

5

2019 年度 証券ゼミナール大会

10

第 6 テーマ

15

増大する企業の内部留保と証券市場

20

25

名城大学 柳田（畑田）ゼミナール 石塚班

30

目次

	はじめに	3
	第 1 章 内部留保	4
	第 1 節 内部留保の定義	4
5	第 2 節 内部留保の現状	11
	第 3 節 内部留保の海外比較	15
	第 4 節 企業のリスク管理	16
	第 2 章 証券市場	18
	第 1 節 証券市場の業務・役割	18
10	第 2 節 企業の資金調達	22
	第 3 節 証券市場の現状	29
	第 3 章 内部留保と証券市場	33
	第 1 節 内部留保が証券市場に与える影響	33
	第 2 節 証券市場の活性化	40
15	第 4 章 今後の証券市場について	42
	第 1 節 課題	42
	第 2 節 提言・展望	45
	終わりに	49
	参考文献	50

20

25

はじめに

1990年代に起こったバブル崩壊後、サブプライムローン問題やリーマンショックなどの世界金融危機により日本経済は低迷し続けてきた。ところが、2012年11月から緩やかな景気回復を続けており、戦後最長の景気回復期と並ぶと言われている。

日本経済の現状は、世界経済の緩やかな回復を背景に、アベノミクスの三本の矢によって企業収益が過去最高となり、雇用環境が改善するなど経済の好循環が回りつつある。労働市場では、2018年度11月時点での有効求人倍率が1.63倍へと高まり、完全失業率は2.5%に低下するなど改善傾向にある。

2018年度の法人企業統計調査による内部留保額は、463兆1308億円に昇り、前年度比は3.7%と過去最高額は続いている現状である。さらに、設備投資額は49兆1277億円であり、前年度比は8.1%と増加傾向にある。この理由として、経済の成熟化により資金の流れが鈍くなったことが考えられる。我々は、企業の積極的なリスク負担を伴う様々な新規産業への資金供給も重要な課題である考える。もちろんのことだが、市場の活性化や利用者利便の向上を図ることは当然として、その最終的な受益者は国民全体でなければならない。また、資本主義経済にあたっては、社会を動かす力は家計の資産選択行動ではなく、企業の蓄積行動に求められる。

証券市場における株式市場では、「発行市場ルート」と「流通市場ルート」に分かれるが、成熟企業にあたっては「発行市場ルート」はわずかであり、内部資金調達で外部資金調達を大きく上回っている。

そこで我々は、「発行市場ルート」に着目をし、分析をした上で論じていく。第1章では内部留保の概要と現状について、第2章では証券市場の概要について説明する。第3章では内部留保と証券市場についての相関性を分析し、最後の第4章では今後の証券市場課題に対する提言をしていく。

第 1 章 内部留保

第1節 内部留保の定義

内部留保とは

内部留保とは、企業が稼得した利益を企業内部に蓄積することをいう。内部留保には、公表内部留保と実質内部留保の 2 つがある。公表内部留保とは、公表された財務諸表に示されているものであり、「狭義の内部留保」とも呼ばれる。一方、実質内部留保とは、各種引当金による利益の費用計上や保有資産の含み益などの隠れた利益の蓄積を指す。実質内部留保は「広義の内部留保」とも呼ばれる。

10

留保のプロセス

まず、損益計算の中で引当金繰入を費用として計上することによって利益が留保される。これは隠れた利益留保であり、実質内部留保にあたる。次に、当期純利益が剰余金に加えられ、剰余金の分配によって配当金が社外に流出する。そして、残りの剰余金は目に見える利益留保として蓄積される。この目に見える内部留保は公表内部留保にあたる。

15

2006 年に施行された会社法では、利益処分計算書がなくなり、代わって株主資本等変動計算書が用いられるようになった。そして、配当金は「利益の配当」から「剰余金の分配」へと変更された。

20

個別貸借対照表による剰余金は、その他資本剰余金とその他利益剰余金の合計である。そして、この剰余金から自己株式の保有額を控除した金額が分配可能額となる。分配可能額とは、最大限度の分配を示すものであり、内部留保である剰余金からも配当が可能となった。

25

30

公表内部留保と実質内部留保

図表 1-1 内部留保の項目

5		公表内部留保（狭義）
		利益剰余金
		1. 利益準備金
		2. その他利益剰余金
		任意積立金
10		〇〇積立金
		別途積立金
		繰越利益剰余金
	実質内部留保（広義）	資本剰余金
		1. 資本準備金
15		2. その他資本剰余金
		長期負債性引当金
		特別法上の引当金・準備金
		貸倒引当金
		減価償却の過大償却部分
20		土地や有価証券の含み益

（出所：「編著」小栗崇資, 谷江武士「内部留保の経営分析」（2015）p. 90 より
筆者作成）

- 25 公表内部留保は、貸借対照表における純資産のうちの利益剰余金の項目が挙げられる。利益剰余金は、事業活動から生じる利益の留保を示し、利益準備金とその他利益剰余金の2つから構成される。利益準備金は、会社法で利益からの積み立てが強制された準備金のことである。また、その他資本剰余金は、様々な積立金や別途積立金を含む任意積立金と繰越利益剰余金から構成される。
- 30 実質内部留保は、純資産のうちの資本剰余金の項目が挙げられる。資本剰余

金は、資本準備金とその他資本剰余金の2つから構成されている。資本準備金は、資本の増加に伴い発生する内部留保のことであり、資本剰余金は株式プレミアムとも呼ばれる。

さらに、貸借対照表の負債の部に計上される長期負債性引当金や特別法上の引当金・準備金、資産の部に計上される貸倒引当金も実質内部留保に含まれる。負債性引当金には、退職給付引当金、製品保証引当金、工事補償引当金などが挙げられる。特別法上の引当金・準備金には、原子力発電施設解体引当金、核燃料再処理引当金、商品取引責任準備金などが挙げられる。

他にも、減価償却費の過大償却部分や土地、有価証券のような保有資産の含み益などが挙げられる。

内部留保の項目・計算方法

内部留保の項目には、利益剰余金、資本剰余金、退職給付引当金、長期負債性引当金、特別法上の引当金・準備金、貸倒引当金、減価償却の過大償却部分、保有資産の含み益などがある。これらの項目について、詳しく説明していく。

利益剰余金は損益取引から生じる剰余金のこと、利益を源泉とする剰余金である。株主への配当をした際に積み立てが義務付けられる法定準備金であり、資本金の4分の1に相当する額から資本準備金の額を差し引いた額を上限とし、毎決算期の現金配当額の10分の1以上を積み立てなければならないとされている。その他利益剰余金には、任意積立金と繰越利益剰余金がある。任意積立金は、株主総会の決議に基づいて任意に積み立てられた利益留保額である。任意積立金には、海外投資等損失準備金、特別償却準備金、固定資産圧縮積立金、配当平均積立金、新築積立金、災害損失積立金、特別な使用目的を設けずに留保した利益を示す別途積立金などが含まれる。社内でこれらの積み立てを行った場合に繰越利益剰余金を計上する。

資本剰余金は、企業の財務活動を通じて証券市場からのプレミアムの利益部分が積み立てられる法定準備金である。資本準備金には、株式払込剰余金や合併差益、株式交換差益、会社分割差益などが含まれる。株式払込剰余金は、株主の払込金額のうち資本金に組み入れなかった部分であり、利益を資本化したものである。これは、株主の払込金額のうちの株主が権利行使できない部分で

あるため、利益の内部留保として考えられている。その他資本剰余金は会社法上、分配可能な剰余金として認められたものである。資本金及び資本準備金減少差益、自己株式処分差益などが含まれる。資本準備金減少差益は、資本準備金の取り崩しによって生じる剰余金である。また、自己株式処分差益は、取得
5 した自己株式を売却し、取得原価より高い価格で売却した時に生じる差益のことである。

業績不振の赤字企業の中で、資本剰余金が配当原資として活用されている。資本準備金を取り崩してその他資本剰余金に振替えれば、資本準備減少差益を配当原資にすることができる。利益剰余金がなくなった赤字企業では、資本準備
10 金を取り崩し、その他資本剰余金に振替えることで株主に配当している。

近年、企業では自己株式の取得が盛んに行われている。上場企業の中には、巨額な自己株式を買い戻し、過大な自己資本を減少させている。自己株式の買い戻しは企業の株価を高めることを目的として行われており、株価が高くなっている時に自己株式を売却することで、自己株式処分差益が発生し、これにつ
15 いても配当原資となっている。

退職給付引当金は、貸借対照表の負債の部に計上されている。退職給付引当金は、内部留保の項目としても重要とされている。その根拠は次の4つの点にある。

1. 退職金の引当に見合う資産が100%準備され、使途が拘束されていない限り
20 その資産の大部分は企業が自由に利用できる。
2. 企業年金の受益権に対する労働者の法的保護が確立されていない。
3. 退職給付債務の現在価値の計算で割引率を用いていることや、期待収益率、昇給率を見込んで行われている。
4. 年金資産の運用次第では、株価の上昇により積み立て過剰になる企業が出て
25 くる。

以上の点から、退職給付引当金は負債ではなく内部留保であるといえる。

長期負債性引当金には、製品保証引当金、工事補償引当金、返品調整引当金、修繕引当金が含まれる。製品保証引当金は、製品販売や請負の引渡し後に、一定期間当該製品または請負物件の補修を無償で行うことを契約している場合、
30 ある期の売り上げに対する補修費用が翌期以降に発生する。このような補修費

用は、売上年度の収益と対応させるために補充見積額を当期の費用に計上するとともに、製品保証引当金を設定しなければならないとされている。

一般の企業の引当金とは別に、特別の法律により引当金または準備金として計上が義務付けられるものがある。それが特別法上の引当金・準備金である。

- 5 長期負債性引当金、特別法上の引当金・準備金は、将来の費用や支出の時期、金額も不確定要素を含んでいること、支出はなく費用計上によって利益が縮小されること、決算時点で費用が生じていないことから利益の内部留保として考えられる。

- 10 貸倒引当金は、貸借対照表の資産の部に計上される引当金である。資産を評価し、その減額分を控除形式で示すため、評価性引当金とも呼ばれる。貸倒引当金は、短期（流動）、長期（固定）のものも実質内部留保となる。

多くの企業は受取手形、売掛金、貸付金のうち、一定率を貸倒引当金繰入として留保している。この繰入部分は、資産の控除科目（評価勘定）となっている。

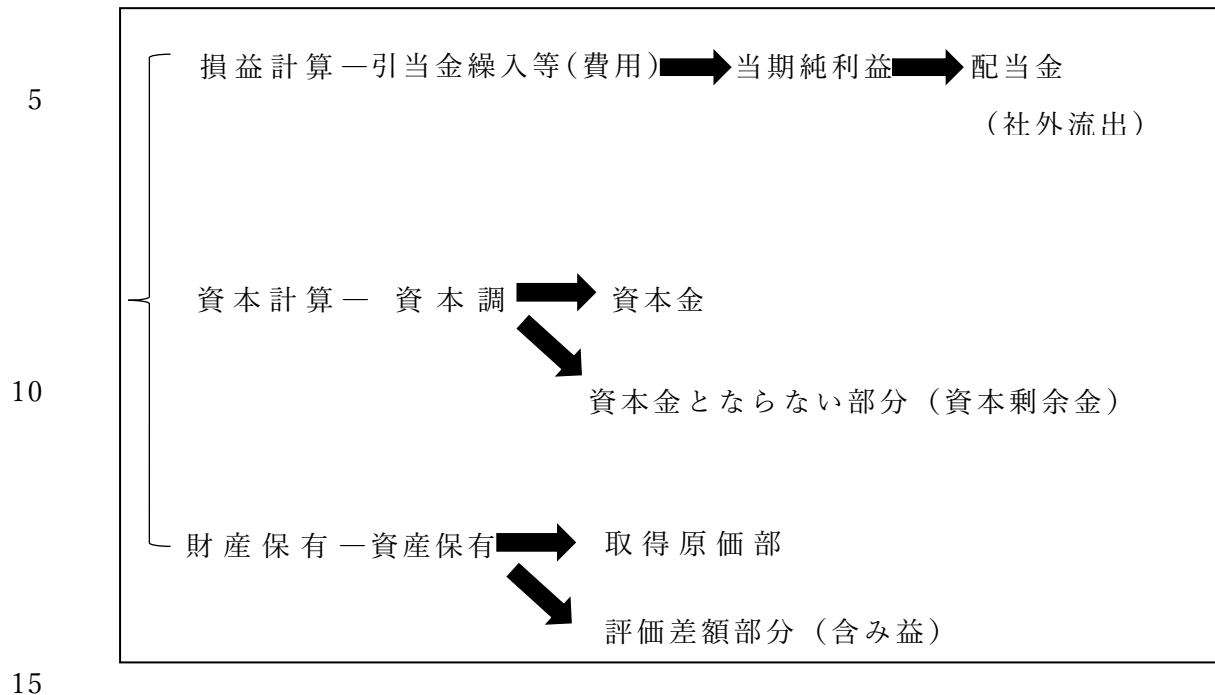
- 15 減価償却の多くの部分は過大償却されており、利益の費用化となっている。この過大償却部分は利益の内部留保であり、これ以外は再生産に必要な投下資本の回収部分である。

- 20 保有資産の含み益には、土地や有価証券がある。評価差益は売却すれば換金可能であり、実質内部留保とみることができる。土地再評価差額金は、1998年3月に施行された土地再評価法の適用により生まれたものである。土地再評価差額金は純資産の部に直入し、利益剰余金の次に計上されている。有価証券は金融資産に含まれるが、売買目的有価証券やその他有価証券は時価評価が行われ、満期保有債券や子会社および関連会社株式は原価評価が行われる。売買目的有価証券の時価評価によって生じた評価差額は損益計算書に有価証券評価損益として計上されるが、その他有価証券の時価評価によって生じるその他有価証券評価差額金は、原則として純資産の部に直入される。

- 25 このような含み益を示す土地評価差額金とその他有価証券評価差額金は、実質内部留保に含まれる。

内部留保の3つの計算

図表 1-2 内部留保の全体像



（出所：小栗崇資, 谷江武士, 山口不二夫「内部留保の研究(2015)p. 22 より
筆者作成）

内部留保は3つの計算により生み出されている。

一つ目は、損益計算過程からの内部留保である。損益計算では収益から費用が控除されて当期純利益が計算される。当期純利益が計算された後、配当金等が社外流出した後に、社内留保分が利益剰余金となることから生まれる内部留保がある。これは、当期純利益の一部が利益剰余金に転化するプロセスが財務諸表上、誰もが認める公表された利益留保であることから公表内部留保あるいは狭義の内部留保と呼ばれる。また、当期純利益を計算する前段階において生まれる内部留保がある。費用の名目で差し引いた利益を企業内部にストックすることから生まれる引当金のような内部留保であり、隠れた利益留保であり、実質内部留保あるいは広義の内部留保と呼ばれる。

二つ目は、資本計算過程からの内部留保である。2006年の会社法では、その他資本剰余金は分配可能な剰余金となり、資本準備金もその他資本剰余金に組

み替えることによって分配することが可能となっている。この制度から見れば資本剰余金は実質内部留保に位置づけられる。

- 三つ目は、財産計算過程からの内部留保である。時価評価によって計算される評価差額部分を経済学的な利益として広義に捉えるのであれば、純資産の部に示される評価差額等を実質内部留保として位置づけることができる。

法人企業統計における内部留保

法人企業統計は内部留保の概念を次のように説明している。

- 「内部留保は利益留保、引当金、特別法上の準備金、その他の負債、(未払金等)の調査対象年度中の増減額。ただし、企業間信用差額{(受取手形+売掛金+受取手形割引残高)-(支払手形+買掛金)}の調査対象年度中の増減額の値が負の場合は内部留保に含む。」

- その他負債の増減額や企業間信用差額(負の場合)を内部留保に含めている点から、内部留保を資金の内部留保として捉えていることが分かる。これは、1年間に生じる現金の受取りとならなかった項目と、現金の支払いをしなくて済んだ項目の差額を資金とする考え方である。

また、引当金、特別法上の準備金も内部留保に含まれていることから、隠れた利益である実質内部留保と近い考え方であることが分かる。

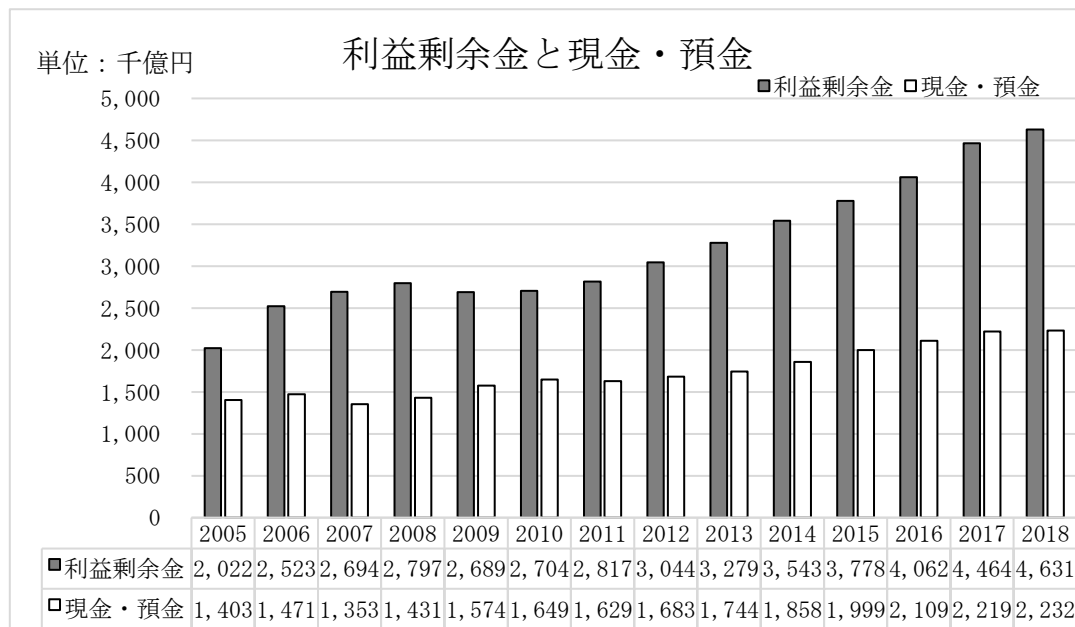
- 以上のように、内部留保の定義は幅広く捉えられているが、実質内部留保のような隠れた利益の計算は困難である。そのため、我々は内部留保を以下では「利益剰余金」とする。

第2節 内部留保の現状

ここまでは、内部留保を貸借対照表の貸方に着目してきた。ここからは、内部留保の運用を示す借方について見ていく。

5

図表 1-3 利益剰余金と現金・預金の推移



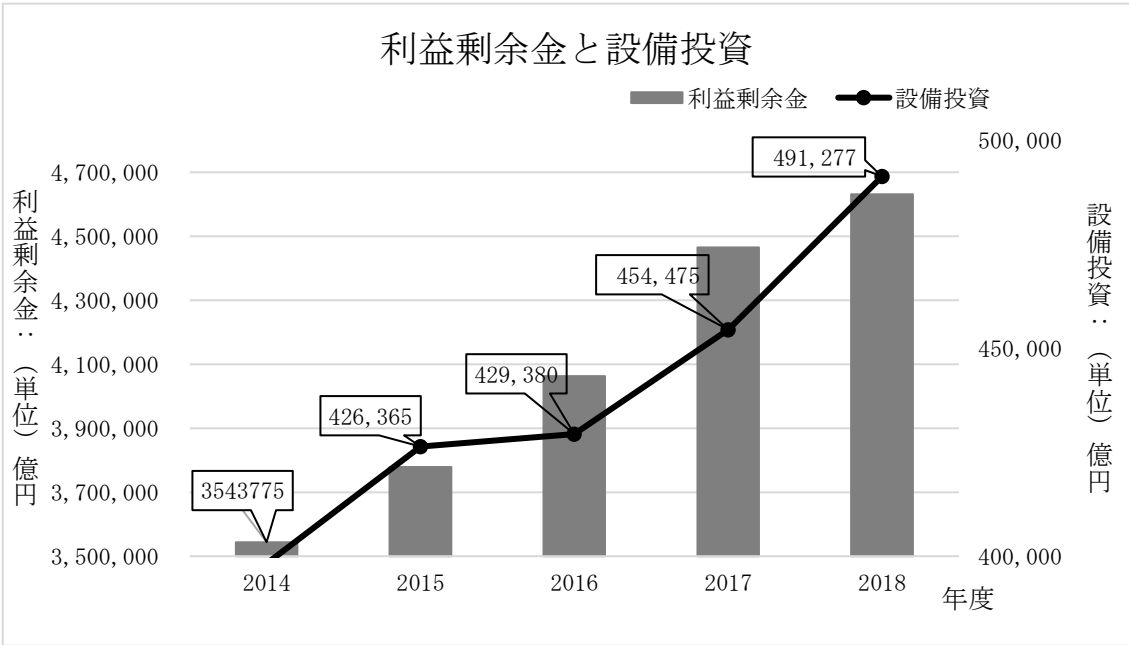
(出所：財務省「法人企業統計」(2018)より筆者作成)

2019年9月2日に法人企業統計が発表した2018年度の利益剰余金は463兆1308億円と過去最高額となった。企業の内部留保は年々増加しており、過剰に積み立てていると言われている。しかし、内部留保額を見て余剰・不足というように判断するのは適切ではない。利益剰余金は企業の資金の調達源泉にすぎず、その利益剰余金をどのような形で運用しているのか、つまり内部留保の使途を表す資産を見ることが重要である。

そこで、初めに現金・預金について分析をする。現金・預金は緩やかな増加であるが、利益剰余金に比べ、それほど増加していない。財務省財務総合政策研究所の調査によると、企業が現金・預金を保有する理由は「予備的動機と先行き不透明感」、「将来の投資機会への備え」の2つが挙げられる。「予備的動機

と先行き不透明感」では、今は好調であっても不調に陥った際に備えてある程度の現金・預金は保有しておきたいという企業のリスク管理の面であると考えられる。また、「将来の投資機会への備え」では、M&A や海外投資などの大規模投資に素早く対応するためだと考えられる。利益剰余金に占める現金・預金の保有率は 2018 年度で約 48% であり、日本企業は半分近くの現金・預金を保有している。

図表 1-4 利益剰余金と設備投資の推移



10

(出所：財務省「法人企業統計」(2019) より筆者作成)

次に、設備投資についてである。企業の設備投資は増加傾向であり、2017 年度から 2018 年度にかけての増加率は 8.1% であった。また、同年度の利益剰余金の増加率は 3.7% であり、設備投資は増加している。だがしかし、近年設備投資の投資先が変化している。日本企業は外国企業を買収し、海外での設備投資が増え、国内の設備投資が進んでいないという現状である。企業は設備投資から生み出される、将来のキャッシュフローの現在価値と現在の設備投資を比較して投資を行う。将来キャッシュフローの現在価値から設備投資額を引いた

15

額が正味現在価値にあたる。そして、この正味現在価値が投資による企業価値の向上へと繋がる。しかし、設備投資額が多ければ良いという問題ではない。設備投資額が多くても正味現在価値が負であり企業価値の向上へと繋がらないのであれば、企業にとっては過剰な投資となる。

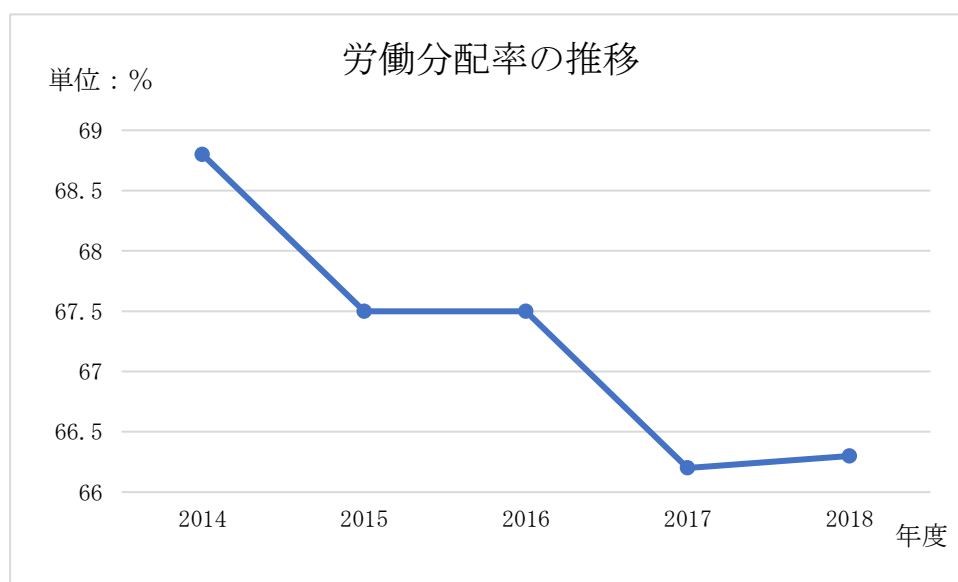
- 5 また、国内の設備投資が伸び悩んでいる理由として、国内需要の減少や経済のグローバル化が進むなどの企業を取り巻く環境の変化が挙げられる。このようなことから、企業の期待キャッシュフローの現在価値が低下し、設備投資が必然的に減少すると言える。

10

図表 1-5 労働分配率の推移

15

20



(注) 労働分配率 = 人件費 ÷ 付加価値

(出所：財務省「法人企業統計」より筆者作成)

25

近年、景気回復しているものの、賃金は伸び悩んでいる。景気が良くなり、企業の利潤が増大すれば賃金も増加するはずである。しかしながら、実際はそうになってはいない。政府は企業経営者に賃上げを呼び掛けているが、その効果もでていないという現状である。なぜ、景気回復傾向にも関わらず賃金は伸び悩んでいるのだろうか。

30

企業が産出した付加価値は、労働や資本、政府に分配された後株主へと配分される。そこで、法人企業統計による労働分配率を見ると、年々低下していることが分かる。この労働分配率は、景気が良いときに下がり、景気が悪いときに上がるということがこれまでの研究で明らかとなっている。そのため、賃金
5 や雇用の調整での短期的な労働分配率の増減はそれほど重要ではない。重要なのは、長期的に労働分配率が低下しているかどうかである。労働分配率が長期的に低下していると見るならば、人件費が大きく関わっていることが予測される。人件費が伸びない理由として、外国人投資家の影響や株主のガバナンス強化、グローバル化など様々な環境要因が考えられる。

10 このような現状から、金融庁と東京証券取引所は 2014 年 4 月に日本版スチュワードシップ・コードを策定した。日本版スチュワードシップ・コードとは、企業の持続的な成長を促す観点から、幅広い機関投資家が企業との建設的な対話を行い、適切に受託者責任を果たすために定められた原則である。さらに、2015 年 6 月にコーポレートガバナンス・コードを適用した。コーポレートガバ
15 ナンス・コードとは、上場企業が守るべき規範を示した企業統治の指針である。スチュワードシップ・コードとコーポレートガバナンス・コードは車の両輪のような関係にあり、日本再興戦略においては「投資家側と企業側の両面から企業の持続的な成長が促されるよう、積極的にその普及・定着を図る必要がある」とされている。

20

25

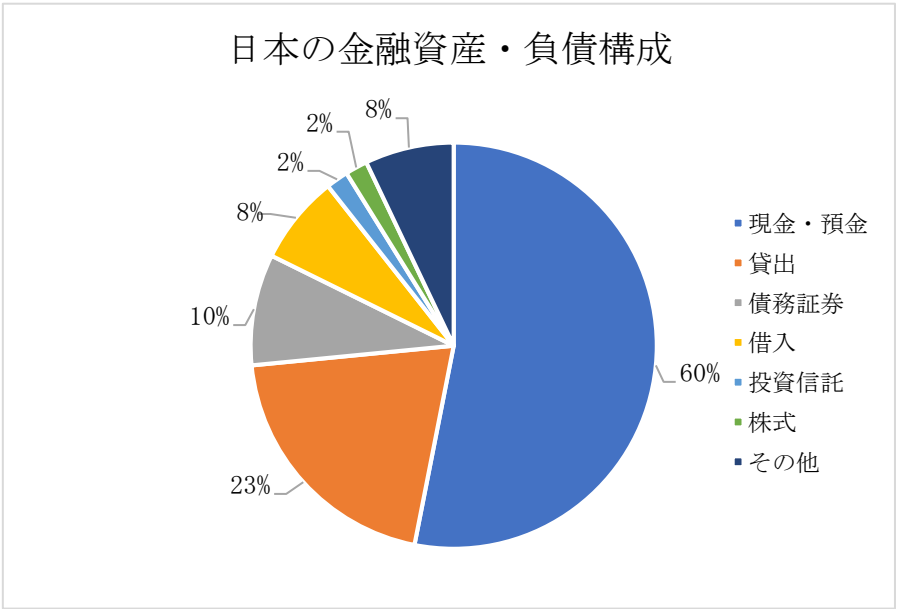
30

第3節 内部留保の海外比較

米国では企業の内部留保ではなく、現金・預金の多寡について論じられることが多く、内部留保の国際比較は少ない。そのため、ここでは日本と米国の現金・預金の保有割合について見ていく。

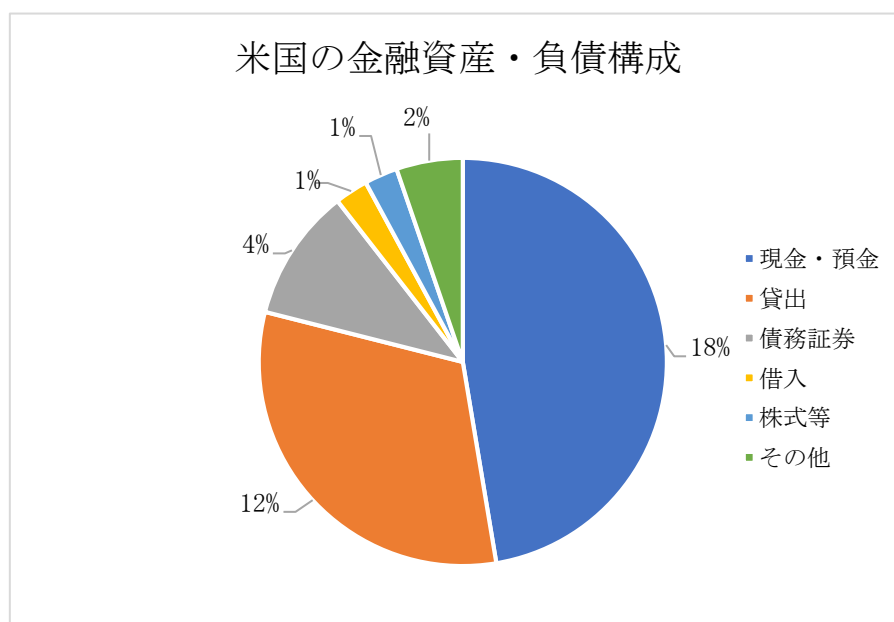
現金・預金の対米比較

図表 1-6 金融機関の金融資産・負債合計に占める割合(日本)



(出所：日本銀行調査統計局 (2019.3) データより筆者作成)

図表 1-7 金融機関の金融資産・負債合計に占める割合(米国)



(出所：日本銀行調査統計局（2019.3）データより筆者作成)

図表を見ると、金融機関の金融資産・負債に占める現金・預金の割合は、日本 60%、米国 18%であった。日本は米国のおよそ 3 倍を現金・預金として保有していることが分かる。

第 4 節 企業のリスク管理

企業のリスク管理の観点から内部留保を見ると、増加する要因として次のようなことが考えられる。

一つ目は、金融危機に対する備えである。1991 年のバブル崩壊や 2008 年のリーマンショック、2011 年の東日本大震災など様々な環境の変化があった。さらには、原油価格の高騰や円高円安、外国の政治などの変化も大きく経済に影響を与えた。このような環境の変化や金融危機は予測することが不可能であるため、企業は内部留保があれば倒産リスクを減らすことができる。また、内部留保の少ない企業では取り崩すことができないため、負債を抱えて資金調達をすることになる。このような企業でも、将来の備えとして内部留保を多く積み

立てるであろう。

二つ目は、市場に対する期待の低下である。商品に対する市場の需要が少なくなる。企業はこのようなリスクに対し、海外投資を増加させている。

三つ目は、金融機関からの信頼獲得である。金融機関は貸し倒れとならない
5 企業に対し融資を行う。企業は内部留保を積み立てておくことで金融機関の信頼を得ようとしている。

四つ目は、投資家や他企業からの信頼獲得である。1990年代から日本国内での M&A だけでなく、外国人投資家をプレイヤーの対象として海外の市場に参入しようとする企業も増え M&A はさらに加速した。このように、企業は M&A で規模を拡大するために、リスクのある設備投資よりも需要のある海外投資に資金
10 を回している。

15

20

25

30

第2章 証券市場

第1節 証券市場の業務・役割

証券とは

- 証券とは、一般には財産上の権利を表す無形の証書のことで、金融の世界では株や債券などの有価証券を指す。株式会社に出資した際には株式という証券を、国や企業にお金を貸した際には債権という証券を持つことになる。その中で、証券市場で取引される証券は「金融商品取引法上の有価証券」であり金融商品取引法2条1項と2項に定義されている。

10 金融市場（証券市場）

- 金融市場とは、資金余剰者から資金不足者に資金が融通される場であり、間接金融と直接金融に分かれる。間接金融は、金融機関を介して、貸手に対して間接証券を発行し、調達した資金を基に借手が発行した預金証書などを間接的に取得することで資金が融通することである。それに対して直接金融は、借手が貸手に対して直接的に株式や債権を発行することで資金が融通することである。直接金融は、証券市場で行われ、株などの有価証券の発行が行われる発行市場と有価証券の売買が行われる流通市場に分かれる。発行市場とは発行体が資金調達の目的で新規に有価証券を発行し、直接あるいは仲介者である銀行や証券会社等を通して投資家に買ってもらう市場のことである。これに対し、流通市場とは発行済有価証券が投資家から投資家へ流通・売買される市場のことである。発行市場と流通市場は、互いに影響される性質をっており、発行市場が活発になると流通市場も活発になりやすい。また、流通市場が活発になると発行市場が活発になりやすい。証券市場を活性化させるためには、発行市場と流通市場をいかに上手く機能させるかが重要となる。
- 25 本節では、証券会社で主に取引される株式・債券・投資信託の3つについて述べる。

証券の種類

本節では、主に取引される株式・債券・投資信託の3つについて述べる。

株式

株式とは、複数の株主から資金を出資してもらうために株式会社が発行する証券である。一般的に、事業を始める際に必要な資金を多くの出資者を募り、必要な事業資金を小口に分けて大勢から出資してもらう。このようにして資金を調達する会社を株式会社といい、資金を出資した側は株主と呼ばれる。株主

5 が出したお金は返済されることが保証されておらず、すぐに換金したい場合はほかの投資家に売り渡さなければいけない。会社側からしたら、資金を調達できてなお、返済の義務がないため、メリットが大きい。株式は一般的に認知が高く、証券市場で最も取引が行われている金融商品である。

株式を保有した株主になることで大きく3つの権利を得ることができる。以下の3点である。

10

1. 経営参加権

経営参加権とは、会社の経営方針を決める株主総会に出席し、決議に参加できる権利である。持っている株式数が多いほど株主総会での発言力があり、資金面で経営に参加している。株主にとっては「モノ言う場所」であり、事業を

15 チェックする重要な会議である。保有株主数に応じて議決権を持ち、決議は多数決で決まる。株主総会では、経営者による1年間の事業報告や、株主による質問がされる。株主は、出資した会社の利益の増減や損失、会社の倒産などの事業上のリスクを最小限に抑えるために、株主総会でチェックをしている。会社のオーナーは株主で、経営者は株主より委託されて会社を運営する。株主総

20 会は、経営者から報告を受けて、今後の事業展開について決定する場所である。

2. 利益配当請求権

利益配当請求権とは、配当金を受け取る権利である。株式を発行した株式会社は、事業活動で生み出した利益を将来のために会社を残すほか、株主にも分

25 配する。配当金はいわば、出資した株式会社からの利益の配分である。一般的に配当は発行済株式数で割り、「1株当たり配当金」として表す。

3. 残余財産配分請求権

残余財産配分請求権とは、会社解散時に残った会社の資産を分配して受け取ることのできる権利である。会社が解散した場合に財産が残っていれば、持

30 ち株数に応じて受け取ることができる権利である。他にも、一定以上の株数を

持つ株主には、サービスやチケットなどの贈り物をする株主優待がある。

債券

- 5 債券とは、政府や企業が一時的に一般に投資家からまとめた資金の調達を目的として発行する証券である。株式と異なる点は、資金を償還日に利子をつけて返済すること、配当がないこと、経営の参加権がないこと、残余財産権が株主より優位なことが考えられる。

- 10 債券は発行体としては国が発行する国債、都道府県又は市町村など地方公共団体が発行する地方債、株式会社など事業が発行する社債に分類される。債券投資には収益性、安全性、流動性の3つの特徴が挙げられる。収益性では、債券は満期日までに一定の利子を支払われる証券であり通常金利変動に関係なく利子を受け取ることが可能となる。安全性では、債券には格付けが存在し、投資家は債券を購入する際にこの格付けにより信用度を図り選択することが可能となる。また、格付けの基準はAAAからCまでで表現され、一般的にBaa以上
15 が投資的確債となっている。流動性では、投資家は満期日より前に途中で売却・返還を行うことが可能であるが、売却時の債券価格は市場の状況により変動し、債券購入者が存在しないと売却することはできない。

投資信託

- 20 投資信託とは投資初心者や知識不足の投資家向から資金をあつめて、プロの投資家が代わりに運用する金融商品である。投資のプロ任せて投資するため、購入時手数料や信託報酬などの費用が掛かる。複数の投資家から資金を募り、ファンドを組成し、様々な資産に分散投資するため、リスクを最低限に抑えることができる。また専門家（ファンドマネージャー）による運用・投資が
25 行われることで個人では購入が難しい海外の株式や債券への投資も可能となる。投資信託は形態・購入期間・募集対象・約款記載による4つに分類され、この4つからもそれぞれ分類されており、このような種類の豊富さも投資信託の利点と考えられる。近年では安全性の高い国内外の公社債や短期の金融商品を中心に運用する公社債投資信託（Money Reserve Fund：以下MRF）や日経平均株価や東証株式指数などの指標に連動し運用される上場投資信託（Exchange
30

Trade Fund) があり、投資信託の需要性が高まっている。

取引の目的

- 取引の目的はその取引を行う主体により異なる。国や企業にとっては、経済
- 5 活動を行うための資金調達手段であり、一方、個人投資家や機関投資家にとっては、自己資金を増やすため資産運用方法である。証券市場で証券を取引することによりキャピタルゲイン（売買差益）やインカムゲイン（配当金、利子）を得ることができ、資産を増やすことができる。このように、互いに利があるため、証券市場での取引は成り立っている。

10

投資家による投資が増加することにより企業等の資金不足者に多くの資金が流れ、更なる企業の成長が見込まれる。

証券会社の主な業務

- 15 1. トレーディング業務：有価証券の売買の仲介

トレーディング業務は、株式を売買する投資家から手数料をもらい注文を受け、その注文を証券取引所に伝える業務である。この時に受け取る手数料が証券会社の主な収入源である。

2. ディーラー業務：自社資金で売買

- 20 ディーラー業務とは、証券会社自身の資金を使って株式の売買を行う業務である。また、ディーラー業務は、証券会社が自己資金を自己の利益のために運用し、利益の最大化を図ることを目的としている。

3. アンダーライティング業務：株式会社が発行した有価証券の買取り・引受

- アンダーライティング業務とは、株式を発行した企業から株式を買い取り、
- 25 投資家に売り出す業務である。株式を発行した企業等から、株式等の有価証券を買い取り、広く投資家に売る業務である。この時発行される有価証券は、株式会社や国、地方自治体等が、資金調達を目的とした有価証券である。また、証券が売れ残った際には、証券会社がそれを引き取る。

4. セリング業務：投資家に買い入れの勧誘

セリング業務とは、新たに発行された株式を預かり、投資家に対して売り出す業務である。セリング業務は、新たに発行された株式を一時的に預かり、投資家に対して販売を行う業務である。

5 証券会社の社会的役割

証券会社は投資家目線で求められることはマネーコンサルティング・サービスの提供である。それは将来の年金に対する不安や資産運用のあり方が見直されているためである。また企業目線だと、企業が円滑に資金調達を行い、企業価値向上及び経営に必要な情報をリアルタイムで獲得するためのアドバイスとコンサルティングが求められる。証券市場においては、円滑に資金調達を行い、企業や政府の資金のニーズと投資家の資金運用のニーズを結びつけるという社会的役割や、資金の需要と供給を結びつけることによって円滑なお金の流れを作り出し、持続可能な発展に貢献する役割を担う。また、主に金融・資本市場を介して資金の需要と供給を結びつけることによって円滑なお金の流れを作り出し、社会的課題を解決する事業や新たな技術などに資金を回すことで、持続可能な発展に貢献するという役割と社会的責任を担っている。

第2節 企業の資金調達

株式市場では、企業による資金調達が金融機関からの借り入れであったため、流通市場と比べ、発行市場の規模は小さいという特徴があった。ところが、1980年代以降に行われた金融の自由化の前後において、間接金融から直接金融へと調達手段に変化が表れ、発行市場の重要性が増大した。

金融の自由化は第1次石油危機を契機とした日本経済の安定成長に伴い、設備投資資金需要の減退、減量経営の進展による一般事業法人の資金繰りの大幅な緩和は手元資金を増加させ、一般事業法人が自由金利市場である現先市場で資金運用を促進させた。また、経済の国際化と国際の大量発行、有担保原則の緩和、外為法の改正は、企業の長期的為替変動リスクの回避が可能にし、海外市場での株式・社債の発行による資金調達が盛んになり、直接金融化を進展させた。直接金融化の進展は、メインバンクの状況依存型ガバナンスの機能の低下を招き、後の1990年代以降に起こったバブルの崩壊では、株価の暴落や銀行

の不良債権問題を背景として、株式持ち合いの崩れや外国人投資家の増加により直接金融化が重要視された。

間接金融の例として日本ではメインバンク制がある。メインバンク制は、企業が直面する資金調達リスクと倒産リスクの2種類の財務リスクをヘッジする機能を担っていた。

5 一般に、企業活動においては必要な資金を円滑に調達できることが決定的に重要であるが、それは必ずしも保障されている訳ではない。例えば、突発的な金融危機を通じて市場での資金調達が不安定になることがある。企業は資金調達リスクに直面しているのが通常であり、そのリスクに何らかの方策によって

10 対処する必要がある。日本企業は、通常時にメインバンクに様々な金融取引（預金、決済、外為など）を集中することによって、メインバンクは、企業の財務状態やマーケットの状況に関わらず企業に安定的に資金を供給することによって強固な関係を築いていた。同時に、企業は普段から倒産のリスクに対処しておくことも必要になる。メインバンクは、密接な関係をもつ企業が倒産の

15 危機に直面した場合には、企業経営に介入しかつ資金を供給や社員を派遣し、企業の再建や救済を主導したのである。

近年ではベンチャーキャピタルからの資金調達や大企業によるベンチャー投資、クラウドファンディングなどの資金調達方法が増えている。

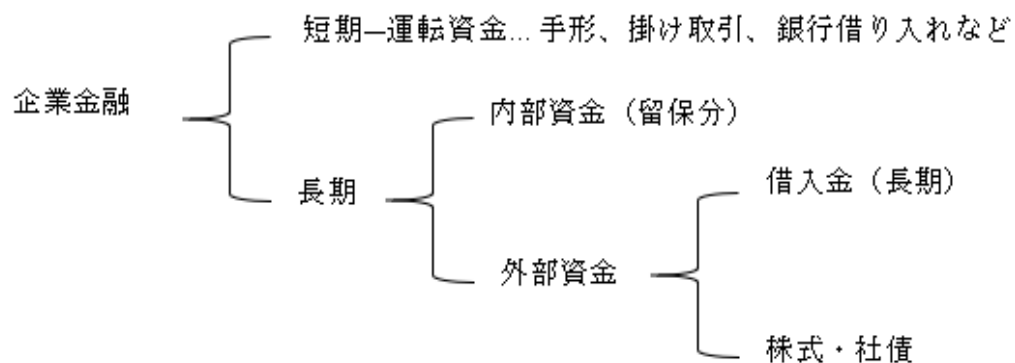
20

25

30

資金調達における課題

図表 2-1 企業における資金調達



5

（出所：筆者作成）

企業の資金調達方法は様々だが、一般には内部資金と外部資金に分けられる。内部資金とは企業経営から生まれた利益であり、資本金と併せて自己資本を形成する。この内部資金に当てはまるものが内部留保や減価償却費であり、返済義務がないことが特徴として挙げられる。一方、外部資金とは企業外部から調達される資金を指し、資本金も含まれる。資本金も内部留保と同様に返済義務はないが、投資家からの資金であるため外部資金として分類される。

15

20

ここでは、大企業であるトヨタ自動車の連結財務諸表を見て分析していく。

図表2-2 トヨタ自動車連結貸借対照表（資産の部）

単位：百万円

連結貸借対照表（2019.3）	
資産の部	
流動資産	
現金及び現金同等物	3,574,704
定期預金	1,126,352
有価証券	1,127,160
受取手形及び売掛金	
<貸倒引当金控除後>	2,372,734
貸倒引当金残高: 2019年3月31日 16,370百万円	
金融債権<純額>	6,647,771
未収入金	568,156
たな卸資産	2,656,396
前払費用及びその他	805,964
流動資産合計	18,879,237
長期金融債権<純額>	10,281,118
投資及びその他の資産	
有価証券及びその他の投資有価証券	7,479,926
関連会社に対する投資及びその他の資産	3,313,723
従業員に対する長期貸付金	21,683
その他	1,275,768
投資及びその他の資産合計	12,091,100
有形固定資産	
土地	1,386,308
建物	4,802,175
機械装置	11,857,425
賃貸用車両及び器具	6,139,163
建設仮勘定	651,713
小計	24,836,784
減価償却累計額<控除>	△ 14,151,290
有形固定資産合計	10,685,494
資産合計	51,936,949

（出所：トヨタ自動車（2019.3）決算要旨より筆者作成）

図表2-3 トヨタ自動車 連結貸借対照表（負債の部）

連結貸借対照表（2019.3）		単位：百万円
5	負債の部	
	流動資産	
	短期借入債務	5,344,973
	1年以内に返済予定の長期借入債務	4,254,260
	支払手形及び買掛金	2,645,984
10	未払金	1,102,802
	未払費用	3,222,446
	未払法人税等	320,998
	その他	1,335,475
	流動負債合計	18,226,938
15	固定負債	
	長期借入債務	10,550,945
	未払退職・年金費用	963,406
	繰延税金負債	1,014,851
	その他	615,599
20	固定負債合計	13,144,801
	合計負債	31,371,739

（出所：トヨタ自動車（2019.3）決算要旨より筆者作成）

図表2-4 トヨタ自動車 連結貸借対照表（純資産の部）

単位：百万円

5

10

15

連結貸借対照表（2019.3）	
純資産の部	
中間資本	
A A型種類株式	498,073
資本	
株主資本	
資本金	397,050
資本剰余金	487,162
利益剰余金	21,978,515
その他の包括利益・損失（△）累計額	916,650
自己株式	2,606,925
株主資本合計	19,348,152
非支配持分	718,985
資本合計	20,067,137
純資産合計	20,565,210
契約債務及び偶発債務	
負債純資産合計	51,936,949

（出所：トヨタ自動車（2019.3）決算要旨より筆者作成）

20

図表2-5を見ると、トヨタ自動車の企業会計上の内部留保は約21.9兆円であった。過剰資本が事業資産を超える分だとして計算をすると、次のような結果となった。

資産総額－（棚卸資産＋有形固定資産）＝過剰資本

51.9兆円－（2.6兆円＋10.6兆円）＝38.7兆円

25

この結果から、トヨタ自動車は事業資産を超える内部留保を保有していると言える。

30

次に、トヨタ自動車の資金調達について見ていく。

図表2-5 トヨタ自動車の新設等

会社名	所在地	事業別セグメント	設備内容	投資予定金額 (百万円)	資金調達方法
トヨタ自動車 (株)	愛知県 豊田市	自動車及び その他	生産設備等	300,000	自己資金
トヨタモーター マニュファク チャリングカナ ダ (株)	<u>Cambridge, Ontario, Canada</u>	自動車	生産設備等	82,300	自己資金
トヨタモーター マニュファク チャリングイン ディアナ (株)	<u>Princeton, Indiana, U.S.A.</u>	自動車	生産設備等	53,700	自己資金
プライムアース E V エナジー (株)	静岡県 湖西市	自動車	生産設備等	48,900	借入金
トヨタモーター ヨーロッパ (株)	<u>Brussels, Belgium</u>	自動車	生産設備等	47,700	自己資金
ブラジルトヨタ (有)	<u>Sao Paulo Brazil</u>	自動車	生産設備等	45,300	自己資金

5

(出所：トヨタ自動車 (2019.3) 決算要旨より筆者作成)

図表2-6を見てみると、ほとんどの会社が自己資金による資金調達を行っていることが分かる。これはつまり、大企業の資金調達の大部分が自己資金で賄われており、外部資金調達が少ないという現状である。外部資金が少ないことで市場の取引量が減り、内部留保が積み増しに繋がってしまう。このような現状を改善するためにも、内部留保の使途について見直すべきであると考え

10

15

第3節 証券市場の現状

投資家（市場参入者）

まず、図表 2-2 と図表 2-3 を参照していただきたい。これは日本の証券市場における投資部門ごとの割合であり、大きく分けると個人投資家、機関投資家、

5 外国人投資家に分類することができる。

図表 2-6 所有者別株主数（2018 年版）

（単位：人）

政府・地方公共団体	1,330
金融機関	97,532
証券会社	90,643
事業法人等	763,759
外国法人等	500,383
個人・その他	54,736,928

10 （出所：名古屋証券取引所(2019) 2018 年度「株式分布状況調査について」より
筆者作成）

図表 2-7 投資部門別株式保有状況（2018 年版）

（単位：億円）

政府・地方公共団体	9,543(0.15%)
金融機関	1,838,301(29.5%)
証券会社	143,880(2.3%)
事業法人等	1,346,779(21.6%)
外国法人等	1,812,440(29.1%)
個人・その他	1,069,581(17.2%)

15

（出所：名古屋証券取引所(2019) 2018 年度「株式分布状況調査について」より
筆者作成）

図表 2-2 から、所有者別株主数を占める大きな要素は個人・その他であり、9 割を大きく超えていることから証券市場には個人投資家が多く参入していることがわかる。しかし図表 2-3 から、株式を保有している合計額でみると 17.2% 程で、金融機関や証券会社、事業法人の等の機関投資家が大半を占めている。

5 外国人投資家も 29.1%と日本の証券市場に関与している。

図表 2-8 家計の金融資産構成（1999 年 12 月末）

10

現金預金	54.0%
債券	5.3%
投資信託	2.3%
株式	8.1%
保険・年金	26.4%
その他	3.9%

15

（出所：名古屋証券取引所(2019) 2018 年度「株式分布状況調査について」より
筆者作成）

図表 2-9 家計の金融資産構成（2017 年 12 月末）

20

現金預金	51.1%
債券	1.3%
投資信託	5.8%
株式	11.2%
保険・年金	27.7%
その他	2.9%

25

（出所：名古屋証券取引所(2019) 2018 年度「株式分布状況調査について」より
筆者作成）

30

2001年に「貯蓄から投資へ」というスローガンが掲げられたが実際に家計の金融資産構成をみると、政府が家計に投資を促す前と後で、投資の割合は増加している。（図表 2-4、図表 2-5 参照）そこで、我々は個人の預金を投資に移行させるのではなく、大きな額を動かす機関投資家に資金を融通してもらうことが重要であると考えます。

対米比較

本節では日本の証券市場と米国の証券市場を比較していく。

日本の証券取引所は東京（日本取引所グループ）、名古屋、札幌、福岡の4取引所が存在する。それに対して、米国はニューヨーク証券取引所（New York Stock Exchange 以下 NYSE）、ナスダック市場（The Nasdaq Stock Market 以下 Nasdaq）、など13の取引所からなる。

米国と日本では、エンジェル投資家の規模が大きく違う。エンジェル投資家とは、創業間もない企業に対して資金を供給する資産家のことで、その見返りとして企業は社債や株式を出資者に提供する。エンジェル投資家の多くは元起業家や経営者であるため、単なる資金提供者に留まらず、経験の少ない起業家をコンサルタントするケースが多い。日本と米国でエンジェル投資家の出資額を比べてみると、日本が約9億9000万円であるのに対し、米国は229億ドル、日本円で約2.3兆円となっており、日本と圧倒的な差が存在していることがわかる。米国の新興市場において、エンジェル投資家の存在は非常に大きいものであると考えます。

株主還元策

株主還元策では、企業が事業活動で得た利益の一部をお金で株主に還す配当金がある。また、株主優待制度では、自社の製品や商品券を株主に贈っている。これらは、株主が企業に出資してくれたお礼として企業が行う株主還元とされている。

ここで注目するのは「株式分割」、「自社株買い」についてである。株式分割とは、発行済み株式数を増やすことにより既存の株主に株式を分配することで、全体的な資産価値は変わらず、将来の価値が上昇すれば値上がり幅が大きくな

る。これに対し、自社株買いとは、買い取った自社株を消印することにより一株当たりの利益が高まり、株主の資産価値が上昇するものである。「株式分割」や「自社株買い」を行う企業の目的として、次のようなことが考えられる。

- 「株式分割」では、企業が発行している株式を分割することにより、一株当たりの価格が下がり、より多くの人が買いやすくなる。また、低価格で株価が買えるようになれば流動性が高まるため、買い手が多く集まれば株価が上昇する。このことから、企業は株価の上昇を狙うために株式分割を行っているといえる。また、企業が「自社株買い」をする理由として、ストックオプションや買収対策・防衛の2つが考えられる。ストックオプションとは、取締役や従業員が自社の株式を取得し、権利行使をする時点での市場の株価との差益を報酬と見立てたものである。企業は、市場に出回る株を買い取り、その株を取締役や従業員が一定の価格で購入できるようにすることで、自社の株価が上がることを目的としているのではないだろうか。また、買収対策・防衛では自社株買いで価格を引き上げ、自社の保有率を高めることにより買収から身を守っているとも考えられる。このように、企業は「株式分割」や「自社株買い」をすることで、最終的に自社の利益となるように仕向けており、このような方法は株主還元策とは呼べないのではないだろうか。

20

25

30

第3章 内部留保と証券市場

第1節 内部留保が証券市場に与える影響

ここでは内部留保の増加と証券市場の相関性について考える。

5

図表 3-1 上場株式売買構成比（2016 年）

10

取引所	売買金額（百万円）	構成比
東京	691,102,578	99.978%
名古屋	82,877	0.012%
福岡	17,209	0.002%
札幌	51,288	0.007%
合計	691,253,953	100%

（出所：公益財団法人 日本証券取引所「図説 日本の証券市場 2018 年度版」

15

（2019）より筆者作成）

証券取引所の中で、上場株式売買構成比が最も高いのは証券取引所であり、全体の 99.978%を占めている。そこで、東京証券取引所のデータを詳しく見ていく。

20

東京証券取引所では、東証一部・二部やマザーズ・ジャスダックなどの市場がある。各市場の違いは「上場のためにクリアしなければならない基準」であり、株式公開をするとその企業の株は自由に売買できる状態となる。

25

マザーズとジャスダックは「新興市場」とも呼ばれ、成長企業が中心の市場である。新興市場は、第一部市場や第二部市場に比べ、上場基準を緩和することで、実績は乏しいが将来の成長性が見込める新興企業に資金を調達する場を提供することができる。現在日本にはジャスダック、マザーズ、セントレックス、アンビシャス、Q-board、TOKYO PRO Market という 6 つの新興市場がある。

30

その中でも、国内で圧倒的な規模を誇るジャスダックと、それに次ぐマザーズについて論じていく。まず、ジャスダックについて説明する。ジャスダックとは 2010 年に大証ヘラクレスとジャスダック、NEO の 3 つの市場が統合して形

成された新興市場である。ジャスダックは①信頼性、②革新性、③地域・国際性という3つのコンセプトを掲げる市場である。また、市場は一定の事業規模を有し、事業の拡大が見込まれる企業群を対象とする「ジャスダックスタンダード」と特色ある技術やビジネスモデルを有し将来の成長可能性に富んだ企業群を対象とする「ジャスダックグロース」の2つに区分されている。

上場審査基準

東証の上場審査基準では、次のような項目がある。

10 図表 3-2 東証一・二部の上場審査基準

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

(出所：日本取引所グループより筆者作成)

15 図表 3-3 マザーズの上場審査基準

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実行していること

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

（出所：日本取引所グループより筆者作成）

- 5 マザーズの新規上場基準には、市場第1部、第2部と同様、形式要件として、株主数や流通株式、時価総額などの流動性に係る基準、事業継続年数や上場会社監査事務所による監査などの継続的な事業活動や、適正な企業内容の開示確保に係わる基準が定められている。この他、特徴的な点として新規上場時に500単位以上の公募を求めること、そして、利益の額および純資産の額に係わる基準がないことなどが挙げられる。実質要件には、マザーズの市場コンセプトを踏まえ、『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』、『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、または整備する合理的な見込みのあること』などが定められている。

15

図表 3-4 ジャスダックの上場審査基準（スタンダード）

項目	内容
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
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

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
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	

（出所：日本取引所グループより筆者作成）

図表 3-5 ジャスダックの上場審査基準（グロース）

5

項目	内容
企業の成長可能性	成長可能性を有していること
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
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	

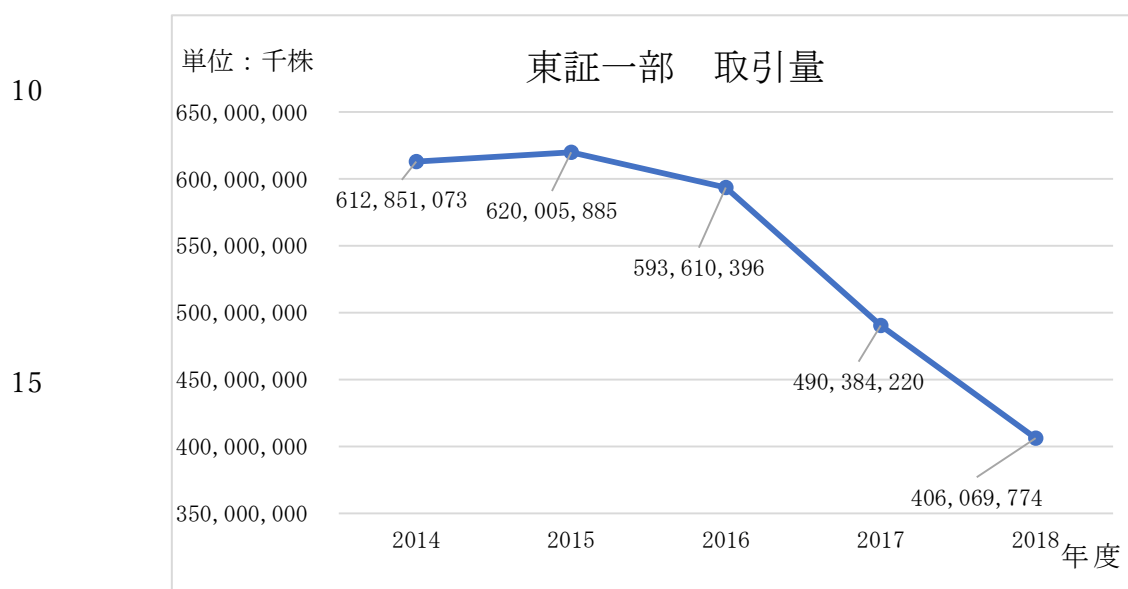
（出所：日本取引所グループより筆者作成）

- 10 ジャスダックの新規上場基準には、市場第一部・第二部同様、形式要件として株主数や流通株式時価総額、純資産の額、利益の額などを求めている。なお、上場日の流通株式時価総額は5億円以上とし、流通株式数や流通株式比率に係わる基準は設けていない。また、純資産の額、利益の額は、『ジャスダックスタンダード』、『ジャスダックグロース』の市場特性を踏まえ、異なる基準を設けている。実質要件も、『ジャスダックスタンダード』、『ジャスダックグロース』の市場特性を踏まえ、『事業活動の存続に支障を来す状況にないこと』

や、『成長可能性を有していること』などが定められている。これらの要件から市場第一部・第二部に比ベジヤスダック・マザーズは上場しやすい環境にあるといえる。

そこで、東証一部取引の取引量、取引総額、上場企業数の推移を調査したところ、
5 次のような結果となった。

図表 3-6 東証一部 取引量の推移

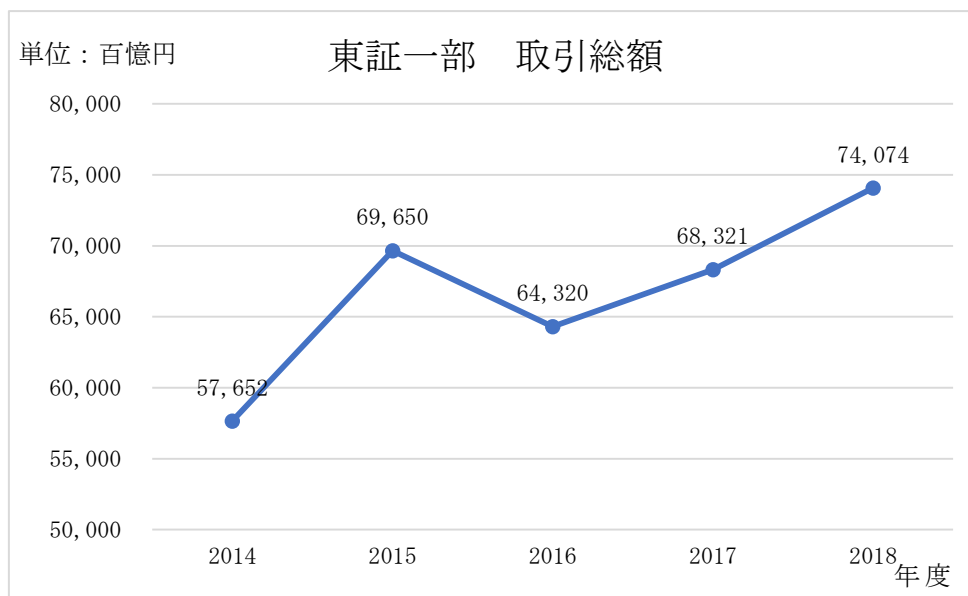


20 (出所：日本取引所グループ (2018) データより筆者作成)

25

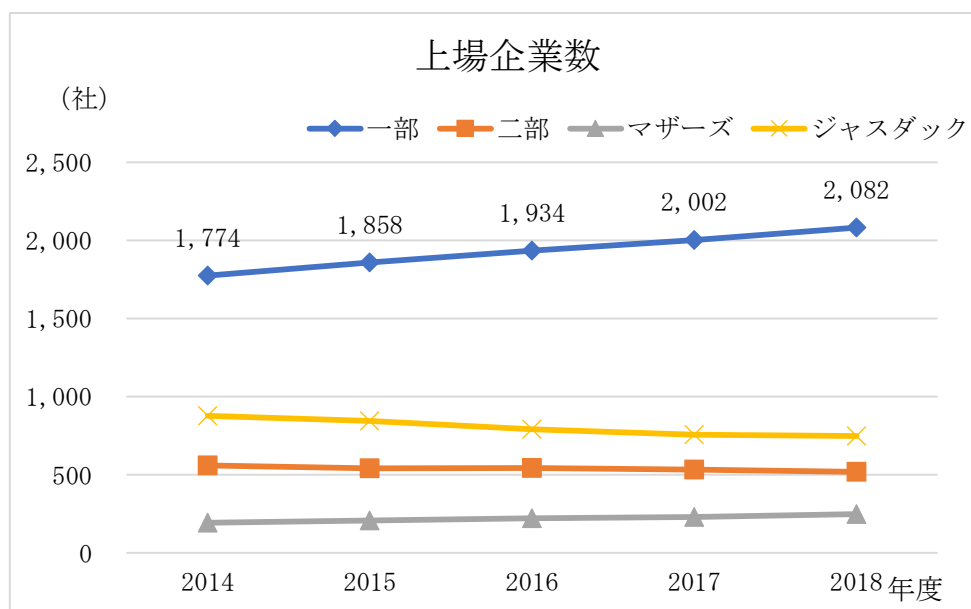
30

図表 3-7 東証一部 取引総額の推移



(出所：日本取引所グループ (2018) データより筆者作成)

図表 3-8 上場企業数の推移



(出所：日本取引所グループ (2018) データより筆者作成)

東証一部の取引量は 2016 年度から急激に減少しているが、同年度の取引総額は急激に増加している。さらに、東証一部の上場企業数は増加していることが分かる。そこで、一株当たりの取引額（取引総額÷取引量）を計算すると、次のような結果となった。

5 図表 3-9 一株当たりの取引額

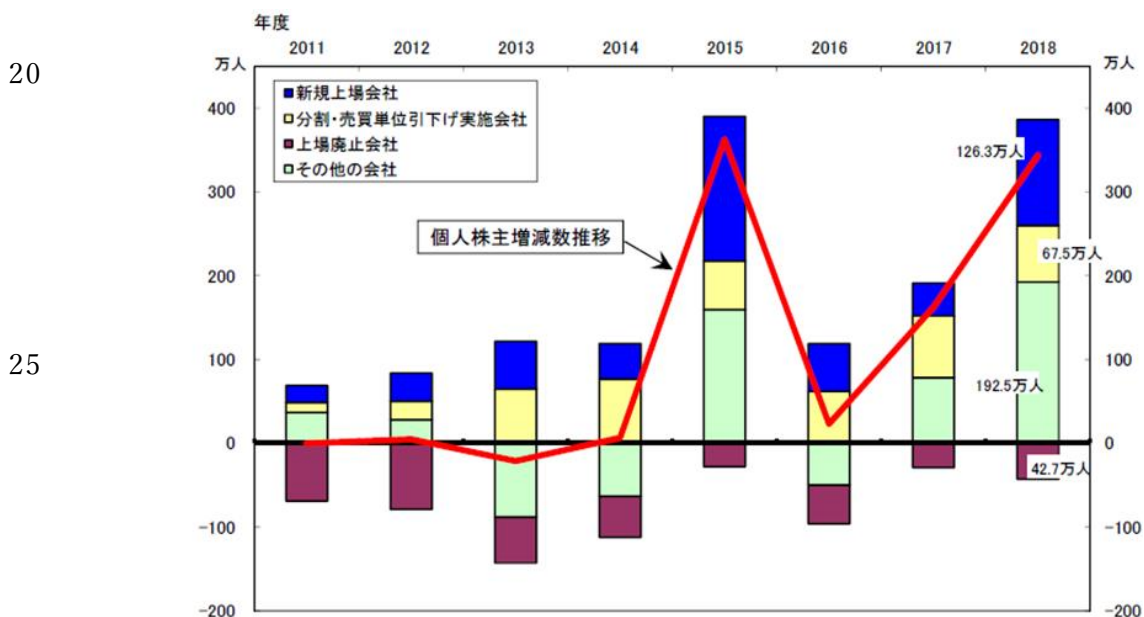
年度	一株当たりの取引額 (円)
2014	940
2015	1,123
2016	1,083
2017	1,393
2018	1,824

(出所：日本取引所グループ (2018) データより筆者作成)

2018 年度の一株当たり取引額は 2014 年度の約 2 倍も伸びていることが分かる。その要因として、2014 年度から 2015 年度にかけて個人株主数が急激に

15 したことが考えられる。

図表 3-10 個人株主数（延べ人数）増減の要因分析



(出所：2018 年度株式分布状況調査 (2019) p.3 より引用)

2018 年度株式分布状況調査によると、個人株主数は 2014 年度から 2015 年度にかけておよそ 400 万人が増加した。その背景には、「新規上場会社の増加」や「上場廃止企業の減少」さらに、新規上場会社及び株式分割・売買単価引き下げや実施会社のいずれにも該当しない「その他の会社の増加」も急激に増加したことが挙げられる。また、2015 年度から 2016 年度にかけて伸び率は減少するものの、2018 年度まで個人株主数は増え続けている。

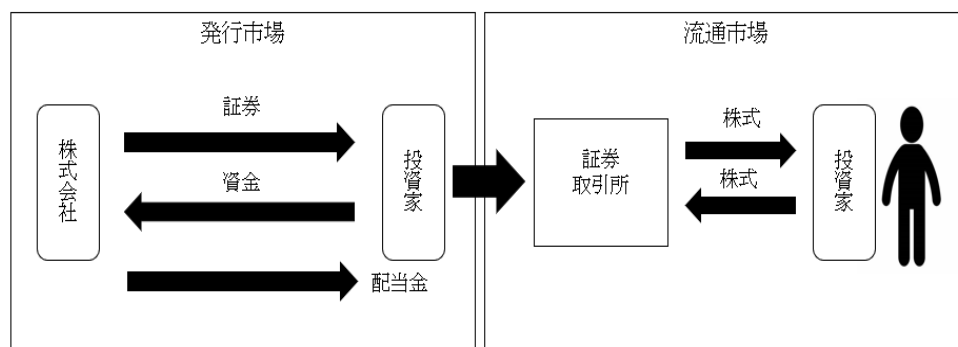
しかし、先ほども挙げたように 2018 年度時点で、個人投資家が 17.2%、機関投資家が 82.8%であり、やはり個人投資家はまだまだ少ないという印象である。

第 2 節 証券市場の活性化

証券市場の活性化とは、どのような状態を指すのか。取引量の増加、取引額の増加、日経平均株価の上昇、企業数の増加、売上高の上昇など様々な意見があるが、本当にこれらは証券市場の活性化と言えるのだろうか。ここでは、証券市場の活性化について論じる。

我々は、発行市場が円滑に機能するためには流通市場の存在が不可欠であり、両市場のバランスがとれた状態こそが証券市場の機能を果たすことに繋がると考える。株式が発行されるためには流通市場の整備が必要であり、反対に流通市場が円滑に機能するためには新規の株式の発行が適度に行われることが必要となる。このように、発行市場と流通市場は密接に関わり合っている。

図表 3-11 流通市場と発行市場 株式の流れ



(出所：筆者作成)

以上のことから、流通市場を円滑に機能させるためには新規株式の発行が必要であると言える。

そこで、我々は発行市場を活発にさせる方法として IPO の増加が重要である
5 と考える。IPO (Initial Public Offering) とは、企業が公開に先立って不特定多数の投資家向けに株式を発行することである。つまり、新規に株式を公開し、株式市場で売買が可能となる。

これらを踏まえた上で、我々は証券市場の活性化を「ベンチャー企業による IPO の増加」と定義する。ベンチャー企業とは、新たなサービスやビジネスを展開する事業のことであり、将来性はあるが財政的に厳しく、投資機関から援助を
10 受けている。このベンチャー企業が IPO を行うことで、多くの投資家の目に留まり、支援をしてもらうことで新たなサービスやビジネスを展開し、成長すると考える。

15

20

25

30

第4章 今後の証券市場について

第1節 課題

日本の総企業 99.7%を占め、雇用の約7割を支えている中小企業は、日本経済の柱でもあり、地域経済の発展には欠かせない存在でもある。その中でも、

- 5 日本の産業のイノベーションを促進し、証券市場の活性化、日本経済の成長を図るためには、新しい技術やビジネスモデルを有し、大きなビジネスリスクがありながらも新規事業に挑戦するベンチャー企業やスタートアップ企業の成長が大切であると考え。ベンチャー企業やスタートアップ企業の企業段階や成長段階における最大の難関は資金調達である。担保能力に限界があることや、
- 10 売り上げが充分にないことから、利子の支払いに充てる余裕がない等、間接金融の資金調達では限界があり、直接金融による資金調達がどれだけできるかで、初期の成長の運命を左右する。

直接金融によるベンチャー企業の資金調達は、エンジェル投資家、ベンチャーキャピタル、新興株式市場上場などの多様な資金調達があり、これらの資金

15 調達手段がベンチャー企業の成長に合わせて切れ目なく提供される環境を構築することが重要であると考え。

エンジェル投資家

エンジェル投資家は創業段階の企業に投資する投資家のことである。返済義務もないため企業にとっては文字通り天使のような存在である。エンジェル

20 投資家がベンチャー企業に対して果たす役割は、起業初期の貴重な資金調達先となることと、経営への参加や株主としてのアドバイスによって、エンジェル投資家の有する事業経験や専門知識などがベンチャー企業の事業経営に生かされるという事業経営的側面の役割を担うことだ。我が国においても、ベンチャー企業創業経験を有する経営者を中心に、エンジェル投資が行われているもの

25 と見られるが、具体的な投資規模等に関するデータはなく、米国・英国に比較すると投資活動は活発でないとの見方が一般的である。

現在では、各地でベンチャー企業や、スタートアップ企業とエンジェル投資家をつなぐための交流会やイベントが行われているが、いまだにエンジェル投資家が多いとは言えない状態である。仕組みを構築して改善していく必要がある。

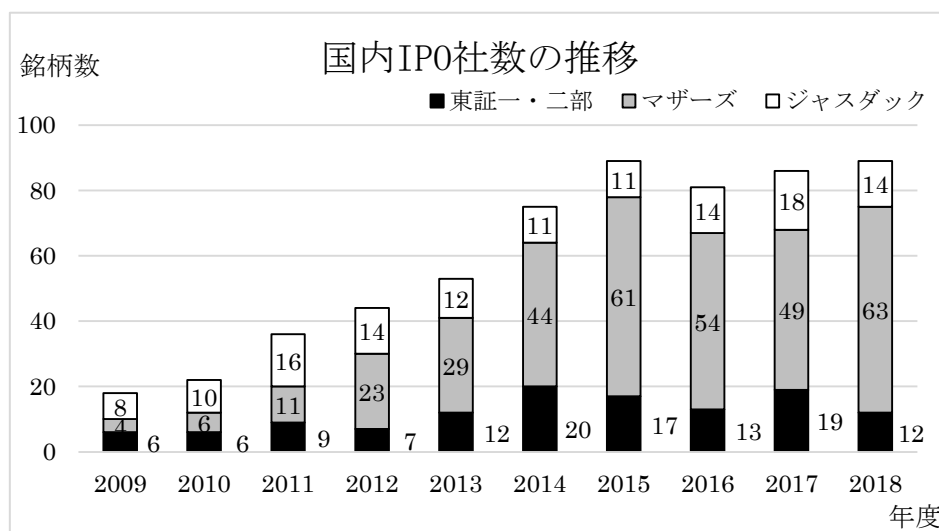
30

ベンチャーキャピタル

ベンチャーキャピタルとは、ハイリターンを狙ったアグレッシブな投資を行う投資ファンドのことで、プライベート・エクイティのひとつである。主に未上場企業に対して投資を行う。資金を投入するだけでなく、経営に関わることもあり、経営陣の指導などその業務は多岐にわたる。ベンチャーキャピタルは、自己資金で運用しているのではなく、投資家から預かった資金で投資を行っているため、どの会社にも投資をしているわけではない。IPO が狙えるか、成長性があるか、社長や役員に魅力があるか、独自の技術があるかを判断して投資先を選ぶために、厳しい基準がある。ベンチャーキャピタルの基準に届かずに廃業してしまう企業も少なくはない。そこで我々は、ベンチャーキャピタルの基準をクリアするまでのサポート体制を整えることが大切であると考えている。

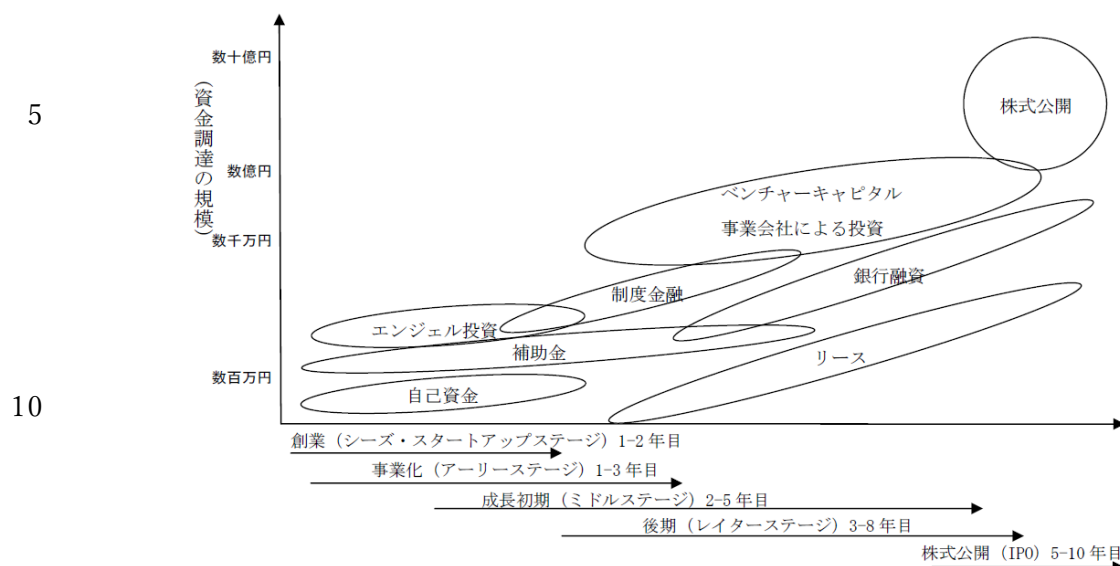
第3章第2節でも説明したように、我々は証券市場の活性化を「ベンチャー企業による IPO の増加」と定義している。国内 IPO 社数の推移を見てみると、新興市場であるマザーズ・ジャスダックに上場している企業が多いことが分かる。しかし、2018 年度の新興市場の取引総額割合は 5.3%とわずかであった。このことから、日本のベンチャー投資は活発化していないと言える。

図表 4-1 国内 IPO 社数の推移



(出所：東京証券取引所 上場推進部長 横田雅之 (2019)「ベンチャー育成と IPO」より筆者作成)

図表 4-2 ベンチャー企業の成長段階に応じた資金調達



（出所：大和総研（2012）「ベンチャー企業の資金調達」より引用）

ベンチャー企業が IPO を行うまでには、以下の事業ステージがある。

事業ステージ

1. シード（事業コンセプトを構築している段階）
2. スタートアップ（製品・サービスは開発されたが、まだ販売は行っていない段階）
3. アーリー（製品・サービスの販売は開始したが、まだ赤字の段階）
4. ミドル（黒字に転換した後の段階）
5. レイター（本格的に成長し、株式公開も視野に入れている段階）
6. 新規株式公開（IPO）

スタートアップのライフサイクルには「死の谷」がある。「死の谷」とは自己資金を使い終わってからベンチャーキャピタルの支援を受けるまでの期間をいう。ベンチャーキャピタルは一定の事業の見込みがあるアーリーステージに出資をするが、その前段階のシードステージには出資しない。そのため、スタートアップはその期間の資金繰りが苦しい状態にある。

アメリカではこの時期にエンジェル投資家が活躍している。ACA の調査によると、2016 年のアメリカのエンジェル投資家の年間投資額は 240 億ドル、投資したスタートアップは 6.4 万社以上であり、この 2 年間に投資したエンジェル投資家は 30 万人を超えている。また、エンジェル投資家の潜在的な規模は 400 万人と言われている。2018 年には 68 の主要な「エンジェル投資家グループ」が 905 社に 1170 件の投資をし、投資総額は 2 億 2800 万ドルであった。さらに、その半分以上はシード、アーリーステージへの投資を占めている。

一方、日本ではエンジェル投資家の存在感が極めて薄い。経済諮問委員会の調査によると、2011 年度のエンジェル投資は約 9.9 億円で、投資件数は 45 件であった。また、2010 年の投資家数は 834 人にすぎない。日本でもエンジェル投資家は増加しているが、スタートアップを支えるエンジェル投資家が少ないことが大きな課題と言える。

第 2 節 提言・展望

15 提言 スタートアップエンジェル連携推進協議会の普及・推進

我々は、ベンチャー企業の IPO を増加させる方策として、起業家とエンジェル投資家のコミュニティを活発化させることが重要であると考えます。

「スタートアップエンジェル連携推進協議会」は、現在中小機構が行っている活動である。中小機構とは、国の中小企業の中核的な実施機関として、起業・創業期から成長期、成熟期に至るまで、企業の成長ステージに合わせた幅広い支援メニューを提供している組織である。地域の自治体や支援機関、国内外の他の政府系機関と連携しながら中小企業のサポートを行っている。現在は、各地方 10 か所に本部が存在する。

「スタートアップエンジェル連携推進協議会」は、通称 SANA (Startup Angel Network Association) と呼ばれ、エンジェル投資家が構築するベンチャー支援のための連携組織の活動とその相互連携・協力を促進させる機関である。SANA の活動内容は以下の通りである。

5

① 国民のエンジェル投資に対する社会的認知を高め、経済的意義への理解を深めるとともに、より多くの方々がエンジェル投資に取り組む環境を整備する。

10

②エンジェル投資家を志す方々にエンジェルネットワークを紹介し、これに参加することでエンジェル投資の方法を習得し、実践する。

③エンジェルネットワークにシード期のエンジェルネットワークや関連機関の連携・協力を進め、エンジェル投資家の成功を後押しする。

(スタートアップエンジェル連携推進協議会 HP より引用)

15

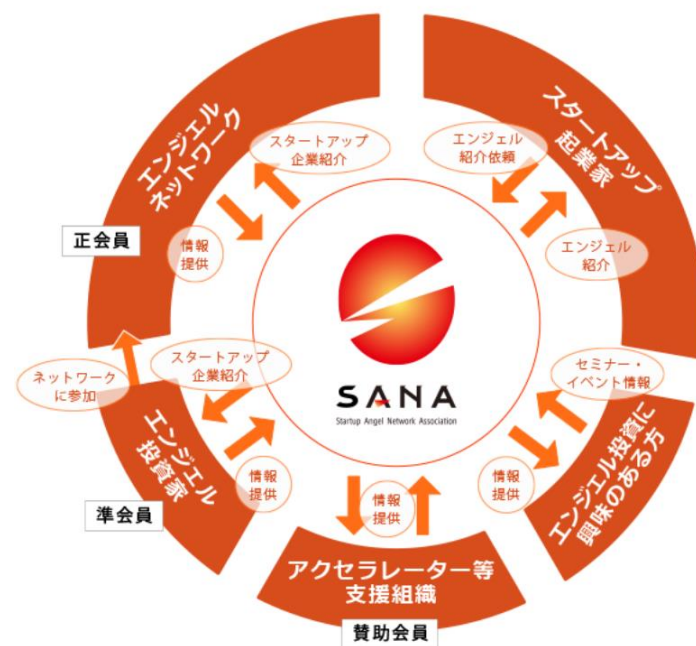
このようにして相互連携・協力を行うことにより、エンジェル投資家の増加とベンチャー企業の資金調達の円滑化を図ることが可能となる。また、「スタートアップエンジェル推進協議会」では、利益を第一の目標としておらず、ベンチャー企業の創出・成長に寄与することを目指しているため、双方が参加しやすいのではないかと考える。

20

25

30

図表 4-3 SANA (Startup Angel Network Association) の取り組み



(出所：中小機構 SANA スタートアップエンジェル連携推進協議会 HP

より引用)

具体的には、図表 4-3 の通り SANA と起業家、支援組織、エンジェル投資家などのコミュニティがあることで、起業家の資金調達は円滑になるだろう。SANA の活動に加え、会員制のシェアオフィスなどのサービスを展開していき、起業家同士のコミュニティの場を与えることを提言する。ビジネスを行う際には、1 社だけでなく他企業との関りが大切だと考える。今は小さいスタートアップやベンチャー企業同士が協力していく仕組みが大切となるため、シェアオフィスの存在が大きいと我々は考える。

25 展望 企業の投機を投資へ

企業が生み出した利益（内部留保分）の一部をベンチャー企業・スタートアップの貴重な資金調達源泉になることを望んでいる。創業初期段階の企業を成長させることは日本経済を発展させるために重要であることは第 4 章第 1 節で論じた。これはつまり、新規の企業を成長させ続けないと経済はどんどん縮まってしまうということである。しかし、現時点での日本企業は短期的な利益を

求めた投機が多く見られ、近年では海外企業への投資が増加している。これらに対し、我々は新規の企業を育てることが大企業の社会的責任であると考え。今では大企業となった企業でも、創業当初は多くの組織から資金を調達し、事業を拡大・成長させてきた。これを踏まえ、大企業は内部留保をするのではなく、成長性のある新規の企業に投資すべきである。新規の企業は、資金を調達した企業に対し、株式を提供する。投資側は、CSRの一環として投機ではなく投資を行う。このように日本企業は支えあっていくべきであると考え。

10

15

20

25

30

終わりに

本論文では、内部留保における証券市場の活性化の阻害について考え、ベンチャー企業に着目して現状や課題を述べた後に証券市場の活性化を「ベンチャー企業による IPO の増加」と論じた。提言として「スタートアップ連携推進協議会」の普及・推進を、展望として内部留保をしている企業の、新規企業への投資を述べた。

ベンチャー企業における資金調達が困難な、「死の谷」機関での外部からのサポートを徹底するために必要なのが「スタートアップ連携推進協議会」の普及・推進である。創業間もない企業とエンジェル投資家の交流の機会が増え、繋がるが多くなるだろう。そうなれば自己資金での負担が減少し、経営のアドバイスを受けることができるため、IPO に向けて良いスタートダッシュが切れる。さらに、より多くの企業が上場し株式を公開することで、証券市場だけでなく日本経済も成長していくであろう。

「証券市場の活性化を達成するための内部留保額」については企業の規模や経営状況により異なり、設定することは困難であると判断したため触れていない。

内部留保の使途については、企業が生み出した利益（内部留保分）の一部をベンチャー企業・スタートアップに投資をすることで、貴重な資金調達源泉になるだろう。新規の企業へ大企業が投資を行うことにより IPO をより確実なものにしてもらいたい。新規の企業を育てあげることが企業の社会的責任（CSR）であり、過剰に内部留保をするのではなく「投資」を行うことが証券市場の活性化へとつながるのではないだろうか。今後の証券市場において、我々は日本の企業同士が支えあっていくことが必要であると考え、証券市場の活性化へと繋がることを願っている。

参考文献

- 唯学書房 小栗崇資, 谷江武士, 山口不二夫 (2015) 「内部留保の研究」
- 東洋経済新報社 金子隆 (2019) 「IPO の経済分析」
- 学習の友社 小栗崇資, 谷江武士 (2015) 「内部留保の経営分析」
- 5 新日本出版社 企業分析研究会 (2018) 「現代日本の企業分析」
- 秀和システム 石原敬子 (2017) 「株・証券用語がよ〜くわかる本 第4版」
- <アクセス>
- 労働総研・労働状態統計分析研究会 藤田宏 (2012) 「内部留保をめぐるいくつかの議論についてー内部留保の活用は可能である」
- 10 www.yuiyuidori.net/soken/ape/2011/data/110608_01.pdf
- 財務省「法人企業統計」(2019)
- <https://www.mof.go.jp/pri/reference/ssc/results/data.htm>
- 調査及び立法考査局経済産業課 鈴木絢子 (2014) 国立国会図書館「企業の内部留保をめぐる議論」
- 15 [dl.ndl.go.jp > view > download > digidepo_8795835_po_0836](http://dl.ndl.go.jp/view/download/digidepo_8795835_po_0836)
- 小栗崇資 (2017) 「大企業における内部留保の構造とその活用」
- http://wwwbiz.meijo-u.ac.jp/SEBM/ronso/no17_4/06_oguri.pdf
- 財務省財務政策研究所 (2018) 「日本企業の現預金保有行動とその合理性の検証」
- <https://www.mof.go.jp/pri/research/seminar/fy2018/ws20180622.pdf>
- 20 NRI 野村総研研究所 HP (2019)
- <https://www.nri.com>
- 政策研究報告書 前川真有美, 本多美聡 (2017) 「内部留保はなぜ増加するのか」
- <http://mn.eco.saga-u.ac.jp/drinkers.pdf>
- 日本取引所グループ HP (2019)
- 25 <https://www.jpx.co.jp>
- 名古屋証券取引所 (2019) 「2018 年度株式分布状況調査について」
- www.nse.or.jp
- 公益財団法人 日本証券取引所 (2019) 「図説 日本の証券市場 2018 年度版」
- <http://www.jsri.or.jp/publish/market/index.html>
- 30 石村耕治 (2013) 「法人留保金課税制度の日米比較」

- <https://hakuoh.repo.nii.ac.jp>
日本銀行 HP (2019)
https://www.boj.or.jp/research/wps_rev/mkr/data/kmr02j07.pdf
東京証券取引所 上場推進部長 横田雅之 (2019)「ベンチャー育成と IPO」
- 5 <http://www.camri.or.jp/files/libs/1257/201904041128266374.pdf>
大和総研 (2012)「ベンチャー企業による資金調達」
<https://www.dir.co.jp/report/research/capitalmkt/securities/12030201capital-mkt.pdf>
三井住友カード ビジトラ (2018)
- 10 <https://www.smbc-card.com/hojin/magazine/bizi-dora/finance/venture-capital.jsp>
日本電子計算株式会社 HP
<https://www.jip.co.jp/report/detail.php?report=00104>
EY Japan 株式上場の基準/IPO の基準
- 15 <https://www.eyjapan.jp/services/assurance/ipo/ipo-basic/02.html>
日本大学 鶴田大輔研究会 (2016)「企業の設備投資促進に関する実証分析」
http://www.eco.nihon-u.ac.jp/eco_kyouin/tsuruta/ts2016_setsubi.pdf
東洋経済プラス (2019)「アメリカで活躍するエンジェル投資家の正体」
<https://toyokeizai.net/articles/-/305100>
- 20 内閣府経済社会総合研究所 (2017)「労働分配率の低下と企業財務」
<http://www.esri.go.jp/jp/archive/bun/bun195/bun195b.pdf>
日本銀行ワーキングペーパーシリーズ (2008)「企業の流動性資産保有と投資の決定要因について」
https://www.boj.or.jp/research/wps_rev/wps_2008/data/wp08j05.pdf
- 25 日本銀行調査統計局 (2019.3)「資金循環の日米欧比較」
<https://www.boj.or.jp/statistics/sj/sjhiq.pdf>
トヨタ自動車 (2019.3) 決算要旨
https://global.toyota/pages/global_toyota/ir/financial-results/2019_4q_summary_jp.pdf
- 30 金融庁 (2016.4)「スチュワードシップ・コード及びコーポレートガバナンス・

コードのフォローアップ会議」及び「金融審議会（ディスクロージャーワーキング・グループ）について」

<https://www.kantei.go.jp/jp/singi/keizaisaisei/jjkaigou/dai41/siryou2.pdf>

5

お金と株式投資の学び場 HP(2019)「ベンチャーキャピタル（VC）が IPO 銘柄に与える影響と収益の仕組み」

<https://kabu-maga.com/manabi/ipo-venture/>

野村資本市場クォーターリー（2019）塩島 普

10 <http://www.nicmr.com/nicmr/data/market/stock.pdf>

中央大学国際会計研究科（2003. 6）「証券市場の問題点と活性化一年金運用から見てー」

<http://www.jsri.or.jp/lecture/data/030618.pdf>

資本市場クォーターリー（2001）淵田康之「証券市場活性化対策の在り方について」

15

<http://www.nicmr.com/nicmr/report/repo/2001/2001win01.pdf>

証券市場活性化関係閣僚等による会合（2003. 5）「証券市場の構造改革と活性化に関する対応について」

<https://www.kantei.go.jp/jp/kakugikettei/2003/0514syouden.html>

20 大和総研（2014. 7）「日米株式市場の相違点」

https://www.dir.co.jp/report/research/capital-mkt/securities/20140728_008797.pdf

祝迫得夫（2017）「日本における高頻度取引の現状について」

<http://www.jsda.or.jp/about/iwaisakoronbun.pdf>

25 日本証券アナリスト協会（2014）「東京証券取引所における High-Frequency Trading の分析」

https://www.saa.or.jp/journal/prize/pdf/2014_hosaka.pdf

日本証券取引所（2014. 5）「JPX ワーキング・ペーパー」

https://www.jpx.co.jp/corporate/research-study/working-paper/tvdivq0000008q5y-att/JPX_working_paper_No.4.pdf

30

株式会社グループ 高野哲治（2019）「近年の IPO 市場動向」

https://www.fukoku-life.co.jp/economy/report/download/analyst_VOL297.pdf

就活の未来 HP(2019)

5 <https://shukatsu-mirai.com/archives/38290>

株式会社 野村総合研究所（2015）「企業・ベンチャー支援に関する調査」

https://www.meti.go.jp/meti_lib/report/2015fy/001074.pdf

中小機構 SANA スタートアップエンジェル連携推進協議会 HP

<https://sana.smrj.go.jp/>

10

15

20

25