

平成 29 年度証券ゼミナール大会

第 1 テーマ

『今後の国内証券市場の活性化につ  
いて』

A ブロック

5

10

15

立教大学

三谷ゼミナール

渡久山班

20

## 目次

	はじめに	3
	第1章 証券市場の意義と役割	4
	第1節 証券市場の現状	4
5	第2節 証券市場	4
	第2章 企業の現状と機関投資家	8
	第1節 日本企業の現状	8
	第2節 コーポレートガバナンスコードとスチュワードシップコード	10
	第3節 国内企業の課題	13
10	第3章 家計に関する現状	15
	第1節 現状分析	15
	第2節 家計の問題点	18
	第4章 証券取引所の現状	22
	第1節 取引所の歴史	22
15	第2節 上場について	22
	第3節 取引所取引と取引所外取引	23
	第5章 発行市場とベンチャー企業	28
	第1節 発行市場の現状	29
	第2節 ベンチャー企業の資金調達	30
20	第3節 資金調達の問題点	33
	第6章 証券市場活性化に向けた提案	36
	第1節 家計に対する提案	36
	第2節 企業に対する提案	40
	第3節 ベンチャー企業に対する提案	44
25	おわりに	44
	参考文献	45

## はじめに

日本はバブル崩壊後、経済的に大きな危機を迎えた。そこで当時の橋本内閣による「金融ビッグバン」が実施された。この政策は戦後における日本の金融構造を、銀行を仲介する間接金融による資産運用、そして資金調達が主流になっていた状態から直接金融による資産運用・資金調達に切り替えることを目指した改革であった。しかし、この政策による成果は薄く、未だに間接金融が優位な状態であった。これを受け、安倍内閣では「貯蓄から投資へ」という政策が立てられた。家庭の貯蓄を証券市場に呼び込む狙いであった。しかし、確定拠出年金の導入など、様々な政策がなされたが大きな変化は見られない。

5 金融庁は「貯蓄から資産形成へ」という新しいスローガンを掲げている。家計が証券市場を通じた資産形成を可能にする環境作りに重点をおいたのである。家計の資産を証券市場における資産形成に変革する理由は少子高齢化による年金問題や企業への資金調達不足が関係している。少子高齢化により、今後、年金受給者の割合が拡大し、働き手である年金納入者の減少が大きな問題になるだろう。自らの資産を無リスクで管理するのではなく、リスクを低くてもとり、資産を運用・増加させていくことが必要となる。また日本経済は低迷を続けている。これは日本企業の国際競争力や収益性の低さや、それによる企業への資金調達不足が挙げられる。家計資産の 6 割が投資に向かわず、預金本位であることも影響している。

10 本論文は「今後の国内証券市場の活性化」がテーマである。本論文は最初に日本の証券市場に関する現状分析を行い、問題点を分析する。最後に各問題を改善する提案を行う。しかし日本経済が活性化することなしに証券市場の活性化はなされないだろう。そのため証券市場を通じて日本経済が活性化し得る提案を行う。証券市場が活性化し、家計の潤沢な資産が投資され、企業の成長資金となり、長期的に成長する企業が増加することで日本経済が回復する好循環を生むだろう。私たちの提案が今後の証券市場の活性化に寄与することを願

う。

## 第1章 証券市場の意義と役割

### 第1節 証券市場の現状

5 証券市場の意義を踏まえる上で、日本の市場の歴史から現在までに注目しておく。

2007年夏ごろから、アメリカで住宅価格が下落し、サブプライムローンの影響から欧米金融機関の流動性危機が起きた。この危機は、2008年9月15日にリーマン・ブラザーズ・ホールディングスによる破産により世界的な金融  
10 危機に発展し、世界経済は同時不況に陥った。各国は巨額の財政出動と金融緩和で危機を回避し、世界経済は新興国の成長を取り込んで回復過程に転じ始めた。日本の金融機関は欧米金融機関に比べて損失は少ないとされたが、欧米発の金融危機は日本経済にも影響を与えていた。株価は暴落を繰り返し、2012年まで低迷を続けた。その後相次ぐ規制緩和により私設取引であるPTSの利用は増加した。しかし、市場間競争は活発化せず、システムコストは増加した  
15 <sup>1</sup>。2013年に始まった安倍政権の「アベノミクス」によりインフレ期待が高まると株価は大幅に上昇し始めていたが、現在では停滞している。一方で他国での国境を越えた取引所再編が活発化しているのに対し、日本市場は世界市場でのシェアを低下させている<sup>2</sup>。こうした経営環境の変化を受け、日本市場の  
20 国際競争力強化とシステムコストの削減を目指して、2013年に東京証券取引所と大阪証券取引所が経営統合した。2014年には少額投資非課税口座(NISA)制度が開始され投資家の裾野を広げる試みが行われ始めた。

### 第2節 証券市場

25 本節ではまず証券市場の定義を、その後証券市場の役割を論じる。企業が事業を展開するにあたり、資金を調達する必要がある、企業における資金調達は

---

<sup>1</sup>日本証券経済研究所(2016)「図説 日本の証券市場 2016年版」32頁  
([http://www.jsri.or.jp/publish/market/pdf/market\\_26.pdf](http://www.jsri.or.jp/publish/market/pdf/market_26.pdf))

<sup>2</sup>同上

金融市場で行われる。金融市場は「資金余剰部門(貸し手)から資金不足部門(借り手)へ資金が融通される場」として定義され、資金の融通の仕方により2つの経路に分類することができる。1つは銀行をはじめとする金融機関を通じて資金が送られるものである。この経路は間接型金融と呼ばれ、金融機関が個人や法人からの預金を通じて資金を集め、その資金を元に企業に対して貸出を行うというものである。これは資金が資金余剰部門から資金不足部門へ金融機関を仲介し間接的に供給されているため間接型とされている。もう1つは証券市場を通じて資金が供給されるものである。この経路は直接型金融と呼ばれ、個人や機関が企業の発行した証券を購入することで企業へ資金が供給される仕組みである。これは資金余剰部門の資金が証券市場を通じて直接資金不足部門に供給されるため直接型とされている。証券市場とは「企業が発行した株式や社債を始めとする証券が取引される市場」のことであり、個人や機関は証券市場から証券を購入する。証券を購入する主体を投資家と呼び、購入を仲介する主体として証券会社が存在する。証券会社は銀行などの金融機関と異なり、売買の仲介としての役割はあるが資金過不足主体である企業の倒産などのリスクを負わず、その企業の証券を購入した投資家自身がそのリスクを負う。金融グローバル化の流れを受け、間接型金融と直接型金融の限界が指摘されるようになった。間接型金融では金融機関が負うリスクが拡大し、多様な仲介機能を実現することが困難になったことが挙げられた。直接型金融では個人投資家が必要とする情報量が膨大であることや、企業と投資家間における情報の非対称性が挙げられた<sup>3</sup>。これら両者の限界を補填し得る中間的な資金調達方法として市場間接型金融が注目されている<sup>4</sup>。この仕組みは金融機関が企業に資金を供給する間接型金融の形を取りつつ、貸出債権を証券化し、市場に流通さ

---

<sup>3</sup> 柳川(2012)「コーポレート・ガバナンス」7頁

(<http://www.saa.or.jp/saaj/gentei/dl13/z4.pdf>)

<sup>4</sup>小谷(2016)「市場型間接金融の機能とリスク-学説、歴史、実務面に注目して-」34頁

(<http://ci.nii.ac.jp/els/contents110004786109.pdf?id=ART0007522494>)

せる。投資家がそれを購入し、債券のリスクが金融機関から投資家に移転されるため直接型金融としての機能ももつ資金調達である。この市場間接型金融は証券化商品や投資信託、シンジケートローンが該当する。多くの投資家から集めた資金を投資家が運用・流動化すると同時に、金融機関が金融商品を市場に提供することで市場循環の効率化を図っている<sup>5</sup>。市場型間接金融の活用により、金融機関のリスク負担が解消される。この資金調達は企業・投資家にとって多くのメリットを享受することができるシステムとなっている<sup>6</sup>。

証券市場とは、前述した通り企業が発行する株式や債券などの証券が取引される市場である。これから本論文を展開していくにあたり「証券」の明確な定義を確認しておきたい。

「証券」は有価証券と証拠証券に分類することができる。証券市場において取引される対象となる証券は有価証券である。有価証券は一般的に無形の権利の譲渡を容易にするため当該権利を表した証券<sup>7</sup>をいい、権利と証券とが結びついている点に特徴がある。具体的には、会社が発行する株券や社債券、手形、小切手や船荷証券、国が発行する国債証券や地方自治体が発行する地方債証券など様々なものがあり、金融商品取引法上の有価証券が証券市場で売買される。証拠証券とはその他の利子・配当・収益といった投資収益を得られない投資性に欠けた「経済価値を表した紙片」<sup>8</sup>である。例えば預金証書などは銀行への預金債権を表しているので、経済的価値のある私権を表しているが、一

---

<sup>5</sup> 小谷(2016)「市場型間接金融の機能とリスク-学説、歴史、実務面に注目して-」41頁

(<http://ci.nii.ac.jp/els/contents110004786109.pdf?id=ART0007522494>)

<sup>6</sup> 野村金融セミナー(2001)「我が国金融・資本市場の国際化について」1頁  
([http://www.fsa.go.jp/singi/singi\\_kinyu/s\\_group/siryoku/20070327/03.pdf](http://www.fsa.go.jp/singi/singi_kinyu/s_group/siryoku/20070327/03.pdf))

<sup>7</sup> 日本証券経済研究所(2016)「図説 日本の証券市場 2016年度版」2頁  
([http://www.jsri.or.jp/publish/market/pdf/market\\_26.pdf](http://www.jsri.or.jp/publish/market/pdf/market_26.pdf))

<sup>8</sup> 大村・俊野(2014)『証券論』有斐閣 16頁

方で権利を行使する際、つまり預金の引き出しにあたって必ずしも預金証書を必要としない。その点で有価証券ではなく、これは証拠証券にあたる。また、有価証券もその表章する権利の違いから貨幣証券、商品証券、資本証券に分類される。貨幣証券は小切手や手形のように企業間信用などに基づいて貨幣を代替する証券である。また、商品証券は輸送の対象となる商品に関する権利を表章し、その預かり証である倉庫証券や船荷証券についても譲渡性が認められたものである。

一方で、資本証券とは企業などが発行する株式や債権、ならびにそれらから発生するキャッシュフローである利子や配当に対する権利を示している。以後、本稿における「証券」とはこの資本証券のことを指しているとする。またこのような資本証券が取引される市場を「証券市場」と定義する。

証券市場は証券発行市場と証券流通市場の2つの市場に分けられる。証券発行市場は企業などが証券会社を介して発行した株式や債券が投資家に売却される市場であり、企業の資金調達の間でもある。証券流通市場は既発行の証券が売買される市場である。証券流通市場と証券発行市場は車の両輪と言われ、互いに影響しあっている。例えば証券発行者は証券流通市場での売買によって形成された価格を参照しながら、発行量や発行タイミングを計ることとなる。流通市場では証券取引所に上場した企業が発行した証券が投資家間で売買される。証券流通市場においても新たな証券が発行されなければ売買もされない。このように証券市場の活性化を考慮する上で、両市場のそれぞれの活性化が必要となると推察される。

次に証券市場の役割について論じたい。証券市場は前述した通り資金調達の場である。更に証券市場は多くの投資家による売買の注文を証券取引所に集約することで、需要と供給を一致させる。これらにより適正な価格形成が実現するのである。こうして不特定多数の投資家からの資金が証券市場でプール化され、企業が新しい事業を進める上での必要な資金が供給される仕組みである。つまり証券市場の重要な役割は経済資源を効率的に配分し、資源の利用を促進するということである<sup>9</sup>。

---

<sup>9</sup> 大村・俊野(2014)『証券論』有斐閣 21頁

このような機能には高い流動性を確保する必要がある。それには証券市場で十分な取引量と多くの取引主体が必要である。証券市場において売買される株式の価格を株価という。株価は投資家による株式を発行している企業に対する将来的な成長や収益への期待感を反映して形成される。そのためより多くの多様な価値観を持つ投資家によって判断されることが適正な株価形成を可能にする。

証券流通市場では株価を基に株式の売買が行われている。売買をする株主の権利は3つある。1つ目は株主総会にて議決権等、企業の経営に参加する権利である。株主は企業の経営方針を取り決める株主総会に参加し、そこでの決議に対して意思を反映することができる。株主総会での決議は多くが多数決によって決められる。この場における投票数は持ち株数に比例するため、多くの株式を所有する投資家の影響力が増す仕組みである。2つ目は配当金等の利益分配を受け取る権利である。配当とは企業が挙げた利益が株主に配分されることである。この利益配当も持ち株数に比例する。企業の利益が高い分だけ配当も高まる仕組みである。3つ目は企業の解散等に際し、残留する企業の資産を分配して受け取る権利である。企業が解散した場合、その企業の資産は売却される等して債権者の返済資金に充てられる。債権者へ優先的に返済が済んだ後、さらに財産が残っている場合、株主はその残余財産について持ち株数に応じて分配を受けることができるのである。

20

## 第2章 企業の現状と機関投資家

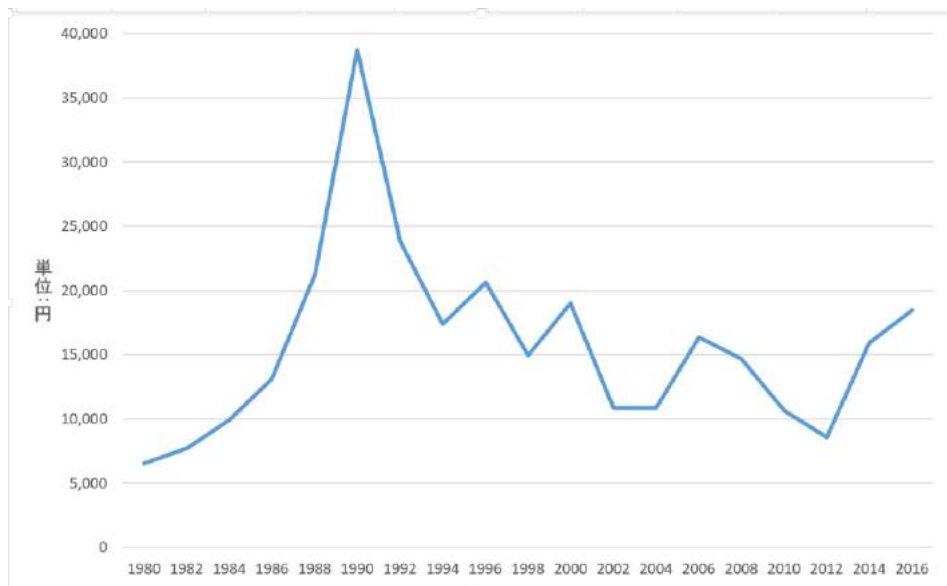
本章においては企業と機関投資家や海外機関投資家の動向について論じたい。対する現状分析と問題点について論じる。

### 25 第1節 日本の企業の現状

日本の企業を考慮する上で、投資家による企業の将来的な成長や収益への期待を反映する株価に注目したい。現状を見てみると安定的な株価の成長は見られない。下図を見てほしい。これは1980年から2016年までの日経平均株価をグラフにしたものである。

30 図表1 日経平均株価推移





出所:日経平均プロフィールより作成

(<https://indexes.nikkei.co.jp/nkave>)

- 上図より株価が安定的に高まっていないことがわかる。むしろ乱高下を繰り返している。これらの株価の変動を歴史的背景から考察したい。1985年のプラザ合意を契機によって1980年代は日本が高度経済成長以降初めて長期にわたる大型の好景気であった年となった。高度経済成長期の三種の神器（白黒テレビ・洗濯機・冷蔵庫）のような爆発的に普及した商品こそ生まれなかったものの、VTRが本確定な普及期に入り、カラーテレビやエアコンなどの高機能製品2台目以降の需要が増加した。特に顕著であったのが円高に後押しされた輸入乗用車の増加である。これを受け、1986年11月から1991年2月に至るまでの51年間にわたり好景気の実現した<sup>10</sup>。いわゆるバブル経済である。規制緩和によりグローバルな資金が日本に流入し、株価が高騰したが、バブル経済の着地に失敗した日本は「失われた20年」と呼ばれる長期的な不況に突入した<sup>11</sup>。株価は日経平均のピークから最大で6分の1近くの水準まで

<sup>10</sup> 内閣府(1998)「経済社会総合研究所日本のコーポレート・ガバナンス」275頁

(<http://www.esri.go.jp/jp/archive/sei/sei012/sei012a.pdf>)

<sup>11</sup> 経済産業省(2010)「失われた20年」の構造的原因」1頁

(<http://www.rieti.go.jp/jp/publications/pdp/10p004.pdf>)

下落しており下落幅では昭和恐慌時を超えている。2000年代に入り、株価は安定的な上昇基調となり得たが、2008年に世界的金融危機であるリーマンショックが起きたことで株価は一気に下落した。2012年代に入り回復傾向がみられるが依然として株価が高い水準まで回復したとは言えない現状である。さらにこれらの株価は日本銀行による金融政策によって下支えされているため、真に日本企業の収益や成長の期待感が高まっているわけではない<sup>12</sup>。

このような長期的不況に陥ったまま株価が低迷している原因は国内企業における収益性と中長期的な成長への期待感への低さがあげられる。企業の収益性を上げるには新たな事業を展開するための資金が必要である。しかし現状では収益性が低いため株価は上がらず、資金調達が困難になる悪循環に陥っている。こうした現状を改善するために企業が中長期的な発展をするような取り組みとステークホルダーに対する利益還元を効率的に行う企業統治のあり方を確立するコーポレートガバナンスコードとスチュワードシップコードが適用された。

15

## 第2節 コーポレートガバナンスコードとスチュワードシップコード

本節では企業価値を向上させるコーポレートガバナンスコードと企業の持続的発展を促すスチュワードシップコードについて論じる。

### (1) コーポレートガバナンスコード

まずコーポレートガバナンスとは企業統治、企業支配と訳される。株式会社には最高責任者をはじめとする業務従事者、株主などのステークホルダーがいる。そこで最高責任者は企業理念を体現、強化させなければならない。それと同時に会社は効率的かつ法に従い業務を必要がある。そのために取締役会等を通じて、コントロール・モニタリング（監督機能）する制度がコーポレートガバナンスである。株式会社は株主のものであるが、実際に業務を行うのは彼らの代表者（代理人）である、最高経営責任者である。よって、コーポレートガ

25

---

<sup>12</sup> 日本経済新聞(2017年9月29日)「成長という価値観の外側」

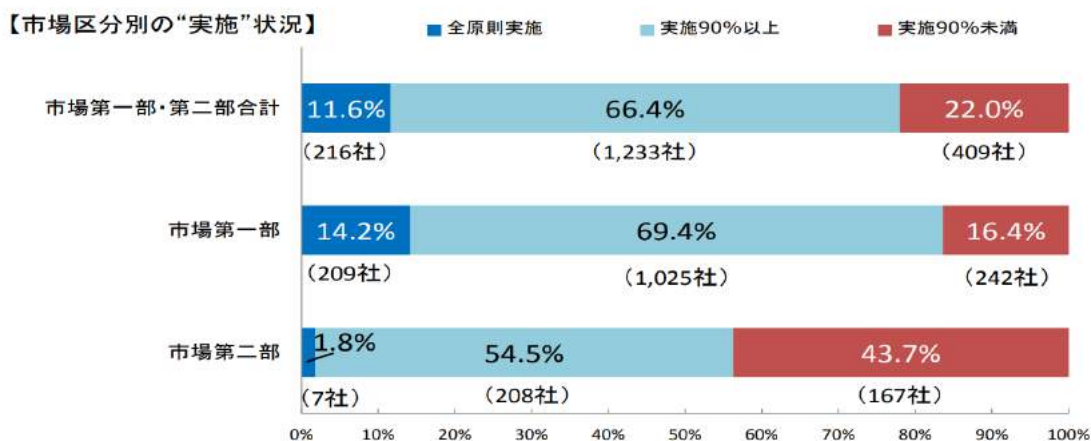
(<https://www.nikkei.com/article/DGXMZO21636210Y7A920C1SHH000/>)

バランスにおいて監督の対象となるのは最高経営責任者なのである。

2015年6月にコーポレートガバナンスコードが適用されたことにより、日本の上場企業におけるコーポレートガバナンスのさらなる強化が行われた。コーポレートガバナンスコードはコンプライアオアエクस्पラインの手法を採用しており、72原則の中のすべての実施を求めているわけではない。実施しない

場合には、その理由を報告書において説明するものとされている。図表2はこのコード実施状況を表している。約8割の企業が市場第1部では90%以上実施している。しかし、第2部においては6割ほどの企業しか実施できていない現状にある。

10 図表2 市場区分別の実施状況



出所:日本取引所グループ(2016)「コーポレートガバナンス・コードへの対応状況」3頁より作成

(<http://www.jpx.co.jp/equities/listing/cg/tvdivq0000008jdyatt/nlsg eu000001y75a.pdf>)

15

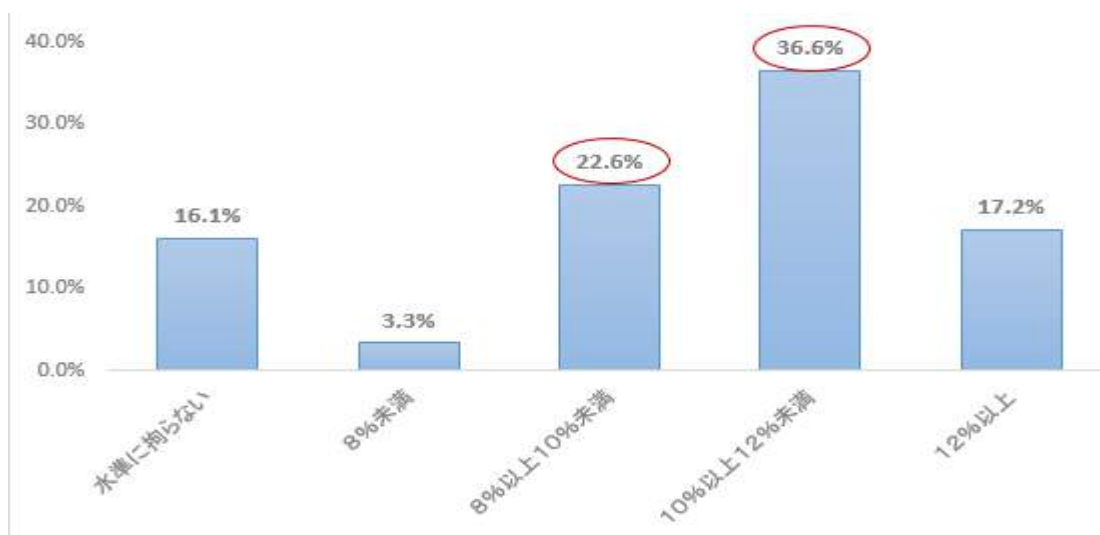
また平成27年度における日本企業の平均ROE7.5は%となっているが<sup>13</sup>、以下の表を見てほしい。この表は投資家が理想とするROE水準を表している。この表からわかるように投資家の理想とするROE水準にはまだ達してい

<sup>13</sup> 生命保険協会調査(2016)「株式価値向上に向けた取り組みについて」20頁

([http://www.seiho.or.jp/info/news/2016/pdf/20170321\\_3.pdf](http://www.seiho.or.jp/info/news/2016/pdf/20170321_3.pdf))

ない現状である。ROE 水準に関しても再検討の余地があると推察される。

図表 3 中長期的に望ましい ROE 水準



5

出所:生命保険協会調査(2016)「株式価値向上に向けた取り組みについて」  
19 頁より作成

([http://www.seiho.or.jp/info/news/2016/pdf/20170321\\_3.pdf](http://www.seiho.or.jp/info/news/2016/pdf/20170321_3.pdf))

## 10 (2) スチュワードシップコード

市場は個人投資家だけではなく、機関投資家からの影響も多く受けている。機関投資家とは、「第三者から資金の提供を受けて、その運用管理を行うことを主たる目的とする安定的資産を背景とした法人又は団体」(松谷(1995)『図説 日本の証券市場』財経詳報社 14 頁)と定義され、代表的なものに保  
15 険会社、投資信託、年金基金が挙げられる。彼らは個人投資家とは異なり、第三者から資金の委託をうけ、莫大な資金を動かすプロの投資家である。そのため機関投資家には受託者責任およびスチュワードシップ責任というものがしばしば不随する。これは主に忠実義務と注意義務を含む。前者は「受託者自身の利害にとらわれず、受益者のために誠心誠意をもって忠実に運用を行うべきで  
20 あること」(大村・俊野(2014)『証券論』有斐閣 318 頁)であり、後者は「運用のプロとして知識や経験に基づいて、細心の注意を払って資産運用を行うべ

きであること」(大村・俊野(2014)『証券論』有斐閣 318 頁)を意味する<sup>14</sup>。  
また、2014 年に金融庁から機関投資家に向け、この責任を果たすための諸原則である「日本型スチュワードシップコード」が発表された。これは機関投資家が企業との目的を持った対話を通して、企業の中長期的な成長を促進させる原則である。このスチュワードシップコードには 9 割の機関投資家が受け入れている。

### 第 3 節 国内企業の課題

本節では先述した両コードに触れつつ、国内企業に関する課題について論じる。コーポレートガバナンスコードとスチュワードシップコードが策定され一定の進捗が見られた。しかし、現状ではいまだに形式的な対応に留まっているとの見方がある<sup>15</sup>。そこでコーポレートガバナンス改革を「形式」ではなく「実質」のものとするため、機関投資家によるスチュワードシップ責任である、企業との建設的な対話を深化させていく必要があるとされた。2017 年 5 月にはスチュワードシップコードが改定され、機関投資家が投資先企業の状況を把握する内容として ESG に関する文章が追加された。そこで、事業の収益機会・リスクの両面から中長期的な企業価値に影響を及ぼす ESG 投資に注目したい。

ESG 投資残高は約 23 兆ドル(約 2600 兆円)と世界の運用資産の 3 割に迫り<sup>16</sup>、日本でも公的年金を中心に取り入れる動きが相次いでいる。2012 年には、東京証券取引所が ESG をトピックとしたインデックス企業を“経営の持続的な成長が見込まれる指標「ESG」で公開した。

---

<sup>14</sup> 大村・俊野(2014)『証券論』有斐閣 318 頁

<sup>15</sup> 金融庁(2017)「「責任ある機関投資家」の諸原則《日本型スチュワードシップ・コード》」1 頁

(<http://www.fsa.go.jp/news/29/singi/20170529/01.pdf>)

<sup>16</sup> 日本経済新聞(2017 年 10 月 18 日)「ESG 投資、市場の 3 割に 環境配慮や社会性を評価」

(<https://www.nikkei.com/article/DGXMZO22374210X11C17A0MM8000/>)

ESG 情報とは、将来業績予測に資する情報であり、企業価値創造プロセス、ビジネスの機会・リスクなどを会社が投資家に伝えるための情報群である。長期投資家は、会社からこの ESG 情報を受け取ることでその将来業績予想をイメージすることができる。そのため長期的な視点で企業の持続的成長を促す投資といえる<sup>17</sup>。国際的には PRI(社会的責任投資原則)が ESG 投資に関する原則を定め、この原則に賛同する機関投資家やアセットオーナーなど多くの機関が PRI に署名したことで、ESG 投資が資産運用全般に関わる基本原則という意味合いを持った。2017 年では 1800 ほどの機関が PRI に署名し、年々署名機関数と運用資産高は増加傾向にある。また企業経営の外部環境が変化したことで ESG 課題の重要性が増したことで国際的な ESG 投資は拡大している<sup>18</sup>。

しかし日本の国内企業はこのような ESG 投資の潮流に対し鈍感である。図表 4 を見てほしい。このグラフは国別の ESG 投資の割合と投資残高である。日本における ESG 投資はとても低い水準にある。また ESG に取り組んでいる企業の方が取り組んでいない企業よりも高い収益を上げている<sup>19</sup>。

図表 4 各地域の ESG 投資残高（左）及び ESG 投資の全運用資産に占める割合（右）

---

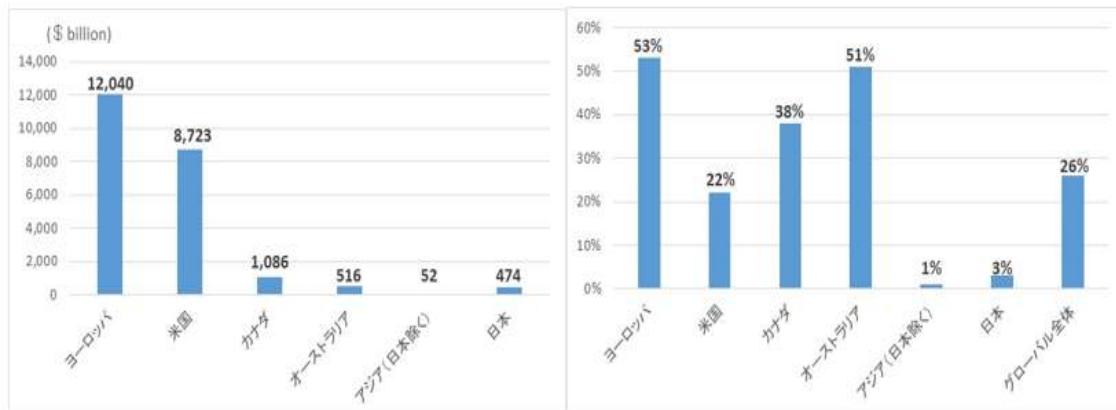
<sup>17</sup> みずほ総合研究所(2017)「注目高まる ESG 投資」1 頁

([https://www.mizuho.co.jp/publication/sl\\_info/pension/pdf/pension\\_news201707.pdf](https://www.mizuho.co.jp/publication/sl_info/pension/pdf/pension_news201707.pdf))

<sup>18</sup> 同上

<sup>19</sup> 大和総研(2017)「ESG 投資とパフォーマンス(中)」4 頁

([http://www.dir.co.jp/research/report/esg/esgreport/20170705\\_012124.pdf](http://www.dir.co.jp/research/report/esg/esgreport/20170705_012124.pdf))



出所:みずほ総合研究所(2017)「注目高まる ESG 投資」3 頁より作成  
 ([https://www.mizuho.co.jp/publication/sl\\_info/pension/pdf/pension\\_news201707.pdf](https://www.mizuho.co.jp/publication/sl_info/pension/pdf/pension_news201707.pdf))

- 5 以上より企業の中長期的なリターンや海外機関投資家からの資金調達においても ESG への取り組みを促進し、企業の非財務情報への取り組みに関して更なる評価をするべきである。

### 第 3 章 家計に関する現状

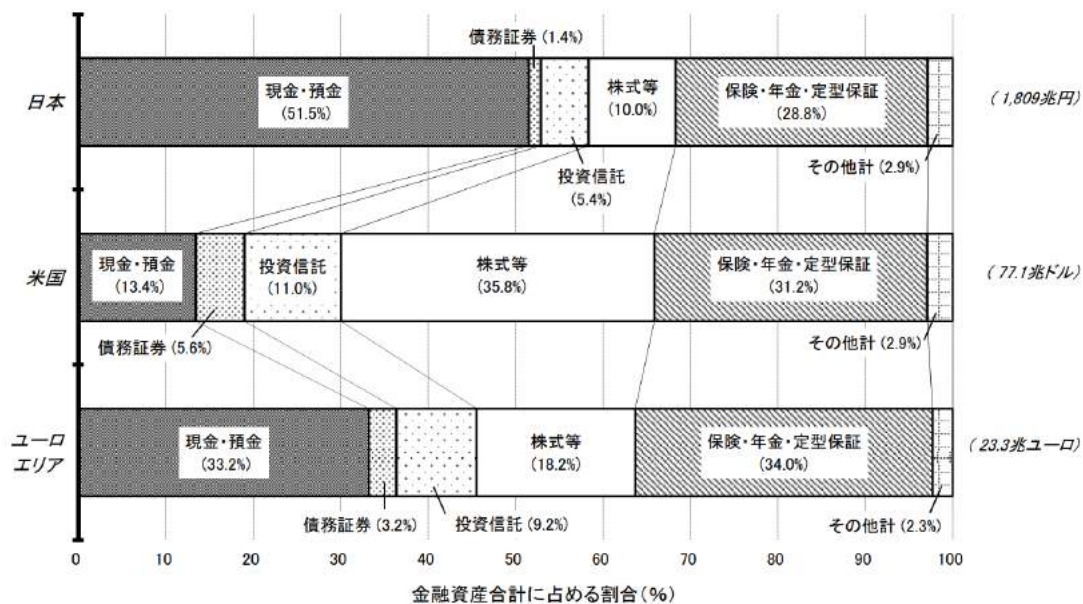
#### 10 第1節 現状分析

日本では政府が唱えている「貯蓄から投資へ」というスローガンがあるように膨大な貯蓄があるにも関わらず、それらが消費に向かい投資が少ないことが現状である。後述するが家計の保有する金融資産構成については現預金が多く、株式や証券などのリスク資産が少ない。これらは他国と比較しても顕著である。この現状について他国との比較や現在進行している少子高齢化という観点から考察していく。

図 5 は 2017 年 8 月時点での日欧米の家計の金融資産構成を示している。日本の金融資産総額は 1809 兆円にも上り、かなりの規模である。しかしその構成に目を向けると、他国と比べて資産選択の選好に大きな差があることがわかる。日本は現預金、保険、年金等の無リスク資産が 80,3% を占めているが、アメリカの割合は 44,6% である。一方信託、株式等のリスク資産の割合をみると、日本は 16,8%、アメリカは 52,4%、ユーロエリアは 30,6 と大きな差はある。このように日本は他国と比べても「現金、預金」の割合が非

常に大きく、一方で「信託、株式」といったリスク資産が少ないことが特徴として挙げられる。特にアメリカとの差が顕著で無リスク資産である「現金、預金」とリスク資産である「信託、株式」は互いに「トリプルスコア」の開きがある。こういった現状から日本ではマクロ的観点から、株式投資等を通じた成長分野への資金供給の拡大の必要性が指摘されており、家計にとっても今後デフレからの脱却が本格化していった際に、預貯金に過度に偏った現在の資産保有は必ずしも合理的とはいえないという<sup>20</sup>。近年では確定拠出年金の法改正やNISA口座の登場等が起きたにも関わらず、家計全体のリスク資産は低い水準を保ったままである。このように日本では貯蓄の規模は大きい、それらがリスクマネーへ流れていないことがわかる。

図表5 家計の金融資産構成



(出所) 日本銀行調査統計局(2017)「資金循環の日米欧比較」2頁より作成  
(<https://www.boj.or.jp/statistics/sj/sjexp.pdf>)

<sup>20</sup> 野村総合研究所(2015)「若年層を中心とした個人による投資の現状とNISAの利用促進に向けた課題に関する調査」2頁  
(<http://www.fsa.go.jp/common/about/research/20151001-1/01.pdf>)

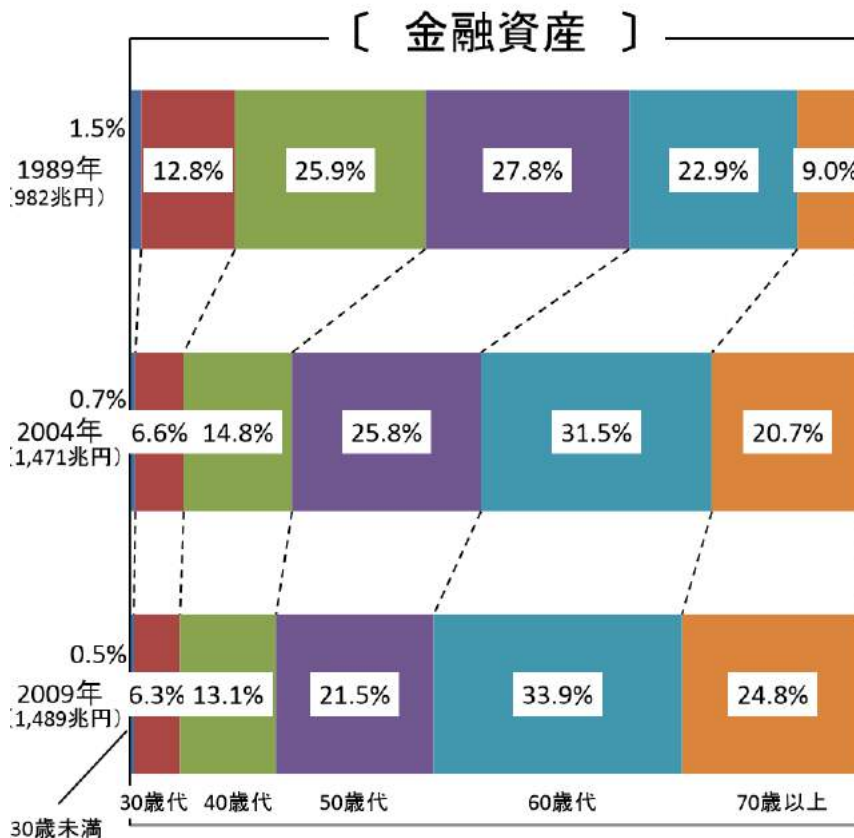


次に世代別の家計の金融資産保有率をみってみる。図 6 は年代別の家計の金融資産保有額を示しているが、若い世代と比べて高齢者が圧倒的なシェアを誇っていることがわかる。その背景としては、高年齢層間での資産移転が挙げられる。つまり遺産を相続する側も高齢者層に近い年齢層ということになり、相続による若年層への資産移転は進みにくく高齢者間で行われてしまっている状況がある<sup>21</sup>。また少子高齢化が現在進んでいるが、この影響を受け高齢者のシェアはより増大していくと思われる。それに加え、若い世代も老後の資金のために資金運用を考慮することが必要となっており、金融リテラシーの重要性が求められている。そのため、金融リテラシーの向上や投資未経験者に対する情報提供・啓発活動の強化によって証券市場を活性化できるのではないかと考える。

図 6 家計の年代別金融資産保有割合

---

<sup>21</sup> 土屋(2012) 『家計金融資産の偏在と運用面の課題』 73 頁  
([http://www.dir.co.jp/souken/research/report/capitalmkt/cho1201\\_05all.pdf](http://www.dir.co.jp/souken/research/report/capitalmkt/cho1201_05all.pdf))



出所:財務省(2015)「説明資料〔相続税・贈与税〕」7頁より作成

([http://www.cao.go.jp/zeicho/gijiroku/zeicho/2015/\\_icsFiles/afiel\\_dfile/2015/10/26/27zen25kai2.pdf](http://www.cao.go.jp/zeicho/gijiroku/zeicho/2015/_icsFiles/afiel_dfile/2015/10/26/27zen25kai2.pdf))

5

## 第2節 家計の問題点

日本は他国と比べて預貯金が占める割合が大きく、リスク資産の保有が少ないことを前述した。ではなぜ貯蓄から投資への移行が進まないのか。我々はその原因を「金融リテラシー」、「投資に対するイメージ」の観点から考えた。

10 それぞれについて述べていく。

### (1) 金融リテラシー

まず一つ目の原因として、金融リテラシーの欠如について述べていく。我が国において金融リテラシーが注目を集めたのは家計の占める個人金融資産のリスク資産への投資批准がアメリカなどの他国と比べ顕著に低い現状は金融リテ

ラシーの欠如が原因ではないかと言われ始めたからである<sup>22</sup>。金融庁も懸念を示しており、2013年には個人に求められる金融リテラシーがまとめられている「最低限身に付けるべき金融リテラシー（4分野・15項目）について」が公表されている<sup>23</sup>。金融リテラシーの欠如は日本だけでなく世界でも問題となっているが、現状での日本の金融リテラシーの実状についてみる。下の円グラフは内閣府「株式投資に関する特別世論調査」における株式投資を行わない主な理由であり、これを見ると金融知識の不足が株式投資の消極化を招いていることがわかる。つまり、現状の家計には次で述べる投資イメージの悪さに加え、投資に関する知識が不足し、投資の実行に踏み切ることができず、結果として証券の保有率が低いことが伺える。この原因としては、「教育の機会が少ないこと」が挙げられる。図7は金融庁が2016年に行った金融教育の経験の割合と日米比較である。この図を見ると、回答者数のうち75.7%が金融教育を受けておらず、少数の6.6%しか受けていないという結果がわかる。またアメリカと比較すると金融教育を受けた割合は三倍も違い、日本における金融教育の問題が顕著にわかる。このように金融教育があまり行われていない現状が金融リテラシーの欠如へと至っている要因の一つであると考える。

図表7 株式投資を行わない主な理由

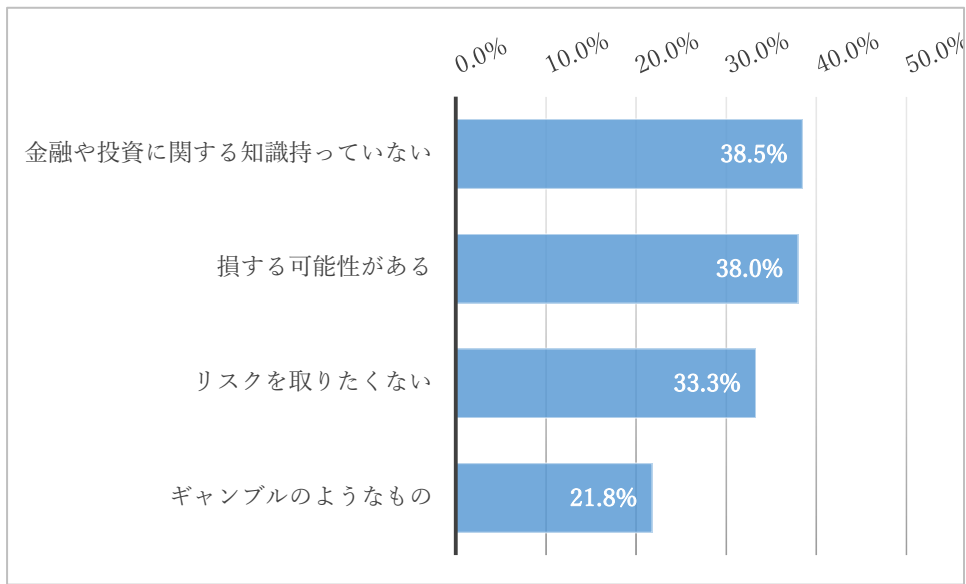
---

<sup>22</sup> 井澤（2017）「行動経済学と金融リテラシー：「冷静な投資判断」へ向けて」62頁

([https://www.yuchof.jp/publication/personalfinance/report/2017summer/feature\\_articles07.pdf](https://www.yuchof.jp/publication/personalfinance/report/2017summer/feature_articles07.pdf))

<sup>23</sup> 金融庁（2013）「最低限身に付けるべき金融リテラシー（4分野・15項目）について」3頁

(<http://www.fsa.go.jp/news/25/sonota/20131129-1/01.pdf>)

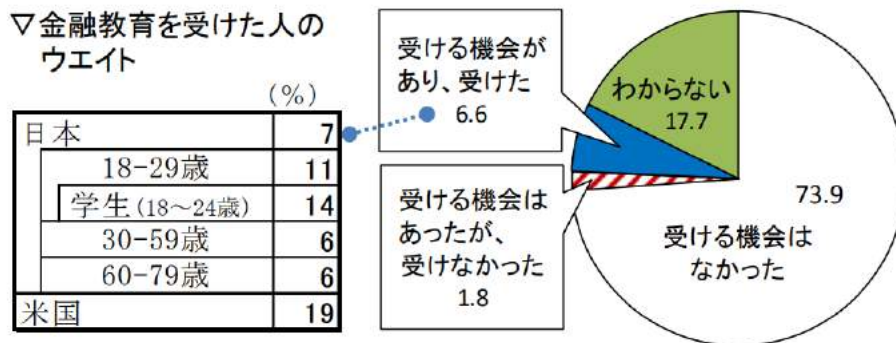


出所:日本証券業協会(2015)「証券投資に関する全国調査(調査結果概要)」  
16 頁より作成

(<http://www.jsda.or.jp/shiryō/chousa/data/files/h27/H27gaiyou.pdf>)

5 f)

図表 8 金融教育の経験(学校等)



出所:金融庁(2016)「最低限身に付けるべき金融リテラシーについて」20 頁  
10 より作成

(<http://www.fsa.go.jp/news/25/sonota/20131129-1/01.pdf>)

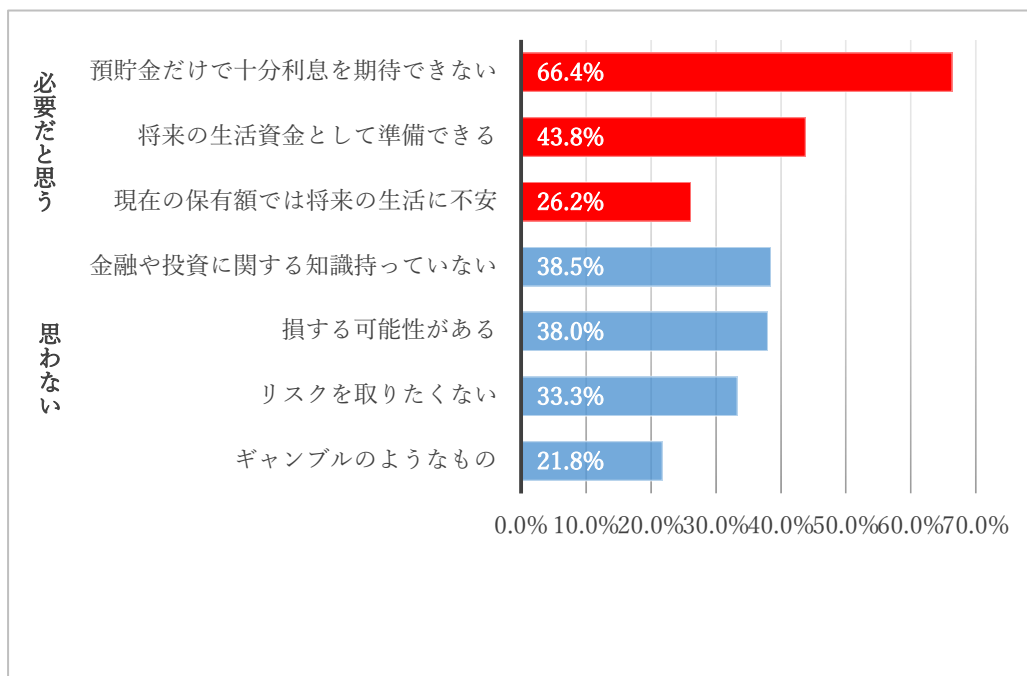
## (2) 投資に対するイメージ

2つ目としては投資に対するイメージが悪いことである。図表 9 は 2015 年  
15 における日本証券業協会の「証券投資に関する全国調査(調査結果概要)」で

ある。これは証券投資を必要だと思う人、思わない人の投資に対するイメージの違いを表すものである。図の上記 3 つが必要だと思う人の理由であり、下 4 つが思わない人の理由である。証券投資を必要だと思う人は「預貯金だけで十分利息を期待できない」が 66.4%と一番高く、続いて「将来の生活資金として準備できる」、「現在の保有額では将来の生活に不安」となっている。

つまり投資を必要だと思っている人は、投資を資産形成に役立つといったイメージを持っている。一方で投資を必要だと思わない人は資産形成に役立つといったイメージではなく、「金融や投資に関する知識持っていない」、「損する可能性がある」、「リスクを取りたくない」、「ギャンブルのようなもの」といった悪いイメージを持っていることがわかる。このように投資を必要と思わない、無関心層は投資に対して高リスクであり、難しい、といったマイナスのイメージを持ち、投資が「資産形成に役立つ」とはあまり考えていないことがわかる。また近年では金融商品の多様化に従い、選択の幅が増え、金融知識不足が進み、それらのリスクも増加しており家計の投資意欲を欠いている。

15 図表 9 証券投資を必要だと思う人、思わない人の理由



出所:日本証券業協会(2015)「証券投資に関する全国調査(調査結果概要)」

16 頁より作成

(<http://www.jsda.or.jp/shiryō/chousa/data/files/h27/H27gaiyou.pdf>)

f)

## 第4章 証券取引所の現状

### 5 第1節 取引所の歴史

日本に設立された最初の証券取引所は、東京株式取引所である。1872年の国立銀行条例制定により東京と大阪に株式取引所が設立された。開業当初の取引所は、旧公債や新公債、秩禄公債などの公債取引の場としてスタートした。そして、1886年頃から鉄道業、紡績業を中心に企業勃興期を迎え、この頃から株式売買が活発化した。戦前期の株式市場の特徴として、取引の大部分が差金決済を目的とする定期取引であり、投機的であったことが挙げられる。また、戦時統制の実施もその特徴である。政府は昭和恐慌以後、通貨切り下げによる輸出振興、軍事費を中心とする財政支出膨張によるインフレ政策によって景気回復を志向した。日中戦争勃発後、戦時体制の本格化とともに証券市場に対する統制が始まり、不要不急産業の証券発行が抑制、起債の計画化、株価統制、証券業者に対する免許制が導入された。そして、全国に11カ所にあった株式取引所も日本証券取引所に統合された。

1949年には、東京、大阪、名古屋の3取引所が設立され、売買立会が開始された。その後、全国に取引所が設立され、企業はそれぞれの活動拠点に応じて上場するようになった。しかし、売買の活発な東証への上場が目立ち、全国の上場企業数に占める東証上場は増加傾向にある<sup>24</sup>ため、地方証券取引所の存在意義が薄れてきているといえる。

### 第2節 上場について

25 上場のメリットについて、日本取引所グループは資金調達の手軽化・多様化、企業の知名度の向上、社内管理体制の充実と従業員の士気の向上を掲げている。上場会社になると以上のメリットがある一方で、投資家に対して決算発表、企業内容の適切な開示等が要求されるなど新たな社会的責任や義務が生じ

---

<sup>24</sup> 大村・俊野（2014）『証券論』有斐閣 106頁

る<sup>25</sup>。

東京証券取引所では、市場を市場第一部、市場第二部、マザーズ、JASDAQ、及び TOKYO PRO Market の5つに区分している。

5 市場第一部・市場第二部は、国内外を代表する大企業・中堅企業が上場する日本の中心的な株式市場である。なお、市場第一部及び市場第二部を総称して「本則市場」という。

マザーズは、近い将来の市場第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る。そのため、申請会社には「高い成長可能性」を求めている。申請会社が高い成長可能性を有しているか否かについては、主幹事証券  
10 会社がビジネスモデルや事業環境などを基に評価・判断している。多くの成長企業に資金調達の間を提供するという観点から、その上場対象とする企業について、規模や業種などによる制限を設けていない。マザーズ上場後、多くの企業が市場第一部にステップアップしている。

JASDAQ は、信頼性、革新性、地域・国際性という3つのコンセプトを掲  
15 げる市場である。また、一定の事業規模と実績を有する成長企業を対象とした「スタンダード」、特色ある技術やビジネスモデルを有し、より将来の成長可能性に富んだ企業群を対象とした「グロース」という2つの異なる内訳区分を設けている。

### 20 第3節 取引所取引と取引所外取引

証券取引所における取引は、大量の売買注文を公正かつ円滑に執行するため、取引時間、値段の指定方法、取引単位、決算方法等について規定が定められている。証券取引所において売買の対象となるのは、株式数、株主数、純資産などについて一定の基準<sup>26</sup>を満たした会社の株式に限られている。

25 投資家から証券取引所に上場されている株式の売買注文を受けた証券会社は

---

<sup>25</sup> 日本取引所グループ 新規上場基本情報を参照されたい。

(<http://www.jpx.co.jp/equities/listing-on-tse/new/basic/>)

<sup>26</sup> 日本取引所グループ 上場審査基準を参照されたい。

(<http://www.jpx.co.jp/equities/listing/criteria/>)

その注文を、証券取引所に伝える。伝えられた売買注文は銘柄ごとに、競争売買の原則に基づいて執行される。競争売買の原則とは、価格優先の原則と、時間の優先の原則から成り立つ。前者は、売りについては最も低い値段が、買いについては最も高い値段が、また値段を指定する指し値注文よりも、値段を指定しない成り行き注文が優先されるものである。後者は、同じ値段の売買注文の場合時間的に先に発注された注文が優先されるものである。

取引所外取引は、1998年12月の市場集中の原則の撤廃を受けて開始されたものであり、その中に私設取引システム（Proprietary Trading System）がある。私設取引システムとは、証券会社などが運営する電子取引システムを通じて取引所のように有価証券の取引ができる仕組みである。このシステムの利点は、日本電子計算株式会社によると、営業の時間がなく、取引所の時間外でも取引が可能な点である。また、取扱銘柄の呼値が細分化（概ね10分の1）されているためHFT（高頻度取引）や短期的なトレーディングに向いていて、取引参加者（証券会社）にとって、取引所よりも取引コストが低いことも挙げられる。現在、私設取引システムを導入しているのは、SBIジャパンネクスト証券とチャイェックスジャパンの2社である。

取引所外取引の開始に伴い、日本証券業協会は投資家保護のため、上場株券等の取引所金融商品市場外での売買等に関する規則を定めた<sup>27</sup>。この規則によって、証券会社は取引所外取引を行った場合、銘柄名、売買価格、売買数量、売買成立日時などの取引内容を原則として売買成立後5分以内に日本証券業協会に報告する必要がある。

東京証券取引所の現物商品における取引は、午前9時から11時30分の前場と、午後0時30分から15時30分の後場の間で行われる。前場の終了時間は、2010年11月24日にアジア市場の動向に合わせた売買が可能となるよう、従来の午前11時から11時30分までに変更された。派生商品市場については、現物商品と同様、前場の終了時間が午前11時30分にされるとと

---

<sup>27</sup> 日本証券業協会(1998)「上場株券等の取引所金融商品市場外での売買等に関する規制」350頁

(<http://www.jsda.or.jp/katsudou/kisoku/files/a025.pdf>)



もに、日本の昼休みの時間帯に日本株に係る指数先物取引が行われているため、後場の立会開始時刻を午後 0 時 30 分から午前 11 時 45 分に変更された。

次に市場間競争に注目したい。市場間競争は取引所外取引の利便性を高め、利用者数が増加させる。市場間競争の基本的な考え方を、証券取引審議会は以下のように述べている。

「取引が行われる「場」においては、効率と公正の確保が何よりも重要となる。従来は、市場で資金調達ができる企業を選別し、かつ、取引を証券取引所等に集中させることが、効率・公正の両面で最も効率的と考えられてきた。

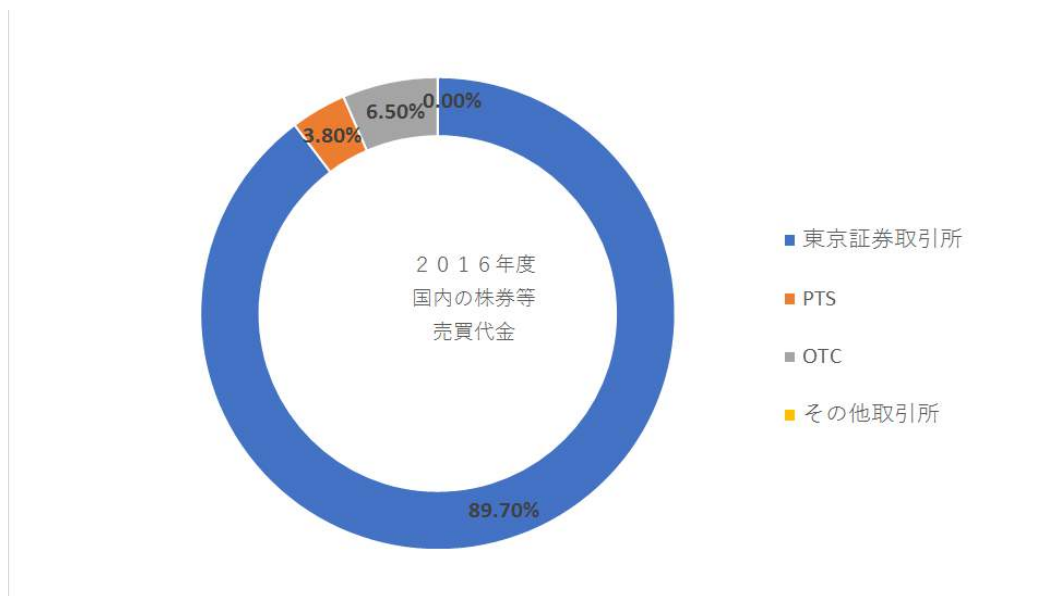
しかし、電子通信技術の発展、金融技術の革新に伴い、様々な取引形態が可能となってきたおり、また、新規産業の育成のためにも、幅広い企業に証券市場での資金調達の機会を認めていくことが必要になる。公正という観点からも、従来のような取引所を中心とした仕組みでなくとも、取引の公正性を担保できる仕組みが構築し得る環境になってきている。さらには、市場のグローバル化によって、国内における制約があれば、取引が海外に流れてしまい市場が空洞化し、結局は効率も公正も実現できない結果になり得る点にも留意が必要である。

公正取引ルールを含む投資家保護ルールを定めた上で、できるだけ自由に取引ができるよう、様々な市場間で競争が行われていくことが必要である。

一連の施策の結果、様々な資金調達者、投資家が、それぞれの多様なニーズに従って市場を選択する幅が広がるとともに、そうした市場が相互に競争し合うことにより、全体としての市場システムの効率化・機能強化が図られることが期待される。」（金融庁(2016)「市場間競争の基本的考え方」1頁）

このように取引所取引との間で競争が起こり、投資家のニーズに合った取引が可能になるだろう。また市場間競争が起こるほどの市場の存在は代替市場としての機能も担うだろう。これにより投資家にとってより安全な証券市場となり得るのではないか。

図表 10 2016 年度 国内の株券等売買代金



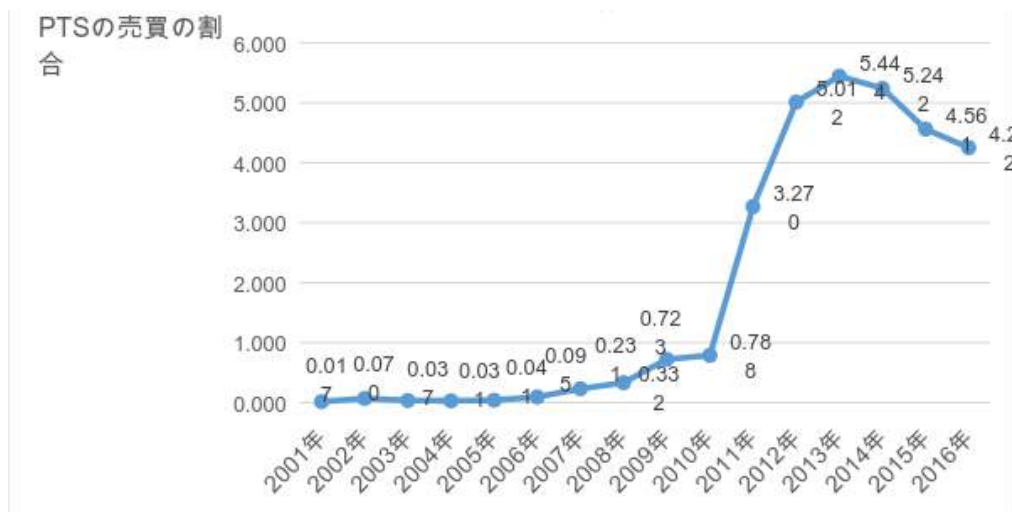
出所：日本取引所グループ その他統計資料より作成  
 (<http://www.jpx.co.jp/markets/statistics-equities/misc/>)

5       しかし、日本での市場間競争は未だ活発に起こっているとは言い難い。図表  
 10       10       を見てほしい。このグラフは国内の株券等売買代金を表している。上図か  
       ら読み取れるように、店頭取引と私設取引システムを合わせた割合は約 1 割  
       であり、市場間競争をより活性化させるためには、これらを拡大させる必要が  
       ある。具体的にこの数値を、アメリカの類似システムである ATS と比較する  
 10       と 4 割である<sup>28</sup>。日本でさらに取引所外取引を行うために私設取引システムの  
       信用取引の導入を実現させるべきである。前述したように、日本で私設取引シ  
       ステムを行える証券会社は数が限られている。私設取引システムが開始された  
       当初は、導入した証券会社の数は 7 社と現在よりも多かったが、次第に撤退  
 15       していった。その要因は、2012 年までは金融商品取引法において、私設取引  
       では保有比率が 5%を超える株主がさらに買い増しする際には株式公開買い付  
       けをおこなわなければならないという規制があったため、株式を大量に購入す  
       る機関投資家にとって都合が悪く、利用者数が限られたからである。しかし、

<sup>28</sup> 大和総研(2014)「日米株式市場の相違点」5 頁  
 (<http://www.jsda.or.jp/katsudou/kisoku/files/a025.pdf>)

この規制が解消されたため、現在では私設取引システムの取引シェア率は、図表 11 を見てわかる通り、2012 年以後増加傾向にある。

図表 11 取引所及び取引所外取引の合計に占める PTS での売買等の割合



5

出所:PTS Information Network より作成

(<http://pts.offexchange2.jp/ptsinfo/>)

この 2012 年の金融商品取引法の改正を受けて、機関投資家にとっては私設取引システムを以前よりも利用しやすい現状へと変化した。これに加えて私設取引システムの信用取引を導入すればさらに、私設取引システムの利用は拡大されると見込まれる。

個人投資家の信用取引の利用者の割合は高く、信用取引の売買に占める個人投資家の割合は 9 割を超えている<sup>29</sup>。このことから、私設取引システムに信用取引を導入することによって、個人投資家の利用者数が増加し、機関投資家だけではなく、個人投資家も私設取引システムを利用しやすい環境が形成され流動性が高まるであろう。

15

<sup>29</sup> 日本取引所グループ(2016)「信用取引制度の概要」3 頁

(<http://www.jpx.co.jp/equities/trading/margin/outline/tvdivq0000007szb-att/HP-shinyo.pdf>)

また、取引所取引においては東京証券取引所への取引が集中している<sup>30</sup>現状である。その理由としては、市場参加者が流動性、利便性を求めたことと、上場企業にとっても東京証券取引所以外での取引が成立しにくいために重複上場を見直したことが挙げられる。

- 5 しかし、この一極集中について、金融審議会金融分科会第一部会は「市場間競争を促進するためには、有効な対抗勢力が存在したほうが、東証自身も効率経営に向けた不断のインセンティブが働き、ガバナンス上有効と考えられる。」(金融庁(2016)「市場間競争の基本的考え方」1頁)と述べている。東京証券取引所に集中することにはメリットもあるが、地方取引所の視点から考えると、各取引所の役割が希薄になっているといえる。

図表 13 取引所取引の売買代金の割合 (2014)

取引所	2014 年度売買金額 (構成比)
東京	643 兆 1.056 億円 (99.974%)
名古屋	1.314 億 2.800 万円 (0.020%)
福岡	266 億 3.300 万円 (0.004%)
札幌	108 億 1.300 万円 (0.002%)

出所:日本証券経済研究所『図説 日本の証券市場 2016』49 頁より作成  
([http://www.jsri.or.jp/publish/market/pdf/market\\_26.pdf](http://www.jsri.or.jp/publish/market/pdf/market_26.pdf))

15

## 第 5 章 発行市場とベンチャー企業

この章では企業の資金調達の場合である発行市場について現状を分析し、発行

<sup>30</sup>日本証券経済研究所(2014)「図説 日本の証券市場 2016 年度版」49 頁より

([http://www.jsri.or.jp/publish/market/pdf/market\\_26.pdf](http://www.jsri.or.jp/publish/market/pdf/market_26.pdf))

市場を盛り上げるプレイヤーとなり得るベンチャー企業の資金調達について論じたい。

## 第 1 節 発行市場の現状

- 5 企業が資金調達をする市場である発行市場に注目したい。先述した通り、発行市場とは企業の資金調達の目的で新規に発行される証券が、発行者から証券会社、銀行等を介して直接的に投資家に一次取得される市場のことである。発行市場は取引所の様な具体的な市場が存在しないため抽象的な市場であるといえる。
- 10 この発行市場の機能は大きく二つに分けることができる。一つ目は IPO である。IPO は企業の取引所への上場に準じて発行される新規公開株のことである。二つ目は既に上場している企業が新規に発行する公募増資である。公募増資は取引所に上場している企業が新たな事業を展開するといった目的のため、新たに発行される株式のことである。
- 15 IPO が盛んに行われ、流通市場に高い流動性を供給することは発行市場の機能として最も重要である。よって IPO に関して論じたい。IPO の主体となるプレイヤーは新しく取引所に上場するベンチャー企業である。国際的に日本の IPO 水準を評価すると日本の IPO 件数は国際的に低い水準にある<sup>31</sup>。また、2016 年度の IPO 件数は前年比で約 1 割減少となった<sup>32</sup>。また IPO 件数
- 20 は株価と連動する傾向があるが、株価が 2000 年代半ばと同水準であるのに対して IPO 件数は当時の半数程度に留まる<sup>33</sup>。この様に IPO 件数が株価水準と同様に回復しない背景には大きく 2 つの問題が存在する。

まず 1 つ目は新規上場の審査体制の強化による上場するベンチャー企業の

---

<sup>31</sup> Deloitte(2016)「2016 年 IPO 市場の動向」17 頁

(<https://www2.deloitte.com/content/dam/Deloitte/jp/Documents/get-connected/pub/atc/201608/jp-atc-kaikeijyoho-201608-02.pdf>)

<sup>32</sup>大和総研(2016)「IPO 市場の動向と国際化に関する比較」3 頁

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

<sup>33</sup>同上

減少である。2000年代半ばとなると新興市場を中心にIPO件数が急増した。しかし、新興企業の役員による不祥事や上場間もない企業による大幅な業績下方修正が相次いだため投資家は新興市場への信頼を失った。そのため2007年以降、新規上場の審査体制の強化など制度整備が行われ、上場基準が厳格化<sup>34</sup>した。結果として上場準備期における内部統制にかける負担の増大がIPOを行うベンチャー企業を減少させた。2つ目はIPOを目指すベンチャー企業の資金調達が低いことが挙げられる<sup>35</sup>。

## 第2節 ベンチャー企業の資金調達

10 ベンチャー企業が成長していくにあたり、設備資金、開発資金等の多額の資金が必要となる。そのため企業はベンチャー企業の成長段階に適した資金調達が必要となる。ベンチャー企業は成長段階を4つに分けることができる。

### (1) シード期

この時期は会社設立に至るまでの準備期間のことを指す。

15 (2) スタートアップ期

スタートアップ期とは会社設立から製品やサービスの販売を開始し、事業が軌道に乗るまでの期間を指す。この期間では、「死の谷」に注意する必要がある。死の谷とは、開発コストがかさみ、資金が尽きて倒産の危機を迎えることである。また、創業間もないベンチャー企業の製品やサービスは、他企業との競争や顧客のニーズ等の市場の過当競争にさらされる。この過当競争を生き残らない限り、企業は倒産の危機に陥る。

### (3) 急成長期

急成長期とは、ベンチャー企業の社会的認知度が上がり、市場や顧客に受け

---

<sup>34</sup> 石原(2009)「戦略的IPO(1)-2009年のトレンド-」1頁  
(<http://www.grantthornton.jp/globalassets/pdf/report/monthlyreport/monthlyreportvol10.pdf>)

<sup>35</sup> 日本ベンチャーキャピタル協会(2013)「日本におけるベンチャーキャピタルの現状と課題技術の産業化のために」3頁  
(<http://www8.cao.go.jp/kiseikaikaku/kaigi/meeting/2013/wg2/sogyo/131213/item1.pdf>)

入れられ企業規模が拡大する段階を指す。急成長期への転換期には、ベンチャー企業の死亡率が60%以上に達する。これは、人員を含む全ての規模が急拡大する中で、この状況に馴染まない取締役が登場し経営チームの意見が不一致になることや、起業家と末端従業員とのコミュニケーションが少なくなること、新事業の発案等、様々な問題が内在するためである。

#### (4) 安定成長期

安定成長期は市場や製品の社会的認知が確定し、収益が最も安定している段階であるが、成熟し規模拡大が鈍化する傾向にある。そのため、ベンチャー企業は新事業を行わなければ新成長期を迎える前に倒産の危機に陥る。

10 以上の4つの段階がベンチャー企業の発展段階である。ベンチャー企業が  
発展していく上で(2)のスタートアップ期こそベンチャー企業が成長する上で  
最も重要な時期となる<sup>36</sup>。この時期の資金調達が無効的になされなければ優良  
なベンチャー企業が淘汰されていく。そのためスタートアップ期こそ重要とな  
るのである。この時期において大きな資金調達によりベンチャー企業を支える  
15 手段はクラウドファンディングとベンチャーキャピタルである<sup>37</sup>。よって本論  
文ではクラウドファンディングとベンチャーキャピタルに注目したい。

#### (1) クラウドファンディング

クラウドファンディングとは資金を集める企業へインターネットを通じて不  
特定多数の人々から小口の資金が流れる仕組みのことである。クラウドファン  
20 ディングの最大のメリットは、インターネットを介するため、多数の人々から  
の出資を募ることができるため、一定の資金を集めることが出来る点である  
<sup>38</sup>。信用力が乏しく、銀行等からの資金調達が困難であるスタートアップ期の

---

<sup>36</sup> 大和総研(2012)「ベンチャー企業の資金調達」2頁

(<http://www.dir.co.jp/souken/research/report/capitalmkt/12030201capitalmkt.pdf>)

<sup>37</sup> 同上

<sup>38</sup> 日本経済研究センター(2013)「クラウドファンディングを起業への架け橋に！」10頁

(<http://www.jcer.or.jp/report/econ100/pdf/econ100bangai20133dat>)

ベンチャー企業にとって、これは有効な資金調達手段であると考えられる。日本の主要クラウドファンディングの累積支援額は近年拡大し、2016年には74.5億円となっている。図表14を見る限り、クラウドファンディングを活用するベンチャー企業も増加しており、資金調達方法としてクラウドファンディングを選択していることが分かる。

図表14 クラウドファンディングの累計支援額(百万円)



出所:矢野経済研究所(2017)「国内クラウドファンディング市場の調査を実施

10 3頁より作成

([http://release.nikkei.co.jp/attach\\_file/0456437\\_01.pdf](http://release.nikkei.co.jp/attach_file/0456437_01.pdf))

## (2) ベンチャーキャピタル

15 ベンチャーキャピタルとはベンチャー企業にリスクマネーを供給し、ベンチャー企業の価値向上を支援するファイナンス企業のことである。投資後の支援の成果としてキャピタル・ゲインを得ることを業務<sup>39</sup>としている。ベンチャーキャピタルは出資金の回収のためベンチャー企業のIPOやM&Aを最終目標にすることが多い。しかし日本におけるベンチャーキャピタルは国際的に低い

---

a.pdf)

<sup>39</sup> 大和総研(2016)「IPO市場の動向と国際化に関する比較」4頁

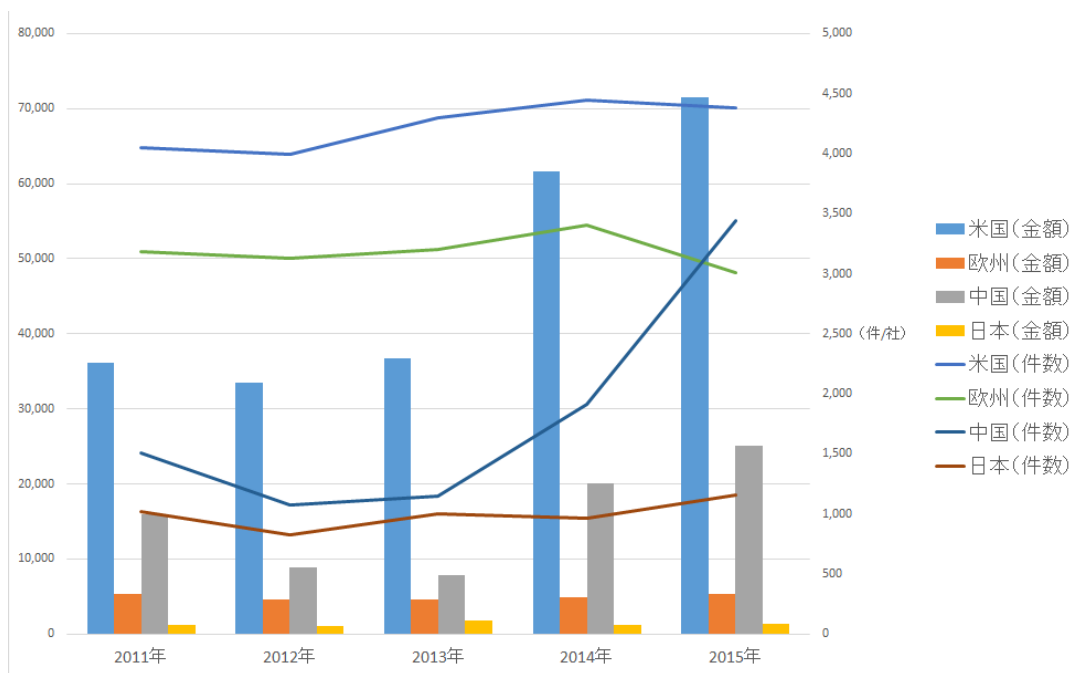
(<http://www.nicmr.com/nicmr/data/market/stock.pdf>)



水準にある。図表 15 をみてほしい。アメリカや中国と比較すると日本のベンチャーキャピタルの件数や金額は非常に低い水準にある。

図表 15 2015 年ベンチャー投資実行額の国際比較（米国、欧州、中国、日本）

5



出所:ベンチャーエンタープライズ(2016)「ベンチャー白書」より作成  
([http://www.vec.or.jp/wordpress/wpcontent/files/2016\\_VECYEARBOOK\\_JP\\_VNEWS\\_09.pdf](http://www.vec.or.jp/wordpress/wpcontent/files/2016_VECYEARBOOK_JP_VNEWS_09.pdf))

10

### 第 3 節 資金調達の問題点

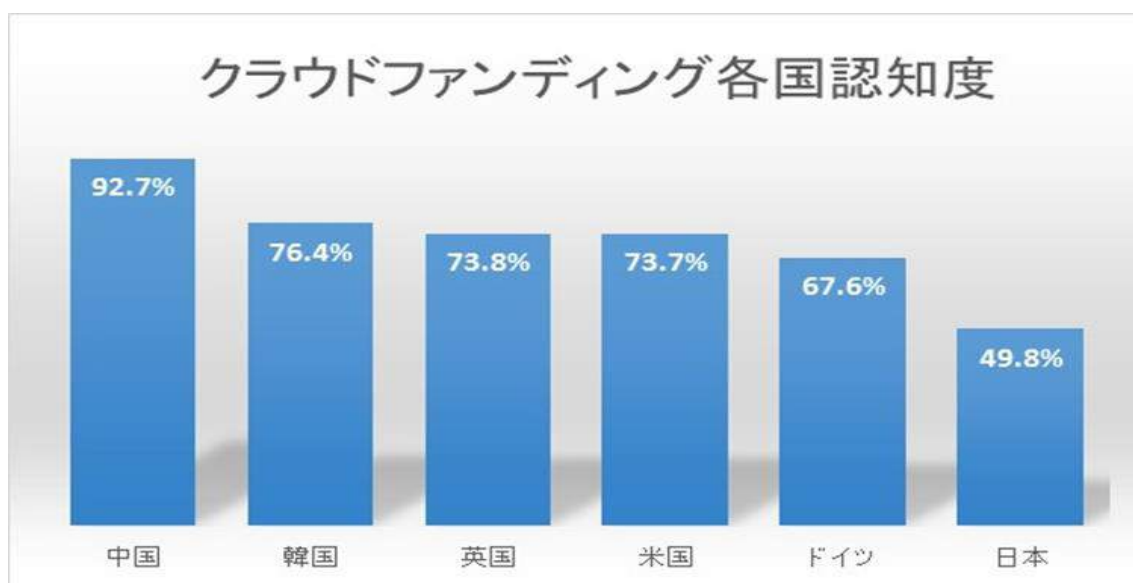
#### (1) クラウドファンディング

クラウドファンディングによる資金調達は第 2 節でみたように増加傾向にあるものの、未だに認知度に関しては低い水準にある。図表 17 を見てほしい。このグラフは 2016 年全国のインターネットユーザーに対してクラウドファンディングの認知度を調査した結果を表している。「サービスの内容を知っており、関心がある」と回答した人は 1 割程度で、クラウドファンディングの内容を知らないと回答した人が全体の 7 割に及ぶ。また、図表 16 は各国におけるクラウドファンディングの認知度を表している。このグラフからもわか

るようにクラウドファンディングによる認知度が最も高い中国と比較すると 2 倍程の認知度の差がある。今後認知度の低さはメディアなどへの露出が増え、改善していくと思われる。

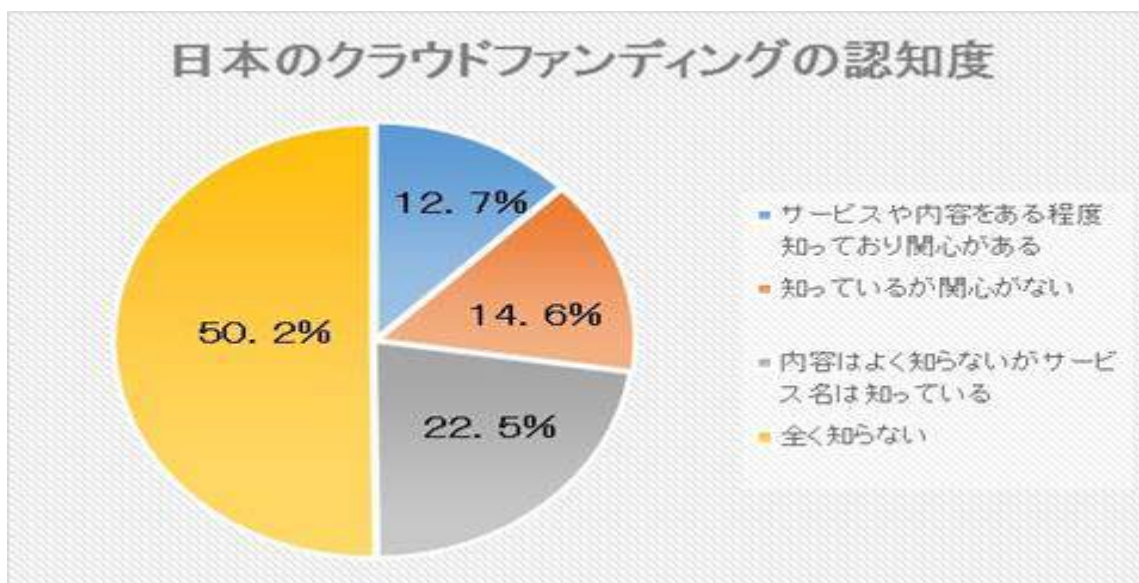
5 また、株式型クラウドファンディングの利用率の低さも大きな問題となっている。これは高リスクであり、利益が得られない可能性があるためと考えられる。

図表 16 クラウドファンディング各国認知度



10 出所:総務省(2016)「IoT 時代における新たな ICT への各国ユーザーの意識の分析等に関する調査研究の請負」26 頁より作成  
([http://www.soumu.go.jp/johotsusintokei/linkdata/h28\\_02\\_houkoku.pdf](http://www.soumu.go.jp/johotsusintokei/linkdata/h28_02_houkoku.pdf))

図表 17 日本のクラウドファンディングの認知度



出所:総務省(2016)「IoT 時代における新たな ICT への各国ユーザーの意識の分析等に関する調査研究の請負」26 頁より作成

([http://www.soumu.go.jp/johotsusintokei/linkdata/h28\\_02\\_houkoku.pdf](http://www.soumu.go.jp/johotsusintokei/linkdata/h28_02_houkoku.pdf))

5

#### ベンチャーキャピタル

2 節で先述したようにベンチャーキャピタルが低い水準にある要因はベンチャーキャピタルの資金不足である<sup>40</sup>。日本ベンチャーキャピタルによると「資金があれば出資したい」という企業が半数程度存在している<sup>41</sup>。国内ベンチャーキャピタルは国内事業会社や金融機関が大半を占める。事業会社や金融機関の特定戦略目的で設立されたものが多く、ほとんどの無限責任社員はその子会社、有限責任 17 社員も大半を親会社に依存する形でファンド結成されていた。そのため、親会社の目的が優先されることが多く、ファンドパフォーマンスは利益の最大化よりも元本回収の目線となってしまうと推測され

10

15

<sup>40</sup>日本ベンチャーキャピタル協会(2013)「日本におけるベンチャーキャピタルの現状と課題技術の産業化のために」5 頁

(<http://www8.cao.go.jp/kiseikaikaku/kaigi/meeting/2013/wg2/sogyo/131213/item1.pdf>)

<sup>41</sup> 同上

る。これにより、ベンチャー企業への投資が不十分となる状態を誘発している。またベンチャーキャピタルによる資金不足はキャピタリストの経験不足も引き起こしている。

## 5 第6章 証券市場活性化に向けた提案

### 第1節 家計に対する提案

10 家計での現状、問題点でも説明したように現在、日本の家計全体で見ると多額の貯蓄があるにもかかわらず、投資を実行しようとする家計は少ない、という現状がある。また、投資に対する知識不足から投資に踏み込めない若者たちがいるのも現状である。

そこで私たちは家計への提言として、現在予定されている積立 NISA を改良した新・積み立て NISA と現在行われている「kabu 検」を改良した新投資検定を積立 NISA の中に導入して運用することを提言したい。

15 金融庁は年度税制改正要望において 2018 年より「積立 NISA」の創設を検討している。積立 NISA とは年間 40 万円を投資上限額とし、非課税期間を 20 年間とした新たな NISA である。主に若年層による長期的な資産形成が視野に入れられており、積立投資や長期投資に特化した商品を非課税対象商品とすることが検討されている。

20 図表 18 予定されている積立 NISA と現行 NISA と通常の投資の違いについて

	積立 NISA	現行 NISA	通常の投資
年間投資可能額	40 万円まで	120 万円まで	制限なし
制度の終了年	2038 年まで	2023 年まで	無期限
非課税運用が	20 年間	5 年間（ロールオーバーを利用して最大 10	税制優遇なし

できる期間		年間)	
投資できる商品	投資信託・ETF (投資できる商品に条件あり)	株・投資信託・ETF・REIT	株・投資信託・ETF・REIT・債券など
利用可能年齢	20歳以上～		0歳～
開設できる口座数	1人につき1口座(複数の証券口座で開設できません)		証券会社ごとに開設可
資産の途中引き出し	いつでも可能		

出所: 大和証券のホームページより作成

(<http://mamemamesoku.com/archives/139/>)

- ここではまず、積立 NISA と現行 NISA と通常の投資を比較したい。上の図
- 5 を見て分かるように、年間投資枠は現行 NISA では 120 万円なのに対して積立 NISA は 40 万円となっている。次に非課税期間であるが、現行 NISA では 5 年間なのに対して積立 NISA は 20 年となっている。実施期間については、現行 NISA は 2023 年まで、積立 NISA は 2037 年までとなっている。取扱商品については、現行 NISA は株式・投資信託・ETF・REIT に対して可能
- 10 であるが、積立 NISA は投資信託・ETF のみとなっている。

図表 19 予定されている積立 NISA と現行 NISA と新積立 NISA との比較

	積立 NISA	現行 NISA	新積立 NISA
年間投資可能額	40 万円まで	120 万円まで	40 万円～(新検定により上限額変更可)

制度の終了年	2038年まで	2023年まで	恒久化
非課税運用ができる期間	20年間	5年間（ <u>ロールオーバー</u> を利用して最大10年間）	恒久化
投資できる商品	投資信託・ETF （投資できる商品に条件あり）	株・投資信託・ETF・REIT	新検定により銘柄増
利用可能年齢	20歳以上～		0歳～（20歳から運用）
開設変更	現行 NISA→積立 NISA への引き継ぎ不可		一本化
資産の途中引き出し	いつでも可能		

出所:大和証券のホームページより作成より作成

(<http://mamemamesoku.com/archives/139/>)

- 5 私たちが提言する新積立 NISA は、積立 NISA をより多くの人々に使われやすく改良したものとなっている。まず、年間可能投資額については、予定されている積立 NISA の 40 万円までという制限をなくす代わりに、40 万円以上投資する場合は、新投資検定を受けることによってその上限額を決定するという仕組みとする。（新投資検定については次の節で具体的に説明する）。そうすることによって、知識がない人々は 40 万円までという制限のなかでリスク軽減ができ、一方知識がある人々は自分の知識量に比例して限度額を拡張できる仕組みとなっている。これにより、予定されている積立 NISA に比べよ
- 10

り多くの人々に対して投資を促せると考えている。銘柄についても同様に、新投資検定により選べる銘柄を増やすことが出来る仕組みとなっている。次に対象者であるが、予定の積立 NISA の 20 歳以上からに対して新積立 NISA は 0 歳から積立可能で 20 歳から運用可能というシステムを考えている。これにより、20 歳になった際、0 歳の時と比べ資産が増加し、余剰が生まれることでさらに投資の幅が広がると考えている。次に非課税期間の運用期間だが、予定の 20 年から恒久化へと改良することを考えている。現行 NISA は 5 年間（ロールオーバーを利用して 10 年）、積立 NISA では 20 年となっているが新積立 NISA では無制限の恒久化を推進する。次に口座変更だが、現在、現行 NISA から積立 NISA への引き継ぎは出来ないものとされている。新積立 NISA ではこれらを一本化することでより投資欲を向上させると考えている。

## (2)新投資検定について

上記したように、私たちは積立 NISA での投資の幅を広げる上で、投資検定によってその振り幅を決めようと考えている。

まず現在行われている投資検定「kabu 検」についてだが、非営利組織（NPO）法人の日本金融証券知識・情報普及協会（JFS）が主催し、株式投資教育支援ビジネスを手がけるアmendが運営する、日本初・株式投資が学べる検定試験である。オンラインで株式投資についての知識・技能の実力を判定する。株式投資のスタンダードと考えられている一般的な正しい知識・技能を問う。出題範囲は、株の基礎知識、株式投資の実践、マーケット分析、ファンダメンタルズ分析、テクニカル分析、デリバティブ投資など、株式に関する広範囲な分野である。問題はシャッフルで出題され、70%以上の得点で合格する仕組みである。初級・中級・上級とレベルが分かれており、レベルごとに問題数と回答持ち時間が異なり、例えば初級では出題数 50 問で、回答持ち時間が 40 分。○×式が 30 問、5 者択一式が 20 問の構成である。○×式が 1 問 2 点、5 者択 1 式が同 10 点で、260 点満点となっている<sup>42</sup>。

---

<sup>42</sup> SBI 証券 株式投資知識・技能検定を参照されたい。

([https://www.sbisec.co.jp/ETGate/WPLETmgR001Control?OutSide=on&getFlg=on&burl=search\\_home&cat1=home&cat2=learn&dir=1](https://www.sbisec.co.jp/ETGate/WPLETmgR001Control?OutSide=on&getFlg=on&burl=search_home&cat1=home&cat2=learn&dir=1))

この検定を受けるには受検料 3,080 円をかけることで実力を測るというものになっている。しかし、この検定料が受検者を減らしていると考えられるので、無料で受けられるようにすることによって受検者が増え自分の投資に対する知識の確認ができる。また、対策講座等もあるので、そちらも誰でも受講可能にすることでリテラシー向上が期待できる。また 1 番の問題点がこの検定を受けても、自分の実力を知ることしか出来ない点にあると考えた。検定の結果によって、自分の投資上限額を増やせるようにすることで利用者の増加と自分の実力に見合った投資をすることが可能となるだろう。そのために検定についてもレベルをさらに細分化し、さまざまな個人のリスク許容度に合った検定を作る必要があると考えている。

## 第 2 節 企業に対する提案

第 2 章で論じたように、機関投資家はスチュワードシップ責任を果たす責任がある。スチュワードシップ・コードの原則では、会社の状況を的確に把握することを機関投資家に求めている。投資先会社と対話する前にそのようにすることで適切な質問ができ、また対話の内容を深めることができるという趣旨からである。では、長期の視点から把握するために重要となるのはどのような情報だろうか。

短期の視点での投資では、決算情報などの財務情報だけが重要となる。しかし長期視点での投資では、財務情報だけではなく、長期的な成長性である持続的成長を見極めることができる情報が必要となる。この情報として大きな意義を持つものが ESG 情報なのである。

ESG 評価の高い会社とは、ESG 課題に適切に対応する会社であり、そうした会社は長期的な持続的成長力があると判断される<sup>43</sup>。そのため株価において

---

earn&file=home\_syoukai\_01.html)

<sup>43</sup>首藤(2016)「企業の持続的成長と ESG－アカデミックな分析視点からの整理－」 12 頁

([http://www.meti.go.jp/committee/kenkyukai/sansei/jizokuteki\\_esg/pdf/003\\_](http://www.meti.go.jp/committee/kenkyukai/sansei/jizokuteki_esg/pdf/003_))



も、長期的に良好なものとなると分析される。機関投資家が投資先会社等の ESG 課題につき「目的を持った対話」により改善することは、スチュワードシップ責任だけでなく、受託者責任を果たすことにもなり得る。機関投資家には、ESG 投資の有用性を見直し、持続的な成長力のある会社を見極めること、そしてより持続的な成長力のある会社になるよう運用においてサポートすることが期待されるのである。また、運用受託機関が行っている投資先企業へのエンゲージメントの中でも ESG を考慮した企業価値の向上や持続的な成長のための自主的な取組みを促している。GPIF が全面的に ESG を推進し始めたことで、ESG への取り組みが低い日本においても益々 ESG 投資の注目度が高まると予想される。

この ESG 投資と企業の価値を向上させるための手段の一つとして、統合報告書に注目する。統合報告とは、企業の売り上げなどの財務情報と、環境や社会への配慮、知的資産から、ガバナンスや中長期的な経営戦略までを含む非財務情報を投資家などに伝えることであり、この情報をまとめたものが統合報告書である。KPMG の調査<sup>44</sup>によると、図表 20 にあるように、統合報告書の発行は企業価値向上に寄与する可能性があると考える企業が 9 割以上おり、大いにあると回答する企業も増加している。また、統合報告書の読み手として 9 割近くを投資家としている。統合報告書の取り組みを始めた、またはこれから始める理由としては、「企業の開示の更なる充実を目指して自発的に取り組む」「コーポレートガバナンスコード」「同業他社の動向」が上位 3 つとして挙げられている<sup>45</sup>。

---

<sup>44</sup>KPMG ジャパン 統治報告アドバイザーグループ(2017) 「統合報告フレームワークの公表」6 頁

(<https://assets.kpmg.com/content/dam/kpmg/pdf/2016/03/jp-iirc-framework-release-change-20131225.pdf>)

<sup>45</sup>KPMG ジャパン 統治報告アドバイザーグループ(2017) 「統合報告フレームワークの公表」5 頁

(<https://assets.kpmg.com/content/dam/kpmg/pdf/2016/03/jp-iirc-framework-release-change-20131225.pdf>)

統合報告書に対するニーズの高まりの背景には、海外機関投資家の変化もある。PRI（国連責任投資原則）に署名する機関投資家は拡大しており、2017年4月時点で1700を超える年金基金や運用会社などがPRIに署名している。財務情報と同じように、非財務情報であるESGデータを投資情報として利用しているのである。

このように企業から投資家への適切な情報開示、企業の中長期的な成長につながる統合報告書は、図表21にあるように年々作成する企業が増加しているが、すでに発行している企業は35%であり、半分にも満たない現状である。

図表20 ESG関連銘柄と市場平均株価の動き



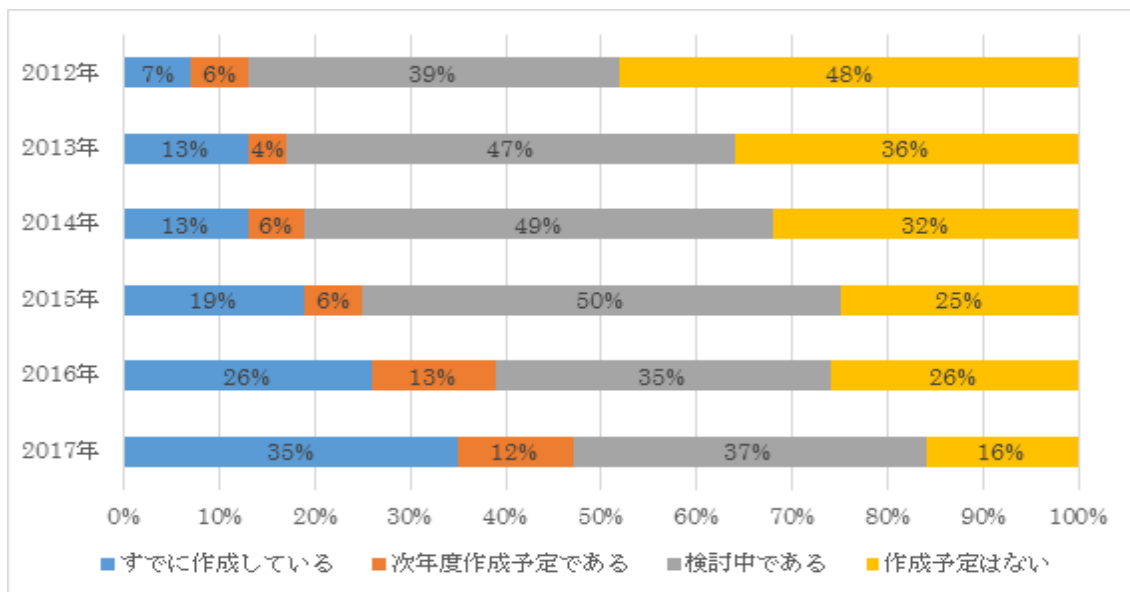
10

出所：日本経済新聞(2017年10月18日)「ESG投資、市場の3割に環境配慮や社会性を評価」より作成

(<https://www.nikkei.com/article/DGXMZO22374210X11C17A0MM8000/>)

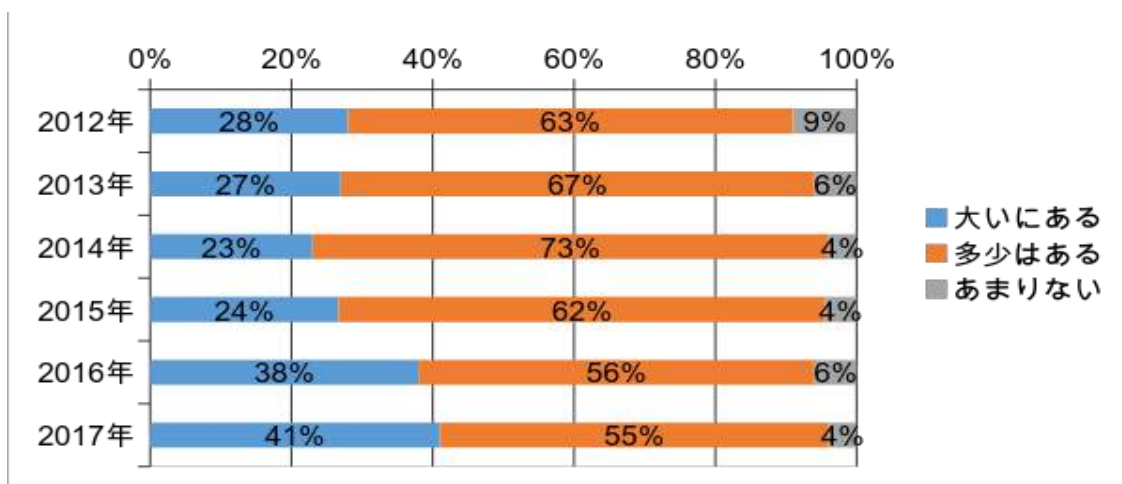
15

図表21 統合報告書の作成状況



出所：KPMG ジャパン 統治報告アドバイサリーグループ(2017)「日本企業の統合報告の取組みに関する意識調査 2017」5 頁より作成  
 (https://assets.kpmg.com/content/dam/kpmg/jp/pdf/jp-integrated-reporting-20170516.pdf)

図表 22 統合報告と企業価値との関連



出所：KPMG ジャパン 統治報告アドバイサリーグループ(2017)「日本企業の統合報告の取組みに関する意識調査 2017」6 頁より作成  
 (https://assets.kpmg.com/content/dam/kpmg/jp/pdf/jp-integrated-reporting-20170516.pdf)

よって、この課題に対して「企業に対する統合報告書の発行義務化」を提案する。

5 具体的には、一部市場、二部市場、JASDAQ、マザーズに上場している企業に対して、統合報告書を作成することを義務化させる。そしてこの報告書を、開示書類を掲示しているサイトである EDINET<sup>46</sup>に提出することとする。

10 また、海外投資家への情報発信も重要であると考え、日本語版と英語版の両方を作成することとする。さらに、グループ単位での発行ではなく、会社単位で発行する。財務情報と非財務情報を一度に閲覧することが可能となり、投資家の企業情報取得も容易になると考えられる。企業にとっても、ESG への取り組み意識や、長期的な成長のための事業選択を通じて企業価値向上につながる

10 ことが期待される。

### 15 第3節 ベンチャー企業への提案

第5章で述べたようにクラウドファンディングが新しいベンチャー企業への資金調達として注目されていることと、ベンチャーキャピタルの資金不足を取り上げた。そこでベンチャー企業の資金調達に対する提案としてベンチャーキャピタルによる企業型クラウドファンディングの利用を提案する。企業型クラウドファンディングとは本来個人が行うクラウドファンディングを企業が行う仕組みである。企業型クラウドファンディングを行うメリットは少額での投資が可能であることだ。そのため資金不足のベンチャーキャピタルが企業型クラウドファンディングを利用しベンチャー企業への出資を可能にする。これによりベンチャー企業への出資が増加し、発行市場での活性化を促すであろう。

25

### おわりに

本論文では国内証券市場の活性化が日本経済の回復に寄与するものと考え、

---

<sup>46</sup> 金融庁が運営する、金融商品取引法に基づく有価証券報告書等の開示書類を閲覧するサイト。

家計、企業、そして発行市場を活性化し得るベンチャー企業に対して提案を行った。家計に対しては投資に対するリテラシー不足と資金不足の点から「新積立 NISA」による低リスク・長期投資を可能にし、投資検定を導入することで知識を得られる機会を創出した。企業に対してはスチュワードシップコード・コーポレートガバナンスコードが進められているが、いまだに形式的なものとなっている現状から、国際競争力や中長期的な成長を促す ESG 投資を重視した「統合報告書の提出制度化」を提案した。更にベンチャー企業に対しては成長資金が十分でないことによる IPO の減少から、「企業型(ベンチャーキャピタル型)クラウドファンディング」を提案した。これらの提案は「貯蓄から資産形成へ」を実現し得るだろう。中長期的な発展・成長をする企業が増加すれば、株価は安定的に上昇するだろう。結果として日本経済は好景気へと向かう好循環を可能にするはずだ。

しかし、証券市場の活性化にはまだ考慮しなければならない問題が多くある。リーマンショック以降、日本銀行は ETF 買い入れを継続して行っている。これは株価を一定水準より下落させないという機能を果たしている。よって証券市場を下支えしているといえるだろう。しかしこのような金融政策は証券市場の機能を歪めている。日本の証券市場は不安定な状態にあると言えるだろう。また「グローバルな証券市場」として国内外の投資家・企業の参入しやすい「使い勝手の良い」市場を目指していかなければならない。今後もこのような問題を考慮する必要があるだろう。

## 参考文献

- ・松谷明彦(1995)『図説 日本の証券市場』財経詳報社
- ・斉藤肇(2016)「投資家向け企業報告の可能性についての考察：ESG 情報と統合報告書の関係」
- ・川北英隆(1995)『日本型株式市場の構造変化 金融システムの再編成とガバナンス』東洋経済
- ・大村敬一・俊野雅司(2014)『証券論』有斐閣
- ・津村英文(1991)『証券市場入門』有斐閣
- ・内海淳二(2014)『年金制度における改革内容について～これまでの沿革を

踏まえつつ～』日本年金機構

・梅本剛正（2005）『現代の証券市場と規制』商事法務

・福光寛・高橋元（2007）『ベーシック証券市場論 改訂版』同文館

## 5 参考 URL

・井澤裕司（2017）「行動経済学と金融リテラシー：「冷静な投資判断」へ向けて」（最終閲覧日 2017 年 10 月 20 日）

[https://www.yuchof.jp/publication/personalfinance/report/2017summer/feature\\_articles07.pdf](https://www.yuchof.jp/publication/personalfinance/report/2017summer/feature_articles07.pdf)

10 ・石原鉄也(2009)「戦略的 IPO(1)-2009 年のトレンド-」（最終閲覧日 2017 年 10 月 20 日）

<http://www.grantthornton.jp/globalassets/pdf/report/monthlyreport/monthlyreportvol10.pdf>

15 ・株式会社大阪取引所（2015）「次期 J-GATE 稼働時における取引制度の見直しについて」（最終閲覧日 2017 年 9 月 6 日）

<http://www.jpx.co.jp/rulesparticipants/publiccomment/detail/d8/nlsgeu00000112to-att/4.pdf>

・環境省（2016）「世界・日本のグリーンボンド概況」（最終閲覧日 2017 年 8 月 6 日）

20 <http://www.env.go.jp/press/gbp-01/mat04.pdf>

・金融広報中央委員会（2015）「家計の金融行動に対する世論調査」（最終閲覧日 2017 年 10 月 25 日）

<https://www.shiruporuto.jp/public/house/loan/yoron/futari/2016/pdf/yoronf16.pdf>

25 ・金融庁(2016)「市場間競争の基本的考え方」（最終閲覧日 2017 年 10 月 20 日）

[http://www.fsa.go.jp/singi/singi\\_kinyu/market\\_wg/siryou/20161109/02.pdf](http://www.fsa.go.jp/singi/singi_kinyu/market_wg/siryou/20161109/02.pdf)

30 ・金融庁（2016）「最低限身に付けるべき金融リテラシー（4 分野・15 項目）について」（最終閲覧日 2017 年 7 月 15 日）

- <http://www.fsa.go.jp/news/25/sonota/20131129-1/01.pdf>  
・金融庁(2017) (「責任ある機関投資家」の諸原則《日本型スチュワードシップ・コード》) (最終閲覧日 2017 年 10 月 20 日)
- <http://www.fsa.go.jp/news/29/singi/20170529/01.pdf>
- 5 ・経済産業省(2010) 「失われた 20 年」の構造的な原因(最終閲覧日 2017 年 8 月 6 日)
- <http://www.rieti.go.jp/jp/publications/pdp/10p004.pdf>  
・小立敬(2015) 「デリバティブ市場の強化を図るアジアの取組みと日本の国際金融センター構想への示唆」(最終閲覧日 2017 年 7 月 15 日)
- 10 <http://www.nicmr.com/nicmr/report/repo/2015/2015aut11.pdf>  
・小谷範人(2016) 「市場型間接金融の機能とリスク-学説、歴史、実務面に注目して-」(最終閲覧日 2017 年 8 月 6 日)
- <http://ci.nii.ac.jp/els/contents110004786109.pdf?id=ART0007522494>
- 15 ・財務省(2015) 「説明資料〔相続税・贈与税〕」(最終閲覧日 2017 年 10 月 21 日)
- [http://www.cao.go.jp/zeicho/gijiroku/zeicho/2015/\\_icsFiles/afieldfile/2015/10/26/27zen25kai2.pdf](http://www.cao.go.jp/zeicho/gijiroku/zeicho/2015/_icsFiles/afieldfile/2015/10/26/27zen25kai2.pdf)  
・首藤恵(2016) 「企業の持続的成長と ESG—アカデミックな分析視点からの整理—」(最終閲覧日 2017 年 10 月 20 日)
- 20 [http://www.meti.go.jp/committee/kenkyukai/sansei/jizokuteki\\_esg/pdf/003\\_06\\_00.pdf](http://www.meti.go.jp/committee/kenkyukai/sansei/jizokuteki_esg/pdf/003_06_00.pdf)  
・スチュワードシップ・コードに関する有識者検討会(2017) 「投資と対話を通じて企業の持続的成長を促すために～(案)」(最終閲覧日 2017 年 10
- 25 月 14 日)
- <http://www.fsa.go.jp/news/28/singi/20170327/01.pdf>  
・生命保険協会調査(2016) 「株式価値向上に向けた取組みについて」(最終閲覧日 2017 年 10 月 24 日)
- [http://www.seiho.or.jp/info/news/2016/pdf/20170321\\_3.pdf](http://www.seiho.or.jp/info/news/2016/pdf/20170321_3.pdf)
- 30 ・総務省(2016) 「IoT 時代における新たな ICT への各国ユーザーの意識の分

- 析等に関する調査研究の請負」(最終閲覧日 2017 年 10 月 24 日)  
[http://www.soumu.go.jp/johotsusintokei/linkdata/h28\\_02\\_houkoku.pdf](http://www.soumu.go.jp/johotsusintokei/linkdata/h28_02_houkoku.pdf)  
・大和証券 NISA で始める積立投資(最終閲覧日 2017 年 9 月 6 日)
- 5 <http://www.daiwa.jp/nisa/tsumitate/>  
・大和総研(2012)「ベンチャー企業の資金調達」(最終閲覧日 2017 年 10 月 21 日)  
<http://www.dir.co.jp/souken/research/report/capital-mkt/12030201capital-mkt.pdf>
- 10 ・大和総研(2014)「日米株式市場の相違点」(最終閲覧日 2017 年 8 月 6 日)  
[http://www.dir.co.jp/research/report/capital-mkt/20140728\\_008797.pdf](http://www.dir.co.jp/research/report/capital-mkt/20140728_008797.pdf)  
・大和総研(2015)「投資型クラウドファンディング」(最終閲覧日 2017 年 10 月 21 日)
- 15 [http://www.dir.co.jp/research/report/lawresearch/securities/20150619\\_009844.pdf](http://www.dir.co.jp/research/report/lawresearch/securities/20150619_009844.pdf)  
・大和総研(2016)「IPO 市場の動向と国際化に関する比較」(最終閲覧日 2017 年月日)  
<http://www.nicmr.com/nicmr/data/market/stock.pdf>
- 20 ・大和総研(2017 年)「ESG 投資とパフォーマンス(上)」(最終閲覧日 2017 年 10 月 15 日)  
[http://www.dir.co.jp/research/report/esg/esgreport/20170525\\_012007.html](http://www.dir.co.jp/research/report/esg/esgreport/20170525_012007.html)  
・大和総研(2017 年)「ESG 投資とパフォーマンス(中)」(最終閲覧日 2017 年 10 月 15 日)
- 25 [http://www.dir.co.jp/research/report/esg/esgreport/20170705\\_012124.pdf](http://www.dir.co.jp/research/report/esg/esgreport/20170705_012124.pdf)  
・大和総研(2017 年)「ESG 投資とパフォーマンス(下)」(最終閲覧日 2017 年 10 月 15 日)
- 30 [http://www.dir.co.jp/research/report/esg/esgreport/20170907\\_012](http://www.dir.co.jp/research/report/esg/esgreport/20170907_012)



277.pdf

・ 中小企業庁：3. 市場型間接金融(最終閲覧日 2017 年 8 月 7 日)

<http://www.chusho.meti.go.jp/pamflet/hakusyo/h17/hakusho/html/17224300.html>

5 ・ 土屋貴裕 (2012)『家計金融資産の偏在と運用面の課題』(最終閲覧日 2017 年 10 月 15 日)

[http://www.dir.co.jp/souken/research/report/capitalmkt/cho1201\\_05all.pdf](http://www.dir.co.jp/souken/research/report/capitalmkt/cho1201_05all.pdf)

10 ・ 東京大学公共政策大学院「今後の市場型間接金融のあり方」(最終閲覧日 2017 年 9 月 4 日)

<http://www.pp.utokyo.ac.jp/CMPP/20120918/documents/CMPP20120918-yanagawa.pdf>

・ 内閣府(1998)「経済社会総合研究所日本のコーポレート・ガバナンス」(最終閲覧日 2017 年 10 月 4 日)

15 <http://www.esri.go.jp/jp/archive/sei/sei012/sei012a.pdf>

・ 日興リサーチセンター (2016)「月刊 資本市場 わが国の ESG 投資の現状」(最終閲覧日 2017 年 8 月 28 日)

<http://www.camri.or.jp/files/libs/167/201703241749076379.pdf>

20 ・ 日本経済新聞(2017 年 9 月 29 日)「成長という価値観の外側」(最終閲覧日 2017 年 10 月 4 日)

<https://www.nikkei.com/article/DGXMZO21636210Y7A920C1SHH000/>

・ 日本経済新聞(2017 年 10 月 18 日)「ESG投資、市場の 3 割に 環境配慮や社会性を評価」(最終閲覧日 2017 年 10 月 25 日)

25 <https://www.nikkei.com/article/DGXMZO22374210X11C17A0MM8000/>

・ 日本銀行調査統計局 (2017)「2017 年第 1 四半期の資金循環」(最終閲覧日 2017 年 10 月 23 日)

<https://www.boj.or.jp/statistics/sj/sjexp.pdf>

30 ・ 日本証券業協会(1998)「上場株券等の取引所金融商品市場外での売買等に

関する規制」(最終閲覧日 2017 年 8 月 7 日)

<http://www.jsda.or.jp/katsudou/kisoku/files/a025.pdf>

・日本証券経済研究所(2016)「図説 日本の証券市場 2016 年版」

[http://www.jsri.or.jp/publish/market/pdf/market\\_26.pdf](http://www.jsri.or.jp/publish/market/pdf/market_26.pdf)

- 5 ・日本経済研究センター(2013)「クラウドファンディングを起業への架け橋に！」(最終閲覧日 2017 年 10 月 15 日)

<http://www.jcer.or.jp/report/econ100/pdf/econ100bangai20133data.pdf>

- 10 ・日本証券業協会(2015)「証券投資に関する全国調査」(最終閲覧日 2017 年 9 月 7 日)

<http://www.jsda.or.jp/shiryo/chousa/data/files/h27/H27gaiyou.pdf>

・日本証券業協会(2016)「個人投資家の証券投資の意識調査」(最終閲覧日 2017 年 10 月 23 日)

15 [http://www.jsda.or.jp/shiryo/chousa/kojn\\_isiki/files/20160905\\_ishikichousa.pdf](http://www.jsda.or.jp/shiryo/chousa/kojn_isiki/files/20160905_ishikichousa.pdf)

・日本取引所(2015)『経営の持続的な成長が見込まれる指標「ESG」』(最終閲覧日 2017 年 10 月 25 日)

<http://www.jpx.co.jp/learning/education/plusyou/theme/01.html>

- 20 ・日本取引所グループ(2016)「信用取引制度の概要」(最終閲覧日 2017 年 10 月 5 日)

<http://www.jpx.co.jp/equities/trading/margin/outline/tvdivq0000007szb-att/HP-shinyo.pdf>

・日本取引所グループ(2016)「コーポレートガバナンス・コードへの対応状況」(最終閲覧日 2017 年 10 月 24 日)

- 25 <http://www.jpx.co.jp/equities/listing/cg/tvdivq0000008jdy-att/nlsgeu000001y75a.pdf>

・日本取引所グループ その他統計資料(最終閲覧日 2017 年 10 月 24 日)

<http://www.jpx.co.jp/markets/statistics-equities/misc/>

・日本取引所グループ HP (最終閲覧日 2017 年 10 月 24 日)

- 30 <http://www.jpx.co.jp/>

- ・日本ベンチャーキャピタル協会(2013)「日本におけるベンチャーキャピタルの現状と課題技術の産業化のために」(最終閲覧日 2017 年 10 月 5 日)

<http://www8.cao.go.jp/kiseikaikaku/kaigi/meeting/2013/wg2/sogyo/131213/item1.pdf>
- 5 ・年金積立金管理運用独立行政法人 2015 年 9 月「国連責任投資原則への署名について」(最終閲覧日 2017 年 9 月 26 日)

[http://www.gpif.go.jp/topics/2015/pdf/0928\\_signatory\\_UN\\_PRI.pdf](http://www.gpif.go.jp/topics/2015/pdf/0928_signatory_UN_PRI.pdf)

・年金積立金管理運用独立行政法人「ESG の選定」(最終閲覧日 2017 年 10 月 4 日)
- 10 [http://www.gpif.go.jp/operation/pdf/esg\\_selection.pdf](http://www.gpif.go.jp/operation/pdf/esg_selection.pdf)

・野村金融セミナー(2001)「我が国金融・資本市場の国際化について」(最終閲覧日 2017 年 10 月 14 日)

[http://www.fsa.go.jp/singi/singi\\_kinyu/s\\_group/siryou/20070327/03.pdf](http://www.fsa.go.jp/singi/singi_kinyu/s_group/siryou/20070327/03.pdf)
- 15 ・野村資本市場研究所(2001)「証券市場活性化のあり方について」(最終閲覧日 2017 年 10 月 14 日)

[www.nicmr.com/nicmr/report/repo/2001/2001win01.pdf](http://www.nicmr.com/nicmr/report/repo/2001/2001win01.pdf)

・野村総合研究所(2015)「若年層を中心とした個人による投資の現状と NISA の利用促進に向けた課題に関する調査」(最終閲覧日 2017 年 10 月 1
- 20 日)

<http://www.fsa.go.jp/common/about/research/20151001-1/01.pdf>

・ベンチャーエンタープライズ(2016)「ベンチャー白書 2016」(最終閲覧日 2017 年 10 月 14 日)

[http://www.vec.or.jp/wordpress/wpcontent/files/2016\\_VECYEARBOOK\\_JP\\_VNEWS\\_09.pdf](http://www.vec.or.jp/wordpress/wpcontent/files/2016_VECYEARBOOK_JP_VNEWS_09.pdf)
- 25 OOK\_JP\_VNEWS\_09.pdf

・みずほ総合研究所(2017)「注目高まる ESG 投資」(最終閲覧日 2017 年 9 月 27 日)

[https://www.mizuhori.co.jp/publication/sl\\_info/pension/pdf/pension\\_news201707.pdf](https://www.mizuhori.co.jp/publication/sl_info/pension/pdf/pension_news201707.pdf)
- 30 ・三菱 UFJ 信託銀行(2016)「グローバルな ESG 投資の潮流と日本の展望」

(最終閲覧日 2017 年 9 月 24 日)

[http://www.tr.mufg.jp/houjin/jutaku/pdf/u201601\\_1.pdf](http://www.tr.mufg.jp/houjin/jutaku/pdf/u201601_1.pdf)

・柳川範之・藤田友敬・杉浦秀徳・上田亮子(2012)「コーポレート・ガバナンス」(最終閲覧日 2017 年 9 月 14 日)

5 <http://www.saa.or.jp/saaj/gentei/dl13/z4.pdf>

・矢野経済研究所(2017)「国内クラウドファンディング市場の調査を実施」(最終閲覧日 2017 年 10 月 25 日)

[http://release.nikkei.co.jp/attach\\_file/0456437\\_01.pdf](http://release.nikkei.co.jp/attach_file/0456437_01.pdf)

・CBI (2017) 「Climate Bonds Standard」(最終閲覧日 2017 年 10 月 19 日)

[https://www.climatebonds.net/files/files/Climate%20Bonds%20Standard%20v2\\_1%20-%20January\\_2017\(1\).pdf](https://www.climatebonds.net/files/files/Climate%20Bonds%20Standard%20v2_1%20-%20January_2017(1).pdf)

・Deloitte(2016)「2016 年 IPO 市場の動向」(最終閲覧日 2017 年 9 月 23 日)

15 <https://www2.deloitte.com/content/dam/Deloitte/jp/Documents/get-connected/pub/atc/201608/jp-atc-kaikeijyoho-201608-02.pdf>

・EDINET ホームページ(最終閲覧日 2017 年 9 月 14 日)

<http://disclosure.edinet-fsa.go.jp/>

・IIRC 「INTEGRATED REPORTING」(最終閲覧日 2017 年 9 月 23 日)

20 <https://integratedreporting.org/>

・KPMG ジャパン 統合報告アドバイザーグループ「統合報告フレームワークの公表」(最終閲覧日 2017 年 10 月 17 日)

<https://assets.kpmg.com/content/dam/kpmg/pdf/2016/03/jpiircframework-release-change-20131225.pdf>

25 ・KPMG ジャパン 統合報告アドバイザーグループ(2017)「日本企業の統合報告の取組みに関する意識調査 2017」(最終閲覧日 2017 年 10 月 17 日)

<https://assets.kpmg.com/content/dam/kpmg/jp/pdf/jpintegratedreporting-20170516.pdf>

・PRI 「Principles for Responsible Investment」(最終閲覧日 2017 年 30 10 月 17 日)

<https://www.unpri.org/about>

・PTS Information Network(最終閲覧日 2017 年 9 月 23 日)

<http://pts.offexchange2.jp/ptsinfo/>

・SBI 証券 株式投資知識・技能検定 Kabu 検(最終閲覧日 2017 年 9 月 27  
5 日)

[https://www.sbisec.co.jp/ETGate/WPLETmgR001Control?OutSide=on&getFlg=on&burl=search\\_home&cat1=home&cat2=learn&dir=learn&file=home\\_syoukai\\_01.html](https://www.sbisec.co.jp/ETGate/WPLETmgR001Control?OutSide=on&getFlg=on&burl=search_home&cat1=home&cat2=learn&dir=learn&file=home_syoukai_01.html)

・SBI 証券 PTS 取引(最終閲覧日 2017 年 9 月 14 日)

10 [https://site2.sbisec.co.jp/ETGate/WPLETmgR001Control?OutSide=on&getFlg=on&burl=search\\_domestic&cat1=domestic&cat2=pts&dir=pts&file=domestic\\_pts\\_03.html](https://site2.sbisec.co.jp/ETGate/WPLETmgR001Control?OutSide=on&getFlg=on&burl=search_domestic&cat1=domestic&cat2=pts&dir=pts&file=domestic_pts_03.html)

・worldbank 『whataregreenbonds?』(最終閲覧日 2017 年 10 月 21 日)

[http://treasury.worldbank.org/cmd/pdf/What\\_are\\_Green\\_Bonds.pdf](http://treasury.worldbank.org/cmd/pdf/What_are_Green_Bonds.pdf)