

平成 24 年 3 月 27 日  
株式会社東京証券取引所グループ

## 定例記者会見資料

- 1 . 2012 年度事業計画の策定について
- 2 . 株式会社 TOKYO AIM 取引所の統合について

以 上

# PRESS RELEASE

東京証券取引所グループ プレスリリース



株式会社東京証券取引所グループ  
〒100-8324 東京都中央区日本橋兜町2番1号  
Tel: 03-3336-1361 (代表)

TOKYO STOCK EXCHANGE GROUP, INC.  
2-1, Nihombashi-Kabuto-cho, Chuo-ku, Tokyo 100-8324, Japan  
Tel: +81-3-3336-1361  
URL: <http://www.tse.or.jp/>

平成24年3月27日

各 位

株式会社東京証券取引所グループ

## 2012年度事業計画の策定について

当社は、別添のとおり、「2012年度事業計画」を取りまとめましたのでお知らせします。

以 上

本資料に含まれる将来の予想に関する記述は、現時点における情報に基づき判断したものであり、今後、日本経済、証券市場の動向、制度改革、あるいは新たなサービスや情報技術の進展により変動することがあります。従って、当社は、その確実性を保証するものではありません。

### 【本件に関するお問合せ先】

株式会社 東京証券取引所グループ  
経営企画部（報道）

TEL: 03 - 3666 - 1361（代表）



**TOKYO**  
**STOCK EXCHANGE**  
**GROUP**

東京証券取引所グループ

# 2012年度事業計画

---

中期経営計画（2011年度～2013年度）の  
2年目に向けて

平成24年3月27日

## 2012年度の重点戦略

### 日本株市場の活性化

IPOの拡大 ～リスクマネー供給機能の発揮～

上場会社向けサービスの拡充 ～東証上場の付加価値向上～

新たな投資家層の拡大 ～投資家の裾野拡大による厚みのある市場へ～

### マーケットインフラの利便性・信頼性の一層の向上

次世代マーケット構想の推進 ～新たなマーケットデザイン・サービスの実現～

## と中 し計 て2 推カ 進年 目

ETF・デリバティブ市場の拡大 ～ワンストップマーケットとしての機能発揮～

変化に即した自主規制機能の発揮

政策提言・情報発信の強化

マーケットインフラの拡大・機能強化

## ■ 中堅中小企業・新興企業等の成長支援のためのIPO推進

- アーリーステージ企業や中堅中小企業へのIPOプロモーション活動の推進
- 上場準備企業への問題解決型サポート活動の推進

## ■ 上場会社向けサービスの拡充

- マザーズ市場や本則市場のアナリスト・カバレッジの拡充
- 海外投資家向けに英文資料配信サービスを拡充
- 上場会社表彰制度の拡充（企業価値向上表彰の創設）

## ■ 地元企業とのコミュニケーション強化等

- 自治体・地元企業とのコミュニケーションを通じ、地方未公開企業の掘り起こし
- IRイベント等を通じた上場企業PRの推進

【2012年度目標】  
50社以上の新規上場会社獲得を目指す

### ■ 機関投資家への日本株キャラバン

- 海外機関投資家に対し、日本株市場の情報提供等の個別プロモーション活動を推進
- 国内機関投資家に対し、“日本株”としてのETF利用法を個別提案

### ■ 新たな個人投資家層の裾野拡大

- 投資経験に応じたセミナーや生活者目線での新たなプロモーション活動の推進
- 投資指標等をもとに魅力ある銘柄発見をサポート（テーマ銘柄）
- 資産形成時代における金融リテラシー向上のための総合的取組み

### ■ 日本株市場活性化の基盤整備

- 制度等の見直しなど、新たな投資家層拡大・日本株市場の競争力強化に向けた諸施策について東証の枠組みを超えて取り組み

【2012年度目標】  
新たな投資家層の参入により、株券売買代金の増加を目指す  
(前年度比15%)

## 【ETF市場】

- 流動性拡大に向けた営業活動
  - 海外有力マーケットメーカーの新規獲得・指定取引参加者等の取扱い銘柄数の増加
- 魅力ある上場商品の品揃えの拡充
  - 新規アセット会社等の開拓、既上場アセット会社等への営業継続
  - REIT上場検討発行体向けコンサルテーション営業
- 流動性拡大に向けた制度整備等
  - 流動性拡大に向けた売買制度の見直し、信頼性向上のための売買管理体制の構築

## 【デリバティブ市場】

- 流動性拡大に向けた営業活動
  - マーケットメーカーやリテール証券をターゲットとした継続的な営業活動の実施
- 商品ラインアップの強化等
  - 取引制度の拡充、JGB関連新商品・エクイティ関連新商品の開発

【2012年度目標】  
新規上場20銘柄を目指す  
ETF売買代金の増加を目指す  
(前年度比60%)

【2012年度目標】  
デリバティブ取引高の  
増加を目指す(前年度比45%)

## Plan4 変化に即した自主規制機能の発揮

- 品質と効率のバランスのとれた適切な上場審査業務の推進
- 積極的な外部発信活動を通じた「未然防止型」上場管理の推進
- 市場環境の変化に即した考査手法の導入
- 市場環境の変化・多様化する取引手法等に即した売買審査業務の高度化・効率化

## Plan5 マーケットインフラの拡大・機能強化

- マーケットインフラの利便性・信頼性の一層の向上
  - 次世代マーケット構想の推進（次期arrowheadの構築・方針の決定 / 新たな情報提供サービスの検討）
  - 取引所外取引拡大への対応（市場競争力確保のための売買制度見直し）
  - arrownet提供範囲の拡大（外部機関へのarrownet提供 / グローバル接続展開）
  - システム運用体制の強化
- 清算決済ビジネスフィールドの更なる拡大 ※関連機関と連携して推進
  - 金利スワップ取引に係る清算業務の開始
  - CDS取引清算業務の制度改正等を通じた利用者拡大
- 情報サービスの更なる拡充
  - コーポレートアクション情報に係る新サービスの実施



**+YOU**

一人ひとりがニッポン経済

東京証券取引所グループ

---

# 日本株市場の活性化

## ～ 日本経済応援プロジェクト～

平成24年3月27日

# はじめに ~ 日本経済の応援のためマーケットから日本を元気にします！ ~

- 震災や歴史的な円高、欧州債務危機等により日本経済全体を巡る環境は厳しい状況ですが、日本は復興に向けて着実に歩み始めており、個々の企業をみても、技術力・国際競争力の高い企業も多く、海外進出の積極化など攻めの経営に変わってきています。
- 東証は、こうした前向きな変化を加速すべく、日本株市場が持つ役割を最大限に発揮し、マーケットから日本を元気にします！

## 日本株市場の役割

- 日本の将来を担う多様な企業の成長を応援すべく、リスクマネーを供給
- 個人投資家や機関投資家が個々の企業の魅力や将来性に着目して、中長期的に企業を応援
- 多様な判断をもつ利用者の参加による、いつでも取引できる厚みのあるマーケット

株式市場の活性化による  
資産効果で日本経済を牽引

国民の資産形成の場  
としての機能発揮

金融資本市場の  
国際競争力の向上



東証は「日本経済の応援」のため「日本株市場の活性化」の旗振り役として取り組みます！

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



日本株市場活性化に向けた  
制度改善・基盤整備の推進

# 日本株市場活性化に向けたアクションプラン

## 多様な企業等の成長支援 のためのIPO推進

【アクション 1】  
上場準備企業への  
プロモーション推進

- 新興企業や中堅中小企業へのプロモーション推進
- 国や地方公共団体、その他中堅中小企業支援団体との連携

【アクション 2】  
上場準備企業への  
問題解決型サポート活動

- 上場申請に向けて上場準備企業への問題解決型のサポート活動を推進

【アクション 3】  
ETF・REITの上場支援・  
プロモーション推進

- 上場検討段階から上場申請準備に向けたサポート活動
- 国内外の投資家へのプロモーション活動の推進

毎年60社以上の企業の新規上場を支援！

## 上場会社向け サービスの拡充

【アクション 1】  
上場企業情報の  
発信強化

- マザーズ市場や本則市場のアナリスト・カバレッジの拡充
- 海外投資家向けに英文資料配信サービスを拡充

【アクション 2】  
上場会社表彰制度の  
拡充

- 新たに「企業価値向上表彰」を創設し、株主重視や企業価値向上への取り組みをリードし、表彰・候補企業をPR

投資家視点での企業情報を世界に発信！

# 新たな投資家層の拡大

## 【アクション 1】 機関投資家への 日本株キャラバン

- 海外機関投資家に対し、日本株市場の情報提供や個別プロモーション活動を推進
- 国内機関投資家に対し、運用会社・証券会社と連携し、ETF利用法を個別提案

欧米アジアの金融センターに年2回以上トップ営業！

## 【アクション 2】 新たな個人投資家層 の裾野拡大

- 投資経験に応じたセミナーやオピニオンリーダーとも連携した生活者目線での新たなプロモーションの推進
- 投資指標等をもとに魅力ある銘柄の発見をサポート(テーマ銘柄)
- 資産形成時代における金融リテラシー向上のための総合的取り組み

100万人以上の方々に日本株の魅力を発信！

## 【アクション 3】 日本株市場活性化の 基盤整備

- 新たな投資家層拡大・日本株市場の競争力強化に向け、制度改善・基盤整備に東証の枠組みを越えて取り組み

制度改善で日本株市場活性化を牽引！

# 【アクション1】機関投資家への日本株キャラバン

- ◆ 国内外の機関投資家の方々に、投資スタイル等に応じて、証券会社、上場会社、IR会社等と連携して日本株やETF、REITのプロモーション活動等を推進。

	海外投資家	国内投資家
個別銘柄に投資	<ul style="list-style-type: none"><li>●日本市場や制度動向の情報発信</li><li>●個別プロモーション活動</li><li>●上場会社との日本株キャラバン</li></ul>	<ul style="list-style-type: none"><li>●中小型株のアナリストカバレッジ拡充</li><li>●個別プロモーション活動</li></ul>
市場全体に投資	<ul style="list-style-type: none"><li>●個別プロモーション活動</li><li>●有力ETFマーケットメイカーへの働きかけ</li></ul>	<ul style="list-style-type: none"><li>●多様なベンチマーク(株価指数)のPR・提供</li></ul>
日本株に未投資	<ul style="list-style-type: none"><li>●新興国を中心に日本株カンファレンス等を開催</li></ul>	<ul style="list-style-type: none"><li>●ETFの具体的利用法の提案</li></ul>

# 【アクション2】新たな個人投資家層の裾野拡大

- ◆ 投資経験層に応じたコンテンツの発信・セミナー等を開催
- ◆ とりわけ投資を身近に感じていただけるよう生活者の方々の目線でのプロモーション活動を実施
- ◆ 証券会社や外部団体、オピニオンリーダー等とも連携して推進

		発信コンテンツ例	主な活動内容
投資 経験層	投資促進	<ul style="list-style-type: none"> <li>●投資分析手法</li> <li>●投資指標</li> <li>●会社・投資情報の見方</li> <li>●株式投資をはじめ</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>●投資レポートの発信</li> <li>●証券会社等とのイベント、オンラインセミナー</li> </ul>
投資 関心層	投資への 理解	<ul style="list-style-type: none"> <li>●株主になるとは</li> <li>●株式投資の意義</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>●東証IRフェスタ</li> <li>●東証アカデミー</li> <li>●全国キャラバン（株式投資、ETF、REITセミナー）</li> </ul>
資産運用 関心層	資産運用 への理解	<ul style="list-style-type: none"> <li>●株・投信・ETF・REIT</li> <li>●金融商品の基礎知識</li> <li>●資産運用をはじめ</li> <li>●人生設計とお金</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>●出前授業（学校）</li> <li>●ライフプランセミナー</li> </ul>
生活者	気づき	<ul style="list-style-type: none"> <li>●日本経済と自分の将来</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>●SNSを活用したコミュニケーションの促進</li> <li>●専用HPによるワンストップの情報発信</li> <li>●外部と連携した生活者目線でのプロモーション活動</li> <li>●投資経験・ターゲット別のセミナーやイベント 等</li> </ul>

# 【アクション3】日本株市場活性化に向けた基盤整備

## 取引の利便性・流動性向上に向けた制度改善

- 幅広い投資家層の参加の促進、取引の利便性向上に向けた諸施策の推進
  - 投資家ニーズに応えた取引時間、呼値の刻みの見直し
  - 売買単位集約や投資金額の引下げの促進
  - 信用取引の保証金制度見直し、空売り規制の国際ルールとの調和、 等

## 投資家の視点に立った企業行動や情報発信

- 株主重視や企業価値向上に向けた環境整備や企業情報の発信の強化
  - 最近の市場や投資行動の変化、投資家視点での企業行動等をテーマとした上場企業向けワークショップの開催
  - コーポレートガバナンスの充実に向けた取組み
  - 株主重視・企業価値向上に取り組む企業のPR
  - アナリストカバレッジの拡充、英文資料配信の支援、 等

## 資産形成支援のための税制・年金制度の見直し

- 個人が投資しやすい環境を整備し、資産形成を支援する観点から、税制・年金制度の見直しを検討・提言
  - 金融所得課税の一体化、配当二重課税の見直し、諸外国と比較した証券税制のあり方等
  - 確定拠出年金制度の改善、次世代への資産移転や教育資金積立の税制面の対応、 等

## 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の検討・提言
  - 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
  - アジアの金融センターとして外国投資家の参入促進のための税制等の環境整備
  - 機関投資家の運用ニーズを踏まえた多様なベンチマーク(株価指数)の提供
  - 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的活用、 等

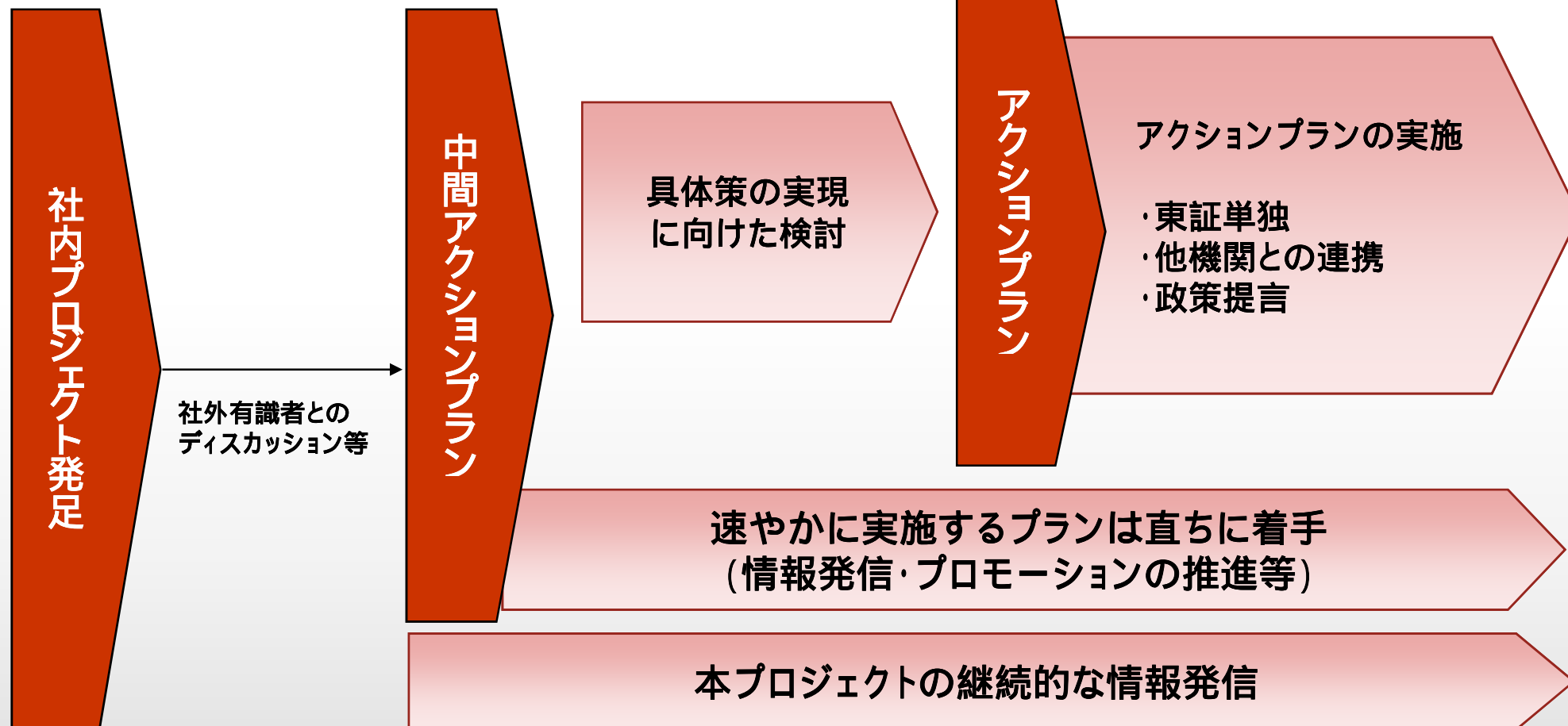


# ロードマップ

2012年1月

3月～

～ 9月





# 「マクロ経済と資本市場」 ワークショップ報告書

## ～日本経済活性化に向けて～

---

2012年3月27日  
東京証券取引所グループ

## I はじめに

東京株式市場の株価は、昨年末、1983 年来以来の安値をつけて取引を終えた（728.61 ポイント）。今世紀に入ってから株式市場の動きを振り返ってみると、いわゆる IT バブルが崩壊する過程で起こった株価の下落（1750→750 ポイント）、2002 年から 2007 年までの戦後最長とも言われた景気回復を背景にした株価上昇（750→1750 ポイント）、そしてリーマン・ショックや欧州債務危機等による景気低迷を背景に、株価が下落、低迷してきたというのが目下の状況である。

このような実体経済の低迷に対して、国内外の投資者の運用ニーズや企業の資金調達ニーズに応えられる市場となるよう、金融資本市場においても、制度や市場インフラの見直しを累次実施してきたところである。

もちろん、金融資本市場の中心にある東証も、日本の実体経済を支えるべく、こうした取組みの一翼を担ってきたところであり、今後も不断に取り組むべきものと考えている。

ただし、日本経済は、供給過剰、デフレ、金融危機、円高等による景気低迷だけではなく、少子高齢化に起因する人口・財政問題という構造的な問題を抱えており、今後の東証の施策を考えるうえでは、マクロ的な視点から日本経済を俯瞰した上で取り組むことが極めて重要となっている。

そこで、東証では、昨年 9 月以降、計 7 回にわたり、マクロ的視点から見た日本経済の諸課題のうち、特に金融資本市場と関わりが深いテーマについて、当該分野を代表する有識者の方々をお招きして、ワークショップ（勉強会）を開催してきた。今回、これらの勉強会から得られた示唆に基づき、今後、東証が重点的に取り組むべき課題を取りまとめ、ここに報告するものである。なお、ここで挙げられた課題については、新年度の事業計画である「日本株市場の活性化」の中にも反映させ、具体的な対策を講じていきたいと考えている。

※ なお、文中意見にわたる部分は本ワークショップ事務局の見解であり、あり得べき誤り等は、全て本事務局の責めに帰すべきものである。

---

**【マクロ経済勉強会の実施概要】**

第1回（2011年9月14日（水）15：30～17：00）

「日本経済の直面する諸課題と金融市場」

吉野 直行 慶應義塾大学経済学部教授

第2回（2011年10月31日（月）15：30～17：00）

「資本市場と深くかかわる財政」

土居 丈朗 慶應義塾大学経済学部教授

第3回（2011年11月24日（木）15：30～17：00）

「金融危機における金融政策の課題」

岩本 康志 東京大学大学院経済学研究科教授

第4回（2011年12月21日（水）15：30～17：00）

「金融危機下での国際インターバンク市場のリスクプレミアム」

福田 慎一 東京大学大学院経済学研究科教授

第5回（2012年1月20日（金）15：30～17：00）

「創発的破壊：日本のフロンティア」

米倉 誠一郎 一橋大学イノベーション研究センター センター長・教授

第6回（2012年2月16日（木）15：30～17：00）

「マクロ経済からみた企業金融環境」

齊藤 誠 一橋大学大学院経済学研究科教授

第7回（2012年3月6日（火）15：30～17：00）

「社会保障・税一体改革を巡る議論」

駒村 康平 慶應義塾大学経済学部教授

## Ⅱ 各回の要約

### 【第1回】「日本経済の直面する諸課題と金融市場」

吉野 直行 慶應義塾大学経済学部教授

#### (1) 資金の流れの変化と財政安定化のための政府歳出ルール

現状の資金循環は、民間企業や個人から金融機関に集まった預金が、金融機関から民間企業等への貸出しには回らず、政府への資金（国債の購入）に当てられている。今後の経済成長のためには、国債に資金が向けられるのではなく、企業の設備投資や生産のために資金が回るようにする必要がある。このためには、国債のさらなる発行は行わず、財政破綻回避のための財政安定化ルールが必要であり、(i)歳入と歳出（社会保障、中央から地方への配分）のバランス、(ii)国債残高の長期安定水準への削減、(iii)GDP ギャップなどを見ながら、財政の歳出を決定するルールに従う必要がある。企業の生産性向上の観点から、一定程度の資本ストック維持・労働人口の確保も必要となる。日本の財政赤字残高が対GDP比 200%となる中、日本がギリシャのような財政破綻を免れているのは、ネット残高 1100 兆円の個人の金融資産による下支えがあるためであり、それは、銀行の運用難を背景にした国債発行の 95%国内消化と低利という形で現れていた。しかし、個人の金融資産の余力は極僅かで、今後の国債発行増を海外投資家からの資金でまかなうとした場合、ギリシャのような危機の可能性は高まる。

#### (2) 日米のバブル現象の共通点と家計の早期警戒指標

日米のバブルの共通点として、(i)低金利・マネーサプライ増を背景とする不動産・株価の上昇とそれに伴う資産効果が挙げられるが、(ii)政策的対応の遅れも拡大要因であるため、バブルを測る指標が重要になる。バブル指標として①不動産向け貸出と銀行全体の貸出の比率、②不動産向け貸出の伸び率と実質経済成長率の比較、③平均所得に対する住宅価格の倍率があげられる。日米のバブル期はこれら 3 つの指標が異常な数値を示していた。

バブルの発生と崩壊の過程をみると、まず、住宅・不動産価格の上昇を予想した個別金融機関の行動（ミクロ）から始まり、個別銀行の行動が銀行全体（マクロ）に発展すると、住宅供給は全体的に増大し、住宅価格の下落を招き、合成の誤謬から、バブルが崩壊する。

#### (3) バーゼルⅢを受けてのリスク・マネー供給の新たなチャネルの構築

銀行の自己資本規制比率がバーゼルⅢとなり、今後銀行が貸出リスクを取りにくくなる中、リスク・マネー供給の担い手として資本市場への期待が高まる。特に、日本経済を支える中小企業への資金供給の観点からは、中小企業のクレジット・レーティング（格付け）の充実・促進のための中小企業データの収集（CRD のようなやり方）とともに、中小企業が多く存在する地域経済にリスク・マネーを供給する仕組みとして、それぞれ

の地域の投資家のお金を集めて地域ファンドを設立し、地域の新規企業やリスクの高い中小企業等に資金を回す方法を提案したい。こうしたコミュニティ型のファンドによる資金供給は、銀行中心であるアジアの域内の投資活性化にも資するものであり、新たなリスク・マネーの提供手段となると考える。

## 第2回「資本市場と深くかかわる財政」

慶應義塾大学経済学部教授 土居 丈朗

現在、日本のグロスの政府債務残高が対GDP比約200%にまでなっているが、約95%以上の国債の国内消化が今後も低金利で継続されるか不透明ということに加え、いわゆる後年度試算において、仮に名目経済成長率が予定より上昇して税収増となっても、名目金利上昇の場合の国債費の増額が上回るという日本の財政構造の問題が示されている。

ここでの鍵は、税収弾性値（税収の増加率÷名目経済成長率）であるが、財務省の1.1に対し、最近15年の単純平均4が適当という意見がある。ただし、後者は回帰分析もされていない数字であり、科学的に見ると前者が妥当で、経済成長のみでは財政問題は解決しないことを示している。

財政の持続可能性については、名目利子率よりも名目経済成長率が高ければ財政は破綻しないというドーマー条件では不十分で、基礎的財政収支の赤字に伴う公債残高対GDP比の増加に対し、プライマリーバランス（基礎的財政収支）の対GDP比を改善し続けることが破綻回避に必要というボーンの条件も考慮する必要がある。対市場の視点では、基礎的財政支出の改善の比率の大小というスピードの問題があるが、ギリシャと日本の例が示すように、これについて定説はない。

よりミクロの視点での市場と行政機関との関わりを考えた場合、財投機関債等により市場から資金調達している独立行政法人のガバナンスが適当かという問題がある。本来負債による市場からの規律付けが望ましいが、市場も国の最終的なサポートを前提に考える傾向にあるので、規律付けが効きやすい組織にする必要がある。この点、日本においては、完全民営化のみならず、100%国有の株式会社化であっても、現在独法に不足している役員への責任追及等の点で会社法のガバナンスを取り入れる意義がある。株式会社の日本政策金融公庫が公共性と営利性の両立を図っている。

他方、地方債と市場との関係では、市場公募債の本来の活用がなされていない。これは財政融資資金からの資金調達がある場合、それと優先劣後がない関係から、市場公募部分もデフォルトしないと認識されていることに加え、地方自治体では返済資金が地方交付税で手当てされるもので自身の借金という意識がなく、国の側でも予算単年度主義から制度的約束ではないが、地方交付税の計算方法における基準財政需要額に地方債の元利払い費を含めることでそのニュアンスを出しているため、結局金利機能が発揮され

ないという弊害がある。財政力の弱い地方自治体でも地方債の起債により不釣り合いな大規模な公共事業ができることも問題である。地方債にもペッキングオーダー理論を応用し、国の財政融資資金での貸付は一定額までとし、それ以上は地方債の発行を組み合わせ、地方債に対して、民主主義、行政部内からの規律に加え、市場、特に負債による規律付けを加え、財政の効率化・健全化を図るべきである。

### **【第3回】「金融危機における金融政策の課題」**

岩本 康志 東京大学大学院経済学研究科教授

#### (1) 大平穏期と金融危機以降の金融政策

景気変動が安定していた大平穏期(1980年代～2000年)においては、安定化政策は、財政政策ではなく、金融政策、しかもマネタリーベースではなく金利の操作を通じた運営で行われた。その後、日米英において、金融緩和により金利がゼロ付近になると、マイナスの準備預金金利はできないことから、更なる金融緩和ができず、日本はデフレに陥っている。これは自然利子率がマイナスの状態にありながら、名目の政策金利がゼロ以下にならないため、結果的に金融政策が引締めめになっていることが原因と考えられる。日本では、1995年以降、それまでのマネタリーベースの拡大と名目の国内総生産の比例関係が失われている。

#### (2) 量的緩和・時間軸政策

ゼロ金利という金融緩和の余地がない中、でてきた金融政策が時間軸政策であるが、これは中央銀行が、現在だけでなく将来の金利水準に言及して将来の金融政策を約束し、市場関係者が将来の低金利継続を予想することで、長期金利を低下させる効果(金融緩和の前借り)を狙うものである。ただし、時間軸効果には、将来のゼロ金利解除が望ましいときにゼロ金利を維持する約束を守ることができるかという時間的非整合性の問題があり、約束遵守への市場の信頼が前提となるが、これまでのゼロ金利、量的緩和の解除では達成できている。

#### (3) 円高のメカニズム

現在の円高は、実質実効為替レートでは、1994年前後より円安水準を維持するなど極端なものではない。名目レートでの円高は、物価の違い、具体的にはリーマン・ショック前後の金融政策、金利水準の違いで説明が可能である。インフレによる円高の解消策は製造コストの上昇による効果減殺があり、円高の問題は、日本の産業の競争力、生産性向上により克服すべき。

#### (4) 信用緩和とその問題点

量的緩和を行う場合、ゼロ金利時における短期安全資産と貨幣が代替的となっており短期国債購入では効果が無く、信用緩和、すなわちポートフォリオ・リバランス効果を狙った貨幣と非代替的な資産の購入が有効とされ、実行されている。これに対しては、



リスク資産購入に伴う中央銀行の自己資本の毀損、さらには国民負担を伴う一種の財政政策であるとの批判がある。なお、米国での信用緩和は、中央銀行のバランスシートの膨張ではなく、証券化商品に対して起こった流動性危機に対処するための流動性の供給が目的である。

#### (5) 金融危機への処方箋と日銀引受け

金融危機が起きた場合の対応策としては、信用政策、単純な量的緩和、安全資産とリスク資産のスプレッドを考慮した金利政策、ゼロ金利での財政政策、デフレでの時間軸政策が挙げられる。株価への波及効果については、なお議論がある。日銀による国債引受については、通貨発行益（シニョレージ）を政府財源とすると、中央銀行は自律的に金融政策（金利）を決定できなくなり、通常の財政と金融のレジームを崩すものである。震災復興債の日銀引受けについても、一度だけで済む保証は無く、過去の歴史で発生したようなハイパーインフレ誘引が危惧される。

### 【第4回】「金融危機下での国際インターバンク市場のリスクプレミアム」

福田 慎一 東京大学大学院経済学研究科教授

金融市場において、従来は信用リスクの問題が最大のフォーカスであったが、リーマン・ショック以降、流動性リスクがそれに変わる新たな問題となっている。国内では中央銀行や監督官庁が金融市場の安定化を図っているが、国際金融市場では流動性リスクに十分に対応できる国際的機関は存在しないと言ってよい。本講演では、日本やアジアが震源となった1990年代の金融危機と、リーマン・ショックのように欧米が震源となった2000年代の金融危機それぞれの時期における東京市場とロンドン市場でのインターバンクレートと比較する。ロンドンは時差の問題から国際金融で一番活発な市場であり、そこでベンチマークとなるインターバンクレートはLIBOR(London Inter-Bank Offered Rate)である。一方、東京市場でそれに対応する東京のレートはTIBOR(Tokyo Inter-Bank Offered Rate)と呼ばれる。

1990年代の金融危機では、日本が危機の震源であったことからTIBORがLIBORを大きく上回り、99年に公的資金が本格的に投入され危機が収束するまで続いた。このとき日本はドル建てでも、円建てでも、追加的なプレミアムを払っていた。一方、2000年代末の世界同時危機の際には、震源地である欧米の金融機関に比べ、日本の金融機関が受けたダメージは軽微であり、円建てのTIBOR-LIBORスプレッドはマイナスに振れた。しかし、ドル建てのスプレッドは、リーマン・ブラザーズ破綻直後にかんがりのプラスとなり、日本は依然として追加的なプレミアムを払っていた。健全性には問題のない日本の金融機関がドル建てで資金を調達する際には依然として欧米の金融機関に比べて不利な立場に立たされていたことがわかる。

このような事態となった原因は、金利を形成する①リスクフリー・レート、②信用リ



スク、③流動性リスクの3要素のうち、90年代の金融危機の際には日本の市場で信用リスクが非常に高まったこと、2000年代末の世界同時危機の際には通貨（ドル）の流動性リスクが非常に高まったことであると分析される。なお、世界同時危機以降はドルの流動性枯渇を防ぐため、アメリカが発行するドルを主要国の中央銀行を通じて世界の市場に供給し、流動性リスクを低減する米ドル・スワップ取極めを結び、実際にドル資金不足の解消に有効であった。

リーマン・ショック時には、日本の金融機関は信用リスク面では健全性を維持しており、円建ての資金調達には問題が発生しなかった。それにもかかわらず、ドルの流動性枯渇から、ドル建てについては依然として大きな流動性リスクが発生した。国際通貨としてのドルに依然として依存している東京市場の問題を露呈したといえる。ドル依存体質の問題点は、日本に限らずアジア通貨危機以降叫ばれてきたアジアの問題でもある。日本とアジア各国では、頓挫したアジア版IMFのAMF、二国間のドル資金融通の取決めが多国間化したチェンマイ合意、債券市場のABMIなど域内のドル不足解消への取り組みを行ってきた。アジア共通通貨はほぼ不可能であり、国際金融において当面ドルが唯一の有力通貨であることを考えれば、日本は引き続き、外貨準備の有効活用という点も含めて、アジアの金融市場安定化に向けた取組みが期待される。

### 【第5回】「創発的破壊：日本のフロンティア」

米倉 誠一郎 一橋大学イノベーション研究センター センター長・教授

現在、東証を含む日本全体、更には世界全体が楽観材料に乏しい中、今こそ opportunity を見出さなければ、本当のイノベーションは生まれない。日本のGDPは昨年中国に抜かれたものの、人口比率を考慮すれば一人当たりGDPは依然として中国の10倍である。ただし、日本の一人当たりGDPの値は30年前と変わらず、成長に乏しい。これは日本の人口動態が原因の一つであるといえる。戦後のベビーブーム以降、国内の合計特殊出生率は下降の一途をたどり、マーケットの規模は縮小、一方で、9社の自動車会社があるなど同様の商品をつくる企業が複数社残り、消費が落ち込んでしまっているという現状がある。

ここで日本企業がやるべきことは2つある。1つは、団塊世代の消費活動を掘り起こすこと。そのためにミディアムリスク・ミディアムリターンの商品開発能力が求められる。もう1つは、成長のあるところに出ていく、ということである。マーケットの性格・規模が縮小する中、バブル期と同じ競争戦略をとっていても世界との競争で勝つ事は難しい。iPhoneやiPadのように、マーケットに大きなインパクトを与えられるようなイノベーションが求められる。

経済の基本について、アダムスミスやケインズが均衡と言うのに対し、シュムペーターは均衡破壊こそが本質だとし、そのためにイノベーションは不可欠だと主張している。

ただし、イノベーションは「技術革新」ではない。シュムペーターは、イノベーションに必要な要素を①新しい製品の導入、②新しい生産手段の導入、③新しいマーケットの発見、④新しい原料や半製品の導入、⑤新しい組織の導入、の5つだとし、これらの新たな組合せによりイノベーションが生まれると説いた。日本国内の過去のヒット商品の中にも、こうした戦略で成功を収めたものは数多い。

イノベーションと同時に、パラダイムチェンジも重要な要素となる。日本は戦後、ネックと思われていた天然資源、島国、人口といった物理限界をチャンスと捉えるパラダイムチェンジを行うことで、大きな経済成長を実現した。現在の日本も、いわば戦後と同様、昨年の中東大震災を1つのエポックと捉え、いかにパラダイムチェンジするかが問われている。そのためには、「一つひとつの小さな営みを総和として大きなパワーを発揮」(＝創発)し、既存体制を変革すること、すなわち「創発的破壊」が求められる。原発の電力問題も、民間の力を組み合わせればピークの抑制は可能であり、そのためのテクノロジーも日本にあるはず。日本のフロンティア開拓のため、創発的破壊に必要なものは、一人ひとりがプロフェッショナルとなり、より多くの付加価値を生み出すことである。そのためには日本に道州制を導入し、新しいフロンティアを作ると共に、分権の基礎とするべきである。まだまだ、日本には面白いイノベーションがたくさん存在する。困難な状況だからこそ、実はたくさんのチャンスがあると捉え、現在我々が持つ技術をいかに組み替えて新たな付加価値を生み、世界に出していけるか模索しなければならない。

## **【第6回】「マクロ経済からみた企業金融環境」**

齊藤 誠 一橋大学大学院経済学研究科教授

国際収支統計や国民経済計算といった公表統計を丁寧に見ることにより、昨今の金融環境の中で日本企業がどんな対応が迫られているのか、方向性の示唆を得ることができる。

まず、企業が生み出す主な付加価値のうち、労働所得について、実質雇用者報酬をみると、90年代後半からは下落傾向、特に2002年から2007年までの戦後最長の景気回復期でもほぼ横ばいである。企業収益は、一株当たり当期純利益を過去10年平均実質収益でみると、先述の景気回復期は、収益が非常に回復している。これを株価との関係では、株価の何倍かという指標としてPERがあり、見込んでいる期待収益率の逆数が目安になる。企業業績がボラタイルなことから、PERも実質化した1株当たり収益の過去10年平均でみると、先述の景気回復期は100超であるが、概ね40前後のレベル、期待収益率では2.5%程度である。なお、米国では、概ねPERは20前後、期待収益率で5%という水準である。

次に、昨今の円高等の為替動向と企業収益の関係を考える。名目為替レートでは、確

かに一時 76 円を上回る円高になっているが、物価動向を加味する実質為替レートで考えると、購買力平価説に基づきインフレの国の通貨が下がり、物価が安定している国の通貨が上がることになり、名目為替レートの動きを相殺するようになる。この実質為替レートから円相場を見ると、実は長期水準（100）に収斂していること、先述の景気回復期は、むしろ 2 割ほどの円安になっており、輸出戦略上相当優位な条件にあったことがいえる。米ドル相場については、長期的下落傾向、ユーロについては、統一通貨下で各国の物価動向が異なっており、物価安定国のドイツやフランスが輸出での恩恵を受けている。韓国については、輸出競争力が、技術力革新と共に、ウォン安に支えられている。

それでは、実質レートではそれほどの円高ではないのに、なぜ、昨年貿易収支が赤字になるなど、輸出企業の収益が痛んでいるのか、数量としては実質輸出の方が実質輸入を上回るのに赤字になるのか、それは、輸出価格を分子に、輸入価格を分母にした比率である交易条件の悪化がある。景気回復期のような円安の時期は、輸出でたくさん売れるが、購買力が低くなるため、材料費等を高い値段で買わなければならない。その後の円高の時期には、交易条件は改善されるはずだが、日本の製造業が円高を現地価格に転嫁できないため、赤字を出しながらの輸出ドライブをかけている状態にある。これを交易利得からみると、2005 年以降、数量的には実質純輸出は増加しているが、価格転嫁できず安く売っている分、交易利得がマイナスになっており、貿易から付加価値を得られない状態にある。

以上を国際収支統計からみると、近時の経常収支の黒字の中身は、国内製造活動や貿易ではなく所得収支による。証券投資は、円高を背景に日本の円建て金融資産への投資が集まっている。一方、直接投資では、日本の企業が製造ベースを外に移し、その過程で海外企業や資産への投資を活発しており、外貨準備もドルの供給を増やしている。国内の製造業の競争力喪失に伴う海外移転への適応プロセスを含め、この円建ての流入と外貨建ての流出という国際収支の流れは、リスク分散できる双方向の健全なものである。

## **第 7 回「社会保障・税一体改革を巡る議論」**

駒村 康平 慶應義塾大学経済学部教授

### **（1）現行制度（100 年安心プラン）**

現行制度は、基礎年金について国庫負担を一律 1/2 とした賦課方式であるが、2004 年の「100 年安心プラン」は、100 年先を見ながら、5 年に 1 回の見直し、保険料を 18.3%で上限とすること、年金給付をマクロ経済スライドで引き下げることによって年金制度を維持しており、先進国でも同様の改革が行われている。給付水準につき 50%を下限とする点は、これはモデル世帯をベースにした 65 歳時の現役世代の平均手取り賃金に対する比率であり、また下限遵守の先送りが懸念される。

## (2) 全額民営化積立方式

これはかつて世銀が提案していた案だが、積立方式においても経済成長のためのステップを踏まなければ高齢化社会に対応できないこと、さらに移行期の二重の負担や手数料の高止まりの問題がある。実際に民営化積立方式を止める国がでており、また、世銀や先進国も、公的年金をコアにしつつ、私的年金加入のための税制上の優遇措置という組合せが重要という理解になっている。

## (3) 国の財政と社会保障

現在、社会保障給付費は約 100 兆円で、年金、医療、福祉その他で 5 : 3 : 2 であるが、高齢者向けの給付は合計 7 割に達している。年金財政は、保険料収入やマクロ経済スライドにより直ちに破綻するものではないが、所得保障制度全体の課題として、高齢者の貧困率上昇を背景にした生活保護受給者の増加（高齢者の約半分）があるため、生活保護と年金と雇用政策の一体改革が必要になる。

## (4) 先進国の改革の方向性と今回の社会保障・税一体改革案

先進国の大きな年金の改革は共通している点に着目すべきである。まず、働き方・ライフコースの選択に影響されないような一元的制度であるが、一体改革案は、一元化について、日本の年金空洞化の原因となった非正規労働者を年金の対象にしている。次の段階として、公務員を加えること、最終的には自営業者への適用が問題となるが、世界的には自営業者にも所得比例年金を適用するのが標準である。

二つ目は、最低保障機能を有した、高齢者の防貧・救済機能を強化することで、名称はともかく、低所得者については一定程度の保障を税財源で行う。一体改革案は、所得比例年金に全ての人が同じ所得比例年金制度に加入し、税財源の最低保障年金を入れるというもので、最低保障年金を受給できる平均年収の設定が焦点になるが、500 万円程度であれば、現行制度と財政規模が変わらない。

三つ目は、国民から信頼され、財政的にも安定した制度である。マクロ経済スライドのような高齢化に連動した給付抑制策は、一体改革案でも必要になる。いずれも世代間の不公平解消が主目的ではないものの、原因が高齢世代の過去の負担分が少なかったことにあり、早めの消費税増税はその解決策の一つといえる。

### Ⅲ. まとめ

マクロ経済と金融資本市場との関係について合計 7 回の勉強会を開催したが、一つ一つのテーマも大きく、その内容にも非常に広汎な論点を含んでいる。

そこで論点が拡散しないように、以下では、金融資本市場の本来的な関心の中心である「資金の流れ」を全体を貫くキーワードとして置き、まずは、論点を包括的、横断的に整理することとする。

「資金の流れ」としては、まず、1. 国内の資金の流れ、次に 2. 国内外の資金の流れ、のそれぞれにつき現状を確認する。その後、国内外の資金の流れに深くリンクしている金融政策と国際金融について概観する。

そして、それぞれにつき、そこから得られる示唆とそれに対して東証が取り組むべき課題について取りまとめることとしたい。

#### 1. 国内の資金の流れ

教科書的に想定される資金の流れとしては、家計の多額の貯蓄が、金融仲介機関を通じて、民間非金融法人（一般企業）に貸付され、企業がこの借入金を原資に設備投資等の生産活動を行うというもので、これが経済成長の基本的な姿であり、高度成長期の日本の姿であった。

しかし、現状の日本は、預金の運用先が企業への貸出しではなく、その多くが公債の姿で一般政府（中央政府、地方公共団体、社会保障基金の公的部門）に回っており、公的部門に供給された資金のかかなりの部分が社会保障の支出に使われているのが実状である。なお、これに伴い、特に 2000 年以降、従来は資金不足主体であった企業が、借入金の返済を行い、設備投資等を控えた結果、従来の資金余剰主体の中心であった家計を上回る資金余剰主体となったことも特徴的な点として挙げられる。

しかし、このような企業＋家計の資金余剰により公的部門の赤字をファイナンスするという構図は（1）今後の日本経済の成長性、（2）日本の財政の持続可能性、（3）家計の金融資産の有効活用、の 3 点から問題が大きいと考えられる。

#### （1）今後の日本経済の成長性

まず、一般企業において、設備投資等が行われ資本ストックが適切な水準に蓄積されていかなければ、これからの日本経済が成長性を低下するおそれがあるのはいうまでもない。

さらに、昨今の日本企業はグローバルな競争激化にさらされているが、実質実効為替レートからすると円高の程度はそれほどでもなく、交易条件面から分析すると、円高そ



れ自体よりも、むしろ新興国の技術進歩等により、価格転嫁ができないくらいに製品の競争力が失われていることが問題であることが伺える（【第3回】、【第6回】）。

したがって、今後の日本の企業がグローバルな競争に打ち勝つためには、ICT（情報通信技術）の設備投資や研究開発投資（R&D 投資）によって、生産性向上や製品技術・プロセス等もはじめとする様々なイノベーションが必要になると指摘されている（【第5回】）。

#### 《東証として得られた示唆》

このように、日本経済の今後の成長性のためには、預貯金を経由した国債投資からシフトして、企業の成長のための資金を供給する、いわゆるリスク・マネーの供給が必要となるが、主要な資金供給者である金融機関の資金が BIS 規制等により国債に向いていることを考えれば、株式市場をはじめとする直接金融または投資信託等の市場型間接金融がリスク・マネー供給機能を発揮することが必要となる。

#### ●IPO の推進

特に、高い技術力を持ちつつも、R&D 投資の比重が高い等の理由から、資金制約があることが予想される新興企業や中堅中小企業に対し、株式市場における新規公開（IPO）を推進し、成長資金を供給する取組みが考えられる。

また、シーズ、スタートアップ、アーリーステージ等の IPO 予備軍ともいえる早期の段階の企業を対象に IPO 関係者と連携してコミュニケーションを深めることにより、IPO が早期段階から意識され、結果的にベンチャーキャピタル等の投資が促進されるものと期待される。

#### ●地方企業へのリスク・マネーの供給

地方の中小企業への資金供給の方策としては、上記の IPO の推進に加えて、信用情報等の入手が容易になるようインフラを整備しつつ、地域ファンドといった地元密着型でリスク・マネーを供給する仕組み、さらにそのファンドをまとめるファンドや投資会社を通じて資本市場から資金提供する仕組みも考えられる（【第1回】）。

#### ●新しい資金調達手段の提供

IPO 後も資本ストックの蓄積が必要であり、そうした資金調達ニーズに対し適切に成長資金を提供するという観点では、株主割当増資（ライツ・オファリング）の制度整備等の新しい資金調達方法を円滑にすることも、併せて考慮することが重要である。

#### （2）日本の財政の持続可能性

まず、昨今の欧州ソブリン危機のもとになった、ギリシャの財政破綻後の状況を見ると、民間を含めた資金調達コストの大幅な上昇、緊縮財政による経済成長の鈍化といった経済への重大な影響が見られる。また、その財政破綻は国債市場（マーケット）によって突然もたらされており、これらを踏まえると、公的部門の債務残高が GDP の 200% を超えている日本も、本格的に財政を健全化させなければならないと考えられる（【第 1 回】【第 2 回】）。

具体的には、政府の財政については、税収弾性値（1.1）を考えれば、喫緊に一定の財政ルールに基づく財政運営を行い、基礎的財政均衡（プライマリーバランス）を目指し、増税による税収確保と歳出削減（特に支出の太宗を占める社会保障費の削減）に取り組む必要がある（【第 7 回】）。

また、地方公共団体の財政は、200 兆円の借入金、うち地方債が 143 兆円（平成 22 年度末）と赤字構造になっている。これは、地方債について、地方交付税による手当てを前提としていることも一因であり、地方財政への国の関与度合いを明確化し、金利の規律による事業の選別を進めるべきとの指摘がなされている（【第 2 回】）。

以上のような秩序だった財政運営が求められる最大の背景は、企業と家計の資金余剰が日本国内での国債の消化のうち 95% を間接的に支えるという世界でも例を見ない特殊な構造の持続可能性の問題がある。

まず、企業がもつ資金は、本来上述のように生産活動に供されるべきものであり、資金余剰による貯蓄が安定的なものでないことも明らかである。家計については、特に個人の金融資産 1500 兆円弱、特にその半分超を占める預金に負うところが大きい。負債と差引きすると 1100 兆円であり、さらに労働所得の抑制等で家計の資金余剰額が鈍化し、また、高齢化に伴う資産取崩しにより、貯蓄率が 3% 前後にまで低下してしまっており、今後の消化余力はあまり楽観できない状況にある。また、企業や家計と公的部門の資金仲介をしていた金融機関も、今後の金利上昇リスクと影響を睨むと、従来の低金利下におけるのと同じような消化状況が維持できなくなる可能性もある。

なお、国債投資から企業に成長資金が流れることにより、経済成長が促されることで税収の増加をもたらす財政を改善するという効果も期待できるところである（（1）参照）。

#### 《東証として得られた示唆》

財政再建の本筋である増税による税収確保と歳出削減については、まさに国の在り方の根幹としての課題であるが、例えば、以下のような方法により公的部門で行っている事業に対して民間資金を活用してゆく方策が考えられる（【第 1 回】【第 2 回】）。

#### ●公的機関・公的事業の民営化へのサポート

現在、事業を行う公的機関としては、独立行政法人があり財投機関債での資金調達を

行っている。

こうした公的機関が行う事業について、経営に対するガバナンスを効かせるための一歩として株式会社化を行い、さらに市場での資金調達を通じて市場規律を効かせることが考えられ、さらに、将来的な選択肢のひとつとして株式上場があるといえる。民営化の段階にふさわしい適時適切な市場を提供できるよう、政策動向や関係者のニーズ等を把握していくことが必要である。

#### ●社会資本ストックの形成への民間資金の提供

現在の公共投資は、財政支出の軽減のため抑制されているが、いずれにしても、これまで設置している社会資本ストックの維持管理や更新は不可欠であり、また、日本社会の効率化（省・再エネルギー等）やインフラ関連の技術の維持・進歩のため、新規投資も必要である。

このような社会資本ストック形成のための投資分野において、民間による効率的運営やそれを支える資金を民間が提供することで財政負担の軽減を図ることが考えられる。

特に、改正 PFI 法により実現可能になった「公共施設等運営権」の譲渡を受けてインフラ事業を営む民間企業やファンド（いわゆるインフラファンド）については、その規模や事業内容によっては、株式市場に上場して資本市場からの資金調達も十分想定されるところである。

#### ●社会保障関連分野の産業化のための資金提供

医療、介護、社会福祉、あるいは子育てといった社会保障で財政が負担している分野については、直接的な削減は難しいが、今後の規制緩和等とも相俟って、関連ビジネスが産業として成長した場合に、現在は公的な補助が事業の前提になっているところ、民間のサービスが、公的な社会保障のサポートあるいは代替が可能になるとも考えられる。

既にこのような分野を事業とする会社で上場している例もあり、昨今、注目を集めている。引き続き、こうした分野へ IPO 等を通じてリスク・マネーの提供を促進していくことが必要となろう。

### （３）家計の金融資産の有効活用

上述のとおり、家計の金融資産は、1500 兆円、その半分超が預金で占められおり、近時の低金利から非常に低いリターンにとどまっていること、貯蓄率が3%前後にまで低下し、その残高はほとんど変わっていないが、金融資産全体に占める預金の比率が過去最高になったというのが現状である。

個人の金融資産の行方については、公的年金の影響も大きいと考えられる（【第7回】）。すなわち、急速な少子高齢化の進展により年金財政が悪化しており、医療・介護・生活



保護等とも併せた社会保障給付全体への国庫負担が増加している。これらを背景に、2004 年の 100 年安心年金に係る改革では、マクロ経済スライドにより年金水準を 2 割から 3 割引下げる予定であり、また、昨今政府において議論されている社会保障・税一体改革においても、同様の措置が必要とされ、さらに国庫負担は低所得者向けの最低保障年金のみとする新たな制度案が提示されている。

なお、この点につき、世界銀行は、公的年金と私的年金（企業年金・個人年金）を組合せることを提案しており、先進国の政策テーマとなっているとの指摘がある（【第 7 回】）。

#### 《東証として得られた示唆》

今後の公的年金の抑制傾向からすると、公的年金は老後生活のコアではありつつも、公的年金以外に別途老後資金を形成する必要性が増してきているといえる。老後資金を含めてライフサイクルに応じた適切な資産形成を行うためには、個人が低リターンの預金や国債以外の資産運用、言い換えれば、リスク商品にもある程度の投資を自ら行っていく必要性が高まると考えられ、以下のような取組みが求められよう。

#### ●金融証券税制の見直し

金融商品間で公平かつ簡素な税制とし、リスク資産への個人の投資を支援すべく、株式の譲渡損益・配当所得と、デリバティブ、債券の譲渡損益や利子所得などの損益通算を認めること（いわゆる金融所得一体課税の推進）、あるいは投資家段階におけるいわゆる配当二重課税の問題を解消等が挙げられる。

#### ●私的年金制度等の利便性の向上

老後に備えて公的年金だけではなく、自ら資産形成を行う必要が高まっている中では、私的年金制度の利便性向上・支援が必要となる。例えば、確定拠出型年金について、拠出額の限度額を拡大・撤廃する、あるいは個人型の参加要件を緩和する等である。

また、贈与等を通じた次世代へのリスク資産の移転や米国の 529 プランのように教育資金積立等の目的における税制面での支援策も考えられる。

#### ●金融リテラシー向上のための総合的な取組み

安全資産からリスク資産への投資マインドは一朝一夕に身に付くものではなく、また、今後、自身による資産設計の重要性が高まってくる中では、欧米のように学校教育の段階において、投資の意義や資産運用等の教育を充実することが必要である。

また、ライフスタイルや年齢層に合わせた資産設計のあり方等、ライフプランの観点での金融リテラシー向上のための機会を提供してゆくことが重要となる。

## 2. 国内外の資金の流れ

資金循環統計に加えて国際収支統計でみると、日本は従来からの経常収支の黒字を保っているが、昨年、貿易収支が赤字になるなど、その構造が従来と変化しており、所得収支（海外からの給与や配当・利子の受取－海外への給与や配当・利子の支払い）の安定的に黒字になっており（昨年 14 兆円）、海外への投資が日本の所得の源泉になっている（【第 6 回】）。

昨年末（一次推計）の対外資産は、対外資産で約 580 兆円、対外負債（324 兆円）と、差引き 257 兆円の純資産となっており、この対外純資産残高が所得収支を支えているが、さらにその内訳をみると、対外直接投資が 74 兆円・対外証券投資が 266 兆円、対内直接投資が 14 兆円・対内証券投資が 158 兆円となっている。

この対外純資産残高については、海外からの円建ての資金流入（資金調達）と海外への外国通貨建ての資金流出（資金運用）という国際的な資金循環の形になっており、対外ポートフォリオとして望ましい形になっているとの指摘がある（【第 6 回】）。

### 《東証として得られた示唆》

現状のような日本の資金循環は、活発な対外投資、対内投資で維持されているとすれば、そのいずれでも継続的に行われるよう、以下のような点が考えられる。

① 対内直接投資（海外の企業が投資先企業の経営を支配（又は企業経営へ参加）する目的で行う行為。既存会社に対する株式 10%以上の取得など M&A 型と、新たに法人を設立するグリーンフィールド型がある。）

ー 日本への対内直接投資については、対外直接投資及び対内証券投資に比して、金額が僅少と考えられる。この点、日本経済の低迷もあるが、税制面も含めた日本への進出のコスト高が要因と考えられる。我が国への投資の活発化や産業促進、雇用拡大等の点で対内直接投資のメリットは大きいことから、国際競争力強化のための税制上の対応、例えば総合特区制度を活用した外資系企業の誘致等が考えられる。

② 対内証券投資（非居住者が資産の運用（ポートフォリオ・インベストメント）として日本国内において株式、公社債などの有価証券に投資することをいう。）

ー この対内証券投資が、通常東証の統計において登場する非居住者（部門別売買統計（全体の約 60%）や部門別保有状況（全体の約 25%））であり、引き続き対内証券投資の拡大に向けた取組みを進める。

例えば、英文での上場会社情報や情報提供の充実、非居住者から要望の強い上場会社のコーポレート・ガバナンスの充実、外国投資家による投資を促進する国際課税上の対応等が考えられるところである。

③ 対外直接投資（日本企業による海外進出にともなう M&A や新会社設立）

- － 昨年来、上場企業において、円高や手厚い手元流動性を活用し、立地競争や技術開発に打ち勝つため、海外での M&A や海外進出を積極的に行うようになっている（【第 5 回】）。こうした動きに対しては、ライセンス・オフリングの利用促進等、株式市場を通じた資金調達機能の整備・拡充が重要になると考えられる。

④ 対外証券投資（居住者が資産の運用として海外において株式、公社債などの有価証券に投資することをいう。）

- － 残高としては大きいですが、その内訳をみると、中長期債、しかも米国（財務省証券）のシェアが高い。機関投資家、投資信託会社等によるものと思われるが、昨今、個人投資家による成長性の高い海外市場を対象とした商品への投資意欲が旺盛である。東証としては、海外市場を対象とする ETF 等の上場を促進し、低コストで利便性の高い“対外証券投資”の機会を提供することがより重要と考えられる。

### 3. 金融政策と国際金融

#### （1）金融政策（【第 3 回】）

金融政策において特に注目されるのは、2010 年からの日本銀行の金融政策において、非伝統的金融政策の一つとして、現金・短期国債との非代替的なリスク資産（特定資産）の購入がある。

中央銀行の金融政策については、金融緩和が株式市場にどのような影響を及ぼすのか（いわゆるバブル）という伝統的課題も注視する必要があるが、今回の特定資産の購入は、ポートフォリオ・リバランス効果と共に、リスク資産のリスク・プレミアムの低下を働きかけるもので（信用緩和）、しかも、ETF と REIT というエクイティ系の商品が含まれている点が特徴的である。流動性を取り戻すという点で効果があったとの指摘の一方で、プライシングを歪めてしまうおそれがあるとの指摘もあり、この点、特定資産の購入後にどのようにマーケットの価格形成に配慮しながら出口を設計するのかは今度の課題と考えられる。

#### （2）国際金融（【第 4 回】）

1990 年代と 2000 年代の二度の金融危機においても、ドルの流動性が枯渇し、健全性を維持していた日本の金融機関がプレミアムを支払ってドルを調達したが、これにより、国際金融市場が引き続き国際通貨としてのドルに依存していることが明らかになった。

ドルの地位を前提としてしつつも、アジア金融市場安定のための取組みとして、すでにドルスワップのチェンマイ・イニシアティブのマルチ化が図られているが、さらにア

ジア域内独自の資金調達のための取組みとして、アジア債券育成イニシアティブ（ABMI）がある。

すでに国際機関による現地通貨建て債券の発行や、債券の発行体および種類の多様化が進められているところである。こうした債券について、TOKYO PRO BOND MARKET に上場することで、日本国内の投資家への販売を容易にすることが考えられる。

以 上

#### 免責事項

本レポートに関する著作権は株式会社東京証券取引所グループにあります。本レポートの一部または全部を無断で転用、複製することはできません。

本レポートは資本市場の現状について平易に解説・記述することを目的としたものであるため、投資勧誘を目的としたものではありません。

また、本レポートにおける情報には万全を期していますが株式会社東京証券取引所グループはその情報の完全性を保証しているものではありません。詳細克完全なようについては各法令・所規則によるところになります。

# PRESS RELEASE

東京証券取引所グループ プレスリリース



株式会社東京証券取引所グループ

〒100-8324 東京都中央区日本橋兜町2番1号

Tel: 03-3666-1361 (大代表)

TOKYO STOCK EXCHANGE GROUP, INC.

2-1, Nihombashi-kabuto-cho, Chuo-ku, Tokyo 100-8324, Japan

Tel: +81-3-3666-1361

URL: <http://www.tse.or.jp/>

平成24年3月27日

会社名 株式会社東京証券取引所グループ  
代表者名 取締役兼代表執行役社長 斉藤 惇  
お問合せ先 経営企画部(報道)  
(TEL (03)3666-1361)

各位

## 株式会社TOKYO AIM取引所の統合について

～ プロ投資家向け株式市場「TOKYO AIM」は新生「TOKYO PRO Market」へ～

株式会社東京証券取引所グループ(以下「東証グループ」といいます。)は、本日開催の東証グループ取締役会にて、本年3月28日付でロンドン証券取引所(London Stock Exchange plc、以下「LSE」といいます。)が保有する株式会社 TOKYO AIM 取引所(以下「TOKYO AIM」といいます。)の全株式を譲り受け、TOKYO AIM を東証グループの完全子会社とすることを決定しました。また、同日、東証グループの市場運営会社である株式会社東京証券取引所(以下「東証」といいます。)は、本年7月1日を目処に TOKYO AIM を吸収合併することを決議し、同日以降、現在 TOKYO AIM が運営しているプロ投資家向け市場を原則現行のまま引き継ぐ旨を決定しました。

## 1.経緯

TOKYO AIMは、東証グループ(51%)とLSE(49%)の共同出資によって2009年に創設されました。TOKYO AIMが運営するプロ投資家向け市場は、日本およびアジアの成長企業のニーズを反映した資金調達の選択肢を提供すると共に、プロの投資家に新たな投資機会を提供することを目的とし設立され、東証グループおよびLSEの経験や知見を最大限に活用し、振興を図ってきました。プロ投資家向け市場の基盤が確立し、今後は東証グループでプロ投資家向け市場のさらなる育成を行うことが最善であるとの東証グループおよびLSE両社の考えが一致し、このたび、本年3月28日付でLSEが保有するTOKYO AIMの全株式を東証グループが譲り受けることで合意に至りました。

## 2. 今後の TOKYO AIM の運営について

東証グループは、TOKYO AIMを本年3月28日付で完全子会社とし、本年7月1日には東証がTOKYO AIMを吸収合併する予定です。これを契機に、東証は、一般投資家が参加可能な既存市場の他に、プロ投資家を対象とした柔軟に制度設計されたリスクキャピタル・マーケットを提供することが可能となります。

なお、吸収合併後、TOKYO AIMがプロ投資家向け株式市場「TOKYO AIM」とプロ投資家向け債券市場「TOKYO PRO-BOND Market」の現行の諸制度がそのまま引き継がれることに伴い、東証の関連諸制度の整備を行います。詳細は、[http:// www.tse.or.jp/](http://www.tse.or.jp/)をご覧ください。

## 3. 市場の改称

東証はTOKYO AIMを吸収合併すると同時に、プロ投資家向け株式市場「TOKYO AIM」を新生「TOKYO PRO Market」に改称し、プロ投資家向け市場としての明確化、プロ投資家向け債券市場との一体化を図ることといたします。それまでの期間は「TOKYO AIM」の名称で運営を続けます。

東証は、既存市場と同様、市場参加者の声に応え、全力を尽くしてプロ投資家向け市場のさらなる成長を目指してまいります。

以 上

### **株式会社東京証券取引所グループについて**

株式会社東京証券取引所グループは、世界を代表する取引所であり、アジア太平洋地域で最大規模の証券取引所である株式会社東京証券取引所（東証）の持株会社です。東証は 2,200 社以上が上場し、時価総額約 3.6 兆 US ドル（＝291 兆円）（2012 年 2 月末現在）の株式市場を有するほか、JGB 先物や TOPIX 先物等のデリバティブ商品も取り扱っています。また、清算・決済業務、マーケット情報配信など、証券業務に関わる様々なサービスを提供しています。詳細については株式会社東京証券取引所グループウェブサイト <http://www.tse.or.jp/> をご覧下さい。

### **株式会社 TOKYO AIM 取引所について**

株式会社 TOKYO AIM 取引所は、株式会社東京証券取引所グループ(51%)とロンドン証券取引所(49%)の共同出資によって 2009 年に創設されました。株式会社 TOKYO AIM 取引所が運営するプロ向け株式市場「TOKYO AIM」は、2008 年の金融商品取引法改正により導入された「プロ向け市場制度」を活用し、柔軟な規制体系を特長としています。また、株式会社 TOKYO AIM 取引所は、柔軟かつ機動的な債券発行を可能とするプロ向け債券市場「TOKYO PRO-BOND Market」を整備しました。国内外のプロ投資家を対象とした自由度の高い株式市場と債券市場を運営することで、日本およびアジアの企業に新たな資金調達の機会を提供するとともに、プロ投資家の多様なニーズに応えます。詳細については株式会社 TOKYO AIM 取引所ウェブサイト <http://www.tokyo-aim.com> をご覧下さい。

# (株)TOKYO AIM取引所に係る今後の運営体制

平成24年3月28日

東証グループはLSEが保有するTOKYO AIM株全株を取得(100%子会社化)

(株)東京証券取引所グループ

(株)東京証券取引所

市場一部

市場二部

マザーズ

(株)TOKYO AIM取引所

TOKYO AIM

TOKYO PRO-BOND  
Market

平成24年7月1日

東証がTOKYO AIMを吸収合併

(株)東京証券取引所グループ

(株)東京証券取引所  
(株)TOKYO AIM取引所を統合後)

一般投資家向け市場

市場一部

市場二部

マザーズ

プロ投資家向け市場

TOKYO PRO Market

TOKYO PRO-BOND  
Market

