

証 研

レポート

No.1720

2020年6月

証券リテール営業の「デジタル化」
～「スマホ証券」～

二上季代司（1）

株式投資型クラウドファンディングの新展開

松尾 順介（13）

アメリカの証券委託売買手数料無料のビジネスモデル

清水 葉子（42）

取引所の価格情報配信に関するSECの指令提案

志馬 祥紀（50）

公益財団法人 **日本証券経済研究所**
大阪研究所

証券リテール営業の「デジタル化」

↳「スマホ証券」↳

二上季代司

ここ数年、あらゆる面での証券取引の「デジタル化」が進んできたが、年初来の「コロナ禍」で、それが加速しそうな勢いである。プライマリー市場では「クラウドファンディング」⁽¹⁾、セカンダリー市場では「アルゴリズム取引」がよく知られているが、それよりもっと身近な存在がリテール向けのネット取引である。そしてこれに加えて近年では、「スマホ取引」が出現し、それが大きく注目されるようになった。スマホ端末だけで証券取引ができる証券会社（いわゆる「スマホ証券」）も現れている。以下では、この「スマホ」証券をとりあげてみたい。

1 「スマホ」証券とは何か

「スマホ証券」とは一般的な俗称であって厳密な定義はない。モバイル端末（スマホ）を利用した証券取引サービスを提供する証券会社、というのが一般的なイメージである。それでは、同じく非対面の「ネット証券」と「スマホ証券」はどこが違うのだろうか？

ネット証券大手も、すでに二〇〇〇年代中ごろからモバイル端末を使った証券取引を提供してきた。当時「ケータイ」取引と呼ばれたものがそれである。しかし、「ケータイ取引」を提供してきたネット証券は「スマホ証券」

とは異なる、と筆者は考える。

「ケータイ取引」では、自宅のパソコンで発注した指値注文が約定したか否か、気になる銘柄の株価が指値に達したかどうかを知らせる「アラーム」や株価照会の利用が大部分であって、頻繁な取引には不向きであった。立会時間中は会社員にとつても勤務時間中であるし、なにより頻繁な株価更新には通信料がかかるためであった。他方、ネット取引の大部分は、少数の「デイトレーダー」による頻繁な回転売買によって占められ、彼らにとつても「ケータイ取引」は小さすぎて、使いにくかったと思われる。

つまり「ネット証券」ではサラリーマンにとつてもデイトレーダーにとつても、パソコンが主たるツールであつてモバイル端末（ケータイ）は補完手段に過ぎなかつたと考えられる。ところが、最近の「スマホ証券」はこれとは異なる。

第一に、モバイル端末（スマホ）はパソコン取引の単なる補完ツールではない。口座開設から発注・約定、決済、口座管理、市場情報・会社情報の閲覧までパソコンなしで行えるようになってきている。通信料が安くなったことも時代の変化である。しかしそれだけではない。

第二に、より重要な違いであるが、一株（あるいは一〇〇円）からといった、これまで証券業界が「採算面」から掘り上げることのできなかつた顧客層（若年層、資産形成層・同予備層）をターゲットにしていることである。サービス代価の特徴として「手数料無料」をうたい文句にする業者も出ている。

しかし一株とか一〇〇円といった端数の株式への極少投資は、スマホ証券といえども採算が取れていないはずである。「チリも積もれば山となる」というたとえ話もあるが、独立したビジネスモデルとして確立するのは現状ではむづかしい。にもかかわらず、スマホ証券の参入は増加傾向にある。しかも当初は、ベンチャーファンド

の出資が多かったのだが、近年では大手・準大手証券、ネット証券などの既存証券会社はもちろん通信キャリアやLINE等のプラットフォーム、金融機関などの異業種が資本提携の形で参入している。

出資者は、スマホ証券の将来性についてある種の期待と展望を持っているのだろう。それでは、スマホ証券が一つのビジネスモデルとして確立できるとすれば、その展望と課題はなんだろうか。まず、スマホ証券の現状をみておく必要がある。

2 ロングテールを目指す「スマホ証券」

現時点でスマホ証券と認識できる業者を、ディスクロージャー誌に基づいて開業年の順に整理すると図表1のようになる。

先行したのはロボアドバイザーだった。主として世界のETFを投資対象とする投信ラップを、残高一%の年間手数料で最低投資金額10万円から提供するというものだった。対面営業の証券会社の常識では考えられない手数料の安さ、投資金額の低さが目新しかった。

ついで1000円から米国株（のち日本株も加わる）を売買できるOne Tap Buyが現れた。金額指定の株式投資は、大手証券のSMBC日興証券が「キンカブ」の名称で提供しているが、これをスマホ上のシンプルな操作でアメリカ株も購入できるサービスに仕立て直したことに新奇性があった。

次に、SOR (Smart Order Routing) を利用して手数料ゼロの株式取引をめざす業者が現れる。複数市場を比較して最も有利な値段の市場に回送することにより、メイン市場（東証）の最良気配との差額がえられた場合には、その差益を顧客と折半することで、手数料はゼロにするというのである。

図表1 スマホ証券の概要

お金のデザイン 2014/10開業 決算数値は2019/3	東海東京FH19.46%、谷家 衛18.87% ロボアドバイザー（THEO、10万円から）、ポイント投資 顧客数71,842名、運用残高387.6億円 営業収益2.79億円、営業損失18.2億円。 純財産：60.9億円
ウェルスナビ 2016/1開業 決算数値は2019/12	柴山和久28.59%、SBIHD7.44% ロボアドバイザー（WealthNavi、10万円から） 28万口座、運用残高2,300億円（2020/2） 営業収益15.5億円、営業損失20.6億円。 純財産：52.6億円
One Tap Buy 2016/3開業 決算数値は2019/3	ソフトバンク45.65%、みずほ証券12.75%、東海東京FH7.5% 1,000円から日米株、CFD（10倍レバレッジ）、1株IPO 14.5万口座、預かり（日本株134.8万株、アメリカ株等26.8万株） 営業収益2.36億円、営業損失15.74億円。 純財産：37.7億円
Folio 2017/7開業 決算数値は2019/3	Line F26.07%、甲斐真一郎19.48% テーマ別投資（10万円から）、ロボアドバイザー（10万円から） 預かり（日本株58.2万株） 営業収益は0.11億円、営業損失24.34億円。 純財産：55.9億円
スマートプラス 2018/3開業 決算数値は2019/11	Finatext HD85%、大和証券G本社15% Streamアプリ、プラットフォームBaaS 預かり（日本株369.5万株、投信1.06億円） 営業収益2.16億円、営業損失7.41億円。 純財産：47.7億円
tsumiki証券 2018/8開業 決算数値は2019/3	丸井G100% エポスカード向け積立投資（投信） 預かり（投信1.45億円） 営業収益0.01億円、営業損失3.5億円。 純財産：15.4億円
SBIネオモバイル証券 2019/3開業 決算数値は2019/3	SBI95%、CCC5% ポイント投資、少額（単元未満株）投資、 30万口座（2020/3末、日本経済新聞4/21） —— 純財産：2.5億円
Line証券 2019/8開業 決算数値は2019/12	Line51%、野村HD49% ポイント投資、少額投資（1株、投信は100円から） —— —— 純財産：156.8億円

(注) 1. 上から「大株主」、「業務内容の特徴」、「顧客預かり資産」、「収益状況」、「純財産」

2. 以上のほか、大和証券グループが「CONNECT」を設立（2020/4）、東海東京証券FHもスマホ証券の設立を予定している。

(出所) 各社、直近の「業務及び財産の状況に関する説明書」より作成

このほか、スマホ証券のサービスとして、買い物の際に付与される「ポイント」を支払い代価とする株式投資
「ポイント投資」、「おつり」で投資する「おつり投資」等のサービスもみられる。

押しなべて共通するのは、最低投資金額の極少化、低手数料（あるいは無料）、おまけ（ポイント）投資等、
といった手法でできるだけ証券投資の敷居を低くし、顧客層のすそ野を広げ、顧客総数の極大化を図ろうとして
いることである。IT用語でいえば「ロングテール (Long Tail)」を目指しているのである。実際、スマホ証券
の顧客口座数は増えている。しかし、ロングテールだけではビジネスは成り立たない。システム投資をはじめコ
ストもかかっているはずで、増えた顧客総体から得られる収益を増やして、損益分岐点をクリアすること、いい
かえれば、長くなった尻尾 (Tail) を太くしなければならぬ。

3 収益性

では、スマホ証券の収益源はどうなっているのだろうか。

[Fractional Shares]

単位未満株や一株にみたない端株は取引所では売買できないので、業者の自己勘定で手当てされることになる。
そこで、この取引の収益は「トレーディング益」として経理処理される場合が多い。もともと、みずから執行す
るのではなく、これをまとめて執行する業者に取り次ぐ場合のほうが多い。特に、海外の株式やETFの場合は
米系ブローカーへ取り次ぐケースがほとんどである。

とりわけ金額指定の場合は、必ず端株を伴う。アメリカでは単位未満株 (Odd Lot) と区別して端株を「Fractional
Shares」と呼ぶ。細かくて件数の多い単位未満株や端株の取引執行はみずから自己勘定で仕切るよりもマーケッ

ト・メーカーに回送し、そこで仕切っている場合が多い。

さらに受注、マーケット・メーカーへの回送、約定後の決済処理等についてシームレスに行うソフトウェアプログラムが開発されているが、近年では、このプログラムをクラウド上におき、API接続⁽²⁾によって提携先証券会社に共同利用させる業者も現れている。たとえばDrive Wealth社の「Fracker」と呼ばれるクラウドベース、API駆動型のプラットフォームでは、四〇〇〇以上の株式、ADR、ETF、オルタナティブ投資、一万以上の投信が取引可能とされている⁽³⁾。

つまり、「Fractional Shares」取引の収益力向上のハードルは、システム開発の進展、クラウドやAPI接続の普及などのシステム環境によってある程度、低くすることができるだろう。

[SOR]

複数市場を比較して、最も有利な市場に回送することで顧客利益を最大化する執行方法は「Smart Order Routing」と呼ばれる。アメリカは日本のPTSに相当するECNや「ダークプール」等の代替市場が非常に多く、SORを用いた執行も多い。この場合の収益源は、メイン市場（NYSEや東証）における最良気配値と比較して、これよりも良い値段で執行できた場合の差益を顧客と折半することで得られる（経理上は「そのほか手数料」として処理されているようである）。

[PFOF]

アメリカの代表的なスマホ証券、Robinhood Securities社の収益源の半分を占めているのがPFOF（Payment For Order Flow）である。直訳すれば「注文回送の代価」ということになるが、リテールホールセラー（retail wholesalers）と呼ばれるマーケット・メーカーが小口の注文を集めるために回送元のブローカーに渡す「リベ

ト」である。⁽⁴⁾

ロビンフッド社は、株式、投信、オプションなどの取引を「手数料ゼロ」で執行するのがうたい文句で、顧客口座一〇〇〇万を誇るが、その収益の半分は「P F O F」であり、残りを信用取引金利、顧客データの販売から得ている。⁽⁵⁾

「P F O F」は現在のところ、日本のスマホ証券で採用しているところは見当たらない。なにより東証の流動性が高く、圧倒的なシェアを誇っているために、P T Sやダークプールへ回送するインセンティブがアメリカほど大きくない。その意味では、S O Rについても広がる余地が少ないということになるだろう。しかしP T Sやダークプールの取引規模がある一定程度にまでなればS O Rの機会が増え、やがてP F O Fを手掛ける業者が出てくる可能性もあるだろう。

そこで、元に戻って、収益性の観点から再度、図表1をみると、どのスマホ証券もいまのところ営業損益を黒字に転換できていないのである。業者の社歴は浅いが、それでも最初のスマホ証券の開業からかぞえて五年以上が経過している。株主にはベンチャーファンドも散見されるが、そうした株主はそろそろ出口戦略を考える時期に来ている。

しかし最近になると、ベンチャーファンドに代わって通信キャリアやプラットフォーマー、大手・準大手証券等が前面に出てスマホ証券への参入を企図する動きが看守できるのである。

証券投資の敷居を低くし、顧客層の拡大（「Long Tail」）に成功した次の段階では、L2を太くしなければ持続性のあるビジネスとは言えない。では、どのような対策が考えられているのか。ベンチャーファンドと異なる立場にある現業者にとって、どのような「シナジー効果」が期待できるのだろうか。次にそれをみよう。

4 金融サービス仲介業の創設

一つは、個々の客への「クロス・セル」すなわち証券のみならず様々な金融商品の取引仲介などの「重ね売り」による顧客一人あたり収益の拡大である。

これに関連して、今年の三月、「金融商品販売法」等の改正案が国会に上程されたことが注目される。この改正案は、現行の「金融商品販売法」を「金融サービスの提供に関する法律（案）」に改称するもので、「金融サービス仲介業」を「預金等媒介業務、保険媒介業務、有価証券等仲介業務、貸金業貸付媒介業務のいずれかを業として行うこと」と定義し（同法一条）、これを業として行うものに登録義務を課している（同法二条）。さらに情報通信技術を利用して金融サービス仲介業務を行うものは、一定の要件（財産的基礎等）を満たせば、電子決済等代行業を行うことができる（同法一八条）とされる。

現在、金融サービスの仲介業務は、銀行サービスは銀行法上の「銀行代理業」、証券サービスは金融商品取引法上の「金融商品仲介業」、保険サービスは保険業法上の「保険募集人」として、それぞれ業法上の要件が必要であるが、これが「金融サービス仲介業」の登録だけで行えるようになる。⁽⁶⁾ この結果、同じスマホ端末上から、預金口座残高等の情報取得、決済指図（電子決済等代行業）、住宅ローンなどの借入、証券の売買、保険の購入など、およそマネーに関する包括的なライフ・プランが「ワンストップ」で横断的に行えるようになる。

そして同じプラットフォーム上で多種多様なサービスを提供できるようになると、顧客の多様な取引履歴情報が蓄積され、効果的なマーケティングができるようになる。顧客情報の販売収入も将来的に期待できるかもしれない。

こうした、様々な金融サービスのアプリが一体となった「金融版スーパーアプリ」と「プラットフォーム」の

システム開発は技術的には可能になりつつある。通信キャリアやSIB、楽天、LINE等は、IT技術に通じた人材が豊富なことから、こうした横断的な金融サービスのクロス・セル、取引履歴をはじめする顧客情報の取得とマーケティングへの活用、広告宣伝媒体としてのプラットフォームの価値向上などに商機を見出しているのではないかと筆者にはみえる。

もつとも、システムコスト低減のためには「クラウド化」と「API」がヨリ一層、容易になることが必要だろう。この点、わが国では金融機関とのAPI接続が進んでいないことが課題である。また、資金移動に伴う振替・送金などの手数料が高いことも制約条件である。

5 顧客セグメンテーションとソリューションビジネス

ポイント投資や少額投資、積立投資は、証券投資の敷居を低くして口座を長くするのだが、ある程度、顧客資産の蓄積が進んで、収益化が期待できる規模にまで口座が太くなってくると、顧客はアドバイスを求めるようになる。というのは、株式や投信は相場商品であって、値下がりすることもしばしばあるからである。「おまけ」感覚のポイント投資の段階なら、たとえそれがゼロになっても大した痛痒は感じないが、投下した資産残高の規模が膨らむにつれ、相場の下落に伴う評価損すなわち「顧客の痛み」は大きくなる。これ以上、続けるべきか、それとも撤退すべきか、「ナンピン買い」をかけるべきか、悩みと迷いは深まる。そうした時に、アフターケアなしでは「Tail」は太くならない。

このように少額投資の段階と一〇〇万円単位にまで膨らんだ段階とでは、顧客が求めるニーズは違ってくる。顧客の資産規模や置かれた立場に応じて顧客を区分し、真に顧客が求めるニーズを特定して解決手段を提供する。

それが顧客セグメンテーションに基づく課題解決型のビジネス（ソリューションビジネス）である。そしてこのようなソリューションビジネスは、個人顧客の資産形成が進む途上で、幾度となく逢着するだろう相場の激変時にこそその成果が発揮される。つまり相場が下がった時こそアドバイザーの価値が高いのである。

大手・準大手証券がスマホ証券に注目するのもそこに商機を見出しているのではないだろうか。対面営業主体の証券会社の顧客層が高齢化していることがスマホ証券出資の背景にあるのだが、どうみてもこれだけでは採算に合わないスマホ証券のビジネスに一〇〇億円単位の巨額の出資を行って、顧客層の「ロングテール」に注力するのは、営業員のアドバイザー能力という既存資源の共用によって、長くなったテールを太くできるという相乗効果（シナジー）を期待してのことと思われる。

6 終わりに

二〇〇〇年代初頭、ソフトバンクグループがADSLモデムを街頭で無償配布して大量の顧客を獲得し、東西NTTの寡占状態にあったインターネット接続事業に一挙に割って入って地歩を固めたことがあった。これがLong Tail戦略の代表的な成功例である。数年前に始まったスマホ証券の戦略も同様だろう。しかし、それだけではビジネスとして定着したとは言えない。なにより、スマホ証券はシステムコストをカバーできず黒字転換の業者はまだ出現していない。未来の「ユニコーン」への成長を期待して出資に積極的だったベンチャーファンドも最近では出資事例がみられなくなっている。

これに代わって出資者として前面に出てきたのは、①通信キャリアやプラットフォーム、および②対面営業主体の大手・準大手証券である。両者は、いずれも長くなった「Tail」を太くしようと注力するのだが、それぞ

れの強みの違いから、戦略上の重点のおきかたにも特徴がみられるように思われる。

前者は、金融版のスーパーアプリを開発し、横断的な金融サービスを提供できるプラットフォームになることで、収益性を高めようとしているようにみえる。その規制上の制約は、金融商品販売法等の改正により「金融サービス仲介業」が導入されたことでやや小さくなった。次の課題はAPI接続をより容易にし、API接続料と資金スweepに伴う銀行手数料をもっと安くすることであろう。API接続に制約があると情報やシステムの共同利用にも制限が生じ、ひいてはシステムコスト低減の大きな制約になるからである。

後者は、ネット証券やスマホ証券に流れる傾向にある若年層や資産形成層を、みずからスマホ証券を立ち上げることで自社に誘導して顧客層の若年化とすそ野の拡大を図り、ある程度の資産規模になった顧客層に必要とされるアドバイザリーサービスやニーズの高い金融商品を販売してシナジー効果による収益向上を図る戦略である。

もともと、この区分けは相対的なものである。

たとえば準大手証券の東海東京FHは、昨年「お金のコンパス」を立ち上げたが、これは家計簿アプリや金額指定投資、ロボアドバイザー、おつり投資が一体となった新アプリで前者に近い。

他方、ロボアドバイザーのサービスを提供する「フォリオ」と「お金のデザイン」の両社は、金融商品仲介業者と提携し、対面でのアドバイザリーサービスを顧客に提供する戦略を取り始めた（『日本経済新聞』五月二八日付）。スマホ証券自身の経営努力も新しい段階に入ったようである。

注

- (1) 「クラウドファンディング」については本誌、松尾論文を参照。なお、ブロックチェーンを使ったデジタル証券の発行・販売（STO、Security Token Offering）も新たな試みである。
 - (2) API (Application Programming Interface) とは、コンピュータプログラムの機能や管理するデータなどを、外部の他のプログラムから呼び出して利用するための手順やデータ形式などを定めた規約のことである。「Fractional Shares」取引をシームレスに行えるプログラムがクラウド上にあり、それを共同利用するためには、あらかじめAPI接続をしておかなければならない。
 - (3) <https://drivewealth.com/registered-broker-dealers/>
 - (4) リテールホールセラーとPFOFを巡る論点については、本誌、清水論文を参照。
 - (5) <https://www.investopedia.com/articles/active-trading/020515/how-robinhood-makes-money.asp>
 - (6) 詳しくは、金融庁『金融サービスの利用者の利便の向上及び保護を図るための金融商品の販売等に関する法律等の一部を改正する法律案（説明資料）』二〇二〇年三月。なお、従前のような「所屬制」は撤廃されるので、賠償責任を担保させるための保証金の供託が義務付けられる（同法二二条）。
- 〔補記〕文中、「端株」について誤解を招く記述があったので補記しておきたい。二〇〇五年の会社法以来、端株制度は廃止され、これ以前に発行された端株も発行会社の買取りその他の方法により存在しない。現在の「端株」の取扱いは——一例を挙げれば——、証券会社が顧客との共有口座で整数倍の単元株を売買し、顧客には持分に比例した配当金・売買損益を還元するやり方で対応している。

(にかみ きよし・主席研究員)

株式投資型クラウドファンディングの新展開

松尾 順介

はじめに

株式投資型クラウドファンディングは、二〇一七年から募集が始まり、当初の段階では、FUNDINOR、GoAngel、EMERADA EQUITYの三つのプラットフォームが稼働していたが、昨年九月、EMERADA EQUITYが撤退し、その業務をユニバーサルバンクが譲受した。その一方、この間にUnicorn、GEMSEE Equity、イークラウドの三つのプラットフォームが新規参入し、現在六つのプラットフォームが稼働ないし稼働準備している状況となっている。

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は、第一種少額電子募集取扱業の登録および日本証券業協会の加入（特定業務会負⁽¹⁾）を必要とするだけでなく、収益性の面においても必ずしも高い収益が見込めるものとはいえず、新規参入が難しいのではないかと考えられていたが、実際は新規参入が相次いでいる状態となっている。このことは、株式投資型クラウドファンディングの発展可能性を示唆していると思われる。

他方、当初から稼働していたプラットフォームでも、コロナ支援クラウドファンディングの取り組みが進められるなど、新たな動きを見せている。すでにコロナ対策においては、すでにクラウドファンディングが利用されているが、それらは寄付型や購入型であり、株式投資型クラウドファンディングの利用は斬新である。

本稿では、これらの動向について、各プラットフォーム運営者へのインタビュー調査を踏まえて紹介した上で、

今後の株式投資型クラウドファンディングの将来性について考察する。

1 先発三プラットフォームの現状

(1) FUNDINNO

このプラットフォームは、株式会社日本クラウドキャピタル（本社…東京都品川区東五反田五丁目二五番一八号、資本および資本準備金…一億二八九七万九三四〇円、設立…二〇一五年一月二六日）によって運営されている。⁽²⁾ このプラットフォームは、日本で第一号となる第一種少額電子募集取扱業の登録承認を受け、二〇一六年一二月から投資家登録申請の受付を開始した。また、周知のとおり、株式投資型クラウドファンディングにおいて、最大手の実績を有している。⁽³⁾

以前、同社にインタビューした際の内容を要約すると以下の通りである。⁽⁴⁾ 同社を設立した柴原祐喜氏は、カリフォルニア大学出身で、同大学では日米の非上場会社の資金調達について研究し、日本でのクラウドファンディングを利用した資金調達モデルについて検討したという。帰国後も大学院でこのモデルについてさらに検討を重ね、その間に現在のビジネスパートナーの大浦学氏と出会い、システム開発会社を起業した。起業後、米国の Angel List⁽⁵⁾ のような仕組みを日本に導入することを検討したが、金商法上の規制のため断念せざるを得なかった。その後、金商法が改正され、クラウドファンディング專業業者としての参入が実現した。

また、自社の特徴として、①バックオフィス業務のシステム化による大幅なコストダウン、②発行会社へのアプローチにおいて、同社のプラットフォーム上の SEO マーケティングを活用していること、③同社の審査業務において、審査担当者による手作業とシステム処理を組み合わせている点が指摘されるとともに、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ていることも指摘された。特に、発行会社の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である。また、発行会社の経営者間の交流促進やコミュニケーションづくりにも配慮している。さらに、発行会社の情報発信が金商法などの規制に抵触しないかどうか、などの点にも細心の注意を払っているという。

最近の同社の取り組みとしては、以下を挙げることができる。

まず、二〇一九年五月、福井銀行の子会社、福井キャピタル&コンサルティング（福井C&C）と連携し、地元企業の新規上場支援を行う取り組みも開始している。これは、福井銀行や福井C&Cが有望な企業を発掘し、株式投資型クラウドファンディングによる資金調達を行った後、福井C&Cの運営する「ふくい未来企業支援ファンド」が成長資金を供給するとともに、福井C&Cによる経営コンサルティングで成長をサポートするという構想と報じられている。⁽⁶⁾

次に、同年七月、同プラットフォームで資金調達を行った案件が、相対取引でE-I-Tし、株価一・五倍で投資家にリターンを還元できることとなったことも公表されている。⁽⁷⁾

第三に、二〇一九年九月から株式以外に新株予約権についての取り組みを開始し、⁽⁸⁾すでに四案件を成立させている。

(2) GoAngel

このプラットフォームは、二〇一五年五月、出縄良人氏によって設立された、DANベンチャーキャピタル株式会社（本社：東京都千代田区内幸町一丁目一番一号 帝国ホテルタワー一五階、資本金：一億五八五五万円）

によって運営されている⁽⁹⁾。同氏は、一九九三年、ディーブレイン証券（現、日本クラウド証券）を設立し、グリーンシート市場の運営に携わるなど、中小企業・ベンチャー企業の株式公募による資金調達支援に携わってきた専門家であり、この分野の第一人者として著名である。同氏は、かねてよりクラウドファンディングに注目し、研究会を主催するなど、準備を重ね、二〇一七年七月、第一種少額電子募集取扱業者として登録、同年九月、日本証券業協会に加入し、株式投資型クラウドファンディング・プラットフォーム「GoAngel」の運用を開始した。同年一〇月、第一号銘柄「マルチブツク」が目標募集額を達成し資金調達に成功している。現在、九案件において、約一・二億円の資金調達に成功している。

同社の特徴としては、「拡大縁故募集」という独自の株主募集の方法が挙げられる。同社のプラットフォームは「GoAngel」と命名されているが、これは文字通り「Go+Angel」である(「Go」は「縁」と「Gel」(仲間作りの意))とを合成しており、長期的なエンジェルマインドの醸成とともに、資金調達企業およびその事業に共感し、支援してくれる出資者を集めるという基本姿勢を表現している。

今年四月二〇日、同社は「新型コロナ・応援プログラム」⁽¹⁰⁾の取り組みを開始し、これは株式投資型クラウドファンディングによるコロナ対策支援としては、パイオニアとなるものと期待される。具体的な案件は、六月以降に募集開始のため詳らかにすることはできないが、基本的な趣旨は、新型コロナウイルスによる休業や売上減少に悩む中小企業に対して、コロナ収束までの期間の経営維持とその後、の事業発展を資本調達によって支援することを目的としている。

すでに八件の申し込みがあり、このうち一社は六月から募集開始している⁽¹¹⁾。同社のビジネスは、ゴルフア専門のSNS（ソーシャル・ネットワーキング・サービス）であり、登録会員に対して最適な同伴プレイヤーを探

索し、ニーズに応じたゴルフ場を推奨するというサービスである。これによって、コロナの影響で営業自粛を余儀なくされているゴルフ場経営を支援できると期待される。このほかには、八件のうちには、飲食関連二件、観光関連一件が含まれている。

なお、募束手数料については、資金調達企業ではなく、投資家から徴収することにしてはいる。その理由は、投資家が企業を支えるという観点から、このような設定としているが、今後は案件によっては、資金調達会社からも徴収することも検討している。

さらに、株式投資型クラウドファンディング銘柄に対する流動性供給について、株主コミュニティ制度を利用することを検討中とのことである。また、株主コミュニティ制度によらずとも、プラットフォーム運営会社に対して、売上の取扱を可能とする規制緩和を行えば、一定の売出期間を定めて既存株主から売り手を募った上で、買い手を募ることで約定することも可能となることから、株主コミュニティ制度の利用を第一種少額電子募集取扱業者に制限付きで認める規制緩和を含めて提言する予定とのことである。

(3) EMERADA EQUITY

このプラットフォームは、エメラダ株式会社によって運営されていた。同社は、二〇一六年六月二日設立、資本金七〇〇〇万円（当時）、本社所在地は、東京都港区南青山一―二―三 LIFORK MINAMI AOYAMA 南棟S一〇八、累計成約金額三億一三五三万円、累計成約数九件（二〇一九年九月一九日現在）であった。なお、同社はエメラダ型新株予約権の取り組みを特徴としていた。以下、同社へのインタビューをもとに紹介する。⁽¹²⁾

同社の共同創業者兼CEOの澤村帝我氏は、野村證券、ゴールドマン・サックスで、企業の資金調達およびM

& A業務に携わり、経験を蓄積してきた。

同社の特徴は、①広範で多彩な人的構成を擁していること、②同社独自のスキームである「エメラダ型新株予約権」を開発し、同社の投資案件は、このスキームを利用していること、③同社プラットフォームでの案件は、全てベンチャーキャピタルが出資した案件に限定していること、である。

特に、③については、すでにベンチャーキャピタルが専門的な知見を元に出資判断を下した案件に限定すること、クラウドファンディングで出資する個人投資家のリスクを低下させることができるとともに、クラウドファンディングに出資以外の機能も期待されていた。つまり、ベンチャーキャピタルとは異なり、出資者が当該企業の顧客となり、同社のPRを担ってくれること、いわゆるコミュニティマーケティングの役割も期待されていた。なお、EMERADA EQUITYを運営するエメラダ株式会社のHPによると、同社は株式投資型クラウドファンディング事業をユニバーサルバンク株式会社を引き継いだことが発表されており(二〇一九年九月一三日)、この業務から撤退した¹³⁾。今後の同プラットフォームの運営については、ユニバーサルバンク株式会社の運営するAngelbankが引き継いでいる。撤退の理由は定かではないが、その経営判断の背景には、収益性の課題が伏在していたことも考えられる。

2 新規参入プラットフォームの現状

(一) Angelbank

このプラットフォームは、ユニバーサルバンク株式会社によって運営されている。同社は、二〇一五年五月設立、本社所在地は、東京都港区東新橋二一七一三 昭和アステック一号館である。二〇一八年九月、第一種少

額電子募集取扱業として登録、同年一〇月日本証券業協会に加入している。さらに、二〇一九年九月、上記 EMERADA EQUITTY の業務を引き継ぎ、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、Angelbank の稼働に向けて体制整備などの準備を進めている。

同社の代表取締役 CEO は、鳥居佑輝氏であり、同氏はイーストベンチャーズ株式会社にて新卒で入社し、未上場ベンチャー企業への投資活動およびファンドレイズ業務に従事した経験を有している。特に、シード段階の投資に従事していた。

同社へのインタビュによると、同社設立段階では、自力で独自のプラットフォームを開設し、運用することを計画していたが、偶然 EMERADA EQUITTY の事業譲受の話があり、これを有償で引き継ぐことになった。ただし、Angelbank では独自色を出したいと考えている。なお、現在は、EMERADA EQUITTY の発行会社および投資家とは、メールやオフラインのやり取りを通じてコミュニケーションを維持している。

エメラダの特徴の一つは、新株予約権のスキームであるが、このスキームはベンチャー企業が多数の小口普通株主を抱え込まないようにするスキームとしては十分工夫されたものであると同時に、将来の IPO を見据えた株主政策としても有効であると考えられる。しかし、米国とは違って、国内ではまだ周知性が高いとはいえない。したがって、株式と新株予約権の二本柱を考えている。ただし、優先株も選択肢として検討している。

また、エメラダのもう一つの特徴は、全てベンチャーキャピタルが出資した案件に限定した点であるが、この点についてはある程度踏襲したいと考えている。その理由は、ベンチャーキャピタルが投資した案件でもその後資金調達に苦労している案件もあるため、クラウドファンディングによる資金調達に期待があることが考えられるためである。また、ベンチャーキャピタルのプレイヤーが少なく、彼らが網羅しきれない案件も多々あ

り、それらを発掘できるのではないかと考えているからである。

他方、将来的には、株主コミュニティ制度などを利用した、非上場株式に流動性を付与するビジネスにも意欲を持っている。ただし、そのためには第一金融商品取引業の登録が必要であるため、相当時間がかかる。

現在のスタッフとして、正規雇用のメンバー10名を擁しており、エメラダ株式会社出身者は一名のみで、他のメンバーは証券会社や金融機関の出身者である。このスタッフで、案件発掘、顧客対応、審査、業務管理、システム運用などを分担している。なお、現在は、プラットフォームの稼働準備中であるため、外部資金に依存している。

今後は、投資家と企業家の交流を密にするような取り組みを進める予定であり、すでにEMERADA CITYの投資家と交流会を複数回持っている。現在、コロナ・ショックのため対面での交流会は中断しているが、zoom等を利用したコミュニケーションを検討しており、フォローアップを重視している。その際、現在のスタッフの有する専門性が活用できると考えている。

また、今後の収入構成としては、資金調達の際の手数料収入だけに依存せず、システム利用料など安定的な収入源を確保することを考えている。

(2) Unicorn

このプラットフォームは、株式会社ユニコーンによって運営されている。同社は、二〇一五年十二月に設立され、本社は東京都新宿区新宿四―三―一七 FORECAST新宿SOUTH 3F、資本金（資本準備金含む）は、二億三三五〇万円である。二〇一八年十二月に第一種少額電子募集取扱業者の登録完了、二〇一九年二月に

日本証券業協会（特定業務会員）に加入している。

同社の代表取締役社長は、安田次郎氏であり、同氏は国際証券（現三菱UFJモルガンスタンレー証券）にて、本邦企業の資本政策・資金調達やIR戦略の立案・執行に従事した後、クレディ・スイス、リーマン・ブラザーズの株式資本市場部にて、IPOを含む、国内外における株式等の資金調達において数多くの主幹事案件を執行した。野村證券移籍後は、第三者割当型の資金調達案件や事業会社が保有する株式の売却や自社株買について、デリバティブを活用したスキームなどのソリューション提供業務に従事した経験を有している。

同社の事業内容は、株式投資型クラウドファンディング、クラウドファンディングサポート、アウトソーシングサービス、セミナーの企画・運営となっている。特に、「企業成長丸ごとサポート」というサービスを提供している。これは、毎月定期的に担当者がオフィスに伺い、現在の経営課題や要望をヒアリングし、解決策を提案するというサービスで、月額制（初期費用なし）という料金システムである。また、「ユニコーンインキュベーションプログラム（UIP）」という、ユニコーン企業を目指す起業家のためのトータル支援プログラムも提供している。

同社のリリースにおいて、下記の取り組みを公表している。

① 佐賀県と「クラウドファンディングの利活用に関する・協力協定」を締結（二〇一九年五月二十八日）…佐賀県内企業等による株式投資型クラウドファンディングを活用した、資金調達を推進することで、佐賀県内の起業・創業の支援、地域産業の振興に寄与することを目的としている。⁽¹⁴⁾

② 株式会社ZUUとの資本業務提携（二〇一九年二月二三日）…株式会社ZUUは、東証マザーズ上場会社で、フィンテック・プラットフォーム事業「ZUU online」の運営やフィンテック化支援サービスを提供している。

また、同社代表取締役の富田和成氏は、野村證券にて、富裕層向けプライベートバンキング業務などに従事した後、二〇一三年四月に同社を設立した。なお、同社は、この提携によってユニコーンの第三者割当を引き受けている（保有割合四九・一三%）⁽¹⁵⁾。

現時点の案件は、① スポットツアール株式会社（募集価格の総額五七四六万円、払込日二〇一九年八月六日）、② 株式会社オリープ技研（同五七五〇万円、同二〇二〇年一月二九日）、③ 株式会社ファンタスティック（同三一六〇万円、同二〇二〇年四月三〇日）などである⁽¹⁶⁾。

(3) GEMSEE Equity

このプラットフォームは、SBI CapitalBase株式会社によって運営されている。同社は、SBIグループの一〇〇%出資で、二〇一七年一〇月設立、本社は東京都港区六本木一―六―一、資本金一億円である。二〇一九年六月、第一種少額電子募集取扱業者として登録、二〇一九年八月に日本証券業協会（特定業務会員）に加入している。

同社の代表取締役会長は、SBIホールディングス代表取締役社長CEOの北尾吉孝氏である。また、代表取締役社長の紫牟田慶輝氏は、新日本製鐵ファーストリテイリングを経てSBIホールディングスに転じ、二〇一九年現職に就任した。

SBI CapitalBaseは中小、ベンチャー企業の資金調達をトータルに支援するプラットフォームの提供を通じてベンチャーエコシステムを活性化させ、新産業を育成・創造することを目的に設立され、その第一弾のサービスとして株式投資型クラウドファンディングプラットフォームを立ち上げたと説明している。なお、プラットフォーム

ムの名称「GEMSEE (ジエムシー)」は、Gemstone (原石) と Seeker (探究者) に由来しており、成長を目指す事業者とその価値を見出す投資家との両者が出会う場を意図しているとのことである。⁽¹⁷⁾

GEMSEE Equity の特徴は、以下である。⁽¹⁸⁾

① ベンチャー企業支援に関する知見

SBI インベストメント、SBI証券を中心にグループ全体で長きにわたりベンチャー企業支援に携わっており、豊富な経験に基づく知見を有している。

② 事業シナジীর追求

SBIグループ企業に加え、その投資先、提携先、取引先も含めた広い範囲での事業シナジীর追求することが可能である。

③ 情報発信力

SBIグループの情報発信力を活用し、製品やサービスの認知度を向上させることができる。

同プラットフォームの第一号案件は、株式会社One Terrace (二〇二〇年二月一〇日募集開始) であり、同社は、日本の労働人口減少にともない、市場規模の拡大が見込まれる外国人材領域(留学、就職、採用)の課題を解決するHR Techベンチャーである。⁽¹⁹⁾

同社へのインタビューの概要は、以下の通りである。

同社の特徴として、SBIグループが推進する地方活性化に寄与する案件を発掘することを目指している点が挙げられる。第一号案件もHR Techを通して、外国籍社員の採用を支援し、地方活性化に貢献できる案件である。今後も再生可能エネルギー事業、農業分野、あるいは地方の既存企業の新しいチャレンジ(事業承継にともなう

第二創業等）を支援していく。現在主流となっているIPO志向モデルだけでなく、非上場モデルのユースケースを作ることに、本制度の利用の裾野を広げていきたいと考えている。その際、クラウドファンディング実施企業に対するきめ細かなフォローアップを行うことを企図している。経営助言、オンライン株主総会を含めたIR支援、さらにSBIグループとの連携による営業支援なども含まれる。

今後の課題としては、このような非上場モデルあるいは地方モデルが認知されるためには、以下の点が課題となる。①配当や株主優待などの株主還元を工夫する必要がある。特に、流動性を欠いている現状を鑑みると、魅力的な配当政策は重要である。②投資家のすそ野を広げる努力も必要である。その際、若年層や女性の投資家に訴求できるかどうかは、重要なポイントとなる。③このモデルに適合する案件を発掘する必要があるため、かなり厳しくスクリーニングを行っている。その際、取締役会の設置を義務付けるなど、ガバナンス面の整備を条件としている。また、資金調達案件に対するフォローアップも重要である。なお、フォローアップによって、発行体のモニタリングを行うとともに、事後的な収益につなげることを考えている。

現行規制に関しては、一人当たり五〇万円の上限規制について、その根拠が不明確であるだけでなく、必要性についても理解しにくい。様々な投資家があり、むしろ投資機会を逸しているケースもあるように思われる。

なお、前述のような非上場モデルないし地方モデルが定着すれば、かなりの銘柄数が見込められると思われる。そうなる株主コミュニティ制度による流動性の付与につながると考えられる。しかし、現状の株主コミュニティ制度の規制は、オンライン取引と必ずしも親和的でないように見受けられる。むしろ株主コミュニティ制度以外の流動性供給のあり方を検討することも選択肢かもしれない。

最後に、株式投資型クラウドファンディングによる資金調達を行うことで、経営者は外部株主から見られてい

るという意識が高まり、自己規律付けも強まる。また、オンラインネットワークを活用することで、会社と株主の対話が促され、経営改善の効果も期待できる。

(4) イークラウド

このプラットフォームは、イークラウド株式会社によって設立され、現在稼働準備中である。同社は二〇一八年七月設立、本社は東京都中央区八重洲一―五―二〇 東京建物八重洲さくら通りビル3F、二〇二〇年三月財務省関東財務局に第一種少額電子募集取扱業の登録を完了、二〇二〇年四月日本証券業協会（特定業務会員）に加入している。

同社は、資本金四億四二〇〇万円（資本準備金を含む）のうちXTech五八％、Fintertech四二％をそれぞれ出資している。⁽²⁰⁾なお、XTechは、二〇一八年一月、サイバーエージェントの元専務取締役COO・西條晋一氏によって設立され、既存産業とテクノロジを融合させることで、新規事業を創出し続けるStartup Studioという事業形態をとり、新規事業、M&A・再生事業、VCの三つの事業体で構成されている。現在、正社員数約三〇〇名、売上高約七〇億円（連結）である。⁽²¹⁾また、Fintertechは、二〇一八年四月、ブロックチェーンなど最先端のテクノロジを活用した次世代金融サービスを創出することを目的として、当初は大和証券グループの出資で設立され、その後クレディセゾンが三四％出資している。クレディセゾンの出資に際しては、クラウドファンディング向け案件の紹介および人材のサポート等の連携強化による事業推進の加速や、クレディセゾンのノウハウと大和証券グループの顧客基盤を活用したローン事業の展開などが表明されている。⁽²²⁾現在のプロダクトとしては、デジタルアセット担保ローンを提供している。⁽²³⁾

代表取締役の波多江直彦氏は、サイバーエージェントで、広告代理部門、スマホメディア、オークション事業立ち上げ、子会社役員等を経て、サイバーエージェント・ベンチャーズで投資事業に従事された後、XTech Venturesにてパートナーとして、VR、SaaS、モビリティ、HRTech、シェアリングエコノミー、サブスクリプションサービスなどへの投資実行を担当した経験を有している。取締役の戸塚誠一氏は、大和証券にて、証券アナリストとして、企業分析、業績予想、投資判断などを担当、企画、金融商品仲介、ラップを始め、新規業務の企画・立ち上げ、提携交渉等に従事した経験を有している。星屋和紀氏は、新日本証券にて、個人営業部門から債券ディーラー部門を経てコンプライアンス部門に在籍し、日本証券業協会監査一部で専門監査員の経歴を有している。執行役員の升井亮氏は、サイバーエージェントにて、最注力事業AbemaTVの経営企画部門にて戦略立案に従事した後、XTech Venturesにて、D2C、人材、広告、ヘルスケアなど、八社の投資実行を担当した経験を有している。⁽²⁴⁾

同社に対して、インタビューを行う機会を得た。その概要は以下の通りである。

まず、同社には、二つの母体がある。ひとつは、XTechであり、同社第一号の事業子会社としてイックラウドが設立された。もう一つは大和証券グループである。したがって、ITとベンチャーキャピタルと金融・証券という三つのバックグラウンドを有している。

次に、設立の背景としては、次の三点が指摘できる。①親会社である、XTech株式会社は、Startup Studioとして、既存産業とテクノロジーを融合させることで、新規事業を創出することをコンセプトとしており、そこで蓄積された専門性や技術が利用可能であり、すべてのシステムを独自に開発・構築できる。②ベンチャー投資のノウハウを有している。③個人投資家に有望な投資機会を提供することによって、個人金融資産をベンチャー育

成のためのリスクマネーにつなげていく必要性がある。

第三に、同社の特徴としては、上記のバックグラウンドを有することから、①大和証券グループのFintechとの資本業務提携、②XTechグループとして資金調達からEXITまで支援可能、③ベンチャーキャピタル出身者や起業経験者などのプロによる資金調達支援という点を挙げることができる。特に、クラウドファンディングの資金調達企業に対する支援としては、ベンチャーキャピタルやエンジェル投資家および銀行とのコラボレーションを重視している。また、株式投資型クラウドファンディングの課題として、小口株主が増加し、反社会的勢力排除、会社運営や契約の煩瑣などが挙げられるが、ITをベースとしたシステム対応とベンチャーキャピタルで利用されている株主間契約を株式投資型クラウドファンディング向けに調整し、これらの課題を解決することを計画している。特に、株主総会の電子化など、ITをバックグラウンドとしていることの強みが発揮できると考えている。

第四に、現時点では、普通株による株式投資型クラウドファンディングのスキームを想定している。ただし、今後は新株予約権や優先株の取り組みも視野に入れていく。なお、種類株主については、現行規制では手続き面の課題があるため、さらなる工夫が必要と考えられる。

第五に、現行規制については、やや実態に相即していない面も指摘できる。例えば、発行会社に対する上限一億円の規制の意味について疑問がある。また、内部管理責任者の規制についてもコストがかかる割に、その必要性については再検討の余地がある。さらに、審査担当者の規制についても、ベンチャーキャピタルが目利きした案件には、必ずしも審査が必要とはいえない場合もある。

第六に、非上場株式の流動化については、必要性を重視しているものの、現行の株主コミュニティ制度は制約

が多いため魅力的とは言い難い。むしろセキュリティトークンを利用することで流動性を付与することや、規制上の制約が解かれれば、プラットフォーム上での流動性付与なども考えられる。

第七に、資金調達企業にとって株式投資型クラウドファンディングのメリットとして、①ファンが株主となることで、株主とともに事業を発展・成長させることができる、②ベンチャーキャピタルに比べて、株主一人当たりの持分が小さいため、経営の自由度が高い、③ベンチャーキャピタルと比べて短期間で資金調達可能で、事業成長に時間を集中できる、④企業情報を公開することによって周知性を高めることができる、などが挙げられる。なお、外部株主が登場することによって、ガバナンスが向上するかどうかは、ケース・バイ・ケースであろう。早期のベンチャー企業にとっては、外部株主のプレッシャーは、事業成長に専心することの妨げになる場合もあり得る。

第八に、プラットフォーム運営会社の収入構成として、資金調達手数料を中心に考えており、株主管理手数料など、事後の継続的な報酬の徴求は想定していない。

最後に、今後の株式投資型クラウドファンディングの発展・拡大については、①株式投資型クラウドファンディングそのものの認知度の向上、②小口株主増に起因する課題の解決とその認識の共有・普及、③IPOやM&Aの実績作り、といった点がポイントとなるものと考えられる。

まとめ

本稿では、株式投資型クラウドファンディングプラットフォームの参入状況を紹介するとともに、既存のプラットフォームのコロナ支援プログラムについて紹介した。

今回の調査によって、株式投資型クラウドファンディングプラットフォームにおいて、以下の三つの変化が見られた。

まず、大手証券系の参入が相次いだことである。前述のように、イークラウドおよびGENSEI Equityは、それぞれ大和証券グループおよびSBIグループが出資している。当初、株式投資型クラウドファンディングに対しては、大手証券会社の関係者の反応は芳しくなく、消極的な印象を持っていたが、様相は大きく変化したと思われる。

次に、多様な人材の流入という点も指摘できる。新規参入のプラットフォームの関係者を見ると、証券・銀行系、IT・システム系、ベンチャーキャピタル系など、多様なエキスパティーズと経験を有した人材が流入していることが注目される。

第三に、ネットワークの拡大という点も指摘できる。各プラットフォームの取り組みを見ると、地方自治体をはじめ、銀行などの金融機関、ベンチャーキャピタル、IT・システム企業など、多様な分野と連携関係を構築し、ネットワークを拡大していることが分かる。このことは、株式投資型クラウドファンディングが様々な面で有力なツールとして認知され始めたことを示唆していると思われる。

いくぶん回想的なコメントになるが、二〇一四年五月の金商法の改正によって、投資型クラウドファンディングが解禁となった際、株式投資型クラウドファンディングについては、株式発行会社の潜在的ニーズ、流動性の見込めない株式投資の可能性、さらにプラットフォームの採算性などの点において、懐疑的な見方もあったが、それから六年を経過した現在、プラットフォーム運営会社が六社に達したことは、予想を上回る展開といえるだろう。

ちなみに、年間の資金調達額も二〇一七年四億七二七四万円、二〇一八年二億七五四五万円、二〇一九年九億三四一六万円、二〇二〇（四月末現在）四億九一八五万円となり、二〇一九年はいくぶん減少が見られたが、今年度は年換算で一五億円程度に達し、金額的には堅調に推移しているといえる。

今後の展開について、注目点としては、以下の三点が挙げられる。

まず、株式投資型クラウドファンディングの案件からIPO銘柄が登場するかどうかという点である。例えば、英国では二〇一五年七月にSeed&Sparkを通じて株式投資型クラウドファンディングによって一〇〇万ポンドの資金調達を行った⁽²⁶⁾、事業者向け会計ソフトウェア開発会社「FreeAgent Holdings plc」（二〇〇七年設立、本社エジンバラ）が、二〇一六年一月、ロンドン証券取引所AIMに上場し⁽²⁷⁾、株式投資型クラウドファンディング案件のIPOとして注目された⁽²⁸⁾。このことは、株式投資型クラウドファンディングの認知度だけでなく、投資家の注目を高めたと思われる。ちなみに、英国の株式投資型クラウドファンディングの推移を見ると、二〇一三年二八〇〇万ポンド、二〇一四年八四〇〇万ポンド、二〇一五年二億四五〇〇万ポンドと堅調に推移したが、二〇一六年は二億七二〇〇万ポンドとやや伸び悩んだ後、二〇一七年三億三三〇〇万ポンド、二〇一八年三億六三〇〇万ポンドと伸びている。この背景には、IPO案件が刺激になっている可能性がある。このことから今後の株式投資型クラウドファンディングの展開にとって、IPO案件の登場は重要な注目点といえる。

次に、IPO案件に過度な関心が偏ることも懸念される点である。株式投資型クラウドファンディングの案件のうち、IPOを達成できる会社は、全体のうちの少数であると思われる。逆に、IPOに至らない会社やそもそもIPOを目指していない会社においても、株主にとって満足できる成果を還元する必要がある。その際、配当や株主優待のような経済的な成果だけでなく、投資を通じて地域貢献や環境対策に寄与したという満足感も成

果に含まれるだろう。株式投資型クラウドファンディングを通じて、そのような投資のあり方が認知されるかどうかという点も注目される。

第三に、流動性をどのように提供できるかという点も注目点として挙げられる。現状では、株式投資型クラウドファンディングの資金調達企業は、流動性を欠いており、IPOを待つしかない状態である。流動性を抜きに市場の拡大を展望することは極めて難しい。流動性付与のあり方として、既存の株主コミュニティ制度との連携だけでなく、各プラットフォームの独自の取り組みもあり得るだろう。ただし、そのためには規制上の改革も必要になるものと思われる。

(謝辞) 本稿は、桃山学院大学共同研究プロジェクト(一七連二五九:Locavestingの考え方に基づく関西、中・四国地域経済圏の地域再生のための金融的方策の研究)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。また、本稿執筆に際しては、出縄良人氏(DANベンチャーキャピタル株式会社)、鳥居佑輝氏(ユニバーサルバンク株式会社)、紫牟田慶輝氏(SBI CapitalBase株式会社)、波多江直彦氏(イークラウド株式会社)、升井亮氏(同)、佐々木瞭氏(同)のご協力を賜りました。ご協力に心より感謝申し上げます。

注

(1) 現在、特定業務会員として加入しているのは、九社である。このうち六社が株式投資型クラウドファンディングの運営業者である。なお、他の三社は、特定店頭デリバティブ取引業者である。

(2) 詳しくは、拙稿(二〇一七)参照。

- (3) プレスリリース「日本初株式投資型クラウドファンディング『FUNDINNO』業界No.1取扱額30億円突破！」(二〇二〇年四月一四日)
https://www.cloud-capital.co.jp/category/press_release/ (二〇二〇年五月三十一日、アクセス)
- (4) 前掲、拙稿(二〇一七)参照。
- (5) Angel List(エンジェル)は、同H4参照。<https://angel.co/> (二〇二〇年五月三十一日、アクセス)
- (6) 「上場まで一気通貫支援 福井C&C 株式型CFと連携」『福井新聞』二〇一九年五月三十一日、六ページ、および「福井銀子会社、株式投資型CF大手と提携」『日本経済新聞電子版』二〇一九年五月三十一日17:25、参照。
- (7) プレスリリース「『FUNDINNO』初のEXIT事例！〜相対取引の結果、株価1.5倍でFUNDINNO投資家にリターン〜」(二〇一九年七月八日)、参照。
<https://www.cloud-capital.co.jp/2019/07/08/%e3%80%8cfundinno%e3%80%8dexit/> (二〇二〇年五月三十一日、アクセス)
- (8) プレスリリース「ファン投資家へ、ファンデーノ型新株予約権新サービスリリースのお知らせ」個人投資家ファーストの優しい設計にこだわった日本初の仕組み」(二〇一九年九月一日)参照。<https://www.cloud-capital.co.jp/2019/09/11/jcc0911-2/>
 当該スキームについては、同社HP「新株予約権とは？」参照。
https://fundinno.com/about_stock_option (二〇二〇年五月三十一日、アクセス)
- (9) 同社については、拙稿(二〇一八b)参照。
- (10) DANベンチャーキャピタル「株式型クラファンによる新型コロナウイルス・応援プログラムをスタート」(二〇二〇年四月

- 二〇日)´
- <https://www.danvc.com/pr/%e2%88%92coronasupport-program20200420/> (二〇二〇年五月三十一日、アクセス)
- (11) 同HP´ https://go-angel.com/index.php?app_controller=info&type=cUser&id=C0000016 (二〇二〇年六月三日、アクセス)
- (12) 拙稿(二〇一八a)参照。
- (13) エメラダ株式会社HP、参照。
<https://emeradaco.com/> (二〇二〇年五月三十一日、アクセス)
- (14) 同社「株式会社ユニコーンは佐賀県と「クラウドファンディングの活用に関する・協力協定」を締結いたしました」(二〇一九年五月二十八日)
- <https://unicorn-ci.co.jp/2019/05/1905-004/> (二〇二〇年五月三十一日、アクセス)
- (15) 同社「株式会社ZUUとの資本業務提携に関するお知らせ」(二〇一九年二月十三日)
<https://unicorn-ci.co.jp/2019/12/1912-001/> (二〇二〇年五月三十一日、アクセス)
- (16) 本稿脱稿後、第四号案件の募集が開始された。
https://unicorn-ci.com/tp_m/?gclid=EAIaIQobChMImLXj0M3k6QIVTnRgCh35jQjEAAAYASAAEgJ5O_D_BwE
(二〇二〇年六月三日、アクセス)
- (17) 同社「ICOプラットフォーム事業の進捗について」<https://sbicb.co.jp/news/detail/7.html> (二〇二〇年五月三十一日、アクセス)
- (18) 同社HP´ <https://sbicb.co.jp/> (二〇二〇年五月三十一日、アクセス)

- (19) 同社HP <https://oneterrace.jp/> (二〇二〇年五月三十一日、アクセス) また、同案件の調達金額二八二五万円、目標募集額二五〇〇万円、上限募集額二八七五万円、申し込み投資家人数八九人となっている。 <https://gemsee.jp/equity/project/1> (二〇二〇年五月三十一日、アクセス)
- (20) PRTIMES「XTech 株式投資型クラウドファンディング参入で新会社を設立——大和証券グループから資金を調達」(2018.11.21)
<https://thebridge.jp/2018/11/xtech-to-launch-equity-crowdfunding> (二〇二〇年五月三十一日、アクセス)
- (21) XTech社HP <https://xtech-corp.co.jp/> (二〇二〇年五月三十一日、アクセス)
- (22) 同社プレスリリース「株式会社クレイセンスによるFintertech株式会社への資本参加に関するお知らせ」(二〇二〇年一月三十一日) https://fintertech.jp/news/20200131_press_jv/ (二〇二〇年五月三十一日、アクセス)
- (23) 同社HP「デジタルアセット担保ローンのご案内」によると、暗号資産を担保に融資するサービスであり、法人または個人の借り手は、これにより暗号資産を売却することなく日本円の調達が可能となる。 https://fintertech.jp/media/images/pdf/product_dahls.pdf (二〇二〇年五月三十一日、アクセス)
- (24) 同社HP <https://corp.ecrowd.co.jp/> (二〇二〇年五月三十一日、アクセス)
- (25) 日本証券業協会のデータによる。なお、ここで資金調達額としているのは、同データにおいて「発行価額の総額」と定義されている金額であり、これは発行者に支払われる株式一株当たり(新株予約権の場合は新株予約権一個当たり)の金額の総額を表している。
- (26) <http://www.jsda.or.jp/shiryoshitsu/toukei/kabucrowdfunding/index.html>
 SecdrsのHP、参照。

<https://www.seedrs.com/freeagent> (二〇二〇年五月三十一日「マナセム」)

(27) London Stock Exchange Group の「HM」参照。

<https://www.lseg.com/markets-products-and-services/our-markets/london-stock-exchange/equities-markets/raising-equity-finance/market-open-ceremony/london-stock-exchange-welcomes-freeagent-aim> (二〇二〇年五月三十一日「マナセム」)

(28) ネットニュース「4x24報道」による「SaasGarage」Lessons from a young Scottish company (FreeAgent) that listed on the stock exchange¹ (February 9, 2017)

<https://saasgarage.com/news/portfolio/freeagent-ipo-experience/>

CITY.A.M. 'From crowdfunding to IPO in 16 months: Edinburgh tech company claims UK first with Aim flotation' (Wednesday 16 November 2016 2:31 pm)

<https://www.cityam.com/crowdfunding-ipo-16-months-edinburgh-tech-company-claims-uk/> (二〇二〇年五月三十一日「アクセス」)

参考文献

- ・ 出縄良人 (二〇二〇) 「新型コロナウイルス経済政策の全容と未来への展望」『MJS マンスリーレポート』第一三八号、二〇二〇年七月、一〜一四頁
- ・ 拙稿 (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、二〇一七年十二月、五五〜七四頁

・拙稿（二〇一八 a）「日本におけるクラウドの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

・拙稿（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

・James Cherowbrier (2020, Annual market value of equity based crowdfunding in the United Kingdom (UK) from 2013 to 2018, statista, May 6, 2020

<https://www.statista.com/statistics/797673/equity-based-crowdfunding-uk/>

【参考資料】株式投資型クラウドファンディング案件一覧
（プラットフォーム別、2017年5月15日～2020年5月15日公表分）

(1) 株式発行

株式会社日本クラウドキャピタル 銘柄	目標募集額 (円)	新規発行 株式数(株)	募集価格 (円)	募集価格 の総額(円)	発行価額 (円)	発行価額 の総額(円)	発行決議日	申込期間	払込日	目標募集額の達成状況等
株式会社ロボット応用システム	10,000,000	162	100,000	16,200,000	100,000	16,200,000	2020年2月27日	2020年3月8日～2020年3月10日	2020年4月7日	達成
KOS株式会社	15,000,000	425	30,000	21,300,000	30,000	21,300,000	2020年1月24日	2020年2月2日～2020年2月4日	2020年3月3日	達成
VEI STYLE株式会社	15,000,000	47,800	500	23,900,000	500	23,900,000	2020年2月7日	2020年2月16日～2020年2月18日	2020年3月16日	達成
ミドルマン株式会社	8,000,000	20,000	1,000	20,000,000	1,000	20,000,000	2020年2月7日	2020年2月19日～2020年2月19日	2020年3月12日	達成
株式会社フジワラテクノシステム	14,000,000	0	80,000	0	80,000	0	2020年2月27日	2020年3月4日～2020年3月6日	—	不成立
株式会社Fesbase	12,960,000	0	1,200	0	1,200	0	2020年3月10日	2020年3月18日～2020年3月20日	—	不成立
日本きくらげ株式会社	12,000,000	1,768	12,500	22,100,000	12,500	22,100,000	2019年12月9日	2020年1月8日～2020年1月10日	2020年2月3日	達成
株式会社グランドラクスリー	20,000,000	1,782,000	50	89,100,000	50	89,100,000	2019年11月19日	2020年1月19日～2020年1月19日	2020年2月17日	達成
株式会社D&K	10,000,000	500	30,000	25,000,000	30,000	25,000,000	2020年1月28日	2020年2月5日～2020年2月5日	2020年4月28日	達成
基盤システム・ガスボートシステム株式会社	10,000,000	45,000	500	22,500,000	500	22,500,000	2019年12月22日	2019年12月7日～2019年12月7日	2020年1月7日	達成
Tim株式会社	12,000,000	47,600	500	23,800,000	500	23,800,000	2019年11月27日	2019年12月4日～2019年12月6日	2020年3月7日	達成
株式会社SKR	25,000,000	176,750	400	70,700,000	400	70,700,000	2019年12月11日	2019年12月11日～2019年12月13日	2020年1月15日	達成
理創株式会社	12,000,000	399	100,000	39,900,000	100,000	39,900,000	2019年12月12日	2020年1月5日～2020年1月5日	2020年1月31日	達成

ルベート・ナイフ株式会社	25,000,000	332,000	100	33,200,000	100	33,200,000	2019年11月2日	2019年11月2日	2019年10月26日	2019年12月16日	達成
株式会社コーンテック	10,000,000	3,000	10,000	30,000,000	10,000	3,000,000	2019年11月30日	2019年11月30日	2019年12月2日	2019年12月9日	達成
株式会社グッドラクスリー	6,000,000	200,000	30	10,000,000	50	10,000,000	2019年11月19日	2019年11月22日	2019年11月27日	2019年12月18日	達成
株式会社SPACE MEMORIAL	8,000,000	0	10,000	0	10,000	0	2019年12月9日	2019年12月9日	2019年12月9日	—	不成立
株式会社MUMU	13,000,000	8,860	2,500	22,400,000	2,500	22,400,000	2019年9月19日	2019年10月22日	2019年10月4日	2019年11月1日	達成
株式会社メディアカウズターズ	8,000,000	113,800	125	14,200,000	125	14,200,000	2019年9月27日	2019年10月30日	2019年9月1日	2019年11月2日	達成
株式会社あおぞら	12,000,000	0	1,000	0	1,000	0	2019年10月17日	2019年11月4日	2019年11月6日	—	不成立
株式会社GENTROH	13,000,000	0	10,000	0	10,000	0	2019年10月21日	2019年11月10日	2019年11月15日	—	不成立
株式会社農業JAPAN	10,000,000	0	50,000	0	50,000	0	2019年10月11日	2019年11月13日	2019年11月15日	—	不成立
bio International株式会社	25,000,000	0	100,000	0	100,000	0	2019年11月7日	2019年11月7日	2019年11月19日	—	不成立
株式会社清海	10,000,000	0	100,000	0	100,000	0	2019年11月7日	2019年11月20日	2019年11月22日	—	不成立
リネオシステム株式会社	15,000,000	474	100,000	47,400,000	100,000	47,400,000	2019年8月21日	2019年9月3日	2019年9月5日	2019年10月4日	達成
KAWAJI JAPAN株式会社	14,000,000	183	100,000	19,300,000	100,000	19,300,000	2019年9月16日	2019年9月18日	2019年10月9日	2019年10月9日	達成
Innovation Farm株式会社	25,000,000	7,900	5,000	39,500,000	5,000	39,500,000	2019年9月11日	2019年9月25日	2019年9月27日	2019年10月25日	達成
株式会社ローゼ・トロージェン	12,000,000	1,440	10,000	14,400,000	10,000	14,400,000	2019年10月6日	2019年10月8日	2019年10月8日	2019年10月30日	達成
株式会社rosby okyoo	7,700,000	0	10,000	0	10,000	0	2019年10月3日	2019年10月16日	2019年10月16日	—	不成立
株式会社BEBAMING	15,000,000	0	25,000	0	25,000	0	2019年10月20日	2019年10月22日	2019年10月22日	—	不成立
株式会社AXIVE	22,000,000	2,400	10,000	24,000,000	10,000	24,000,000	2019年7月19日	2019年7月27日	2019年8月6日	2019年9月2日	達成
テックテック株式会社	15,000,000	388	50,000	29,400,000	50,000	29,400,000	2019年8月8日	2019年8月11日	2019年8月23日	2019年9月19日	達成
OCEAN SPRAY株式会社	8,700,000	87	150,000	13,650,000	150,000	13,650,000	2019年8月6日	2019年8月21日	2019年8月23日	2019年9月9日	達成
株式会社・STORIA	13,000,000	0	100,000	0	100,000	0	2019年8月30日	2019年9月8日	2019年9月10日	—	不成立
monoda株式会社	25,000,000	0	100,000	0	100,000	0	2019年9月6日	2019年9月19日	2019年9月21日	—	不成立
株式会社C4	18,000,000	2,460	10,000	24,600,000	10,000	24,600,000	2019年7月9日	2019年7月17日	2019年7月19日	2019年8月6日	達成
株式会社Gowther	20,000,000	189,000	100	18,900,000	100	18,900,000	2019年6月30日	2019年7月6日	2019年7月18日	2019年8月15日	未達
株式会社DEFニールパリー	27,000,000	394	100,000	38,400,000	100,000	38,400,000	2019年7月5日	2019年7月20日	2019年7月22日	2019年8月15日	達成
uzuram株式会社	17,000,000	0	1,000	0	1,000	0	2019年6月5日	2019年7月13日	2019年8月15日	—	不成立
株式会社キノス	17,000,000	0	10,000	0	10,000	0	2019年7月26日	2019年8月4日	2019年8月6日	—	不成立
株式会社sisk	18,000,000	0	100,000	0	100,000	0	2019年8月11日	2019年8月13日	2019年8月13日	—	不成立
株式会社スタブイオナカ	22,000,000	0	10,000	0	10,000	0	2019年8月20日	2019年8月23日	2019年8月30日	—	不成立
株式会社ロジック・ランド・ブレイク	16,000,000	2,195	20,000	43,900,000	20,000	43,900,000	2019年6月3日	2019年6月15日	2019年6月10日	2019年7月4日	達成
株式会社これボチ	18,000,000	339,000	100	32,900,000	100	32,900,000	2019年6月7日	2019年6月15日	2019年6月18日	2019年7月16日	達成
株式会社アース・ウェア	16,000,000	2,290	10,000	22,900,000	10,000	22,900,000	2019年6月14日	2019年6月22日	2019年6月24日	2019年7月12日	達成
株式会社Fumisal	15,000,000	0	10,000	0	10,000	0	2019年6月21日	2019年6月29日	2019年7月31日	—	不成立
日まくらげ株式会社	9,000,000	1,150	10,000	11,500,000	10,000	11,500,000	2019年4月22日	2019年5月15日	2019年5月21日	2019年6月12日	達成
KOTOBIRI Medical株式会社	25,000,000	883	100,000	89,300,000	100,000	89,300,000	2019年5月20日	2019年6月11日	2019年6月21日	2019年6月28日	達成
英屋株式会社	25,000,000	2,460	10,000	24,600,000	10,000	24,600,000	2019年4月15日	2019年4月21日	2019年4月22日	2019年5月12日	未達
フナトシヤテクノロジーズ株式会社	18,000,000	336,800	125	42,100,000	125	42,100,000	2019年4月18日	2019年4月25日	2019年4月29日	2019年5月12日	達成
株式会社Same Sky	16,000,000	16,300	1,000	16,300,000	1,000	16,300,000	2019年3月8日	2019年3月14日	2019年3月15日	2019年4月9日	達成

FTT JAPAN株式会社	15,000,000	37,200	1,000	37,200,000	1,000	37,200,000	2019年3月18日	2019年3月22日~2019年3月23日	2019年4月17日	達成	
株式会社AM	10,080,000	0	300	0	300	0	0	2019年3月25日~2019年4月1日	—	不成立	
株式会社テレテカ	15,000,000	372	5,000	18,600,000	5,000	18,600,000	2019年2月4日	2019年2月8日~2019年2月9日	2019年3月5日	達成	
株式会社オオタムソリューション	15,000,000	998	50,000	49,900,000	50,000	49,900,000	2019年2月5日	2019年2月17日~2019年2月19日	2019年3月19日	達成	
株式会社スリーエムエル	15,000,000	0	50,000	0	50,000	0	0	2019年2月27日	2019年3月10日~2019年3月11日	—	不成立
株式会社エールネスサマー	15,000,000	0	10,000	0	10,000	0	0	2019年3月17日	2019年3月17日~2019年3月18日	—	不成立
株式会社メテオカレスターズ	20,000,000	363,000	100	36,300,000	100	36,300,000	2019年1月4日	2019年1月11日~2019年1月12日	2019年2月4日	達成	
VANDD株式会社	20,000,000	258	10,000	25,900,000	10,000	25,900,000	2019年1月10日	2019年1月14日~2019年1月23日	2019年2月15日	達成	
AL Indinry株式会社	25,000,000	7,980	5,000	39,900,000	5,000	39,900,000	2018年11月29日	2018年12月7日~2018年12月9日	2019年1月7日	達成	
株式会社VNT	25,000,000	0	50,000	0	50,000	0	0	2019年1月11日	2019年1月20日~2019年1月31日	—	不成立
株式会社オーエエーツ	30,000,000	292	120,000	35,400,000	120,000	35,400,000	2018年10月18日	2018年11月8日~2018年11月9日	2018年12月4日	達成	
株式会社ロジック・アソシエーツ	25,000,000	4,000	10,000	40,000,000	10,000	40,000,000	2018年11月8日	2018年11月15日~2018年11月16日	2018年12月4日	達成	
株式会社建設テクノラボ	20,000,000	2,670	10,000	26,700,000	10,000	26,700,000	2018年11月14日	2018年11月18日~2018年11月19日	2018年12月18日	達成	
アソシエーツイーエー4株式会社	25,000,000	0	100,000	0	100,000	0	0	2018年11月27日	2018年12月10日~2018年12月13日	—	不成立
株式会社アソシエーツイロム	80,000,000	0	10,000	0	10,000	0	0	2018年12月12日	2018年12月19日~2018年12月28日	—	不成立
株式会社テクノアライフ	10,000,000	5,000	5,000	25,000,000	5,000	25,000,000	2018年10月12日	2018年10月21日~2018年10月22日	2018年11月13日	達成	
ユニネット株式会社	31,500,000	2,194	30,000	65,520,000	30,000	65,520,000	2018年8月9日	2018年8月22日~2018年8月23日	2018年9月19日	達成	
ビーシーエス株式会社	14,960,000	1,840	22,000	40,480,000	22,000	40,480,000	2018年8月18日	2018年8月29日~2018年8月30日	2018年9月26日	達成	
株式会社アライバーズ	21,780,000	0	12	0	12	0	0	2018年8月27日	2018年8月31日~2018年8月31日	—	不成立
air locker株式会社	41,000,000	0	4,250	0	4,250	0	0	2018年9月6日	2018年9月17日~2018年9月10日	—	不成立
アソシエーツイーエー株式会社	41,000,000	0	100,000	0	100,000	0	0	2018年9月6日	2018年9月17日~2018年9月18日	—	不成立
SALGATE株式会社	27,000,000	4,820	10,000	48,200,000	10,000	48,200,000	2018年7月6日	2018年7月7日~2018年7月8日	2018年8月7日	達成	
TAMS株式会社	50,000,000	16,580	5,000	82,900,000	5,000	82,900,000	2018年7月12日	2018年7月15日~2018年7月16日	2018年8月7日	達成	
株式会社ID Cruise	50,000,000	4,890	10,000	48,900,000	10,000	48,900,000	2018年7月19日	2018年7月22日~2018年7月23日	2018年8月21日	未達	
株式会社MOSO Mafia	22,050,000	7,380	3,000	22,140,000	3,000	22,140,000	2018年7月25日	2018年7月26日~2018年7月27日	2018年8月21日	達成	
株式会社アリスキュー	20,020,000	327	70,000	22,890,000	70,000	22,890,000	2018年7月17日	2018年8月1日~2018年8月2日	2018年9月28日	達成	
株式会社つなげと	25,000,000	0	1,000	0	1,000	0	0	2018年8月7日	2018年8月11日~2018年8月12日	—	不成立
株式会社Fubase	15,000,000	39,700	1,000	39,700,000	1,000	39,700,000	2018年6月13日	2018年6月16日~2018年6月17日	2018年7月10日	達成	
FYカンパニー株式会社	15,000,000	223,000	100	22,300,000	100	22,300,000	2018年6月14日	2018年6月18日~2018年6月19日	2018年7月13日	達成	
株式会社フジワラテクノシステム	15,960,000	710	70,000	49,700,000	70,000	49,700,000	2018年7月3日	2018年7月4日~2018年7月5日	2018年8月3日	達成	
株式会社nomme	16,000,000	1,000,000	50	50,000,000	50	50,000,000	2018年5月1日	2018年5月12日~2018年5月15日	2018年6月4日	達成	
株式会社パルテ	17,000,000	1,492	31,250	46,625,000	31,250	46,625,000	2018年5月25日	2018年5月26日~2018年5月28日	2018年6月26日	達成	
株式会社SR	15,000,000	200,000	250	50,000,000	250	50,000,000	2018年6月7日	2018年6月8日~2018年6月9日	2018年6月27日	達成	
株式会社book Ranks	15,000,000	0	1,250	0	1,250	0	0	2018年6月22日	2018年6月22日~2018年6月22日	—	不成立
株式会社Gowther	15,000,000	149,600	250	37,400,000	250	37,400,000	2018年4月5日	2018年4月12日~2018年4月22日	2018年5月21日	達成	
株式会社ミラノプロジェクト	15,000,000	203,000	100	20,300,000	100	20,300,000	2018年4月19日	2018年4月21日~2018年4月26日	2018年5月15日	達成	
アソシエーツイーエー株式会社	18,000,000	497,500	100	49,750,000	100	49,750,000	2018年4月18日	2018年5月3日~2018年5月7日	2018年5月29日	達成	
株式会社エスライフ	15,000,000	2,200	15,000	33,000,000	15,000	33,000,000	2018年4月27日	2018年5月6日~2018年5月8日	2018年5月29日	達成	

MedVillage株式会社	24,000,000	173,500	250	43,375,000	250	43,375,000	2018年2月1日	2018年2月5日~2018年3月4日	2018年4月3日	達成
株式会社bond	15,500,000	56,000	500	28,000,000	500	28,000,000	2018年2月13日	2018年2月15日~2018年3月14日	2018年4月10日	達成
株式会社フナト	18,750,000	22,750	1,000	22,750,000	1,000	22,750,000	2018年3月5日	2018年3月7日~2018年3月23日	2018年4月17日	達成
株式会社フナチ	20,250,000	291,500	200	49,500,000	200	49,500,000	2018年3月8日	2018年3月13日~2018年3月23日	2018年4月17日	達成
ストリーエ株式会社	16,080,000	870	40,000	34,800,000	40,000	34,800,000	2018年1月18日	2018年2月3日~2018年2月6日	2018年3月6日	達成
株式会社フナチ	18,750,000	74,000	500	37,000,000	500	37,000,000	2018年2月9日	2018年2月10日~2018年3月9日	2018年3月7日	達成(2月12日に上限募集額を達成。早期終了)
株式会社Schild	16,000,000	0	500	0	500	0	2017年12月27日	2017年12月29日~2018年3月9日	—	不成立
ソースリーヴ株式会社	30,000,000	0	500	0	500	0	2018年2月22日	2018年3月1日~2018年3月31日	—	不成立
ユニオス株式会社	24,000,000	0	250	0	250	0	2018年3月15日	2018年3月20日~2018年3月31日	—	不成立
株式会社フナチ2号企業	20,000,000	75,750	500	37,875,000	500	37,875,000	2017年12月28日	2018年1月6日~2018年1月6日	2018年2月6日	達成
日本エコロファ株式会社	40,000,000	93,500	500	46,750,000	500	46,750,000	2018年1月16日	2018年1月26日~2018年1月29日	2018年2月28日	達成
株式会社IAM	18,600,000	0	300	0	300	0	2017年12月16日	2017年12月19日~2018年2月28日	—	不成立
株式会社カラス	20,100,000	294	150,000	42,600,000	150,000	42,600,000	2017年12月9日	2017年12月12日~2017年12月12日	2018年1月5日	達成
株式会社兼方薬研究所	12,000,000	58,500	500	29,250,000	500	29,250,000	2017年12月18日	2017年12月29日~2017年11月24日	2018年1月22日	達成
株式会社MOSO Maita	25,200,000	11,900	2,800	33,320,000	2,800	33,320,000	2017年9月15日	2017年9月15日~2017年11月14日	2017年12月12日	達成
株式会社コラボラネット	30,000,000	132,000	250	33,320,000	250	33,320,000	2017年9月15日	2017年9月15日~2017年10月21日	2017年12月19日	達成
株式会社コラボラネット	18,500,000	4,850	4,000	19,400,000	4,000	19,400,000	2017年10月12日	2017年10月21日~2017年11月20日	2017年12月19日	達成
株式会社フナチサービス	18,000,000	3,525,000	10	35,250,000	10	35,250,000	2017年11月16日	2017年11月22日~2017年11月22日	2017年12月19日	達成
Bank Invoice株式会社	24,000,000	1,143,750	20	22,875,000	20	22,875,000	2017年11月22日	2017年11月25日~2017年11月26日	2017年12月19日	達成
Bank Invoice株式会社	24,000,000	597,500	100	59,750,000	100	59,750,000	2017年11月29日	2017年11月30日~2017年11月30日	2017年12月28日	達成
株式会社イ・エ・ユー	19,000,000	330	100,000	33,000,000	100,000	33,000,000	2017年10月10日	2017年10月15日~2017年10月21日	2017年11月14日	達成
株式会社ONE ACT	16,800,000	2,975,000	10	29,750,000	10	29,750,000	2017年10月18日	2017年10月29日~2017年10月29日	2017年11月21日	達成
株式会社Mealty	20,280,000	448	65,000	29,120,000	65,000	29,120,000	2017年10月27日	2017年10月31日~2017年10月31日	2017年11月28日	達成
Aid株式会社	25,200,000	686,000	50	34,300,000	50	34,300,000	2017年7月25日	2017年8月10日~2017年8月10日	2017年9月5日	達成
株式会社IAM	20,000,000	122,800	250	30,700,000	250	30,700,000	2017年6月15日	2017年6月16日~2017年6月17日	2017年8月1日	達成
株式会社オ・カ・ユーズ	28,500,000	518	62,500	32,375,000	62,500	32,375,000	2017年7月28日	2017年7月28日~2017年8月1日	2017年8月29日	達成
Bank Invoice株式会社	5,000,000	365,000	40	14,600,000	40	14,600,000	2017年4月21日	2017年4月24日~2017年4月24日	2017年6月13日	達成

株式会社ユニコーン

株式会社フナチステイジック	28,000,000	1,580	20,000	31,600,000	20,000	31,600,000	2020年4月8日	2020年4月15日~2020年4月19日	2020年4月30日	達成
株式会社オリーフ投研	50,000,000	2,300	25,000	57,300,000	25,000	57,300,000	2020年1月6日	2020年1月14日~2020年1月17日	2020年1月29日	達成
ズボットブツ株式会社	50,000,000	2,873	20,000	57,460,000	20,000	57,460,000	2019年7月10日	2019年7月22日~2019年7月28日	2019年8月6日	達成

SBI Capital Base株式会社

株式会社One Terrace	25,000,000	5,650	5,000	28,250,000	5,000	28,250,000	2020年1月29日	2020年2月10日~2020年3月1日	2020年3月18日	達成
-----------------	------------	-------	-------	------------	-------	------------	------------	----------------------	------------	----

DANBANCYカーキセビタル株式会社													
株式会社フロムサイカ	5,000,000	0	27,500	0	25,000	0	25,000	0	675,000	2019年11月6日	2019年11月8日～2019年12月18日	—	不成立
住まいるサボト株式会社	6,000,000	270	27,500	7,425,000	25,000	25,000	25,000	0	675,000	2019年7月26日	2019年8月5日～2019年9月18日	2019年9月30日	達成
Wakrom Japan株式会社	20,000,000	0	275,000	0	250,000	0	250,000	0	0	2019年2月26日	2019年3月1日～2019年5月8日	—	不成立
テクノシヤビタル株式会社	2,000,000	0	550	0	500	0	500	0	0	2018年11月8日	2018年11月9日～2018年12月10日	—	不成立
エドガント株式会社	6,000,000	0	55,000	0	50,000	0	50,000	0	0	2018年10月4日	2018年10月5日～2018年11月30日	—	不成立
株式会社ヒナチヂヤイン	10,000,000	200	55,000	11,000,000	50,000	50,000	50,000	10,000,000	0	2018年7月10日	2018年8月28日～2018年9月19日	2018年9月28日	達成
株式会社フエリソウザージ	2,000,000	0	55,000	0	50,000	0	50,000	0	0	2018年7月10日	2018年7月13日～2018年8月22日	—	募集中止 (2018年8月20日)
株式会社バジリア	7,000,000	0	550	0	500	0	500	0	0	2018年7月23日	2018年7月23日～2018年8月31日	—	募集中止
エドガント株式会社	10,000,000	200	55,000	11,000,000	50,000	50,000	50,000	10,000,000	0	2018年5月30日	2018年5月31日～2018年6月25日	2018年7月4日	達成
株式会社バジリア	19,000,000	0	550	0	500	0	500	0	0	2018年5月26日	2018年6月28日～2018年7月31日	—	7月23日 取り下げ
株式会社エデュエールエンター	7,000,000	70	108,000	7,560,000	100,000	100,000	100,000	7,000,000	0	2018年2月15日	2018年2月16日～2018年3月20日	2018年3月29日	達成
株式会社グローバルデザイン	20,000,000	400	54,000	21,600,000	50,000	50,000	50,000	20,000,000	0	2017年12月6日	2017年12月7日～2018年1月21日	2018年1月30日	達成
雷平株式会社	16,100,000	35,000	497	17,355,000	460	460	460	16,100,000	0	2017年11月27日	2017年11月27日～2017年12月20日	2017年12月29日	達成
ハヤル株式会社	9,200,000	20,000	497	9,940,000	460	460	460	9,200,000	0	2017年11月27日	2017年11月27日～2017年12月20日	2017年12月29日	達成
株式会社エデュエールエンター	20,000,000	200	108,000	21,600,000	100,000	100,000	100,000	20,000,000	0	2017年9月12日	2017年9月13日～2017年10月27日	2017年11月7日	達成
株式会社グローバルデザイン	20,000,000	400	54,000	21,600,000	50,000	50,000	50,000	20,000,000	0	2017年9月12日	2017年9月13日～2017年10月11日	2017年10月20日	達成

(2) 新株予約権

エヌラダ株式会社

銘柄名	日標募集額 (円)	新規発行 新株予約権 個数(個)	募集価格 (円)	募集価格 の総額(円)	発行価額 (円)	発行価額 の総額(円)	発行決議日	申込期間	払込日	日標募集額の達成状況等
キヤンジュビ一株式会社	33,600,000	480	70,000	33,600,000	70,000	33,600,000	2018年7月24日	2018年8月31日～2018年10月30日	2018年10月10日	達成(10月1日に日標募集額を達成。早期終了)
ラッセルボール株式会社	20,020,000	285	70,000	20,020,000	70,000	20,020,000	2018年8月27日	2018年8月28日～2018年10月27日	2018年9月13日	達成(9月3日に日標募集額を達成。早期終了)
株式会社アケビテクノスバイラルス	21,000,000	300	70,000	21,000,000	70,000	21,000,000	2018年8月29日	2018年9月6日～2018年11月5日	2018年9月19日	達成(9月6日に日標募集額を達成。早期終了)
WonderVal株式会社	49,980,000	0	70,000	0	70,000	0	2018年5月17日	2018年5月22日～2018年7月21日	—	募集中止(2018年6月6日)
株式会社SARAH	20,300,000	290	70,000	20,300,000	70,000	20,300,000	2018年4月10日	2018年4月12日～2018年6月11日	2018年4月25日	達成(4月13日に日標募集額を達成。早期終了)
株式会社Smart Trade	40,040,000	572	70,000	40,040,000	70,000	40,040,000	2018年2月13日	2018年2月15日～2018年4月16日	2018年3月1日	達成(2月19日に日標募集額を達成。早期終了)
株式会社Smart Trade	29,960,000	428	70,000	29,960,000	70,000	29,960,000	2018年2月20日	2018年2月27日～2018年4月28日	2018年3月13日	達成(2月27日に日標募集額を達成。早期終了)
株式会社ラトリック	30,030,000	429	70,000	30,030,000	70,000	30,030,000	2017年12月1日	2017年12月8日～2018年2月6日	2018年1月31日	達成(1月22日に日標募集額を達成。早期終了)

Par Yeast Brewing株式会社	42,000,000	600	70,000	42,000,000	70,000	42,000,000	70,000	42,000,000	2017年10月27日	2017年11月9日～2018年1月8日	2017年12月15日	達成(12月4日に日債券集額を達成。早期終了)
株式会社日本クラウドキヤピタル												
エーテック株式会社	16,000,000	5,728	10,000	57,280,000	10,000	57,280,000	2020年1月24日	2020年2月9日～2020年2月11日	2020年3月10日	達成		
株式会社ShyNOW	15,030,000	2,574	10,000	25,740,000	10,000	25,740,000	2020年2月3日	2020年2月12日～2020年2月14日	2020年3月12日	達成		
Creation City Lab株式会社	12,060,000	0	10,000	0	10,000	0	2020年3月2日	2020年3月11日～2020年3月13日	—	不成立		
株式会社ヒューマンルバ	7,020,000	0	10,000	0	10,000	0	2020年3月5日	2020年3月15日～2020年3月17日	—	不成立		
株式会社PcU.jp	16,030,000	1,743	10,000	17,430,000	10,000	17,430,000	2019年9月24日	2019年9月22日～2019年10月1日	2019年10月30日	達成		
株式会社フュー	13,500,000	0	10,000	0	10,000	0	2019年9月17日	2019年9月29日～2019年10月1日	—	不成立		

(出所) 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」

<http://www.jsda.or.jp/shiryoshtsu/youkei/kabucrowdfunding/index.html>

(まじお じゅんすけ・客員研究員)

アメリカの証券委託売買手数料無料のビジネスモデル

清水 葉子

はじめに

アメリカで、二〇一九年一〇月に大手ブローカーのチャールズ・シュワブが株式の委託売買手数料の無料化を発表し、これにTDアメリトレード、Eトレードなどが追隨して上場株式やETFの手数料無料化に踏み切ったことで、大手ネット証券間で激しい競争になったことが話題を集めた。手数料無料化の発表を受けて各社の株価が下落し、その後、チャールズ・シュワブがTDアメリトレードの買収を発表するなど、リテール証券会社の再編の動きにまでつながっていると報じられている。

また、日本でも、昨年末にSBI証券、楽天証券、松井証券が、取引金額に上限を設けつつ現物株式や信用取引の売買手数料の無料化を発表、auカブコム証券はETFの一部について売買手数料を無料化した。加えて投資信託についても、ネット証券を中心に販売手数料の無料化（ノーロード化）が進み、信託報酬についても期限つきでゼロにするものや成功報酬型とするものなど、従来の固定的な信託報酬とは異なる商品が登場するようになった。

このように、日米のリテール証券業界では、現物株式、ETF、投資信託など広範な個人向け金融商品の無料化の動きが始まり、証券業界のビジネスモデルが大きく変わろうとしていることができる。また、こうした動きと並行して、個人の口座管理システムの高度化や、人工知能を使ったロボアドバイザーの登場、複数の金

融サービスを横断的に提供するサービス・プラットフォームの提供など、従来見られなかった新しい金融サービスが登場している。個人投資家にとっては、こうした動きは資産運用のコスト低下、利便性の向上を意味しており、高齢社会でますます重視される資産運用ニーズに応えるサービスとして、おおいに歓迎すべきことであると考えられる。

一方、証券会社や運用会社にとっては、無料化・低額化競争によって失われる手数料や信託報酬などの収入を補うための新たな収益源やコスト原資はどのようにして確保されるのだろうか。長期的な視点で見た時に、手数料無料化時代の証券会社のビジネスモデルや、競争構造は健全なものになるのだろうか。簡単に答えの出ない複雑な問題であるが、ここでは株式の委託売買に限定しながら、アメリカの証券会社の手数料無料化ビジネスの背景について検討してみたい。

1 預金利ざやからの安定収益

すでに指摘されているように、^①アメリカのリテール証券会社では、収益に占める委託売買手数料の割合は以前から相対的に低下が続いている。竹端（二〇二〇）によると、チャールズ・シュワブの収益に占める委託売買手数料はわずか七%であり、Eトレード、TDアメリカトレードはそれぞれ一七%、二二%とチャールズ・シュワブより高いものの、日本のネット証券に比べるとかなり低い。委託売買手数料を無料化することの収益へのダメージは、日本に比べるとすでにかなり小さくなっているということができらるだろう。

また、こうした無料化ビジネスは話題になった近年に突然出てきたものではなく、二〇一〇年以前からビジネスモデルとして存在していたことも指摘されている。^②吉永（二〇一八）では、アメリカの委託売買手数料の無料

化サービスは、銀行グループが提供を始めたものであることを指摘している。すなわち、リテール証券会社が預かる顧客の総合証券口座の余資を、グループ内（あるいは提携先）の銀行口座にスweepし、こうやって獲得した預金を短期市場金利で運用して得られる運用利ざやを原資として、顧客に委託売買手数料の無料サービスを提供していたとしている。

こうした預金は、決済性預金がかなりの割合を占めることから預金金利は非常に低く、運用先の短期金融市場でほとんどリスクを取らずに利ざやを確保することができるので、安定的なビジネスモデルとして成立していたと考えられる。銀行が提供している手数料無料サービスは、したがって、スweepされる口座の預金残高に比べて無料の範囲が設定されているのが通例であるようだ。

アメリカの大手リテール証券会社が得ている金利収入は、信用取引からの収入に加えて、こうしたスweep口座で運用する利鞘からの収入がかなり大きい。先述の竹端（二〇二〇）によると、チャールズ・シュワブの金利収入は五七％（うち一四％は信用取引からの金利収入）Eトレードは六四％（同二七％）、TDアメリカトレード五四％（同四一％）となっており、信用取引からの収入もかなり大きいものの、スweep口座からの収入が利益に貢献していることが見てとれる。

このビジネスを日本に当てはめて考えると、超低金利が続いている日本の金融環境で、低リスクの短期市場金利で安定的な運用利益を得ることは極めて難しく、手数料無料化の原資としてこうしたスweep口座の活用をビジネスモデルとすることは現状では困難であると考えられる。

2 注文回送からのリベート

アメリカのリテール証券が委託売買手数料を無料化できるもう一つの原資は、顧客の注文回送から得られるリベート（キックバック）である。こうしたリベートは、ペイメント・フォー・オーダーフロー（PFOF）と呼ばれ、前稿でも検討したように、⁽³⁾リテール証券会社が顧客の注文回送を行う際に大きな影響力を持っているとされる。

アメリカでは、証券取引の場が大きく分散しており、ニューヨーク証券取引所やナスダック証券取引所などのメイン市場であっても、単独市場としての取引高シェアは全上場証券の二割未満と低く、代わりに上場機能を持たず流通市場であることに特化したBATSなどの新興証券取引所や、取引所外取引システム（ATS）、また証券会社による取引所外での店内化など、取引の場所が多様な形で存在する。また、こうした市場の多くがダークプールと言われる事前の気配開示のない市場になっている。

このように市場が分散した結果、各市場や取引所外で店内取引をするディーラーは、リテール証券会社からの顧客注文の回送をめぐって激しく競争しており、注文回送に対してリベートを支払ったり、全米最良気配に比べてわずかではあるが執行価格の改善を提供したりして、リテール証券から少しでも多くの注文回送を得ようとしている。

多様化した執行市場の中でも、取引所外で注文執行するディーラーは、リテール・ホールセラー（リクイディティ・プロバイダー）などと呼ばれ、全米の最良気配での売買執行を保証しながら、リテール証券会社から個人投資家の注文を集めて、自己勘定での付け合わせや自身が運営するATSでの注文執行を行なっている。

前稿で指摘したように、リテール・ホールセラーはかつてのニューヨーク証券取引所のスペシャリストの系譜

を引く業者が多く、ニューヨーク証券取引所の中でスペシャリストとして行ってきたディーリング業務を、取引所の外で行っていると解釈できる。八社から一〇社程度の寡占状態となっており、リベートの多寡でリテール証券会社の注文回送を大きく左右しているとされる。

こうしたリテール・ホールセラーが支払うリベートを原資に、手数料無料化を押し出して大きく成長した証券会社がロビンフッドである。ロビンフッド社は、二〇一三年の設立以来、手数料無料をうたって一〇〇〇万件以上の口座を獲得したフィンテックを代表するユニコーン企業とされている。規制当局との指導のやりとりや、システムトラブルなども報じられているが、証券業界に大きな影響を与えたことは間違いない。

ロビンフッド社によると、多くの投資家に無料で株式売買サービスを提供しつつ同社が収益を上げることができる理由を、①一ヶ月に五ドルの有料サービスを並行して提供していること、②市場外のマーケットメーカーや取引市場からのリベート、③預かり口座から得られる利ざや、④信用取引からの収入、⑤提携銀行から得られるデビットカード等の手数料、を収入源にしていると説明している。

ロビンフッド社の注文回送に関する情報開示資料を参照すると（図表）、ニューヨーク証券取引所上場銘柄の注文のうち、六五・五％を大手リテール

図表 ロビンフッド社の注文回送先
（ニューヨーク証券取引所上場銘柄、2019年第4四半期）

注文回送先	注文合計	成行注文	指値注文	その他
シタデル・セキュリティーズ	65.50%	61.88%	66.52%	67.38%
G1エグゼキューション・サービス	8.09%	10.96%	7.29%	6.29%
トゥー・シグマ	7.93%	10.30%	7.09%	12.96%
バーチュ・アメリカ	6.82%	6.09%	7.00%	8.06%
ウォルヴェリン・セキュリティーズ	11.66%	10.77%	12.10%	5.31%
合計	100%	22.37%	75.59%	2.04%

（注）SECルール606に基づく開示。執行市場を指定しない注文が開示対象で、複数の証券会社を回って執行される注文もあることなどで、合計は合わない。例えば、シタデルからのリベートは証券のタイプや価格などに応じて異なり、一株当たり平均0.17セント（2019年第4四半期）であることが開示されている。

（出所）ロビンフッド証券ウェブサイト

ル・ホールセラーであるシタデル・セキュリティーズに回送していることが分かり、ここからかなりのリベートを得ていると考えられる。

また、チャールズ・シユワブなど、アメリカの他のリテール証券会社も、リベートが手数料無料化の原資であると公言しているわけではないが、ロビンフッド社と同様に、シタデル、G1エグゼキューション・サービスなどの大手リテール・ホールセラーに注文の多くを回送している状況は変わらない。

このように注文回送によるリベートを手数料無料化の収益源とするビジネスモデルは、アメリカのように流動性獲得をめぐる市場間競争が起きていることを背景にしており、またリテール・ホールセラーという特殊な市場ディーラーが注文執行において大きなシェアを占めていることも前提になっていると考えることができ、現在の日本の市場構造では成立しにくい。日本でも、取引所外取引やPTSによる取引は一定程度のシェアを占めているが、アメリカのように市場構造がリテール証券会社のビジネスモデルを大きく左右するほどの影響力を持っているわけではないと考えられる。

3 日本における手数料無料化

ここまでは、アメリカ特有の、スリープ口座からの利ざや収入や、注文回送によるリベートを手数料無料化の原資にするというビジネスモデルを見てきたが、いずれも短期金融市場の金利条件に依存していたり、注文回送に応じて支払われるリベートという日本には存在しない慣行を前提とするものであって、日本ではすぐに実現しにくいものであった。今後、日本で手数料無料化ビジネスが拡大するとしても、こうしたアメリカのような条件を満たすことは難しい。

日本では、手数料無料化が進むとすれば、フィンテックの一層の進展により、売買注文の処理コストをさらに低減化することで、手数料を大きく下げたり無料にしたりする余地は今後も存在すると考えられる。また、フローのコミッションベースのビジネスから、フィーベースのストックビジネスへの転換という証券会社のビジネスモデルの大きな潮流も重要であり、こうしたビジネスモデルのもとで手数料無料化が進む可能性もある。また、オンラインのリテール証券の場合には、アメリカでもそうであるが、信用取引からの金利収入も大きな割合を占めており、依然としてビジネスモデルとして重要であると考えられる。また、ロボアドバイザーなど人工知能を利用した付加価値の提供も有望な選択肢となる可能性がある。

おわりに

アメリカのリテール証券での手数料無料化競争の背景には、日本でも進んでいるようなフィンテックの進展による注文発注や口座管理コスト低下、人工知能による投資アドバイスの提供などの、新しい動きがあることは間違いない。しかしその一方で、スweep口座で得られる利ざやや、注文回送から得られるリベートのように、最近のテクノロジーの進展によってより円滑に行えるようになったことは間違いないにしても、ビジネスモデルとしてはかなり古くからあったものが、装いを変えて収益源になっていることにも注目する必要があると思われる。日本では長期にわたって極端な低金利が続いているため、スweep口座での余資運用が安定的な収益源になることは考えにくいこと、また、注文回送に対するリベートについても、アメリカとは市場構造が異なることから同じようなビジネスモデルは成立しにくいことに留意する必要があると思われる。またそもそも金融業界内での内部補助的な形で、無料化した手数料の原資を確保するアメリカのビジネスモデルが、証券業界の競争として果た

して健全なものと言えるのかについても、慎重な検討が必要だと思われる。

注

- (1) 竹端克利 (二〇二〇)「米国発『ネット証券手数料無料化』をどう読むか」『金融機関経営』野村総合研究所
- (2) 吉永高士 (二〇一八)「『無料』証券投資サービスを巡る虚実」『米国金融市場』野村総合研究所
- (3) 清水葉子 (二〇一九)「アメリカのリテール・ホールセラーについて」『証研レポート』一七一六号
- (4) Robinhood "How Robinhood Makes Money" 同社ウェブサイト <https://robinhood.com/us/en/support/articles/how-robinhood-makes-money/>
- (5) これに対してチャールズ・シュワブは、リテール・ホールセラーからのリベートを原資にするのではなく、顧客に価格改善の機会を与えていることをアピールしている。検討の必要はあるものの、一株につき例えば〇・〇五セントのリベートを支払うことと、執行価格を〇・〇五セント改善することは、形を変えて同じことをしている可能性も高いのではないかと思われる。

(しみず ようこ・客員研究員)

取引所の価格情報配信に関するSECの指令提案

志馬 祥紀

1 はじめに

米国では、近年、取引所の価格情報の取り扱いについて、SEC（証券取引委員会）による取引所への対応の変更や新政策が提案されている。

志馬（二〇一九）では、取引所による価格情報引き上げ提案に対し、証券業界の反対を受けて、SECが取引所を認めなかった事例と、その後の動き（SECが取引所、証券会社、投資家を招へいし、円卓会議を開催）について報告している。

今年に入り、SECは、現在複数あるSIPsの統合を命令すると共に、新たに創設される単一SIPのガバナンスについて（問題化している取引所の独自価格情報フィードとの利益相反を解決するための）要件を課すなど、取引所における価格情報の投資家への提供形態について、新たな指令案を発表した。

本研究では、米国における取引所価格情報の取り扱いについて、その後の経緯と問題の背後にある証券市場の構造変化、SECの新たな指令案について説明する。

2 取引所の取引価格情報をめぐる状況

(1) 二〇一八年一〇月一六日のSEC発表

米国証券取引委員会（SEC）は、二〇一八年一〇月一六日に特定の市場データ料金（情報フィード料金）に関する二つの証券取引所（NYSE Arca, Inc.及びNasdaq Stock Market LLC）の規則変更案について異議を申し立てる決定を下した。

当該規則変更の内容は、NYSE等の証券取引所が市場参加者に市場データの料金を請求する規則変更に関するものである。当該情報は取引所の独自フィードから提供されるが、SECは料金変更の申請を退け、取引所がその料金が取引所法上の義務（料金が公正かつ合理的であり、不当に差別的ではない）を満たさないと認定した。そして新料金計画の棚上げと、取引所が競争を害していると主張するブローカー・ディーラー等の苦情の再検討を命令、一年の努力期間を設定した。

(2) SEC主催円卓会議の様相（二〇一八年一〇月）

SECは、一〇月一六日のNYSE等取引所による規則変更案の決定後、同一〇月二五・二六日に、取引所の価格情報（とりわけその費用）をめぐる議論を整理すべく、関係者を集め円卓会議（Roundtable on Market Data and Market Access）を開催した。同会議は取引所が独自フィード経由で提供する際の費用に関して、取引所V証券会社・投資家（主にHFT）の構図で議論が展開された。なお、同会議で出された意見の一部は、SECによる検討の上、二〇二〇年一月の指令案に反映されている。

(3) SECの規則改正提案(二〇一九年一〇月一日)

SECは、一九三四年証券取引所法に基づくレギュレーションNMSを改正し、ナショナル・マーケット・システムプラン(以下ではNMSプランと記載、複数存在する株式データ・プラン、及び登録証券情報処理機関(SIPS)の規制上の総称として使われることもある)の修正案として、手数料等を設定または変更した場合、申請時に有効となる規定の廃止を提案した(SEC(二〇一九))。

原則的な手続きとして、NMSプランの修正案はSECの承認事項(NMS規則六〇八(b))は、NMSプランの修正手続きと要件を定める)であり、SECは通常、提出された内容公表、関係者に文書によるコメント機会を提供した上で、当該修正案の承認を検討する。

しかし、NMS規則六〇八(b)(3)(i)において、NMSプランにおける手数料変更は例外と規定されており、手数料変更案は委員会に提出された時点で発効し、NMSプランはパブリック・コメントの機会に先立って、委員会の決定なしに新しい手数料の請求を開始することができた。

しかしながら今回のSECによる同例外規定の取消しにより、料金等の修正案は他の手続きと同様に、SECによって公表され、パブリック・コメントの機会を提供した上で、委員会が承認しない限り修正案の発効を阻止することとなる。

SECは同決定について、NMSプランの手数料の多額かつ広範な影響、コアデータの重要性等を鑑みて、判断したと発表した。一方、新聞報道では、取引所に対する締め付け強化のはじまりとする証券業界の見解が出されている。

なお、NMSプランにおいては、(上述の取引所の独自価格フィードの他に)登録証券情報処理機関(SIPS、

後述)が、米国の取引所上場株式やオプションの市場の投資家にリアルタイムの市場価格情報(コアデータ)を収集、集約、配信施設を管理している。SECは、取引所はこれらのNMSプランを通じてコアデータの手数料を徴収しており、その手数料収入の合計は二〇一七年に五億ドル以上に達していると発表した。

(4) SECによる統合株式データ・プランについての指令提案

SECは、今年(二〇二〇年)に入り、一月八日に新たな指令提案「統合株式市場データに関する新たな全米市場システムプランの提出を取引所及びFINRA(金融業規制機構)に指示する指令案」を公表した("Notice of Proposed Order Directing the Exchanges and the Financial Industry Regulatory Authority to Submit a New National Market System Plan Regarding Consolidated Equity Market Data" (Release No. 34-87906; File No. 4-757))。

新指令案は、SECが、証券市場の発展に伴い、ナショナル・マーケット・システム(NMS)における、株式市場データの公表を規定する現行のNMSプランについて、一九三四年証券取引所法の目的達成に懸念が生じているとして、同状態に対処するために公表、コメントを募集したものである(詳細は次節以降を参照)。

3 SECによる統合株式市場データ・プランに関する指令提案(二〇二〇年一月八日)

(1) 現行の制度

規制上、統合株式データ・プランと呼ばれるが、実務上は価格情報を提供する主体に注目し、SIP(s)(後述)と記載されることが多い。

米国では、取引所の価格情報を投資家に配信する経路として、大別して二つのルート（SIPs及び個別取引所による独自の情報フィード）が存在している（詳細は志馬（二〇一九）を参照）。

図表 1 市場情報配信関係用語の整理

規制上の呼称	証券市場間の統合ネットワーク・システム (NMS)	価格情報を提供する主体 証券情報処理装置 (SIPs) (Securities Information Processor)	管理者	運営機関	処理業者
			SIPプラン (SIP Plan)	SIP運営委員会 (SIP Operating Committee)	プロセッサ (処理業者)
現実の機関	—	CTA (Consolidated Tape Association) (取引所上場銘柄情報を対象 (Nasdaqを除く)) (CQ/CTA SIPとも呼ばれる)	CTA Plan (CTA/CQPlan) (=CTA + CQ) ・CTA ・CQ (Consolidated Quotation System) (管理の主体はNYSE)	運営委員会 (Operating Committee)	SIAC (Securities Industry Automation Corporation、NYSEグループ会社)
			UTTP SIP (Nasdaq上場銘柄情報を対象)	UTTP Plan (テープCとも呼ばれる) (管理の主体はNasdaq)	Operating Committee
(CTAと別個の) 取引所独自の情報提供サービス	—	総称：Proprietary Data Feed (又はダイレクト・フィード) (個々の名称は各取引所が命名)	各取引所	各取引所	各取引所

(出所) 志馬 (2019) より転記

S-I-D (Securities Information Processor) 証券情報処理装置) は、全証券取引所及びFINRAの代替表示

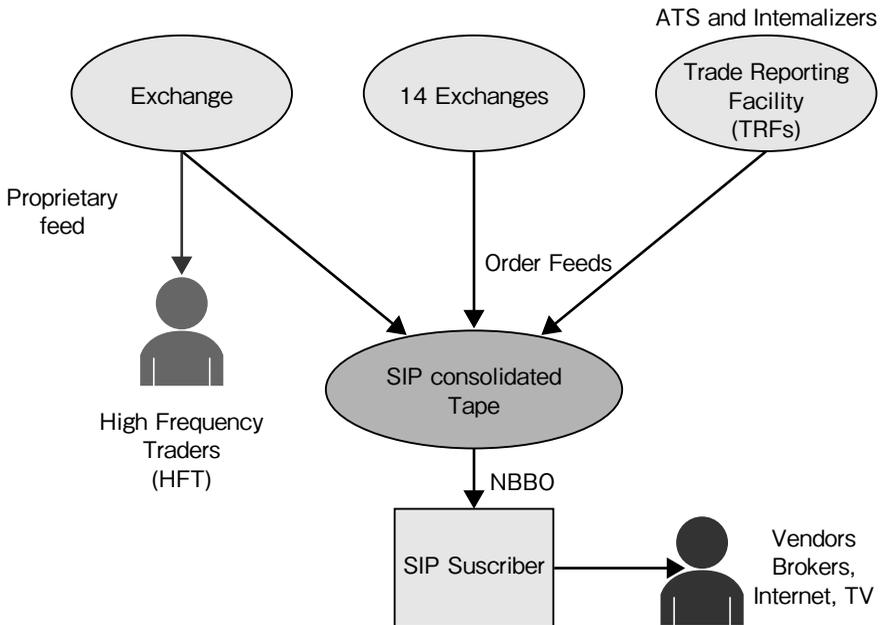
機能 (FINRA ADF) からの、全株式のビッド、アスクを処理し、一つのデータ・フィードに統合することで、米国市場を結び付けているネットワークである。

SIP は多くの場合、単数形で呼ばれるが、実際には三つの SIP が存在する。

取引所上場銘柄 (Nasdaq 上場銘柄を除く) を扱う SIP は、CIA (Consolidated Tape Association) と CQ (Consolidated Quotation System) であり、(かつては店頭市場であった) Nasdaq 上場銘柄を扱う SIP は UTP (Unlisted Trading Privileges) である。

CIA と CQ は、NYSE 上場証券 (時には「ネットワーク A」または「テープ A」証券と呼ばれる) 及び他の取引所 (Choe、NYSE Arca、NYSE American 等 (Nasdaq を除く)) 上場証券 (時には「ネットワーク B」または「テープ B」) のリアルタイムの気配情報及び取引情

図表2 SIP、Proprietary フィードの概念図



(https://www.researchgate.net/figure/fig-Architecture-of-Security-Information-ProcessorSIP_fig1_325888304) より転記。

報を配信。またUTPは、Nasdaq上場証券(「ネットワークC」または「テープC」)を処理している。

当該構造は、SECがネットワークA、B、C証券を取引する全登録取引所が、取引及び気配をSIPに送信し世界規模で販売するために統合を義務付けた一九七〇年代後半に導入された。

各SIPはプラン(規制上の呼び名はNMSプラン、株式データ・プランとも呼ばれる)によって管理され、そのプラン参加者(取引所・FINRA等)から構成される運営委員会によって運営されている。

運営委員会は、個々の計画方針を設定し、それに能力を供給する技術の提供責任を負う処理業者(プロセッサ)を選択し、そして各SIPの契約、方針策定、ベンダーとの関係などの管理機能を担当するプロセッサとネットワーク管理者の双方の業績を確認する。また、運営に関する意思決定は運営委員会が行っている。

運営委員会には別途、業界全体の企業を代表し、市場の多様な視点を代表する個人で構成され、助言を行う諮問委員会(Advisory Committee)が存在する。

SIPの実務的な運営については、NYSEがCTA/CQ SIPプランの管理者として機能し、同NYSEグループ会社であるSIAC(Securities Industry Automation Corporation)が処理業者(プロセッサ)である。UTP SIPについては、Nasdaq(事業部門)が、管理者及びプロセッサとして機能している。

各取引所は、各プランに基づき、その取引(約定)情報及び気配情報をSIPに送信する義務を負う。

データプール等、取引所以外の場所における取引情報についても、SIPへの情報提供が義務付けられている。例えばデータプールは、取引情報をFINRA Trade Reporting Facility(TRF)に報告することで、同情報がSIPに送信されている。

なお、SIPとは別に、大半の取引所は独自のデータ・フィード(ダイレクト・フィードとも呼ばれる)のデー

タ・サービスを販売している。

(2) 背景にある証券市場の構造変化

二〇〇五年のレギュレーションNMS採択時に、SECは、取引所が（SIPフィードよりも内容の豊富な）独自のデータ・フィードを提供し、市場参加者がそれらのフィードを購入することも想定していた。しかし、レギュレーションNMSの二〇〇五年の採用以降、株式市場の構造と取引所の企業構造は劇的に変化した。

ITの進歩に加えて、取引所の所有構造の変更（取引所の株式会社化と「取引所グループ」の台頭）により、取引所の企業利益と、迅速、正確、信頼できる公正な（共同管理される株式データ・プラン経由の）コアデータの配信に伴うSROの（NMS下の）義務の間に矛盾が発生するようになった。SECは、これら変化が、株式データ・プランの構造と組み合わせることで、取引所のSIPsの改善へのインセンティブの欠如が深刻化していると認識する。

① 取引所の公開企業（上場企業）への転換

まず、株式データ・プランの作成時に、米国の証券取引所は会員制の非営利組織であった。

会員として取引所を所有するブローカー・ディーラーは、取引所の運営主体に対する議決権経由で、（株式データ・プランに関するものを含め）取引所の決定について意見を陳述していた。

その後、取引所の株式会社化時に、その取締役会は拡大、証券業界を代表しない者を含めることが要求された。その結果、会員の代表者は減少し、取引所の大半は株主価値最大化を目的とする上場企業となった。

同変化により、(レギュレーションNMSの採択後)、多くの取引所は、「日中の取引時間中のいつでも、全てのNMS銘柄の価格と取引高に関する包括的な、正確、かつ信頼できる情報源」を確保することを確実にするための、「統合されたデータストリームの整合性と手頃な価格を維持する」という規制目標を推進せず、商業的利益をより積極的に追求するようになった。

例えば利益相反の具体的事例には、以下のような事例がある。

「特定の取引所による、レイテンシーを減らし、コンテンツを拡張した独自のデータ製品の開発・提供。すなわち、SIP製品に比して独自フィードサービスについて、高いプレミアムを付与して提供する。」

「取引所がSIPと競合するTOBデータ(最良気配)を開発した事例があり、これら商品はSIPと比較して割引価格で提供する。すなわち、SIPと真っ向から競合するデータ製品について、SIP料金よりも大きくディスカウントした値段で販売する」。こうした事例が確認されるようになった。

さらに、株式データ・プランは現在、二つの取引所(NYSE・Nasdaq)が管理・運営しているが、各取引所の従業員は、各種の機密情報にアクセス可能であり、SIPに関する情報と取引所の独自データ・フィード関連ビジネス情報について、必ずしもファイアー・ウォールが確立されていない。SECは、取引所の独自データフィード・ビジネスについて、SIPsの運営上、入手した市場データ及び顧客情報が使用、取引所の情報ビジネスに流用されている点について懸念を示している。

②取引所グループの出現

取引所の株式会社化、各取引所独自のデータ・フィードの拡大に加えて、もう一つの重要な変化は、取引所ゲ

グループの出現である。取引所グループの拡大は、株式データ・プランの運営委員会に参加している特定の取引所への議決権の割り当てとその集中問題を発生させた。

歴史的に各一票しか保有していなかった取引所の議決権が、四―五票のブロックを制御できる共通経営下の取引所グループに統合された。多くの取引所が同一資本の下で運営される取引所グループへ統合されたことで、株式データ・プラン参加者の相対的な議決力が変化し、取引所グループがプランのガバナンス関連事項に大きな議決力と影響力を保有するようになった（言い換えれば、株式データ・プランにおける独立系の取引所の相対的な発言力は希薄化した）。

各株式データ・プランにおいて、各取引所及びFINRAは一票の議決権を有する。それぞれの取引所グループ内の取引所は一団として投票する。現在、各株式データ・プランにおいて合計一七票の議決権中、一四票が三つのグループによって支配されている。

・ CBOE Holdings, Inc. : 五票 (BYX, BZX, Choe, EDGA, EDGX)

・ Intercontinental Exchange Group, Inc. (ICE) : 五票 (NYSE, NYSE American, NYSE Arca, NYSE Chicago, NYSE National)

・ Nasdaq, Inc. : 四票 (BX, ISE, NasdaqPHLX)。

この結果、少なくとも二グループの議決権で過半数の議決権を支配し、それによって以下の内容を含む、重要な株式データ・プランの活動を支配可能となっている（実務上重要な事項としては、(a) SIPデータを送信する株式データ・プランの容量、(b) プラン・プロセッサのパフォーマンスとレイテンシーに影響を与えるインフラストラクチャへの投資、(c) SIPデータに請求される料金、及び (d) 諮問委員会に参加する個人委

員の選択、が挙げられる)。

これら取引所グループの株式データ・プランに対する投票権は、取引所の独自データ製品の提供者として、ビジネス上の利益と規制上の義務との間の利益相反を悪化させている。こうした状態について、SECは、現在の議決構造は、株式市場データに関する法律一二九セクション一Aの目標(後述)を促進しないと認識している。

(参考) 個々の取引所市場とそのグループ毎の取引状況

- ・ ICE/NYSE (P, N, A, C, M) : 一三三・三三〇%
- ・ Nasdaq グループ : 一一一・五六%
- ・ CBOE グループ : 一六・九八%
- ・ 独立系の IEX : 二・四六%

図表3は、株式の取引において、各取引所及び取引所グループが、どの程度の比率を占めているかを示している。データは二〇二〇年三月三十一日(のみ)のデータであるが、同データからも三大グループの立ち位置を掴むことができる。

同データにおいては、取引所市場における取引は全株の六四・三〇%を占めている。またデータ中、取引所グループに属さない取引所の比率は二・四六%に過ぎず、経営統合された三大取引所グループの存在感が窺える。

(3) SECの問題意識と指令

議会はナショナル・マーケット・システム(NMS)の構築時に、情報利用の確保が公共の利益に適い、投資

家の保護と公正かつ秩序ある市場の維持に必要であり、SECの最も重要な任務は、統合されたデータストリームの整合性と手頃な価格の維持であると認識する。

またSECは、株式の気配値や取引情報の公表は、NMSの基本的な構成要素であると認識している。

SECの見解では、市場の発展に伴い、NMSにおける、株式市場データの公表を定める株式データ・プランについて、一九三四年証券取引所法の目的達成に懸念が発生している。取引所・FINRAが参加する株式データ・プランの監督と、取引所が市場参加者に販売する独自のデータ・フィードの販売間に利益相反が発生している。

図表3 米国の取引所における取引金額

(FINRAへの報告含む、2020年3月31日付取引分、単位：100万ドル)

Matched Volume	Tape A	Tape B	Tape C	Market Total	Market Share (%)
NYSE (P, N, A, C, M)	72,533	34,258	18,252	125,043	23.30%
NYSE (N)	59,209	3,132	2,366	64,706	12.06%
NYSE Arca (P)	10,832	27,589	14,151	52,573	9.80%
NYSE National (C)	1,627	1,513	930	4,070	0.76%
NYSE Chicago (M)	457	1,578	534	2,570	0.48%
NYSE American (A)	409	445	271	1,125	0.21%
NASDAQ (B, X, Q)	28,551	22,431	64,743	115,725	21.56%
NASDAQ (Q)	25,724	18,878	61,921	106,522	19.85%
NASDAQ BX (B)	2,083	2,089	1,544	5,715	1.06%
NASDAQ PSX (X)	745	1,465	1,278	3,488	0.65%
Boe (Z, Y, K, J)	32,403	28,558	30,148	91,109	16.98%
BZX Equities (Z)	18,547	13,649	15,835	48,031	8.95%
EDGX Equities (K)	6,668	9,619	8,452	24,740	4.61%
EDGA Equities (J)	4,290	2,577	3,589	10,455	1.95%
BYX Equities (Y)	2,897	2,714	2,272	7,882	1.47%
IEX (V)	6,817	1,793	4,600	13,209	2.46%
Matched Total	140,305	87,040	117,742	345,086	64.30%
TRFs (DQ, DN, DB)	62,653	57,996	70,941	191,590	35.70%
NASDAQ TRF Carteret	54,217	50,312	56,018	160,548	29.92%
NYSE TRF	8,217	7,512	14,429	30,158	5.62%
NASDAQ TRF Chicago	219	172	493	884	0.16%
FINRA & TRF Total	62,653	57,996	70,941	191,590	35.70%
Grand Total	202,958	145,036	188,682	536,676	100.0%

現行の株式データ・プランのガバナンス構造の下では、参加者は株式データ・プランを独占的に支配されている。取引所・FINRAにおける利益相反は、取引所グループの議決権の集中と相まって、法の目的達成に懸念される。

SECは、現在の株式データ・プランのガバナンス構造の下では、SIPと（取引所の）独自データ商品との間の重要な商品、パフォーマンス、価格の差異に適切に対処するためのSIPの改善が行われていないと認識し、現行の複数の株式データ・プランが存在する状況に不満（必要性、効率性の観点から）がある。

当該問題に対処するために、現行の株式データ・プランのガバナンス上のこれら問題に対処することが重要である。

SECはさらに、既存の三つの独立した株式データ・プランを単一の新統合データ・プランに統合することで、NMSにおける株価情報の統合データ・フィードの改善を検討している。

新統合データ・プランは、既存の重複、非効率性、及び株式データ・プラン間の不整合を減らし、プランのガバナンスとメンテナンスを簡素化するものでなければならぬ。

SECは、取引所・FINRAに対し、本指令案に記載されたガバナンスの問題に対処するための新統合データ・プランを策定し、株式データ・プランを単一の新しいデータ・プランへ統合するよう指示する。

証券取引所等を含む幅広い市場参加者の意見や、株式データ・プランに対するSEC独自の意見に基づき、SECは、新統合データ・プランの具体的なガバナンス規定を提案する。

SECは、現行の株式データ・プランを新しい単一のデータ・プランに統合することで、SIPの運営のためのガバナンス構造がより効率的になると認識する。

併せて、SECは、取引所・FINRAは以下の要件を満たす新統合データ・プランを策定すべきであると提案した。

・取引所、市場参加者、投資家間のビジネスと取引関係の進化を考慮に入れたガバナンス構造に基づいて運営されること。

・市場参加者にとってのコアデータの有用性を確保し、法第一A条（及びその下の規則）に沿った公正かつ合理的な条件でコアデータが提供されることを確保するように設計されていること。

具体的には、運営委員会の指名対象や指名方法、運営における議決権の割当に言及している。例としては、以下の事項がある。

・SROメンバー（取引所・FINRA）は新統合データ・プランの運営及び管理に関する運営委員会の運営と管理の全事項に一票を投じる権限が付与される。SROメンバーは一取引所グループあるいは（統合された株式市場シェアが（運営委員会の選挙に先立つ六か月中四か月について）一五%以上を占める株式市場センターである）無関係なSROを代表し、二票を投じる権限が認められる。

・新統合データ・プランでは、運営委員会（任期二年）について、以下の各分野を代表する個人を含める（機関投資家（例：資産運用会社）、主に個人投資家の顧客を有するブローカー・ディーラー、主に機関投資家の顧客を有するブローカー・ディーラー、証券市場データベンダー、NMS証券の発行者、及び個人投資家。ただし、証券市場データベンダー、証券発行者、及び個人投資家の代表者は、それぞれSRO、ブローカー・ディーラー、または機関投資家と提携できない）。

4 おわりに

S E Cは、取引所価格データの取り扱いについて、過去二年間で、これまでの姿勢を大規模に転換した。

具体的には、取引所に対し（独自のデータ・フィードの料金引き上げを認めない等）、厳しい姿勢で対処している。

取引所独自のデータ・フィードに比して、技術的に遅れているS I P（株式会社データ・プラン）について、抜本的な改革を要求しており、新統合データ・プランの設立と、そのガバナンスについて厳しい要件の設置を求めている。

これら姿勢転換の背後には、「投資家の求めるデータの種類変化」に加えて、「取引所の株式会社化」「経営資本を同じくする取引所グループの出現」といった証券市場の構造変化が存在している。

なお今後であるが、S E Cによる、取引所価格情報に関する規制強化は、本件が最後の事例とは考えにくい。継続的に、新たな規制や各種提案が行われると思われる、注視が必要である。

参考文献

- ・ BRADFORD, HAZEL (2019), "SEC CALLS FOR MORE TRANSPARENCY IN NMS CORE DATA FEES", October 02, 2019, (<https://www.pionline.com/regulation/sec-calls-more-transparency-nms-core-data-fees>)
- ・ Johnson, Katanga (2019), "U.S. SEC proposes exchanges seek public consultation on data fee changes", REUTERS, OCTOBER 2, 2019, (<https://www.reuters.com/article/us-usa-sec-exchanges/u-s-sec-proposes-exchanges-seek-public-consultation-on-data-fee-changes-idUSKBN1WH04A>)

・ SEC (2019), "Rescission of Effective-Upon-Filing Procedure for NMS Plan Fee Amendments" [Release No. 34-87193; File No. S7-15-19] (<https://www.sec.gov/rules/proposed/2019/3487193.pptd>)

・ 志馬祥紀 (二〇一九) 「米国における取引所情報の配信をめぐる議論」『証研レポート』(一七二四号)、二〇一九年六月、pp. 21-56

(しま よしのり・客員研究員)

証研レポート既刊目録

No.1706 (2018.2)	執筆者	No.1713 (2019.4)	執筆者
最近の欧米における金融商品販売規制改革	森本	[キャッシュレス化]、[モバイル化]そして「スマホ証券」	二上
取引所外(市場外)取引の様々な形態について	二上	不動産クラウドファンディングの現状と可能性	松尾
— P T S、ダーク・プール、仲介(媒介) —		中央銀行の資本金制度と利益処分	伊豆
日本におけるクラウド S A F E の試み	松尾	豪州 H F T の実情 2	吉川
我が国の P T S を巡る状況	志馬	— A S I C による調査報告 —	
役員等の自社株売買情報の開示	梅本		
— 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? —			
No.1707 (2018.4)		No.1714 (2019.6)	
急速に拡大するフィンテック	二上	オプションと保険	二上
拡大する国内株式投資型クラウドファンディング	松尾	— 日経二五オプシオン市場開設三〇周年を迎えて —	
E U におけるペイルインとペイルアウト	伊豆	アメリカの取引所外取引システムの新しい届出制度について	清水
ダブル・ボリューム・キャップ	吉川	米国における取引所情報の配信をめぐる議論	志馬
— E U のダーク・プール取引規制 —		長期保有株主を優遇する議決権行使制度	福本
		— tenure voting または time-phased voting —	
No.1708 (2018.6)		No.1715 (2019.8)	
株式投資型クラウドファンディングと沖繩の「模合」	松尾	証券会社の収入構成変化と「その他手数料」について	二上
— オートノミー・ベースの運用と「集合知」の可能性 —		E S G ・ S D G s とクラウドファンディング	松尾
ダーク・プールとその規制について	清水	— コーポレートガバナンスを中心に —	
M B O を巡る判決と行政指針	志馬	レバ・ローンは第二のサブプライムか?	伊豆
— レックス・ホールディングス事件判決と経産省 M B O 指針 —		米国における上場企業数の減少	吉川
スポティファイの行った Direct Listing (直接上場)	福本	— S I F M A の報告書に見る実態 —	
No.1709 (2018.8)		No.1716 (2019.10)	
先人たちの先物取引論	二上	類型別に見た証券業界の収益別シェア	二上
— 福澤諭吉とマックス・ウェーバー —		株式投資型クラウドファンディングと中堅・中小およびベンチャー企業	松尾
金融模合の事例調査	松尾	アメリカのリテール・ホールセラーについて	清水
— 沖繩本島と宮古の事例 —		I P O をめぐるグローバルな動向	志馬
E C B の量的緩和と政策	伊豆	— 米国・香港市場の状況 —	
欧州ダーク・プール規制の影響	吉川		
— リット、ダーク、O T C、S I —			
No.1710 (2018.10)		No.1717 (2019.12)	
金融資産分布の地域的变化	二上	総合取引所における不招請勧誘規制について	二上
— リーマンショック後 —		米国の金利急騰と F R B の負債構造	伊豆
アメリカのメイカー・テイカー手数料とパイロット・プログラム	清水	ペリオディック・オークションの実像	吉川
上場企業を対象とする M B O の株式取得プレミアムの決定要因	志馬	— E S M A のコンサルテーション結果に見る実態 —	
地方証券とそのビジネスの変遷	深見	議決権行使助言会社の規制	梅本
No.1711 (2018.12)		No.1718 (2020.2)	
満二〇年を迎えた証券業の登録制	二上	デリバティブにおける勧誘規制について	二上
日米のベンチャーキャピタルの現状	松尾	ソーシャルインパクトボンドとクラウドファンディング	松尾
— C V C の動向を中心として —		アメリカの市場手数料について	清水
日本銀行の引当金について	伊豆	時価総額の小さな上場地方銀行の経営状況	志馬
ペリオディック・オークション	吉川		
— M i F I D I I が生み出した取引形態 —			
No.1712 (2019.2)		No.1719 (2020.4)	
証券業界への参入・退出等の最近の状況	二上	[フラッシュ・クラッシュ・トレーダー] への判決と米国の相場操縦規制の動向	森本
米テックサイズ拡大の試験プログラム	清水	アメリカにおけるデュアル・クラス・シェア (D C S) ・ストラクチャについて	佐賀
— S E C の実証結果 —		F R B のコロナ危機対応策	伊豆
拡大するリスク・パリティ戦略と E T F	志馬	— リーマン危機との比較 —	
フェア・ディスクロージャー・ルールの検討	梅本	英国 H F T の実情	吉川
		— 注文データに基づく F C A の分析 —	

証研レポート第一七二〇号
二〇二〇年六月八日発行
(偶数月第二月曜日発行)

2020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)