

平成 27 年度 証券ゼミナール大会
第 6 テーマ A ブロック

5

10 「我が国の証券流通市場の活性化について」

15

20

神奈川大学 戸田ゼミナール

目次

	序章	p.3
5	第1章 証券市場とは	p.4
	第1節 証券の種類	
	第2節 証券市場の機能	
	第3節 証券市場の意義	
	第4節 流通市場の活性化の定義	
10	第2章 株式・債券流通市場の現状	p.8
	第1節 株式流通市場の現状	
	第2節 債券流通市場の現状	
	第3節 株式・債券取引の目的	
15	第4節 株式・債券取引を実行することに伴う困難さ	
	第3章 株式・債券流通市場の活性化における課題	p.23
	第1節 株式流通市場の課題	
	第2節 債券流通市場の課題	
20	第4章 課題解決に向けた施策	p.32
	第1節 株式流通市場に対する施策	
	第2節 債券流通市場に対する施策	
	第3節 今後の証券会社及び銀行と個人投資家の取引の在り方	
25	終章	p.37
	参考文献	p.38

序章

今日の日本の金融市場はリーマンショックの影響で極めて酷く落ち込んでしまったが、アベノミクスの効果で幾分か回復の兆しが出てきた。しかし未だにリーマンショックの影響から抜け切れず、市場は停滞している。

- 5 証券市場は、欧米諸国と比較すると未成熟であり、多くの改善点を抱えている。これまで日本版金融ビッグバンの実施や、金融商品取引法の施行、小額投資非課税制度等様々な取り組みを日本政府は行ってきたが、未だに「家計の貯蓄から投資へ」の動きは小さい。証券市場を活性化させていくには「家計の貯蓄から投資へ」の動きを促進させ、自転車の両輪のようにしている発行市場、
- 10 流通市場を共に活性化させる事が重要である。個人の資金運用が証券へと向かい、流通市場の取引量が増大すれば、発行市場を通じた資金調達も盛んになると考えられている。その為には投資家のニーズに応えられるような投資環境作りを徹底していく必要がある。

- 15 本論では「家計の貯蓄から投資へ」を推進していく為に、流通市場の活性化に焦点を当てて、個人投資家や企業の視点等の複数の視点から課題について考察し、そこから導き出せる流通市場の活性化の為の方策を提案する。

- 第1章では本論にて考察していく証券市場とはどんなものなのかを明らかにし、流通市場が活性化の定義を明示する。第2章では流通市場で取引される株式、債券について取り上げ、現状を述べる。第3章では現状を考察した結果明らかになった課題を述べる。第4章では浮かび上がった課題の方策を提案し、
- 20 流通市場の活性化、すなわち証券市場の活性化に向けて述べていく。

第1章 証券市場とは

第1節 証券の種類

証券とは何らかの権利を体現したものであり、有価証券と証拠証券に分けられる。有価証券は小切手などの貨幣証券、船荷債券などの商品証券、債券や株式などの資本証券の3つに分けられる。証拠証券は権利の証拠はあるがそのものの価値がなく売買の対象にならないものである。預金証券や領収書が証拠証券にあたる。

証券市場で売買の対象となっているのは資本証券の株式と債券である。では株式と債券についての仕組みを述べる。

10 株式とは、株式会社が発行する出資証券で、会社設立時に元手となる資金や設備投資のための資金を調達するときに発行される重要な資金調達手段である。銀行から資金を借り入れた場合は一定期間後に資金提供者に返済しなければならないが、株式は返済する必要はない。その代わりに会社は資金提供者に事業活動を通して得た利益を配当金(インカム・ゲン)として渡さなければならない。

15 つまり株式には会社から経済的利益を得る権利(自益権)が体現されている。また、会社の基本的な意思決定や経営を監督したりする経営参加の権利(共益権)も体現されている。

株価は会社の価値を市場で評価したものであり、投資家の「買い(需要)」と「売り(供給)」の関係で決定される。株価は企業の動向に関する大事な情報の

20 発信源として投資家の行動と企業行動を左右している。株価が上昇すれば値上がり益(キャピタル・ゲイン)を得ることもできるが、逆に値下がりによって大きな損失を被ったり、業績の不振により配当金がもらえなかったり、減ったりすることがある。

債券とは、政府、地方公共団体、企業が資金調達するために発行する証券である。資金調達するので株式と目的が一緒であるが、債券は株式とは異なる点がある。それは一定期間後に一定金額の返済と利子を受ける権利を体現している点である。そのことから債券は借用証書であると言える。債券の種類はたくさんあり、発行体、年限、利払い方法などさまざまな分類をすることができる。

発行体による分類は政府が国債、地方自治体は地方債、企業は社債という。

30 年限による分類は発行から償還までの期間が1年以内を短期債、2~5年の間

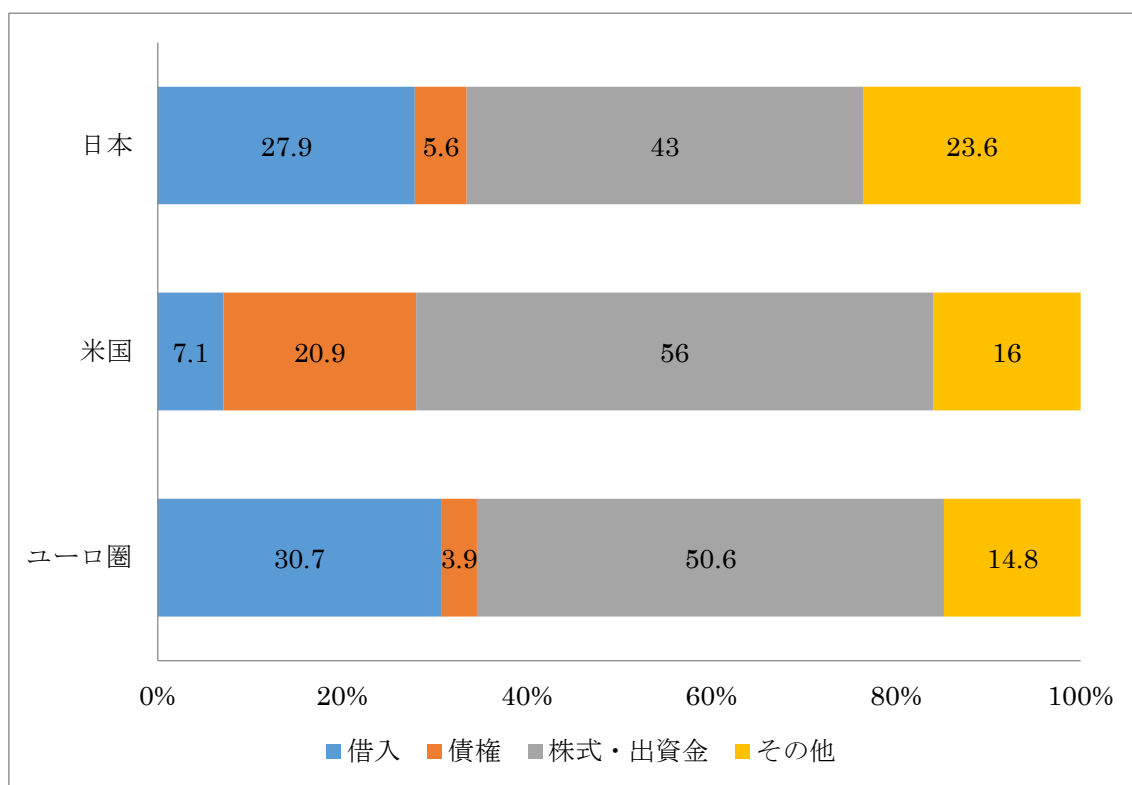
を中期債、6～10年の間を長期債、10年超を超長期債という。

利払い方法による分類は定期的に利子が支払われる債券は利付き債、まったく支払われない債券は割引債と呼ばれる。債券は、満期を待たずに途中で売却すると、金融情勢により元本を下回ったり、発行企業が倒産したら利子の支払いや元本の償還が不可能となる。

株式と債券の投資はどちらも得をしたり、損をしたりというリスクが伴っている。

10 企業の負債構成を見てみると日本の有価証券の比重はユーロ圏や米国と比べると低く、特に債券の比重が米国の半分以下である。従って我が国の資金調達
の証券流通市場の流動性は米国と比較すると低いことがいえる。

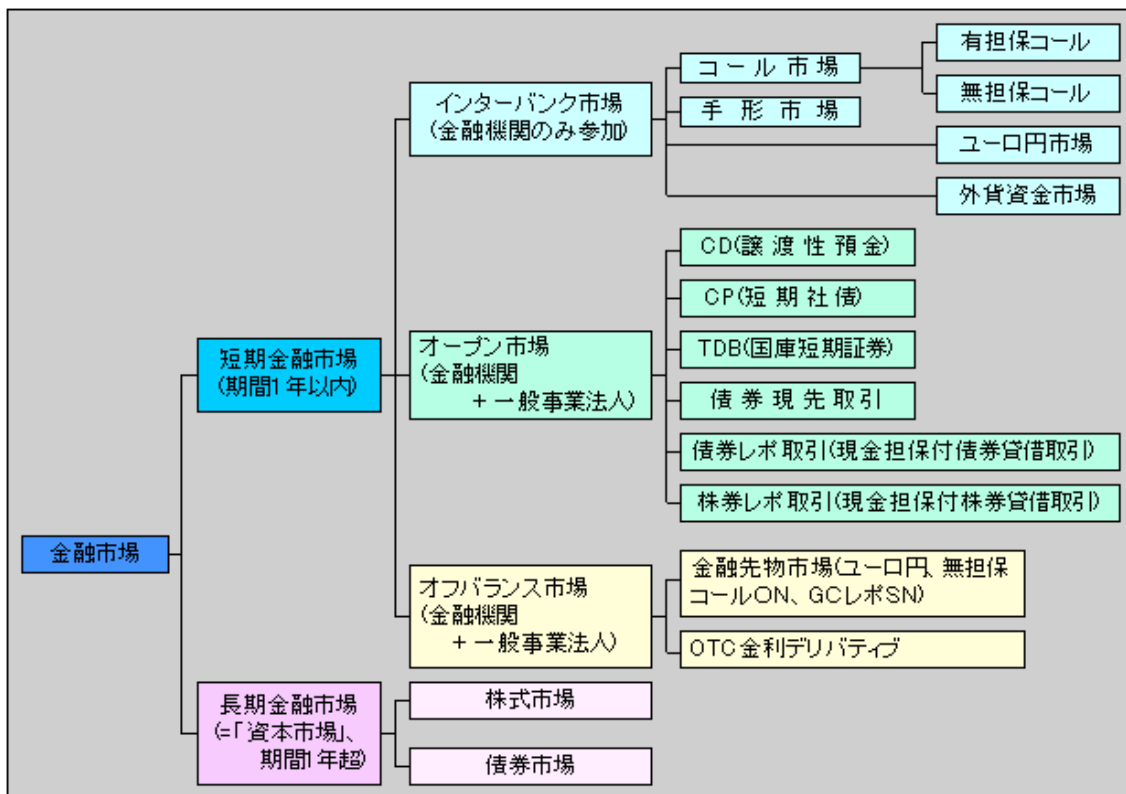
図 1-1 企業負債構成の日米欧比較（2013年6月末）



(出所) (日本銀行「資金循環統計」を参照し筆者作成)

第2節 証券市場の機能

図 1-2 金融市場の構成



(出所) 国内金融セミナーより引用

- 5 証券市場とは国、企業、地方公共団体などの資金不足部門が株式、債券などの証券を発行して資金調達を行う場である。一方、投資家などの資金余剰部門が発行された証券を売買し、資金供給を行う場である。証券市場は金融市場の中の長期金融市場に位置づけられている。

- 証券を発行して資金調達をできた国、企業、地方公共団体などは設備投資などの経済活動を行うことができる。資金供給を行った投資家は配当金、値上がり益などを得ることができ自己資産が増える。このことから証券市場は資金不足部門と資金余剰部門にとって重要な場である。

証券市場には資金配分機能、価格発見・情報発信機能という機能がある。

資金配分機能

- 15 証券が発行されると資金が余剰部門の投資家から資金不足部門の発行企業へと移転される。評価が高い企業は証券価格が高くなり、より多くの資金を利用できる。証券価格を指標にして、運用したい人の資金がよい企業に移転される

機能が資金配分機能である。

(1) リスク配分機能

証券市場では、リスク許容度が高い投資家はリスクの高い資産を保有し、リスク許容度が低い投資家はリスクが低い資産を保有する。つまり、証券を発行した企業の抱えていたリスクが、そのリスクを許容できる投資家へ配分される。

(2) 価格発見・情報発信機能

証券市場が資金やリスクを効率よく配分する機能を果たすためには、証券価格が決まり、それを重要な情報として市場に発信しなければならない。なぜなら、証券価格に基づいて発行企業と投資家は新たな発行、購入、転売を決定するからである。価格はさまざまな情報を含んだシグナルであるため価格を発見し、情報を発信する機能がある。

第3節 証券市場の意義

このように証券市場では様々な機能を通して投資家の資金運用と国や企業の資金調達を行っている。企業にとっては調達した資金で設備投資を実行でき、それにより生産力を高めることができる。また、その企業に機器を売った企業も売り上げを伸ばせるから両者ともに経済成長を促すことができる。一般大衆や投資家にとっても貯蓄を投資に回せる場を提供しているのでこれを利用すれば所得を増加することができる。政府にとっても証券市場を通して財源を所有することができるから公共事業などの財政政策を行うことができる。このことから証券市場は経済発展するための重要な場であり、証券市場が活性化すれば経済発展ができるのである。

第4節 流通市場の活性化の定義

証券市場の中で有価証券を取引する場として大きく「発行市場(プライマリーマーケット)」と「流通市場(セカンダリーマーケット)」の2つに分けられ、さらに2つはそれぞれ債券市場と株式市場を有している。

発行市場とは新たに発行された証券が売買される市場であり、資金が貸し手から借り手に融通される。さらに発行市場はフローの金融市場ともばれており、期間を区切って資金を融通することができる。たとえば期間を一年に区切れば

一年間に発行した証券の額のみが融通される。

これに対して流通市場とは、過去に発行された証券が投資家から他の投資家へ移転し、売買される市場である。流通市場ではその年に発行された証券ではなく、昨年、一昨年発行したものが蓄積されている。そのため現時点で蓄積している証券が売買される。蓄積された証券を売買することから流通市場は株式の金融市場とも呼ばれている。

発行市場と流通市場に異なる点があるが互いに密接な関係を持っている。発行市場が機能するためには流通市場が存在し、発行された証券が流通市場で円滑に流動されなければならない。流通市場は貯蓄された証券が売買される市場であるから発行市場で証券が発行されなければ存在できない。

流通市場で証券の流動性が確保され、売買が正確に行われる市場であれば投資家は安心し、新たに発行される証券を発行市場で買うことができる。そして投資家が証券を買うことで企業の資金調達をすることができる。

このように2つの市場は密接に関わっていて、どちらか片方が活発化しても証券市場は活発しないし、どちらかが衰退しては証券市場も衰退してしまう。

発行市場は投資家のニーズに答えた証券と魅力ある証券を提供することができるれば発行件数、発行規模が大きくなり、投資家が選ぶことができる証券の選択肢が増え多くの投資家を発行市場に呼び込むことができる。流通市場は発行市場で発行された多くの証券の流動性が確保され取引量が増えれば多くの証券の売買が行われるようになる。すなわち「企業の資金調達増加」、「家計の貯蓄から投資へ」の二つが両立する事で証券市場の活性化となる。本論では証券流通市場の活性化に焦点を当て、「家計の貯蓄から投資へ」を実現していくための方策を、企業・個人各々の立場から考察していく。

25 第2章 株式・債券流通市場の現状

第1節 株式流通市場の現状

取引規模

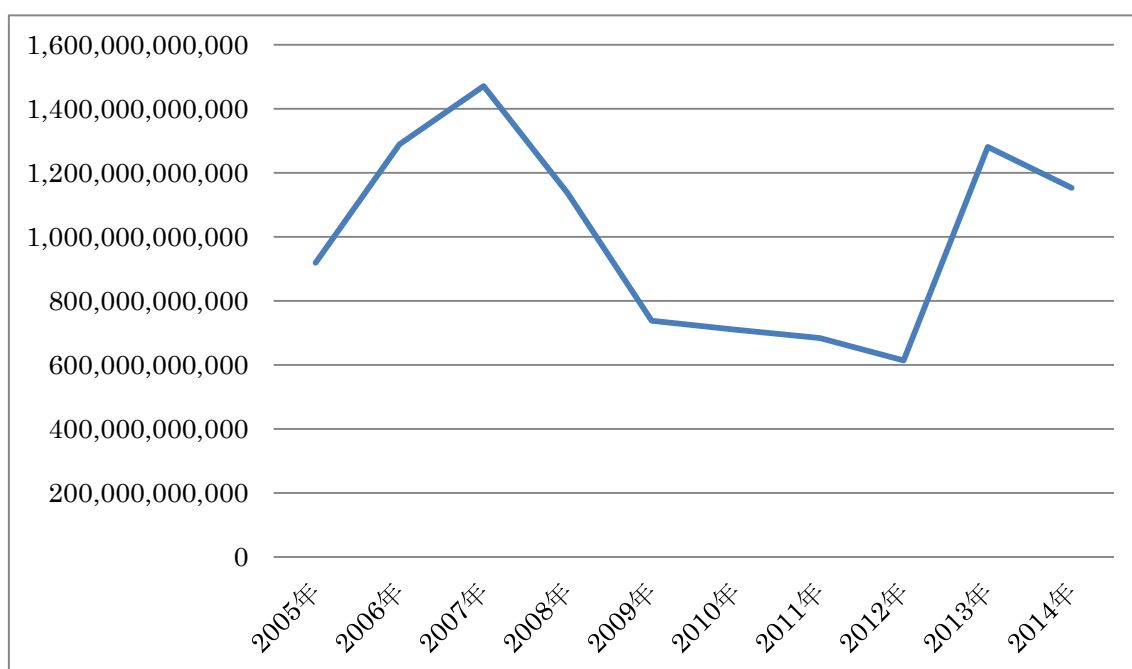
2011年末現在、全国証券取引所の上場会社数（重複上場を含む）は3,592社を数える。このうち東証上場2,279銘柄の上場株式数は3,833億株、時価総額の合計は255.9兆円である。証券取引所で行われる上場株式の売買金額は255兆

8千億円である。証券取引所での株式取引は東京証券取引所への集中度が極めて高い。上場銘柄数では約6割強を占め、他の証券取引所の単独上場銘柄は全体でも1,292銘柄に止まっている。また、売買代金でも9割弱が東京証券取引所で行われている。このように東証への一極集中が進んでいるのは、株式

5 市場が東証1部を頂点としたヒエラルヒーの構造になっており、企業が社会的なステータスが高い東証1部上場を経営目標とする傾向が強いことが指摘できる。従って、優良企業は東証1部に集中する傾向が強い。また、売買高が高く流動性の高い市場は取引が成立しやすいため、ますます取引が集中するという「オーダーフローの外部性」が働くためである。2004年12月に証券取引所になったジャスダック市場(旧店頭市場)は、13年11月30日で上場銘柄は881、時価総額11兆4,657億円、12年の売買代金は5兆1,016億円である。これを新興企業の上場では長年、競合関係にある東証第2部の、561銘柄、5兆4,416億円、9,102億円と較べると、すべての指標で大きく上回っている。

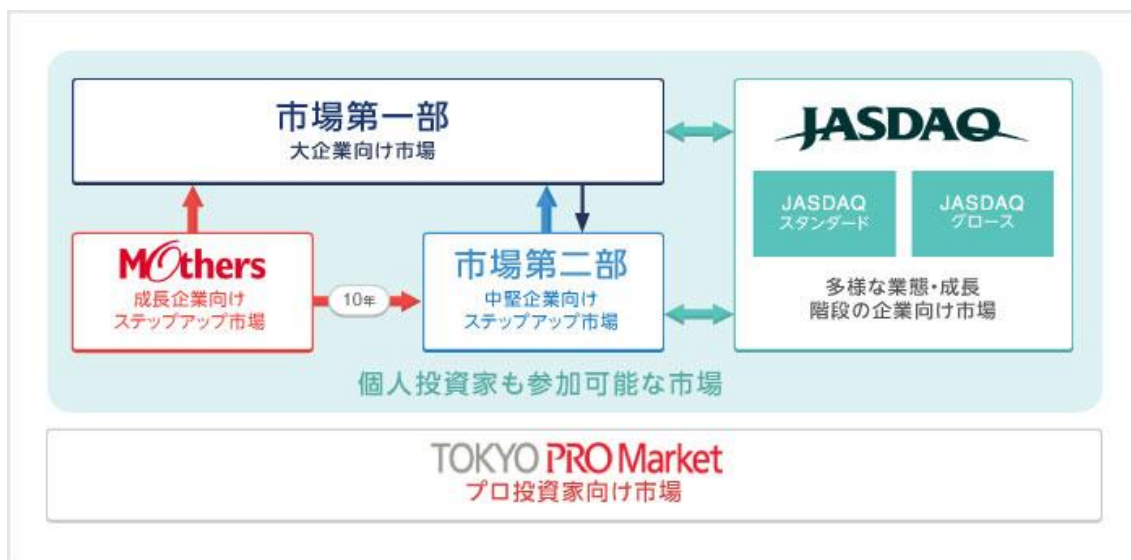
10 東証1部の年間売買代金を見てみると、2008年のリーマンショック以降低迷が続いており、リーマンショックの影響は甚大なものと分かる。2013年には回復の兆しが見え始めたが、未だ低迷から脱出できずにいる。

図表 2-1 東証一部の株式年間売買代金



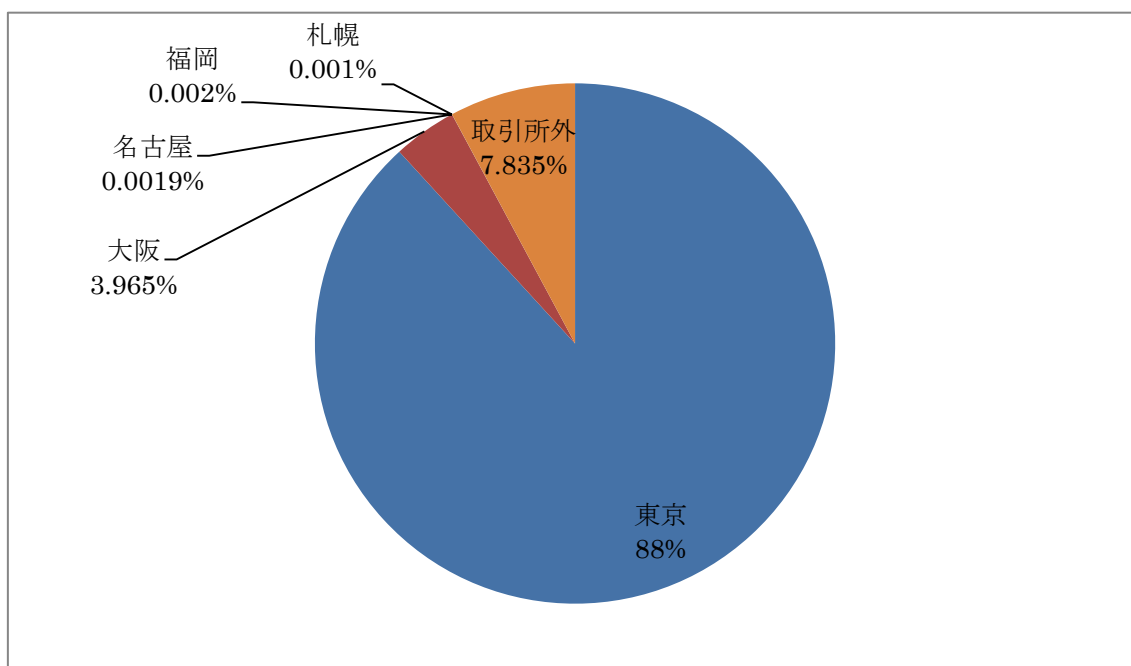
(出所) (日本取引所グループ「株式年間売買状況」を参照し筆者作成)

図表 2-2 東京証券取引所の上場の仕組み



(出所) (日本取引所グループより引用)

図表 2-3 上場株式売買代金構成比 (2011)



5

(出所) (東京証券取引所「東証要覧」2012年を参照し筆者作成)

株式の保有構造

戦後、財閥解体により財閥の持株が市中に放出され、個人消化が進められた結果、取引所が再開された1949年(昭和24年)の個人持株比率は69.1%に達した。

10 しかし、国民は資金に余裕があって株式を購入した訳ではなかったため、直後から

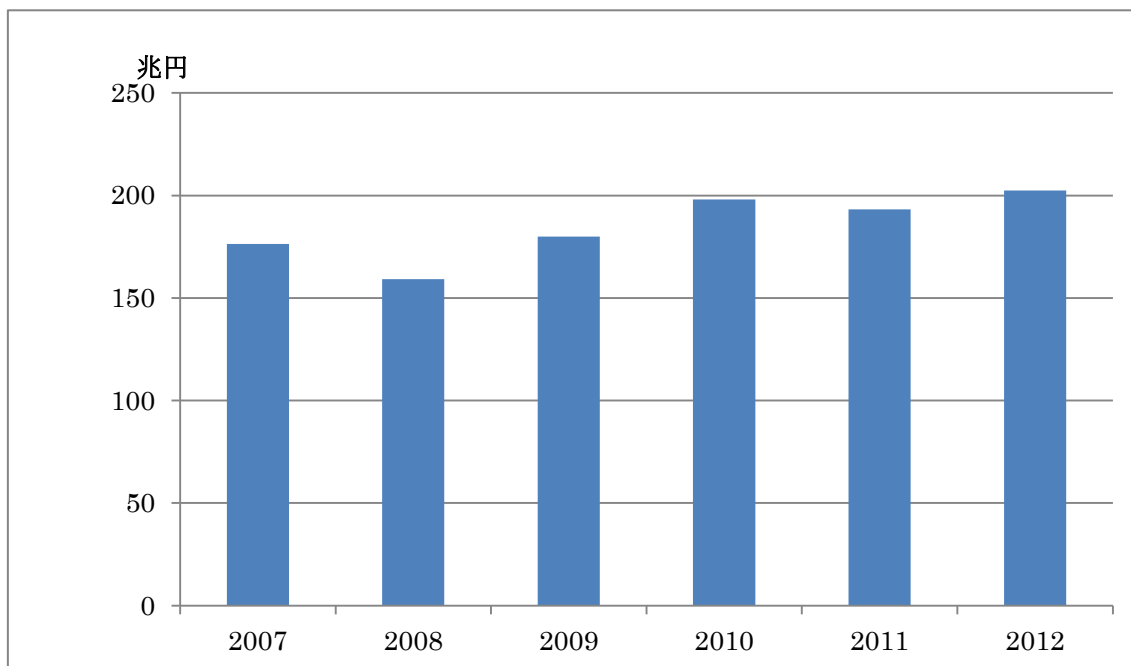
売却され、個人持株比率はその後急速に低下した。これらの株式の一部が買い占められたこともあり、旧財閥系の企業集団による結束強化を目的として株式の相互持合いが進んだ。60年代には、戦後復興を経て資本自由化が行われたが、それを契機に日本企業は外国企業による乗取りを恐れて「安定株主政策」を進め、事業法、金融機関の保有比率が上昇した。その後も、時価発行への移行により増資資金の調達を有利に進めるためにも株価の高値維持が必要になった為、1975年頃まで事業法人の持株比率は上昇した。また、金融機関は右肩上りの相場を背景に80年代末のバブル期まで持株比率を上昇させた。このような株式所有構造の法人化は、株価形成に重大な影響を及ぼす。個人や機関投資家による株式保有が利潤証券として利回りを基準に株式投資を行うのに対して、事業法人あるいは金融機関の自己勘定での取引は企業の系列化や業務提携などを目的とした、広い意味での支配証券としての保有の場合が多い。この為、これらの法人の株式保有は長期的、固定的であり、利回りを無視したものになる傾向が強いため、株式の利回りは低下する。その結果、株価は利回り採算で投資する個人投資家には手の届かない水準にまで上昇し、個人投資家の持株比率は一層低下することになった。また、このような状況でも投資利回りを高めようと思えば、キャピタル・ゲイン(売買差益)狙いにならざるを得ないので、個人投資家の売買回転率を高めることになった。わが国では、個人投資家が最も投機的な行動を繰り返す株式市場の構造が形成されたのであった。しかし、法人投資家にとっても、バブル崩壊後の株価の低迷により含み益が大幅に低下した為、株式保有はもはや有利な投資ではなくなった。加えて、2001年秋以降は含み損が生じる水準にまで低下し、9月決算から銀行保有株式の時価評価が導入され含み損の60%が剰余金から控除されることになった。しかし、2000年代になってTOBなどが盛んに行なわれるようになると、再び事業会社間の持合いが増加傾向を示した。2012年末から株価は急激に上昇したが、持合い比率は横ばいだ。

第2節 債券流通市場の現状

世界の債券市場の規模は99.9兆ドル(2012.3時点)で一位を占めているのは米国で26.4兆ドル、二位は日本で14.1兆ドル、三位はフランスで3.6兆ドル、四位は中国で3.4兆ドル、五位はイタリアで3.0兆ドルとなっている。公社債

発行市場の発行額は 2012 年度で 204.1 兆円である。種類別発行額は国債 175.0 兆円、地方債 6.6 兆円、政府保証債 4.7 兆円、財投機関債 5.3 兆円、金融債 3.0 兆円、社債 8.2 兆円、外国債 1.1 兆円となっている。2008 年のリーマンショックによる景気の悪化に伴って財政も悪化により公社債の発行額は増加している。

5 図表 2-4 公社債発行額の推移



(出所) (日本証券業協会「公社債発行額・償還額」を参考に著者作成)

債券流通市場

近年、債券流通市場の売買高は拡大していて 8000 兆円台という高水準である。2007 年度は 1 京 2,535 兆円になった。その後リーマンショックにより一時減少したものの売買高はまた増えてきている。債券は、満期がはっきりしていて償還価格が明示化されているため、債務不履行(信用)リスク、価格変動(金利変動)リスク、流動リスクが株式に比べれば少ないため安全な投資対象となっている。特に国債が大量に発行されていて売買残高のシェアは国債が圧倒的である。国債は国が後ろ盾になっているため、信用リスクがゼロに近いためリスクフリーの資産となっている。そのため運用がしやすく売買が活発に行われていて、高い流動性があるために売買高が高いのである。

図表 2-5 公社債種類別売買高

(単位：兆円，%)

年度	国債	地方債	政府保 証債	社債	金融債	新株 予約 権付 社債	その他共計
2000	3,972(95.6)	44(1.1)	33(0.8)	44(1.1)	45(1.1)	8(0.2)	4,153(100.0)
2005	6,901(95.5)	56(0.8)	81(1.1)	80(1.1)	30(0.4)	3(0.0)	7,225(100.0)
2007	12,323(98.3)	75(0.6)	34(0.3)	51(0.4)	18(0.1)	1(0.0)	12,535(100.0)
2008	10,361(98.6)	39(0.4)	19(0.2)	52(0.5)	13(0.1)	1(0.0)	10,513(100.0)
2009	7,813(98.8)	23(0.3)	15(0.2)	28(0.4)	11(0.1)	2(0.0)	7,906(100.0)
2010	7,620(98.7)	22(0.3)	15(0.2)	35(0.5)	12(0.2)	1(0.0)	7,723(100.0)
2011	8,300(98.7)	19(0.2)	16(0.2)	40(0.5)	10(0.1)	1(0.0)	8,408(100.0)
2012	8,417(98.8)	16(0.2)	15(0.2)	36(0.4)	14(0.2)	1(0.0)	8,516(100.0)

(出所) (「図説 日本の証券市場」 p.81 より引用)

公社債の売買規模

- 5 公社債の売買の規模は店頭取引の比率が 2005 年以降 100%を占めており、取引所取引が 0%である。その理由として債券の発行銘柄が非常に多く、それぞれの性質(期間、発行者、金額、条件など)が個別的であるため、これを標準化された証券を売買する取引所取引で取引を行うのは非常に困難であるため、投資家が証券会社の店頭で相対して売買する店頭取引の方が円滑な売買が可能であるため店頭取引が多いのである。
- 10

図表 2-6 公社債の売買規模

年度	店頭	取引所	計
1975	56(96.6)	2(3.4)	58(100.0)
1980	281(96.9)	9(3.1)	290(100.0)
1985	2,515(94.1)	157(5.9)	2,672(100.0)
1995	3,935(98.5)	54(1.4)	3,989(100.0)
2000	4,148(99.9)	5(0.1)	4,153(100.0)
2005	7,224(100.0)	1(0.0)	7,225(100.0)
2007	12,534(100.0)	0(0.0)	12,535(100.0)
2008	10,512(100.0)	1(0.0)	10,513(100.0)
2009	7,905(100.0)	1(0.0)	7,906(100.0)
2010	7,722(100.0)	1(0.0)	7,723(100.0)
2011	8,408(100.0)	0(0.0)	8,408(100.0)
2012	8,515(100.0)	0(0.0)	8,516(100.0)

(出所) (「図説日本の証券市場」 p.81 より引用)

第 3 節 株式・債権取引の目的

- 5 株式の取引が行われる場である株式流通市場は、証券取引所が開設する取引所市場と 1998 年の証券取引法改正によって認められるようになった民間業者による取引システム (PTS (私設取引システム))、さらには同じく 98 年に取引所集中義務が撤廃されたことによって可能になった取引所上場銘柄の取引所外取引から構成される。
- 10 債権の取引が行われる場である債券流通市場は、店頭取引と取引所取引とで市場が構成され、店頭市場での取引が圧倒的に多くなっている。

この節では証券取引所や証券会社及び銀行と個人投資家の 4 つの視点から株式取引、債権取引の目的について見ていく。

証券取引所

- 15 上場企業が支払う上場時の手数料や年間上場料等で収益を得ている。取引所市場は証券取引所の開設する市場であり、東京証券取引所と大阪証券取引所の

現物市場が統合した日本取引所、名古屋、札幌、福岡の4取引所がある。証券取引所は、かつては証券会社の会員制組織であったが、2000年の証券取引法改正により株式会社組織の取引所が認められるようになり、日本取引所および名古屋証券取引所は株式会社組織である。

5 債権の取引は、債権の売り注文と買い注文を証券取引所に集めて成立する(取引所取引)。取引所取引で売買される債券は、その取引所に上場されているものに限られ、国債と新株予約権付社債以外のほとんどは上場されていない。取引所市場は、債券の流通を円滑にして、公正な価格を広く一般に公示する役割を担っています

10 株式の場合、大量の売買注文を公正かつ円滑に執行するため、株式数、株主数、純資産等について一定の上場基準を満たした上場銘柄の取引を、定められた立会時間に、オークション取引によって行い、上場基準を満たして取引が認められた会社(上場会社)に対しては、財務内容等の公開を義務付けている。そのほかにも必要な会社情報を投資家に対してタイムリーに開示することを求めている。証券取引所は取引の公正性を図るために、取引や証券会社の業務内容について自主規制機関として管理・監督にあたっている。

このほか、非上場・非登録の株式も証券会社の店頭で取引され日本証券業協会に取引報告がなされるが、このグリーンシート市場の市場規模は小さい。東京証券取引所上場銘柄の立会外取引(ToSTNeT)は、すべての上場株式の売買代金の9.0%を占めている。さらに、一部の証券会社が独自にPTSを開設し、主として取引所の時間外に注文の付合せを行っている。

20 投資家から証券取引所に上場されている株式の売買注文を受けた証券会社は、その注文を証券取引所に伝え、証券取引所に伝えられた売買注文は、銘柄ごとに競争売買の原則に基づいて執行される。

25 成立した取引の値段(約定値段)は直ちに取引所内に掲示されるとともに、全国の証券会社や報道機関等へ伝えらる。このように証券取引所は重要な役割を担っているのだ。

証券会社

30 企業や個人が様々な市場取引に参加することは難しく、証券会社が利用者に

代わって注文を市場に繋ぎ、取引を成立させている（店頭取引）。情報通信設備などを通じてそれぞれの顧客である投資家と直接取引を行い、その手数料等で利益を得ている。市場の活用が企業にとっても投資家にとっても重要であるため、あらゆる市場の様々な変化や動きに精通していて、24時間いつでも取り引きを成立させるネットワークを持つ証券会社ほど、顧客の支持を広く集めることができるといえる。以下具体的な業務内容 5 つである。

(1) 委託売買（ブローカー）業務

委託とは、投資家から株式や債券の売買の注文を流通市場に取り次ぐことであり、取り次ぐ際には投資家から委託手数料を受け取る。

10 **(2) 自己売買（ディーラー）業務**

一般投資家と同じように、証券会社が自分のお金と自分の判断で有価証券を売買することである。

(3) 引き受けおよび売り出し（アンダーライター）業務

15 株式会社や国が株式や債券を新たに発行するとき、証券会社が売り出す目的をもって、その全部または一部を買い取る業務であり、仮に売れ残った場合には、証券会社が引き取る。つまり、引き受けとは、証券会社が証券を買い取って、発行・募集の手続きを行うということである。

一方、売り出しは、すでに発行された証券を対象にして、同様の業務をすることである。

20 **(4) 募集・売り出しの取り扱い（セリング）業務**

募集・売り出しの取扱いは、新たに発行される証券やすでに発行された証券について、多くの投資家に向けて買い入れるように勧誘する業務で、引き受けの業務と似ているが、売れ残った証券を引き取る必要はない。

銀行

25 銀行は、預金という形で大勢の預金者からお金を預かり、安全に保管、管理を徹底している。また、預金者がいつでも預金を払い戻せるように現金を用意している。預金の一部を支払準備として現金で手元に置いておき、残りの預金を企業への貸付に回すのだ。企業に貸し出されたお金は、取引先の支払い等にあてられ、支払いを受けた取引先は、このお金をすぐに使うあてがなければ、銀行に預けることになる。銀行は、支払準備分を手元に残して、残りを貸し出し

30

に回す。これを繰り返すと、預金通貨というお金が新しく生み出され、銀行全体の預金残高は増えていく。このような信用創造機能を使って利息や手数料によって銀行は利益を上げているのだ。よって銀行は個人・企業などの重要な資金調達機能を担っていると言える。

5 個人投資家

個人投資家は様々な目的をもって取引を行う。株式と債券の2つに分けて見ていく。

株式

(1) 配当金を得るため

10 企業が指定する日に保有していると、配当を得られる（インカムゲイン）。

(2) 売却益を得るため

株をビジネスとしてとらえる投資家が株のトレードを行い、その売却益で利益を得る。

(3) 株主の優待特典を得るため

15 招待券や割引券、商品の贈与などである。

(4) 株主総会で議決権を行使するため

株主総会で意見を言うには、株主である必要がある。

(5) 株式分割の権利を得るため

分割後は株価が下がることもある。

20 債権

(1) 利子を得るため

債券は、満期日まで一定の金利分の利子を支払うことを約束する証券であり、通常、金利変動に関係なく利子を受け取ることができる（インカムゲイン）。

(2) 売却益を得るため

25 償還差益などの収益や流通市場での途中売却による収益を得ることができる（キャピタルゲイン）。

以上のような目的をもって個人投資家は取引をされると考えられている。

第4節 株式・債券取引を実行することに伴う困難さ

前節ではそれぞれそれぞれの取引の目的について見てきた。ここでは取引を実行することにおける株式・債券の困難さを見ていく。

(1) 信用リスク

- 5 社債・株式発行企業などが倒産した場合などには、当該社債の元本や利息の支払い、配当が行われなかった場合がある。これを信用リスクといい、社債の信用リスクをチェックするには、社債・株式発行企業について関心を持つことが必要である。

(2) 価格変動リスク

- 10 景気動向、金融政策、為替・海外金利等によって、社債・株式の市場価格は日々変動する。一般的に、社債は金利が上昇すると市場価格が下がり、逆に、金利が低下すると市場価格は上がるという関係にある。このように市場価格が変動するリスクを「価格変動リスク」といい、社債は原則として、償還（満期）まで保有すれば、元金が返ってくるが（倒産等のケースを除く）、中途換金をする
15 場合は時価での売却となり、値下がりにより損をすることがある。購入時に今後の資金予定をよく確認し、自分に合った社債を選ぶ必要がある。

(3) 流動性リスク

- 社債は中途換金が可能だが、市場環境の変化や信用リスクの変化により流動性（換金性）が低くなることも考えられる。証券会社は、自社が販売した社債に
20 ついて、原則として個人投資家の売却希望にお応えして買い取りを行う。しかし、その社債について、市況環境が著しく悪化している場合や、信用リスクが顕在化している場合には、その社債を買い付けていただける個人が容易には見込めないことなどから、証券会社も容易に買取りに応じることができないことや信用リスクなどを算定した価格（かなり安値。）でしか買取りに応じることが
25 できない場合もある。当然、証券会社に対しても法令等で財務の健全性が要求され、自社が損をすることを前提に個人投資家から社債を買い取ることはできない。したがって、購入した社債が売れない（誰も買い取ってくれない）というリスクもある。株式の場合も同様に、株の銘柄は数多くあり全てが売買されている訳ではないので、何かしらの経済状況の変化で価格が変化した場合に売
30 りたい時に売れないという事がある為、なるべく売買が頻繁に行われている銘柄

柄を選択することが多い。

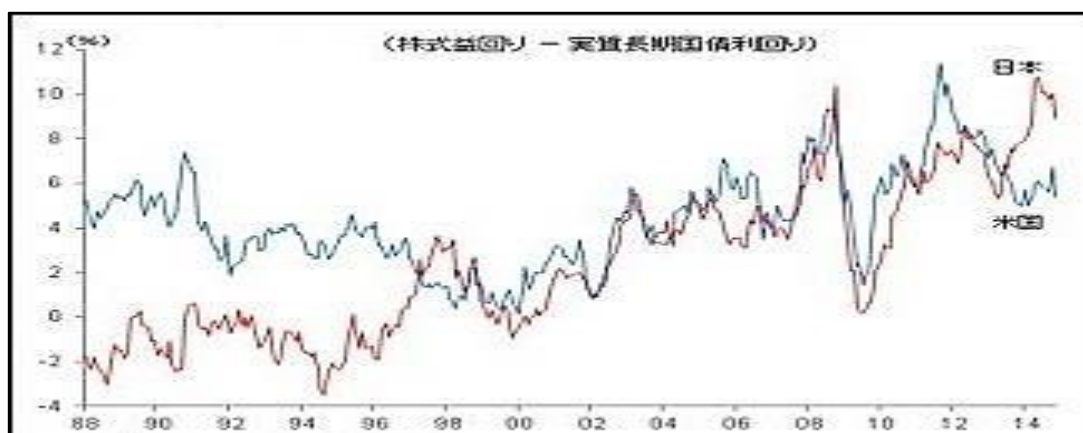
取引における現状

次に証券会社及び銀行と個人投資家間の取引についての現状を見ていく。投資信託における取引では、単に市場の動きと個人投資家の取引ではなく、間にプロが入り、手数料をそのプロに支払いながら資産を運用する形態となっている。ここで注意しなければならないのがファンドのリスク説明であり、ファンドの概要説明における冊子にはリスクが書いてあるが、このリスクを個人投資家が誤認する可能性があるのだ。会社の利益の為に十分なリスク説明をプロがしていない情報の非対称性のケースも考えられるが、プロに任せたことによって個人投資家が確実に利益が得られるものと安心感を抱いてしまい、そのまま損失を被ってしまうケースがあるのだ。これはプロの知識不足や個人投資家のそもそもの知識不足が原因であるという事が考えられる。

次にリスクプレミアムについて見ていく。リスクプレミアムとは、投資家が株式にお金を出すときに追加で要求する利益のことである。株式は値動きが大きくリスクが高いため、その分儲けが大きくないと投資家は投資しないのだ。リスクプレミアムが低い＝得られる利回りが低くても株式を欲しがっている人が多い状態（リスクオン）で反対に、リスクプレミアムが高い＝得られる利回りが高くても株式を欲しがっている人が少ない状態（リスクオフ）の事を指す。現在の日本のリスクプレミアムは図表 2-7 を見ると、米国と比較するとリーマンショックの時期を除いて高くなっている。高いということは、企業に投下された資本が十分な収益を上げているのに、株価に体现される株主の価値が低く、株主に資本の高リターンがきちんと配達されていないことを示す。そして株価が割安であり、上昇の大きな余地を持っていることを意味する。また企業にとっては収益力に比し資本の調達コストが著しく低いことを意味している。

25

図表 2-7 日米の株式リスクプレミアムの推移



(出所) (ブルームバーグ武者リサーチ)

図表 2-8 を見てみると、10 年国債の利回りが 0.5% 以下と、ほぼ 0% の短期金利とほとんど同じレベルで、投資期間のプレミアムはほとんど消滅したように見える。また約束通りお金が支払われるか分からないリスク、つまり、信用リスクに対するプレミアム（クレジット・プレミアム）に対して追加的に受け取るリターンも相当に低下している。つまり格付けの高い債券と低い債券の利回り差が非常に縮小しているということである。また、価格変動の大きい株式のリスク・プレミアムも株価上昇で縮小している。このように様々なリスク・プレミアムが縮小する中、流動性プレミアムという日本の投資家があまり利用していないリスク・プレミアムがある。

図表 2-8 我が国の 10 年国債の金利推移



(出所) (日本相互証券株式会社 マーケットデータより引用)

流動性プレミアムとは、簡単には現金化できないリスクを取ることに
 5 対して支払われる追加的リターンを言い、この流動性プレミアムを獲得できる典型的な資産が未上場株（プライベート・エクイティ）である。未上場株とは、上場していない企業の株式のことで、取引所に上場され、日々取引されている上場株がいつでも売買が可能であるのに対して、未上場株は、独自に取引相手を見つけなければ売買できないため、現金に変えるのが難しい、つまり流動性が低いということになる。しかし、この不便さというリスクを取ることに
 10 対して追加的なリターンが支払われ、未上場株のリターンは、上場株のリターンより高いと考えられている。

米国では、年金基金や大学基金のような長期投資家は、このような資産に
 15 10%以上配分していることも多く、流動性プレミアムを享受していると言える。しかし、日本では、年金基金のような機関投資家でも、低流動性資産への配分は1%程度しかない。ましてや、流動性プレミアムを享受している個人投資家は、超富裕層の一部に限られている。しかし、世界的な金融緩和の影響で、他のリスク・プレミアムが消滅に近い状況になる中、一定のリターンを確保するためには、日本の投資家も、この流動性プレミアムの取り込みを真剣に考え
 20 なければならないと考えられる。

個人による典型的な長期投資である確定拠出年金向けの投資信託は、日々、基準価額が算出され、売買が可能になっている。しかし、退職後の生活費の確保を主たる目的とし、基本的には 60 歳になるまで引き出せない確定拠出年金の運用にこの高い流動性は必要かという疑問が浮かび上がる。流動性の確保には当然コスト（＝リターンの低下）が付き物であるがもし、ある程度の流動性の低下を甘受できるのであれば、その分、より高いリターンを狙うことができると考えられている。

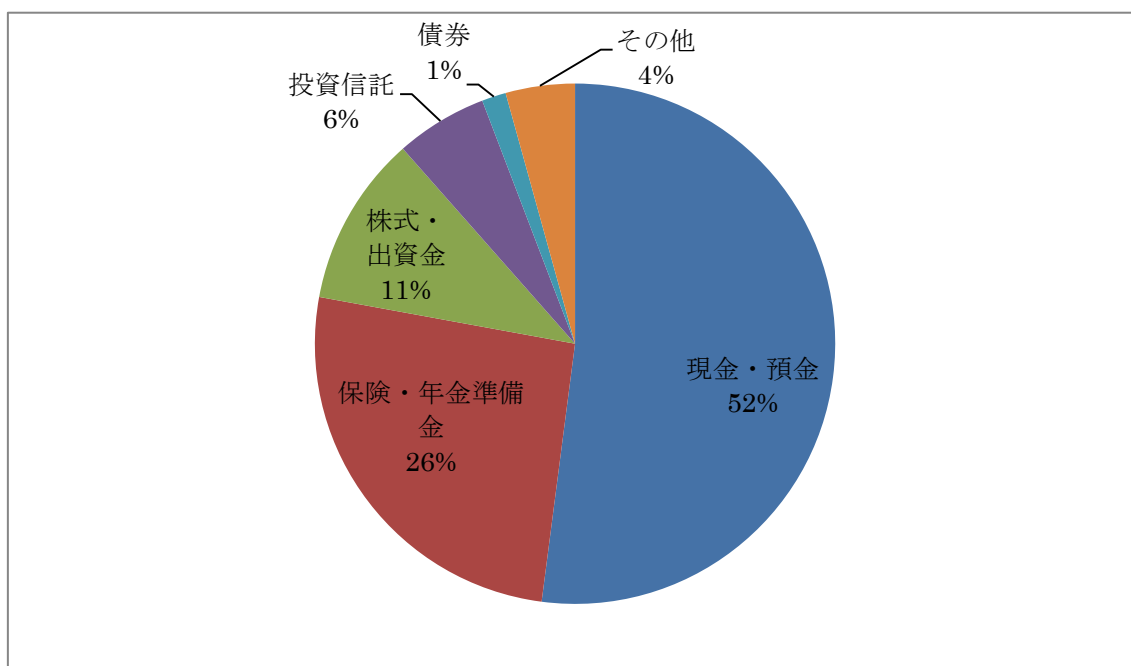
REIT（不動産投資信託）には、公募（上場）と私募があり、個人投資家の方が投資しているのは公募の J-REIT である。しかしながら、年金基金の間で人気を博しているのは私募 REIT の方であり、その理由はリスク（価格の変動）が低いからである。公募 REIT は、取引所に上場され日々取引されているため、高い流動性を確保＝比較的容易に現金に変えられるが、取引が頻繁に行われるため、価格も頻繁に変わる。つまり、リスク（価格の変動率）が高いということである。同じようなリターンが確保され、かつ一定の流動性の低下を受け入れられるのであれば、価格の変動が大きい公募 REIT より、価格の変動が小さい私募 REIT の方が好ましいのだ。

第3章 株式・債券流通市場の活性化における課題

第1節 株式流通市場の課題

流通市場の活性化は「家計の貯蓄から投資へ」と定義付けた。株式が低迷している中、日本の家計の資産構成はどのように形成されているのかを考察し、
5 課題を明らかにする。

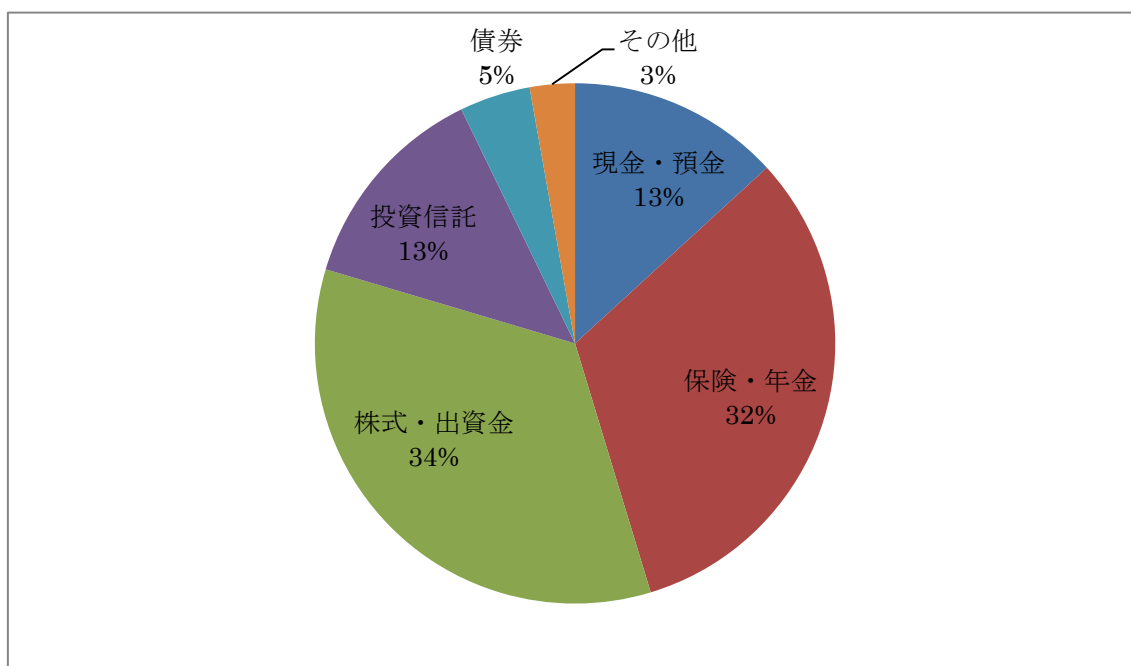
図表 3-1 日本の家計の資産構成（2015年6月）



（出所）（日本銀行「資金循環統計」を参照し筆者作成）

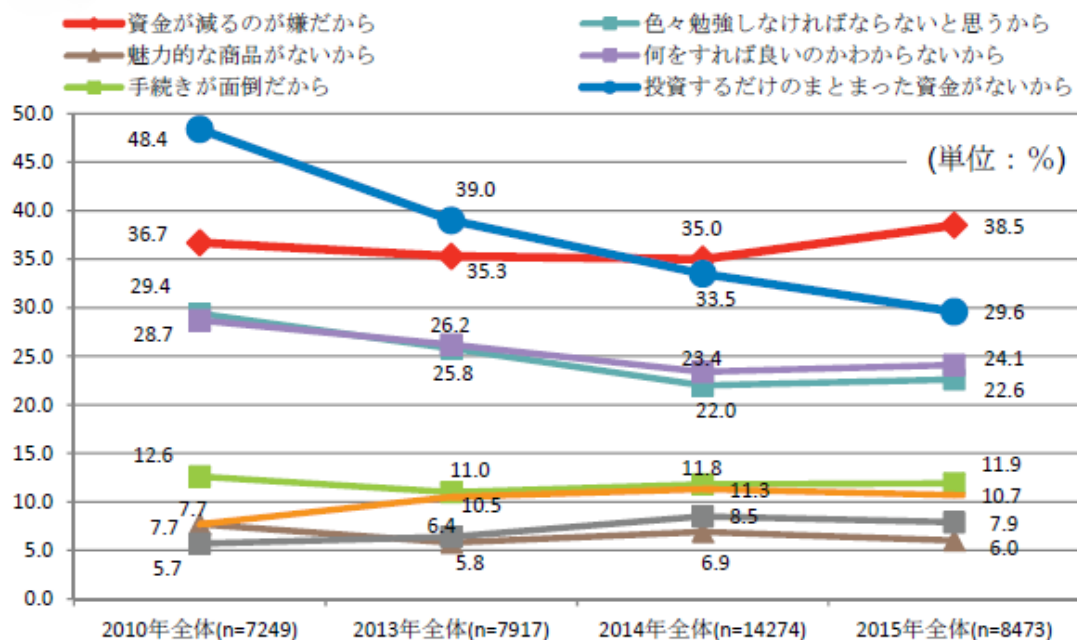
図表 3-1 は 2015 年 6 月時点での日本の家計の資産構成であるが、現金・預金
10 で 52% を占めており、安全資産の保険・年金の 26% を加えると 78% にも上る。
対して、株式・出資金は 11%、投資信託は 6%、債券の 4% を加えると 21% の
リスク性資産で運用している。ここで図表 3-2 のアメリカの家計の資産構成と
比較すると、アメリカの現金・預金は 13%、安全資産の保険・年金の 32% を
加えると 45% なのに対して、株式・出資金は 34%、投資信託は 13%、債券の
15 5% を加えると 52% のリスク資産を運用しており、日本の家計は安全資産を好
む傾向にあると言える。言い換えれば、リスク回避をする傾向にあると言える。
これは株式流通市場においての大きな課題である。ではなぜ日本の家計はリス
ク回避的なのか。図表 3-3 を見ると、2015 年の段階で、資金が減るのが嫌だと

図表 3-2 アメリカの家計の資産構成（2015年6月）



（出所）（日本銀行「資金循環統計」を参照し筆者作成）

図表 3-3 投資をしない理由の変化



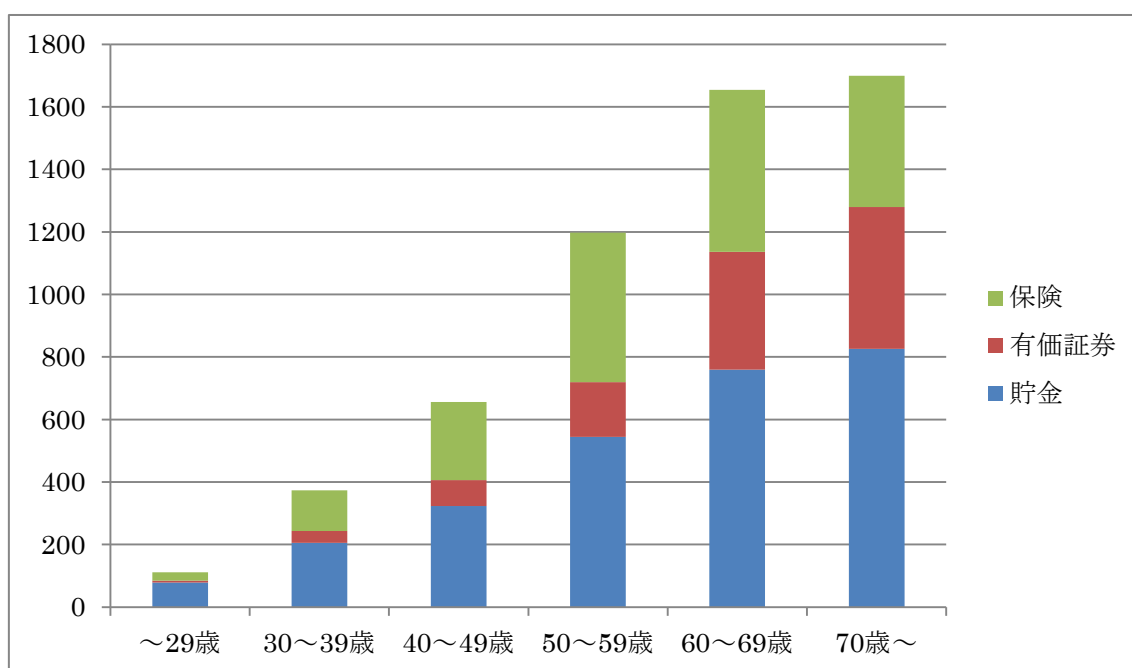
5

（出所）（フィデリティ退職・投資教育研究所、サラリーマン1万人アンケート（2010年 2013年 2015年）と勤労者1万人アンケート（2014年）より引用）
 いう意見が38.5%と最も多く、何をしたら良いのか分からないからが24.1%と

投資に対するギャンブル意識が強い事や、根本的に投資への知識不足が要因の一つだと考えられる。従って金融リテラシーの向上が課題であると言える。

次に年齢別に家計の資産構成を見ていく。家計の中でも特に資産を保有している年齢層があり、図表 3-4 をみると 60～69 歳の代から急激に資産が増加しているのがわかる。これは、定年退職を迎えて得た退職金の影響が大きいと考察する。この保有構成から見ても前述した安全資産の傾向にあるのが見て取れるが、貯金として保有している金額は 60～69 歳の代を見てみると有価証券の 2 倍近くにも上っている。

図表 3-4 世帯主の年齢階級別平均貯蓄額（2015 年 1～3 月）



10

（出所）（総務省統計局「家計調査」を参照し筆者作成）

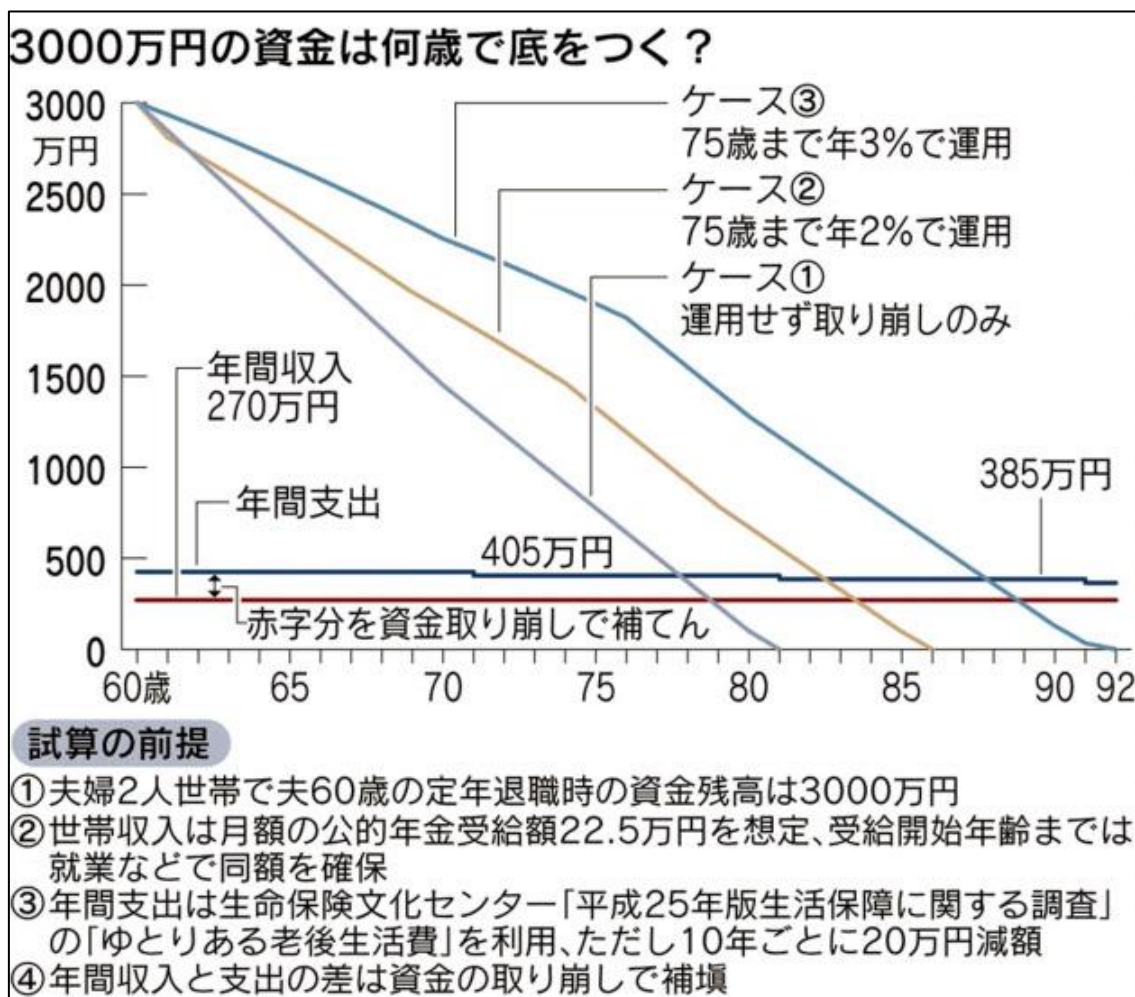
また、厚生労働省の簡易生命表（2013 年）によると、60 歳の日本人の平均余命は男性が 23.1 歳、女性が 28.5 歳。退職後に送るセカンドライフは長い。

一方、リタイア後にはどれぐらいのお金があればいいのか。フィデリティ退職・投資教育研究所が 2014 年 4 月に実施した調査（勤労者 3 万人アンケート）で公的年金以外の必要額を聞いたところ、回答者の平均は約 3000 万円だった。では、公的年金以外に 3000 万円の資金を準備できたら、61 歳からは豊かなセカンドライフを送れるのだろうか。（1）夫婦 2 人世帯で、65 歳から月 22 万 5000 円の年金を受給。64 歳までは夫が仕事に就いて同額の収入を確保（2）

15

支出は「ゆとりある老後」に必要と考えられる金額（3）年間の赤字は手元資金の取り崩しで補填などを前提として試算してみた例を引用したデータが図表3-5であり、運用なしのまま取り崩していくと81歳には底をついてしまい、老後における資産の運用は、必要不可欠だと考えられる。

5 図表 3-5 3000万円の資金の持続推移



（出所）（日本経済新聞 マネーHOT トピックスより引用）

スチュワードシップコード

2014年2月に金融庁より公表された日本版スチュワードシップコードは機関投資家の行動規範、つまり上場企業の監視役としての役割を担うべきと定めたものである。スチュワードシップコードは、今後少しでも金利が上昇すれば、約1000兆円近くの国債残高の利払いが増え、財政を圧迫し、プライマリーバランスが崩壊してしまう日本経済の悪化を解決するために、企業の資本効率を

促し、個人投資家の資産を貯蓄から投資へ、すなわち「家計の貯蓄から投資へ」の動きを増やすことで、日本経済を活性化させる政策の1つである。日本版スチュワードシップコードの諸原則で機関投資家に求められるのは、投資先企業の状況把握、建設的な対話、議決権行使、顧客・受益者への報告であり、これ

5 に対し資産運用業界はコストと効果の問題と向き合っている。

図表 3-6 日本版スチュワードシップコードの要点

原則 1	スチュワードシップ責任を果たす方針策定と公表
原則 2	管理すべき利益相反について方針策定と公表
原則 3	スチュワードシップ責任を果たすための当該企業の情報の的確な把握
原則 4	投資先企業との建設的対話に努める
原則 5	議決権行使と結果の公表、明確な方針
原則 6	顧客・受益者に対する定期的な報告
原則 7	スチュワードシップ活動に伴う判断の実力を備える

(出所) (金融庁 有識者検討会報告資料を参照して筆者作成)

金融庁によりスチュワードシップコードが公表されてから国内外の機関投資家が続々と受け入れを表明し、金融庁が3か月毎に公表している受け入れを表明した機関投資家のリストによると2015年6月時点で、年金基金(23基金)、

10 生命保険・損害保険会社(21社)、信託銀行等(7社)、投信・投資顧問会社や年金基金などでの機関投資家による受け入れ表明数が増加していることがわかる。

図表 3-7 受け入れを表明した機関投資家の推移

機関投資家	第 1 回 2014 年 6 月	第 2 回 2014 年 9 月	第 3 回 2014 年 12 月	第 4 回 2015 年 3 月	第 5 回 2015 年 6 月 ⁵
年金基金	12	17	19	21	23
生命保険・損害保険会社	19	21	21	21	21
信託銀行等	6	6	6	6	7
投資・投資顧問会社等	86	109	122	129	133 10
議決権行使助言会社等	4	7	7	7	7
計	127	160	175	184	191

15 (出所) (金融庁を参照して筆者作成)

日本版スチュワードシップコードの課題は、企業の現状把握、議決権行使のための情報収集は機関投資家にとっては負担が大きく、一部の投資家だけが入念な調査をもとに投資企業との対話を行なっても、他の多くの株主に対し、質の高い理解が均等かつ迅速に伝えられる情報の供給が不足している為、他の株主は理解できず情報の非対称性が発生し、企業価値の向上を実現することが出来ない状況にある。現在日本の上場企業の 7 割が 3 月末決算で、6 月末に株主総会が集中している。そのため各社の経営状況を精査し株主総会に向け意見をすることは投資家にとって大きな負担となる。株主や役員の情報、当該企業の関係者であるかどうかといった情報は、現在多くの資産運用会社等により手入力

20

25

30

で情報管理されており、一部の情報にはデータ供給サービスが存在するが、非財務情報は数字を判断材料のインプットするものと異なり、文章を解釈して判断をしなければならず、各社で作業を行う部分が残っている。株主総会の招集通知が届くと、最新の情報で作業を行うことになるが、関連する情報が各所に分散し、確実な情報入手が困難な場合もあり、継続的に必ず入手可能な情報で判断を行うため議決権行使の方針を幅広く設定することができない運用会社も

存在している。機関投資家等がこのような作業を限られた時間のなかで行うため、情報が不十分でそれぞれ異なる結論となることが考えられる。その場合、企業への働き掛けは分散し、株主全体からの関与の質は下がり、投資先企業の価値向上に結び付けることができずコストの負担だけが残ってしまう。こうした事からスチュワードシップコードの活性化が課題であるといえる。

第2節 債券流通市場の課題

(1) 価格の不透明性

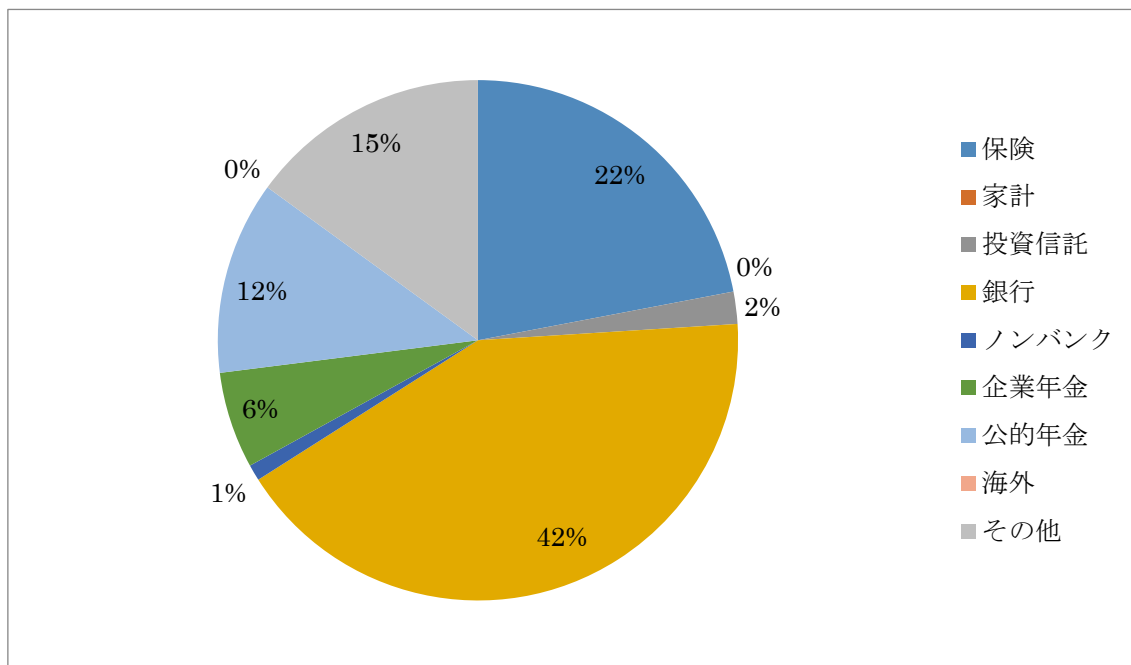
店頭取引では各証券会社と顧客との相対で行われるものであるから、第三者は債券の価格を把握することは困難である。しかし債券価格の情報が広く行きわたっていないければ取引が円滑にならないし、公正な価格形成を実現することができなくなるため投資家を保護するためには重要なことである。そして自らが相手方になって顧客の取引ニーズに的確に応える(マーケットメイク)が店頭取引における証券会社の役割なのである。そこで債券価格の設定には売買参考統計値が用いられている。売買参考統計値とは各証券会社に債券価格の気配値の報告を任意で要求し、集めた情報を日本証券業協会が公表するというものである。その公表された情報は店頭売買を行う際に投資家や証券会社等が参考にするのである。だが気配値の報告は義務化されていないため、集計対象となっていない証券会社も少なくない。最大手の野村証券も対象に含まれていないため、取引実勢を反映していないとの声も上がっている。その結果、価格が不透明になり、債券流通市場の流動性は低くなっているという課題がある。流動性が低くなってしまうと途中換金ができなくなってしまうため投資家は債券に投資することが減ってしまう。

(2) 社債市場の未発達

日本は国債が175.0兆円、社債が8.2兆円である。国債の規模だけを見れば米国と肩を並べているが社債を比べると非常に少ない。日本の社債市場の特徴として挙げられるのは(1)流動性が低く、売買がスムーズに行われていないこと(2)リスクに見合ったリターンが少ないことから投資家から見ると魅力のある社債が少ないこと(3)発行体が投資適格企業を中心としているため、多様性がないこと(4)日本の債券への海外からの投資額が少ないため債券市

場の国際化が遅れているため、日本の社債市場の投資家構造の海外からの投資の割合は1%にも満たない。

図表 3-8 日本の社債市場の投資家構造（2008 年末）



5 (出所) (日本銀行「資金循環統計」を参照し筆者作成)

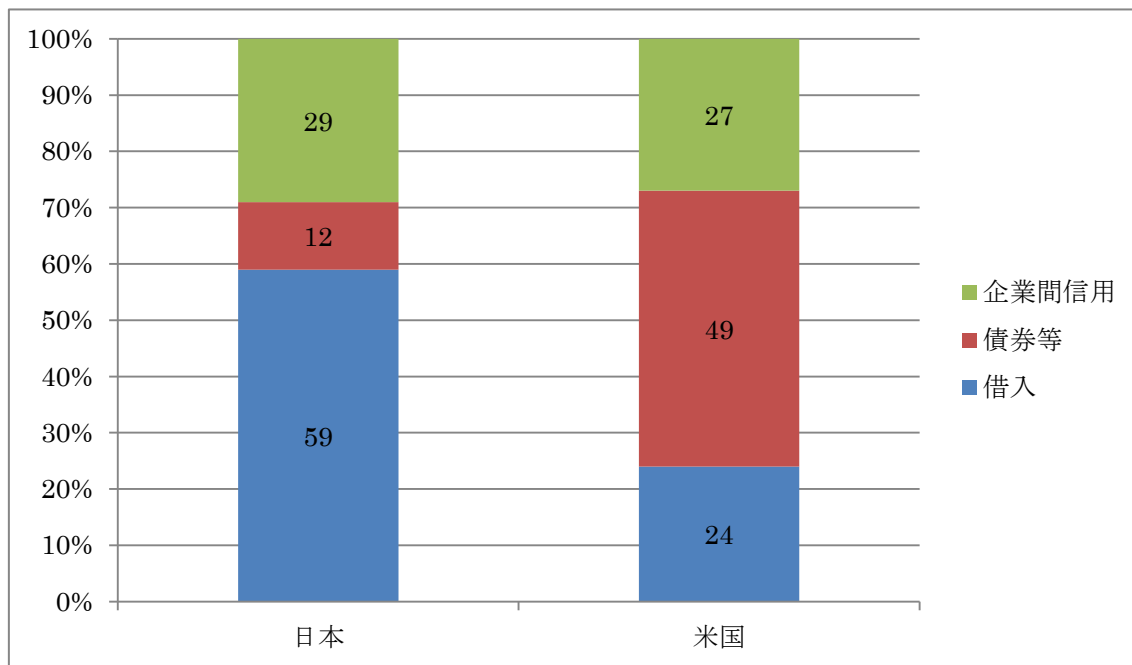
このような特徴があるため社債市場の規模が小さい。そして社債市場の規模が小さい原因は、日本は銀行による低金利の融資慣行が行われていることと企業の情報開示が行われていないことである。銀行が低金利で資金を供給していれば、企業は借り入れを行うことが増える、その結果、社債で直接調達をすることが減ってしまう。投資家構造で銀行の割合は42%となっている。また企業は情報開示に消極的であるため投資家は債券を安心して買えないため流通市場で取引量が増えない。このような原因があるため日本の社債市場は規模が小さいのである。

15 それに対してアメリカは世界一位の債券市場であり、社債市場の規模は9.6兆円となっている。この理由として米国は銀行の資金仲介機能が低下し、企業の資金調達手段が拡大したからであり直接金融が主な資金調達の手段となっているからである。

米国大企業は負債調達を銀行の借り入れより社債の方が多く、約9割を社債に依存していて、約1割を借り入れに依存している。なかには銀行借り入れを

一切行わずに社債のみという企業もある。日本では借り入れの割合が多いため真逆の負債調達構造となっている。

図表 3-9 企業の負債調達構造の日米比較（2008 年末）



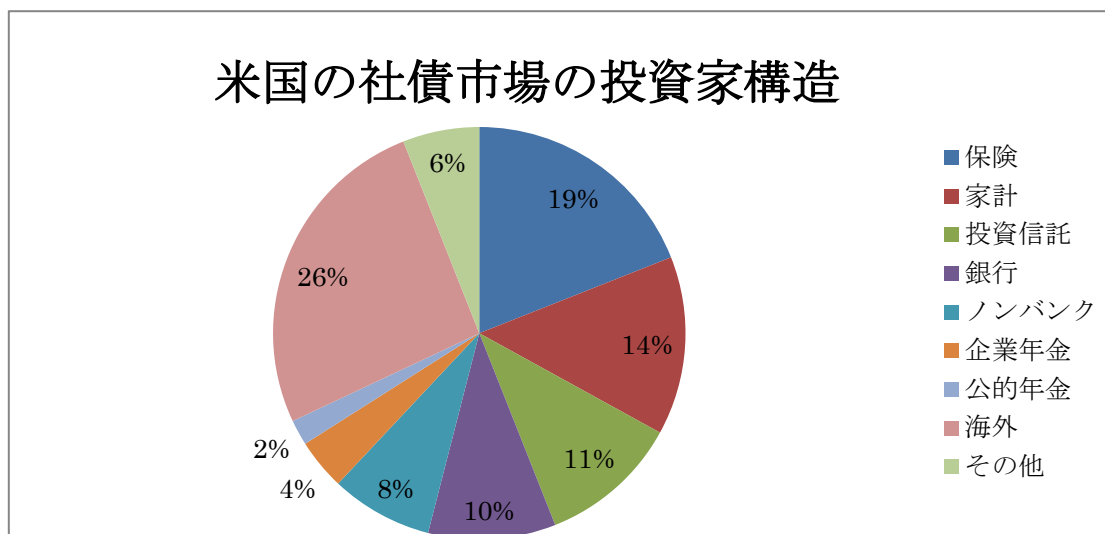
5 (出所) (日本銀行「資金循環統計」を参照し著者作成)

投資家構造

投資家構造も日本と大きく異なっていて、海外投資家、投資信託、家計と多様化している。米国の投資家構造は海外投資家が 26%、家計 14%、投資信託 11%である。日本は 0%、0%、2%であるため米国は投資が活発に行われているといえる。なかでも投資信託の割合が 20 年前と比べると大幅に上がっており 1980 年代後半では 5%未満だったが 1990 年代から上昇し、今の割合となっている。

10

図表 3-10 米国の社債市場の投資家構造（2008 年末）



(出所) (日本銀行「資金循環統計」より著者作成)

5 第 4 章 課題解決に向けた施策

第 1 節 株式流通市場に対する施策

低流動性商品の強化

市場の需給やセンチメントによって生じる価格の変動は投資家、特に投資を始めたばかりの初心者にとって厄介な存在となっており、激しい価格変動を目の当たりにした投資家は長期運用を考えていたとしてもその動きに一喜一憂し、下落局面で心配に耐え切れず売却してしまう可能性がある。つまり必要以上の流動性は、場合によっては長期投資の障害になり得るといことなのである。言い換えると、流動性は必ずしも高ければ高い方がいいというわけではなく、投資家のニーズにあった適度な水準に設定されるべきなのだ。その結果、価格の変動も抑制され、流動性プレミアムによってリターンの向上も期待できるのである。

このように低流動性資産は、その本質において、年金のような長期投資に非常にフィットする特性を持っている。しかしながら低流動性資産は、まだ日本の機関投資家にもあまり浸透しておらず、ましてや、一般の個人投資家向けの運用商品は、ほぼ皆無の状況である。

プライベート・エクイティや不動産といった「伝統的」な低流動性資産以外

にも、バンクローン、貿易ファイナンスといった安定的なインカム・ゲインの獲得を狙った資産も増えてきているが、多くのリスク・プレミアムが縮小し、超低金利に苦しむ個人投資家が増えている今、このような低流動性資産への投資を提供する個人投資家向けの運用商品の登場が強く望まれるところである。

5 スチュワードシップコード効果の実現化

スチュワードシップコードが実施されてから半年間の検討会等の議論を踏まえ、資産運用業界からはこの機会に社内の情報インフラを刷新し、対応しやすくしなければならないという声が出てきた。しかし基礎の情報収集を容易に行い、機関投資家と企業の対話の時間を確保するための環境は業界全体で整備を行う必要がある。

金融庁では 2014 年から EDINET に提出される有価証券報告書や臨時報告書などの書式を全文 XBRL とする対応を行っている。スチュワードシップコード導入の議論が始まってから、臨時報告書の株主総会決議結果はすべてデータで取得できるのだろうかといった関心も寄せられており、スチュワードシップコード導入にあわせ、定量分析やシステマ的な判定ができるように、例えば、数値以外の情報の数量的な記載、識別子の付与といった、データ化に向けた表記の導入に取り組むことが考えられる。XBRL の機能には英語名称があり、外国人投資家も同じタイミングで情報を取得し、内容を把握することができるため、開示と同時に全株主に情報が渡りやすくなれば、議決権行使に向けた検討時間確保とその質的向上の助けとなり、また株主総会招集通知も、作成と同時に EDINET 登録を可能とし、PDF だけでなく XBRL でも受け付ける政策が考えられているため、機関投資家の利便性が高まることに加え、リサーチ会社等もサービスを拡充しやすくなる。現在、支援サービス業にとっても情報収集は作業時間の制約とともにコストの壁が高いので、まずは金融庁などの情報インフラが整備されれば、それらの活性化も期待できる。機関投資家が企業価値向上に向けた本質的な検討・議論ができるよう、情報開示に係る環境改善への取り組みは、最も優先されるべきである。スチュワードシップコードなどの企業変革の動きは今後も活性化していくと考えられ、また今春の労使交渉において主要企業を中心に賃上げが広がったことで、経済の好循環実現が期待される。企業変革、経済の好循環は株価上昇を促す要因として考えられ、1990 年代初めの

- バブル崩壊以降、株価低迷が長期で続いたことで、個人投資家の間で、株高は長続きしないとの見方が強まり、長期投資で大きな成果を狙うよりも、相場が下がれば押し目買い、上がればこまめに売って利益を確保する逆張りの動きであった個人投資家が長期志向の資金を株式市場に投資し続けることになれば、
- 5 投資家層の厚みが増し、持続的な株価上昇を促すことができると考えられる。すなわち「家計の貯蓄から投資へ」を達成することが出来ると考える。

第2節 債券流通市場に対する施策

- 債券流通市場が活性化する施策としてまず債券価格の透明性向上させること
- 10 である。そのためには売買参考統計値制度で会員証券会社に実勢価格での報告を義務づけることが良いと考える。報告を義務化することにより集計対象になっていない証券会社も集計の対象となり取引実勢を反映することができる。それによって債券価格の透明性を持つようになり、流通市場が機能して流動性が高まり活性化する。また日本はアメリカの社債市場のように企業の積極的な社
- 15 債による資金調達増加や、個人の投資信託を經由した社債投資の拡大、海外投資家の数を増やすことが重要である。企業の資金調達は銀行からの借入が大部分を占めていた。そこで借入ではなく社債発行にすることにより投資家は投資をする選択肢が増えるのである。そして先ほど述べたように日本の社債市場の投資家構造では家計と投資信託が0%と2%、海外投資家の割合が0%、2%で
- 20 あった。家計が0%の理由として日本人はリスクが高い社債に投資しようとしにくいからである。そのためにリスクを分散する投資信託があるのだが家計の知識不足のため投資信託が活用されていない。今後、家計が知識を増やし投資信託を活用し社債に投資することを促すことが重要であるといえよう。海外投資家の割合が0%である理由としては社債には非居住者の受け取る利子に対して
- 25 課税をしているためだからである。米国では非課税であるから海外投資家の割合が高い。そこで日本をアメリカのように非課税の措置を取り、海外投資家の社債投資を促すべきである。

- 以上のことより、債券価格の透明性が向上すること、社債市場の社債の発行額増加により債券の流通市場で売買される量が増え、債券流通市場は活性化す
- 30 ると考える。

第3節 今後の証券会社及び銀行と個人投資家の取引の在り方

ジュニア NISA の義務教育化

ジュニア N I S A（ニーサ）とは、平成 28 年 1 月から口座開設の受付が開始される未成年者少額投資非課税制度の愛称である。ただし、上場株式等の購入については、平成 28 年 4 月 1 日からとなっている。証券会社や銀行、郵便局などの金融機関で、ジュニア N I S A 口座を開設して上場株式・E T F・R E I T・株式投資信託（公募のものに限ります。以下同じ。）等を購入すると、本来 20.315%の税率で課税される配当金や売買益等が、非課税となる制度である。年間投資上限金額は 80 万円で、非課税期間は最長 5 年間。なお、ジュニア N I S A は、20 歳以上の方が利用できる N I S A（以下「成人 N I S A」という。）とは異なり、3 月 31 日時点で 18 歳である年の前年の 12 月 31 日までは払出し制限（注 2）があり、要件に反して払出しがされた場合にはそれまで非課税で受領した配当金や売買益等について払出し時に生じたものとして課税されるので、注意が必要である。ジュニア NISA が創設された目的は若い世代の人たちの長期的な資産作りをバックアップするためであり、現在の日本は金融資産の多くを高齢者が保有しています。それを、贈与という形で若い人たちに移転させることである。それにより NISA を通じた資金流入で、証券市場が活性化することも期待できる。

若年層が口座を開設できるようになり、取引ができるようになるのだから金融の知識を得なければならない。そのことからジュニア NISA によって金融教育が進むことが期待されている。若年層の金融知識は高齢層と比べると低い。その理由として義務教育で金融教育が十分に行われていないからである。海外と比較すると日本における金融教育は皆無に近い。従って義務教育にして小さいころから金融に対する興味や知識を抱かせるべきである。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、今日まで行われてきたのである。そのため米国では貯蓄よりも投資をする傾向が高い。ジュニア NISA が始まることによって若年層の金融知識がつくようになり、その未成年者の親も一緒に投資を行うことになるのだから親世代の金融知識の定着も図れるであろう。つ

5 まりジュニア NISA によってアメリカのような金融教育を行うことができ、金融リテラシーの向上を図れるのではないかと考える。従って個人投資家の投資が増え、「家計の貯蓄から投資へ」が達成できると考える。また、この義務教育化が進めば、長期の視点で見れば日本国民の金融リテラシーの底上げを図ることが出来ることになるので、銀行等での投資信託で自らの利益となるようなファンドばかりを進めたり、曖昧な知識のまま接客に応じるという事も出来なくなる。従って個人投資家のリスク管理を誤認するような事も無くなるのではないかと考える。

終章

本論では流通市場を活性化させること、すなわち「家計の貯蓄から投資へ」が達成されれば、発行市場を通じた「企業の資金調達増加」も促され、証券市場全体が活性化されると定義づけ、「家計の貯蓄から投資へ」が推進されるよう

5 流通市場に焦点を当てて、企業や個人の視点から課題を導き出し、施策を述べた。課題の施策としていくつか挙げたが、これらの施策を実行することで個人投資家の数も増え、証券市場の活性化に繋がると考えている。第4章ではジュニア NISA の義務教育化を提言したが、これが推進されることによって銀行等での投資信託でのリスクの誤認が減ると述べたが、これは個人投資家が自分で

10 リスク管理が出来るようになっていくという事である。従ってインターネットが普及した今日において、わざわざ銀行等に出向いて投資信託を行わなくても、スマホ等の媒体からインターネットを通じて各々取引をする可能性が挙げられるので、銀行等の投資信託の今後の在り方も変わっていかねばならないのではないかと最後に提言したい。

15 今日の日において個人投資家の数が増えることが流通市場の活性化に繋がりを、経済発展、さらには今後の日本の社会全体をより良いものにしていくと考える。少子高齢化等様々な問題を抱えているが、そうした時代の流れを読み取り、国民一人一人が自ら良くしていこうとする意識を持つべきだと考える。発達したメディアに惑わされず、自分で考えて行動する。これからの時代に必要

20 な能力であると強く感じている。

本論文が今後の証券市場の活性化を通じて、日本経済を豊かにしていく為の一助となることを願う。

(参考文献)

- ・ 日本証券業協会 「図説日本の証券市場 2014 年版」 2014 年
- ・ 東京証券取引所 「東証要覧」 2012 年
- ・ 田淵直也 「投資と金融にまつわる 12 の致命的な誤解について」 2015 年
- 5 ・ 久保田博幸 「図解入門ビジネス最新金融の基本とカラクリがよーくわかる・本」 2012 年
- ・ ジョン太郎 「『お金と』と『投資』の本当の話」 2015 年
- ・ 川村雄介 「最新証券市場 基礎から発展」 2006 年
- ・ 総務省 (最終閲覧日 2015/11/02)
- 10 <http://www.stat.go.jp/>
- ・ 金融庁 (最終閲覧日 2015/11/02)
- <http://www.fsa.go.jp/>
- ・ 日本銀行 (最終閲覧日 2015/11/02)
- <http://www.boj.or.jp/statistics/sj/index.htm/>
- 15 ・ 日本証券業協会 (最終閲覧日 2015/11/02)
- <http://market.jsda.or.jp/shiraberu/saiken/baibai/kehai2/seido.html>
- ・ 日本取引所グループ (最終閲覧日 2015/11/02)
- <http://www.jpx.co.jp/equities/listing-on-tse/new/basic/index.html>
- ・ 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 (最終
- 20 閲覧日 2015/11/02)
- <http://www.nicmr.com/nicmr/report/repo/2009/2009aut02.pdf>
- ・ 放送大学科目ナビ 証券市場と私たちの経済 (最終閲覧日 2015/11/02)
- <http://www.ouj.ac.jp/kamoku/detail/1847546/>
- ・ 国内金融セミナー (最終閲覧日 2015/11/02)
- 25 <http://www.central-tanshi.com/seminar/1-01.html>
- ・ 日本相互証券株式会社 (最終閲覧日 2015/11/02)
- <http://www.bb.jbts.co.jp/marketdata/marketdata01.html>
- ・ フィデリティ退職・投資教育研究所
- <http://www.fidelity.co.jp/retirement/institute/activity.html>

・ 日本経済新聞（最終閲覧日 2015/11/02）

http://www.nikkei.com/money/features/32.aspx?g=DGXLMSFK1300C_13082014000000&df=2

・ NRI（最終閲覧日 2015/11/02）

5 <http://fis.nri.co.jp/ja-JP/index.html>

・ ブルームバーグ（最終閲覧日 2015/11/02）

<http://www.bloomberg.co.jp/markets/index.html>