

平成 29 年度
証券ゼミナール大会

5

10

第 1 テーマ C ブロック

今後の国内証券市場の活性化について

15

20

25

立教大学 飯島ゼミナール

目次

はじめに

第1章 証券市場の役割

第1節 証券市場の機能と問題

5 第2節 なぜ「貯蓄から資産形成へ」が推進されているのか

第3節 個人投資家と有価証券の保有率の現状

第2章 発行市場の活性化

第1節 ベンチャー企業のIPOを通じた証券市場の活性化

第2節 創業初期

10 第3節 成長期

第4節 IPO後の株価の伸び悩み

第3章 流通市場の活性化

第1節 流通市場活性化の意義と必要な要素

第2節 個人投資家の意義

15 第3節 日本の証券投資が低い理由

第4節 個人投資家の拡大に向けて

第5節 証券市場の活性化のためには

第4章 証券市場の質的向上

第1節 コーポレートガバナンス改革

20 第2節 コーポレートガバナンスコード

第3節 スチュワードシップコード

第4節 ROE重視の新たな指標

第5節 証券取引所の株式会社化

おわりに

25 参考文献

参考ホームページ

はじめに

低迷する日本経済の復興に向けて、アベノミクスは大胆な金融政策、機動的な財政政策、民間投資を喚起する成長戦略を行ってきたが、経済を停滞させる要因である、日本人の資産貯蓄傾向という根本的な問題に取り組んでいないように思う。現状では、家計で眠っている現預金の割合が高いために、リスクテイクを引き受ける市場、とりわけ証券市場の機能が十分に発揮されず、そのことが経済停滞に加担していると思われるのである。

莫大な貯蓄を投資に向けることは、資産貯蓄傾向という問題を解決し日本経済が停滞から抜け出す糸口になる。2000年代以降謳われてきた「貯蓄から投資へ」にはこのような思惑があり、これには日本の証券市場の活性化が必要不可欠である。

証券市場が活発化することは資金調達とそれによる事業展開を通じた企業の利益向上に寄与し、さらにベンチャー企業などが証券市場に参入できれば、日本経済の底上げにつながる。このためには証券市場への参加者を増やし、市場での流動性を高め株価上昇を誘導することで企業が株式を発行しやすい環境づくりをし、量的・質的に改善させていかなければならない。

そこで本論では証券市場の活性化を発行・流通市場の量的拡大、それを踏まえて企業、投資家そして取引所が行うべき質的向上について言及し、多面的に考察する。

20

第1章 証券市場の役割

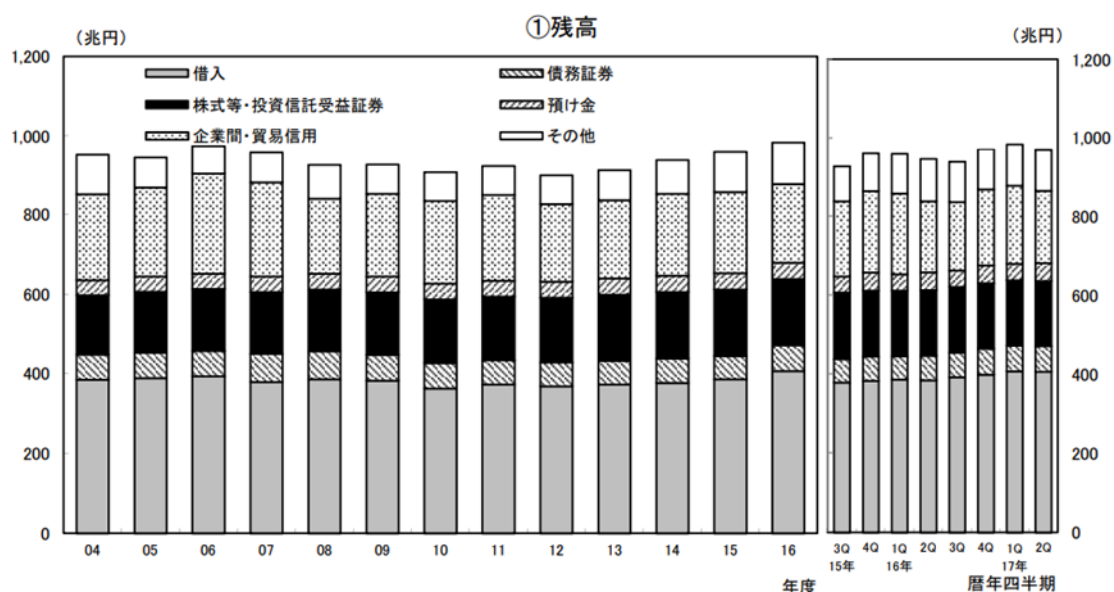
第1節 証券市場の機能と問題

日本にはさまざまな金融市場が存在し、金融資産の貸し借りを行っている。資金の運用側と調達側を仲介するのが証券市場の基本的役割であり、証券市場には重要な機能がいくつか存在する。その一つは証券市場の資金配分機能であり、証券が発行された際に資金が投資家から発行を依頼した企業に移転される。その時評価や期待の高い企業の証券価格は高くなり、より多くの資金調達が可能になる。このように証券の価格指標にして、運用したい投資家の資金がより良い企業に移転されるということが証券市場の資金配分機能である。流通市場

30

においては、証券が売買されると買い手である投資家から売り手の投資家に資金が流れる。証券の買い手は、それを保有するメリットを考慮した価格を支払うので、評価の高い企業の証券のほうが売り手に多くの資金が流れることになる。企業の資金調達が円滑にできることが証券市場の活性化のためにも重要であり、基幹産業を中心に資金配分することに重点が置かれていて、近年では人口の高齢化、個人金融資産の増大を背景に効率的な配分と金融資産の運用がより重視されている。

図表 1 民間非金融法人企業の金融負債



10

出所：日本銀行調査統計局

銀行による貸し出しを中心とした既存の間接金融システムでは、リスクを負担するのは貸出側である銀行になるという構造になっているため、金融機関にリスクが集中する。図 1 をみても金融負債の残高は銀行からの借り入れが 4 割ほどを占めている。よって上述した役割を果たすことが困難であり、リスク配分機能に優れた証券市場が求められている。リスク配分機能とは、企業に移転された資金は事業運営や設備投資に使われ、その設備投資によって企業は収益を拡大させるが、企業には様々なリスクが存在し、販売や生産が伸び悩み、賃上げなどで労働コストがかさむリスクなどが存在する。その中で証券の発行や

15

20

購入、すなわち企業に移転された資金を利用することは、自己資金で事業を行うと自分が負わなければならない損失を外部の資金供給者、すなわち投資家に振り替えて、事業の抱える様々なリスクを負担してもらうということになり、リスクを配分することができるという機能である。しかし、この機能に優れた市場が求められている現在、日本の証券市場はこの機能が円滑に働く市場にはなっていないといえるだろう。これが日本の証券市場の抱える問題であるといえるが、なぜこの機能が円滑に機能していないのだろうか。

日本の証券市場は、リスクを負うことができる投資家は高リスクな資産の保有率が高く、リスクの許容度が低い投資家はリスクの低い資産保有率が高い。つまりリスクがうまく分散されているように思えるが、実際は株価変動要因である株価変動リスクの受け皿が少ないという問題があり、高いリスクを伴う新たな分野への研究開発投資などの資金提供者は少ない。ベンチャー企業などのリスク企業に資金提供が行われて資金調達が可能になることも活性化の一端を担うことになるといえるため、このようなリスクの受け皿になる資金供給者は重要である。

また、株式市場においては企業価値の低下が急激な株価下落につながるという特性や、いったん企業価値の下落がみられると不良債権の処理が困難になってしまうことから、日本の金融システムは企業価値の下落に対して調整能力が低い。企業価値を下げってしまうようなリスクに対して配分が上手くできないために脆弱な金融システムになっているといえる。このように、現在の日本においてはリスク配分機能がうまく機能していない。

第2節 なぜ「貯蓄から資産形成へ」が推進されているのか

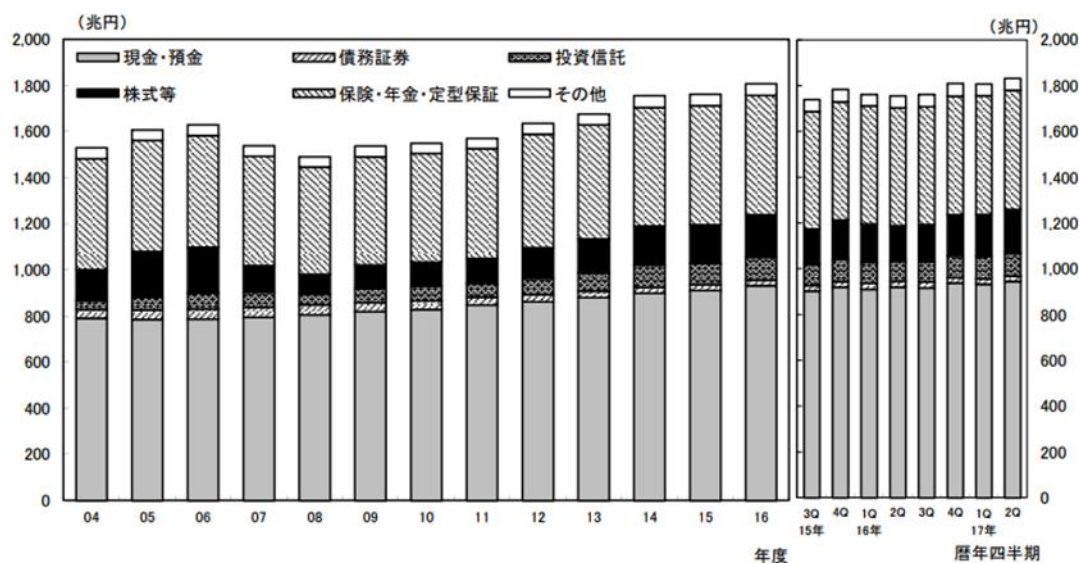
日本では2000年以降、「貯蓄から投資へ」というスローガンの下で様々な証券市場の整備、改革が行われた。2001年の「証券市場の構造改革プログラム」や翌年の「証券市場の改革促進プログラム」では、販売チャネルの拡充、金融商品・金融サービスの多様化、公正性、透明性確保が提起され、投資家が安心して取引を行える、信頼される市場作りが目指された。

しかし、証券市場の整備や改革が進められている中でも日本の個人投資家の投資は伸びず、企業の資金調達方法も依然として間接金融中心であるといえる。

日本銀行が発表した資金循環統計によると、2017年6月末での日本の家計の金融資産残高は約1832兆円であり、アメリカに次いで世界第二位となったが、その割合として半分近くを占めているのが現預金であり、株式などのリスク性資産の割合は約1割と少ないままであった。

5

図表2 家計の金融資産と種類別構成比の変化



出所：日本銀行調査統計局

10 スローガンとして掲げられた「貯蓄から投資へ」の動きが進まない中で、2016年に金融庁が公表した「平成27事務年度 金融レポート」において、「貯蓄から投資へ」から「貯蓄から資産形成へ」にスローガンが変更されている。

ここで「投資」から「資産形成」という表現に変更されているのは、資産形成という表現をすることで資産の分散投資を長期的に行い、資産を増やしていくというイメージを与え、預金に偏った日本の家計の金融資産をリバランスし、

15 株式などのリスク性資産の割合を増加させ、バランスの取れたポートフォリオを実現するためだと考えられる。実際の取り組みとして、2014年に「NISA」、2016年に「ジュニアNISA」が導入され、2018年には「つみたてNISA」が導入される予定であり、「貯蓄から資産形成へ」を推進する動きが見られる。少子

20 高齢化が進み、公的年金等にも財政的な制約がある中で、勤労世帯が老後のために安定的な資産形成を行っていくことは重要な課題であり、企業にとっても

これまでの間接金融による資金調達から証券市場を通じた直接金融による資金調達へとシフトさせることが必要だと考えられる。

「貯蓄から資産形成へ」を推進し、バランスの取れたポートフォリオを実現するために必要なのは持続的な株価上昇であるといえる。なぜなら、預金に偏らず投資信託や株式への投資を増やすために、長期的に見た時に株価が安定して推移することが投資家の安心感、投資意欲につながりそれによって投資家が増えることも期待されるからである。

そこで、持続的な株化の上昇に必要なことを株価の変動要因とともにみていく。株式が十分に機能するには、株主がいつでも転売することが可能であることが必要で、そのために証券取引所のような取引を集中して行うことができる制度が整備されている。それによって頻繁に売買される株式は株価が付けられることになり、一定の信頼性を持つことで株価が保たれるのである。将来性があり収益力の高い会社の株式は、市場参加者が値上がりや高配当を期待するために株価が上昇し、収益力の低い会社は値下がりするのである。このように、株価は市場参加者の期待で変動するものであるといえる。

つまり、株価が会社の将来性に対する期待によって形成されているのであれば、市場における会社の評価そのものが株価の変動要因だといえる。評価の高い会社はより多くの投資を集めて株価が上昇するため、次に資金調達を行う際にも有利な条件で調達が行うことができ、市場の評価が下がっている会社は資金が集まらずに株価が下落するため、株価の上昇のためには市場における企業評価が重要だといえる。また、株価の形成を通じて資金配分が行われれば、将来性の高い企業に資金が集まり証券市場の資金配分の機能が適切に働くとともにいえるため、株価の形成は証券市場の活性化において非常に重要といえる。

具体的には、株価の持続的上昇に必要なことはキャッシュフローとリスクを考えることである。企業の売り上げや費用によってもたらされる利益の変動によって現金収益は増減するので、手元に残る資金の流れであるキャッシュフローは自社の安定性を表す指標となり、投資家の評価を上げて株価を上昇させるのに必要な要素である。また、企業の抱える倒産や収益悪化などのリスクを減らすことも、投資家が株式を購入する際には必ず注目を置く点であり、評価に影響するために必要となる。

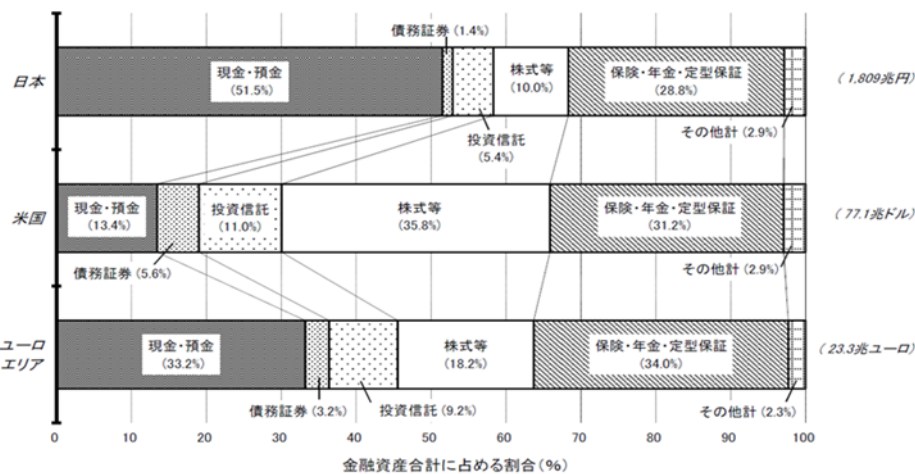
株価の持続的上昇などで投資家が安心して投資ができる市場が作られ、資産形成の動きが進めば、2000年代以降変化せずに推移してきた家計の金融資産の構造が変化し、資金を必要とする企業は証券市場を通じて資金調達を行うことが可能となり、日本企業の成長につながると思われる。また、資金需要がありながらも銀行などの融資を受けづらいベンチャー企業や成長分野の企業も資金調達が可能となり、企業の成長につながるため日本経済の底上げにもなると考えられる。そこで、貯蓄から資産形成を推進し、証券市場の活性化をすることが重要であるといえる。

ここでいう証券市場の活性化とは、証券市場が量的にも質的にも改善されることだと考える。量的拡大では、発行市場において上場する企業の数が増加し、ベンチャー企業などが新規上場した際に、発行された新規発行証券を投資家が買い、企業に潤滑に資金が供給される市場が整っていることである。また、流通市場において、既発行証券の流動性が高まり、投資家が安心して取引を行うことができる市場が整備され、取引高が増加することだと考える。このような量的拡大がなされた上で、金融システムなどの改善といった質的向上がなされることが証券市場の活性化といえる。

第3節 個人投資家と有価証券の保有率の現状

証券市場の活性化を果たす上で、個人投資家が普及しておらず、貯蓄から資産形成への流れが生まれていないということが問題として挙げられる。まず日本の個人金融資産の運用の現状を見てみる。

図表3 家計部門の金融資産構成と海外比較（2017年8月）



出所：日本銀行調査統計局

(注)「その他計」は、金融資産合計から「現金・預金」、「債券証券」、「株式等」、「保険・年金・定型保証」を控除した残差。

5

図表 2 をみると、先にも述べたように個人金融資産のウエイトは現預金が多く、2017 年においても 50% 以上を占めていることがわかる。同図で日米欧の個人金融資産について比較しても、米国の 13.4% は突出して低いにしても、日本の 50% 強の現預金の構成比は、ユーロエリアの 33.2% と比較してもかなり

10 高いことが分かる。一方、有価証券の保有率は 1990 年代以降のバブル経済の崩壊による株式市場の低迷や 2008 年のリーマンショックにより株式市場の急落を受けて、図表 2 から分かるように株式を中心に構成比を大幅に低下させて

15 している。とはいえ、証券投資をする際には投資家自身が損失を自己責任で追うことになるため、証券会社による商品説明などが適切で、投資対象の情報が提供、開示されている必要がある。これらの投資家を保護する制度の整備が証券投資の拡大および個人投資家の拡大には必要であり、法制面でも投資家保護が強化されている。これらの制度の後押しによって個人投資家は増加傾向には

20 あるが依然として普及したとは言い難い。全体で見ると現預金のシェアはいまだ高いままであり、このことが証券のシェアを低くさせているといえる。現状では貯蓄から資産形成へという目標から乖離しており、特に家計の余剰資金に

占める銀行預金の割合が高く、金融商品に投資をする動きは弱いといえる。この問題については 3 章で詳しく述べる。

第 2 章 発行市場の活性化

5

第 1 節 ベンチャー企業の IPO を通じた証券市場の活性化

証券市場が活性化するには、発行市場と流通市場が共に活性化する必要がある。両市場は無関係ではなく、密接に関わり合いながら機能している。所有している有価証券を売りたいときに売ることができる流動性の高い流通市場が存在しなければ、投資家は証券や株式の購入を躊躇い、新規発行数の増加に繋がらない。また、証券や株式が新規発行される際、流通市場にて形成された価格が公募価格の参考とされる。このように、互いに影響を与えながら機能している発行市場と流通市場が、どちらかに偏らずバランスよく活性化することが証券市場の活性化にとって重要である。そこで、本章ではまず発行市場の活性化について考える。

10

15

発行市場は、プライマリーマーケットとも呼ばれ、資金の調達を目的として新規発行された証券が直接、あるいは証券会社などの第三者を通じて購入者へと渡る市場である。発行市場の活性化の主な手段は、株式の発行量自体を増やすことであり、そのためには 2 つの手段が存在する。それは、既存の上場企業の増資と、新規上場企業数の増加である。どちらも発行市場の活性化にとっては欠かせない要素であるが、停滞する日本経済を刺激するには経済の底上げが重要であると考え、ベンチャー企業などの新たな新規上場企業の絶対量を増加させることが必要である。しかし、企業が新規上場を果たすには、証券取引所による審査を受け、認められる必要がある。その審査は各証券取引所に

20

よって異なった基準で設けられており、企業はマザーズ¹や JASDAQ²といった比較的審査基準の低い市場を経て、東証一部や二部といったより審査が厳しく、投資家にとってより信頼性の高い市場への上場³を目指す。ここでの審査基準には、株主数や株式の時価総額など様々な条基準が設けられている。極論を言えば、新規上場のために設けられたこの審査基準を引き下げれば IPO 数の増加が見込めるのかもしれない。しかし、新規上場の審査基準を下げると、市場の信用が失墜し、結果的に流通市場の活性化が期待できなくなる等の副作用が出てくる恐れがある。ゆえに、審査基準の引き下げによってではなく、ベンチャー企業の創業から新規上場に至るまでの成長を促進させることによって、証券市場への新規上場企業数の増加を目指すほうが望ましいと考える。

では、成長段階にあるベンチャー企業の成長を妨げている問題とは何であろうか。図 4 から分かるように、ベンチャー企業は成長過程の中で質の高い人材の確保、経営の知識やノウハウなど様々な困難に直面している。中でも、資金調達という問題は、どの段階においてもつきまとう困難であることが分かる。

1 マザーズ

新規上場の基準では、形式要件として株主数が 300 人以上、流通株式が①流通株式数が 2000 単位以上、②流通株式時価総額 5 億円以上、③流通株式比率が上場株券当の 25%以上といった①から③のすべてを満たすこと、時価総額が 10 億円以上であることが流動性に係る基準である。また、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る基準が定められている。JASDAQ と違い、利益の額、純資産の額に係る基準はない。

実質要件として、「事業の合理性」、「企業経営の健全性」、「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」、「企業内容、リスク情報等の開示の適切性」が定められている。

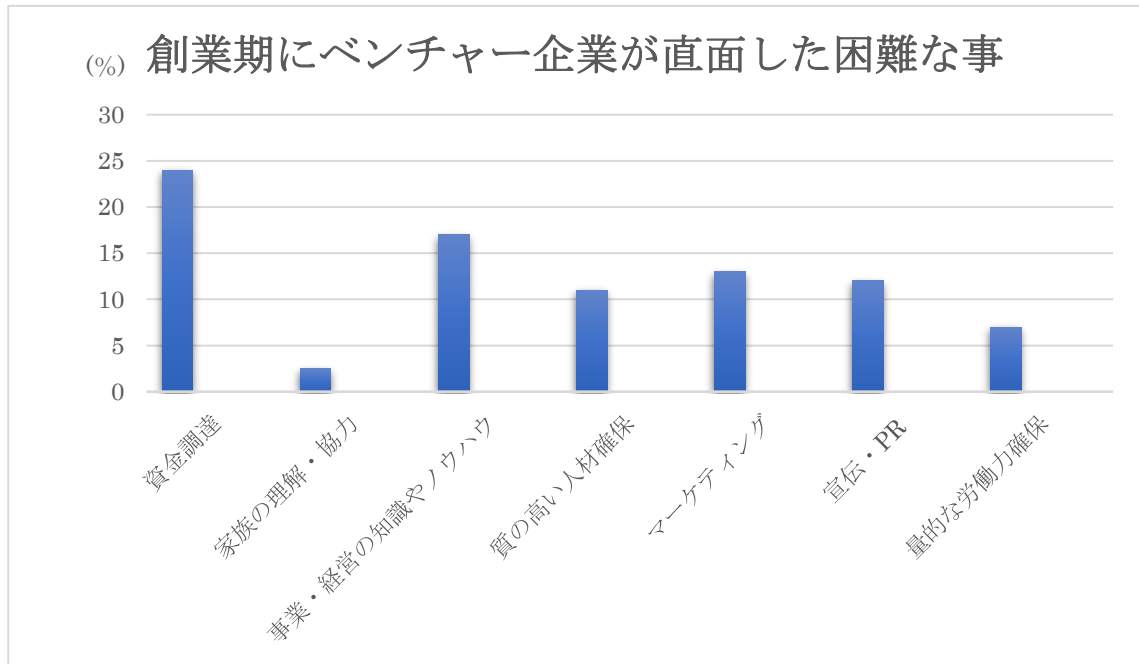
2 JASDAQ

形式要件として株主数が 300 人以上、上場時見込みで流通株式時価総額が 5 億円以上とする。スタンダードでは純資産額が 2 億円以上で、最近 1 年簡間における利益額が 1 億円以上もしくは時価総額が 50 億円以上であることが基準とされ、クローズでは純資産額が正の値であることが基準とされる。また、マザーズと同様に継続的な事業活動や適切な企業活動の開示確保に係る基準が定められているが、事業継続年数の基準はない。

実質要件として、企業が成長の可能性を有していることや企業行動の信頼性、企業の内部管理体制の有効性や企業内容の開示が適切であることが定められる。

これは、逆に言えば、各成長段階での資金調達がスムーズに行われることができれば、企業の新規上場への大きな足掛かりになり得るはずである。

図 4 創業期にベンチャー企業が直面した困難なこと



5

出所：中小企業白書 2017 より作成

そこで、ベンチャー企業の各成長段階における資金調達の行き詰まりに着目する。企業が資金調達を行う手法は、大きく分けて融資(デットファイナンス)と出資(エクイティファイナンスの)2 つが存在する。融資による資金調達は銀行などからの借り入れのことを意味し、元本の返済義務、利息支払い義務、担保保証の供託などの特徴を有する。また、出資による資金調達とは、企業においては株式の発行を意味し、銀行などを介さずに出資者から直接資金を募ることを指す。出資には、融資とは違い元本の返済義務や利息支払い義務、担保保証供託はないが、株式を発行、売却することによって経営の支配権が維持できなくなるデメリットが存在する。企業はこの 2 つの資金調達法を利用することになるが、成長段階によって資金調達法の選択肢が増えたり、その段階に適した資金調達法が存在していたり、本章では創業から新規上場までを、創業期、成長期、に分けることにする。そして、各段階における資金調達の現状、問題

10

15

を確認し(無論、ここでは資金調達以外の問題への対策を排除しない)、その段階に適した資金調達の最適案を考察していく。

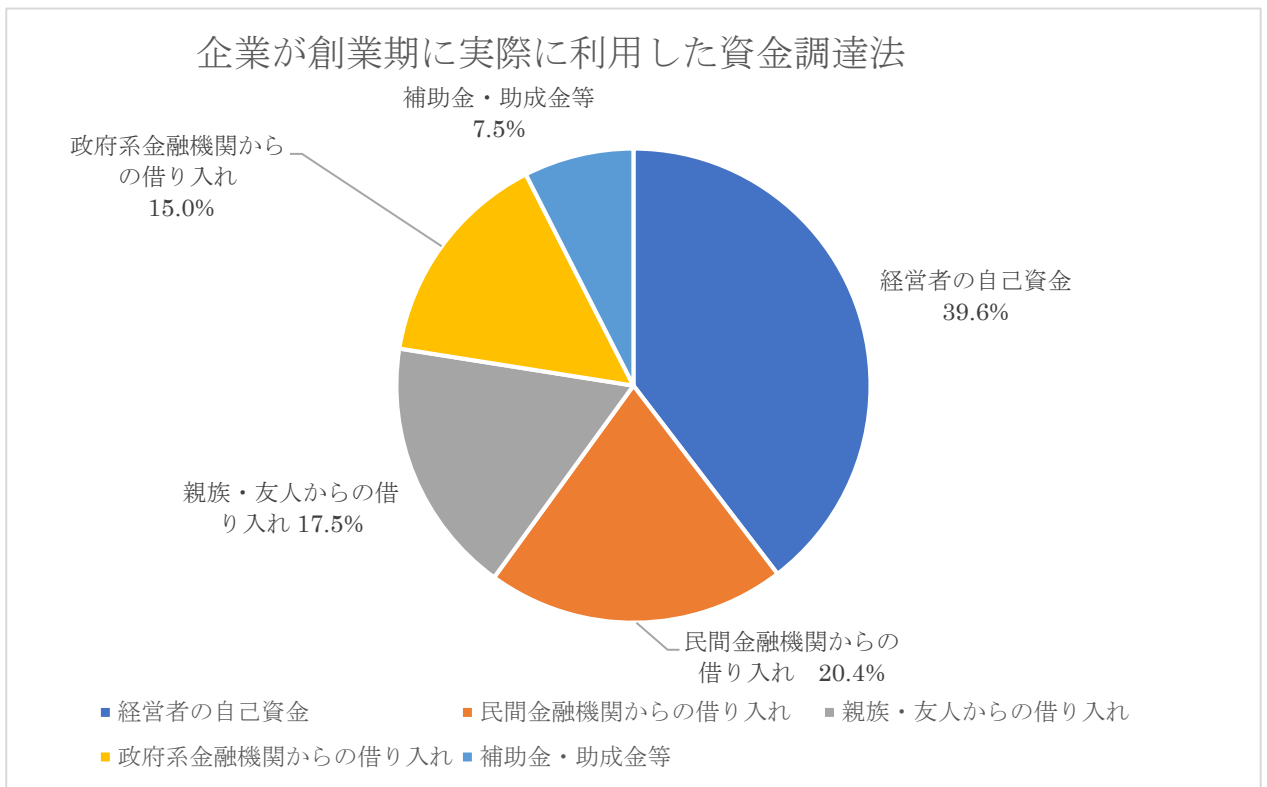
第 2 節 創業初期

5 創業初期における企業は、まだ事業を行える段階にないか、行っていたとしても十分な利益が出ていない状態である。ゆえに、外部から資金を調達しなければならないが、そのほとんどが 3F(創業者 Fonder、友人 Friend、親族 Family)からの出資である。図 5 によると、企業が創業時に利用した資金調達のうち、

10 3F からの出資が約 57%、民間、政府系金融機関からの借入が約 38%を占めている。これに対して、企業が創業時に利用しなかった資金調達(図 6)では民間、政府系金融機関、民間団体等からの借入が約 68%を占めており、3F からの出資は含まれていない。このことから、創業期の企業はデットファイナンスを望んでおり、そのニーズに対して十分な供給がなされていないことが分かる。

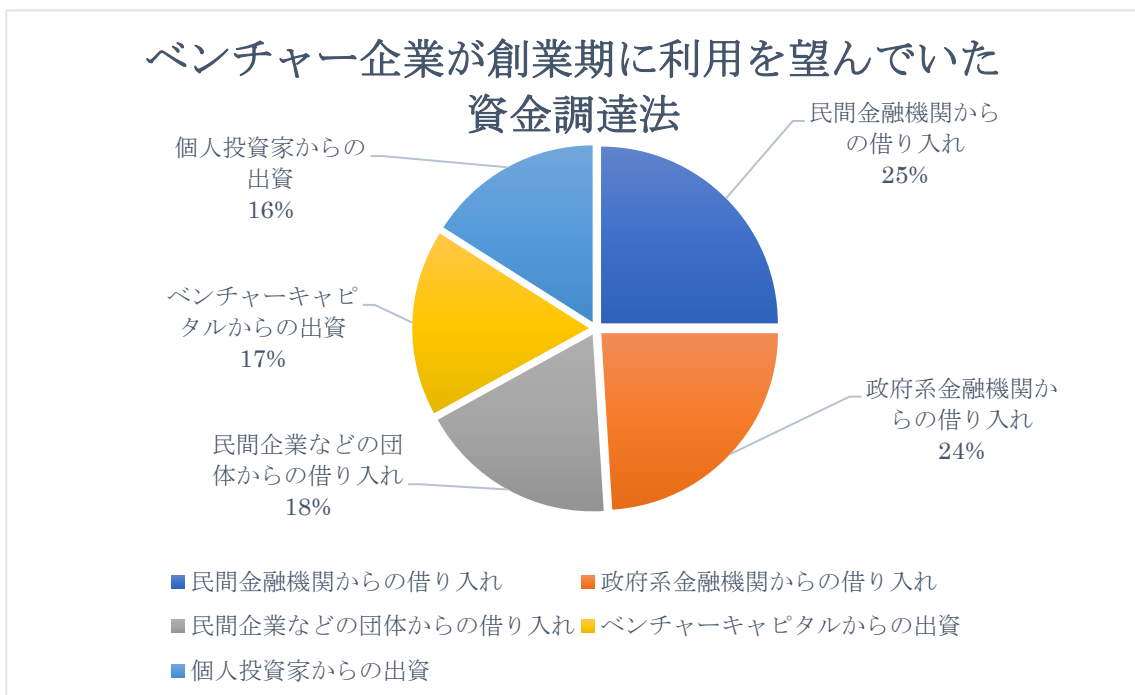
15

図 5 高成長型中小企業が創業期に利用した資金調達方法



出所：中小企業白書 2017 より作成

図 6 高成長型中小企業が創業期に利用したかった資金調達方法



5

出所：中小企業白書 2017 より作成

しかし、ベンチャー企業は、融資の担保となる不動産を所有していない場合が多いため、成長性ではなく過去の実績や安定性を判断基準とする銀行融資を創業期に受けることは困難である。ましてや希望融資額を全額借り入れすることができるベンチャー企業はごく一部であろう。

5 また、そういった資金調達の困難に加えて、創業期における企業は、優秀な人材や、企業経験者からの助言を必要としているケースが多い。(図 4)

10 こういった課題を一挙に解決にできるとされている資金調達法がエンジェル投資家からの投資である。エンジェル投資家とは、創業間もない企業に対して、資金を供給する個人投資家のことを指す。単に利益の追求を目的とする個人投資家との違いは、利益よりも次世代の起業家の支援、育成を主眼に置いている経営者、元起業家が多いという点である。また、自身の起業、経営経験をもとに、創業期の企業に対して助言を行う役割も果たしている。企業にとっては通常の出資者よりも好ましい存在であるので、エンジェル投資家を増やす施策として、税制上の優遇を受けることができるエンジェル税制が各国で導入されている。米国においてはエンジェル投資家の数が多く、一件当たりの投資額も大きいことから、エンジェル投資家がスタートアップ企業の資金調達に貢献していると言える。そして、エンジェル投資家からの支援を受けた起業家が、事業で成功を収めると次世代のエンジェル投資家となるといった仕組みが成立している。一方、日本においてはエンジェル投資家の数、投資額ともに低水準である。これは、米国では当該企業の株式売却によるキャピタルゲインが発生した場合の税制優遇措置が存在するのに対して日本には存在しないことや、そもそもエンジェル税制が投資家によく知られていないこと、米国に比べてハイリスクな出資を嫌う風潮が強いこと、などが原因として挙げることができる。野村証券が経済産業省に委託されて行ったエンジェル税制の認知度に関する調査で

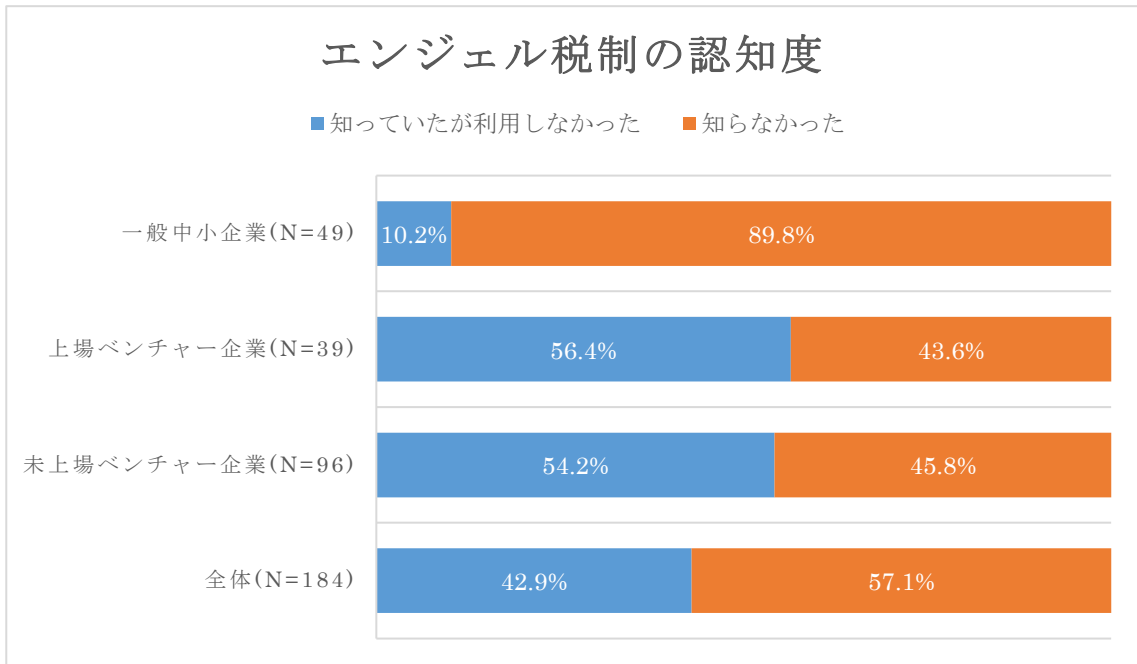
15

20

25

は、全体の 57.1%がエンジェル税制を知らなかったと回答している。(図 7)

図 7 エンジェル税制の認知度



出所：経済産業省『平成 26 年度 起業・ベンチャー支援に関する最終報告書』より作成

- 5 エンジェル税制が導入されてから投資件数はさほど増えておらず、日本においてエンジェル投資は馴染みがなく、制度的にも投資家の投資意欲をかき立てるようなものとは言えない。その上、日本におけるエンジェル投資家の役割は、単に資金提供に留まる事が多く、経営に対する助言はあまり受ける事ができない。ゆえに、現時点では日本のベンチャー企業の創業期における資金調達に最適な手段だとは言えないと考える。
- 10

- 以上のように、創業期のベンチャー企業は資金調達、経営力不足等の困難に直面しているが、それらの困難を解消する手段の一つに、アクセラレータがある。アクセラレータとは創業前の起業家やそのチームあるいは創業間もないベンチャー企業に対して少額の資金を短期間投資し、それと同時に短期集中の育成プログラムを実施する、新種の VC である。アクセラレータを受けると企業立ち上げ後に速いスピードで成長でき、さらなる資金調達を目指すことができるため、スタートアップ企業に活用されることが多い。スタートアップ企業に対して、エクイティの一部と引き換えに、場所、資金、メンター[1]などの成長
- 15

をサポートするシステムを短期間提供する。その後条件が満たされればさらに投資してくれる可能性のある投資家を紹介する。多くのベンチャー企業は創業後同じような時期に同じような問題に直面することが多い。その際に経験を持った他の起業家からアドバイスを受けられることは、持続的な成長という観点から言えば、資金的援助と同等に重要である。エンジェル投資家は資金を提供するだけで企業の経営や活動に関してアドバイスすることは少なく、VCも投資スピードや規模、投資対象が最近のスタートアップにマッチしないものになっている。これらに対してアクセラレータの小さな資金を早いサイクルで展開し、起業家を助けるような仕組みを提供する金融仲介方法に加えて、創業や事業展開に対するアドバイスをもらえることが起業家の要望にマッチしている。

第3節 成長期

創業期を乗り越え、晴れて事業を開始、拡大するに至った企業は、成長期という次の段階へと突入する。依然として資金調達という苦難が立ちはだかっている状況ではあるが、ここまできると創業期には利用することができなかった資金調達法が利用可能になる。その代表ともいえるのがVCである。VCは自己資金からの出資という場合もあるが、ほとんどの場合個人から資金を集め、ファンドを作ってベンチャー企業に出資する。エクイティファイナンスであるVCからの出資は返済の義務がなく、事業の将来性を基準にして行われるため、銀行融資よりも必要額分調達できる可能性が高く、ベンチャー企業の事業実現にとって望ましいと言える。しかし、VCにも2つの問題点が存在する。1つは、株式発行による経営権の喪失である。株式を発行した場合、その保有者に配当と議決権を与えなければならず、経営権を維持するには株式を50%以上保有しなければならない。もともとの資金が少ないベンチャー企業が事業に掛かるコスト分の株式を発行しつつ、経営権を維持することは困難であると考えられる。2つ目にIPOが障壁となっていることが挙げられる。VCもファンドである以上、資金の回収は絶対条件であり、主な資金回収方法は投資先企業のIPO売却によるキャピタルゲインである。そのため、VCによる出資を受ける際、当該企業がIPOを行うことを目標としているかどうか、それだけの将来性があるかどうか判断基準となる。また、将来性があり、着実に収益を上げる事がで

きるビジネスを展開しているベンチャー企業であっても、そのビジネスの収益規模的に IPO の審査基準に満たない企業は VC を利用することはできない。その上、上場することによって株主の経営監視による企業活動の制約リスク、外部投資家による企業の乗っ取りリスクなどが生じる。こういったリスクを嫌ってあえて上場を希望しないベンチャー企業にとっても、IPO は VC を利用するにあたって障壁となっていると言える。以上に見られるように、現存の VC は、基準を満たしさえすれば有効な資金調達法になり得るが、その為のハードルは高くベンチャー業の成長に十分貢献しているとは言い難い。

5
10
15
また、これと同時期に銀行からの資金調達という選択肢も出てくるが、先にも述べた通り、ベンチャー企業が銀行から融資を受けることは依然として難しい。銀行はハイリスクな融資を嫌うため、企業の成長性ではなく安定性、収益性を基準として融資を行う。故に、ベンチャー企業が銀行からの融資を受けるには担保や保証が必要になるが、一般にベンチャー企業は担保となりうる不動産を有していないので、起業家本人が保証人となる事が多い。つまり、事業の失敗の責任を起業家が背負わなければならないリスクとなってしまう。また、起業家がそれだけのリスクを背負ったとしても、個人の保証で受けることができる融資額には限度があり、事業に必要な融資額を全額受けることができない可能性が高いというデメリットも存在する。

20
25
そこでコーポレートベンチャーキャピタル (Corporate Venture Capital, CVC) という選択もある。CVC とは投資を本業としない事業会社が、自社の主たる事業としてではなく、子会社を作るなどしてベンチャー企業などに投資する事業形態のことである。本社企業は投資家としてだけでなく自身が M&A を行う経済主体でありしかも事業を行っているという複数の特徴を持っている。通常、自社企業に将来なんらかの形で貢献する期待のある企業に対して投資を行う。CVC は通常の VC とは違い、投資家は本業への貢献とキャピタルゲインを投資目的としているため、CVC で支援を受ければ、単に資金調達だけでなく、その事業との連携を期待できる。

30
日本では意外にも CVC が活発に行われており、事業会社として Yahoo や楽天、電通などの他にも、フジテレビなどのテレビ局や、朝日新聞社などの新聞社なども参加している。日本における CVC は、2015 年頃より活発である。

また、銀行融資に関しては、繰り返しになるが、担保となる不動産を所持していないことの多いベンチャー企業にとっては難易度の高い資金調達法である。しかし、担保を所有していない場合でも、信用保証協会による保証を受けることができれば、銀行からの融資を受けることは可能である。信用保証協会とは、

5 中小企業や小規模事業者の資金調達をサポートする公的機関である。企業が信用保証協会による保証を受けることができれば、万一返済ができない状況に陥ったとしても信用保証協会が返済を肩代わりしてくれるため、銀行も安心して資金を融資することができる。ベンチャー企業にとっても魅力的であることに間違いはないが、手続きが煩雑であったり、申請から融資まで時間がかかったりするといったデメリットも存在するため、実際にはあまり利用されていないのが現状である。

これは、あくまでも公的機関が第三者として企業銀行の間に介入して円滑な資金調達を支援しているだけに過ぎない。やはり、銀行が担保の基準を下げるなどして、直接融資を行えるような制度を整えることがベンチャー企業の成長

15 と銀行の中長期的な取引相手の創出に繋がるのではないだろうか。つまり、公的機関の介入に頼るのではなく、銀行側が企業に歩み寄ることで両者にとってWin-Winな関係が生まれ、証券市場の、ひいては日本経済の活性化に繋がると考える。

20 第4節 IPO後の株価の伸び悩み

各成長段階を通過し、ようやく証券市場に上場するに至った企業にとって、IPOは新たな資金調達の手段となる。また、投資家にとっても新たな投資先が出現したことになる。実際にもIPOは投資家にとって非常に注目度が高く、公募価格よりも初値が高くなることから、IPOは投資競争が繰り広げられている、

25 証券会社、投資家ともに大変人気な株式である。

しかし、この場合、投資家は株式の中長期にわたる保有によるインカムゲインではなく、公募価格と高騰する初値の差を狙ったキャピタルゲインを目的としている。IPOの初値の高騰は、その企業の実態に伴わない過剰な期待によってもたらされるため、その後の株価が初値を超えない場合が少なくない。業績

30 も平行線、中には上場後すぐに下方修正となる企業すら存在する。(これを、上

場ゴール)上場ゴールに陥ってしまうと、せつかく上場してもその時点がピークでその後は減退していくだけになってしまう。

5 これに加えて、VC も最終的にはキャピタルゲインを目的としているので、ある時期が来たら保有株式を全て売却してしまい、株価暴落に追い打ちをかける。VC に株式を売却されても企業経営にさほど影響しないほど IPO までにガバナンスなどを整えて企業の力をつけておく必要がある。こういう点でも、本章で述べてきたアクセラレータや CVC の経営や事業展開に対するアドバイスを通じた、資金だけによらないベンチャー企業への支援は大きな意味を持つ。

10 また、ベンチャー企業がさらなる事業展開を行う際には再び株式を発行して、増資という形で資金を調達することが望ましい。この際に、増資される株価にとって、流通市場で形成された当該ベンチャー企業自身の株価が大変重要になってくる。つまり、上場ゴールに陥ってしまうと、伸び悩んだ株価は投資家にとって魅力性を欠くようになる。そして、その影響は後の増資にも及び、思う

15 ような資金調達ができなくなる可能性がある。

以上のように、証券市場における発行市場と流通市場は切っても切れない関係にあり、最終的には両者が影響を与え合っているのであるが、詳しくは次の 3 章で述べることにする。

20 第 3 章 流通市場の活性化

第 1 節 流通市場活性化の意義と必要な要素

流通市場は、発行市場がプライマリーマーケットと呼ばれることに對して、すでに発行された有価証券（株式、債券など）を取引することからセカンダリ

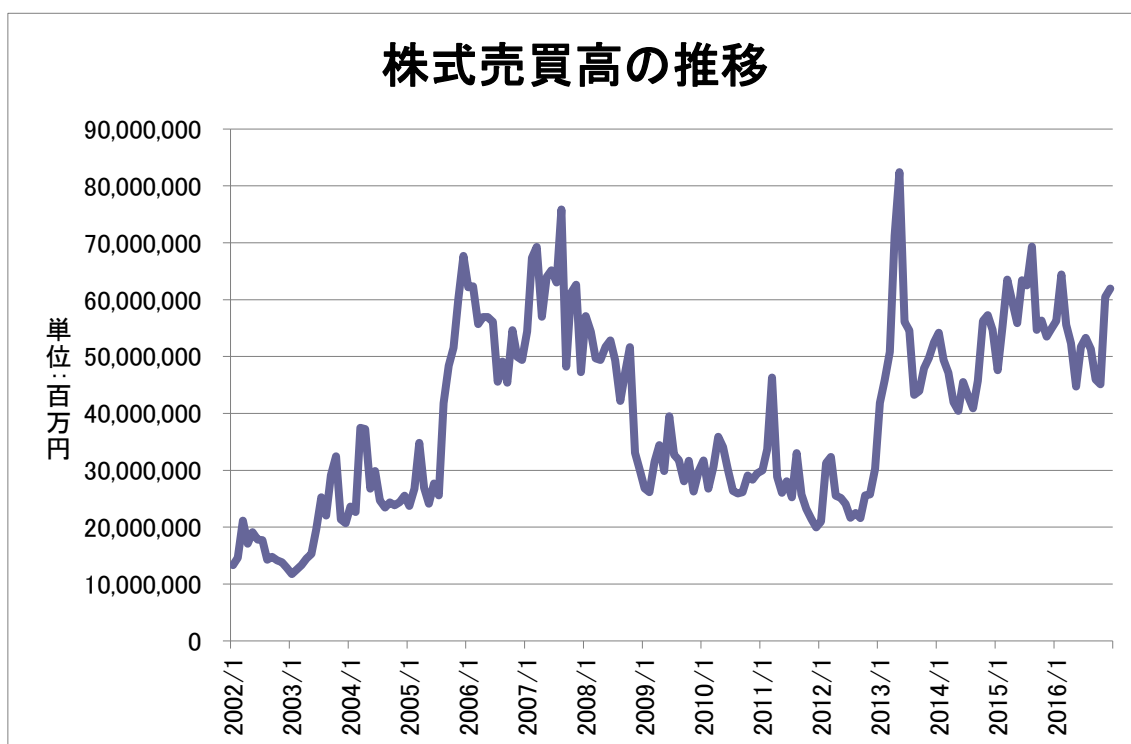
25 ーマーケットと呼ばれている。ここでは投資家同士が有価証券を時価で売買し、資金運用を行っている。取引は取引所取引と店頭取引がある。取引所取引はいわゆる市場取引のことで、取引所に金融商品取引所や商品取引所に有価証券が集められ、多様な商品の需給によって公正に価格形成がなされている。金融商品には有価証券、金融派生商品、外国為替証拠金取引などがある。店頭取引は相対取引と呼ばれ、実際に店舗で借手と貸し手が直接貸借契約を結ぶ。

30

流通市場では、流動性を保つことで株価の乱高下を抑制するとともに、安定的な上昇傾向に誘導することができる。株価上昇の意義の一つは、発行市場で企業が増資する際に資金調達できるかどうかは流通市場の株価に起因することである。これは、投資家は増資された株式を直接ないし間接的に発行市場で購入する際には、流通市場に存在するその企業の既存の株式の株価を判断の材料とするからである。よって流通市場における流動性の向上は、最終的には企業の資金調達と結びつき、その資金で事業展開を行い成長していくという一連の流れを踏まえると重要課題である。

流動性の高さは市場のボリュームがあるかどうかということにある。これは市場の参加者が多いことと活発な取引が行われていることで保たれる。よって取引高の推移という流通市場の様子と株式発行の推移という発行市場の様子を見て、両者は少なからず関係していることがわかる。（図表 8、9）

図表 8 株式売買高の推移（流通市場）

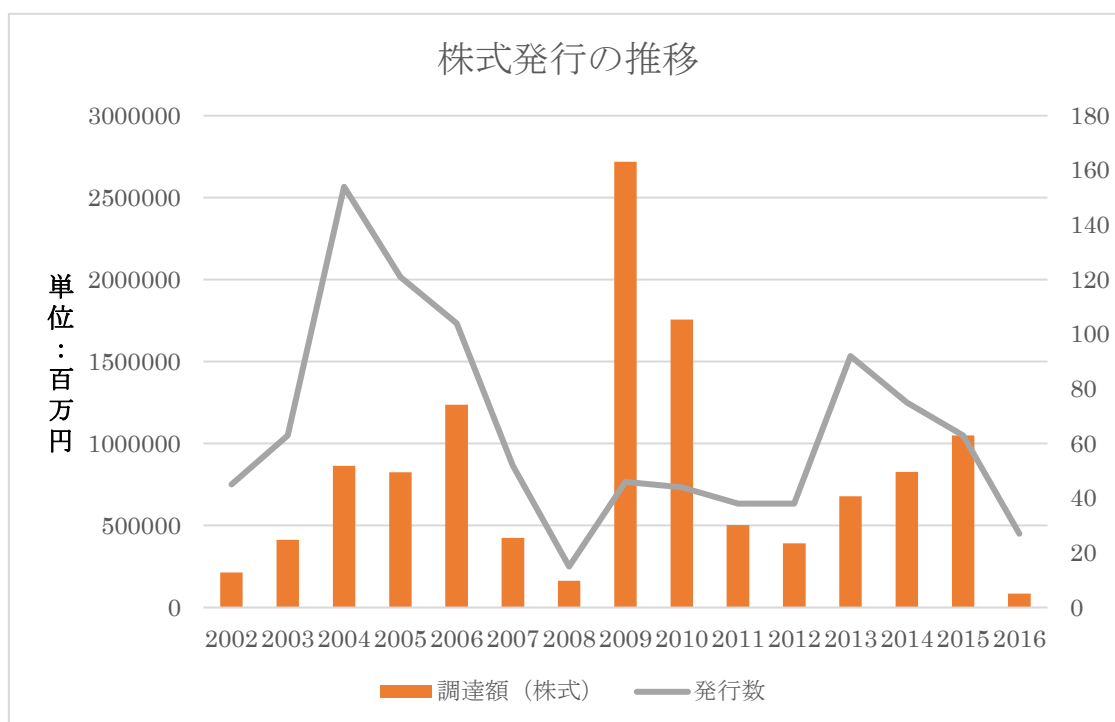


15

出所：日本取引所グループより作成

(注)東証1部の売買高に基づいて作成。

図表 9 株式発行の推移（発行市場）



出所：日本証券業協会、全国上場会社のエクイティファイナンスの状況より作成

5

第2節 個人投資家の意義

流動性向上のためには、市場参加者を増やす必要があるが、今回は参加を促したい投資家として個人投資家に焦点を当てたい。個人投資家の流通市場への参加が増加することは、流動性を向上させるのと同時に参加者の増加自体が株
 10 価上昇の要因となり、この株価上昇が、企業が増資を行い資金調達する後押しとなる。このように追加で調達された資金は設備投資などに回され、日本経済が前進する。つまり個人投資家の参入は株価上昇、さらには経済発展の糸口となる。なぜ株価が上昇するのかという問題はあるが、今回は市場参加者が増え取引が活発になれば株価が上昇するということを前提に話を展開していく。

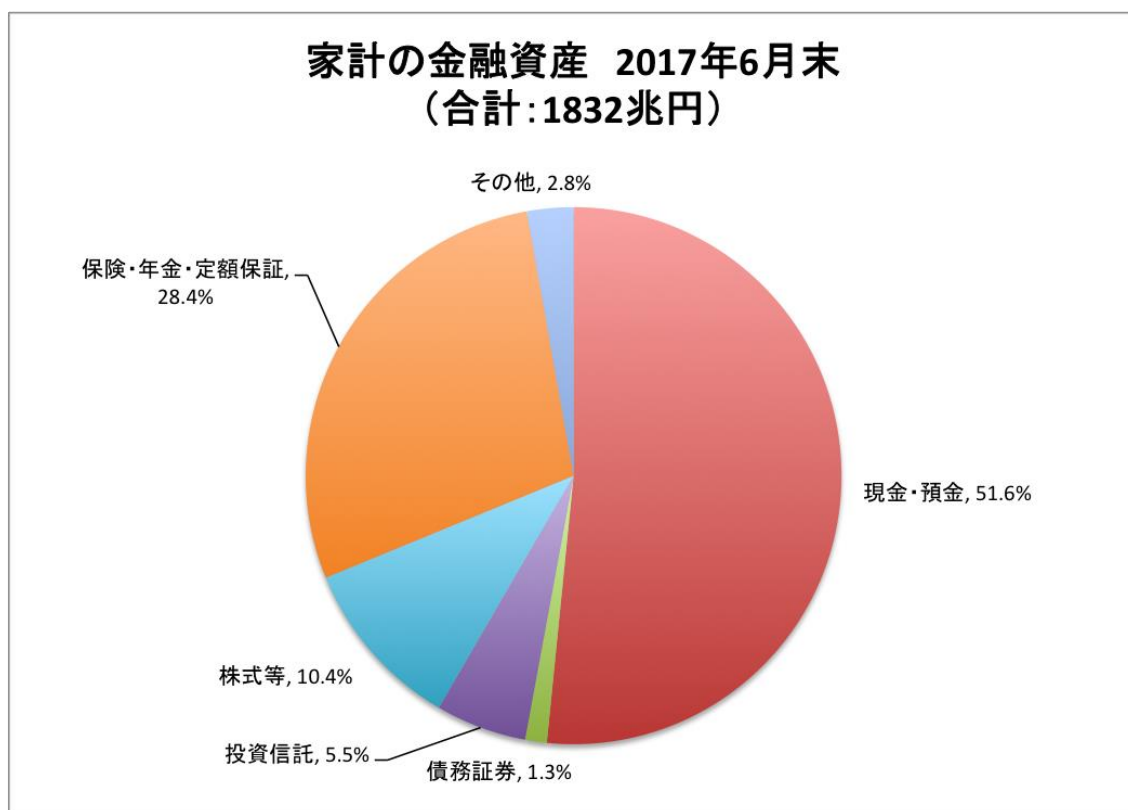
15 個人が投資家として証券市場に参加するということは、「貯蓄から資産形成へ」の実現に大きく貢献する。現状の日本では、国民全体の傾向として資産を現金として保有するか、金融機関に預け入れている場合がほとんどである。(図表 10)

これらの資産のうち少しでも投資に向けることができれば、ノーリスクノーリターンで眠っているいわゆるたんす預金が市場に流れ込むことになる。日本人の資産形成の傾向として約8割が現預金・保険・年金に偏っており、全体の5割以上が現預金である。このポートフォリオの株式の割合を大きくすると、

5 莫大な資金が証券市場（特に流通市場）に流れ込むことになる。2017年6月末時点での家計の金融資産合計が1832兆円であるから、国民全体の資産形成のうち仮に株式の割合を30%まで増やすことができたなら、現在の株式投資の割合が10%だとすると単純に366.4兆円（ $1983 \times 20\%$ ）の増加が見込める。この資金が直接貯蓄から資産形成として流通市場に流れ込む。よって、個人投資家を

10 増加させることは証券市場の流動性向上のために第一に取り組むべきことである。ではなぜ個人投資家の株式などを通じた証券投資が少ないのかを次節で明らかにする。

図表 10 家計の金融資産 2017年6月末



15

出所：日本銀行調査統計局、『2017年第2四半期の資金循環』より作成

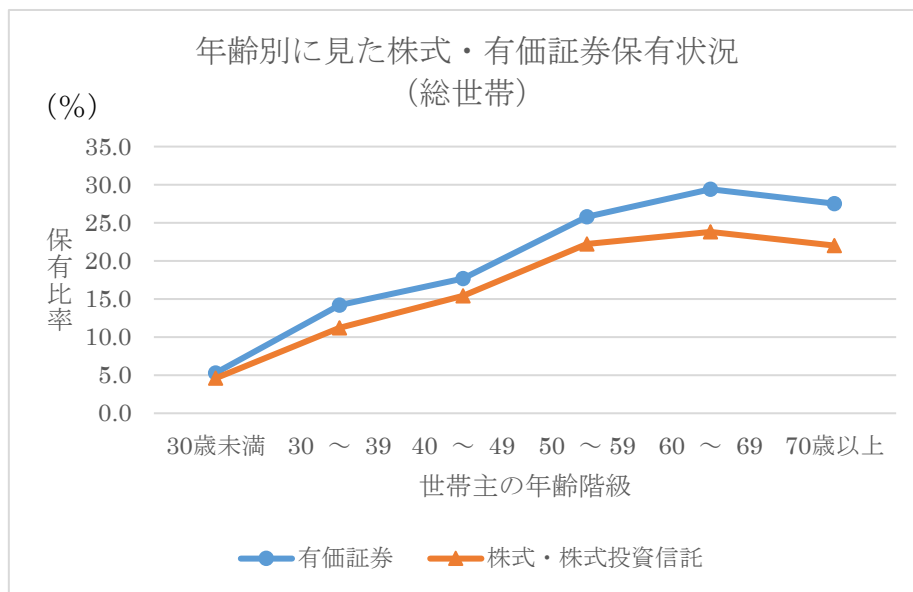
第3節 日本の証券投資の割合が低い理由

第1章でも述べたように、日本の証券市場の問題点として、個人投資家における証券投資の割合の低さが挙げられている。しかし、長期的な資産形成としての利点をもつ証券投資に対して、誰もが魅力的に感じないというわけではない。そこでここでは、証券の保有状況を見ながら、なぜ証券投資に積極的でないのかについて述べる。

第1に、証券投資に対するリスク回避的思考がある。個人が株式などを通じた証券投資を選ぶには抵抗感があり、預貯金が消去法的に選択されているという事情があると考えられる。金融広報中央委員会の『家計の金融資産に関する世論調査』（2016年）によれば、45.7%の人が、「安全性・収益性・流動性」の要素のうち、安全性を重視して金融資産を選択していることが分かる。元本が保証されていることや取扱金融機関が信用できる安心感をもつ預貯金とリスクのある証券投資とを比べると、預貯金に資金を寝かせておくしかないという消極的判断になると考える。

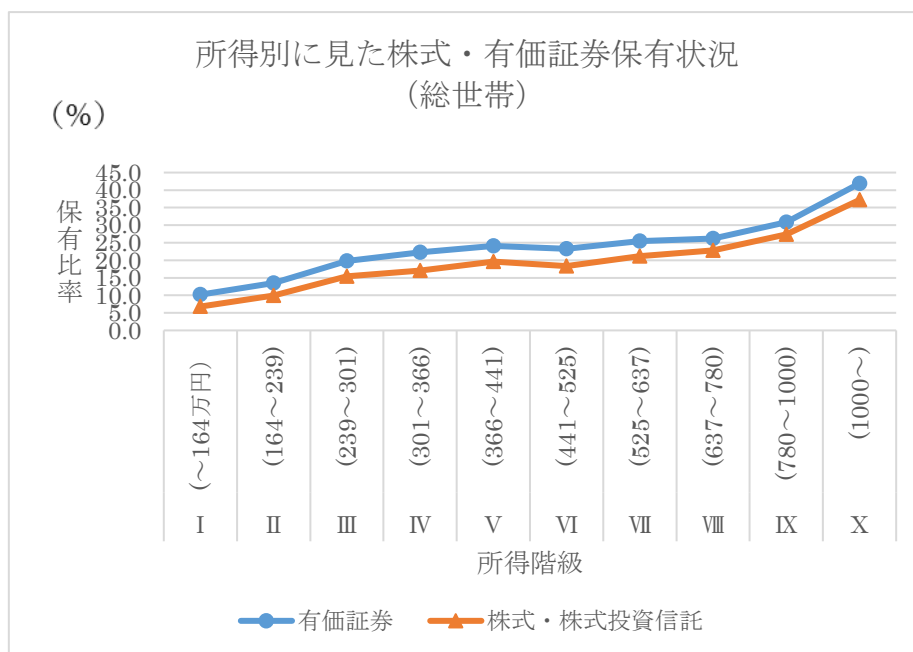
第2に、十分な資産や収入がないことである。総務省『家計調査（2014年）』において、年齢・所得・貯蓄額に証券の保有比率を見てみると、年齢層が高く、所得や貯蓄額が高い世帯が証券貯蓄に積極的であることが分かる（図表11・12・13）。年齢別には、年齢とともに保有率が上昇し、60～69歳で30%近くにも昇る。所得別では、有価証券保有率が30%を超えてくるのが階級Ⅸの世帯年収780～1000万未満であり、1000万円以上になるとさらに保有率が上昇している。貯蓄額別には、貯蓄額が1500万円以上になると証券保有率が30%を超える。この点に関しては、「資金に余裕があるから証券投資をしている」という因果が強いといえる。以上の証券保有の状況から判断すると、証券保有率の高さというのは所得要因と密接な関係にあり、収入から消費に回さない余裕資金が生まれると、資産形成に取り組む余力ができてくると考える。

図表11 年齢別に見た株式・有価証券保有状況（総世帯）



出所：総務省『家計調査』（2015年）

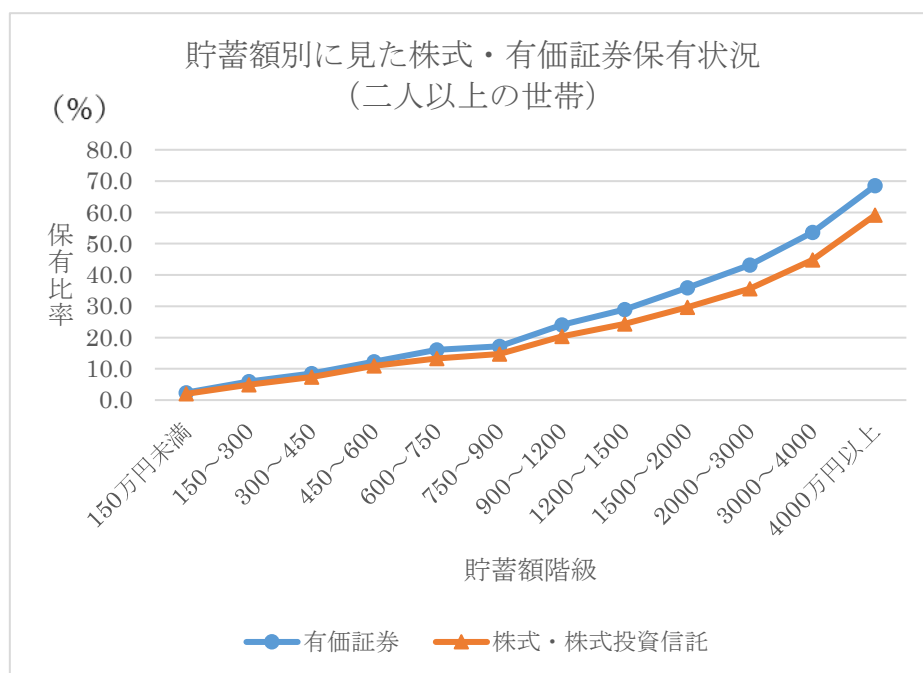
図表 12 所得別に見た株式・有価証券保有状況（総世帯）



5

出所：総務省『家計調査』（2015年）

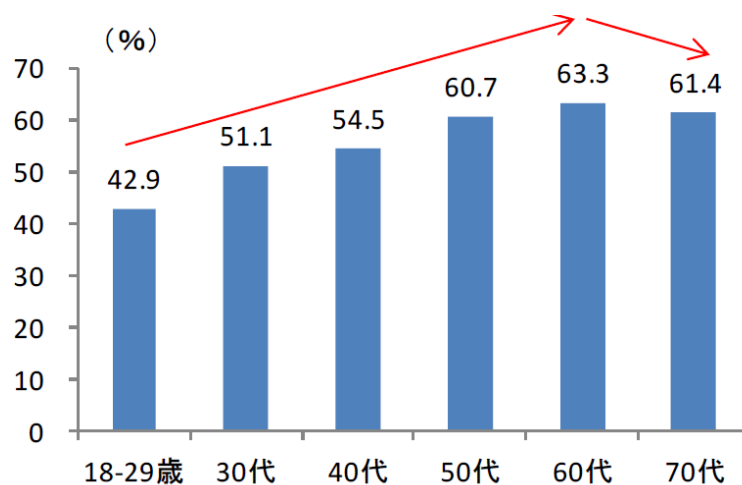
図表 13 貯蓄額別に見た株式・有価証券保有状況（二人以上の世帯）



出所：総務省『家計調査』（2015年）

- 第3に、特に若年層における金融リテラシーの欠如がある。高齢者や高所得層は相対的に証券投資の割合が高くなっていても、若年層における証券投資の割合が低いことから個人全体の証券投資の水準としては低くなっている。そこで、若年層における証券投資に対する消極性の原因を見ると、投資に関する正誤問題の正答率は18~29歳の年齢層が最も低く、70代で若干低下するものの、年齢が上がるとともに正答率は上昇する傾向にある(図表14)。このことから、若年層は金融に関する知識が薄いことが分かる。つまり、若年層における金融リテラシーの欠如が証券投資に向かえない障壁の1つにもなっているといえる。

図表14 年齢別に見た金融リテラシーに関する正誤問題の正答率



出所：金融広報中央委員会『金融リテラシー調査』（2016年）

第4節 個人投資家の拡大に向けて

- 5 3節では流通市場において、①リスク回避的思考、②十分でない資力や収入、③金融リテラシーの欠如を原因とする若年層における証券投資の乏しさが日本全体でいまだに証券投資が促進されていない足かせになっていることを述べた。これを受けて4節では、リスク回避的思考の緩和、十分でない資力や収入でも向かえる証券投資、若年層における証券投資を促し、日本における個人投資家を拡大させるために現在どのような取り組みが行われているのかを挙げ、それ
- 10 に対する様々な問題点に言及していく。

まず個人投資家を増やすきっかけづくりとして、2014年にNISAが導入された。これは、日本において将来の生活への蓄えとなる預貯金や株・投資信託・保険といった金融資産を全く保有していない世帯が年々増加しており、平成28

15 年時点で約3割を占めているという背景から、NISA導入をきっかけに少しでも多くの人、特に初めて投資を行う人や若年層など、投資知識・経験の低い顧客が将来に向けた安定的な資産形成に取り組めることを目的とした制度である。NISAの概要は、下記に示したとおりである。

20 図表15 NISAの概要

非課税対象	NISA口座内の少額上場株式等の配当等、譲渡益
-------	-------------------------

開設者（対象者）	口座開設の年の1月1日において20歳以上の居住者等
年間投資上限	100万円（2016年から120万円）
非課税投資額	最大500万円（2016年から600万円）
口座開設期間	2014年から2023年までの10年間
非課税期間	最長5年間

（出所）日本の証券市場 2016年版

税制面で優遇することや資力が十分でなくても少額から投資できることにより、新規の個人投資家の参入を促すことにつながるとされた。

5 しかし、NISAを押し進めていく中でいくつかの問題点が浮き彫りとなった。

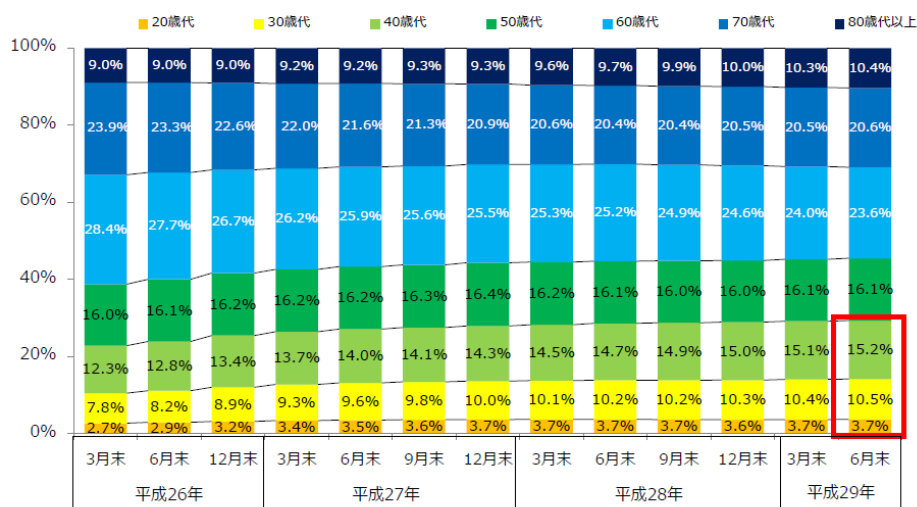
第1に、口座は開設されているが継続的な利用には至っていない点である。日本証券業協会が主要証券10社を対象に調べたデータによれば、NISAが導入された初年度においてNISAの新規口座開設は406万口座と急速なスピードで普及したものの、実際に投資に使われた口座は183万口座と全体の45%であった。また、実際に「積み立て」という投資手法を利用しているのは現行のNISAではわずか5.5%という状況にある。

10

第2に、口座開設および利用者のほとんどが高齢者だという点である。NISAの口座開設者を年代別の割合で見ると、20～40歳代の割合は合計で29.3%と年々増加してはいるものの、未だ高齢者の割合が高いといえる。ターゲットとした若年層ではなく、高齢者の大部分が非課税の恩恵を受けている状況にある。

15

図表16 年代別の口座数（割合）の推移



(出所) 日本証券業協会『NISA 口座開設・利用状況調査結果』(平成 29 年 6 月末時点)

5 第3に、「どの商品に投資するか迷う」という声が多い点である。このことに関しては、投資対象の金融商品の種類が多様であることも要因として挙げられるが、金融リテラシーがないためにこのような状況に陥っている側面もある。

このように、NISA は貯蓄が少なく投資を身近に感じにくい若年層にとって魅力的であるため個人投資家の増加に寄与すると考えられていたが、上記の問題点により、本来の狙いとは異なる結果となってしまっている。

10

そこで新たに提案されたのが、2018年1月より新しく導入される「つみたてNISA」である。これは、低コストの投資信託を毎月積み立て、主に若年層(投資未経験者層)における長期の資産形成を促すものである。つみたてNISAの概要は下記に示したとおりである。

15

図表 17 つみたて NISA の概要

非課税対象	つみたて NISA 口座内の一定の要件を備えた投資信託の配当等、譲渡益
開設者	日本在住の 20 歳以上
年間投資上限	40 万円

非課税期間	最長 20 年間
運用管理	既存 NISA との併用不可

野村セットマネジメントによれば、利用者は 360 万人を超え、総投資規模は 10 兆円を上回るとの見通しである。これを受けて、楽天証券は「楽天スーパーポイント」を投資信託の積立購入に回せる仕組みを整備し、三井住友証券はつみたて NISA も含めた投資信託の保有残高に応じて独自ポイントを付与するといったような取り組みを行っていく方針を打ち出した。

現在の投資信託はコストが高いうえにリスクも高い点に比べて、つみたて NISA であれば、販売手数料がゼロ、従来であれば 2～3% かかる信託報酬が 0.5% 未満と、低コストによってリスクが取りやすくなる。従来の NISA では貯蓄資金の少ない若年層の個人投資家の拡大には結びつかなかったが、つみたて NISA によって流通市場への安定的な個人投資家の参入が見込めるのではないだろうか。今後、つみたて NISA が家計の貯蓄性資金を安定的に流通市場へ流入させる仕組みとしてうまく機能していくことが流通市場の活性化につながる大きな要素であると考えられる。

しかし、こうした個人投資家を増やす取り組みを行っても、結局は金融リテラシーが改善されなければなかなか個人が貯蓄から資産形成への動きに向かえない。そこで次に、金融教育に対する取り組みについてみていく。

日本における金融教育への取り組みは、金融庁が 2001 年 8 月に公表した「証券市場の構造改革プログラム～個人投資家が主役の証券市場構築に向けて～」において、「貯蓄から投資へ」の促進を目的に本格化した。しかし、これまで述べてきたように、実際に証券投資に向かえているのはほとんどが高齢者である。この背景には、高齢になって子供の教育費や住宅ローン返済が済み、ようやく個人資産を増やしていける事情が少なからずある。ところが、高齢になってから始める証券投資には資力とスキルのアンバランスが目立つ。長期にわたる資産形成には、若い頃から投資経験を重ねながら徐々にスキルを蓄積することが重要である。

そうした背景から学校教育の拡充に向けて取り組まれている。しかし、金融知識をもった教員の人材不足が問題となっている。そのためには今後、教員に

向けたセミナーを拡充していくことが金融教育環境の向上につながり、若年層における金融知識向上に寄与すると考える。このような取り組みにより、金融知識を身に着ければ、投資に対するネガティブなイメージが弱まり、投資に結びつくのではないだろうか。金融リテラシーをマーケットに定着させていくことで、個人が証券投資に向かえる入り口となる。

このように、個人投資家を増やすための取り組みとして NISA が導入されたが、実際には口座を開設するだけで継続的な利用に結びついていないことや、口座の開設者の大部分が高齢者によるもので、若年層における個人投資家の拡大に至っていない。しかし、若年層の個人投資家の拡大が流通市場の活性化には必要である。なぜなら、3 節で述べたように、若年層の証券投資への消極性が日本全体で証券投資へ向かない理由になっているからである。この若年層の個人投資家を参入させることで流通市場における個人投資家の参入を増やすことができる。それに向けて 2018 年 1 月よりつみたて NISA が導入される予定であるが、こうした取り組みがうまく機能するかどうかの根底には、金融リテラシー不足の問題がある。個人の金融教育の向上には、学校における金融教育環境を整えることが重要である。これにより、金融リテラシーを市場に定着させ、個人投資家の拡大という流通市場における量的な活性化に寄与できると考える。

20 第 5 節 証券市場活性化のためには

本章では個人投資家を増やすことが流通市場の活性化をもたらすと述べてきた。現在現貯金という形で保有されている個人資産が証券市場に供給されることで取引通貨量が増え流通流動性が生まれる。

個人投資家の促進には二つの側面がある。ひとつ目は前節の取り組みでもふれたような未だ市場に参加していない個人を新たに市場に取り込むことである。これは市場参加者を増やすこと、つまり証券市場における量的活性化である。個人が投資に手を出さない理由を明らかにし、教育やサービスの提供を行ってアプローチをすることで意識が投資に向かうようにする。

もうひとつはすでに市場に参入している個人投資家に投資を継続させることである。個人投資家の中には多額の資金を個人的に運用している人や、少額を

- 小遣い稼ぎ程度に運用している人、短期的に利益を出すデイとレーダー、株主優待目当てで株式を保有している人などさまざまである。個人投資家の全体数を増やしても、個々が短期間市場に参入した後投資から手を引くようであれば活性化の意味をもたない。そのため市場参加者を増やすと同時に投資行動を継続させる必要があるのである。そのためには投資家にとって証券市場が魅力的であると思わせ続けることが重要である。発行会社には投資家のニーズに応えた株主優待制度の普及に加えて、米国と比較して低い水準にある配当性向と配当利回りを上げ、ノーリスクノーリターンの現貯金と比較しても投資を選ぶように環境を整えなければいけない。
- 10 投資家にとって魅力のある安心安全で透明性がある市場環境づくりは中長期視点での証券市場の質的向上であると言える。次章では質的向上のために行われている改革を扱う。

15

第4章 証券市場の質的向上

- 第2章では証券発行市場における新規・ベンチャー企業がIPOしやすい体制を作り株式発行数を増加させること、第3章では証券流通市場において現預金で保有されている個人資産を、株式をはじめとする証券投資に向け投資家数の全体数を増やすことがそれぞれ重要であると述べた。株式発行数と投資家数とともに増加し取引が活発化して流動性が増すことは、証券市場の量的活性化である。しかし量が増えたところで、市場の規制や法整備がしっかりと整っていないければ本質的な活性化には繋がらない。また企業が株主を尊重した経営を行い、投資家も議決権をしっかりと行使するなどそれぞれの役目をしっかりと果たさなければいけない。投資家が安心して株式投資を行えるような安全な市場を作る証券市場の質を向上させるために、これまでどのような政策が行われてきたのか。本章では株式発行体の企業と、企業の経営に一役買っている機関投資家に対しての政策に触れ、また証券市場の質的改革においては証券取引所の取り組みも重要であるためそれについても後述する。

30

第1節 コーポレートガバナンス改革

アベノミクス第3の矢「民間投資を喚起する成長戦略」の一環で発表された「日本再興戦略」において、企業の国際競争が激しくなる中で日本企業の中長期的な収益性・生産性を高めその好影響を国民に広くもたらすために、コーポレートガバナンス強化の必要性が述べられた。日本経済の長期停滞を離脱するためには、企業が短期的成長ではなく中長期の成長を目指すことが重要で、企業の生産性の向上によって投資家の投資意欲をも向上させようというものである。そもそもコーポレートガバナンスとは何を指すのか。

10 前章でも見てきたように、現在の企業は株式発行などを通じて資金調達を外部に依存している。そのため、株式を保有し資金提供を行っている法律上の会社所有者である株主と、実際に社内で経営業務を行う取締役や執行役といった経営陣は同一人物ではないことが多い。この所有と経営が分離している状況下では両者の利害が一致せず、株主の意向とは異なった経営がなされる恐れがある。

15 また株主が必要以上に配当を求める、あるいは株式を売却して会社を見限るようになれば、経営のコスト高や株価下落といった問題が発生する。これは企業にとっても望ましくないことであり経営陣のリスク回避の保守的な経営判断につながる。

20 企業の最高経営責任者は企業理念、企業倫理、企業文化、企業戦略を体現、強化しまた進化させることに責任を持っている。株主と経営陣の意思疎通の薄さによって起こりうる問題を限りなく無くし、この責任を果たしているかどうかを、取締役会を通じて行う監督機能と、その制度全体のことをコーポレートガバナンスという。現在の日本では企業はROEを最大化する経営を意識しており、ROEの向上はコーポレートガバナンス改革の全体の目標でもある。

25 日本企業の経営には機関投資家が大きく関係している。戦後から高度成長期にかけて日本ではメインバンク制がとられていた。メインバンクは企業に融資を行い成長を後押しすると同時に、個人が保有した旧財閥系の株式を吸収して主要な大株主となった。その後1980年代前半までの安定成長下では、未発達な資本市場において銀行によるデットガバナンスが働き、企業からの要請を受ける形で銀行の株式保有が進んだ。バブル期においては企業への増資を活発化

30

し保有株を増加させるなど、企業と銀行の株式持ち合いが進み銀行のデットガバナンスが機能しなくなった。そこで銀行に変わる新たな市場の監視役が求められるが日本はエクイティガバナンスが不十分であったため、ガバナンスが空洞化するという問題が起こった。バブル崩壊後は企業が銀行株を売却し、銀行も不良債権処理を行うなどして銀行が主要株主であるという構図がなくなり、
5
メインバンク制は崩壊した。これ以降日本企業の株主は外国人投資家や、年金基金や保険会社、事業法人といった機関投資家が占めるようになり株式持ち合いや政策保有株式の割合は依然と比べ縮小した。しかし企業は投機目的のみの外国人投資家よりも、受け身で付き合いの長い国内投資家を安定株主として優
10
遇し、これらが物言わぬ株主の特徴を帯びている。

このように機関投資家が企業経営に口を出すことがなく、また企業内部者で構成された取締役会であることで監督機能が働かず、企業価値向上や企業の持続的成長を図る経営がなされてこなかった。また適切なガバナンスがなされていないことによる企業の不祥事が相次いだ。これが失われた 20 年と揶揄されるように日本の経済不況が蔓延化した一因である。
15

そこでコーポレートガバナンス改革の狙いとは、きちんとガバナンスがなされ企業と機関投資家がともに企業の中長期成長を目指し十分な投資リターン
20
の確保を図ることである。またそのように企業と機関投資家が協働することで市場に透明性・流動性が生まれることは、証券市場の質的向上・活性化であると
25
考えた。企業の業績が上がることは株価上昇要因にもなるため、投資家の投資意欲も刺激できる。これまでも会社法改正により日本のコーポレートガバナンスは債権者保護よりも株主利益に重点を置くように変化してきた。しかし 2015
年は「コーポレートガバナンス元年」と呼ばれるのは、コーポレートガバナンスコードをはじめとする企業統治の諸規則が設けられるなどこれまで以上に
大々的な改革がなされたからである。

第 2 節 コーポレートガバナンスコード

まず 2015 年のコーポレートガバナンス改革で新たに作成されたのがコーポレートガバナンスコードである。これは金融庁と東京証券取引所が取りまとめた、国内取引所の上場会社が適用対象となる行動規範を示した企業統治の指針
30

である。コード原案には「会社の持続的な成長と中長期的な企業価値向上のため、会社が株主をはじめ顧客・従業員・地域社会などの立場を踏まえたうえで、透明・公正かつ迅速・果敢な意思決定を行うための仕組み」と表記されている。

- 5 主な特徴として攻めのガバナンス、投資家の意見に耳を傾ける、資本効率の向上を重視するという点が挙げられる。これは収益力を上げる、日本の稼ぐ力を取り戻す目的での改革であり、バブル崩壊以降続いた「守りのガバナンス」(リスク回避や不祥事防止)とは力点が異なる。

- 10 東証の示したコーポレートガバナンスコード原案では以下のことが求められる。まず「株主の権利・平等性の確保」に関しては、企業は少数株主や外国人株主に十分な配慮を行いつつ株主の平等性を確保し、株主が権利を行使できるよう環境を整えること。次に「株主以外のステークホルダーとの適切な協働」では、企業の中長期成長にはステークホルダーとの関係が重要であると経営者は意識し、その中でリーダーシップを発揮して協働に努めること。そして「適切な情報開示と透明性の確保」では財務情報などを適切に開示し利用者の有用性の高い情報を提供すること。「取締役会の責務」に関しては、企業戦略などの大きな方向性を示し客観的な立場から実効性の高い経営監督を行うなどといった取締役会の役割・責務をきちんと果たすこと。最後に、株主総会以外の場で建設的な「株主との対話」を実施すること。これら5点がコーポレートガバナンスコードの基本原則である。

- 20 代表的な変革を挙げれば、これまで企業内部の者で構成されていた取締役会は、経営に対して客観的で平等性のある視野を確保する意味で少なくとも2名以上の社外取締役を選任することが求められた。また株式持ち合い解消に関して、上場会社が政策保有株式として上場株式を保有する場合、政策保有に関する方針を開示しなければいけない。政策保有株式の議決権行使には適切な対応をとるための基準を策定し開示する必要ができた。

- 30 コーポレートガバナンスコードはプリンシプルベースアプローチとコンプライ・オア・エクスプレインというソフトローを採用している。法律や政令などで機関投資家がとるべき行動を規定し遵守を促すルールベースアプローチではなく、あくまで原則であり、企業に目指す方向性のみ示しその趣旨を理解してもらうことで、企業の状況に応じて各々の対応が可能になる。その際原則に従

うか、また従わない場合には適切な説明をすることが求められる。

- 現在の日本ではかつてのように銀行による株式持ち合いは解消したものの、企業間での株式持ち合いや、中小企業における事業会社の政策保有株式はいまだに多く見てとれる。企業間での株式持ち合いが企業の成長に必要であると企業が判断した場合や、長期的利益を出すための策のひとつである場合には、方針を開示することで認められる。このようにソフトローは企業が高パフォーマンスをするために、ある程度の自由さを与えるものである。

第3節 スチュワードシップコード

- コーポレートガバナンス改革において、コーポレートガバナンスコードと“車の両輪”とされているのがスチュワードシップコードである。コーポレートガバナンスコードが企業に適用されるものであり、スチュワードシップコードは機関投資家に向けたものである。2つが共に機能してこそ適切な企業統治がなされる。

- スチュワードシップコードは2014年2月に『責任ある機関投資家』の諸原則として策定・公表された。エンゲージメントといわれる機関投資家と上場企業との間の目的を持った対話を通じて企業の中長期的な成長を促すなど、受託者責任を果たすための原則である。スチュワードシップコードもコーポレートガバナンスコードと同様ソフトローの形をとっており、信託銀行や生命保険会社、年金基金といった日本の主な機関投資家はほぼ受け入れを表明している。

- かつてのリーマンショック発生原因に大手金融機関のガバナンス構造の欠陥が指摘されていた。危機に際した金融機関相手に機関投資家はとくに何の策も講じなかったとして規律付けの重要性が高まった。そこで英国はスチュワードシップコードの発祥として機関投資家向けの基本原則を作成した。今回の改革で公表されたのは日本版スチュワードシップコードであり、ベースは英国版であるものの日本の機関投資家の特徴に沿ったものに多少変更されている。

- 日本の機関投資家には会社の経営に口出ししない「物言わぬ株主」が多く存在した。機関投資家には政策保有株式が多く、純投資以外の目的で株式保有しているため議決権行使についてほとんどが経営者提案に賛成する。これは安定株主と分類され投資先の企業経営を歪めると批判されてきた。それが互いの株

の持ち合いであればより強固になり、エンゲージメントが効かなくなる。このような機関投資家の在り方は企業の中長期成長を促進せず十分な投資リターンを確保できていなかった。

- 5 機関投資家は株主という形で自益権・共益権を持ち企業の経営に意見するが、そもそも機関投資家の運用資金は投資信託を買うような個人投資家や、年金受給者・加入者など個人に行き当たる。そこには機関投資家の個人に対しての一定の責務が存在する。つまり企業の経営に適切に口出しを行い投資先企業の持続的成長を促し、顧客・受益者の中長期的な投資リターンを拡大させることが機関投資家には求められているのである。
- 10 企業とのエンゲージメントがうまくいくことによって上場企業の中長期的な業績も上がり、中長期の投資リターンも増えることでそれを原資にして追加の投資の追い風になる。スチュワードシップコードは機関投資家が投資先企業に対して経営改善要請など投資方針を表明することで、一般投資家も投資先企業をより理解し積極的に投資するよう誘導するという好循環を狙ったものである。
- 15 スチュワードシップコードでは以下の原則が示されている。機関投資家は、スチュワードシップ責任を果たすための明確な方針を策定し、これを公表し、その上で管理すべき利益相反についても明確な方針を策定し、同様に公表すべきである。また投資先企業の持続的成長に向けてスチュワードシップ責任を適切に果たすため、当該企業の状況を的確に把握し、投資先企業との建設的な「目的を持った対話」を通じて投資先企業と認識の共有を図るとともに、問題の改善に努めるべきである。議決権の行使と行使結果の公表について明確な方針を持つとともに、議決権行使の方針については、単に形式的な判断基準にとどまるのではなく、投資先企業の持続的成長に資するものとなるよう工夫する。また議決権の行使も含め、スチュワードシップ責任をどのように果たしているのかについて、顧客・受益者に対して定期的に報告を行う。そして投資先企業の持続的成長に資するよう、投資先企業やその事業環境等に関する深い理解に基づき、当該企業との対話やスチュワードシップ活動に伴う判断を適切に行うための実力を備えるべきである。

30 第4節 ROE重視の新たな指標

コーポレートガバナンス改革によって企業は政策保有株式を減らし、社外の取締役を設置するなど透明性の高い経営に変化してきた。機関投資家についても物言わぬ株主ではなく物言う株主が出現し始め、企業のパフォーマンス向上に努めるようになってきた。コーポレートガバナンス改革の経済産業省内プロジェクトによる伊藤レポートでは、「企業の持続的成長は、長期的な視野を持つ投資家との協創の成果であり、それを評価する重要な指標が ROE などの資本利益率である。」として 8% を上回る ROE を達成することを各企業にコミットさせるべきであるとしている。またこの中では、インベストメントチェーンによってそれぞれが効率的に行動し全体が最適化することを求めており、投資家に短期利益志向を是正して中長期視点をもつことが重要であるとされている。

実際、ROE を意識した経営が行われる以前は日本の ROE は米国・欧州と比べかなり低い数値であった。

図表 18 日本・米国・欧州の ROE 比較

		ROE
日本(TOPIX)	製造業	4.6%
	非製造業	6.3%
	合計	5.8%
米国(S&P500)	製造業	28.9%
	非製造業	17.6%
	合計	22.6%
欧州(European500)	製造業	15.2%
	非製造業	14.8%
	合計	15.0%

(注)2012 年度本決算実績ベース、金融不動産除く。

出所：『持続的成長への競争力とインセンティブ～企業と投資家の望ましい関係構築～』（伊藤レポート）

しかしここ最近ではレポート通り東証一部平均で 8% 前後を記録しており、改革後の上昇が見て取れる。2017 年 3 月期決算短信集計では 8.58% であり、米国の数値には及ばないものの上場企業では ROE 重視姿勢や株主還元強化の動きが見てとれる。

日本では 2014 年に ROE などを重視した JPX 日経インデックス 400 という新たな指標が誕生した。これは資本の効率的活用や投資者を意識した経営観点な

ど、グローバルな投資基準に求められる諸要件を満たした「投資者にとって投資魅力の高い会社」で構成される新しい株価指数である。銘柄は東証一部、二部、マザーズ、JASDAQ から選定された 400 種である。JPX 日経 400 の銘柄内訳は 2016 年 8 月末時点で東証一部 395、二部 1、マザーズ 1、JASDAQ3 と

5

選定基準は上場後 3 年以上であり過去 3 期すべてで黒字であることなどをスクリーニングした後、3 年平均 ROE、3 年累積営業利益、時価総額からランク付けされる。TOPIX は東証一部に上場している全銘柄で構成され赤字続きであっても組み込まれ、日経平均株価は東証一部の流動性や業種バランス上位 225

10

銘柄であるが資本効率などは考慮されない。そのため JPX 日経 400 は最も経営効率や収益性を計上しており、投資家にとって投資魅力が高い指標である。この上位 400 銘柄に入ることができれば企業の知名度向上にもなり、内外投資家から注目される。銘柄入れ替えは 1 年ごとに行われるため、企業にもパフォーマンス維持が求められ効率的・積極的経営を促すことができると期待され

15

第 5 節 証券取引所の株式会社化

証券市場の活性化において、ここまでは市場の質的向上につながるとされるコーポレートガバナンス改革を取り上げた。ここでは違う視点で証券取引所の株式会社化を取り組みのひとつとして挙げる。

20

証券取引所とは、有価証券などを取引するために設立された場所である。多数の取引を集中させることで有価証券の流通性を高めて公正な価格形成をするとともに、証券市場における取引を円滑に行う為に取引相手の探索コストを低減することや、迅速で安全な取引を可能にする仕組みを整える必要があり、これらを担う証券取引所の役割が質的改善に寄与するといえるからである。また、企業の上場基準を定めて企業の品質向上を目指し、適切で公正な取引が行われるように監視するといった自主規制機能を持つのも証券取引所である。

25

活性化において投資家が証券取引所に求めることは、公正な取引が行われて安全に投資が行える環境づくりと、取引所が競争力を高め、取引システムの向上がなされることである。

30

では、証券取引所に求められる取り組みを歴史を追って考察していく。90年代後半の金融ビッグバン以降、証券取引所に大きな転換期が訪れた。98年にはインターネットなどの高度な情報通信技術が発達したことで、取引所に取引を集中させずとも公正な価格形成に必要な情報の集中が可能になったことから、

5 株式売買の市場集中義務が撤廃された。次に、2000年には証券取引所が株式会社化することが可能になったことである。この背景には、市場運営者としての競争力向上の期待があったことが挙げられる。

証券取引所は上場証券だけが取引対象とされているためすべての取引が行えるわけではなく、非上場証券の取引は取引所外で店頭取引を行うことになる。

10 また、上場証券においても取引所以外での市場の取引が拡大しており、これは海外を中心に取引所が独占的に取引を集中させていることに対する批判が生まれ、競争圧力をかける必要があるという考えが広まったためである。その結果コンピュータシステムを用いた証券取引所に似た市場システムが設立され、市場間競争が起こった。日本でも市場集中義務の撤廃で、海外と比較すると小さいもののPTSと呼ばれる私設取引システムが拡大傾向にある。しかし、この市場間競争によって取引所のシステム投資などが増加し、株式会社化する前の会員制で徴収していた費用だけで賄うのが困難になってきた。よって、発行した株式を自らの市場に上場して多方向からの資金調達を可能にするためにも

15 2001年から相次いで取引所の株式会社化が行われるようになった。

20 現在、証券取引所の多くが会員制から株式会社へ移行している。迅速な意思決定や多方面からの資金調達が可能になる一方、株式会社という営利団体である以上、自主規制機能のような公的な役割を果たせるのであろうかという懸念がある。よって、取引所の株式を5%超保有してはならないという保有規制が

25 2000年の株式会社化の許可と同時に定められたが、厳格な規制は株主たちによる迅速な意思決定や経営の緊張感を阻害してしまうという弊害もあり、日本では保有規制と緩和が繰り返し行われてきた。株式会社化による損得のバランスを取るためにも、慎重な対応が求められている。

以上のような証券取引所の取り組みや新たな動きによって金融市場の信頼性・競争力を高めることは、証券市場の質的な向上には必要であり、取引所と

30 いった金融システムの基盤の向上を背景に持続的に家計の保有する金融資産を

投資に向けることができるだろう。

おわりに

5 日本の経済長期停滞を回復させるためには証券市場が活性化し資金の流動性を高めるべきである。私たちが考える証券市場の活性化とは、株式発行市場と流通市場でおこる量的拡大と質的向上が合わさることで達成されるものだ。

発行市場において新規企業やベンチャー企業の IPO を促進することで発行株式数を増加させることと、また流通市場においては個人投資家を増加させ、現預金で保有されている資金を証券市場に呼び込むことが量的な拡大につながる。しかし量だけが増加しても市場がきちんと機能しなければ意味がない。それには市場の質的改善が必要であり、コーポレートガバナンス改革や証券取引所の株式会社化が取り組まれた。この量的拡大と質的向上の双方が達成された時こそ投資家が自発的に投資行動を行う、目指すべき市場が作られる。また株価に注目すると、証券市場の活性化と株価上昇は相乗効果であるため投資を促進できるとした。

現在の日本には 1832 兆円ほどの資産が現金や預金など使われない資産として眠っている。これは多額の消費の可能性を秘めているということであり、それをどう動かしていくかが重要である。「貯蓄から投資へ」という意識が個人に芽生え、各政策の元さらなる証券市場の活性化が期待される。

20

参考文献

- 25 ・飯島寛之・五百旗頭真吾・佐藤秀樹・菅原歩、2017、『身近に感じる国際金融』、有斐閣
- ・釜江廣志、2015、『入門証券市場論』、有斐閣
- ・神作裕之・小野傑・今泉宣親編、2017、『資産運用の高度化に向けて：インベスト・チェーンを通じた経済成長』、きんざい
- 30 ・証券経営研究会編、2015、『資本市場の変貌と証券ビジネス』、日本証券経済

研究所

- ・辰巳憲一、『企業金融の新回転—進化する資金供給機能への期待』、2015、株式会社時事通信出版局
- ・日本経済新聞社、2014、『金融入門』、日本経済新聞
- 5 ・日本証券業協会、2006、『個人投資家と証券市場のあり方』、中央経済社
- ・日本証券経済研究所、2016、『図説 日本の証券市場 2016年版』、日本証券経済研究所
- ・水野博志、1998、『証券実務のための個人投資家の行動原理』、泉文堂
- ・野間敏克、2015、『証券市場と私たちの経済』、放送大学教育振興会

10

参考ホームページ

- ・『伊藤レポート』、経済産業省

<http://www.meti.go.jp/press/2014/08/20140806002/20140806002-2.pdf>

15 (2017年10月20日アクセス)

- ・『エンジェル税制』、経済産業省

<http://www.meti.go.jp/policy/newbusiness/angel/index.html> (2017年10月22日アクセス)

- ・『家計調査』、総務省統計局

20 <http://www.stat.go.jp/data/kakei/> (2017年10月12日アクセス)

- ・『金融リテラシー調査』、金融広報中央委員会

https://www.shiruporuto.jp/public/data/survey/literacy_chosa/ (2017年10月12日アクセス)

- ・『コーポレートガバナンスコード』、東京証券取引所

25 <http://www.jpx.co.jp/equities/listing/cg/tvdivq0000008jdy-att/code.pdf> (2017年10月6日アクセス)

- ・『参考図表 2017年第2四半期の資金循環(速報)』、日本銀行調査統計局、2017

<https://www.boj.or.jp/statistics/sj/sjexp.pdf> (2017年10月26日アクセス)

30

- ・『証券化の役割と課題』、柳川範之、2005
www.rieti.go.jp/jp/publications/dp/05j029.pdf (2017年10月10日アクセス)
- ・『証券市場の活性化と証券業界の変貌』、関雄太、2013
 5 <https://www.nomurafoundation.or.jp/en/wordpress/wp-content/uploads/2014/09/20130525-presentation.pdf> (2017年10月26日アクセス)
- ・『「責任ある機関投資家」の諸原則 《日本版スチュワードシップ・コード》』、
 日本版スチュワードシップ・コードに関する有識者検討会
 10 <http://www.fsa.go.jp/news/25/singi/20140227-2/04.pdf> (2017年10月10日アクセス)
- ・『中小企業白書 2017』、中小企業庁
<http://www.chusho.meti.go.jp/pamflet/hakusyo/index.html> (2017年10月22日アクセス)
- 15 ・『なぜ、どのような経緯でNISAが導入されたか?』、大和総研、2014
http://www.dir.co.jp/research/report/finance/nisa/20140204_008179.pdf (2017年10月22日アクセス)
- ・『NISA及びジュニアNISA口座開設・利用状況調査結果』、日本証券業協会
<http://www.jsda.or.jp/shiryochousa/nisajoukyou.html> (2017年10月26日アクセス)
 20
- ・『日本株市場の活性化』、土本清幸、2012
<http://www.camri.or.jp/files/libs/718/201703301648129314.pdf> (2017年10月26日アクセス)
- ・『平成26年度 起業・ベンチャー支援に関する調査 最終報告書』、経済産業省
 25 <http://www.meti.go.jp/policy/newbusiness/> (2017年10月22日アクセス)
- ・『エンジェル税制』、経済産業省
<http://www.meti.go.jp/policy/newbusiness/angel/index.html> (2017年10月22日アクセス)
- 30 ・金融庁

<http://www.fsa.go.jp/policy/nisa2/about/tsumitate/index.html> (2017年
10月22日アクセス)

• 日本取引所

<http://www.jpx.co.jp/> (2017年10月26日アクセス)

5 • 日本証券業協会

<http://www.jsda.or.jp/> (2017年10月26日アクセス)