



# 日本株市場の活性化 ～日本経済応援プロジェクト～

株式会社 東京証券取引所 常務執行役員

**土本 清幸**

## 1. はじめに

バブル崩壊以降の景気低迷とデフレ、少子高齢化、円高やグローバリゼーションの進行に伴う海外企業との競争激化等を背景に、日本経済は長らく低い経済成長率にあえいでいる。こうした日本経済の低迷と企業業績の先行きの不透明さから、日本の株式市場も低迷を続けており、国内外の機関投資家や個人投資家の運用資産における日本株が占める比率

### 〈目次〉

1. はじめに
2. 日本株市場活性化に向けたアクションプラン
  - (1) 新たな企業・投資家層への情報発信・プロモーション活動の推進
  - (2) 新たな投資家層の拡大
3. おわりに

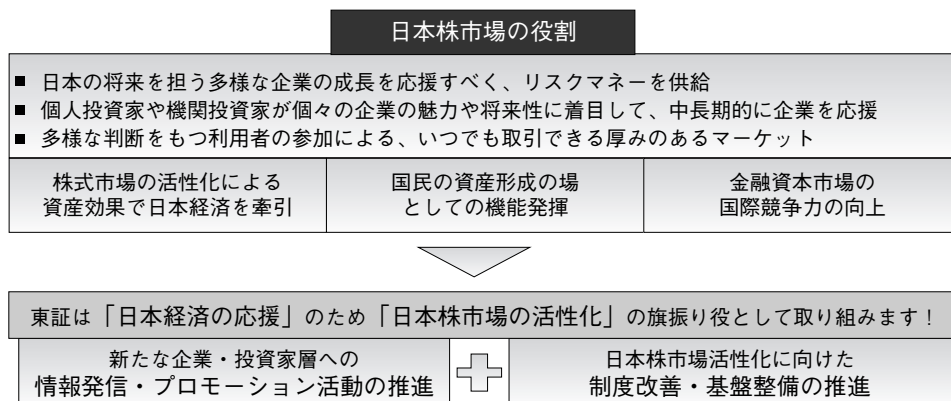
の低下が懸念されている。

しかし、個々の企業レベルで見れば、海外展開やM&Aの推進、国内事業の再編など、新たな企業戦略や経営革新のための前向きな取組みが数多くみられるようになっており、日本企業への投資家の関心、評価はもっとあってもよいのではないかという疑問がある。

東京証券取引所グループ（以下「東証」という。）は、日本経済の再生の基礎となるのは企業の新たな投資や事業展開、さらには新しい企業の成長であるとの認識の下、今般、証券市場から日本経済を応援するプロジェクトをスタートさせ、本年3月に公表した2012年度の事業計画において「日本株市場の活性化」を柱として掲げたところである。

本稿ではこの東証の取組みの概要を紹介するものであるが、文中意見にわたる部分については、筆者の私見であることをあらかじめお断りしておく。

## (資料1) 日本株市場活性化～日本経済応援プロジェクト～の概要



## 2. 日本株市場活性化に向けた アクションプラン

日本株市場のあるべき姿として基本となるのは、企業の成長に貢献すべくリスクマネー供給機能を発揮することであり、このリスクマネー供給を支えるのは、個々の企業の魅力や将来性に着目して中長期的な観点で多様な投資家層から投資がなされ、厚みのある市場が形成されることである。

このような基本認識の下、日本株市場活性化のため東証として打つべきアクションプランを、大別して、「新たな企業・投資家層への情報発信・プロモーション活動の推進」と「日本株市場活性化に向けた制度改善・基盤整備の推進」の2つに整理した。

### (1) 新たな企業・投資家層への情報 発信・プロモーション活動の推進

第一の柱である新たな企業・投資家層への情報発信・プロモーション活動の推進は、①多様な企業等の成長支援のためのIPO推進、②上場会社向けサービスの拡充、③新たな投資家層の拡大の三点に分類される。

#### ① 多様な企業等の成長支援のための IPO推進

まず、多様な企業等の成長支援のためのIPO推進の基礎となる取組みとして、IPO活性化のための上場制度の整備とIPO推進のための営業活動の強化を挙げたい。

前者については、昨年3月31日にマザーズの信頼性向上及び活性化に向けた制度の見直しを実施し、さらに、中堅・中小企業の新規上場を推進するため、本年3月9日には東証一部・二部の上場審査基準等の見直しを実施している(注1)。

後者については、国内外の投資魅力のある企業の上場促進に向け、専門の部署を設け、IPO関係者や上場準備会社向けのセミナーや個別の勉強会への講師派遣等を積極的に実施してきた。こうした活動の強化等もあり、昨年の東証へのIPO（直接上場）社数は20社と、前年の12社を大幅に上回ることとなった。

今後のアクションとしては、引き続き継続的かつ積極的に新興企業や中堅・中小企業への接触を図るとともに、より早期の企業を発掘するため、連携先を国や地方公共団体、新興企業や中堅・中小企業の育成や支援に携わる機関にも拡大する所存である。さらに、「上場準備企業への問題解決型サポート活動」として、新規上場の際の課題・論点をIPO関係者・上場準備会社とともに検討し、東証から解決へ向けた提案を行う上場支援活動をさらに推進する所存である。これらの取組みを通じ、2013年度以降に毎年60社以上、新規上場されることを目標としている。

なお、「ETF・REITの上場支援・プロモーション推進」も引き続き積極的に行っていく。ETFについては、本年5月末現在で110銘柄までとなり、さらに、2011年度には新しい商品としてETN（指標連動証券）10銘柄が上場した（注2）。また、REITについては、昨年、市場開設10周年を迎え、投資家への情報提供を強化した（注3）。今後も多様なアセットクラスに対する簡便な投資環境の整備を進めるとともに、新規商品・ビークルの上場各種制度の整備や法改正に関する関係省庁と

の調整を行うこととする（注4）。

## ② 上場会社向けサービスの拡充

上場会社向けサービスの拡充の柱としては、投資者の関心や理解の促進にも繋がるものでもあることから、上場会社情報の発信やIRの支援を考えている。

まず、アナリスト・レポートのカバレッジ拡大が挙げられる。具体的には、昨年設立された「一般社団法人証券リサーチセンター」の活動を東証が支援し、同センターから発行されるアナリスト・レポートによりそのカバレッジを拡大してきたところであるが、今後、一般に発行されているアナリスト・レポートを含めたマザーズのアナリスト・レポートのカバレッジ率を50%程度にまで引き上げるとともに、対象範囲を本則市場の上場会社にも拡大していく予定である（注5）。

また、海外投資家への情報提供を強化するため、昨年、英文資料配信サービスをスタートさせた。これは、上場会社が任意で作成している英文の開示資料を情報ベンダーへ配信し、また東証HPへ掲載するサービスであり、今後は、より多くの上場会社にご利用いただくことを目指す所存である。

さらに、2012年度から、東証市場の魅力向上のため、これまで東証が行ってきた「上場会社表彰制度（注6）」をリニューアルし、新たに経営に投資者の視点を組み込んで企業価値の向上を目指す上場会社を表彰する「企業価値向上表彰」を創設するとともに、従来からある

## (資料2) 日本株市場活性化に向けたアクションプラン



「企業行動表彰」については表彰テーマの事前公表制を導入することとした（今年度のテーマは「社外取締役の独立役員への指定」）。

### (2) 新たな投資家層の拡大

現在の株式市場は、全体の売買代金の約8割を占める委託注文のうち、約7割が海外投資家からのものであり、しかも、全体のオーダーの4割近くは कोरोケーション<sup>(注7)</sup>からの注文により流動性が供給されている。他方、国内機関投資家や個人投資家は、それぞれ1割、2割にとどまる。真に厚みのある市場となるためには、中長期的な観点での投資が期待できる国内外の機関投資家や個人投資家の参加が必要と考えており、そのための今後のアクションは、①機関投資家への日本株キャ

ラバン、②新たな個人投資家層の裾野拡大、③日本株市場活性化の基盤整備の3つに区分できる。

#### ① 機関投資家への日本株キャラバン

先述のとおり、中長期的な日本株の投資家としては、まずは、国内外の機関投資家が期待されるため、日本株キャラバンと称した一連の営業活動を行っていく。一口にキャラバンといっても、顧客の投資スタイルや日本株への投資経験や日本株に関する情報入手の点から、海外機関投資家と国内機関投資家、さらに、海外機関投資家を主として欧米の機関投資家と、新興国の機関投資家とに分けて、営業活動を打っていく。

まず、欧米の機関投資家については、近年、

パフォーマンスの問題から日本株を扱うファンドマネージャーが減っているとの声もある中、日本株投資への障害となる情報不足とそれに伴う日本株投資の不透明感を解消する必要があると考えられる。したがって、今後のアクションとしては、証券会社等とも連携し、イベントや個別訪問等を通じて、日本株市場に関連する制度の関連情報、特にコーポレート・ガバナンスや不公正取引への規制について、積極的かつ継続して提供することを検討している。また、上場会社とともに海外機関投資家へのプロモーション活動を行うことも想定される。

他方、新興国の機関投資家については、特にアジア各国が潜在的に有望であるものの、日本市場への認知や投資経験、日本株関連の情報が十分とはいえない状況と考えられる。そのため、証券会社等と共催で、現地の機関投資家を対象とした日本株シンポジウムを行うことを検討しているところである。

また、国内機関投資家については、市場全体に投資するパッシブ運用が中心となっているため、アクティブ運用の活性化を支援するための方策や、株式ポートフォリオ構築方法としてETFの具体的な活用方法を提案すること等を検討している。

## ② 新たな個人投資家層の裾野拡大

日本の家計の金融資産は昨年末で1,483兆円と巨大であるが、家計の金融資産に占める株式の割合は5.8%にとどまる。これまで東

証が行ってきた個人投資家の拡大策は、実際には対象がある程度株式投資への関心や経験がある投資家層になってしまっていたため、今後のアクションにおいては、投資未経験者層にもアプローチを試みることにし、さらに他の層にも投資経験に応じたコンテンツの提供を行うものである。

### (i) 投資未経験者層（生活者）

これらの投資家層は株式投資については無関心あるいはネガティブな印象をもっている可能性があるため、株式投資の意義や魅力について、日本の将来、企業や日本経済の成長、人生設計との関わりなどの点からポジティブに感じてもらう必要があると考えられる。

この点、急速に影響力が高まっているソーシャルネットワーク（SNS）や新興ネットメディア等の有効活用を通じて、株式投資の魅力を多くの仲間と共感してもらうことが期待される。このため、東証公式Facebookを本年3月27日からスタートし、企業の魅力紹介、日常生活と市場との関わりを紹介するトピック等について日々発信している。また、日本株活性化に関するプロジェクト名を「+YOU（ぷらす・ゆー）～一人ひとりがニッポン経済」と定め、情報提供のベースとなるよう、専用のHP（<http://www.tse.or.jp/plusyou/index.html>）を開設している。

また、生活者に株式投資の意義や魅力に共感してもらうため、「+YOUニッポン応援全国キャラバン」と題して、株式投資の Opiniオンリーダーの方々と投資の意義や魅力に触

れていただくためのセミナーを全国40都市以上（延べ70回以上）で開催することを予定している。

#### (ii) 投資関心層・投資経験者層

例年3月に開催している「東証IRフェスタ」や恒常的に東証で開催している「東証アカデミー」に個人投資家の参加を呼びかけ、投資や上場会社への理解促進を図るとともに、証券会社との共催による投資セミナーの開催などの方策が考えられる。

また、新しい試みとして、上場会社の中から、特定の指標をベースに銘柄を抽出（テーマ銘柄）し、公表することで、個人投資家が実際に株式投資を行う際の一つのきっかけや関心材料となるよう外部の専門家とも連携しながら進めている。

なお、金融リテラシー向上については、「東証アカデミー」での各種講座のほかに、日本証券業協会や各地取引所と共同による「証券知識普及プロジェクト」を通じた証券知識の普及活動にも協力している。

### ③ 日本株市場活性化の基盤整備

営業やPRに関連する施策と同時に、日本株市場の魅力を高める観点から、制度・慣行、諸規制等の見直しを東証の枠組みを超えて取り組むことにより、日本株市場の活性化を牽引していきたいと考えている。

#### (i) 取引の利便性向上・流動性向上に向けた制度改善

幅広い投資家が適切なタイミングや値段で

取引できるよう、取引時間の拡大や呼び値の刻みの見直しを検討することが考えられる。このほか、売買単位の集約や投資金額の引下げの促進、信用取引の保証金制度や空売り規制の見直しといった事項も考えられる。

#### (ii) 投資家の視点に立った企業行動や情報発信

中心は、コーポレート・ガバナンスの充実に向けた取組みであり、独立役員制度の見直しや、さらには法制審議会会社法制部会等の議論のサポートや審議結果等を踏まえた上場制度の見直しと考えられる。

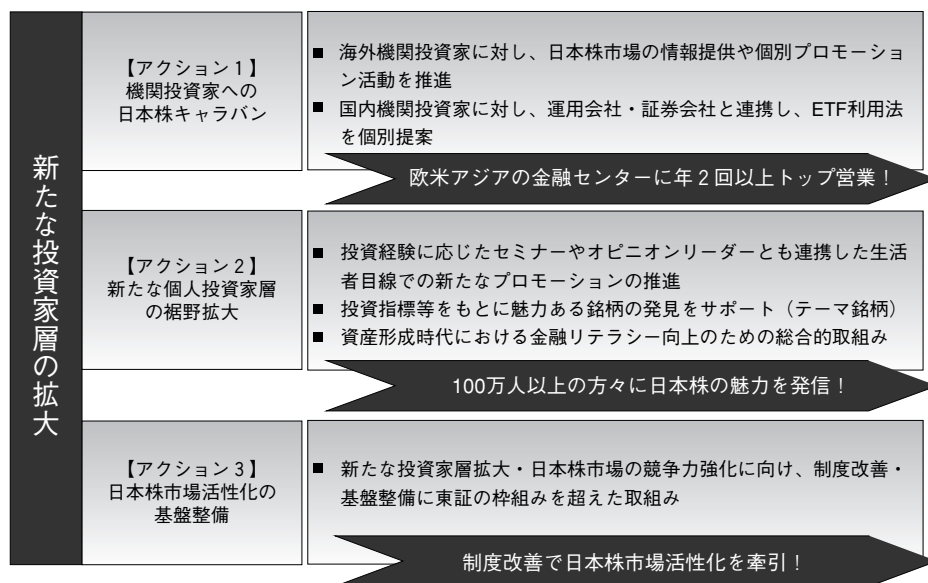
独立役員に関連して、東証では、本年2月28日付で制度要綱「証券市場の信頼回復のためのコーポレート・ガバナンスに関する上場制度の見直しについて」を決定・公表し、これに基づく有価証券上場規程等の見直しを本年5月10日に施行したところである（注8）。昨年、上場会社の経営者による企業価値の重大な毀損行為が相次いだため、我が国証券市場の信頼回復の観点から独立役員制度の改善点について早急に手当てしたものである。

また、これらの制度整備の意義が上場会社において十分認識されるために、例えば、投資家視点でみた企業行動やガバナンスと企業経営における意義等について、外部の専門家等を招いた上場会社向けのワークショップ等を開催すること等を考えている。

#### (iii) 資産形成支援のための税制・年金制度の見直し

個人投資家が投資しやすい環境を整備し、

(資料3) 日本株市場活性化に向けたアクションプラン (新たな投資家層の拡大)



資産形成を支援する観点からは、税制・年金制度におけるサポートが重要であり、これらについて政府等に政策提言を行っていくことが考えられる。

税制については、資産や情報に制約のある個人がリスクテイクしやすくなるためのインセンティブとして重要と認識している。例えば、軽減税率は本当に撤廃でよいのか、あるいは、金融所得一体課税や配当の二重課税問題についても取り組んでいく。

また、年金については、長期的視点からの株式投資は、個人が老後のための資産形成の一環として行われることが重要と認識しており、その方策として、例えば、確定拠出年金(日本版401k)の拠出金額の拡大や制度の柔軟性向上等を求めていくことが考えられる。

ただし、いずれにしても社会保障という国の根幹制度の問題でもあることから、業界団体等とも十分連携して進めてゆく予定である。

(iv) 市場の競争力強化・信頼性向上のための取組み

市場の競争力強化や信頼性向上のための施策を検討、提言することを想定しており、例えば、市場や投資者の実態を踏まえた適切な自主規制機能等の発揮、公的企業の民営化を含めた公的分野への民間資金等の積極活用の観点から、インフラファンドやPFI法の活用等の基礎研究を実施すること、東京のアジアの金融センター化の観点から、対日投資・拠点進出促進のための税制や諸制度の改善等が考えられるところである。

### ■ 3. おわりに

日本株市場の活性化については、前述のとおり本年3月に中間アクションプランについて対外公表を行ったところであり、営業やプロモーションを中心に、可能なものから順次着手している。これと併行して、制度基盤関連の施策の検討も進め、9月頃、アクションプランという形で、東証単独の実施、他機関との連携、外部への提言といった区分で対応を整理したいと考えている。

こうした取組みに関しては、東証単独の力では限界があり、市場関係者をはじめ、外部の方々とも連携して、取り組まなければならないと考えている。関係者の皆様のご支援とご協力をお願いしながら、結びの言葉としたい。

(注1) これらについては、池田直隆「マザーズの信頼性向上・活性化に向けた上場制度整備の概要と実務上の留意事項」旬刊経理情報1279号（2011年）41頁以下、同「中堅・中小企業のIPO活性化のための有価証券上場規程等の一部改正について」同1312号（2012年）58頁以下参照。

(注2) 東証のETF・ETNに関する最新の情報については、ETF・ETNスクエア（<http://www.tse.or.jp/rules/etf/>）を参照されたい。

(注3) 具体的には、東証住宅価格指数の試験配信、動画によるJリート物件の紹介やアナリスト・専門家へのインタビューを盛り込んだ「J-REIT View」のHP掲載がある。詳しくは、東証HPの「REITスクエア」（<http://www.tse.or.jp/rules/reit/index.html>）を参照されたい。

(注4) 現在、金融庁において金融審議会の下に「投資信託・投資法人法制の見直しに関するワーキング・グループ」が設置され、商品性の見直しも含めて法改正に向けた議論が行われている。

(注5) 同センターからのアナリスト・レポートの提供についてはマザーズHP（[http://mothers.tse.or.jp/listed\\_companies/index.html](http://mothers.tse.or.jp/listed_companies/index.html)）を参照されたい。

(注6) 上場会社表彰制度の解説については、東証HP（[http://www.tse.or.jp/news/07/120318\\_a.html](http://www.tse.or.jp/news/07/120318_a.html)）を参照。

(注7) 東証システムと同じデータセンター内に取引参加者が発注用機器等を設置するサービスで、非常に短い時間での情報の授受が可能となるため、おもに高頻度のアルゴリズム取引などに用いられている。

(注8) 制度見直しの詳細については、清水幸明「コーポレート・ガバナンスに関する上場制度の見直しの概要」旬刊商事法務1961号（2012年）31頁以下参照。

