

平成 29 年度 証券ゼミナール大会

5

10

第 1 テーマ B ブロック

「今後の国内証券市場の活性化について」

15

駒澤大学 深見ゼミナール

20

目次

	はじめに	4
	第1章 証券市場の機能と役割	6
5	第1節 証券市場と有価証券	6
	第2節 証券市場の二つの市場	7
	第3節 株主の権利	8
	第4節 証券上場のメリットとデメリット	8
	第5節 法人化・機関化による証券市場への影響	9
10	第2章 市場間競争と新興市場	10
	第1節 市場間競争の歴史	10
	(1) アメリカでの市場間競争の歴史	10
	(2) 日本の市場間競争の歴史	11
	第2節 新興市場の特徴と現状	12
15	第3章 証券投資の必要性和日本人が投資に消極的な理由	13
	第1節 投資による資産形成の必要性	13
	(1) 老後の生活にかかるコスト	14
	(2) 高齢化による年金財政の悪化とその影響	15
	(3) インフレ率の引き上げと資産形成の必要性	15
20	第2節 日本人の投資に対して持っているイメージ	16
	第3節 投資はギャンブルという意識を根付かせた歴史的背景	17
	(1) 「官許の賭博場」と言われた戦前の株式市場	17
	(2) 旧態依然とした証券会社の営業姿勢	18
	(3) 短期売買が繰り返された背景	19
25	第4章 不十分な金融教育と低い金融リテラシー	19
	第1節 金融教育と証券投資の相関性について	19
	(1) 日本の金融教育の現状	19
	(2) アメリカの金融教育の現状	23
	第2節 401(k)加入者に対する継続的な金融教育の内容	24
30	第3節 日本人は金融リテラシーが低いのか	25

	第4節 金融リテラシーと投資行動の関連性	26
	第5章 なぜ若年層は証券投資をしないのか	28
	第1節 年収と証券投資の相関性	28
	第2節 投資家が高所得者に偏る理由	29
5	第6章 企業の収益性向上に向けたコーポレート・ガバナンス改革	32
	第1節 低迷する日本企業の収益性とガバナンス改革	33
	第2節 コーポレートガバナンス・コードの役割	34
	第3節 独立性に欠ける社外取締役	35
	第4節 日本版スチュワードシップ・コード	38
10	(1) 近年までのスチュワードシップ行動	38
	(2) スチュワードシップ・コードに対する意識改革	39
	第7章 今後の証券市場を活性化させるための提案	39
	第1節 金融リテラシー向上のための施策	40
	(1) 特別講義の開催	40
15	(2) 企業型確定拠出年金における継続教育の義務化	41
	(3) DC加入者へ促すDVDの視聴	41
	(4) 投資関心層に向けた朝活セミナーの実施	42
	第2節 ガバナンスの強化と企業の稼ぐ力の増強	42
	(1) 社外取締役の独立性要件の厳格化	43
20	(2) 社外取締役へのサポートスタッフ設置の義務化	43
	第3節 若年層が投資を身近に感じる方策	44
	(1) 端債取引の実現	45
	(2) NISAの金額指定制度への改正	45
	(3) ロボットアドバイザーの活用	47
25	参考文献	47

はじめに

本稿で私たちが検討すべきテーマは、今後の国内証券市場の活性化である。このことを考えるには、最初に、証券市場が活性化している状態が、どういう状態を指すのかを定義づけておく必要があるだろう。証券市場には発行市場と、
5 流通市場の二つの市場が存在し、二つの市場が車の両輪のように機能している。発行市場を活性化させるには、流通市場で保有する証券を売却し、容易に換金できなければ、発行市場への参入はハードルが高くなる。それゆえ、流通市場で活発に売買が行われることが、発行市場でも活発に取引が行われる前提になると、私たちは考えている。つまり、流通市場の活性化が、発行市場の活性化
10 をもたらすと考えている。

そこで、最初に流通市場が活性化した状態とは、どういう状態を指すかを説明したい。それは、市場の流動性が高い状態、すなわち、活発な売買が行われている状態である。しかし、単に取引量を増やすだけであれば、HFT や機関投資家の積極的な参入でも、活性化は実現できる。ただ、HFT などの参入によっ
15 て流動性を高めた場合、その弊害として、行動が一元的になり、価格形成に歪みをもたらす。このことから、私たちが考える流通市場の活性化している状態とは、個人投資家を中心とする、より多くの参加者が参入している市場を形成し、そこで活発な売買が行われていなければならないと考えている。

なぜ、HFT や機関投資家だけでなく、個人投資家の参入を促さねばならない
20 かと言えば、市場には短期取引を志向する人や、長期取引を志向する人、さらには逆張りをする人など、様々な意思を持った参加者が参入することで、流通市場での取引が活発に行われるとともに、公正な価格形成が行えるようになるからである。こうして成立した価格を用いて、企業は新たな証券を発行して、資金調達するか否かの意思決定を行い、投資家にとっては株式や債券が、いつ
25 でも流通市場で売却可能な状態であれば、安心して発行市場で新たに発行された証券に投資できるようになる。そのため、発行市場を活性化させるためには、流通市場の活性化が前提条件となり、流通市場の活性化にはより多くの投資家の参入が望ましいと考えるのである。

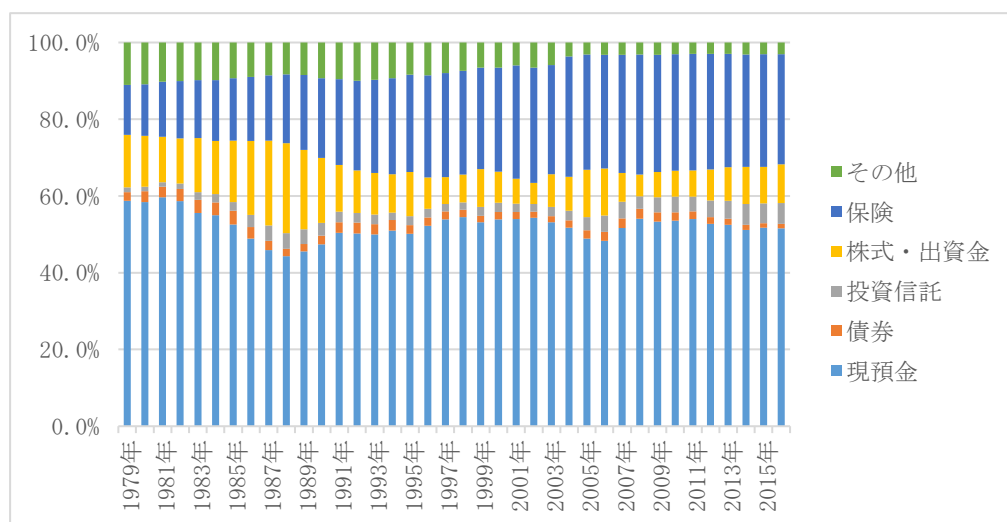
証券市場の活性化にとって、個人投資家の参入は不可欠であると述べた。し
30 かし、日本の家計金融資産は、預貯金に偏重している。日本の家計金融資産は

1,809兆円あるが¹、そのうち約半分の52%が預金である。ところが、欧米では事情が異なる。アメリカのそれは14%、ヨーロッパのそれも34%にとどまり、日本は預貯金の構成比が極めて高いことが分かる。一方の証券投資は日本が15%であるのに対し、アメリカは52%、ヨーロッパが29%となっている。つまりアメリカと日本は、預貯金と証券投資の比率が正反対になっている。

日本では、超低金利が長期にわたって継続され、財政も危機的な状況となっている。こうした状況では、私たちの老後資金は、年金だけに頼ることはできないと予想される。それゆえ、証券投資の必要性が叫ばれているわけだが、日本の家計金融資産は、いまだ預金偏重が続いている。

- 10 なぜ日本の家計金融資産が、ここまで現預金に偏っているのだろうか。要因の一つにはバブル崩壊が考えられる。図表1に1979年以降の、日本の家計金融資産の内訳の推移をまとめた。これによると、1980年代後半のバブル期には現預金の比率が低下し、有価証券の保有率が高まった。しかし、バブル崩壊により、株価は大幅に下落し、「投資＝悪」の印象が刷り込まれた。そして、その後、
- 15 日本経済は長期にわたるデフレを経験し、そのことが家計の投資活動を消極的にさせ、遠ざける要因となったと考える。

(図表1) 日本の家計金融資産の構成比の推移



〔出典〕日本銀行『資金循環統計』より筆者作成

(<https://www.boj.or.jp/statistics/sj/index.htm/>)

¹ お金のデザイン『ロボアドバイザーの資産運用革命』きんざい、2016年、p. 45

一方、預貯金は元本が保証されているため、名目上は少なくとも損はしない。このため、銀行預金には資金が集まった。このような背景から、日本人の家計金融資産に占める有価証券の比率が低迷する一方、預貯金への偏重が一層強まったと考えられる。

- 5 このような歴史的背景の他にも、家計が証券投資に消極的である要因は、他にも考えられる。しかし、日本の証券市場を活性化するには、証券投資に消極的な個人投資家を取り込み、投資家人口を増やす必要がある。とはいえ、日本の家計金融資産の内訳が、いきなりアメリカのようになるとは考えられず、まずはヨーロッパのそれに近づけていくことが、現実的であろう。それだけでも
- 10 約 252 兆円の資金が、新たに証券市場に参入するのである。以下、本稿では、個人投資家の参入を妨げる要因となっている問題を、一つ一つ丁寧に上げて、何が問題となっているのかを明らかにしていく。その上で、問題を改善し、証券市場の活性化に向けた提案を検討していきたい。

15 第 1 章 証券市場の機能と役割

1. 証券市場と有価証券

- 第 1 章では、証券市場の機能と役割、それに付随する有価証券の定義や株主の権利などについて述べていきたい。証券市場は、有価証券の売買を通じて、資金調達、資金運用を行うための場所である²。そもそも証券市場で取引される
- 20 有価証券とは、どういうものなのだろうか。

- 有価証券とは、財産的価値を表す権利を証券としてあらわしたものである。有価証券には小切手や約束手形など、一定額の貨幣に対する請求権を表す貨幣証券、商品券や乗車券など、一定の商品やサービスの請求権を表す物財証券、そして株式や債券といった資本の一定部分を示し、利子に対する請求権を表す
- 25 資本証券がある。資本証券は代替可能性を持ち、売買の対象となる。そうした特徴をもっているために、証券市場で売買が行われるのである。

資本証券である株式や債券が取引される場、それが証券市場であるわけだが、では証券市場の役割にはどのようなものがあるのだろうか。一つ目の証券市場

² 大村敬一・俊野雅司『証券論』有斐閣、2014 年、p. 21～23

の役割として挙げられるのは、企業が資本を必要とする際、新たに証券を発行して、不特定多数の投資家から企業が必要とする資金を調達することが挙げられる。二つ目に、家計の資金運用の場として活用されることが挙げられる。つまり、家計が自らのライフサイクルに沿って、消費と貯蓄のバランスが取れるように資産を最適に分配し、国内外の資金不足主体に資金を提供し、自らの資産を運用する場として用いられるのである。三つ目に、一人ひとりにあたりリスク許容範囲を管理し、複数の資産に分散させたポートフォリオの構築を可能とすることが挙げられる。最後に、売買の際の意思決定を助ける情報提供が挙げられる。すなわち、証券の売買を通じて決まった価格は、流通市場で投資家がその証券を購入するか、否かを判断する大きな要因であるとともに、発行市場では、証券の発行による資金調達の実施を判断するための情報となる。これらの機能を証券市場は果たしている。

2. 証券市場の二つの市場

証券市場には、企業が株式や債券といった証券を発行して、投資家にそれを購入してもらうことで資金を調達する発行市場と、投資家がそれらの売却を通じて投資資金の回収や、既発行証券への新たに投資を行うための流通市場がある。発行市場には企業が発行主体となって、株式や債券を発行して参入し、投資家は買い手として参入する。他方、流通市場では、株式や債券が繰り返し投資家の間で転々と売買される。つまり、証券市場は、先にも述べたように、企業の資金調達の間であるとともに、投資家にとっては資金運用の場となる。

発行市場で投資家に新規発行証券へ投資させるには、流通市場で活発な売買が行われ、投資資金の回収可能性を高めておく必要がある。また、流通市場で活発に売買が行われ、高い価格を維持すれば、発行企業にとっても、新たに証券を発行する際、発行価格を高く設定することができ、有利な条件で資金調達ができるのである。他方で、流通市場で活発な売買が行われ、保有証券の換金が容易になればなるほど、発行市場で新たに供給される証券の買い手は安心して証券を購入できる。その結果、企業は資金調達を円滑に行えるようになるのである。そして、投資家の間を証券が転々と移転するためには、取引相手の探索コストを削減する必要がある。そのため、流通市場では証券取引所を設けて、

取引を1ヶ所に集中させているのである。

3. 株主の権利

企業が発行した株式を購入した投資家は、株主となる。株主にはいくつかの
5 権利が与えられる。株主の権利には、大きく分けて自益権と共益権がある。自
益権は財産的利益を受ける権利であり、それには利益の分配を受け取る配当請
求権と、会社が解散した際に、残された財産を受け取る権利である残余財産分
配請求権がある。他方、共益権は会社の経営に参加する権利であり、株主総会
10 で提案された議案への賛否を表明する権利である議決権と、株主総会での議案
を提案する権利である提案権がある。この四つの権利は、配当請求権と残余財
産分配請求権、議決権は、株主になると自動的に与えられる。これを単独株主
権という。また、提案権は一定の株数を保有する少数の株主だけに与えられる
ため、これを少数株主権という。このように、株主は財産的利益を受け取ると
ともに、会社の経営にも参加することができるのである。

15

4. 証券上場のメリット・デメリット

さて、企業が証券発行市場で発行した株式や債券を、取引所で売買できるよ
うにするには、取引所に上場しなければならない。証券を上場することで得ら
れるメリットは、資金調達手段の多様化と知名度や社会的信用の向上、さらに
20 は証券の価格が公正に形成されることや健全な経営体制の実現が期待されよう。

資金調達手段の多様化とは、証券市場に上場すれば銀行借入れのみならず、
株式や債券を発行し、不特定多数の投資家から資金調達することが容易になる
ため、資金調達先が多様化するのである。また、知名度や社会的信用の向上と
は、上場企業であるということは、財務状況や業績、将来性への保証が得られ
25 たことを表しており、社会や金融機関に対する信用度が高まる。そして、上場
することで社会に広く社名が知れ渡るため、良質な人材の確保にも繋がる。さ
らに、公正な証券価格の形成とは、流通市場で日々不特定多数の投資家が証券
の売買を行っている。こうした多数の投資家が市場に参加し、そこで様々な思
惑をもって取引されることにより、公正な価格が形成されるのである。最後に、
30 健全な経営体制とは、証券を上場するには、法令順守や内部統制、コーポレー

ト・ガバナンスなどが審査されるため、必然的に不正を防ぐための企業内部での仕組みが強化される。そのため、健全な経営体制が築かれていくことになるのである。

5 他方、上場することに伴うデメリットは、上場には多くの費用がかかること
と、買収リスクが高まることが挙げられる。企業が証券取引所に上場するため
には、上場審査手数料や引き受け手数料、監査報酬など様々な費用が必要となる。
また、上場継続のために上場維持費や株主名簿管理料、株主総会の運営コスト
などもかかる。加えて、情報開示が義務化されているため、情報開示のコスト
10 もかかる。また、株式を上場すれば、投資家の自由な意思によって、株式
が売買できる。その結果、非効率な経営をしている会社や、資産を有効に活用
できていない会社などは、買収や乗っ取りに遭うリスクも高まる。

5. 法人化・機関化による証券市場への影響

戦前の日本の株式市場は、優良企業の株式が財閥によって閉鎖的に所有され、
15 投機的な市場であった。すなわち、財閥家族が財閥本社の株式の圧倒部分を所
有し、財閥本社は子会社の株式を、さらに子会社が孫会社の株式を所有するピ
ラミッド型の所有が行われていた。その目的は、財閥本社による傘下企業への
支配力の維持と、買収リスクを避けることにあった。

しかし戦後、GHQ により財閥解体が行われた。これに伴い、財閥は傘下企業
20 の株式を GHQ に供出させられた。そして、GHQ は財閥から取り上げた株式を、
個人に売却したため一時的に個人の有価証券保有は高くなった。ところが、陽
和不動産事件を契機に、旧財閥系企業が相互持ち合いを開始し、企業グループ
として再結集していく。こうして、企業間の株式相互持ち合いが始まる。さら
に、1960 年代に資本自由化が推進されると、外資による乗っ取り防衛のため、
25 持ち合いを強化していく。こうして、株式所有の法人化が進められた³。

また、日本人の金融資産の累積とともに、機関投資家による株式保有が増大
した。機関投資家は、小口の資金を纏め上げて大口の資金に転換し、その資金
を市場で運用する。そのため、市場での影響力も大きくなる。その反面、個人

³ 奥村宏『法人資本主義の構造』岩波書店、2005 年、p83～96

投資家の株式保有比率は、機関投資家のそれが増加するにしたがって低下し、いわゆる機関化現象が進んだ。最近はこの機関投資家もシステムを用いて運用しており、機関化現象が進んだ市場では、株価形成が一定の方向に進むという弊害も指摘される。

5

第2章 市場間競争と新興市場

1. 市場間競争の歴史

市場間競争とは、上場銘柄の獲得と流動性の獲得を巡って市場間で競争を行うことを言う。市場間競争は、アメリカで1975年に起きたメーデー以降、ヨーロッパや日本でも見られるようになった。そこで、アメリカの市場間競争の歴史を述べた上で、日本でのそれを述べたい。そして、日本では2000年前後から、各取引所で新興市場が設けられた。そこで、新興市場の現状についても述べたい。

15 (1) アメリカでの市場間競争の歴史

アメリカの証券市場では、地方の証券取引所の衰退や、ニューヨーク証券取引所への上場銘柄の一極集中の弊害が問題視され、1936年に地方の証券取引所の救済を目的として、非上場取引特権が導入された。この制度では、地方の証券取引所がSECの許可を得れば、ニューヨーク証券取引所の上場銘柄を自市場で取り扱うことができるというものである。この制度により、アメリカの証券市場では上場市場と執行市場の分離が始まる。この非上場取引特権が、アメリカの証券市場での市場間競争の基礎となるのである。

一方で、先に述べたように、アメリカでも金融資産の増大にしたがって、生命保険会社や年金基金、投資信託といった機関投資家への資金の集中が起きた。これに伴って、機関投資家が証券市場での影響力を強めていく。それにしたがって、機関投資家はニューヨーク証券取引所の固定手数料制度に対する不満を高めていく。もともとアメリカでは、上場市場と執行市場は一致していなかったため、機関投資家は、割安な手数料で注文を執行できる地方証券取引所や非会員証券会社、さらには機関投資家同士が直接取引する私設取引システムへと、注文執行を執行の場を分散させていった。こうして市場の分裂が起きた

30

のである。

こうした動きに対応し、1975年にアメリカでは、メーデーと呼ばれる証券諸法改革法が制定され、市場間競争を本格化させるべく、株式委託売買手数料の自由化、市場集中義務の撤廃、市場間注文回送システム（ITS）、取引情報を統合した CTS、最良気配を統合した CQS を構築し、アメリカの全市場をネットワークによってリンクし、あたかも一つの市場のようにした。こうして、アメリカでは全米市場システム（National Market System）が構築され、市場間競争が促進されたのであった。

10 (2) 日本の市場間競争の歴史

戦前の日本では、市場集中義務は清算取引にだけ適用されていたが、戦後は現物取引に、市場集中義務が適用された。市場集中義務は、1998年の金融システム改革法によって、それが撤廃されるまで継続された。これと同時に取引所外取引の一環として、私設取引システム（PTS）の開設が認められ、最大で7社のPTSが開設された。

しかし、アメリカのECNは、機関投資家が持っていたニューヨーク証券取引所の固定手数料制度への不満を取り込んで、流動性を獲得していったのに対し、日本のPTSはネット証券が、個人投資家を中心とする自社顧客への夜間取引の場として、サービスを開始した。すなわち、アメリカでは機関投資家相手のビジネスが行われたのに対し、日本では個人投資家相手のビジネスとして行われた。そのため、アメリカのECNは取引量を拡大させたのに対し、日本では取引量が伸び悩み、閉鎖も相次ぎ、現在ではSBIジャパンネクスト証券とチャイエックス・ジャパンの2社を残すだけとなっている。

日本での全取引に占めるPTSでの取引量は、2010年頃までは0%台に低迷していたが、2011年前後から、PTSでの取引の清算を日本証券クリアリング機構が行うようになったことや、呼値の細分化、機関投資家との接続の開始、執行スピードの高速化などを行ったことにより、機関投資家の取引を取り込み始め、取引量は徐々に増加を始めた。全取引に占めるPTSでの取引量は、最大で5%程度まで拡大したが、現在は4%程度のシェアにとどまっている。

2. 新興市場の特徴と現状

さて、日本では東京証券取引所や札幌証券取引所、名古屋証券取引所、福岡証券取引所に新興市場が設けられている。株式市場をメジャーリーグに例えると、1部市場がメジャー、2部市場が3A、東証マザーズやジャスダック、アン
5 ビシヤス、セントレックス、Q-Boardといった新興市場が、2A、1Aに相当する
と云ってよかろう。まず、各市場を簡単に説明し、日本の新興市場の現状について述べたい。

東証マザーズは、高い成長可能性のある企業を集積させることをコンセプトとし、東証1部、2部市場とは異なり、新興企業のための市場として、1999年
10 に開設された。こうしたコンセプトで開設された市場であるため、東証マザーズは上場基準こそ、東証1部、2部市場よりも緩やかなものになっているが、
今後の高い成長可能性の有無を問うている。特質すべきは、2014年には新たな規則が設けられ、上場10年後には、東証マザーズに上場を継続するか、それとも他市場へのステップアップを選択しなければならなくなっている。

15 次に、ジャスダックである。ジャスダックは東京証券取引所が第2部市場を開設した際、そこに収容しきれなかった企業を集めて、日本証券業協会が創設した店頭登録制度に起源をもつ。1983年には店頭登録市場となり、さらに
2004年には取引所有価証券市場へと業態転換した。その後、2010年には大阪証券取引所のヘラクレスと市場統合し、2013年の東京証券取引所と大阪証券
20 取引所の経営統合を受け、現在は東京証券取引所が運営を行っている。

現在のジャスダックは、信頼性・革新性・地域・国際性をコンセプトとし、ジャスダック・スタンダードとジャスダック・グロースの二つの市場が存在している。ジャスダック・スタンダードでは、上場の際に収益性や企業規模を問
い、一方のジャスダック・グロースは収益性よりも成長可能性を問うている。
25 そのため、ジャスダック・スタンダードには、店頭登録時代から継続している会社も多く見られる。

本来、上場市場は、東証1部市場を頂点にピラミット型になっていることが望ましい。そして、下位市場から上位市場へとステップアップする企業が存在することにより、市場の新陳代謝が図られるのが望ましい。特に新興市場は上
30 場基準を緩和し、スタートアップ期の企業の資金調達場として開設されてい

る。新興市場に上場する企業は、そこで調達した資金を用いて企業規模を拡大し、上位市場へのステップアップを通じて、市場の新陳代謝を起こす主体とならなければならない。

- 5 東証マザーズでは、上場 10 年後に上場市場を選択しなければならないルールを制定後、毎年約 20 社程度の企業が、東証 1 部、2 部市場へとステップアップしている⁴。しかし、図表 2 に示したとおり、新興市場から本則市場への上場市場の変更はあまり起きておらず、本来期待されている機能は、現時点では十分に果たしていないと言えるのではないだろうか。

(図表 2) 新興市場から本則市場への上場先変更企業数

10

	JASDAQ→東証1部	JASDAQ→東証2部	マザーズ→東証1部	マザーズ→東証2部
2015年	2.15%	3.54%	9.09%	9.55%
2016年	0.79%	2.91%	12.72%	5.70%
2017年	5.71%	2.04%	5.71%	2.00%

〔出典〕日本取引所ホームページ「市場変更銘柄一覧」より作成。
(<http://www.jpx.co.jp/listing/stocks/transfers/index.html>)

第 3 章 証券投資の必要性と日本人が投資に消極的な理由

- 15 証券市場を活性化するには、個人投資家の参入が不可欠であると述べたが、日本の家計金融資産は、欧米に比べて預金に偏重し、証券保有の比率が低い⁵。近年、金融庁が「貯蓄から資産形成へ」というスローガンを謳っている。本章ではなぜ、家計が資産形成をしなければならないのか、その背景を述べたい。その一方で、なぜ日本人は証券投資に消極的なのか、その理由も考察したい。

20

1. 投資による資産形成の必要性

定期預金金利は 1995 年以降、1%を割り込み⁶、現在、銀行の預金金利は、1 年物定期預金で 0.01%となり、限りなく 0 に近い状態が長期間継続している。

⁴ 過去 3 年間で 67 社中 39 社が 2 部への上場選択を行っている。

⁵ 日本銀行調査統計局「資金循環の米欧比較」、2017 年
(<https://www.boj.or.jp/statistics/sj/sjhiq.pdf>)

⁶ 日本銀行ホームページ 主要時系列統計データ表
(<https://www.stat-search.boj.or.jp/>)

しかし、20 年以上に亘って、超低金利政策が継続しているにもかかわらず、家計金融資産は預金に偏重している。預金は元本 1,000 万円と利息は保証されており、元本が減らないという安心感から、家計は預金を選択しているものと考えられるが、限りなく 0 に近い金利では、預金したところで元本は増えない。

- 5 巷間、「72 の法則」と呼ばれる元金が 2 倍になる金利と、年数が計算できる法則があるが、これを用いれば、金利（複利）が 0.01% であれば、元金が 2 倍になるまでには 7,200 年必要となる。

他方、今後の人生にかかるコストを考慮した際、果たして運用をせずに、勤労所得と年金だけでそれを賄うことができるのだろうか。「老後難民」という言葉も生まれ、老後の資産をいかに形成するかは、日本人にとって重要な課題となっている⁷。次に、人生にかかるコストを見てみよう。

10

(1) 老後の生活にかかるコスト

老後にかかるコストを、真剣に考えている人が一体どれほどいるだろうか。

- 15 生命保険文化センターによれば、老後の最低日常生活費は月額で平均 22 万円、年間で約 260 万円が必要とされる。ただ、この金額はあくまで最低の生活費であり、ゆとりを持った生活を送るためには、月額平均 34.9 万円、年間で約 420 万円が必要となる⁸。

- 20 また、2017 年 3 月に厚生労働省が発表した現時点の日本人の平均寿命は、男性が 80.75 歳、女性は 86.99 歳と、どちらも過去最高である。そして、2060 年には男性が 84.66 歳、女性は 91.06 歳まで生きるとされる⁹。加えて、2007 年に生まれた日本人は、50% が 107 歳まで生きるとも言われている¹⁰。現時点の日本人が平均寿命まで生きると仮定し、ゆとりのある生活を送る場合、どれくらいの生活費が必要となるかを計算すると、1 世帯あたり約 6,300 万円から

⁷ 野尻哲史『老後難民 50 代夫婦の生き残り術』講談社 + α 新書、2010 年

⁸ 生命保険文化センターホームページ

(<http://www.jili.or.jp/lifeplan/lifesecurity/oldage/7.html> および <http://www.jili.or.jp/lifeplan/lifesecurity/oldage/21.html>)

⁹ 厚生労働省「平成 29 年版高齢社会白書（概要版）」p. 5

¹⁰ リンダ・グラットン、アンドリュー・スコット著、池村千秋訳『LIFE SHIFT』東洋経済新報社、2016 年、p. 40

8,820 万円必要となる。一方で、年金は標準世帯で月額約 22 万円であり¹¹、約 4,000 万円から 5,500 万円が支給される。それでもなお、約 2、3,000 万円は資産を残しておかねばならない。

5 現在、退職を間近に控えている世代は、退職金が 2,000 万円前後支給されているため、退職金で老後の生活資金を準備できる人も多いと考えられる¹²。しかし、今の若者は医療技術の発展により、寿命が延びることが予想されており、老後の生活に必要なお金も増大する。つまり、今、退職を間近に控えている世代より、退職までに多くの金融資産を残しておかねばならないのである。

10 (2) 高齢化による年金財政の悪化とその影響

老後の主な収入源は、通常は公的年金である。しかし、我々の世代は年金受給額が減る恐れがある。その要因は、近年、社会問題にもなっている超高齢化である。公的年金制度は簡潔に言うと、20 歳から 60 歳の人が保険料を負担し、不足額を税金で賄う仕組みである。現在の国民年金保険料は 16,900 円であり、15 前年度より 640 円上がっている¹³。

その要因となっているのが、年金財政の悪化である。少子高齢化に伴い、年金受給層が年々増えるのに対し、それを支える層は減少しており¹⁴、現状の給付水準を維持すれば、年金財政はさらに悪化していくと予想されている。また、国家財政も悪化を続け、普通国債の発行残高は、約 838 兆円に上っており¹⁵、20 今後、1 人当たりの負担額を増やすか、あるいは年金受給額を減らさざるを得ない。どちらにせよ、我々の世代が、老後を生きるための負担額が増えること

¹¹ 厚生労働省「平成 29 年度の年金額改定について」

(<http://www.mhlw.go.jp/file/04-Houdouhappyou-12502000-Nenkinkyoku-Nenkinka/0000149802.pdf>)

¹² 厚生労働省「平成 25 年就労条件総合調査結果の概況」

(<http://www.mhlw.go.jp/toukei/itiran/roudou/jikan/syurou/13/index.html>)

¹³ 日本年金機構ホームページ

(<http://www.nenkin.go.jp/service/kokunen/hokenryo/20150313-02.html>)

¹⁴ 厚生労働省「平成 26 年度 厚生年金保険・国民年金事業の概況」

(<http://www.mhlw.go.jp/file/04-Houdouhappyou-12509000-Nenkinkyoku-Chousashitsu/H26gaikyou.pdf>)

¹⁵ 財務省ホームページ (<http://www.mof.go.jp/jgbs/reference/appendix/>)

に変わりはない。特に、20代、30代は、逃げ切れない世代とも言われ、この問題からは逃れられない。このことから、これまでのような年金依存を見直し、若いうちから資産形成を行い、老後に備えなければならないのである。

5 (3) インフレ率の引き上げと資産形成の必要性

先に、超低金利政策の長期継続を述べたが、一方で日本銀行は2013年4月に、デフレから脱却すべく、物価上昇率2%を目標に掲げ、金融緩和を開始した。さらに、2016年1月にはマイナス金利政策も導入し、物価上昇率2%を目指した金融政策を行っている。2017年4月時点でのインフレ率は1.01%であり、インフレ目標を達成するまで、現在の金融政策を継続することが言明されているため、今後も物価上昇率2%に向けて、インフレ率が上昇する可能性は十分ある。

一方で、物価上昇は家計にも影響を与える。現在、銀行の預金金利は、1年物定期預金で0.01%であることを先ほど述べたが、インフレ率を下回る金利では、実質的にお金の価値が減ってしまうことになる。つまり、現状では預金金利がインフレ率を下回っているわけだから、お金の価値は実質的に減価している状態にある。また、今後もインフレ目標に向けて物価上昇が続けば、老後の生活必要額も上乘せされるため、準備額も増やす必要が出てくる。

このことを踏まえると、これから日本人はすべての世代で、資産運用をして、資産形成をしていかねばならないのである。だからこそ、政府も「貯蓄から資産形成へ」をスローガンに、つみたてNISAやiDeCoなど長期の資産形成に向けた施策を打ち出しているのであろう。しかし、日本人は証券投資には消極的である。そこで、次に日本人が投資に消極的なのはなぜか、その理由を考察したい。

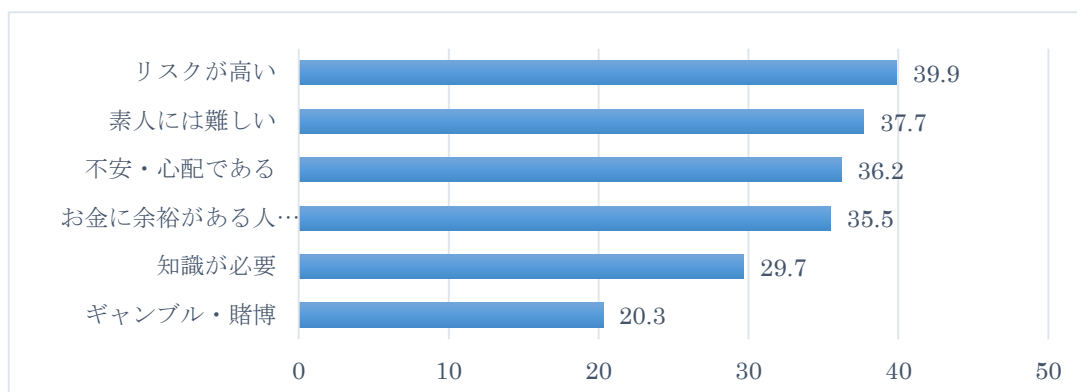
25

2. 日本人の投資に対して持っているイメージ

日本人は投資に消極的である。そのことは家計金融資産の構成でも明らかである。ではなぜ、日本人は投資に消極的なのだろうか。2015年に野村総合研究所が行ったアンケート調査と日本証券業協会のそれから、その理由を考えたい。

30

(図表 3) 投資無関心層の投資に対するイメージ

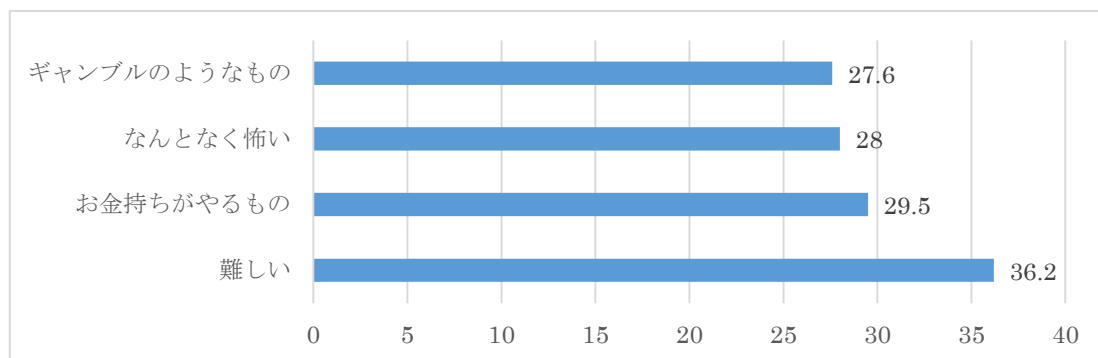


〔出典〕野村総合研究所「若年層を中心とした個人による投資の現状と NISA の利用促進に向けた課題に関する調査」2015 年、p. 26 より作成。

(<http://www.fsa.go.jp/common/about/research/20151001-1/01.pdf>)

5

(図表 4) 投資へのイメージ



〔出典〕日本証券業協会「証券投資に関する全国調査(調査結果概要)」2015 年、p. 25 より作成。

(<http://www.jsda.or.jp/shiryo/chousa/data/files/h27/H27gaiyou.pdf>)

10

図表 3、図表 4 には、投資無関心層の証券投資に対するイメージを示した。投資無関心層は証券投資に対して、「リスクが高い」、「素人には難しい」、「不安・心配である」、「お金に余裕がある人向け」、「知識が必要／頭を使う」、「なんとなく怖い」、「ギャンブルのようなもの」という投資に対するマイナスイメージが強いようである。

15

3. 投資はギャンブルという意識を根付かせた歴史的背景

日本人が証券投資を行わない理由に、「何となく怖い」や「ギャンブル、賭博」というイメージが強く意識づいていることが挙げられる。そこで、なぜこのよ
5 うなイメージが定着したのか、その背景を歴史的に考察したい。

(1) 「官許の賭博場」と言われた戦前の株式市場

東京証券取引所の前身である東京株式取引所は、1878 年に開業した。開業の際、東京株式取引所に上場された商品は、旧公債、新公債、秩禄公債の三つの
10 国債だけであり¹⁶、1888 年までの約 10 年間は公債取引が大部分を占めていた。公債の値動きはかなり激しく、全体の 98 パーセントが差金決済を目的とする短期的取引であった¹⁷。しかし、1886 年ごろから、鉄道会社や紡績会社を中心とする企業勃興期を迎え、株式市場は急速に拡大した。当時の株式取引所における売買は清算取引が中心であり、差金決済もできた。差金決済では受渡を伴
15 わないため、少額の資金で、大きな取引が行うことが可能である。そのため、取引所での取引は、キャピタル・ゲインを狙う投機的取引が中心であった。

また、そこでの取引は少数の人気銘柄に集中し、各企業の業績などとは乖離した価格形成が行われていた。そのため、市場参加者の取引対象は、売買が活
20 発であり、値動きが激しい銘柄であるほど選ばれた。こうして、取引所の投機的な性格が形作られていったのである。こうした市場の投機的性格から、証券会社は「株屋」と呼ばれ、そのイメージは、①投機的（自己売買を行う）、②自身の利益最大化が目的（利益相反や法令違反を犯すこともある）といったものであり、証券会社に対する評価は蔑まれたものであった。

25 (2) 旧態依然とした証券会社の営業姿勢

戦後、GHQ により証券市場改革が行われた。その最たるものは証券取引法の施行であり、もう一つ、証券取引三原則の提示も挙げられよう。証券取引三原則とは、「取引の時間優先」、「取引所集中義務」、「先物取引の禁止」であった。

¹⁶ 日本証券経済研究所『図説・日本の証券市場 2016 年版』2016 年、p. 14

¹⁷ 江川雅子『株主を重視しない経営』日本経済新聞出版社、2008 年、p. 168

こうして、日本の証券市場は、資金運用の場だけの市場から、資金運用、資金調達への転換が行われた。

しかし、証券会社の体質は大きく転換することはなかった。政府の人為的低金利政策を貫徹させるため、依然として日本企業の資金調達は銀行借入に依存し、起債市場は統制下に置かれ、資本取引の自由も認められず、日本の証券市場は長い間、国際的に隔離された市場として発展したのであった¹⁸。そうすると、証券会社は企業の資金調達を助けるファイナンシヤーではなく、どうしても株式の売買に注力せざるを得ない。しかも、戦前から持たれていた証券取引の投機的なイメージの払拭、顧客基盤の拡大は難しく、業績の拡大には一方で、一部の顧客に回転売買を強い、他方で自己売買に依存することになった。こうして日本の証券会社は、独自のスタイルを貫き続け、長年株屋のイメージを払拭することができなかった。

(3) 短期売買が繰り返された背景

証券会社が業績拡大のため、投資家に回転売買を強いたわけだが、一方で投資家もそれを受け入れざるを得ない素地があった。その背景には配当利回りの低さと、キャピタル・ゲインの非課税、信用取引制度の決済期限があった。

戦後の日本企業は安定配当政策をとった。そのため、株価や一株当たりの利益が増えても、額面に対して1割の配当を維持し続けた。その結果、配当利回りは1970年代半ばから、2パーセントを下回るようになり、投資家は投資利回りを引き上げるために、キャピタル・ゲインを狙わざるを得なくなった。加えて、当時の日本ではキャピタル・ゲイン課税が非課税であったことや、信用制度の取引決済期限が6か月と短期間であったことも、これを助長した。他方で、預金金利が高率を維持していたことも相俟って、投資家の短期取引、キャピタル・ゲイン志向が定着し、戦前以来、証券取引に対して持たれたギャンブル、賭博というイメージは、払拭されることなく、現在に至っているのである。このことから、証券市場を活性化するには、賭博、ギャンブルといった一般に持たれているイメージを、いかに払拭するかが一つの大きな課題と指摘できよう。

¹⁸ 証券経済学会『証券事典』2017年、p.135～136

第4章 不十分な金融教育と低い金融リテラシー

さて、日本人が証券投資に消極的な理由として、歴史的に証券投資に対する賭博、ギャンブルといったマイナスイメージが形成、定着してきたことがあることを述べた。その他にも、第3章で挙げたアンケートによれば、日本人が証券投資に消極的な理由の一つとして、知識不足も指摘されている。このように思われる一因に、金融教育が不十分であることが考えられる。そこで、以下では日本の高校までの教育課程における、金融教育の実態を明らかにし、個人投資家が、積極的に証券投資を行っているアメリカで行われている金融教育についても言及したい。

1. 金融教育と証券投資の相関性について

(1) 日本の金融教育の現状

私たちは初等、中等教育で十分な金融教育を受けてきたと言えるだろうか。

まず、そのことを確認するため、実際に授業で使う各教科の教科書に、金融に関する事項がどれくらい掲載されているかを確認しよう。

図表5は、小学校、中学校、高校の教科書に載っている、金融に関する教育内容を簡単にまとめたものである。図表5に示した小学校4年生から6年生の社会科の教科書では、金融に関する内容はほとんど載っていないが、小学校5、6年生の家庭科の教科書では、お金の使い方や買い物の仕方などが記述されている。

(図表5) 教科書に掲載される内容

科目、学年	内容	出版社
小学校4年～6年社会	金融に関する記載はほぼない	教育出版、東京書籍、光村図書、文教出版
小学校5、6年家庭科	お金の使い方、買い物の仕方など	東京書籍、開隆堂
中学校公民	消費と家計、消費者の権利と保護、市場経済と価格、金融の働き、国際金融など	育鵬社、教育出版、帝国書院
中学校家庭科	消費者の権利と責任、消費者問題と消費者保護など	東京書籍、教育図書、開隆堂
高校政治・経済	経済成長と景気変動、資金の循環と金融、金融政策、日本の経済の発展と課題、国民経済と国際経済など	第一学習社
高校 現代社会	市場経済の仕組み、金融の役割、金融機関の働き、日本経済の発展と変化、国際経済、消費者問題など	実教出版、数研出版
高校 家庭科	現代の消費生活、家庭の経済生活など	大修館書店

〔出典〕教育出版、東京書籍、光村図書、文教出版、開隆堂、育鵬社、帝国書

院、教育図書、第一学習社、実教出版、数研出版、大修館書店の教科書より作成。なお、小学校および中学校の家庭科のみ平成 27 年度出版、その他教科書は平成 29 年度出版を参照に作成

- 5 また、中学校の教科書では、公民のそれでは消費と家計、消費者の権利と保護、市場経済と価格、金融の働き、国際金融などが記述され、家庭科のそれでは、消費者の権利と責任、消費者保護などが記述されている。さらに、高校の教科書では、家庭科の教科書では、消費者問題と消費者保護、クレジットカードの仕組みやライフステージに合った経済計画の立て方、保険や家計管理の仕方などが記述され、現代社会のそれでは、市場経済の仕組み、金融の役割、金融機関の働き、日本経済の発展の変化、国際経済、消費者問題などが記述されている。そして、選択科目ではあるが、政治経済のそれでは、市場のメカニズムや景気変動、金融政策、バブルなどを中心とした記述が見られる。
- 10

- 図表 5 から、金融教育は中学生から始まり、主として社会科で学ぶ機会があることが分かる。しかし、図表 5 から明らかなように、学校教育で教えられる内容は、制度や仕組みを中心としており、それらを自分の生活と結びつけることは難しいのではないだろうか。そのことは、2014 年に金融経済教育を推進する研究会が行った「中学校・高等学校における金融経済教育の実態調査報告書」からも明らかとなる。すなわち、調査では、教科書の記述が不十分な内容として、「クレジット、ローン、証券など」、「年金制度」、「株式市場の役割」、「保険の働き」を挙げた教員が約 3 割と、社会に出てからも役立つ知識を重視する意見も多い。次に実際に行われる、授業の内容についてみていきたい。
- 15
- 20

- 図表 6 は学校別、科目別に、消費生活に関する分野で、「どの程度金融教育がなされているのか」についてのアンケート結果をまとめたものである。中学校、高校を通じて、「消費者問題と消費者保護」や「消費者の権利と責任について」は約 7 割の学校で、教育が行われている。一方、「お金の大切さや計画的な使い方」や「働くこととお金」といった、生活設計の分野は 3 割弱に留まっている。そして、もう一点注目すべきは、「リスク管理」は高校の商業科以外では、ほぼ教えられていない。中学校、高校での金融教育は、全体としては消費問題や消費者の権利といった消費関連の比率が高い傾向にある。
- 25
- 30

(図表 6) 消費生活分野における金融経済教育の実施内容

		調査数	お金の大切さや計画的な使い方	生活設計と家計管理	働くこととお金	消費者の権利と責任	消費者問題と消費者保護	消費者市民としての自覚	クレジット、ローン、証券など	リスク管理(保険でカバーすべき事象)	年金制度	その他	特になし	無回答
	全体	4,054	24.9%	27.6%	24.5%	67.4%	70.7%	15.5%	38.8%	2.5%	17.1%	0.8%	0.6%	0.5%
学校別	中学校	2,781	29.6%	23.7%	26.0%	73.5%	71.7%	17.5%	32.8%	0.8%	11.0%	0.7%	0.4%	0.6%
	高等学校	1,372	15.2%	36.1%	21.3%	54.6%	68.4%	11.3%	51.7%	6.5%	30.1%	0.9%	0.9%	0.4%
科目別	中学校社会科	1,607	25.5%	27.8%	36.6%	65.2%	67.4%	12.7%	29.7%	0.7%	17.1%	0.6%	0.7%	0.7%
	中学校技術・家庭科	1,192	35.0%	18.3%	11.8%	65.0%	77.7%	23.9%	36.9%	0.8%	2.6%	0.8%	0.1%	0.3%
	高等学校公民科	561	10.5%	8.4%	25.0%	50.3%	69.2%	13.5%	31.0%	2.3%	43.3%	0.7%	1.8%	0.5%
	高等学校家庭科	691	17.7%	59.8%	16.1%	62.4%	72.2%	10.4%	67.1%	7.7%	22.1%	0.6%	—	—
	高等学校商業科	123	23.6%	30.1%	35.0%	29.3%	43.1%	5.7%	59.3%	18.7%	15.4%	3.3%	2.4%	2.4%

〔出典〕 金融経済教育を推進する研究会「中学校・高等学校における金融経済教育の実態調査報告書」2014年、p.15 図表を引用

5 (http://www.jsda.or.jp/manabu/kenkyukai/content/report_jittai.pdf)

次に、図表 7 には「金融・経済分野で金融教育の授業で扱われている内容」をまとめた。図表 7 によれば、中学校、高校で教えられている内容として、全体的には経済の基本的な仕組みの割合が高いことが指摘できる。一方で、中学校社会科と高校公民科では、「財政」や「株式市場の役割」、「銀行の仕事」も約 3 割の学校でしか教えられていない。また、消費生活分野同様、リスク管理に関連する「保険の働き」は、高校では約 2 割、中学校では 1 割以下の学校しか教えていない。このことから、中学校、高校で行われている金融教育は、制度や仕組みに重きが置かれ、金融の具体的な側面はあまり教えられていないことが明らかである。

(図表 7) 金融・経済分野における金融経済教育の実施内容

		調査数	経済の基本的な仕組み	企業の役割・社会的責任(CSR等)	資金(お金)の流れ	財政	株式市場の役割	銀行の仕事	保険の働き	その他	特になし	無回答
	全体	4,054	55.6%	28.2%	26.8%	34.8%	25.6%	29.2%	8.8%	0.3%	14.0%	7.4%
学校別	中学校	2,781	51.0%	26.1%	24.2%	36.9%	27.7%	32.4%	4.0%	0.2%	17.1%	8.7%
	高等学校	1,372	65.4%	32.7%	32.2%	30.0%	20.8%	22.2%	19.3%	0.4%	7.7%	4.8%
科目別	中学校社会科	1,607	69.1%	37.2%	28.8%	61.0%	45.5%	51.9%	4.0%	0.2%	0.4%	1.1%
	中学校技術・家庭科	1,192	26.8%	11.3%	18.0%	4.5%	3.9%	6.5%	3.9%	0.2%	39.4%	18.8%
	高等学校公民科	561	71.7%	50.4%	32.6%	64.0%	39.6%	41.9%	6.1%	0.4%	0.2%	1.4%
	高等学校家庭科	691	60.1%	16.1%	29.4%	3.9%	2.7%	3.8%	30.5%	0.3%	14.8%	8.2%
	高等学校商業科	123	66.7%	45.5%	47.2%	21.1%	37.4%	36.6%	17.9%	1.6%	1.6%	0.8%

〔出典〕 前掲「中学校・高等学校における金融経済教育の実態調査報告書」

20 p.16 図表を引用

ここまで、教科書の記述内容と、授業で取り扱われている内容から、中学校、高校での金融教育の実態を明らかにしてきた。次に、金融教育を実施している授業時間も確認しておく。「中学校・高等学校における金融経済教育の実態調査報告書」によれば、中学校では1年生は「0時間」が74.2%、2年生も「0時間」が58.2%であり、ほとんど授業がされていないことが分かる。ようやく3年生で「1～5時間程度」が44.6%と、半数近くの学校でほんの少しではあるが、金融教育が行われていることが分かる。一方、高校では、1年生は「1～5時間程度」が60.9%であるものの、2年生は「1～5時間」が49.3%、3年生になると「1～5時間程度」が47.7%という結果であった。つまり、学年が上がるごとに受験対策が行われるためか、金融教育の授業時間は削減されていくことが明らかになる。

また、同じアンケート結果から、授業時間が不十分であると教員が感じていることも指摘できる。では、なぜ金融教育に十分な授業時間が確保できないかと言えば、中学校、高校、教科にかかわらず、「現行の教育計画にその余裕がないため」という回答が大半であった。また、注目すべきは「教える側に専門的な知識が足りないため」との回答も約3割に上っており、教員自身に金融教育を教えるのに十分な知識や指導方法を、修得できていないことも指摘できよう。

以上から、日本の中学校、高校での金融教育は、教科書の記述内容と授業内容の両面ともに不十分であると確認できた。しかし、先のアンケートでも指摘されていたが、すでに学校で教えるべきことは、余裕がないほどに組み込まれており、金融教育の授業時間を増やすことは難しそうである。また、日本では金融教育が行われる時期が偏っており、継続的、段階的な教育は行われていない。それでは、金融について学んだとは言えないだろうし、不十分な知識のまま投資などを行い、失敗すれば二度と投資を行わないようになるだろう。重要なのは、継続的に、段階的に金融教育が行われ、少しずつでも金融に関する知識が定着していくことではないだろうか。そこで、アメリカではどのような金融教育が行われているのか、次に見ていこう。

(2) アメリカの金融教育の現状

アメリカにはジャンプスタンダード連合という、若者に金融教育を行うため

の組織がある。200 以上の団体、企業、学会などが集まって結成された非営利組織であり、National Standard in Personal Finance を用いて、金融教育が行われている。アメリカでの金融教育はこれだけではなく、幼稚園児から高校生までを対象とし、金融リテラシーの向上を目的とする、CEE (Council for Economic Education: アメリカ経済教育協議会) という団体を中心にした金融教育も行われている¹⁹。

アメリカでは幼稚園児のころから金融教育が始まり、小学校ではクレジットカードの使い方などの金銭管理を学ぶ。そして中学校では、銀行預金や株式、債券、投資信託など投資の必要性などを学ぶ。具体的には、投資ゲームなどを行い、株式などによる運用方法を学んでいく。このゲームは、実際に投資をするわけではないが、実在する企業への投資シミュレーションによって資産を形成するものである。すべての売買は記録され、数カ月後にどれだけ資産を形成できたかを確認するのである²⁰。

そして、高校ではサブプライム問題がなぜ起こるのか、世界恐慌やブラックマンデーがなぜ起きたのか、といった歴史的な事象の考察や、為替や金利の仕組み、証券市場についても教育される。加えて、高校では個人資産の管理、運用といったパーソナルファイナンスも教えられる。これは、現在の経済社会で生きる上で、お金で困らないための知識の修得が行われていると言ってよいだろう²¹。このように、年齢を重ねるにつれて、段階的に教育内容も洗練されていくことが分かる。そして、アメリカでの金融教育は、学生時代だけにとどまらない。401(k)の普及に伴い、その加入者に対しても継続的な金融教育が行われている。そこで次に、アメリカでは 401(k)加入者に対して、どのような金融教育が行われているのかを考察したい。

25 2. 401(k)加入者に対する継続的な金融教育の内容

アメリカでは、401(k)の加入者に対して、FA が継続的に投資教育を行い、資

¹⁹ 山岡道男、浅野忠克『アメリカの高校生が読んでいる金融の教科書』アスペクト、2009 年、p. 12

²⁰ デイル・カーリッツ著、秋山勝訳『アメリカの中学生はみな学んでいる「おカネと投資」の教科書』朝日新聞出版、2012 年、p. 142～158

²¹ 前掲『アメリカの高校生が読んでいる金融の教科書』p. 12

産運用のアドバイスをする。アメリカの IFA は、加入者に対して、コールセンターやインターネットなどの手段による情報提供を行い、セミナーを開催し、投資教育を行うこともある²²。401(k)の加入者は、具体的には、加入者の拠出比率や株式比率を引き上げるために、資産配分の仕方やファイナンシャル・プランニングについての金融教育を受ける。

一方、日本の 401(k)加入者に対する投資教育は、制度加入時と加入期間を通じて継続教育が実施される。その手法としては、「社内セミナー、講習会（勤務時間内）」を開催して行われる割合が高く、「投資教育教材（印刷物）の配布」、「セミナー、講習会（時間外）」、「社内報など社内印刷物への掲載」、「e ラーニング」や「E-Mail、電子掲示板の活用」、「DVD などの動画による情報提供」でも継続教育が行われているようである²³。

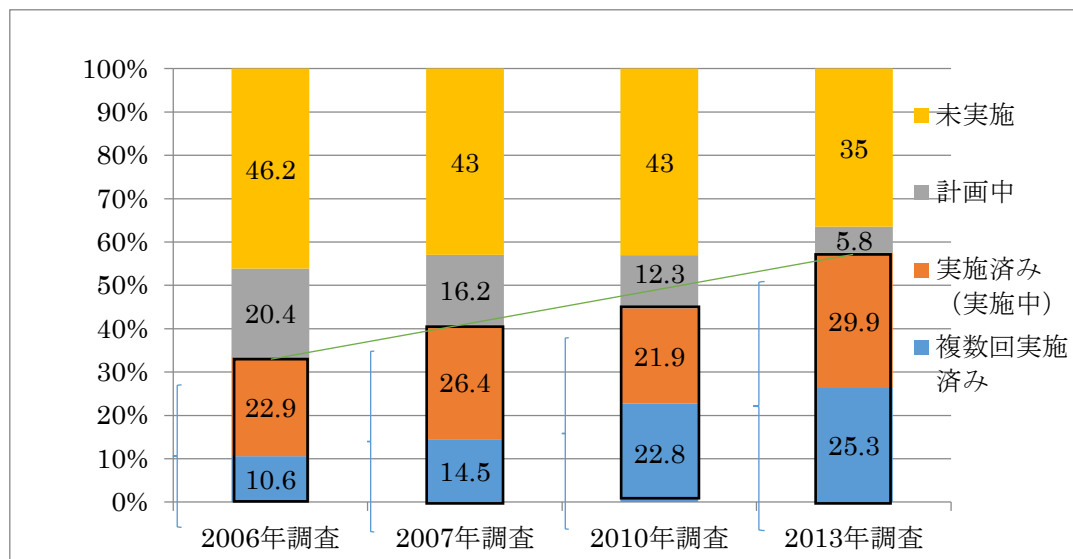
しかし、日本では 401(k)加入者に対する継続教育は、確定拠出年金法に規定されており、事業者が行わねばならないとされる。ただ、その実施は、2016 年 1 月以前は配慮義務であり、それ以降も努力義務になっただけで、それを実施しなくても罰せられることはない。企業年金連合会の調査によれば、継続教育の実施対象は全社員を対象とする会社は 46.2%に過ぎず、希望者のみを対象とする会社（41.3%）と大差はない。

また、継続教育が配慮義務時代データではあるが、図表 8 によると、継続教育の実施率は 2013 年時点で 65%である。「企業型確定拠出年金（DC）担当者の意識調査 2015 年版 報告書」によると、従業員規模 5,000 人以上の大企業では 79.2%が実施しているが、従業員数 99 人以下の企業では、4 割前後の企業が実施予定はないと回答しており、十分な教育機会が提供されていないことが明らかである。

²² 沼田優子『図解 米国金融ビジネス—金融先進国に学ぶ事業再編のヒント』東洋経済新報社、2002 年、p.166

²³ 確定拠出年金総合研究所「企業型確定拠出年金制度の運営管理および運営管理機関取引に関する調査」2016 年 11 月、p.13
(http://www.dcri.or.jp/files-usr/file_58bffa6c572f.pdf)

(図表 8) 継続教育の実施状況



〔出典〕 青野博信「DC 投資教育の現状と課題」 p. 5 図表を引用。

(<http://www.smtb.jp/business/pension/information/center/system/pdf/notice05.pdf>)

5

3. 日本人は金融リテラシーが低いのか

日本では金融教育、401(k)の継続教育の両方で、実施状況、内容ともに十分とは言えないことが分かった。では、日本人は金融リテラシーが低いのだろうか。金融広報中央委員会が、日本人の金融リテラシーについて調査しているので、その結果を図表 9 にまとめた。

10

図表 9 では、金融広報中央委員会の金融リテラシー調査結果をまとめ、それを日米比較したものである。日本人はアメリカ人と比べて、正誤問題（5 題）の正答率が 10% 下回っている。また、日本人の金融教育を受けた人の割合は、アメリカ人のそれよりも 12% 下回り、それに呼応するように、金融知識に自信のある人の割合も日本人は低い。その一方で、お金を借り過ぎていてと感じている人の割合は、アメリカ人に比べて圧倒的に低く、緊急時に備えた資金を準備している人の割合も高い。このことから、日本人は金融教育を受けておらず、金融リテラシーも高いとは言えないが、突発的な出来事に備えて、お金を堅実に貯めている点が特徴と言えよう。

15

20

(図表 9) 金融リテラシー日米比較

	日本	アメリカ
正誤問題の正答率 (5問)	47%	57%
金融教育を受けた人の割合	7%	19%
金融知識に自信がある人の割合	13%	73%
借りすぎと感じている人の割合	11%	42%
緊急時の金銭的備えがある人の割合	55%	40%

〔出典〕金融広報中央委員会「金融リテラシー調査の結果 (2016 年)」より
筆者作成

- 5 (https://www.shiruporuto.jp/public/document/container/literacy_chosa/2016/pdf/16literacy.pdf)

次に、図表 10 は日本人とドイツ人、イギリス人の金融リテラシーを比較した
ものであるが、ここでも、日本人はドイツ人、イギリス人と比較して、共通の
10 正誤問題の正答率は、約 7~9% 下回っており、欧米に比べて金融リテラシーが
低いことは明らかである。

(図表 10) 金融リテラシー日英独比較

	日本	ドイツ	イギリス
知識 (正答率)	58%	67%	65%
行動 (4問平均)	65%	82%	72%
行動 (うち余裕の確認)	70%	82%	77%
考え方	45%	57%	43%

- 15 〔出典〕前掲「金融リテラシー調査の結果 (2016 年)」より筆者作成

4. 金融リテラシーと投資行動の関連性

では、金融リテラシーと投資行動に相関性はあるのだろうか。そこで、図表
11、13 は金融広報中央委員会の調査を用いて、金融リテラシーと株式投資との
20 相関性をまとめたものである。この調査は、正誤問題などの簡単なテストをイ
ンターネット上で解き、その結果を都道府県別にまとめたものである。図表 11
によれば、正答率の高い都道府県では、株式に投資している割合も高いことが
分かる。

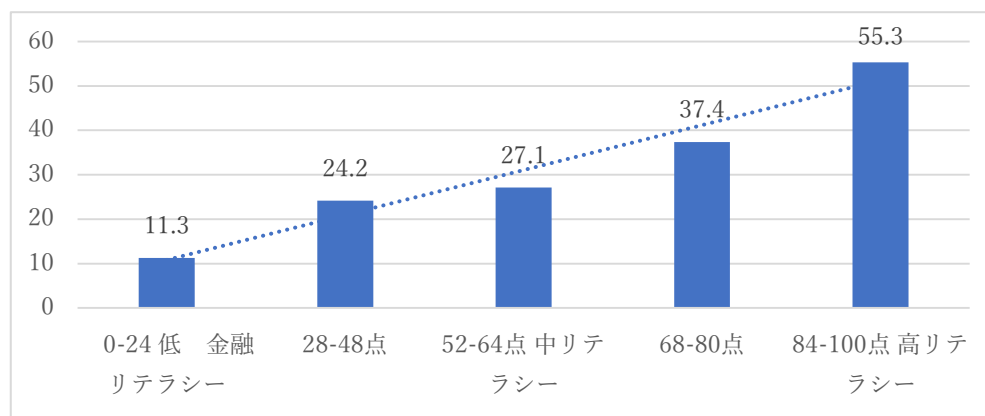
(図表 11) 正答率が高い都道府県と低い都道府県の株式投資

		正答率	株式に投資している人の割合			正答率	株式に投資している人の割合
正答率が高い県	奈良県	60.5%	35.1%	正答率が低い県	山梨県	48.7%	22.6%
	香川県	59.4%	32.3%		沖縄県	51.3%	22.6%
	京都府	58.2%	36.6%		山形県	51.6%	29.5%
	岡山県	58.0%	36.3%		青森県	51.7%	22.4%
	鹿児島県	57.9%	27.2%		鳥取県	52.5%	28.6%
	5県平均	58.8%	33.5%		長崎県	52.5%	23.4%
	全国平均	55.6%	31.6%		6県平均	51.4%	24.9%

〔出典〕前掲「金融リテラシー調査の結果（2016年）」より筆者作成。

5

(図表 12) 株式投資している人の割合



〔出典〕前掲「金融リテラシー調査の結果（2016年）」より筆者作成

図表 12 は、回答者 25,000 人の正答率に基づいて、回答者を 5 等分して、各層でどの程度の人が株式投資を行っているかをまとめたものである。図表 11、13 より、正答率の高さと株式投資を行っている人には、相関性が見られる。この結果から、個人投資家を証券市場に参入させるには、金融リテラシーを高めることが重要であることが確認できた。しかし、金融リテラシーの低さだけが、証券投資に消極的な理由ではない。そこで、収入と証券投資の相関関係の有無を考察したい。

15

第 5 章 なぜ若年層は証券投資をしないのか

依然として、日本人には証券投資と言えば、お金持ちがするものというイメージが強いことは、図表 3、5 から明らかである。しかし、第 3 章でも述べた

ように、若年層ほど老後資金が必要となるため、お金を貯めるだけでなく、増やすことをせねばならないのである。しかし、若年層による証券投資は低調である。では、証券投資をしている人は、どういう人なのだろうか。そして、なぜ若年層は証券投資をしないのだろうか。その理由を考察したい。

5

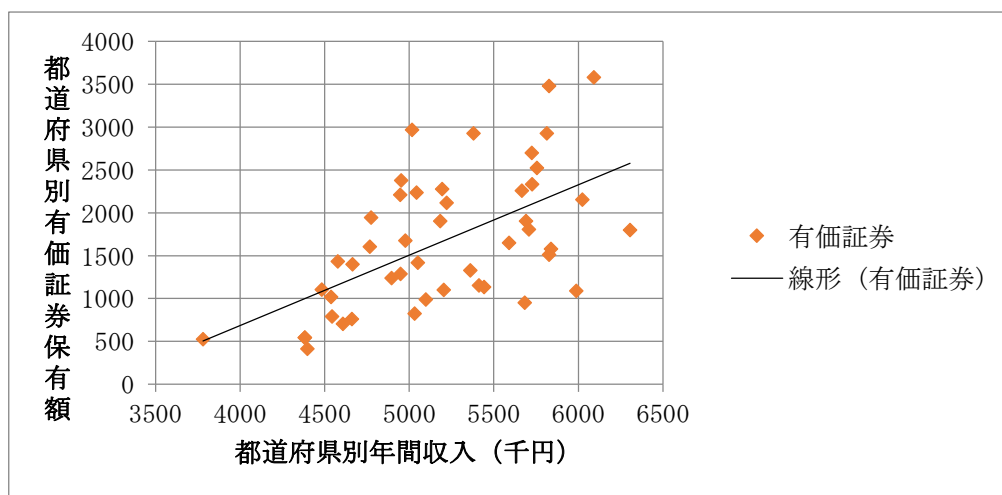
1. 年収と証券投資の相関性

証券投資に対し、お金に余裕のある人向けというイメージを持つ人が多いが、年収と証券投資の相関性について考察したい。そこで図表 13 を作成した。図表 13 は、47 都道府県別に、平均年収と平均有価証券保有額の関係を表したものである。これによれば、高年収の人ほど、証券投資をする傾向にあることが一目瞭然である。また、図表 14 には、有価証券保有額の上位 15 位までの都道府県と、下位 15 位の都道府県を、図表 13 と同様に表したものである。図表 14 でも、年収と有価証券保有額に相関関係が見られる。

10

15

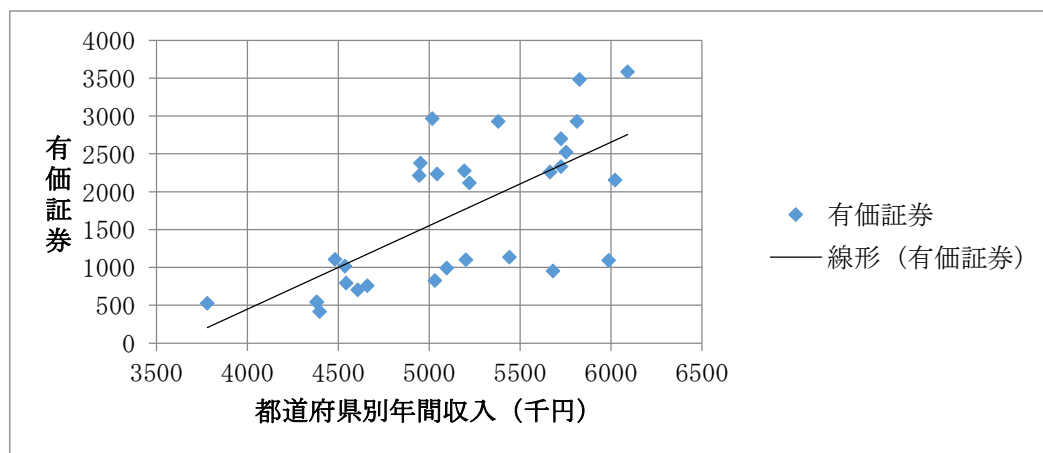
(図表 13) 都道府県別平均年収と平均有価証券保有額



〔出典〕総務省統計局「平成 26 年全国消費実態調査」より筆者作成。

(<http://www.stat.go.jp/data/zensho/2014/index.htm>)

(図表 14) 上位 15 位、下位 15 位の分布図



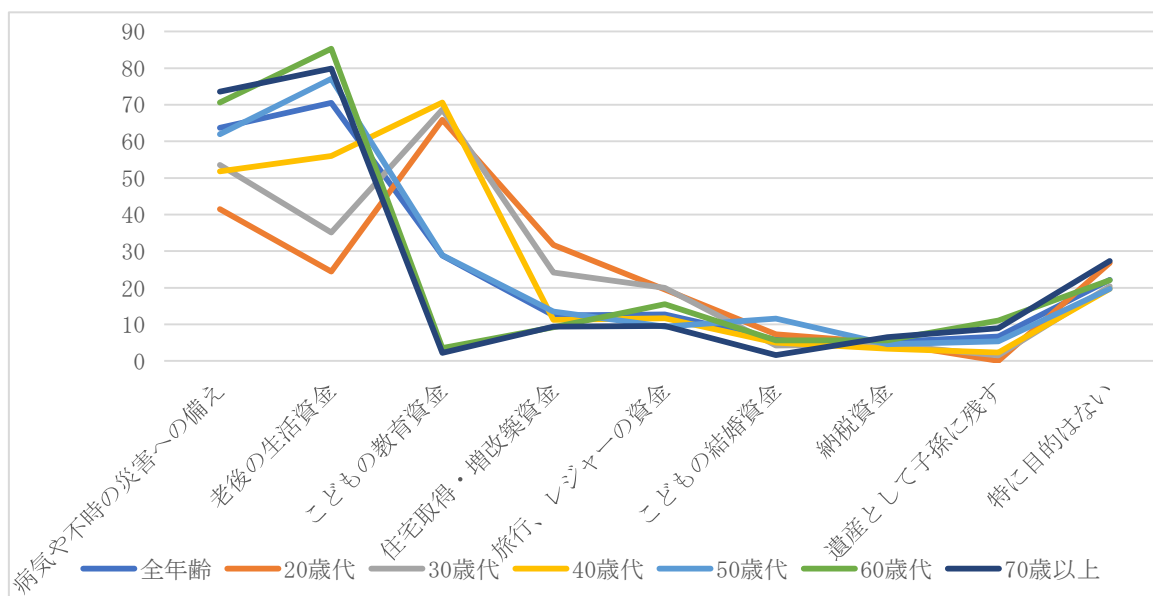
〔出典〕 前掲「平成 26 年全国消費実態調査」より筆者作成。

2. 投資家が高所得者に偏る理由

- 5 次に、なぜ既存投資家が高所得者に偏っているのかを考察したい。図表 15 は、金融資産の保有目的を年齢別に示したものである。これによると、貯蓄の目的は、若年層は子供の教育資金が最も多い理由であり、続いて緊急時の備えや住宅購入であり、さらに老後資金が続く。一方、50 代以上のそれは、老後資金が最も多い理由であり、緊急時の備えが続くが、これ以外の目的は総じて低い。

10

(図表 15) 家計資産の保有目的



〔出典〕 金融広報中央委員会「家計の金融行動に関する世論調査」〔二人以上世

帯調査] (2016 年) p. 9

(<https://www.shiruporuto.jp/public/document/container/yoron/futari/2016/pdf/yoronf16.pdf>)

5

このことから、若年層が資産を保有するのは、ライフプランを実現するための資金を準備するためである。つまり、元本割れが許されない資金なのである。一方で、50 代以上の資産保有の目的は老後資金であり、第 3 章でも述べたように、退職層は主として年金を生活の財源とし、それだけでは不足する部分を、
10 貯蓄を切り崩して生活している。つまり、50 代以上の層が保有する資産は、若年層とは異なって余裕のあるお金とも言える。

では、若年層が資産を保有する目的である住宅資金や教育資金には、どのくらいのお金を必要とするのだろうか。住宅金融支援機構の「2015 年度フラット 35 利用者調査報告」によれば、住宅購入費は一戸建ての場合は 3,944.6 万円、マ
15 ンションの場合でも 4,270.5 万円が必要とされる。日本人には持ち家志向が強いため、若年時に住宅ローンを組んで、マイホームを取得する傾向がある²⁴。

また、教育費はどうだろう。文部科学省の「平成 26 年度子供の学習費調査²⁵」および、日本政策金融行公庫が出した「教育費負担の実態調査平成 27 年度」をもとに、りそな銀行が算出した調査によると、平均的な教育資金は 1 人あたり、
20 幼稚園から大学まですべて国公立の場合は約 980.6 万円、一方で、幼稚園から大学まですべて私立の場合は約 2,516.7 万円であり、子供の教育費は大凡 1,000 万～2,500 万円が必要なのである。

しかも、日本企業の賃金体系は、年功序列賃金に代表されるように、若年層ほど収入は低い。そこで、図表 16 に 2 人以上世帯の貯蓄現在高と年間収入額の
25 平均額をまとめた。年間収入は、30 歳未満から 50 代まで右肩上がりですべて上昇しているが、60 歳以上は減少している。一方の貯蓄額は、30 歳未満の貯蓄額が

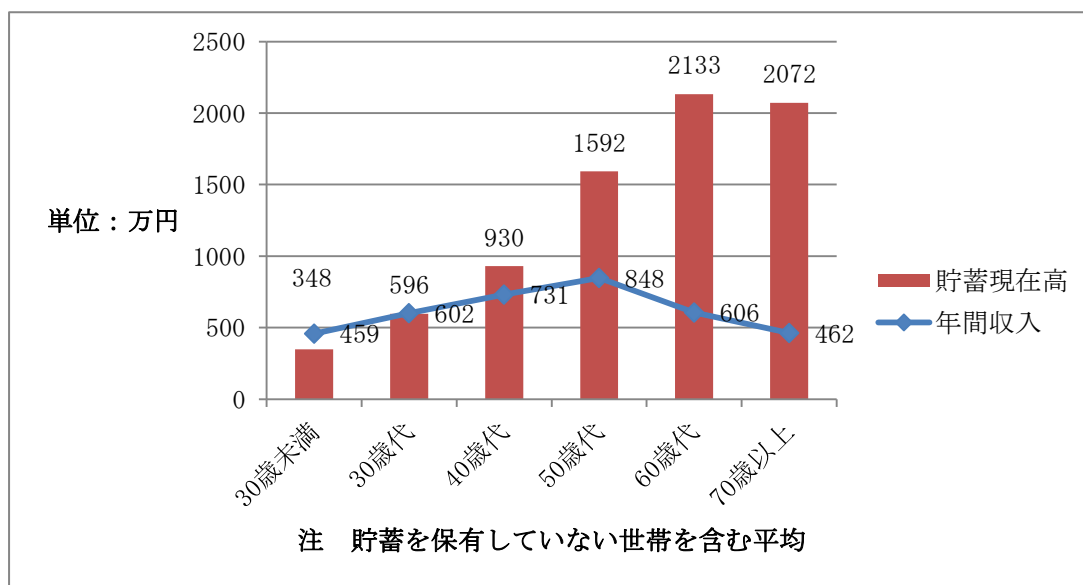
²⁴ 国土交通省「平成 24 年度国土交通白書」2013 年
(<http://www.mlit.go.jp/hakusyo/mlit/h24/hakusho/h25/html/n1223000.html>)

²⁵ りそな銀行ホームページ
(<http://www.resonabank.co.jp/kojin/kangaeru/kyoiku.html>)

348 万円であるのに対し、60 歳以上は 2,000 万を超えている。若年層と老年層では大きな差があるが、日本企業には退職金制度があり、会社を退職した際、従業員には退職金が支払われるが、定年退職の場合は 2,000 万円ほど支払われる²⁶。したがって、会社員にとって余裕資金ができるのは退職後のことになる。

5

(図表 16) 世帯主の年齢階級別貯蓄現在高及び年間収入（二人以上の世帯）



〔出典〕前掲「平成 26 年全国消費実態調査」より作成

若年層にとって、住宅資金や教育資金は、ある時期までに、決めた金額を貯めなければならず、それができなければ、住宅の購入や子供の教育が目算どおり進められなくなる可能性が出てくる。しかし、若年層の賃金は年功序列型賃金制度によって低く抑えられており、家計に余裕がありません。ライフプランの実現にむけて貯蓄を行っているのであり、元本割れはライフプランの実現を阻害するものとなる。さらに、生活費や結婚、出産費、さらにはマイカー購入費、入院費なども考慮すれば、リスクをとって運用する誘因は高まるはずもなく、若年層が証券投資を行うことは困難なのである。したがって、日本の若年層による証券投資は、低調なのである。

ただ、第 3 章でも述べたように、インフレ率を上回る利回りを得なければ、

²⁶ 前掲「平成 25 年就労条件総合調査結果の概況」

家計資産の価値が実質的に減価する。たしかに、住宅資金や教育資金といったライフプランを実現する資金も重要なのだが、一方で年金財政や国家財政の悪化から、年金額の削減も予想される世代にとっては、これまで以上に老後の生活資金が必要となる。それにもかかわらず、超低金利政策は長期に亘って継続
5 されており、こういう状況下では預貯金での運用は実質的にできなくなっており、若いうちに投資の必要性を認識し、それを行っていかねばならないのであるが、現時点ではそれが進んでいるとは言えない。このことから、若年層に証券投資を促すための課題は、資金的な余裕のない若年層を、いかに投資の必要性を認識させ、投資が可能な仕組みを考案する必要があるだろう。

10

第6章 企業の収益性向上に向けたコーポレート・ガバナンス改革

個人投資家が証券投資を行えないのは、若年層はライフプランを実現するために、お金を貯めているのであり、このお金は元本割れが許されないお金であるためである。証券投資に使われるお金は、あくまでも余裕のある資金であり、
15 こうした性格のお金をもっているのは、退職世代になる。ところが、退職世代も貯蓄を老後資金として予定しており、元本が保証されていない証券投資には消極的にならざるを得ず、総じて個人投資家は証券投資に消極的となる。

元本割れが許されないお金を貯めている人にとって、元本割れのリスクを恐れるのは当然のことである。それに加え、株価は毎日変動するため、株価が低
20 迷すれば不安にもなるであろう。アメリカで証券投資に一定の家計資産が流入しているのは、株価がトレンドとして右肩上がりであることも大きな要因である。ところが、日本では1990年のバブル崩壊後、株価は20年以上に亘って低迷し続けた。この長期に亘る株価低迷が、個人投資家に元本割れのリスクをより強く感じさせたと言っても過言ではなかろう。

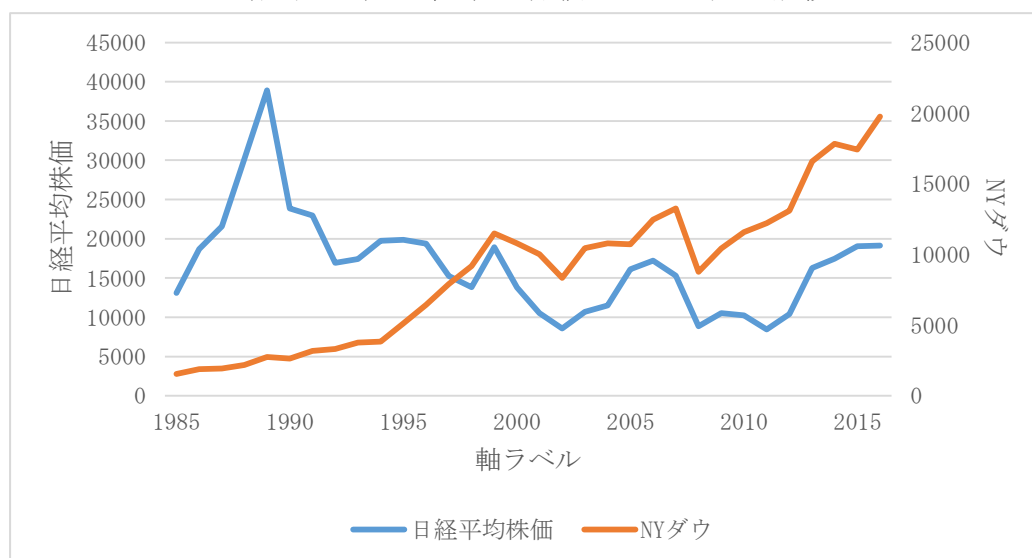
25

図表 17 に日経平均株価とニューヨークダウ平均株価の推移をまとめた。図表 17 から分かるように、ダウ指数はリーマンショックがあったにもかかわらず、基本的には上昇を続けているのに対し、日経平均株価はアベノミクスの始まる2013年まで、20年以上に亘って下落基調が続いた。これでは元本割れのリスクをとれない人にとって、証券投資をせよと言っても、できる状況とは
30 言えない。では、なぜ日本の株価は低迷を続けたのだろうか。そもそも株価と

は企業業績はもちろんだが、投資家による企業への期待、言い換えれば企業に将来性があるか否かなども反映され、形成される。つまり、株価の長期低迷は、日本企業の収益性の低さと、それを原因とする期待の低下と言えよう。

5

(図表 17) 日経平均株価と NY ダウの推移



〔出典〕世界経済のネタ帳ホームページ、investing.com ホームページより作成。
(<http://ecodb.net/stock/nikkei.html>)

(<https://jp.investing.com/indices/us-30-historical-data>)

10 1. 低迷する日本企業の収益性とガバナンス改革

近年、株主が期待する企業の収益性を表す指標として、ROE(自己資本利益率)が重視されるようになった。ROE とは、純利益を株主の持ち分である自己資本で割った値であり、企業が投資家によって提供された資金で、どれだけの利益が出せているのかを表すものである。元々、日本で ROE が重視されるきっかけは、バブル崩壊後の株価回復過程で、当時、買い主体となった海外投資家が、投資選定基準として ROE を用いたことがある²⁷。

ROE は企業の収益性を表す指標であり、多くの投資家が判断材料として用いている。2014 年に経済産業省によって公表された「伊藤レポート」では、企業

²⁷ 三菱 UFJ 信託銀行「投資指標としての ROE」p. 4
(http://www.tr.mufg.jp/houjin/jutaku/pdf/u201503_1.pdf)

は最低 8%を超える ROE を達成すべきだと主張している。8%を設定する根拠は、ROE が 8%を上回れば資本コストを上回り、付加価値が生まれてくるためであるが、これまでの日本企業は、ROE ないしは資本コストをあまり意識しない傾向にあった²⁸。

- 5 その要因は、長年にわたる間接金融中心の資金調達にある。すなわち、企業は銀行による財務審査、債務格付けを重視していたためである。1990 年代末の不良債権問題の発生以来、企業は銀行から融資を受けるため、財務の健全性を重視し、スプレッド等の借り入れコストをできるだけ低減させてきた。それゆえ、自己資本を充実させ、財務の健全性を第一に据えた消極的な経営が、ROE の
- 10 低下をより大きくしたと言えよう。

- 図表 18 は、日本とアメリカの ROE と、それをデュポン分析によって分解した三つの要素の、2002 年 6 月から 2014 年 12 月の平均値を比較したものである。これによれば、日本企業の ROE は、アメリカ企業のそれに比べ、低位に留まっていたことが分かる。ROE の低迷が長期に亘って続けば、投資家はその企業に
- 15 対して、株主資本を有効に使えていないと判断し、その企業に対する期待も低下させる。

- また、図表 18 では、ROE の三つの要素も比較しているが、よくアメリカ企業は財務レバレッジ、つまり、負債を活用して ROE をかさ上げしているとの指摘もあるが、図表 18 を見る限り、日本企業の財務レバレッジはアメリカのそれと
- 20 大差はなく、むしろ日本企業の方が高い。日本企業とアメリカ企業の ROE に差があるのは、売上高当期利益率に大きな差があるためであり、収益性の低さこそが日本企業の ROE が低い主な要因となっていた。

- 2013 年に発足した安倍政権では、アベノミクスによるデフレ脱却が謳われ、大胆な金融緩和、機動的な財政政策、民間投資を喚起する規制緩和を三本の矢
- 25 として打ち出された。翌 2014 年 6 月には、日本の「稼ぐ力」を取り戻すことを目的にした『日本再興戦略』改訂 2014 が公表され、コーポレート・ガバナンスの強化と、ROE 向上が目指された。

²⁸ 経済産業省「持続的成長への競争力とインセンティブ～企業と投資家の望ましい関係構築～」プロジェクト（伊藤レポート）」p. 39
(<http://www.meti.go.jp/press/2014/08/20140806002/20140806002-2.pdf>)

(図表 18) 日米 ROE 比較とその要因

	日本	アメリカ
ROE (%)	6.3	13.4
売上高当期利益率 (%)	2.9	7.1
総資産回転率 (%)	35.5	36.1
財務レバレッジ (倍)	6.1	5.2

〔出典〕 前掲「投資指標としての ROE」 p. 3 図表を引用

5

2. コーポレートガバナンス・コードの役割

『日本再興戦略』改訂 2014 では、企業の持続的な成長が謳われ、これを受けて、企業の持続的成長とそれによる株主還元や経済成長を目的に、コーポレートガバナンス・コードが策定された。コーポレート・ガバナンスは一般的には企業統治と訳され、元々は企業の不祥事を防止するためのものであった。ところが、「日本再興戦略」を機に、我が国では「攻めのガバナンス」、つまり企業の持続的成長のため、コーポレート・ガバナンスが用いられるようになった。企業の持続的成長を実現させるには、研究開発費や設備投資、積極的な M & A など、経営者が環境の変化に応じた適切なリスクテイクを行っていく必要がある。ガバナンスの強化により、経営者に適切なリスクテイクを促し、企業の持続的成長を目指すことが本コードの目的である。

本コードは 5 つの基本原則に加え、30 の原則、38 の補充原則の計 73 項目で構成されており、上場企業は各原則を順守するか、また順守しない場合はその理由の説明が求められる。基本原則 1 から 4 の「株主の権利・平等性の確保、株主以外のステークホルダーとの適切な協働、適切な情報開示と透明性の確保、取締役会等の責務」を充実させ、それらを適切に開示することで、基本原則 5 の「株主との対話」がより建設的になり、コーポレートガバナンス・コードの本質的な機能が発揮されと考えられている。

一方、企業の成長を促すことも重要であるが、それ以前に株主の利益保護も大前提としなければならない。そのため基本原則に、株主との利益相反を抑制するための事項が設けられている。例えば、従来は株式の相互持ち合いや、支配株主の存在により、少数株主の意見が反映されないために、議決権行使などが実質的に機能していなかったが、その問題に対して本コードでは、企業は少

数株主の意見を重視し、また少数株主の利益に関連する問題の説明責任を果たすことを求める規定も設けられている。そのため、利益相反や不祥事の防止、それに加えて経営陣への適切なアドバイスも目的として、社外取締役の設置を義務付けた。

5

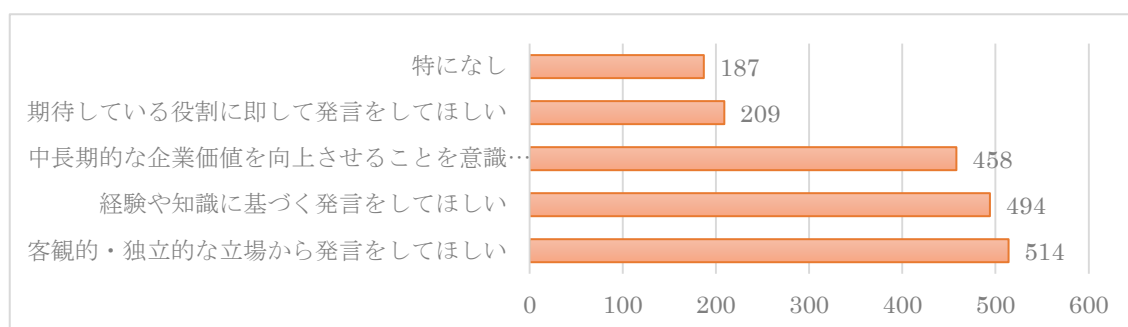
3. 独立性に欠ける社外取締役

社外取締役には、利益相反や不祥事の防止のためのモニタリングを通じて、株主の保護が求められる。その社外取締役の要件として、会社法や東京証券取引所では独立性を求めている。社外取締役に求められる役割は、企業の中長期的な企業価値の向上や、株主の利益保護のため、経営者から独立した立場で客観的に経営を監督することが求められている。近年では大半の企業が社外取締役を設置し、東証一部上場企業における社外取締役設置の割合は、2017年時点で99.6%（そのうち98.8%が独立取締役）に上っている。

また、社外取締役を設置する割合は年々増加傾向にあるため、一見充実しているかのようにも見受けられる。経済産業省が行った「コーポレート・ガバナンスに関する企業の実態調査」でも、企業は社外取締役対して、独立した立場からの発言を求めている（図表19）。ところが、日本の社外取締役の独立性要件は、欧米に比べても緩いものとなっている。このことを確認するために、図表20に日米英の社外取締役の独立性基準をまとめた。

20

（図表19）社外取締役の発言に対する企業側の要望



〔出典〕経済産業省「コーポレート・ガバナンスに関する企業アンケート調査」p.100より作成。

(<http://www.meti.go.jp/press/2016/03/20170310003/20170310003-3.pdf>)

図表 20 によると、日本の独立性要件は、アメリカやイギリスと比較して、かなり緩いことが分かる。日本の独立取締役に要求する要件の緩さは、コーポレート・ガバナンスを強化する上での課題の一つとして挙げられるのではないだろうか。

(図表 20) 日米英の独立性要件比較

	東京証券取引所	日本の会社法	NYSE Corporate Governance Rules	The Combined Code on Corporate Governance
グループ企業との関係	・当該会社の親会社又は兄弟会社の業務執行者でないこと	・現在及び過去一度も、当該会社及びその子会社の業務執行取締役（過去 10 年）・執行役・従業員でないこと	・現在及び過去3年間に、当該会社（その親会社・子会社を含む）の役員・従業員でないこと	・過去5年間に、当該会社及びその会社の属するグループ企業（親会社を含む）の従業員でないこと ・重要な株主の代表でないこと
取引先企業との関係	・当該会社を主要な取引先とする者若しくはその業務執行者又は当該会社の主要な取引先若しくはその業務執行者でないこと		・当該会社と 100 万ドル超等の取引関係を過去3事業年度内に有していた企業等の役員・従業員でないこと	・現在及び過去3年間に、当該会社の取引先の株主・取締役・上級従業員等として重要な取引関係を有していないこと
当該会社との報酬関係			・過去3年間、当該会社から取締役としての報酬以外に年間 10 万ドル以上の報酬を受けていないこと	・現在及び過去一度も、取締役としての報酬以外に会社から別途の報酬を受けていないこと
監査会社との関係	・当該会社から役員報酬以外に多額の金銭その他の財産を得ているコンサルタント、会計専門家又は法律専門家でないこと		・現在及び過去3年間、当該会社の監査会社のパートナー・従業員でないこと	
取締役等の相互派遣関係			・現在及び過去3年間、当該会社が報酬委員を派遣している他の当該会社の役員でないこと	・取締役の相互派遣関係等により他の取締役と重要な関係を有していないこと
在任期間				・在任期間が9年を超えないこと
親族の関係	・上記に該当する者の近親者でないこと	・当該会社の取締役等の配偶者または 2 親等以内の親族でないこと	・当該取締役の近親者が上記各項目に抵触しないこと	・当該取締役の近親者が当該会社の顧問、取締役又は上級従業員でないこと

〔出典〕東京証券取引所、会社法、NYSE Corporate Governance Rules、The Combined Code on Corporate Governance、山本到「独立取締役の意義と役

割」筑波大学博士学位取得論文、2014 年より作成。

(https://tsukuba.repo.nii.ac.jp/?action=pages_view_main&active_action=repository_view_main_item_detail&item_id=31517&item_no=1&page_id=13&block_id=83)

ここまで、企業内部のモニタリングを通じたコーポレート・ガバナンスの強化が進められていることと、その課題を述べたが、コーポレート・ガバナンスには、内部コントロール機能に加え、証券市場を通じた外部コントロール機能

もある。証券市場を通じた外部コントロール機能とは、経営者は株主の代理人であり、経営者がサボタージュをしていれば、株式を売り払って乗っ取りのリスクを高め、経営者を規律づけることである。

5 これまで機関投資家は、経営者に意見をするか、株式売却かのいずれかの戦略を採っていたが、リーマンショックをきっかけに、イギリスでは、機関投資家をコーポレート・ガバナンスの担い手、企業の長期的発展を促進する担い手位置づけた（スチュワードシップ・コード）。日本でも 2014 年 2 月に金融庁が、日本版スチュワードシップ・コードを公表した。このコードでは、コーポレート・ガバナンスの強化により、充実した情報開示を促し、それによってより充実した「対話」の実現が謳われている。

4. 日本版スチュワードシップ・コード

（1）近年までのスチュワードシップ行動

15 スチュワードシップとは、受託者責任のある機関投資家の責務を指し、機関投資家は少数株主の立場から、投資先企業への議決権行使やエンゲージメント等を通じて、長期的な企業価値の向上や、ステークホルダーへの中長期的なリターンの拡大を主旨としている。スチュワードシップ・コードの受け入れ表明をする機関投資家は年々増えており、2016 年 12 月 27 日時点で、運用会社の約 8 割（273 社のうち 214 社）がコードを受け入れている。ただ、機関投資家によるエンゲージメントは、果たして十分に機能しているのだろうか。

2016 年 10 月時点で、スチュワードシップ・コードの受け入れを表明した機関投資家 196 社のうち、日本株を取り扱う 110 社を対象とするアンケート²⁹によれば、「顧客に対して、貴社の日本版スチュワードシップ・コードに関する方針を説明しているか」という質問に対し、すべての顧客に説明している会社は 25 わずか 9%にとどまり、要請があった顧客のみに説明する会社が 40%（44 社）、今後要請があれば説明する会社が 18%と、約 6 割の会社が顧客から説明が求められた場合に、説明するとの回答であった。その理由はコストの節約にあり、

²⁹ 投資顧問業協会「日本版スチュワードシップ・コードへの対応等に関するアンケート（第 2 回）の結果について（平成 27 年 10 月実施分）」
(http://www.jiaa.or.jp/osirase/pdf/steward_eng27.pdf)

機関投資家にとっては、直接的な顧客開拓につながらない支出はムダと考えられているのであろう。また、顧客からの要請も少なく、十分に浸透していないことが窺える。

5 一方、イギリスではスチュワードシップ・コードは機能している。というのも、イギリスでは ESG 投資への取り組みが前提となり、スチュワードシップにおけるエンゲージメントで、それを補完する関係があったため、対話が意味のあるものとなっている。しかし、日本では独自の具体的な動機を持たず、イギリスのコードを参考に、いきなりエンゲージメントを組み入れたため、機関投資家はエンゲージメントの必要性を感じることなく、ただ政府の指示に従って
10 いるだけであり、機能しているとは言い難い状況にある。

(2) スチュワードシップ・コードに対する意識改革

最近では日本でも ESG 投資が重視されるようになってきている。ESG とは環境、社会、ガバナンスを表し、単に企業が営利を求めだけでなく、環境保護への取
15 り組みや社会への貢献を通じて、中長期的な企業価値向上を目指そうとするものである。

年金基金をはじめとする機関投資家は、受託者としての責任を果たすために、投資先企業を慎重に判断しなければならない。本来、機関投資家が投資先企業に求めることは、中長期的な成長であるはずだが、それを実現できる企業かどうかを選別するにあたって、適切な情報を入手する必要がある。近年では、財務に関する情報開示は充実してきているが、それに加えて、ESG をはじめとする直接、財務には表れにくい情報も重視されてきている³⁰。
20

たしかに、ESG 情報の開示はコーポレート・ガバナンス改革によるものであるが、これらの開示は、企業にもこれらを開示するメリットがあるのではないだろうか。すなわち、企業が中長期的な成長を実現するために取り組みながらも、財務には表れない情報は多くある。また、ESG 情報の開示もそうだが、リスク回避のための投資や人材への投資など、それらを開示することで投資家に自身の将来性をアピールできる。
25

³⁰ 「日本経済新聞」2017 年 10 月 18 日朝刊

- 投資先企業を評価する際、ICGN 原則においても ESG を重視するよう記載されているが、2017 年 6 月に改訂された日本版スチュワードシップ・コードは、この ICGN 原則を強く反映させている。今回の改訂にあたって、主な論点は「議決権行使結果の個別開示」、「運用機関による自主的な取り組みと評価」であるが、
- 5 前者は利益相反の回避、後者は実効性のあるエンゲージメントを促す内容である³¹。近年では、スチュワードシップ・コードも浸透し、また、6 月の改訂を機に、機関投資家のスチュワードシップへの意識も強化されるのではないかな。

第 7 章 今後の証券市場を活性化させるための提案

10 1. 金融リテラシー向上のための施策

そもそも家計が証券投資をしない理由は、投資をギャンブル、賭博のようなものといった誤った理解をしていることが大きい。それは、日本では十分な金融リテラシー教育を行っておらず、誤った認識を是正する機会がなかったことが大きいのではないだろうか。そこで、以下三つの提案をしたい。

15

(1) 特別講義の開催

政府も「貯蓄から資産形成へ」へとスローガンを変え、つみたて NISA や iDeCo を導入したということは、国民全員が資産形成をしなければいけないことの裏返しであろう。このことを前提とすると、子供のころから金融リテラシー教育

20 に触れていることは、極めて重要になってくる。

- ただ、第 4 章で、学校教育に金融教育のカリキュラムを追加する時間はなく、教員も金融教育を行うだけの知識が十分ではないことを述べた。そこで、月 1 回授業のない土曜日の午後に、学校で FP による親子金融セミナーの開催を提案したい。セミナーには初級編、上級編を用意し、初級編ではお金をどうして
- 25 稼ぐのか、家計管理、お金の使い方、クレジットカードの使い方といった簡単な内容からスタートし、お金の稼ぎ方からそれを大事に使わなければいけないことを教える内容にしたい。他方、上級編では金利の概念などを説明した上で、

³¹ KPMG ジャパン「日本版スチュワードシップ・コード改定の狙い」
(<https://home.kpmg.com/jp/ja/home/insights/2017/05/stewardship-code-20170515.html>)

架空の銀行を題材に、子供にいくつかの商品を提示し、どの商品を購入するのが最も有利かなどをグループで考えてもらうなど、実際に使える知識の修得を目標にしたい。このセミナーには、子供だけでなく親にも参加してもらう。親子でセミナーに参加すれば、親にとっても、正しい金融知識を学ぶ機会になり、

5 資産形成の重要性を理解できるようになるだろう。

近年では、FP が学校に呼ばれて出張授業するケースもあるが、定期的なものではない。これを定期的に行うことで、親子で正しい金融の知識が身に付き、資産形成について真剣に考えるようになっていくのではないかと。開催にあたっての費用は、現在も行っている出張授業同様、日本 FP 協会が負担³²することとなるが、この活動によって将来的に顧客が増えると考えれば、十分にやる価値はあるのではないかと。

10

(2) 企業型確定拠出年金における継続教育の義務化

第 4 章では、企業型確定拠出年金加入者に対する、企業内での継続教育が十分でないことが確認された。継続投資への教育が 2014 年の第 12 回社会保障審議会企業年金部会において配慮義務から努力義務へと格上げされたが、それではまだ不十分であるため、継続教育の浸透がすすんでない。そのため、完全に義務化させることを提案したい。

15

しかし、ここで生じる問題点として、継続教育の費用負担を事業主に強制させてしまうことになる。事業主は金融教育をあまり重視していなければ、講習会などにかかる費用を進んで負担したくないであろう。そこで、継続教育に関する費用を損金処理できるようになれば、企業側の問題点も解決しやすいのではないかと考える。

20

25 (3) DC 加入者へ促す DVD の視聴

第 4 章では、日本版 401(k)における継続教育が十分に行われていないことが確認された。DC 加入者に対して、日本では DVD による投資教育が実施されているが、加入者の多くがそれを見ているとは限らない。DC 加入者の大半が投資を

³² 日本 FP 協会ホームページ
(https://www.jafp.or.jp/personal_finance/high/inst_disp/)

せず、結局、預金になってしまっている現状が³³、何よりの証拠である。

そこで、我々は DVD の視聴率を上げるために、DVD 視聴者に対して何らかのインセンティブを与える提案をしたい。DC 加入者に対して、動画を視聴するインセンティブを与えることで、積極的な視聴を促し、これによって、加入者に対する金融教育を充実化させる考えである。

具体的には、動画内に“キーワード”のようなものを数分おきに導入し、それらすべてを揃えることで、プレゼントの応募権が手に入る、といったものである。DVD のパッケージに QR コードを記載し、DC のサイトを通じて、応募できる仕組みである。応募にあたって、動画に関する簡単なアンケートを取ること
10 で、今後の DVD 作成の課題となるものも見つかるのではないかと考える。また、DVD 資料をシリーズ化し、複数回の講座を視聴することによって、継続的な教育にもなると考えられる。

一方で、プレゼントなどの費用は、DC の運営会社である JIS&T が負担することとなるが、そちらには、こういったメリットが生じるか。そもそも、DVD 作成の本来の目的となるのが、より多くの人に見てもらうことで、金融リテラシーを浸透させることである。そのために多額のコストをかけ、動画の作成にあたるわけだが、プレゼントなどの些細な費用は、もとより、DVD 作成費用の一環とすることがベストであると、我々は考える。

20 (4) 投資関心層に向けた朝活セミナーの実施

日本では、多くの人が投資に対して悪いイメージを持っているが、その一方で、少なからず投資の必要性を感じる人もいるだろう。日本人は総じて金融リテラシーが低く、それを補うため本や雑誌などで知識を付ける人も多い。しかし、資産を運用するにあたって、自学でつけた知識だけでは不安もあろう。一方、最近「朝活」が盛んに行われている。朝活は、主として出勤前の社員や主婦が参加するミニセミナーである。そこで、金融教育を行ってはどうだろうか。
25 イメージとしては、投資に興味のある人が集まるサークルに近いものである。

現在も東京証券取引所や大阪取引所では、仕事を終えた後の時間を使って、

³³企業年金連合会「確定拠出年金実態調査」2014 年、p. 6
(https://www.pfa.or.jp/activity/tokei/files/dc_chosa2014_1.pdf)

女性を対象としたセミナーなども行われている。これを就業前に、カフェや貸会議室で行おうというものである。貸会議室やカフェであれば、コーヒーを飲みながら気軽に参加もでき、会場の費用も安価に抑えられるだろう。講師は独立系のファイナンシャルアドバイザーや大学教員が、内容に応じて担当する。

- 5 また、これは投資家の拡大に向けた取り組みであるため、日本証券業協会や東京証券取引所とも提携して行う。会場費や講師謝礼が必要となるが、それは参加者から徴収した参加費と、日本証券業協会や東京証券取引所にも一部負担してもらうことを想定している。こうした朝活セミナーを通じて、社会人に対する金融教育を受ける機会を作り、投資関心層の拡大を目指したい。

10

2. ガバナンスの強化と企業の稼ぐ力の増強

アメリカで証券投資に一定の資金流入があるのは、株価が長期に亘って上昇トレンドを描いていることが大きいと考える。株価が企業業績や将来への期待などの反映とするならば、企業の稼ぐ力の増強するための、さらなる「攻めの

15 ガバナンス」を促進する方策が必要となろう。そこで、二つの提案を行いたい。

(1) 社外取締役の独立性要件の厳格化

- 会社法や東京証券取引所の要求する、社外取締役に対する独立性要件が緩いこと挙げたが、ルールとして定める要件をアメリカと同じ基準とし、さらに要件を追加し、独立性を強化する必要がある。第6章で挙げた図表20によれば、欧米と比較して、日本の独立性要件で最も欠ける点は、その会社との関係が一定期間途絶えていることや、一定金額以上の取引額がないことなど、定量的な要件が設けられていない点である。しかし、欧米並みの要件を求めると、日本には経営者市場が形成されつつある現状では、人材が払底して適任者が選任で
- 20 きない恐れもあると考えている。
- 25

- そこで、我々は社外人材の経営者からの独立性確保のため、社外取締役の任期を監査役と同様4年とし、定款により10年まで延長を可能にすることを提案したい。また、上場会社はコーポレートガバナンス・コードにより、社外取締役を最低2名以上の選任を求められ、資本金5億円以上もしくは、負債総額
- 30 が200億円以上の会社は、社外監査役を最低2名以上選任することが、会社法

で規定されている。つまり、最低 2 名以上の社外監査役選任を義務づけられている会社は、社外取締役を含め最低 4 名の外部人材を登用していることになる。

我々の提案は、社外取締役の任期延長だけではなく、併せて最低 4 名の社外人材を一度に入れ替えるのではなく、1 名ずつ交代することも提案する。この

- 5 目的は、社外人材を一度で全員交代させると、そのときの経営者の意向を強く汲んだ人事が行われる可能性もある。1 名ずつ交代させることで、その可能性を低減するとともに、前経営者が指名した社外人材が残っていれば、新経営者から独立した存在として、躊躇なく意見することができるためである。

10 (2) 社外取締役へのサポートスタッフ設置の義務化

社外取締役は、他社の経営者や経営コンサルティング、金融、会計の専門家といった、特化した知識を持つ人物を任命するケースが多い。社外取締役は何らかの分野で活躍する人が就任した場合でも、企業内部の事情や情報は、内部の取締役の方が当然詳しく、取締役会構成員の中で情報格差が生じている。外部人材に社外取締役就任を要請するのは、外部視点での発言を受け、内部の論理で偏った判断をしないことや、客観的な評価、適切なアドバイスを受けるためである。

- 現在も社外取締役就任時に、当該企業に関する情報開示や研修が行われる³⁴が、就任時だけでなく、日常的にサポートを受けられるスタッフの設置を、コーポレートガバナンス・コードで義務化するのである。受け入れるか拒否するかは、各企業が決めればよいが、拒否する場合は、その理由を説明しなければならないようにする。そうすれば、サポートスタッフは設置しない場合でも、それに代替する何らかの社外取締役に対するサポート体制が強化できるものと考ええる。

- 25 社外取締役の独立性要件を見直し、また外部の視点から企業を客観的に評価し、適切なアドバイスを行わせるためのサポートスタッフを設置することで、企業価値向上をサポートしていけば、企業の稼ぐ力も増強していくのではない

³⁴日本生産性本部『『守り』から『攻め』へのコーポレートガバナンスの改革～外部視点を活用した企業価値の向上に向けて～』2015年、p.12
(<http://activity.jpc-net.jp/detail/mdd/activity001443/attached2.pdf>)

だろうか。

3. 若年層が投資を身近に感じる方策

- 5 家計が証券投資をしない理由に、お金がないといった意見や、リスクが怖いといった意見も出されていたが、リスクを抑制しておきたければ、公社債に投資すれば発行企業が破綻しない限り、元本と利息は確実に支払われる。しかし、現在は個人向けの公社債の発行は限られており、欲しいときにいつでも買えるものではない。そして、NISAは非稼働口座が53.5%もあり、かつ稼働口座の平均投資金額も74.6万円にとどまっている³⁵。
- 10 また、金融機関は、顧客との間の情報の非対称性をなくすために存在する。投資初心者が、いきなり投資を自分の力だけで始めることは想像できず、何らかのアドバイスを求めているはずであるが、若年層、中年層は金融機関が開いている時間は、自身の就業時間中であり、なかなか店舗へ行くことが難しい。これらの課題を改善する提案を最後に検討したい。

15

(1) 端債取引の実現

- 社債を発行する際、会社法702条で1口1億円以上を最低購入単位にすると、社債管理者を設置しなくてもよくなり、社債管理者に関するコストが必要なくなるため、社債のほとんどが1口1億円程度で設定³⁶されている。そのため、
- 20 リスクを恐れる投資初心者が、最初に安心して買える商品が存在しない。そこで、1株未満の株を端株として取引しているように、機関投資家向けに発行されている債券を小口化して、端債として取引を行うのである。

- そもそも端株とは、通常取引では発生しないが、株式分割などの際に生じる一株未満の株とそれぞれの銘柄ごとに決められている最低売買単位（1単位）
- 25 に満たない株式などのことで、取引所で売買は行われない³⁷。個人投資家に対

³⁵金融庁「NISA制度の効果検証結果」2016年10月、p.6

(<http://www.fsa.go.jp/policy/nisa/20161021-1/01.pdf>)

³⁶太田珠美「わが国社債市場の位置づけと活性化策[1]～日本社債市場の構造的な問題～」『大和総研調査季報』第20号、2015年12月、p.41

³⁷ 廣田証券ホームページ

(<http://www.hirota-sec.co.jp/hakabu/index.html>)

する配当は単元株に準じて行われるが、議決権は行使できない。

端債取引の仕組みも端株取引と同様に行う。証券会社が社債を大口で購入し、小口化し、個人投資家向けに販売する。そうすれば、お金がなく、リスクを恐れる投資家であっても、安心して投資を行うことができるようになるのではないだろうか。債券は発行体が破綻しない限り、元本、利息は必ず支払われる。株式投資に比べて、高い利回りは見込めないだろうが、銀行預金を代替する仕組みを提供できると考える。そのため、端債取引の導入を提案する。

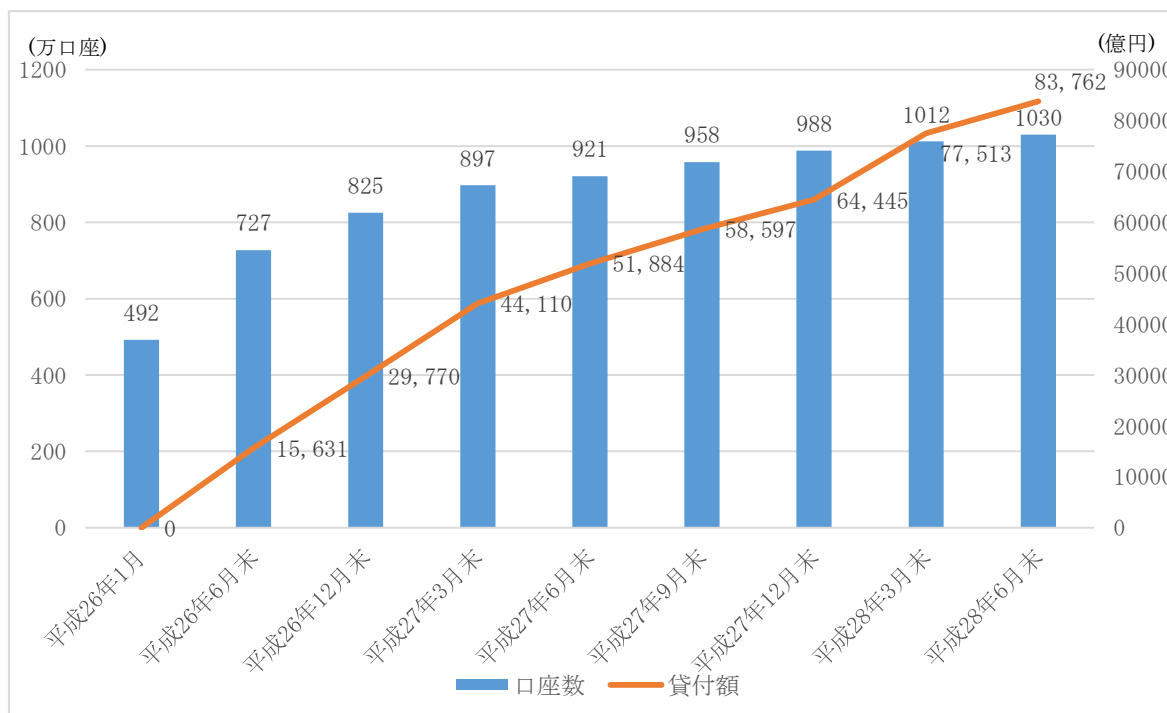
(2) NISA の金額指定制度への改正

- 10 通常の証券取引では、株式や投資信託などへの投資で得た売却益や配当には、20%の税金を課せられるが、NISA を利用すれば、それが非課税になる。税制優遇のメリットは非常に大きく、個人投資家にとって、NISA はうまく活用すべき口座である。ところが、先にも述べたように、NISA の稼働口座の平均投資金額は、74.6 万円にとどまり、稼働口座のうち投資金額が 80 万円以下の口座は、
- 15 16.7%もある。したがって、稼働口座の投資金額を上げれば、証券市場の活性化の一助となるだろう。

- 上限まで投資しない理由を考えると、NISA 口座の上限投資額は年間 120 万円と決まっているが、株式を組み合わせで満額まで購入することは難しい。例えば、トヨタ自動車の株価は 6,730 円であった（10 月 4 日 15 時現在）。トヨタ自動車株式の単元株数は 100 であるため、最低購入金額として 673,000 円が必要となる。そうすると、残った投資額は 527,000 円となる。その残額をすべて埋める銘柄や商品を見つけることは難しい。それならば、日興証券のキンカブやワンタップパイのように、NISA 口座での金融商品の購入は、金額指定で購入可能にすることを提案する。

- 25 そうすれば、投資上限まで容易に投資でき、非課税枠で得られる利益も大きくなるであろう。図表 21 で示すように NISA の口座開設数、買い付け額は年々増加傾向である。また、来年度から始まるつみたて NISA も、金額指定での購入を可能とすれば、家計金融資産に占める証券取引の割合も、上昇することが考えられる。

(図表 21)NISA 口座開設及び買い付け額の推移



〔出所〕 前掲「NISA 制度の効果検証結果」 p. 4 図表を引用。

(3) ロボットアドバイザーの活用

- 5 投資知識のない投資未経験者にとって、いきなり投資をするのはハードルが高い。しかも、若年層、中年層は金融機関の営業時間は、自身の就業時間内であり、店舗を訪問してアドバイスを受けることも難しい。そこで、ロボットアドバイザーの活用を提案する。

- 10 ロボットアドバイザーには、アドバイス型と投資一任型があり、前者は投資助言のみを行い、後者は投資助言に加えて、実際の投資までロボットが一切を行うものである。また、ロボットであるから、24 時間いつでも対応できるため、利便性も高い。しかも、AI にすべてを任せることができるため、投資未経験者の投資に対するハードルを下げることができよう。

15 参考文献

- ・江川雅子『株主を重視しない経営』日本経済新聞出版社、2008 年
- ・太田珠美「わが国社債市場の位置づけと活性化策[1]～日本社債市場の構造的

な問題～」『大和総研調査季報』第 20 号、2015 年 12 月

- ・大村敬一・俊野雅司『証券論』有斐閣、2014 年
- ・お金のデザイン『ロボアドバイザーの資産運用革命』きんざい、2016 年
- ・奥村宏『法人資本主義の構造』岩波書店、2005 年

5 ・ゲイル・カーリッツ著、秋山勝訳『アメリカの中学生はみんな学んでいる『お金と投資』の教科書』朝日新聞出版、2012 年

- ・証券経済学会『証券事典』2017 年
- ・日本証券経済研究所『図説日本の証券市場 2016 年版』2016 年
- ・沼田優子『米国金融ビジネス』2002 年

10 ・野尻哲史『老後難民 50 代夫婦の生き残り術』講談社＋α新書、2010 年

・山岡道男、浅野忠克『アメリカの高校生が読んでいる金融の教科書』株式会社アスペクト、2009 年

・リンダ・グラットン、アンドリュー・スコット著、池村千秋訳『LIFE SHIFT』東洋経済新報社、2016 年

15

(ホームページ) 以下はすべて 2017 年 10 月 21 日に確認した。

・青野博信「DC 投資教育の現状と課題～金融経済教育推進会議における金融リテラシーの向上への取り組みを踏まえて～」

[http://www.smtb.jp/business/pension/information/center/system/pdf/note](http://www.smtb.jp/business/pension/information/center/system/pdf/note05.pdf)

20 05.pdf

・investing.com ホームページ

<https://jp.investing.com/indices/us-30-historical-data>

・確定拠出年金総合研究所「企業型確定拠出年金制度の運営管理および運営管理機関取引に関する調査」2016 年

25 http://www.dcri.or.jp/files-usr/file_58bffa6c572f.pdf

・企業年金連合会「確定拠出年金実態調査」2014 年

https://www.pfa.or.jp/activity/tokei/files/dc_chosa2014_1.pdf

・金融経済教育を推進する研究会「中学校・高等学校における金融経済教育の実態調査報告書」2014 年

30 http://www.jsda.or.jp/manabu/kenkyukai/content/report_jittai.pdf

- ・金融広報中央委員会「家計の金融行動に関する世論調査」[二人以上世帯調査]、
2016 年
<https://www.shiruporuto.jp/public/data/survey/yoron/futari/2016/16bunruif001.html>
- 5 ・金融広報中央委員会「金融リテラシー調査の結果」2016 年
https://www.shiruporuto.jp/public/document/container/literacy_chosa/2016/pdf/16literacy.pdf
- ・金融庁「NISA 制度の効果検証結果」2016 年
<http://www.fsa.go.jp/policy/nisa/20161021-1/01.pdf>
- 10 ・経済産業省「コーポレート・ガバナンスに関する企業アンケート調査」
<http://www.meti.go.jp/press/2016/03/20170310003/20170310003-3.pdf>
- ・経済産業省「持続的成長への競争力とインセンティブ～企業と投資家の望ましい関係構築～」プロジェクト(伊藤レポート)
<http://www.meti.go.jp/press/2014/08/20140806002/20140806002-2.pdf>
- 15 ・厚生労働省「平成 25 年就労条件総合調査結果の概況」
<http://www.mhlw.go.jp/toukei/itiran/roudou/jikan/syurou/13/index.html>
- ・厚生労働省「平成 26 年度 厚生年金保険・国民年金事業の概況」
<http://www.mhlw.go.jp/file/04-Houdouhappyou-12509000-Nenkinkyoku-Chousashitsu/H26gaikyou.pdf>
- 20 ・国土交通省「平成 24 年度国土交通白書」2013 年
<http://www.mlit.go.jp/hakusyo/mlit/h24/hakusho/h25/html/n1223000.html>
- ・財務省国際関係諸資料ホームページ
<http://www.mof.go.jp/jgbs/reference/appendix/>
- ・住宅支援機構「2015 年度フラット 35 利用者調査報告」
http://www.jhf.go.jp/about/research/loan_flat35.html
- 25 ・生命保険文化センターホームページ
<http://www.jili.or.jp/lifeplan/lifesecurity/oldage/7.html>
<http://www.jili.or.jp/lifeplan/lifesecurity/oldage/21.html>
- ・世界経済のネタ帳ホームページ
<http://ecodb.net/stock/nikkei.html>
- 30

- ・総務省統計局「平成 26 年全国消費実態調査」
<http://www.stat.go.jp/data/zensho/2014/index.htm>
- ・東京証券取引所上場規定
<http://www.jpx.co.jp/equities/listing/ind-executive/tvdivq0000008o74-att/20150513-2.pdf>
- 5 ・投資顧問業協会「日本版スチュワードシップ・コードへの対応等に関するアンケート（第 2 回）の結果について」2016 年
http://www.jiaa.or.jp/osirase/pdf/steward_enq27.pdf
- ・日本 FP 協会ホームページ
- 10 https://www.jafp.or.jp/personal_finance/high/inst_disp/
- ・日本銀行調査統計局「資金循環の米欧比較」2017 年
<https://www.boj.or.jp/statistics/sj/sjhiq.pdf>
- ・日本証券業協会「証券投資に関する全国調査(調査結果概要)」2015 年
<http://www.jsda.or.jp/shiryo/chousa/data/files/h27/H27gaiyou.pdf>
- 15 ・日本取引所グループホームページ
<http://www.jpx.co.jp/listing/stocks/transfers/index.html>
- ・日本年金機構ホームページ
<http://www.nenkin.go.jp/service/kokunen/hokenryo/20150313-02.html>
- ・NYSE Corporate Governance Rules、The Combined Code on Corporate Governance
- 20 https://www.nyse.com/publicdocs/nyse/listing/NYSE_Corporate_Governance_Guide.pdf
- ・野村資本市場研究所ホームページ
<http://www.nicmr.com/nicmr/data/market/stock.pdf>
- 25 ・野村総合研究所「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」2015 年
<http://www.fsa.go.jp/common/about/research/20151001-1/01.pdf>
- ・廣田証券ホームページ
<http://www.hirota-sec.co.jp/hakabu/index.html>
- 30 ・三菱 UFJ 信託銀行「投資指標としての ROE」

http://www.tr.mufg.jp/houjin/jutaku/pdf/u201503_1.pdf

- ・ 山本到「独立取締役の意義と役割」2014 年

https://tsukuba.repo.nii.ac.jp/?action=pages_view_main&active_action=repository_view_main_item_detail&item_id=31517&item_no=1&page_id=13&block_id=83

5

- ・ りそな銀行ホームページ

<http://www.resonabank.co.jp/kojin/kangaeru/kyoiku.html>