

5

10

15 今後の国内の証券市場の活性化について

20

参加ブロック：Aブロック

団体名：鶴崎ゼミナール

チーム名：グループ1

25

目次

	序章	p1
	1章 証券市場とは	p1
	1-1 証券市場の役割	
5	1-2 証券市場の参加者たち	
	2章 証券市場の歴史	p5
	2-1 日本の証券市場	
	2-2-1 日本の証券市場の歴史 戦前～戦後復興期	
	2-2-2 日本の証券市場の歴史	
10	高度経済成長期～バブル経済期まで	
	2-2-3 日本の証券市場の歴史	
	バブル経済崩壊～最近まで	
	3章 発行・流通市場の双方の活性化の提案	p10
	3-1 流通・発行市場の定義	
15	3-2-1 流通市場の活性化の定義	
	3-2-2 発行市場の活性化の定義	
	3-3-1 流通市場の活性化の提案	
	3-3-2 発行市場の活性化の提案	
	4章 おわりに	p34
20	参考文献	

序章

証券市場とは、有価証券の発行が行われる発行市場とそれらが流通する流通市場の総称であり、対象証券から株式市場、債券市場に分かれる。企業が資金調達のため新たな有価証券を発行し、直接的あるいは銀行や証券会社を通じて投資家がそれを取引する市場を発行市場と呼び、すでに発行されている有価証券が投資家同士で取引される場を流通市場と呼ぶ。証券市場は流通市場と発行市場が補完しあうことで成立しているため、証券市場を活性化させるためには、流通市場と発行市場の双方の活性化が必要不可欠であると考えた。

10 第1章 証券市場の歴史

1-1 証券市場の役割

国内証券市場について考える前にまずは、証券市場の内容について述べる。

証券の役割

証券(securities)とは、財産上の権利を表しており負債や株式などのことを指している。証券は、経済的に2つの大きな基本的役割を果たしている。1つ目は、資金余剰主体から資金不足主体への資金の移転で、余剰資金を貯蓄し証券に投資してもよいと考える経済主体から、資金を需要している資金不足主体へと資金の移転を行うことである。2つ目は、事業リスクの移転ないし再分配で、資本需要者の事業プランのリスクを、様々な証券の発行を通じて、投資家間に再分配することである。

証券市場で売買される証券は基本的には、株式、国債、社債である。株式は出資取引に由来する証券であり、その配当請求権の価格が株価である。これに対して社債と国債は、貸借的金融取引に由来する証券であり、その確定利子請求権の価格が債券の時価である。社債は、企業の利益がどうであるかにかかわらず、当初約束した一定の利子が支払われるが、株式は企業収益によって、各期ごとに配当が支払われる。配当金はしたがって変動するわけであり、企業業績によって、増配、減配、無配、復配がありえるのである。社債は、一定年限がくれば元金が償還(返済)されるが、株式には返済ということがない。出資金を会社が返すということは、原則としてありえないことである。株主の保有

者である株主は、株主総会で議決権を行使できるが、社債の保有者である社債権者は、そうした議決権を持たない。また、国債は国の借金すなわち国の債務を表す証券である。

5 証券の種類

証券という言葉は日常的にかなり広い意味で使われているが、法律上は有価証券と証拠証券に分けられる。

- 有価証券は一般に、財産権を表章したものであり、それに記載された権利の行使や移転(譲渡)がその証券によって行われるものとされる。例えば株券は、これを所有することによって配当金が得られ、経営にも参加できるという価値を持つ証券である。有価証券はそれに表章されている財産権の経済的内容に応じて、一定の商品またはサービスに対する請求権を表章するものである商品証券、貨幣請求権を表章するものである貨幣証券、収益請求権などを資本提供者の権利を表章するものである資本証券、の3つに大別される。証拠証券は、単に一定の事実を証明するものである。つまり、有価証券の場合には権利が証券に結合していないのに対して、証拠証券は証券が権利の存在を立証する資料にすぎない。

国民経済と証券市場

- 証券市場(securities market)は、資本主義経済を支える重要な基盤である。それは、資本主義経済の重要な担い手である企業に株式や社債の発行を通じて大量の長期資金を円滑に調達する場を提供しているからである。企業は証券市場から調達した資金をもとに工場建設や新しい設備等へ投資することによって、消費者のニーズに応える新製品や新たなサービスを提供することが可能となる。また、国や地方公共団体は証券市場を通じて国債や地方債等の発行によって調達した資金で公共投資を行い、国民生活を向上させる社会資本の整備を図っている。

- 証券市場は、株式や公社債の発行によって長期資金が調達される発行市場とすでに発行された株式や公社債の売買が行われる流通市場によって構成されている。これら証券市場が国民経済に対して果たしている役割や機能は多岐にわ

たっているが、そのうちの主なものをあげると次のようになる。

企業や財政資金の長期資金調達

証券市場が果たす最も重要な役割は、企業や国が調達しようとする長期資金
5 を潤沢かつ円滑に提供することである。

企業が必要とする資金を調達する方法には、内部資金による方法と外部資金
による調達の方法がある。内部資金は企業が一定期間に蓄積した自己資金のこ
とであり、内部留保と減価償却費から構成されている。外部資金の調達方法に
10 は、株式や社債を発行することによって資金を調達する直接金融と間接金融が
ある。このうち、直接金融は、企業が株式や社債を発行し、証券市場を通じて
家計などにそれを売却し資金を調達する方法である。一方、間接金融は企業が
銀行から借入れを行い、銀行は預金者から預金を受け入れることで、資金を調
達する方法である。

証券市場は、企業の資金調達のほか、財政資金の調達にも寄与している。財
15 政資金の調達手段としては、国債、財投債、財投機関債、地方債の発行がある。
国債は、国が発行する債券で、1975年以降、発行額が著増し、国家財政の主要
な財源になっている。財投債は財政投融资特別会計が財投機関に貸付けを行う
目的で発行するものであり、信用力でも市場での取扱いの面でも国債と何ら違
いのない債権である。財投機関債は財投の対象となる特殊法人等が発行する公
20 募債権である。

また、地方債は、都道府県や市町村といった地方公共団体が発行する債券で、
地方財政を支える重要な財源になっている。このように証券市場は、国債、財
投債、地方債の発行を通じて財政資金の資金調達の間を提供している。そして
証券市場を通じて調達されたこれらの資金が、社会資本の整備などに貢献して
25 いるのである。

1-2 証券市場の参加者たち

証券市場は資金を必要とする企業等と資金を効率的に運用しようとする企業
や個人が、高度に発達した資金仲介システムを通じて資金のやり取りをする場
30 であり、これらの資金は投資者の責任ある判断と調達者の正直な業務・財務内

容の開示を大前提としたものである。つまり、証券市場における取引はリスク・マネーであり、こうしたリスクを可能な限り正確に把握していくための様々な仕組みや工夫もなされているのである。

以下はこのような証券市場の参加者について述べていく。

5

発行体

債券や株式などの有価証券を発行することで、資金調達を行う組織・団体のことを発行体という。具体的には、主にその株式を証券取引所や店頭市場に公開している株式会社や、日本政府、外国政府、地方公共団体、公的機関などである。株式や転換社債などの株式関連証券は株式会社しか発行することができない。中央、地方、外国政府などは債券を発行して資金調達を行うことになる。

10

投資家

発行体の発行した株式や債券などの有価証券の買い手が投資家である。投資家には、個人投資家と企業などの法人投資家があるが、法人投資家の中でも年金・保険資金や投資信託のように、有価証券への投資・運用を専門的に行うものを機関投資家と呼んでいる。機関投資家にあつて、実際に運用業務に当たっているスタッフをファンド・マネージャーと言う。

15

20 証券会社

資金を必要とする発行体と資金を運用したい投資家を仲介、投資家と投資家の間を仲介するものが証券会社である。証券会社は証券取引法の基準によって、内閣総理大臣に登録したか許可をもらった株式会社でなければならない。この証券取引法は、証券会社の営むことのできる業務について定めている。

25

証券取引所，店頭売買有価証券市場

発行体、投資家双方の要請を満足させるために、有価証券の流通市場において、有価証券の大量の需給を集めてその流通性を高め、可能な限り納得性があり、かつ一定のルールに従った公正な有価証券価格を形成し、その価格を対外的に公表していく組織が証券取引所であり、店頭売買有価証券市場(ジャスダック

30

ク市場)である。

証券アナリスト，格付機関

5 一般の投資家にとって有価証券の価値を判断することは容易ではない。ある会社の株式を評価するためには，まずはその会社の業績や業務内容，将来の業績見通しなどを分析する必要がある。株式を上場，公開している公開会社の主要な財務データは，有価証券報告書や決算短信等で入手でき，投資関係の新聞記事や情報誌を判断材料とすることも可能ではある。しかし，可能な限り正確に投資対象となる会社を把握するためには，より専門的に会社を分析・評価して信頼に足りる投資情報を提供してくれる存在が重要である。これらの専門家を証券アナリストという。アナリストの多くは証券会社系列の研究所や調査部，投資信託委託会社，投資顧問会社等に所属して，産業，企業の分析調査レポートを書いている。

15 投資信託委託会社，投資顧問会社

投資信託委託会社は，投資運用の専門家が運用にあたり，その投資の成果を数多くの投資家が享受することを目的に作られる投資信託というファンドの組織や販売を行う会社であり，投資顧問会社は顧客から一定の手数料を徴収して顧客の資金運用のアドバイスを行う，顧客から運用を任されて運用にあたる専門業者である。いずれも広い意味では投資家と言えるが，前者は投資信託法，後者は投資顧問業法の適用を受け，通常の投資家以上に公共的色彩が強く，また多くの場合，同グループの証券会社と密接な関係があるので留意しておくべき存在である。

25

第2章 日本の証券市場の歴史

2-1 日本の証券市場

我が国の証券市場は100年を超える歴史をもっており，1978年(昭和53年)に「証券100年」を記念して証券界挙げて祝賀の催しが行われた。すなわち，30 1878年(明治11年)5月に東京株式取引所，6月に大阪株式取引所が開設された

のである。かつては京都，広島，新潟などにも取引所が存在していたが，日本国内には現在、株式の取引所が東京・名古屋・札幌・福岡の4か所にしか存在しない。証券取引所の中には，ベンチャー企業のような新興企業を応援するために設立された新興市場が存在する。

5

〈図2-1〉

東京証券取引所	マザーズ JASDAQ
名古屋証券取引所	セントレックス
福岡証券取引所	Q-Board
札幌証券取引所	アンビシャス

(出典)鈴木芳徳 (2004)『わかりやすい証券市場論入門』白桃書房・

ライジングブル投資顧問株式会社 株式投資の流れ

10 < http://www.risingbull.co.jp/jstock/column/flow/jp_exchange/ > より筆者作成

次に日本の証券市場の歴史について述べていくが、以下は『新証券市場論2010』(『新証券市場論2010』高橋文郎[2010]中央経済社 p20-p28)を参考にしている。

15

2-2-1 日本の証券市場の歴史 戦前～戦後復興期まで

我が国における証券市場は，1878(明治11)年に「株式取引所条例」が制定され，それに基づき東京・大阪に株式取引所が誕生した。その後，経済安定期を迎えた1880年代後半以降に，株式会社の設立ブームが到来した。鉄道会社，海運会社，紡績会社など近代産業を担う企業を中心に株式の発行も活発化し，それに伴い証券取引所の取引内容も，それまでの国債中心から株式中心へと変わっていった。1930(昭和5)年から1931(昭和6)年の「昭和恐慌」等の経済の混乱が続き，株式市場も長期低迷を余儀なくされた。その後，こうした不況に対して，高橋是清蔵相のもとで行われたデフレ克服策が功を奏して，我が国の経済は昭和恐慌から脱し，株式市場も立ち直りに転じた。しかし，1937(昭和12)年の日中戦争に続く1941(昭和16)年の太平洋戦争勃発と戦時経済体制への移

25

行とともに、経済・金融界は統制色が強まり、証券市場も機能不全に陥ったのである。

1945(昭和 20)年、太平洋戦争(第二次世界大戦)終結後、連合軍総司令部(GHQ)による経済民主化政策の一環として、財閥解体の指令が下された。

5 1946(昭和 21)年以降、財閥によって保有されていた大量の株式が民間に売り出されたが、このことは、個人株主及び個人持ち株数の急増という形で証券の民主化に大いに貢献した。1948(昭和 23)年には、アメリカの証券諸法に範をとった新証券取引法(前年に制定された証券取引法を全文改正)が公布され、戦前の諸制度を一変させる民主的な証券市場の枠組みが確立した。その骨子は5つあり、金融機関の証券業務の兼営禁止、券業者の地位確立(戦前の取引員から証券業者と改称)と証券業者の登録制採用、投資家保護の立場から公募有価証券の届出制採用(情報公開の強化)、証券取引所を証券業者のみを会員とする会員組織に改変、市場監視機構として証券取引委員会(日本版 SEC)の創設 {1952(昭和 27)年廃止} である。

15 新証券取引法にもとづき、1949(昭和 24)年には、東京・大阪をはじめとして各地で証券取引所が再開された。証券取引所の再開には、GHQ から時間優先の原則、取引所集中の原則(店頭仕切り売買の禁止)、先物取引の禁止(戦前の清算取引の禁止)の「取引 3 原則」が条件とされた。このため、戦後再開された証券取引所の取引内容は、戦前とは一変して、現物取引が主体となった。

20 証券取引所が再開してまもなく、株式市場は「ドッジ・デフレ」と呼ばれる不況に直面し、株価も大幅に下落したが、朝鮮戦争の勃発(1946年 6月)による特需景気の展開に加えて、1951(昭和 26)年に市場復興策の一環として導入された信用取引制度と投資信託の効果もあり、株式市場は戦後初の活性期も迎えた。

25 2-2-2 高度経済成長期からバブル経済期まで

その後の株式市場は、ソビエト連邦(現ロシア)のスターリン首相の死去 {1953(昭和 28)年 2月} や朝鮮戦争休戦(同年 7月)で、一時期調整を余儀なくされたが、1950年代後半以降、日本経済は高度経済成長期に突入した。1956(昭和 31)年の経済白書に掲げられた「もはや戦後ではない」という副題は、戦後
30 の復興を成し遂げ、日本経済が高度成長時代に入っていくことを示す象徴的な

言葉であった。また、株式市場も株式投資信託ブームを牽引役に活況に湧いた。しかし、景気過熱に対応した 1961(昭和 36)年 7 月の公定歩合引き上げを契機に証券市場から資金が一気に流出したため株価は暴落し、株式市場は一転して後に「証券不況」と呼ばれる低迷状態に陥った。証券不況のなかで、証券大手の山一証券などが経営危機に瀕したが、日本銀行が政府からの要請を受けて行った日銀特融の発動などにより「証券恐慌」の発生は回避されたのである。

1956(昭和 40)年 7 月には戦後初の国債発行の方針が決定されたことを呼び水として、日本経済は再び力強い成長路線に戻った。以後、1980 年代後半にかけて世界最大の貿易黒字・債権国として、アメリカに次ぐ経済大国に台頭することになるわけだが、この間、わが国の証券市場に大きな影響を及ぼす重要な現象が生じたのである。

1 つは、1970 年代以降本格化した時価発行公募増資の盛行により株式発行市場は資本市場としての機能が拡大したことである。また、1973(昭和 48)年末に発生した第一次石油ショックを契機に国債が大量に発行され、それに伴い国債流通市場が急拡大したことである。1975(昭和 50)年以降始まった国債の大量発行とその後の国債の流動化は、公共部門の資金調達の場合および金融機関、投資家の資金運用の場合としての債権の発行・流通市場の機能を大きく高めた。また、国債を運用対象とした中期国債ファンド {1980(昭和 55)年登場} をはじめとする各種の国債を組み入れた投資信託の登場は、金融・証券自由化への大きな原動力となった。

もう 1 つは 1980 年代後半の株式発行・流通市場の急拡大、急膨張である。そのきっかけは、国際協調によるドル安誘導を決めた「プラザ合意」 {1985(昭和 60)年 9 月} であった。このプラザ合意を契機に生じた急速な円高進展に対処するため、円高抑制、景気刺激の立場から金融面を通じた低金利・量的緩和政策が推進された。

そうした状況のもとで、「貿易黒字大国・債権大国日本」の将来への強気の期待が膨らむなか、銀行の貸し出しを通じた信用創造活動が急膨張するとともに、大量の資金が株式・不動産市場に流入し、資産インフレが高進するといった「バブル経済」現象が 1980 年代末にかけて広がったのである。

証券市場では、大企業による「エクイティ・ファイナンス」が盛んに行われ

る一方、株式も取引高の大幅増加を伴い株価が大きく上伸するなど未曾有の状況を呈した。1980年代後半には債券・株価指数の先物・オプション取引も導入され、我が国の証券市場は、その規模・体制の面で世界最大の国債証券市場に成長したとみなされた。

5

2-2-3 バブル経済崩壊から最近まで

1980(平成元年)5月から1990(平成2)年8月まで6回にわたって行われた公定歩合の引き上げと、1990年3月の不動産関連融資の総量規制の導入をきっかけに、バブル経済は1990年代に入るとともに崩壊に向かった。株式・不動産の価格下落を伴う資産デフレの進行は实体经济を次第に圧迫し始め、経済成長神話は大きく揺らいだ。1995(平成7)年に入り、戦後初の銀行倒産となった兵庫銀行の経営破綻により、銀行不倒神話は崩れ、金融不安が表面化し始めた。また、株式市場では大手証券会社による大口顧客への巨額損失補てん事件が発覚し{1991(平成3)年}、投資家からの信頼を大きく失墜させたことから、株価

10 15 20

の下落とともに出来高も大幅に減少し流通市場は長期不振に陥った。流通市場の沈滞を受け、株式発行市場の機能も大きく低下した。ただ、エクイティ・ファイナンスの急速な縮小を補うようにして、戦後厳しい発行規制のもとで未発達の状況が続いていた社債発行市場は、1990年代に入り、規制緩和・撤廃の動きを受けて急拡大気味を迎えた。1996(平成8)年には社債の適債基準が撤廃され、すべての企業が公募社債を発行できる状況になった。これは、証券市場の機能・役割の強化という意味で重要な動きだったといえる。

1990年代後半に入っても資産デフレの深刻化に歯止めがかからず、1997(平成9)年から1998(平成10)年にかけては三洋証券、北海道拓殖銀行、山一証券、日本長期信用銀行、日本債券信用銀行といった大手金融機関の経営破綻が相次ぐなど、昭和初期の金融恐慌以来の金融不安が広がった。1998年10月には、預金者保護も含め公的資金の投入枠を60兆円に拡充する緊急措置も盛り込まれた金融再生関連8法案が成立し、1999(平成11)年3月に大手15行に資本増強のため約7.5兆円の公的資金が投入された。こうした措置によって金融システム不安はひとまず沈静化し、株式流通市場も2000(平成12)年春にかけては

25 30

回復色を強めていった。

しかし、2000年春以降は、1990年代以降の情報通信(IT)革命の進展に支えられ長期上昇傾向を辿ってきたアメリカの株価が2000年1~3月をピークに下落に転じたのを契機に、我が国の株式市場も株価が再び下落傾向に転じた。さらには、行政主導による銀行の不良債権処理を加速させる動きから金融不安が再燃し、日経平均株価は2003(平成15)年4月に7,607.88円の安値を記録した。日経平均株価の対象銘柄の大幅な入れ替え(2000年4月に30銘柄を入れ替え)で同指数の連続性を疑問視する見方もあるが、2000年4月の高値(20,833.21円)に比べれば63.5%の下落となった。

2003年4月以降は、景気の緩やかな拡大を背景に株価は回復傾向を辿り、2007(平成19)年2月には、2007年に表面化したアメリカのサブプライムローン問題を契機とする世界的な金融危機の影響により、同株価は大きく落ち込むこととなり、2009(平成21)年3月には7,054.98円とバブル経済崩壊後の最安値を記録した。

15

3章 発行・流通市場の双方の活性化の提案

3-1 発行・流通市場の定義

流通市場とは、「セカンダリーマーケット(二次市場)」とも呼ばれ、すでに発行されている株式や債券などの有価証券を取引する市場をいう。この流通市場においては、譲渡が認められている株式などが自由に売買されることになり、この市場で株式・債券を売却することによって投資した資金を回収することができる。流通市場は、投資家と投資家との間でその時々々の価格(=時価)で有価証券が売買される場であり、取引所取引と店頭取引の2つがあり、投資家にとっては、資産運用を行う上で非常に重要な場となっている。例えば、株式については、証券取引所や私設取引システム(PTS)などに注文が集められ、スムーズに売買が行われている。また、債券(既発債)については、銘柄数が数万以上あり、一部の取引所取引の銘柄を除けば、ほとんどが店頭取引(相対取引)で売買が行われている。なお、今日においては、インターネットや情報技術(IT)の進展により、取引の利便性が一昔前と比べて格段に向上している。

30 発行市場とは、新たなに発行される株式や債券などの有価証券を投資家達が

購入する市場を「発行市場（プライマリーマーケット）」という。経営活動に必要な資金を調達しようとする株式会社は、発行市場で株式を発行する。多額の資金を調達しようとするときには、多数の株式や債券が発行されることになる。

証券市場は、この二つの市場がうまく機能することで成立し、また価格が正常に形成され、取引を円滑に行うことができる。具体的には、流通市場で形成された有価証券の価格は、その証券に対する投資家の需給動向を端的に示すため、発行市場で新規に発行する場合、流通市場の価格を基準として発行されることになる。

10 3-2-1 流通市場の活性化の定義

流通市場は、『形式的には当該市場での株式の取引を認められた株式会社である上場会社の数によってあらわすことができる。しかし、実質的な市場規模は株式の取引頻度(取引される株式の延べ数)によってははかれることになる。金融商品市場に大量の株式購入資金が流入すると、株式の取引が活発化する。』

15 (スタンダード監査論テキスト・盛田良久，蟹江章，長吉眞一・2016年・4p)とある。つまり、実質的な取引頻度の上昇要因となりえる個人投資者の数と個人投資者一人当たりの持ち株数を増加させれば、株式の取引頻度が増加、実質的な市場規模が大きくなると考えたため、この流通市場においては、投資者の数の増加を流通市場の活性化の条件とした。

20

3-2-2 発行市場の活性化の定義

『発行市場に株式の発行数に見合う多数の投資者が存在しなければ、株式会社は必要な資金を調達することができない。株式会社が金融商品市場において思い通りに直接金融を行うことができるかどうかは、発行市場の規模に依存することになる。』(スタンダード監査論テキスト・盛田良人，蟹江章，長吉眞一，2016年・p3)とある。しかし私たちは発行市場の規模は上場企業の数に依存すると考えた。さらにその上場企業が発行する株式の数も発行市場の規模を決定する要因だと考えた。よって発行市場においては、上場企業数と発行株数の増加によって活性化することになるため、発行市場の活性化の条件として、上場企業数の増加と発行株数の増加を挙げる。

30

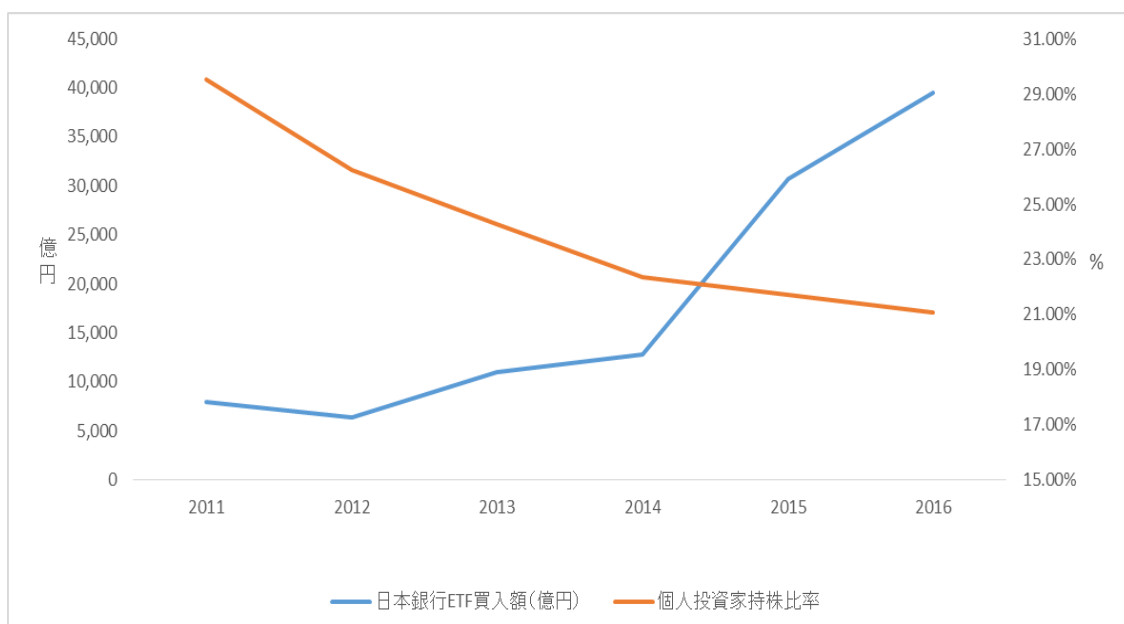
3-3-1 流通市場の活性化の提案

先に述べた通り、流通市場の活性化の条件は、個人投資者の数の増加と個人投資者一人当たりの株式数の増加である。日本の家計の金融資産構成の中で株式投資が占める割合は日本が10%であるのに対し、アメリカでは35.8%、ユーロエリアでは18.2%と、日本は世界に比べて圧倒的に株式投資に対し消極的である。このデータからもこれからは家計、とりわけ個人投資者が株式投資にもう少し積極的になる必要があると考える。具体的に個人投資者の数を増やし、個人投資者一人当たりの株式数を増やす方法としては、日本銀行のETF買入額の引き下げと単元株数の引き下げ、株式新規発行、東証一部上場数の増加が挙げられる。東証一部上場数の増加については発行市場の活性化の提案にて後述し、ここでは日本銀行のETF買入額の引き下げと単元株数の引き下げ、新規株式発行について考える。私たちは現在、投資者比率が減少してきている個人投資者に着目し、個人投資者を増加させるための方法を考えた。

個人投資者が減少している原因として、大きく2つがあげられる。一つ目は、日本銀行による上場投資信託（以下ETF）購入である。以下のグラフの通り、日本銀行がETF買入額を増加させると、個人投資家の持株比率が下がる傾向にある。

<図3-1>

日本銀行ETF買入額と個人投資家持株比率の関係



出典) 証券統計ポータルサイト (<http://www.shoukentuokei.jp/index.php>)・
日本銀行 (https://www3.boj.or.jp/market/jp/menu_etf.htm) より筆者作成

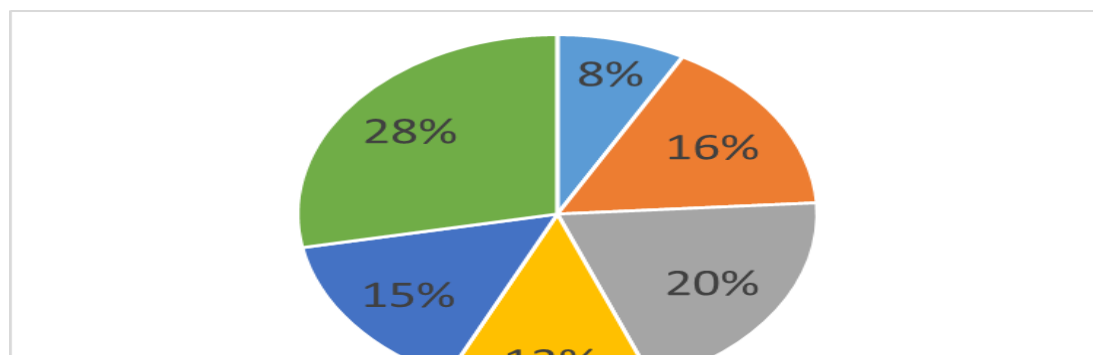
5

2016年の1月において、日本銀行はマイナス金利政策を実施し、高利回り銘柄として個人投資家達に人気だったメガバンク株が値下がり、含み損を抱えた個人投資家達は売買額を減らした。しかし、この時期は、英国EU離脱やポケモンGOブームで、それなりに売買は成立していた。しかし、8月に日本銀行
10 によるETF買い入れ枠を増額した。これまで、日本銀行は2010年～2016年8月までにかけて、ETFを増額してきた。日本銀行は、TOPIXの午前終値の下落率をみて午後にETFを購入するか決める。個人投資家達は経済活動の基礎的要因を分析し、株価が下がりきったと判断した局面で株を購入するのが一般的な投資活動である。しかし、企業業績や景気の先行きの不透明感から上値が
15 限定的な中で、株価が下がると日本銀行がその株式を購入してしまうのである。つまり、個人投資家は株価が下がりきったところで株式を購入したいと思っているが、日本銀行は株価が下がりきる前に、その株式を購入してしまうため、結果的に個人投資家達は株式を購入することができずに、個人投資家が減少している原因となっている。二つ目の理由は、投資者数が高齢者に偏っているとい
20 う「構造問題」が挙げられる。図1からもわかる通り、個人投資家の過半数は60歳以上となっており、「相続で両親から株式を譲り受けた子どもが納税のために売却する」ということが行われており、個人投資家が減少している原因となっている。さらに、個人投資家の現物株離れもあり、現在では投資先を選ぶための企業分析が不要であるETFにお金が向かっていることも、個人投資
25 者の数が減少している原因として挙げられる。

< 図 3 - 2 >

個人投資家の年齢層

30



5

(出典) 日本証券業協会個人投資家の証券投資に関する意識調査 (概要)

<http://www.jsda.or.jp/shiryō/chousa/kojn_isiki/files/20160905_ishikicho_usa.pdf>から筆者作成

10

以上の理由から、私たちは個人投資者の数と個人投資者一人当たりの株数を増加させる方法として、日本銀行による ETF 購入の自主規制と、若い世代の投資参加者人数を増加させることを考えた。日本銀行の金融政策の理念は「物価の安定を図ることを通じて、国民経済の健全な発展に資すること」であり、この金融政策の一環として、日本銀行による ETF の購入が行われる。この ETF はいわば、上場投資信託の買オペのことであり、証券市場に資金を供給することで、金融緩和を促そうとするものである。この金融緩和自体は必要であると私たちが考えるが、その購入額は増加してきており、個人投資者一人当たりの株数を減少させるまでになってきている。個人投資者を増加させ、個人投資者間の自由な売買により、証券市場を活性化させるためにも、日本銀行による ETF の購入金額を減少させるべきであると考ええる。

15

20

25

30

若者による個人投資家の増加させる方法としては、まず単元株制度が採用されている株式の単元株数を減少させることが挙げられる。個人投資者の投資資金は投資機関などに比べてはるかに少額であり、1度は聞いたことがあるような大きい会社の株式は単元株制度によって、よほど多額な投資資金を有する少数の個人投資者を除き、原則、通常の少額の投資資金しか保有していない個人投資家が株式を購入できないという状況になっている。ここで、原則としたのは、個人投資者が証券会社を通じて株式を購入する際に、証券会社が単元株未満の株式数で売買できるような制度を設けている場合があり、その制度を利用すれば、単元株未満で購入することが可能ではあるからである。例として、

SMBC 日興証券の「株式ミニ投資」が挙げられる。この「株式ミニ投資」は、単元株の 1/10 の株数で取引ができる制度である。しかしこの制度でも、単元株の 1/10 の取引ができるにすぎない。他の証券会社を見ても、1 株単位で購入することができる制度を設けている証券会社は少ない。このような状況の中で、まだ収入が少ない若者が証券投資に参加するには、躊躇いがあるだろう。5
そもそもこの単元株制度は 1982 年から導入されていた制度で、既存の上場会社は額面合計が 5 万円に相当する株式数又は会社の定款で別に定める株式数を 1 単位とすることを義務付けていた。しかし、その後の株価上昇によって銘柄によっては最低投資額が大きくなり、個人投資家が簡単には投資できなくなってきた。これに伴い、2001 年 10 月施行の改正商法により、単元株制度が廃止され、1 売買単位を会社が自由に決めることができるようになった。しかしこのような状況下の中でも、完全に 1 株を単元株にすると、株主総会において、1 株しか保有していない株主に対しても召集通知を発しなくてはならないため、莫大な株主コストがかかる。これを削減するために単位株制度を会社は採用し10
ているが、単元株を 1 株とまではいかななくても 10 株など、既存の 1,000 株や 100 株の単元株数より少なくすれば、株主コストの増大より、多数の個人投資者が証券市場に参加してくることによる資金調達量の増加によるリターンの方が大きくなると考える。

個人投資者と個人投資者一人当たりの株式数を増やすもう一つの方法として20
は、株式分割という方法を会社法 183 条 1 項 2 項、184 条 1 項を参考に考えた。これは既存の株主が持っている株式の枚数を倍増させる行為である。例えば、A が 10 株、B が 30 株持っていた場合に 1 株を 3 株へ株式分割した場合、A の株式が 30 株、B の株式が 90 株へと増えることになる。この株式分割は、資本の払い込みをせずに株式数を増やしているため、一株の単価が減少することになる。これにより、株式を購入するコストが下がるため、あまり資金を持っていない個人投資者達も株式を購入することができるようになる。これにより、個人投資者一人当たりの株式数が増加し、なおかつ一株あたりの単価が下がるので、個人投資者にとっても株式を購入しやすくなり、個人投資者の数が増加することになると考える。

30 以上の日本銀行による ETF 購入の自主規制と、会社による単元株数の減少

と、株式分割を行えば、個人投資者数と個人投資者一人当たりの株式数が増加し、証券取引も活発化し、流通市場が活性化すると考える。

3-3-2 発行市場の活性化の提案

先に述べた通り、発行市場が活性化する条件は、発行株数の増加と上場企業数の増加、東京証券取引所一部上場数の増加である。

日本の証券取引所は現在、東京証券取引所、名古屋証券取引所、福岡証券取引所、札幌証券取引所が存在する。その中で私たちは、規模が圧倒的に大きい東京証券取引所に焦点を絞り、その中でも東証一部東京証券取引所の上場基準と年間の上場費用について調べた。上場が認められるためには一定の基準（上場審査基準）をクリアする必要があるが、この審査基準は証券取引所ごとに異なっている。株式を上場することによる会社側のメリットとしては、会社は資金調達が可能になることや会社の知名度や社会的信用度が高まる、業務の拡大や有能な人材の確保が有利になる、などが挙げられる。一方で、株主や投資家のメリットとしては、証券の流通市場を通じていつでも公正な価格で売買できるようになる、会社の経営や財務に関する情報の入手が可能になる、などが挙げられる。上場の審査基準として、形式基準と審査基準がある。形式基準は、上場までに一定の数値または一定の事実有無によって充足しなければならない最低条件である。要件について簡単にまとめると次のようになる。なお、各項目の数値については証券取引所ごとに異なる。

20

<図 3 - 3 >

上場するための主な形式基準

株式の円滑な流通と構成は株価形成を確保するための条件	<ul style="list-style-type: none"> ・ 上場時株式数 ・ 流通株式数 ・ 時価総額
企業の継続性、財政状態、収益力等の面からの上場適格性を保持するための要件	<ul style="list-style-type: none"> ・ 事業継続年数 ・ 純資産の額 ・ 利益の額
適正な企業内容を開示するための	<ul style="list-style-type: none"> ・ 虚偽記載又は不適正意見等がない

要件	こと ・ 上場会社監査事務所による審査
株券の流通にかかる事故防止，円滑な流通を形式面から担保するための要件	・ 株式事務代行機関設置 ・ 株券の種類 ・ 株式の譲渡制限がないこと ・ 指定保管振替機関の取り扱い同意 ・ 上場前の公募，売出し規制

実質基準は，上場申請会社が上場会社としてふさわしく，充実した管理体制を備えた会社であるかどうかを審査するための基準となる。形式要件とは異なり，金額や数値等の明確な尺度はないため，実質審査の観点や項目等を明示することにより実質審査基準の内容を説明している。また，証券取引所ごとに実質審査の観点や項目等の内容は異なる。上場審査においては，形式基準によりこの実質基準をクリアすることが重要となってくる。市場第一部・第二部の上場審査基準は次のようになる。

10

< 図 3 - 4 >

東京証券取引所一部・二部の上場審査基準

< 形式基準 >

項目	有価証券上場規程 (市場第二部形式要件)	新規上場に係る市場 一部銘柄への指定 (市場第一部に直接 上場する要件)
(1)株主数 (上場時見込み)	800人以上	2,200人以上
(2)流通株式 (上場時見込み)	a.流通株式数 4,000単位以上 b.流通株式時価総額 10億円以上 c.流通株式数(比率) 上場株券等の 30%以上	a.流通株式数 2万単位以上 b.流通株式数(比率) 上場株券等の 35%以

		上
(3)時価総額 (上場時見込み)	20 億円以上	250 億円以上
(4)事業継続年数	新規上場申請日の直前事業年度の末日から起算して、3 か年以前から取締役会を設置して、継続的に事業活動をしていること	同左
(5)純資産の額 (上場時見込み)	連結純資産の額が 10 億円以上 (かつ、単体純資産の額が負でないこと)	同左
(6)利益の額又は時価総額 (利益の額については、連結経常利益金額に少数株主損益を加減)	次の a 又は b に適合すること a.最近 2 年間の利益の額の総額が 5 億円以上であること b.時価総額が 500 億円以上であること (最近 1 年間における売上高が 100 億円未満である場合を除く)	同左
(7)虚偽記載又は不適正意見等	a.最近 2 年間の有価証券報告書等に「虚偽記載」なし b.最近 2 年間（最近 1 年間を除く）の財務諸表等の監査意見が「無限定適正」または「除外事項を付した限定付き適正」 c.最近 1 年間の財務諸表等の監査意見が原則として「無限定適正」 d.申請会社に係る株券等が国内のほかの金融商品取引所に上場されている場合には、次の(a)及び(b)に該当するものでないこと	同左

	<p>(a)最近 1 年間の内部統制報告書に「評価結果を表明できない」旨の記載</p> <p>(b)最近 1 年間の内部統制監査報告書に「意見の表明をしない」旨の記載</p>	
(8) 株式事務代行機関の設置	東京証券取引所（以下「東証」という）の承認する株式事務代行機関に委託しているか、又は当該株式事務代行機関から株式事務を委託する旨の内諾を得ていること	同左
(9) 単元株式数及び株券の種類	<p>単元株式数が、100株となる見込みのあること</p> <p>新規上場申請に係る株券等が、次の a から c のいずれかであること</p> <p>a. 議決権付株式を 1 種類のみにして発行している会社における当該議決権付株式</p> <p>b. 複数の種類の議決権付株式を発行している会社において、経済的利益を受ける権利の価額等が他のいずれかの種類の議決権付株式</p> <p>c. 無議決権株式</p>	同左
(10) 株式の譲渡制限	新規上場申請に係る株式の譲渡につき制限を行っていないこと又は上場の時までに制限を行わないこととなる見込みのあること	同左
(11) 指定振替機関におけ	指定振替機関の振替業における取扱	同左

る扱い	いの対象であること又は取扱いの対象となる見込みのあること	
(12) 合併等の実施の見込み	次の a 及び b に該当するものでないこと a. 合併，会社分割，子会社化若しくは非子会社化若しくは事業の譲受け若しくは譲渡を行った場合又は 2 年以内に行う予定のある場合で，新規上場申請者が当該行為により実質的な存続会社でなくなる場合 b. 新規上場申請者が解散会社となる合併，他の会社の完全子会社となる株式交換又は株式移転を 2 年以内に行う予定のある場合	同左

< 上場審査の内容 >

項目	内容
企業の継続性及び収益性	継続的に事業を営み，かつ，安定的な収益基盤を有していること
企業経営の健全性	事業を公正かつ忠実に遂行していること
企業のコーポレート・ガバナンス及び内部管理体制の有効性	コーポレート・ガバナンス及び内部管理体制が適切に整備され，機能していること
企業内容等の開示の適正性	企業内容等の開示を適正に行うことができる状況にあること
その他公益又は投資者保護の観点から東証が認める事項	-

< 図 3 - 5 >

マザーズ上場審査基準

< 形式基準 >

項目	有価証券上場規程 (マザーズ形式要件)	(参考) 有価証券上場規程 (本則市場形式要件)
(1) 株主数 (上場時見込み)	200人以上 (上場時までに500単位以上の 公募を行うこと)	800人以上
(2) 流通株式 (上場時見込み)	a.流通株式数 2,000単位以上 b.流通株式時価総額 5億円以上 c.流通株式数(比率) 上場株券等 の25%以上	a.流通株式数 4,000単位以 上 b.流通株式時価総額 10億 円以上 c.流通株式数(比率) 上場株券等の30%以上
(3) 時価総額 (上場時見込み)	10億円以上	20億円以上
(4) 事業継続年 数	新規上場申請日から起算して、1 年前以前から取締役会を設置して 継続的に事業活動をしていること	新規上場申請日の直前事業 年度の末日から起算して、3 か年以前から取締役会を設 置して、継続的に事業活動を していること
(5) 純資産の額 (上場時見込み)		連結純資産の額が10億円以 上(かつ、単体純資産の額が 負でないこと)
(6) 利益の額又 は時価総額(利 益の額につい ては、連結経 常利益金額)		次のa又はbに適合すること a.最近2年間の利益の額の総 額が5億円以上であること b.時価総額が500億円以上

		(最近1年間における売上高が100億円未満である場合を除く)
(7) 虚偽記載又は不適正意見等	<p>a. 「上場申請のための有価証券報告書」に添付される監査報告書(最近1年間を除く)において、「無限定適正」又は「除外事項を付した限定付適正」</p> <p>b. 「上場申請のための有価証券報告書」に添付される監査報告書等(最近1年間)において、「無限定適正」</p> <p>c. 上記監査報告書又は四半期レビュー報告書に係る財務諸表等が記載又は参照される有価証券報告書等に「虚偽記載」なし</p> <p>d. 新規上場申請に係る株券等が国内の他の金融商品取引所に上場されている場合にあっては、次の(a)及び(b)に該当するものでないこと</p> <p>(a) 最近1年間の内部統制報告書に「評価結果を表明できない」旨の記載</p> <p>(b) 最近1年間の内部統制監査報告書に「意見の表明をしない」旨の記載</p>	<p>a. 最近2年間の有価証券報告書等に「虚偽記載」なし</p> <p>b. 最近2年間(最近1年間を除く)の財務諸表等の監査意見が「無限定適正」又は「除外事項を付した限定付適正」</p> <p>c. 最近1年間の財務諸表等の監査意見が原則として「無限定適正」</p> <p>d. 新規上場申請に係る株券等が国内の他の金融商品取引所に上場されている場合にあっては、次の(a)及び(b)に該当するものでないこと</p> <p>(a) 最近1年間の内部統制報告書に「評価結果を表明できない」旨の記載</p> <p>(b) 最近1年間の内部統制監査報告書に「意見の表明をしない」旨の記載</p>
(8) 株式事務代行機関の設置	東京証券取引所(以下「東証」という)の承認する株式事務代行機	同左

	関に委託しているか，又は当該株式事務代行機関から株式事務を受託する旨の内諾を得ていること	
(9) 単元株式数及び株券の種類	単元株式数が，100株となる見込みのあること 新規上場申請に係る株券等が，次のaからcのいずれかであること a.議決権付株式を1種類のみ発行している会社における当該議決権付株式 b.複数の種類の議決権付株式を発行している会社において，経済的利益を受ける権利の価額等が他のいずれかの種類の議決権付株式よりも高い種類の議決権付株式 c.無議決権株式	同左
(10) 株式の譲渡制限	新規上場申請に係る株式の譲渡につき制限を行っていないこと又は上場の時までには制限を行わないこととなる見込みのあること	同左
(11) 指定振替機関における取扱い	指定振替機関の振替業における取扱いの対象であること又は取扱いの対象となる見込みのあること	同左

<上場審査の内容>

項目	内容
企業内容，リスク情報等の開示の適切性	企業内容，リスク情報等の開示を適切に行うことができる状況にあること
企業経営の健全性	事業を公正かつ忠実に遂行してい

	ること
企業のコーポレート・ガバナンス及び内部管理体制の有効性	コーポレート・ガバナンス及び内部管理体制が，企業の規模や成熟度等に応じて整備され，適切に機能していること
事業計画の合理性	相応に合理的な事業計画を策定しており，当該事業計画を遂行するために必要な事業基盤を整備していること又は整備する合理的な見込みのあること
その他公益又は投資者保護の観点から東証が必要と認める事項	

< 図 3 - 6 >

JASDAQ 上場審査基準

	スタンダード	グロース
(1) 株券等の分布状況 (上場時見込み)	a. 公募又は売出し株式数が 1,000 単位又は上場株式数の 10% いずれか多い株式数以上 b. 株主数 200 人以上	同左
(2) 流通株式時価総額 (上場時見込み)	5 億円以上	同左
(3) 純資産の額 (上場時見込み)	2 億円以上	正
(4) 利益の額又は時価総額 (利益の額については，連結経常利益金額に少数株主損益	次の a 又は b に適合すること a. 最近 1 年間の利益の額が 1 億円以上であること b. 時価総額が 50 億円以上	-

を加減)		
(5) 虚偽記載又は不適正意見等	<p>a.「上場申請のための有価証券報告書」に添付される監査報告書（最近1年間を除く）において、「無限定適正」又は「除外事項を付した限定付適正」</p> <p>b.「上場申請のための有価証券報告書」に添付される監査報告書等（最近1年間）において、「無限定適正」</p> <p>c.上記監査報告書又は四半期レビュー報告書に係る財務諸表等が記載又は参照される有価証券報告書等に「虚偽記載」なし</p> <p>d.新規上場申請に係る株券等が国内の他の金融商品取引所に上場されている場合にあつては、次の(a)及び(b)に該当するものでないこと</p> <p>(a)最近1年間の内部統制報告書に「評価結果を表明できない」旨の記載</p> <p>(b)最近1年間の内部統制監査報告書に「意見の表明をしない」旨の記載</p>	同左
(6) 上場会社監査事務所による監査	上場会社監査事務所の監査を受けていること	同左
(7) 株式事務代行機関の設置	東京証券取引所（以下「東証」という）の承認する株式事務代行機関に委託しているか、又は当該株式事務代行機関から株式事務を受託する旨の内諾を得ていること	同左
(8) 単元株式数及び株券の種類	単元株式数が、100株となる見込みのあること 新規上場申請に係る株券等が、次のaからcのいずれかであること	同左

	<p>a.議決権付株式を 1 種類のみ発行している会社における当該議決権付株式</p> <p>b.複数の種類の議決権付株式を発行している会社において、経済的利益を受ける権利の価額等が他のいずれかの種類の議決権付株式よりも高い種類の議決権付株式</p> <p>c.無議決権株式</p>	
(9) 株式の譲渡制限	新規上場申請に係る株式の譲渡につき制限を行っていないこと又は上場の時までには制限を行わないこととなる見込みのあること	同左
(10) 指定振替機関における取扱い	指定振替機関の振替業における取扱いの対象であること又は取扱いの対象となる見込みのあること	同左

< 上場審査の内容 >

スタンダード	グロース
(企業の存続性) 事業活動の存続に支障を来す状況にないこと	(企業の成長可能性) 成長可能性を有していること
(健全な企業統治及び有効な内部管理体制の確立) 企業規模に応じた企業統治及び内部管理体制が確立し、有効に機能していること	(成長の段階に応じた健全な企業統治及び有効な内部管理体制の確立) 成長の段階に応じた企業統治及び内部管理体制を確立していること
(企業行動の信頼性) 市場を混乱させる企業行動を起こす見込みのないこと	同左
(企業内容等の開示の適正性) 企業内容等の開示を適正に行うことが	同左

できる状況にあること	
その他公益又は投資者保護の観点から東証が必要と認める事項	同左

< 図 3 - 7 >

マザーズから市場一部への市場変更基準

5 < 形式内容 >

	市場第一部に市場変更する場合 次に A 又は B に適合すること	
	A	B
(1) 株主数(見込み)	2,200 人以上	
(2) 流通株式(見込み)	次の a,b,c,の全てに適合すること a.流通株式数 2 万単位以上 b.流通株式時価総額 20 億円以上 c.流通株式数(比率) 上場株券等の 35%以上	次の a,b,c,の全てに適合すること a.流通株式数 2 万単位以上 b.流通株式時価総額 10 億円以上 c.流通株式数(比率) 上場株券等の 35%以上
(3) 売買高	申請日の属する月の前の月以前 3 ヶ月間及びその前の 3 ヶ月間の月平均売買高が 200 単位以上	-
(4) 時価総額(見込み)	40 億円以上	250 億以上
(5) 事業継続年数	市場変更申請日の直前事業年度の末日から起算して、3 年以前から取締役会を設置して、継続的に事業活動をしていること	

(6) 純資産額(見込み)	連結純資産の額が10億円以上 (かつ、単体純資産の額が負でないこと)	
(7) 利益の額又は時価総額	次のa又はbに適合すること a.最近2年間の利益の額の総額が5億円以上であること b.時価総額が500億円以上(最近1年間における売上高が100億円未満である場合を除く)	
(8) 虚偽記載又は不適正意見等	<p>○最近5年間の有価証券報告書等に「虚偽記載」なし</p> <p>○最近5年間「無限定適正」または「除外事項を付した限定付適正」</p> <p>○次の(a)及び(b)に該当するものでないこと</p> <p>(a)最近1年間の内部統制報告書に「評価結果を表明できない」旨の記載</p> <p>(b)最近1年間の内部統制監査報告書に「意見の表明をしない」旨の記載</p>	<p>○最近2年間の有価証券報告書等に「虚偽記載」なし</p> <p>○最近2年間(最近1年間を除く)の財務諸表等の監査意見が「無限定適正」又は「除外事項を付した限定付適正」</p> <p>○最近1年間の財務諸表等の監査意見が原則として「無限定適正」</p> <p>○次の(a)及び(b)に該当するものでないこと</p> <p>(a)最近1年間の内部統制報告書に「評価結果を表明できない」旨の記載</p> <p>(b)最近1年の内部統制監査報告書に「意見の表明をしない」旨の記載</p>
(9) 株式事務代行機関の設置	東京証券取引所(以下「東証」という)の承認する株式事務代行機関に委託していること	
(10) 単元株式数	100株	

(見込み)	
(11)株式の譲渡制限	申請に係る株式の譲渡につき制限を行っていないこと
(12)指定振替機関における取り扱い	指定振替機関の振替業における取扱いの対象であること
(13)合併等の実施の見込み	次のa及びbに該当するものでないこと (a)合併、会社分割、子会社化若しくは非子会社化若しくは事業の譲受け若しくは譲渡を行った場合又は2年以内に行う予定のある場合で、上場市場変更申請者が当該行為により実質的な存続会社でなくなる場合 (b)上場市場変更申請者が解散会社となる合併、他の会社の完全子会社となる株式交換又は株式移転を2年以内に行う予定のある場合

<上場審査の内容>

・企業の継続性及び収益性	継続的に事業を営み、かつ、安定的な収益基盤を有していること
・企業経営の健全性	事業を公正かつ忠実に遂行していること
・企業のコーポレート・ガバナンス及び内部管理体制の有効性	コーポレート・ガバナンス及び内部管理体制が適切に整備され、機能していること
・企業内容等の開示の適正性	企業内容等の開示を適正に行うことができる状況にあること
その他公益又は投資者保護の観点から東証が必要と認める事項	-

<図3-8>

JASDAQ から市場一部への市場変更基準

< 形式内容 >

要件	市場第一部に市場変更する場合
(1) 株主数 (見込み)	2,200 人以上
(2) 流通株式 (見込み)	次の a,b,c,の全てに適合すること a.流通株式数 2 万単位以上 b.流通株式数 (比率) 上場株券等の 35%以上
(4) 時価総額 (見込み)	250 億円以上
(5) 事業継続年数	市場変更申請日の直前事業年度の末日から起算して, 3 年以前から取締役会を設置して, 継続的に事業活動をしていること
(6) 純資産額 (見込み)	連結純資産の額が 10 億円以上 (かつ, 単体純資産の額が負でないこと)
(7) 利益の額又は時価総額	次の a 又は b に適合すること a.最近 2 年間の利益の額の総額が 5 億円以上であること b.時価総額が 500 億円以上 (最近 1 年間における売上高が 100 億円未満である場合を除く)
(8) 虚偽記載又は不適正意見等	○最近 2 年間の有価証券報告書等に「虚偽記載」なし ○最近 2 年間 (最近 1 年間を除く) の財務諸表等の監査意見が「無限定適正」又は「除外事項を付した限定付適正」 ○最近 1 年間の財務諸表等の監査意見が原則として「無限定適正」 ○次の (a) 及び (b) に該当するものでないこと (a)最近 1 年間の内部統制報告書に「評価結果を表明できない」旨の記載 (b)最近 1 年間の内部統制監査報告書に「意見の表明をしない」旨の記載

(9) 株式事務代行機関の設置	東京証券取引所（以下「東証」という）の承認する株式事務代行機関に委託していること
(10) 単元株式数（見込み）	100 株
(11) 株式の譲渡制限	申請に係る株式の譲渡につき制限を行っていないこと
(12) 指定振替機関における取り扱い	指定振替機関の振替業における取扱いの対象であること
(13) 合併等の実施の見込み	次の a 及び b に該当するものでないこと (a)合併，会社分割，子会社化若しくは非子会社化若しくは事業の譲受け若しくは譲渡を行った場合又は 2 年以内に行う予定のある場合で，上場市場変更申請者が当該行為により実質的な存続会社でなくなる場合 (b)上場市場変更申請者が解散会社となる合併，他の会社の完全子会社となる株式交換又は株式移転を 2 年以内に行う予定のある場合

＜上場審査の内容＞

・企業の継続性及び収益性	継続的に事業を営み，かつ，安定的な収益基盤を有していること
・企業経営の健全性	事業を公正かつ忠実に遂行していること
・企業のコーポレート・ガバナンス及び 内部管理体制の有効性	コーポレート・ガバナンス及び内部管理体制が適切に整備され，機能していること
・企業内容等の開示の適正性	企業内容等の開示を適正に行うことができる状況にあること
・その他公益又は投資者保護の観点から東証が必要と認める事項	-

出典) <図 3-3>～<図 3-8>は J P X 日本取引所グループ

(<http://www.jpx.co.jp/equities/listing/criteria/index.html>) から筆者作成

東京証券取引所にはいくつかの市場が存在し、一部、二部、マザーズ、JASDAQ という市場が存在する。その中でも、マザーズと JASDAQ は、東証一部へのステップアップを視野に入れた成長企業向けの市場であり、上場基準は一部・二部に比べるとかなり緩く設定されているので、若い企業や赤字の企業も上場することができる。私たちは、上場会社の数を増加させるにあたってこのマザーズと JASDAQ の上場基準の基準緩和と上場費用の引き下げを考えた。これにより、まだ起業して間もない企業や赤字のある企業、成長性が見込まれる企業が上場基準に満たない場合や、上場し続けるのに必要な財源がない場合でも、基準緩和と上場費用を引き下げることで、上場会社の数を増加させることができると考えた。

東京証券取引所のマザーズ、JASDAQ に上場している企業は、株式を発行しその証券市場において流通させているとはいえ、東京証券取引所一部市場に比べると知名度は高くなく、マザーズ・JASDAQ に上場している企業は一部市場に比べて、株式の取引数はあまり多くはない。したがって、マザーズ・JASDAQ 市場に上場している企業が知名度や信頼度を得るため、マザーズ・JASDAQ 市場から一部市場への市場変更基準を緩和、そして一部市場の年間上場費用の引き下げが、上場会社の知名度向上につながると考えた。上場するには審査料がかかるうえ、年間上場量もほかの市場に比べて高額で維持が大変であり、たとえ厳しい基準をクリアしていても、一部指定の申請を行わない企業もある。しかし、一部市場に上場するメリットはいくつかある。一つは「資金調達の効率化」が挙げられる。自社の株式が一部市場で取引されるようになるので、資金調達能力が増大し、企業の体質改善や充実を図ることができる。もう一つは「知名度の向上」であり、一部に上場することで、新聞の株価欄で株価が掲載されるなど、企業のステータスが向上することが期待される。市場一部と二部の違いを知らない人でも市場一部に対する印象の方が高い。知名度が上昇することで、社会的信用力も高まり、またその企業の役員・従業員のモチベーションアップにもつなげることができる。優秀な人材を確保し、業績を上げたい企業にとっては東証一部に上場することは必要である。このように、上場することにより資金調達の効率化、さらには知名度が向上しマザーズ・JASDAQ 市場に上

場していた時と比べ、スムーズに株式を追加発行することができ、これにより発行市場と流通市場の双方の株式の取引数が増加し両市場が活性化すると考える。しかし、会社法 466 条、309 条 2 項 11 号を参考にした結果、この追加発行は、会社の設立時に発行株式数を定款で定められた範囲でしか発行することができないため、それを超えるには、その会社の株主総会の定款の変更を特別決議で行う必要があることが分かった。特別決議とは、議決権の過半数（定款で 3 分の 1 まで引き下げ可能）を持つ株主が出席し、議決権の 3 分の 2 以上（定款で引き上げ可能）の賛成により成立する決議である。したがって、定款で定められた総株式発行可能数を定款変更が可能になる特別決議を可決させるために、追加発行することについてのメリットやデメリットに対しどのように対応するかを株主に十全に伝える必要がある。株式追加発行のメリットとしては、財務基盤が強固になることや、信用力の向上、経営上の支援者を増やすことができるなどのメリットがある。ただし、株式を発行するにあたって注意することがある。通常の議決権のある株式の発行可能株式総数を定款変更により増加させると、それは既存株主にとっては将来的な支配権の減少を意味するので、特別決議を可決させることがほとんど不可能となる。そこで代替案として、定款で変更するのは、通常の議決権のある発行可能株式総数ではなく、議決権が制限された優先株式を発行できる数を増加させる変更である。この優先株式の発行可株式総数の変更であれば、既存株主の議決権を侵害することなく、市場に出回る株式数を増やすことができる。ただし、この優先株式は議決権がない代わりに一株当たりの配当の支払いが通常の議決権のある株式より高額になるため、発行のしすぎには注意が必要である。さらにもう一つの代替案で既存の株主の議決権を侵害せずに発行可能数を増やす方法としては、議決権のある通常の株式を株主割り当てによる方法が挙げられる。これは、既存の株主に対して、発行前の既存の株主の株式持分比率に応じて募集株式を割り当てるというものである。これを、特別決議が可決した後すぐに割り当てることになれば、既存株主の議決権を侵害せずに、なおかつ高額配当を支払わずに、株式を発行し証券市場に出回る流通量を増やすことができる。ただし、この株主割り当てによる方法の場合は、割り当てに応じなければ、自動的に議決権比率が下がるので、投資家達に割り当てに応じる資金がなければ、そもそも特別

決議が成立しないので、総発行数を増加させ、割り当てる株式数を慎重に決める必要がある。

5 4章 まとめ

証券市場を活性化させるためには、流通市場と発行市場の双方の活性化が必要不可欠である。流通市場を活性化させる条件は、個人投資者数の増加と個人投資者一人当たりの持ち株数の増加であり、これらを達成させる方法として、日本銀行のETF買入額引き下げと単元株数の引き下げ、東証一部上場数の増加、そして株式分割が考えられる。発行市場の活性化させる条件は、（資金払い込みを伴う）発行株数の増加と上場会社数の増加であり、これらを達成させる方法としては、上場企業数の増加と東証一部上場数の増加である。

これらの方法がすべて実施されることで、私たちはこの証券市場は流通市場と発行市場の活性化が相乗効果を生み出し、証券市場が活性化すると考える。

15

参考文献

- (1) 川村雄介（2001）『入門 現代証券市場』財経詳報社。
- (2) 小林孝雄・芦田敏夫（2009）『新・証券投資論①-理論編-』日本経済新聞出版社。
- (3) 榊原茂樹・城下賢吾・姜喜永・福田司文・岡村秀夫（2013）『入門証券論 第3版』有斐閣。
- (4) 鈴木芳徳（2004）『わかりやすい証券市場論入門』株式会社白桃書房。
- (5) 高橋文郎（2010）『新証券市場2010』中央経済社。
- (6) 盛田良人・蟹江章・長吉眞一（2016）『スタンダードテキスト監査論第4版』中央経済社。
- (7) 「東洋経済 ONLINE」（個人投資家は「日銀が歪めた市場」から逃げた）
<http://toyokeizai.net/articles/-/136433> 2017.10.14。
- (8) 「NISSAY ASSET MANAGEMENT」
（金融市場 NOW 個人投資家の存在感 低下）

30

- https://www.nam.co.jp/news/mpdf/170623_tj.pdf 2017.10.14。
(9) 「楽天証券」
- <https://www.rakuten-sec.co.jp/web/special/worldcaprank/> 2017.10.14。
(10) 「キャリタス FINANCE」
- 5 <https://job.career-tasu.jp/finance/articles/010/> 2017.10.14。
(11) 「All About マネー」
- <https://allabout.co.jp/gm/gc/44663/> 2017.10.15。
(12) 「JPX 日本取引所グループ」
- <http://www.jpx.co.jp/equities/listing/criteria/listing/01.html>
10 2017.10.15。
<http://www.jpx.co.jp/equities/listing/criteria/listing/02.html>
2017.10.15。
<http://www.jpx.co.jp/equities/listing/criteria/transfers/02.html>
2017.10.15。
- 15 <http://www.jpx.co.jp/equities/listing/criteria/transfers/03.html>
2017.10.15。
<http://www.jpx.co.jp/equities/listing-on-tse/new/guide/tvdivq0000002gtl-att/tvdivq000000v45a.pdf>
2017.10.15。
- 20 <http://www.jpx.co.jp/equities/listing-on-tse/new/guide/tvdivq0000002gxy-att/tvdivq000000v1k3.pdf>
2017.10.15。
<http://www.jpx.co.jp/equities/listing-on-tse/new/guide/tvdivq0000002g9b-att/tvdivq000000v3lk.pdf>
25 2017.10.15。
(13) SMBC 日興証券ではじめる資産運用 (SMBC 日興証券) 取得日 : 2017 年
(14) 「株ドットコム証券」
- <https://kabu.com/item/petit/detail.html> 2017.10.16。
(15) 「ビズ部」
- 30 https://kigyouno1.com/capital_increase-5076 2017.10.16。

(16) 「日本証券業協会 個人投資家の証券投資に関する意識調査 (概要)」

http://www.jsda.or.jp/shiryochousa/kojn_isiki/files/20160905_ishikichousa.pdf 2017.10.16。

(17) 「資金循環日米欧比較」

5 <https://www.boj.or.jp/statistics/sj/sjhiq.pdf#search=%27%E5%AE%B6%E8%A8%88%E8%B3%87%E7%94%A3+%E6%B5%B7%E5%A4%96%27> 2017.10.17。

(18) 「日本銀行 時系列統計データ 検索サイト」

10 [http://www.stat-search.boj.or.jp/ssi/cgi-bin/famecgi2?cgi=\\$nme_a000&lstSelection=FF](http://www.stat-search.boj.or.jp/ssi/cgi-bin/famecgi2?cgi=$nme_a000&lstSelection=FF) 2017.10.17。

(19) 「証券統計ポータルサイト」

<http://www.shouken-toukei.jp/index.php> 2017.10.17。

(20) 「ライジングブル投資顧問株式会社 株式投資の流れ」

http://www.risingbull.co.jp/jstock/column/flow/jp_exchange/ 2017.10.30。

15