

平成 27 年度春季セミナー大会

我が国の証券・流通市場の 活性化について

5

中央大学証券研究会

10

1. 証券の定義

1.1. 証券とは

証券とは財産上の権利を表すものであり、有価証券と証拠証券とに大きく二つに分類することができる。証拠証券は預金証書や保険証書といった財産上意味のある事実が記載された証明書であり売買の対象にはならない。有価証券は財産的価値のある私権を表章する証券であり、権利の移転・行使が証券によってなされるもののことである。

1.2. 有価証券について

有価証券はさらに貨幣証券、商品証券、資本証券の三つに分類することができる。貨幣証券は手形、小切手などの貨幣に対する請求権を表章するものである。商品証券は倉荷証券、船荷証券、貨物引換証などの物権的請求権を表章するものである。資本証券は債券、株式などの資本および利子や配当に対する権利を表章するものである。これらのうち、証券市場で取引されている有価証券は資本証券であり、具体的に証券取引法という法律によって限定列挙されている。

よって本論分のテーマは証券市場の活性化ということなので、資本証券のことを中心に述べていくものとする。

20 2. 直接金融のメリット

2.1. 企業の資金調達方法

企業が事業の運営のための資金を調達する方法として、銀行や信用金庫といった金融機関から融資を受けて資金を調達する間接金融と、株式や債券など有価証券を発行し、証券市場を通し不特定多数の投資家から資金を調達する直接金融という二つの方法がある。

2.2. 間接金融

間接金融は金融機関から資金提供を受けるという関係から、金融機関の利益になる融資、つまり金融機関が確実に資金を回収できるような融資でないと融資を受けにくいという難点がある。そのため事業が軌道に乗るか否か定かでないベンチャー企業や規模が小さいが故に信頼度の低い中小企業の資金調達には

不向きである。

2.3. 直接金融

5 直接金融において、株式会社は有限責任であるため会社が損失、いわゆる赤字を出しても返済の義務を負うことはない。よって株式や債券といった資本証券の発行は、一個人や一金融機関では引き受けることができないような大きな信用リスクを多数の資金提供者で分担し、更に市場での換金性を付与することによって、本来短期資金にしかなりえない資金を長期資金に転換できるというメリットが存在する。また債券の発行が一般的な借り入れと異なる点は、債券自体が借用証書と異なり転売可能であるということである。

10

3. 証券市場とは

3.1. 発行市場と流通市場

証券市場とは債券や株式などの有価証券が新たに発行される発行市場と、発行された有価証券が売買を通じて流通していく流通市場を総称するものである。

15 発行市場は、国や地方自治体、民間企業あるいは外国企業などの経済主体が公社債や株式を発行し投資家から資金を調達する市場のことで、資本調達市場とも呼ばれている。

有価証券の発行方法として、発行者が投資家との間の直接の当事者となる直接発行と、金融機関や証券会社などの仲介者を介在させて行う間接発行に大きく
20 分けられる。また、取引対象を特定しない公募と、対象を特定、あるいは制限する非公募(私募、縁故)に分けることができる。

流通市場とは発行された証券に流通性を付与する役割を持っており、発行市場の機能を円滑化させると共に、投資家に資金運用の場を提供している。また流通市場は証券取引所が開設している取引所市場とそれ以外の店頭市場に分け
25 られており、それぞれ取引所取引、店頭取引と呼ばれている。

3.2. 取引の種類

取引所取引は日本全国 8 か所の証券取引所で行われており、投資家は取引所会員である証券会社を通じて取引に参加している。そこでの取引の対象は上場証券に限られており、競争売買による取引が行われている。

30 店頭取引は、取引所取引以外の取引で、証券会社と投資家との相対売買によ

って取引が行われる。

証券市場には代表的なものとして株式市場と公社債市場が存在するが、株式市場は取引所取引が中心で、公社債市場は店頭取引が圧倒的な割合を占めている。

5

4. 株式

4.1. 株主とは

株式とは、一般的には有価証券である株券と同義で用いられるが、法律적으로는、株式会社の出資者（株主）がその企業に対して有している持分、つまり、株主としての地位そのものを指す。その持分を有価証券という形で表章したものが株券である。

10

4.2. 株式の種類

株式は、株主の権利内容によりさまざまに分類される。

15

① 普通株式…株主の権利になんらの特典や制限のない株式で、通常「株式」という場合には、この普通株式のことをいう。

20

② 優先株式…配当や残余財産の分配について、普通株式よりも優先権が与えられている株式のことである。ただし、議決権については定款の規定により付与しないことができる。優先株式には、いったん優先配当を受けた後に残余財産についても参加できる「参加型」と優先配当が固定されている「非参加型」、ある期の配当が優先配当に満たなかった場合に翌期に不足分を請求できる「累積型」と、請求できない「非累積型」など、いろいろなタイプのものがある。

25

③ 劣後株式…配当や残余財産の分配について、普通株式よりも劣後的な地位におかれる株式のことである。

④ 転換株式…ある株式を他の種類の株式に転換できる権利を認めた株式である。たとえば、普通株式への転換を認めた優先株式などがある。

⑤ 償還株式…発行されてときから償還が予定されている株式のことである。

5. 日本国内における証券市場の歴史

5.1. 明治期から第二次世界大戦後

日本での証券市場の歴史は明治時代までさかのぼることができる。産業革命を起こした西洋の近代国家を見本に日本も明治以降近代化を進め、その過程で株式会社や証券市場に関する仕組みやルールが取り入れられるようになった。1870年に日本で初めて誕生した証券である日本国債がロンドンの証券市場で発行、売買が行われるようになった。当時の日本国債の主な目的は鉄道の建設費用を調達することであった。当時経済的に世界で最も繁栄していたイギリスのポンド建てで国債を発行することで海外の投資家をターゲットに資金集めを行っていた。また国内では、1878年に東京と大阪に株式取引所が設立された。

1880年代後半以降、株式会社の設立ブームが到来し、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になり、それに伴い証券取引所の取引内容も、以前の公債中心から、株式中心へとシフトしていった。しかしその後、第一次大戦の戦時特需終焉による戦後恐慌、1915年に発生した関東大震災による震災恐慌、1929年の世界恐慌の影響を受け発生した昭和恐慌によって経済の混乱が続き、株式市場も長期的な低迷を余儀なくされた。こうした不況に対して高橋是清蔵相のもとで行われた金輸出再禁止、赤字公債の日銀引き受けを伴う財政の拡大、低金利対策推進、の三本柱からなるデフレ克服策により昭和恐慌を世界に先んじて脱出することができた。

第二次大戦後の1948年にはアメリカの証券諸法を模範とする新証券取引法が公布され、法に範をとった新証券取引法が公布され、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①金融機関の証券業務の兼営禁止、②証券業者の地位確立と証券業者の登録制採用、③投資家保護の立場から公募有価証券の届出制採用、④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、⑤市場監視機構として証券取引委員会の創設、の5点に集約される。その後、証券取引法にもとづき、証券取引所が再開された。そして取引3原則により現物取引が主体となった。

5.2. 高度経済成長期からバブルまで

1961年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証券不況になった。しかし日銀特融の発

動により証券恐慌にはならなかった。その後、時価発行公募増資の盛行によって株式発行・流通市場の急拡大、急膨張によりバブル経済が広がった。1989年から6回にわたって行われた公定歩合の引き上げと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実体経済を次第に圧迫し始め、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たことなどにより金融不安が表面化し始め、株価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。さらには株式発行市場の機能も大きく停滞した。資産デフレの深刻化に歯止めがかからず、大手金融機関の経営破たんが相次いだ。

10 5.3. バブル崩壊後か 21 世紀に入って

1998年には、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、金融システムはひとまず沈静化された。しかし2000年、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下落を契機に、日本の株価市場も再び下落傾向に転じた。

15 こうした株価の崩落過程で、戦後形成されていた株式持ち合い体制が崩れ、それに伴い株主構成が劇的に変化した。また、買収ファンドや新興企業によるM&Aが活発化して、社会的にも注目を集めた。しかし、その後の世界的な金融危機によってこれらの動きは不活発になる。株価は回復傾向を辿ったが、2007年の世界的な金融危機により、2009年には大きく下落した。最近ではギリシャ財政危機がヨーロッパ諸国に波及する懸念が高まったことを背景に日経平均株価は下落している。

1990年代半ば以降は、従来の漸進的な金融自由化の進め方を根本的に見直して、大胆かつ全面的な自由化、言い換えれば、金融改革の元祖であるイギリスのビッグバンを凌ぐような抜本的かつ包括的な金融システム不安の根底にある不良債権処理と金融大革命を同時並行的に進め、5年間のうちに改革を完了するとした金融システム改革構想が1996年に打ち出された。この金融システム改革構想(日本版金融ビッグバン)の基本的な理念は、フリー、フェア、グローバルであった。具体的には、(1)投資家・資金調達者の選択肢拡大、(2)金融仲介者のサービスの質の向上・競争促進、(3)利用しやすい市場の整備、(4)公正・透明で信頼できる市場構築に向け情報提供の充実・徹底と取引ルールの明確化、

の4つがテーマとなっていた。イギリスのビッグバンが証券市場と証券業界の改革であったのに対して、日本版金融ビッグバンは金融システムと金融業界全体を巻き込んだ包括的でより大規模な改革であった。

1996年にスタートした金融ビッグバンは、2000年度末で一応完了した。しかしこの間、実体経済の長期低迷、金融不安の発生、株式市場の不振などもあって、現実の証券市場は依然として活力を欠いた状態が続いた。このような状況を踏まえ、2001年以降に(1)金融商品販売法の制定、(2)会計基準の改正と企業情報開示の充実、(3)証券仲介業制度の開始、(4)投資スキームの増大、(5)株式をめぐる制度変更、(6)証券決済システム改革、(7)会社法の執行、のような証券市場の機能強化に向けた改革・整備策が推進された。

6. 日本の家計の資産構成について

6.1. 日本の家計の資産構成の内訳

日本では世界の先進国に比べ資産構成の中で現金、預金の割合が多く占められているといわれていた。それでは現在の日本人の家計における資産構成はどう変化しているのでしょうか。

「日米欧比較の資金循環統計の家計資産内訳 2015年第2四半期」のデータを引用すると、家計のうち現金・預金が53.1%、株式・出資金は9.1%、投資信託が5.0%、債券が1.8%と未だ日本人が家計において現金や預金に重きを置いていることがわかる。

対してアメリカは現金・預金が13.1%、株式・出資金が33.5%、投資信託が13.1%、債券が5.0%と現金の割合が日本と比べ4分の1以下であり、株式・出資金、投資信託、債券の合計の割合は日本の3~4倍となっている。

またユーロエリアにおける家計資産構成の割合は現金・預金が34.5%、株式・出資金が17.7%、投資信託が7.3%、債券が6.0%と日本とアメリカの間といったところである。

この通り日本の家計の資産構成は未だ現金・預金が大きな割合を占めており、これらをいかにして株式や投資信託、債券の方にシフトさせていくかが証券市場の活性化のカギとなるであろう。

では今まで現金や預金に重きを置いていた有価証券などにまったく関心のない

かった人々、あるいは関心があっても自分で購入するのをためらっていた人々をどのようにして証券市場に参加を促すことができるだろうか。我々はこの有効策として投資信託の活用を考える。

5 7. 投資信託

7.1. 投資信託とは

投資信託とは、複数の投資家から集めた資金を集めた上で、専門機関が投資家に代わって主として株式や債券などの有価証券で運用し、そこで得られた収益を投資金額に応じて投資家に分配する金融商品のことを言う。投資信託の場合、信託財産の運用についての指図を行う投資信託委託会社(委託者)が、受益証券の売り出しにより一般投資家(受益者)から資金を集め、これを信託会社または信託業務を営む銀行(受託者)に信託する。そして信託銀行等では、受託した財産を委託者の指図に従って有価証券を中心に運用し、運用収益を分配金・償還金として受益者に還元する。このように委託者が受益者の利益向上をめざして受託者に運用を指図することにちなみ委託者指図型と呼ばれる。

これに対し、委託者を置かずに投資家(受益者=委託者)と信託会社(受託者)の二者で構成され、受託者となった信託銀行が信託契約に基づいて運用する投資信託も存在し、これらは委託者非指図型と呼ばれる。

これら投資信託は、銀行預金とは異なり元利金の保証は付されていないが、価格上昇に伴うキャピタルゲインが期待できる。その意味で、投資信託は投資家に対し簡便で効率的な証券投資機会を提供する一方、証券市場の活性化・安定化に資するという機能・役割をも担っている。

7.2. 投資信託の種類

投資信託では多種多様な資産運用ニーズにこたえるため、バラエティに富んだ数多くの商品が提供されている。株式投資信託と公社債投資信託の二つに大別することができる。株式投資信託は、株式の組み入れが可能である投資信託のことであり、公社債投資信託では株式組み入れは一切行われない。両者ともいつでも購入可能な追加型(オープン型)と購入期間が限定されている単位型(ユニット型)に分類できる。更に投資対象を基準として国内株式型、外国株式型、転換社債型などに分類することができる。

7.3. 投資信託のメリット

投資信託は一般の個別株式などにくらべ購入者(一般大衆投資家)にとって①危険分散(リスクヘッジ)②小額投資が可能③投資のプロによる運用④国境を超えたグローバルな投資の容易さなどが挙げられる。様々な株式や公債や社債を、

5 国内外すら選択して購入できる点からすべての資産が暴落することを防ぐ、あるいは片方の資産価値が下落してももう一方の資産価値が守られるようにリスクを分散することができる。また、株式投資信託は一ロ一万円という小額からの投資が可能のため、一般的な資産家だけでなくいわゆる「普通の人」も参加することが容易である。また、実際の投資は受益者である投資家ではなく、委託者である投資信託委託会社が行うので、一般人による無計画で危険な投機を行う可能性は低くなる。そして国内株式型、外国株式型など様々な組み合わせの商品が存在するため、国境を超えたグローバルな投資が投資信託によって容易となる。これは①のリスクヘッジに通ずる部分がある。

10

15 8. まとめ

これらのことから投資信託の普及び拡大が、一般大衆投資家の増加、家計の資産構成における投資の増大、ひいては国内における証券市場の活性化を起す手段として提案する。

20

出典：『日本の金融制度』（第3版）、鹿野嘉昭著、2013年、東洋経済新聞社
『資金循環の日米欧比較』、日本銀行調査統計局、2015年
25 (PDF: <http://www.boj.or.jp/statistics/sj/sjhiq.pdf>)