

5

10

平成 26 年度「証券ゼミナール大会」

第 6 テーマ『日本の証券市場活性化について』
A ブロック

15

20

25

石巻専修大学 大坂ゼミナール

30

目次

5 はじめに

第1章 市場に大きな影響を及ぼす機関投資家の存在

第1節 機関投資家の現状

第2節 日本版スチュワードシップ・コードによる信頼性の向上

10 第3節 日本の生命保険と資産運用方法

第4節 投資信託による市場活性化

第2章 証券市場を育成するための金融教育の重要性

第1節 金融教育がなぜ必要か

15 第2節 日本の金融教育の現状

第3節 アメリカにおける金融教育

第4節 イギリスにおける金融教育

第5節 今後の日本の金融教育

20 第3章 求められる株式公開環境の整備

第1節 遠い存在の発行市場

第2節 不足している IPO 人材

第3節 企業と投資家の違い

第4節 高い基準は投資家を守るために

25 第5節 発行市場において欠かせないベンチャー企業

第6節 ベンチャー企業を後押しする存在

第7節 中堅企業への支援拡大の重要性

30

第4章 市場の信頼をえるための企業のガバナンス改革

第1節 証券市場活性化に向けた「信頼」の重要性

第2節 委員会設置会社の選択意義

第3節 日本の企業文化との相違

5 第4節 日本における企業価値向上の取り組み

第5節 諸外国によるガバナンス強化の取り組み

第6節 企業・行政の双方の取り組みの必要性

第7節 信頼回復に向けた具体的取り組み案

10 おわりに

参考文献

15

20

25

30

はじめに

証券市場は流通市場と発行市場の2つから成り立っていて、この2つがそれぞれうまく機能することで証券市場全体の成長・発展が期待できる。また、日本では間接金融の占める割合が、アメリカなどに比べ高い状態にある。日本経済が高度成長期のように順調だった頃は、企業の倒産も相対的に少なく、企業に貸し付けを行っている銀行の経営に問題は顕在化することも少なかったが、近年は企業の業績不振によって金融機関に与える影響が大きくなっている。それによって企業に対して資金供給を行う役割を一手に担っている銀行の受ける打撃が大きくなっている。銀行はそうしたリスクを避けるため、企業への融資に慎重になっていることがたびたび取り上げられてきた。そこで最近では、多くの投資家が参加する証券市場を通じて、投資家に成長力のある企業の株式や債券に投資してもらい、その企業を育てていくとともに、日本経済の活力を取り戻そうとしている。このように投資への流れを加速するために重要な役割を担うのが、直接金融である。証券市場を活性化させるためには直接金融の割合を高くすることが必要である。この直接金融の割合を高めるためには、投資家の協力が必要になってくる。日本では、投資家を増やすためにNISAなどによる「貯蓄から投資へ」の動きがみられる。そこで、私達は市場を活性化させるために、金融教育による意識改革や機関投資家の信頼性の向上、コーポレート・ガバナンスやディスクロージャーといった企業の透明性を高めること、ベンチャー・中堅企業への支援が重要であると考え、それぞれの問題について「信頼性」という視点から課題と改善策を提示してみたい。

第 1 章市場に大きな影響を及ぼす機関投資家の存在

第 1 節 機関投資家の現状

我が国の機関投資家が経済に及ぼす影響は大きい。2008 年後半のリーマン・ショックにより大きく景気が後退したにも関わらず、生命保険、投資信託といった代表的な機関投資家の資金運用の状況を見ると年々上昇する傾向にある。また、近年個人資産の運用先として証券や FX による投資の人气が高まってきており、資産運用の場として大きく成長している。

機関投資家の役割は預金者や他の投資家から多額の資金を集めていき、その集めた資金を元手に投資を行うことである。機関投資家は一般投資家よりも投資に関しての知識が高く、いわば投資のプロであるため経済環境を分析し的確な資金運用をすることができる。また、証券市場や投資先に関する情報がいち早く手に入るため、市場の変化にも臨機応変に対応できる。そして、最大の特徴は圧倒的な資金力である。多数の投資家から資金を集めているので、運用する資産が多額になり、少額の損失では大きなダメージを受けないので、さや取りなどの時間と資金が必要な方法を実行することもできる。

このように様々なメリットがある機関投資家だが、根本的な問題として投資してくれる投資家がいなくては成り立たない。一般投資家が投資したいと思えるような魅力や信頼性を持つことによって、投資する一般投資家が増え、証券市場の活性化にも繋がってくる。

そこで本章では一般投資家からの投資を増やす方法と、機関投資家が今後更なる活性化をするためには、どのようなことが求められるかを生命保険、投資信託の 2 つの代表的な機関投資家に着目し考察していく。

25

30

第2節 日本版スチュワードシップ・コードによる信頼性の向上

機関投資家が一般投資家からの信頼を得ることは、流通市場の活性化にとって、とても重要であり欠かせないものとなっている。では、どうすれば信頼をえられるのか。

- 5 やはり、機関投資家が受託者としての責任を持つことが必要である。自分の利益を生み出すことよりも、顧客である一般投資家に有益となるような行動を取らなくてはならない。そこで金融庁は2014年2月に機関投資家の果たすべき行動原則として日本版スチュワードシップ・コードを策定した。この政策は機関投資家が、対話を通じ、投資先企業の企業価値向上や持続的成長を促すことにより、顧客・受益者の中長期的な投資リターンの拡大を図る責任を意味している。機関投資家が「責任ある機関投資家」であることを示すため、顧客である一般投資家に明確な方針や投資先企業の情報について定期的に報告することを諸原則としているため信頼性の向上にも繋がる。スチュワードシップ・コードは2010年にイギリスで制定されたもので、「企業が長期の持続可能なパフォーマンスを高めるよう、株主・取締役・他の利害関係者が、運営プロセスに影響を及ぼすこと」を目的としている。日本版スチュワードシップ・コードも目的はイギリスと同じである。

- 日本版スチュワードシップ・コードの導入により、機関投資家の信頼性は飛躍的に向上するよう思えたが、日本版コードの導入には問題点がある。金融庁主催の有識者検討会が開催された当初、資産運用業界からは、「現状でもやれることはやっている」、「コスト対効果の問題がある」という懸念が示されていた。機関投資家が投資先企業の状況を把握し、収益向上を求め議決権を行使することの重要性に異論はないが、投資先企業は他の株主の行動からも影響を受けるため、情報収集にかかる時間やコストと効果との関係は分かりにくいとされている。そのため、現状では、企業の現状把握や議決権行使のための情報収集は機関投資家にとって負担が大きい。一部の投資家だけが入念な調査をもとに投資先企業と対話ができても、他の株主が理解していなければ企業価値向上の実現には結びつかない。しかし多くの株主に質の高い理解が均等に迅速に広まるような情報の供給は不足している。日本版スチュワードシップ・コードの導入は機関投資家の信頼性の向上に適しているが問題点もある。今後は、的確

な情報の収集と、株主全体に質の高い理解が求められるため株主の市場に関する知識の向上が必要になると考える。¹

第3節 日本の生命保険と資産運用方法

5 (1)世界の保険市場と日本の生命保険

世界の保険市場はアメリカ、日本、イギリス、ドイツ、フランスの5カ国で約8割のシェアを占めている。その中でも日本は2008年の段階でアメリカに次ぐ第2位となっている。また、生命保険会社の数もアメリカが1,009社、イギリスが237社、フランスが130社に対して日本は45社と圧倒的に少ないため1会社が運用する資産額がとて高いと言える。

10

日本の家計の保険契約残高は多く、生命保険会社の資産残高は約344兆円(平成24年度)と緩やかなプラスの値を維持している。その運用ポートフォリオ²は、国債とその他の債券が大半を占めており、株式・出資金や投資信託、貸出が残り

15

20

¹ NRI Financial Solutions

「日本版スチュワードシップ・コード推進に不可欠な情報環境整備」

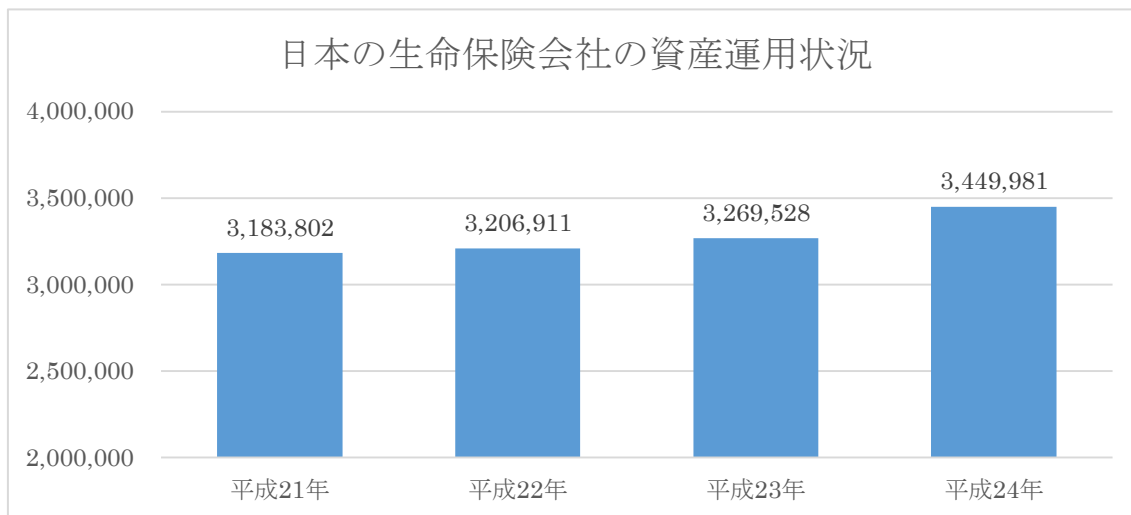
http://fis.nri.co.jp/ja-JP/publication/kinyu_itf/backnumber/2014/04/2014045.html 11月3日アクセス

「日本版スチュワードシップ・コードへの期待」

http://fis.nri.co.jp/ja-JP/publication/kinyu_itf/backnumber/2013/09/20130905.html 11月3日アクセス

² 長期的な運用においては、短期的な市場の動向により資産構成割合を変更するよりも、基本となる資産構成割合を決めて長期間維持していく方が効率的で良い結果をもたらすことが知られている。そのため、厚生労働大臣が定める中期目標において、「長期的な観点からの資産構成割合(ポートフォリオ)を定め、これに基づき管理を行うこと」が要請されている。

資料 1



出典：一般社団法人 生命保険協会 資産運用状況から作成

5

<http://www.seiho.or.jp/data/statistics/trend/>

(2)生命保険の国際化

日本の生命保険会社による投資は、近年、国内だけではなく世界へフィールドを広げている。1971年に運用対象の多様化や経済の国際化に伴う海外での投資機会拡大への対応などを目的として外国有価証券投資が認可された。バブルの崩壊などによって一時的に海外証券資産運用比率は落ち込んだが、徐々に比率は回復し、現在は資産構成比率の20%以上を占めている。

また、急成長を遂げているアジアマーケットが金融ビジネス業界で注目されている。特にインド、ベトナム、中国、タイ等の新興国では、国営企業の株式会社化や、経済発展に伴う市場型資金調達増加、消費者の貯蓄や保険のニーズの高まりなどによって、事業機会が豊富に存在すると見られている。世界人口のほぼ半分を占め、今後の成長が見込めるアジアマーケットは生命保険業界において魅力的な市場と言える。

日本より高いシェアをほこるアメリカの大手生命保険会社は早くから海外での事業展開に積極的で、アジア・中東欧・中南米と勢力を伸ばし、M&Aや現地企業との合弁の形などで参入し、その存在感を増しつつあった。そのため、欧州のグローバル生命保険の収入の5割から8割が海外事業での収入となって

いる。

(3)アメリカにみる生命保険会社の活性化

5 日本の生命保険の資産構成で最も高い水準を示しているのは国債である。その理由としては、日本の生命保険の特徴として超長期的な債券の保有というのがあるためと考えられる。なぜそのような特徴があるのか。

これまでの景気低迷の中では、銀行などの預金取扱金融機関の保有国債は増加傾向にあった。こうしたことを受けて、金利上昇時に国債保有に伴う損失が発生するリスクを懸念する声が聞かれていた。生命保険についても銀行に対するものと同じような懸念を指摘する声もあがっている。だが、同じ国債投資でも銀行と生保においては事情が異なる。

15 銀行の負債は預金を中心であり、長期の債券の購入は金利リスク³に繋がるおそれあるとともに、金利上昇時に預金流出する可能性も少なからずあると考えられる。一方、生命保険の負債は責任準備金が大半を占めている状況にある。加えて、責任準備金は超長期の負債であるため、超長期の債券を購入しても、資産と負債のミスマッチ⁴が簡単には埋まらない実情が存在する。そのため、金利上昇の局面において、債券の保有区分が「責任準備金対応債券」あるいは「満期保有目的債券」であれば、含み損を抱えることがあっても実際に損は発生しない。こうしたことから、リスクを恐れて保守的になってしまう日本人の考え方

20 方がこのような特徴をうみだしてしまったと考えられる。

一方、アメリカの生命保険の資産構成で高い水準を示しているのは社債と株式である。2008年のリーマン・ショックによってアメリカの生命保険の総資産は株式の時価が下落したことを主因に大きく減少した。だが、このことを除けばアメリカの生命保険の総資産は増加傾向にあり、2011年末の時点でリーマ

³ 市場金利が変動することにより投資元本の変動や受け取り利息、支払い利息等が変動するリスクのことを指す。金融・投資の分野では債券価格の変動、住宅ローンにおける返済額の変動などで解説されることが多い。

⁴ 資産と負債のミスマッチとは、金利の変動局面で金融機関に生ずる収益悪化リスクのこと。都市銀行・地方銀行では近年、預金金利自由化とともに短期調達・長期運用になるという期間ミスマッチの傾向が強まっており、これにともない金利リスクが高まりつつある。

ン・ショック前の水準を上回っている状況にある。

アメリカの資産構成で株式が高い水準を示していることには、分離勘定の成長という要因がある。顧客から預かった資金を運用する方法として一般勘定と分離勘定がある。一般勘定では、一定の保険金給付を保証する保険商品（いわゆる定額保険）に対応する資産が運用されている。当該保険商品の特性に適した資産運用は、法令上、一般勘定では資産運用に関する規制が存在することにより、安全性の高い資産が過半を占めている。そのため、資産構成も安全性の高い資産で構成されている。分離勘定は、変額年金保険や、変額ユニバーサル保険⁵といった商品や、顧客の資産を特定する必要性の高い団体年金等の資産を運用する勘定であり、日本においては特別勘定に相当する。分離勘定で運用される変額性の保険商品では運用リスクは顧客が負担し、それだけ生保会社には、ある程度の利回りをあげることが求められる。この商品特性を受けて、分離勘定においては、株式への運用割合が高くなる。

なお、変額年金保険等を管理する分離勘定は、一般勘定のように必ずしも一定の保険金給付を保証するような安全な資産運用を求められてはおらず、かつ、法令では一般勘定に課されている運用規制に縛られることなく資産運用することが可能となっている。

分離勘定は 1959 年にコネティカット州とニュージャージー州で初めて導入された。その後、ニューヨーク州で 1962 年に認可され、1971 年までにはすべての州で認可されている。1990 年代においては、アメリカ株式市場が好調であったため、変額年金は個人投資家に急速に浸透し、分離勘定の資産額も拡大していった。こうしたことを背景にアメリカの分離勘定は現在まで成長したのである。

アメリカの場合、生命保険の総資産の 30%以上が分離勘定によるもので、その分離勘定の大半を占めているのが株式である。日本における株式の割合は 16%程度と低く、伸び率もあまり好調とは言えない。2012 年 4 月に 3-3-2 規制

⁵ 定期保険と変額年金を合わせたようなもので、勘定価額は保険料と累積投資収益・損失の合計額であり、株式や公社債、投資信託を組み合わせて投資される。ユニバーサル保険と同様に、危険保険料と付加保険料が毎月、勘定価額から控除される。

- (保険会社の資産運用に関して、保有する資産の種類ごとに総資産額に一定の比率<国内株式 30%、外貨建資産 30%、不動産 20%>を乗じた額を上限とする資産運用比率規制)が撤廃され、資産運用に柔軟性をもたらすであろうと期待されている。日本の生命保険全体を見れば、その総資産は年々増加傾向にあるが、日本での特別勘定が促進と発展をすることで、低い水準のものを少しでもプラスの方向に変え、生命保険業界の更なる活性化が期待される。

第 4 節 投資信託による市場活性化

(1)日本の投資信託の状況

- 10 日本での投資信託販売状況をみると、98年の銀行窓販解禁以来、銀行ルートでの販売が着実に増え、投資信託の資産残高は増加基調となっている。しかし、家計の資産に占める投資信託の割合は、国際的には依然低い水準にある。この背景としては、従来、家計の金融資産が元本保証があり、仕組みが単純である預金を中心に運用されており元本保証がなく、価格変動のリスクがあり仕
- 15 組みが複雑な投資信託での運用に慣れていないため購入に慎重な家計が多いことなどが挙げられる。日本の投資信託については国内株式が約 17%であり、日本企業へのリスクマネー供給ルートとしては比較的役割が小さい。これには国内の低金利や国内株式市場の魅力低下から、外貨建資産が運用対象である投資信託へのシフトが加速したためという面もある。
- 20 2014年1月にNISA(少額投資非課税制度)が導入され、税制を安くし投資を促進する試みが行われた。日本の金融資産はかなり預金に偏っており資産流動性が非常に鈍いことから、現在貯蓄に回っている個人資産をより投資に振り向けられやすくなるよう投資環境を整備していくことにより、「貯蓄から投資へ」の流れを促進し、経済の活性化へつなげていくという目的である。NISAが導
- 25 入されて、1年も経っていないが少しずつ効果が現われてきているので、NISAの促進によって更なる効果が求められる。

(2)アメリカの投資信託の発展

- 30 アメリカの投資信託の資産残高は世界で最も高い。そんなアメリカの投資信託はどこから資金を供給しているのか。

アメリカの投資信託の資産において確定拠出年金⁶からの資金が 4 割近くにまで達している。また、アメリカの投資信託保有者の購入ルートを見ても、確定拠出年金を通じた購入経験者は 6 割を超えており、投資信託市場における確定拠出年金の存在感の大きさを示している。

- 5 確定拠出年金の側からみると、運用内容については IRA⁷（個人型の確定拠出年金）、401（k）プラン⁸によつての運用が中心で、両方とも資金の半分程度が投資信託に振り向けられている。また、家計の投資信託保有比率は 401（k）プラン導入前の 80 年はわずか 5.7%であったが、401（k）プランの普及とともに保有比率が高まり、2006 年には 48.0%と家計の約半分が投資信託を保有するにまでに至った。こうしたことから、IRA・401（k）プランの普及が投資信託を通じて貯蓄から投資への流れを促し、株式市場の活性化に大きく寄与したといわれている。もっとも、日本の確定拠出年金も、近年は投資信託での運用の比重が高まり、全体に占める残高の割合は約 4 割となっている。しかし、確定拠出年金の普及が未だに途上であるため、投資信託側からみると主要な資金供給源とはなっていない。
- 10
- 15

(3)確定拠出年金の普及向上

上述で示した通り、日本では確定拠出年金の普及が向上している。しかし、確定拠出年金の投資信託による運用の比重が高まってきている状況にあるため

⁶ 確定拠出年金とは、企業年金の一種で毎月の保険料負担額を従業員が決め、みずから選択した基金に運用を任せ、運用実績に応じた給付を受ける。

⁷ アメリカの確定拠出型年金の一種で、企業年金を利用できない自営業者などのために設けられた。加入者が自己責任で金融商品を選び、運用を行なうことや、所得控除があることは 401（k）プランと同様である。また、401（k）プランに加入している従業員が退職した場合や 401（k）プランのない企業に転職した場合、資金を IRA に移して運用を継続することができる。

⁸ アメリカの確定拠出型企業年金の一つで、内国歳入法 401 条（k）項の条件を満たした年金のこと。加入者が自己責任で金融商品を選び、運用を行なう。税制上の優遇措置があり、企業の拠出金は損金計上の対象で従業員の拠出金は課税繰り延べの対象となる（給付時に課税される）。従業員が転職する際は、転職先の 401（k）プランに移管可能。

確定拠出年金を普及させることによって、アメリカのように投資信託の利用者が増加するのではないか。

日本の各種企業年金の残高をみると、加入者が運用指図を行う必要のない、厚生年金基金、確定給付企業年金、適格退職年金が大半を占めている。一方で、

5 加入者自身が運用指図を行い、リスク資産への運用配分を決めることが可能な確定拠出年金は、これまで拠出限度額の引き上げや年金確保支援法の施行によって加入資格年齢を60歳から65歳に引き上げることなどにより、加入者が増加し、着実に普及してきてはいるが、資産額は小さい。では、なぜアメリカでは確定拠出年金が普及したのか。

- 10 アメリカで普及が進んだ背景の一つとして制度内容が柔軟であることが挙げられるが、その中で日本と異なる主な点は、マッチング拠出（企業型確定拠出年金において、事業主だけでなく、希望に応じて従業員本人も拠出すること）が可能であること、拠出限度額が比較的大きいこと、加入対象者が幅広いことなどである。こうした制度上の柔軟さも手伝って、アメリカでは確定拠出年金
- 15 の普及により資産規模が拡大し、投資信託などを通じて企業にリスクマネーを供給する仕組みが定着している。自己責任で自ら運用指図を行う確定拠出年金は、運用に関心が薄い家計が資産運用について関心を深める契機となりうる。また、日本では確定拠出年金を実施する事業主には加入者に対して投資教育を行う努力義務があり、これを通じて加入者の運用知識が深まる可能性もある。
- 20 その結果、貯蓄から投資への流れが促進されることも期待される。

しかしながら、日本とアメリカでは環境や文化、歴史が異なり、アメリカと同様の制度内容が日本で成り立つかは単純に判断できない。

- まず、拠出限度額が低いことである。拠出限度額の引き上げは過去に2回行われ、確定拠出年金制度を導入している企業に対して、実際に拠出掛金を引き
- 25 上げたかどうかの調査を行ったところ、4割近くの企業が引き上げており、企業側の拠出限度額の引き上げに対してのニーズは高いと言える。また、マッチング拠出についても企業拠出額がすでに法令上の限度額まで達しており、加入者拠出枠がなく、マッチング拠出そのものが活用できないということになることや、法令上の限度額に対して企業拠出額が小さいため、加入者拠出額は企業
- 30 拠出額を超えない範囲との規定から、加入者拠出枠も小さくなってしまう問題

などがある。確定拠出年金を普及させるには、拠出限度額の更なる引き上げやマッチング拠出の加入者拠出額が企業拠出額を超えない範囲という規制の緩和など、日本の制度内容が柔軟さを取り入れることが必要となってくると考える。

第2章証券市場を育成するための金融教育の重要性

第1節 金融教育がなぜ必要か

私たちは、生きていく上で金融つまりお金との関係は密接に関わってくる。お金を使う事とお金を貯めることの知恵・知識そしてその仕組みを理解することが大変必要であると言える。そこで金融教育は、「**お金や金融の様々な働きを理解し、それを通して自分の生き方や価値観を磨くことができ、より豊かな生活やよりよい社会づくりに向けて、主体的に行動・考える力を養う教育**」[※]と位置付ける。

「金融」という言葉が独特な響きをもっているがために、初歩の段階で敬遠される傾向がある。例えば、「内容が専門的でわからない」、「資産を増やすことや、儲けることばかりを子どもたちに教えるのは、健全な心の発達を歪める危険性がある」などと言ったことが挙げられる。しかし、金融教育は各学校の段階を貫いて求められる「生きる力」すなわち、自ら学び、自ら考え、主体的に判断・行動し、よりよく問題を解決する資質や能力を養う上では有効な手段を提供できる教育であると言える。

子どもの時代から、自分の生活や社会について考え、生き方や価値観を築き上げていくことは教育全体の大きな課題であり、後の日本の経済社会にも影響してくる課題でもある。お金を関連づけて授業を進めることにより、生活や社会に関わる知識や物事をより具体的に把握でき理解することができる。また、課題の発見や解決に取り組む上でも、問題を身近なものとしてとらえ、他人ごとではなく自分の問題として現実的にとらえ、自分なりに考え工夫し、判断・行動する能力を養うことができる。そうしてくると、「投資」という言葉も「金融」と同じで敬遠しがちだが、「金融」を理解することにより、「投資」にもこれまで以上に敬遠しなくなってくるのではないかと考える。これらのように、金融教育は現実的に物事を考える基礎力を身につけ、「生きる力」を養わせる上で大きなメリットがある。

[※]金融広報中央委員会 HP「金融教育とは?」参照引用 11月1日アクセス

第2節 日本の金融教育の現状

政府・民間金融機関は2005年を「金融教育元年」と位置づけた。その背景には、金融を取り巻く環境の変化などが挙げられる。例えば、ペイオフの解禁¹や年金制度改革、政府主導の構造改革の一環による金融市場の活性化といった、新たな制度の確立や既存の見直しなど行われた。また、サラリーマンの副業から主婦業の合間などさまざまな個人投資家が増加し、株式や信託などの金融商品がその数を増やすと同時に、個人の保有する金融資産も多様なものとなっていった。これにより、それまで投資などといった金融活動を行っていなかった一般消費者による投資機会の増加することとなった。なぜ増加する傾向にあるかは、高齢化の進行による高齢者はもとより現役世代においても、現在から老後まで含めた経済的に豊かな生活のため、資産運用による投資機会が挙げられる。こうしたことにより、国民は個人での資産運用・管理など、これまでよりも自己責任を問われるようになってくる。そしてこれらの金融を取り巻く環境の変化に対応できるよう、それまで専門家といえないような国民ひとりひとりに対し、投資活動等さまざまな金融活動の機会を伴う、個人レベルでの金融トラブル・リスク回避を行える正しい知識や情報を普及・向上させる必要がある。特にこれからの社会に出ていく若者は、社会に出る前に正しい知識を教育することで、その後触れる多くの金融機会に対してリスク回避することなどに繋がる。さらに政府・民間金融機関も金融教育を行うことにより人材育成の観点から有益であり、特に民間金融機関にとっては有能な人材を育成すると同時に、社会貢献という点からも重要な役割を果たすと考えられ、2005年を「金融教育元年」と位置づけ、現在までさまざまな取り組みを行ってきた。

2005年から現在まで、金融教育を推し進めてきたのは政府・日銀。その中心となる主体は、金融広報中央委員会という機関で、日本銀行情報サービス局内

¹ ペイオフ解禁とは、1995年6月より政府により金額が払い戻し保障されていた貯金が、金融機関が破綻した場合、2002年4月から、定期預金など定期性預金については元本1000万円とその利息までしか払い戻し保証されないことで、2003年4月から普通預金など決済性預金も含めて、元本1000万円とその利息までしか払い戻し保証されないことである。2002年10月8日ペイオフ普通預金等の解禁は2年に延長された。

また、民間金融機関による CSR² 活動の一環として金融教育の支援活動や、日本証券業協会や消費者教育支援センター、日本 FB 協会等財団法人や NPO 法人などによる活動も存在する。実際に 2005 年から現在に至るまで、どのような政策や活動が為されてきたか政府と民間、協会等の視点から説明する。

- 5 最初に政府が行ってきた政策は、主な対象を小学生～高校生とした学校教育を中心としており、政府、日銀、金融庁、金融広報中央委員会、文部科学省等が連携して小学校からの段階的な金融教育プログラムの整備を行ってきた。主な活動としては、金融広報中央委員会を中心とし、金融学習特別推進地区、金融学習グループでの学習活動、地域や学校等における講座、講習会、セミナー
- 10 などの開催、金融教育研究校、金銭教育研究校、金融教育研究グループでの教育・研究、学校等の教育現場や家庭での学習・指導に活用できる教材・資料・実践事例集、ビデオ等の作成・配布などの活動が挙げられる。現在、学習指導要領に「金融教育」と明文化はされていないが、金融教育が目標とする内容はすべて学習指導要領の含まれており、金融教育を行うことは学習指導要領が目
- 15 指す能力を養うことに繋がっている。

さらに、民間金融機関も社会貢献活動の一環として、金融教育の役割を担っている。例えば、みずほフィナンシャルグループは CSR としてこれまでの実務経験やノウハウを生かし、初等・中等教育における金融教育支援や、大学との共同研究、高等教育における大学への寄付講義などさまざまな活動を行って

² 企業の社会的責任のこと。企業がさまざまな活動をおこなうプロセスにおいて、利益を最優先させるのではなく、ステークホルダーとの関係を重視しながら、社会的公正性を保つことや、環境対策を施すことなど、社会に対する責任や貢献に配慮し、長期にわたって企業が持続的に成長することができるよう目指す。このことを経営戦略として捉え、以上のような社会での役割を果たさなくてはならないという社会側からの要請をクリアすることができる。なおステークホルダーとは、消費者、取引先、地域社会、株主、従業員などの利害関係者をさす。

企業にとって、CSR を果たすことは、環境効率向上によるコストの削減、技術革新企業イメージの向上を通じたブランド価値向上など、さまざまなメリットがある。CSR に似た概念として SRI があるが、CSR は消費者を含めた社会全体から見た企業の社会的責任を果たす活動のことをいうのに対し、SRI は投資家から見た企業の社会的責任の評価のことをいう。

CSR は、2001 年の米国のエンロン社の不正な経理操作の事件をきっかけに、これが企業のあり方を問うコーポレート・ガバナンス(企業統治)重視の経営を求める機運が高まり、注目されるようになった。

る。また、財団法人や NPO 法人なども金融に関する学生向けのコンテストやセミナー、出版物の発行等さまざまな活動を行っている。そして「金融証券知識の普及に関する NPO 連絡協議会」（金融知力普及会、証券学習協会、投資と学習を普及・推進する会（エイプロシス）、日本フィナンシャル・プランナーズ協会）などが『学校における経済・金融教育の実態調査』を実施した。調査は平成 16 年 7 月から平成 17 年 2 月にかけて、全国の中学校、高等学校の教員 847 人に対して訪問面接または自記方式により行った。調査の結果、「確かな学力」の育成のための「経済・金融」教育の必要性に関しては、全体の 90%が必要性を認めている。そのうち、「必要である」と考える層は全体の 50%で、「ある程度必要である」とする層の 40%を上回っており、必要性の認識は全体的に強いと言える。必要であると考え理由では、「生きていく上で必要だから」（38%）が圧倒的に多く、その他「知らない危険にさらされるので/予防策として」（7%）、「基礎知識を身につけることが必要」（6%）などが挙げられる。

経済・金融教育の実施状況では、実施している層が 42%ある半面、実施していない（48%）実施を検討中（7%）との回答を含めると 56%となっており、実施していない方が多いことがわかる。実施していない理由として「時間的余裕がない」、「独立して採りあげていないが他の教科でやっている」、「手が回らない」などが上位で、授業編成、カリキュラムなど制度上の問題が大きいことが考えられる。こうした調査の結果、今後の経済・金融教育を実施するうえでの問題点は「授業の時間がとれない」（57%）と制度上の問題も大きい、「教員が学ぶ機会がないまたは少ない」（63%）、「利用可能で適切な教材・指導書がない」（41%）など周囲によるサポート不足感も大きいといえる。この調査に回答した中学校、高等学校の教員に約 9 割が、経済・金融教育の必要性を認識している。しかし実情としては、必要性を認識しながらも半数以上が実施できていない状態となっている。

以上のように、現在まで金融広報中央委員会を中心とし、民間金融機関、NPO 等の団体が金融教育を行ってきたが、中心となる金融広報中央委員会の活動対象は小学生～高校生となっており、「大学生」と限定した政策・活動は多くない。これは、政府・日銀が出来るだけ早い時期からお金に関する知識に触れる機会を設け、国民の金融知識を根底から高めていこうとする長期的な目線に立って

の政策であると考えられ、能動的に取り組まない限り大学生が個人、あるいは団体での金融教育を受けられる機会は少ない。『大学生』と限定した金融教育は、民間金融機関による寄付講義やセミナーの開催、財団法人や NPO 法人などによるコンテストの開催などとなっており、能動的に取り組む意欲を必要とするものが多くなっている。

第 3 節 アメリカにおける金融教育

アメリカの教育制度は日本と異なり、各州政府に教育基準の作成権限が存在し、さらに各学校にも教育カリキュラの作成権限が存在する。このため、アメリカ連邦政府には金融教育を行うという明確な主体はない。しかし、連邦政府、FRB³、NPO、民間企業、非営利団体、学校等が支援・連携し、金融教育活動を行っている。その中でも、アメリカにおける金融教育を推進している中心的な NPO 団体に NCEE(National Council Economic Education)⁴と Jump \$start⁵がある。NCEE はカリキュラム作成、消費者教育の推進など、米国における金融・経済教育の中心的役割を果たしている。Jump \$start は幼稚園から高校生レベルを対象とし、パーソナル・ファイナンス（個人生活のお金の収支）教育の標準モデルを作成した。

また、アメリカでは生活にとって金融がいかに関わりあっているかといった、消費者教育に軸足をおいた「よりプラズマティックな教育」に重点が置かれている。若い世代が金銭についてあまりにも無知の結果、略奪的貸し出しなどの

³ 《 Federal Reserve Bank 》連邦準備銀行。米国の連邦準備制度において、全国 12 の連邦準備区に 1 行ずつ設けられており、連邦準備制度理事会 (FRB ; Federal Reserve Board) の統括のもと、紙幣の発行などを行う。各区の市中銀行に対して地区ごとの中央銀行としての役割を果たす。1913 年設置。連銀。地区連銀。

⁴ (米国)技術審査官評議会

⁵ Jump\$start Washington is a nonprofit coalition created to promote the need for financial education in Washington State. We provide teacher training seminars, special events for students and reach citizens throughout the state. Our members include individuals, public and private organizations, educators, and non-profit associations – each passionate about making change and advancing our goal to:Jump\$start

犠牲になったり、クレジットカードの使用を誤ったり、さらに高齢化社会の到来、金融の技術革新やグローバル化、貯蓄率の急速な低下といったことがあり、学校での金融教育の必要性が強調されるようになってきた。現在アメリカでは「経済・金融教育は、すべての国民にとって、豊かな人生を送る上での必要不可欠なものである」という認識の上に、金融教育の主眼を貯蓄増強に置こうとしていることに特徴がある。その背景にはアメリカは 1929 年に株の大暴落が起り、4 人に 1 人が失業するという大不況に襲われた。この大暴落は金融に関しての専門家が原因になったものであって、何も関係のない多くの市民に多大な損害を与えた。この事件をきっかけに、金融業界では「金融教育」ということに重要性を感じ、いわゆる国民教育を始まることになった。その政策として、それまで新しく上場する株式を宣伝する新聞記事は完全にプロ向けであったが、株式のメリットやリスクといったデメリットなどを一般の人に知らせるような広告を行い、1974 年にはエリサ法というかたちで、年金を巡って受託者はその責任において労働者や委託者に経済や金融の情報を提供しなければならないということを定めた。そして 1980 年代以降、消費者団体等が受けつける金融取引に関する苦情相談が増加したことなどから、金融・経済分野の消費者教育の必要性、重要性に対する認識が高まった。1980 年代後半からは、これらの教育を提供するための NPO を立ち上げることを推進するようになった。1994 年に、幼稚園から小学校でも「アメリカ人は経済教育を受ける権利と義務がある」と教育法で制定した。

イギリスは、金融サービス庁 FSA (The Financial Services Authority) という金融機関の監督当局がある。1997 年に中央銀行の銀行監督権限を移管するかたちで発足、2000 年に成立した金融サービス市場法により現在の体制が整備された。イギリスでは、それ以降 FSA が中央銀行や財務省など他の官庁や民間金融機関、民間団体と連携し金融行政を担っている。「庁」と付いているが金融機関の会費で運営されており民間団体に区分されるが、理事長等は国が任命するなど強い公的性格を有している。FSA 設立の契機となったのが 1989 年のイギリスにおける金融ビックバンである。規制緩和を中心とした金融制度改革の一環として行われ、消費者に新たな金融システムへの対応を促すために金融教育が行われ始めた。FSA の金融教育活動は主に消費者向け刊行物の発行・配布

やウェブサイトによる情報の発信など、広報活動が中心となっている。さらに、金融サービス市場法は金融に関する消費者教育の指針を明確に定めており、その指針の沿った活動、他の官庁・民間団体等との連携を行っている。しかし、2010年6月イギリスのオズボーン財務相はロンドン市内での演説にて、FSAを2010年に解体、権限をイングランド銀行に集約すると発表した。金融危機の再発防止と金融システムの安定化に向け、金融行政の広範な権限を中銀が持つべきとの判断である。これは、2007年からの金融危機において、FSAを中心とした組織間の連携不足が危機拡大の要因であるとし、発足したばかりの新政権の公約を具体化するものであった。今後、この改革案が実行された場合、以前の金融ビッグバンの際金融教育が実施されることになったように、イギリスの金融教育に大きな変化が起きる可能性が示している。

こうして海外と比較してみると、アメリカには日本における金融広報中央委員会のような政府・中央銀行主導の金融教育の中心的組織は存在せず、NCEEやJump \$tartといったNPO法人が中心となっている。逆を言えば、日本には金融教育に関してこのような確かな実績やノウハウを持った発言力のあるNPOは存在せず、なおかつアメリカの金融教育の構造にあるような政府とNPO、企業とNPOといった、横の繋がりでの連携関係は、見習うべき点であるといえる。

20 第4節 イギリスにおける金融教育

次にイギリスは日本の金融教育の構造と似ている。これは、イギリスのFSAが日本の金融監督庁（今でいう金融庁）のモデルとなったという経緯があるからである。だが、その内容は異なる。イギリスが主に広報活動が中心となっているのに対して、日本は教育することに念頭を置いている。また、FSA主導により金融教育の指針を定めることが出来るという点は、金融教育の主体の地位向上という意味で見習うべきといえる。

第5節 今後の日本の金融教育

以上をみてきたように、現在の日本は政府・民間金融機関などを主として金融教育を推し進めてきたが、「必要性を感じる」という意見が多い中、そこまで

成果をあげられていない。金融教育を実施するのにあたって、日本は英米と比べて実施しにくい環境であり、そのほかの問題も出てくる。日本で金融教育を根付かすには、まず、教える立場の人（教員等）が金融に対して理解することが必要だと考える。今後の日本は、英米の金融教育を参考にしながら、金融教育を教えられる教員の育成に力を入れていくのが重要だと言える。

10

15

20

25

30

第3章 求められる株式公開環境の整備

第1節 遠い存在の発行市場

発行市場は、証券を発行する企業側にとって事業拡大や新たな事業をする時に、資金調達をするために欠かせない場である。しかし、一般投資家は流通市場の株価やディスクロージャーといったリアルタイムな情報に比べ、発行市場の IPO や公募増資の情報と比べるとあまり意識は高くないように思う。投資家にとって発行市場は流通市場に比べ、遠い場所になっている。投資家が求める高成長・高配当・高利回りといった株式や債券を流通市場に供給する仕組みとして、発行市場にもっと目を向ける必要がある。¹ 発行市場を活性化させるために IPO や公募増資、中堅企業やベンチャー企業への支援は力をいれていく必要がある。以下ではその現状と課題について議論を進めていきたい。

第2節 不足している IPO 人材

IPO は新規株式公開と呼ばれ、上場することにより、投資家も株の売買ができるようになる。

2013年、日本の IPO 企業数は、前年を10社上回る58社だった。これはリーマン・ショックが発生した2008年の49社を上回り、2009年以降4年連続の増加となった。2013年3月に TDB²が市場関係者や支援機関に取材した際には、2013年の IPO は「60~70社程度」という意見が大勢を占めていたが、『TDB REPORT121号』参照)結果として、IPO 企業数はその水準近くまで達した。2000年代前半の IPO 企業数は100社を超える水準であったことに比べると、まだ低水準ともいえるが、確実に回復基調にあるといえる。

¹ 日本電子計算株式会社 HP 発行市場の現状と問題点、そして今後の可能性を考える (参照) 11月1日アクセス

(<https://www.jip.co.jp/report/detail.php?report=00104>)

² TDB (帝国データバンク)

IPO 企業数が増加した背景としては、アベノミクスにより相場環境が急速に改善したこと（国内株式市場にリスクマネーが戻ってきたこと）がまず挙げられる。国内外の機関投資家に加えて国内の個人投資家が売買代金を増加させ、市場取引が活性化し、東証市場 1 部では売買高、マザーズ市場では売買高・売買代金ともに過去最高を記録（内国株式）。こうした市場好転を受け、リーマン・ショック前後から準備を進めながら時期をうかがっていた企業が IPO に踏み切った面もある。

その一方で、市場関係者や支援機関が IPO への推進活動を強化してきたことも見逃せない。日本取引所グループでは、近年、統合前からプロジェクトとして全国各地で IPO セミナーを実施。また、証券会社をはじめとした支援企業でも営業部門を拡充させ、PR 活動を積極的に行ってきた。IPO 企業数の増加は、そうした取り組みが機能した。

アベノミクスによる経済成長への期待感から、2013 年の株価は回復傾向で推移した。新興市場にも明るさが見えはじめ、IPO を取り巻く環境は好転した。これを受け、中堅・ベンチャー企業で新たに IPO を検討する機運が高まると同時に、上場準備を中断していた企業が準備を再開する動きもある。

そのため、2014 年の IPO 件数は増加傾向で推移すると見込まれる。すでに 3 月にはジャパンディスプレイ、日立マクセルが上場。さらに西武ホールディングスの上場が承認されるなど、中堅・ベンチャー企業のみならず大手企業の上場も相次いでいる。³

そして、さらに IPO を促進させるため、IPO におけるデメリットを小さくしていかなければならない。次は、IPO のメリットとデメリットについてみていく。

³ TDB REPORT 中小企業の資金調達 2014 TDB 景気動向調査 11 月 1 日アクセス

http://www.tdb-di.com/tdbreport/image/sample_4.pdf

(1) 株式公開によるメリット

- ① 再び資金調達しやすくなることや知名度の向上により、優秀な人材の確保が可能。
- ② 規程の整備・運用を通じて、不正・誤謬を防ぎ、リスクを意識した体制が実現し内部体制が充実していく。
- ③ 新規顧客の増加、販路の拡大。

(2) デメリット

- ① 株式公開準備の際に手間がかかることや株式公開準備のための負担が大きい。
- ② 内部統制充実のための内部管理体制確保にコストがかかる。
- ③ 上場企業は株主からの期待に応えなければならず、短期で結果を出すことが求められ、経営が左右されやすい。
- ④ 買収されるリスクが高まる。

こうしたメリットとデメリットなどを考慮して、メリットがデメリットを上回った場合に上場するが、すでに上場している企業でも株式公開のデメリットがメリットを上回れば、資本市場からの撤退を選択する企業も出てくることとなる。また、質の高い経営をしている会社でも、上場準備を任せられる人材がいなかったために、最悪、断念というケースもある。したがって、IPOに特化した人材の育成や支援を強化し、IPO人材を増やさなければならない。また、メリットがデメリットを上回るようデメリットを小さくする必要がある。投資家は株価を見て一喜一憂するのではなく、企業が何を目的に経営しているのか、何のために資金調達をするのかを理解することが必要となる。投資家の意識が変わることにより、企業が短期で結果を出さなければならないというデメリットが改善されるのではないかと私は考える。

25

第3節 企業と投資家の違い

公募増資は企業が新株発行により資金調達を行う方法で、企業が新株発行をする時に、(増資する時) 不特定多数の一般投資家を対象に株主を募集し、取得の申し込みを勧誘することをいう。通常、公募増資の目的は、新規事業や設備投資などの資金を広く一般投資家から集めることであり、同時に株主層の拡大

30

や株式流通量の増加というメリットもある。公募増資における多数は 50 名以上の投資家のことをさし、特定の相手に対して株式を発行する場合は第三者割当と呼ばれ、区別される。一般に払込金額は、時価より多少低めとなることが多く、株価が上がっている時に行われる公募増資では、株式の量が増えること

5 による需給悪化懸念はあまりクローズアップされないが、取引量が少なく、株式相場が低調な時に行われる公募増資では、需給悪化懸念がクローズアップされて株価が大きく下落してしまうこともある。⁴

公募増資をした場合、投資家への配当金が分散して少なくなることや株価の価値が下がってしまうことなどの理由から、基本的に株価が下がってしまう。

10 しかし、企業側からすると事業拡大や新事業を展開するための資金調達として発行している。そのため、公募増資をした際に投資家と企業とのすれ違いが生じてしまう。こうしたことにより、企業の資金調達と株主の利益は一致しないことが多い。公募増資は財務体制を強化するために必要なことであり、悪いことではない。しかし、公募増資をした際、既存株主は損をしていると感じることが多いため株価が下がってしまう。原則として、取締役会の決議で株式の発行は可能となるので、一定の割合を超える株式を発行する場合には株式総会決議を義務付けるなどの制度を作り、企業と投資家の思惑を一致させる必要がある。

15

⁴ SMBC 日興証券 HP 初めてでもわかりやすい用語集 11 月 1 日アクセス
<http://www.smbcnikko.co.jp/terms/japan/ko/J0332.html>

第4節 高い基準は投資家を守るために

上場するためには一定の基準が設けられており、その基準を満たすと上場できる。主に、資産や利益の額、株式数などに一定の数値が決まっており、経営管理の体制など公開する会社としてふさわしい経営内容であるか、厳しくチェックされる。上場の基準は高く、厳しいものではある。しかし、その基準を満たし、上場したということは認められたということにつながる。有望な人材の募集や金融機関からの信用が上がり、銀行からの融資を受けやすくなるなど、上場する前より楽になるはずである。また、資金調達がしやすくなり、上場後は株価が上がる。このように信用されるのは、厳しく基準を設けることにより市場の秩序が守られているからだ。上場の基準が高いことにより、投資家も安心して投資できる環境になっている。しかし、近年では上場基準緩和の動きが見られる。これにより、企業は資金調達しやすくなり、成長していくが、投資家の安全は下がってしまう。上場基準を緩和するのではなく、このような高い基準をクリアできる企業を増やすためにも、ベンチャー企業や中堅企業への支援に力を入れるべきではないかと考える。

第5節 発行市場において欠かせないベンチャー企業

まずはベンチャー企業についてふれていく。発行市場において、このベンチャー企業への支援は欠かせない。ベンチャー企業は独自の技術や製品で急成長していく企業のことをいい、大手企業が新技術や新製品を開発したような場合には、ベンチャー企業とは呼ばない。新しく作られ、創業からあまり時が経っていない企業に対して用いる。情報化社会の急速な進展で、情報通信に関連した分野では、周辺機器・ソフトウェアの開発・情報提供サービスなど、数多くのベンチャー企業を輩出している。以前は、創業間もない企業は信用力がなく、金融機関からの融資が受けにくかったため、設備投資や研究開発資金に困り、ビジネスが立ち遅れるケースがあった。しかし最近では、資本市場から資金調達を行うために、株式公開を目指す企業が増えてきている。また、そして、有望なベンチャー企業を選んで出資するベンチャーキャピタルやエンジェル投資家も増えてきているが、そうした反面、問題もある。

第 6 節ベンチャー企業を後押しする存在

エンジェル投資家の大半は、自分自身がかつて起業した起業家であり、彼らが成功を取めた後、その資金を使い創業間もない企業を支援している。エンジェル投資家は、リスクは大きい自分が支援した企業が成功すれば、リターンは倍以上になって返ってくる。支援した企業は、成長した場合に多大な資金が生まれる。最近では、資金調達の方法として自己資金や銀行からの借り入れだけでなく、エンジェル投資家からの資金提供も増えてきている。また、2008年にはエンジェル税制が導入された。この制度により、ベンチャー企業への投資を促進する動きがみられる。

5 一方、ベンチャーキャピタルは将来性の高い企業に出資する投資会社だ。出資するだけでなく、役員を送り込むことや、コンサルティングを行うなどして経営の手助けをしている。上場前の株式の引き受けも行う場合が多く、上場準備にも参加したりする。企業がうまく上場すれば、上場後は市場で株を売却して利益を得る。そして、起業側はこうした点を踏まえて、どちらが適しているか見極める必要が出てくる。

15 また、ベンチャー企業への支援が順調に思えたが、金融庁が今年 5 月 14 日に発表したファンド販売規制が業界に衝撃を与えている。理由は誰でも勧誘できる制度を悪用した業者の存在である。国民生活センターによれば、投資経験の乏しい高齢者に「必ず儲かる」と勧誘したり、リスクを十分に説明せずに出資契約を結ぶケースが続出しているという。プロ向けファンド業者に関する相談件数は 1518 件に上り、3 年前に比べて約 10 倍に増えている。こうした消費者トラブルが相次いだことを受けて金融庁はプロ向けファンドの販売先を「適格機関投資家と一定の投資判断能力を有すると見込まれる者」に限定する改正法を公表した。だが、改正法により「エンジェル」をはじめとする、個人投資家からの出資のハードルが高くなることが問題である。磯崎氏らが提出したパブリックコメントでは、小規模独立系の VC はエンジェルからの出資に一定割合を依存しているが、今回の改正案はエンジェルの出資が要件を満たさないことになるおそれがあると指南。

25 その結果、独立系の VC の投資活動が阻害される可能性があるとして「ただ
30 できえ少ない日本のエンジェルの活動が、形式的な要件でさらに制限されてし

まうことは、日本の今後の成長戦略にも大きな足かせになってしまいかねない」とエンジェルの重要性を訴えている。⁵

- 日本はただでさえ、欧米などに比べ起業家が少ないといわれている。その起業家を後押しする制度がようやく整ってきたばかりだ。また、VC やエンジェル投資家の役割は大きく、各国に比べ遅れていて、ここで足踏みすることは避けなければならない。したがって、問題が発生する可能性が低いと考えられる投資家については、規制の対象から外すなど、さらなる見直しが必要だと考える。日本のベンチャーなどに対する歴史が浅いことが浮き彫りとなったような法律だが、早急に改善し、信頼回復をすることが、ベンチャー企業を活性化させるためにも必要なことである。ベンチャー企業などを活性化させることに成功しても、問題が起き、信用を失っては全体的にあまり成功したとは言えない。したがって、促進させる動きをする際は、大きな問題が出る前に素早いケアが大切になってくる。そして、市場を活性化させるためにお互いの信頼性は重要になってくる。その信頼性を守るためにも、小さな問題を見過ごさず、大きな問題になる前に改善することが必要である。日本は次に進むために、ただ活性化させるためのシステムを作るのではなく、不備が起きた際に改善する環境作りをしていくことが求められる。

⁵ 東洋経済 ONLIN HP ベンチャー騒然、ファンド規制の衝撃 11月1日アクセス
<http://toyokeizai.net/articles/-/39905>

第 7 節 中堅企業への支援拡大の重要性

次は、もう 1 つの中堅起業についてみていく。証券市場を育成していくためには中堅企業の存在とその支援が極めて重要である。間接金融だけでなく直接金融を活用している大企業とは違い、銀行からの借入に偏っている中堅企業は証券市場と隔絶されてしまっている。でも、実際に大企業に近い規模の中堅企業が存在している。では、なぜそれほどまで規模を大きくできたのか。そして、その中堅企業が大きくなっていった要因には、地域の存在が大きい。中堅企業の強みの 1 つとして、顧客との距離が近いことが挙げられる。また、中堅企業は従業員と経営者の距離も大企業に比べ近いため情報伝達のスピードが速く、改善点が見つかった場合にすぐ動けることが特徴である。

地域との関係が大きい中堅企業にとって、地域の活性化は会社を発展させるためにも取り組まなければならない。問題は多くの若者が大企業を求め地域を離れて行ってしまうことである。若者の流出は地域の衰退と中堅企業の人材不足に繋がっていく。したがって、中堅企業は積極的な情報発信が必要だ。中堅企業は待っていても人材が集まる大企業とは違うため、自ら呼びかけることが求められる。新卒の学生を採るために学校などでセミナーを行い、学生に理解してもらうシステムが必要である。中堅企業の活性化は地域の活性化にも繋がるので、地方自治体も協力していく必要があると思う。地域と中堅企業が、お互いに信頼関係を築いていくことで、成長できる中堅企業が出てくるだろう。地域を軸に発展した中堅企業が、次のステップとして証券市場を通じて資金調達できる環境作りが重要である。したがって、こうして地域を軸に発展していった中堅企業へ証券市場を意識させることが必要である。そのために、上記にある IPO や公募増資の問題点を改善し、上場のサポート体制の充実などで市場のイメージを上げることが、中堅企業の証券市場への参入に繋がると考えられる。

第4章 市場の信頼をえるための企業のガバナンス改革

第1節 証券市場活性化に向けた市場の信頼性の重要性

近年、市場における不祥事が相次ぐ中でコーポレート・ガバナンスの在り方が注目されている。企業価値向上に向けた行政の取り組みとして委員会設置会社が設立可能となった点、インサイダー取引対策やガバナンス向上を目的としたディスクロージャー制度の導入などが挙げられる。証券市場を活性化させるためには市場の公平性・透明性を基礎とした高い信頼性が求められるため企業不祥事の未然防止や不祥事発覚後の迅速な対応が求められる。この章では上記の二点について着目して展開していく。

10

第2節 委員会設置会社の選択意義

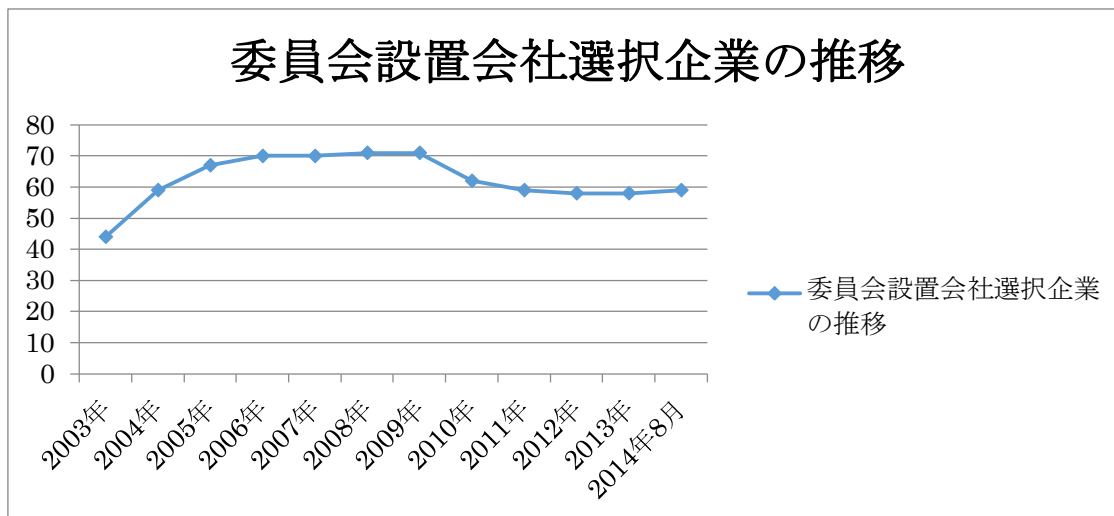
日本では委員会設置会社が選択可能となりおよそ10年経過するわけであるが、いまだ日本で採用している企業は少ない。設立可能となった2003年より3年間は順調な伸びをみせていたが2006年以降は、ほぼ横ばいまたは減少傾向にある。(資料1参照)委員会設置会社の大きな特徴は取締役会の過半数が社外取締役により構成されており、取締役による経営の監督、執行役による業務執行を明確に分離することにより経営の合理化を図るものである。上場会社による社外取締役選任を義務づけている代表的な国としてアメリカ(上場規則)、韓国(商法)が挙げられる。一方義務づけていない国は日本の他、イギリスが

20

25

¹ 『日本経済新聞』2014年8月4日記事参照

資料 1



出典 『日本取締役協会 委員会設置会社リスト（上場企業）』を参考に作成
(www.jacd.jp/news/gov/jacd_iinkaisecchi.pdf)

5

第3節 日本の企業文化との相違

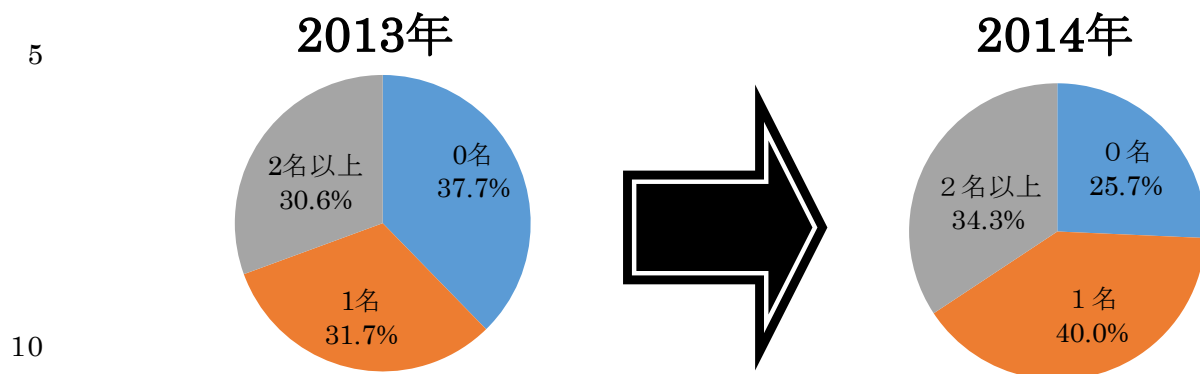
委員会設置会社において社外取締役は各委員会の過半数が必要とされているため、これまでの日本の企業文化から多数の社外取締役の確保が難しい現状にある。東京証券市場の2014年6月17日に発表された一部上場企業による社外取締役人数の内訳では、0名～1名が全体の約65パーセント占めている。前年と比べても0名の割合が減り、徐々にではあるが社外取締役による経営トップの監督が重要視されてきたように思える。(資料2参照)しかし日本の場合、社外取締役の兼務が多く十分に経営トップの監督が行われていない現状にあり、社外取締役とは名ばかりであるケースが多数存在する。つまり株主総会での説明責任への対策として社外取締役を選任しており、本来の目的を果たせていない現状からも日本企業における社外取締役の在り方について疑問を残す現状にあると言える。

日本では年功序列賃金や終身雇用制度に代表されるような日本的経営で繁栄を築いてきた。また経営者支配による株主総会の形骸化などにより、経営トップは企業において絶対的な位置づけにあると言えるだろう。

経営トップの視点から考えてみれば、委員会設置会社の選択により指名・報酬委員会への抵抗感が強いいため、委員会設置会社の選択に踏み切らない。これ

までの日本の企業文化から人事と報酬の決定権が権力の源泉だと考える社長が多いためだといえる。

資料 2 社外取締役人数の内訳（市場第一部）



出典 『株式会社東京証券取引所

東証上場会社における社外取締役の選任状況<確報>』を参考に作成

(<http://www.tse.or.jp/listing/yakuin/b7gje6000000jc8k-att/b7gje6000004qeg.pdf>)

15

第 4 節 日本における企業価値向上の取り組み

日本の上場企業は社外取締役の選任を義務づけていないという点が挙げられるわけであるが、それはイギリスも同じことが言える。イギリスではコーポレート・ガバナンスへの議論は盛んであり、企業の信頼性向上に向けた取り組みが世界的にも進んでいる。そこで日本も日本版スチュワードシップ・コード、日本版ガバナンスコードの導入により企業価値を向上させていく取り組みが行政により議論されている。

イギリスにおけるコーポレート・ガバナンスコードは企業で既に行われている業務慣行を基とされており他の企業が追随しやすい規範となっている。またコーポレート・ガバナンスコードを上場規則、スチュワードシップ・コードを業務行為規定、つまりソフトローに法令上で位置づけを与えることにより公的な意味づけを行っている。

市場と企業の信頼性を考えた場合、金融商品取引法に代表されるようなハードローを順守することは大前提として挙げられるが、むしろ強制力のないソフトローにおいて、企業が投資家と向き合う事が大切であるとともに現在の証券

30

市場において企業が求められていることではないだろうか。また市場は信頼性向上のためにガバナンス強化等をソフトローで定めることにより経済状況に応じた迅速な対応が求められることとなる。

5 第5節 諸外国によるガバナンス強化の取り組み

(1) アメリカ

① 1970年代

生命保険会社・年金基金の株式市場に参入するようになると共に、証券取引委員会（SEC：Stock Exchange Committee）も、株取引手数料の固定制を撤廃・被用者退職所得保証法（ERISA）などによる金融緩和により機関投資家が積極的に市場参入できる条件が整備された。

② 1980年代

機関投資家が、企業買収の担い手として活動するようになる。企業買収が盛んになる中、経営者は、短期的な株価の向上を念頭において行動するようになる。この動きは、ストック・オプションによる経営者への報酬支払いが従来にも増して重視されることによって、より一層、強化されることとなった。またエイボン・レターによってそれまで禁じられていた議決権行使を認め、企業年金は株主の利益を代表する社外取締役を取締役に送り込むこととなり、株主利益の実現を迫る動きも見られるようになった。

③ 2000年代

エンロンやワールドコムなど上場企業の会計不祥事により 2002年にサーベンス・オクスリー法（SOX法）やリーマン・ショックを受けて2010年に成立したドット・フランク法（DK法）に代表されるような大幅な法規制の強化が行われた²。

(2) イギリス

① 1991年

長く続く不況と上場会社の不祥事が相次いだことからコーポレート・ガバナ

² 労働政策研究・研修機構 “第一部アメリカ法制と実態”、15-19頁、
(www.jil.go.jp/institute/reports/2007/documents/088_01.pdf)
(2014年11月1日アクセス)

ンスに対する改善の議論が交わされ、キャドバリー委員会設置。

② 1992年

5 最善慣行規範を含む委員会報告書を公表。報告書では取締役、非業務執行役、業務執行取締役等、等について行動規範を示した。発表後、ロンドン証券取引所は上場規則に採用し、上場会社が遵守しているかについて年次報告書に開示を義務づけている。

③ 1995年

10 民間企業の取締役報酬が法外に高額であるとの批判を背景にグリーンブリー委員会設置。報告書で、役員報酬制度の明示や適正な運用に関する行動規範が示された。

④ 1998年

キャドバリー委員会の後継委員会として設置されたハンペル委員会が報告書を公表。同時に、キャドバリー・グリーンブリー両報告書にハンペル報告書を追加した形で総合規範を公表した。

15 ⑤ 2000年以降

2003年に改正統合規範発表。取締役会の独立性の明確化、各委員会の構成員についても議論された。また2009年にウォーカー委員会委員会により報告書が発表され取締役会議長およびすべての取締役は毎年再任手続きを行わなければならなくなった。また取締役議長と非業務執行取締役の報酬についても規定を設けた。

ウォーカー委員会報告書が統合規範の改正に受け継がれ、2010年、統合規範からコーポレート・ガバナンスコードへと名称を変更。ソフトローによる規制を踏襲し、上場会社に対する強制力も統合規範と同等の市場整備を行った。³

25

第6節 企業・行政の双方の取り組みの必要性

これまで①委員会設置会社導入状況からみる企業文化の違い②日本における

³ 坂本恒夫 大阪良宏 (2012) 『現代企業論 第3版』同文館出版、179-184頁

ガバナンス強化の取り組み③ガバナンス強化の諸外国の取り組みを考察してきた。このことから証券市場の信頼性回復においては行政の制度上での取り組みが重要となってくるといえるだろう。次節から以上の点を踏まえた上で企業・行政双方の信頼回復に向けた具体的取組案について考えていこうと思う。

5

第7節 信頼回復に向けた具体的取組案

(1)内部告発制度の強化

①内部告発制度により期待できる企業価値

10 企業不祥事発覚のきっかけとして主なものは①役職員による通報・告発、②社外の者(取引先や競合他社等)による通報・告発、③内部監査等による発見、④税務署や監査法人等による指摘などがある⁴。不祥事を起こすものは、前にも述べたが不祥事を隠蔽することが十分に考えられるため、やはり企業内部での告発制度が大きな意味をなしてくると言えるだろう。内部告発制度を充実させることにより得られるメリットは、会社不祥事の発見ということはもちろん

15 であるが企業不祥事の事前抑制にも効果がある。内部告発制度がうまく機能していることにより、役職員には「不正を行ってもばれてしまう」と感じ、不正行為に及ぶことをためらうであろう。このことにより、日本企業の信頼は一層高まり、企業価値の向上につながる。

②内部告発制度整備の必要性

20 日本での内部告発の保護は、主に内部通報者や内部告発者に対する解雇や不当な人事処分を制限することによって行われている。具体的には公益通報者保護法がこれにあたる。公益通報者保護法は、一定の要件を満たす場合に、公益通報を行った労働者に対する解雇を無効とし、解雇以外の不利益な取扱いを禁止している。

25 しかし内部告発を理由にした解雇や降格、減給などを事業者に禁じているものの罰則規定はなく、不利益を受けた人は裁判に訴えない限り泣き寝入りになってしまう。消費者庁が昨年公表した内部通報・相談経験者への調査では、解

⁴朝日新聞 DIGITAL 法と経済のジャーナル 日米における内部通報・内部告発の奨励・保護制度 (<http://judiciary.asahi.com/outlook/2014052900002.html>) (2014年10月30日アクセス)

雇された人は7%、不利益を受けた人と嫌がらせを受けた人はともに21%(複数回答)に上ったとされている。さらに同法は退職者へは適用されない点など十分な告発者保護へはいたっていない。⁵

(2) 証券市場での公平な取引を促すための企業による説明責任

5 ①企業の説明責任に求められるもの

企業は投資家へ適時・公平・公正な説明が求められる。情報の非対称性が生まれている市場においてこれはとても重要なウエイトを占めると言えるだろう。具体的にはディスクロージャー、適時開示、IR活動がある。

10 企業の説明責任の目的として、株主と企業の情報の非対称性を緩和する目的が挙げられる。市場での本来の目的は不特定多数の投資家から資金の調達を図ることである。ここで重要なことは不特定多数ということであり、決して、限られたプロの投資家だけを対象としていないという点である。今日のディスクロージャー制度は日々変化しつつあるものの本来の目的を見失いつつあるといえるのではないだろうか。

15 ②投資家の自己責任原則とディスクロージャー制度

20 金融商品の取引において投資家は自己責任原則を負っている。自己責任原則は金融商品取引において被った損失を自ら負担するという原則である。つまり投資家の金融商品への知識は関係ないのである。このため株式を購入するにあたり金融商品取引業者が介入してくるわけであるが、投資家側は自らの資産を自らのリスクで第三者に委ねることができるか疑問を感じるところである。確かに最終決定権は投資家側に委ねられているわけであるが、それが市場においての公平・公正な取引になる保証はない。

25 例えばディスクロージャー制度の充実として連結ベースでの情報開示が進められているが、証券会社、機関投資家等の投資のプロはディスクロージャーにおいて企業情報を効率的に収集することができるかもしれないが、果たして一般投資家の情報収集効率化も図られたといえるだろうかなど、ディスクロージャー制度はプロ向けだという点が否めない。適時開示、IR活動も同じことが言

⁵ 毎日新聞のニュース・情報サイト 社説:内部告発者保護 不利益扱い防ぐ制度に (<http://judiciary.asahi.com/outlook/2014052900002.html>) (2014年10月30)

えるのであろう。

ディスクロージャーを行うことが情報の非対称性を緩和することにつながるわけではない。開示を受ける側、つまり投資家が理解することで情報の非対称性が緩和されるのである。このことを今一度考えなおすべきであろう。

5 ③企業の説明責任が証券市場活性化求められること

これまで企業の説明責任をディスクロージャー中心に考察してきたが決してディスクロージャーを批判するものではない。ディスクロージャーなどはプロ側には貴重な情報源であり、インサイダー取引などの不祥事の防止にも繋がっている。この節で述べたいことは、どこかで一般投資家が参入しづらい制度になっていないかということである。

10

証券市場において一般投資家にはどのような情報が求められているのか、それを明確に伝える手段はどうあるべきかなど今一度、一般投資家の参入しやすい土壌作りが行政には求められる。

15

20

25

30

おわりに

これまで投資家、機関投資家、企業、それに伴う行政の取り組みについて考察してきたが、世界三大市場を持つ日本はさまざまな取り組みで遅れをとっている現状が明らかとなった。初めにも述べたが証券市場活性化において投資家、

5 企業、双方の信頼性の確立が極めて重要である。日本では委員会設置会社を取り入れている企業が少なく、経営トップの監視が十分に行われていないことや企業の説明責任が一般投資家へ向けて不十分である。そのために、ガバナンスの強化や企業の説明責任が一層重要となる。また、発行市場ではエンジェル投資家や VC によるベンチャー企業への支援がなされてきたが、改正法により足

10 踏み状態にあるので見直す必要がある。機関投資家は一般市民や一般の投資家からの投資によってなりたっているため、そうした人々からの信頼を得なくてはならない。そのためには、スチュワードシップ・コード制度による情報の的確性が必要となってくる。金融教育では政府と民間金融機関などが主として積極的に活動してはいるが、なかなか根付いてはいない。投資家サイドからは金

15 融教育の充実と、機関投資家の信頼性をいかに確保するかが重要であり、企業側からは企業のガバナンス向上、エンジェル投資家、VC など我々が議論した取り組みが実現するのならば証券市場の活性化が現実のものとなるのではないだろうか。

参考資料

- 金融広報中央委員会
- 5 (<http://www.shiruporuto.jp/about/us/katudo/katudo.html>)
- 全日本証券研究学生連盟
- (<http://www.shougakuren.net/2012PDF/KANTOU/H24akisemi/r2chu1.pdf#search='%E6%97%A5%E6%9C%AC%E3%81%AE%E9%87%91%E8%9E%8D%E6%95%99%E8%82%B2%E3%81%AE%E5%AE%9F%E6%96%BD'>)
- 10 ● 株式投資基礎株 (<http://kabu-net.jp/tousika/index.htm>)
- 日本証券業協会
- (<http://www.jsda.or.jp/shiryo/houkokusyo/h20/files/kyouikuchousa.pdf#search='%E9%87%91%E8%9E%8D%E6%95%99%E8%82%B2%E3%81%AE%E5%95%8F%E9%A1%8C%E7%82%B9'>)
- 15 ● マネー辞典 m-Words (<http://m-words.jp/w/CSR.html>)
- コトバンク (<https://kotobank.jp/word/FRB-1586>)
- weblio(<http://ejje.weblio.jp/content/NCEE>)
- JUMP START!
- (http://honyaku.yahoofs.jp/url_result?ctw =sT,een ja,bT,uaHR0cDovL3d3dy53YWp1bXBzdGFydC5vcmcv)
- 20 ● 金融庁 (<http://www.fsa.go.jp/status/index.html>)
- 文部科学省 (http://www.mext.go.jp/a_menu/shotou/new-cs/index.htm)
- 日本電子計算株式会社 (<https://www.jip.co.jp/>)
- 直接金融間接金融
- 25 (http://www.fsa.go.jp/fukukyouzai/nyuumon/pdf/01_02.pdf)
- 中小企業の資金調達 2014 TDB 景気動向調査
- (http://www.tdb-di.com/tdbreport/image/sample_4.pdf)
- 株式公開から上場後の開示支援まで IPO 人材を探す
- (<http://www.jyoujyou.com/index.html>)

- SMBC 日興証券 初めてでもわかりやすい用語集
(<http://www.smbcnikko.co.jp/terms/japan/ko/J0332.html>)
- 5 ● 東洋経済 ONLIN ベンチャー騒然、ファンド規制の衝撃
(<http://toyokeizai.net/articles/-/39905>)
- 労働政策研究・研修機構 HP (<http://www.jil.go.jp/>)
- 毎日新聞のニュース・情報サイト HP (<http://mainichi.jp/>)
- 消費者庁 HP (<http://www.caa.go.jp/>)
- 10 ● 東京証券取引所 HP (<http://www.tse.or.jp/>)
- 日本取締役教会 HP (<http://www.jacd.jp/>)
- 朝日新聞 DIGITAL HP (<http://www.asahi.com/>)
- 坂本恒夫 大阪良宏 (2012) 『テキスト 現代企業論 第3版』 同文館出版
- 『日本経済新聞』 2014年8月4日付け記事
- 15 ● 第一生命 HP (<http://www.dai-ichi-life.co.jp/>)
- 大和総研 金融資本市 (<http://www.dir.co.jp/research/report/capital-mkt/>)
- 厚生労働省 社会保障審議会
(<http://www.mhlw.go.jp/stf/shingi/shingi-hosho.html?tid=163664>)
- 東建コーポレーション株式会社
(<http://www.token.co.jp/ir/nisa/object/index.shtml>)
- 20 ● 野村資本市場研究所 HP (<http://www.nicmr.com/nicmr/index.html>)
- 年金積立金管理運用 独立行政法人 (<http://www.gpif.go.jp/index.html>)
- NRI 日本版スチュワードシップ・コード推進と不可欠な情報環境整備
(http://fis.nri.co.jp/ja-JP/publication/kinyu_itf/backnumber/2014/04/201404_5.html)
- 25 ● NRI 日本版スチュワードシップ・コードへの期待
(http://fis.nri.co.jp/ja-JP/publication/kinyu_itf/backnumber/2013/09/201309_05.html)

- 金融庁 日本版スチュワードシップ・コード

(<http://www.fsa.go.jp/news/25/singi/20140227-2/04.pdf#search='%E6%97%A5%E6%9C%AC%E7%89%88%E3%82%B9%E3%83%81%E3%83%A5%E3%83%AF%E3%83%BC%E3%83%89%E3%82%B7%E3%83%83%E3%83%97%E3%82%B3%E3%83%BC%E3%83%89%E3%81%A8%E3%81%AF'>)

5

- 一般社団法人 生命保険協会 HP (<http://www.seiho.or.jp/>)

- 内閣府 年次経済財政報告

(<http://www5.cao.go.jp/j-j/wp/wp-je08/08b02050.html>)

10