

証券市場ゼミナール大会

第1テーマ

5 日本証券市場の活性化について

Cブロック

10 中京大学 経営学部 入江ゼミナール

鹿野 航

安井龍之介

柳川裕紀

目次

	序章	
	第 1 章	証券市場について
		第 1 節 証券とは
5		第 2 節 証券市場とは
		第 3 節 プレイヤー
	第 2 章	日本の証券市場の歴史的考察
		第 1 節 戦前・復興期（昭和 20 年代）の証券市場
		第 2 節 高度成長期（昭和 30 から 40 年代）の証券市場
10		第 3 節 石油ショックへの対応とバブル経済（昭和 50 年代 から平成元年）の証券市場
		第 4 節 平成に入ってから証券市場
	第 3 章	日本証券市場の問題点
		第 1 節 家計の消極的態度
15		第 3 節 ベンチャー企業の資金調達
	第 4 章	日本証券市場の活性化に向けて
		第 1 節 金融リテラシー
		第 2 節 株価上昇に向けて
		第 3 節 ベンチャー企業から証券市場の活性化へ
20	終章	

25

30

序章

日本はバブル崩壊により 1973 年から続いた安定成長期が終わり、「失われた 20 年」と呼ばれる低成長期に突入し、日本の証券・市場が危機を迎えた。そんな中で 1996 年に、当時の橋本龍太郎内閣の下でロンドンの金融街シティのビックバンを手本とした「日本版金融ビックバン」が実施された。このビックバンの構想は日本の間接金融優位を直接金融優位の金融構造へと切り替えることを目指した改革であった。他にも 2001 年には確定拠出年金、2005 年には郵便局で投信販売が開始された。これらの制度は「個人投資家の資金を貯蓄から投資へと証券市場に呼び込む」という狙いがあった。しかし、未だに個人金融資産の過半が預貯金として留まっているなど金融構造の転換には至っていないのが現状である。むしろ、アメリカ発の金融危機による不況の直撃、2006 年のライブドアショックによる株式暴落、2007 年にはサブプライム問題の表面化、2008 年の秋に起きたリーマンショックによってグローバルな金融危機に見舞われた。また、2011 年 3 月 11 日に東日本大震災が発生、リーマンショックから回復しようとしていた日本経済は再び悪化し、国民は消費を抑えその資産を預貯金に回す動きが強まり、間接金融優位に拍車がかかってしまっている。このため、日本の現金・預金の保有率は高く、証券市場が活性化しているアメリカや EU などと比べると株式・出資金が明らかに低いのが現状である。しかし、ここで預貯金となっている多くの金融資産を証券市場に投入できれば企業は直接金融での資金調達が可能になるなど、日本企業の一層の成長が期待できる。個人の大量の金融資産が預貯金から株式・債券へとシフトしていけば大量の金融資産が証券市場に流れ込むことによって機能強化、活性化も見込まれる。また、安倍内閣による「アベノミクス」と呼ばれる経済政策によって景気も少しずつ回復しており、日本経済も良い方向に向かっている。以上のことを踏まえて、今こそ日本の証券市場に変革をもたらすチャンスではないかと考える。

第1章 証券市場について

本章では、証券市場とは何か、どんな役割を果たしているのか、だれがどのように証券市場にかかわっているかを3節に分けて考察していく。

第1節 証券とは

- 5 証券とは、財産上の権利を表す株券、債券などを証券という。株券はその保有者が株券発行会社に出資していることを表し、債券はその保有者が債券の発行者である会社や国などに資金を貸し付けていることを表す。会社が発行する債券を社債、国が発行する債券を国債と呼ぶ。この他にも、荷物の受取証書や預貯金証書、借入金証文も証券と呼ばれるし、手形・小切手、船荷証券なども
- 10 証券と認識される。

- これらの証券は大きく2つに分類することが可能である。1つ目は「有価証券」である。ここで有価証券とは、ある財産上の権利を表すものであって、その表示された権利の実行や譲渡がこれによって行われる証券のことを指す。もっとも、このような有価証券には、ある商品やサービスへの請求権を化体して
- 15 いる「商品証券」（船荷証券など）や、お金への請求権を表象している「貨幣証券」（手形・小切手など）、さらに出資したものがこの出資に対しての収益を請求する権利を表している「資本証券」（株式・社債など）などがある。しかし、これらの有価証券のすべてが証券市場の道具となるわけではない。証券市場の憲法ともいべき「証券取引法」が定めたものだけが、証券市場における有価
- 20 証券である。これを「狭義の有価証券」とも称する。株券はもちろん広義でも狭義でも有価証券である。

- もう1つの証券の分類として「証拠証券」がある。証拠証券とは、預金証書や保険証書、受取証などの財産法上意味のある事実だけが記載され、その証明に役立つ書面のことで、証明書ともいう。

25

第2節 証券市場とは

- 企業が事業を行うにあたっては、資金を調達する必要があるが、その資金調達は金融市場において行われる。日本の国内の金融市場は大きく分類すると、短期金融市場と長期金融市場および派生市場とに分類される。基本的には取引
- 30 される金融商品の満期までの期間の長さを基準にして分類される。証券市場は、

貸借期間が1年以上の金融取引（長期金融市場＝資本市場）のひとつであり、この他にも長期預金市場、長期貸付市場がある。証券市場は、企業及び政府などの資金需要者が長期資金を調達する市場である。この証券市場は取引される証券の違いから、株式市場と債券市場とに2分される。

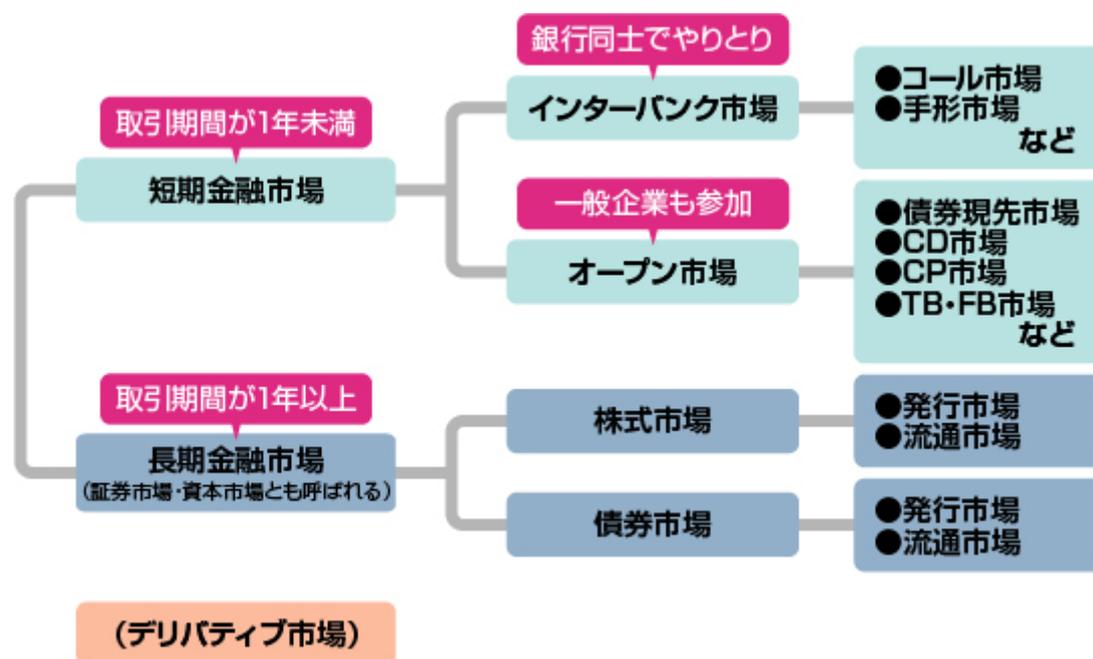
- 5 株式市場では株式が発行され取引されている。株式市場はその機能面から発行市場と流通市場とに分けられる。発行市場では、株式会社の資金調達の目的で新規に発行される証券が、発行者から直接、もしくは証券会社、銀行等を通して投資家に1次取得される市場のことをいう。主に、当事者間の相対での取引であり、取引所のような具体的な市場のない抽象的な市場のことを指す。
- 10 これに対して、流通市場とは、すでに発行された証券が、投資家から投資家に転々と流通・売買される市場のことをいう。発行市場は抽象的な市場であるのに対して、流通市場は取引所のように具体的な市場が存在する。両者は「車の両輪」であるから、バランスのとれた活性化を図る必要がある。

- 15 債券市場では、証券市場とは違い、債券の取引が証券取引所を通じで行われるのではなく、投資家の売買注文を、証券会社が自ら売買の相手方になって取引をする方法である。店頭市場での仕切売買とか相対売買といわれており、店頭取引と呼ばれる。店頭取引は、取引所取引のように売買注文が1か所に集中するのではなく、投資家と債券ディーラー、あるいは、債券ディーラー同士で、個別に相対の取引を成立させるものである。

20

25

30



「女性の初めての投資をガイドするサイト 乙女のサイト」より転載
(出所)

- 5 <https://www.tokaitokyo.co.jp/otome/investment/finance/finance/market.html>

10 金融市場は、直接金融と間接金融に分けることもできる。「直接金融」とは、お金を必要とする人に直接資金を提供することであり、証券市場がそれに該当する。「間接金融」とは、預金者からお金を借りて必要な人に貸し出すことをい

15 い、私たちが日常で使う銀行預金などが該当する。「直接金融」と「間接金融」にはそれぞれメリット・デメリットがあるが今回内容として取り扱う証券市場(=直接金融)の投資家サイドからのメリットとして、預金に比べると利益が多いことを上げることができる。しかし、デメリットである貸したお金が返ってこない可能性がある点(信用リスク)を負うことから、証券市場への投資に懸念をする人も多くいる。

第3節 プレイヤー

証券市場は、「狭義の有価証券」という道具を活用しながら、数多くの多様な企業や個人が活躍する場である。資金調達や経営戦略としての企業買収を目的

に証券市場を利用する大企業やベンチャー企業もあるし、資金運用のために証券市場を活用する個人や保険・年金資金などもある。また、これらの者は日本国内の証券市場だけではなく海外の証券市場も積極的に利用しているし、反対に海外の企業や個人で日本の証券市場に参加するものも少なくない。

5 証券市場は、お金を必要とする企業等と、お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するものである。つまり、証券市場における取引は「リスク・マネー」のやり取りなのである。したがって、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。このような証券市場のプレイヤーは、発行体・投資家・証券会社・証券取引所などがある。

15 発行体とは、債券や株式などの有価証券を発行することで、お金を賄う（つまり資金調達を行う）組織・団体のことである。具体的には、主にその株式を証券取引所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。

20 投資家とは、発行体の発行した株式や債券などの有価証券の買い手のことである。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」とよんでいる。機関投資家にあつて、実際に運用業務にあたっているスタッフを「ファンド・マネージャー」という。個人投資家、法人投資家ともに国内と海外双方がいる。海外の投資家である「外国人投資家」は、海外からの外国資本の投資顧問会社などの機関投資家や、個人の外国人投資家などを総称したものである。この外国人投資家による巨額な
25 お金の動きは、大きく株価に影響を与えることがあり、場合によっては、企業買収を目的とする株価の操作を疑われるような、危険な取引を行う場合もある。日本の証券市場では債券、株式ともに機関投資家の役割が重要になってきている。これを「機関化現象」という。しかし同時に、証券市場のいわば草の根的な存在である個人投資家の重要性や、巨額な資金を動かす外国人投資家の存在
30 を忘れてはならない。

また、個人投資家である家計の証券市場の参入が日本では消極的であるという問題があるので、家計の資産が「貯蓄から投資へ」という流れを作り出すための具体的な対策と根本的問題点を第3章・第4章で取り上げていこうと思う。

証券会社とは、お金を必要とする発行体とお金を運用したい投資家を仲介したり、投資家と投資家の間を仲介するものである。証券会社は、証券取引法（現在の金融商品取引法）の基準によって内閣総理大臣に登録したか認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。発行体が有価証券を発行するときには、引受業務を行う証券会社がまず発行された証券を引き受け、これを投資家に売却することとなる。すでに発行されている有価証券については、証券会社が売り手である投資家と買い手である投資家を仲介するのである。この場合、売り手、買い手は証券会社に売買を委託し、証券会社はこれらの売買注文を証券取引所に出すのがふつうである。こうした業務は、「委託取引」と言われる。このほかに、証券会社は自己資金で自ら有価証券の売買取引を行ったり、いわゆるデリバティブの組成、仲介、売買などを行っている。

証券取引所は、投資家や証券会社自身の株式等の売買注文を、自ら開設する市場に集中させることにより、大量の需給を統合させ、株式等の市場流通性を高めるとともに公正な価格形成を図るという役割を担っています。わが国には、株式の売買を行う市場を持つ証券取引所が東京・名古屋・福岡・札幌の4か所にある。

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、値段を指定する方法、取引単位、決済方法等についての細かな規定が設けられています（売買の定型化）。また、売買は基本的に競争売買によって行われている。証券取引所で売買の対象となるのは、株式数、株主数、純資産等について一定の基準（上場基準）を満たした会社の株式等に限定されています。さらに、上場基準を満たして取引が認められた会社（上場会社）に対しては、財務内容等の公開を義務付け、そのほかにも必要な会社情報を投資家に対してタイムリーに開示することを求めている。証券取引所に関する規定は、金融商品取引法に明記されている。また、取引所市場の目的・運営等細かな点については、各証券取引所の定款に定められている。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、その注文を証券取引所に伝える。証券取引所に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。成立した取引の値段（約定値段）は直ちに取引所内に掲示されるとともに、全国の証券会社や報道機関等へ伝えられる。取引所取引は「競争売買の原則」を基本に行われる。競争売買の原則とは、価格優先の原則（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」よりも値段はいくらでもよいとする「成り行き注文」が優先する）と、時間優先の原則（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する）から成る。なお、従来は、上場証券の売買は原則として証券取引所で行わなければならないという「市場集中の原則」も取引の基本原則だったが、1998年12月に撤廃された。これを受け、一部の証券会社では、自ら私設取引市場（PTS）を開設し、証券取引所を通さずに売買注文を執行するケースも出てきている。

15 第2章 日本の証券市場の歴史的考察

本章では日本の証券市場の現状を把握するため、日本の証券市場の歴史を戦前からリーマンショック期までの長いスパンで考察していく。歴史的考察をする理由として、日本の証券市場の現状を知るうえでの入口になると考えたことと、現在の証券市場の問題点も歴史的背景にあるのではないかと思ったからである。

第1節 戦前・復興期（昭和20年代）の証券市場

日本の証券市場の起点は、初めての証券発行時点にそれを置けば、ロンドンで9分利付外国公債が発行された1870年となり、条例に基づく流通市場の誕生におけば、東京と大阪に株式取引所が設立された1878年となる。いずれにせよ、我が国に証券市場が誕生してから、約140年の歴史がある。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。その後、取引所株、銀行株が上場されるが、売買の大部分は公債という時代がしばらく続いた。しかし、1886年ごろから鉄道業、紡績業を中心に企業勃興期を迎え、ようやくこのころから株式売買が活発化した。

戦後の日本は、連合国最高司令官総司令部（GHQ）の占領下におかれた。終戦直後から、証券界では市場再開の動きが起き、大蔵省も1945年10月1日からの市場再開をいったんは決定した。しかし、GHQが取引所の再開を認めず、市場再開は実現しなかった。その後も証券界は熱心取引所再開運動を続けたが、GHQは経済改革（農地改革、財閥解体、労働改革）と政治・改革を優先し、取引所再開を次期尚早として認めなかった。その結果、取引所再開には4年弱の歳月を要し、その間に日本証券取引所も閉鎖された。こうして証券市場唯一の「取引所空白時代」が現出した。しかし、正規の流通市場である取引所市場での立会は停止していたが、戦後の混乱期にも、証券取引に対する需要がなくなったわけではない。そのため、証券会社の店頭での取引が自然発生的に開催された。そして、取引所の早期再開の見通しがなくなると、店頭売買と並行して取引の場所や時間を決め、店頭売買を組織化した集団取引も行われるようになった。集団取引は、1945年末に東京、大阪で始まり、名古屋、新潟、京都、神戸、広島、福岡などへ広まった。

その一方で、取引所市場の再開は、戦前の取引所機構、証券法制を存続させたままでは困難であった。したがって、証券民主化を図るために、政府は証券法制の整備に着手し、1947年にアメリカの証券諸法を参考にした証券取引法を交付した。ただ、この法律は、SECに倣った証券取引委員会に関する規定以外は施行されず、1948年に全面改正された改正法が公布された。改正法では、証券業者を免許制から登録制にし、銀証分離規定なども規定され、戦後の新たな証券市場の法律基盤が確立された。

こうして、1949年5月以降、東京、大阪、名古屋などで証券取引所が設立された。しかし、取引所再開直前、GHQは「取引の時間優先」、「取引所優先原則」、「先物取引の禁止」という「証券取引三原則」の厳守を証券取引委員会に命じた。各取引所もこれらの厳守を制約し、取引所再開がようやく実現した。ただ、実需給だけでは売買の出会いが付き難いため、証券界では仮需給導入を目的に清算取引復活運動が起きた。これには、東証首脳やGHQが否定的で、1951年にアメリカの証拠金取引を範とした信用取引制度が導入された。

各取引所設立時の会員数と上場銘柄数

	立会開始日	会員数（設立当時）	上場銘柄数
東京証券取引所	1949年5月16日	正会員116名，才取会員12	681
大阪証券取引所	1949年5月16日	正会員76名，仲立会員11名	523
名古屋証券取引	1949年5月16日	正会員50名，才取会員8名	268
京都証券取引所	1949年7月4日	会員41名	217
神戸証券取引所	1949年7月4日	会員34名	189
広島証券取引所	1949年7月4日	会員28名	119
福岡証券取引所	1949年7月4日	会員29名	181
新潟証券取引所	1949年7月4日	会員24名	176
札幌証券取引所	1950年4月1日	会員17名	103

（出所）『図説 日本の証券市場 2016』年版、第2章 日本の証券市場の歴史
P17より転載

5

第2節 高度成長期（昭和30年代から40年代）の証券市場

昭和30年代前半の日本は、戦後復興を終え、第一次高度成長時代を迎えた。好調な企業業績を背景に、株価は1955年後半以降1961年7月まで、ほぼ一貫して上昇を続けた。同時に「投信ブーム」もその一因となった。戦後の新たな証券投資信託制度は1951年に創設された。株式投信は、1955年ごろまで不調だったが、1956年以降、株価の上昇とともに残存元本を大幅に増やし、株式市場での存在も大きくなった。もう1つ、株価上昇を支えたのは「運用預かり」であった。運用預かりとは、証券業者が受託販売していた金融債を、一定の品借料を払って不特定多数の顧客から預かる制度で、証券業者は預かった金融債を担保に、中小金融機関やコール市場などから資金を調達し、株式や公社債の自己売買資金に充てていた。こうした経済規模の拡大や取引所市場の盛行を背景に、店頭売買高も急増し、店頭売買新規承認会社数は新興、成長企業中心に急増した。このため、東京、大阪、名古屋の各取引所に、市場第2部が創設された。しかし、当時の経済運営は経常収支均衡が貫かれ、国際収支が赤字になると、金融は引き締められた。1961年7月以降、国際収支赤字改善のため金利

が引き上げられると、法人の換金売りが始まると同時に、増資の集中が相まって、株式の需給関係が悪化した。これに伴う株価下落は、投信ブームを終焉に追い込み、これまでの株価高騰を支えたメカニズムは反転し、株価をさらに下落させた。信託財産から外された公社債は、証券業者が買い取らざるを得ず、

5 証券業者の負担を大きくさせた。そしてこれらが、証券恐慌の一因となった。

昭和40年代は証券恐慌で幕を開けた。1964年9月期決算で、全国証券業者は264億円の赤字を計上していた。山一証券の経営危機が報道されると、政府は信用不安の発生を回避するため、日本銀行法第25条を初めて発動して、無担保、無制限の日銀特融を行うことを発表した。その後もしばらく、株価は下落

10 を続けたが、政府が戦後初の赤字国債発行方針を明らかにすると、株価は回復に転じた。一方で、証券恐慌は、証券業界再編の基因ともなった。政府は証券取引法を改正し、証券業に免許制を導入した。証券界では、証券恐慌前後の登録取消や自主廃業に加え、免許制に備えた証券業者の合併、統合などが行われた。その結果、証券業者の数は1963年末の593社から、免許制移行時には277

15 社へと半減した。

昭和40年代には、証券市場の国際化も進んだ。1964年、日本はIMF8条国へ移行、OECDにも加入し、資本取引の自由化を公約した。このため、1967年7月以降、5度に分けて資本自由化措置が講じられた。これによって、外国人の株式取得制限は徐々に緩和され、最終的には一部の業種を除いて自由化された。

20 資本取引の自由化とは、海外投資家だけでなく、海外の発行者や仲介者を受け入れることでもある。1970年にはアジア開発銀行が円建て外債を発行し、1972年には外国株式の国内販売も開催され、1973年には東京証券取引所に外国部が設けられた。そして、外国証券会社の日本進出も始まり、1972年にはメリルリンチ証券東京支店へ、外国証券会社初の証券業免許が付与された。

こうした資本取引の自由化は、外国企業による日本企業の乗っ取りも可能にすることを意味した。そのため、上場会社は安定株主工作で対抗した。企業が相互に株式を持ち合えば、相対的に市場に供給される株式は少なくなり、乗っ取りからの防衛を容易にする。この時期の株式の持ち合いは、乗っ取り防衛の観点から行われた。その後、増資の形態が従来の株主割当額面発行から、公募

30 時価発行へ移行すると、発行会社は時価発行に備える観点からも高株価を歓迎

し、株式の持ち合いを推進した。その結果、法人の株式保有比率が高まる一方、個人の株式保有が減少するといった株式保有構造の変化が見られた。

5

株式保有状況の変化

年度	1965	1966	1967	1968	1969	1970	1971	1972	1973	1974	1975	
所有者別												
政府・地方公共団	0.3%	0.2%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%	
法人	金融機関	26.8	29.8	30.6	32.0	31.9	32.3	33.9	35.1	35.1	35.5	36.0
	証券会社	5.4%	5.4%	4.4%	2.1%	1.4%	1.2%	1.5%	1.8%	1.5%	1.3%	1.4%
	事業法人等	21.0	18.6	20.5	21.4	22.0	23.1	23.6	26.6	27.5	27.1	26.3
	外国法人	1.9%	1.7%	1.7%	2.1%	3.1%	3.0%	3.4%	3.4%	2.8%	2.4%	2.5%
法人計	55.1	55.5	57.2	57.6	58.4	59.6	62.4	66.9	66.9	66.3	66.2	
個人	個人・その他	44.4	44.1	42.3	41.9	41.1	39.9	37.2	32.7	32.7	33.4	33.5
	外国人	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%
個人計	44.6	44.3	42.5	42.1	41.3	40.1	37.4	32.8	32.8	33.5	33.6	

(注) 金融機関の中には投資信託分を含んでいる

(出所)『図説 日本の証券市場 2016年版』第2章 日本の証券市場の歴史 P22より転載

- 10 第三節 石油ショックへの対応とバブル経済（昭和50年代から平成元年）
- 昭和40年代末には、日本経済を揺るがす大きな出来事が相次いで起きた。それはニクソンショック（1971年）であり、変動相場制の導入（1973年）や第一次石油ショック（1973年）である。石油ショックは、1979年にも再び起きた。2度に亘る石油ショックを、企業は「減量経営」で、政府は財政拡張政策で乗り切ろうとした。この財政拡張政策を裏付けたのが、赤字国債の「大量」発行であった。大量の国債が発行されると、従来の流動化政策では限界に達し、国債の市中消化が不可避となった。そこで政府は、1977年に制限付きながら国債の市中売却を認めた。その後、売却制限は段階的に緩和され、国債流通市場の自由化が実現した。他方、国債の応募者利回りは、規制金利体系の基準金利で
- 15

あり、この自由化は人為的規制金利政策の転換を迫るものであった。そのため、公債発行市場の自由化は、政府内にも根強い反対があり、遅々として進まなかった。しかし、1981年6月のシンゲート団金融機関による国債引き受け拒否を契機に、国債発行条件の自由化、各種長期金利の自由化が進んだ。

5 1984年に出された「日米ドル委員会報告書」で、アメリカは日本に金融、資本市場の自由化、円の国際化を強く要求した。これを受けて日本政府は、預金金利の自由化をはじめとする国内金融市場の自由化、外国証券会社への東証会員権の解放など、外国金融機関による対日アクセスの改善、ユーロ円市場の自由化を実施に移した。東証の会員権解放を巡っては、東証が政府の要請を受けて、1985年、定款に定められた会員定数を改定して、第一次開放が行われた。

10 そして、金利の自由化は、1985年に大口預金金利の自由化が行われ、これ以後、預金金利の自由化が発展した。大企業の資金調達は、銀行融資から証券発行へと変化し、大手銀行は主要取引先への融資を縮小させていた。そのため、大手銀行は、融資対象の拡大、国際業務への進出とともに、証券業務への参入を企

15 図し、証券界との業際問題が本格化した。また、1985年には「プラザ合意」が行われた。プラザ合意後、円ドル相場では円が急上昇し、輸出依存度の高い日本経済は円高不況が懸念された。そのため日銀が、1986年1月以降、相次いで公定歩合を引き下げ、日本経済は景気回復過程に入った。ところが、1987年10月19日にアメリカでブラック・マンデーが起き、米悪国で不況

20 回避のために金融緩和が行われ、景気回復過程にあった日本でも、公定歩合が低利のまま据え置かれた。このため、地価や株価は上昇を続けた。資産価格の上昇を背景に、企業は銀行借入れや証券発行で調達した資金で、金融収益の拡大を目指して財テクをおこない、融資先減少に悩む金融機関も証券投資を積極化した。証券投資の活発化を受けて日経平均株価は、プラザ合意前から、

25 1989年末には急上昇し、史上最高を記録した。この時期には、新たな取引手法も導入された。1985年の債券先物取引を皮切りに、1987年には株価指数先物取引、1989年には株価指数オプション取引が開始された。こうして、日本市場は現物、先物、オプション取引を完備する市場となった。

第4節 平成に入ってから証券市場

世界的な金融自由化の流れや大企業の資金調達方法の変化に伴い、1980年代半ばから日本でも金融制度改革の議論が始まった。1992年6月には金融制度改革関連法が制定された。金融制度改革の議論が一段落したころ、金融、証券界に激震が走った。金融・証券不祥事の発覚である。証券不祥事は、バブル期に大手証券が、法人顧客などの大口顧客に対し、損失を補てんしていたことが税務調査から明らかになり、その他にも暴力団関係取引や相場操縦疑惑なども発覚し、社会問題化した。この問題をきっかけに「臨時行政改革推進審議会」が、再発防止策として手数料自由化、新規参入の促進、検査監督機関の大蔵省からの分離を答申した。この答申を受け、1992年7月に証券取引等監視委員会が創設された。臨時行政改革推進審議会によるほかの答申内容は、のちに実施される金融ビッグバンの下地となり、新たな金融、資本市場の枠組みづくりに生かされた。

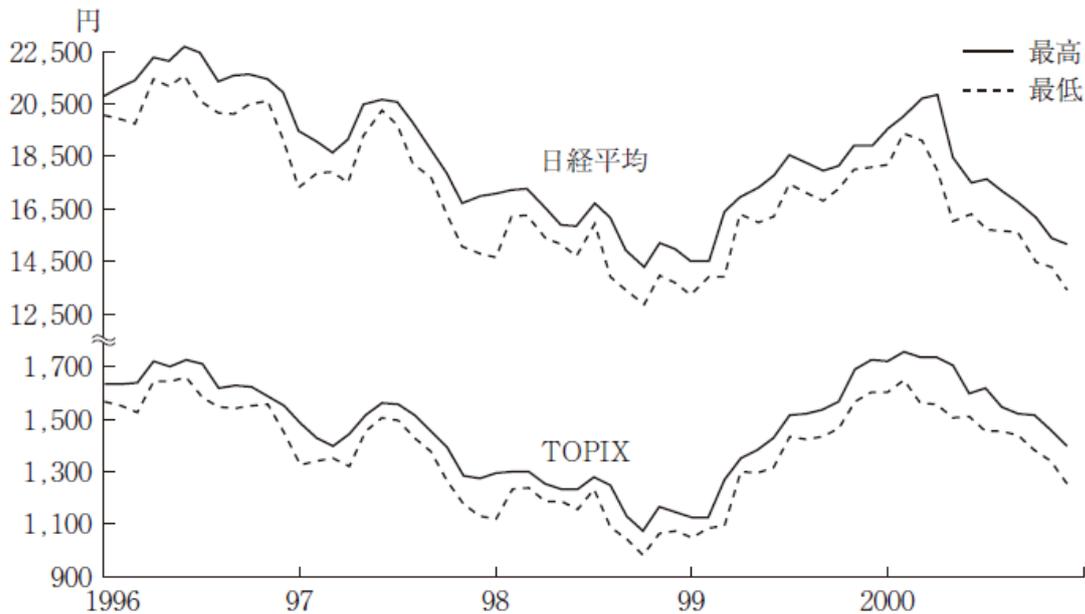
株価の下落は証券不祥事、地価の下落は不良債権処理問題として現出した。

特に、不良債権処理問題は抜本的な解決策を打ちだせないままに時間が経過し、その後金融界は10年近い歳月を不良債権処理に追われ続けた。他方で、その間に、日本市場から外国企業や投資家、金融取引が撤退する、いわゆる「金融の空洞化」が現実的問題となっていた。そこで1996年、当時の橋本首相が打ち出したのが「金融ビッグバン構想」であった。この構想では、2001年までに不良債権処理の進展とともに、フリー、フェア、グローバルを原則に、日本の金融市場をニューヨーク、ロンドンと並ぶ国際金融センターに再生することが目指された。

25

30

株価（日経平均, TOPIX）の推移（1996—2000年）



〔出所〕『日本経済新聞』『証券統計年報』より作成

（出所）『図説 日本の証券市場 2016年版』第2章 日本の証券市場の歴史 P 29 より転載

- 5 金融システム改革により、従来の銀行を介した資源分配から、市場機能を活用した資源分配を可能とする金融システムへの転換が打ち出された。1998年10月の「金融システム改革法」では、資産運用手段の充実、活力ある仲介を通じたサービスの提供、特色ある市場システム整備、利用者が安心して取引を行うための枠組み作りが提起された。なかでも、株式売買委託手数料の自由化、証券業の登録制への移行は、証券会社にビジネスモデルの変革を迫るものであり、
- 10 一方、取引所集中義務の撤廃は市場間競争を促すものであった。この時期に、IT革命やネット証券をはじめとする新たなビジネスモデルを持った業者の新規参入が相次ぎ、証券業務の担い手にも変化が見られた。

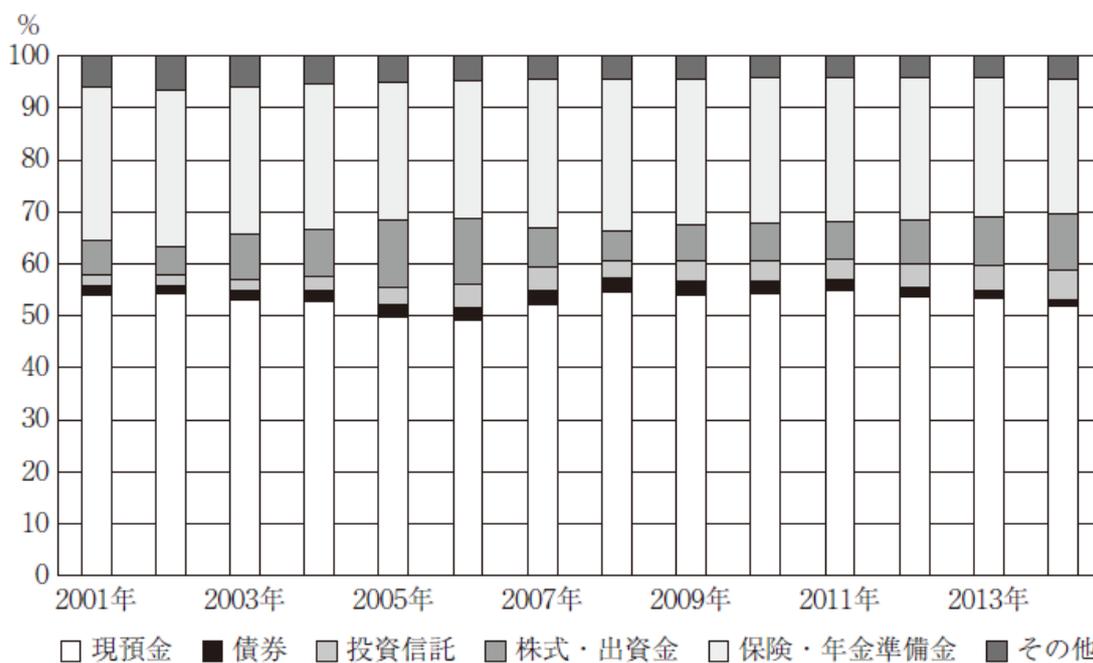
- 15 2000年代になると構造改革を訴えた小泉政権は、不良債権処理を最優先課題に位置づけ、「金融再生プログラム」に基づく不良債権の最終処理を進めた。2001年6月の「骨太の方針」や同年8月の「証券市場の構造改革プログラム」、同年8月の「証券市場の改革促進プログラム」では、「貯蓄から投資へ」のスローガンの下、証券市場を我が国金融システムの中心にし、幅広い投資家の参加する

真に厚みのある、市場機能を中核とした市場型金融システムへの転換が推進された。これらでは、販売チャネルの拡充や金融商品・金融サービスの多様化、公正性、透明性確保などが提起され、これらにより、幅広い投資家が参入する、信頼される市場づくりが目指された。こうした改革の実施に伴い、株式、債券、投資信託などのリスク性資産への家計金融資産の配分は、2006年まで増加傾向にあった。他方で、こうした改革に伴い、複雑な金融商品、金融取引も増え、利用者保護ルールの撤廃、多様化した投資商品に対する包括的な規制も求められた。そこで、証券取引法が改正され、「金融商品取引法」が施行された。

5

10

家計の金融資産と種類別構成比の変化



〔出所〕 日本銀行ホームページより作成

〔出所〕『図説 日本の証券市場 2016年版』第2章 日本の証券市場の歴史 P22より転載

15

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が焦げ付きをきっかけにした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米連邦破産法 11

条の適用申請、世界的な金融危機に発展し、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、その後、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。ところが、2009年10月にギリシャでの政権交代が契機に明らかになった財政赤字を発端に、ギリシャの債務問題

5 が発生した。日本の金融機関は、サブプライムローン問題や欧州債務危機に絡む損失は、欧州金融機関に比べて少ないとされたが、欧米発の金融危機は日本経済にも影響を与えた。2008年秋、株価は暴落を繰り返し、2015年7月末までのTOPIXの対前日暴落率の下落記録上位10位のうち、4回がこの時に記録された。

10 近年、日本の証券市場でも構造変化が起きている。東証の売買システム更新をきっかけに、HFT（高頻度取引）の参入が本格化した。また、相次ぐ規制緩和により、PTS（私設取引システム）の利用は増加し、PTSでの売買代金は、上場株全体の約5%を占めるまでに増加している。一方、市場間競争は、証券取引所のシステムコストを増大させた。他方、世界に目を転じると、他国では国境

15 を超えた取引所再編の胎動がみられ、日本市場は世界市場でのシェアを低下させている。こうした経営環境の変化を受け、日本市場の国際競争力強化と利便性向上を目指して、2013年1月に東京証券取引所と大阪証券取引所が経営統合し、日本取引所グループが誕生した。株式委託売買手数料自由化後、委託手数料収入が伸び悩んでいる証券会社は、大手証券中心に資産管理型営業への転換

20 が本格化し始めている。

戦前から現在の証券市場を見てきて、証券市場が歴史的な不況や問題を乗り越えて現在に至ることが分かった。歴史的な背景から、バブルの崩壊や証券不祥事問題、リーマンショックなどの時代を生きてきた世代にとって投資が消極的になるのは否めない。しかし、証券市場の活性化を目指すには、2001年「証券市場の改革促進プログラム」での「貯蓄から投資へ」のスローガンが重要になっ

25 てくる。

第3章 日本証券市場の問題点

第2章で取り上げたように、日本証券市場は不況や問題を抱えて成長してきたが、市場でのシェアは低下している。第3章では日本の証券市場の問題点を

30

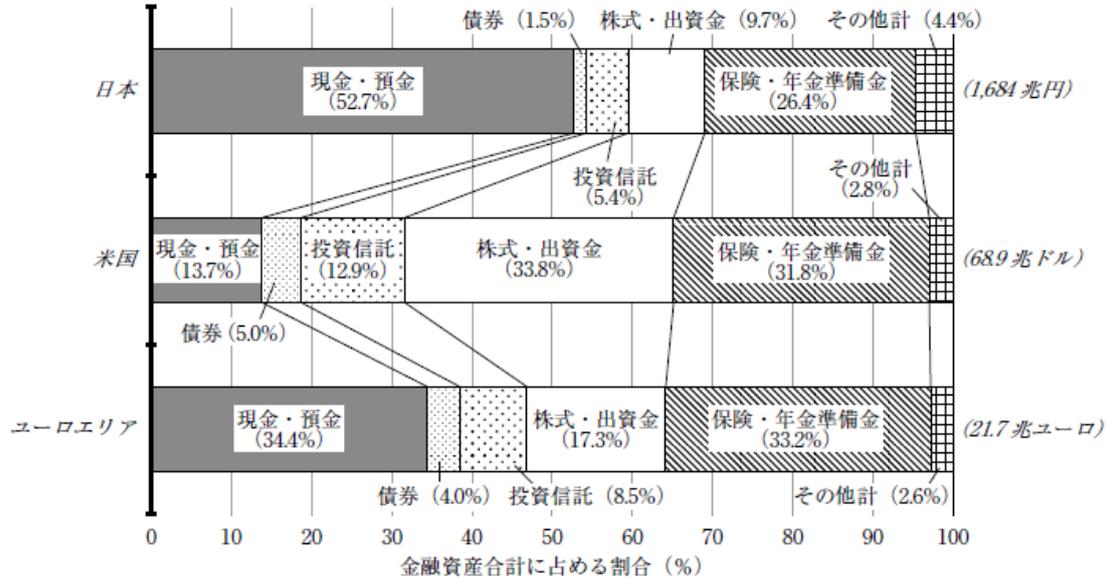
3つ上げたいと思う。

第1節 家計の証券への消極的態度

現在の日本においては現預金での資産保有率が非常に高い。1990年代後半から日本版ビッグバンが行われ、政府による金融システムの改革が進められたが、
5 現預金での資産保有は50%を越えている。また、2009年9月に起こったリーマン・ショックにより株式市場は急落・低迷し、これを受けて株式を中心に有価証券の構成比は大幅な低下を余儀なくされた。その後の2012年11月以降の急激な株価上昇を経ても、家計の有価証券保有が回復したとは言い難い。政府は
10 「貯蓄から投資へ」というスローガンを掲げ、証券優遇税制導入などによりリスクマネーへの投資促進を試みている。その結果、企業の資金調達において間接金融から直接金融への移行という面で、有価証券の利用促進が進んだものの家計における資産構成にその効果はみられない。

また図表から、日本の家計資産保有形態は欧米と大きく異なることがわかる。
15 欧米に比べ日本の家計資産構成は現預金に偏っている。一方、リスクマネーに対する投資は株式・出資金9.7%、投資信託5.4%、債券1.5%と、欧米と比較すると非常に低く、日本の家計は資産運用において証券市場を十分に活用していないことがわかる。このことから、日本は欧米と比べリスク資産の運用に消極的であることがわかる。このような資産構成の裏には、国民各々の老後も見
20 通した万全なライフプランやそれに伴う金融リテラシーの欠如がみられる。また、国民自身での生活設計が十分に行えていないという現状がある。

家計の資産構成の国際比較（日米は2015年9月末、ユーロエリアは6月末）



(注) 「その他計」は、金融資産合計から、「現金・預金」、「債券」、「投資信託」、「株式・出資金」、「保険・年金準備金」を控除した残差。

〔出所〕 日本銀行調査統計局『資金循環の日米欧比較』2015年12月22日

(出所) 『図説 アメリカの証券市場 2016年版』第二章 金融構造と証券市場、P45より転載

- 5 このような状況下、安倍政権は物価の上昇を目指しており、家計の半数以上を占める預金における預金金利の平均数値である0.02%の現状を踏まえると、資産の大半を預金で保持していることは元本割れのリスクは回避できるとはいえ今後予想されるインフレには対応しきれず、価値の大きな目減りや、将来の生活資金不足を招きかねない。
- 10 そこで現預金に偏った資産構成をより投資に振り向けられやすくなるように投資環境を整備し、経済の活性化へつなげていく目的として、NISA（少額投資非課税制度）が2014年1月に導入された。NISAとは、2013年12月末の証券優遇税制の終了と入れ替わりに、2014年1月から新たに導入された個人投資家向けの税制優遇措置である。NISAでは2014年から2023年の10年間、毎年100
- 15 万円を上限に投資を行うことができ、NISAを通じて保有する上場株式等の配当・分配金・譲渡益について、最長5年間非課税になる制度である。NISA口座の開設に際し、特徴的な点として高齢者による口座開設割合が著しく大きい。一方で、高齢層以下の世代によるNISAの利用が思うように進んでおらず、50

歳未満の NISA 口座開設割合・買付割合は高齢世代と比較して著しく低いという問題がある。金融資産における割合において非流動的な体系に偏重した日本においては、この預貯金に振り向けられた資産を証券市場に流すことが求められている。個人金融資産に関しては、投資単位の引き下げ、またはインターネット証券の普及などの環境整備により、年々個人投資家が少しずつ増加している。しかし、その増加幅はさほど大きくはなく、また個人投資家の数は増加してはいるが、小口の投資が増加しているという状態であり、証券市場に投入される総金融資産額としてもそれ程増加していないのが現状である。そのため、いかに預貯金に眠る資産を市場へと流すかということが問題となる。

5
10 このような NISA などの投資活性化の動きがあるが、リスク資産に投資することに抵抗のある日本人は、やはり安全資産を保有することを好む傾向にあると言われている。

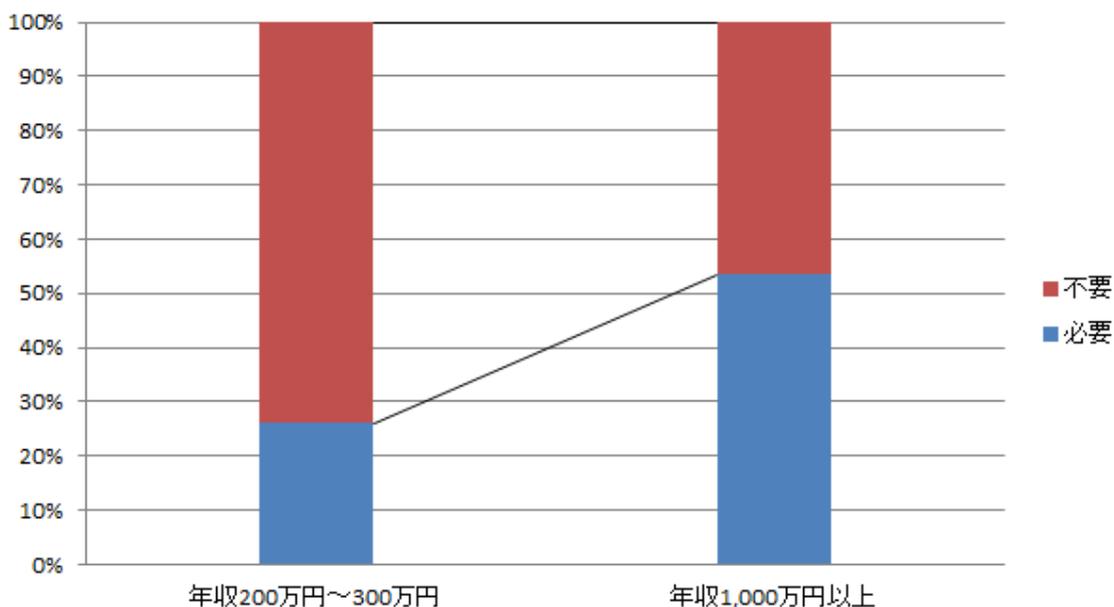
日本証券業協会による平成 27 年度証券投資に関する全国調査をもとに、日本人の投資割合について見てみると、日本人の預貯金の保有率は 91.9% である。一方で、有価証券の保有率は 18.2% になっており、ここで明らかに預貯金という安全資産に偏重しているという点がより明らかになるだろう。これがアメリカになると株式保有率は約 50% になり、やはり投資大国と言わざるをえず、日本との投資への考え方の違いが大きくわかる。

しかし、日本人だれしもが投資に対する必要性をもっていないわけではなく、年収別に証券投資への必要性について尋ねた場合、年収が高いほど証券投資への必要性を認知していることも明らかになっている。(図 I) を見てもらえればわかるように年収 200 万円から 300 万円の方は 26% しか証券投資の必要性を感じていないのに対し、年収が 1,000 万円を超える人は、53.5% の人が証券投資の必要性を感じる。おそらく、年収が高い人ほど豊富にあるため、資金運用について勉強する機会が多く、リスク資産の重要性を認識しているのではないだろうか。

さらに、日本証券業協会が平成 26 年 10 月に公表した「[個人投資家の証券投資に関する意識調査報告書](#)」によると、投資額（株式に限らず、金融商品保有額）について、30% を超える投資家は 1,000～3,000 万の投資を行っている。次に多いのが 500～1,000 万円で 20% 程度である。

また、個人投資家の年齢と投資額には、若年になるほど投資額が減るという明瞭な相関が見られる。20～30代の投資額は100～300万程度が最も多く、1,000万未満まで枠を広げると約8割に達しており、金融資産が高齢者に集まっているという現状をここからでも見る事が出来る。また、日本の場合はほとんどが兼業投資家であり、専業投資家は投資家の中の3%ほどであると言われている。

証券投資の必要性を感じるか



(出所)「[効率的な世界](#)」、日本人の投資割合は何パーセント？アメリカは？

10 <http://efficient-world.jp/archives/2076> より転載

第2節 ベンチャー企業の資金調達

近年のベンチャー企業に対する世間の期待は大きくなっている。新卒者の就職先の一つとしても、ベンチャー企業を選ぶ人も増えている。そもそもベンチャー企業とは、革新的なアイデアや技術をもとにして、新しいサービスやビジネスを展開する企業を意味する。規模としては、小規模から中規模であるいわゆる中小企業である。中小企業であるベンチャー企業は、中小企業であるが故の問題を抱えている。それが規模の経済（スケールメリット）の問題である。

規模の経済とは、企業や工場などが生産量を増大させることにより、原材料や労働量に必要なコストが減少し、収益率が向上することである。資本力の高い大手企業の方が、中小企業（ベンチャー企業含む）よりも資金調達力があり、なおかつ参入障壁が強い産業では、中小企業の新規参入は困難である。参入障壁の高い産業としては、自動車産業や製薬産業を上げることができる。日本の自動車産業では、TOYOTAやHONDA・日産などが独占しているような形である。鉄鋼業なども初期投資額が高いことから参入障壁が高いといえる。参入障壁として、ブランド力や知名度を上げることもできる。どうすれば持続可能な成長を遂げる会社となることができるのかについて、中小企業（ベンチャー企業含む）としての問題がでてくる。ベンチャー企業に限って言えば、革新的なアイデアや技術を用いて新産業を開拓すれば、大企業へと発展する企業になることができる。しかし、新産業開拓ともなれば多額な資本が必要となる。ベンチャー企業に特化して提供される資金調達のルートもあるが、米国と比べてみると、日本のベンチャー企業が資金調達を受けるのはハードルが高い。欧米では、若い企業でも短期間で成長するベンチャー企業が上場し、証券市場を活性化している現状がある中、日本ではベンチャー企業に対する投資が遅く、規模も小さい。必然的に、アメリカと比べてベンチャー企業が証券市場に貢献することも少なくなる。日本は技術力の高い中小企業（ベンチャー企業含む）は多いが、資本力の面から上場できていないのが現実である。また、ベンチャー企業を創設する意欲のある人（ベンチャースピリットを持つ人）が、スピンオフをしてベンチャー企業を立ち上げることがよくある。しかし、アメリカに比べて日本ではスピンオフをしてベンチャー企業を立ち上げることは困難である。それは日本の給与制度にある。日本では、特殊的な年功序列型賃金を採用している企業がほとんどであり、年齢が上がるにつれて給料が上がる仕組みになっている。年齢が上がるにつれて結婚や子供の養育費などのお金がかかるので、年功序列型賃金はそういった面ではよい給与制度といえる。しかし、若いうちから高賃金をもらうことが困難となるので、ベンチャー企業を創設するための自己資金を貯蓄することが難しくなっている。日本に対してアメリカでは、職務給制度であり、働いた仕事の出来次第で給与も上がるため、能力や技術・意欲のある若者の給与は高くなっている。多面的に見て日本ではベンチャー企

業を創設・発展させていくことは資本面で困難である。ベンチャー企業が早い段階で資金調達が可能となり、証券市場に上場できるような資金調達手段については、第4章で考えていく。

5 第4章 証券市場の活性化に向けて

第1節 金融リテラシー

証券市場の活性化、「貯蓄から投資へという流れが生まれ、個人投資家の増加」という状態をつくるため、日本の家計の投資を促進させるためにはまず必要不可欠なもののひとつとして投資教育が挙げられる。仮に我々個人が証券に投資しようと考えたとき、証券についての知識があまりにも不足しており、身近な存在ではなかったことがわかる。そのため、より多くの個人が貯蓄から投資に回るためには投資教育が必要であると考えた。

日本においては、投資教育はカリキュラムに取り入れられておらず、消費者教育機関、金融業界の団体等が金融に関する消費者教育に取り組んでいるが、行政により『教育』という形では行われておらず、投資教育の環境は整っていないと言える。投資というものは生涯、私たちの暮らしに深く関わってくるものであり、日本の投資教育もアメリカやイギリスと同じように幼少期から身につけることが重要であり、義務教育期間からの投資教育を行うことが問題の解決に向かうのではないかと考える。他にも学部、学科を問わず、社会に出れば必ず必要になってくるため証券会社などが積極的に介入して投資教育を行うなど、大学での投資教育を充実させることや、証券市場についての情報の浸透性をあげるなどが挙げられる。一方、日本と比べてリスク資産の運用に積極的なアメリカ・イギリスは義務教育期間から投資教育を十分に行っている。特にアメリカの場合は小学校から高校までに一通り投資について教育しており、投資に関して触れる機会も多く、投資も貯蓄と比較しても非常に多い。具体的には、小学校4年生の段階でクレジット・小切手・貯蓄預金についての知識を身に着ける。高校3年生にもなると、家計と金融資産・証券取引・リスクなどの知識を得ることが学習の到達目標となっている。アメリカでの投資教育で今回我々が注目したのが、家計と金融資産とを関連付けて教育していることである。

投資は将来家計を支える1つの手段として投資教育を行っているのである。もちろん投資によるリスクもあるが、日本にはいまだ証券市場に対して「投資＝お金儲け」という考え方があると思う。「投資＝家計の資産管理」という家計のイメージを持たせるには、次世代に対しての投資教育を行うことで、10年後・
5 20年後と証券市場の活性化につながるのではないかと考えられる。

第2節 株価上昇に向けて

どうしたら、株価は上昇するのかという問題だが、株価というものはなにかしたらすぐに上がるものではない。様々な要因が合わさりできるものである。
10 単純に株価を上げるには、先に述べたように円安の状態にするのが手取り早い。品質に定評のあるメイドインジャパン製品を値段で勝負でき、輸出企業やグローバル展開をしている企業が好調となり、雇用と賃金が増え、株価が上がる。しかし、これは日経平均225銘柄をみたとき円安によるメリットを受ける企業が多いから述べることのできる事実である。

15 長期的には円高が望ましいと意見もある。しかし、短期的には、円高・円安は、輸出入額に変動を与える主な輸出製品は、プラントや製品である。これらの現地価格は、為替を反映してすぐに変更されるわけではない。輸出数量に変化がなくても、輸出額は円安分、見かけ上、上昇するのである。一方、輸入額でいちばん多いのは素材産業の品目（鉄鉱石・石炭・石油など）で、これらの
20 価格は、製品と違い毎日のように変動する。そのため、円安はすぐに輸入額に影響してしまう。短期的な為替変動は、その期の企業の業績に大きく影響する。結局、円安になると、輸出額も、輸入額も増えるのである。

日本は通常考えられるような「モノづくり」の国ではない。GDP(国内総生産)に占める製造業の割合は18%で、75%は第3次産業である。商業やサービス業
25 はその場で生産＝その場で消費であるから、一部（保険、通信、運輸、商標など）を除くと輸出産業になりえず、輸入の影響を受けることのほうが多いのである。2011年以降、日本は「輸出<輸入」の貿易赤字国であった。短期の為替変動（特に急激な変動）は、日本経済にショック（メリット・デメリット両面）を与えるが、長期的には円高が好ましくなっているのだ。つまり、すぐに株価
30 を好調にするには円安のほうがはっきりとした効果を期待できるが、長期的に

は円高のほうがよいといったことになる。

しかし、株価は国際情勢や国内情勢の多くのことが絡みあい複雑に値を変動させている。円安のための政策が長期的には円高になっていたということもありえ、その逆もしかりである。そのため先を見据えた判断をしなくてはならな

5 いただろう。

第3節 ベンチャー企業から証券市場の活性化へ

ベンチャー企業の成長により証券市場の活性化につながるが、日本ではベンチャー企業の上場が困難な状態にある。それは、資金調達が大企業に比べて難しいからである。第1節で金融リテラシーによる「貯蓄から投資へ」については、投資を家計の資金管理と位置付ける場合、ベンチャー企業に対しての投資はリスクが大きい。それは大企業に比べて、経営の安定性が期待できないからである。ベンチャーキャピタルと呼ばれる、大手企業や実業家によるベンチャー企業に対しての支援的活動をしているものもあるが、ベンチャーキャピタルがベンチャー企業の事業化段階の投資を縮小したことで、事業化段階の資金需要に十分に応じることができていない。ベンチャー企業がどうすれば資金調達が早い段階ででき、証券市場を活性化することができるのか。私は、エンジェル投資家の存在が重要であると考えます。エンジェル投資家とは、資金調達に奔走する企業家にとってエンジェルのような存在であることに由来する。エンジェル投資家のベンチャーキャピタルと比べた場合の長所として、早い段階の事業段階で投資を行うことを挙げるができる。ベンチャーキャピタルの場合、投資先を時間をかけて審査をするため、ベンチャー企業が早期に資金調達をすることが難しい。しかし、エンジェル投資家は個人投資であるため、エンジェル投資家が期待できると思ったベンチャー企業に対して、早期に投資を行う。早い段階で資金調達を可能とすることで、機会ロスを避けることができる。近年の経済の動向は、非常に早く変化しており、少しでも早く企業は成長し、先行者優位をえることが重要である。米国のシリコンバレーなどでは、成功した企業家がエンジェル投資家となって次世代の企業投資する仕組みが形成されている。エンジェル投資家が投資したベンチャー企業がそのあと急成長し、半導体産業やIT産業を形成した。日本におけるエンジェル投資家の現状を見ると、

2008年度のエンジェル投資家の数は約1万人であり、アメリカの約23万人のわずか4%である（図表）。またエンジェル投資家による投資案件1件当たりの平均投資額（年間）は日本が100から300万とアメリカの同5000万円程度の2～6%に過ぎない。一般的に、事業化段階のベンチャー企業は、100～300万では不十分であり、数千万円の資金が必要である。日本のエンジェル投資家の年間投資総額を見ると、200億円とアメリカのエンジェル投資家の同2,5兆円のわずか0,8%程度である。

10

エンジェル投資家の国際比較

	日本	アメリカ
投資家数	約1万人	約23万人
年間投資額（1件当たり）	約100～300万円	約5000万円
年間投資総額	約200億円	約2.5兆円

（出所）平成20年度経済産業省委託調査報告書「エンジェルネットワークの形成促進に関する調査報告書」株式会社テクノリサーチ所より作成

15

エンジェル投資家が増えてベンチャー企業に投資をする。成功したベンチャー企業がエンジェル投資家となって、ベンチャー企業に投資をする。こういった好循環を生み出すには、大企業や成長したベンチャー企業・巨額な資金を投資する個人投資家・外国人投資家側からの積極的なアプローチが必要となる。

20 どうすればベンチャー企業に多額な投資をしてくれるのか。難しい問題で、私たちに解決できなかったが、証券市場活性化に向けて、エンジェル投資家からの資金調達の充実化は重要な問題となるであろう。

日本のIPO社数は少しずつではあるが増えている。IPOとは、新規に株式を証券市場に上場することをいう。（東証一部に上場すること）しかし、ベ

ンチャー企業が資金調達をできたところで、IPOすることは困難である。それはIPOする際の基準がいくつかあり、それを満たすことが難しいからである。(図)特に、「持続的に事業を営み、かつ、安定的な収益基盤を有していること」という基準を満たすにはベンチャー企業にとって困難である。それは、

5 ベンチャー企業とは革新的なアイデアや技術をもとにして、新しいサービスやビジネスを展開する企業であり、それが必ずしも持続的な事業を営めるとは限らないからである。簡単に言うと一発屋である可能性もある。今後の経済的動向を読み取り、競合他社が真似できない・真似したくないようなサービス・システムなどを作り、持続可能な事業の営み、安定的な収益基盤を築くことがベンチャー企業としての課題となる。

10 そこで次に考えられるのがIPOした会社に対しての融資についてである。会社にとって持続的な成長をしていかなければ、その産業で生き残っていくことは難しい。持続的な成長には新商品・新サービス・新たな分野への多角化などが重要となる。そういった事業を開発するにも資本力が高い企業が有利となるため、資金調達が重要となってくる。

20

25

30

本則市場 (市場第一部・第二部)	マザーズ	JASDAQ スタンダード	JASDAQ グロース
1.企業の継続性および収益性	4.事業計画の合理性	1.企業の存続性	1.企業の成長可能性
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	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	事業活動の存続に支障を来たず状況にないこと	成長可能性を有していること
2.企業経営の健全性	2.企業経営の健全性	3.企業行動の信頼性	3.企業行動の信頼性
事業を公正かつ忠実に遂行していること	事業を公正かつ忠実に遂行していること	市場を混乱させる企業行動を起こす見込みのないこと	市場を混乱させる企業行動を起こす見込みのないこと
3.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	3.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	2.健全な企業の統治及び 有効な内部管理体制の確立	2.健全な企業の統治及び 有効な内部管理体制の確立
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	コーポレート・ガバナンス及び 内部管理体制が、 <u>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</u>	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
4.企業内容等の開示の適正性	1.企業内容、リスク情報の 開示の適切性	4.企業内容等の開示の適正性	4.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	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	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
5.その他公益又は投資者保護の 観点から当取引所が必要と 認める事項	5.その他公益又は投資者保護の 観点から当取引所が必要と 認める事項	5.その他公益又は投資者保護の 観点から当取引所が必要と 認める事項	5.その他公益又は投資者保護の 観点から当取引所が必要と 認める事項

(出所) 「日本取引所グループ」、新規上場基本情報、各市場の実質基準

<http://www.jpx.co.jp/equities/listing-on-tse/new/basic/index.html> より

5 転載

これまで、エンジェル投資家の重要性を挙げてきたが、現状はベンチャーキャピタルの存在が日本企業にとっては大きい。ベンチャーキャピタルとは、ベンチャー企業に特化して投資を行う投資会社のことであるが、政府系、証券会社系、銀行系、保険会社系、事業会社系、独立系など様々な種類がある。投資先

10 先のベンチャー企業が株式公開後に、株式を売買することで得られる利益を目的として、出資を行っている。つまり、ベンチャーキャピタルから出資を受けるためには、成長性のある将来有望なベンチャー企業であることが最低条件となる。この他にもいくつかの条件がベンチャー企業には課せられる。例えば、

15 人物を重視している点を挙げるができる。ベンチャー企業を創設した創設

者の経営能力や才能、従業員の質などもベンチャーキャピタルは重視している。経営者だけが優秀でも経営は成り立たない。経営者をサポートするメンバーがどれだけ優秀であり、経営者の目指すビジョンに向かっているかが重要である。ベンチャーキャピタルは人物も重要視するが、ベンチャー企業が売り出そうと

- 5 している商品・サービスの他社との優位性も重視する。商品やサービスが競合会社と比較して、圧倒的な強みを持ち、市場においての優位性が確保されているかどうかを見ているのである。その商品やサービスの需要があることはもちろんのこと、その商品が長期的に見て安定した利益を生み出すかどうかも重要となる。もう1つの条件として、「市場の成長性」を挙げることができる。今後
- 10 後も成長が見込めることが、利益を上げるかどうかに関係してくるからである。市場の大きさと成長性が、ベンチャーキャピタルが投資をするかどうかの判断基準となる。ベンチャー企業から投資を受けるには以上のような最低条件をクリアしなければならない。ベンチャー企業に限ったことではないが、長期的に安定した利益を生み出すことはどの企業にとっても難しいことである。
- 15 ベンチャーキャピタルもリスクを負っていることは分かるが、現在の日本のベンチャーキャピタルは保守的すぎると言える。ベンチャーキャピタルは、現在の厳しい条件を緩和し、比較的成長の見込める企業に対して積極的に投資をすることが求められる。

20

25

30

終章

今後の国内証券市場の活性化に、証券市場を考える上で様々な視点でとらえることができるが、今回私たちは「家計」、「株価」、「ベンチャー企業」というキーワードを視点として考えてきた。「家計」については、「貯蓄から投資へ」という言葉は今でも使われていて、どうすれば家計内の貯蓄を投資に回せるのか議論されている。歴史的に見ても2001年には「貯蓄から投資へ」というスローガンを挙げていることから、15年以上前からの日本の課題といえる。私たちは解決策として、金融リテラシーについて取り上げたが、金融リテラシーを実現するには教育に関する法規の改定も必要となり、どの発達段階で金融リテラシーを取り入れるのかも議論すべきである。また、金融リテラシーを行うことで、ほかの教科の学ぶ時間数を削る必要もある。金融リテラシーを取り入れることも現状は難しいと考えられる。株価については、日本はアメリカや中国と比べて不安定である。株価が上がらない原因として、株価の低迷、投資収益率の低下、円高を取り上げた。円高に関していえば、円安の方がメリットのある企業もあれば、円安の方がメリットのある企業もある。長期的には円高の方がよいという意見がある中で、単純に円安にして株価を上げようとするのをすべきでないといえる。ベンチャー企業の活性化が証券市場の活性化につながることは確実である。しかし、ベンチャー企業を取り巻く環境がアメリカと比べると充実しておらず、ベンチャーキャピタルというベンチャー企業に特化して投資するものもあるが、デメリットとして融資するための審査に時間がかかるため、早期に資本力を持つことが日本のベンチャー企業では困難である。また、大企業などで働いて技術力をつけてからスピンオフして、ベンチャー企業を立ち上げることが多い中、アメリカでは能力に応じた給料がもらえるので資金力を蓄えることができるが、日本では年功序列型の給与制度がほとんどの企業で採用されているため、技術力のある若者でもスピンオフをしてベンチャー企業を立ち上げる自己資金を確保することは困難である。今回私たちは、ベンチャー企業の資金調達の面から、エンジェル投資家の存在を取り上げた。日本のエンジェル投資家の数はアメリカの4%ほどしかいないことや、平均投資額がアメリカの5%ほどという数字があらわすように、日本ではベンチャー企業に投資をすることが少ない。また、ベンチャーキャピタルについても、ベンチ

チャー企業に求める条件が高いという問題点があるんで、条件を緩和して、現在より積極的にベンチャー企業に投資をすることが求められる。今後の日本を支えていくのにベンチャー企業のIPOは重要であるから、証券市場の活性化を図るためにベンチャー企業に対する投資の充実を図るべきである。私たちは、「家計」、「株価」、「ベンチャー企業」に視点を当てて日本の証券市場の活性化について考えてきたが、証券市場は私たちの身の回りの色々なことに間接的にかかわっていることが多いので、多面的に証券市場の活性化について議論していくことが日本の証券市場の活性化の重要な点となる。

10

15

20

25

30

(参考文献)

『図説 アメリカの証券市場 2016年版』 公益財団法人 日本証券研究所

『図説 日本の証券市場 2016年版』 公益財団法人 日本証券研究所

『最新 証券市場 基礎から発展』 川村雄介

- 5 金融庁 「長期・積立・分散投資に資する投資信託に関するワーキング・グループ」 報告書 <http://www.fsa.go.jp/singi/kakei/01.pdf>

日本証券協会 平成27年度 証券投資に関する全国調査 (個人調査)

http://www.jsda.or.jp/shiryo/chousa/data/research_h27.html

金融庁金融研究センター・企業財務研究会

- 10 「日本の株式市場の現状と問題点」

<http://www.fsa.go.jp/frtc/kenkyu/20110901.pdf>

「なぜ日本株だけ低迷状態が続くのか～世界の市場は少しずつ落ち着いてきているのに…」

<http://gendai.ismedia.jp/articles/-/48284>

- 15 『株式用語辞典』

http://www.maiei.net/kablog/archives/2005/03/post_806.html

「経済問題を考える」

http://myeconomics-home.blogspot.jp/2012/01/blog-post_13.html

JPX 日本取引所グループ <http://www.jpx.co.jp/>

- 20 「クラウド時代のビジネスメディア ボクシルマガジン」

<https://boxil.jp/mag/a28/>

大和総研

<http://www.dir.co.jp/souken/research/report/capital-mkt/12030201capital-mkt.pdf>

25