

平成 27 年度「証券ゼミナール大会」

第 6 テーマ B ブロック

「我が国の証券流通市場の活性化について」

関西学院大学 岡村ゼミナール

目次

	序章	2
	第 1 章 証券市場	3
	第 1 節 証券市場の仕組み	3
5	第 2 節 取引の意義	4
	第 3 節 取引に伴う困難さ	4
	第 4 節 証券会社および銀行と個人投資家間の取引の在り方	4
	第 2 章 証券流通市場	6
	第 1 節 活性化の担い手	6
10	第 2 節 債券流通市場の分析	8
	第 3 節 株式流通市場の分析	12
	第 4 節 株式収益性の分析	16
	第 3 章 家計	19
	第 1 節 貯蓄動機	19
15	第 2 節 リスク許容度	20
	第 3 節 家計のリスクアセット保有	21
	第 4 節 高齢化	22
	第 5 節 投資促進の対象層	25
	第 4 章 提案	26
20	第 1 節 取引所への提案	26
	第 2 節 企業への提案	29
	第 3 節 家計への提案	32
	終章	38

25

30

序章

日本ではバブル崩壊以降、経済停滞が続いた。いわゆる「失われた 20 年」である。2008 年には金融危機が起こり、日本経済に更なる打撃を与えた。こうした中で、個人の金融資産は現預金の形で保有され、証券市場における存在感は非常に小さいものであった。

1996 年、「フリー」「フェア」「グローバル」の 3 原則をスローガンとした、日本版金融ビッグバンと呼ばれる大規模な金融システム改革が行われた。この改革は、2001 年までに我が国の金融市場がニューヨーク、ロンドン並みの国際金融市場として復権することを目標としたものであった。改革の背景として、少子高齢化社会において我が国の経済力を高めるためには、当時 1,200 兆円の個人金融資産がより有利に運用される場が必要であったことが挙げられる。これらの資金を成長産業へ供給していくことが重要であった。

しかし、この改革による成果は小さかった。いまだ家計の金融資産は 52.0% が現預金で占められており、リスクアセット¹の保有比率は伸びていない。一方で、2015 年 6 月末時点の家計の金融資産は約 1,700 兆円にものぼっている。少子高齢化、平均寿命の延びなどの要因から、自助努力の必要性が高まっているため、家計にとって証券市場へ参加することが必要になるだろう。貯蓄の一部が投資へと向かえば、成長産業に資金がまわり、日本の経済力強化に大きく貢献できる。証券市場の活性化が、今後日本の経済力を向上させるうえで大きな鍵になるだろう。

本論では、証券市場の活性化について述べるうえで証券流通市場に焦点を当てる。第 1 章では、証券市場の仕組みについて整理する。第 2 章では、証券流通市場の現状と問題を確認する。第 3 章では、家計に関する分析を行う。そして第 4 章では、証券流通市場を活性化させるための施策を提案していく。

25

¹ 本論では、株式や債券といった収益に不確実性を伴う資産を指す。

第 1 章 証券市場

本章では証券市場の仕組みについて述べたあと、経済学的な観点からの取引の意義・困難さ、証券会社および銀行と個人投資家間の取引の在り方について述べる。

5

第 1 節 証券市場の仕組み

証券市場は、必要な資金を融通するために、赤字主体によって発行された証券あるいは証券が取引される場である。機能面から 2 つに分類することができ、新規に発行された証券を投資家が消化する場を発行市場、既に発行された証券を投資家間で取引する場を流通市場と呼ぶ。

10

証券流通市場はさらに株式流通市場と債券流通市場に分類することができる。

株式が取引される場としての株式流通市場は、取引所市場と私設取引システム(PTS)などの取引所外取引から構成される。取引所市場は日本取引所²、名古屋証券取引所、札幌証券取引所、福岡証券取引所があり、日本取引所には東証一部、二部、JASDAQ、マザーズ、TOKYO PRO Market が存在する。証券取引所の基本的な機能は、市場に需給を集中させることで、需給を反映した適正な株価を発見・決定し、また、効率的な資金配分を実現することにある。そして、証券取引所はこれらの機能を的確に果たすために、売買注文の約定・執行や自主規制業務、市場の監視など多様な業務を行っているのである。

15

債券を取り扱う債券流通市場では、取引所取引はほとんど行われておらず、店頭取引中心となっている。債券は、同一の経済主体が発行したものであっても条件が異なれば別の銘柄となる。そのため、売買内容が多岐にわたることが考えられる。取引内容が複雑であることが多いため、店頭取引が中心となっている。

20

また、証券流通市場において証券会社の役割は重要なものとなっている。証券会社は主に委託売買業務、自己売買業務、引受業務、分売業務の 4 つを行う。

25

委託売買業務では、顧客から委託された注文を代行しており、自己売買業務では、証券業者が自己勘定で売買することで売買差益を得る。

² 2013 年に大阪証券取引所が東京証券取引所グループを逆さ合併し、株式会社日本取引所となった。現在、東証のデリバティブ取引が大阪に一本化されている。

また、引受業務は新規証券発行の総額または一部を買取り投資家へ販売し、販売できなかった場合にその残額を買取る業務である。最後に、分売業務は新規に発行される証券を多数の投資家に売することを目的とした業務である。証券会社は4つの業務を通じ、証券市場において取引しやすい環境を整える役割を担っているのだ。

第2節 取引の意義

証券取引は、企業の視点では、リスクを黒字主体である家計に効率的に移転させる資源配分機能をもつ。また、流通市場での取引が活発に行われることで、発行市場での資金調達も円滑になると考えられる。

一方、資金余剰主体である家計の視点では、証券取引はある時点の余剰資金を運用することで、将来の消費へと移転させる機能をもつ。

第3節 取引に伴う困難さ

証券市場で取引を実行するうえで、様々な困難が生じることが考えられる。

第一に、流動性プレミアムである。流動性プレミアムとは、流動性の低い証券に付加されるプレミアムである。流動性の低い証券は、現金化に必要な時間と費用が流動性の高い証券と比較して余分にかかる。この代償として、追加的なリターンとしての流動性プレミアムが発生する。

第二に、適切な価格形成に伴う問題である。証券市場では、投資家は複数の企業に出会うことになる。情報が完全なものであれば、市場で最も合理的な出会いをみつけることが容易になると考えられる。しかし、現実的には情報は不完全であるため、投資家は企業を正しく評価することができないと思われる。企業と投資家間の情報の非対称性が大きい場合には、価値を反映した価格が形成されにくい。結果として、投資家の市場参加意欲は消極的になりやすい。

以上のような取引に伴う困難を軽減していくためには、流動性の向上や企業のディスクロージャー強化が求められるだろう。

第4節 証券会社および銀行と個人投資家間の取引の在り方

将来の年金に対する不安など資産運用の在り方が見直されているなか、専門

的な金融知識に対するニーズは高まっているといえる。個人投資家が証券会社および銀行に求めるものには、投資家目線での営業姿勢やライフプランに沿ったポートフォリオ作成アドバイスなど、マネーコンサルティング・サービスの提供が挙げられる。実際に、最近の証券会社や銀行の取り組みをみると、個人

5 に寄り添ったサービスの提供が実現されはじめている。歴史的に、証券会社は顧客に頻繁な商品の入れ替えを勧めることで、手数料を収益につなげてきた。銀行も投資信託の販売手数料が重要な収益の柱となっており、顧客よりも手数料優先の販売姿勢が実情であった。しかし、現在では商品販売型から預かり資産の規模を重視する資産管理型へと営業姿勢の見直しが行われている。このよ

10 うに、個人が証券会社および銀行に求めるサービスは実現されつつあるといえるだろう。

次に、証券会社と銀行以外の販売チャネルとして、IFA(独立ファイナンシャルアドバイザー)と呼ばれる金融商品仲介業者についてみていく。IFAは、金融商品取引業者と業務委託契約を結び、契約先の会社が取扱う商品について顧

15 客に説明・勧誘を行う。証券会社や銀行の営業員と異なり、IFAにはノルマがないため、営業方針に縛られずに中立の立場でのアドバイス提供が可能である。しかし、選択可能な金融商品が限られており、かつ所属する金融商品取引業者から媒介手数料等の報酬を受け取るため、真に独立した存在であるとはいえないだろう。

一方で、英国のIFAは、金融機関から完全に独立した個人向け金融アドバイザーとして金融サービスを提供している。プラットフォーム³を利用することで、特定の金融機関との契約による制限をもたず、すべての金融商品を選択範囲とすることができる。さらに、報酬は預かり資産の一定比率が支払われ、顧客の利益がIFAの利益につながるようになっている。そのため、顧客のニーズを反

25 映したポートフォリオ作成や、幅広い投資アドバイスの提供が可能となる。日本のIFA発展を考えていくうえで、英国のようなIFAやプラットフォームのシステムは参考になると考えられる⁴。

³ インターネット上で金融情報サービスを提供し、様々な運用会社の扱う投資信託や個人年金を取り扱う販売チャネルを意味する。

⁴ 米国では、FinTechという新たな金融サービスが参入しており、資産運用アドバイスが受けやすくなっている。日本でも金融庁が整備に乗り出している。

第 2 章 証券流通市場

本章では証券流通市場の分析を行っていく。ここで、本論で述べる活性化を流動性が向上することと定義する。

5 流動性は概念であるため定義することはできないが、取引したいときに容易に取引できる、または、取引したいときに取引機会が十分に提供されている状態を流動性が高いといえるだろう。

分析を行うにあたり、流動性の計測には売買高および売買代金を用いているが、あくまで指標のひとつであり、流動性そのものを示すものではないことに留意していただきたい⁵。

10

第 1 節 活性化の担い手

証券流通市場の活性化の担い手として、保有資産の過半が現預金で構成される家計が引き合いに出される。本節では、なぜ家計に証券流通市場の活性化の担い手となることが求められているかを確認していく。

15 図表 2-1 は 1985 年から 2013 年までの家計の保有資産構成を示したものである⁶。先述したように、家計の資産構成が現預金に偏重していることがわかる。

なぜ、現預金に偏重しているのか。これは家計の金融商品選択基準から説明することができる。図表 2-2 は家計が金融商品を選択する際に重視する点についてアンケートをとったものである⁷。図表 2-2 が示すように、一定の割合で重視されていた収益性は、バブル崩壊後に金融商品の選択基準としての重要性を低下させている。これは、バブル崩壊時に家計が投資に対して負の印象をもったためであると考えられる。家計は投資を避け、安全性が高い現預金を保有し続けることを重視しはじめたのである。安全性重視の傾向が続いたことで、2015 年 6 月末時点での家計金融資産 1,700 兆円のうち、現預金が 883 兆円も
25 の金額を占めている⁸。

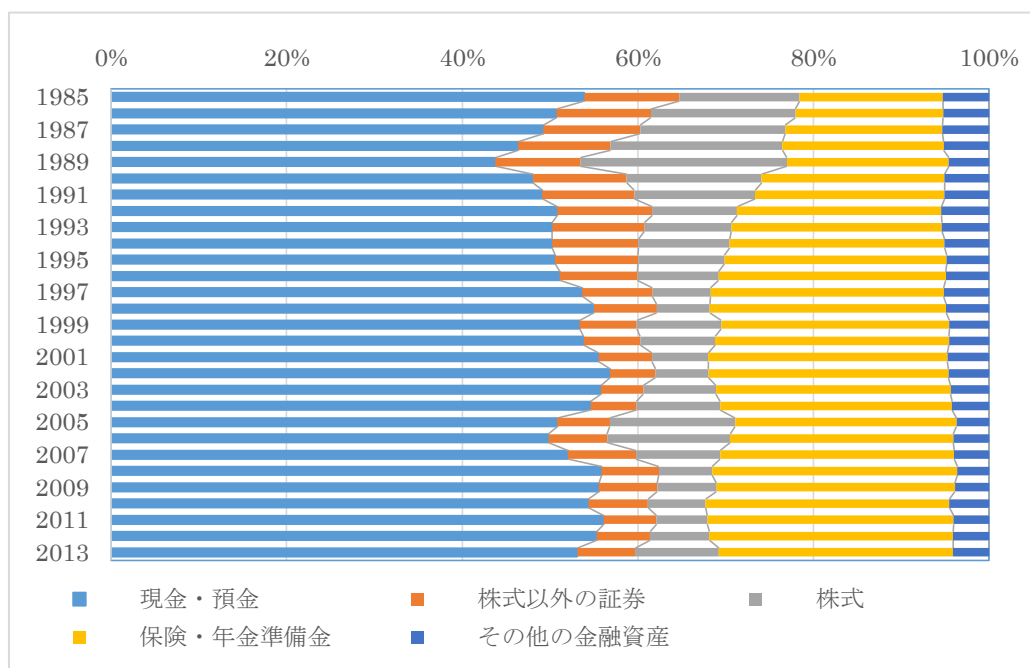
⁵ 流動性はティックデータから計算されるビッド・アスクスプレッドや実行デプスによって計測することも可能である。

⁶ 国際基準(1993SNA)に基づいて推計を行っている。

⁷ 対象は世帯主が 20 歳以上かつ世帯主が 2 名以上の世帯となっている。

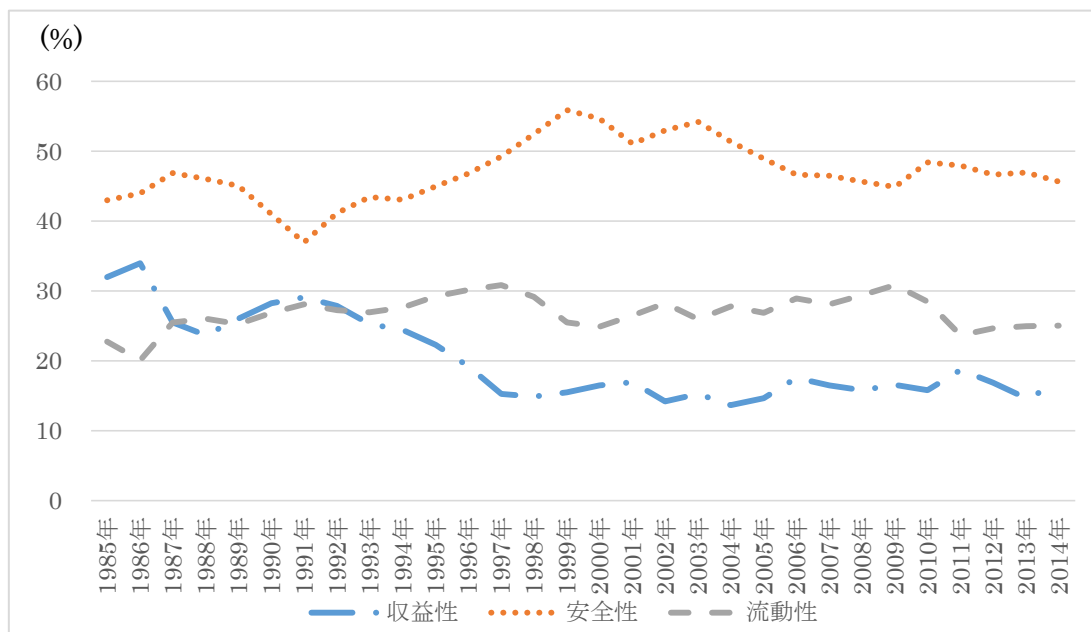
⁸ 日本銀行(2015)「資金循環統計」を参照。

【図表 2-1】 家計の保有資産構成(1985-2013)



出所)内閣府(2013)「国民経済計算」より筆者作成

5 【図表 2-2】 金融商品の選択基準(1985-2014)



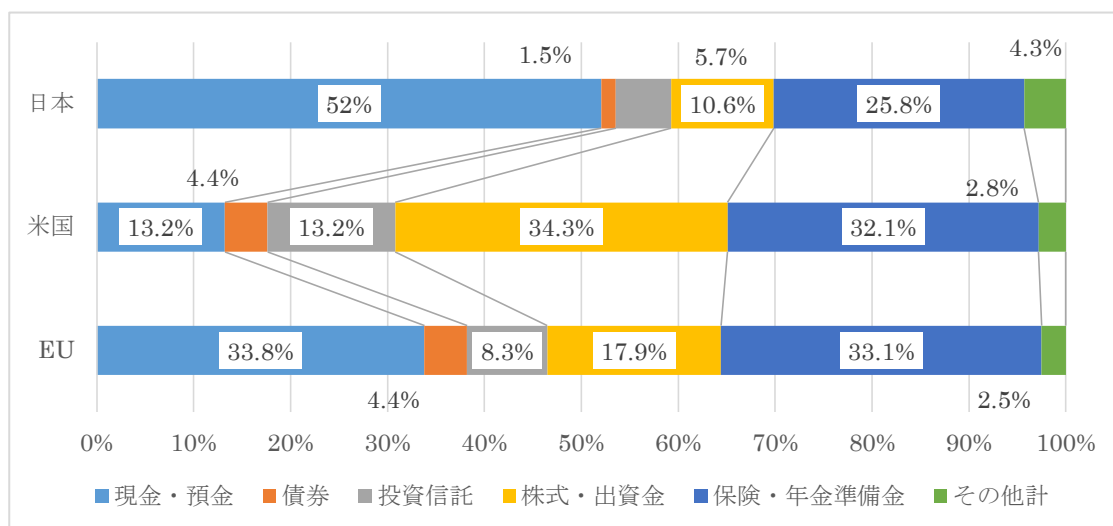
出所)金融広報中央委員会(2014)「家計の金融行動に関する世論調査」より筆者作成⁹

⁹ 金融資産を保有している二人以上世帯を対象にしたアンケート。

883兆円という金額は家計が保有する現預金として妥当なのだろうか。図表2-3は日本・米国・EUの家計における家計資産構成比を比較したものである¹⁰。単純な比較になるが、日本における家計資産構成比で現預金が52.0%を占める一方で、米国13.2%、EU33.8%となっている。また、「債券」「投資信託」「株式・出資金」というリスクアセットの合計比率は日本17.8%、米国51.9%、EU30.6%となっている。

以上より、日本の家計は本来リスクアセットに割り振ってもよい資産を現預金として保有し続けていることが考えられる。すなわち、現預金を883兆円も保有していることは妥当ではない可能性がある。そのため、証券流通市場の活性化の担い手として家計が市場に参加することが望まれる。

【図表 2-3】 諸外国の家計資産構成比比較(日本・米国・EU) (2015)



出所)日本銀行調査統計局(2015)「資金循環の日米欧比較」2頁より筆者作成

15

第2節 債券流通市場の分析

本節では債券流通市場の分析を行う。まず、国債についての分析を行う。

図表2-4は国債の所有者別内訳をグラフ化したものである¹¹。図表2-4が示すように、家計の国債保有率はわずか1.7%しかない。家計が国債をわずか

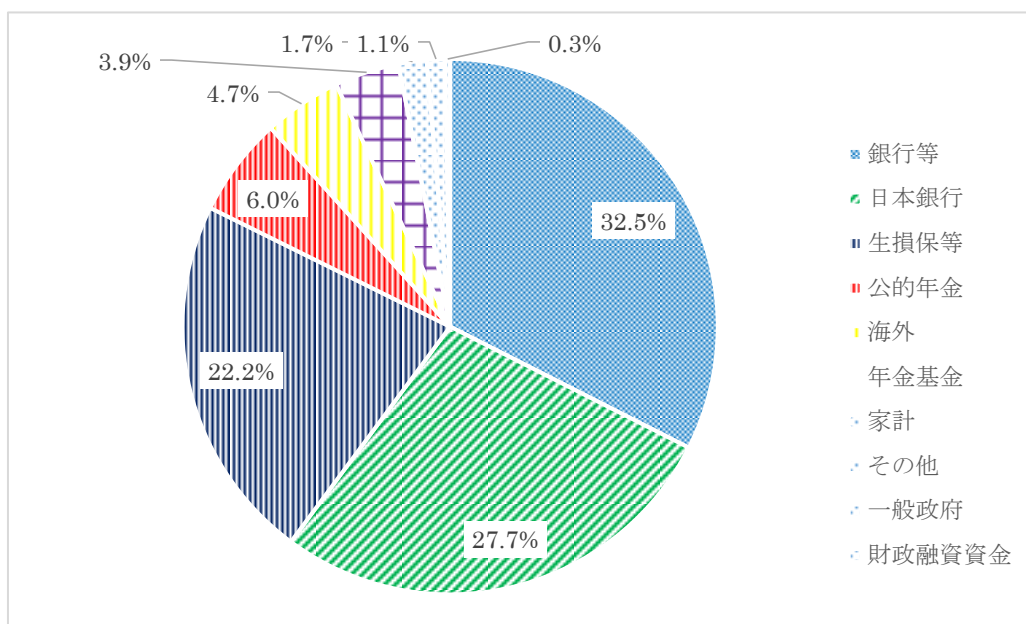
¹⁰ 「その他計」は、金融資産合計から「現金・預金」、「債券」、「投資信託」、「株式・出資金」、「保険・年金準備金」を控除した残差を意味する。

¹¹ 国債は財投債を含み、割引短期国債は除く。銀行等はゆうちょ銀行、証券投資信託および証券会社を含む。生損保等はかんぽ生命を含む。

か保有していない理由として、国債市場が家計参入を考慮して構成されていないことがある。国債は、主に金融機関によって引き受けられてきた。個人が国債を購入するには金融機関から間接的に購入するしかなく、販売期間の短さや、発行数の少なさから新発債を購入することが困難であった。

5

【図表 2-4】国債保有比率(2015)



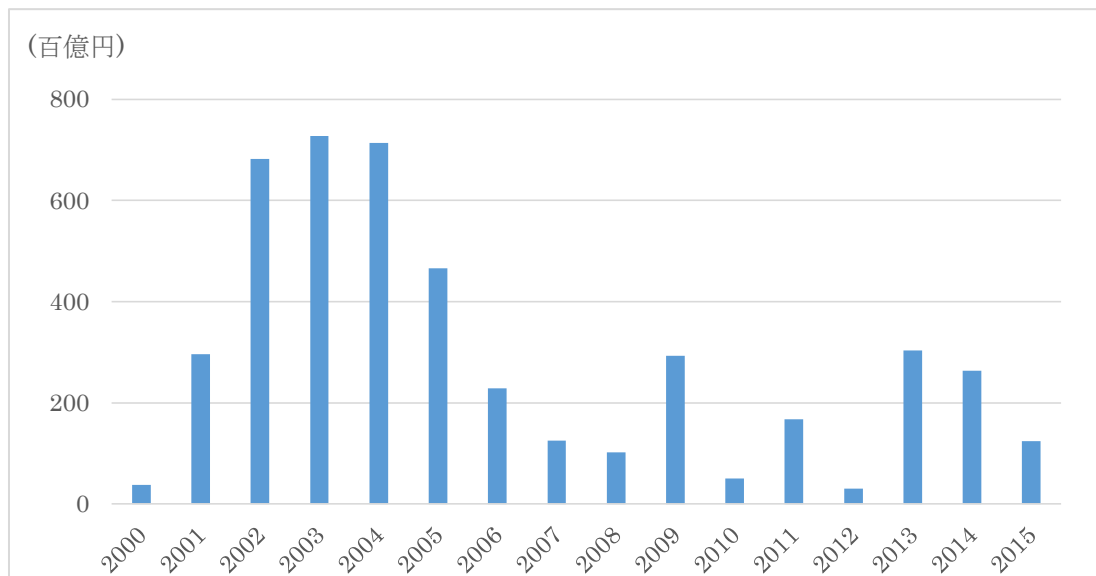
出所)日本銀行(2015)「資金循環統計確報」より筆者作成

10 そこで、個人投資家にも国債を購入しやすくするため、個人向け国債が発行されるようになった。個人向け国債は、一定の解約不能期間が過ぎれば国が額面で引き受けに応じてくれるため、額面を下回ることはない。しかし、インフレによる実質価値の下落は起きることに注意しなければならない。

15 個人投資家が参入できるよう配慮し、設計された個人向け国債であったが、発行額は伸び悩んでいる。図表 2-5 は 2000 年から 2015 年までの個人向け国債の合計発行額をグラフ化したものである¹²。

¹² 2015 年分は 4 月から 10 月の発行額のみ集計。

【図表 2-5】個人向け国債発行額(2000-2015)



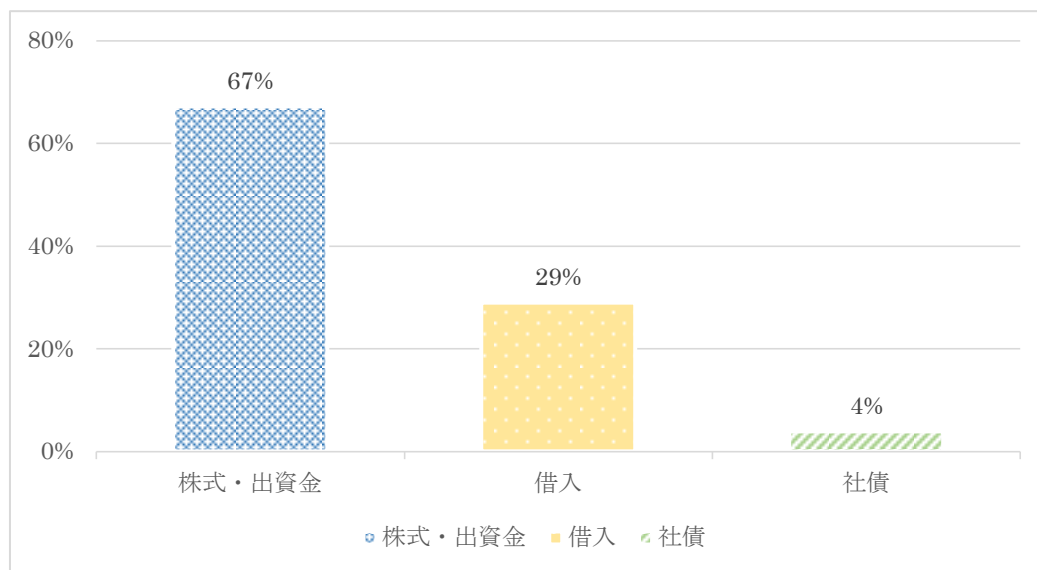
出所)財務省(2015)「個人向け国債の発行額の推移」より筆者作成

- 5 なぜ個人向け国債は普及していないのだろうか。考えられる理由として預金の高い流動性が挙げられる。個人向け国債と預金の金利は大差ない¹³。しかし、預金は即時要求払いであるのに対して、個人向け国債は発行から1年間中途換金ができない。金利に大差がないのであれば、流動性が高い金融商品を選ぶのが当然であろう。
- 10 なお、地方債に関しても、指定金融機関への発行が過半を占めているため、個人投資家が参入する余地は感じられない¹⁴。
- 次に社債についてみていく。図表 2-6 は企業の資金調達方法を調達額ベースで比較したものである。社債による資金調達は全体のわずか4%にとどまっている。この理由として、ゼロ金利政策による影響がある。ゼロ金利政策によって企業への貸出金利が低くなり、資金調達コストが社債を下回ったことで、企業
- 15 企業が借入を選好した可能性がある。

¹³ 現在、普通預金の金利は概ね0.02%である。満期3年、5年の固定金利タイプは0.05%であり、満期10年の変動金利タイプでも0.22%の金利となっている。財務省HPを参照。

¹⁴ 2014年地方債発行額が約7兆円あるなかで、住民参加型市場公募地方債の発行額はわずか1,746億円しかない。地方債協会HPを参照。

【図表 2-6】企業の資金調達方法(2015)



出所)日本銀行(2015)「資金循環統計 確報」より筆者作成

- 5 また、社債に関しても個人投資家の市場参加を期待し、個人向け社債が発行されている。しかし、個人向け社債の発行額はいまだ低いままである。図表 2-7 は社債発行額に占める個人向け社債の発行額を表したものである。発行額が少ない理由として考えられるのは、企業にデメリットが生じるということである。
- 10 個人向け社債のように、最低額面金額が 10 万から 100 万円に設定されており、額面が 1 億円を下回る債券を発行する場合、企業は社債管理者¹⁵を設ける必要がある。この会社を設置する場合、コストがかさむというデメリットがある。1 億円を超えた金額で社債を発行する場合、不設置債といわれ、社債管理者を設置する義務が無いものになる。

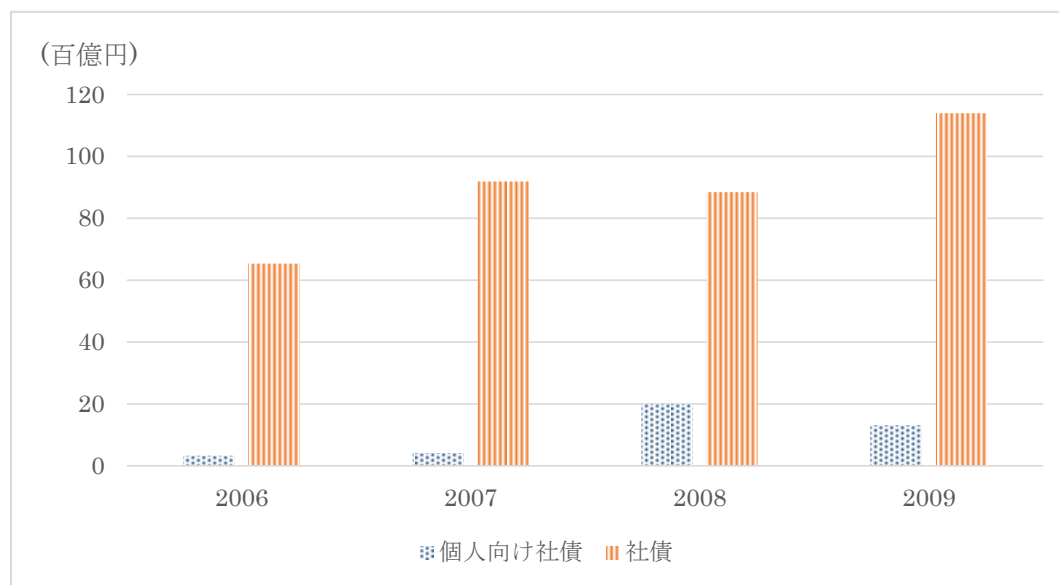
- 15 不設置債が初めて発行されたのは、1995 年 9 月のソフトバンクによるものである。ソフトバンクは不設置債の起債に際し、1,300 万円のコストが生じた。仮に 1 億円を下回る金額で起債し、社債管理会社を設置していた場合、12 年間の期中事務代行手数料を含めて 2 億 7,720 万円もの手数料が発生していたと推計されている¹⁶。

¹⁵ 2005 年に成立した会社法で社債管理会社から名称が改められ、その責任および権限が拡充された。

¹⁶ 丸木(1995)を参照。

個人向け社債による資金調達を実施した場合、少額債券を多数発行することが必要となってしまう。個人向け社債を大量に発行することで、債権債務関係の複雑化が起きる。

5 【図表 2-7】社債発行額に占める個人向け社債発行額の割合(2006-2009)



出所)徳島勝幸(2010)「魅力ある個人向け社債市場に向けて」2頁より筆者作成

10 デメリットがある以上、企業が個人向け社債という資金調達を選好するとは考えにくい。先述のとおり、資金調達手段に占める社債の割合は4%に過ぎない。その4%も、機関投資家などに向けて発行される発行額面1億円以上のものが大半という状況である。家計をはじめとする個人投資家が社債市場に参加できる余地は少ないのだ。

15 現状、家計が債券流通市場に参加することは考えにくい。しかし、将来的には債券流通市場をより活性化させ、参加しやすい環境をつくることは必要である。

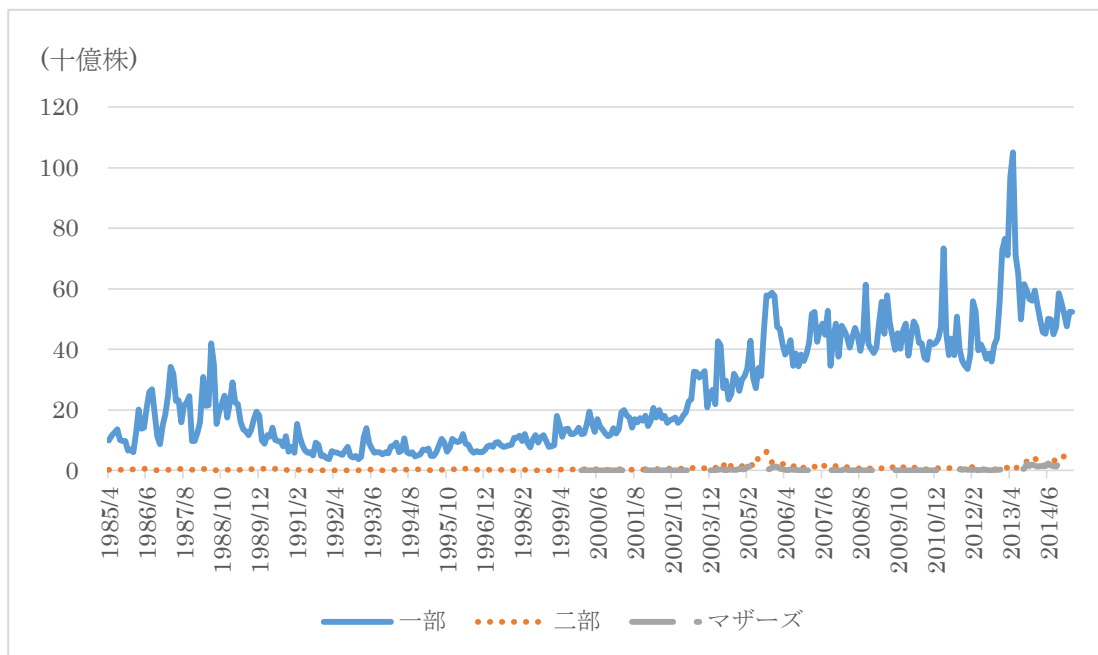
第3節 株式流通市場の分析

本節では株式流通市場の流動性を分析し、課題点を述べる。

20 図表 2-8 は東証一部、二部、マザーズの売買高を1985年から2015年まで比

較したものである¹⁷。また、図表 2-9 は、売買代金で同様の分析を行ったものである¹⁸。図表 2-8 および 2-9 が示すように、東証一部の流動性が極めて高い。

【図表 2-8】各市場間の売買高推移(1985-2015)



5

出所)「東京証券取引所 HP」より筆者作成

10

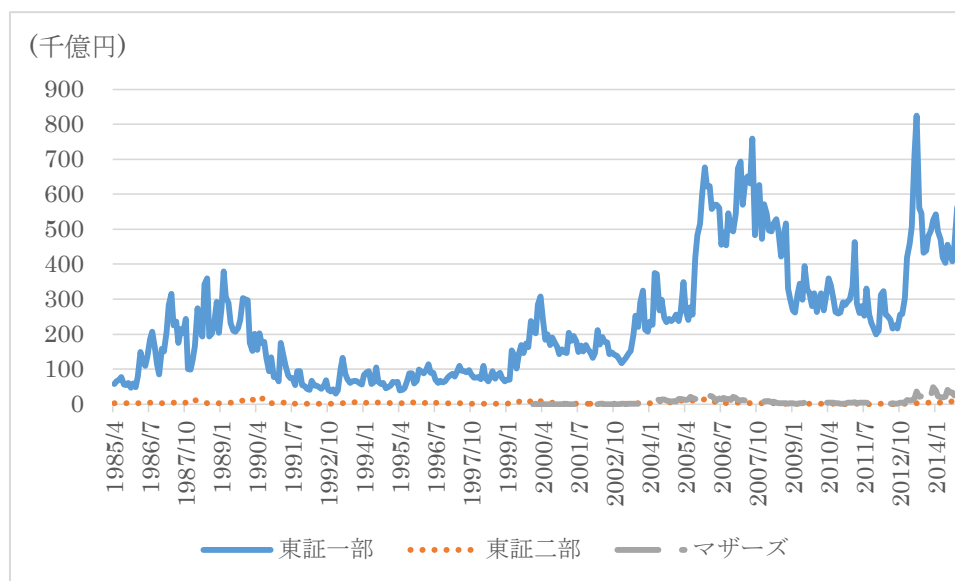
15

¹⁷ 上記グラフで用いたデータは立会市場と ToSTNeT 市場の合計である。

2012年7月2日から2013年7月12日までは、マザーズの売買高の中に TOKYO PRO Market 分も含んでいる。

¹⁸ 同上

【図表 2-9】 各市場間の売買代金推移(1985-2015)

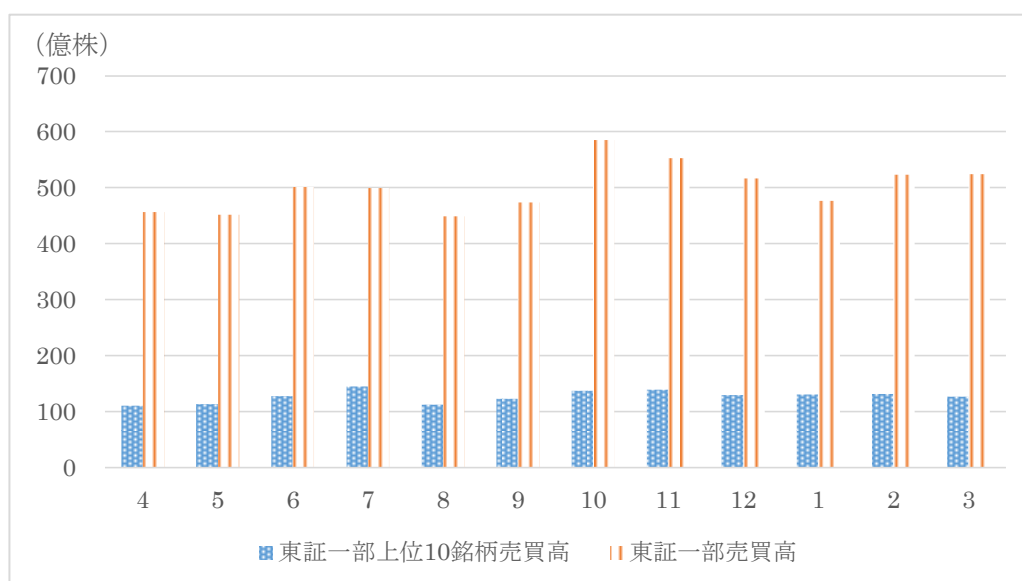


出所)「東京証券取引所 HP」より筆者作成

5 次に東証一部内の流動性をみていく。図表 2-10 は東証一部売買高と東証一部上位 10 銘柄による売買高を 2014 年から 2015 年の期間で比較したものである。わずか 10 社によって 128 億株もの売買高になる。

このことから、東証一部内でも流動性に偏りが発生していることがわかる。

10 【図表 2-10】 東証一部売買高に占める上位 10 銘柄売買高の割合(2014-2015)



出所)「日本経済新聞紙朝刊 市場体温計」(2014/4-2015/3)より筆者作成

なぜ流動性が東証一部上位銘柄に偏っているのか。理由としてマイクロ・キャップの存在が考えられる。

5 マイクロ・キャップとは、米国の基準に従えば、時価総額 3 億ドル未満の企業を指す。現在の円ドルレートを考慮し、1 ドルを 120 円と考えた場合、マイクロ・キャップは時価総額 360 億円未満の企業を指す事になる。我が国の上場企業 3,468 社のうち、時価総額が 360 億円未満の企業は 2,285 社を数える。このマイクロ・キャップ数は米国や英国と比較して、圧倒的に多い。

10 米国では、マイクロ・キャップの多くはナスダック・キャピタル・マーケットや NYSE MKT で取引が行われる。もしくは、非上場市場である OTC マーケットでの取引が一般的である。英国ではマイクロ・キャップのほとんどを正式な上場企業として扱わず、AIM¹⁹での取引を主流としている。そのため、ニューヨーク証券取引所やロンドン証券取引所にはほとんどマイクロ・キャップは存在していない。

15 つまり、諸外国ではマイクロ・キャップの棲み分けが実現している状態である。その一方で、我が国の証券市場ではマイクロ・キャップの棲み分けができていない。

20 一般的に優良企業が集まると考えられている東証一部にはマイクロ・キャップが 794 社存在する。これは JASDAQ スタンドアードの上場企業数を上回る数である。なぜ我が国の市場では、マイクロ・キャップ数が多く、棲み分けも実現できていないのか。考えられる理由は、企業が株式による資金調達を行うとき、上場するしか手段がないということである。英国の AIM に相当する TOKYO PRO Market および、米国のピンクシート市場に相当するグリーンシート市場は、現在機能していないといってもいいだろう。そのため、マイクロ・キャップであっても上場以外の選択肢がないのである。

25 マイクロ・キャップが市場セクションを越えて存在している現状は、投資がしやすい環境ではないと考えられる。なぜなら、市場セクションが企業の情報を十分に表していないためである。そのため、投資家はリスクを避け、東証一部の上位銘柄という優良企業への投資を選好したと考えられる。

¹⁹ ロンドン取引所における市場区分の 1 つである。新興企業向け市場であり、非上場企業と位置づけることで税制優遇を実施している。

また、マイクロ・キャップは小規模であることから機関投資家の投資対象になりにくい。

さらに、ディスクロージャーの質にも懸念がある。2013年にあった会計監査人の交代を見ると、7割が時価総額100億円未満の企業によるものであった。

5 このうち、4割が大手監査法人から中小監査法人および個人会計事務所への交代である。監査法人の規模が小さくなることによって監査の質が低下したとは一概にいうことはできない。しかし、大手監査法人からの意見表明が得られず、開示書類の提出が遅れた結果として、会計監査人を変更し、即座に適正意見を得るといった事例が発生しているのも事実である²⁰。

10 以上のことを考えれば、東証一部の上位銘柄に売買が集中していることも納得がいくだろう。

本節の最後に留意すべき点を述べる。ここで紹介したマイクロ・キャップの全てが投資対象にならないわけではない。時として大企業と遜色のない売買高を記録する銘柄も登場するのだ。

15

第4節 株式収益性の分析

本節では株式の収益性を分析していく。

20 図表2-11は日本企業と米国企業のROEを比較したものである。日本企業のROEは2014年と比較して3.2%上昇しているものの、いまだ米国との差は大きい。ROEはROAと財務レバレッジに分解でき、ROAはさらに売上高純利益率と総資産回転率に分けることができる。財務レバレッジおよび総資産回転率に関しては米国との差は小さい。しかし、売上高純利益率、つまり企業の収益性は大きな差がついてしまっている。売上高純利益率の差が、日米のROEに格差をもたらしているのではないだろうか。

25 売上高純利益率に差が生まれている原因はどこにあるのか。これは企業の事業投資が効率的に行われていない点から説明ができる。

²⁰ 淵田(2014b)69頁を参照。

【図表 2-11】日米企業の ROE 比較(2015)

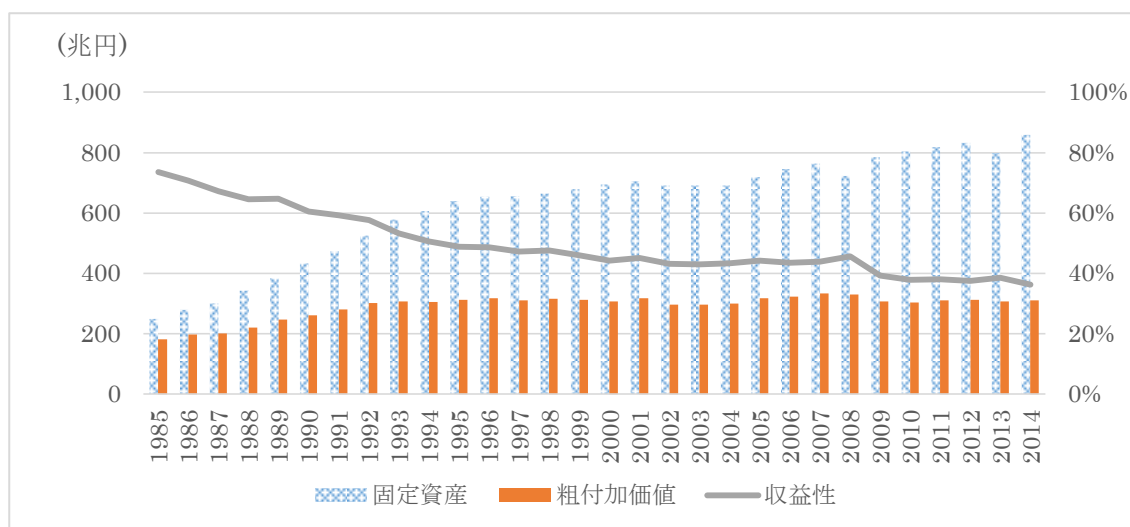
		日本	米国
ROE		8.5%	14.7%
	ROA	3.2%	6.6%
	売上高純利益率	3.4%	8.5%
	総資産回転率	0.9	0.8
	財務レバレッジ	2.6	2.2

出所)生命保険協会(2015)「株式価値向上に向けた取り組みについて」9頁より筆者作成²¹

- 5 図表 2-12 は我が国の企業投資効率を表したものである²²。企業の設備投資である固定資産の金額はバブル以降も着実に増加している一方で、収益性は減少している。これは、日本型経営の成長至上主義がいまだに経営の根幹となっていることが原因であろう。設備投資に規律を求める資本コストの考え方が浸透していないことが読み取れる。

10

【図表 2-12】企業の投資効率(1985-2014)



出所)財務省(1985-2014)「法人企業統計年報」より筆者作成

²¹ 赤字企業を含む上場企業を対象としている。但し、金融は除く。

²² 対象は全規模全産業である。

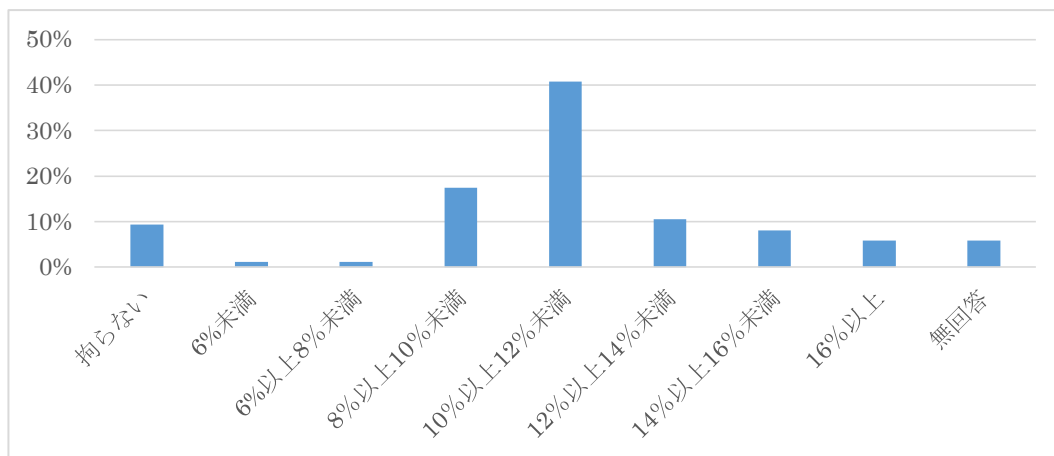
粗付加価値=付加価値+減価償却費

「付加価値」=人件費+動産・不動産賃貸料+支払利息・割引料+租税公課+営業利益

収益性=粗付加価値/固定資産

また、図表 2-13、2-14 では投資家が中長期的に望ましいと考える ROE 水準と日本企業の ROE 分布を示している。投資家が望む ROE 水準は 10% 以上 12% 未満が最多である。一方で、企業の ROE は 6% 未満が最多となっている。つまり、日本企業の多くは資本コストを上回る収益性を実現できていない。投資家が望む水準の収益性に達していないということは、我が国の株式流通市場に魅力がないことを意味すると思われる。我が国の証券市場を活性化させるにあたり、解決すべき課題であろう。

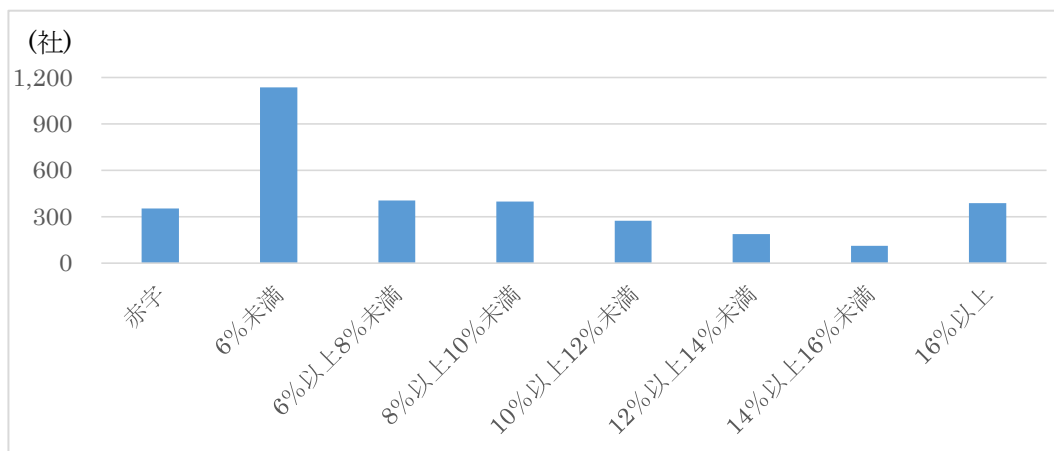
【図表 2-13】投資家が中長期的に期待する ROE 水準(2015)



10

出所)生命保険協会(2015)「株式価値向上に向けた取り組みについて」7頁より筆者作成

【図表 2-14】日本企業の ROE 分布(2015)



15

出所)生命保険協会(2015)「株式価値向上に向けた取り組みについて」9頁より筆者作成

第3章 家計

家計は証券流通市場の活性化の担い手として市場へ参加することが望まれている。本章では家計の資産形成要因を様々な角度から分析し、証券市場へ参加することのできる層を絞っていく。

5

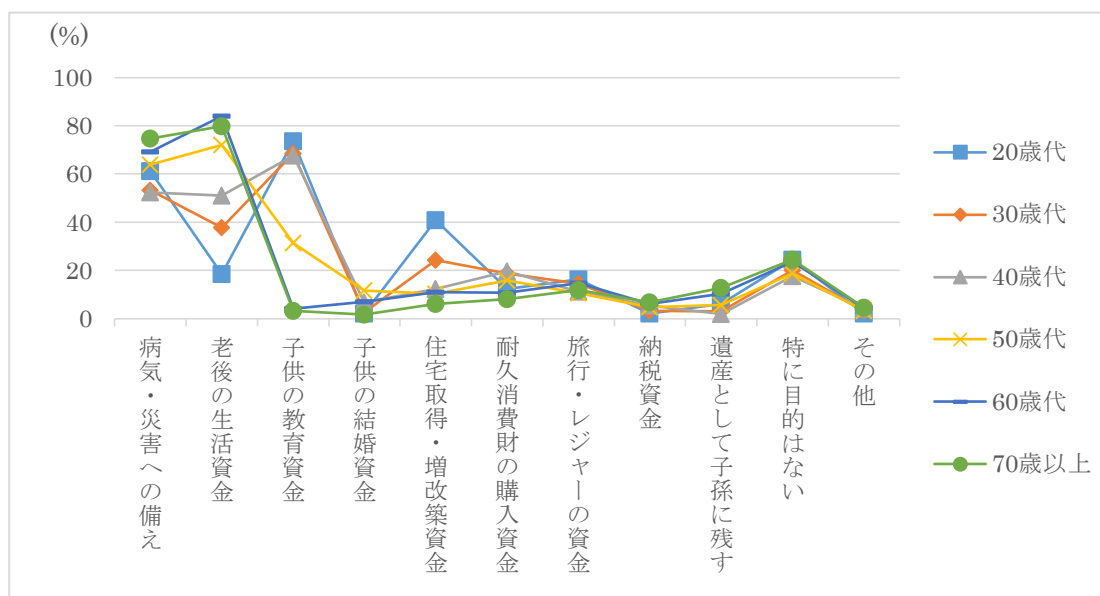
第1節 貯蓄動機

本節では、家計の貯蓄動機を分析し、各年齢でどのようなライフプランイベントが重視されているか確認する。

年齢別の主要な貯蓄目的は、まず20代では「子供の教育資金」が73%、また、「住宅所得・増改築資金」が40%となっている。30代でも「子供の教育資金」は依然7割に近いが次に多いのが38%の「老後の生活資金」となっている。40代でも「子供の教育資金」が7割弱と多いが、「老後の生活資金」が51%にまで増加する。50代以降は大半が「老後の生活資金」のために保有しており、その割合は7,8割となっている。

15

【図表 3-1】家計の金融資産保有目的(2014)



出所)金融広報中央委員会(2014)「家計の金融行動に関する世論調査」より筆者作成²³

²³ 二人以上世帯調査。3つまでの複数回答。

第2節 リスク許容度

本節ではリスク許容度の視点から家計を分析していく。リスク許容度とは、「資産運用をする際にリスクをどの程度とることができるのかという尺度」と説明されるもので、「年齢・資産・収入・知識」等の要因によって決定されると

5 考えられる。

まず年齢に関しては、人的資本²⁴という概念との関わりが強い。一般に、将来長く労働できる時間があるほど人的資本価値は大きく安定しており、金融資産にリスクアセットを組み入れやすいといわれる。すなわち、年齢が低いほどリスク許容度が大きい。

10 資産については、資産規模が大きいほど投資にまわすことができる金額も相対的に多くなり、リスク許容度が大きい傾向にある。収入についても同じことがいえる。収入が増えるほど投資に回せる金額が大きくなるため、リスク許容度は大きくなる。

15 知識、すなわちリテラシーは、その高低を一概にリスク許容度の大きさに結びつけることはできない。しかし、リテラシーが高い人ほど、当人にとって適切なリスクテイクが可能になると考えられる。

これらのなかでも、特に年齢要因の影響が大きいだろう。図表 3-2 に示されるように、低年齢ほど資産保有額や収入は少ないが、将来に収入を得る機会が多い。そのため、リスクテイクがライフプランニングに与える影響は限定的で

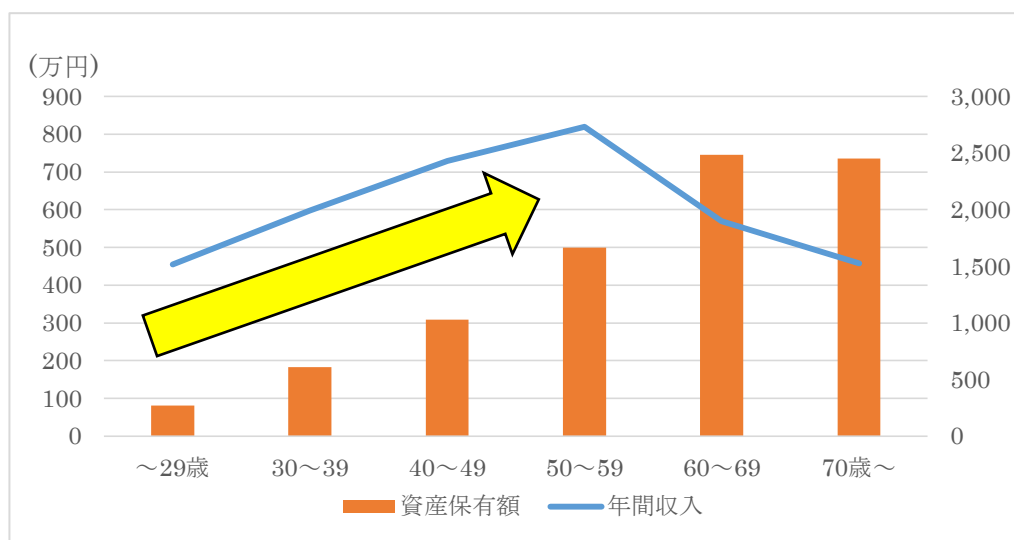
20 あると考えられる。

一方で、高齢者の保有資産は大きい傾向にある。しかし、それは図表 3-1 にも示したとおり老後資金としての貯蓄であり、給与等の定期的な所得の増加が見込まれない高齢者層においては、資産が減少するリスクをとることは望ましくない。つまり、家計のリスク許容度は、年齢を最も重視し、次いで資産や収

25 入を考慮したうえで決定されるべきである。

²⁴ 長期にわたるキャッシュフローを生み出すことができる人間の能力のこと。
白杵政治(2015)「人的資本とリスク許容度ーライフサイクルファンドを例に」を参照。

【図表 3-2】年齢と資産保有額・収入の関係(2014)



出所)総務省(2014)「家計調査(貯蓄・負債編)」より筆者作成

5 第3節 家計のリスクアセット保有

本節では、家計のリスクアセット保有について貯蓄額との関係から分析していく。家計は病気や災害に備えるために、流動性²⁵や安全性の高い現預金を一定以上保有しておく必要がある。そして、収入から消費にまわさない余裕資金が生まれたとき、はじめて投資による資産形成に取り組む余力ができると考えられる。この水準について、本論では小池(2008)に従い、年間消費を上回る純貯蓄²⁶を保有する層についてはリスクアセットを増やす余地があると想定する。

図表 3-3 より、貯蓄額 1,000 万円前後の層では平均年間消費額の 350 万円を上回る純貯蓄を保有していることがわかる。それより下の層では、350 万円を下回る純貯蓄しかない。貯蓄額で 1,000 万円を保有する層については投資可能な家計であると考えられる。

ただ、実際に貯蓄額 1,000 万円を保有する家計は、全体の半数に限られる。もう半数にとっては現預金での資産形成が望ましいため、家計全体に投資を促すことは容易でない。

²⁵ ここでいう流動性は、換金性の高さを意味する。

²⁶ 貯蓄－負債。

【図表 3-3】貯蓄額階層別の一覧表²⁷(2014)

		(万円)							
	全体	100 未満	100～ 200	200～ 300	300～ 400	400～ 500	500～ 600	600～ 700	
世帯数比率		10.3%	6.0%	5.7%	5.1%	4.2%	5.0%	4.1%	
年間収入	614	455	505	561	555	544	585	572	
貯蓄	1,798	28	141	239	340	440	538	639	
株式・投資信託	175	0	2	7	9	12	14	20	
同比率	9.7%	0.0%	1.4%	2.9%	2.6%	2.7%	2.6%	3.1%	
負債	509	538	655	843	718	754	727	681	
純貯蓄	1,289	▲510	▲514	▲604	▲378	▲314	▲189	▲42	

出所)総務省(2014)「家計調査(貯蓄・負債編)」より筆者作成

5 【図表 3-3 続き】貯蓄額階層別の一覧表(2014)

		(万円)								
	700～ 800	800～ 900	900～ 1,000	1,000～ 1,200	1,200～ 1,400	1,400～ 1,600	1,600～ 1,800	1,800～ 2,000	2,000 以上	
世帯数比率	3.4%	3.1%	3.2%	5.8%	4.5%	4.2%	3.2%	3.2%	29.7%	
年間収入	576	612	635	617	610	598	690	645	727	
貯蓄	742	836	944	1,085	1,290	1,489	1,692	1,890	4,469	
株式・投資信託	22	31	40	47	55	59	103	138	526	
同比率	3.0%	3.7%	4.2%	4.3%	4.3%	4.0%	6.1%	7.3%	11.8%	
負債	666	644	524	647	434	355	511	326	263	
純貯蓄	76	192	420	438	856	1,134	1,181	1,564	4,206	

出所)総務省(2014)「家計調査(貯蓄・負債編)」より筆者作成

第 4 節 高齢化

10 少子高齢化の進行は、我が国の公的年金制度に大きな影響を与えている。日本の公的年金は、現役世代の払い込む保険料で退職世代の受け取る給付を賄う「賦課方式」をとっている。そのため、退職世代を支える現役世代の人数が相対的に減少すると、年金制度を維持することは困難となる。

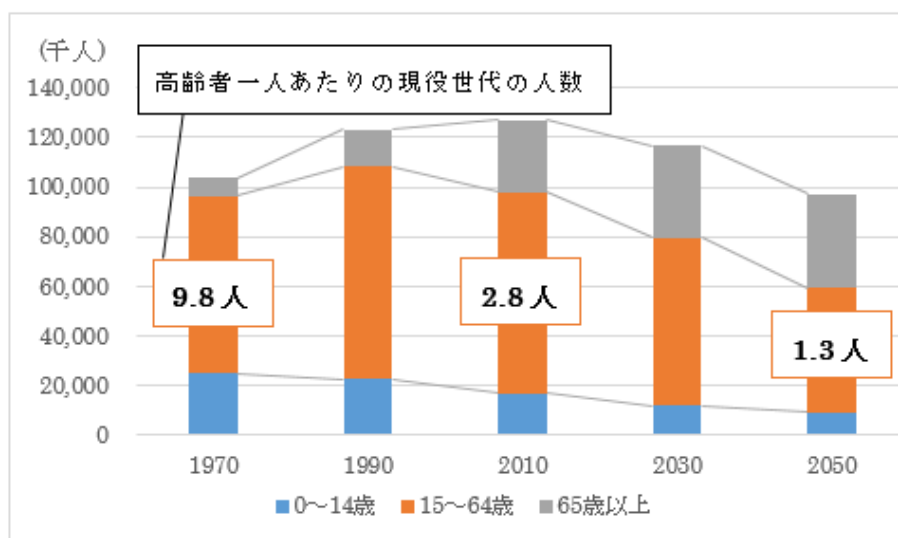
15 図表 3-4 は、世代別の人口構成の変化を表したものである²⁸。高齢者 1 人あたりの現役世代人数は今後も減少していくと推計されている。さらに、年金の給付額そのものも一貫して拡大しており、保険料収入の不足分は税金等で埋め合わせている。今後、給付抑制のため、給付額の引き下げや支給開始年齢の引

²⁷ 二人以上世帯。

²⁸ 2030 年、2050 年は推計値。

き上げが行われることは十分に考えられる。現状を鑑みても、公的年金制度が将来も続いているとは考えづらい。

【図表 3-4】 世代別人口構成の変化(1970-2050)



5

出所)「国立社会保障・人口問題研究所 HP」より筆者作成

また、高齢世帯の公的年金への依存度は大きい。高齢世帯の大半は現役を退き、給与による収入がなくなるため、年金に頼って生活をしている。図表 3-5 が示すように、1年間の総所得のうち、公的年金による所得が7割にも昇る。

10 公的年金制度の破綻は、高齢者の生活の破綻に直結する。

【図表 3-5】 高齢者世帯の年間所得内訳²⁹(2014)

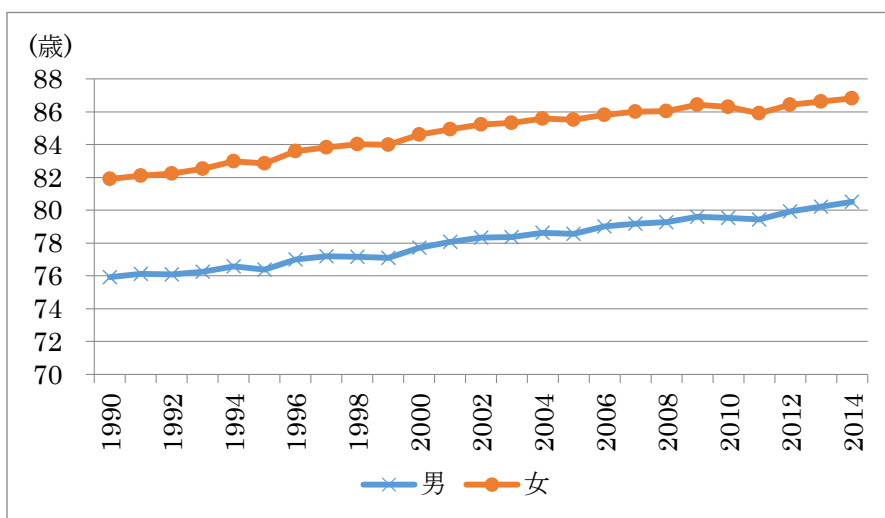
(万円)					
総所得	稼働所得	公的年金・恩給	財産所得	年金以外の社会保障給付金	仕送り・その他の所得
309.1	55.7	211.9	22.2	2.5	16.8
100.0%	18.0%	68.6%	7.2%	0.8%	5.4%

15 出所)厚生労働省(2014)「平成 26 年国民生活基礎調査」より筆者作成

²⁹ 本データにおける高齢者世帯とは、65歳以上の者のみで構成するか、これに18歳未満の未婚のものが加わった世帯をいう。

次に、少子高齢化の進行要因の1つでもある「長寿化」と家計資産について分析していきたい。日本人の平均寿命は右肩上がりに推移し、2014年では男性80.50歳、女性86.83歳となった。これに伴い、平均余命も長くなっていることが図表3-7からもわかる。60歳で定年を迎えたあと、まだ20年以上ものセカンドライフが残っている。

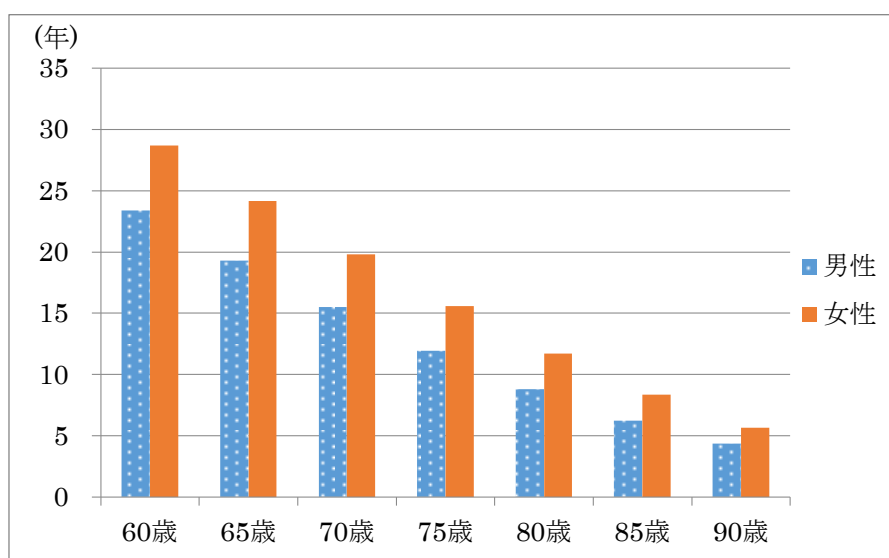
【図表 3-6】日本人の平均寿命推移(1990-2014)



出所) 厚生労働省(2014)「平成 26 年簡易生命表の概況」より筆者作成

10

【図表 3-7】日本人の平均余命(2014)



出所) 厚生労働省(2014)「平成 26 年簡易生命表の概況」より筆者作成

- ここで問題となるのは老後資金についてである。「家計調査」によると、高齢夫婦無職世帯³⁰の月額実収入が約 21 万円³¹であるのに対し、生活費は約 27 万円となっている。毎月 6 万円程度が貯蓄から取り崩される計算である。60 歳時点での男性の平均余命は 23.36 年となっており、夫婦 2 人の生活で蓄えておかなければならない貯蓄額は、月 6 万円の 23 年分で約 1,700 万円と試算できる。
- 5 また「生命保険文化センター」の調査では、ゆとりある生活³²をするには月 35 万円程度が必要とされている。この場合、同条件で試算すると 4,000 万円弱の貯蓄が必要となる。50 代の 1 世帯あたり平均貯蓄額は約 1,000 万円ということ踏まえれば、老後への貯蓄を十分に行えていない現状がみえてくる。
- 10 本節の結論として、家計は先のみえない公的年金制度や余命の長期化に対応するために、多少のリスクを負ってでも老後資金を形成するための自助努力の必要性が問われると考えられる。

第 5 節 投資促進の対象層

- 15 本章での分析を基に、証券市場への参加が期待される家計の層は、1.「若年世代³³」、2.「中年世代³⁴」、3.「十分な老後資金を保有する高齢世代³⁵」という分類をした。
- 1 については、年齢的にリスク許容度が大きいうちに投資経験を積む、という意味合いが強い。若年世代の課題としては、資産保有額の少なさが挙げられる。「国民生活基礎調査」から分析すると、余裕をもって投資に取り組める 1,000 万円の貯蓄を保有する層は 1 割にも満たない。
- 20 2 は老後に向けた自助努力を目的とする層である。第 4 節でも述べたとおり、老後への貯蓄は不可欠である。中年世代では貯蓄動機として「老後の生活資金」が一定の回答を集めており、この不安を解消する必要がある。
- 25 3 は老後資金を十分に保有している高齢者である。主要な貯蓄動機として「老

³⁰ 夫 65 歳以上、妻 60 歳以上の夫婦のみの無職世帯を指す。

³¹ 2014 年度の平均値。

³² 旅行やレジャー、趣味、教養等への出費が可能な生活のこと。生命保険文化センター HP を参照。

³³ 本論では 2,30 代と定義。

³⁴ 本論では 4,50 代と定義。

³⁵ 本論では 60 代以上と定義。

後の生活資金」が挙げられていたが、年齢的にリスク許容度の小さい高齢層が今ある資産を減らすリスクをとることは望ましくない。一方で、他の年齢層と比較して、高齢世代には大きな資産を保有する家計が多く存在する。そうした家計は、高いリスクをとらずに、「子・孫への遺産」として金融資産を移転させることが考えられる。

第4章 提案

第2章および第3章において、証券流通市場と企業、家計の現状を分析してきた。証券流通市場の問題は、マイクロ・キャップが諸外国と比較しても多いことであろう。また、企業の問題は収益性の低さにあると思われる。

本章では、第1節で証券流通市場の問題を解決するための施策を、第2節では企業の問題に対する施策を述べる。この2つの問題を解決してはじめて、証券流通市場に新規市場参加者を呼び込む環境が整ったといえるだろう。

第3節では、実際に投資促進の対象層を市場に呼び込むための施策を提案していく

第1節 取引所への提案

取引所に対する施策として、各市場の特徴を明確化することを提案したい。

第2章で述べたとおり、我が国の証券市場にはマイクロ・キャップが数多く存在し、新興市場だけでなく東証一部にまで上場している。マイクロ・キャップが様々な市場へ上場し続けている状態では、各市場の特徴が明確にならない。投資家が参入しやすい環境を生み出すため、市場の特徴を明確にすることは必要ではないだろうか。

図表 4-1,4-2 で示すように、TOKYO PRO Market およびグリーンシート市場は機能していない。これらの市場が AIM や OTC マーケット並みに利用されていくことは現状を鑑みても想定しにくい。それどころか、グリーンシート銘柄制度は、2018年3月31日をもって廃止されることが決定され、取引ができなくなる。そのため、我が国の証券市場では今後とも多数のマイクロ・キャップが取引所への上場を選択すると考えられる。これを踏まえたうえで、市場の

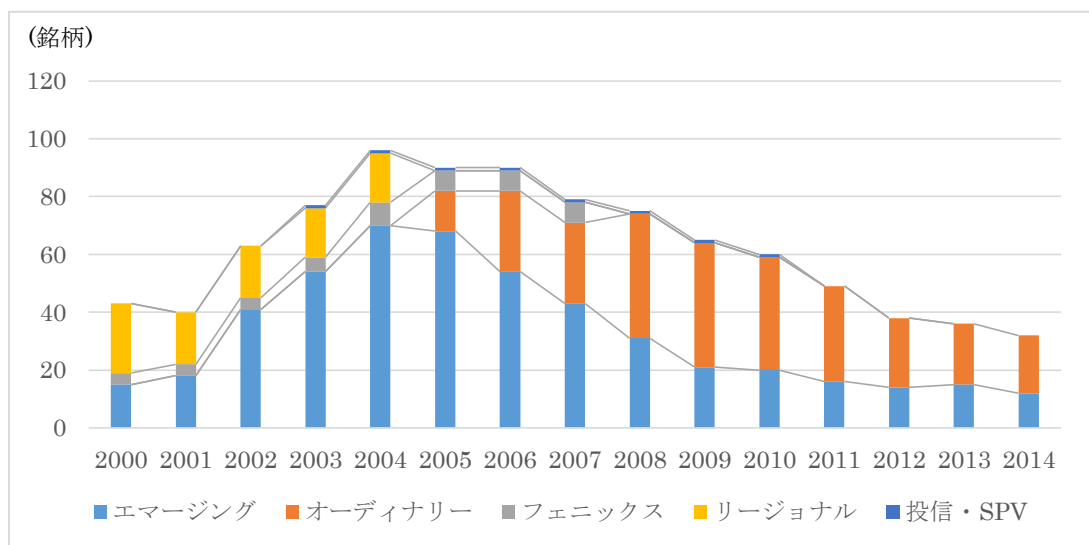
特徴を明確化することを考える必要がある。

【図表 4-1】 TOKYO PRO Market 上場銘柄の現状(2013)

	上場日	時価総額(億円)	値付日数(日)	累積売買高(株)
A社	2012年5月28日	4.7	6	3,900
B社	2012年9月25日	20	14	5,200
C社	2013年6月4日	7.1	9	9,100
D社	2013年7月31日	5.6	1	100
E社	2013年9月4日	3.2	5	17,500
F社	2013年10月31日	8.6	1	100

5 出所)淵田康之(2014)「日本のマイクロキャップ市場」76頁より筆者作成

【図表 4-2】 グリーンシート市場上場銘柄数の推移(2000-2014)



出所)「日本証券業協会 HP」より筆者作成

10

理想的な手段は、全上場企業の上場先をゼロベースで考え直し、適切な市場へ再上場させるものである。しかし、この方法は様々な社会的影響を考慮しても実現可能性が高いとはいえないだろう。実際に、東京証券取引所も様々な指数の公開による間接的な手段をとっている³⁶。しかし、こうした間接的な手段だ

³⁶ TOPIX や JPX 日経インデックス 400、東証規模別指数、ストラテジーテーマ別のものを公開している。

けでは取引しやすい市場を実現することは困難かもしれない。

そこで、証券流通市場を活性化させるためにも、我々は市場の再編を提言したい。

5 東証一部

東証一部のコンセプトが「国内外を代表する大手企業が上場する市場」である以上、マイクロ・キャップが多数存在する現状は望ましくないだろう。そこで、東証一部内に存在するマイクロ・キャップを適切な市場へ移管する方法として、東証一部上場基準における時価総額基準の引き上げを実施したい。引き上げ額の目安として、欧米で用いられるマイクロ・キャップの基準である 3 億ドル、現在のレートで 360 億円が挙げられる。欧米の基準を用いることで、海外の投資家も市場の特徴を把握しやすくなることが期待される。

新興市場

我が国の主な新興市場には JASDAQ、マザーズがある。新興市場にもそれぞれコンセプトがあり、ひとまとめにすることはできない。例えば、マザーズには「近い将来の東証一部へのステップアップを視野に入れた成長企業向けの市場」とあり、成長性が高い企業が上場すべき市場と考えられる。実際に、マザーズでは上場後 10 年を経過しても東証一部へのステップアップが果たせておらず、本則市場³⁷と同水準の上場維持基準にも到達していなかった場合は上場の廃止を行っている。上場維持基準を満たしている場合は、市場選択を行う。適合性が確認された場合にはマザーズへの上場が継続され、確認できない場合には東証二部への移管が行われる³⁸。

この市場選択をより厳格化することにより、新興市場内でマザーズのコンセプトを明確にすることを提案する。

方法として、マザーズに上場後、10 年を経過しても東証一部へのステップアップが果たせていない場合には、即時受け皿となる市場へ移管することが望ま

³⁷ 東証二部を指す。

³⁸ 継続上場後、5 年毎経過ごとに再度市場選択をする必要がある。また、マザーズ特有の上場廃止基準（売り上げ基準）も適用される。

しいと考える。また、受け皿となる市場も考慮すべきであろう。現在、受け皿となる市場を担っているのは東証二部のみであるが、ここに JASDAQ を加えることを提案したい。東証二部のコンセプトは「国内外を代表する中堅企業が上場する市場」とされている。また、JASDAQ は「一定の事業規模と実績を有する成長企業や特色ある技術やビジネスモデルを有し、より将来の成長可能性に富んだ企業などの多様な企業が上場する市場」とされている。このことから、移管を実施するときの企業規模に基づいて、市場の棲み分けを実施してはどうだろうか。

一般的に、中堅企業は「資本金 1 億円以上 10 億円以下」と定義されている。

10 この定義を用いるなら、移管時に資本金が 1 億円を下回っている企業は JASDAQ へ、上回っているならば東証二部への移管となる。

マイクロ・キャップは移管先の市場で東証一部に見合う力をつけていくべきなのではないだろうか。

先述のとおり、グリーンシート市場は 2018 年をもって廃止されることが決定されている。しかし、取引しやすい環境を整えるのであれば、上場廃止となった株式を取引する場は必要である。そのためグリーンシート市場、とりわけフェニックス銘柄を取引することができる市場は残すべきなのではないだろうか。

20 第 2 節 企業への提案

日本企業の課題は収益性が諸外国と比較して劣っていることであり、その理由が非効率な設備投資によるものであることは、第 2 章で指摘したとおりである。この課題を解決するための施策として我々が提案するのは適切なエクイティ・ガバナンスの実施である。エクイティ・ガバナンスは、適切な事業リスクや財務リスクをとることで利益率を向上させることを目的としている。そのため、企業の収益性を高めることが期待できる。

我が国では 80 年代の前半まではメインバンクによるデット・ガバナンスが主流であった。デット・ガバナンスは債権保全、つまり企業が倒産しないよう統治することが最大の目的となっていた。しかし、80 年代後半へ入ると輸出産業を中心に資金余剰の傾向がみられはじめた。近年では、企業部門全体で見て

も資金余剰となり、銀行から資金調達をする必要性が低下した。そのため、メインバンクによるガバナンスの有効性は薄れたといえよう。

そこで、株主による統治に注目が集まったのである。近年、コーポレートガバナンスコードやスチュワードシップコードが制定され、エクイティ・ガバナンスを実施するうえでの環境が整えられてきた。

しかし、投資家にエクイティ・ガバナンスを実施できる能力は備わっているのだろうか。エクイティ・ガバナンスを行う第一の主体として考えられるのは、やはり機関投資家であろう。

図表 4-3 は、我が国の上場企業に投資している各機関投資家の投資金額を示したものである³⁹。海外運用会社が投資する 127 兆円という金額のうち、7 兆円以上が中長期の企業価値評価を投資判断の中心に据えた運用会社のものである。一方で、国内の運用会社は投資金額が 60 兆円を上回るが、中長期の企業価値を評価する投資戦略をとっている運用会社が極めて少ない。60 兆円のうち、35 兆円が株価指数に連動するパッシブ運用である。また、純粋なアクティブ運用も 17 兆円程度あるが、その多くが短期動向予測を判断材料とした短期的な投資であると考えられる。そのため、中長期の企業価値評価を投資判断の中心とした戦略は 1 兆円以下と推測される⁴⁰。

中長期の企業価値を評価する投資戦略は、「中長期にわたる株式保有」、「企業との積極的な対話」が特徴である。我が国の機関投資家は中長期的な株式保有を実施してはいるものの、パッシブ運用が主流となっている。そのため、企業との積極的な会話を行う姿勢が欠けていることが予想される。

また、図表 4-4 のアンケート結果からも積極的なエンゲージメントの姿勢が欠けていることが読み取れる⁴¹。

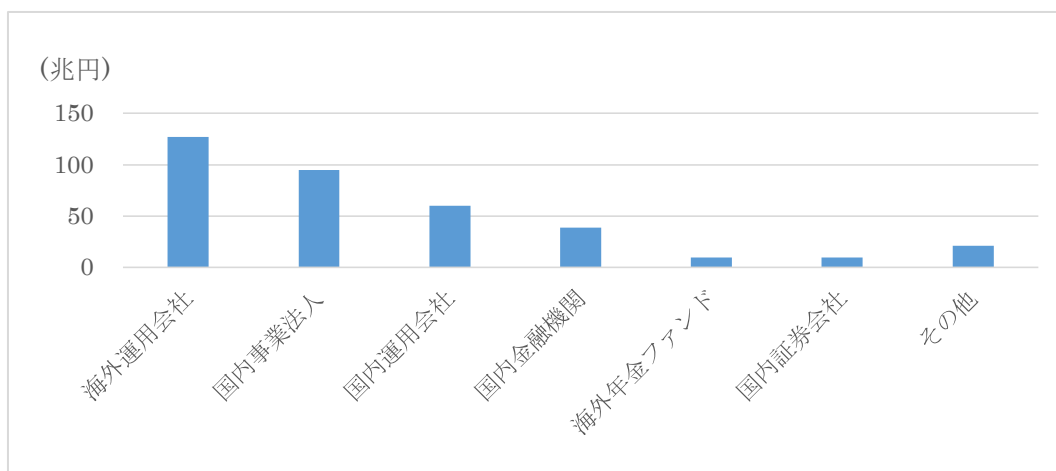
25

³⁹ 国内金融機関には銀行・損害保険・生命保険が含まれる

⁴⁰ 山を動かす研究会(2014)62頁を参照。

⁴¹ 上場企業 1074 社、機関投資家 159 社を対象にアンケートを実施。複数回答可のアンケートとなっている。

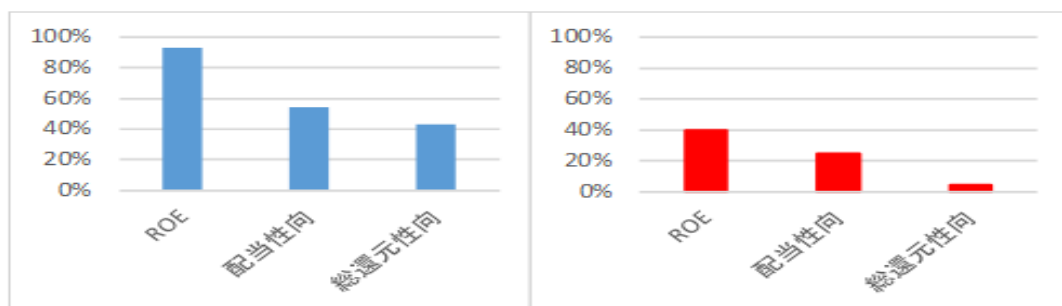
【図表 4-3】各機関投資家の投資金額(2014)



出所)『山を動かす』研究会(2014)「ROE 最貧国日本を変える」62 頁より筆者作成

5 【図表 4-4】左図：各経営目標の開示を求める投資家の割合(2015)

右図：投資家の求める各経営目標を公表している企業の割合⁴²(2015)



出所)生命保険協会(2015)「株式価値向上に向けた取り組みについて」4-6 頁より筆者作成

10 図表 4-4 の左図では各経営目標の開示を求める機関投資家の割合を、右図ではその要望に応えることができていない企業の割合を示している。図表 4-4 が示すように、機関投資家が ROE などを重視している反面で、企業はこれらの指標を公表していないのである。要因として、機関投資家が積極的な姿勢を欠いていることが考えられるが、加えて、企業にエクイティ・ガバナンスを受け止める環境が整っていないことも挙げられるだろう。

15

⁴² 中長期目標を公表している企業のなかで、機関投資家が求める ROE、配当性向、総還元性向の各指標を公表している割合を示す。

エクイティ・ガバナンスが適切に行われていないのであれば、企業と株主の橋渡し役が必要となるのではないだろうか。一例を挙げるならば CFO が該当するだろう。このような人物には資本コストを上回る経営を行うこと、そして、それを株主へと正しく説明することが期待される。投資家と企業の間には橋渡し役が入ることで、社内外とのコミュニケーションの円滑化が期待される。円滑なコミュニケーションに基づいたエンゲージメントにより、株主の要求する経営と企業が行う経営がすりあわされていく。それにより、非効率な投資が抑制されると考えられる。

- 注意すべき点は、株主の要求をすべて聞く必要はないということである。
- 10 CFO に求められることは、適切な経営を実現するために円滑なコミュニケーションを行うことである。例えば、投資家が ROE の向上を望んだとしよう。このとき、自己資本の圧縮など会計上の手法による短期的な向上策に走ることは望ましくない。望ましい ROE 向上の在り方は、キャッシュフローが増加し、収益性を高めることの結果として現れるものではないだろうか。
- 15 豊富な自己資金によるバッファをもちながら、高い収益性を実現することによって中長期的にも安定した経営が実現する。

第 3 節 家計への提案

- 家計に対する施策として、第 3 章で示した「投資促進の対象層」を実際に市場へ向かわせるための、各層に対する投資制度を提案、また、適宜制度の改善案を提示していきたい。

若年世代

- 若年世代について、この層の特徴は年齢によるリスク許容度が大きいこと、投資を行いやすいことである。また、老齢期に至るまでの時間が長く、長期的な視点で資産形成に取り組むことができる。一方で、保有資産が小さいため投資にまわせる金額が少なくなる傾向にある。そこで、この層に対する提案として、少額投資非課税制度 NISA を挙げたい。

NISA は『貯蓄から投資』への流れを促進し、個人投資家のすそ野を拡大す

るため⁴³⁾に制度の拡充が進められてきた。しかし、2015年4月時点におけるNISA口座での投資実行者の過半数は6,70代で、20代は5%、30代は12%にとどまっており⁴⁴⁾、現状、すそ野が若年世代にまで広がっていない。本提案では、NISAを若年世代へ向けた「投資への第一歩」として位置づけ⁴⁵⁾、投資の

5 促進について考えていく。

そもそも、若年世代には投資を行う動機があるのだろうか。前章で述べたように、我が国の公的年金制度は限界を迎えており、今の若年世代が老後に十分な給付を受けられるとは限らない。そのため、今後リスクをとってでも自分自身で資産を増やす努力が必要になってくると考えられる。

10 次に、なぜ投資への第一歩としてのNISAを、特に若年世代に対する提案としたか述べていく。先述したとおり、若年世代は長期の視点で投資について考えることができる。若年期に投資を行った経験があれば、投資や金融に関する知識の向上⁴⁶⁾を通じ、その後の資産形成の場としても証券市場が選択される可能性は高くなると思われる。さらに、投資で資産形成を行う親の姿をみて育つ

15 子供世代は、投資をより身近なものとして認識するようになる、という循環が発生することも考えられる。

長い目でみれば、今後家計の市場参加層を拡大させるためには、現在の若年世代に投資家のすそ野が広がることが望ましいと思われる。また、若年世代は投資にまわせる金額が少ない傾向にあったが、投資家のすそ野拡大を目的とするため、少額でも投資経験を積むことに意味がある。

20

さらに、NISAは中途での金銭引き出しが可能である。ライフイベントを数多く残し、運用した資産を実際に使用できることが求められる若年世代は、制度面でもNISAの活用が適しているといえる。

NISAは、2016年4月から制度面でのいくつかの変更が決定されている。しかし、本提案を行うにあたり、さらなる改善案を提示したい。NISAの課題と

25

⁴³⁾ 金融庁(2014)「NISAについてのQ&A」1頁より引用。

⁴⁴⁾ 野村アセットマネジメント株式会社(2015)「第8回『NISAに関する意識調査』結果について」6頁を参照。

⁴⁵⁾ 実際に、2014年の新規投資家のうちNISA口座で投資を始めた割合が52.5%。NRI HPを参照。

⁴⁶⁾ NISA口座を開設した新規投資家への調査によると、投資をする前後では投資のイメージに明確な違いがあり、投資開始後にはポジティブな方向に変化している。NRI HPを参照。

しては、制度自体が 2023 年までの時限付きであることが挙げられる。そこで、制度の恒久化ないし延長を提案する。この根拠として、第一に、NISA は 1 年ごとの非課税額に限度があるため短期売買よりも長期での資産運用に適していることが挙げられる。制度自体が 2023 年に終了してしまうと、若年世代が長期視点で投資に関わっていくことへの妨げとなることが考えられる。第二に、時限制度では若年世代への投資のきっかけ作りとしての位置づけが弱まってしまふ可能性がある。現在の若年世代に対してだけでなく、将来時点での若年世代に対しても投資への第一歩としての制度が存在していることが重要であると思われる。

5 次に、対象商品の拡大を提案したい。現在の NISA では公社債・公社債投信での運用が認められていない。投資未経験者が証券投資を行わない理由として、投資のリスクを恐れる声が多く⁴⁷、安全資産への投資が可能となれば個人投資家のすそ野のさらなる拡大が見込まれると考える。また、これにより間接的な債券流通市場の活性化も期待できる。

15

中年世代

中年世代に対する提案を述べていく。

20 中年世代の特徴として、年齢や資産、収入によるリスク許容度が若年世代と高齢世代の間に位置していることが挙げられる。また、この世代では「老後の生活資金」のために貯蓄を行う傾向がある。この貯蓄目的を達成するために行う資産形成の場を証券市場へ向かわせる手段として、「確定拠出年金」を提案したい。

25 確定拠出年金(以下 DC)は、毎月一定の掛け金を運用し、60 歳以降に受け取る年金制度である。個人が掛け金を出す個人型と、企業が出す企業型に分類される。掛け金は 5,000 円から 1,000 円単位で任意に設定できるため、資産保有額にかかわらず家計が証券市場へ参加しやすい制度であると思われる。

DC は他の投資制度と異なり、投資に関心の薄い層にとっても加入のメリットがある。特に、拠出金を所得控除できる点は魅力が大きい。個人型 DC の場

⁴⁷ 日本証券業協会(2014)「個人投資家の証券投資に関する意識調査 報告書」150 頁を参照。

合、日本経済新聞は「課税所得 500 万円の会社員が、掛金の年間上限でもある 27 万 6000 円を使うと節税額は 1 年に 8 万 2800 円、20 年では約 166 万円⁴⁸」になると試算している。企業型 DC でも、「マッチング拠出⁴⁹」による拠出金を全額所得から控除することができる。家計に投資をはじめめる動機が生じやすい
5 制度であるといえるのではないか⁵⁰。

また、DC 加入者の 9 割以上を占める企業型 DC は、企業側が口座を用意する
10 場合が多い。そのため、投資に関心の薄い層でも受動的に市場へ参加する機会が
15 しやすい。

DC の提案対象を特に中年世代とした根拠として、この世代の貯蓄動機があ
10 る。ライフイベントにおける大きな支出を終えて老後を懸念しはじめる中年世
代にとって、運用目的が老後資金に特化している DC は、貯蓄の目的⁵¹を達成
するための手段として最適であると考えられる。NISA や個人年金保険では中
途での引き出しが可能であるのに対し、DC は掛け金を 60 歳まで引き出せない。
この点も、十分な老後資金を準備する手段としての役割を果たしていると思わ
15 れる。

DC の課題として、加入者数の向上が挙げられる。改正法案⁵²が成立すれば、
個人型 DC の加入権利者は国民全体へと広がるが、現時点での加入者割合は権
利者の 0.6%に過ぎない⁵³。個人型 DC では、個人で口座を開設しに行かなけれ
ばならないが、家計にとってこれが大きな負担となっていると思われる。制度
20 自体に加入メリットがあるため、開設手続きの簡易化などによって、加入者を
増加させることが可能であると考えられる。

⁴⁸ 『日本経済新聞』2015 年 4 月 29 日 電子版「個人型の確定拠出年金、節税で賢く活用」より引用。

⁴⁹ 企業型 DC において、企業が拠出する掛け金に社員が自己資金を上乗せする制度。

⁵⁰ 実際に、加入者を対象とする調査で拠出した理由として最も多かった回答は「税制優遇の魅力」である。国民年金基金連合会(2013)「加入者/運用指図者に対するアンケート調査」4 頁を参照。

⁵¹ 老後の生活資金のため。

⁵² 確定拠出年金法等の一部を改正する法律案。老後に向けた継続的な自助努力を支援するため、いくつかの措置がとられる。個人型 DC の加入者範囲の見直しでは、新たに第 3 号被保険者や企業年金加入者、公務員等共済加入者を加入可能とする。厚生労働省(2015)「確定拠出年金放蕩の一部を改正する法律案」を参照。

⁵³ 『日本経済新聞』2015 年 10 月 14 日 朝刊 二十面 「確定拠出、やらぬは損」を参照。

十分な老後資金を保有する高齢世代

最後に、十分な老後資金を保有する高齢世代に対する投資方法を提案する。年齢を最も重視したリスク許容度の観点からみると、高齢世代は投資を行うには適さない層だといえる。しかし、収入や資産からみると、日本家計の投資可能な層は高齢者層に比較的多くみられる。この層については、市場へ本格的に参加するというよりも、次世代を担う子や孫に保有金融資産を移転させることが重要であるといえよう。そこで、老後の貯蓄を十分に保有しており、資金に余裕のある高齢世代には、教育資金贈与信託を提案したい。教育資金贈与信託は、2013年の税制改正において導入された教育資金の一括贈与にかかる贈与税の非課税措置に基づいて新たに創設された。教育資金として、1,500万円を限度として贈与税が非課税になる。取り扱い金融機関では元本保証としているところが多く、コスト面も抑えられているため、リスク許容度が小さい高齢世代でも利用しやすくなっている。

信託協会が2015年7月に実施した「相続・贈与・投資に関する意識調査」によると、高齢世代で16.4%が生前贈与の経験があると回答している。一方で、贈与意向に関しては、贈与したい、機会があれば贈与してもよいとの回答が67.3%であった。高齢者層において、実際に生前贈与を行った割合は低いものの、贈与意向は比較的強い。この結果から、高齢者層は教育資金贈与信託を活用する可能性があると考えられる。また、2015年の相続税改正で基礎控除額が引き下げられたことにより、相続対策がインセンティブになると考えられる。

しかし、教育資金贈与信託を活用するにあたっては注意も必要になる。まず、信託期間は贈与を受ける孫が30歳になるまでであり、中途解約ができない。そのため、自身の生活が破綻に追い込まれる可能性がある。また、教育資金として使われなかった信託財産には贈与税が課税されるため、必要以上の贈与は受益者の負担となる可能性がある。これらの注意点を考慮したうえで信託する額を決定することが望ましい。

教育資金贈与信託で贈与を受ける世代は、30～50代が中心になると思われる。この世代は、本来ならば将来の子供の教育に関する消費のために蓄えておかなければならなかった資金を維持する必要性が低くなる。この資金を他の支出にまわせることで、投資を始める際の元手とすることが可能であると考えられる。

実際、信託協会が 2014 年 7 月に行った「教育資金贈与信託に関する受益者向けアンケート調査結果」によると、利用者の 9 割以上が教育費に係る負担が軽減されたと回答している。また、教育費の負担軽減により、52%が将来に備えて資金を増やしたいと考えている。この結果から、負担が軽減された場合には

5 その分の資金が投資へと向かう可能性がある。

以上より、教育資金贈与信託は、高齢者層の金融資産を子や孫へと移転させる有効な手段であると考えられる。また、同信託を活用する側の高齢世代と贈与を受ける側の子や孫の双方にメリットがあることから、高齢世代がこれから保有金融資産を移転させていくうえで利用するのに相応しい商品であるといえる。

10

最後に教育資金贈与信託の課題について言及しておく。現在は 2019 年までの時限制度⁵⁴であり、長期的な視点で金融資産の移転を考えた場合には恒久化が望ましい。また、教育資金の範囲を明確化かつ拡大していくことも今後の課題となると考えられる。

15

20

25

⁵⁴ 当初は 2013 年から 2015 年までの時限制度であったが、2015 年の税制改正において 2019 年まで延長された。

終章

我々は本論において、証券流通市場の活性化を流動性の向上と定義した。

第1章では、証券市場の概要について述べた。第1節では証券市場の仕組み、第2節では取引の意義を明らかにし、第3節では取引に伴う困難さを示した。第4節では、さらなる市場活性化のためには投資家のニーズに応えるサービスが展開されるべきであることを述べた。

第2章では、証券流通市場の分析を行った。第1節では、証券流通市場の活性化の担い手として家計が挙げられる理由を述べた。第2節では、債券流通市場を分析した。第3節では、株式流通市場において、東証一部の流動性が極めて高いことを述べたあと、マイクロ・キャップの棲み分けがなされていないことを指摘した。第4節では株式の収益性を分析した。

第3章では、家計を分析した。まず、第1節では家計の貯蓄動機を分析した。第2節では家計がどの程度リスクをとることが可能か確認した。第3節では家計のリスクアセット保有について分析した。第4節では自助努力の必要性を述べた。第5節では、投資促進の対象層を提示した。

第4章では、証券流通市場と企業、家計がもつ問題点を解決するための施策を提案した。第1節では、マイクロ・キャップを適切な市場へ上場させることで、市場の特徴を明確化させることを提案した。市場の特徴が明確になることで、より投資家が参入しやすい株式流通市場となるだろう。

第2節では、企業の収益性を向上させるための施策として、適切なエクイティ・ガバナンスの実施を提案した。CFOなどの橋渡し役となる人物が非効率な設備投資の抑制を実現させることで、企業の収益性は改善するだろう。

第1節および第2節の提案により、証券流通市場の環境が整うことが期待される。これを踏まえたうえで、第3節では各投資促進の対象層に適した投資制度を述べ、適宜改善が必要な点を指摘した。提案した投資制度がより普及することで、家計が証券流通市場へ参加しはじめるだろう。

証券流通市場および企業の問題点を解決し、投資制度を改善することによって、我が国の証券流通市場を活性化させることができるだろう。

<参考文献>

- 朝倉智也(2014)「日本の投資信託が抱える課題-NISA時代に向け業界全体で取り組む姿勢が必要-」『証券アナリストジャーナル』第52巻,第5号,40-49頁
- 5 井瀨正彦・瀧俊雄・吉川浩司(2009)「米国の社債市場の検証とわが国社債市場を取り巻く環境変化について」『野村資本市場クォーターリー』Vol.13-2 ,AUTUMN
- 大木剛(2015)「英国における個人向け証券ビジネスの動向～特徴と変化～」『月刊資本市場』No.358,14-23頁
- 10 金子久(2014)「NISAの現状と将来への期待」『月刊資本市場』No.344,4-11頁
- 金融広報中央委員会(2009)「金融に関する消費者アンケート調査の結果」
_____ (2014)「家計の金融行動に関する世論調査」
- 金融・資本市場活性化有識者会合(2013)「金融・資本市場活性化に向けての提言」
- 15 金融庁(2014a)「金融モニタリングレポート」
_____ (2014b)「NISA口座の利用状況等について」
_____ (2014c)「NISAについてのQ&A」
- 小池拓自(2009)「家計の保有するリスク資産－「貯蓄から投資へ」再考－」『レファレンス』第59巻,第5号,4-78頁
- 20 厚生労働省(2014)「簡易生命表の概況」
_____ (2015)「確定拠出年金放蕩の一部を改正する法律案」
- 国民年金基金連合会(2013)「加入者/運用指図者に対するアンケート調査」
- 小林慶一郎(2015)「資本生産性の時代-バンク・ガバナンスからエクイティ・ガバナンスへ-」『証券アナリストジャーナル』第53巻,第6号,6-16頁
- 25 財務省(1985-2014)「法人企業統計年報」
_____ (2015)「個人向け国債の発行額の推移」
- 島津洋隆(2014)「米国の家計金融資産の現状と経験」
- 信託教会(2014)「教育資金贈与信託に関する受益者向けアンケート調査結果」
_____ (2015a)「相続・贈与・投資に関する意識調査」
- 30 _____ (2015b)「教育資金贈与信託」

- 杉田浩治(2014)「投資信託の 14 年改革と今後の課題」『月刊資本市場』
No.347,4-11 頁
- _____ (2015)「米国投信 4 分の 3 世紀の歴史から何を学ぶか」『証券レビュー』
第 55 巻,第 1 号,156-183 頁
- 5 生命保険協会(2015)「株式価値向上に向けた取り組みについて」
総務省(2013)「国民生活基礎調査(貯蓄の状況)」
_____ (2014)「家計調査 (貯蓄・負債偏)」
田中健太郎(2013)「英国リテール金融業界に構造改革を迫る RDR」『野村資本
市場クォーターリー』Vol.16-4 SPRING
- 10 投資信託協会(2014)「投資信託に関するアンケート調査報告書-2014 年」
内閣府(2013)「国民経済計算」
徳島勝幸(2010)「魅力ある個人向け社債市場に向けて」
日本証券業協会(2014a)「個人投資家の証券投資に関する意識調査報告書」
_____ (2014b)「平成 27 年度税制改正に関する要望」
- 15 日本生命保険相互会社(2014)「ニッセイ インターネットアンケート」
日本銀行 (2015)「資金循環統計 確報」
日本銀行調査統計局(2015)「資金循環の日米欧比較」
野村アセットマネジメント株式会社(2015)「第 8 回『NISA に関する意識調査』
結果について」6 頁
- 20 野村総合研究所(2015)「若年層を中心とした個人による投資の現状と NISA の
利用促進に向けた課題に関する調査 報告書」
野村資本市場研究所(2012)「我が国の個人金融資産の資産運用高度化のための
調査報告書」
淵田康之(2014a)「我が国株式市場のマイクロ・キャップ問題と解決への指針」
『月間資本市場』No350,18-26 頁
- 25 _____ (2014b)「日本のマイクロキャップ市場」『野村資本市場クォーターリー』
Vol17-3 WINTER
_____ (2015)「わが国の小規模企業向け株式市場制度の在り方について」『証
券経済学会年報』第 49 号別冊 1-10 頁
- 30 前田昌孝(2015)「投信 100 兆円時代の課題」『月刊資本市場』No.360,34-46 頁

- 丸木強(1995)「社債管理会社を不設置とした社債について」『公社債月報』第
469号 28-30頁
- 三菱 UFJ 信託銀行(2015)「投資指標としての ROE」
- 江川雅子(2008)『株主を重視しない経営』日本経済新聞出版社
- 5 大村敬一・俊野雅司(2014)『証券論』有斐閣
- 金融商品取引法研究会(2015)『金融証券取引法制の潮流』日本証券経済研究所
- 手島直樹(2015)『ROE が奪う競争力』日本経済新聞出版社
- 二上季代司(2011)『証券市場論』有斐閣
- 日本証券業協会(2005)『個人投資家と証券市場のあり方』中央経済社
- 10 日本証券経済研究所(2013)『図説 アメリカの証券市場 2013年版』日本証券
経済研究所
- _____ (2014a)『図説 イギリスの証券市場 2014年版』日本証券経済研究所
- _____ (2014b)『図説 日本の証券市場 2014年版』日本証券経済研究所
- 榊原茂樹・城下賢吾・姜喜永・福田司文・岡村秀夫(2013)『入門証券論』有斐
閣
- 15 野間敏克(2015)『証券市場と私達の経済』放送大学教育振興会
- 松尾順介(1999)『日本の社債市場』東洋経済新報社
- 山を動かす研究会(2014)『ROE 最貧国日本を変える』日本経済新聞出版社
- 早稲田大学大学院ファイナンス研究科(2011)『株式市場の流動性と投資家行動』
中央経済社
- 20 _____(2012b)『証券市場のグランドデザイン』中央経済社
- 『日本経済新聞』2012年12月13日 電子版「「リテール改革」に着手した野
村の深謀遠慮」
- 『日本経済新聞』2013年6月18日 電子版「日本株復活へ 証券業界も迫ら
れる構造改革」
- 25 『日本経済新聞』2014年4月1-3月31日 朝刊 市場体温計
- 『日本経済新聞』2014年6月22日 朝刊 十一面「(貯蓄から投資へ 未完の
挑戦) 証券界、期待と背信の 20年 個人株主取り戻せるか ノルマとの
決別誓う」
- 30 『日本経済新聞』2014年7月5日 電子版「投信、乗り換え販売是正を 金融

庁が年次報告書」

『日本経済新聞』2014年7月15日 朝刊 五面「投信販売、見直し迫る、顧客より手数料優先（変わる金融検査）」

5 『日本経済新聞』2014年8月4日 電子版「丸三証券、投信「がんばらない営業」で収益着々」

『日本経済新聞』2014年12月14日 朝刊 五面「証券会社「身近」で顧客開拓 ネット系も実店舗強化、家計に助言、運用取り込む」

『日本経済新聞』2015年2月17日 電子版「金融機関のせいにする投資家になってはいけない」

10 『日本経済新聞』2015年4月29日 朝刊 二十一面「個人型確定拠出で節税」

『日本経済新聞』2015年4月29日 電子版「個人型の確定拠出年金、節税で賢く活用」

『日本経済新聞』2015年5月14日 朝刊 二面「個人型確定拠出年金の節税」

『日本経済新聞』2015年8月3日 朝刊 五面「ROE重視の株価指数」

15 『日本経済新聞』2015年9月5日 朝刊 五面「金融とIT融合「フィンテック」後押し、金融庁、銀行規制17年ぶり緩和、仮想通貨の監視策検討」

『日本経済新聞』2015年9月30日 朝刊 二十三面「資産作りの悩みに助言 取引仲介、中立視点で(M&I)」

『日本経済新聞』2015年10月14日 朝刊 二十面 「確定拠出、やらぬは損」

20 『日本経済新聞』2015年10月28日 朝刊 一面「金融ITフィンテックの衝撃(3) 低コスト・合理性が武器——投資、指南役はロボ。」

<参考資料>

NRI HP(<http://fis.nri.co.jp/ja-JP/index.html>)

25 SMBC 日興証券 HP(<http://www.smbcnikko.co.jp/index.html>)

ICI(米国投資信託協会) HP (<https://www.ici.org/>)

Yahoo! ファイナンス (<http://finance.yahoo.co.jp/>)

金融広報中央委員会 HP(<https://www.shiruporuto.jp/>)

金融庁 HP(<http://www.fsa.go.jp/>)

30 国立社会保障・人口問題研究所 HP (<http://www.ipss.go.jp/>)

- 財務省 HP(<http://www.mof.go.jp/>)
- 総務省 HP(<http://www.soumu.go.jp/>)
- 大和総研グループ HP(<http://www.dir.co.jp/>)
- 投資信託協会 HP (<http://www.toushin.or.jp/>)
- 5 内閣府 HP(<http://www.cao.go.jp/>)
- 日本銀行 HP(<http://www.boj.or.jp/>)
- 日本経済新聞 HP(<http://www.nikkei.com/>)
- 日本証券業協会 HP (<http://www.jsda.or.jp/>)
- 日本取引所グループ HP(<http://www.jpx.co.jp/>)
- 10 野村資本市場研究所 HP(<http://www.nicmr.com/nicmr/>)
- 三井住友信託銀行 HP(<http://www.smtb.jp/>)
- モーニングスター HP (<http://www.morningstar.co.jp/>)