

共通論題「日本の証券市場の活性化に向けた課題と未来」

共通論題の趣旨

日本が先進国へのキャッチアップ局面にあった時代、金融市場ではメインバンクに代表される銀行中心の金融システムが経済発展に大きく貢献した。しかし、金融の自由化・国際化が進展し、経済が大きく構造変化した今日、従来型の金融システムで日本経済の発展を支えることは難しくなっている。そうしたなか、金融市場をいかに改革してその国際競争力を強化していくかは日本の喫緊の課題で、そこで期待されるのが証券市場を通じたリスクマネーの役割である。今日、多くの先進主要国で、リスクを取りながら高いリターンを目指す投資資金で新産業を創造していくことが持続的成長の実現には不可欠となっている。ただ、日本では、これまでのところ「貯蓄から投資へ」の流れを伴う経済の好循環が進んできたとは言い難い。そこで、本共通論題では、日本の証券市場が抱える課題を論じると同時に、それを克服し、リスクマネーを通じた経済の好循環を生み出すにはいかなる証券市場の活性化が必要かを多角的に議論する。基調講演と各報告の概要は以下のようなものである。

基調講演（日本証券業協会 松尾元信氏）では、新 NISA を起爆剤とした「貯蓄から投資へ、その先へ」を新たにスローガンとして掲げる日本証券業協会が設置した、「2040 年に向けた我が国金融資本市場のビジョンについての懇談会」における検討状況が報告される。

第 1 報告（金融庁 齊藤貴文氏）では、スタートアップ企業等への証券市場を通じた成長資金供給に関し、「成長投資を促進するための金融戦略 ― 資産運用立国のアップグレード―」（2026 年 7 月 内閣官房）や「2026 事務年度 金融行政方針」（2026 年 9 月 金融庁）を踏まえつつ、金融庁における近年の取組等が報告される。

第 2 報告（野村アセットマネジメント 宇治田達哉氏）では、Diamond (1991) を用い 1980 年代以降の日本企業の社債調達比率を低下させた要因を考察した。主な結論は以下の 3 点である。①質の高い企業ほど社債調達の比重を強めた。②日本固有の要因として、金利低下による銀行借入コストの有利化が社債比率の低下に影響を及ぼし（マクロ要因）、財務レバレッジ改善や内部留保の蓄積が、ペッキングオーダー仮説の観点から負債調達における社債調達の選好度を低下させた（ミクロ要因）。一方、③メインバンク関係・海外機関投資家も、モニタリングを通じた情報生産機能により企業の社債調達を促した可能性がある。

第 3 報告（明治大学 三和裕美子氏）では、三菱 UFJ 信託銀行との共同アンケート調査を用いて、株式市場における機関投資家の役割を定量化した。具体的には、これまで表面化した株主提案しか観察できなかった機関投資家がどのような企業にエンゲージするかという「入口の可視化」をおこなった。①国内外の機関投資家は ROA の高い企業を対象にする保守的なエンゲージャーであり、②アクティビストは PBR の低い企業のバリュギャップの解消を目的とする短期志向のエンゲージャーであることが定量化された。これは日本市場がグローバルな株式市場に巻き込まれていくプロセス（過程・成果）の一部かもしれない。

基調講演と各報告を受けて、日本の証券市場の活性化に何が必要かを議論する。