筆者は沖縄県下で、大口模合の座元として四〇年にわたって活動している方から直接話をお聞きするとともに、その方の模合会合の現場にも数回にわたって参加させていただいた。前述の通り、模合は慣習に従って運用されているとともに、参加者の自治によって柔軟に運営されている。模合の運用は、沖縄の文化を基盤として、伝統的に継承・発展してきたものであることがわかる。

それゆえに、そこで蓄積された経験やノウハウが容易に導入できると考えるのは拙速であるが、そこから示唆される点があると思われる。本稿では、模合の特徴として、その柔軟でオートノミー・ベースの運営を挙げ、その活用を示唆したが、それを具体化するためには、さらに細かい検討が必要であることは言うまでもない。特に、集合知には、衆愚に陥る危険性もあり、それについては十分に留意する必要がある。

しかし、現行の株式投資型クラウドファンディング規制は、細部にわたる細かな規則を遵守・運用させることに重点が置かれており、そこでは参加者の主体性が発揮される余地のないものとなっている。そこで、必要なことは、単なる規制緩和ではなく、規制のあり方そのものの見直しであり、規制の根拠となっている発想の転換ではないだろうか。

なお、これについては、株式投資型クラウドファンディングのみならず、ファンド投資型クラウドファンディングにおいても同様であるだけでなく、株主コミュニティ制度やTOKYO PRO Marketなど、一定のコミュニティを前提とした市場についても、このような観点から検討すべき余地があるものと思われる。

(謝辞) 本稿を作成するに際し、模合に携わる地元の方々からさまざまなご協力を賜り、貴重なお話をお伺いすることができました。一人一人のお名前を挙げることはできませんが、その方々のご協力なしには、本研究は実現しませんでした。また、久保和彦氏、高良倉吉氏、田里修氏、筒井琢也氏、中野瑞彦氏、波平勇夫氏、東与一氏、平良孝夫氏、真栄城徳七氏、牧野浩隆氏、又吉日登志氏、山城隆男氏、山本龍一氏からもご教示とご協力を賜りました。さらに、桃山学院大学には沖縄での国内研修の機会を与えていただくとともに、沖縄大学には研修を受け入れていただきました。心より感謝申し上げます。

注

- (1) 琉球新報社「二〇一七」六九頁、参照。
- (2) 廢藩置県以降の時期に、庶民金融だけでなく、大口模合も存在していたことも確認されている。高良「二〇〇六」は、京都大学所蔵の「琉球資料」の中の模合請取証文一四点を解読し、明治一〇年代の沖縄本島中南部と推定される時期と地域で、期間七年余、参加メンバー延べ九〇名近く、請取金額の総額四万二〇〇〇貫文の大規模な模合が存在していたことを明らかにしている。このことは、近世末ないし近代初頭、大口模合を差配できるだけの信用力と財力を持った者がいたことを示唆するものである。なお、当時、一円＝一〇〇銭＝五〇貫文であり、四万二〇〇〇貫文は八四〇円に相当した。また、やや時期は後になるが、沖縄県立図書館所蔵の「本部町伊豆味饒平名家文書」(二七七)には、一九〇六(明治三九)年の模合証文が残されており、模合のメンバーが四〇〇円を取得したことが記されている。特に、企業金融として模合が活用された背景としては、短期事業資金の恒常的な不足が指摘できる。これについては、琉球銀行調査部「一九八四」一一九―一一九七頁、参照。
- (4) 沖縄では、模合帳簿が文具店などで二〇〇―三〇〇円程度で市販されている。

(5) 規約は、以下の通りである。

第一章 総則

第一条 本模合は相互扶助を目的として左記の規約を厳守す

第二条 本模合の事務局は〇〇市・町・村〇〇区・字〇〇班・番地に置く

第二章 規則

第三条 本模合の期日は毎月〇日とす 入札時間冬〇時 夏〇時とす

第四条 本模合借用の場合は連帯借用にして借用者外〇名連帯人をおくこと

第五条 本模合金より借用するときは割戻金とす

第六条 本模合の連帯人は会員全員が認めることを得

第七条 入札時間〇時迄とす 入金なきものは入札権利を失う

第八条 本模合の入札は〇以上を認める

第九条 本模合の一時払は認める

第一〇条 本模合の座料一金〇円とす

第一一条 本模合の口数は〇口とする

第二二条 本模合に加入し途中にて脱会を希望する場合掛金は本模合最終の時掛金を無利子にて支払うことを約す

第二三条、第一五条 空欄

附則 右規約以外の件が出た場合は掛金者及び座元の承認の上実行すること

平成〇年〇月〇日

- (6) 波平「二〇一八」は、宮古での日模合を紹介し、当地では「ゴロゴロ模合」と呼んでいると指摘している。また、同論文では、最近の日模合の例として、宮古島における事例を詳しく、具体的に紹介しており、きわめて興味深い。
- (7) 日本証券業協会「株式投資型クラウドファンディング業務に関する規則（平二七・五・一九）」
http://www.jsda.or.jp/shiryo/web-handbook/105_kabushiki/files/171219_crowd.pdf
- (8) 拙稿「二〇一七」六二頁、参照。
- (9) 拙稿「二〇一八b」一八頁、参照。
- (10) 拙稿「二〇一八a」三六頁、参照。
- (11) 本稿では、株式投資型クラウドファンディングを取り上げたが、ファンド投資型クラウドファンディングについて同様の比較を行っても、ほぼ同じ結果が示される。さらに言えば、ファンド型投資型クラウドファンディングを規制している、第二種金融商品取引業協会による「電子申込型電子募集取扱業務等に関する規則」では、株式投資型クラウドファンディングよりも厳しい規則も定められている場合もある。例えば、同規則では、審査について「専門の審査部門を設置すること」さらに「審査業務を遂行する担当者（中略）は、募集又は私募の取扱いを推進する業務（営業業務）に携わらないこと」といった条文が設けられている（第二三条）。
- (12) <http://www.t2fifa.or.jp/teikan/pdf/j-kisei/j-kisei03-201505.pdf>
集合知については、西垣通「二〇一三」、参照。なお、投資型クラウドファンディングにおける集合知の活用については、拙稿「二〇一七」七二頁、参照。

参考文献

- ・小澤潔「一九九二」「庶民金融と会計検査（特に沖縄の模合について）」「会計検査研究」第三号、一九九一年三月、七一～七九頁
- ・球陽研究会編「一九七四」「球陽（読み下し編）」、角川書店、五〇四頁
- ・高良倉吉「二〇〇六」「近世末近代初頭の琉球における模合請取証文について」「琉球大学法文学部紀要日本東洋文化論集」第一二号、二〇〇六年、一六九～一八六頁
- ・波平勇夫「二〇〇八」「宮古の模合」（宮古の自然と文化を考える会編『宮古の自然と文化』第二集、二〇〇八年三月、ボーダイंक、所収）一三六～一五三頁
- ・西垣通「二〇一三」「集合知とは何か」中央公論新社、二二〇頁
- ・松尾順介「二〇一七」「投資型クラウドファンディングとベンチャー育成」「証券経済研究」第一〇〇号、二〇一七年二月、二五五～二七四頁
- ・松尾順介「二〇一八a」「日本におけるクラウドSAFEの試み」「証研レポート」No. 一七〇六、二〇一八年二月、二八～四九頁
- ・松尾順介「二〇一八b」「拡大する国内株式投資型クラウドファンディング」「証研レポート」No. 一七〇七、二〇一八年四月、一一～三六頁
- ・琉球銀行調査部「一九八四」「戦後沖縄経済史」琉球銀行、一九八四年、一四三七頁

（まつお じゅんすけ・客員研究員）

ダーク・プールとその規制について

清水 葉子

1 ダーク・プールとは

アメリカでは一一の証券取引所と、多くの取引所外の取引システム（ATS、Alternative Trading Systems）が証券の取引を行っており（二〇一八年四月末現在で五七の株式取引をするATSがFINRAに登録）、証券取引の場が大きく分散した市場構造であるといえる。

広い意味でアメリカの取引所外取引を区分すると、①証券会社による通常の店頭取引（顧客注文と証券会社の自己売買とを一对で付け合わせるものなどが典型）で、ATS登録を必要としないものと、②一定の執行ルールを設けて「裁量性のない方法」で取引を行う（すなわち、取引所と同等の組織化された市場としての機能を持ち）、ATSとしての登録が義務付けられるもの^①に分けられる。

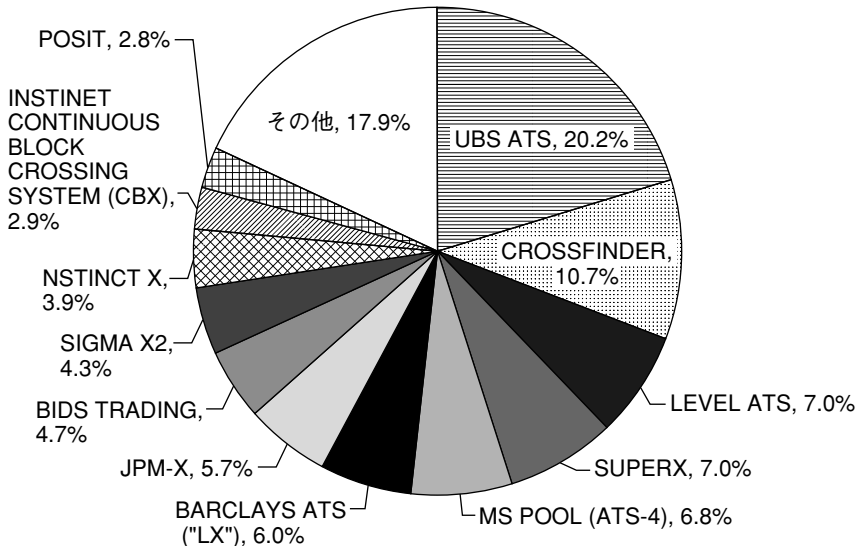
アメリカのATSは、一定以上の規模がある場合には気配開示義務が課されるが、比較的規模の小さいATSは気配開示義務がないため、気配が見えない取引の場という意味で一般にダーク・プールと呼ばれる（透明性の低い流動性プールという程度の意味）。すなわち、通常の証券取引所であれば、売り気配・買い気配の双方が板情報として開示されており、取引執行後にも事後的な執行価格が開示される（ダークに対して「明るい」マーケットと呼ばれる）のに対して、ダーク・プールの場合は、板情報にあたる売買気配が一般にも、また取引当事者にも完全には開示されない。とはいえ、取引執行後には取引所外取引としてFINRAに報告されるため、

事後的な透明性は確保されている。このように、アメリカでダーク・プールという場合は、一般的に気配開示を免除されているATSでの取引を指す。推計によると、ダーク・プールの取引高は、全上場証券の取引のおよそ一五%ほどを占めるとされる。

2 広義のダーク取引

一方、事前の気配開示のない取引という意味で「ダーク」を広く捉えたと（広義のダーク取引）、前述の証券会社による通常の店頭取引も、事前に気配を開示するわけではないので広義のダーク取引だと考えられる。また、取引所取引の中にも、「アイスバーク（氷山）注文」のように、大口取引の一部だけを板情報に出し残りを伏せておく注文が許容されている場合や、クロス・セッションのように、一般の取引参加者に気配情報を出すことをせずに（主に大口取引など）執行される取引は、広義のダーク取引にあたると思われる。アメリカでは、広義のダーク取引のうち、およそ四〇%がATSでのダーク・

図1 ダーク・プールを運営するATSと、上位12社の取引シェア



(出所) FINRA ATSの統計 2018年第1四半期。

プールによる取引で、残りの六〇%が証券会社による通常の店頭取引であるとされている。⁽²⁾

広義のダーク取引の参加者は、主にマーケットインパクトを避けたい機関投資家だと考えられている。機関投資家の大口注文を取引所のような「明るい」マーケットで執行しようとすると、自らに不利な方向に価格が動いてしまうことから、こうしたマーケットインパクトによるコストを避けるために、気配情報が開示されない広義のダーク取引を利用しているとされる。

機関投資家による広義のダーク取引の利用は、形を変えながら昔から存在していたもので、かつて人手を介したフロア取引が中心であった頃には、機関投資家の大口注文をフロアに出さずに、証券会社が電話などを使って別の機関投資家や自社の自己勘定との間で先に付け合わせをしまい、そのあとで形式上フロアに出して執行する（アップステアーズ取引）ことが行われていた。日本でも、取引の少ない地方証券取引所で行われていたクロス取引は、形式上はともかく、事前の売買条件の合意が取引所外で行われるという点で、広義のダーク取引としての機能を果たしていたと考えられる。また、現在の東京証券取引所の立会い外取引（ToSTNet）も類似の機能を果たしていると考えられる。これらは、取引所取引であるから、取引情報の透明性は確保されている。

大口取引には、一括執行のニーズやマーケットインパクトの回避ニーズなど、小口取引とは一緒に扱いにくい事情があり、また、流動性確保の面からも、こうした取り扱いが昔から存在していたと考えられる。その点では、ダーク取引をことさらに悪であると決めつける理由はないと考えられるが、一方で気配開示義務のない取引の場が一定程度を超えて拡大することが「明るい」市場での価格形成にどのような影響を与えるか、新しい情報通信技術やHFT（高頻度取引業者）の活発な取引を前提とする現代の市場環境の下でどのような問題が生じるかにについては、後で見るように様々な懸念が表明されている。

3 ダーク・プール拡大の理由

ATSが運営する狭義のダーク・プールの拡大がとりわけ懸念されているのはアメリカである。アメリカでダーク・プールが拡大した原因として、市場環境や取引コストに関わるものと、証券取引委員会（SEC）の市場間競争促進的な規制によるものの二つが取り上げられている⁽³⁾。まず前者としては、①市場の価格変動が大きいときは気配表示される市場で確実な執行を望むが、価格変動が落ち着いてきたのでダーク・プールでの取引が利用されている、②取引所等のシステムトラブルを避けたり、取引所等でのHFTを避けたりするため、③ダーク・プールの低い取引手数料を好むため、④ダーク・プールでの匿名取引を好むため、⑤流動性が低い銘柄の執行などで効率性が良いから、といった理由が挙げられている。

一方、後者としては、①一九九八年のレギュレーションATSにより、取引所外の取引システムとしてATSが公式に認められ、加えて②二〇〇五年のレギュレーションNMSにより、小さな取引システムであっても伝統的な取引所と対等に競争できる条件が整えられたからだ、としている。

4 機関投資家から見たダーク・プール

利用者である機関投資家から見たダーク・プールの利点は様々である。例えば、全米最良気配の中値で自動的にクロス取引を行うダーク・プールを使うことでマーケット・インパクトを回避することができるほか、連続オークションのタイプのダーク・プールであっても、事前に取引意図が開示されないことに加え、事後的な報告では機関投資家が売り手か買い手かといったことも明らかにならない。また、売りまたは買いの気配をダーク・プールに出していても、取引が執行されなければ、売買の意志があったこと自体を開示されなくてすむ。

一方、機関投資家がダーク・プールを利用して気配や売買の意志を隠していても、HFTに嗅ぎつけられたり利用されたりすることがあるようである。HFTは、パターン化した小さな指値注文や成行注文を連続してダーク・プールの板に入れて、自分の注文がマッチングしていく特徴から、背後に大口取引があるかどうかを分析しているとされる。また、クロス取引を行うダーク・プールの特性を利用して、先に取引所に最良気配を更新するような注文を入れて取引所の気配を動かすことで、ダーク・プールのクロス価格を都合の良い方に動かしてしまつて取引し、そのあとで取引所に出した注文を素早くキャンセルするといった複雑な取引を行うとされる。

5 ダーク・プールに対する規制上の懸念

近年は、ダーク・プールに対する規制上の懸念が大きく取り上げられるようになった。まず言及されるのは価格形成についての懸念である。アメリカでは、証券取引所や気配開示義務のあるATSは気配情報の統合配信システムに接続され、常に全米最良気配が開示されているが、ダーク・プールでの気配は統合配信システムに表示されない。したがって、ダーク・プールでより優れた気配が出ていても、投資家はそのことを知らずに取引することになるので、価格形成に歪みが出る可能性があるということである。

また上述したように、ダーク・プールの気配が開示されないことを利用して、価格操作を行うことが可能であるとされていること、ダーク・プールによって機関投資家の大口注文と個人の小口注文が分断されてしまうことにもさまざまな懸念が表明されている。

さらに、ダーク・プールを運営する証券会社と取引参加者との間の利益相反が問題になるケースも少なくない。二〇一一年に、Pipelineというダーク・プールが顧客の気配情報を無断で関連会社に漏洩し、関連会社の自己勘

定でダーク・プール内の取引を執行していたことが明らかになって、SECに処分されたことを皮切りに、かなりの処分や訴訟事例が発生している。⁽⁴⁾

6 ダーク・プールに対する各国の規制

ダーク・プールに対しては、カナダ、オーストラリア、欧州が規制に着手している。カナダとオーストラリアでは、ダーク・プールでの取引は、取引所等の「明るい」市場での公開気配値より優れた（より高い買い気配・より安い売り気配）ものでなくてはならないという規制を導入している（二〇一二年決定）。カナダでは、規模の大きいダーク・プールのうち、機関投資家の大口の取引の多いダーク・プールは大きな影響を受けず、小口取引の多いダーク・プールは取引の減少が見られたようである。

また、欧州では、ダーク・プールでの取引について、特定銘柄の取引シェアが市場全体の四％に達したダーク・プールは、当該銘柄の取引を停止し、かつダーク・プール全体で特定銘柄の取引シェアが八％に達した場合は全ダーク・プールで当該銘柄の取引を停止するとする規制を導入した（二〇一三年決定）。⁽⁵⁾

一方、アメリカでは、カナダと類似のTrade at Ruleと呼ばれるルールが、期間限定で試験的に導入されている（二〇一五年）。一定期間の試験運用の後にレビューが行われるはずであるが、数度にわたる延期が行われ、直近で二〇一八年四月まで延期されているようである。

7 日本のダーク・プール

日本では、取引所外で一定程度の組織的な市場機能を持つ取引の場として（電子処理組織を用いた取引所外取

引として）PTSが存在するが、PTSには気配開示義務があるため、定義上ダーク・プールにはなり得ない。したがって、日本のPTSがアメリカのATSのようにダーク・プールを運営することはないということができ。しかし、電子処理組織を用いずに市場類似の機能を果たすことは考えにくい（伝統的な店頭取引である）といつて良いかどうか、PTS以外の取引所外取引は、広義のダーク取引のうち、機関投資家のための証券会社の自己売買やクロス取引など伝統的なサービスであると考えてよいかどうかは、将来的な市場構造やテクノロジーの変化とともに見ていく必要がある。

一方、電子処理組織を用いた取引所外取引であっても、東京証券取引所のToSTNetに出して執行する場合は、PTS規制の例外扱いとなり、PTSとしての気配開示義務は課せられない。もともと、ToSTNetに出すことで、こうした取引は取引所取引として扱われ、その点では透明性も確保されているといえる。⁽⁶⁾

問題は、こうしたToSTNetに出される取引について、実質的な価格決定や流動性の取り扱いがどのような形で行われているか（実質的な市場類似の価格形成機能等を持つかどうか）、取引参加者の属性はどうか（機関投資家の大口取引のように通常の取引所取引に馴染みにくい性質のものが中心となっているかどうか）、市場の流動性を分断するといふほどの規模になっていないか（市場シェアが一定レベルを超えないかどうか）といったことについて、時間をかけて見ていく必要があると思われる。

注

- (1) 正確には、組織化された市場機能を持つものはすべて取引所であるとされるが、一定の条件を満たせば、取引所登録を免除されて証券会社としてATS登録が義務付けられる（Regulation ATS Rule 300-303）。

- (2) Congressional Research Service (2014) "Dark Pools in Equity Trading: Policy Concerns and Recent Developments."
- (3) 注2参照。
- (4) 詳細は、吉川真裕 (二〇一六) 「HFTとダーク・プールに対する規制状況」『証券経済研究』第九四号。
- (5) この規制の導入結果は、吉川 (二〇一八) 「ダブル・ボリュウム・キャップとEUのダーク・プール取引規制」『証
研レポート』一七〇七号参照。
- (6) 日本のダーク・プールとToSTNeTについては、大墳剛士 (二〇一七) 「日本におけるダーク・プールの実態分析」JPX
Working Paper, vol21. 二上季代司 (二〇一八) 「取引所外 (市場外) 取引の様々な形態について」PTS、ダーク・
プール、仲介 (媒介) 』『証研レポート』一七〇六号参照。

(しみず ようこ・客員研究員)

MBOを巡る判決と行政指針

レックス・ホールディングス事件判決と経産省MBO指針

志馬 祥紀

1 はじめに

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している。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。

MBOにおいては、取締役が自社の株式を買付けるという取引の構造上、必然的に利益相反的構造が生じうる。近年のMBOにおいては、利益相反に関する判決の蓄積や慣行の習熟が十分ではなく、株主保護の観点からみて問題のあると思われる事例も多くみられ、実際に一部の事例では、株主から取締役等が提訴されている。その結果、MBOにおける論点や問題点は、裁判過程でその内容が明確化され、結果としてその後のMBOを巡る取引

実務の透明性向上に貢献してきた。

以下では、MBOを巡る実務手続きや関係者間の利害調整について、その後の事例について大きく影響した事件判決及び行政指針について述べる。なお、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を巡る主な動き

図表1は、MBOを巡る主要な動き・裁判等の内容及び時期を示している（近年のMBO動向の詳細については志馬（二〇一七）を参照のこと）。

MBOは、二〇〇五年七月のワールド、同年八月のポッカ・コーポレーション（飲料品大手）が経営陣によるMBO実施・上場廃止を発表して以降、経営状態が順調な企業を対象とし、かつMBO実施後に上場廃止となるといった特徴を有するMBO事例が増加し、現在に至っている。

同種MBOの増加に伴い、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。それら訴訟の内で最も重要かつ代表的なものがレックス・ホールディングス事件であ

図表1 MBOを巡る主な動き・裁判等

企業・主体名	内容	時期
レックス・ホールディング裁判	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）
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（以下「MBO指針」）	2007年9月4日（平成19年）
サイバード裁判	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）

る。その後、MBOのあり方を議論する形で、経産省が「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」、後述）を発表、さらに同指針内容を踏まえる上でサイバーD事件が発生している。

3 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判決は、会社法一七二条一項に基づき、MBOに際して全部取得条項付種類株式を用いた少数株主のスクイーズ・アウトが行われた場合の取得価格について、裁判所が初めて判断を示した事例である。⁽¹⁾

裁判中、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ーズ・アウトが行われた場合の取得価格である。具体的には、MBO実施時の買付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。

(1) 地裁判決

① 事実関係

レックス・ホールディングス事件においては、特別損失の発生による業績下方修正の発表が行われた（二〇〇六年八月二一日）ことで株価が急落した。その後経営陣によるMBOが公表され（同年一月一〇日）、公開買付価格も株価急落後の時価を基準に設定されていた。一部の株主から、こうした公開買付価格（及びその後のスクイーズ・アウト）における取得価格の設定が、本来の株式価値を大幅に下回っているのではないかとの疑義が

提起された（図表2参照）。

② 取得価格の判断基準

判決は、「裁判所が、全部取得条項付種類株式の取得の公正な価格を定めるに当たり、『取得日における当該株式の客観的な時価』に加えて、『強制取得により失われる今後の株価上昇に対する期待権を評価した価額』をも考慮することが相当」と判断した。「取得日における当該株式の客観的な時価」及び「強制取得により失われる今後の株価上昇に対する期待権を評価した価額」を巡る判決内容詳細は次節のとおりである（なお（一）内は筆者の私見である）。

③ 取得日における当該株式の客観的な時価

（A）裁判所の判断

裁判所は、取得日における本件株式の客観的な時価について、「市場株価がその企業の客観的価値を反映していないと認められる特別の事情のない限り、評価基準時点にできる限り近接した市場

図表2 レックス・ホールディングスのMBO概要

平成18年2月17日 (2006年)	旧レックスが平成18年12月期の連結業績予想（売上高1,900億円、経常利益105億円、当期純利益45億円）を発表。
平成18年8月21日	旧レックスが特別損失の発生（中間期33億9,000万円計上、下期21億円計上予定）及び平成18年12月期の連結業績予想の下方修正（売上高1,700億円、経常利益64億円、当期純利益0円）を発表。（下方修正前の同日株価終値：304,000円）
平成18年11月10日	株式会社AP8（現株式会社レックス・ホールディングス。以下「AP8」）が旧レックス普通株式1株につき23万円（平成18年11月9日までの過去1ヶ月間の市場株価の終値の単純平均値20万2,000円に対して13.9%のプレミアムを加えた価格）を買付価格とする公開買付けを実施する旨を公表。（参考：11月9日終値：207,000円）
平成18年11月11日～ 平成18年12月12日	AP8による公開買付けの実施。公開買付けの結果、AP8は間接保有分も含めて旧レックスの発行済株式総数の91.78%を取得。
平成19年3月28日 (2007年)	旧レックスの株主総会が開催、全部取得条項付種類株式の取得に係る決議が行われる。
平成19年4月5日	旧レックスの株主の一部である申立人らが株式取得価格決定を東京地方裁判所に申立て。
平成19年4月29日	旧レックス株式が上場廃止。
平成19年5月9日	旧レックスが全部取得条項付種類株式を取得。
平成19年9月1日	AP8が旧レックスを吸収合併、旧レックスの地位を包括承継。

（出所）高（2008）に一部加筆

株価を基本として本件株式の客観的な時価を評価するのが相当である」と示した（当該見解は特別損失情報を証券市場が価格に反映していると考えられることから、最新の市場価格情報に肯定的と考えられる）。

その上で、公開買付け公表後の市場株価については、「平成一八年一月一〇日以降の旧レックス株式の市場株価は、本件公開買付け公表による影響により、旧レックスの客観的価値を反映していないと認められる特別な事情のある場合に該当し、本件株式の客観的な時価の評価に当たって基礎とすることは相当でない」とした（これは、MBO情報を反映した価格について否定的な見解と考えられる）。

他方、平成一八年八月二二日に行われた業績の下方修正発表後の市場価格については、「平成一八年八月二二日に行われた業績予想の下方修正等の発表が、旧レックスによる価格操作を目的とした意図的なものであったと認めることはできず」「本件株式の客観的な時価を評価するに当たって、平成一八年八月二二日から同年一月九日までの間の旧レックス株式の市場価格を排斥すべき特段の事情を認めることはできない」とした。

また、「かえって、平成一八年八月二二日以前の旧レックス株式の株価は、同日に行われた業績の下方修正等の発表を反映していないものである」から「平成一九年五月九日における本件株式の客観的な時価の算定に当たっては」「これを排斥すべき特段の事情がある」とした（特別損失以前の価格情報に否定的である）。

以上の内容に基づき「平成一八年一月九日を含むそれ以前の同年八月二二日までの間の一定期間の株価の終値の平均値をもって、平成一九年五月九日における本件株式の客観的な時価とするのが相当である」とし、平成一八年一〇月一〇日から同年一月九日までの一ヶ月間及び平成一八年八月二二日から同年一月九日までの間の期間における株価の終値の売買高加重平均及び単純平均に基づいて、「平成一九年五月九日における本件株式の客観的な時価は一株当たり二〇万二〇〇〇円を超えるものではない」とした。

(B) 業績予想の下方修正公表後のMBO

裁判所は、平成一八年八月二一日に行われた業績予想の下方修正等の発表が、旧レックスによる価格操作を目的とした意図的なものであったと認めることはできないと判断。一方で「そうであるからといって、株主利益を配慮した公正な手続の観点から、本件におけるMBOの必要性に関する説明や価格の適正性を担保する手続について批判の余地がないとする趣旨ではない」と指摘している（これは、特別損失情報を意図的ではないとする立場に立てば、当該損失情報発表以後の株価を「ファンダメンタルを反映した価格を）公正な株価」として採用することが合理的となる。一方、「特別損失発生」が意図的であったとする立場に立てば、当該情報公開後の株価のみを公正な株価算定基準とすることは、株主利益にとって不利となることを示している）。

④強制取得により失われる今後の株価上昇に対する期待権を評価した価額

裁判所は、「強制取得により失われる期待権を評価するための評価方法について、現段階においては確立された評価方法が存在しないことが認められ」、また、「本件においては何らの鑑定も実施されていないため、当該裁判所が強制取得により失われる期待権の具体的な金額を算定するにつき、専門的知見を反映した具体的な金額を算出することはできない」と示した。

その上で、判決は「旧レックスが、本件公開買付けの買付価格二三万円について、平成一八年一月九日までの過去一ヶ月間の市場株価終値の単純平均二三万二〇〇〇円に対して一三・九%のプレミアムである二万八〇〇〇円を加えた価格であると説明したこと」、「本件公開買付けに対して九一・七八%の株式を有する株主が賛同したこと」及び「本件公開買付けに対しては、AP8に対抗する別個の買収者による公開買付けはされなかったこと」等の事情に照らし、「本件公開買付けに示された買付価格は、市場において一定の合理性を有するものと評

価を受けたと推認することができ、本件公開買付けにおいて示されたプレミアムである二万八〇〇〇円もまた、一定の合理性を有するものといえることができる」ので、「強制的取得により失われる期待権の価値を評価するに当たっても、このプレミアム二万八〇〇〇円を基準にするのが合理的であり、他に期待権の価値が二万八〇〇〇円を超えることを認めることができる的確な説明資料」もないことから、「本件における強制取得により失われる期待権を評価した価額は、一株当たり、本件公開買付けのプレミアム分に相当する二万八〇〇〇円を超えるものではない」と判断した（これは、買付価格及び同プレミアム値に肯定的である）。

公開買付けに示された買付価格が市場において一定の合理性を有するものと評価を受けたか否かを個別事情に照らして検討、結論として、こうした評価を受けた場合には、当該公開買付けにおいて示されたプレミアムをもって強制取得により失われる期待権の評価基準とするという判断である（これは、期待権の値とプレミアム値がほぼ等しい概念であることを示している）。

（２）東京高裁判決

東京高裁決定は、以下の一般論をまず述べている。

第一に、会社法一七二条一項に基づく取得価格決定申立がされた場合には、当該株式の取得日における公正な価格をもって、その取得価格を決定すべきである。

第二に、公正な価格を定めるにあたっては、取得日における当該株式の客観的価値に加えて、強制的取得により失われる今後の株価の上昇に対する期待を評価した価額をも考慮するのが相当である。

第三に、会社法は、取得価格の決定を、記録に表われた諸般の事情を考慮した裁判所の合理的な裁量に委ねた

ものと解するのが相当である、との判断を示した。

その上で、取得日における当該株式の客観的価値については、公開買付けの約三カ月前に公表された業績予想の下方修正を理由に、公開買付け公表の直前日からさかのぼって六カ月間の市場株価を平均することによって算定すべきであるとした（この見解は、特別損失前の価格情報を含む「公正な価格」の決定に関するものであり、買収側が「特別損失」を恣意的に用いる可能性について、その可能性を削ぐ役割を果たしているとも考えられる）。その上で、強制的取得により失われる今後の株価の上昇に対する期待の評価については、レックスHD側が事業計画書や株価算定評価書を提出しないことなどを理由に、本件MBOに近接した時期において行われたMBOのプレミアムの平均値を参考にして決定するとした。

その結果、当該株式の客観的価値に二〇%を加算した額が、株価の上昇に対する期待を考慮した株式の取得価格であると判断された（これは、会社側の情報提供不足を理由として、期待権の評価部分は、近い時期に行われたMBOプレミアム値を参考として決定しており、プレミアムとして客観的価値（公正な価値）の二〇%と判断したものである。なお、ここでは、その後のMBO関連裁判において、同数値が下限値として機能している可能性も注目される）。

（３）最高裁判決

〈概要〉

東京高裁決定に対しレックス・ホールディングス側は抗告しているが、最高裁決定は、当該抗告を棄却している。なお同最高裁決定における田原睦夫裁判官の補足意見では、「取得価格は公正な価格を意味」しており、「取

得価格は、①MBOが行われなかったならば株主が享受しうる価値と、②MBOの実施によって増大が期待される価値のうち株主が享受してしかるべき部分とを、合算して算定すべき」という一般論を示した。

また、後述する経産省のMBO指針を参照しつつ、MBOにおいては全株主に対して透明性の確保された手続きが執られることが要請されると指摘した。

そして、田原補足意見は、本件MBOにおいては、買付け等の価格の算定に当たり参考とした第三者による評価書、意見書等が公開されず、事業計画や株価算定評価書等の開示もなされなかったこと、また公開買付者のプレスリリースや株主あてのお知らせにおける、公開買付けに応じない株主は、普通株式の一株に満たない端数しか受け取れないところ、当該株主が株式買取請求権を行使し価格決定の申立を行っても、裁判所がこれを認めるか否かは必ずしも明らかではない旨や、公開買付けに応じない株主は、その後の必要手続き等に関しては自らの責任にて確認し、判断されたい旨の記載は、「強圧的な効果」に該当しかねない表現であることを指摘した上で、高等裁判所の判断は肯認できると判断した。

○判決の考え方

へMBO価格へ

本決定は、合併後のレックス・ホールディングスが行った特別抗告について原決定に憲法違反がないこと、また抗告について原決定に判例違反がないことを理由にそれぞれ棄却しているのみであり、取得価格について直接判断は示していない。

また本決定は取得価格（客観的価値＋将来への期待権（プレミアム）数値）について具体的な判断を示していない。

更に本補足意見は以上を踏まえた上で、本件における公開買付けが公表された前日の六ヶ月前から同公表日の前日までの市場株価の終値の平均値をもって、価格決定の申立ての対象である本件株式の価値とするともに、強制取得の対象となる株主に付加して支払われるべき価値部分として、本件株式の価値に二〇%を加算して取得価格とした高裁判決について、肯認することができ裁量の逸脱等は認められないと指摘している（これは「公開買付けが公表された前日の六ヶ月前から同公表日の前日までの市場株価の終値の平均値に二〇%を加算した価格」数式を認定したものである。ただし、同決定が全てのMBOにおいて原決定の算式を使用する必要があると判示しているわけではない点に注意が必要である）。

（また同点は、最高裁判所が初めて判断を行った事件としてその後の実務・裁判に大きく影響したと考えられる。その後の多くの判例において「最長六か月間の市場価格平均」十二〇%を（最低の）目安とするプレミアム、の公式が成立した可能性が高い。また実務的には、一か月、三か月、六か月間の市場価格平均が共通の尺度になった可能性があり、これは結果として買収・経営陣側による短期的な「業績予想の下方修正公表（特別損失）」の乱用を防ぐ効果をもたらしたとも考えられる）。

（MBOの手続き）

最高裁判決における補足意見において、経済産業省のMBO指針を参照した上で、MBOに際しては、経営陣が株主との間において利益相反的状态となり得ること、及びMBOに積極的ではない株主に対して強圧的な効果を生じかねないことから、反対株主を含む全株主に対して透明性の確保された手続が執られることが要請されていることを指摘し、取得価格の決定に際しては、透明性が確保されているか否かも踏まえる必要があるとしている（同判決では、MBO指針における手続面の重要性が再認識されている。またMBOにおける透明性の確保に

関し、第三者の評価書の開示について新たな見解を提示している点も注目される。具体的には、補足意見も指摘するように、（本件は平成一八年改正施行前の事案であるとともに、平成一八年改正施行後も、第三者の評価書は存在する場合に開示が必要とされているに過ぎないものの）、第三者の評価書の開示の有無が取得価格に対して影響し得るということに留意する必要がある）。

4 経産省MBO指針

○概要

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経済産業省が制定したものである。

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の正負各々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、対抗的な買付の機会の確保など）を示している。

〈企業価値についての考え方の整理と、具体的対応〉

MBOに際して実現される価値については、「MBOを行わなければ実現できない価値」と、「MBOを行わなくても実現できる価値」の二種類に区別し、後者については基本的に株主が受けるべきもの、前者については株主および取締役が受けるべき部分の双方が含まれているとしている。

同指針では、実際には、前者および後者の価値を客観的に区別・算定すること、MBO実施前の市場株価が前者および後者の価値を反映しているかを判別すること、および前者の価値について株主および取締役が受けるべき部分について一義的・客観的な基準を設けることは困難であるとし、株主が受けるべき利益につき客観的な基準を設けることはできないとし、「そのため、株主にとって公正な手続きを通じてMBOを行うことにより、株主が受けるべき利益が損なわれることのないようにする必要性が高い」とする。

具体的には、（A）「株主の適切な判断機会の確保」、（B）「意思決定過程における恣意性の排除」、（C）「価格の適正性を担保する客観的状況の確保」といった、三種類の枠組みで実務上の対応を検討することが重要である

と指摘している。

株主の適切な判断機会の確保の例（A）としては、株主に対する説明のあり方として、①MBOを実施するに至ったプロセス等に関する開示、②業績下方修正後にMBOを行う場合等においては、当該時期にMBOを行うことを選択した背景・目的等についての説明、③取締役が当該MBOに関して有する利害関係の内容についての説明を充実させることが挙げられている。

また、株主が公開買付けに反対した場合の取り扱いとして、④公開買付け後の完全子会社化に際して、反対株主に対する株式買取請求権が確保できないスキームを採用しないこと、⑤公開買付けにより大多数の株式を取得した場合には、特段の事情がない限り、完全子会社化を行うとともに、完全子会社化を行う場合の価格は、特段の事情がない限り、公開買付価格と同一の価格を基準とし、かつその旨を予め明らかにしておくこと、が望ましいとしている。

そして、意思決定過程における恣意性の排除についての実務上の対応の例（B）として、⑥社外役員や第三者委員会の諮問または交渉、および、その判断の尊重、⑦特別の利害関係を有する取締役を除いた、取締役および監査役全員の承認、⑧弁護士・アドバイザー等による独立したアドバイスの取得、⑨MBOにおいて提示されている価格に関する、独立した第三者評価機関からの算定書の取得が挙げられている。

企業価値	あるべき受益者	論点	結論
①「MBOを行わなければ実現できない価値」	株主 取締役	・①と②の客観的な区別及び算定できるか？ ・MBO実施前の市場株価が①②を反映しているか？ ・①について株主・取締役の受益部分の客観的基準は？	・論点のクリアーは困難 ・株主が受けるべき利益につき客観的な基準を設けることはできない。 →株主にとって公正な手続きを通じてMBOを行うことにより、株主が受けるべき利益が損なわれることのないようにする必要性
②「MBOを行わなくても実現できる価値」	株主		

価格の適正性を担保する客観的状況の確保のための実務上の対応の例（C）としては、⑩MBOに際しての公開買付期間を比較的長期間に設定すること、⑪対抗者が実際に出現した場合に当該対抗者が対象会社との間で接触等を行うことを過度に制限するような内容の合意等を、当該MBOの実施に際して行わないことを挙げている。

また、株主意思確認の見地を重視し、⑫MBOに際しての公開買付けにおける買付数の上限を、MBOに利害関係を有する者以外の者が保有する株式の過半数や三分の二以上が応募しないと成立しないような、高い水準に設定することも考えられるとされている。

（以上、MBO指針の考え方としては論点整理を行い、一般論としてMBOが実現した場合の株主の受け取るべき利益について、客観的基準設置は困難とした上で、個別ケースにおける手続きを重視することで、一般株主の利益確保に配慮している。またMBO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ている⁽²⁾）。

5 MBO指針後の裁判事例…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⁽³⁾の算定について、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 終わりに

本稿では以上、レックス・ホールディングス事件の判決とMBO指針の影響力について状況を述べた。レックス・ホールディングス事件は、MBOにおける主な論点が議論された典型的とも呼べる事例であり、経産省のMBO指針と共に、その判決がその後のMBOを巡る裁判や実務に与えた影響は大きい。

注

(1) MBOを巡る裁判では、会社法一七二条が根拠条文となることが多い。以下、同条文とその内容を示す。

〈条文〉（裁判所に対する価格の申立て）

第一七二条 前条第一項各号に掲げる事項を定めた場合には、次に掲げる株主は、同項の株主総会の日から二〇日以内に、裁判所に対し、株式会社による全部取得条項付種類株式の取得の価格の申立てをすることができる。

一 当該株主総会に先立つて当該株式会社による全部取得条項付種類株式の取得に反対する旨を当該株式会社に対し通知し、かつ、当該株主総会において当該取得に反対した株主（当該株主総会において議決権を行使することができるものに限る。）

二 当該株主総会において議決権を行使することができない株主

2 株式会社は、裁判所の決定した価格に対する取得日後の年六分の利率により算定した利息をも支払わなければ

ならない。

(参考…二七一条) (全部取得条項付種類株式の取得に関する決定)

第一七一条 全部取得条項付種類株式(第一〇八条第一項第七号に掲げる事項についての定めがある種類の株式をいう。以下この款において同じ。)を発行した種類株式発行会社は、株主総会の決議によって、全部取得条項付種類株式の全部を取得することができる。この場合においては、当該株主総会の決議によって、次に掲げる事項を定めなければならない。(以下略)

〈内容〉

全部取得条項付種類株式の取得事項(対価となる株式等の数、種類、算定方法等)が、株主総会で決定された場合、「株主総会に先立って反対する旨を会社に対し通知し、かつ、株主総会において当該取得に反対した株主」は、株主総会の日から「二〇日以内」に、裁判所に対し、取得の価格の決定の申立てをすることが可能。

(2) 参考…企業の組織再編を巡る考え方

MBO指針等における、「MBOを行わなければならない価値」「MBOを行わなくても実現できる価値」と二分化する考え方は、企業価値を考える際に重視される枠組みである。

この考え方は、会社の重要な組織変更等が行われた場合に、決議に反対した株主が株式買取請求権を行使したが、その買取価格についての協議が会社との間で整わず、裁判所に対して価格決定の申立てが行われるという事実が代表的な形態である。商法においては、株式買取請求権にかかる株式の価格は、「決議ナカリセバ其ノ有スベカリシ公正ナル価格」と定められていたが、平成一八年施行の会社法においては、単に「公正な価格」と改められた。

その趣旨は、企業再編等に反対した株主に投下資本の回収の機会を与えるに際し、企業再編が為されなかった場合

の経済状態を保証するだけではなく、企業再編によるシナジー（相乗効果）を適正に反映させ分配するという機能が付加されたものと考えられているが（『株式会社法』第二版 江頭憲治郎 有斐閣、p.78）、その具体的な価額の算定方法については定めがなく、必ずしも一致した見解はない。下級審による決定の内容も、必ずしも一致していない。「公正な価額」の意義については、上記の改正の趣旨を踏まえ、基本的に買取価額の決定は、諸般の事情を考慮した裁判所の合理的な裁量に委ねられていることを前提としながら、「①『決議ナカリセバ其ノ有スベカリシ公正ナル価額』と②当該企業再編が行われたことを仮定し、そのシナジーなどを考慮した上で、公正な条件によって企業再編がなされたとすれば、株主が得たであろう利益のいずれか多い額を意味する」と一般的に解されている。

実際の、「公正な価額」の基準時（どの時点における株式価値をもって「公正な価額」を算定するか）について、学説、裁判所の判断は一致しておらず、以下の説が存在する。

「承認決議時説（当該企業再編の承認決議が行われた時点を経準時とする説）」

「買取請求時説（買取請求権の行使時を経準時とする説）」

「効力発生時説（株式買取請求の効力が確定的に生じる当該再編行為等の効力発生時を経準時とする説）」

「買取請求期間満了時説（基本的に買取請求権行使時に接した時期と解するのが相当としつつ、反対株主平等の観点から同一の時点を経準とするべきであり、投機的な行為も制限される買取請求期間満了時が相当とする説）」

「裁判所の合理的裁量説（事案に応じて裁判所の合理的な裁量に委ねられるとする説）」

（各説には一長一短があり、判例も統一されていない。については、同点もレックス・ホールディングス事件にける裁判過程でも論点とされた）。

参考文献

- ・飯田（二〇一四a）、飯田秀総、シレックス・ホールディングス損害賠償請求事件高裁判決の検討（上）『東京高裁平成25.4.17判決』、『旬刊商事法務』、第二〇二二号、商事法務研究会、二〇一四年一月二五日号、PP.4-14
- ・飯田（二〇一四b）、飯田秀総、シレックス・ホールディングス損害賠償請求事件高裁判決の検討（下）、『旬刊商事法務』、No.2023、二〇一四年二月五日号、商事法務研究会、PP.17-26
- ・井原（二〇一五）、井原宏隆、シMBOにおける取締役及び監査役の義務：レックス・ホールディングス損害賠償事件控訴審判決『東京高裁平成25.4.17判決』—A Study on The Obligation of Directors and Auditors in MBO—、『専修法研論集：専修大学大学院紀要』第五七号、専修大学大学院神田学友会、二〇一五年九月、PP.73-103
- ・受川（二〇一七）、受川環大、シ二段階買取における全部取得条項付種類株式の取得価格、『新・判例解説WATCH・商法』No.3、LEX/DB文獻番号25448039、PP.151-154
- ・太田（二〇〇八）、太田洋、シレックス・ホールディングス事件東京高裁決定の検討〔平成20.9.12〕、『旬刊商事法務』、No.1848、二〇〇八年十一月一日号、商事法務研究会、PP.4-14
- ・太田（二〇一〇）、太田洋、シレックス・ホールディングス事件東京高裁決定の検討〔平成20.9.12〕（MBOに係る株式取得価格決定申立事件の検討）、『別冊商事法務』No.346、商事法務、二〇一〇年一〇月、PP.18-27
- ・大塚他（二〇一四）、大塚和成・西岡祐介、シ判例評釈レックス・ホールディングス損害賠償請求事件高裁判決の検討〔東京高裁平成25.4.17判決〕、『金融法務事情、六二号八巻、二〇一四年四月二五日号、金融財政事情研究会、PP.14-24
- ・加藤（二〇〇九a）、加藤貴仁、シレックス・ホールディングス事件最高裁決定の検討（上）「公正な価格」の算定における裁判所の役割〔平成21.5.29〕、『旬刊商事法務』、No.1875、二〇〇九年九月五日、商事法務研究会、PP.4-9

- ・加藤（二〇〇九b）、加藤貴仁、グレックス・ホールディングス事件 最高裁決定の検討（中）「公正な価格」の算定における裁判所の役割、「旬刊商事法務」No. 1876、二〇〇九年九月一五日、商事法務研究会、PP. 4-19
- ・加藤（二〇〇九c）、加藤貴仁、グレックス・ホールディングス事件 最高裁決定の検討（下）「公正な価格」の算定における裁判所の役割、「旬刊商事法務」No. 1877、二〇〇九年九月二五日、商事法務研究会、PP. 24-31
- ・鳥山（二〇一四）、鳥山恭一、最新判例演習室 商法 MBO において取締役が負う義務：株式会社レックス・ホールディングス損害賠償請求事件「東京高裁2013.4.17判決」、法学セミナー 五九巻八号、二〇一四年八月、日本評論社、PP. 149
- ・金澤（二〇一六）、金澤大祐、MBO における取締役の会社に対する責任が認められた事例、「新・判例解説 W A T C H ・商法」No. 2、LEX/DB 文献番号 25541709、二〇一六年一〇月
- ・草地（二〇一〇）、草地邦晴、「反対株主の株式買取請求と「公正な価格」について」、OIKE LIBRARY、No. 32、御池法律事務、二〇一〇年一〇月、(<http://www.oike-law.gr.jp/wp-content/uploads/oike32-01.pdf>)
- ・久保田（二〇一七）、久保田安彦、「少数株主の締め出しと対価の不当性（二）——会社法の基礎」、法学セミナー、No. 750、二〇一七年七月、pp. 79-85
- ・高（二〇〇八）、高賢一、「レックス株式取得価格決定申立事件」、伊藤見富法律事務所・モリソン・フォースター外国法事務所弁護士事務所（外国法共同事業事務所）、二〇〇八年三月二二日、(<http://www.mfo.jp/topics/legal-updates/legal-updates/24.html>)
- ・志馬（二〇一七）、志馬祥紀、「我が国のマネジメント・バイアウト（MBO）をめぐる動向」、証研レポート、一七〇四号、公益財団法人日本証券経済研究所、二〇一七年一〇月、(www.jsri.or.jp/publish/report/pdf/1704/1704_03.pdf)
- ・十市（二〇〇九a）、十市崇、「レックス・ホールディングス事件最高裁決定」、Japan Corporate / M&A Newsletter、アン

ダーソン・毛利・友常法律事務所、二〇〇九年六月（<https://www.amt-law.com/pdf/bulletins1.pdf/CTGNL11.pdf>）

・十市（二〇〇九b）、十市崇、〃レックス・ホールディングス事件最高裁決定とMBO実務への影響（上）地裁決定および高裁決定を踏まえて「平成21.5.29」³、「金融・商事判例」、No. 1325⁴、二〇〇九年一〇月一日号、経済法令研究会、PP. 8-17

・十市（二〇〇九c）、十市崇、〃レックス・ホールディングス事件最高裁決定とMBO実務への影響（下）地裁決定および高裁決定を踏まえて「平成21.5.29」⁵、「金融・商事判例」、No. 1326⁶、二〇〇九年一〇月一日号、経済法令研究会、PP. 2-8

・清水（二〇一一）、清水建成、「レックス・ホールディングス孫座本賠償請求訴訟東京地裁判決」、〃判例タイムズ」、No. 1370⁷、二〇一二年七月、pp. 26-37

・吉川（二〇一三）、吉川慶、「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. 8⁸、二〇一三年九月（[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)）

・藤田（二〇一六）、藤田友敬「公開買付前置型キャ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（<http://www.jsri.or.jp/publish/record/pdf/058.pdf>）

*本研究の一部は公益財団法人石井記念証券研究振興財団の研究助成によっている。

（しま よしのり・客員研究員）

スポティファイの行ったDirect Listing（直接上場）

福本 葵

1 はじめに

二〇一八年四月三日、音楽ストリーミング配信サービスのスポティファイがNYSEに上場した。スポティファイの上場は伝統的なIPOとは異なっていた。これは新たな株式の発行を伴わない、証券会社による売り出しも行わない方法で、一般的にDirect Listing（直接上場）と呼ばれている。

スポティファイはどのような会社であろうか。スポティファイの行ったDirect Listingとは如何なるものであるうか。どこにも前例はないのか。スポティファイは何故にこのような上場を行ったのであろうか。

2 スポティファイとはどのような会社か

スポティファイは音楽ストリーミング配信サービスを行う会社である。同様のサービスを提供する競合他社には、アマゾンミュージック、グーグルプレイミュージック、アップルミュージックなどがある。同社は業界では最大手である。スポティファイは二〇〇六年スウェーデンで設立され、二〇〇八年サービスを開始した。二〇一八年二月二十八日現在、六一ヶ国で展開している。

二〇一七年一二月期の売上高は四〇億ユーロ（五二〇〇億円）、最終損益は一二億ユーロ（一五六〇億円）の赤字となっている。ちなみにスポティファイジャパンの場合、有料会員は月額九八〇円、アメリカにおいては

九・九九ドルである。同社は、有料会員七一〇〇万人を含む、一億五九〇〇万人の月間アクティブユーザー（MAU）がいる。

同社は企業評価額が一〇憶ドルを超える未上場企業、いわゆるユニコーン企業である。二〇一八年三月二三日には、ユニコーン企業であるドロップボックスが同じくNYSEに上場した。ユニコーン企業が、いつ、どの市場に上場するかは世界的な関心事になっている。

3 Direct Listingとは何か

（１）上場のメリット・デメリット

一般的に言われている発行会社にとっての上場の主たるメリットは、①広く資金調達が可能となる、②知名度の向上によって、商品やサービスの認知度が向上し、販売の拡大に繋がり、また、優秀な人材を確保することができるようになる、③自社株式をM&Aの対価として利用できるようになる、④従業員や役員に対する労働の報酬のストック・オプションとして利用できるようになる、などがあげられる。

一方、デメリットとしては、現経営陣にとっては、株式を公開することによって、株式保有構造が変化し、支配権が維持できなくなるリスクが生じる。また、上場やその後の情報開示のためのコストも大きい。アメリカでは私募市場が発達しており、コストも安い。公開市場はその流動性のみで優れているとする指摘もある。⁽¹⁾

一方、NYSEにとっては、また別のメリットがある。NYSEの新規上場は過去二〇年で五〇％以上減少している。規則変更をして、Direct Listingを認めることは、スポンデファイのみの特例ではなく、他のユニコーン企業にもNYSEへの上場を促すための策であろう。ナスダックはこれまでもDirect Listingが可能であった。⁽²⁾

スポンファイの行ったDirect Listingの場合、一般的な上場のメリットのうち、①の資金調達が行われない。また、スポンファイは既に有名企業であるため、②の上場による知名度向上も目的ではないであろう。上場のデメリットに関しては、フェイスブックなど、多くのユニコーン企業が行っているように、スポンファイは創業者が一〇倍議決権株式を所有することによって支配権が維持できるよう策を講じている。

(2) Direct Listingのメリット

① 引受手数料の節約

Direct Listingを定義した規則や法律はない。⁽³⁾ 一般的には上場の際に新規株式発行や売り出しをしないで証券取引所に上場することを指す。

証券会社は募集のみならず、売り出しなどの引受業務を担当しない。そのため、発行会社は発行にかかる費用のうち、引受手数料を節約することができる。

会計事務所のプライスウォーターハウスクーパース（以下、PwC）によると、引受手数料は公募価格×発行株式数×手数料率によって算出され、手数料率は概ね六％から七％程度である。スポンファイは引受証券会社に対する引受手数料を数千万ドルが節約できたと予想されている。⁽⁴⁾ スポンファイはモルガン・スタンレー等を財務アドバイザーとして採用したが、登録届出書によると支払った費用は三五〇〇万ドルであるとされる。⁽⁵⁾

引受手数料はIPO関連手数料のうちもとても大きい。これらの引受手数料は、銀行のシンジケート団に分配される。これにはアクティブブックランナー、パッシブブックランナーおよびコ・マネージャーが含まれる。これらの銀行の数はIPOの大きさによる。一般的に、一、三社のアクティブブックランナーと〇から四社のパッ

シブブックランナーに八五から九〇%の引受手数料が支払われ、一から四社のコ・マネージャーが五%から一〇%を受け取るとされている。⁽⁶⁾

同じくPwCによると年間収益が一億ドル未満の場合、IPOの平均総費用は一一五〇万ドルであり、そのうち引受証券会社の費用は八四〇万ドルであった。⁽⁷⁾ 年間収入一〇億ドル以上の企業の場合、IPOの平均費用は二五一〇万ドルで、そのうち引受証券会社の費用は一九七〇万ドルであった。引受証券会社の費用割合は総費用の七三%から七八・五%の範囲であった。⁽⁸⁾ このように、引受手数料はIPOに関する手数料の大半を占めている。引受手数料がかからないDirect Listingは割安な方法であるといえる。

② スピーディな売却

i ロックアップ期間がない

Direct Listingでは上場にして新株発行を行わない。既存の株主が所有する株式を売却するのみである。既存株主はどのような株主であつても全て、ロックアップ期間を待つことなく、上場と同時に直ちに売却することができる。

ロックアップ期間とは何であろうか。通常のIPOの場合、IPOの後、公開会社のインサイダー（役員、大株主、ベンチャーキャピタルなど）株主が株式売却を制限される期間がある。この期間をロックアップ期間という。一般的には九〇から一八〇日である。⁽⁹⁾

なぜロックアップ期間が設けられるのであろうか。それは、引受証券会社が需給バランスを考慮して公開価格を決定しても、インサイダーが持ち株を大量に売却すると株価が下落するからである。ロックアップ期間を定めたロックアップ条項は目論見書に記載される。

ロックアップ期間は引受証券会社との契約である。ロックアップを要求するのは、引受証券会社であり、Direct Listingの場合には引受証券会社が存在しないのでロックアップ期間もない。インサイダー株主も上場と同時に直ちに売却することができる。

Direct Listingの場合、引受会社が公開価格を調整しない。また、どのような株主がどのくらいの株式を売却するか、どのくらいの投資家が株式を購入しようとしているかも不透明である。

ii ロードショーは行われない

伝統的なIPOの場合、引受証券会社は機関投資家に対して、ロードショーを行う。ロードショーの初日よりも少なくとも一五日前にSECに対して申請書類が提出されなければならない。ブックビルディング方式の株価決定には、発行会社、引受証券会社、機関投資家の三社で行われ、個人投資家は関係なかった。このような決定の方法については、従来批判も多かった。

スポティファイの場合にはロードショーも行われなかった。スポティファイは三月一五日の投資家の日に説明会を開催した。その他、ロードショー類似の「投資家教育」やウェブサイトによる広報は行っている。スポティファイは他のユニコーン企業と同様に一般消費者にも有名な消費企業であり、また、Direct Listingという特殊な上場の方法を採用することによって、マスコミの注目を浴びた。スポティファイが投資家の日に行ったプレゼンテーションはいわゆるロードショーではなかったとされているが、このような諸事情も広報であるロードショーの必要がなかった要因でもあろう。

4 Direct Listingのための規則改正

(1) NYSEの規則改正

Direct Listingを行うためには、NYSEの上場マニュアルSection 102.01Bの注E、およびそれに関連する箇所を改正し、この改正をSECが承認する必要があった。二〇一七年三月一三日、NYSEはこの提案を発表し、二〇一八年二月二日、SECはこの提案を承認した。

Direct Listingの場合、発行者は一九三四年の証券取引法に基づいて登録するためにSECにフォーム一〇を提出しなければならないが、発行者が売却を行っていないため、一九三三年証券法に基づいてこれらの株式を登録する義務はない。

NYSEの上場規則102.01B脚注Eは、改正以前から普通株式を私募市場で取引されている会社が、一九三四年証券取引所法に基づく登録届出書をSECに提出し、これが有効になった時点でNYSEに上場することを認めている。

上場規則102.01Bの脚注Eは、「独立した第三者の評価額」および「証券取引所または登録ブローカーディーラー（私募市場）によって運営されている未登録（unregistered）証券の取引システムにおける普通株式の最新取引価格」の二つの評価とともに、公募株式の市場価値が少なくとも総額一億ドル以上であれば、これらの会社を上場を認める。

しかし、改正前の上場規則102.01Bの脚注Eは、IPOや一九三三年証券法による登録を行っていない場合の一九三四年証券取引法の登録の有効性について規定がなかった。つまり、Direct Listingができるかどうか明らかななかった。

そこで、改正後はIPOや証券法の登録がない場合の証券取引法の登録が認められることを明示した。つまり、条件を満たせば、Direct ListingがNYSEの裁量によって認められることが明記された。

二つ目の改正点は評価要件の緩和である。NYSEに上場するのに適した十分に大きな会社の中には、公開前の私募市場で証券を頻繁に取引していないものもある。そのため、改正後は、公募価格の市場価値が少なくとも二億五〇〇万ドル以上であることを示す最新の評価が入手できれば、先に述べた私募市場の要件を満たさなくとも上場が認められることとした。

スポティファイもNYSEに上場する以前の私募市場における取引は十分とはいえなかった。一方で二億五〇〇万ドルの条件は満たしていた。

(2) 価格の決定方法

Direct Listingによる上場には引受証券会社が利用されない。発行会社と引受会社が発行価格を交渉で決めない場合、公開価格はどのように決定されるであろうか。発行者がある市場から別の市場へ株式の上場を変えるとき、通常、新しい市場での取引は旧市場の最後の取引価格で開始する。

NYSEは二〇一八年二月二日上場マニユアルを改正し、旧要件の代わりに、独立した財務顧問による最近の評価によるとしている。

IPOの場合、引受証券会社が需要と供給を調査する。そして、引受証券会社はIPOの際、需要が不十分な場合には、追加購入やカバード・ショートセールなどその他のオプションによって株価の下支えをしている。反対に株価が高騰した場合には、オーバーアロットメント（冷やし玉）によって株価の高騰を抑える。

一方、Direct Listingでは、引受証券会社がないので、このような株価の調整は行われない。スポティファイが二〇一八年二月二八日に提出した登録届出書においても上場直後の株価は急激に下落する可能性も示唆している。名簿上の株主やその他の既存株主がどの程度の株式を売却するか予測がつかない。ロックアップ期間もないために供給過剰となる可能性もあれば、反対の可能性もある。

Direct Listingでは引受証券会社はないが、財務アドバイザーが存在する。スポティファイの財務アドバイザーはモルガン・スタンレーおよびアレクサンダー・キャンビーである。財務アドバイザーは、上場の前に未公開市場での取引価格を参考に、参照価格を発表する。二〇一八年四月二日、モルガン・スタンレーはスポティファイの参照価格を一二三ドルと発表した。

5 スポティファイが行ったDirect Listing

(1) Form F-1登録届出書と上場初日

二〇一八年二月二八日、スポティファイはSECにForm F-1を提出した。SECによるとこの効力が発生するのは、三月二三日としている。Form F-1とは通常は外国企業がIPOまたは他の方法で最初のOfferingを行う際に提出が義務づけられる。日本の有価証券届出書に相当する。目論見書概要、リスク要因、予想収入、企業構造、財務および債務データ、税金などの重要な情報を提供することにより、投資家を保護することを目的とする。

登録届出書によると、スポティファイの売り上げは伸びているが赤字は拡大している。二〇一七年の営業損失は三七八万ユーロであった。その一方で、キャッシュフローは一〇九万ユーロと余裕があった。

また、株式は三七ドルから一二三ドルの間の価格で取引されていた。モルガン・スタンレーが提示した参照価

格の一三二ドルは直近の価格を反映している。

二〇一八年四月三日、スポティファイはNYSEに上場し、初値は一六五・九ドル、終値は一四九・〇一ドルであった。ティックーションボルは「SPOT」。時価総額は約二六五億ドル（約二・八兆円）となった。

(2) スポティファイがDirect Listingを行った個別事情

① 転換社債契約

登録届出書によるとスポティファイには二〇一六年には一億ユーロ、二〇一七年には九億四千万ユーロの転換社債 (Convertible note) がある。転換社債の評価損は二〇一六年には二億四千五百万ユーロ、二〇一七年には五億二千四百万ユーロとなっていた。この転換社債で調達した資金が財務を圧迫していた。登録届出書には、この転換社債について詳細な記載がある (Form F-1 Description of Convertible Notes)。

転換社債は、ともにアメリカの投資ファンドであるTPG (テキサス・パシフィック・グループ) およびDragoneer (ドラゴニア・インベストメント・グループ) に対して、二〇一六年に発行した約一〇億ドルである。転換社債購入契約は二〇一六年三月二四日に締結され、四月一日にこれらのファンドに対し、転換社債が売却された。この転換社債の償還は二〇二一年であった。

転換社債は5%の利付債で発行され、この利息は二〇一八年四月以降半年ごとに一〇〇ベース・ポイントずつ増加する。

また、社債から株式への転換が発生するトリガーとなるイベントがあり、発行日から一二か月以内に特定の転換イベントが発生しなかったため、当初二〇%の転換ディスカウント率は二〇一七年四月一日に二五〇ベーシ

ス・ポイント増加し、その後、特定の転換イベントが発生するまで、半年ごとに二五〇ベシス・ポイントずつ増加することになっていた。つまり、トリガーの転換イベントが発生しないと転換価格がどんどん低下する仕組みとなっている。

転換社債には、転換社債を普通株式に転換する選択権を有する支配条項の変更もあった。満期日に、転換社債が転換または返済されていない場合は、元本に一〇%の年換算リターンを加えた金額を社債権者が受け取ることになる。

後述するテンセント取引と関連し、二〇一七年一二月に転換社債の一部は、転換契約に従い、転換社債三〇〇百万ドルが四八〇万株の普通株式に転換され、その後この株式はテンセントの関連会社に売却された。さらに、二〇一七年一二月の転換によって社債権者は一一〇百万ドルの転換社債と未払いの利息を合計一七五万四九六〇株の普通株式に転換した。二〇一八年一月、スポンティファイは転換社債の残額を保有する社債権者との間で転換契約を締結した。これに伴い、転換社債残高六二八百万ドルと未収利息は九四三万一九六〇株に転換された。

資金調達のないスポンティファイがNYSEへの上場を急いだのは、この転換社債契約のためであると考えられる。転換社債にはトリガー条項があり、転換イベントが発生しないと転換価格のディスカウント率が拡大することになっていた。上場はこの転換イベントであった。上場が遅れば遅れるほど、社債権者が多くの株式を取得することになる。社債権者に多くの株式が渡るよりもテンセントと契約し、テンセントとの提携を進め中国市場を開拓することが経営にとってプラスであると判断したと考えられる。

ただし、二〇一八年四月の上場時には、転換社債は既に株式に転換されていた。

② テンセント取引

二〇一七年二月一日、スポティファイとテンセントの音楽事業部であるテンセント・ミュージック・エンターテイメント（TME）は相互に株式を一〇%ずつ持ち合い、提携関係を強化することを発表した。テンセントは一九九八年に創業した中国最大のインターネット企業である。

スポティファイはテンセントと締結した契約を「テンセント取引」と呼んでいる。二〇一七年二月スポティファイとテンセントは、二つの別個の株式投資を完了した。最初の取引においては、(i) テンセント・ミュージック・エンターテイメント・グループ（TME）はスポティファイに対してTME株式を発行し、(ii) スポティファイは普通株式をTMEの関連会社に発行した。

二回目の取引では、テンセントの関連会社が市場においてスポティファイの普通株式を取得した。これらの取引に続いて、スポティファイはTMEの株式を少数保有しており、テンセントとTMEの両方がスポティファイの株式を少数保有している。

このような取引に関連して、TMEおよびテンセントの関連会社は、限られた例外を除きスポティファイの株式を二〇一七年二月一五日から三年間売却しないことに合意した。

③ 株式保有構造

Direct Listingの場合、新たな株式の発行は行われないが、既存の株主が株式を売却することによる株主構造の変化はありうる。

スポティファイは二種類の株式を発行することによって、支配権を維持している。一つはこの度上場される普通株式である。この株式には経済的利益および議決権の両方がある。もう一つは、Beneficiary Certificatesといふ

複数議決権株式である Daniel Ek および Martin Lorentzon に対して、普通株式一つにつき一〇株発行された。この株式には経済的権利はない。この株式に付加的な議決権を設けることができる。今回は各々の Beneficiary Certificate に一つの議決権を付与した。つまり創業者は一〇倍の議決権を取得した。この株式は特定の例外を除き譲渡できない。普通株式とリンクされており、リンクされている普通株式が売却または譲渡された時は自動的にリンクが遮断される。創業者の二人がこの株式を持つことによって、二名で八〇%以上の議決権を有することになる。創業者が、普通株式（A株）の一〇倍の議決権を持つB株を保有するフェイスブックと同様、創業者の経営権や発言権が損なわれる可能性は少ないと思われる。

6 イギリスのイントロダクション

NYSEでは初の資金調達のない上場であるが、イギリスでは多くの企業が同様の上場を行っている。⁽¹⁰⁾ このような上場方法をイギリスでは「イントロダクション」という。イントロダクションには二種類ある。いずれの場合にも上場と同時に新株を発行しないが、その後五年間新株発行しないものを Pure introduction、五年以内に新株を発行するものを two-stage firm（二段階会社）⁽¹¹⁾ という。ロンドン証券取引所によると一般に株式の二五%以上が既に公開されており、優れた多様性のある株式保有基盤を持つ会社がこの方法を採用することができる。例えば、既に別の法管轄下にある場合や既に上場されている別の市場からの分割上場による場合などがある。

イントロダクションの場合、引受手数料を払う必要はなく、広告の必要もほとんどない。

二段階会社の場合は、上場時には新株を発行せず、その後五年以内に時期を見計らって新株を発行する。この

ような方法を two-stage offering strategy（二段階公募売方式）という。会社がこのような方法を選択するのは、上場時の評価の不確実性（valuation uncertainty）を回避するためである。

7 おわりに

二〇一八年四月三日、スポティファイが伝統的なIPOとは異なる、Direct ListingというNYSEでは初めての方法で上場した。NYSEはスポティファイのDirect Listingのために規則改正を行った。Direct Listingは上場の際に新株を発行しないため、新たな資金調達は行われない。そのため引受に関する費用のうち最も高いコストである引受証券会社に対する引受手数料を支払うことがない。また、ロックアップ期間もなく、スポティファイはロードショーも行わなかった。

ただし、例え安価なDirect Listingであれ、資金調達の必要のないスポティファイがなぜ上場しなければならなかったかという疑問は残る。これはおそらく二〇一六年に締結した転換社債契約のためであると考えられる。転換のトリガーとなる転換イベントの発生が遅れば遅れるほど転換価格がデイスカウントされ、社債権者はより多くの株式を取得することになる。NYSEへの上場はトリガーとなる転換イベントであった。スポティファイがファンドと締結した転換社債契約は非常に不利であるように見える。一方でテンセントとは提携を強め、株式の相互持合いも進めたかった。

Direct Listingはナスダックやイギリスでは従来から行われている方法であるが、あまり取り上げられてこなかった。スポティファイは有名なユニコーン企業の一つであり、またDirect ListingはNYSE初であったため、マスコミは連日こぞってこのニュースを報道した。スポティファイはロードショーを行わなかったが、このような

報道には十分な宣伝効果があった。

既に有名な消費企業が多いその他のユニコーン企業が、安価で迅速な Direct Listing を検討する可能性は高いのではないかと考えられる。イギリスのイントロダクション方式での上場やナスダックの先例から学ぶものは大きいかもしれない。

注

- (1) John C. Coffee Jr, "The Spotify Listing: Can an "Underwriter-less" IPO Attract Other Unicorns?", January 16, 2018, <http://clsbluesky.law.columbia.edu/2018/01/16/the-spotify-listing-can-an-underwriter-less-ipo-attract-other-unicorns/>
- (2) "Direct Listings: A more certain path to Nasdaq" White paper, 2010, Keating Investments
- (3) NASDAQ Direct Listing <https://www.nasdaq.com/direct-listing> Spotify は初めは Nasdaq に 2010 年から 6 件の事例があるとされる。
- (4) Wall Street Journal "Spotify Kicks Off Its Unusual IPO" February 28, 2018
- (5) Cleary Gottlieb "Spotify's Direct Listing - A Look Under the Hood" April 17, 2018 <file:///D:/Spotify/spotify's-direct-listing-a-look-under-the-hood.pdf>
- (6) PwC "Considering an IPO to fuel your company's future? Insight into the costs of going public and being public" November 2017 https://www.pwc.com/hu/hu/szolgalatasok/konyvvizsgalat/szamviteli-tanacsadas/kiadvanyok/cost_of_an_ipo_2017.pdf
- (7) 二番目の法的費用は 140 万ドルであり、大きな開きがある。
- (8) 一番目の法的費用は 11% から 10.7% の間である。

- (9) 辰巳憲一「米国のIPOと証券発行規制について」『学習院大学経済論集』第四三卷第二号、二〇〇六年七月
- (10) Ambros Kecskes "Spotify's Direct Listing in the U.S. and Lessons from the UK", March 18, 2018
<http://cisbluesky.law.columbia.edu/2018/03/01/spotify-s-direct-listing-in-the-u-s-and-lessons-from-the-uk/>
- (11) FRANÇOIS DERRIEN and AMBRUS KECSKÉS "The Initial Public Offerings of Listed Firms" THE JOURNAL OF FINANCE, VOL. LXII, NO. 1, FEBRUARY 2007

*本研究は平成三〇年度日本学術振興会科学研究費基盤研究(C)17K03496の助成を受けたものである。

(ふくもと あおい・客員研究員)

証研レポート既刊目録

No.1694 (2016. 2) アドバイザ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	執筆者 二上 伊豆 志馬 黒沢
No.1695 (2016. 4) 投資運用ビジネスにおける新たな動向 クラウドファンディングの拡大と多様化 英独取引所グループの経営統合合意 スチュワードシップ・コードの可能性	二上 松尾 吉川 梅本
No.1696 (2016. 6) マイナス金利導入後の金融資産市場の変化 内外証券投資の収益と残高 レバレッジE T Fと株式市場 一 二〇一六年一月の市場分析一 消費税増税の先送りと改正特例公債法の成立	二上 伊豆 志馬 中島
No.1697 (2016. 8) 証券会社の収入構成の変化について S E CによるI E Xの取引所承認決定 一フラッシュ・ボーイズは救世主か一 米国S E CによるレバレッジE T Fの規制提案 国債市場特別参加者制度と最近の国債市場 一三菱東京U F J銀行の特別資格返上に関連して一	二上 吉川 志馬 築田
No.1698 (2016.10) 証券市場の新たな役割 英国のソーシャルレンディング 一最近の市場動向一 日銀の「新しい枠組み」を考える 金融の歯止めが利かない国債市場の謎	二上 松尾 伊豆 中島
No.1699 (2016.12) ロカベスティングとスローマネー 一資金の「地産地消」の取り組み一 C B O EによるB A T S買収合意 一買収されるという選択一 日本銀行の国債保有状況について 実質株主との対話	松尾 吉川 志馬 福本
No.1700 (2017. 2) 「株先五〇」三〇周年を迎えて 一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一 将来株式取得略式契約スキーム(SAFE)とクラウドファンディング 外為取引の減少について 欧州H F Tの実情3 一複数市場での重複指値注文一 日中の株価変動とレバレッジE T F 一Brexitとトランプ・ショック時の動き一 異次元金融緩和政策と国債金利形成の特徴	二上 松尾 伊豆 吉川 志馬 中島
No.1701 (2017. 4) 顧客本位の業務運営に関する原則 将来株式取得略式契約スキーム(SAFE)の課題 一クラウドファンディングとの関連で一 外為市場の各国比較 英独取引所グループの経営統合撤回	執筆者 二上 松尾 伊豆 吉川
No.1702 (2017. 6) フィンテック時代の証券業 E C Bの量的緩和と国債保有・損益負担 欧州ダーク・プールの実情 一英国F C Aの報告書にみる実態一 レバレッジE T Fに見る投資家行動 一市場価格データに基づく実証分析一	二上 伊豆 吉川 志馬
No.1703 (2017. 8) フィンテックの促進へ進展する制度整備 非上場株式およびTokyo Pro Marketの最近の動向 欧州ダーク・プールの実情2 一英国F C Aのデータ分析にみる実態一 米国のレバレッジ系E T Fにおける投資家行動	二上 松尾 吉川 志馬
No.1704 (2017.10) 投資型クラウドファンディングの新たな展開 欧州ダーク・プールの実情3 一英国F C Aのデータ分析にみる実態2一 我が国のマネジメント・バイアウト(MBO)をめぐる動向 赤字国債膨張の財政構造分析 一少子高齢化が財政に与える影響について一	松尾 吉川 志馬 中島
No.1705 (2017.12) わが国証券業界の回顧二〇年 株主コミュニティ制度の現状と課題 モンテパスキ銀行の救済とペイルイン ブローカー・ディーラーの注文回送について	二上 松尾 伊豆 清水
No.1706 (2018. 2) 最近の欧米における金融商品販売規制改革 取引所外(市場外)取引の様々な形態について 一P T S、ダーク・プール、仲介(媒介)一 日本におけるクラウドS A F Eの試み 我が国のP T Sを巡る状況 役員等の自社株売買情報の開示 一なぜ日経新聞には役員の自社株売買情報が掲載されないのか?一	森本 二上 松尾 志馬 梅本
No.1707 (2018. 4) 急速に拡大するフィンテック 拡大する国内株式投資型クラウドファンディング E Uにおけるペイルインとペイルアウト ダブル・ボリュウム・キャップ 一E Uのダーク・プール取引規制一	二上 松尾 伊豆 吉川

公益財団法人 日本証券経済研究所 ホームページのご案内

<http://www.jsri.or.jp/>

(YAHOO、Google などの検索サイトで、「証券経済研究所」、「jsri」ですぐ検索できます。)

I. 研究所の紹介等

J S R Iについて

当研究所の概要や事業活動を紹介しています。

出版 物 案 内

『証券レビュー』『証研レポート』『金融商品取引法研究会研究記録』の全文、『証券経済研究』の各論文要旨を掲載しています。また、定期刊行物のバックナンバー一覧、単行本の内容紹介と目次もご覧いただけます。

証 券 図 書 館

証券図書館の概要や利用の手引きを紹介しています。

講 演 会 録

「資本市場を考える会」「証券セミナー」の講演会録（全文）をお読みいただけます。

研 究 会

当研究所が主催する研究会の概要と活動状況を紹介しています。また、金融商品取引法研究会研究記録（全文）をご覧いただけます。

株 式 投 資 収 益 率

株式投資収益率（東証第一部、第二部）の年別・月別のデータ（概要）や産業別・銘柄によるランキングを掲載しています。

ト ピ ッ ク ス

海外の論文の翻訳・紹介や証券経済関係の小論文を掲載しています。

II. データベース検索

研 究 所 出 版 物

出版物案内に掲載している出版物を書名・論文名または著者名等により検索できます。

証券図書館の蔵書

証券図書館所蔵の蔵書を書名、著者名等により検索できます。また、新規受け入れ図書を紹介する新着資料案内もあります。

証券関係の論文・記事

証券図書館（東京）が受け入れている国内雑誌に掲載された証券関係の論文・記事を論文名、著者名及びキーワードにより検索できます。

証 券 年 表

新聞、雑誌等の記事を「証券」「金融」「一般」に3分類し、月単位で更新しています。日付ごとに記事を一覧することができるとともに、探したい用語を含む記事の検索もできます。

証券図書館移転のお知らせ

大阪研究所の証券図書館は7月4日（水）より大阪平和ビル地階から7階へ移転いたします。

移転に向けた準備のため、下記の通り、臨時休館させていただきますので、ご了承下さい。

なお、この度の移転に伴いまして、6月初旬より、一部の図書について、約1か月程度、閲覧、貸出しを制限させて頂くこととなりますので、ご理解くださいますようお願い申し上げます。

また、移転作業中は、図書館内が多少雑然とすることも予想され、閲覧者の皆様にはご迷惑をおかけしますが、ご協力くださいますよう、重ねてお願い申し上げます。

記

6月11日（月）

6月12日（火）

6月28日（木）

6月29日（金）

7月2日（月）

7月3日（火）

証研レポート第一七〇八号
二〇一八年六月十一日発行
(偶数月第二月曜日発行)

2018年6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)