

投資対象としての音楽著作権 —ストリーミングがもたらす金融商品としての魅力—

竹下 智

■ 要 約 ■

1. 世界の録音音楽市場は 2014 年を底に 7 年連続でプラス成長を続けている。Spotify に代表されるストリーミングサービスは、海賊版（違法音楽データ）の利用を減少させ、音楽コンテンツの消費手段を大きく変えることで市場の再生に貢献したと言える。
2. ストリーミングの普及は、投資対象としての音楽著作権に革命的な変化をもたらしている。第 1 に、過去に発売された楽曲からの収益など新たな収益機会の獲得可能性である。第 2 に、楽曲毎の視聴データの分析により、投資家の収益予測が立てやすくなったことである。音楽著作権への投資は、楽曲の視聴は景気に左右されにくく、安定的な収益を生む一方で、時には再生回数が上振れすることがあるため、アップサイドの投資リターンが期待できるアセットクラスとして認識されるようになった。
3. 大手レコード会社が重要なプレーヤーとして大物アーティストの著作権を高額で購入するケースが増えている一方で、音楽出版社と投資ファンドが連携して音楽著作権を投資対象とするファンドの組成を行うことにより、投資家層は多様化している。また、著作権管理と収益向上への取り組みが改善するとともに、著作権を売買するオンラインプラットフォームが登場するなど、金融の知見によって市場全体が活性化していると言えよう。
4. 日本でも、音楽業界に詳しい専門家と投資ファンドが組むことにより、投資資金を導入し、国内音楽業界の活性化や海外からの収益獲得につなげることが出来るのではないだろうか。

野村資本市場研究所 関連論文等

- ・竹下智「資産クラス／投資対象としてのアート—富裕層はなぜアートに投資するのか—」『野村資本市場クォーターリー』2021年冬号。

I 高額で売買される音楽著作権

近年、著名アーティストが保有する音楽著作権が高額で取引されるケースが続出している（図表 1）。例えば、2021 年 12 月、ソニー・ミュージック・グループは、米国のロック界を代表するシンガーソングライターであるブルース・スプリングスティーン（Bruce Springsteen）氏の全楽曲の「原盤権（recorded music rights）」および「音楽出版権（music publishing rights）」を取得したことを発表した¹。購入金額については公表されてはいないものの、5 億 5,000 万米ドルとの報道もあり、発表時点では一人のアーティストの取引としては過去最高額とされる²。購入資金の一部は米国の投資会社（Eldridge³）が拠出している。世界の音楽著作権取引の総額は、2019 年の 3 億 7,000 万米ドルから 2021 年には 53 億米ドルに増加したとの報告もある⁴。

これらの取引の背景には、アーティストが特に年配の場合、信用する旧知のレコード会社に売却することで、アーティストの意向に沿わない将来の楽曲使用や、相続人の負担を避けたい意向もあるとされる⁵。また、米国ジョー・バイデン（Joe Biden）大統領が、大統領選挙における公約の一つとして掲げていた長期キャピタルゲインに対する最高税率の引き上げ（20%→39.6%）に対する懸念を理由としてあげる向きもある⁶。

一方、買い手をみると、世界の 3 大音楽グループ（ソニー、ユニバーサル、ワーナー）や音楽出版社（BMG⁷、Primary Wave）に加え、プライベート・エクイティ・ファンド（KKR）や音楽著作権を投資対象とする専門ファンド（Hipgnosis Songs Fund）が名を連ねる。投資ファンドの積極的な参入により、楽曲の評価額は近年急激に上昇している。投資銀行（Shot Tower Capital）のデータによると、2021 年に投資家が音楽著作権購入のために支払った金額は、NPS（Net Publisher's Share、楽曲の著作権保有による得られる純収入）⁸の 22 倍と、2015 年の 11 倍を大幅に上回ったとされる⁹。

¹ Sony Music Press Release, “Sony Music Group Announces Acquisition of Bruce Springsteen’s Music Catalogs,” December 16, 2021.

² “Bruce Springsteen Sells Music Catalog in Massive Deal,” *The New York Times*, December 15, 2021.

³ Eldridge（2015 年創業）は、保険、アセットマネジメント、テクノロジー、モビリティ、スポーツ&ゲーム、メディア&ミュージック、不動産、コンシューマー分野に投資を行っている。同社の会長兼 CEO であるトッド・ベリー（Todd Boehly）氏はプレミアリーグ（イングランドのプロサッカーリーグ）のサッカークラブ「チェルシー（Chelsea）」の共同オーナーでもある。

⁴ “Record Deals: Inside the Music Royalty Boom,” *Barron's*, September 12, 2022. 元データは MIDiA Research。

⁵ 2016 年にミュージシャンのプリンス（Prince）氏が 57 歳で亡くなった際、45 人以上もの人物が相続人資格を有する血縁者として名乗りを上げ、翌年ミネソタ州の裁判所が弟妹 6 名を遺産相続人とする判決を下した。

⁶ “Big-Money Music Deals Could Explode Before 2020 Ends, Thanks to Joe Biden,” *Rolling Stone*, November 9, 2020.

⁷ BMG Rights Management GmbH は、ドイツのメディア・コングロマリット「ベルテルスマン（Bertelsmann AG）」傘下の音楽出版社。かつて BMG（Bertelsmann Music Group）は世界の 6 大レコード会社の 1 社であったが、2003 年音楽市場全体の売上減少に対応するため、ソニーとの合併に合意し「Sony BMG」となる。2008 年、ベルテルスマンは Sony BMG の全株式をソニーへ売却（のちに社名は「Sony Music Entertainment」へと変更）。2008 年 10 月、ベルテルスマンは新会社として BMG Rights Management を設立。2009 年同社株式の 55% を KKR に売却している。

⁸ NPS（Net Publisher's Share）：音楽出版権を保有する音楽出版社（music publisher）が受け取る著作権料から、作詞者・作曲者や実演家等の取り分を差し引いた額。

⁹ “Music Fans Are Drowning Out the Fed,” *The Wall Street Journal*, March 30, 2022.

図表 1 音楽著作権の売買事例

時期	売り手	対象	金額	買い手
2020年11月	ビッグマシン・レコーズ (イサカ・ホールディングス)	テイラー・スウィフト (Taylor Swift) のビッグマシン在籍時の6枚のアルバムの原盤権	3億米ドル	Shamrock Capital
2020年12月	ニール・ヤング (Neil Young)	全楽曲の50%(590曲)の音楽出版権	1億5千万米ドル	Hipgnosis Songs Fund
2020年12月	ボブ・ディラン (Bob Dylan)	全楽曲(600曲以上)の音楽出版権	3~4億米ドル	ユニバーサル・ミュージック
2020年12月	スティーヴィー・ニックス (Stevie Nicks)	全楽曲の音楽出版権の80%	1億米ドル	Primary Wave
2021年1月	ライアン・テダー (Ryan Tedder)	2016年以降に他のアーティストのために作曲した曲および自身のグループのために作曲した曲の音楽出版権の過半数	2億米ドル	KKR
2021年3月	ポール・サイモン (Paul Simon)	(サイモン & ガーファンクル時代を含む)全音楽出版権	2億5千万米ドル	ソニー・ミュージック
2021年7月	プリンス (Prince) の相続人 (6名の内3名)	楽曲の権利を含む Prince の遺産の約42%相当	1~3億米ドル	Primary Wave
2021年10月	ティナ・ターナー (Tina Turner)	全楽曲の原盤権と音楽出版権 著作隣接権および肖像権	6,800万米ドル	BMG
2021年12月	ブルース・スプリングスティーン (Bruce Springsteen)	全楽曲の原盤権と音楽出版権	5億5千万米ドル	ソニー・ミュージック
2022年1月	デヴィッド・ボウイ (David Bowie) の遺産管理団体	遺産管理団体が保有する全ての音楽出版権	2億5千万米ドル以上	ワーナー・ミュージック
2022年1月	ボブ・ディラン (Bob Dylan)	全原盤権	2億米ドル以上	ソニー・ミュージック
2022年2月	スティング (Sting)	ポリス (The Police) およびソロアーティストとしての全楽曲の音楽出版権	3億米ドル以上	ユニバーサル・ミュージック
2022年2月	ニール・ダイヤモンド (Neil Diamond)	全楽曲(未発表曲110曲を含む)の原盤権と音楽出版権	—	ユニバーサル・ミュージック
2022年5月	ジャスティン・ティンバーレイク (Justin Timberlake)	全楽曲(約200曲)の音楽出版権	1億米ドル	Hipgnosis Songs Capital (Blackstone)
2022年11月	Shannon Rubicam, George Merrill (Boy Meets Girl)	Whitney Houston のヒット曲を含む Shannon Rubicam と George Merrill による楽曲約60曲の音楽出版権	5千万~1億米ドル	Primary Wave / Brookfield Asset Management

(注) 金額については報道ベース(推定金額を含む)。

(出所) プレスリリースおよび各種報道等より野村資本市場研究所作成

音楽著作権を初めて金融商品として投資家に販売した事例は、1997年ミュージシャンのデビット・ボウイ (David Bowie) 氏が発行した通称「Bowie Bonds」(発行額5,500万米ドル)とされる。ただし、この債券は楽曲から発生するキャッシュフローを担保とした資産担保証券 (ABS) であり、純粋に楽曲からの収入に連動したリターンを投資家が受け

取るスキームではなかった¹⁰。

2000年代に入ると、銀行や年金基金が音楽著作権を保有する会社に投資を行うようになった¹¹。プライベート・エクイティ・ファンド（以下、PEファンド）を含む投資会社もそれに続いた¹²。世界初と思われる音楽著作権を専門とする投資ファンドは、オーストラリアの資産運用会社（Colonial First State Global Asset Management）が2007年10月にルクセンブルクで設立した「First State Media Works fund」とされる¹³。

この頃から「音楽著作権はある程度予測可能で長期的なキャッシュフローを生み出す新しい資産クラス」と考えられていたが、2010年代後半以降、音楽著作権の市場に巨額の資金が流れ込むようになった。この背景には、ストリーミングサービスの急拡大が大きく影響している。

本稿では、音楽著作権売買により権利所有者が利益を得る仕組み、縮小を続けていた音楽産業がストリーミングサービスの浸透により市場拡大に転じ、音楽著作権が投資対象としてより魅力的なものとなった潮流について概観する。

II 売買の対象となる音楽著作権（音楽出版権と原盤権）

1. 収益を生む「音楽出版権」と「原盤権」

著作権市場において、利用ライセンスの徴収システムが最も確立されている「音楽」の категорияで、主な売買の対象となる「音楽出版権」と「原盤権」について概説する¹⁴。

1) 音楽出版権と音楽出版社

音楽業界では楽曲の著作権を「（音楽）出版権」と呼ぶ。作詞者および作曲者は「著作者¹⁵」ではあるもののイコール「著作権者」ではない。

一般的に「音楽出版社（Music publisher）¹⁶」が著作者と著作権譲渡契約を結び、

¹⁰ Bowie Bondsの発行時の額面は1,000米ドル、償還期間は10年、利率は7.9%、格付けはA3（Moody's）であった。全額をPrudential Insurance Groupが購入。ボウイ氏は調達した5,500万米ドルで元マネージャーから自身の楽曲の権利を購入した。2004年に音楽産業の不振等を理由に、格付けはBaa3に格下げされた。同債券は、2007年満期償還され、楽曲の権利はボウイ氏に戻った。Bowie Bondsを組成・販売したDavid Pullman氏にちなんで同様のスキームの債券を「Pullman bonds」と呼ぶこともある。

¹¹ 例えば、2000年にロイヤル・バンク・オブ・スコットランド（Royal Bank of Scotland）は6,000万ポンド以上でChrysalis PLC UKを買収した。また、カナダの年金基金であるケベック州貯蓄投資公庫（Caisse de dépôt et placement du Québec）は3,000万米ドル以上をMosaic Music Publishingに投資した。

¹² Apax Partnersは2004年に音楽出版社のStage Three Musicを4,000万ポンド以上で買収し、その翌年にStage Three MusicはMosaic Music Publishingを買収した。

¹³ “Fund could be music to investors’ ears,” Financial Times, October 24, 2007.

¹⁴ 音楽関連の著作権の詳細については、日本音楽著作権協会（JASRAC）のウェブサイト<<https://www.jasrac.or.jp/index.html>>や、安藤和宏「よくわかる音楽著作権ビジネス基礎編 6th Edition」（リットーミュージック、2021年）等を参照。

¹⁵ 著作権法では、作詞家・作曲家など著作者の人格的な権利を守るために「著作者人格権」を定めている。著作者人格権には「公表権」「氏名表示権」「同一性保持権」の3つの権利がある。

¹⁶ 一般社団法人日本音楽出版社協会のウェブサイトには正会員238社、準会員116社の会員リストが掲載されている。<<https://mpaj.or.jp/outline/member/list>>（2023年1月1日付）

著作権者となることが多い。もとは楽譜の出版が主な業務であった音楽出版社が、著作権が法的に保護されるようになると作曲者・作詞者の知的財産（著作権）を管理する役割を担うようになった。

音楽出版社は著作権者として著作権を管理、開発し、著作者と著作権使用料収入を分けあう。そのため、音楽出版社の最大の役割は、著作権の譲渡を受けた楽曲の利用開発、つまりヒットするためのプロモーションにあるとされる。

2) 原盤権

単に作詞作曲されただけでは曲として聴くことは出来ない。作詞・作曲をもとに、編曲（アレンジ）→楽譜作成（ノーテーション）→実演（演奏・歌唱）→録音（レコーディング）→編集（エディティング）→調整（ミキシング）→仕上げ（マスタリング）といった工程を経て「録音原盤（マスター音源）」が制作される。原盤を複製してCDが製造されるがこの原盤に対して発生する権利が「原盤権」である¹⁷。

通常、原盤を制作するための費用を負担した者が原盤権を持つ¹⁸。原盤の制作に当たっては、実演家（演奏家、歌手）が所属する芸能事務所や音楽出版社、あるいは実演家と契約を結んだレコード会社などが費用を負担することが多い。そのため、原盤権もそれらの企業が保有するケースが大半である¹⁹。

2. 原盤権使用料と著作権使用料の流れ

CD製造者は、原盤権を持つ者に「原盤印税（原盤権使用料）」を、出版権を持つ音楽出版社等の著作権者に楽曲の「著作権使用料」を支払う。著作権使用料は著作権者に直接支払われるのではなく、まず著作権管理事業者（日本ではJASRAC²⁰やNexTone²¹）に支払われ、音楽出版社等の著作権者に分配されることが多い（図表2）²²。

¹⁷ 日本の著作権法では「レコード製作者の権利」（第96条～第97条の3）として規定されている。なお、原盤権という用語は著作権法には登場しない。

¹⁸ 原盤制作の過程では、「レコード製作者の権利」としての原盤権とあわせて、歌手や演奏家等アーティストの「実演家の権利」も発生するが、これらがばらばらに存在すると原盤によるビジネスがままならないため、実務上、レコーディング時の契約で実演家の権利は原盤制作者に譲渡されることが多い。

¹⁹ 日本でも近年、アーティスト自身が原盤権を保有するケースも出てきている。

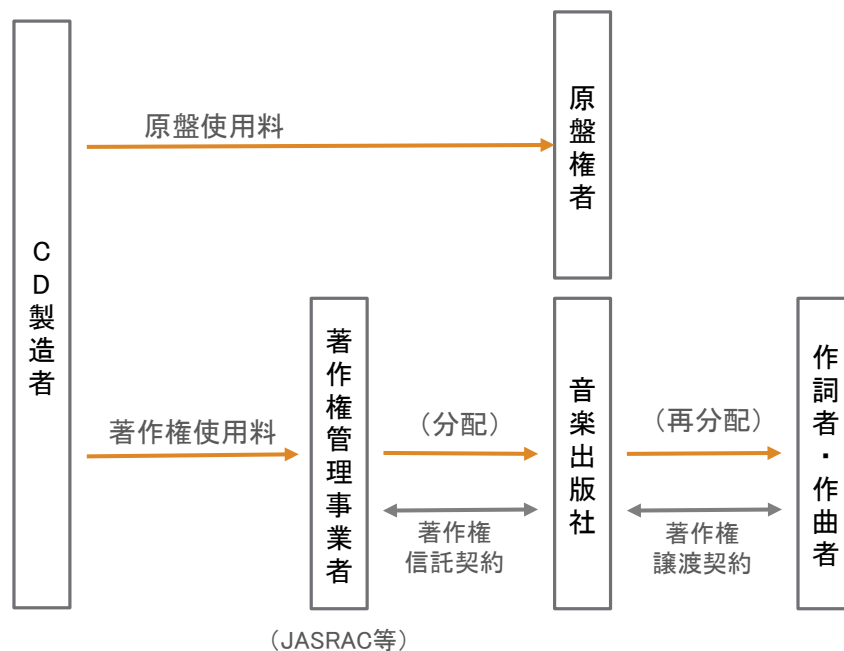
²⁰ 一般社団法人日本音楽著作権協会。

²¹ 2000年9月設立、2020年3月東京証券取引所マザーズ（現東証グロース）上場。

²² 一般社団法人音楽情報プラットフォーム協議会（MINC）が運営する音楽権利情報検索ナビ「Music Forest（音楽の森）」<<https://www.minc.gr.jp/>>では、CDに収録/配信された楽曲の作曲者、作詞者、出版者等の情報およびJASRAC/NexToneとの信託契約の状況について調べることが出来る。

原盤印税は原盤に収録された「音」が利用された場合に限られる。同じ楽曲でも他のアーティストがカバーしたり、新たに録音し直されたりした場合には、原盤印税は発生しない。一方、出版権の場合は、CDだけではなく（原盤の音そのものを利用しない）DVD、音楽配信、カラオケ、コンサート、テレビ、CM等などでの利用に対しても著作権料が発生する。なお、カラオケ事業者は一般的にCD音源をそのまま使うのではなく、市販のCDをいわゆる「耳コピ」して作成した楽曲データを利用しているため、原盤印税は発生しないが著作権使用料は発生する。

図表 2 録音権使用料支払いの流れの例



(注) 著作者が音楽出版社と著作権譲渡契約を結び、かつ音楽出版社が著作権管理事業者と著作権信託契約を結んでいる場合。

(出所) JASRAC 資料等より野村資本市場研究所作成

3. テイラー・スウィフトが再録音アルバムを制作した理由

この出版権と原盤権について、米国のシンガーソングライター、テイラー・スウィフト (Taylor Swift) 氏の事例は興味深い。彼女は 2006 年 10 月のデビュー以来、ビッグマシン・レコード (Big Machine Records) に在籍し、6 枚のレコードアルバムをリリースした。そして、2018 年、ユニバーサル・ミュージック・グループ (UMG) 傘下のレーベル²³ 「リパブリック・レコード (Republic Records)」に移籍した。UMG は巨額な契約金に加え、今後リリースする楽曲の原盤権をリリースから 5 年間スウィフト氏に帰属させるという条件を提示したとされる²⁴。

古巣であるビッグマシン・レコードを、ジャスティン・ビーバー (Justin Bieber) 氏のマネージャーとして知られるスクーター・ブラウン (Scooter Braun) 氏の会社 (イサカ・ホールディングス²⁵) が 2019 年に買収、それに伴い同社が保有するスウィフト氏の最初の 6 枚のアルバムの原盤権を取得した。その後 (2020 年 11 月)、これらの原盤権は米国の投資ファンド (Shamrock Capital) に 3 億米ドルで売却された²⁶。

²³ 大手レコード会社はその傘下に複数の「レーベル」を抱えている。アーティストはレコード会社ではなく、レーベルに所属し CD を制作・リリースする。同じレーベルには同じようなジャンルのアーティストが集まることが多い。

²⁴ “Taylor Swift's New Record Deal Could Pay As Much As \$200M,” *Forbes*, November 19, 2018.

²⁵ 2021 年 4 月、BTS (防弾少年団) が所属する韓国の総合エンターテインメント企業「HYBE」は、同社の米国法人 (HYBE AMERICA) を通じて、イサカ・ホールディングスの株式 100% を 10 億 5 千万米ドルで取得した。

²⁶ “Why Did Shamrock Capital Spend \$300 Million on Old Taylor Swift Albums?” *Rolling Stone*, November 17, 2020.

これら6枚のアルバムの原盤権の取得を希望していたスウィフト氏は、再レコーディングしたものをリリースすることを発表、これは、同氏の曲は自ら作詞・作曲をしており（出版権を保有）かつレコーディング（原盤作成）のための資金力を有しているからこそ可能であったといえる²⁷。

出版権と原盤権の両方を保有することで、楽曲がもたらすすべての利益を得ることが出来るだけでなく、楽曲の使用方法を一元的にコントロールすることが可能となる²⁸。例えば、楽曲をCMで使おうとする場合、原盤権者と著作権者（著作者）の両方の許可が必要となる（シンクロ権²⁹）。旧バージョンの楽曲には著作権者として使用許可を与えず、新バージョンの楽曲については交渉相手がスウィフト氏一人となることで、旧バージョンの原盤権の価値は低下することとなる。

III ストリーミングが変えた音楽産業

1. 音楽マーケットの動向

1) プラス成長を続ける世界の音楽市場

国際レコード産業連盟（IFPI）によると、世界の録音音楽（Recorded Music）市場は2014年を底に7年連続でプラス成長を続けており、2021年の総売上高は前年比18.5%増の259億米ドルであった。これは、IFPIがグローバルレポートを公表し始めて以来最も高い成長率となった（図表3）。

ストリーミング、特に「サブスクリプション（Subscription audio streams）³⁰」のストリーミングの伸びが、全体の成長に繋がる鍵となっている。2017年、ストリーミングがCD等「フィジカル³¹」の売上を超え、2021年のストリーミングの売上高は169億米ドル（前年比24.3%増）と全体の65%を占めており、そのうちサブスクリプションが123億米ドル（前年比21.9%増）と、ストリーミングの約7割（全体の47.3%）を占めている³²。

²⁷ 2ndアルバム「Fearless」（2008年発売）の再レコーディング版「Fearless (Taylor's Version)」を2021年4月リリース。4thアルバム「Red」（2012年発売）の再レコーディング版「Red (Taylor's Version)」を2021年11月リリース。両アルバムともに米ビルボード・アルバム・チャート「Billboard 200」で1位を獲得している。また、リリースから8か月の間にオリジナル版「Fearless」のストリーミング数が3億3,300万回だったのに対し「Taylor's Version」は6億6,460万回と、2倍のストリーミング数を記録している。

²⁸ “Why Taylor Swift's Plan to Re-Record Her Old Music Is Actually Going to Work,” *Vice*, December 8, 2020.

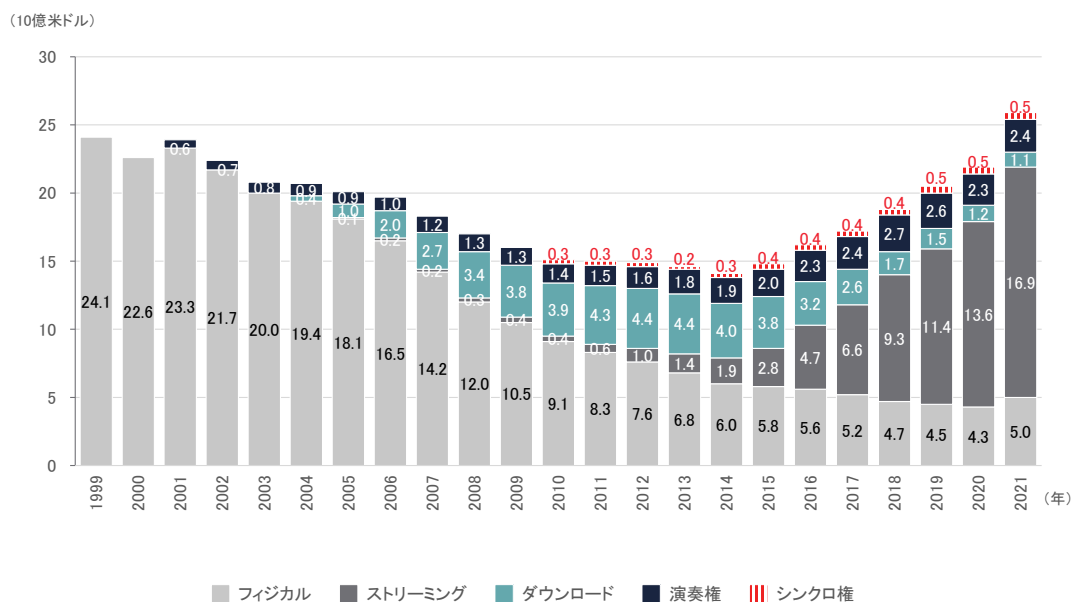
²⁹ シンクロ権（Synchronization Licenses）：テレビCM、映画、ビデオ・DVD等の映像に音楽を同期させて使用する権利。

³⁰ 「サブスクリプション」は「定額制」と同意として扱われることもあるが、定額制は顧客に固定の商品／サービスを提供することを指し、サブスクリプション（サービス）は顧客ニーズ分析、顧客満足度の改善等を通じてLTV（顧客生涯価値）の向上を継続的に目指すものとされる。そのため、本稿では定額制ではなく、サブスクリプションを用いる。LTV（Life Time Value）：ある顧客が自社と取引を開始してから終了するまでの期間に、自社にもたらす利益の総額。（例）LTV＝平均購入単価×粗利率×平均購入頻度（回/年）×平均継続期間（年）

³¹ フィジカル（Physical）：CD・レコード・カセットテープ・DVD・Blu-ray DISCなど物理媒体で供給される音楽ソフト

³² IFPI, “Global Music Report 2022.”

図表3 世界の録音音楽市場（売上高ベース）の推移



(注) フィジカル (Physical) : CD・レコード・カセットテープ・DVD・Blu-ray DISC など物理媒体で供給される音楽ソフト。

(出所) IFPI「Global Music Report 2022」より野村資本市場研究所作成

世界最大の音楽市場である米国では、ストリーミングは同国の総売上の 83% に達する (2021 年)³³。音楽販売データをリサーチしている米国 MRC Data によると、2021 年の米国内での楽曲ストリーミング回数は 1 兆 1,300 億回再生 (前年比 9.9% 増)、世界全体では 2 兆 7,400 億回再生 (前年比 26.3% 増) とされる³⁴。また、英国の調査会社 (Midia Research) によると 2022 年 6 月末時点の世界の (有料) 音楽ストリーミングサービスの加入者 (Music Subscribers) 数は 6 億 1,620 万人とされる (2021 年 6 月時点から 17.6% 増)³⁵。

2) 海賊版キラー (music piracy killer) となった Spotify

1982 年に CD が発売され音楽メディアはアナログからデジタルへと大きな変革を迎えた。1995 年頃から音声ファイル圧縮フォーマット「mp3」³⁶とインターネットの普及により、音楽コンテンツの海賊版が出回り始めた。1999 年に始まった「ナップス

³³ RIAA, “2021 Year-End Music Industry Revenue Report.”

³⁴ MRC Data, “2021 U.S. Year-End Report.”

³⁵ “MUSIC NOW HAS OVER 616 MILLION PAYING STREAMING SUBSCRIBERS GLOBALLY,” *Music Business Worldwide*, December 12, 2022.

³⁶ 1995 年、パソコン向けの mp3 ファイルの圧縮および再生アプリケーション (L3enc) がリリースされ、一般消費者が自分で mp3 ファイルを作成し、家庭用パソコンでそのファイルを再生できるようになった。mp3 の発展史については、ステューヴン・ウィット『誰が音楽をタダにした?—巨大産業をぶっ潰した男たち』早川書房、2016 年参照。世界で初めての mp3 ファイルとなった楽曲は、スザンヌ・ヴェガ (Suzanne Vega) の「トムズ・ダイナー (Tom's Diner)」。

ター (Napster)³⁷」に代表される P2P (サーバーを介さずにクライアント同士でファイルの送受信が出来るシステム) を利用したファイル共有ソフトにより、海賊版や違法音楽データが拡散し、音楽セールス激減の要因となった³⁸。

ナップスターのサーバー閉鎖 (2001 年) 以降もインターネット上の著作権侵害は続き、なかでも 2003 年に設立されたスウェーデンの「パイレート・ベイ (Pirate Bay)³⁹」は海賊版共有サイトとして世界的な知名度を持つようになった。

一方、スウェーデンで 2006 年に起業した「Spotify」は「海賊版サイトよりも軽く動き、より便利なものを作ることで海賊行為に対抗する」というアイディアからスタートした。同社の技術的な優位性が、他のストリーミングサービスを押しつけて Spotify のユーザー数を増やす原動力となっていた⁴⁰。もちろん、合法的に楽曲を利用するための権利保有者、特に多くの楽曲の権利を保有し多数のアーティストを抱える大手レコード会社との忍耐強いライセンス交渉なくしては、同社のストリーミングサービスの展開はなかったであろう。

実際、Spotify によるストリーミングサービスが海賊版の利用を減少させたとする調査結果もみられる。例えば、欧州委員会共同研究センターの 2015 年の調査によると「Spotify が著作権侵害を減少させた明確な証拠がある」という⁴¹。また、パイレート・ベイと Spotify のお膝元であるスウェーデンでは、2009 年から 2011 年にかけて著作権侵害が 25%減少したとされる⁴²。日本でも、同様な現象がみられる⁴³。

³⁷ ナップスター (Napster) は他の P2P サービスと比較して使いやすいため、音楽ファンが無料でデジタル楽曲ファイルを探してダウンロードできるサービスとして急速に普及した。最大で 6,000 万人のユーザーを抱えていたとされる。レコード会社やアーティストから提訴され、幾多の法廷論争を経た後、ナップスターのサーバーは 2001 年 7 月に閉鎖された。

³⁸ 2004 年から 2009 年の間だけでも約 300 億曲がファイル共有ネットワークにより違法ダウンロードされたとの報告もある。(出所) ”WHY DOES THE RIAA HATE TORRENT SITES SO MUCH?” Music Business Worldwide, December 6, 2014.

³⁹ 2003 年、スウェーデンの反著作権団体 (Piratbyrån) によって設立されたデジタルコンテンツのトレントファイルを検索できるインデックスサイト。2009 年 4 月、スウェーデンで行われた裁判において同サイトの設立者らは著作権侵害の幫助で有罪判決が下された。

⁴⁰ Spotify の事業展開については、スベン・カールソン、ヨナス・レイヨンフーフブッド「Spotify 新しいコンテンツ王国の誕生」ダイヤモンド社 (2020 年) 参照。また、Spotify の技術開発については、Netflix ドラマシリーズ「ザ・プレイリスト」 (2022 年) が参考となる。

⁴¹ European Commission, Joint Research Centre, “Streaming Reaches Flood Stage: Does Spotify Stimulate or Depress Music Sales?” 2015.

⁴² “Spotify reduces Piracy,” *Medium*, May 13, 2016.

⁴³ 一般社団法人日本レコード協会「違法音楽アプリ及びリーチサイトに関する利用実態調査」2022 年 2 月 25 日。
※調査対象：12~69 歳男女、全国 50,000 サンプル。違法音楽アプリの利用者数は人口推計で約 37 万人 (前回調査 64 万人から 27 万人減)、違法なコンテンツに誘導するリーチサイトの利用者数は同約 39 万人 (前年同時期 59 万人から 20 万人減) といずれも大きく減少。同調査では「法改正 (2020 年 10 月改正著作権法施行) の効果や違法音楽アプリの利用面での不満が影響している」と解説されているが、Spotify, Apple Music 等の合法配信サービスの普及の影響が大きいと思われる。事実、違法音楽アプリの利用をやめた人の移行先は① YouTube (40.1%)、②「定額制音楽配信サービス」 (32.6%)、③「無料音楽アプリ・サービス」 (29.6%) となっていた。

3) ストリーミングサービスの収益分配

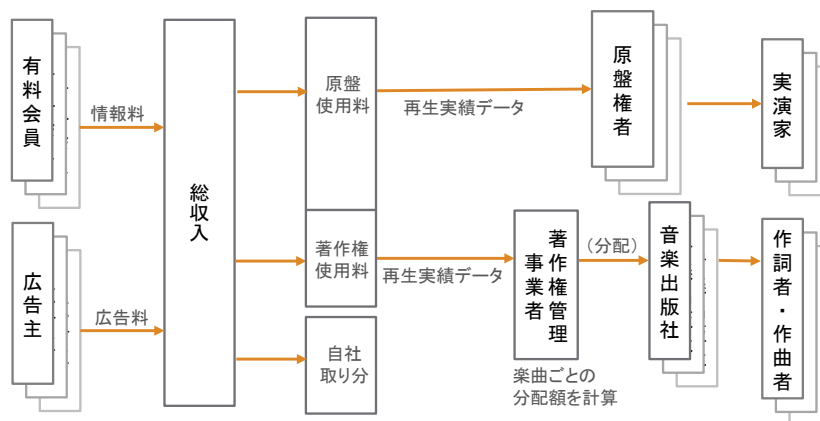
音楽ストリーミング配信サービスを提供している Spotify 等のデジタル音楽配信事業者（Digital Service Provider、以下 DSP）は、総収入（有料会員からの収入+広告主からの収入）から自社の取り分を除いた分を原盤使用料および著作権使用料として、権利者に支払っている（図表 4）。

例えば、Spotify では 2021 年のロイヤリティ支払い額が 70 億米ドル（2017 年の 2 倍以上）、2021 年末時点で累計 300 億米ドルの音楽ロイヤリティ（原盤使用料と出版権使用料）を支払っている⁴⁴。2021 年単年をみれば、世界の録音音楽市場におけるストリーミングからの収益の約 4 割が Spotify 経由ということになる⁴⁵。

現在のストリーミングサービスの収益分配システムにおいては比例按分方式（pro-rata model）が主流となっている。これは、DSP における、あるアーティストの 1 か月の総再生回数を同月の月間総再生回数で割ることで、そのアーティストの再生シェアが決まる。DSP の総収入から自社の取り分を除いたアーティストへの配分原資にアーティストの再生シェアを乗じることで、アーティストへの配分金額が決まる、という考え方である。つまり、あらかじめ 1 ストリーミング（1 再生）あたりの支払金額が決まっているわけではなく、一つの楽曲の月間再生数と同じであっても、DSP の月間収入（有料会員数等）が増加すれば当該楽曲に支払われる金額は増加し、逆に総再生回数が増加すれば当該楽曲への金額が減少することになる。

比例按分方式以外の収益分配システムとしては、フランスの DSP である DEEZER などによって提唱されているユーザー主体支払方式（User Centric Payment System, UCPS）がある⁴⁶。この方式は「一人のユーザーが支払ったサブスクリプション料金

図表 4 ストリーミングサービスの収益分配の例



（出所）各種資料より野村資本市場研究所作成

⁴⁴ Spotify, “Loud and Clear.” <<https://loudandclear.byspotify.com/>>

⁴⁵ 2021 年の「ストリーミング売上高（169 億米ドル）」に占める「Spotify によるロイヤリティ支払い額（70 億米ドル）」の割合。

⁴⁶ ドイツ（ベルリン）に拠点を置く音楽共有プラットフォーム「SoundCloud」は「Fan-Powered Royalties（FPR）」と呼ぶ UCPS モデルを導入している。

をそのユーザーが視聴したアーティストにだけ配分する」というものである。一人のユーザーの視聴行動と、そのユーザーが支持するアーティストの受け取る金額の間により明確な相関関係が生まれる。

4) 過去のヒット曲が継続的に収益をもたらす

ストリーミングは、CD やダウンロードのような「プロダクト販売（買い切り）モデル」から「サブスクリプションモデル」へと、音楽コンテンツの消費手段を大きく変え、音楽業界の再生に大きな貢献を果たした。同時に、アーティストを含む音楽著作権の保有者に、新たな収益機会をもたらした。過去に発売された楽曲からも継続的に収益を得ることができるようになったわけである。これが、音楽著作権が投資対象としてみられるようになった大きな要因の一つである。

2021 年の米国ストリーミング全体に占める旧譜（18 か月よりも前にリリースされた楽曲）が占める比率は 74.5%（前年比+8.1%ポイント）に達する⁴⁷。また、元 Google のデータサイエンティストによる Spotify のユーザーデータを用いた分析によれば、「何歳になっても一番よく聴く曲は、男性は 13 歳から 16 歳、女性は 11 歳から 14 歳の間に流行った曲」とされる⁴⁸。つまり、多感な思春期の最初の頃に夢中になった曲は何歳になっても頭から離れないということであろう。

また、何らかのきっかけで再生数が爆発的に増加することもある。例えば、前掲図表 1 のスティーヴィー・ニックス氏がボーカルとして所属していたロックバンド「フリートウッド・マック（Fleetwood Mac）」が 1977 年にリリースした「Dreams」を使用した動画が TikTok でバズった効果でストリーミングおよびダウンロード数が急増、リリース当時の 1977 年以来となる米ビルボード・ソング・チャート“Hot 100”入りを果たした⁴⁹。

ストリーミングサービスの普及により楽曲のキャッシュフローを含む過去と将来のトレンドを分析しやすくなったことで、投資家は楽曲からの収益予測が立てやすくなった。しかも再生回数が上振れする可能性もある。まさに金融的な意味での投資商品としての対象になりえたといえよう。

2. Spotify

1) 音楽ストリーミングサービスで世界シェア 3 割に

音楽ストリーミングサービスで世界シェア 1 位を誇るのが Spotify（Spotify

⁴⁷ 脚注 34 参照。

⁴⁸ “The Songs That Bind,” *The New York Times*, February. 10, 2018. 同記事は執筆したセス・スティーブンス・デビッドウィッツ（Seth Stephens-Davidowitz）氏は「Everybody Lies: Big Data, New Data, and What the Internet Can Tell Us About Who We Really Are」（Dey Street Books, 2017）（日本語訳『誰もが嘘をついているビッグデータ分析が暴く人間のヤバい本性』光文社、2018 年）の著者。

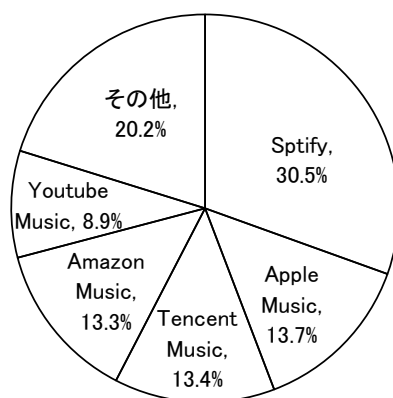
⁴⁹ “Fleetwood Mac’s ‘Dreams’ Charts on Hot 100 For First Time since 1977, Thanks to TikTok Revival,” *Billboard*, October 13, 2020.

Technology S.A.) である (図表 5)⁵⁰。同社は、2006 年にスウェーデンで設立され、2008 年に欧州、2011 年に米国でサービスを開始した⁵¹。

同社は、無料 (Free) と有料 (Premium) を組み合わせた「フリーミアム (Freemium)」モデルによるビジネスを展開している。フリープランであっても、広告主から広告料が入ることによって権利者に使用料を支払うことができる。

全世界でプレミアムプランの有料会員 (Premium) が約 1 億 8,000 万人 (前年比 16% 増)⁵²、フリープランの無料会員 (Ad-Supported) を加えた MAU (月間アクティブユーザー数) は 4 億 600 万人に達する (2021 年末)。収益のほとんどは有料会員によるものである。また、費用については、主にコンテンツ配信に関連する「ロイヤリティ」と「配信コスト」で構成されている (図表 6)。

図表 5 世界の音楽サブスクリプションサービスの市場シェア



(出所) 「Music subscriber market shares Q2 2021」より野村資本市場研究所作成

図表 6 Spotify 会員種別の収益と利益率

	2021 年	2020 年	2019 年
			(100 万ユーロ)
売上高 (Revenue)	9,668	7,880	6,764
売上原価 (Cost of Revenue)	7,077	5,865	5,042
粗利益 (Gross profit)	2,591	2,015	1,722
(Premium)	2,474	2,009	1,643
(Ad-Supported)	117	6	79
粗利益率 (Gross margin)	27%	26%	25%
(Premium)	29%	28%	27%
(Ad-Supported)	10%	1%	12%

(出所) Spotify Technology S.A. “FORM 20-F”より野村資本市場研究所作成

⁵⁰ MIDiA Research, “Music subscriber market shares 2022,” December 7, 2022.

⁵¹ 日本では、60 か国目の市場として 2016 年にサービスが開始された。

⁵² 有料会員数 (Premium Subscribers) には、無料トライアル期間中のユーザーも含まれる。

2) 資金調達とダイレクト・リスティング

Spotify は 2006 年の創業以来 2020 年まで営業赤字が続いた。2021 年に営業利益 (Operating income) ベースでは黒字となったものの、純利益は現在も赤字のままである。VC (ベンチャーキャピタル) やエンジェル投資家等から出資を受けたことが、事業の継続と成功に結びついたといえよう (図表 7)。特に、2008 年のエクイティ資金調達 (シリーズ A) はリーマンブラザース破綻直前での資金調達で、これが成功しなければ、同年サービスを開始することが出来なかったかもしれない。

同社は 2018 年 4 月、「ダイレクト・リスティング (Direct Listing)」によりニューヨーク証券取引所 (NYSE) に上場を果たした。ダイレクト・リスティングは、証券会社等の引受人が介在せず、新株を発行しない上場手法である。つまり、ダイレクト・リスティングは、新たな資金調達を目的とした上場ではなく、発行体の創業者や VC 等の既存株主、ストックオプションを付与された従業員が、上場前に取得した旧株のみを流通市場で売却することを目的としている⁵³。Spotify の上場は、NYSE が 2018 年 2 月に上場規則を改正し (2018 年規則)、ダイレクト・リスティングを認めた後の初のケースであった⁵⁴。

図表 7 Spotify による上場前の資金調達

時期	調達ラウンド	資金調達額	想定時価総額	投資家
2006 年 4 月	(設立)			
2008 年 10 月	シリーズ A	2,160 万米ドル		<u>Northzone</u> , <u>Creandum</u>
2009 年 8 月	シリーズ B	5,000 万米ドル		<u>Horizons Ventures</u> , 李嘉誠 (他 2 投資家)
2010 年 2 月	シリーズ C	1 億 1,600 万ユーロ		<u>Founders Fund</u>
2011 年 6 月	シリーズ D	1 億米ドル	9 億米ドル	<u>Accel</u> , <u>Kleiner Perkins</u> <u>DST Global</u> <u>Access Technology Ventures</u>
2012 年 11 月	シリーズ E	1 億米ドル	29 億米ドル	<u>Goldman Sachs</u> <u>Fidelity</u> Coca-Cola (他 4 投資家)
2013 年 11 月	シリーズ F	2 億 5,000 万米ドル	40 億米ドル	<u>TCV</u> (他 2 投資家)
2015 年 6 月	シリーズ G	5 億 2,600 万米ドル	80 億米ドル	<u>Goldman Sachs Investment Partners</u> (他 20 投資家)
2018 年 4 月	(NYSE 上場)		265 億米ドル)	

(注) 下線のついた投資家=リード・インベスター。
上場初日の時価総額は終値 (149.01 米ドル) ベース。

(出所) CrunchBase データ等より野村資本市場研究所作成

⁵³ 「ダイレクト・リスティング」については、神山哲也、岡田功太「変貌を遂げる米国の IPO-SPAC 及びダイレクト・リスティング」『野村資本市場クォーターリー』2021 年冬号を参照。

⁵⁴ Spotify の後、スラック (Slack) が 2019 年 6 月、パランティア (Palantir) 及び Asana が 2020 年 9 月に、相次いでダイレクト・リスティングを実施した。

上場時点で、ソニー（Sony Music Entertainment International Ltd）は Spotify の普通株式の 5.7% を保有していた。ソニーは Spotify 株式を売却して得た全額（諸費用を控除後）を「音楽クリエイターへの善意の印（a gesture of goodwill to our music creators）」として、同社所属のアーティストやレーベルに還元することを明らかにした⁵⁵。ワーナーやユニバーサルも同様の意向を表明している。

3) データ活用によるパーソナライゼーション

Spotify は Amazon.com や Netflix などの「データドリブン企業」と同様に、ユーザーの行動データをもとに機械学習アルゴリズムを駆使したリコメンドを提示し、ユーザーに最適なエクスペリエンスを提供することで知られている。

投資家向けの説明会においても、「リスナーに Spotify で一番好きなことを聞いたところ、81%以上が私たちのパーソナライゼーション、つまり見つけやすさを挙げています。ユーザーに次のお気に入りの曲やアーティストを紹介する魔法の能力。Spotify のリスナーは、これが我々のサービスに登録するだけでなく、残る理由だと考えている」とコメントしている⁵⁶。

また、アーティストに対して実績データを指標の形で提供もしている。Spotify 上で音楽を配信しているアーティストには、有名なアーティストからデビューしたばかりの新人にいたるまで、彼らは自身のリスナーの年齢、性別、居住地域などの属性、他にどんなアーティストを好んで聴いているかといった情報を把握することができる。

「アーティストたちは指標を見て、自分たちのファンやターゲットにする購読者層の特徴を読んだり、ツアーで回る場所を選ぶのに使ったりできる⁵⁷」といった活用もある。

3. 楽曲の活用領域の拡大

現在の録音音楽産業における収益の 65% はストリーミングサービスから生まれているが、将来の成長の大部分はソーシャルメディア、ビデオゲーム、ライブ配信、フィットネスから生まれるとの見方もある⁵⁸。

1) ソーシャルメディア

ワーナー・ミュージック・グループ（WMG）のスティーヴ・クーパー（Steve Cooper）CEO は、2020 年 11 月の同社の決算説明会において「Facebook、TikTok、

⁵⁵ “Sony Music Entertainment to Start Paying Indie Artists & Labels Spotify Sale Proceeds as Early as August,” *Billboard*, June 14, 2018.

⁵⁶ Spotify Investor Day 2022, “Spotify Shares Our Vision To Become the World’s Creator Platform,” June 8, 2022.

⁵⁷ アラン・B・クルーガー、『ROCKONOMICS 経済はロックに学べ!』ダイヤモンド社、2021 年

⁵⁸ ソニー・ミュージックではソーシャル、ゲーム、フィットネスの3分野で4億米ドル近くを生み出し（2021年3月期）、さらにこれらの収入源が将来的に収益基盤の中でさらに重要なパーツになると予想している。“SONY’S SPENT \$1.4BN ON MUSIC ACQUISITIONS IN THE LAST SIX MONTHS... AND ROB STRINGER’S NOT STOPPING THERE,” *Music Business Worldwide*, May 27, 2021.

Snapchat などとのパートナーシップの拡大により、すでにソーシャルメディアは当社にとって 9 桁（1 億米ドル）の収入をもたらす収益源となっており、サブスクリプション・ストリーミングよりも急速に成長している」と語っている⁵⁹。

従来、音楽業界にとってソーシャルメディアはアーティストのマーケティングおよびプロモーションを期待するものであったが、徐々に「金のなる木」に変わってきた。事実、YouTube は「2021 年 7 月から 2022 年 6 月までの 12 か月間に、世界の音楽業界（アーティストや作詞・作曲家、権利者）に還元した収益額が（前年同期間の 5 割増の）60 億米ドル以上になった」と発表しているが、そのうち約 20 億米ドルが UGC（user-generated content、ユーザー生成コンテンツ）によるものであった⁶⁰。つまり、YouTube は UGC から得られた広告収入から年間 20 億米ドルを楽曲の使用料として支払ったということである。

同じく月間アクティブユーザーが 10 億人を超えるショートムービーアプリの「TikTok」は、今や音楽業界において必要不可欠なプラットフォームとなっている（図表 8）⁶¹。

図表 8 ソーシャルメディア媒体別ユーザー数

サービス名	世界の利用者数	
Facebook	29 億 6,000 万人	MAU(2022 年 9 月)
YouTube	20 億人	MDC(2020 年 12 月)
Instagram	20 億人	MAA(2022 年 9 月)
TikTok	10 億人	MAU(2021 年 9 月)
Pinterest	4 億 4,500 万人	MAU(2022 年 9 月)
Snapchat	3 億 6,300 万人	DAU(2022 年 9 月)
Twitter	2 億 3,780 万人	mDAU(2022 年 6 月)
LINE	1 億 9,300 万人	MAU(2022 年 4 月)

(注) MAU (Monthly Active Users) , MDC (Monthly Direct Connections) ,
MAA (Monthly Active Accounts) , DAU (Daily Active Users) ,
mDAU (monetizable daily active usage)

(出所) 各社公表資料より野村資本市場研究所作成

⁵⁹ “Social Media, Not Streaming, Is the Music Industry’s Future,” *Rolling Stone*, December 2, 2020.

⁶⁰ “YOUTUBE SAYS IT PAID THE MUSIC INDUSTRY OVER \$6BN IN THE PAST YEAR – WITH AROUND \$2BN COMING FROM UGC,” *Music Business Worldwide*, September 13, 2022.

⁶¹ レコード会社は、有望アーティストの発掘や新しいリリースを売り込むために TikTok を利用している。TikTok が公式に発表した 2020 年の実績によれば、「TikTok からブレイクした結果、メジャーレコード会社とのレコード契約を実現したアーティストの数は 70 組以上」とされる。また、2020 年 11 月、TikTok はソニー・ミュージック・エンタテインメント (SME) と複数年にわたるライセンス契約を締結したことを発表、次いでワーナー (2021 年 1 月)、ユニバーサル (2021 年 2 月) とともにライセンス契約を締結している。

2) ゲーム

オランダの調査会社（Newzoo）によると、32 億人近くの人々がゲームをプレイしており、世界のゲーム市場規模は 1,968 億米ドルと、音楽市場（2021 年：259 億米ドル）や映画市場（2021 年：997 億米ドル⁶²）よりも大きな市場である⁶³。

音楽とゲームとの間でのコラボレーションは何十年も前から存在しているが、近年、メタバースの人気化により、ゲームや VR（バーチャル・リアリティ）空間が、アーティストからファンに音楽を届ける新しいチャンネルとして注目されている。

2020 年 5 月、ラッパーでプロデューサーのトラヴィス・スコット（Travis Scott）氏は、3 億 5 千万人以上の登録ユーザーを誇る巨大なプラットフォームともなっているバトルロイヤルゲーム「フォートナイト（Fortnite）⁶⁴」内でバーチャルライブを開催し、累計で 2,700 万人が参加したことが話題となった。参加者は一般的な動画視聴とは異なり「自分がそこにいたと思える没入感」を得ることが出来た⁶⁵。また、このライブは「（グッズ販売を含め）約 2,000 万米ドルの収益を上げた」との報道もある⁶⁶。

3) フィットネス

新型コロナウイルスの感染拡大を受け、店舗型のフィットネス市場は大きな打撃を受けた一方、「オンラインフィットネス」市場は急拡大した⁶⁷。

エクササイズの際にお気に入りの音楽を聴くことは多い。エクササイズ中に利用した楽曲についても、著作権者への支払いが発生する。

独自のトレーニングマシン（高級ホームバイク）の販売とサブスクリプションでオンラインコンテンツを提供する米国の Peloton⁶⁸（2019 年 9 月に米 NASDAQ 上場）は、メンバーの音楽の好みにあわせてキュレーションされたプレイリストを使用したト

⁶² MPA（Motion Picture Association）, “THEME REPORT 2021.”（内訳） Digital: 719 億ドル、Theatrical: 213 億米ドル、Physical (Blu-ray and DVD sales and rentals): 65 億米ドル。

⁶³ Newzoo, “Global Games Market Report 2022.”

⁶⁴ 米国の Epic Games が販売・配信する、2017 年に公開されたオンライン上で戦うシューティングゲーム。同社は 2021 年 6 月時点で Fortnite の世界の登録ユーザー数が 5 億を超えたと発表した。（2020 年 6 月時点、3 億 5,000 万ユーザー）

⁶⁵ バーチャルコンサート「Astronomical」は 10 分にも満たないものであったが、その内容は、まず、ゲーム内に用意されていたコンサートステージが、空からあらわれた巨大トラヴィスによって踏み潰され、その後は予定調和を破壊せんとばかりに、楽曲ごとにフィールドが変化していき、アバターとして参加したユーザーは火の雨に巻き込まれ、水中世界にもぐり、最後は宇宙空間を飛んだ。

⁶⁶ “Travis Scott reportedly grossed roughly \$20m for Fortnite concert appearance,” Games Industry.biz, December 1, 2020. Fortnite の他、中国の IT 企業「NetEase（網易）」（米 NASDAQ 上場）が開発・運営するバトルロイヤルゲーム「荒野行動」（世界で 3 億ユーザー）内で「乃木坂 46」のバーチャルライブや、Tencent が支援する韓国のビデオゲーム会社「Krafton」が製作した「PUBG（PlayerUnknown's Battlegrounds）MOBILE」内で「BLACKPINK」のバーチャルコンサートが開催された。

⁶⁷ 世界のオンライン／バーチャル・フィットネスの市場規模は、2022 年の約 161 億 5,000 万米ドルから 2026 年に約 798 億 7,000 万米ドルへと CAGR（年平均成長率）49.12%で成長すると予測されている。（出所）Research and Markets, “Online/Virtual Fitness Global Market Report 2022, By End User, By Revenue Model,” March 2022.

⁶⁸ Peloton のビジネスモデルは「SaaS Plus a Box」と呼ばれており、ハードウェア（トレーニングマシン）の販売と継続課金（サブスクリプション）を掛け合わせたモデル。

レーニング体験を提供している。一方、同社は、2019年3月に米国音楽出版社協会（NMPA）から「無許可の楽曲使用による損害賠償請求」の申し立てを受け、2020年2月までに和解したことなどを踏まえ、現在ではユーザーがトレーニング中に使った楽曲の使用料をサブスクリプション料金の中から支払っている⁶⁹。

2021年2月、VRフィットネスゲーム「Supernatural⁷⁰」はユニバーサルと楽曲の利用に関する契約を結んだ。ソニーやワーナーの他複数の音楽出版社とも同様に契約を結んでいる⁷¹。ユーザーはVRゴーグルを装着してお気に入りの楽曲を聴きながら「地球上で最も美しい場所を360度キャプチャした画像」でトレーニングすることが出来る。月額（19ドル）のサブスクリプションから音楽業界は収入を得る仕組みとなっている。

4) 音声広告

ワイヤレスイヤホンやスマートスピーカーの普及が進み、音楽やポッドキャストなど多くの人々が何か作業をしても耳からのコンテンツに触れる機会が増えている。デバイスの技術の進歩に連動して、音声メディアや音声コンテンツのリスナーも増加する傾向にあり、音声メディアや音楽プラットフォームの発展に伴い、デジタル音声広告市場の成長が期待されている。実際、Spotifyは「売上高に占める広告収入の割合を現在の約1割から2~3割に引き上げる」ことを目指している⁷²。

IV 音楽著作権購入・投資の主要プレーヤー

1. 大手レコード会社と音楽出版社

90年代後半まで世界の音楽業界の有力プレーヤーは「6大メジャー」と呼ばれていたが、M&Aを繰り返し、現時点では、ソニー、ユニバーサル、ワーナーの「3大メジャー」となっている（図表9）⁷³。現在、この3大メジャー（音楽グループ）で録音音楽市場の72%を占めている（2021年）。3大メジャーではグループ内の音楽出版社が出版権を保有しており保有する楽曲は1,000万曲を超える⁷⁴。

⁶⁹ 2021年からSpotifyと連携し、Pelotonの人気インストラクターたちがキュレーションするプレイリストを、Spotify内や「ワークアウト」カテゴリーの中でプッシュしている。

⁷⁰ 2021年10月、「Supernaturalの開発元であるVRコンテンツスタジオ「Within」はMeta（Facebook）に買収された。

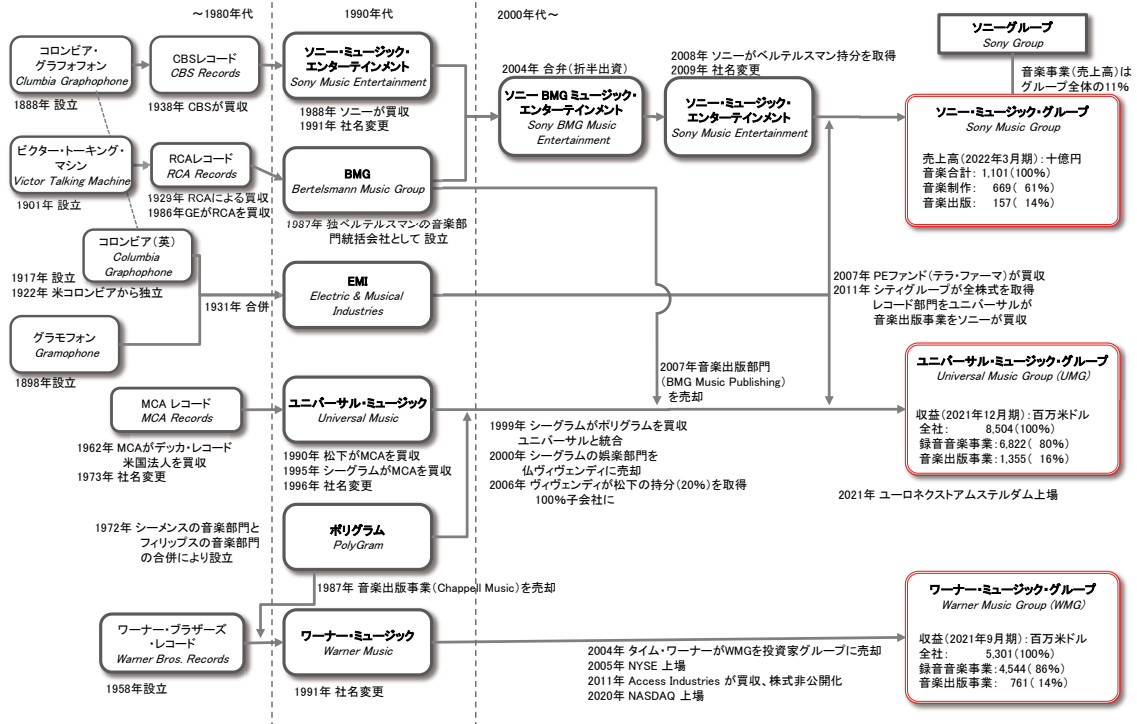
⁷¹ “How VR Fitness Apps Like Supernatural Could Change The Music Industry,” *Billboard*, March 12, 2021.

⁷² 「スポティファイ、広告に活路 売上高の2~3割に 脱サブスク依存へ」『日本経済新聞』2022年11月10日。

⁷³ ソニーは、2019年8月、海外音楽部門と音楽出版部門を統合し、新たにソニー・ミュージック・グループを設立。ソニーミュージック・エンタテインメント・ジャパンは独立会社のまま存続。

⁷⁴ “THE THREE MAJOR MUSIC PUBLISHERS NOW OWN OR CONTROL OVER 10 MILLION SONGS BETWEEN THEM (KIND OF),” *Music Business Worldwide*, October 20, 2022. ソニー：546万曲（2022年3月時点）、ユニバーサル：約400万曲（2021年末時点）、ワーナー：100万曲以上（2022年6月時点）。

図表9 メジャーレコード会社の変遷



(出所) 各種資料より野村資本市場研究所作成

前掲図表1の事例でもわかる通り、巨額の音楽著作権取引ではこの3大メジャーが買い手となるケースが多い。スーパースター、大物アーティストの楽曲著作権は、高いNPS倍率(取引金額÷NPS)、つまり割高になりやすく、投資ファンド等金融投資家からみて予想収益率が低くなる。リターンを重視する音楽著作権投資においては「ミドルマーケット」、つまりスーパースターではないが長期的に安定したファンを持つアーティストが主な対象となる。一方、3大メジャーは、資金力を持つことに加え、著名アーティストや楽曲をいかに多く抱えているかが、DSPおよびゲーム等の潜在的楽曲利用者に対する交渉力の源泉になるため、多少割高であっても取得する合理性はあるといえよう。

また最近では、著名アーティストの自伝映画が作成された際の相乗効果を狙っているともいわれている。2018年に公開された映画「ボヘミアン・ラプソディ (Bohemian Rhapsody)⁷⁵」のヒットにより、ロックバンド「クイーン (QUEEN)」のメンバーが所有する「Queen Productions Ltd」の売上は2018年9月期の2,194万ポンド(うち著作権収入2,134万ポンド)から2019年9月期の7,277万ポンド(同7,153万ポンド)に増加した⁷⁶。

⁷⁵ 2018年、米国・英国製作、20世紀フォックス。興行収入は9億米ドルを超える。2019年第91回アカデミー賞では作品賞を含む5部門にノミネートされ、主演男優賞、編集賞、録音賞、音響編集賞を獲得した。

⁷⁶ Queen Productions Ltd, “Annual Report and Financial Statements for the Year Ended 30 September 2019.” 同社は、QUEENの創設メンバーであるブライアン・メイ (Brian May) 氏、ロジャー・テイラー (Roger Taylor) 氏、ジョン・ディーコン (John Deacon) 氏の3人と、フレディ・マーキュリー (Freddie Mercury) 氏の資産継承者が共同で所有している。

2. ファンド化する音楽出版社

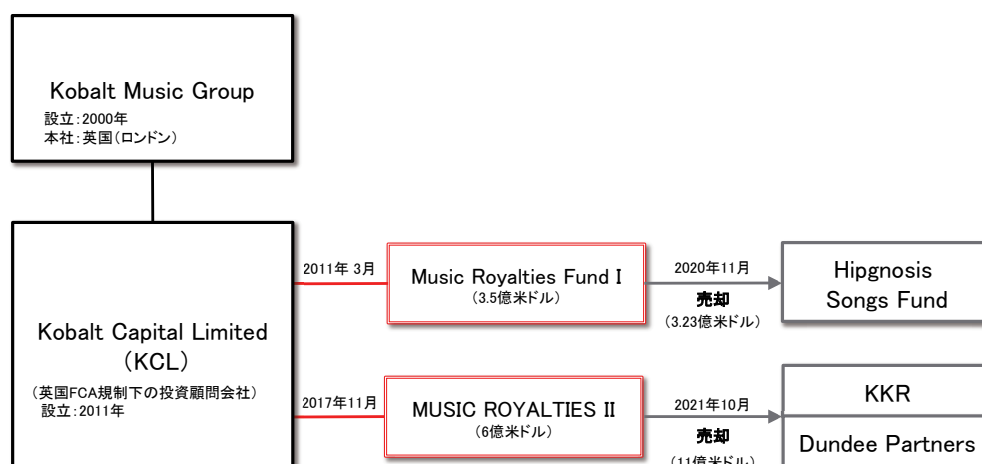
音楽業界における投資ファンドのビジネスは、1980年代から音楽業界のM&Aが増加した時期にアドバイザーとしての支援から始まり⁷⁷、レコード会社や音楽出版社への投資、さらには音楽著作権への投資へとスコープを拡大していった。最近では、運用資産規模上位11の主要ファンドのうち、8つは音楽著作権に投資しているとされる⁷⁸。

3大メジャー以外の音楽出版社も、音楽著作権の取得に動いている。その際、買収資金の出し手として投資ファンドと組むことも少なくない。

2000年設立の英国の音楽出版社「Kobalt Music Group」は、2011年、英国金融行為監督機構（Financial Conduct Authority : FCA）規制下の投資顧問会社「Kobalt Capital Limited（KCL）」を設立し、翌年 KCL は世界初の規制音楽著作権投資ファンド（regulated music royalties investment fund）「Music Royalties Fund I」（3億5,000万米ドル）をローンチした。そして、2017年、2つ目のファンド「Music Royalties Fund II」（6億米ドル）をローンチした。このファンドの最大の投資家は、英国の大手年金基金（Railpen⁷⁹）であった。KCLでは300件、17億米ドル以上の音楽著作権の取引を成立させている。

Kobaltは、2020年11月にFund IをHipgnosis Songs Fundに3億2,300万米ドルで売却、2021年10月Fund IIをKKRとDundee Partners⁸⁰に11億米ドルで売却している⁸¹（図表10）。

図表10 Kobalt 組成のファンド



(出所) 各種資料より野村資本市場研究所作成

⁷⁷ 例えば、ブラックマンデー（世界的株価大暴落）直後の1987年11月、ソニーがCBSのレコード部門を買収した際、新興のPEファンドのブラックストーン（Blackstone Group）が支援した。“Sony and CBS Records: What a Romance!” *New York Times*, September, 18, 1988.

⁷⁸ The Cornell SC Johnson College of Business, “Hitting the High Notes for 21 years (and Counting),” May 9, 2022.

⁷⁹ Railpen：英国鉄道年金（Railways Pension Scheme）の運用部門、総運用資産額367億ポンド（2021年12月末）。以前は「RPMI」の名称であったが「Railpen」にリブランドされた。

⁸⁰ Goldman Sachsの元パートナーStephen Hendel氏のファミリーオフィス（個人資産の運用会社）。

⁸¹ Kobalt Music, “Kobalt Capital Chooses KKR and Dundee Partners to Buy Fund II,” October 19, 2021.

2011年設立の米国の音楽出版社「Round Hill Music」は、2014年に「Round Hill Music Royalty Fund LP」(Fund I)を立ち上げ、大学基金(endowments)、大規模病院の年金プラン、上場保険会社、財団、ファミリーオフィス等から2億米ドルの投資を集めた⁸²。その後、2017年に「Music Royalty Fund II」(2億6,300万米ドル)、20年に「Music Royalty Fund III」(2億9,100万米ドル)を立ち上げた⁸³。投資家の約8割は大手機関投資家や大学基金(endowment)とされる。

これらの私募ファンドとは別に、同社は英国に Round Hill Music Royalty Fund Ltd を設立し、同ファンドは2020年11月ロンドン証券取引所(LSE)のSRS(Specialist Fund Segment)に上場した。SRSは機関投資家およびプロ投資家等を対象とした専門的なクローズドエンド型投資ファンド専用セグメントである⁸⁴。同ファンドは、Fund I が保有する全著作権(評価額3億6,300万米ドル)の取得を目指していたが、IPO時には2億8,200万米ドルしか調達できず、2020年12月追加で4,610万米ドルを調達し、Fund Iの著作権を取得した⁸⁵(図表11)。

Round Hill が権利を持つ資産には、ルイ・アームストロング(Louis Armstrong)氏の「この素晴らしき世界(What A Wonderful World)」やビートルズの楽曲が含まれる。一方、ほぼ無名のアーティストであっても映画やCM、ビデオゲームで使うのに適している

図表 11 Round Hill 組成のファンド



(出所) 各種資料より野村資本市場研究所作成

⁸² Round Hill Music Royalty Partners, “Round Hill Music Royalty Partners Closes First Fund at Over \$200 Million,” July 24, 2014.

⁸³ “ROUND HILL RAISES ANOTHER \$291M IN THIRD ROYALTY FUND,” *Music Business Worldwide*, November 18, 2020.

⁸⁴ SFSには40以上のファンドが上場しており、時価総額は合計で140億米ドル以上(2022年11月時点)。
<<https://www.londonstockexchange.com/raise-finance/investment-funds/specialist-fund-segment>>

⁸⁵ “ROUND HILL IPO FUND STARTS BUYING, SPENDING \$282M ON HITS RECORDED BY THE BEATLES, MARVIN GAYE AND MORE,” *Music Business Worldwide*, February 2, 2021.

と判断した曲にも投資している。音楽著作権ファンドは世界的スーパースターとコラボする知名度の低い楽曲提供者から権利を買い取ることが多い。対象となるアーティストと楽曲のすそ野は広いものの、将来収益を生む権利を楽曲提供者が喜んで現金化したくなるような提案をする必要がある。音楽出版社がいかにしてその楽曲の価値を高める、つまり楽曲からの収益を増大させることが出来るかが提案のカギとなる⁸⁶。

2006年設立の米国の音楽出版社「Primary Wave」は、2016年1月、米国の資産運用会社「BlackRock」から3億米ドルの資金提供を受け音楽著作権購入のためのファンド（Primary Wave Music IP Fund 1）を立ち上げた⁸⁷。その後2019年2月に5億米ドルのファンド（Fund 2）、2021年2月に6億4,000万米ドルのファンド（Fund 3）を立ち上げている。3本のファンドはすべて、米国のレギュレーションDの「Rule 506(b)」を活用した募集となっている。Rule 506(b)は、発行額に上限がなく、かつ対象が自衛力認定投資家だけではなく、35人以下の「洗練された個人（sophisticated person）」に対する募集が可能であるため、スタートアップなどの機動的かつ大型の資金調達に活用されることが多い⁸⁸。

また、2021年6月には、米国のオルタナティブ投資に特化した米国の運用会社「Oaktree Capital Management⁸⁹」がPrimary Wave本体に3億7,500万米ドルを出資しPrimary Wave本体の株式の一部を取得している。さらに2022年10月、Oaktreeの65%を保有する⁹⁰カナダのオルタナティブ運用会社「Brookfield Asset Management⁹¹」が、Primary Wave本体への出資に加え、新しいファンドのために17億米ドルの資金（コミットメント）を提供した⁹²。Primary Waveが立ち上げた既存のファンド（Fund 1、2、3）は10～12年の期限が設けられていたが、新しいファンドは期限のない「永久資本ビークル（Permanent Capital Vehicle）」として組成された。すでに新ファンドは、Fund 1およびFund 2から7億米ドル相当の音楽著作権を取得した⁹³（図表12）。

⁸⁶ Round HillのJosh Gruss CEOは典型的な提案として「あなたの著作権の半分を下さい。あなたは一定の流動性といくらかの現金を手にし、同時に、懸命に価値を高めようとする素晴らしいパートナーと組める」と述べている。“Investors in Search of Yield Turn to Music-Royalty Funds,” *The Wall Street Journal*, September 22, 2019.

⁸⁷ “Primary Wave’s CEO Explains a New \$300 Million BlackRock Partnership, Getting Smokey Robinson a Sneaker Deal,” *Billboard*, September 28, 2016.

⁸⁸ 「洗練された個人」とは「投資に関する利点とリスクを評価するために必要な金融とビジネスに関する十分な知識と経験を持っている者」である。「レギュレーションD」については、岡田功太「私募証券投資の更なる活性化を目指す米国の取り組み—自衛力認定投資家の規制緩和を中心に—」『野村資本市場クォーターリー』2020年秋号を参照。

⁸⁹ Oaktree Capital Group, LLC：1995年設立、本社米国（カリフォルニア州）、AUM（運用資産）1,630億米ドル（2022年9月時点）。2019年3月、カナダのBrookfield Asset Managementは、Oaktree Capital Managementの62%を約47億米ドルで買収することに合意したと発表した。

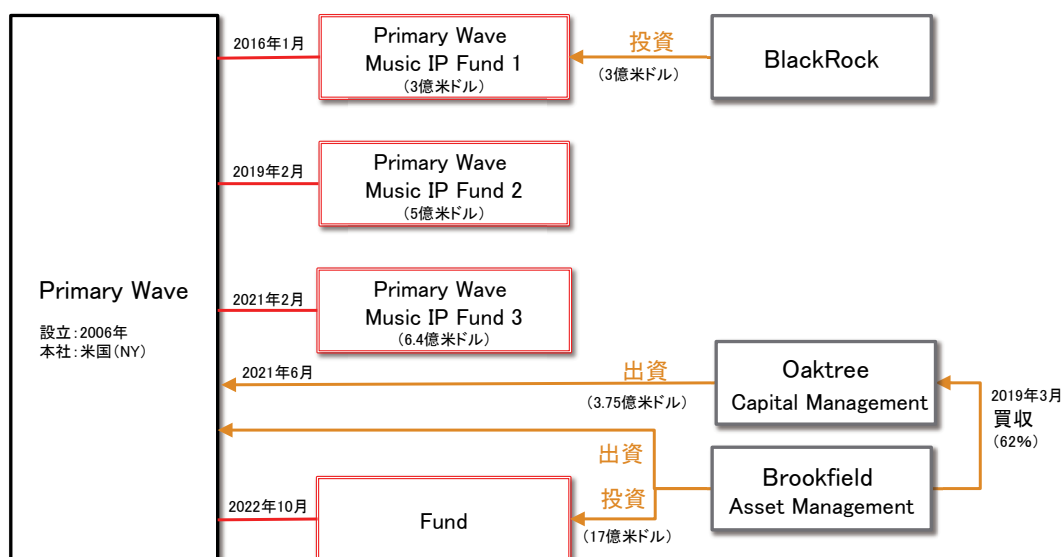
⁹⁰ Oaktree Capital Group Press Release, “Brookfield to Acquire 62% of Oaktree Capital Management,” March 13, 2019.

⁹¹ Brookfield Asset Management Inc.：1899年設立、本社カナダ（トロント）、AUM（運用資産額）6,881億米ドル（2021年末時点）、ニューヨーク証券取引所（BAM）、トロント証券取引所（BAM.A）、ユーロネクスト証券取引所（BAMA）上場。

⁹² “PRIMARY WAVE BUYS WHITNEY HOUSTON HITS AS PART OF DEAL WITH SONGWRITERS SHANNON RUBICAM AND GEORGE MERRILL,” *Music Business Worldwide*, November 16, 2022.

⁹³ Primary Wave, “JUST ANNOUNCED: STRATEGIC PARTNERSHIPS WITH BROOKFIELD ASSET MANAGEMENT AND CAA!!” October 6, 2022.

図表 12 Primary Wave 組成のファンドおよび資金調達



(出所) 各種資料より野村資本市場研究所作成

その他、KKR と提携関係にある音楽出版社の「BMG⁹⁴」は、2022 年 1 月、債券運用では世界最大級の規模を誇る資産運用会社「PIMCO⁹⁵」と音楽著作権を共同で購入することに合意したと報じられた⁹⁶。

投資ファンドが資金を提供し、音楽出版社が楽曲の著作権管理および収益拡大に取り組むパートナーシップが機能することが期待されている。楽曲の視聴は景気に左右されにくく、音楽著作権への投資は安定的な収益を生むアセットクラスと認識されている。さらに、映画や CM への利用、何かをきっかけとした再生回数の急増等により、楽曲からの収益が増加すれば投資リターンの上乗せを期待できる。音楽出版社は楽曲のプロモーションのノウハウを持つものの会社の規模等から楽曲購入に多額の投資は出来ない。オルタナティブ投資の拡大を目指す投資ファンドとしては、楽曲の目利きおよび楽曲からの収益拡大のための仕掛けを音楽出版社に期待する、という組み合わせになっていると言えよう。

3. 独立系音楽著作権投資ファンド (Music-Royalty Fund)

英国の音楽著作権の専門投資ファンド「Hipgnosis Songs Fund」は、ガンズ・アンド・ローゼズ (Guns N'Roses) やエルトン・ジョン (Elton John) 氏らのマネージャーを歴任したメルク・マーキュリアディス (Merck Mercuriadis) 氏によって 2018 年に設立され、同

⁹⁴ 脚注 8 参照。

⁹⁵ POMCO (Pacific Investment Management Company LLC) : 1971 年設立、本社米国 (カリフォルニア州)、AUM (運用資産額) 1 兆 6,900 億米ドル (2022 年 9 月時点)。オルタナティブ投資は AUM の 4%。

⁹⁶ “Asset manager Pimco joins song copyright investment frenzy,” *Financial Times*, January 14, 2022.

年7月、ロンドン証券取引所（プレミアム市場）に上場した⁹⁷。

上場時、同氏は「音楽産業は予測可能で信頼できる永続的な収入に基づいて構築されてきたが、ストリーミングによる消費方法の体系的な変化のおかげで、パイは急速に成長している。買収の対象としている実績のあるヒット曲は非常に投資しやすい資産であるという我々の主張を金融界が支持してくれていることを嬉しく思う」とコメントしている⁹⁸。

2021年3月末現在のポートフォリオは64,098曲、これにはグローバルチャートで1位を獲得した3,738曲、グローバルチャートでトップ10を獲得した13,968曲、グラミー賞を受賞した151曲が含まれる。このポートフォリオは22億1,000万米ドルと評価されている⁹⁹。ポップスとロックが全体の7割を占め、リリースから10年以上が経過し、幅広い世代から支持される楽曲が主な投資対象になっている。楽曲の購入基準について、マーキュリアディス CEO は「基準は予測可能で信頼できる収入ではなく、文化的重要性。購入しているものはどれも実績のある成功を収めた楽曲だが文化的にも重要な楽曲である」とコメントしている¹⁰⁰。

何もしないでただユーザーが再生してくれるのをじっと待つのではなく、既存の楽曲の再生数を増やす等、より収益をあげるための努力、仕掛けが必要なことは言うまでもない。同ファンドではシンクロ権を通じて保有資産の価値を高めている。例えば、「ヒプノシスが取得したある楽曲の25%所有権は、取得以前の2017~18年に7,000ドルを稼いでいた。これを大手服飾メーカーのテレビCMに採用させることで、著作権（取得）料50万ドルのうち25%の取り分を得たうえ、ストリーミングサービスの再生回数が増えるという好循環を生んだ」とされる¹⁰¹。

Hipgnosis Songs Fundの市場での評価額（時価総額）が保有する全楽曲の評価額合計を下回り、新規の資金調達が難しくなったため、米国の投資ファンド「ブラックストーン（Blackstone）」に協力を求めた。2021年、ブラックストーンはHipgnosis Songs Fundのアドバイザーを務める「Hipgnosis Songs Management」を買収、同時に10億米ドル（エクイティ3億5,000万米ドル+デット6億5,000万米ドル）を投資し別のファンド「Hipgnosis Songs Capital」を設立した。同ファンドは「Hipgnosis Songs Management」からアドバイスを受ける（図表13）。

⁹⁷ Hipgnosis Songs Fundは2020年3月以降「FTSE 250 指数」に組み入れられている。*FTSE250種総合株価指数（FTSE 250 Index）はロンドン証券取引所（LSE）に上場する銘柄のうち、時価総額でFTSE100指数に次ぐ中型株250銘柄で構成される時価総額加重平均型株価指数。

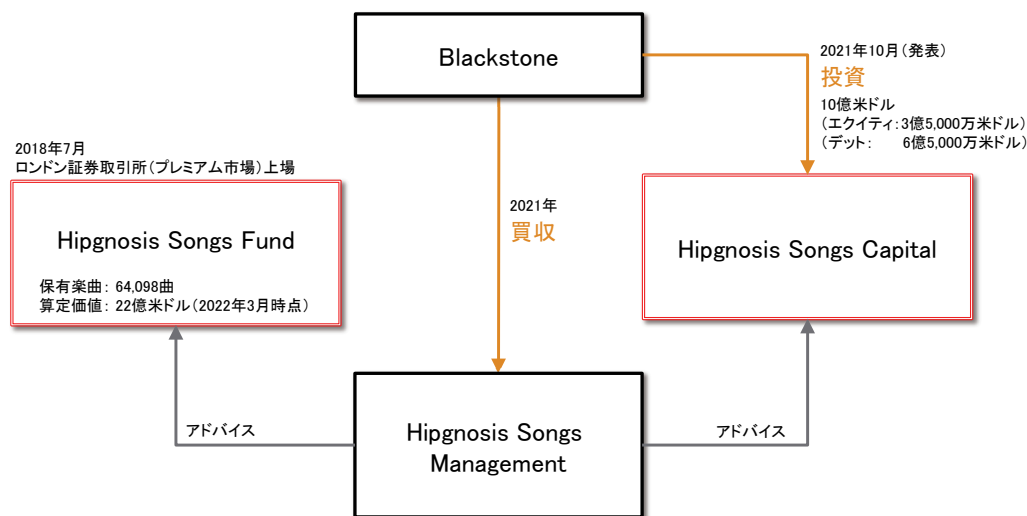
⁹⁸ London Stock Exchange Group, “London Stock Exchange welcomes Hipgnosis Songs Fund Limited to the Specialist Fund Segment of the Main Market,” July 11, 2018.

⁹⁹ Hipgnosis Songs Fund, “Annual Report 2021.”

¹⁰⁰ 「ニール・ヤングの楽曲の権利を購入したヒプノシス、楽曲の購入基準について語る」NME Japan、2021年1月14日

¹⁰¹ “Investors in Search of Yield Turn to Music-Royalty Funds,” *The Wall Street Journal*, September 22, 2019.

図表 13 ヒプノシスとブラックストーン



(出所) Financial Times 記事より野村資本市場研究所作成

4. 音楽著作権売買プラットフォーム

個人がオンライン上で音楽著作権を取得(投資)するためのプラットフォームもある。

Royalty Exchange

2011年に米国で創業した「Royalty Exchange」は、楽曲権利を売却して資金を調達したいアーティスト等と、その楽曲が生み出す将来の著作権収入に期待する投資家とをマッチングするオークション型のマーケットプレイスを運営している。同社のプラットフォーム上では音楽以外にも、書籍出版、映画、知的財産等も扱っており、これまでに1,500件以上の取引で1億2,500万米ドル以上の取引が行われたとされる¹⁰²。

過去にはこのオークションサイトを通じて、元バスケットボール選手が子供向けTV番組「セサミストリート(Sesame Street)」内で使われた「エルモの歌」を含む複数の楽曲の著作権を50万米ドル以上で購入した¹⁰³。

2018年、Royalty Exchangeは、2017年のグラミー賞・ベストロックアルバム部門を受賞した、米国のロックバンド「Cage The Elephant」の最初の4枚のアルバムの共同出版権を購入、これを自衛力認定投資家(Accredited investors¹⁰⁴)向けの私募ファンドとして組成(プライベート・シンジケート)、40名以上が投資した¹⁰⁵。

¹⁰² Royalty Exchange ウェブサイト

¹⁰³ “Looking for High Yields? Consider ‘Sesame Street’ Songs,” *The Wall Street Journal*, August 3, 2017.

¹⁰⁴ 自衛力認定投資家(Accredited investors)とは、私募証券に投資可能な者であり、銀行、保険会社、投資会社といった金融機関等の法人と、純資産及び所得実績が一定水準以上の個人に分類される。岡田功太「私募証券投資の更なる活性化を目指す米国の取り組み—自衛力認定投資家の規制緩和を中心に—」『野村資本市場クォーターリー』2020秋号参照。

¹⁰⁵ “Royalty Exchange debuts ‘Private Syndicates’ with Cage the Elephant,” *Musically*, July 25, 2018.

A Note Music

2020年にルクセンブルクで起業した「A Note Music」は、ブロックチェーン技術を用いた「安全かつ透明性の高い」システムを活用した音楽著作権取引所を運営している。

同社が提供する楽曲（の権利）は最低3年間の収入があるアーティストの楽曲で構成されている。投資家は、オークション方式で楽曲の権利を入札する。手に入れた権利の持ち分（shares of rights）は、A Note Musicのプラットフォーム上で他の投資家と取引することもできる。また、同社は、投資家に代わって音楽著作権を管理し、投資家が同資産からのロイヤリティ（現金）を受け取ることを保証する¹⁰⁶。

同社は、米国 Pegasus Tech Ventures が主催する「Startup World Cup¹⁰⁷」の2022年のルクセンブルク代表に選出された。

上記のようなプラットフォームができることは、権利を保有するアーティストや音楽出版社等と購入を希望する投資家、双方にメリットがあろう。権利保有者にとっては、一度にまとまった資金を調達する手段を手に入れることになる。投資家にとっては、オルタナティブ投資として、気に入った楽曲からのキャッシュフローを長期にわたり得ることが出来る。また、ファンへの投資に比べ手数料（管理報酬および成功報酬¹⁰⁸）を支払う必要がない。自らの投資額に見合う音楽著作権を購入できる可能性もある。ファンが好きなアーティストを応援する目的で音楽著作権を購入するという使い方も考えられよう。もちろん、双方にとって透明性の高い取引になる。

V 日本における音楽著作権投資の可能性

日本は世界第二位の音楽市場ではあるものの、CDを中心とした物理メディア販売が依然として主流であるため、縮小傾向が続いている。有料ストリーミングサービスからの収益は増加しているが、市場全体が増加に転じるほどではない（図表14）。

日本の音楽市場の拡大および音楽著作権投資の可能性を考えた場合、以下の2つのポイントが重要になる。

まず、ストリーミング利用者の拡大である。国別・世代別にみると、日本はZ世代（1998～2008年生まれ）を除いてストリーミングサービスの利用率が低い水準にある（図表15）¹⁰⁹。したがって、Z世代より上の世代をどう引き込むかがポイントになる。利

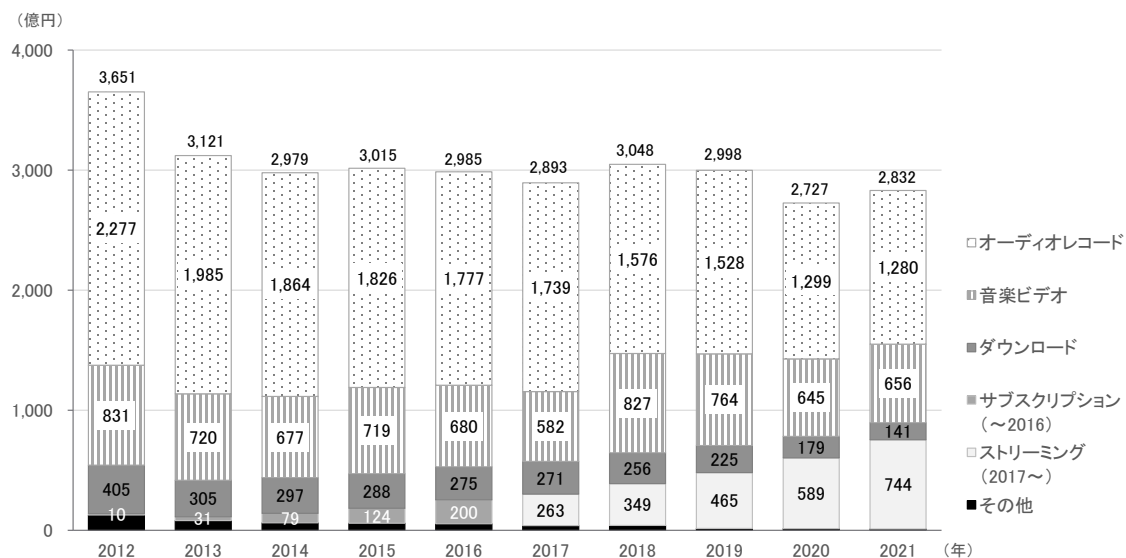
¹⁰⁶ A Note Music Press, “A Note Music to launch music royalty investment platform on July 28th, 2020,” June 4, 2020.

¹⁰⁷ 2022年9月、サンフランシスコで開催された決勝戦では、新素材で破れないパンスト（Sheetex）を展開する「SRTX」（カナダ代表）が優勝、賞金100万米ドルを手にした。日本の空飛ぶ車を開発する「スカイドライブ」は準優勝。

¹⁰⁸ ファンドの条件によって異なるが、一般的には、管理報酬は預かり資産の2～2.5%程度、成功報酬は年間収益の20%程度とされる。

¹⁰⁹ MRC Data, “Year-End Report U.S. 2021.”

図表 14 日本の音楽ソフト生産・音楽配信売上実績金額の推移



(出所) 日本レコード協会「日本のレコード産業 2022」より野村資本市場研究所作成

図表 15 世代別音楽ストリーミングサービス利用率

	Z世代 1998-2008 生まれ (13-23 歳)	ミレニアル世代 1982-1997 生まれ (24-39 歳)	X 世代 1966-1981 生まれ (40-55 歳)	ベビーブーマー 1947-1965 生まれ (56-74 歳)
米国	99%	98%	96%	89%
日本	89%	70%	51%	34%
フランス	84%	68%	53%	37%
ドイツ	83%	78%	59%	37%
スペイン	82%	78%	74%	57%
英国	77%	79%	67%	41%
イタリア	77%	76%	59%	40%

(出所) MRC Data「Year-End Report U.S. 2021」より野村資本市場研究所作成

利用率の上昇が音楽業界の収益と連動するとすれば、日本はむしろポテンシャルの高い市場とみることもできよう。

次に、海外市場における戦略である。作曲家として多くのヒット曲を生み出した都倉俊一文化庁長官は「伝統文化を保護することも重要。でもさらに海外市場で外貨を稼げるような文化芸術産業を生み出さないといけない。守りだけでなく攻めの発想も必要になる。国際的な視野から官民一体で文化芸術活動を後押しできるプロデューサーのような役割が期待されている」と、売れる仕組みを理解し世界に仕掛けるプロデュース機能の必要性を説いている¹¹⁰。

¹¹⁰ 「相手を知り、世界に挑む 文化庁長官・作曲家 都倉俊一氏 (上) (私のリーダー論)」『日本経済新聞夕刊』2022年7月14日

おりしも、1970年代日本で誕生した「シティ・ポップ」が再び脚光を集めている。その人気は欧米などで火が付き、日本の若者にも還流している¹¹¹。前述のように、何もしないでただユーザーが再生してくれるのをじっと待つのではなく、既存の楽曲の再生数を増やす等、より収益をあげるための努力、仕掛けが必要なことは言うまでもない。

海外での事例で見られるように、音楽業界に詳しい専門家と投資ファンドが組み、過去にリリースされた楽曲を海外でプロモーションし、ストリーミング再生回数の増加を仕掛けるような取り組みがあってもよいのではないだろうか。日本国内の投資資金が国内の音楽業界の活性化および国際化につながれば、好循環を生むことになるだろう。

¹¹¹ 「解剖 日本発シティ・ポップ」『日本経済新聞夕刊』2022年11月2日