

今後の国内流通市場の活性化について

5

10

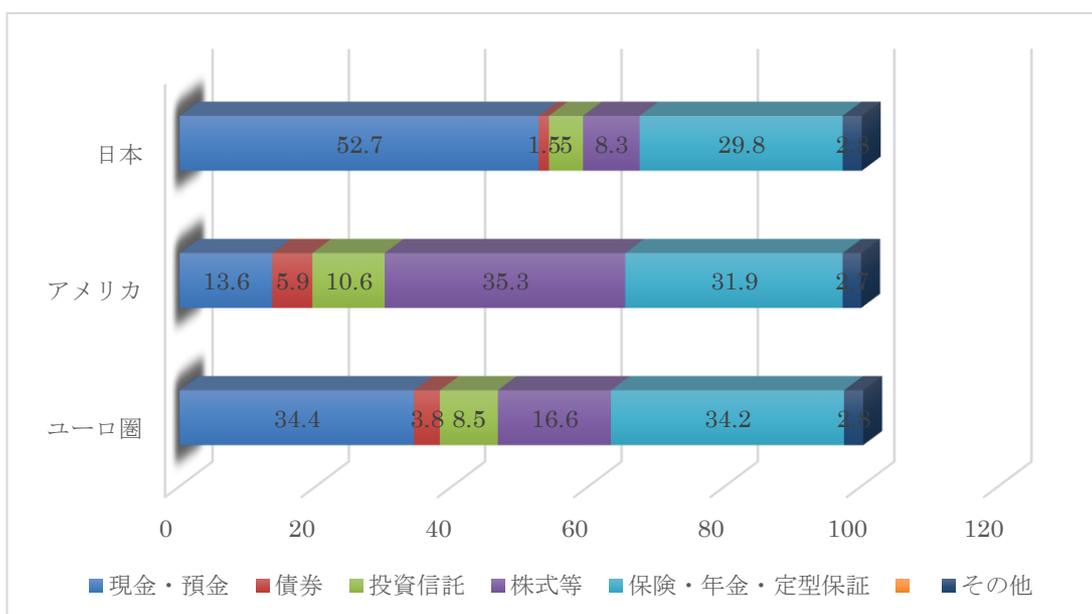
明治大学坂本ゼミナール D ブロック 橋口班

目次

5	はじめに
	第1章 日本の証券市場
	第1節 証券市場
	第2節 日本の証券市場の現状
10	第3節 有価証券
	第4節 証券取引所
	第2章 流通市場活性化の定義
15	第3章 国内投資家層の拡大に対する方策
	第1節 NISA 制度
	第2節 確定拠出年金
	第3節 金融教育
20	第4章 わが国における証券の取引量の増加に対する課題と解決策
	第1節 ROE 上昇と ESG 経営
	第2節 コーポレートガバナンスの強化
	第3節 種類株活用による資本政策
25	おわりに

はじめに

日本の証券市場は戦後に高度経済成長戸とともに発展してきた。しかし、1990年代に起きたバブル崩壊やリーマンショックなどの金融危機により金不安定な景気融機の合併・倒産や経済の国際化に伴う先の見えない動向が起きていた。その影響により、国内の流通市場は停滞している。このような経緯から日本の家計資産は現金に比重が置かれている。



10 (出典『資金循環の日米欧比較』を参考に坂本ゼミ作成)

上記のグラフから見ても分かるように特にはアメリカ、ユーロエリアと比較すると現金・預金の割合が大きく株式・出資金の割合が低い。このように日本では貯蓄という毛傾向が強く証券や株式を流通させるという傾向は海外に比べると弱い。そこでこれから証券の発行市場拡大の為の流通市場の活性化を実証証券市現する為第1章では現在の日本の場と証券取引状について述べ、第2に章では証券市場活性化についての定義を述べ、第3章では流通市場の活性化必要な国内投資家の拡大という点で課題点とそれに対する私達の解決策、第4章では証券の取引量の増加という点における課題点と私達の課題策を述べる。そして最後にまとめを行う。

20

第 1 章 日本の証券市場

5 第 1 節 証券市場

まず、金融市場には間接金融と直接金融がある。間接金融は金融機関が貸し手に対して預金証書等の間接証券を発行することによって調達した資金を基に、借り手が発行した借用証書等の本源的証券を取得することで資金仲介を行うというものである。一方、直接金融とは、借り手が貸し手に対して直接に株式等の本源的証券を発行することで資金仲介がなされることである。この直接金融が行われる場が証券市場である。証券市場には、「発行市場」と「流通市場」とに分類されており、発行市場とは、企業・国・地方公共団体などが新たに発行する有価証券(株、式、債券等)の出資者を募集する場所のことであり、資金調達の目的で新規に発行される証券が、発行者から直接、もしくは証券会社などの仲介者を介して投資家に一次取得される市場株式会社の資金調達の目的で新規に発行される証券が、発行者から直接、もしくは証券会社、銀行等を介して投資家に一次取得される市場のことである。主に、当事者間の相対での取引であり、取引所のような具体的な市場のない抽象的な市場のことを指す。発行市場は有価証券の発行者にとっては資金調達を行う為の重要な場所であり、投資家にとっては新たな資金運用の場所となっている。株式市場よりも債券市場の方が大きくなっている。これに対して、流通市場とは、すでに発行された証券が、投資家から投資家に転々と流通・売買される市場のことをいう。発行市場は抽象的な市場であるのに対して、流通市場は取引所のように具体的な市場が存在する。

第 2 節 日本の証券市場の現状

日本における証券市場はバブル崩壊やリーマンショックなどの 1990 年代には停滞している先程述べたが、近年での日本の証券市場の動向は、2010

年4月の東証売買システム更新をきっかけにHFT（高頻度取引）の参入が本格化した。また、相次ぐ規制緩和によりPTS（私設取引システム）の利用が増加し、PTSでの売買代金は上場株全体の約5%を占めるまでに増加している。一方、市場間競争は証券取引所のシステムコストを増大させた。そして、海外の経営環境の変化を受け日本市場の国際競争力強化と利便性向上を目指し、2013年1月に東京証券取引所と大阪証券取引所が経営統合し、日本取引所グループが誕生した。

5

しかし、欧州の国家債務問題、東日本大震災、日銀による異次元の金融緩和と数多くの事に遭遇してきた。そのような事柄が起きるごとに日本の証券市場、とりわけ株式市場は大きく反応してきた。そして、依然として低い水準が特徴である。なので、先進各国の株価がリーマンショック前の水準を回復する中、日本の株式市場は出遅れが目立っている。しかし、最近では技術革新によるインターネットによって株式取引が普及したことやスマートフォンのアプリケーションによって株式取引が身近になったことで、個人投資家が増加している。

10

15

第3節 有価証券

有価証券とは無形の権利の譲渡を容易にするために当該権利を表した証券のことをいい、権利と証券が結びついているという点が一番の特徴である。具体的にみると会社の発行する株券や社債券、手形、小切手、国が発行する国債証券や地方自治団体が発行する地方債証券など多くのものがある。その中で、証券市場で取引される証券は「金融商品取引法上の有価証券」であり、同法2条1項と2項に定義されている。

20

25

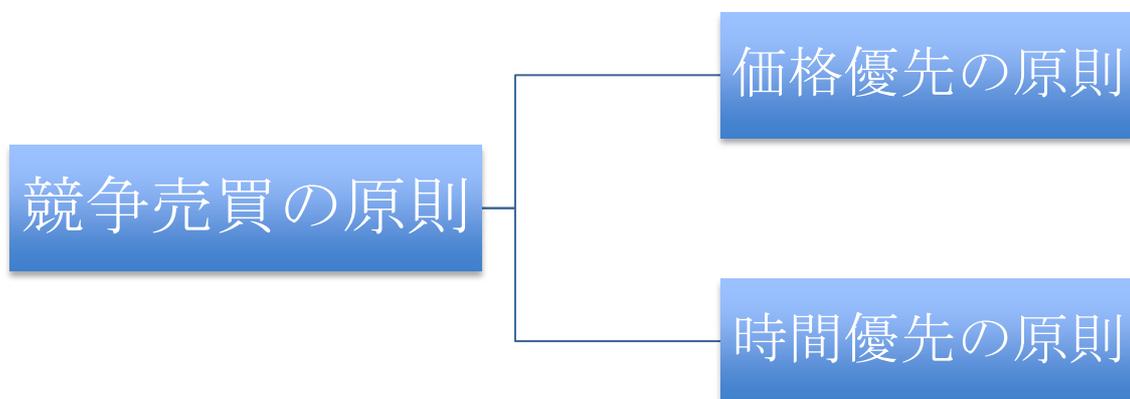
金融商品取引法
[第二条一項]
1、 国債証券
2、 地方債証券

3、 特殊法人債券
4、 資産流動化法上の特定社債券
5、 社債券
6、 特殊法人に関する出資証券
7、 協同組織金融機関優先出資証券
8、 資産流動化法上の優先出資証券・新優先出資引受権証券
9、 株券・新株予約権証券
10、 投資信託・外国投資信託受益証券
11、 投資法人の投資証券・新投資口予約証券・投資法人債権、外国投資法人の投資証券
12、 貸付信託の受益証券
13、 資産流動化法上の特定目的信託の受益証券
14、 信託法上の受益証券発行信託の受益証券
15、 コマーシャルペーパー
16、 抵当証券
17、 外国証券・証書（1号～9号または12号～16号で性質を有するもの）
18、 外国貸付債権信託の受益証券
19、 （金融）オプション証券・証書
20、 外国預託証券・証書
21、 政令指定証券・証書
[第二条二項]
1、 信託受益権
2、 外国信託の受益権
3、 合名会社・合資会社の社員権、合同会社の社員権
4、 外国法人の社員権で上記の3号の性質を有するもの
5、 集団投資スキーム持分
6、 外国集団投資スキーム持分
7、 政令指定権利

(出典『日本の証券市場』を参考に坂本ゼミ作成)

第4節 証券取引所

証券取引所は、投資家や証券会社自身の株式等の売買注文を、自ら開設する市場に集中させることによって多くの存在する需要と供給のバランスを統合させ、株式等の市場流通性を高めるとともに公正な価格形成を図る目的のもと取引所の2つの基本原則に基づき実施されている。一つ目は「価格優先の原則」である。これは、売り注文については最も低い値段が優先され、買い注文については最も高い値段が優先されるというものである。また、値段を指定して売買を行う指し値注文よりも値段を指定しないで売買される成り行き注文が優先される原則である。二つ目は「時間優先の原則」である。これは、同じ値段の売買注文がある場合、時間をみて先に発注された注文が優先される原則である。この二つの原則をもって証券取引所の役割である証券の流通性を高め、市場価格の適正化の機能を果たしている。このような証券取引を行う目的は主体によって様々に変化する。国や企業においては証券の発行体となるため、主に自身の経済活動における資金調達のために株式や債券を発行している。逆に個人投資家や機関投資家は自分の資金を守り、増やすためにキャピタルゲインや株主優待などを用いている。



第2章 流通市場活性化の定義

5 今回は証券の発行市場の拡大に伴う流通市場の活性化を目的としているため、流通市場の活性化の自分たちの意味するところを論じていきたい。2016年証券ゼミナール大会の本テーマにおいて証券流通市場の活性化を「日本の家計・取引所の現状をふまえた上で、国内投資家層の拡大とわが国における証券の取引量の増加」という2点定義している。まず、国内投資家層の拡大についてだが、先程にも述べた通り、日本の家計資産における証券市場への参入は少ない。それは、預金や貯蓄といった間接金融に回ってしまうことがためである。当然国内投資家たちの数は低いままである。

15 そこで、この問題に関しては、個人投資家や機関投資家の増加を促し直接金融への進出する機会を増やすこととする。もう一つの証券の取引量の増加については、日本の企業に着目した。日本の企業は世界の企業と比較すると株価とROEの水準が低い。このような結果が日本国内における投資家たちの進出に大きなストッパーになっていることが考えられる。そこで、株価をあげることで、資金調達の際に証券を発行する企業を増加していく。またROEの水準を上げることで投資する人たちにとっては大きなメリットが生まれ、国内の投資家たちが
20 増加すると推測できる。この2点の解決のため、日本企業成長という点を流通市場活性化におけるもう一つの定義として置く。



(出典「日経平均株価の推移」を参考に坂本ゼミ作成)

5

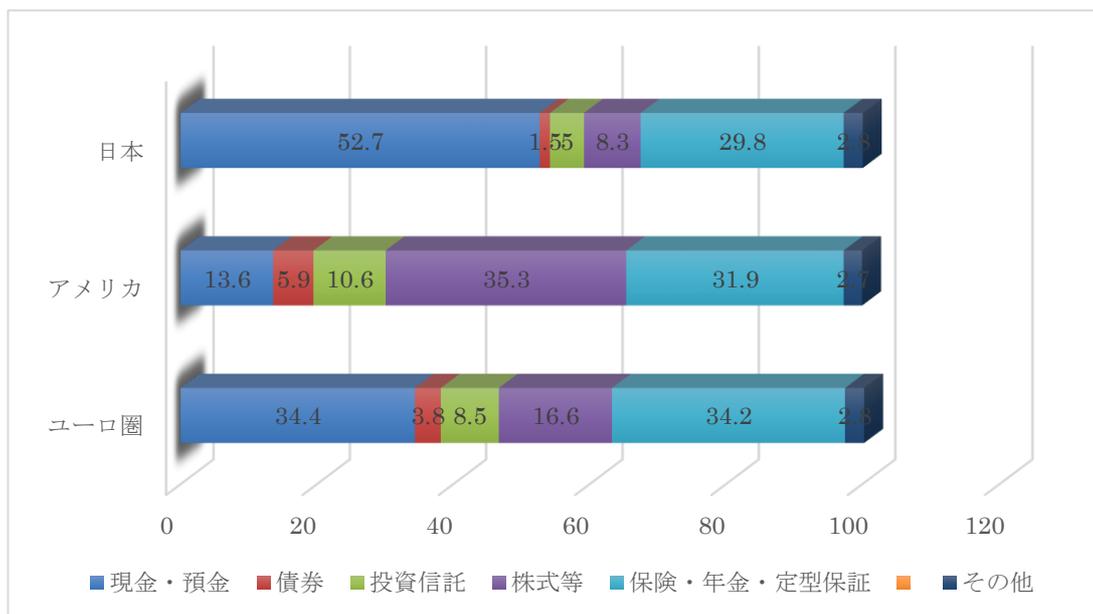
【ROEの国別比較】

	2009.12	2010.12	2011.12	2012.12
日本	-0.9	7.1	3.3	5.7
アメリカ	10.8	14.2	15.1	13.6
イギリス	12.3	14.3	14.0	10.0
中国	13.4	16.1	15.3	13.5
世界平均	8.5	13.0	11.5	10.6

(出典「日本の企業は何故駄目になったのか」を参考に坂本ゼミ作成)

10

図：家計の金融資産構成



出典：日本銀行調査統計局 『資金循環の日米欧比較』より 坂本ゼミ作成

5

第1節 NISA 制度

まず、NISA 制度の導入に至った背景について述べていく。

NISA 制度（少額投資非課税制度）とは、1999 年に、英国において少額投資を優
 10 遇する形で個人貯蓄口座(Individual Saving Account)が導入され、それを参考
 にして日本において取り入れられたものである。この制度が日本に導入されたの
 は H26 年のことであるが、日本において個人の投資信託や株式の売買から発生す
 る所得への課税を、一定の条件の下で非課税にする制度のことである。日本にお
 いて、この NISA 制度の導入に至った背景としては、若者層においける投資のき
 15 っかけとして、さらに投資を促進させる点にある。この点に関しては、20~30 代
 の所得水準が高くないことから、個々人においての資産形成を主体的に行ってい
 くことが鍵となってくると考えられる。要するに、NISA 制度の導入によって、
 個々人が投資をするきっかけになるということが期待されているのである。

次に、NISA 制度の概要について述べていく。

NISA 口座の開設によって、個人が株式や投資信託に投資するにあたって、そこから得られた配当金や譲渡金に対して 100 万円まで課税対象とならないといったメリットが挙げられる。この個人とは、日本国内居住で 20 歳以上の者であり、
5 その条件内を満たしていれば誰でも利用できる。また個人ひとりにつき開設可能な口座数は一つと定められている。また、従来においては非課税投資額が 100 万円であったが、2016 年より 120 万円と増額し、非課税期間の 5 年間から非課税投資上限額にして最大で 600 万である。以下に示した図表が NISA 制度の概要である。

10

図：NISA 制度の概要

制度対象者	20 歳以上の国内居住者
非課税対象	上場株式、公募株式投資信託等の配当や譲渡金
非課税投資額	新規投資額で年間 120 万円が上限 ※2016 年より非課税投資額が 100 万円から 120 万円へ増額された
非課税投資上限額	最大で 600 万
非課税期間	5 年間
口座開設	ひとりにつき 1 口座
途中売却	可能（但し、売却した非課税枠については再利用不可）
投資可能期間	H26 年から H35 年（10 年間）

出典：日本証券経済研究所（2016）『図説日本の証券市場』より坂本ゼミ作成

15

さらに、NISA の現状について見ていきたい。

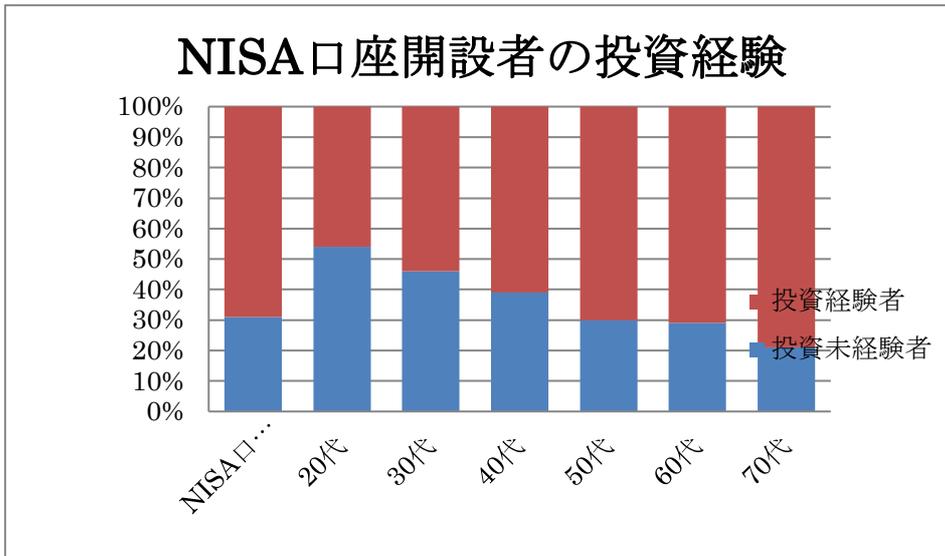
H28 年において、金融庁の調査における NISA の口座数に関して注目していくと、下図のことが示される。

図表：NISA口座数の比較

	NISA口座数 3月末時点	H27年12月末から の増加率	H27年12月末時点
総数	1,012万809	2.5%	987万6,361
20代	46万235	2.6%	44万8,724
30代	100万5,123	3.6%	97万585
40代	149万2,935	3.8%	143万7,632
50代	171万7,492	1.3%	169万5,716
60代	264万2,539	1.9%	259万3,165
70代	195万4,893	1.1%	193万4,143
80代以上	84万7,592	6.4%	79万6,396

出典：金融庁『NISA口座の利用状況に関する調査結果』より坂本ゼミ作成

- 5 H28年7月8日付の日本経済新聞の記事から金融庁が少額投資非課税制度(NISA)の利用状況を発表したが、2016年3月末時点の開設口座数は、15年末比で2.5%増の1012万809口座となり、初めて1000万口座を超えたとされる。この図表から言えるように、NISAが導入されてから2年経つが、口座数の上昇も進んでおり、特に20～40代のNISAの利用の増加が目立っていると言える。加えて、H28
- 10 年の金融庁におけるNISA制度の効果の検証結果の報告によると、以下の図表から次のこと読み取れる。年代別の投資未経験者の割合においては、若い世代ほど投資未経験者の割合が高く、20代～30代においては、NISA口座開設者のほぼ半数を投資未経験者が占めている。つまり、NISAの導入によって投資未経験者への投資の裾野拡大の効果があり、さらに、
- 15 若い世代ほどその効果が大きかったのではないかと考察できる。



出典：金融庁『国民のNISAの利用状況等に関するアンケート調査』より坂本ゼミ作成

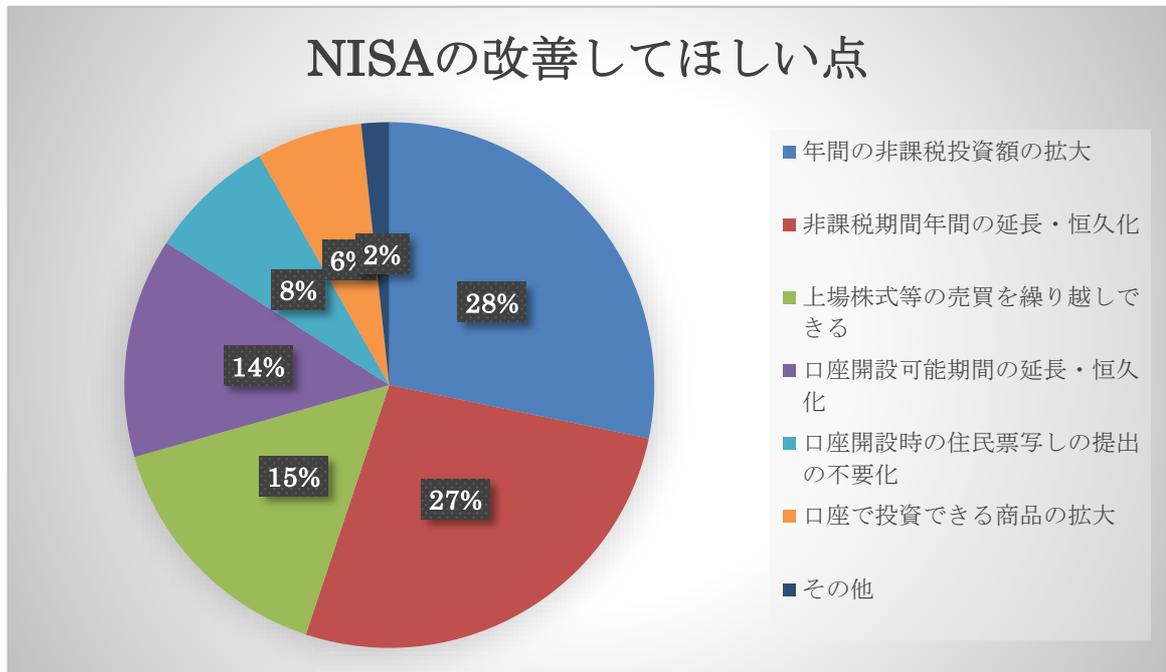
5

また、前述したように、日本のNISA制度は英国に習って導入されたものであるが、さらにここで英国のISAに関して注目していきたいと思う。

まず、日本のNISAと英国のISAの共通点として挙げられるのが、一つ目に、毎年
 10 年の拠出枠に上限があること。二つ目に、毎年拠出枠を使わないとその分が無
 くなってしまおうと言うことの二点である。次に、相違点として、一つ目に、NISA
 は非課税期間が5年であり、一方で、英国ISAは期限がないこと。二つ目に、NISA
 制度がH23年までの期間限定の施策である点。さらに3.NISAは分配金の再投資
 はできないこと、一方で英国ISAは再投資も非課税であるという点が挙げられる。
 15 このように、NISAとISAを比較してみると、二つの違いで顕著なのが、ISAが制
 度において恒久化しているのに、NISAには投資可能期間が10年間と制限されて
 いる点にある。ここで、日本証券業協会の「NISAの改善してほしい点」の調査結
 果によると、以下の図表の通りである。

20

図表：NISA の改善してほしい点



出典：日本証券業協会 『個人投資家の証券投資に関する意識調査報告書』よ

5 り坂本ゼミ作成

この調査より、NISA の改善点として割合を大きく占めているのが、非課税期間年間の延長・恒久化、そして、年間の非課税額の拡大である。

また、長期的にみた投資を考えているために、5年間の非課税期間の短さといった課題もあり、この点からも、NISA の恒久化が求められると私たちは考える。

10

なお、今年から、ジュニア NISA が始まった。1月から口座開設が始まり 4月から投資が可能となった。NISA と異なり 0～19歳の個人が利用可能、年間投資可能額は 80万円である。運用は親権者が代行することとなるが、運用によって得た金銭が対象の未成年者に対して利用されることを目的にしているため、18歳までは払い出しに制限がある。また 20歳以降は、ジュニア NISA での運用を NISA へ移行することが可能だ。このジュニア NISA が普及することにより、若年層の投資に触れる機会が増し、市場の活性化につながることを期待できる。

15

図表：NISA とジュニア NISA の特徴

	年齢	年間の投資上限金額	投資期間	非課税対象	非課税期間	運用管理
NISA	20歳以上	100万円	2023年(平成35年)まで	運用株式、投資信託での利益	5年間	原則として親権者が代行運用
ジュニア NISA	0～19歳	80万円	2023年(平成35年)まで	運用株式、投資信託での利益	5年間	払い出しに制約なし

出典：MFクラウドより坂本ゼミ作成

5

第2節 確定拠出年金

1. 確定拠出年金とは

日本の代表的な企業年金である厚生年金基金や適格退職年金では、将来の年金給付額が報酬や勤続年数をもとに一定の計算式により予め決められている確定給付型しか認められていない。これに対して、掛金とその運用益によって将来の年金給付額が事後的に決まる制度を確定拠出型という。確定拠出年金は近年米国の401Kが有名。2001年10月からその401Kをモデルとした日本版401K=確定拠出年金が導入された。

15 確定拠出型年金は、①企業が制度を導入し、その従業員が加入する企業型年金と、②自営業者等で国民年金の保険料を納付している人（すなわち免除者、未納者以外）や、他の企業年金（厚生年金基金や適格退職金等、以下同じ）及び企業型年金に加入していない企業の従業員が加入する個人型年金がある。加入対象者の年齢は、いずれも60歳未満となる。また、①、②の条件に該当しない人、つまり、公務員や国民年金の第3号被保険者、あるいは他の企業年金の加入者で、

その勤務先が企業型年金を導入しなかった企業の従業員は、確定拠出年金に加入することができない。

次に、確定拠出型年金と確定給付型年金の違いを見てみる。

5

「確定拠出型年金と確定給付型年金の対比」

	確定拠出型年金	確定給付型年金
運用リスク	従業員が負担	企業が負担
従業員勘定	あり	なし
ポータビリティ	あり	なし
在中の引き出し	あり	なし
従業員の掛金拠出	あり	なし
従業員の投資先選択	あり	なし
年金数理計算	不要	必要

出典：スルガ銀行 HP より坂本ゼミ作成

10 確定拠出型年金と確定給付型年金の主な違いとして、資金の運用を従業員がやるか、企業がやるかの違いがある。

2. 日本版 401K 導入の経緯

(i) アメリカでの 401K の成功

15 成功の要因は二つある。一つは 401K のサービスが優れていることだ。

401K の制度事態は企業がつくり、従業員が申し込んで従業員勘定（個人口座）がつくられる。従業員勘定には、従業員が掛け金を拠出する。さらに企業が上乗せで拠出するのが一般的であり（法的には企業の拠出は任意）、大きな魅力となっている。

20 拠出金は従業員が自己責任で運用して増やしていく。運用メニュー（投資商品）は企業によって 3 種類以上提供される。3 種類とは、リスク・リターンの異なる商品（元本確保の安全度や利回りの高低が異なる商品）出なければならない。従

業員は運用メニューの中からポートフォリオを組んで（商品を組み合わせて）運用する。

401Kの最大の特徴は手厚い優遇課税にある。従業員の掛け金は税引前給与からの天引きで拠出され、給付時まで課税がされない（課税の繰り延べという）。さらに、企業の拠出金と投資した運用益も給付時まで課税繰り延べされる。

退職貯蓄の観点から、一般的には59.5歳より前に引き出すと通常の課税（20%の源泉徴収）に加えて、10%のペナルティ課税がある。

401Kは個別勘定なので、転職時には持っていくことができる（ポータビリティがあるという）。転職先に401Kがない場合や独立する場合、退職後などには、IRA（個人退職勘定）を個人で開設して移管できる。いずれも課税繰り延べのまま移管できる。

米国の401Kの3つの特徴。

・課税優遇：

15 受給するときまで拠出金や運用収益が課税されない（課税繰り延べ）

・自助努力と自己責任：

自分の口座（個人勘定）を持ち、自己責任で資産を運用する

・ポータビリティ（携帯性）：

転職したときには積立金を転職先に移管できる

20

もう一つの要因は、社会経済構造にあった。

アメリカには日本と同様ベビーブーム世代がいる。1946年から1964年にかけて生まれてきた人たちのことで（日本の場合ベビーブームはこれほど長期間に渡っていない）、米国民3分の1にあたる7700万人にも上る。この世代が次々に老後準備を始める時期となり、自助努力による退職資金の確保が大きなテーマとなった。このようなときに登場したのが401Kだった。課税優遇といった内容が知られるにつれ、ベビーブーマー世代の退職資金の受け皿として急膨張するようになり、今日までの勢いは衰えていない。

30 80年代後半には、確定給付型年金制度を維持することが困難になり、401Kに

移行する企業が増えたことも、401K拡大に拍車をかけた。

こうして動きがさらに相乗効果をもたらすことになる。投資信託を通して401Kプランの資金が株式市場に大量に流れ込み、株価の上昇を支えたといわれている。1984年には550億ドルだった401Kプランの資産残高は、98年には1兆ドルに達している。そしてそれに合わせてダウ平均も1050ドルから8000ドルに上昇しているのだ。

5

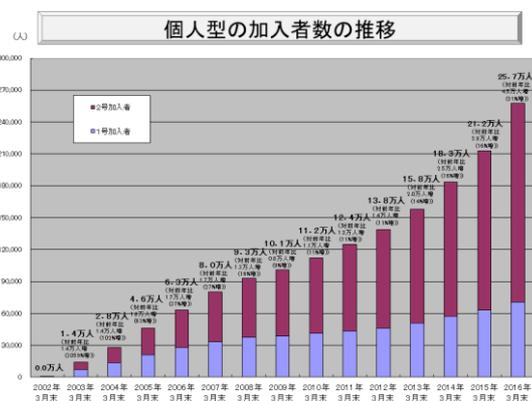
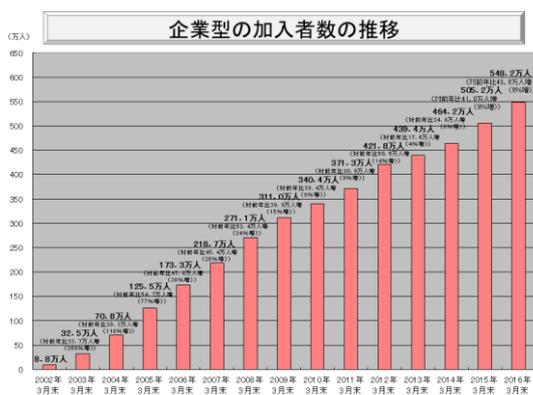
投資信託の普及は株式と加入者の垣根を低くし、投資対象としての株式の比率を高めた。投資信託は運用をプロに任せられて安心な点や分散投資の商品として向いていることに加え、高利回りの運用実績のファンド（投資信託の商品）が大々的に宣伝されたことにより、老後の資金づくりを急ぐ世代に受け入れられた。

10

(ii) 日本版401K＝確定拠出年金に対するニーズの増大

確定拠出年金制度は、企業が企業年金として採用している「企業型確定拠出年金」と、企業型確定拠出年金に加入していない個人向けの「個人型確定拠出年金」がある。2016年3月末の企業型確定拠出年金の実施事業主数は2万2574社、加入者数は約548万2000人。企業型確定拠出年金の導入企業数は毎年着実に増加している。一方、個人型確定拠出年金の加入者数は25万7000人になっている。

20



引用：厚生労働省HPより

確定拠出年金の資産残高は2013年3月末に7兆4500億円(前年同月末比9100億円増)。確定拠出年金資産残高は、2010年3月末以来毎年6100億円～1兆700

億円の水準で積み上がってきているため、2014 年末には 9 兆円程度に達していると推計される。

このように、現在日本で確定拠出年金を活用している人々が増え続けている理由は主に 6 つある。

5

①公的年金危機：

先にも述べているが少子高齢化社会という構造変化のもとで制度が成り立たなくなってきた。

②企業年金積み立て不足の深刻化：

10 企業年金の運用利回りの低下により多額の積立金不足が発生している。

③企業経営の悪化：

長引く不況で企業業績が低迷し、維持コストの安い企業年金が求められている。

④国際会計基準の導入：

15 2000 年 4 月からの導入により年金債務が企業会計に影響を及ぼさない企業年金が求められている。

⑤雇用構造の変化による流動化の広がり：

転職が一般化しつつある雇用環境に合った新しいタイプの企業年金の必要性

⑥株式市場の活性化：

20 確定拠出年金制度の導入で年金資金を株式市場に流し込み、低迷を続ける株式市場の活性化を期待

確定拠出年金で積み立てられて 9 兆円に達する資金が、「貯蓄」から「投資」へ大きく動き出そうとしている。2014 年 6 月から 12 月にわたって続いた社会保障審議会企業年金部会（事務局・厚生労働省年金局）での議論を通じ、「デフォルト商品にファンドの選定」、「第 3 号被保険者や公務員も加入可能な個人型確定拠出年金」、「投資教育を“配慮義務”から“努力義務”へ格上げ」などの方向性が示されている。確定拠出年金制度では現在、資産の約 6 割が元本確保型商品（預貯金に 4 割、生損保商品に 2 割）に集中し、全体の 44.6%が運用利回り 0~1%に集中しているという状況からの脱却が図られようとしている。

30

現在、個人型確定拠出年金も含めて自助努力型の年金制度の拡充議論が活発になっているのは、国民の老後の生活資金をまかなう資金の“中心”として位置づけられている公的年金（厚生年金、国民年金等）が、少子高齢化の進展によって「支給開始年齢の引き下げ」、および、「中長期的な給付水準の調整（引き下げの方向）」が避けられない状況にあるためである。

2014年財政検証によると、標準的な厚生年金の所得代替率（現役時代の給与所得に対する年金収入の比率）は、2014年度の62.7%という水準が、2030年度には57.2%～53.8%に低下し、2050年度には51.0%～41.6%になると推計されている。現役時の所得の半額程度しか公的年金ではもらえない時代が15年先には見えているのだ。

一方、1999年から15年にわたって続いている長期のデフレ（物価の下落）からの脱却をめざす政策が強力に推し進められる中で、国民の間に根付いている「現金至上主義（キャッシュ・イズ・キング）」の発想の転換の必要性にも迫られている。確定拠出年金資産の年利回りが0%～1%の低水準で固定されている現状は、2%のインフレ率に運用利回りが負け、将来の年金給付時に受け取ることができる価値が目減りする可能性が強い。「労多く、果実が少ない」という見通しの制度では、制度の普及も進まない。

確定拠出年金制度は、受給が始まるのは、加入者が60歳になって以降のことであり、20代～30代の加入者は40年～30年先に受け取ることができる資金を、毎月積み立てていっていることになる。年1%以下の運用利回りで、インフレ率に1%以上劣る運用しかしなかった場合、30年以上の経過によって失われる資産価値は大きい。

そこで、対応策として考えられているのは、まず、「投資教育」の徹底。加入者に投資の意義や運用方法についての基本的な理解を促して、資産運用に導きたいという狙いがある。現在、企業型DC制度を導入した企業には、制度導入時の投資教育を「努力義務」とし、制度導入後の「継続投資教育」を「配慮義務」とし

で定めているが、実際には、導入時の投資教育はほぼ 100%の企業が実施しているものの、「継続投資教育」については 35%の企業が未実施という状況だ。これを、継続投資教育も「努力義務」に位置づけを重くすることによって、企業の取り組みを強化させようとしている。

5

そして、現在は、加入者が特に運用商品を指定しなかった場合に、自動的に資金の投資先になる「デフォルト商品」について、一定水準の運用利回りが見込まれるファンド商品を指定するよう義務付ける方向の議論が続いている。米国においては、米国労働省によって、「ターゲットデートファンド」などのライフサイクル型ファンドを中心として分散投資効果が期待できるような商品タイプが適格デフォルト商品として設定され、英国 NEST (National Employment Savings Trust) でもライフサイクル型のリタイアメントデートファンドがデフォルト商品に設定されている。

10

現在の日本の企業型確定拠出年金では、デフォルト商品を設定している企業で、元本確保型商品を設定する企業が 96%に達しているという実情がある。一番の理由としてあげられるのが「運営管理機関の提案に沿った」ということであり、「何らかのデフォルト投資方針を確立するとともに、長期の年金運用に資するものとして、ライフサイクル型の投資方針をデフォルト手段とすることを検討すべき」という意見が提示されている。

20

さらに、企業年金部会では、確定拠出年金関連の手数料について、より開示を徹底すること、また、運営管理機関の見直しを定期的に行い、競争を促進することによって、より低廉な手数料や充実した投資教育に関するサービスを提供させるような環境づくりを進めるべきだという議論も行われている。

25

現在、企業型確定拠出年金の掛金平均は月額 1 万 4386 円(年間 17 万 2640 円)。単純に加入者数 507 万 1000 人を掛けると、月額約 730 億円が制度全体で積み立てられている計算だ。これまでは、これらの約 6 割が元本確保型商品で運用され、株式・債券市場等に向かう流れが小さかったが、この「元本確保に眠っている資

30

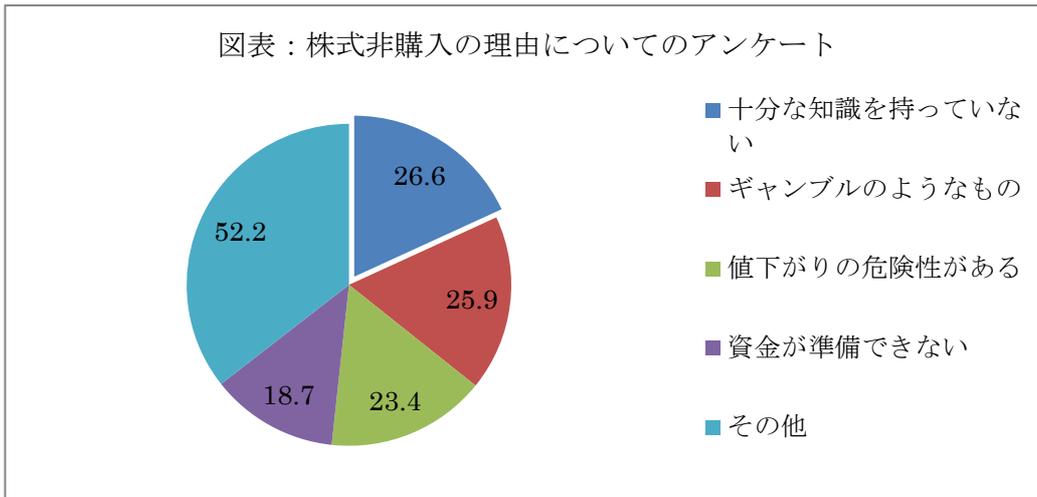
産」を株式市場等へ流そうという動きが、徐々に強まっていく方向だ。

2014年にはNTTが、グループ9万人が加入する企業型確定拠出年金制度をスタートさせて話題になったが、これに続くような大手企業も控えている。2001年
5 に確定拠出年金法が施行された当初は、「中小企業のための企業年金制度」として位置づけられていたが、現在では、大企業も含めて確定拠出年金導入について前向きに検討している状況だ。

確定拠出年金制度改定の動きは、そもそもの議論のスタートとして、「企業
10 年金を実施する企業が減少傾向にあり、より使いやすい制度を実現することによって、企業年金制度の普及・拡大を図りたい」という目的があった。したがって、制度改正は、より使いやすく広く使われる制度への改正をめざすもので、今後も確定拠出年金導入企業数は拡大する見通しにある。毎月の掛金総額も加入者増、また、企業拠出に加えて加入者個人負担で掛金を増額する「マッチン
15 グ拠出」の普及等によって、一段と拡大する方向だ。

第3節 金融教育

20 国内投資家層を拡大するためには、国民に十分な金融教育を施すことが必要であると考えられる。株式保有未経験者に、株式非購入の理由を尋ねたアンケートでは、「投資に対する十分な知識を持っていない」という回答がもっとも多い。



出典：日本証券業協会 HP『平成 27 年度 証券投資に関する全国調査（個人調査）』より坂本ゼミナール作成

- 5 日本に比べ、米国や英国では、金融教育が積極的に行われている。
- 米国では、金融に関する教育は、1960 年代以来の学校における消費者教育の経験や、1970 年代からの全国規模での経済教育の展開に見られるように、早くから自立を促す実践的な教育としてカリキュラムに組み込まれ、学校での経済教育や金融教育を地域の企業が支援するシステムが以前から存在している。近年では、
- 10 退職企業年金制度の施行に伴い、一般従業員に対する投資に関する教育も一般的になってきた。
- 英国では金融サービス機構を中心とする活動が、金融教育で注目されており、特に、学校教育の指針であるナショナルカリキュラムに金融教育を組み込む作業が進んでいる。また、金融リテラシーを育成するために、教育雇用訓練省などに
- 15 積極的に働きかけ、2000 年から必修科目になった「シティズンシップ教育」において金融学習を組み込む努力をおこなっている。シティズンシップ教育は、市民として生きていく上での基礎を勉強する科目であり、お金に関する学習もその中に含まれている。教育雇用訓練省は、金融能力は重要で、人々が金融について複雑な決断をする機会が増加していると指摘し、金融能力育成のガイドラインを
- 20 行した。
- このように、日本でも、若者から大人まで金融教育をおこなえる環境を整備し、各種金融商品の内容やリスクについて学ぶなど、投資についての知識を身につけ、

今まで投資に興味があってもなかなか手を出すことができなかつた人々が安心して投資をおこなえるようにすることが、国内投資家層の拡大につながるであろう。

5

第4章 我が国における証券の取引量の増加に対する課題と解決策

10 中長期にわたって流通市場が活性化するためには、投資対象である企業の成長が不可欠である。投資家にとって魅力的な企業を増やすことが、証券の取引量の増加につながると考える。したがって本章では、投資家にとって魅力のある企業になるためには、企業はどのような改革をすべきかを現状の課題とともに論じていく。

15

第1節 ROE 上昇と ESG 経営

20

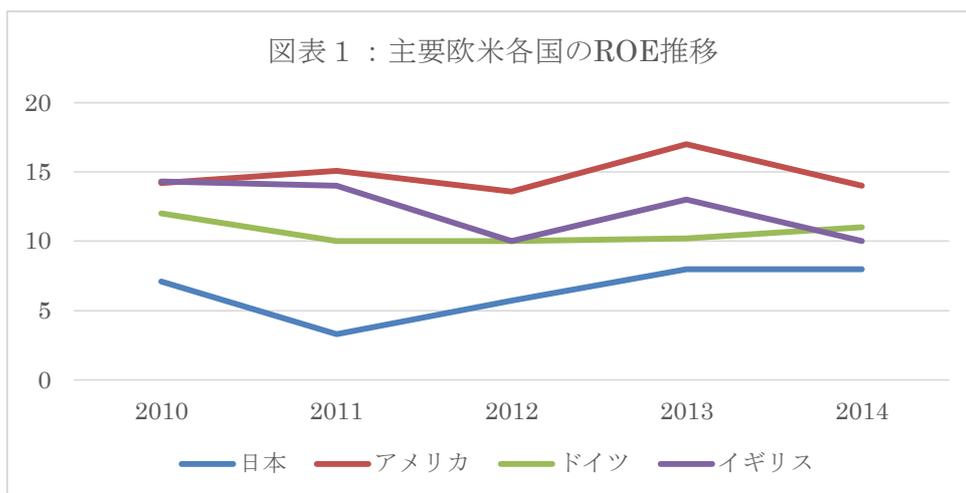
a. ROE 上昇

投資家が企業を評価する際に重視している指標として、ROE（株主資本利益率）が挙げられる。ROE とは、一般に「株主資本に対する利益の割合」と定義され、株主が出資した資本をどれだけ効果的・効率的に活用し、利益を上げたかを測るための指標として用いられる。つまり、ROE が高い企業ほど株主資本を有効活用していることとなり、投資家からの注目が集まる。

25

国内企業の ROE が海外企業に比べて低いことが、国内株式市場低迷の一因であると考えられる。図表1を見ると明らかであるように、アメリカ、ドイツ、イギリスは常に ROE が 10%以上であるのに対し、日本はここ最近改善してきてはいるものの依然として 10%を下回っている。

30



(出大和総研「日本企業に ROE 経営を定着させるために」より坂本ゼミナール作成)

- 5 この課題の解決策として、自社株買いという手法を用いて ROE を上昇させることができる。自社株買いとは、自己株式取得の一つであり、株式市場から過去に発行した株式を自らの資金を使って直接買い戻すことである。取得した自社株を消却することで、発行済み株式数が減り、自己資本の額も減少する。これにより、一株あたりの利益が上昇し、ROE が改善する。
- 10 昨年来、自社株買いは増加傾向にあり、2015 年度に上場企業が実施した自社株買いの総額は 5 兆円を超え、8 年ぶりに過去最高を更新した。アベノミクスでの成長戦略において、企業の ROE を国際水準に引き上げるための改革を行うとしたことが、自社株買いの活性化につながっている。また、日本銀行が導入したマイナス金利政策も、自社株買いを促進させている。金利が下がる場面において、
- 15 企業は資金調達をする際、他人資本で資金を調達すれば、金利面でコストが下がる。そのため企業は、自己資本による資金調達から他人資本による資金調達に転換し、自社株買いを行って自己資本を減らそうとする。

このように、構造変化や金融政策によって、自社株買いが活性化し、日本企業の ROE が改善されることが期待される。

20

b. ESG 経営

しかし、上記のように、自社株買いで ROE が上昇したとしても、資産が増え利

益が上がったわけではないため、本質的に企業価値が向上しているとは言えない。そこで、企業価値を向上させるための例として、ESG 経営が挙げられる。

近年、資産運用の際に環境・社会・ガバナンスといった非財務情報を考慮する「ESG 投資」がグローバルに拡大している。ESG 投資とは、「環境・社会・ガバナンス（図表 2 参照）を考慮することが長期的な企業価値の最大化に寄与する」といった長期的なリターンを追求するための手法である。また、ESG をマネジメントの質、顧客基盤、ブランドのような無形資産と認識し、「無形資産としての ESG 価値」を高めることが企業価値の最大化につながると考えられている。この ESG のリスク管理が優れている企業は、資本コストが低く、ボラティリティ（資産価格の変動）も低いとされ、投資家にとって投資判断に影響を与える重要な要素となっている。したがって企業は、中長期的な成長のために、ESG への取り組みと、このような非財務情報の開示が必須である。

図表 2 : ESG の各要素が示す項目の事例



15

(三菱 UFJ 信託銀行「グローバルな ESG 投資の潮流と今後の展望」より坂本ゼミナール作成)

20 第 2 節 コーポレートガバナンスの強化

安倍内閣によるアベノミクスの第三の矢「民間投資を喚起する成長戦略」として、2013 年 6 月に公表された「日本再興戦略」では、民間の力を最大限引き出す方策として、コーポレートガバナンス改革が大きく取り上げられた。また、2014

年5月には、「日本再生ビジョン」の中で「コーポレートガバナンス・コード」が制定され、「上場株券の発行者は、取締役である独立役員を少なくとも2名以上確保すること」を盛り込むべきとの提言がなされたことから、独立取締役、社外取締役の設置義務化が、特に注目されている。

- 5 米国では、独立取締役の設置義務が、上場会社に対して、独立取締役のみによって構成される監査委員会、取締役会メンバーの過半数を独立取締役とすることを求めるニューヨーク証券取引所（NYSE）の規則といった、連邦証券法と取引所規則を通じて要求されている。また、英国においては、コーポレートガバナンス・コードを通じて、原則、取締役会議長と、それ以外の取締役会メンバーの
- 10 少なくとも半数を独立取締役とすることが要求されている。

一方、日本では他国と比較して、独立取締役が極めて少ない。取締役や監査役の大部分が内部昇進者で占められ、社長が両者の実質的任免権を持つことにより、取締役会や監査役が利害関係者の集団にとどまってしまい、企業トップ自身が不祥事に関わった場合、経営に対するチェック機能が働かないという問題がある。

- 15 また、株式持ち合いの進行により、互いの経営に口を挟まない「物言わぬ株主」を増加させ、資本市場からのチェック機能の不全化を招いている。さらに、このような経営のチェック機能の弱体化と併せて、株主の権利の軽視も問題視されている。

- これらの現状と課題から、日本企業の企業価値を高めるためには、社外取締役
- 20 の義務化と株主の権利の確保が重要であると考ええる。

社外取締役には、業務のモニタリングと社外の知見を活かしたアドバイスといった役割が求められる。社外取締役は企業内部の人間ではないため、社内の事情に囚われることなく、株主の視点に立った発言ができると期待される。また、社外取締役が、経営陣、支配株主から離れた立場であらゆるステークホルダーの

25 エージェントとなり、企業が真にとるべき行動について議論することができる。社外の知見においては、社内では蓄積できない社外の知識を取締役会に取り入れることで、取締役会の議論が活性化し、より多角的な視点からの経営判断が行われ、結果として企業価値の向上につながるであろう。さらには、社外取締役や経営ス

- 30 ためには、外国人や女性の感性が大切であり、それが経営トップに反映されるこ

とで、売上高の拡大・上昇や ROE 向上にもつながる。

また、上場会社には、株主を含む多様なステークホルダーが存在しており、このステークホルダーとの適切な対話が企業の持続的成長を実現する。その際、資本提供者は重要な要であり、上場会社は、株主総会における議決権をはじめとする株主が有する様々な権利が実質的に確保されるよう、適切な対応を行うべきである。例えば、取締役会は、株主総会において可決に至ったものの、相当数の反対票が投じられた議案があった場合、反対の理由や原因を分析し、株主との対話を行うことが重要である。

10

第3節 種類株活用による資本政策

一般的に、議決権のない株式（種類株）を発行することで、少額で投資を行う人のニーズに応え、投資への垣根を下げるという効果が期待される。発行する企業にとっても、株主総会の事務コストの軽減や資金調達が多様化のようなメリットがある。

15

一方で、昨年、トヨタ自動車が AA 型種類株式というものを発行した。AA 型種類株式の特徴は以下の通りである。

20

・非上場株式

・5年間売却不可。5年後に売却するか、普通株へ変換するか、そのまま保有するかは選択可。

・元本保証型株式。5年後に売却する場合、トヨタが発行価格で買い取り。

・配当利回りは、平均 1.5%。配当年率は初年度 0.5%、毎年 0.5%刻みで上昇。5

25

年度目以降は 2.5%。

この株式は、元本保証された商品であるため、投資リスクを恐れずに購入することができ、リスクを取りたくないという個人投資家にとって魅力的なものとなっている。企業側にとっては、この株式を発行することにより、事業サイクルと株式保有サイクルを合わせた中長期的視点から、株主によるガバナンス効果を経

30

営に取り入れることで、経営環境を整え、中長期的な企業価値の向上につながる。
また、調達資金を全額研究開発資金に充て、研究開発により競争力を高めること
で、企業の持続的な成長へとつながる。

このような種類株を発行することも、企業価値を高めるための一つの策である
5 と考える。

おわりに

10

今回わたしたちは、日本の証券発行市場に基づく、証券流通市場の活性化のため
に日本の証券市場の現状を踏まえながら、国内投資家の拡大と証券取引量の
増加という2点に絞ってここまで論じてきた。国内投資家の拡大については金融
教育の重要性とNISAの更なる普及と恒久化が大切となり、「貯蓄から投資

15

へ」という新たな風潮が必要になってくる。証券取引量の増加については、ROE
の上昇とコーポレートガバナンスの強化に寄る企業成長によって証券取引量を
増やすことが大切である。もちろん、この2点だけが証券市場を活性化させる
ものでなく、他の視点からの政策も必要になってくる。つまり、新たな政策を
見つけることは証券市場活性化に繋がるだけでなく、それを通し日本経済自体

20

の価値があがることであろう。

参考文献

25

日本の証券市場の活性化

shougakuren.jp/mwbhwpwp/.../14495412dd45c6ca42807dd6f9944e38. p...

(2016年10月1日 アクセス)

第2テーマ 日本の証券市場の活性化について

30

www.geocities.jp/nuceshoken/thesis/harusemikasseika12.pdf

(2016年10月1日アクセス)

資金循環の日米欧比較

<https://www.boj.or.jp/statistics/sj/sjhiq.pdf>

5 (2016年10月23日 アクセス)

日本の平均株価推移

<http://ecodb.net/stock/nikkei.html>

(2016年10月24日 アクセス)

10

公益財団法人 日本証券経済研究所 (2016) 『図説 日本の証券市場』

坂本恒夫 (2014) 『日本企業は何故駄目になったのか』

15 日本証券業協会 HP 『平成27年度 証券投資に関する全国調査 (個人調査)』

http://www.jsda.or.jp/shiryo/chousa/data/research_h27.html

(2016年10月28日アクセス)

金融広報中央委員会 「米英の金融教育の考え方」

20 <https://www.shiruporuto.jp/teach/katei/susume/susume404.html>

(2016年10月28日アクセス)

大和総研 「日本企業に ROE 経営を定着させるために」

http://www.dir.co.jp/consulting/theme_rpt/vision_rpt/20150825_010054.pdf

25 [f](#)

(2016年10月27日アクセス)

三菱 UFJ 信託銀行 「グローバルな ESG 投資の潮流と今後の展望」

http://www.tr.mufg.jp/houjin/jutaku/pdf/u201601_1.pdf

30 (2016年10月27日アクセス)

坂本恒夫『日本企業はどうしたら再生できるか-グループシナジーをアジアに解放せよ-』

- 5 堀 聖人 『誰が手を出すべきか？トヨタ新規発行の「AA型種類株式」』

<http://manetatsu.com/2015/06/47538/>

(2016年10月26日アクセス)

立石信雄 「これからの日本におけるコーポレートガバナンス」

- 10 http://www.glocom.ac.jp/project/chijo/2001_10/2001_10_24.html

(2016年10月27日アクセス)

日本証券業協会 「日本市場や日本企業の魅力向上と情報発信に向けて」

<http://www.jsda.or.jp/shiryo/houkokusyo/files/miryokukon.pdf>

(2016年10月27日アクセス)

15

柏木理佳『NISAがゼロからわかる本』 2013年 ぱる出版

大和総研 HP

www.dir.co.jp

20

金融庁 HP

<http://www.fsa.go.jp/>

日本証券経済研究所 (2016) 『図説日本の証券市場』

25

日本銀行 HP

www.boj.or.jp/

日本証券業協会 HP

- 30 <http://www.jsda.or.jp/>

厚生労働省 HP

<http://www.mhlw.go.jp/>

5

10