



レポート

No.1737

2023年4月

英国および米国におけるクラウドファンディング

～株式投資型を中心に～

松尾 順介（1）

シリコンバレー銀行の破綻と資金フロー

～預金・MMF・FRB～

伊豆 久（18）

世界の取引所取引の現況

～WFE報告書に基づく考察～

吉川 真裕（30）

米国のUniversal Proxy（ユニバーサル・プロキシ）の導入

福本 葵（40）

英国および米国におけるクラウドファンディング

～株式投資型を中心に～

松尾 順介

はじめに

コロナ禍にもかかわらず、日本の株式投資型クラウドファンディング市場は、かなり堅調に推移し、日本証券業協会の統計によると、取扱件数は二〇一七年二件から二〇二〇年七〇件、二〇二一年一〇三件、二〇二二年一四件と増加している。また、発行価格の総額で見ても、二〇一七年四億七三〇〇万円から二〇二〇年一六億四〇〇〇万円、二〇二一年二四億五四〇〇万円、二〇二二年一九億三三〇〇万円となっており、昨年はやや減少したものの、概ね増加傾向をたどっている。⁽¹⁾ただし、株式投資型クラウドファンディングは、イギリスやアメリカが日本より先行しており、より大規模な市場を形成するとともに、中小・ベンチャー企業の資金調達にとっても重視されているものと思われる。

したがって、本稿では、イギリスとアメリカのクラウドファンディングについて株式投資型クラウドファンディングを中心にして、前号に引き続き⁽²⁾、The Cambridge Center for Alternative Finance (CCAF) のレポートをもとに考察する。

1 欧州の状況

まず、欧州全体のクラウドファンディングの推移について概観すると、二〇一三年の一五億ドルから二〇一九年の二三億ドルへと一五倍超の増加を示している。二〇二〇年はやや減少し、一二六億ドルとなっているが、コロナ感染やブレイクジットの影響下でも二〇一八年の一八一億ドルを上回っている。なお、二〇二〇年の減少に関しては、プラットフォームからのデータ収集に起因しており、むしろこの間の市場規模は安定的に推移していた可能性もあるとともに、為替レートの影響も考えると、市場規模は堅調に推移していたことも考えられる（図表1参照）。

次に、この市場において英国は、欧州最大の市場規模を有しており、世界的にみても二〇一九年と二〇二〇年は、米国に次ぐ二位の市場規模を誇っている。また、英国市場は、過去五年間増加傾向を示しており、二〇一五年の四九億ドルから二〇二〇年一二六億ドルへと約二・六倍に拡大している。特に、コロナ感染やブレイクジットの影響にもかかわらず、二〇二〇年は前年の一一〇億ドルから一二六億ドルへと一六億ドル、対前年比約一五％の伸びを示している（図表2参照）。

第三に、英国を除く欧州の市場規模は、二〇一九年から二〇二〇年にかけて二三億ドル、一八・九％の下落を示している（図表3参照）。特に、

図表1 欧州全体のクラウドファンディングの概況

（単位：10億ドル、％）

	2013年	2014年	2015年	2016年	2017年	2018年	2019年	2020年
総額	1.5	3.8	6.0	8.5	11.9	18.1	23.2	22.6
増加率	—	153.3	57.9	41.7	40.0	52.1	28.2	-2.6

（出所）The Cambridge Center for Alternative Finance (CCAF) [2021]、70頁より作成。

図表2 英国のクラウドファンディングの概況

（単位：10億ドル、％）

	2015年	2016年	2017年	2018年	2019年	2020年
総額	4.9	6.8	8.0	10.4	11.0	12.6
増加率	—	38.8	17.6	30.0	5.8	14.5

（出所）前掲、71頁より作成。

落ち込みが激しいのは、ベネルクス三国であり、二〇一九年二九・七億ドルから二〇二〇年六・五億ドルへと二三・二億ドル、七八・一％の下落を示した。ただし、この下落にもかかわらず、欧州における第二位の市場であり続けている。また、この下落の原因は、貸付型の下落（二九億ドルから五・九億ドル）に起因するものであり、オランダの貸付型プラットフォームが二〇二〇年の調査に参加していないことが主な要因であると説明している。なお、同期間にドイツは一四・二億ドルから一四・八億ドルへと四・二％増、フランスは一三・二億ドルから一六・六億ドルへと二五・八％、イタリアは一五・五億ドルから一八・六億ドルへと二〇・〇％の上昇を示している（図表4参照）。

第四に、種類別に概観すると、貸付型は二〇一九年八二・六％、二〇二〇年六四・〇％であり、シェアを低下させているものの、依然として欧州全体で支配的なシェアを維持している。

英国においても貸付型は、二〇一九年七五・一％、二〇二〇年四八・六％と圧倒的であるが、非投資型がこれに次いでおり、金額ベースでも二億ドルから五八億ドルへと大幅に増加している。また、エクイティ型は六・二億ドルから六・六億ドルへとやや増加している。

ベネルクス三国については、前述のように貸付型が急減したことから、大幅に低下している。

ドイツについては、貸付型は九・五億ドルから一〇億ドルへと増加し、エクイティ型の四・一億ドルから三・八億ドル、非投資型の〇・五億ドルから一億ドルと比較すると、かなり高

図表3 英国を除く欧州のクラウドファンディングの概況

(単位：10億ドル、％)

	2013年	2014年	2015年	2016年	2017年	2018年	2019年	2020年
総額	0.4	0.8	1.1	2.3	3.8	7.7	12.2	9.9
増加率	—	100.0	37.5	109.1	65.2	102.6	58.4	-18.9

(出所) 前掲、71頁より作成。

図表4 欧州各国・地域のクラウドファンディングの概況

(単位：百万ドル、%)

		2018年	2019年	2020年
英国	金額	10,368	11,016	12,643
	増加率	—	6.3	14.8
	シェア	57.3	48.0	56.3
ベネルクス三国	金額	1,860	2,965	652
	増加率	—	59.4	-78.0
	シェア	10.3	12.9	2.9
ドイツ	金額	1,276	1,417	1,482
	増加率	—	11.1	4.6
	シェア	7.1	6.2	6.6
フランス	金額	935	1,317	1,660
	増加率	—	40.9	26.0
	シェア	5.2	5.7	7.4
北欧	金額	825	661	923
	増加率	—	-19.9	39.6
	シェア	4.6	2.9	4.1
バルト三国	金額	540	717	636
	増加率	—	32.8	-11.3
	シェア	3.0	3.1	2.8
イタリア	金額	533	1,554	1,858
	増加率	—	191.6	19.6
	シェア	2.9	6.8	8.3
スペイン	金額	436	640	692
	増加率	—	46.8	8.1
	シェア	2.4	2.8	3.1
東欧	金額	414	601	535
	増加率	—	45.2	-11.0
	シェア	2.3	2.6	2.4
CIS	金額	388	1,508	878
	増加率	—	288.7	-41.8
	シェア	2.1	6.6	3.9
ジョージア	金額	193	58	18
	増加率	—	-69.9	-69.0
	シェア	1.1	0.3	0.1
バルカン諸国	金額	188	372	318
	増加率	—	97.9	-14.5
	シェア	1.0	1.6	1.4
中欧	金額	123	91	138
	増加率	—	-26.0	51.6
	シェア	0.7	0.4	0.6
アイルランド	金額	20	32	20
	増加率	—	60.0	-37.5
	シェア	0.1	0.1	0.1
合計	金額	18,099	22,949	22,453
	増加率	—	26.8	-2.2
	シェア	100.0	100.0	100.0

(出所) 前掲、71頁より作成。

いシェアとなっている。なお、エキイティ型の低下については、不動産クラウドファンディングによるものと考えられているが、これはコロナ感染拡大によるものではなく、不動産プロジェクト開発業者に対する規制が強化され、既存の金融機関との連携が難しくなったことによるものと説明されている。また、非投資型は、コロナ対策の購入型プラットフォームに対する政府の支援もあり、この間に倍増している。

イタリアについては、貸付型が一五億ドルから一八億ドルに増加し、欧州第三位の市場規模となっている。エキイティ型〇・六億ドルから〇・七四億ドルに増加し、非投資型の〇・二二億ドル、〇・二四億ドルを上回って

いる（図表5参照）。

第五に、種類別のクラウドファンディングをさらに細かくみていくと、貸付型はP2P市場型消費者向け貸付、P2P市場型事業者向け貸付、P2P市場型事業者向け貸付、P2P市場型不動産向け貸付、バランスシート型消費者向け貸付、バランスシート型事業者向け貸付、インボイス取引に分類される。

このうち二〇二〇年のデータについてみると、P2P市場型事業者向け貸付では、英国

図表5 欧州各国・地域の種類別のクラウドファンディングの概況

（単位：百万ドル、％）

	種類	2019年		2020年	
		金額	比率	金額	比率
英国	貸付型	8,270	75.1	6,149	48.6
	エクイティ型	624	5.7	656	5.2
	非投資型	2,122	19.3	5,837	46.2
	合計	11,016	100.0	12,642	100.0
ベネルクス三国	貸付型	2,911	98.2	589	90.2
	エクイティ型	25	0.8	31	4.7
	非投資型	29	1.0	33	5.1
	合計	2,965	100.0	653	100.0
ドイツ	貸付型	953	67.3	1,001	67.7
	エクイティ型	410	28.9	375	25.4
	非投資型	54	3.8	103	7.0
	合計	1,417	100.0	1,479	100.0
フランス	貸付型	945	71.8	1,159	69.8
	エクイティ型	302	22.9	432	26.0
	非投資型	70	5.3	69	4.2
	合計	1,317	100.0	1,660	100.0
北欧	貸付型	905	94.3	845	91.5
	エクイティ型	34	3.5	43	4.7
	非投資型	21	2.2	36	3.9
	合計	960	100.0	924	100.0
バルト三国	貸付型	684	95.5	607	95.4
	エクイティ型	31	4.3	28	4.4
	非投資型	1	0.1	1	0.2
	合計	716	100.0	636	100.0
イタリア	貸付型	1,472	94.7	1,760	94.7
	エクイティ型	62	4.0	74	4.0
	非投資型	21	1.4	24	1.3
	合計	1,555	100.0	1,858	100.0
	種類	2019年		2020年	
		金額	比率	金額	比率
スペイン	貸付型	537	83.9	591	85.4
	エクイティ型	69	10.8	61	8.8
	非投資型	34	5.3	40	5.8
	合計	640	100.0	692	100.0
東欧	貸付型	550	91.4	441	82.4
	エクイティ型	7	1.2	8	1.5
	非投資型	45	7.5	86	16.1
	合計	602	100.0	535	100.0
CIS	貸付型	1,498	99.3	867	98.7
	エクイティ型	0	0.0	0	0.0
	非投資型	10	0.7	11	1.3
	合計	1,508	100.0	878	100.0
ジョージア	貸付型	57	98.3	17	94.4
	エクイティ型	0	0.0	0	0.0
	非投資型	1	1.7	1	5.6
	合計	58	100.0	18	100.0
バルカン諸国	貸付型	363	97.6	294	92.5
	エクイティ型	2	0.5	13	4.1
	非投資型	7	1.9	11	3.5
	合計	372	100.0	318	100.0
中欧	貸付型	43	47.3	46	33.3
	エクイティ型	26	28.6	61	44.2
	非投資型	22	24.2	31	22.5
	合計	91	100.0	138	100.0
全体	貸付型	19,188	82.6	14,366	64.0
	エクイティ型	1,592	6.9	1,782	7.9
	非投資型	2,437	10.5	6,283	28.0
	合計	23,217	100.0	22,431	100.0

（出所）前掲、72頁より作成。

は三二・六億ドルで、第二位のイタリア八億ドルを大きく引き離している。またP2P市場型不動産向け貸付でも英国は一九・〇億ドルで、第二位のスウェーデン一・三億ドルを大きく上回っている。さらに、バランスシート型事業者向け貸付では、英国七・六億ドルで、第二位のリトアニア〇・八億ドルを大きく引き離している。ただし、P2P市場型消費者向け貸付では、二〇一九年英国は二一・六億ドルで、第二位のドイツ七・九億ドルを大きく上回っていたが、二〇二〇年には二・六億ドルと急減し、ドイツ八億ドル、ポーランド三億ドル、フランス二・七億ドルを下回る結果となっている。

エクイティ型については、二〇一九年は英国四・八億ドル、スペイン〇・六億ドル、イタリア〇・五億ドル、ドイツ〇・三億ドルであり、二〇二〇年も英国五・五億ドル、イタリア〇・七億ドル、スペイン〇・六億ドル、ドイツ〇・五億ドルとなっており、依然として英国が突出した市場規模となっている。なお、不動産型や購入型はドイツ、フランス、英国などが上位を占めているが、他の種類ほどには顕著な差はみられない。ただし、寄付型については、英国は二〇一九年二〇・六億ドル、二〇二〇年五七・七億ドルであり、それぞれ第二位のポーランド〇・三億ドル、アイルランド一・三億ドルを大きく上回っている。

2 英国の状況

英国について、中小企業やベンチャー企業の資金調達との関連でみていくと、二〇一五年から堅調に増加傾向を示しており、二〇二〇年は前年と同水準だったものの五年間で九一%増となっている（図表6参照）。なお、二〇二〇年については、外国企業の影響によってバランスシート型事業者向け貸付が前年の一〇・六億ドルから七・六億ドルに低下したためとされている。

次に、エクイティ型についてみると、二〇一二年四〇〇万ポンドから二〇二〇年五億四九〇〇万ポンドへと八年間に約一四〇倍に増加している。他方、シード・ベンチャー企業への出資総額は、二〇一二年五億六三〇〇万ポンドから二〇二〇年三六億四三〇〇万ポンドへと六・五倍の増加を示している。その間、ベンチャーキャピタルの出資総額は、三億四三〇〇万ポンドから九億五八〇〇万ポンドへと二・八倍の増加であることから、相対的にエクイティ型クラウドファンディングの出資比率が高まっていることがわかる。具体的には、二〇一二年にはシード・ベンチャー企業への出資総額に占めるベンチャーキャピタルの出資割合は、約六一％を占めていたが、二〇一九年には五〇％以下に低下している。その間、エクイティ型クラウドファンディングの出資割合は、〇・七％から約一五％に上昇し、かなりの存在感をもつに至っている（図表7参照）。

第三に、貸付についてみると、イングランド銀行の推計では、国内の銀行による中小企業向け融資額は二〇一九年五六七億ポンドであり、この間ほぼ横ばい程度で推移していたが、コロナ感染拡大の影響により、コロナ対策事業者支援融資制度（Coronavirus Business Interruption Loan Scheme：CBILS）が導入されたため、二〇二〇年には一〇三八億ポンドへと八三％増加した。なお、同制度はコロナ禍によって収入を失った中小事業者に対して金融支援を行うものであり、二〇二〇年五月から二〇二一年二月までの間に二五二億ポンドの融資が実行された。同様に融資総額の推計でも、二〇一九年には売上高二〇〇万ポンド未満の事業者に対する融資額は八〇億ポンド、売上高二五〇〇万ポンド未満には二〇〇億ポンドであったのが、二〇二〇年にはそれぞれ四九〇億ポンド、六九

図表6 英国における中小企業向けクラウドファンディングの市場規模

（単位：10億ドル、％）

	2015年	2016年	2017年	2018年	2019年	2020年
金額	3.4	4.9	5.6	6.0	6.5	6.5
増加率	—	44.1	14.3	7.1	8.3	0.0

（出所）前掲、80頁より作成。

○億ポンドに上昇している。

このような融資状況の下で、P2P市場型事業者向け貸付の小規模事業者向け新規融資に対する比率は、二〇一二年〇・九％から堅調に推移し、二〇一九年四四・四％に達したが、前述の事情により二〇二〇年には八・三％に低下した。同様に、中小企業向け新規融資に対する比率も二〇一二年〇・三％から二〇一九年には一七・八％へと上昇した後、二〇二〇年には五・八％に低下した。さらに、銀行融資に対する比率も二〇一二年〇・二％から二〇一九年六・三％へと上昇した後、二〇二〇年には三・九％へと低下している。

なお、バランスシート型事業者向け貸付については、二〇一九年七億五五〇〇万ドル、二〇二〇年一〇億六二〇万ドルとされているので、ポンド換算（一ポンド＝〇・八ドル）では、それぞれ概ね六億ポンド、八億ポンド程度である。これを加えると前述の比率はいくぶん上昇するが、趨勢には影響しない（図表8参照）。

第四に、機関化の進展状況を見ると、機関投資家の割合は、二〇一九年四三％から二〇二〇年六六％に上昇しており、イタリア九四％、九三％、アイルランド五〇％、七五％などに次ぐ高水準であり、ドイツ五四％、四七％、フランス五九％、六一％を上回っている。

図表7 英国における株式投資型クラウドファンディングと
シード・ベンチャーの資金調達の推移

（単位：百万ポンド、％）

		2012年	2013年	2014年	2015年	2016年	2017年	2018年	2019年	2020年
株式投資型クラウド ファンディング(A)	金額	4	28	84	245	272	333	363	475	549
	増加率	—	600.0	200.0	191.7	11.0	22.4	9.0	30.9	15.6
ベンチャーキャピタル の出資総額(B)	金額	343	298	293	345	262	463	626	958	—
	増加率	—	-13.1	-1.7	17.7	-24.1	76.7	35.2	53.0	—
シード・ベンチャー企 業への出資総額(C)	金額	563	522	874	1,574	1,566	2,580	3,165	3,223	3,643
	増加率	—	-7.3	67.4	80.1	-0.5	64.8	22.7	1.8	13.0
A/B		1.2	9.4	28.7	71.0	103.8	71.9	58.0	49.6	—
B/C		60.9	57.1	33.5	21.9	16.7	17.9	19.8	29.7	—
A/C		0.7	5.4	9.6	15.6	17.4	12.9	11.5	14.7	15.1

（出所）前掲、81頁より作成。

第五に、国際化の進展状況を見ると、英国への資金流入は二四％であり、ドイツ五％、フランス一三％などを上回っているものの相対的に低位である。これは自国の資本市場の規模が相対的に大きいことによるものと説明されている。したがって、バルト三国八六％、バルカン諸国七五％、東欧九一％などが高水準を示している。

第六に、金融包摂については、英国は九六％となっており、ドイツと中欧の一〇〇％に次ぐ高水準である。また、英国の四％も一部の金融サービスにはアクセス可であり、完全に排除された割合は〇％である。

第七に、女性の参加割合について、資金調達に占める女性の割合を見ると、英国は二〇一九年四七％から二〇二〇年五九％へと上昇している。その結果、アイランド六三％に次ぐ高水準となっている。

第八に、プラットフォーム運営会社にとってのリスク要因をみると、英国の場合、最も高いリスクとされているのは、大手の参入であり、六九％が高リスクと

図表 8 英国におけるP2P市場型事業者向け貸付と銀行融資の推移

(単位：10億ポンド、％)

	2012年	2013年	2014年	2015年	2016年	2017年	2018年	2019年	2020年
P2P市場型事業者向け貸付 (A)	0.1	0.2	0.8	0.9	1.2	2.0	2.6	3.6	4.0
バランスシート型事業者向け貸付 (B)	—	—	—	—	—	—	—	0.6	0.8
小規模事業向け新規融資 (C)	6.6	6.3	6.4	6.7	6.9	7.0	9.2	8.1	48.6
中小企業向け新規融資 (D)	18.2	20.5	22.7	19.9	18.3	21.4	22.0	20.2	68.8
中小企業向け銀行融資 (E)	38.0	43.0	54.0	58.0	59.0	57.0	57.7	56.7	103.8
A / C	0.9	3.0	11.7	13.1	17.4	28.6	27.7	44.4	8.3
A / D	0.3	0.9	3.3	4.4	6.6	9.3	11.6	17.8	5.8
A / E	0.2	0.4	1.4	1.5	2.0	3.5	4.4	6.3	3.9
A + B / C	—	—	—	—	—	—	—	51.9	9.9
A + B / D	—	—	—	—	—	—	—	20.8	7.0
A + B / E	—	—	—	—	—	—	—	7.4	4.6

(出所) 前掲、81頁より作成。

しており、他の諸国より高水準である。逆に、顧客の不正行為を高リスクとしたのは一三%にとどまっている。

最後に、規制の適切さについては、二〇一九年は「十分・適切」は七五%だったが、二〇二〇年には一〇〇%に上昇しており、フランス六八%、ドイツ四五%などを大きく上回り、かなり突出した結果を示している。

3 米国の状況

米国は、世界最大のクラウドファンディング市場を有し、世界市場の六五%を占めている。二〇二〇年には、市場規模は七三六・二億ドルに達し、二〇一九年の五一五・二億ドルから四三%増を示している。このような急増の要因としては、消費者向け貸付の増加が挙げられる（図表9参照）。

まず、P2P市場型消費者向け貸付は、対前年二〇・五%増を示し、二八〇・八億ドルに達し、市場シェア第一位の三九・七%を占めている。また、バランスシート型消費者向け貸付も対前年一五・五%増を示し、八二・一億ドルから九四・八億ドルに増加し、市場シェアは一三・四%を占めている。したがって、二種類の消費者向け貸付だけで市場シェア五三・一%となっている。二〇二〇年はコロナ禍の影響もあり、プラットフォーム運営会社は、様々な種類の消費者向け貸付にシフトする傾向がみられるようである。

次に、政府は小規模事業者に対して給与保護プログラム (Paycheck Protection Program :

図表9 米国のクラウドファンディングの市場規模

(単位：10億ドル、%)

	2013年	2014年	2015年	2016年	2017年	2018年	2019年	2020年
金額	4.40	11.56	28.40	34.53	42.81	61.13	51.52	73.62
増加率	—	162.7	145.7	21.6	24.0	42.8	-15.7	42.9

(出所) 前掲、123頁より作成。

PPP）を導入し、大規模な緊急融資を実施した⁽⁴⁾。その際、プラットフォーム運営会社はP2P市場型およびバランスシート型貸付を利用した融資スキームを組成し、二〇二〇年には六〇億ドルのPPP融資が実行され、さらに二〇二一年には二二〇億ドルが実行された。これに

図表10 米国における貸付型の市場規模

(単位：10億ドル、%)

		2014年	2015年	2016年	2017年	2018年	2019年	2020年
P2P市場型消費者向け貸付	金額	7.64	17.92	21.05	14.66	25.39	23.31	28.08
	増加率	—	134.6	17.5	-30.4	73.2	-8.2	20.5
	構成比	72.4	67.4	65.0	36.6	52.4	47.8	39.7
バランスシート型事業者向け貸付	金額	1.11	2.25	6.0	6.73	12.39	13.27	22.5
	増加率	—	102.7	166.7	12.2	84.1	7.1	69.6
	構成比	10.5	8.5	18.5	16.8	25.6	27.2	31.8
バランスシート型消費者向け貸付	金額	0.69	3.07	2.94	15.2	7.52	8.21	9.48
	増加率	—	344.9	-4.2	417.0	-50.5	9.2	15.5
	構成比	6.5	11.5	9.1	38.0	15.5	16.8	13.4
P2P市場型事業者向け貸付	金額	0.98	2.58	1.33	1.45	2.03	1.49	8.27
	増加率	—	163.3	-48.4	9.0	40.0	-26.6	455.0
	構成比	9.3	9.7	4.1	3.6	4.2	3.1	11.7
バランスシート型不動産向け貸付	金額	—	—	—	0.67	0.33	1.78	1.78
	増加率	—	—	—	—	-50.7	439.4	0.0
	構成比	—	—	—	1.7	0.7	3.7	2.5
P2P市場型不動産向け貸付	金額	0.13	0.78	1.04	1.23	0.66	0.54	0.34
	増加率	—	500.0	33.3	18.3	-46.3	-18.2	-37.0
	構成比	1.2	2.9	3.2	3.1	1.4	1.1	0.5
負債証券	金額	—	—	0.03	0	0.01	0.1	0.14
	増加率	—	—	—	-100.0	—	900.0	40.0
	構成比	—	—	0.1	0.0	0.0	0.2	0.2
消費者購買ローン	金額	—	—	—	—	—	0.05	0.07
	増加率	—	—	—	—	—	—	40
	構成比	—	—	—	—	—	0.1	0.1
インボイス取引	金額	—	—	—	0.11	0.14	0	0
	増加率	—	—	—	—	27.3	-100.0	—
	構成比	—	—	—	0.3	0.3	0.0	0.0
小型社債	金額	—	—	0	0	0	0	0
	増加率	—	—	—	—	—	—	—
	構成比	—	—	0	0	0	0	0
合計	金額	10.55	26.6	32.39	40.05	48.47	48.75	70.66
	増加率	—	152.1	21.8	23.6	21.0	0.6	44.9

(出所) 前掲、124頁より作成。

よってクラウドファンディングによる貸付は、PPP融資額七九九〇億ドルのうちの三・五%を占めたとされる。具体的には、バランスシート型事業者向け貸付は、二〇一九年一三・七億ドルから二二・五億ドルへと六九・五%増を示している。また、P2P市場型事業者向け貸付は一四・九億ドルから八二・七億ドルへと四五・五%増となっている。この二種類の事業者向け貸付の市場シェアは、四三・五%となっている。

第三に、不動産向け貸付についてみると、二種類の合計金額は、二〇一八年九・九億ドルから二〇一九年二三・二億ドルとなり、対前年比一三五%増であったが、二〇二〇年は二一・二億ドルとなり、八・二%減となっている。この背景にはコロナ感染拡大による経済の不確実性とそれに伴う不動産市場の不安定性が指摘されている。まずバランスシート型不動産向け貸付は、二〇一九年も二〇二〇年も一七・八億ドルと横ばいであり、P2P市場型不動産向け貸付は二〇一九年五・四億ドルから二〇二〇年三・四億ドルへと三七%減少している（図表10参照）。

第四に、エクイティ型については、株式投資型クラウドファンディングは、二〇一八年五・一億ドルから二〇一九年一・四億ドルに七二・五%の下落を示した後、二〇二〇年には三・三億ドルへと一三五・七%増となっている（図表11参照）。この回復の要因は、コロナ禍のもとでクラウドファンディングを実施する小規模企業に対して、SECが導入した暫定的かつ条件付きの救済策によるものである。⁽⁵⁾したがって、このような回復傾向は二〇二一年も続いているため、二〇二一年の市場規模はより拡大しているとされている。なお、SECは単独の資金調達者の調達金額の上限を引き上げるとともに、投資金額の制限についても緩和している。⁽⁶⁾

4 米国における事業者向けクラウドファンディングの推移

米国における事業者向けクラウドファンディングの推移をみると、二〇一六年八億ドルから二〇二〇年三一七・三億ドルへと三・六倍に増加している。ただし、二〇一八年一六三億ドルから二〇一九年一五〇・七億ドルへと七・五%減となったが、二〇二〇年にはほぼ倍増し、米国のクラウドファンディング市場の四五%を占めるに至っている。なお、中小企業向け取引件数ベースでは、二〇一九年二六万九五〇件から二〇二〇年六〇万四九四〇件に増加している。この増加の要因として、前述の通り、PPPスキームが中小企業向け貸付における役割が挙げられ、二〇二〇年には三一七・三億ドルに達している（図表12参照）。

まとめ

以上、英国および米国のクラウドファンディングの概況について、The Cambridge Center for Alternative Finance（CAF）のレポートをもとに概観した。

図表11 米国におけるエクイティ型の市場規模

（単位：10億ドル、%）

		2014年	2015年	2016年	2017年	2018年	2019年	2020年
不動産型クラウドファンディング	金額	0.13	0.47	0.81	1.85	1.79	1.76	1.5
	増加率	—	261.5	72.3	128.4	-3.2	-1.7	-14.8
	構成比	32.5	44.3	58.7	88.1	70.2	92.6	82.0
株式投資型クラウドファンディング	金額	0.27	0.59	0.55	0.24	0.51	0.14	0.33
	増加率	—	118.5	-6.8	-56.4	112.5	-72.5	135.7
	構成比	67.5	55.7	39.9	11.4	20.0	7.4	18.0
出資証券	金額	—	—	0.02	0.01	0.25	0	0
	増加率	—	—	—	-50.0	2400.0	-100.0	—
	構成比	—	—	1.4	0.5	9.8	0.0	0.0
コミュニティ・シェア	金額	—	—	—	—	—	0	0
	増加率	—	—	—	—	—	—	—
	構成比	—	—	—	—	—	0	0
合計	金額	0.4	1.06	1.38	2.1	2.55	1.9	1.83
	増加率	—	165.0	30.2	52.2	21.4	-25.5	-3.7

（出所）前掲、126頁より作成。

まず、英国については、株式投資型クラウドファンディングでの資金調達がベンチャーキャピタルの出資額を上回るような時期もあり、ベンチャーファイナンスにおける位置づけがかなり定着しているものと思われる。

次に、英国では中小企業向け融資における貸付型クラウドファンディングの比率もコロナ感染拡大までは堅調に推移し、中小企業向け融資においてもかなりの存在感をもつようになっていいると思われる。

第三に、米国は世界最大の市場規模を誇っているが、ほとんどは貸付型で占められており、株式投資型クラウドファンディングの割合は小さなものに留まっている。ただし、コロナ感染拡大の中で、SECの規制緩和措置もあり、大幅な上昇がみられたことは注目される。

なお、本稿では立ち入らないが、株式投資型クラウドファンディングの拡大を展望する上では、非上場株式市場の規模や流動性の向上が不可欠と考えられる。その意味でも、日本のプラットフォーム運営会社による流動性提供の試み⁽⁷⁾は注目される。

〔謝辞〕 本稿は、桃山学院大学共同研究プロジェクト（二〇連二七七）デジタル・ファイナンスによる地域活性化の可能性の成果の一つです。同プロジェクトによる支援に厚く御礼申し上げます。

図表12 米国における事業者向けクラウドファンディングの推移

(単位：10億ドル、%)

	2016年	2017年	2018年	2019年	2020年
金額 (A)	8.80	10.00	16.30	15.07	31.73
増加率	—	13.6	63.0	-7.5	110.6
株式投資型クラウドファンディング (B)	0.55	0.24	0.51	0.14	0.33
株式投資型の割合 (B/A)	6.3	2.4	3.1	0.9	1.0

(出所) 前掲、128頁より作成。

注

- (1) 日本証券業協会「株式投資型クラウドファンディングの統計情報・取扱状況」
<https://www.jsda.or.jp/shiryoshitsu/toukei/kabucrowdfunding/index.html>
- (2) 同じボートでは、online alternative financeという用語が用いられているが、事実上クラウドファンディングを意味していると解釈されるので、本稿ではクラウドファンディングという用語を用いることにする。また、煩瑣になるため、該当ページは明示しない。
- (3) コロナ禍での消費行動の変化によって分割払いが増加し、Afterpay、Affirm、Klarna、Quadpayなどの新興企業が活況を呈しているという点。CNBC「PERSONAL FINANCE: Buy now, pay later plans are booming in the Covid economy」, DEC 14 2020、参照。
- (4) PPPの内容については、U.S. Small Business Administration「Paycheck Protection Program: An SBA-backed loan that helps businesses keep their workforce employed during the COVID-19 crisis」参照。
<https://www.sba.gov/funding-programs/loans/covid-19-relief-options/paycheck-protection-program>
また、同プログラムの融資データについては、U.S. Small Business Administration, PPP data、参照。
<https://www.sba.gov/funding-programs/loans/covid-19-relief-options/paycheck-protection-program/ppp-data#section-header-11>
- (5) SECのプレスリリースによると、措置の主な内容は以下である。①一定の基準を満たす発行者に対して、一二ヶ月以内に一〇万七〇〇〇ドル超二五万ドル以下の募集を行う際には、発行者から独立した会計実務者の監査を受けた財務書類を免除し、代表執行役の認定する財務書類および連邦所得税申告書によって代替する。②二二日間の募集期間

を緩和し、募集目標額に達した場合、資金を取得できるものとす。SEC Provides Temporary, Conditional Relief to Allow Small Businesses to Pursue Expedited Crowdfunding Offerings, May 4, 2020 参照。

<https://www.sec.gov/news/press-release/2020-101>

- (6) SECのプレスリリースによると、措置の主な内容は以下である。①レギュレーション・クラウドファンディングに対しては、募集上限を一〇七万ドルから五〇〇万ドルへ引き上げる。②レギュレーション・クラウドファンディングの投資家の投資上限を緩和する。具体的には、①自衛力認定投資家の場合、投資上限を緩和する、②非自衛力認定投資家の場合、投資上限を計算する際に年収または純資産のより大きな額を採用する。③現行の救済措置を一八ヶ月間延長する。SEC Harmonizes and Improves "Patchwork" Exempt Offering Framework, Nov. 2, 2020 参照。

<https://www.sec.gov/news/press-release/2020-273>

- (7) 柴原祐喜「二〇二二」二〇頁、参照。

参考文献

- ・ The Cambridge Center for Alternative Finance (CCAF) [2021] "The 2nd Global Alternative Finance Market Benchmarking Report"
<https://www.jbs.cam.ac.uk/faculty-research/centres/alternative-finance/publications/the-2nd-global-alternative-finance-market-benchmarking-report/>
- ・ 岡田功太「二〇二〇」「コロナ禍で注目を集める米国の株式投資型クラウドファンディング」『野村資本市場クォーター』二〇二〇年夏号、四一～五〇頁

https://ips.nomura.co.jp/abr_center/assets/pdf/2020sum05.pdf

・齋藤芳充・吉川浩史「二〇一八」「英国の株式投資型クラウドファンディング―拡大の背景にある政府・業者の取り組み―」『野村資本市場クォーターリ』二〇一八年冬号、九二～一〇六頁

・柴原祐喜「二〇二二」「スタートアップ活性化に必要な未上場株式の二次流通市場」『金融財政事情』二〇二二年八月九日、二〇～二三頁

・拙稿「二〇一五」「クラウドファンディングの世界的趨勢」『証研レポート』（日本証券経済研究所・大阪研究所）、一六九三号、二〇一五年十二月、一～一五頁

・拙稿「二〇二〇」「クラウドファンディングの世界的拡大―株式投資型クラウドファンディングを中心に―」『証研レポート』（日本証券経済研究所・大阪研究所）、一七二三号、二〇二〇年一〇月、一～一八頁

（まつお じゅんすけ・桃山学院大学教授）

シリコンバレー銀行の破綻と資金フロー

（預金・MMF・FRB）

伊豆 久

先月三月一〇日、米国カリフォルニア州の金融当局は、同州の州法銀行であるシリコンバレー銀行（SVB、資産規模全米一六位）が流動性不足かつ債務超過にあると認定し、当局が事業を取得するとともに連邦預金保険公社（FDIC）を管財人に選任したことを発表した。⁽¹⁾ リーマン・ショック期のワシントン・ミューチュアルに次ぐ米国史上二番目の規模となる銀行破綻である。⁽²⁾

小稿では、同行破綻の背景を整理し、本誌昨年一二月号の拙稿⁽³⁾に続いて、資金余剰下で金利の引き上げを進めるFRBの課題について考えてみたい。

1 シリコンバレー銀行の破綻

破綻の原因は、直接的には、破綻認定前日に発生した巨額の預金取り付けである。州当局の発表によれば、破綻前日（九日）一日で四二〇億ドル（約五兆五千億円）の預金⁽⁴⁾が流出しているが、それは同行の預金総額一七三一億ドル（昨年末）の二四％に相当する。

常識では考えられない事態であるが、各種報道では、同行ではシリコンバレーの新興企業等の大口預金が多かつ

たこと、有力起業家・ベンチャーキャピタルからの預金引出の推奨がSNSを通じて瞬時に拡散したこと、などが指摘されている。

そして、こうした取り付けの背景となったのが、取り付け前日（八日）に同行が発表した保有証券二一〇億ドルの売却にともなう一八億ドルの損失計上（と二三億ドルの増資計画）であつた。⁽⁵⁾同行は昨年末時点で売買目的有価証券を二六一億ドル保有していたが、その多くを売却したことになる。自己資本は一六六億ドル（昨年末）あつたが、他に満期保有目的有価証券を九一三億ドル保有しており、その含み損はさらに巨額にのぼっていたと思われる。

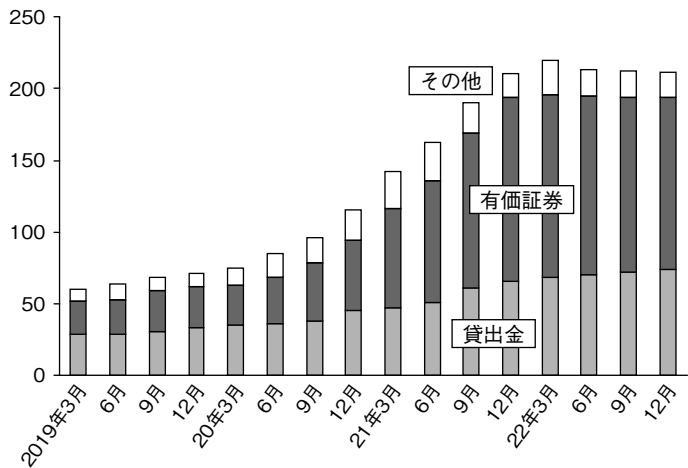
どこに問題があつたのだろうか。SVBのバランスシートの推移を見てみよう（図表1・2）。⁽⁶⁾特徴的なのは二〇二一年の急速な拡大である。①有価証券投資が四倍以上に急増しており（二〇年末の四九三億ドルから二一年末の一二八〇億ドルへ）、②負債側では無利子預金の増大（六六五億ドルから一二五九億ドルへ）がそれに見合っていることがわかる。③他方で、貸出金はそれほど伸びていない。ということは、この預金のほとんどは、同行自身の貸出によるのではなく、外部から獲得されたものということになる。二一年は米国の株式市場全体が堅調で、新興企業はベンチャーキャピタルからの出資やIPOによつて巨額の資金を獲得していた。そうした新興企業を主たる顧客とするSVBに、それらが預金として大量に流入した結果、同行はそれを国債やMBSへの投資に回したのである。

ところが、二二年になると、FRBはインフレ抑制のため早いペースで金利を引き上げていった。株価は低迷し新興企業への出資も伸び悩み、そうした企業はむしろ預金を取り崩すようになる。そして、SVBの側では、金利上昇にともなつて保有債券の含み損が大きくなり、その売却による現金の確保と損失の実現、増資計画の発

表へと追い込まれたのであろう。

しかしながら、そもそも銀行は、要求払いの預金を主な負債とし、資産に貸出等の長期資産を保有する存在であり、本来的に流動性リスク・金利リスクを抱える。それらの管理は銀行経営の基本であらう。そのため、SV

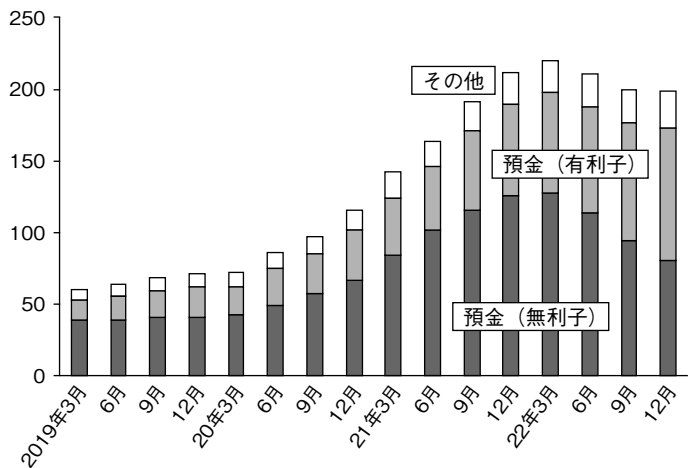
図表1 SVBの資産



(注) 10億ドル。連結。

(出所) SVB Financial Group, 10Q, 10K Reportより作成。

図表2 SVBの負債



(注) その他は自己資本を含む。10億ドル。連結。

(出所) 図表1に同じ。

Bのケースでは、(多数の小口預金ではなく)少数の法人預金に依存することの危険性が⁽⁷⁾な⁽⁷⁾ぜ十分認識されなかったのか、ネットバンキングでの(他行向け)振込はどのように管理されていたのか、(少なくとも流動性不足については)FRBの窓口貸出で対応できなかったのかなど、現時点では不明な点も多い。経営・監督上の問題について、今後、説明が進められるであろう。

2 FRBの対応

SVBの破綻にFRBはどのように対応したのか見てみよう。

図表3・4は、年初からのFRBの資産・負債それぞれの週次での増減を示したものである。資産が三月初めまで保有債券を中心に縮小し続けているのは、昨年六月に開始された量的緩和の解消(ランオフあるいはQT)の継続による。そして、SVBが破綻し金融不安が広がると、「窓口貸出」(公定歩合貸付。日銀の補完貸付に相当)とともに、「BTFP」、「破綻銀行向け貸出」が伸びていることがわかる。

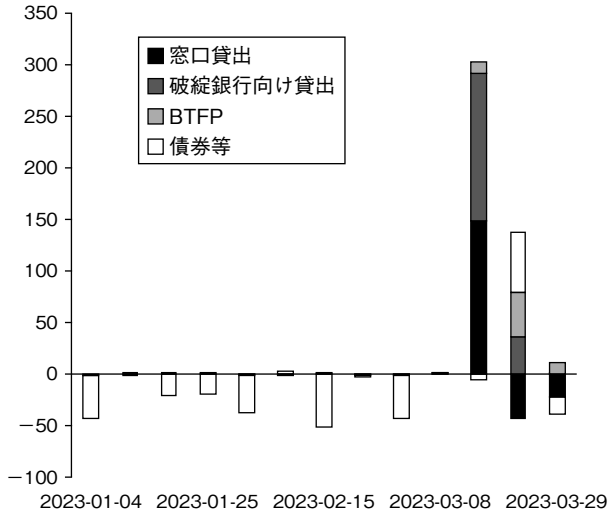
「窓口貸出」は、米国ではその利用を避けようとする傾向があるが(スティグマ)、FRBは、コロナ危機時以降、罰則レート(金利の上乗せ)を廃止するなど(二〇年三月一日)その利用を促してきた。それでもコロナ期の利用が五〇〇億ドル程度だったのに対して、今回はその三倍の一五〇〇億ドルに達している。流動性確保に向けた、銀行・FRB双方の並々ならぬ姿勢がうかがわれる。

さらにFRBは、連邦準備法第一三条第三項の緊急貸付条項を用いて「BTFP(Bank Term Funding Program)」⁽⁸⁾という新たな貸出制度を設けた。それは、金利は市場金利(OISレート)+〇・一%とし、適格担保は国債と政府機関保証MBSに限定する(窓口貸出の場合はより広く他の債券、貸付債権を含む)一方で、

満期最長一年（同、三カ月）、担保評価額は額面（同、市場価格＋ヘアカット）とすることで、銀行の資金繰りに対するさらなる支援を図ったものである。

図表3においても一つ大きく伸びている「破綻銀行向け貸出」とは、FDICのもとに置かれた旧SVBと旧シグネチャー銀行向けの融資である。買い取り先が決まるまでの預金引き出し等に対応するためのもので、機能としてはバブル崩壊後の日銀特融（の多く）に近い。⁹⁾

図表3 FRBの資産の推移



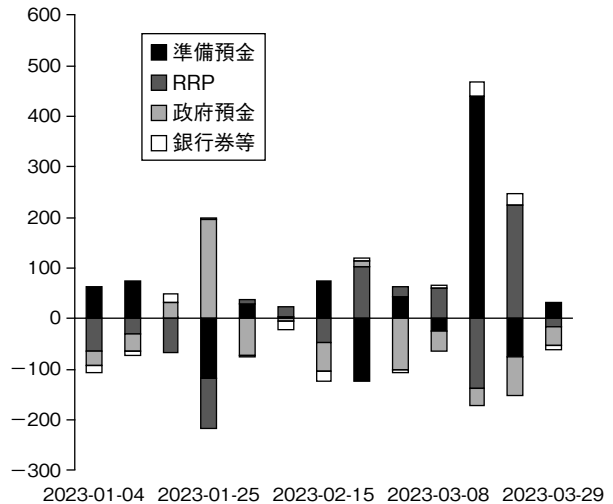
(注) BTFP=Bank Term Funding Program

債券等=債券+その他資産。

10億ドル。2023年1月4日～3月29日、週次。対前週比増減額。

(出所) FRB, H. 4. 1より作成。

図表4 FRBの負債の推移



(注) 銀行券等=銀行券+その他負債。

10億ドル。2023年1月4日～3月29日、週次。対前週比増減額。

(出所) 図表3に同じ。

F R Bの負債側を見てみよう。三月上旬までは政府預金の出入り（納税、財政支出、国債関連の受け払い等）に応じた準備預金の増減という通常の動きだけであるが、S V Bの破綻後は、前述の窓口貸出等の資金供給によって準備預金、R R P（M M Fからの事実上の預金）が急増していることがわかる。前述の資金供給を反映したものである。

F R Bは、こうした金融不安対応の一方で、三月二日―三日のF O M Cで、〇・二五%の利上げを決定している。S V B破綻前には〇・五%の引き上げが予測されていたが、破綻後には一転して引き上げの見送りもあるかと議論されていた。F R Bとしては、S V B等のケースは個別性が強いとの前提で、①金融不安に対しては前述の流動性供給によって対応しつつ、②さらなるインフレ対応が必要であるものの、③銀行のリスク回避姿勢の強まりが金融環境の引き締めをもたらすと見込まれることから、④利上げを〇・二五%にとどめるとの判断がなされた模様である。

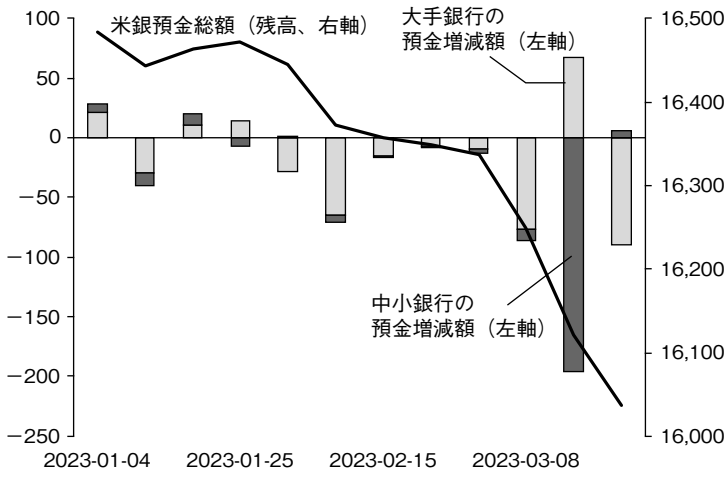
では、S V Bのケースは個別的な経営・監督のミスであって、今後のさらなる金融不安の広がりを心配する必要はないのだろうか。

3 預金の流出とM M Fのナローバンク化

図表5は今年に入ってから米銀全体の預金額の推移を、図表6はM M Fの動きを示したものである。ここからわかるのは、まず、S V Bの破綻直後、中小銀行から大手銀行に預金が移動したこと、また預金額全体としても大きく減少しており、ほぼ同規模の金額が（機関投資家向けを中心に）M M Fに流入していることである。こうした動きは、銀行破綻発生直後の自然なものとも言え、だからこそF R Bが前述のように預金流出に見舞われ

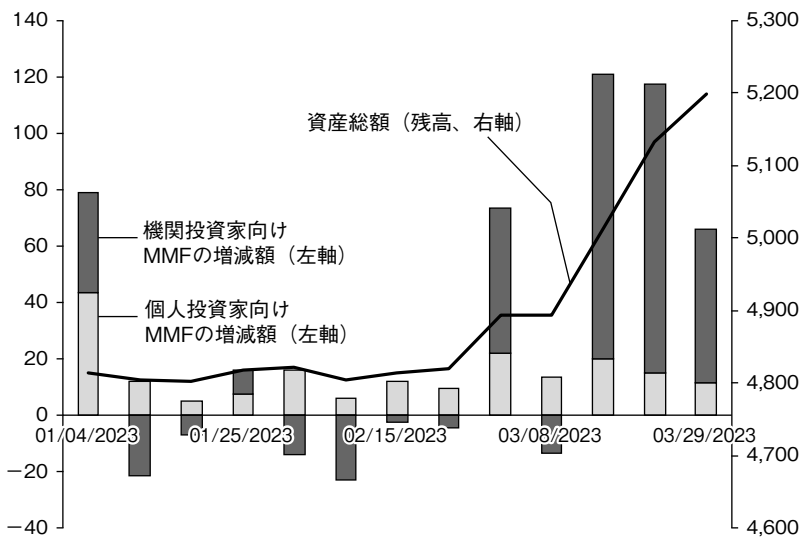
している中小銀行中心に資金を供給しているの
 る。
 しかし、より注意すべきは、こうした預金からMMFへの資金移動が、この三月だけの一時的な現象ではなく、

図表5 銀行預金の推移



(注) 米国銀行。大手銀行は資産総額上位25行、中小銀行は大手銀行以外。10億ドル。2023年1月4日～3月22日、週次。増減額は対前週比。
 (出所) FRB, H. 8, Table 4, 6, 8より作成。

図表6 MMF資産の推移



(注) 10億ドル。2023年1月4日～3月29日、週次。増減額は対前週比。
 (出所) Investment Company Institute, "Weekly Money Market Mutual Fund Assets"より作成。

昨年夏頃から続いているということである。コロナ対応によってFRBの量的緩和が再拡大されたため、金融市場には資金があふれている。そこに昨年からの政策金利引き上げが加わって、金利引き上げが遅れる預金から市場金利で運用されるMMFへの資金移動が加速しているのである。そしてFRBは、MMFへの過剰な資金流入が短期金利を押し下げることのないよう、RRP(MMFを対象とするリバース・レポ・オペ)によってMMF資金を吸収している。⁽¹⁰⁾ MMFは、リーマン後の規制改革によってCP等民間債務には投資しづらいこともあり、現在では運用先の過半をFRBへの「預金」であるRRPが占め、FRBから見てもその金額は銀行から預かる準備預金に近い水準に達している。こうした状況をMMFの「ナローバンク」化とする見方も現れており、⁽¹¹⁾ 銀行の資金仲介機能の低下、非銀行部門によるその代替(デイスインターミディエーション)は、資金余剰下の急速な利上げによってこれまでとはまた異なった様相を呈し始めているように思われる。

4 米銀の債券含み損と経営状況

こうした状況は、米国の銀行全体にはどのような影響を与えているのだろうか。改めて米銀の財務を確認してみよう(以下の数値はいずれも二二年末⁽¹²⁾)。

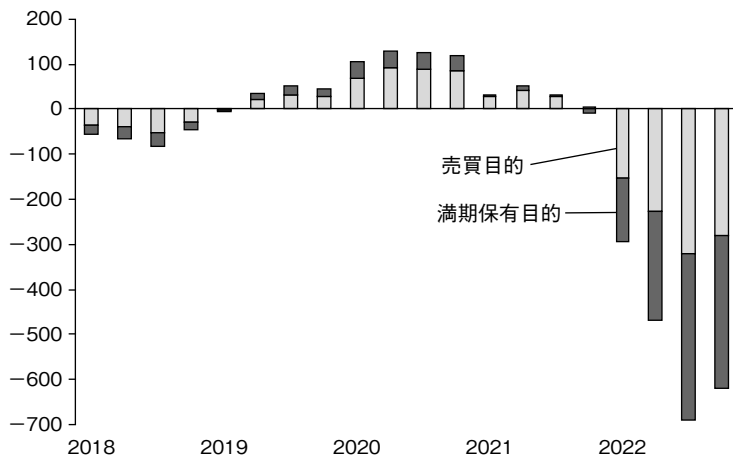
最も注目すべきは、SVB破綻の主因ともなった保有債券の含み損の拡大である。米銀全体で、その額は六二〇四億ドル(売買目的二七九五億ドル、満期保有目的三四〇九億ドル)に達している(図表7)。この金額をどう見るべきだろうか。

米銀の自己資本は総額で二兆二千億ドルであるため、この含み損六二〇四億ドルはその二八%に相当する。短期間での償却は不可能に近いだろう。

FRBの政策金利引き上げを受けて、米銀の利鞘は大きく改善しコロナ前を上回っている（図表8）。運用利回り（四・五四％）の上昇が資金調達利回り（一・一七％）の上昇以上であるため、主たる資金調達コストで

しかし、含み損はあくまで含み損であり、実現されなければ財務に直接的な打撃を与えるわけではない。足元の経営状況を見てみよう。

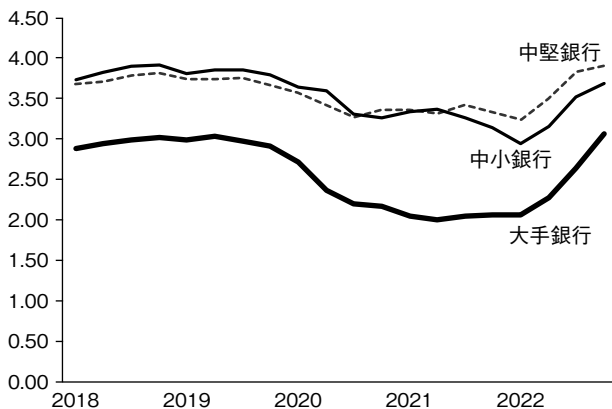
図表7 米銀の債券含み損益



（注）10億ドル。2018年～2022年、四半期。

（出所）FDIC, "FDIC Quarterly Banking Profile," March 16, 2021より作成。

図表8 米銀の資金利鞘



（注）大手銀行：資産2,500億ドル超、中堅銀行：資産10億ドル～100億ドル、中小銀行：資産1億ドル未満。作図の都合上、原資料にある資産10億ドル～2,500億ドル、1億ドル～10億ドルの銀行については省略したが、おおむね中堅銀行、中小銀行と同様である。

%。2018年～2022年、四半期。

（出所）図表7に同じ。

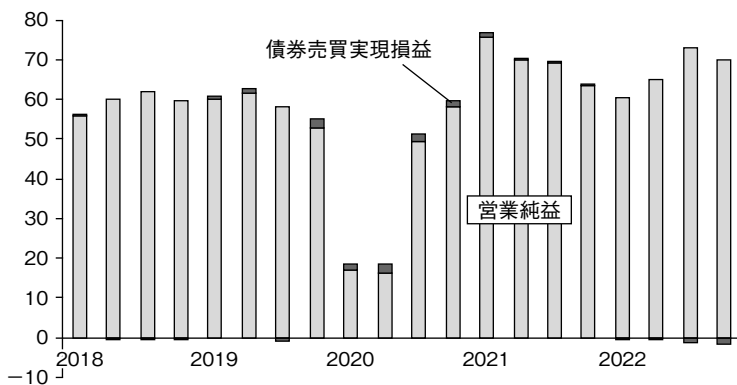
ある預金金利の引き上げが遅れているからである（〇・九九％）。

その結果、営業利益もコロナ前を上回っており二二年九―一二月期で六八五億ドルに達している（図表9）。ただし、二二年通期の営業利益（二六三〇億ドル）は二一年通期の二七九一億ドルから約六％減少しており、その原因は、利鞘の改善（一〇五五億ドル）以上に、引当金と非金利費用が増加（それぞれ八二六億ドル、二七四億ドル）したためである。

つまり、現状、利鞘も利益も堅調であるため、それが維持されるなら、あとは流動性の管理を間違えなければ大きな混乱は生じないということになる。しかしながら、問題はその利鞘の確保が今後難しくなると思われる点にある。前述のように昨年末の預金金利は〇・九九％であったが、三カ月前の九月末には〇・五三％であった。水準はまだ低いが急速に上昇しているのであり、それは今年に入ってからに加速しているであろう。そしてその原因は、これまで述べてきたように、FRBによる金利引き上げが運用利回りにただちに反映されるMMFへの資金流出である。

米銀は、預金金利を引き上げれば自らの利益を縮小させ、引き上げなければ預金を失うというジレンマに直面しているのであり、債券の含み損は具体的にはこうした形で米銀を圧迫しているのである。

図表9 米銀の営業純益



（注）10億ドル。2018年～2022年、四半期。
（出所）図表7に同じ。

同じことをFRBから見れば、インフレ抑制のためには金利を引き上げざるをえず、しかしそれは同時に預金からMMFへの資金流出をもたらし、米銀の流動性管理という別の問題への対処が必要になるということであろう。

SVBの破綻が示した課題が解消されるには、まだしばらく時間を要するのではないだろうか。

注

- (1) State of California Department of Financial Protection and Innovation, "California Financial possession of Silicon Valley Bank," March 10, 2023. FDICは、破綻当日には預金保険対象預金のみ(二五万ドルまで)の保護を発表していたが、二日後、財務省、FRBとの連名の声明で全額保護に変更した。FDIC, "FDIC Creates a Deposit Insurance National Bank of Santa Clara to Protect Insured Depositors of Silicon Valley Bank, Santa Clara, California," March 10, 2023; "Joint Statement by the Department of the Treasury, Federal Reserve, and FDIC," March 12, 2023.
- (2) 続いて一二日にはニューヨーク州のシグネチャ銀行(暗号資産関連企業を主たる顧客とする)が破綻し、一六日にはスイスのクレディ・スイスがUBSに救済合併された。
- (3) 「資金余剰下の金利引き上げ」FRBとMMF」本誌二〇二二年二月号。
- (4) State of California Department of Financial Protection and Innovation, "Order Taking Possession of Property and Business," March 10, 2023.
- (5) SVB Financial Group, "SVB Financial Group Announces Proposed Offerings of Common Stock and Mandatory

Convertible Preferred Stock," March 8, 2023.

- (6) シリコンバレー銀行 (SVB) は SVB フィナンシャルグループの子会社であり、グループ内には他にプライベートバンキング、ベンチャーキャピタル、証券会社等の子会社がある。図表 1・2 はそれらを含む連結ベースの数値であるが、昨年通期でグループ総資産の約八一%を SVB が占める (SVB Financial Group, 10-K, 2022, p. 168)。

- (7) 預金は要求払い債務であるから、銀行には、原則として現金での引き出しと窓口での振込依頼には無制限に応じる義務があるが、ATMや店舗に用意できる現金には限界がある。また窓口での手続きにも相応の時間を要するはずである (銀行からすれば一定の時間的猶予を得ることが可能)。したがって今回のケースでは、預金流出の多くは、ネットバンキングでの送金だったと思われるが、その管理が不十分だったということであろう。

- (8) FRB, "Federal Reserve Board announces it will make available additional funding to eligible depository institutions to help assure banks have the ability to meet the needs of all their depositor," March 12, 2023 and Related Content. 財務省は、BTFPの承認にあたって二五〇億ドルまでの損失補償を提供した。

- (9) ただし、九〇年代の日銀特融 (の多く) は、金融整理管財人制度ができ預金保険機構が破綻金融機関に直接融資をおこなえるようになるまでの、制度上の不備を埋める意味をもっていた。日銀特融については拙著『金融危機と中央銀行』九州大学出版会、二〇一六年、第四章参照。

- (10) 前掲拙稿「資金余剰下の金利引き上げ」参照。

- (11) "The missing half-trillion," *The Economist*, March 25, 2023.

- (12) FDIC, "FDIC Quarterly Banking Profile," vol. 17, no. 1, March 16, 2021, 24-28°

世界の取引所取引の現況

～WFE報告書に基づく考察～

吉川 真裕

二〇二三年三月一七日、国際取引所連合(WFE)⁽¹⁾が「二〇二二年通期の市場ハイライト・レポート」を公表した。今回の二〇二二年市場ハイライト・レポートは株式市場とデリバティブ市場を一つのレポートにまとめ、これらの市場における複数の主要な金融市場指標の推移を要約し、二〇二二年の市場活動の全体像を提供している。

WFEは世界の主要な取引所等が加盟する国際機関であり、世界中の証券取引所、デリバティブ取引所およびクリアリング・ハウス(CCP)が加盟しており、主要な金融センターを運営するものからフロンティア市場を運営するものまで二五〇以上の市場インフラを代表している。WFEのメンバーの三四%がアジア・太平洋(APEC)、四五%が欧州・中東・アフリカ(EMEA)、二一%が南北アメリカに所在しており、WFEに加盟するCCPはリスク・テイクが初期証拠金とデフォルト・ファンドの形でポジションを裏付けるために約一兆三〇〇億ドル相当のリソースを集合的に保証している。

本稿ではWFEが公表した報告書に基づいて二〇二二年における世界の取引所取引市場を紹介し、世界の取引所取引の現況について考察する。

1 株式市場

まず、世界の株式上場企業の時価総額は二〇二一年末に比べて二〇%（二五兆ドル）減少し、三つの地域に分けてみてもすべての地域で減少していた（図表1）。ただし、減少度合いには違いがみられ、南北アメリカで二四%減、APECで一九%減、EMEAで一四%減であり、南北アメリカで大きく、EMEAでは小さかった（図表1）。

次に、世界の株式市場の取引金額も二〇二一年に比べて一〇%減少していたが、減少度合いは時価総額の減少ほどではなかった（図表1）。そして、地域別にみてもすべての地域で減少していたが、APECで二一%減、EMEAで五%減、南北アメリカで二%減であり、APECでの減少が著しかったことがわかる（図表1）。

他方、取引所の取引システム上で付け合わされた取引（EOB）の回数では取引金額が減少していたにもかかわらず、二〇二一年に比べて五%増加しており、三つの地域すべてで増加していた（図表1）。ただし、南北アメリカで一三%、EMEAで一二%増加していたのに対して、APECでの

図表1 2022年の株式市場

Cash equity - Quarterly data						
	Q1 2022	Q2 2022	Q3 2022	Q4 2022	2022	% change 2022/2021
Domestic Market Capitalisation (million USD)	117,324,426	101,688,023	92,291,959	98,949,332	98,949,332	-20.29%
Americas	54,715,307	44,897,370	42,545,562	43,440,135	43,440,135	-24.17%
APAC	36,499,180	33,722,077	29,033,814	31,892,550	31,892,550	-18.99%
EMEA	26,109,939	23,068,576	20,712,582	23,616,647	23,616,647	-14.09%
Value of Share Trading (million USD)	44,755,412	37,895,689	32,066,079	30,954,836	145,672,015	-9.68%
Americas	25,911,240	21,671,304	16,877,540	16,858,566	81,318,650	-1.55%
APAC	14,697,416	13,049,655	12,565,193	11,249,438	51,561,701	-21.03%
EMEA	4,146,756	3,174,730	2,623,346	2,846,831	12,791,664	-4.57%
Number of trades EOB (thousands of trades)	12,921,553	12,576,507	11,782,062	11,040,535	48,320,658	5.36%
Americas	3,743,021	3,602,466	3,008,476	3,089,965	13,443,927	12.98%
APAC	8,172,788	8,121,412	7,832,980	7,005,368	31,132,548	1.65%
EMEA	1,005,745	852,630	940,606	945,203	3,744,184	12.25%
Number of listed companies (full number)	51,751	51,790	51,343	50,896	50,896	-1.12%
Americas	11,327	11,336	11,355	11,256	11,256	-1.01%
APAC	24,552	24,650	24,464	24,696	24,696	1.33%
EMEA	15,872	15,804	15,524	14,944	14,944	-5.00%

増加は二％に過ぎず、APECでの取引状況が他の地域とは異なることが見て取れる（図表1）。なお、数値は示されていないが、取引回数は過去六年間で最大であり、地域別にみても過去六年間で最大であったと報告書の中で記述されている。そして、取引金額を取引回数で割った平均取引金額は過去六年間で最小であり、地域別にみても過去六年間で最小であったと報告書では記述されている。ただし、地域別に絶対額を比べてみると南北アメリカで六〇四九ドル、EMEAで三四一ドル、APECで一六五六ドルと大きな違いがみられることも付け加えておきたい。

さらに、上場企業数では世界全体で一％減であったが、APECで一％増、南北アメリカで一％減、EMEAで五％減であり、地域間の差が大きかったことがわかる（図表1）。

2 上場デリバティブ

世界の取引所におけるデリバティブ取引契約数は二〇二一年に比べて三四％増加して八四八億枚に達し、過去六年間で最大であったと報告書で記述されている（図表2）。そして、この契約数の増加は三つの地域すべてで生じており、南北アメリカで二六八億枚、APECで五〇三億枚、EMEAで七六億枚といずれも過去六年間で最大であったと報告書で記述されている。ただし、地域間での格差は大きく、APECで六七％増、南北アメリカで六％増、EMEAで〇・一％増であり、世界全体の三四％増はAPECの六七％増に負うところが大きかったことがわかる。

なお、報告書では世界全体の増加（八四八億枚）を六三・八％増加したオプション（五六二億枚でシェア六五％）によるところが大きく、先物（二九六億枚でシェア三五％）の増加は〇・七％に過ぎなかったと説明されているが、後述する

図表2 2022年の上場デリバティブ

Derivatives product lines - Quarterly data							
	Q1 2022	Q2 2022	Q3 2022	Q4 2022	2022	% change 2022/2021	% share within total
Equity Derivatives	13,022,498,547	13,626,420,746	15,127,056,867	16,336,313,687	58,112,289,847	48.39%	68.56%
Americas	4,448,306,046	3,851,259,588	3,807,351,848	3,943,407,251	16,050,324,733	-3.92%	59.79%
APAC	7,405,980,681	8,681,071,265	10,080,722,001	11,290,172,736	37,457,946,683	100.96%	74.44%
EMEA	1,168,211,820	1,094,089,893	1,238,983,018	1,102,733,700	4,604,018,431	20.62%	60.60%
Interest Rate Derivatives	1,329,424,396	1,217,321,541	1,254,762,594	1,143,320,999	4,944,829,530	8.50%	5.83%
Americas	966,251,242	856,477,648	886,067,999	830,834,797	3,539,631,686	9.65%	13.19%
APAC	54,117,969	57,432,241	56,667,002	54,545,746	222,762,958	5.14%	0.44%
EMEA	309,055,185	303,411,652	312,027,593	257,940,456	1,182,434,886	5.80%	15.56%
Commodity Derivatives	2,179,031,050	1,975,772,113	2,385,249,449	2,304,796,105	8,844,848,717	-14.47%	10.44%
Americas	308,751,942	255,835,891	250,666,712	243,989,989	1,059,244,534	-5.81%	3.95%
APAC	1,569,155,292	1,541,182,409	1,951,044,681	1,857,585,130	6,918,967,512	-9.42%	13.75%
EMEA	301,123,816	178,753,813	183,538,056	203,220,986	866,636,671	-45.07%	11.41%
Currency Derivatives	1,569,061,112	1,470,988,941	1,817,786,289	1,947,080,950	6,804,917,292	48.20%	8.03%
Americas	296,147,244	349,097,425	378,160,648	328,460,744	1,351,866,061	21.85%	5.04%
APAC	1,030,053,277	907,615,545	1,183,417,175	1,387,528,030	4,508,614,027	87.79%	8.96%
EMEA	242,860,591	214,275,971	256,208,466	231,092,176	944,437,204	-12.65%	12.43%
ETF Derivatives	1,459,228,934	1,503,922,639	1,458,789,858	1,629,450,177	6,051,391,608	36.92%	7.14%
Americas	1,171,814,035	1,194,249,429	1,188,024,498	1,287,448,456	4,841,536,418	48.50%	18.04%
APAC	287,244,674	309,629,516	270,710,987	341,968,024	1,209,553,201	4.33%	2.40%
EMEA	170,225	43,694	54,373	33,697	301,989	NA	0.00%
Total	19,559,244,039	19,794,425,979	22,043,645,057	23,360,961,918	84,758,276,993	34.39%	
Americas	7,191,270,509	6,506,919,980	6,510,271,705	6,634,141,237	26,842,603,431	5.57%	
APAC	10,346,551,893	11,496,930,976	13,542,561,846	14,931,799,666	50,317,844,381	67.44%	
EMEA	2,021,421,637	1,790,575,023	1,990,811,506	1,795,021,015	7,597,829,181	0.06%	

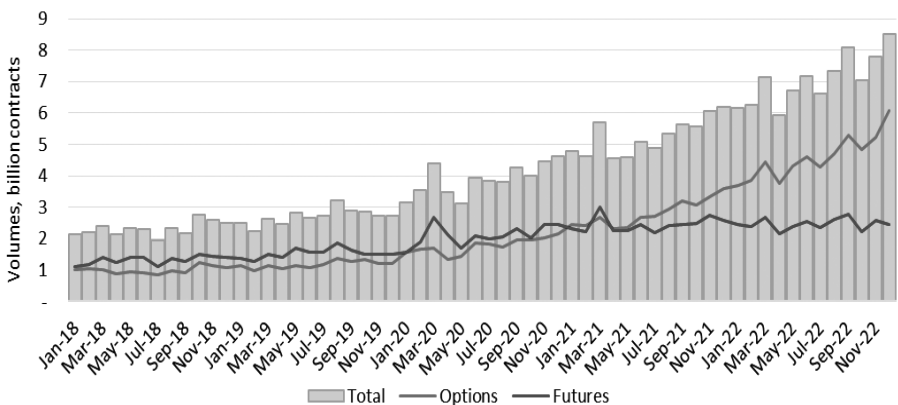
ようにA P E Cにおけるオプションの増加によるものであるから、やや一面的な記述とも感じられる(図表3)。

上場デリバティブを取引対象ごとにグループ分けすると、株式デリバティブの四八%増、通貨デリバティブの四八%増、E T Fデリバティブの三七%増が全体の三四%増を上回り、金利デリバティブの九%増、商品デリバティブの一四%減は全体の三四%増を下回っていたことがわかる(図表2)。そして、同じ四八%増であつても株式デリバティブのシェアは六九%、通貨デリバティブのシェアは八%、E T Fデリバティブのシェアは七%であるから、全体に及ぼす影響には大きな違いがあることがわかる(図表2)。

なお、この株式デリバティブを地域別に分けてみるとA P E Cで一〇%増、E M E Aで二%増、南北アメリカで四%減であるから、A P E Cの株式デリバティブの増加が上場デリバティブ全体の増加に最も貢献していたことがわかる(図表2)。

図表3 上場デリバティブの推移

Chart 12: Derivatives total volumes



3 上場株式デリバティブ

二〇二二年の増加が最も大きかった上場株式デリバティブを取引形態別に分けてみると、株価指数オプション（シェア六一％）が一七％増、個別株先物（シェア一〇％）が一六％増、株価指数先物（シェア一四％）が三％増、個別株オプション（シェア一六％）が一二％減であり、上場株式デリバティブの四八％増、上場デリバティブ全体の三四％増を上回っているのは株価指数オプションだけであるから株価指数オプションの増加が世界の市場株式デリバティブ、市場デリバティブ全体の増加に最も影響を与えていたことが確認できる（図表４）。

次いで、この株価指数オプションを地域別に分けてみると、APEC（シェア九〇％）が一二四％増、南北アメリカ（シェア七％）が四一％増、EMEA（シェア一一％）が一三％増であり、株価指数オプションの一七％増、市場株式デリバティブの四八％増、市場デリバティブ全体の三四％増を上回っ

図表４ 2022年の市場株式デリバティブ

Derivatives markets - Quarterly data								
	Q1 2022	Q2 2022	Q3 2022	Q4 2022	2022	% change 2022/2021	% share within asset class	% share within total
Single Stock Options	2,587,060,032	2,112,119,366	2,054,281,550	2,273,748,711	9,027,209,659	-11.54%	15.53%	10.65%
Americas	2,236,301,706	1,781,810,085	1,704,854,452	1,931,131,406	7,654,097,649	-15.15%	47.69%	28.51%
APAC	250,390,499	253,614,190	280,086,644	265,411,158	1,049,502,491	26.31%	2.80%	2.09%
EMEA	100,367,827	76,695,091	69,340,454	77,206,147	323,609,519	-8.29%	7.03%	4.26%
Single Stock Futures	1,416,082,915	1,381,747,134	1,534,138,762	1,313,304,723	5,645,273,534	15.85%	9.71%	6.66%
Americas	400,266,520	344,019,741	359,321,015	267,104,945	1,370,712,221	42.42%	8.54%	5.11%
APAC	354,007,640	340,912,911	325,697,269	331,602,153	1,352,219,973	-20.16%	3.61%	2.69%
EMEA	661,808,755	696,814,482	849,120,478	714,597,625	2,922,341,340	31.82%	63.47%	38.46%
Stock Index Options	6,884,021,610	8,156,045,464	9,579,805,576	10,832,171,657	35,452,044,307	117.42%	61.01%	41.83%
Americas	238,800,037	257,156,498	275,743,291	306,559,380	1,078,259,206	41.15%	6.72%	4.02%
APAC	6,500,264,564	7,782,783,627	9,189,144,234	10,405,737,639	33,877,930,064	124.30%	90.44%	67.33%
EMEA	144,957,009	116,105,339	114,918,051	119,874,638	495,855,037	13.29%	10.77%	6.53%
Stock Index Futures	2,135,333,991	1,976,508,782	1,958,830,979	1,917,088,596	7,987,762,347	2.70%	13.75%	9.42%
Americas	1,572,937,784	1,468,273,264	1,467,433,090	1,438,611,520	5,947,255,657	-0.17%	37.05%	22.16%
APAC	301,317,978	303,760,537	285,793,854	287,421,786	1,178,294,155	16.51%	3.15%	2.34%
EMEA	261,078,229	204,474,981	205,604,035	191,055,290	862,212,535	6.50%	18.73%	11.35%

ているのはA P E Cの株価指数オプションだけであるから株価指数オプションの増加と言っても地域間格差が極めて大きいことが確認できる（図表4）。

さらに、株価指数オプションの取引シェアを取引所別に分けてみると、ナショナル・ストック・エクスチェンジ・オブ・インディア（NSE）が九一・九%、コリア・エクスチェンジ（KRX）が二・三%、CBOEが二・〇%、その他が三・八%であるから、株価指数オプションの増減はインド一国の増減によるものと言っても過言ではないだろう。これほど偏った取引シェアをみると、むしろインドを除いて見ないと世界全体の増減が読み取れないのではないかと懸念される。かつてはアメリカのCBOEやCME、ドイツのEUREXやイギリスのLIFFEが取引シェアを競っていたが、韓国のKRXがKOSPI二〇〇オプション単独でこれらの取引所を上回り、近年ではインドのNSEが他の取引所を上回るという状態が続いていることを考えると、契約数で世界全体の取引の増減を論じること自体に疑問を抱かざるを得ない状況となっているとも言えよう。

4 上場通貨デリバティブ

二〇二二年の増加が上場株式デリバティブに次いで大きかった上場通貨デリバティブについても取引形態別に分けてみると、通貨オプション（シェア四六%）が一〇・五%増、通貨先物（シェア五四%）が二〇%増であり、上場通貨デリバティブの四八%増、上場デリバティブ全体の三四%増を上回っているのは通貨オプションだけであるから通貨オプションの増加が株価指数オプションに次いで世界の上場株式デリバティブ、上場デリバティブ全体の増加に影響を与えていたことが確認できる（図表5）。

次いで、この通貨オプションを地域別に分けてみると、A P E C（シェア六八%）が一・一%増、南北アメリカ

カ（シェア一％）が八％増、EMEA（シェア五％）が二二％減であり、通貨オプションの一〇五％増、上場通貨デリバティブの四八％増、上場デリバティブ全体の三四％増を上回っているのはAPECの通貨オプションだけであるから通貨オプションの増加でも地域間格差が極めて大きいことが確認できる（図表5）。

さらに、通貨オプションの取引シェアを取引所別に分けてみたいところであるが、報告書では通貨オプションの取引所別シェアには言及されておらず、上場通貨デリバティブの取引シェアだけが示されているので、この値を見てくとNSEが六三・八％、ブラジル・ボルサ・バルカン（B3）が一三・四％、モスクワ・エクスチェンジ（MOEX）が一・四％、その他が一・四％であるから、通貨オプションの増減でもインド一国の増減によるところが大きいと推測される。そして、インド、ブラジル、ロシアといった国での取引が世界全体の取引に大きく影響しているとすれば契約数で世界全体の取引を論じること疑問を抱かざるを得ないと言えよう。

図表5 2022年の上場通貨デリバティブ

Derivatives markets - Quarterly data								
	Q1 2022	Q2 2022	Q3 2022	Q4 2022	2022	% change 2022/2021	% share within asset class	% share within total
Currency Options	706,492,753	598,409,715	837,822,120	1,000,120,167	3,142,844,755	104.95%	46.18%	3.71%
Americas	3,660,582	4,051,272	3,928,402	4,021,120	15,661,376	7.62%	1.16%	0.06%
APAC	692,034,605	584,391,515	823,349,724	981,926,608	3,081,702,452	111.02%	68.35%	6.12%
EMEA	10,797,566	9,966,928	10,543,994	14,172,439	45,480,927	-22.34%	4.82%	0.60%
Currency Futures	862,568,359	872,579,226	979,964,169	946,960,783	3,662,072,537	19.75%	53.82%	4.32%
Americas	292,486,662	345,046,153	374,232,246	324,439,624	1,336,204,685	22.04%	98.84%	4.98%
APAC	338,018,672	323,224,030	360,067,451	405,601,422	1,426,911,575	51.71%	31.65%	2.84%
EMEA	232,063,025	204,309,043	245,664,472	216,919,737	898,956,277	-12.09%	95.18%	11.83%
ETF Options	1,459,058,121	1,503,741,939	1,458,627,235	1,629,236,093	6,050,663,388	4.22%	99.99%	7.14%
Americas	1,171,814,035	1,194,249,429	1,188,024,498	1,287,448,456	4,841,536,418	4.62%	100.00%	18.04%
APAC	287,073,861	309,450,405	270,548,755	341,754,251	1,208,827,272	2.65%	99.94%	2.40%
EMEA	170,225	42,105	53,982	33,386	299,698	-58.85%	99.24%	0.00%
ETF Futures	170,813	180,700	162,623	214,084	728,220	7.17%	0.01%	0.00%
Americas	0	0	0	0	0	NA	0.00%	0.00%
APAC	170,813	179,111	162,232	213,773	725,929	7.45%	0.06%	0.00%
EMEA	0	1,589	391	311	2,291	-55.82%	0.76%	0.00%

5 世界の取引所取引

二〇二二年における世界の取引所取引をWFEの報告書をもとに紹介してきたが、補足的な説明を付け加えてまとめておきたい。

まず、現物取引では多くの国々、とりわけ主要先進国では債券と外国為替は取引所では取引されておらず、取引所が提出した数値を集計したWFEの統計に含まれていない。外国為替については国際決済銀行（BIS）が三年に一度、四月一か月間の取引所外取引の数値を公表しているが、債券については国際機関による統計は存在しない。主要先進国では株式市場の取引を債券市場の取引が上回り、債券市場の取引を外国為替市場の取引が上回っているから、WFEの統計に基づく取引所取引の数値は現物市場の一部に過ぎないことを忘れてはならない。

次に、上場デリバティブ取引の数量は伝統的に契約数で表わされているが、契約数では想定元本の小さな商品デリバティブや個別株オプションの取引が過大評価されてしまう可能性を排除できない。また、近年では想定元本を従来のものより小さくしたミニ取引やマイクロ取引も導入されており、契約数での売買高競争を過熱させている可能性も排除できない。

さらに、取引金額ではなく、契約数または想定元本金額で比較すると移転された資金量やリスクを見誤ってしまう可能性も排除できない。とりわけ今回の報告書でも明らかにになったようにオプションを先物と同じ扱いにすることには注意が必要である。たとえば想定元本一〇〇万円の対象を取引する場合、現物取引では一〇〇万円の資金が動くのに対して、先物では想定元本の五％にあたる五万円程度の証拠金の預け入れが発生する（金利関連商品は変動率が小さいのでもっと小さい）。そして、オプションの場合にはアット・ザ・マネーで五〇万円強であるが、アウト・オブ・ザ・マネーでは最小値幅の一〇〇〇円でも取引が成立する。契約数で計った場合、大量

に取引される一〇〇〇円のオプションを五〇万円強のオプションや五万円の先物と同じように数えていることになり、このような扱いでいいのかどうか議論の分かれるところである。

今回のWFEの報告書によれば、地域間で差はあるものの、株式現物市場の取引は金額では減少していたが、取引回数では増加していた。これに対して、取引所で取引される上場デリバティブの契約数で取引は増加していたが、先物取引はわずかに減少しており、取引の増加はオプション取引の増加によるものであった。そして、この取引の増加は株価指数オプションの増加によるところが大きく、株価指数オプションの取引ではインドのNSEでの取引が株価指数オプション取引全体の九一・九%を占めていた。平均値をとる場合、算術平均(mean)を用いると大きな外れ値に平均値が引っ張られるので、外れ値に影響を受けない中央値(median)を用いることがある。この考え方を用いれば、NSEの値は外れ値の可能性が高く、算術平均ではなく、中央値を用いる方が実態をより正確に表わしていると言えるのではないだろうか。インドや途上国を差別するつもりはないが、今回のようなあまりにも偏った数値を目にすれば正しい全体像を得るためには従来の集計方法に何らかの修正を加えた方がよいのではないかと考えるのは私一人ではないであろう。

注

- (1) World Federation of Exchanges, "FY 2022 Market Highlights," 17 March 2023 (<https://www.world-exchanges.org/storage/app/media/FY%202022%20Market%20Highlights%20Report%20website.pdf>).

(よしかわ まさひろ・客員研究員)

米国のUniversal Proxy (ユニバーサル・プロキシ)の導入

福本 葵

1 はじめに

二〇二一年一月一七日、米国証券取引委員会 (Securities and Exchange Commission 以下、SEC) は Universal Proxy (ユニバーサル・プロキシ) と称する新たな委任状投票規則の採用を発表した。⁽¹⁾ 従前の制度であるUnilateral proxy (ユニラテラル・プロキシ) では、委任状合戦が生じている場合において、委任状で投票する株主は、発行会社の取締役会が推奨する取締役候補者か、反対派株主が推奨する候補者かのどちらか一方に投票しなければならなかった。新たな規則では、会社と反対派株主の双方が、取締役会推奨候補者と反対派株主推奨候補者の両方を記載したUniversal Proxy Card (ユニバーサル・プロキシ・カード) を株主に配布し、株主は、両方の候補者の中から任意の組み合わせで投票することができるようになった。

規則改正以前でもSECおよび会社が承認すれば、Universal Proxyを利用することは可能であり、制度の利用を禁じられていた訳ではなかったが、SEC規則14a-19(e)が改正され、委任状合戦が生じた場合には、ユニバーサル・プロキシ・カードの利用が強制されることとなった。

2 米国のユニバーサル・プロキシの導入

(1) Universal Proxyとはどのような制度か

① Universal Proxyの概要

二〇二一年一月一七日、SECは、規則14a-19を改正し、新たな委任状投票規則、Universal Proxyの採用を発表した。本改正は、二〇二二年八月三十一日以降に開催される株主総会から適用されている。

規則改正前の制度、Unilateral proxyでは、委任状合戦が生じている場合において委任状で投票する株主は、会社側の委任状によって、取締役会の推奨する候補者に投票するか、反対派株主の委任状によって、反対派の推奨する候補者に投票するか、どちらかを選択しなければならなかった。

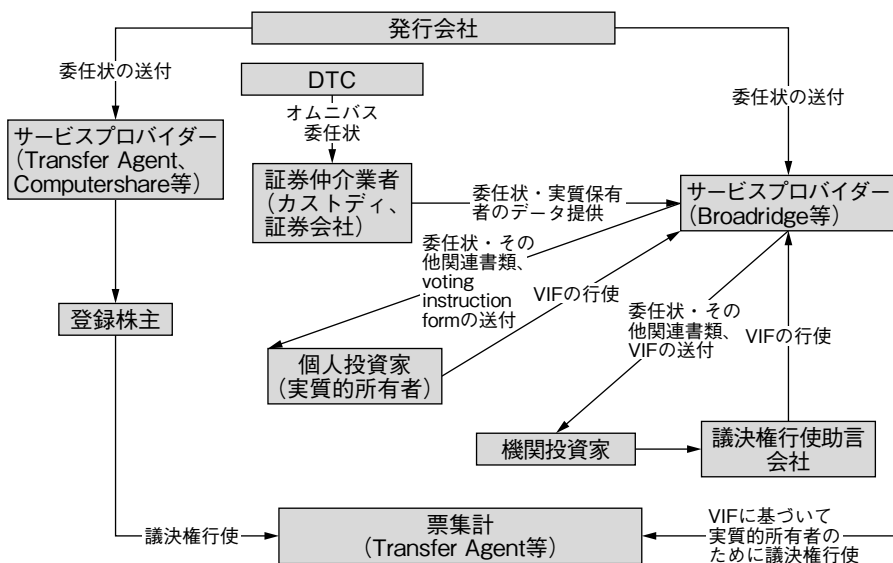
二〇二一年のSEC規則14a-19(e)の改正によって、委任状合戦が生じている場合において委任状で投票する株主に対して、ユニバーサル・プロキシ・カードを用いることが強制された。つまり、改正後は会社と反対派株主の両方が、取締役会推薦者と反対派推薦者の両方を記載したユニバーサル・プロキシ・カードを株主に配布し、株主は二つのリストにある推薦者の中から任意の組み合わせで投票することができるようになった。

一方、これまでも、株主総会に出席し、当日投票する株主または代理人に指示して投票する株主は、会社側候補者と反対派株主側候補者の中から組み合わせて投票することができた。この度の改正により、委任状を用いて投票する株主と総会当日、直接投票する株主または代理人等に指示して投票する株主との差がなくなり、数多くの株主の意思を反映した投票が可能となった。

株主の中でも機関投資家は、会社提案と株主提案のどちらの候補者にも好みの組み合わせで投票したいと考えるのであれば、株主総会に代理人を出席させ、会社提案と株主提案のどちらの取締役候補者にも、選択した組み

合わせて投票することができる。一方で、個人投資家は、そのような知識も手段も持ち合わせていない場合が多いのではないかと考えられる。また、米国の場合、多くの個人投資家は株式を「ストリートネーム」で保有しており、株式の実質的な所有者 (beneficial owner) は、仮に議決権行使の指図権を保有していたとしても、株主名簿上にはその名前が記載されない。そのため、発行会社は、株式の実質的所有者が誰であるかを把握していない。委任状合戦が生じた場合、発行会社や反対派株主は、株主総会関連書類をBroadridge等のサービスプロバイダーに送付し、サービスプロバイダーが実質的所有者に送付する。実質的所有者はproxy voting instruction (議決権行使指示書) をBroadridge等のサービスプロバイダーに返送する。個人の实質的所有者 (individual beneficial owner) が株主総会に出席して議決権を行使するために

図表 1 米国の議決権行使の流れ



(出所) [https://www.sec.gov/rules/concept/2010/34-SECURITIES AND EXCHANGE COMMISSION 17 CFR Parts 240, 270, 274, and 275 \[Release Nos. 34-62495; IA-3052; IC-29340; File No. S7-14-10\] RIN 3235-AK43 CONCEPT RELEASE ON THE U.S. PROXY SYSTEM62495.pdf](https://www.sec.gov/rules/concept/2010/34-SECURITIES%20AND%20EXCHANGE%20COMMISSION%2017%20CFR%20Parts%20240,%20270,%20274,%20and%20275%20Release%20Nos.%2034-62495;%20IA-3052;%20IC-29340;%20File%20No.%20S7-14-10%20RIN%203235-AK43%20CONCEPT%20RELEASE%20ON%20THE%20U.S.%20PROXY%20SYSTEM62495.pdf), pp.15および後藤潤一郎「米国の議決権行使システムを巡る課題」月刊資本市場、2018年11月、399号に筆者加筆

は、証券会社や証券仲介者から委任状を取得しなければならない。⁽²⁾

② なぜユニバーサル・プロキシ・カードの利用を強制するのか

SECにはユニバーサル・プロキシ・カードの採用を任意とする意見も寄せられたが、最終的にはその利用を強制することとした。SECのAdopting Releaseによれば、委任状合戦の際、ユニバーサル・プロキシ・カードの使用を義務付けることとした理由は、株主が直接株主総会に出席した場合と同じように、委任状による投票ができるようにすべきであるからである、としている。⁽³⁾ また、制度の強制は、株主の議決権をより保護すると同時に、どちらか一方の当事者が自分たちに有利であると認識した場合にのみ戦略的にユニバーサル・プロキシを使用するという、採用が任意である場合に生じうる混乱を回避することができると述べている。⁽⁴⁾

③ ユニバーサル・プロキシ・カードにはどのような記載が要求されるのか

新たに採用されたユニバーサル・プロキシ・カードには、会社推奨の候補者であれ、反対派株主が推奨する候補者であれ、指名されたすべての取締役候補者の氏名を記載しなければならない（規則14a-19(e)(1)）。その際、会社推薦候補者、反対派株主推薦候補者を明確に区別し、候補者指名を各グループに分け（規則14a-19(e)(3)、その中でアルファベット順に記載しなければならない（規則14a-19(e)(4)）。すべての候補者名を同じフォント、スタイル、サイズで表示しなければならない（規則14a-19(e)(5)）。また、選任される取締役の最大人数を目立つように記載しなければならない（規則14a-19(e)(6)）。選任される取締役数を超える数の候補者に対して議決権を行使した場合、選任される取締役の数を下回る数の候補者に対して議決権を行使した場合、またはいかなる候補者に対しても議決権を行使しない委任状の扱いおよび効果を顕著に開示しなければならない（規則14a-19(e)(7)）。

④ 反対派株主の推奨候補者の会社に対する通知およびその提出期限

SECは、規則14a-19(b)を改正し、反対派株主が候補者氏名を前年の年次株主総会日付の六〇日前までに、発行会社に対し提出することを義務付けた。発行会社が前年に定時株主総会を開催しなかった場合または株主総会の日付が三〇日以上変更された場合は、株主総会の六〇日前か、株主総会の日付の公表を最初に行った日から一〇日目のうち、いずれか遅い方の日までに通知を行わなければならない。

SECの見解では、反対派株主が株主総会の六〇日前に発行会社に対して通知するという規則14a-19(b)の通知義務によって、委任状合戦の当事者はユニバーサル・プロキシ・カードの使用が発動されたことを知ることができ、これによって発行会社は、ユニバーサル・プロキシ・カードを作成するために全候補者の氏名を入手する時間を得ることができるとしている⁽⁵⁾。また、SECは、ほとんどの会社の定款では、規則14a-19(b)で求められる期限より早い期限が定められているので、反対派株主には影響を与えないであろうとしている⁽⁶⁾。この規定が意味を持つのは、発行会社が定款で事前通知の日程を定めていないか、その期限が六〇日より短い場合である。

また、委任状合戦で争う反対派株主は、株主総会開催日の二五日前または発行会社が最終的な委任状を提出してから五日後のうち、いずれか遅い日までに最終的に確定した委任状をSECに提出しなければならない。この制度が設けられた理由は、通常、発行会社の方が反対派株主の委任状よりも早く株主に到着し、また、(後述するように、反対派株主が委任状を送付する要件は、議決権の六七%以上の株主に対してであることから)反対派株主がすべての株主に対しては勧誘しない場合があるからである。そのため、株主の中には、発行会社から委任状を受け取ったときに反対派株主の候補者に関する情報を見ない者が存在する可能性がある。二五日という期限は、そのような株主に対して、反対派株主の委任状が入手可能になった後にアクセスし、希望する場合

には投票を変更するための十分な時間を提供するものである、とSECは説明している。⁽⁷⁾

⑤ 会社側候補者の通知

一方、発行会社は、前年の年次総会開催日の五〇日前までに、会社側候補者の氏名を反対派株主に通知しなければならない（規則14a-19(d)）。SECは、発行会社の期限を反対派株主の期限から一〇日後にすることで、発行会社が反対派株主の通知を検討し、指名候補者を確定し、自らの指名候補者を通知するのに十分な期間を確保することができる⁽⁸⁾と説明している。

また、反対派株主と発行会社の両方が規則14a-19に基づく最初の通知を行った後に指名候補者を変更できるようにする一方で、指名候補者の変更については迅速な通知を義務付けている。

⑥ 反対派株主に対する勧誘要件

SECは委任状合戦における反対派株主は、以下の二つの要件を満たさなければならないと提案した。一つ目の要件は、取締役選任について六七％以上の議決権を有する株主に勧誘を行うことである。これは当初、過半数とされていたものが、引き上がったものである。二つ目の要件は、反対派は、委任状および発行会社への通知において、最小勧誘要件を満たす意図を確認する声明を出さなければならないというものである。

⑦ 議決権行使基準の開示と議決権行使の選択肢

取締役選任議案の投票基準は州法や発行会社の定款によって決まる。通常、取締役選任の方法には、plurality voting standard（相対多数決制度）やmajority voting standard（絶対多数決制度）がある。plurality voting standard（相対多数決制度）とは、相対的に多数を得た候補者が選任される仕組みであり、この方法による場合、反対派候補者がいない場合には、極端な例では賛成票が一票しかなくても選任される。「保留」(withhold authority

to vote) や「反対」(against) 票は結果に影響をもたらさず、そのような投票をしても意味がない。一方、majority voting standard (絶対多数決制度) は、各候補者が過半数を取得していなければ選任されない仕組みである。日本の取締役選任ではこの方法が採用されている。また、反対票が、適用される投票基準の下で法的効力を持つかどうかも州法や定款による⁽⁹⁾。

この度、規則14a-4(b)(4)を改正し、委任状合戦があるなしに関わらず、「反対」が法的に有効な場合には、取締役選任の委任状に「議決権行使の保留」(withhold authority to vote)ではなく、「反対」(against)の選肢を含めることを義務付ける。一方、「反対」が法的に有効ではない場合には、委任状に「反対」(against)の選肢を記載することを禁止し、「議決権行使の保留」(withhold authority to vote)と記載することを義務付けた(規則14a-4(b)(4))。

次に、majority voting standardによる取締役選任において、取締役候補者を支持も反対もしない株主に対して「議決権行使の保留」(withhold authority to vote)ではなく「棄権」(abstain)する機会を提供することとした(規則14a-4(b)(4))。

三つ目に、Schedule 14Aの項目21(b)を修正して「保留」(withhold) 投票がもたらす効果について明確な開示を義務付けている。

日本においては、議決権行使書の白紙投票をどう扱うか、書面行使、電子行使、当日出席等、複数を行使した場合、どれが優先されるか等の点については、会社が定めることができる(会社法施行規則六六条一項二号、三号)。しかし、それらの具体的な運用や詳細については規定されていない。二〇二一年、関西スーパード株主総会決議取消の判例は、会社がこれらの取り扱いを前もって決めておく必要性と株主に対する説明の重要性が再認識

されたものであったといえよう。

⑧ その他の改正

この他、改正によって善意の候補者 (bona fide nominee) の定義が拡大された。bona fide nominee rule (規則 14a-4(d)(1)) とは、委任状に記載され、当選した場合にその職務を果たすことに同意した者のみを被指名者として含めることができるという連邦委任状規則の要件である。この規定が他の候補者として委任状に記載されることを妨げているとして、定義を「当該株主総会の委任状に記載されることに同意した者を含む」と拡大し、一方の候補者として指名されることに同意した者は、反対側の候補者として記載される場合には、同意を得ることなく委任状に記載できるようになった。因みに日本にはこの制度がない。そのため、二〇一九年のリクシルの株主総会では、あずさ監査法人元副理事長の鈴木輝夫氏および元最高裁判所判事の鬼丸かおる氏が株主提案と会社提案の両方で取締役候補者になっていたが、会社候補者となることの同意は得られていなかった。⁽¹⁰⁾

今回の改正ではまた、Short Slate Rule (ショートスレートルール) が撤廃された。Short Slate Rule (規則 14a-4(d)(4)) とは、取締役会の過半数に満たない取締役の委任状を勧誘する反対派株主が、勧誘した株主に対し、一部の会社側取締役候補にも投票できる手段を提供する仕組みである。

(2) 制度導入までの経緯

Universal Proxy 導入は、一九九一年に初めて提案された。⁽¹¹⁾ SEC は、一九九二年の改正を採択したリリース (Exchange Act Release No. 34-31326, 57 Fed. 48,276 (Oct. 16, 1992)) の中で、「会社の委任状に株主の指名する候補者を含めることを義務付ける提案は、SEC の委任状規則を大幅に変更するものである。これは、本質的に、

会社が指名する候補者と独立した候補者の両方を含む普遍的な投票 (universal ballot) を義務付けることになる。」と述べたが、最終的には採用には至らなかった。

二〇一四年の C I I (Council of Institutional Investors) の規則制定の要請によって、二〇一六年一〇月二六日、SEC が連邦委任状規則を改正する Universal proxy の導入を提案した。⁽¹²⁾ 二〇一六年一月一〇日に連邦官報に掲載されたリリースによると、この提案に対するコメントは二〇一七年一月九日に一旦締め切られていた。この時点でも反対意見が多く寄せられ、改正には至らなかった。

しかし、二〇二一年四月、コメントの受付が再開され、再開後の締め切りは、二〇二二年六月七日となった。二〇一六年一二月から多くのコメントが寄せられたが、二〇一七年一月九日には、米国商工会議所 (the U.S. Chamber of Commerce) 等から強い反対の意見が寄せられていた。⁽¹⁴⁾ また、同団体は反対のロビー活動も活発に行った。同日付のビジネスラウンドテーブルからのコメントレターも反対の意見を表明するものだった。⁽¹⁵⁾

反対派はその理由の多くに、委任状合戦の激化とアクティビストの活動を増大させる可能性があることを挙げている。⁽¹⁷⁾ また、当初の案では、反対派は過半数の株主にユニバーサル・プロキシ・カードを送付すればよく、残りの半分には反対派の委任状が送付されなくともよいこととなっていた。また、改正案では、株主は、反対派株主の勧誘資料の無料配布を要求する機会が与えられていなかった。そのため、反対派候補者の情報を入手するためには、EDGAR を閲覧する他なかった。このように株主間で不平等が生じることや、委任状作成のコストが大きく株主価値を損なう委任状合戦に伴うコストを増大化させ、株主がどちら側の候補者に投票しているか混乱する可能性が高いことなどを挙げている。⁽¹⁸⁾ また、両候補者が同等に並列することは、スキルのない取締役候補者を選任してしまう可能性があるとして述べている。また、Universal proxy の採用は、反対派候補者が選任されやす

図表2 Universal Proxy規則案に対するコメント（抜粋）

日付	主たるコメントレター提出者 (提出者・団体名の記載有・個人を除く・2017年1月9日まで) + Scott Hirst	団体の形態	賛否
Jun. 7, 2021	Scott Hirst, Boston University School of Law	Universal Proxiesの 著者	賛成
Jan. 9, 2017	James Allen, CFA, Head, Capital Markets Policy, and Matt Orsagh, CFA, Director, Capital Markets Policy, CFA Institute	非営利団体	賛成
Jan. 9, 2017	Stephen W. Hall, Legal Director & Securities Specialist, and Lev Bagramian, Senior Securities Policy Advisor, Better Markets	非営利団体	賛成
Jan. 9, 2017	Marcie Frost, Chief Executive Officer, CalPERS	公的年金基金	賛成
Jan. 9, 2017	Thomas P. DiNapoli, State Comptroller, State of New York	公的年金基金受託者	賛成
Jan. 9, 2017	The Ad Hoc Coalition of Institutional Investors in Closed-End Funds	機関投資家	賛成
Jan. 9, 2017	Brian L. Schorr, Chief Legal Officer and Partner, Trian Fund Management, L.P.	ヘッジファンド	賛成
Jan. 9, 2017	Charles V. Callan, Chief Regulatory Officer, Broadridge Financial Solutions, Inc.	サービスプロバイ ダー	賛成
Jan. 9, 2017	Anne Sheehan, Director of Corporate Governance, California State Teachers' Retirement System	公的年金基金	賛成
Jan. 9, 2017	Marc R. Bryant, Senior Vice President, Deputy General Counsel, Fidelity Investments	投資信託販売・運用 会社	賛成
Jan. 9, 2017	Edward J. Durkin, Director, Corporate Affairs Department, United Brotherhood of Carpenters	年金基金	賛成
Jan. 9, 2017	Tom Quaadman, Executive Vice President, Center for Capital Markets Competitiveness, U.S. Chamber of Commerce	全米商工会議所	反対
Jan. 9, 2017	Corporate Governance Coalition for Investor Value	企業団体	反対
Jan. 9, 2017	Gregory W. Smith, Executive Director, Colorado PERA	公的年金基金	賛成
Jan. 9, 2017	Steve Wolosky, Partner, Olshan Frome Wolosky LLP	法律事務所	反対
Jan. 9, 2017	Amy B.R. Lancellotta, Managing Director, Independent Directors Council	取締役評議会	反対
Jan. 9, 2017	John A. Hayes, Chair, Corporate Governance Committee, Business Roundtable	ビジネスラウンド テーブル	反対
Jan. 6, 2017	Steven Kreisberg, Director, Department of Research and Collective Bargaining Services, American Federation of State, County and Municipal Employees	労働組合	賛成
Jan. 6, 2017	Brandon Rees, Deputy Director, Office of Investment, AFL-CIO	労働組合	賛成
Jan. 5, 2017	Carl T. Hagberg, Managing Partner, CT Hagberg LLC	コンサルタント	反対
Jan. 5, 2017	Theresa Whitmarsh, Executive Director, Washington State Investment Board	公的年金基金	賛成
Jan. 4, 2017	Karen Carraher, Executive Director, and Patti Brammer, Interim Corporate Governance and Employer Services Officer, Ohio Public Employees Retirement System	公的年金基金	賛成
Jan. 4, 2017	Davis Polk & Wardwell LLP	法律事務所	反対
Jan. 3, 2017	Ken Daly, Chief Executive Officer; Peter R. Gleason, President; and Dr. Karen Horn, Chair, National Association of Corporate Directors	全米取締役協会	反対
Dec. 28, 2016	Ken Bertsch, Executive Director, Council of Institutional Investors	機関投資家協議会	賛成
Dec. 27, 2016	Lance Fair Child, Fair-Child Associates	石油・ガス鉱業	賛成
Dec. 23, 2016	Tim Goodman, Director, Hermes Equity Ownership Services Limited	資産運用会社	賛成
Dec. 19, 2016	Dorothy M. Donohue, Deputy General Counsel, Investment Company Institute	投資顧問協会	賛成
Dec. 5, 2016	Phillip Goldstein, Member, Bulldog Investors, LLC, Saddle Brook, New Jersey	投資会社	賛成

(出所) SEC Release No. 34-79164; IC-32339; File No. S7-24-16に筆者加筆

くなるため、長期的な株主価値を犠牲にして、短期主義を助長させると述べている。

一方、年金基金等の機関投資家や投資顧問会社は提案を支持するコメントを提出している（図表2）。それらの意見は、ユニバーサル・プロキシ・カードを利用して委任状合戦には影響がない、出席株主と委任状を提出する株主とで同じ方法で投票できることが望ましい、少数株主からの提案にも対応できる、と述べている。⁽¹⁹⁾

この他“Universal Proxies”の執筆者である（論文執筆時）エール大学（現ボストン大学）のScott Hirst教授は、当時の制度であるUnilateral Proxyは株主の意思と投票結果との間に歪みをもたらす可能性がある⁽²⁰⁾と述べた。会社側候補者の代わりに、反対派候補者が選出されたであろうケースとして、二〇〇九年のバイオジェン・アイデックス社の総会を挙げている。ここでは、四名の取締役選任の際に、会社側候補者二名、反対派株主候補者二名の計四名の候補者が選出された。しかし、もし、それぞれの側の平均的な保留票が、もう一方の側の候補者に賛成票を投じていたとしたら会社候補者であるアラン・グラスバークが、反対派株主候補者であるリチャード・マリガンに代わって選出された可能性がある。次に、同一派閥で別の候補者が選出されたであろう例として、Rovi Corporationの二〇一五年の株主総会で起こった可能性があると述べている。Scott Hirst教授は、一〇%の委任状合戦では、会社候補者の代わりに反対派候補者が選ばれ、八%の委任状合戦では、反対派候補者の代わりに会社候補者が選ばれるという歪んだ結果になった可能性があると述べている。⁽²¹⁾

このように、Scott Hirst教授は、Universal proxyの導入反対派が提起する懸念とは裏腹に、Universal proxyは委任状合戦の増加や特別利益団体の成功につながる可能性は低いとし、二〇〇八年以降の委任状合戦において、従前の制度は反対派株主候補者をわずかに支持するものであり、Universal proxyは、寧ろ、会社候補をわずかに支持するものであったと考えられると述べている。⁽²²⁾

二〇二一年のUniversal proxy採用のための規則改正の提案は、二〇一六年の提案を、大きな変更なしに、ほぼそのまま採用したものである。

3 おわりに

二〇二一年一月一日、SECはUniversal Proxyの採用を発表した。新たな規則では、会社と反対派株主の双方が、取締役会推奨候補者と反対派株主推奨候補者の両方を記載したユニバーサル・プロキシ・カードを株主に配布し、株主は、両方の候補者の中から任意の組み合わせで投票することができるようになった。

日本では、株主が一〇〇〇名以上の株式会社では、株主総会の会日の二週間前までに議決権行使書と参考書類を株主に送付しなければならない。議決権行使書面には、会社側候補者とともに株主提案によって提案された候補者の双方が記載される。米国ではこのような議決権行使書制度はない。また、日本では、委任状合戦が行われた場合、どちら側の委任状にもすべての候補者を記載しなければならない。日本の委任状勧誘制度と米国のそれとは、大きく異なるため単純な比較ができない。しかし、会社側、株主側、双方の候補者を記載する制度が定着している日本の現状を見る限り、米国の導入反対派のUniversal proxyの導入が委任状合戦を誘発し、アクティビスト等反対派株主の推奨する候補者が有利であるとは思えない。施行からまだ間もないこともあり実例が少ないが、委任状合戦では制度の利用が強制されているため、今後はこれらも明らかになることと思われる。

※本稿は令和四年度日本学術振興会科学研究費基盤研究(21K03296)の助成を受けたものである。

※本稿は令和四年帝塚山学園特別研究助成費による研究成果の一部である。

注

- (1) Securities and Exchange Commission. 17 CFR Part 240 [Release No. 34-93596; IC-34419; File No. S7-24-16] RIN 3235-AL84 Universal Proxy. available at <http://www.sec.gov/rules/final/2021/34-93596.pdf>
- (2) SEC, "Spotlight Proxy Materials-Receiving Proxy Materials", https://www.sec.gov/spotlight/proxymatters/proxy_materials.shtml, last visited, February 14, 2023
- (3) Securities and Exchange Commission 17 CFR Part 240 [Release No. 34-93596; IC-34419; File No. S7-24-16] RIN 3235-AL84 Universal Proxy. pp.13 <https://www.sec.gov/rules/final/2021/34-93596.pdf>, last visited, February 14, 2023
- (4) See *supra* note 4, pp.17
- (5) See *supra* note 4, pp.27
- (6) See *supra* note 4, pp.29
- (7) See *supra* note 4, pp.45
- (8) See *supra* note 4, pp.33
- (9) See *supra* note 4, pp.12 note 23
- (10) 「ＬＩＸＩＬ取締役候補者、瀬戸氏「株主提案」支持を」重複の２人「会社案」同意せず」日本経済新聞朝刊二〇一九年五月二四日
- (11) See *supra* note 18, pp.22 note 69
- (12) CII letter to SEC on universal proxy cards, January 8, 2014 https://www.cii.org/files/issues_and_advocacy/correspondence/2014/01_08_14_CII_letter_to_sec_petition%20_for_rulemaking.pdf, last visited, February 14, 2023

- (13) SEC Release No. 34-79164; IC-32339; File No. S7-24-16, <https://www.govinfo.gov/content/pkg/FR-2016-11-10/pdf/2016-26349.pdf>, last visited, February 14, 2023
- (14) Comments on Proposed Rule: Universal Proxy, Release No. 34-79164; File No. S7-24-16, <https://www.sec.gov/comments/s7-24-16/s72416.htm>, last visited, February 14, 2023
- (15) Tom Quaadman, Executive Vice President, Center for Capital Markets Competitiveness, U.S. Chamber of Commerce, <https://www.sec.gov/comments/s7-24-16/s72416-1471278-130423.pdf>, last visited, February 14, 2023
- (16) John A. Hayes, Chair, Corporate Governance Committee, Business Roundtable, <https://www.sec.gov/comments/s7-24-16/s72416-1468026-130391.pdf>, last visited, February 14, 2023
- (17) See *supra* note 24
- (18) See *supra* note 25
- (19) Marcie Frost, Chief Executive Officer, California Public Employees Retirement System (CalPERS), <https://www.sec.gov/comments/s7-24-16/s72416-8893527-241135.pdf>, last visited, February 14, 2023
- (20) See *supra* note 18, pp.472
- (21) Scott Hirst, *Universal Proxies*, <https://corpgov.law.harvard.edu/2016/10/24/universal-proxies/>, last visited February 14, 2023
- (22) See *supra* note 31

参考文献

- ・ Securities and Exchange Commission, Universal Proxy, A Small Entity Compliance Guide, <https://www.sec.gov/corpfin/universal-proxy-secg>
- ・ Securities and Exchange Commission, 17 CFR Part 240 [Release No. 34-93596; IC-34419; File No. S7-24-16] RIN 3235-AL84 Universal Proxy.
- ・ Scott Hirst, *Universal Proxies*, 35 YALE J. ON REG. 437, 439 (2018)
- ・ Paul Menke, *Universal Proxy Ballots and Private Ordering*, 46 J. Corp. L. 445, (2020)
- ・ SC Haan - Southern California Law Review, *Forthcoming*, (2022)
- ・ 後藤潤一郎、〳米国議決権行使システムを巡る課題〳、月刊資本市場、二〇一八年一月、No. 三九九
- ・ 後藤潤一郎、〳変貌する米国上場市場におけるマーケットの自浄作用〳、J P Xワーキングペーパー、二〇二〇年一月三〇日、Vol. 三三三]

(ふくもと あおい・客員研究員)

証研レポート既刊目録

No.1723 (2020.12) 地銀系証券会社について E C B のコロナ危機対応策 ヨーロッパの株式市場 ー E S M A の報告書に見る実態ー 経済危機と金融	執筆者 二上 伊豆 吉川 中野	No.1730 (2022.2) 米国 S P A C 市場の実情 ー ナスダックによる分析ー F R B ・ 国債市場 ・ P T F ペイメント・フォー・オーダーフローの規制について 米国株式オプション市場における P F O F を巡る議論 ー その始まりから現在までー	執筆者 吉川 伊豆 清水 志馬
No.1724 (2021.2) 非上場株式市場と取引所第二部開設 アメリカの市場情報配信と最良執行 S E C は市場とアルゴリズム取引をどのように見ているのか ー 米国 SEC スタッフによる「資本市場におけるアルゴリズム取引」報告書(前半の抄訳)ー 年金財政方式と年金積立金 ー 本当に賦課方式なのかー	松尾 清水 志馬 玉井	No.1731 (2022.4) デジタル技術の活用と証券ビジネスの新奇性 名古屋における店頭売買承認銘柄 ー 昭和二〇～三〇年代の非上場株式市場ー L M E のニッケル取引をめぐる問題 ー 価格急騰への対応と取引所運営ー 進化する米大手投資銀行のトレーディング業務	二上 松尾 吉川 神野
No.1725 (2021.4) 証券リテールビジネスの D X F R B のコロナ危機対応策と財政資金 イギリスの E U 離脱に伴う市場動向 ー 取引・人員の減少とクリアリングの滞留ー ゴーン氏の役員報酬は「重要な事項につき虚偽の記載のあるもの」か？	二上 伊豆 吉川 梅本	No.1732 (2022.6) アルケゴス破綻 ー 起訴文書等から見た実態ー アメリカのミーム株取引とデジタル・エンゲージメント 米国オプション市場におけるメイカー・テイカー制度をめぐる議論と状況 グローバル・トップ・バンク・ランキングの変遷とその意義	吉川 清水 志馬 中野
No.1726 (2021.6) 証券業界の近年の動向について コロナ対応策と資金フロー ペイメント・フォー・オーダー・フローはどこから来るか S E C におけるアルゴリズム取引の状況認識と評価 ー 米国 SEC スタッフによる「資本市場におけるアルゴリズム取引」報告書(後半の抄訳)ー	二上 伊豆 清水 志馬	No.1733 (2022.8) 証券リテールビジネスの D X (再論) ジェンダーレンス投資とジェンダーレンス投資ファンド 二%目標と異次元緩和政策 E S G ファンドのパフォーマンス ー E S M A による分析結果の考察ー	二上 松尾 伊豆 吉川
No.1727 (2021.8) 金融分野の顧客情報共有を巡る最近の動き 大阪における店頭売買承認銘柄 ー 昭和二〇～三〇年代の非上場株式市場ー 欧州株式市場の流動性 ー E S M A 統計の批判から見えてきたものー メガバンク F G の業務変容と収益低迷のジレンマ	二上 松尾 吉川 中野	No.1734 (2022.10) わが国 O T C デリバティブ市場の現況 ー 二〇二二年六月末 B I S 定例市場報告ー ペイメント・フォー・オーダーフローと投資家の資産選択 S E C ゲンスラー委員長のスピーチと「オークション」 E D F (フランス電力) 再国有化のインプリケーション	吉川 清水 志馬 中川
No.1728 (2021.10) 発足が間近に迫る金融サービス仲介業 東京における店頭売買承認銘柄 ー 昭和二〇～三〇年代の非上場株式市場ー ロビンフッド証券の I P O 書類から見る収益状況 米国オプション取引所の現状と歴史	二上 松尾 清水 志馬	No.1735 (2022.12) ラップ・アカウントの現状について 資金余剰下の金利引き上げ ー F R B と M M F ー O T C デリバティブ市場の現況 ー 二〇二二年外為・デリバティブ・サーバイー	二上 伊豆 吉川
No.1729 (2021.12) 「その他手数料」再論 S R F 導入の背景 ー F R B と国債市場ー ゲームストリップ株式をめぐる問題 ー S E C の報告書に見る実態ー なぜイギリスでは議決権行使助言会社の影響力がアメリカほど大きくないのか	二上 伊豆 吉川 梅本	No.1736 (2023.2) クラウドファンディングの世界的概況 O T C デリバティブ市場の現況 2 ー 二〇二二年六月末残高調査結果ー ホルセラへの競争導入提案 独オプション市場における高頻度取引(HFT)抑制の取り組み ー 非対称スピードバンプの導入ー 敵対的買収における強圧性について	松尾 吉川 清水 志馬 梅本

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

<https://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

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。

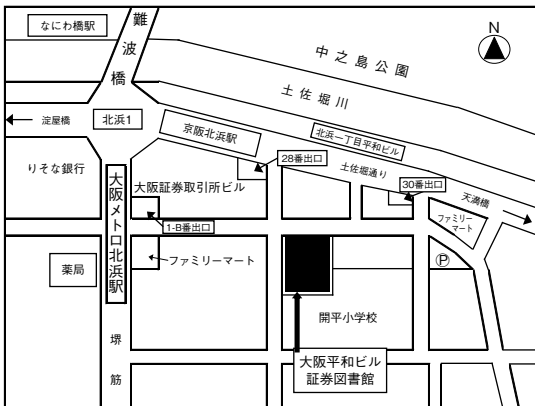
所在地 大阪市中央区北浜 1-5-5 大阪平和ビル 7階
TEL (06) 6201-0062

開館時間 午前 9:30 ～ 午後 5:00
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
大阪メトロ堺筋線・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 (<https://www.jsri.or.jp>) から図書の検索ができます。ご利用ください。

証研レポート第一七三七号
二〇二三年四月十日発行
(偶数月第二月曜日発行)

2023年4月号

発行所

公益財団法人 **日本証券経済研究所**
大 阪 研 究 所

〒541-0041 大阪市中央区北浜1-5-5 大阪平和ビル
電話 (06) 6201 0061 (代表) Fax (06) 6204 1048
<https://www.jsri.or.jp>

定価：418円(本体380円+税10%)