

# 投資環境の変化と個人投資家

高橋 元

## 要 旨

日本の個人投資家は、持株比率の面では未だ顕著な増加を示していないものの、株主数は増加傾向を維持しており、近年の流通市場においては特に新興市場での存在感を高めている。個人投資家が株式市場に積極的な姿勢を示しているのは、1980年代以降の制度改革に伴い、株式市場の多様化や新金融商品の出現などが大きく影響しているものと思われる。

しかし、これらのうち、新金融商品の出現に代表される投資機会の拡大は、個人にとっては証券化商品のように仕組みが理解しにくかったり、IPO 銘柄のように過度に投機マインドを刺激したり、必ずしも健全な姿で個人資金を吸引しているとは言えない面もある。

一方、機関投資家の主導する株価形成にはさまざまな問題点が指摘され、個人投資家の株式市場への参入が予てより待望されていた。しかし、個人は機関投資家以上に相互作用の影響を受け易い面もあり、そうした投資主体の存在に過度な期待を持つことは、少なくとも現時点では疑問が残る。

## 目 次

はじめに

### I. 日本の家計部門と金融資産運用

1. 金融資産残高の構成
2. 株式分布状況
3. 株式流通市場と個人投資家

### II. 制度改革と市場の多様化

1. 法制度の改正経緯
2. 株式市場の多様化

### III. 投資機会の拡大

1. 証券化の進展
2. 新規公開・上場銘柄の増加

### IV. 投資主体と株価形成

1. 機関投資家の問題点
2. 個人投資家と株価形成

おわりに

参考文献

## はじめに

日本の株式市場では、予てより個人投資家の拡大が課題とされてきた。その主要な理由のひとつは、機関投資家が主導する株価形成には、ともすると画一的な価値観が作用しがちであり、市場での適正な価格形成を促すためには、多様な価値観を持つ不特定多数から成る個人投資家の参入が求められたからである。一方、バブル崩壊後、長く低迷が続けた株価は漸く底打ちとなったが、最近の株価上昇には個人投資家の旺盛な買いが資するところ大であると喧伝されている。こうした状況は何に起因しているのだろうか。また、現状は理想とする姿に少しでも接近しているのだろうか。さらに、そもそも個人投資家の存在が希求されることは、株式市場にとって本当に好ましいのだろうか。

こうした問題意識を基に、本稿では、先ず個人投資家の株式保有状況と売買動向の現状を把握することにする。その上で、株式市場を巡る

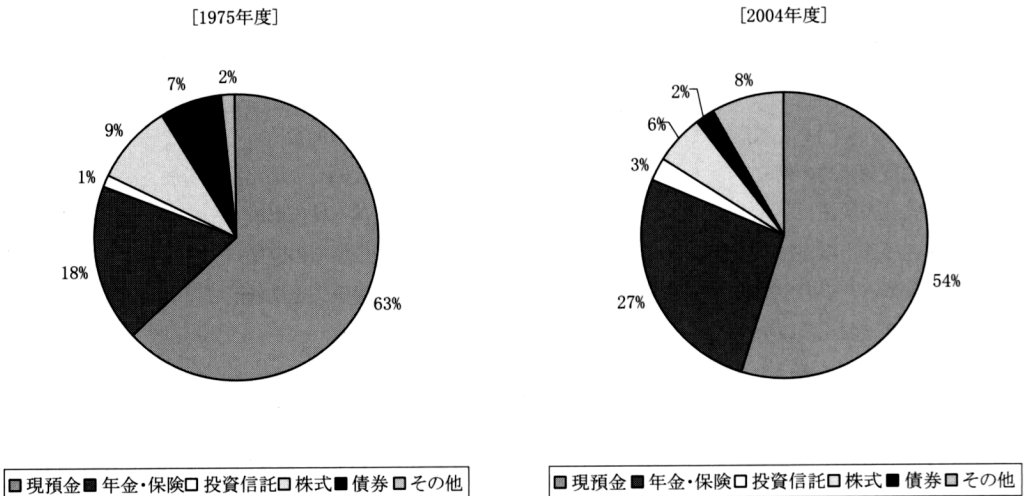
近年における制度改革について整理し、その結果としてもたらされた株式市場の多様化について述べる。また、制度改革が産み出したもう一方の結果である投資機会の拡大が、個人資金をリスク資産へと誘導する方向にある状況に鑑み、証券化とIPOを例示する。さらに、個人投資家の存在が求められる理由のひとつでもある、機関投資家が主導する市場の問題点を議論する。そして最後に、個人投資家の存在を念頭に置いた株価形成について考察し、若干の結論を導きたい。

## I. 日本の家計部門と金融資産運用

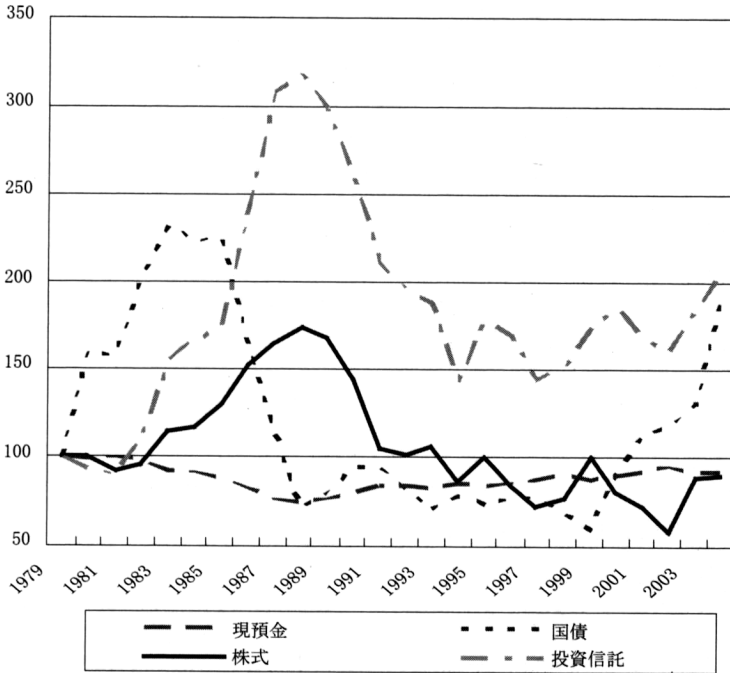
### 1. 金融資産残高の構成

日本の家計は、恒常的に資金余剰（貯蓄超過）部門であり続け、この結果個人金融資産残高は約1,400兆円に達している。その内訳の構成比の推移を1975（昭和50）年度末以降2004（平成16）年度末までで見ると図表1のように

図表1 個人金融資産残高の構成比



図表 2 偏差指数で見た家計主要資産



〔出所〕日銀資料を基に筆者作成

なり、定期性預金を含む現預金が63%から54%へと減少しているが、有価証券（株式、債券、投資信託）も17%から11%へと減少している（ただし、有価証券構成比の低下は、主として債券の減少によるものであり、株式の構成比はほぼ横這いで推移している<sup>1)</sup>）。なお、この間の個人金融資産残高は、年率7%以上で増加している。

一方、2003年末のアメリカの個人金融資産残高は34.3兆ドルで、内訳は定期性預金を含む現預金が24%、有価証券が38%となっている。日本はアメリカに比べると、現預金の比率が極端に高く、有価証券のウェイトが低い構造的特徴を持っていると言えよう。

通常、所得水準が向上し、資産蓄積が進むと、個人の金融資産に占める証券の割合が高まる方向にあると言われるが、日本においては必ずしもそうした傾向は認められない。その半面

で、同一時点における個人の所得階層別で見ると、常に高所得者層ほど有価証券保有比率が高くなる傾向がある。つまり、時系列の統計と横断面の統計との間に齟齬が生じているのである。

この点について、津村 [1979] は、①所得水準の上昇によって個人の金融資産保有額の相対的大きさが余り増大していない、②証券会社の営業方針が高額所得者中心である、③銀行を中心とする金融機関の強力な店舗網と保護行政、という3点を理由とする仮説を提示している。ただ、今日では、インターネット取引が急増するなど、証券会社の営業形態そのものが変質しており、銀行の取り扱う証券商品が拡大していることなど、当時とは大きな環境変化が認められる。したがって、もし上記3点から成る仮説が、日本の個人部門における有価証券保有比率上昇の桎梏であったとするなら、

かなりの程度そうした面での緩和が進んでいることになる。

こうした環境変化や、2005(平成17)年4月に全面実施されたペイオフ、郵便貯金の民営化、さらには既存年金制度の行き詰まりなどの流れが、個人の有価証券保有比率の上昇を促す方向にあることは首肯される。事実、主要資産類別残高の偏差指数を見ると、直近時点に向けて証券への選好の高まりが窺える(図表2)。そして、今日の日本のように成熟し繁栄している社会に在っては、資金運用対象としての証券の存在意義は次第に高まる方向にあると評価される。それは、個人金融資産残高が名目GDPの2.5倍以上の水準に達していることを勘案すると、経済成長率を高めるよりも個人金融資産残高を増加させた方が、国民経済的には意義があるという見方も成り立つからである。ただ、偏差指数の推移で増加傾向が顕著なのは国債及び投資信託であり、リスク資産の代表的存在である株式は、少なくとも直近では横這いでの推移に留まっている。

## 2. 株式分布状況

そこで、個人株式保有状況について歴史的に眺めると、第二次大戦後の日本では、財閥解体指令(1945年)を受けて、大量の株式が「証券処理調整協議会(SCLC: Securities Coordinating Liquidation Committee)<sup>2)</sup>」を通じて放出され、証券民主化の流れが加速することとなった。当時、実体経済面では、政府統制力の弱体化に伴い、戦時下に進行していた潜在的インフレが顕在化した上、巨額な戦後処理費の存在もあって、激しい物価上昇に見舞われていた。政府は物価対策として、預貯金全面封鎖などの措置を講じたが、株式は封鎖預金による買

付が可能であったことから、株式投資が預金引出し的手段として利用されたのであった。

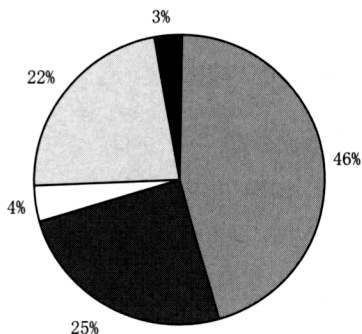
こうした中、1949(昭和24)年に東京証券取引所が再開されたが、全国証券取引所協議会の「株式分布調査」によれば、同年度における個人持株比率は69.1%に達している。しかし、個人の資金蓄積が不十分な状況下での株式保有であり、預金引出しという事情もあったことから、個人の持株は短期間のうちに売却され、その後の個人持株比率はほぼ一貫して低下傾向を辿ることとなった。因みに、統計上の個人持株比率のボトムは1988(昭和63)年度の22.4%であり、その後1999(平成11)年度に26.4%まで上昇しているものの、株価水準が低迷していた2003(平成15)年度には再び22.7%まで低下しており、基本的に個人持株比率は低位横這い状況で推移していることになる<sup>3)</sup>。

個人に代わって持ち株比率を高めたのは機関投資家<sup>4)</sup>であり、「株式分布調査」によれば、機関投資家の持株比率は、取引所再開の1949(昭和24)年度以降着実に増加傾向を辿り、1972(昭和47)年度末には個人(32.7%)を抜いて35.1%にまで達し、その後も1989(平成元)年度の46.0%までウェイトを高めている<sup>5)</sup>。ただ、こうした株式保有に関わる機関化現象の進展の背景には、政策投資としての色彩も強かった。つまり、融資先や取引先との提携強化、資本自由化対策としての安定株主工作などを意図した取得が推進された面がある。政策投資による取得株式は、ひとたび保有されれば売却されることは少なく、機関投資家の株式保有比率上昇がバブル形成期に株式需給の逼迫構造を加速したものと見られる。

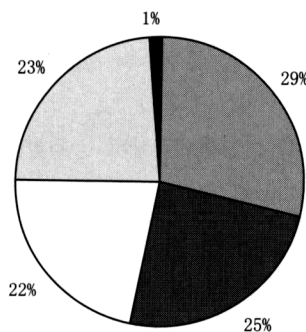
個人持株比率が統計上ボトムを記した1988(昭和63)年度と、直近の2004(平成16)年度

図表3 投資主体別持株比率

(1) 1988年度



(2) 2004年度



■ 金融機関 ■ 事業法人 □ 外国人 □ 個人 ■ その他

(出所) 全国証券取引所

■ 金融機関 ■ 事業法人 □ 外国人 □ 個人 ■ その他

における投資主体別持株比率状況を比較すると図表3のようになる。これによると、金融機関をコアとした株式持合いの解消が進捗したことにより、金融機関の構成比率が低下し、その減少分は外国人投資家が受け皿となっているのが判る。この結果、足元の日本株保有は、金融機関、事業法人、個人、外国人という4つの投資主体に按分されている。

以上を見る限り、個人投資家の持株比率は、有意な形で上昇していない。しかし、個人株主数では2004（平成16）年度まで9年連続で増加し、35,392千人となっている。この面では、1995（平成7）年度に比べて30%増加していることになる。この増加の内訳を取引市場別に見ると、市場第二部や新興市場<sup>6)</sup>の上場銘柄において、特に足元の個人株主数の増加が顕著である。すなわち、これら市場では2003（平成15）年度が18万人（前年度比7.9%増）、2004（平成16）年度は74万人（同30.2%増）、各々増加しており、2004（平成16）年度の市場第二部・新興市場における個人株主数は3,206千人に達し

ている。

そこで、個人株主数の増加要因を見ると、株式分割・投資単位引下げと新規上場による効果が顕著である<sup>7)</sup>。これらの実施会社数は、株式分割・投資単位引下げ会社数が、一部市場の106社に対して新興市場は113社、新規上場は一部市場32社に対して新興市場120社と、何れも新興市場の方が多く、新規上場会社数については上場基準の相違などから新興市場の方が多くなりがちではあるにせよ、この面でも新興市場が個人株主増加をリードしたことが判る。

### 3. 株式流通市場と個人投資家

一方、2005（平成17）年は、株価上昇に伴い、個人による株式投資拡大が報道された年であった。そこで、直近までの株式流通市場における個人投資家の動向を見ると、株式保有構造で見る以上に、そのプレゼンスを高めている。2005（平成17）年の3市場（東京、大阪、名古屋）における委託売買総額に占める個人の比率

は、53.6%に達し、1984（昭和59）年以来となる高水準を記録している。

株式流通市場で個人投資家の売買が膨らんでいるのは、インターネット取引が活発化している点が大きく作用しており、ネット専業大手証券5社の2005（平成17）年末における口座数は、前年比100万口座以上増加し、約260万口座にまで拡大している。インターネット取引は、手数料が割安なこともあり、俗にデイ・トレーダーと呼ばれる短期的な売買を行う投資家の増加が、個人の売買比率を高めているものと推察される。

さらに、こうした、インターネット取引を利用する個人投資家の参加市場としては、ジャスダック、東証マザーズ、ヘラクレスなどの新興市場が中心となっている<sup>8)</sup>。それは、これら新興市場の上場銘柄には小型株が多く、値動きが大きくなりがちであることに加えて、新たな経営パラダイムを持つ企業が多いため、M&Aなどの株価変動をもたらす材料が頻繁に発表されるからであると思われる。

これら振興市場は、2004（平成16）年以降、何れも売買代金を急増させているが、とりわけ2005（平成17）年のマザーズ市場の売買代金は20兆5,900億円と、前年比9割近く増加しているのが目立つ。これは、材料性が豊富な新興ネット企業の構成比率が高い同市場が、個人投資家を吸引したからであろう。

なお、株主数以外の保有統計において、個人投資家が顕著な変化を見せていないにも関わらず、流通市場で個人の存在感が高まっているのは、比較統計の時間的ズレもあるが、総じて最近の個人投資家の売買回転が高いという蓋然性を物語っている。

## II. 制度改革と市場の多様化

### 1. 法制度の改正経緯

個人投資家のビヘイビアは、さまざまな要因により変化しているものと考えられる。それらの要因のうち、投資機会の拡大は、個人投資家の選択肢を拡げている点で大きな影響を与えていよう。具体的には、制度改革に伴い、①市場が多様化し新興市場など新たな投資先が出現したこと、②新たな証券商品が提供されたこと、などを指摘し得る。そこで、ここでは1980（昭和55）年以降に実施された制度改革について、『証取法』改正を中心に時間発生順に整理することとしよう。

まず、1981（昭和56）年に『銀行法』が全面改正され、公共債の残額引受と募集取扱いが銀行の付随業務として、また公共債に関するその他の証券業務が銀行の兼業業務として可能になった。『証取法』ではこれと平仄を合わせる形での改正が行われた<sup>9)</sup>。1985（昭和60）年には、先物取引に関わる整備が行われ<sup>10)</sup>、長期国債標準物を対象とした先物取引が開始された。先物取引に関しては、1988（昭和63）年の『証取法』改正により、同年9月から TOPIX 先物取引が東京証券取引所で、日経平均225種先物取引が大阪証券取引所で開始され、さらに1989（平成元）年6月には日経平均225種オプション取引（大阪証券取引所）が、10月には TOPIX オプション取引（東京証券取引所）、オプション25取引（名古屋証券取引所）が相次いで始まるなど、資産運用上の弾力性が高まった。

1988（昭和63）年改正では倫理的な面での進展が見られた。まず、企業内容の開示に関して

は、発行開示の手続き簡素化が図られ、継続開示との統合を企図した有価証券届出書が導入された<sup>11)</sup>。また、インサイダー（内部者）取引の禁止規定が示され<sup>12)</sup>、市場の公平性維持が図られている。この延長線上には、1990（平成2）年の『証取法』改正で盛り込まれた「5%ルール」がある。さらに、エシカルな面では、1991（平成3）年に、バブル崩壊後の株価下落過程で大手証券会社を中心に、大口顧客に対する巨額な損失補填・損失保証が行われていたことに鑑み、その禁止の徹底化が行われている<sup>13)</sup>。これらは、投資家の株式市場に対する信頼回復を試みているものと評価される。

一方、1992（平成4）年の『証取法』改正では、多様な証券化商品<sup>14)</sup>が新たに有価証券の定義に加えられ<sup>15)</sup>、直接的に投資対象を拡大せしめている。と同時に、業態別子会社方式により、銀行と証券会社との相互参入が認められたことで<sup>16)</sup>、金融機関の経営戦略上の選択肢が拡がり、経営基盤強化への展望が開けると共に、投資家にとっても取引先選別の自由度などで利便性が高まった。ここでの改正ではまた、証券取引（金融先物取引を含む）の監視権限を有する「証券取引等監視委員会」が設置されている<sup>17)</sup>。

1994（平成6）年には、『商法』改正により自己株式取得規制が緩和されたのに伴い、『証取法』でも公開買付の強制<sup>18)</sup>、取得会社による重要事実の公表<sup>19)</sup>などが盛り込まれた。次いで、1997（平成9）年の『証取法』改正では、先ずストック・オプションに関わる株式を市場外で取得する場合や、利益による消却目的の自己株式取得の場合、公開買付によることが定められた<sup>20)</sup>。また、『独占禁止法』で持株会社が解禁されたのを受けて、『金融持株会社整備法』

が制定され、『証取法』、『銀行法』、『保険業法』が足並を揃えて改正された。『証取法』では、証券会社を子会社とする持株会社の報告提出や検査に関わる規定が盛り込まれた<sup>21)</sup>。なお、この時期、証券取引等監視委員会は大蔵省から総理府金融監督庁（現在は内閣府外局の金融庁）に移管されている。

1998（平成10）年は、『金融システム改革法』が制定されたが、『証取法』もこれを反映して幾つかの主要な改正が実施されている。先ず、証券業の範囲として、認可制の有価証券店頭デリバティブ取引業務が、私設取引システム（PTS）運営業務と共に加えられた<sup>22)</sup>。第二に、証券会社が免許制から登録制に変わり<sup>23)</sup>、同時に証券投資信託委託業、金融先物取引業を営むことが可能となった。第三に、顧客資産の分別管理の徹底<sup>24)</sup>、自己資本規制比率（120%）の遵守<sup>25)</sup>、投資者保護基金の設置<sup>26)</sup>など、取引形態の多様化が図られると共に証券会社の信用を高めるための施策が盛り込まれている。

1999（平成11）年の『商法』改正で株式交換等による完全親会社の創設が可能となり<sup>27)</sup>、『証取法』においても内部者取引規制の対象となる重要事実として「株式交換」や「株式移転」が追加されている<sup>28)</sup>。2000（平成12）年には、先ず、証券取引所の組織形態を「証券会員制法人」か「株式会社」にすることが盛り込まれ<sup>29)</sup>、市場間競争の激化に伴う取引所の組織形態上の選択肢が拡がった。第二に、従来は紙媒体で開示されてきた有価証券報告書に関する手続きを、電子情報システムを用いて行うことが定められた<sup>30)</sup>。第三に、同年の『商法』改正で会社分割制度が導入されたことから、内部者取引の対象となる重要事実「会社（子会社を含む）の分割」が加えられている<sup>31)</sup>。同年には、

この他、『金融商品販売法』が制定された<sup>32)</sup>。これにより、金融商品販売会社の顧客への説明義務が課され、係争が発生した際には販売会社の側に正当性に関する立証責任が負わされることとなった。

2001 (平成13) 年には『商法』が一部改正され、金庫株が解禁されたことに伴い、『証取法』についても「自己株式の取得・処分の決定」が内部者取引の対象となる重要事実を追加された<sup>33)</sup>。また、「自己株券買付状況報告書」の提出が、従来の3カ月ごとから1カ月ごとに短縮され、情報開示の拡充が図られている<sup>34)</sup>。なお、ここでの『商法』改正では、1単元当りの純資産額の規定が廃止され、その後の大幅な株式分割や投資単位の引き下げを可能とした点で画期的であり、近年の個人投資家の新規参入を促進する起爆剤となった。

2003 (平成15) 年には、金融機関以外にも証券取引の仲介が認められ<sup>35)</sup>、組織形態が株式会社の証券取引所には、内閣総理大臣の認可を受けた上で持株会社の設立が認められた<sup>36)</sup>。また、2004 (平成16) 年には、取引所集中義務<sup>37)</sup>の撤廃、銀行の証券仲介業への参入<sup>38)</sup>などについて改正が行われているが、とりわけ前者は市場概念の抽象化を加速させている。

以上のように、構造改革の進展に伴い、広範な法制度が見直される中で、『証取法』についてもそれらに呼応した改正が施されているが、特に近年ではその頻度が高まり、急速な整備が進んでいる。これらの変化は、企業の財務戦略面での自由度を高め、市場形態の多様化をもたらし、さらには新金融商品を出現させているが、同時に個人を含む投資主体と株式市場とを接近させる方向で作用している。

## 2. 株式市場の多様化

制度改革の進展は、株式市場の形態にも大きな変化をもたらしている。従来、株式市場は、証券取引所における規格化された定型取引と店頭における相対取引とに大別されていた。とりわけ、上場株式については、「取引所集中の原則」もあり、原則として証券取引所における売買執行が義務付けられていた。しかし、今日では市場概念の抽象化が進んでおり、市場の形態は多様化する方向にある。

今日の日本の株式市場を大別すると、取引所市場、店頭市場、取引所外市場、電子取引市場に集約される。取引所市場は東京証券取引所に代表される伝統的な市場であり、そこでは立会内取引と立会外取引とが行われている。立会内取引は立会時間内<sup>39)</sup>に執行される取引であり、立会外取引は、前場寄り付き前<sup>40)</sup>、昼休み<sup>41)</sup>、大引け後<sup>42)</sup>の3回、電子取引ネットワークシステム<sup>43)</sup>を介して行われている。因みに、立会外取引は1997 (平成9) 年に開始され、1999 (平成11) 年からは売買単位の撤廃に伴い、個人による小口取引も行われるようになった<sup>44)</sup>。

店頭 (over-the-counter : OTC) 市場は、文字通り証券会社の店頭で売買執行される形態で、未上場株式を流通させる市場である。取引所市場での取引は取引所が規制しているが、店頭取引は日本証券業協会の規制に従う。店頭で取引される銘柄のうち、同協会の定める基準を満たしたものを店頭登録銘柄として、1963 (昭和38) 年に組織的な市場が誕生したが、これは現在、ジャスダック (JASDAQ : Japan Securities Dealers Association Quotation) 市場へと変貌している。株式店頭市場への登録は、歴史的に証券取引所に上場する前の予備的な段階

と位置付けられてきたが、2004（平成16）年12月に金融庁から『証券取引法』で定める証券取引所の開設免許が交付されたことで、1950（昭和25）年に札幌証券取引所が開設されて以来、約55年振りの新設証券取引所への衣替えとなった<sup>45)</sup>。日本証券業協会では、ジャスダック市場の在り方について、2003（平成15）年から市場運営委員会などで議論を重ね、①ビジネス・モデルに特徴のある企業や成長・ベンチャー企業を中核とする市場、②マーケットメイク制度を中核とする市場、③取引所化により多様な商品・取引制度の提供およびアジア各国の新興市場と提携した国際的な市場の実現、などを打ち出したが、これらが今日のジャスダック市場の形成に反映される結果となった<sup>46)</sup>。

取引所外市場は、「取引所集中の原則」が撤廃されたことに伴い、顧客から明確な意思表示がある場合に限り、証券会社の自己が相手方となるか、または同様の意思表示をした顧客注文との付け合せにより取引所市場外で売買成立が可能となった形態である<sup>47)</sup>。

電子取引市場は、1998（平成10）年に施行の『金融システム改革法』により可能となった。近年の電子通信技術の発達やそれに伴う金融取引技術の向上により、取引の迅速性や匿名性などのニーズが強まったことが導入の背景であり、私設取引システム（proprietary trading system：PTS）が代表的な存在である<sup>48)</sup>。

市場概念の抽象化と多様化の進展は、内外市場間の競争を促進することとなった。例えば、かつてのジャスダック市場は、長期間にわたって証券取引所の機能を補完する役割を演じてきたが、今日では競合関係へと変化している。

また、2000（平成12）年には、アメリカのNASDAQ（National Association of Securi-

ties Dealers Automated Quotations）が日本のソフトバンク社と共同で「NASDAQ JAPAN」を開設し、大阪証券取引所のシステムを借りて取引を開始したが、2002（平成14）年には営業停止となり、大阪証券取引所が単独で運営する「ヘラクレス」に改称された<sup>49)</sup>。これに先立つ1999（平成11）年には、東京証券取引所が「東証マザーズ」を開設している。

これらの市場は、何れも新興企業の育成を標榜しており、登録・上場要件などで従来にない緩やかな基準を提示している。ベンチャー企業などの資金調達ルートを提供することで、これら企業や新興企業に関心を持つ投資家にとっての利便性向上をもたらしている。従来の日本では、企業設立後、公開・上場まで25年～30年かかるなど、アメリカと比べて極端に長かったが、近年における企業の成長速度は著しく早い。新興企業専門市場はこうしたミスマッチを解消し、企業の資金調達手段を広げる上で意義のある存在である。しかし、その半面で、これら市場の利用企業に関しては、情報開示等の面で一段の透明性を確保することが望まれる。また、新興市場への上場銘柄には、高い将来性と同時に、相応に高いリスクも付随する。したがって、投資家サイドにもそうした面への理解や、行き過ぎた投機の抑制が求められるなど、価格形成や取引執行などで理性的な対応が求められるのである。

### Ⅲ. 投資機会の拡大

#### 1. 証券化の進展

制度改革の進展はまた、新たな投資商品を出現せしめている。それらは、投資家に新たな投

資機会を提供しているが、一般には判り難い仕組みの商品も少なくない。そのひとつの例が証券化商品である。日本では、1931(昭和6)年に『抵当証券法』が制定され、大手金融機関が地方金融機関の発行する抵当証券を買い取っており、一種の証券化と捉えることもできるが、これは昭和金融恐慌に際して行われた不動産担保による中小金融機関の長期貸付に対する救済措置であり、購入主体も大手金融機関に集中していたことから、証券化と呼ぶには無理がある<sup>50)</sup>。

その後、1973(昭和48)年に住宅専門金融会社が導入されると、信託銀行を通じて自社の住宅ローン債権を受益証券として投資家に譲渡する住宅ローン債権信託が、翌1974(昭和49)年には、プールした住宅ローンを『民法』上の指名債権譲渡方式により他の金融機関に譲渡して資金調達を行う住宅抵当証券が誕生する<sup>51)</sup>。さらに、1980年代に入ると、抵当証券会社が、抵当証券を小口化して一般投資家に販売したことから、抵当証券の発行が増加したが、悪質業者も出現したため、1987(昭和62)年に『抵当証券業の規制等に関する法律』が施行され、抵当証券会社を登録制とするなどの規制が盛られた<sup>52)</sup>。これらは、何れも資産流動化が図られてはいるものの、今日の証券化商品のような特性を備えてはおらず、環境面でも未整備であった。

日本における今日的な意味での証券化は、1993(平成5)年施行の『特定債権等の事業に係る規則に関する法律(特定債権法)』に端を発する。これにより、従来は銀行への依存度が極端に高かったリース会社やクレジット会社に、保有債権を用いた新たな資金調達の道が開かれることとなった。当初は、債権を小口化し

た流動化商品の提供に限定されていたが、1996(平成8)年以降は『証取法』上の有価証券である資産担保型証券の発行も認められるようになった<sup>53)</sup>。さらに、1998(平成10)年には、『債権譲渡の対抗要件に関する民法の特例等に関する法律(債権譲渡特例法)』が制定されたことで、多数の個別債権を一括して譲渡する上での『民法』上の対抗要件が具備されている。また、同年に施行された『特定目的会社による特定資産の流動化に関する法律(SPC法)』とその改定版である2000(平成12)年の『資産の流動化に関する法律(資産流動化法)』により、会社としてのSPC設立が簡素化された。これらの法的整備が進んだことにより、日本における証券化の流れは大いに加速化されることとなった。

一方、日本では、2000(平成12)年の『投資信託法』改正により、投資信託が不動産を運用対象とすることが認められ、2001(平成13)年9月に会社型<sup>54)</sup>の不動産投資信託が東京証券取引所に上場されている。在来の証券投資信託が契約型であるのに対して、不動産投信は会社型であり、証券取引所に上場されることで一般の株式と同様に売買が可能となるなど、投資対象資産としての不動産の欠点である流動性の乏しさを解消している。また、不動産は取引価格が高額で、個人投資家には分散投資が難しいが、共同投資という投信のスキームを用いることで、小額資金を集積し、分散投資によるリスク管理を可能にしている。

これら証券化は、オリジネーターとしての企業にとっては、バランスシート調整や資金調達、あるいは特に銀行にとってのリスク移転など、その目的に応じてさまざまなメリットを与える。一方、投資家にとっては、証券化商品の

場合、先ず相対的に格付けが高く、安全性に優れた投資対象が提供されることから、資金運用上の選択肢が拡大するメリットがある。しかも、信用力の裏付けとなる資産が特定化されているため、投資対象としての特性を比較的把握しやすい。また、リスク源泉の異なる多くの資産を集約することで分散効果が発揮される。さらに、不動産投資信託は、土地という高額な商品が小口化され、流動性も付与されることで、一般投資家にも不動産投資と同様の効果の享受を可能としている。

以上のように、貨幣機能の延長線上としての証券は、さらにその進化形態としての証券化商品を提示し、さまざまな経済主体の利便性向上をもたらしている。こうした流れを俯瞰すれば、それは金融機能の高度化と位置付けられよう。特に、経済活動に伴い発生する諸リスクを、リスク水準に見合ったリターン水準と共に細分化する機能は、証券化の大きな意義のひとつと評価される。

その一方で、証券化は、例えば権利を証券に具現化するものの、その原資産からは抽象化した存在となるため、一般の個人投資家にとってはその仕組みや負担リスクの源泉を理解し難い側面がある。したがって、一般投資家を対象とする証券化商品については、関係機関による投資家啓蒙の努力が求められると同時に、投資家サイドにもそのメカニズムの理解に努めることが要求されよう。また、証券化に限らず、行き過ぎた擬制資本化は、社会的に投機マインドを助長するリスクを内在することから、資金供給サイドの成熟度に合わせて商品開発・販売を抑制することも求められるのである。

## 2. 新規公開・上場銘柄の増加

既述のように、2005（平成17）年は、新規上場会社が個人株主数を増加せしめた。因みに、2005（平成17）年中に、国内の株式市場で新規公開・上場した企業は158社であった。株価が下落基調で推移した2002（平成14）年や、バブル崩壊後の最安値を記録した2003（平成15）年の新規公開・上場銘柄数は共に120社余りに留まったが、それでもこの5年間で合計747社が市場での取引対象銘柄として誕生したことになる。

近年、IPO銘柄<sup>55)</sup>が増加している背景には、先ず制度改革の進展に伴い、市場が多様化した点を指摘できる。今日では、ジャスダック、東証マザーズ、ヘラクレスに加えて、さらに名古屋の「セントレックス」、札幌の「アンビシャス」、福岡の「Qボード」など、地方取引所内の市場や日本証券業協会の「グリーンシート」などが出現している。これら新興企業専門市場は、とりわけ新興企業の資金調達手段を広げる上で存在意義がある。因みに、2005（平成17）年のIPO158社のうち、在来の取引所に上場したのは、全体の12%に相当する19社でしかなかった。つまり、新規上場銘柄の9割近くが、新興市場を利用しているのである。

ところで、昨年までのIPO銘柄の値付き状況を見ると、その殆どで初値が公募価格を上回っている。つまり、IPO銘柄は入手さえできれば、かなりの確率で短期間に儲かる投資対象であるという実績を持っている。全新規上場会社のうち、初値が公募価格を下回った銘柄の構成比は、2004（平成16）年が4.0%、2005（平成17）年は1.9%でしかなかった。株価面で比較的低調であった2002（平成14）年、2003（平

成15)年においても同比率は、それぞれ17%、10%に留まっており、圧倒的に公募価格を上回る初値が形成されている実態が窺われる。

この背景には、もちろん日本のファンダメンタルズの改善傾向が大きく作用しており、その結果としての趨勢的な株高がIPO銘柄の上場意欲を刺激し、企業評価をも高めているものと思われる<sup>56)</sup>。ただ、株価の方向性や投資環境が必ずしも良好ではない時期においても、IPO銘柄の初値が高く形成されているのは、多分にご祝儀的な側面もあるのであろう。過去において、殆どのケースで投資家が報われているという実績も、IPO銘柄の人気化を煽っている。一方、その後の株価推移を眺めると、変動規模や方向性に統一性は認められない。つまり、上場後は初値形成におけるような同質的な特徴はなく、個別企業に対する市場の個々の評価が株価形成につながるようになる。

IPO銘柄の中には、初値が高値として頭を抑えるケースも認められる。新興企業経営者は創業者であることが一般的であるが、彼らは収益性原理に従い、少しでも多くの創業者利潤の獲得を図っているはずであり、上場時の持株売却はその有効な実現手段である。一方、投資家は、公募価格で取得し、初値で売却すれば、投資元本に対して過去平均で60%を超えるような値上がり益が得られてきたのである。

この安易な収益機会の存在は、上場直後の実現益確保に向けた売り圧力を強め、それがその後には株価面での頭を抑えるケースにつながっているものと思われる。企業経営者の多くは、長期的な視点から、上場に際して「小さく産んで、大きく育てる」という意識を持っているが、初値で売却する行為はいかにも近視眼的であり、マネー・ゲームの色彩が濃い<sup>57)</sup>。こうし

た投資スタンスはリスクを殆ど負担せずに収益機会に参加できることから、合理的で危険回避的な投資家がIPO銘柄に群がるのは当然のことであり、全面的に否定されるべきものではない。

また、近年のIPO銘柄にはハイテク関連企業(ITや医薬品など)が多く、この分野が第二のソニー、本田、松下として、21世紀の日本経済を牽引していくものと展望される。しかし、これらの銘柄すべてが成長し、生き残っていけるわけではない。先般、ライブドア・ショックが市場を襲ったが、この事件は新興企業の持つポテンシャルと脆弱性を認識することの重要性を改めて示唆したといえよう。

17世紀後半以降のイギリスでは、南海会社を中心にバブル現象が認められたが、そこでは「塩水を甘くする会社」、「馬に保険をかける会社」、「毛髪取引の会社」、「永久機関の開発会社」、「大儲けする事業を営むがその事業が何かは誰も知らない会社」など、得体の知れない会社の設立が相次いだ。昨今、一部で行われている、内容を吟味せずに投資するようなIPO銘柄の人気化や、ライブドアの問題などからは、イギリスの南海泡沫事件を想起させられるのである。

株式上場に関して、従来の価値観では、成長途上にある企業の経営者は株式の公開・上場が究極の目標のひとつであった。しかし、株式の公開・上場には、それにより様々なメリットがもたらされる半面、負の要素も付随する<sup>58)</sup>。近年では外国人投資家や国内機関投資家などの台頭により、配当支払への要求が高まっている。だが、長期的な競争力や技術開発力を犠牲にしてまでも、目先の配当が優先されるのは行き過ぎであるし、長期的な企業戦略上も好ましくな

い。こうした点については、株主総会などの場で、企業経営者が経営理念やビジョンを明らかにし、配当政策についても株主の理解や支持を求めていくべきである。と同時に、証券市場においても、あまりに近視眼的な評価は自戒されるべきであろう。

株式流通市場においては自由で公正な売買が保証されなければならないが、その一方で金融資本市場には企業金融機能の提供という重要な役割もある。株式市場は、多様な価値観を持つ様々な主体により構成されるが、その各々の参入動機の実現が自由に図られると同時に、一部主体の恣意性に攪乱されることのないよう、公器としての市場を構築していくために自己抑制を伴った努力が経済主体各々に求められているのである。

## IV. 投資主体と株価形成

### 1. 機関投資家の問題点

機関投資家は、日本における主要な投資主体として、証券市場への強い影響力を發揮してきた<sup>59)</sup>。

機関投資家の定義については、津村 [1979] が詳細に行っていることから、以下ではその議論を踏襲していこう。まず、津村 [1979] によれば、機関投資家とは、“個人以外の投資家で、一般の投資（投機を含む）を固有の業務とするもの”とされる。ここで「一般の投資」というのは、支配証券観などに依らず、利潤証券観に立脚したものであることを意味する。また、「固有の業務」とは、“必ずしも主要な業務ということの意味しない”とされる。例えば、“投資信託にとって証券投資は主要な業務である

が、生命保険会社にとっては副次的な業務である。しかし、いずれも、固有の業務であり、その意味で両者はともに機関投資家である。”こうした視点から敷衍すれば、日本における機関投資家とは、全ての金融機関（投資信託、生命保険、損害保険、銀行等<sup>60)</sup>）と同義となる。そして、これらが証券市場において存在感を高める状況が「機関化現象」である。一方、津村 [1979] によれば、“事業会社にとって証券投資は固有の業務ではないから、事業会社は機関投資家ではない。”ただ、日本においては、一部の事業会社は機関投資家的な性格を帯びているし、財務管理上も余資運用の場として証券市場は重要な対象であるから、個人以外の組織的な投資主体として、機関投資家に類似した存在とすることができよう<sup>61)</sup>。

さて、これら法人投資家が個人に比べて保有する共通の特徴を列挙すると、①膨大な資金量を保有すること、②情報の収集・解析能力に優れること、③分散投資の徹底が図られること、④組織的であるが故に意思決定の機敏さに欠ける面があること、⑤膨大な資金量故に市場性が阻害される惧れがあること、などが挙げられる。このうち、②と③は、①から直ちに導出される特徴である。また、①～③の特徴が個人投資家に比べて有利な点であるのに対して、④と⑤は弱点とされる。加えて、②の特徴は、ともすると運用過多に陥り、結果的にコスト倒れによる投資効率の低下を招く懸念を孕むことになる。

こうした性格を有する機関投資家が大多数を占める市場に在っては、その価格形成にも大きな特徴が認められる筈である。例えば、日経平均の年足の推移を見ると、保有面で機関化が進んだ1970（昭和45）年代以降、それまでの循

環的な変動サイクルが消失しているのが目立つ。その結果、株価は上下振幅の度合いを著しく縮小し、変動ゾーンのはぼ中央を安定的に上昇している。しかも、1977 (昭和52) 年に小さな陰線を記して以来、1989 (平成元) 年まで12年連続で陽線を記録しているように、かつてない強い下方硬直性を発揮しているのが特徴的である。もちろん、こうした価格形成上の変化を全て機関化に帰することは合理的でない。この時代は、先ず、カネ余りによるタイトな需給関係が、下方硬直性の一つの要素となっていたであろう。また、情報化社会の進展により、保有情報格差が縮小するなど、市場効率性が高まったことも安定的な株価変動を支持していよう。それでもなお、当時の機関化 (法人化) が価格形成に及ぼした影響力は小さくないと思われる。

例えば、運用資金の拡大によって、資金運用者間の親争は激化する方向にあった。けれども、数多くの投資専門家達が互いに運用技術の研鑽に励み、相手を出し抜こうとしている状況では、長期にわたって市場平均的なパフォーマンスに打ち勝つことは非常に困難である。何故なら、機関化現象の進展とは、機関投資家自身が「市場そのもの」になることに他ならないからである。つまり、巨大化し、市場そのものとなった機関投資家全体が、長期的に自分自身に勝ち続けることは不可能である、というパラドキシカルな命題に直面することになるのである。

このことは、市況の安定的な長期上昇基調を背景に、投資政策がアクティブ運用からインデックス運用重視へと移行する一因となっていよう。また、巨大化した資金で株式ポートフォリオを構築すれば、結果的にインデックス的性格を

帯びる宿命もあったであろう。折から、日本の投資社会においても、ポートフォリオ理論やその実用モデルが普及し、インデックス・ファンド (index fund) 構築のツールを提供したこと、派生資産市場が導入され、インデックスをベースに多様な投資戦略が選択可能になったこと、なども現物市場におけるパッシブ運用を助長したものと評価される。

その半面で、派生資産市場の導入は、ヘッジ会計が認められない会計制度の下でヘッジ機能を十分に発揮させるには至らず、裁定取引やスペキュレーションなどが主導する結果となった。加えて、日本の機関投資家のパフォーマンス評価に関する単年度主義も、長期投資の視点を阻み、一方で短期的なキャピタル・ゲイン狙いの風潮を定着させていった。

何れにしても伝統的な日本企業風土の中では、ファンド・マネージャーといえども一雇用者としての行動制約や保身意識の呪縛から解放されることはなく、結果として横並び的で画一的な運用に陥りがちだったものと推察される。

## 2. 個人投資家と株価形成

株式市場において、個人投資家の参入が求められる理由のひとつは、上記のような機関投資家に比べて多様な価値観や資金性格を持つことを背景に、株式流通市場における合理的な価格形成を促す効果が期待されるからであろう<sup>62)</sup>。ここでは、個人投資家の存在を念頭に置きながら、株価形成のメカニズムについて改めて考えてみよう。

一般に、投資家は期待値の最大化を目指して行動すると考えられる。しかし、「セント・ペテルスブルグのパラドクス (St Petersburg's Paradox)<sup>63)</sup>」によれば、不確実性の下では、

期待値と結果とのズレが常に考慮されることとなり、期待値最大化のルールは万能ではなくなる。このパラドクスは、投資家が期待収益最大化を目指しても、得てして不合理な意思決定が行われることを指摘しているのである<sup>64)</sup>。

これに対して、「現実的な行為は、不確実性の下で人々がリスクについても真剣に考えている結果である」と捉えると、個人の選択行動が幾分明瞭になる。こうした思想を基に、不確実性下の合理的選択行動について、Neumann and Morgenstern [1947] は複数の公理体系から説明を試みている。彼らは、以下のような「公準 (axioms: ここでは、公準解説における記号「 $>$ 」は選好の強さを表わし、「 $\sim$ 」は無差別であることを示す)」を明らかにし、これを前提として規範的な「期待効用仮説 (expected utility hypothesis)」を導いた。

- 合理的な投資家は、不確実な結果を比較して、好むか、無差別か、嫌うか、という選択を行う。
- 投資家の選択には移行性を伴う。つまり、もし  $A > B$ ,  $B > C$  であれば、 $A > C$  が成り立つ。
- ある結果について既に投資家が選好を固めていれば、これに新たな結果が加わっても、元の選好体系は維持される。例えば、 $A > B$  で、 $A$  にも  $B$  にも影響を与えない  $C$  が加わった場合、 $A + C > B + C$  が成立する。
- 不確実な状況で一つの結果が起こり得る時、これと無差別で確実な結果が存在している。これは確実性等価 (certainty equivalence) と呼ばれる。
- 投資家は成功の高い確率の方を選択す

る。例えば、 $A \sim B$  である時、各々の生起確率  $P_A$  と  $P_B$  が、 $P_A > P_B$  の関係にあれば、 $A \cdot P_A > B \cdot P_B$  という状況が成り立つ。

投資家が上記のような公準に従う時、その効用関数 (utility function) を描くことができ、投資家はその効用関数の期待値を最大化するように行動する、というのが期待効用仮説の考え方である。そこには、投資家は危険回避的であり、合理的に行動するという仮定が含意されており、金融資本市場に関わる理論の形式論理的な整合性も、こうした仮定の上に構築されてきた。

しかし、Simon [1955] は、意思決定論の立場から、一連の合理性の仮定を非現実的なものと批判した<sup>65)</sup>。Simon [1956] はさらに、人々の行動に一定の秩序の存在を認めながらも、その合理性には人間の能力を超えた限界があるとし、これを「限定合理性 (bounded rationality)」と呼んだ。この Simon の指摘を受容すると、従来の経済学やファイナンス理論の多くは、人々の一定限度内での合理性の範囲においてのみ有効に機能するものと捉えられる。こうした視点から発展しているのが「行動経済学 (behavioral economics)」であり、これを金融資本市場の分野に特化展開させたものが「行動ファイナンス (behavioral finance)」ということになる。

そこでは、人々の意思決定や行動は、ロジック (logic) よりもヒューリスティクス (heuristics: 発見的方法) に従うことも多く、結果的に非合理的な選択に結びつきがちであることが示唆される。例えば、Thaler [1985] の言う「心理的家計簿 (mental accounting)<sup>66)</sup>」の存

在を認めると、人々には、他の勘定項目に跨って、なし崩し的な支出をしないという、心理的抑制が課せられることになる<sup>67)</sup>。しかし、一方で、Thaler and Jhanson [1990] による「ハウス・マネー効果 (house money effect)」の存在も否定できない。因みに、ここで言う「ハウス」とは、賭博場(カジノ)のことである。つまり、ギャンブルで儲けた金のような性格の資金は、心理的家計簿上も特別な勘定に計上される筈であり、こうした「あぶく銭」の範囲ではリスク許容度が高まる傾向がある、というのが「ハウス・マネー効果」である。これは、万一儲けた金を失っても、元に戻るだけであるという安心感が作用しているものと考えられる。日本では、投資家が株式投資により得た利潤に対しては、ともするとハウス・マネーとして捉える風潮が強いように思われる。また、心理的家計簿を設定することで、投資意思決定に関わる労力を省くことができるが、Nofsinger [2001] が指摘するように、別勘定として心の中で分類されることで、却って結果的に非合理的な判断が下されることもあるのである。

さらに、Allais [1953] によって指摘されたパラドクス (Allais paradox)<sup>68)</sup> や、これを敷衍した「人々は、リターンを問題にする場合は危険回避的であるが、リスクを問題にする場合は危険愛好的である」という選好の逆転 (preference reversal) が認められることは、期待効用理論の限界を示すものと捉えられる。

一方、従来の経済理論では、既述のように、如何なる投資主体も合理的な意思決定に従うが、その際、他の主体からの影響を受けることはなく、例えば投資家の効用曲線の形状は常に一定であると仮定されている。しかし、現実の世界を考えると、例えば我々はネット上で(内

容を確認しないまま) 書籍を購入したり、タイトルだけの情報で映画を見に行ったりすることがある。こうした日常的な行動は決して合理的ではないし、その種的意思決定過程では他者からの影響を受けるケースも少なくない。メディアや口コミなどにより、多くの他人が興味を持っているという情報を得たことを契機に、自分も関心を持つに至ることは有りがちであり、そうした連鎖がベスト・セラーなどのブームや服飾流行などの社会現象を招く一つの要素ともなっている。つまり、人間は互いに、非合理的に影響を及ぼし合う存在と捉えることが出来る。特に、バブルの発生と崩壊のような極端な価格変動の背景には、バスに乗り遅れないように大急ぎで大勢に従おうとする群集心理である「バンドワゴン効果 (bandwagon effect)」が広く浸透した結果ということになる。そして、これらの諸点は、組織としての機関投資家よりも、個人投資家においてより当て嵌まると考えられるのである。

Lux and Marchesi [1999] は、人間の相互影響力の存在が、株価形成に大きく影響しているとの仮説に基づき、コンピュータによるシミュレーションを行った<sup>69)</sup>。実験結果では、ファンダメンタルズの変化はそれと同様の緩やかな株価変化をもたらしたが、投資家による相互作用を市場に内在させる条件を付与したという理由だけで、株価が大暴落や大暴騰を描くような局面がしばしば発生していることが明らかにされた。さらに、このシミュレーション結果の株価変動統計は実際の市場変動と一致し、変動形態はフラクタルに従い、分布は冪乗則の形状となることが確認されている。この、実験結果と現実の株価変動とが、冪乗則で一致しているということは、将来における株価の変動方向

に関わる予測不能性を示すと同時に、その変動規模についても予測が不可能であることを示唆している。

したがって、こうした株価形成上の特性を容受するならば、市場を主導する投資主体が機関投資家であるか個人投資家であるかは、あまり意味を持たないということになるのである。

## おわりに

1980（昭和55）年代以降に進捗した制度改革は、市場の多様化をもたらし、新証券商品などを輩出させた。同時に、「小さな政府」に象徴的な改革は、従来社会の各層において、上位主体（例えば、サラリーマンにとっての会社）が提供していた保護的なシステムの維持を困難なものとし、自己責任という形でさまざまなリスクを個人に転嫁せしめている。視点を変えれば、個人投資家には、金融商品選択の自由度が高まり、利益機会への参加も促進されるようになった。

その反面、社会で進行する貧富格差の拡大や社会福祉、年金など将来不安の存在は、個人の金融資産選択にも影響を及ぼしている。とりわけ、ペイオフ実施や郵便貯金民営化などは金融市場における個人のアジュールを喪失せしめ、意識の有無や好き嫌いに関わらず、リスク資産の保有へと個人を導いているように見える。株式市場概念の抽象化や多様化も、こうした流れを促進していよう。

その一方で、インターネットを用いた株式の短期売買やIPO銘柄に群がるアクティブな個人投資家も増加している。こうした投機的な投資家の存在は、もとより排除されるべきでなく、さまざまな投資期間や投資目的を持つ投資

家が参加し得る市場が提供され、機能していくことは国民経済的に望ましい姿である。

ただ、多様な価値観や経験を持つ‘個’の存在としての個人投資家が、機関投資家以上に相互作用を受け易いことから、その集積として合成の誤謬に陥る懸念を内包している点は留意しておく必要がある。このことは個人投資家の成熟度とも関連する問題かもしれないが、現段階における個人投資家の増加が、必ずしも望ましいことであるかどうかは判らないということでもある。特に、足下の個人投資家の動向は、「バンドワゴン効果」に偏る方向にあり、投資主体としての個人に無謬性を期待することは少なくとも現実的でない。その意味で、先に指摘した4つの投資主体に按分された株式分布状況は、今日的にバランスのとれた姿なのかもしれないのである。

## 注

- 1) 1975(昭和45)年度から2004(平成16)年度にかけて、個人金融資産に占める債券構成比は7%から2%へと低下したが、株式については9%から6%への低下に留まっている。因みに、この間に増加したのは保険・信託で、18%から28%へと拡大している。
- 2) 戦後、GHQによる財閥解体は、持株会社の解体、財閥家族による企業支配の排除、株式所有の分散化が具体的内容であった。1946（昭和21）年に「持株会社整理委員会」が発足し、財閥本社や家族、さらには関連会社から保有株式の譲渡を受けた。そして、1947（昭和23）年に「証券処理調整協議会」が設立され、「持株会社整理委員会」に譲渡された膨大な株式を、個人投資家に売却する役割を担った。
- 3) 2004（平成16）年度の個人持株比率は45.6%に上昇しているが、これはライブドアの株式分割の影響が大きいく、ライブドアを除くと23.4%まで低下する。この点は他の投資主体の構成比にも大きく影響していることから、以下2004（平成16）年度についてはライブドアを除いた統計で議論することとする。
- 4) 投資信託+金融機関合計。なお、機関投資家の定義等については後述する。
- 5) 一方、機関投資家の売買比率は、保有比率の上昇に遅れて1984（昭和59）年頃から増加基調に転じた。その増内容を投資主体別に眺めると、銀行の急増が目立つ。これは、バブル形成期には「特金・金外信」の増加により、信託銀行の取引が膨らんだためである。

- 6) 但し、ジャスダック証券取引所を除く。
- 7) 全国証券取引所の『平成16年度株式分布状況調査』によると、個人株主数の増加要因として新規上場会社で116万人（うち新興市場が45万人）、株式分割・投資単位引下げ実施会社で107万人（同48万人）の増加となっている。
- 8) この点は、2005（平成17）年末のジャスダック証券取引所で、大量発注に伴うシステムへの負荷から、処理に通常より数分時間がかかるトラブルが瞬間的に発生していることが状況証拠の一例である（2005年12月30日『日本経済新聞』記事より）。
- 9) 「証取法」第65条の2。
- 10) 「証取法」第107条の2、第132条。
- 11) 「証取法」第5条3、4項。
- 12) 旧「証取法」第190条の2（現166条）。
- 13) 旧「証取法」第50条の2（現42条の2）。
- 14) 国内・海外CP、海外CD、クレジットカードローン債権証券CARDS、住宅ローン債権信託の受益権等。
- 15) 「証取法」第2条1項8～11号、2項後段1号。
- 16) 旧「証取法」第43条の2（現65条の3、第32条）、「銀行法」第16条の2。
- 17) 旧「証取法」第56・66条（現第210～227条、旧「大蔵省設置法」第7～22条（現「金融庁設置法」第8～22条）。
- 18) 「証取法」第27条の22の2。
- 19) 「証取法」第27条の22の3。
- 20) 「証取法」第27条の22の2。
- 21) 旧「証取法」第55条（現59条、第65条の2）。
- 22) 「証取法」第2条8項3号。
- 23) 「証取法」第28条。
- 24) 「証取法」第47条。
- 25) 「証取法」第52条。
- 26) 「証取法」第79条の20。証券会社の経営破綻に備えて法人として設置。
- 27) 『商法』第352条、第364条。
- 28) 「証取法」第166条2項1号。その他、中央省庁再編に伴い、「証取法」上の「大蔵大臣」が「金融再生委員会」に置き換えられた（現在は「内閣総理大臣」）。
- 29) 「証取法」第85条。
- 30) 「証取法」第27条の30の2。
- 31) 「証取法」第166条2項1号。
- 32) 施行は『消費者契約法』と共に2001（平成13）年4月。
- 33) 「証取法」第166条2項1号。
- 34) 「証取法」第24条の6の1項。
- 35) 「証取法」第66条の2。
- 36) 「証取法」第106条の10。
- 37) 「証取法」第37条。
- 38) 「証取法」第65条2項、第65条の2の1項。
- 39) 午前9時から11時までの前場と、午後12時30分から15時までの後場。
- 40) 午前8時20分～午前9時。
- 41) 午前11時～午後12時30分。
- 42) 午後3時～午後4時30分。
- 43) ToSTNeT (Tokyo Stock Exchange Trading Network System)
- 44) 立会外取引は、当日の終値で売買することでトラッキング・エラーの発生を回避したいインデックス・ファンドなど、機関投資家のニーズに応える取引形態である。
- 45) JASDAQの名称は、株式取引の機械化に基づいており、同システムは1991（平成3）年から稼働している。ジャスダック市場を運営する「株式会社ジャスダック証券取引所」は、店頭登録銘柄の売買仲介専門会社として1976（昭和51）年に設立された「日本店頭証券株式会社」が前身である。組織的には、日本証券業協会から、市場運営を委託される形態となっている。
- 46) また、2004（平成16）年4月には制度の一部変更により、ジャスダック銘柄についても信用取引が行えるようになった。
- 47) 2005（平成17）年春先に問題となったライブドアによるニッポン放送株買占めではこの取引が利用された。特に、取引所外であっても、立会時間内取引については、公正取引を確保するため、日本証券業協会が一定の規制を課していたが、規制の及ばない時間外取引を用いたことで、批判された面もあった。
- 48) PTSは、「電子情報処理組織を利用して、同時に多数の者を一方の当事者または各当事者として一定の売買価格の決定方法（上場有価証券は取引所市場における価格、店頭登録有価証券は証券業協会の公表する売買価格・顧客間の交渉に基づく価格・その他内閣府令で規定する方法）により、取引所外で有価証券の売買またはその媒介、取次、代理を行う業務を江ウ業として行うこと」と定義される（「証取法」第2条8項7号）。
- 49) NASDAQ JAPANは当初、アメリカ流の取引システムを持ち込もうと試みたが、結局は大阪証券取引所の取引システムを借りて取引することとなり、大阪証券取引所の一部門のような形態でスタートした。NASDAQ JAPANは、ベンチャー企業や新興企業などを発掘し、JASDAQや東京証券取引所内に設立されたマザーズとの間で、新興企業の争奪戦を演じ、市場間競争の幕開けと称された。しかし、当初に期待されたような成果が上からず、NASDAQ JAPANは発足後2年ほどで撤退を余儀なくされた。その後、大阪証券取引所がNASDAQ JAPANを引き継ぎ、新興企業向けの専門市場ヘラクルスとして、東京証券取引所におけるマザーズと同様の位置付けとなって今日に至っている。
- 50) さらに大手金融機関は、抵当証券担保融資を行うことで、地方金融機関のリファイナンスの支援も行った。
- 51) この住宅抵当証書は転売不可であった。
- 52) この時期には、リース会社が動産信託による受益権を投資家に販売した事例もある。
- 53) なお、一般に債権を裏付けに投資家に販売する商品のうち、証券の形態をとらないものは「流動化」と呼び、「証券化」とは区別している。
- 54) 一般の、信託契約に基づく「契約型」に対比される投資信託形態で、ファンドを会社として運営する形態。
- 55) そもそも、公開と上場とは厳密にはイコールではないが、上場には公開が必要条件であるから、ここでは同一概念と捉え、総称してIPO (initial public offering: 株式公開) 銘柄と呼ぶことにする。

- 56) ここ数年の景況と株価との関係を顧みると、2003（平成15）年のバブル崩壊後安値からの株価回復局面は、中国とアメリカを中心とした輸出主導の景気回復を映じたものであったが、2005（平成17）年5月からの急騰場面は、企業の活発な設備投資や個人消費の拡大という、内需主導の好調な景況を背景としている。昨今の株価上昇は、こうした良好な実体経済に支えられているが、同時に日本の構造改革を評価したものである。この面では、金融機関の不良債権処理の一巡とデフレ脱却の兆しが株高を支援していよう。
- 57) 極端な場合、投資家はIPO銘柄でさえあれば、事業内容などには関心を持たずに申し込みを行うこともあるようだ。
- 58) 例えば、2005（平成17）年夏に、アパレル大手のワールドは、MBO（management buyout）により株式の非公開化・非上場化を行った。既上場企業が、経営破綻や不祥事以外の理由で上場市場から退場するのは稀有な例だが、こうした選択もあり得るのである。
- 59) 因みに、先に株式分布で按分された4つの投資主体のうち、外国人は殆どが機関投資家であり、事業会社も後述するようにこれに準じる存在である。
- 60) これらのうち、生命保険と損害保険の資金運用上の相違を見ると、生命保険では保険業と資産運用が一体化されているのに対して、損害保険では保険業損益と資産運用損益が分離されている。また、損害保険は生命保険に比べて保険金債務の偶発性が高いことから、流動性維持への要請も強く、より保守的な運用姿勢が要求される。
- 61) そこで、金融機関に事業法人を含めた投資主体が証券市場で存在感を高める状態は「法人化現象」と呼び、「機関化現象」と区別している。
- 62) さらに、株式発行企業にとっては、不特定多数の株主の存在が株主総会の円滑な運営などを期待させる面もある。
- 63) これは、19世紀にスイスのNicholas Bernoulliにより指摘されたが、後に彼の従兄弟Bernoulli [1954]によって広く喧伝されることとなった。
- 64) 例えば、保険への加入は、必ず保険料を支払う義務が生じ、期待収益最大化ルールから見る限りは非合理的な行為である。
- 65) Simonは、期待効用理論をOlympian modelと揶揄している。
- 66) 人は、意識的・無意識的に、自分の資産や所得金額の中で、資金使途目的に応じて心理的な勘定項目を設定し、恰も家計簿をつけるように管理している、というものである。
- 67) Thaler and Shefrin [1981]は、こうした考え方を、自己規制理論（theory of self-control）としている。
- 68) 既述のように、期待効用理論によれば、複数の選択肢に、共通する属性が加わっても、共通部分は無視され、当初の選好関係が維持されるとされた。それにも関わらず、彼が提示した例では異なった選択結果が導かれ、期待効用理論における投資家の合理的行動という前提に対する矛盾が生じている。
- 69) 彼らの問題意識は、株価が示す統計的特徴が「ファンダメンタルズの変化」なのか「投資家の相互作用」なの

かという点であった。実験に際しては、1銘柄だけの株式を取り引きする人工市場を設定し、1,000人から成る投資家を、原理主義者（安値で買い、高値で売るスタンス）、楽天主義者（株価上昇の持続性を信じる）、悲観主義者（値下りが持続すると信じる）の3つに区分し、これらの投資家区分は固定されないと仮定した。つまり、投資家は他人の行動によって考え方を変更するという確率を与えたのであった。

## 参考文献

- 証券広報センター編 [2005], 『証券市場2005』中央経済社
- 津村英文 [1979], 『証券市場論』税務経理協会
- 日本証券経済研究所 [2006], 『詳説現代日本の証券市場（2006年版）』日本証券経済研究所
- Allais, Maurice [1953], "Le comportement de l'homme rationnel devant le risqué: Critique des postulats et axiomes de l'école Américaine," *Econometrica*, Vol.21, October, pp.503-546
- Kahneman, Daniel and Amos Tversky [1982], *Judgment under Uncertainty: Heuristics and Biases*, Cambridge, University Press.
- , ——— [2000], *Choices, Values, and Frames*, Cambridge University Press.
- ; Paul Slovic; and Amos Tversky [1982], *Judgment under Uncertainty: Heuristics and Biases*, Cambridge University Press
- Lux, T. and M. Marchesi [1999], "Scaling and Criticality in a Stochastic Multi-Agent Model of a Financial Market," *Nature*, Vol. 397, pp.498-500.
- Neumann, J. Von and O. Morgenstern [1947], *Theory of Games and Economic Behavior*,
- Nofsinger, John R. [2001], *Investment Madness: How Psychology Affects Your Investing...and What to Do About It*, Pearson PTR.
- Simon, Herbert [1955], "A Behavioral Model of Rational Choice," *Quarterly Journal of Eco-*

*nomics*, Vol.69, pp.99-118.

—— [1956], "Rational Choice and the Structure of the Environment," *Psychological Review*, Vol.63, March, pp.129-138.

Stanley, H. Eugene [1971], *Introduction to Phase Transitions and Critical Phenomena*, Oxford University Press. (邦訳: 松野孝一郎 / 訳 [1974] 『相転移と臨界現象』東京図書)

Thaler, Richard [1985], "Mental Accounting and Consumer Choice," *Marketing Science*,

Vol.4, Summer, pp.199-214.

——, and Hersh Shefrin [1981], "An Economic Theory of Self-Control," *Journal of Political Economy*, Vol.89, April, pp.392-406.

——, and Eric Jhonson [1990], "Gambling with the House Money and Trying to Break Even: The Effects of Prior Outcomes on Risky Choice," *Management Science*, Vol. 36, June, pp.643-660.

(作新学院大学大学院経営学研究科教授)