

日本の資本市場の在り方について

～行政、企業、そして投資家からみて



令和5年1月2日
株式会社資本市場研究所きずな

日本の資本市場概況

資本市場は、企業や事業などが必要な資金を調達するための発行市場機能と、そこで発行された有価証券が売買されることで流動性を確保する流通市場機能で成り立っている。

また、取引される有価証券としては、主に株式等の資本性資金を調達するものと、債券などの負債性資金に分かれるが、債券の一種ではあるものの証券化証券も別途分類しておく必要がある。証券化商品については、ローン債権をパッケージ化したものと不動産資産を流動化したものに概ね分類される。

日本の資本市場が、その経済規模に比して相応しい規模と機能であるかについては、常に行政の課題となっているが、最近ではニューヨークやロンドンのような金融機能を有する国際金融都市構想の実現の為、さらに加えてアジアの中核となる金融市場を目指し、金融行政の中で市場インフラを整備する取組みが進められている。下図は、その概況イメージを示したものだが、各市場の最近の動向は

次の様になっている。

先ず株式市場については、本年4月に東京証券取引所における市場区分の変更が行われた。また、上場企業に対しては継続的にコーポレートガバナンス強化への取り組みが求められている。このどちらも、上場企業が自らの企業価値向上に具体的に取り組む為の施策で、特にプライム市場上場企業に対しては、2021年6月の再改定で強化されたコーポレートガバナンス・コードへのより高度な対応を求めている。

なお、上場企業による自社株買いが増加しており、2022年は11月までの取得枠設定が9兆円を超えて史上最高額になりそうだ。主要な上場企業が配当率を増加させる傾向も強まっており、自社株買いと合わせて株主への利益還元率は高まる傾向にある。

一方、発行市場の方は、全体としては企業の資本調達額が減少しており低水準となっているが、これは上場企業全体の現金・貯金が120兆円を超えており、手元資金が潤沢の影響がでている。

ただし成長企業は資本調達が必要で、株式市場における発行市場機能が充分かどうかは課題となっている。非上場企業へのリスクマネー供給増を狙って、株式投資型クラウドファンディングや株主コミュニティ制度、特定投資家向け銘柄制度などが、本年7月には強化・整備されている。

次に債券市場については、日本国債の占める割合が多く、特に流通市場においては99%以上が国債取引となっている。

この国債取引に対して、日本銀行が超金融緩和政策を継続しており、長期金利はゼロ金利を維持するため国債が値下がりすると大量に日本銀行による買いが入る市場構造となっている。

一方、国債以外の公募債発行市場においては、一部金融機関などの劣後債やA格以上の高格付債の発行が殆どを占めている。欧米の様に高利回りとなる低格付債市場の必要性が指摘されて久しいが、市場形成に向けた動きは現状では殆どない。また、個人の債券保有比率が低い状況も続いている。

証券化証券については、住宅ローンや貸付債権などを証券化したものと不動産流動化証券に分かれるが、最近では不動産流動化が増加はしているものの流通市場は未発達となっている。

日本の資本市場概況

日本の資本市場

発行市場

リスクマネー供給は充分か？

個人向け債券の供給は充分か？

・ローン等の流動化
・不動産流動化

株式市場

自己株式取得増加

債券市場

低格付け公募債市場が、未発達

証券化市場

流通市場

コーポレートガバナンス強化

市場区分変更

国債が占める割合が99%以上

機能が未発達

行政

経済規模に相応しい規模と機能を備えているか

国際金融都市構想の実現の為に相応しいか

企業など

多様な投資家の参加が期待できるか

投資家

公正で利便性が高い市場機能か

株式市場の現状と課題

日本の株式市場は、概ね年間700～800兆円程度の売買金額で推移している。

これは、ニューヨーク取引所とNASDAQだけで7千兆円超（2021年）の米国市場と比べると9分の1程度で、5分の1程度のGNP（2021年）に比べても差が大きい。

発行市場については、更に差が大きく、2021年の比較では、米国の約65兆円の資本調達に比べ、日本の発行市場では約3.5兆円の調達に留まる。なお、2021年は日本市場では楽天による約1.6兆円の第三者割当増資があり、通常の年より約2兆円程度調達額多かったが、発行市場の日米格差は過去10年間であまり変わらない。

市場機能については、東証の市場区分変更や上場企業のコーポレートガバナンス強化の動向は第1章で触れたが、流通市場の強化としてTOPIXの見直しや取引時間の延長、デリバティブ市場の祝日取引などが検討されている。

またPTS（私設取引システム）については、金融行政上で

代替市場としての役割や市場間競争を求めることが強く意識されていて、現在PTSの売買高上限緩和や非上場株式の取引プラットフォームとしての役割に向けた議論が金融審議会で進められている。

発行市場の状況を見ると、東証上場企業の2021年の資金調達状況では、公募増資が159件で1兆3,691億円調達しており、第三者割当が467件1兆7,791億円、新株予約権の権利行使が709件2,234億円、優先株式が私募で36件1,612億円、株主割当が1件2億円、転換社債型新株予約権付社債（以下、CB債）が12件で326億円（その他、海外発行分として、17件7,930億円）となっている。

公募増資より第三者割当が多い状況が10年間続いているが、公募増資の仲介者が証券会社に限られるのに対して、第三者割当は業務提携から資本提携に進むことが多く、証券会社以外に金融機関やM&Aコンサル会社など仲介者の範囲が広いことも影響している可能性がある。

また、CB債において海外発行比率が圧倒的に多い状況も続いているが、これはCB債における新株予約権のオプション価値を利用するのが海外投資家に限られるので、発行条件だけで比較すると海外発行が有利な状況が続いて

いるのと、国内発行では取引所への上場について流動性確保の為に投資家数が問われるので、幹事証券会社による個人への販売が中心になっていることが影響している。

日本の株式市場の流通市場・発行市場の現状を見てみたが、発行市場の機能や規模が米国市場に比べて極端に小さく、その為に市場と通じたリスクマネー供給については、現状では上場企業のみならず全般的に弱いことが明確になっている。

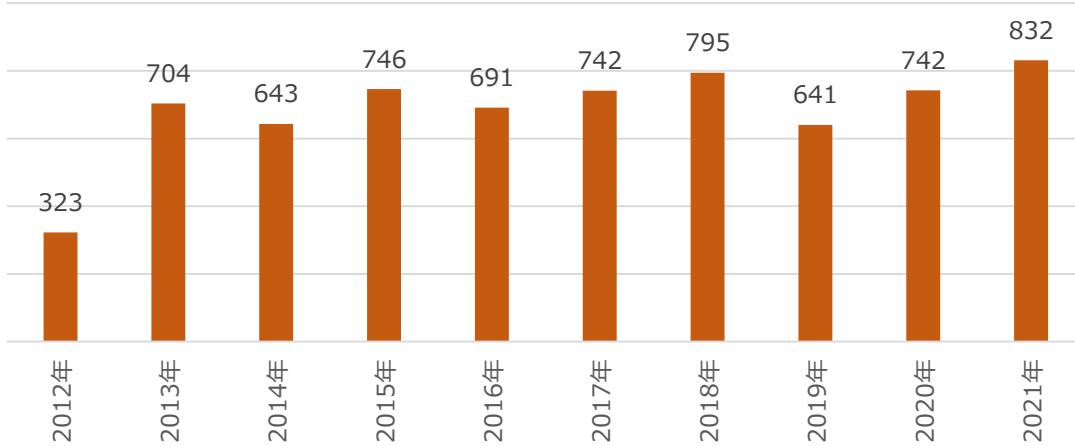
それでもアベノミクス以降、株式投資型クラウドファンディング、特定投資家市場の株主コミュニティ制度、TOKYO PRO Marketなど新たな制度が成長企業の為に整備されてきており、それぞれがある程度の規模まで成長している。

但し、現時点では各制度の主要プレイヤー（市場仲介者）の繋がりは良いとは言えない状況で、企業の成長に合わせて、各制度や市場の機能を効果的に利用していくような理想的な株式市場体系が構築されるまでには相当の時間が掛かりそうだ。

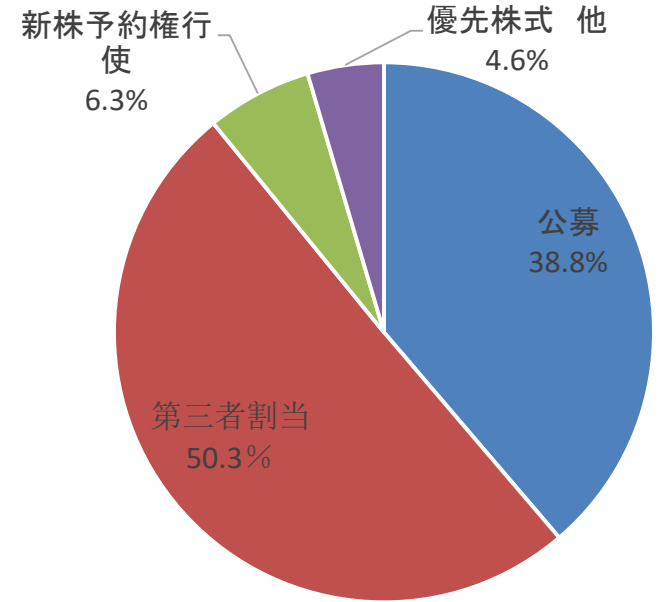
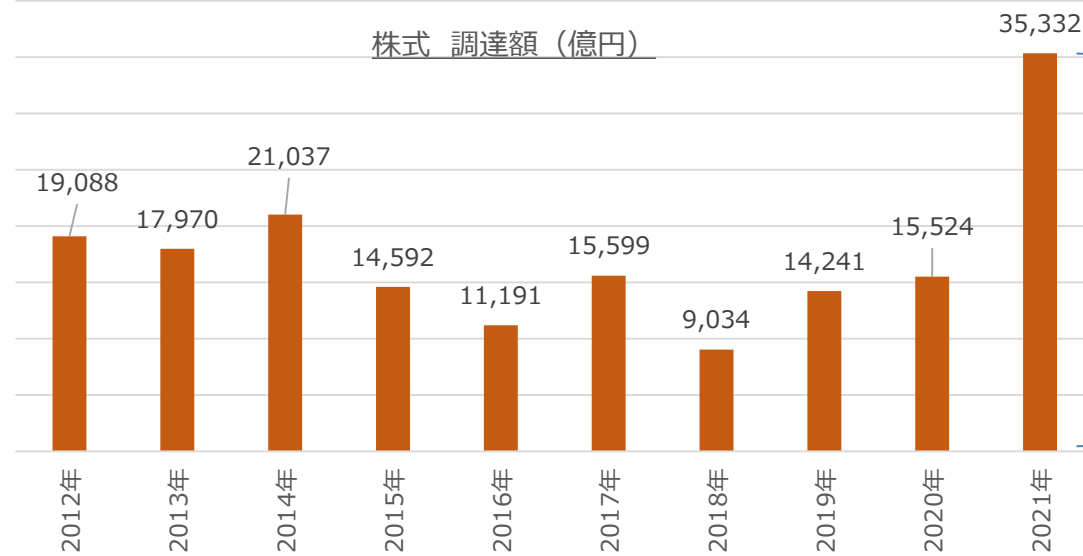
現状では、発行市場におけるリスクマネー供給増について、ベンチャーキャピタルや機関投資家などに加えて個人の富裕層等や金融関係者を想定した新たな特定投資家層も期待されている。

株式市場動向

株式 売買金額 (兆円)

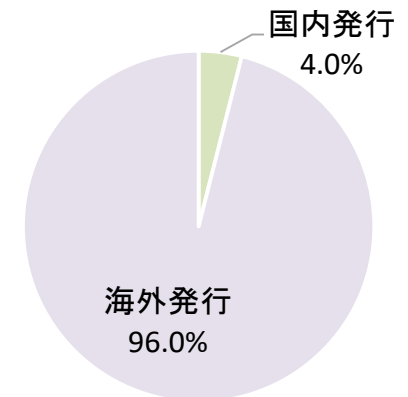


株式 調達額 (億円)



2021年調達方法内訳

転換社債型新株予約権付社債 発行地内訳 (2021年)



※東証統計資料より作成

債券市場の現状と課題

日本の債券流通市場は2021年に2京3,975億円の規模になっているが、その99.78%が国債取引が占めており、取引量の4割程度が証券会社や投資銀行などの債券ブローカー取引だ。

その他、主要なプレーヤーとしては機関投資家や金融機関の他に海外投資家などがある。外国人比率については10年前の1割程度から2021年は2割程度まで上昇し、直近の2022年9月月間では36.6%となっている。最近の外国人比率の増加については、アベノミクス以降、継続・強化されてきた日本銀行による超金融緩和政策が、世界的なインフレ懸念や円安の急激な進行で変更され、国債価格下落・金利上昇を期待する海外投資家の思惑が指摘されている。

また、日本銀行の黒田総裁の任期満了が2023年4月に控えていることも注目されている。

流通市場としての規模は、下左上グラフに示すとおり過去10年間で倍の規模に成長している。そのうちの、社債の取引に関してみると、2012年の38.2兆円から2021年は23.9

兆円に減少しており、過去5年間は概ね20兆円前後の取引量となっており社債市場が成長しているとは言い難い状況だ。

債券取引は、株式取引などと異なり売り手と買い手が相対で取引する所謂店頭取引だ。

流通市場では、各銘柄オファー・ビッドを顧客である機関投資家などに提示するのが債券ブローカーの役割となっており、債券ブローカー毎に店頭市場があるともいえる。この債券ブローカーがある程度情報を共有して取引をマッチングさせるプラットフォームもあるが、概ね国債取引となっている。

債券取引については、1取引当たりの金額が大きく、取引参加者も限られているので売買ニーズが偏ることがある為、取引参加者間で価格情報等を共有するのは難しい側面もある。

しかし、流通市場の拡大の為には、取引参加を増やして取引量増加により流動性を高めることが必要とされている。特に流通量が十分でない社債の取引については、価格情報を共有して社債市場を活性化させようとする取組みが日本証券業協会の「公社債店頭売買参考統計値制度」

として行われている。同制度は社債の価格情報インフラ整備として2015年11月から強化されているところだ。

債券発行市場の現状については、国債の2021年度発行額は224.3兆円だったが、社債についての発行額推移は下左グラフで2021年が10.9兆円になっている。

特に社債の発行市場は、企業への資金供給として日本経済に与える影響が大きい。市場規模は超金融緩和政策に支えられて増加傾向である。発行企業は概ね投資適格の格付けであるA格以上の発行体に限られている。米国などの海外市場のように低格付けの企業がある程度の金利で発行するハイイールド債市場が日本では育っていない。

日本の債券市場全体の機能からみると、市場の裾野拡大の為に、低格付社債の発行市場整備は必要だが、発行条件を定める為の流通情報が一部の債券ブローカーに留まっている。

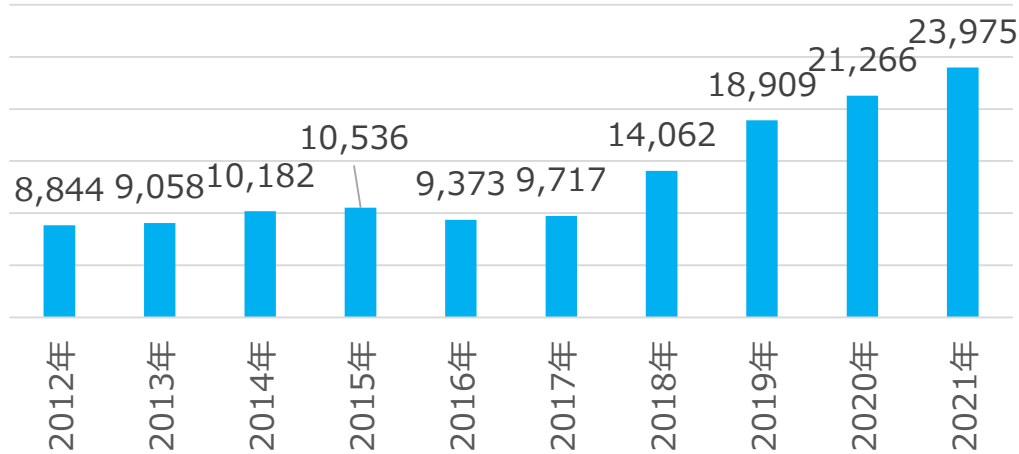
金融審議会の市場ワーキンググループにおける中間報告(2022年6月)においても、社債市場の活性化は取り上げられており、投資家保護のためのプロセス強化、レポ市

場やデリバティブの活用、事業性資金の新たな融資制度との関係整理などが示されている。

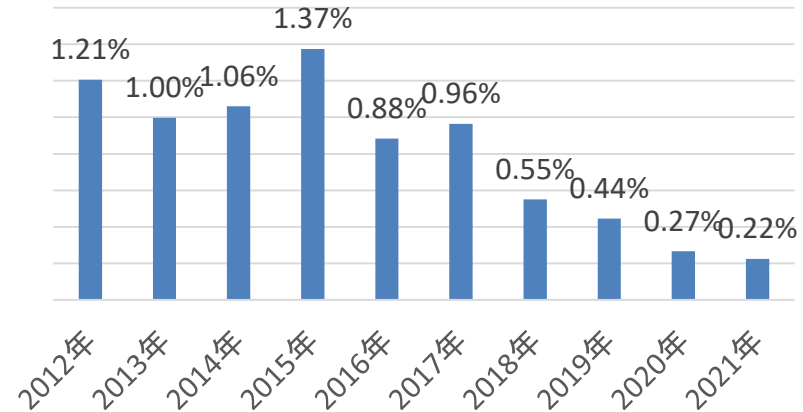
結局、債券市場を変えていくためには、取引参加者が増加する必要があり、投資家については日本の機関投資家中心から海外投資家、そして個人投資家まで想定し、発行者については高格付けのみならず低格付け及び事業性資金ニーズへの対応まで想定することが必要だ。

債券市場動向

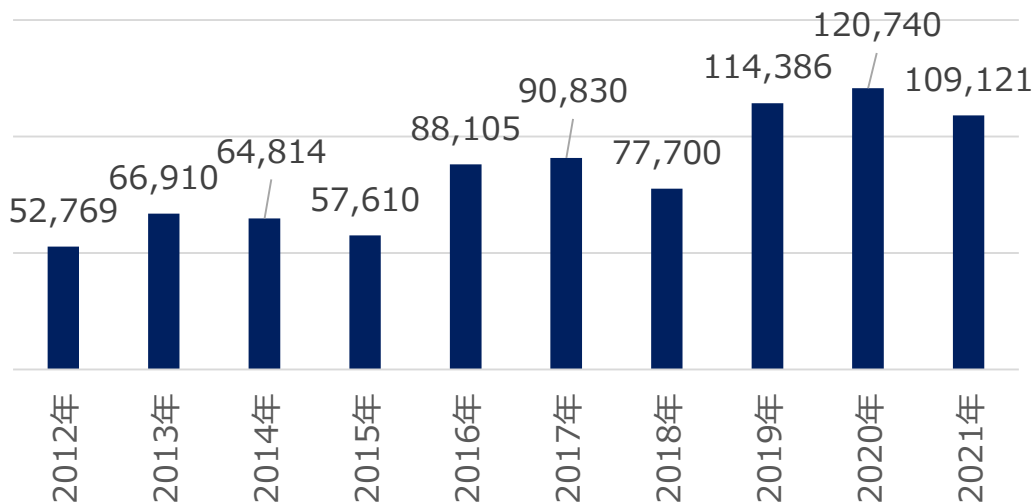
①国債+社債等 売買高 (兆円)



②国債以外の債券売買比率 (金額ベース)

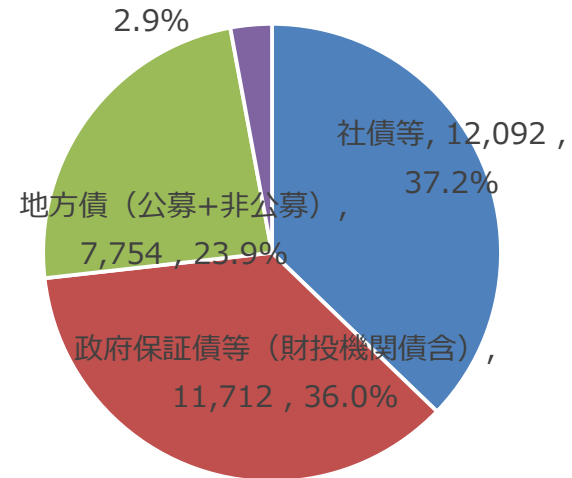


③債券 調達額 (普通債) (億円)



④国債以外の店頭売買高 (億円)

円貨建外国債, 951, 2022年9月月間



日本の資本市場が目指すものと、いくつかのポイント

日本の資本市場が目指すものとして、行政からみると国際金融都市構想に相応しい規模と機能を備えた資本市場ということになるが、その為には株式及び債券について特に発行市場機能の強化が必要だ。

株式はリスクマネーを誘導すること、債券はミドルリスク・ハイリスクの投資マネーを発掘することが市場仲介者としての証券会社に求められることだが、機関投資家に限らず海外投資家や個人投資家など各投資家に合わせた情報提供体制や審査機能を効率的に整備していくことが必要だ。

政策にリンクした具体策としては、海外投資家が求める上場企業の英文開示促進を支援したり、重要情報シートを活用して個人投資家への情報提供を充実させること、新たに定義された個人の特定投資家のリスクマネーを各市場に誘導すること、加えて各案件のリスクに合わせて適切な情報提供を行うための審査機能を充実させることなどが考えられる。

また、発行条件を決定する発行市場と、流動性の維持から価格発見機能を有する流通市場の関係は密接なので、この関係する情報を発行市場の投資家に対しては正確かつ適正に伝えていくことも重要になる。

2つ目のポイントとしては、流通市場の活性化の為に、株式及び債券ともデリバティブ市場や貸株・貸債機能を充実して投資家のアクセスを増加させ情報取得を容易として、投資家の利用を促進させることだ。

デリバティブ取引は元来、現物保有のリスクヘッジの為に発達したもののだが、株式については取引所で指数先物や個別株のオプションが取引されているし、債券ではCDS (Credit default swap) がある。

また、貸株・貸債市場においては空売りなどの仮需要に応じる為に発達した。日本市場の現状は対象銘柄数や取引者なども限られているが、デリバティブ取引や貸株・貸債の利用が広がっていけば、各投資家が負うリスク許容の目途を立てやすいため、流通市場での取引増に繋がる。

ここでも重要なことは、証券会社が市場仲介者として各投資家に適した情報提供を行うことが必要だろう。

3つ目は、証券化証券市場は実際の経済活動において大きな役割を担う金融業や不動産業と証券会社などの市場仲介者の関係が深まる市場で、今後の資本市場の役割の拡大の為には必要な部分だ。

その市場規模を補足するとローンなどの証券化商品の残高は2020年度に41.4兆円となり、不動産などの資産流動化商品は23.7兆円(いずれの数値も日本銀行資金循環統計より)の規模となっている。

日本の資本市場の個々のマーケットを見ても、それぞれにおいて証券会社が市場仲介者として重要な役割を果たしている。

つまり各市場の情報に関しては証券会社による集積が可能で、例えば発行市場と流通市場の関連性などの分析も出来る。金融ビックバン以降、日本の証券会社は個人への金融商品販売にその重心があったように思うが、各市場の情報を分析することに注力し、それぞれの投資家に助言していくことで、新たな金融情報産業としてビジネスモデルを再生することが可能性だと考える。

市場仲介者としての証券会社の新しい在り方が、如いては日本の資本市場強化への道に繋がっていくだろうが、それを支えるものとしてデジタル化を一層進めることで証券DX(デジタルトランスフォーメーション)に応じていくことや、情報分析でのAI活用など、他の産業が既に進めていることが業態進化への道標となっている。

日本の資本市場強化のためのポイント(2022年時点)

