

平成 29 年度証券ゼミナール大会

第一テーマ A ブロック

「今後の国内証券市場の活性化について」

5

The image features the letters 'KU' in a large, bold, blue serif font. The 'K' and 'U' are connected at the top, with the 'K' having a distinctive shape where the top bar is shared with the 'U'. The letters are centered on the page.

10

神奈川大学 戸田ゼミナール

目次

序章

	第一章 証券市場とは	p 4
	第一節 証券とは	
5	第二節 証券市場	
	第三節 証券発行・流通市場	
	第二章 証券市場の機能	p 5
	第一節 証券市場の商品	
	第二節 株式発行市場	
10	第三節 債券発行市場	
	第四節 株式流通市場	
	第五節 債券流通市場	
	第六節 証券市場の機能	
	第三章 証券市場の活性化の必要性	p 22
15	第一節 証券市場の活性化とは	
	第二節 活性化の必要性	
	第四章 活性化のために必要な要因	p 23
	第一節 個人投資家の課題	
	第二節 現行制度の課題	
20	第五章 今後の国内証券市場の活性化に向けた提案	p 31
	第一節 投資教育	
	第二節 各 NISA の恒久化	
	第三節 投資ファンド	
	終章	
25	参考文献	

序章

1996年、橋本内閣で日本版金融ビッグバン構想が開始された。2012年に誕生した安倍政権下での成長戦略の一環としてコーポレートガバナンス・コード、

5 スチュワードシップ・コードが策定されるなど、企業の成長を株式という観点から支援するという取り組みが始まった。2001年には、厚生労働省が確定拠出年金を導入、2014年からは、金融庁が家計の資産形成を促すという目的でNISAを導入した。まさに国を挙げて「貯蓄から投資へ」の流れを後押ししている。しかし、日本の家計の現金預金比率には未だ変化は起きていない。

10 証券市場は日本経済の発展を担う企業の資金調達が行われる場所だ。さらに資金余剰主体である投資家が自らの資金を運用する場でもある。この証券市場を活性化させることで、企業が成長資金を獲得しやすく、少子高齢化による公的年金の危機が発生し、自助努力による老後の資産形成が求められている家計にとっても資産を運用できる場を作っていきたい。

15 第一章では、証券市場の定義づけを行う。第二章では、証券市場を発行・流通市場、株式・債券市場に分けてそれぞれの役割を明らかにする。第三章では、証券市場の活性化を定義づけて、活性化の必要性を明らかにする。第四章では、証券市場の活性化のための課題を発見する。そして、第五章では、証券市場の活性化に向けた提案をする。

20

第一章 証券市場とは

第一章では証券市場の定義づけを行う。第一節では証券市場で取引される証券について、第二節では証券市場について、第三節では証券発行市場・流通市場について述べていく。

5

第一節 証券とは

証券とは財産法上の権利・義務に関する記載がされている証書を指す。証券は財産価値の有無によって、証拠証券と有価証券の二つに分けることができる。証拠証券は事実を証明する証書で、預金証書、受領書などがこれにあたる。そのため、証拠証券自体に財産価値は無い。一方で、有価証券とは手形、株式、債券など財産価値を有する証書のことである。有価証券自体に財産価値があるので売買の対象となり、その権利を簡単に譲渡することができる。

10

第二節 証券市場

金融市場とは、資金余剰主体から資金不足主体への資金融通が行われる場である。資金融通の際の、仲介手段によって金融は間接金融と直接金融に分けられる。

15

図表 1-1 間接金融と直接金融の違い

	間接金融	直接金融
仲介役	金融機関	証券会社
リスクと責任	金融機関	投資家
資金融通方法	貸付	有価証券

20 (著者作成)

どちらの方法も資金融通をするということに変わりはないが、リスクの分担に違いがある。間接金融は資金余剰主体と資金不足主体の間に銀行や保険会社などの金融機関が介在する。金融機関は資金不足主体の発行する本源的証券を、資金余剰主体の好むリスク特性や流動性に変換して資金融通を行う。銀行の場合、リスクの高い企業への貸し出しをほとんどリスクのない預金という形にし

25

て提供している。間接金融では、貸し手にはリスクがほぼ無く、仲介している金融機関にリスクが発生している。反対に直接金融は間に証券会社が介在するものの、証券会社はリスクを背負わない。直接金融では、資金不足主体が発行した有価証券を資金余剰主体に直接パスする。そのため資金余剰主体である投資家が直接リスクを負うことになる。有価証券を用いた資金融通の行われる直接金融を、本論では証券市場とする。

第三節 証券発行・流通市場

証券市場は、機能面で発行市場と流通市場に分けられる。発行市場では、企業や政府などの資金不足主体が発行する株式や債券などの有価証券が資金余剰主体である投資家に一時取得される。流通市場では既に発行された証券が投資家間で売買される。ここでは、証券を売買することによって、投資家間での資金融通が行われる。発行市場で購入した証券を流通市場で現金化できるという安心感が無ければ、誰も最初の証券の所有者になろうとはしないだろう。発行市場でさまざまな証券が発行されなければ、流通市場の取引も行われまいだろう。このように証券の発行・流通両市場は密接に関わりあっている。よって、片方の活性化はもう片方の活性化に繋がる。

第二章 証券発行市場・流通市場

第二章では、機能面によって、発行市場と流通市場に分かれる証券市場をさらに細かく見ていきたい。資金調達の際に用いられる証券で代表的なものは株式と債券である。したがって、本章では取り扱われる証券の違いによって、株式発行市場・流通市場、債権発行市場・流通市場の4つの区分で説明をする。

25 第一節 証券市場の商品

まずは株式と債券についての説明から始める。

第一項 株式

株式とは株式会社が活動するために必要な資金を調達する目的で発行される証券だ。株式の特徴は3つある。株式資本は自己資本になること。株主は有

限責任であること。株主は株主の権利を有することだ。株式発行により調達した資金は企業の自己資本とみなされ返済する義務が無い。株主は出資した額以上の責任を負わない。これを有限責任制という。企業の業績が悪化し多額の負債を抱えても、株主は出資金が返ってこなくなるだけである。有限責任制は株式会社を発展させる工夫であり、これにより株式発行が広がることになった。投資家は株式を保有することにより、株主となり株主の権利を有する。株主の権利で代表的なものは以下の3つである(図表2-1)。

図表2-1 株主の権利

余剰金配当請求権	株式数保有数に応じて配当を請求
残余財産分配請求権	会社解散時、残余資産の分配
株主総会の議決権	株主総会で議決権を行使

10 (会社法より著者作成)

企業は基本的には事業を続けていくものなので、残余財産分配請求権を目当てに株式を保有することは少ない。株主総会における議決権は一株につき一議決権なので、大株主が企業経営に大きな影響を与えることになる。以上3つの権利を有するのが優先株である。株主総会の議決権を持たない株として、優先株と劣後株がある。優先株は余剰金配当請求権と残余財産分配請求権が他の株式に比べ優位にあり、劣後株は余剰金配当請求権と残余資産分配請求権が他の株式にくらべ劣位にある。

20

第二項 債券

債券とは株式同様、資金調達の際に発行される証券だ。しかし、株式発行により調達した資金と違い返済の義務がある。債券は発行された際、あらかじめ

期間が定められている。定められた期間を迎えると元本と利子が保有者に償還される仕組みだ。そのため、経営状況が悪くなっても、債権者に利息を支払う義務がある。債券は大きく国内公共債、国内民間債、外債の三種類に分けられる。国内公共債は国や地方政府が発行する債券、国内民間債は民間の企業が發行する債券、外債は国外の公的な主体と民間企業の發行する債券をどちらも含んでいる。

第二節 株式發行市場

株式發行市場は、資金不足主体である企業が株式を發行し、投資家がそれw
10 p 購入することによって資金を調達する証券市場である。株式發行市場を構成するプレーヤーは、資金不足主体である企業、發行された株式を購入する資金余剰主体である投資家、両者を仲介する証券会社などの金融機関である。

企業は財・サービスを提供し利潤を追求する主体である。その企業がビジネスを行うには、巨額の資金が必要になる。個人でその巨額な資産を賄うのには限界があるため、何らかの方法で、どこかから調達をしなければならない。
15 その時に用いられる方法のひとつが株式發行である。

株式發行の方法は三種類ある。株主割当、第三者割当、公募發行だ。株主割当は既に株主になっている投資家に対し、持ち株数に応じて新しく株式を發行する。第三者割当は特定の第三者に対して新しく株式を發行する。公募發行は
20 投資家に対して広く募集を行う。これらの發行方法では、發行後の既存株主の持分比率に与える影響が違ってくる。株主割当の場合、發行後でも持分比率が変わらない。よって、株主間の公平性にも変化はない。一方で、第三者割当や公募發行で株式を發行した場合、新規の株主が誕生することで既存株主の持分比率が低下し、株主総会での議決権が相対的に低くなることで企業経営に関し
25 ての影響力が弱まるってしまう。

上場企業が新たに株式を發行しようとしたら、流通市場での価格をもとに發行価格を決定できる。一方で、個人事業主が法人を設立(法人化)した際や、未公開企業では取引所で株式が売買されていないため、参考にする価格が存在しない。そのため、妥当な価格を何らかの形で推計する必要がある。

¹現在、非上場企業の株式を発行する際、発行価格を決定するのにブックビルディング方式が世界的に主流となっている。ブックビルディング方式では、引き受ける証券会社が仮の発行条件を提示して、投資家の需要を調べたうえで公開価格を決定する。

- 5 さらに、株式発行の方式にも種類がある。申込割当方式と総数引受方式の二つだ。申込割当方式は株主総会で決めた募集事項を引き受ける者に通知し、通知を受けた者が、その株式を引き受けるか判断し、申し込みを行う。そして株式を割り当てる。総数引受方式は発行する株式を全て引き受ける契約を結ぶ。こうすることで申込割当の手続きを省略することができる。このように企業が
- 10 さまざまな発行方法・手続きを経て資金調達を行う場が株式発行市場である。

以上のように企業が株式発行による資金調達をしようとしても、その株式を発行する対象、方式、価格の決定など、多くの選択肢がある。その中で企業はベストな方法で株式を発行している。

- 企業が株式を発行し投資家がそれを購入する際、証券会社などの金融仲介業
- 15 が間に入ってやり取りを行う。仲介者である証券会社は、アンダーライティング業務とセリング業務により企業が発行する有価証券を投資家にパスする。アンダーライティング業務とは、企業が増資などにより新しく有価証券を発行した際、その一部または全てを引き受け販売する業務である。売れ残りは証券会社が責任を負う。発行企業から証券会社は手数料を取る。セリング業務とは、
- 20 新規発行または既発行の有価証券を多くの投資家に購入するよう勧誘する業務である。セリング業務の場合、売れ残った証券を引き取る責任はない。この二つの業務を通して、証券会社は企業の資金調達を支援している。

では、発行された株式は誰が保有しているのか。投資家の比率は以下のとおりだ(図表 2-2)。

25

¹ 『証券論 History,Logic,and,Structure』 大村敬一・俊野雅司 有斐閣
2014年 p 52

図表 2-2 日本の株式における投資主体別保有状況

年度	金融機関 (%)	事業法人 (%)	外国人(%)	個人(%)
2016	28.4	22.1	30.1	17.1

(出所：日本取引所グループ 『2016年度株式分布状況の調査結果について<要約版>』 2017年 4ページ

(<http://www.jpx.co.jp/markets/statistics-equities/examination/01.html>))より

5 著者作成

上記の図から、株式を購入し保有する投資家の種類は4種類いることが分かる。金融機関(=機関投資家)と事業法人、外国人、個人の区分。事業法人とは、企業のことである。企業が株式を保有するのには、いくつか理由がある。他社の経営を支配する目的で企業は株を保有する。自社株の保有は、自社の株式を市場から買い戻すことだ。これによって、自社が保有する持ち株比率を上げて、買収を避ける効果や、発行済株式の総数が減るため、一株あたりの資産価値が向上する効果が見込める。株式の持合いは企業間で互いに株式を持ち合うことで、安定的に長期で株式を保有する株主の獲得や、企業間取引の強化のために行われる。

機関投資家は国民年金基金や信託銀行、保険会社などの金融機関を指し、顧客の資金をまとめて運用を行っている。資金をまとめて運用するため、取引の規模が大きいという特徴がある。取引規模が大きい市場への影響力も強く、市場における機関投資家の比率が高まる(機関化)が進展することで、価格形成などで様々な問題が発生してしまう。1960年代のアメリカでは、機関投資家によるキャピタルゲイン獲得を目的とした短期的な売買が行われ、株価の高騰が発生した。このような運用資産の大きな一部の機関投資家によって、市場が支配されると、取引所本来の目的である公正な価格の形成が実現しづらくなる。

外国人投資家は外国の個人投資家・機関投資家を指す。個人投資家は金融機関や事業法人とは違い、個人の保有する資産を用い投資活動を行っている。外国人投資家の比率が高いことは、それだけ日本の証券市場が注目されているということだ。外国人投資家の増加は、市場に流動性を供給するという点では、

望ましいことだが、市場が外国人投資家に左右されるという不安定さも生まれてしまった。

続いて、日本で株式発行がどのくらいの規模で行われているかを見てみよう(図表 2-3)。

5

図表 2-3 日本の企業の株式発行による資金調達の状況

(単位：百万円)

年	株券(新規上場以外)	株券(新規上場)	転換社債型新株予約権付社債	合計
2015	1,049,222	91,309	237,795	1,378,326
2016	85,247	118,017	87,546	290,721
2017(~8月)	240,049	42,095	65,654	347,800

注)転換社債型新株予約権付社債とは、その所有者が予め定められた行使期間内であれば、上場会社に対し上場会社の株式を、一定の行使価格で取得できる権利を表章する有価証券を発行した件数及び調達額を表している。

10

(出所：日本証券業協会『全国上場会社のエクイティファイナンスの状況 2017年』2017年『全国上場会社のエクイティファイナンスの状況 2016年』2017年『全国上場会社のエクイティファイナンスの状況 2015年』2016年

15 (<http://www.jsda.or.jp/shiryo/toukei/finance/index.html>)より著者作成

2015年には1兆3000億円以上の株式発行が行われていたが、2016年には29億円に落ち込んでいる。そして、今年は8月までで既に、去年を上回る34億円もの株式発行が行われている。過去三年間を比べてみても分かるように、

20 企業の資金調達は状況によって左右されているようだ。当然、企業は経済が上向いていると考えた時、設備投資を行う。この時には巨額の資金需要が発生する。企業が資金獲得に積極的な時とそうでない時とでは、発行市場で融通される金額に大きな差があることが分かった。

起業活動の活発化や、ベンチャー企業の育成のために、リスクマネーを供給する証券市場を活性化させることは必要不可欠である。そのために未公開企業の資金調達の間として、日本証券業協会はグリーンシート銘柄制度を1997年からスタートさせている。グリーンシート銘柄とは、店頭取引有価証券の要件を満し、証券会社が日本証券業協会に対して届出を行った上で、その証券会社が売買状況を継続的に提示している銘柄のことをいう。未公開株式の売買を可能にした制度だったが、取引銘柄数が減少したことで、2018年3月31日をもって廃止されることが決まっている。これに変わる制度として、2015年5月に株主コミュニティが組成された。これは、地域に根ざした企業などの資金調達を支援する観点から、非上場株式の取引のニーズに応える場である。証券会社が非上場企業の株式ごとに株主コミュニティを組織し、この中の投資化に対し投資の勧誘をする仕組みである。株主コミュニティ銘柄となった企業は投資化に対し、決算情報などの情報提供が求められるが、監査法人による会計監査を受けていない。そのため信用力に欠ける。さらに、株主コミュニティ銘柄は流動性が低いため、売買取引がすぐに成立するとは限らないなどの、非上場故のリスクも存在している。しかし、株主コミュニティの組成により、地元の非上場企業の株主優待を取得や、相続した上場企業の株式の売却や、会社のことを良く知っている人を株主コミュニティ内での資金調達が可能になる。

このような未公開株式市場の創設や取り組みにより、ベンチャー企業の資金調達が容易になり、成長し上場へと発展すれば、流通市場の獲得により資金調達はさらに加速して行い易くなり、取引所での銘柄数も増え証券市場は活性化するだろう。

第三節 債券発行市場

債券発行市場では、資金不足主体である企業や国が債権を発行することで、資金を調達する金融市場である。

第一項 債権発行の種類

債券の発行方法は、仲介者の有無によって間接発行と直接発行に分かれるのに加え、どの投資家に向けての発行なのかによって公募方式か私募方式かに分類される。

5 (1) 間接発行と直接発行

両者の違いは債券を発行する主体と購入する主体の間に、引き受け会社として証券会社等が存在するかどうかだ。間接発行は発行者にとっては仲介者に手数料を支払う必要があるが、一方で、事務手続きなどの雑務を委託することができる。直接発行は金融機関が自ら発行の際の事務手続きを行い、社債を発行
10 するため、仲介者が存在しない。

(2) 公募発行と私募発行

公募発行は不特定多数の投資家を対象としている。私募発行は特定少数の投資家を対象としている。公募発行では、募集、入札、売出に分類される。募集
15 は発行者が発行総額と発行条件を定め投資家に対して債券の購入を勧誘する方式である。この時証券会社等がアンダーライターとなり募集をかけるので資金が集まりやすくなっている。入札は発行総額を定め、発行条件を入札手続きで決める方式である。この入札方式は落札すれば自分の入札した利回りで債券の
20 購入をすることができるので債券購入者にとってのメリットが大きい。売出は発行総額を定めず一定の条件を出して債券の購入を受け付けるという方式である。発行者は応募があった金額をあった分だけ債券を発行するので募集や入札とは違い購入できないということはないという特徴がある。公募発行では、不特定多数の投資家を対象にファイナンスできるので、発行金額が多い場合には向
25 いているが、対象が不特定多数のため、有価証券報告書などの提出が義務付けられるなど、投資家保護の必要性が高い。一方で私募発行では、特定少数の投資家に向けて債券が発行される。この場合、発行者と投資者の間にもともと関係がある場合が多く投資家保護の必要性が低くなりその分、公募発行に比べて
低いコストで債券の発行ができる。

第二項 債券発行主体

日本の債券発行市場では、国債が大きなウエイトを占めている。これは国に社会保障政策、経済対策などで巨額の資金ニーズが存在するためだ。株式の発行ができない公的機関にとって、債券による資金調達⁵は重要である。発行された巨額の国債の大部分は、機関投資家が保有している。国債は発行体が国である。よって、他の社債や株式などの証券と違い、債務不履行リスクが圧倒的に少ない。そのため利子は低いが、顧客の信用を基に運用している機関投資家が保有している。

10 国債の発行比率が多いことは、社債の発行が難しかったという背景がある。一時期、日本では社債発行の際の有担保原則や社債発行限度額が定められていた。現在では撤廃されているが、このような制度が社債の発行を阻害し、企業の資金調達が銀行借入中心となった理由とも言えるだろう。

第四節 株式流通市場

15 株式流通市場は既発行の株式の売買が行われる場だ。発行市場で株式を取得した投資家は流通市場でそれを現金化できる。株式の売買は主に取引所を通じて行われる。個々の投資家が出す売買の注文を証券会社²⁰が取り次ぎ、取引所に集中させる。売買が取引所に集中することで、流動性が担保され²⁰ 合理的な価格が形成される。このように、取引所で形成された価格を参考に、企業は資金調達を行うため、取引所の役割は大きいものになっている。

取引所は現在では、東京証券取引所、名古屋証券取引所、札幌証券取引所、福岡証券取引所の四箇所。東証にはマザーズや JASDAQ といったベンチャー企業向けの市場も存在する。

図表 2-4 東証と全国上場株式銘柄数

年度	東証上場株式銘柄数	全国上場株式銘柄数	東証の比率(%)
2017.9	3566	3677	96.9

25 (出所：日本取引所グループ『統計月報(16-2 ページ)(<http://www.jpx.co.jp/markets/statistics-equities/monthly/index.html>)』)

2017年、『上場会社数・上場株式数(<http://www.jpx.co.jp/listing/co/index.html>)』
2017年より著者作成)

図表 2-5 日本の市場別売買代金

区分	当月売買代金	一日平均
市場一部	564,433	28,222
市場二部	11,814	591
マザーズ	16,300	815
JASDAQ	16,338	817
REIT	7,662	383
ETF	27,497	1,375
内国株の売買代金合計	644,108	32,205

5

(出典：日本取引所グループ『2017年9月及び2017年度上期(4-9月)の売買状況について(2ページ)』(<http://www.jpx.co.jp/corporate/news-releases/0063/20171002-01.html>))
2017年)

10

図表 2-4 より、日本の上場株式銘柄は、東証に集中していることが分かる。さらに図表 2-5 を見てみると、東証の中でも特に一部での売買取引が多い。国内にひとつ売買の活発な取引所に上場していれば、十分に資金調達が行えるため、地方取引所の存在意義は薄れてきている。

15

以上の取引所で株式の売買ができるようになることを上場(=IPO)という。上場することのメリットは、ファイナンス能力が強化されることだ。取引所に上場して株式が公開されれば、発行市場で株式を発行し易くなる。反対に、上場費用、財務諸表作成費用、株主総会の運営費用など、様々なコストが発生するというデメリットもある。東証の一部・二部とマザーズに上場するために満たさなければならない基準を下記にまとめた(図表 2-6)。

20

図表 2-6 東証における上場基準

審査項目	一部・二部(形式 用件)	一部直接上場	マザーズ
株主数	800 人以上	2200 人以上	300 人以上
流通株式数	4000 単位以上	2 万単位以上	2000 単位以上
時価総額	20 億円以上	250 億円以上	
事業継続年数	3 年以上	3 年以上	1 年以上
有価証券報告書 等の虚偽記載	2 年間無し	2 年間無し	1 年間無し

(出所：日本取引所グループ HP 上場審査基準

- 5 (<http://www.jpx.co.jp/equities/listing/criteria/listing/index.html>)より著者作成

10 上記のように取引所は上場の基準を定めている。企業が「持続的に事業を営み、かつ安定的な収益基盤を有しているか」や「企業内容等の開示を適正に行うことができる状況にあること」などの項目も審査項目として設けている。以上の厳しい基準・審査を合格できた企業のみを上場が許される。安定した経営基盤を持っていない、不正を働くような体質の企業が上場して、経営破たんなどの影響で投資価値が損なわれるような事態が起きると取引所や上場制度に対しての投資家の信頼が揺らいでしまう。こうなってしまうと、株式市場の運営に大きな支障が生じてしまう。よって、取引所は上場基準を設けて企業を審査

15 することで、市場に適格な銘柄だけを売買の対象としている。

このように、株式の売買を集中させて適切な価格を発見する機能を持つ取引所だが、競争環境は国境を越えて厳しさを増している。各国の市場は統合や、株式会社化などの手段を講じている。

- 20 2011年にはイギリスのロンドン証券取引所グループ(LSE)とカナダでトロント証券取引所などを運営する TMX グループが経営を統合すると発表した。それとほぼ同時期に、NYSE ユーロネクストとドイツ取引所も経営を統合する

と発表した。世界トップ 10 に入るような取引所が相次いで、経営統合をしようとした(図表 2-7)。背景には、取引所が株式会社として事業を拡大し、企業価値の極大化を図ろうとしていることがある。そのため、今まで取り扱っていなかった商品を取り扱う取引所との統合を行う。しかし、グローバルな市場の

5 統合には、壁が存在していて、LSE と TMX グループも NYSE ユーロネクストとドイツ取引所も統合は撤回している。取引所は有価証券市場として、その国の経済の基盤である公益性の高い機関である。そのため、取引所が外国資本によって支配されることは「国益に反する」という考え方もあり、グローバルでの取引所の統合は難しい状況だ。

10 取引所統合の波は、日本にも押し寄せている。2013 年に東証と大証が経営統合し日本取引所グループを形成した。取扱商品の拡充により国際競争力の向上も期待されての統合だった。統合後は、現物市場が東証、デリバティブ市場が大証に集約した。この統合により日本取引所グループは、時価総額で世界第 3 位の市場となった(図表 2-7)。

15

20

25

30

図表 2-7 世界主要取引所の時価総額 TOP10(2015年2月末)

(単位：百万米ドル)

No.	取引所名 (英文)	取引所名 (和文)	時価総額	対世界比
1	NYSE	ニューヨーク証券取引所	19,490,633	29.55%
2	NASDAQ OMX	ナスダック OMX	7,291,379	11.06%
3	Tokyo Stock Exchange	東京証券取引所	4,751,890	7.21%
4	Shanghai Stock Exchange	上海証券取引所	4,146,401	6.29%
5	Euronext	ユーロネクスト	3,544,319	5.37%
6	Hong Kong Stock Exchange	香港証券取引所	3,383,507	5.13%
7	Shenzhen Stock Exchange	深セン証券取引所	2,478,214	3.76%
8	TMX Group	トロント証券取引所	2,020,924	3.06%
9	Deutsche Börse	ドイツ証券取引所	1,859,639	2.82%
10	BSE India	ボンベイ証券取引所	1,696,822	2.57%
上位 10 取引所合計			50,663,729	76.82%
世界合計			65,950,784	

(出典：WFE（国際取引所連合）の公開データをもとに楽天証券が作成）

5 (<https://www.rakuten-sec.co.jp/web/special/worldcaprank/>)より引用

さらに、2015年6月から、東証をはじめとする金融商品取引所の上場規則上の制度としてコーポレートガバナンス・コードが定められた。全部で73の原則があり『それぞれの会社において持続的な成長と中長期的な企業価値の向上のための自律的な対応が図られることを通じて会社、投資家ひいては経済全体の発展にも寄与することになる²⁾』という考えにより策定された。以下の図表で、

図表 2-8 コーポレートガバナンス・コードの基本原則

1：株主の権利・平等性の確保
2：株主以外のステークホルダーとの適切な協働
3：適切な情報開示と透明性の確保
4：取締役会の責務
5：株主との対話

(出所：日本取引所グループ『コーポレートガバナンス・コード～会社の持続的な成長と中長期的な企業価値向上のために～』
 (http://www.jpx.co.jp/equities/listing/cg/)2015年)より著者作成

第二次安倍政権の成長戦略の一環として提言された。それまでの日本で、コーポレート・ガバナンスというと、リスク回避や不祥事の防止が目的といった守りのガバナンスとも言われる保守的な色の強いものだったが、この時、提言されたものは、企業価値の向上や持続的成長を目的としているため攻めのガバナンスとも言われる。

次に機関投資家に対する指針であるスチュワードシップ・コードについて説明する。2014年2月に、イギリスにならって日本版スチュワードシップ・コードが公表された。保有株式が多く、企業に絶大な影響力を持つ大株主である機関投資家の在るべき姿を規定したものである。スチュワードシップ・コードの原則7つを以下にまとめた。

²⁾日本取引所グループ『コーポレートガバナンス・コード～会社の持続的な成長と中長期的な企業価値向上のために～』
 (http://www.jpx.co.jp/equities/listing/cg/)2015年 2 ページ

図表 2-9 スチュワードシップ・コードの基本原則

1：スチュワードシップ責任を果たすための明確な方針を策定する。
2：スチュワードシップ責任を果たす上で管理すべき利益相反について、明確な方針を策定し、公表
3：投資先企業の持続的成長に向けて、当該企業の状況を的確に把握すべきである。
4：投資先企業との建設的な「目的を持った対話」を通じて、認識の共有、問題の改善を行う。
5：議決権の行使と行使結果の公表について明確な方針を持ち、投資先企業の持続的成長に資するものとなるよう工夫すべきである。
6：スチュワードシップ責任をどのように果たしているのかについて、顧客・受益者に対して定期的に報告を行うべきである。
7：投資先企業の持続的成長に向けて、投資先企業や事業環境等に関する理解を深め、当該企業との対話やスチュワードシップ活動に伴う判断を適切に行うための実力を備えるべきである。

5 (出所：『「責任ある機関投資家」の諸原則《日本版スチュワードシップ・コード》～投資と対話を通じて企業の持続的成長を促すために～』 金融庁 2017年 9ページより著者作成
(<http://www.fsa.go.jp/news/25/singi/20140227-2.html>)

10 スチュワードシップ・コードは、機関投資家に対して、投資先との規律ある関係を求めていることが図表からも分かる。株主である機関投資家の投資先企業の持続的成長を促し、顧客・受益者の中長期的な投資リターンの拡大を図ることを目的としている。

15 コーポレートガバナンス・コードは、企業に対して自社のガバナンス上の問題について、自律的な対応を求めている。一方で、スチュワードシップ・コードでは、機関投資家による間接的な企業のガバナンスを求めている。この二つのコードで、企業価値向上と持続的成長を後押ししていこうという動きだ。

第五節 債券流通市場

- 株式流通市場と同じく証券取引所を通じて取引を行う取引所取引と債券ディーラーや投資家間で直接、取引が行われる店頭取引の二つに分類される。株式流通市場では取引が取引所に集中していたのに対して、債券流通市場では店頭取引の比率が圧倒的に高い。図表 2-10 を参照。店頭取引が優位である理由として発行銘柄が多いことが挙げられる。満期で償還を向かえ、さらに新規で発行される何万銘柄もの債券をいちいち上場させて、株式のようにコードを割り振って取引を管理するのは難しいからだ。

図表 2-10 日本の債券売買金額

(単位：兆円)

年度	店頭取引	東証
1970～1974	96.1	2.6
2005～2009	47,983.4	2.2

(出所：『証券論 History, Logic, and Structure』 大村敬一・俊野雅司 有斐閣 2014年 189 ページ)

15

債券流通市場の店頭取引では、各債券ディーラーが独自に価格を提示し、他の債券ディーラーと取引を行う。そのため、債券ディーラーは各々連絡を取り合い売買の判断をする。取引所取引に比べて店頭取引は取引が煩雑で、投資知識や投資に割ける時間の少ない家計は参入がしづらい環境であると考えられる。

- 20 そのため債券店頭取引では、個人の売買額は小さい。

債券ディーラーとは証券会社などが自社の資金を用い債券市場で運用する担当者のことである。

- 25 債券流通市場には、株式流通市場の株価といったような企業の現状が分かる指数が存在しない。その代わり債券の発行者と投資家の間の情報の非対称性を解消するために債券格付けというサービスが生まれた。債券格付けとは、格付け機関が債券の発行体に対して元利金の支払いの確実性を評価したものである。格付けの高い債券ほど利回りが低く、格付けの低い債券ほど利回りが高くなる。

よって、企業は高い債券格付けを得られれば、債券発行による資金調達を割安で行えるようになる。

第六節 証券市場の機能

- 5 本章では、証券市場を株式発行・流通市場と、債券発行・流通市場に分けて説明をしてきた。以上のことを踏まえ証券市場の役割とは何かについて今一度、確認し、そして役割を果たす上で必要な要因とは何かについて明らかにしていきたい。

10 証券市場では、企業や国の資金調達と投資家の資産運用が行われている。投資家は収入>支出となっておりお金が余っている状態であるため、どこかで運用をするインセンティブがある。一方で企業は収入<支出となっているため、どこかで資金調達をするインセンティブがある。この両者が出会うのが証券市場である。よって、証券市場の役割は、企業や国が資金調達をする際の手段を提供することと、投資家が資産を運用する手段の提供である。

- 15 企業が発行市場で資金調達をする際の手段を提供するという役割を果たす上で必要とされる要因は、投資家が増え、流通市場での売買が活発であることが考えられる。証券を購入する主体である投資化が多く存在していれば企業や国は証券の発行がしやすくなるだろう。さらに流通市場での売買が活発であれば、企業に対して、投資家の評価が高いことのシグナルになる。売買が活発に行われれば、当然、発行市場での買い手もつき易く資金調達が用意になる。

25 投資家が資産を運用する手段を提供するという役割を果たす上で必要とされる要因は、不正行為の無い市場であることが考えられる。企業が自社の情報を偽ることなく開示することや、投資家が企業の公表前の極秘情報を入手し、それを基に証券の売買をするインサイダー取引を取り締まることなど、市場参加者による不正で損をしないようにすることが重要である。そのためには、監督・監視が必要不可欠であり、前述したように、厳しい上場基準や審査があり、監査法人や金融庁が常に市場に目を光らせていて、コーポレートガバナンス・コードやスチュワードシップ・コードといった制度も定められた。

第三章 証券市場の活性化の必要性

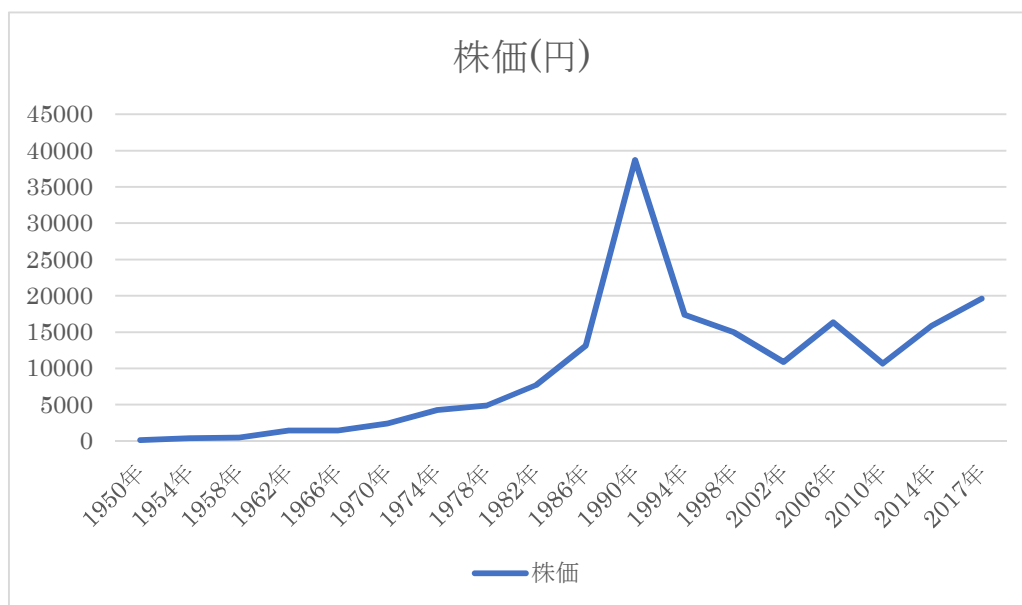
第三章では、証券市場の活性化の定義づけを行い、なぜ、証券市場を活性化させる必要があるのかを説明する。

5

第一節 証券市場の活性化とは

活性化とは「沈滞していた機能が活発に働くようになること」である。証券市場における沈滞していた機能とは株価の上昇である。バブル崩壊後、日本経済は「失われた 20 年」とも言われひどく低迷していた。株価は企業
10 に対する投資化の期待を反映したものと言えるので、日本の経済状況を反映して、株価も長い間、上昇しなかった。(図表 3-1)

図表 3-1 戦後の日経平均株価の推移



15 (出所：ヒストリカルデータ 日経平均四本値 年次データ

2017(<https://indexes.nikkei.co.jp/nkave/archives/data>))より 著者作成

このことから、証券市場の活性化を株価の持続的な上昇であると定義する。株価は売買の需給によって決まる。よって、株価の上昇には買い注文
20 が多く発生することが必要になる。株価が持続的に上昇していけば、それ

だけ、企業が資金調達をしやすい状況であり、投資家は株式を保有しているだけで財産が膨れ上がっていくため、資産形成にも役立つ。

第二節 活性化の必要性

- 5 現在、日本では少子高齢化の進展により、年金受給者の増加と年金を納める現役世代の減少が発生している。そのため、公的年金の制度維持が困難になってきている。公的年金が老後の生活を営むに耐えうる資産形成手段とはならないのである。よって、家計は自助努力による資産形成が求められている。

- 10 企業目線からでも証券市場の活性化は必要不可欠である。活性化が達成された状態であれば、企業はビジネスチャンスを見つけた際、速やかに証券市場での資金調達ができる。日本経済の発展を担う企業の、活動資金の供給がなされる場であるため、一国経済という観点から見ても証券市場の活性化は必要なのである。

15 第四章 証券市場活性化に向けた課題

第四章では、証券市場の活性化に向けた課題を明らかにしていく。投資家層拡大のための課題と、投資を魅力的にするために導入されている制度、これから導入される制度について説明し、その課題も明らかにしていく。

20 第一節 個人投資家の課題

前章で投資家層の拡大が必要であると説明したが、そのためには家計にアプローチすることが最良だと考える。まず、日本の家計が持つ金融資産が非常に多い。(図表 4-1)

図表 4-1 家計の金融資産残高

(単位：兆円)



5 (出所：日本銀行『資金循環』(<http://www.boj.or.jp/statistics/sj/index.htm>)/2017年より著者作成)

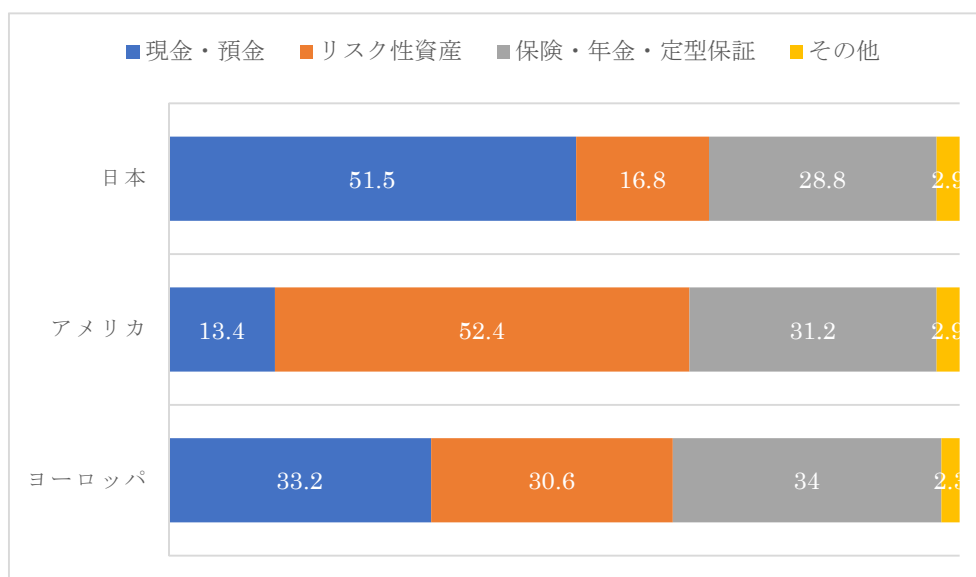
日本の GDP が約 500 兆円であると考えると、家計は長らく多くの余剰資金を持っていたことが分かる。では、この家計の持つ 1800 兆円もの金融資産の

10 内訳はどのようになっているのだろうか(図表 4-2)。

15

20

図表 4-2 家計の金融資産構成



(出所：日本銀行調査統計局『資金循環の日米欧比較』2017年
(<https://www.boj.or.jp/statistics/sj/index.htm/>))

5

諸外国に比べて、日本の家計の金融資産は現金・預金に偏っていることが分かる。

現金・預金の比率が 51.5% もあり、債務証券、投資信託、株式からできているリスク性資産の保有は 16.8% に留まっている。家計の持つ金融資産のうち現金・預金に偏った資産構成をリスク性資産に動かしていければ、巨額の資金が証券市場に流れ込む。個人投資家は投資の余地があり、しかもその効果が大きいのだ。さらに、日本証券業協会が個人投資家に対して行ったアンケート³では、個人投資家の半数以上が長期保有を前提にした値上がり益や配当、株主優待を目的として、株式を保有していることが分かる。株式の長期保有は、安定的な株主になることなので、企業からしても個人投資家の増加はメリットになる。そして、個人投資家が投資を始めるきっかけの約 3 割が知人に進められてだった。このように証券市場活性化のため個人投資家は意義のある存在だ。

10

15

³ 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（概要）2017年 6 ページ

http://www.jsda.or.jp/shiryo/chousa/kojn_isiki/files/20141010honbun.pdf

では、なぜ日本の家計は低率な銀行預金という形で資金を眠らせていて、投資を行わないのか。総務省統計局が行った調査⁴では、二人以上世帯における2016年平均の1世帯当たり貯蓄現在高は1820万円で、貯蓄年収比は296.4%となっている。日本の家計は、年収の約3倍もの額を貯蓄している。しかし、このうちの勤労者世帯の平均は1299万円で貯蓄年収比は181.7%となっている。そして、高齢者世帯の約3分の1が貯蓄現在高で2500万円を超える。そのため、日本人の貯蓄が多いというよりは、高齢者の貯蓄が多いことが分かった。高齢者は定年を向かえ、老後の医療や介護などに備えて、受け取った退職金を貯蓄している。その高齢者の人数と額が多いため、日本人トータルで見ても貯蓄が多い。この多額の貯蓄を少しでも証券市場に流れさせる方法を考えたい。

資未経験者を対象に行ったアンケート⁵では、資産形成のための有価証券投資の必要性を聞き、「必要ない」と答えたのは全体の83%だった。そして、投資は必要ないと思う理由として、一番多く挙げられたのは「そもそも投資に興味がないから」(60%)だった。その次に多い意見が「投資は損をするリスクがあり、怖いものだと思うから」(34%)で「自分には投資の知識がなく、投資を資産形成に役立てられるとは思わないから」(29%)と続いた。このことから、投資未経験者が投資を行わない理由として、投資について詳しく知る機会がないことや、投資に対するイメージが悪いといったことが考えられる。したがって、投資について詳しく知る機会を与え、投資が資産形成に役立つと分かれば個人投資家が増えるだろう。とはいえ高齢者が投資について新たに学ぶというのは難しく、短期的に高齢者に投資を促すことは困難である。しかし、中長期的に見て投資教育を受けた若者が成人し、投資の経験を積んだ後に高齢者として巨額の資産を持った時には、投資行動を行う可能性は高いと言える。

25

第二章 現行制度の課題

⁴ 総務省統計局『家計調査年報(貯蓄・負債編)平成28年』 2017年
(<http://www.stat.go.jp/data/sav/1.htm>)

⁵ 金融庁「国民のNISAの利用状況に関するアンケート調査」(2016年2月実施)(<http://www.fsa.go.jp/common/about/research/20161021-1.html>)

現在、「貯蓄から投資へ」の流れを促進する制度として、金融庁が NISA、厚生労働省が確定拠出年金を導入している。

- 5 NISA とは、小額の投資を非課税にする取り組みである。2014 年から金融庁主導で導入された。イギリスの ISA(Individual Savings Account(個人貯蓄口座))を参考に、日本版 ISA として NISA が出来上がった。現在では一般の NISA、ジュニア NISA が開設されている。さらに来年 2018 年 1 月からつみたて NISA が開設されようとしている。各 NISA の基本情報をまとめたものが下図だ。

10 図表 4-3 各 NISA 基本情報

項目	NISA	ジュニア NISA	つみたて NISA
開始年月	2014.01～	2016.04～	2018.01～
利用可能者	日本に住んでいる 20 歳以上	日本に住んでいる、0 歳～19 歳	日本に住んでいる 20 歳以上(※1)
非課税投資額上限	毎年 120 万円	毎年 80 万円	毎年 40 万円
非課税期間	最長 5 年間	最長 5 年	最長 20 年間
口座開設期間	2014 年～2023 年	2016 年～2023 年	2018 年～2037 年
払い出し	制約なし	18 歳まで払い出し制限あり	制約なし

(出所：金融庁 HP(<http://www.fsa.go.jp/>))より著者作成

※1…つみたて NISA と一般の NISA のどちらか一方しか、利用できない。

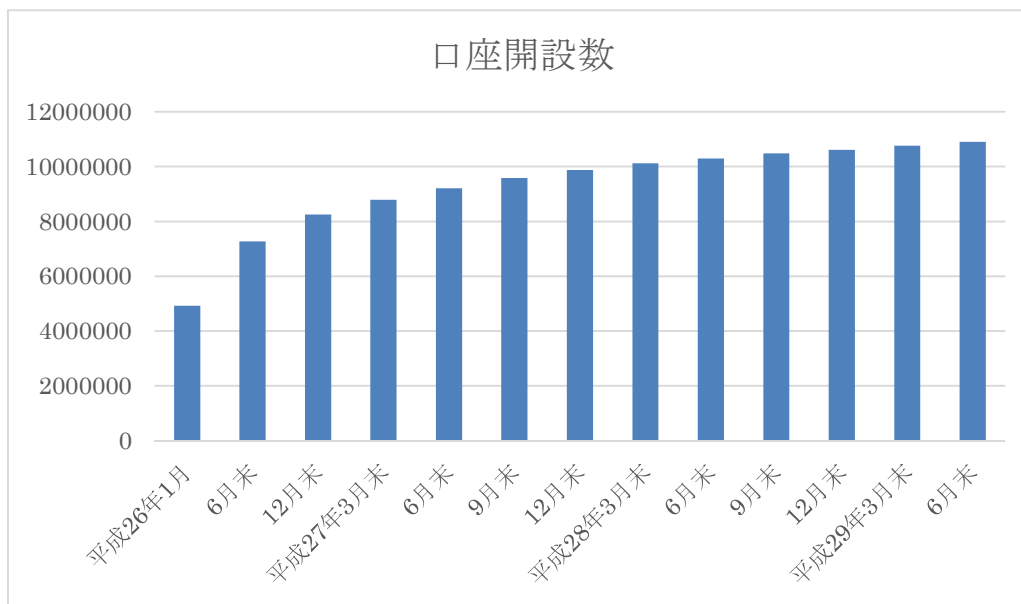
(1)NISA

- 15 NISA では、金融商品に投資した時にかかる税金を 100 万円の投資まで、非課税にできる。通常は株式などの金融商品に投資した際、得られる配当や売却して得た利益には約 20%が課税される。この税制優遇が 5 年間受けられる仕組みが NISA である。NISA 導入の目的は国民の資産形成を促すた

め、家計部門に眠っている巨額の資産を証券市場に移動させるための二点だ。「貯蓄から投資へ」の流れを促進させて、企業は成長資金を獲得、家計は潤い、両者がさらなる投資を行うという好循環を生み出すことが期待された。

5

図表 4-4 NISA 口座開設数



(出所：金融庁『NISA 制度の効果検証効果』平成 28 年 10 月 3 ページ、
『一般 NISA・ジュニア NISA 口座の利用状況調査(平成 28 年 9 月末時点)1
10 ページ』、『一般 NISA・ジュニア NISA 口座の利用状況調査(平成 28 年 12
月末時点)1 ページ』、『一般 NISA・ジュニア NISA 口座の利用状況調査(平成
29 年 6 月末時点)1 ページ』、)

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

(<http://www.jsda.or.jp/shiryo/chousa/nisajoukyou.html>)

15 より著者作成

2017 年 6 月末で NISA の口座開設数は、1090 万 2286 口座である。買付額は 11 兆 1879 億 6216 万円にも及ぶ。開設から 3 年余りで多くの人を取り込み非課税というメリットにより売買へ導いてきたことが分かる。しか

し、問題点も多くある。金融庁が行ったアンケート⁶では、NISA 口座の稼働率は平成 27 年 12 月末時点では、46.5%と半数に満たない。せっかくの制度を投資家は有効に活用できていない。投資をしない理由として、上位を占めるものは「小額から投資可能なことを知らない」や「投資の知識がないから」だった。これら NISA 口座を開設しても稼働させない投資家は投資の知識が足りていないことが分かる。さらに、NISA の口座開設期間の延長を求める声も大きい。開始 4 年余りで 1000 万人以上に広がった NISA だが、2023 年でサービスが終了してしまう。これからも利用者が増加することを考えると 2023 年に終了してしまうのは惜しい。よって、稼働率が低いことと、口座開設期間が 2023 年までであるということが NISA の問題点である。

ジュニア NISA は、NISA を利用することができない 0~19 歳の未成年を対象にした小額投資非課税制度である。家計の資産は年齢別で見ると高齢者がその多くを保有している。図表を見ても NISA の口座開設者は圧倒的に高齢者に多い。ジュニア NISA は、子や孫の将来に向けた資産運用のための制度であり、高齢者に偏在している資産を若者にシフトさせることを目的に、金融庁が 2016 年 4 月から導入した。

ジュニア NISA では、親権者が代理で資産運用を行うことができ、非課税期間は NISA と同じ 5 年間となっている。投資上限額は毎年 80 万円となっていて、対象の子どもが 18 歳を迎えるまで、払い出しはできない。上限額である 80 万円の投資を 5 年間、0 歳の頃から行ったとして、子どもが 18 歳になるまでの 13 年間は払い出しが出来ないのだ。これだと突発的な資金需要に対応できなくなってしまう。子どもが 20 歳を迎えると、自動的に NISA 口座が解説される仕組みとなっている。ジュニア NISA から NISA へさらなる投資を促せる仕組みだ。

つみたて NISA の一般 NISA との違いは、年間の非課税投資額と非課税期間だ。NISA の 120 万円を 5 年間に対し、ジュニア NISA では 40 万円を 20 年間となっている。NISA に比べて小額で長期間となっているのだ。こ

⁶ 金融庁 『NISA 制度の効果検証結果』 2016 年
(<http://www.fsa.go.jp/policy/nisa/20161021-1.html>)

これは「長期・分散・積み立て・低コスト」といった投資の原則を多くの人に実践してもらうための制度となっている。そのため、一度に40万円全額の投資ができない。毎月3万円といったように積み立てでしか投資ができないのである。「分散・低コスト」を促すために、一度に多くの銘柄に投資

5

10

2018年1月からスタートしようとしているつみたてNISAだが、日本証券業協会によると、つみたてNISAの利用意向者は13.6%に留まっている。そのため普及がうまくできていない。投資未経験者が投資をしない理由でも明らかのように、投資未経験者は情報を持った上で投資をしないという選択をしているわけではない。そもそも投資への興味や知識が欠けないから投資をしていないのだ。このような層に制度の理解は難解である。そのため、つみたてNISAの普及にも、投資教育が不可欠である。さらに、NISA、ジュニアNISAと同様に効果を発揮し続けるためにも恒久化が必要だ。

15

20

つみたてNISAの投資対象は手数料が0.5%未満のものがほとんどと低いものに限定されている。そのため、証券会社はシステム投資や運用報告書の印刷、送付などのコストを考えると、当面は赤字が確定してしまう。これにより、証券会社は導入に消極的だ。

(2)確定拠出年金

25

確定拠出年金とは、厚生労働省が2001年から導入した老後の資金を作るための制度である。年金の一階部分にあたる国民年金、二階部分にあたる厚生年金のさらに上の三階部分にあたるのが確定拠出年金である。中小零細企業や自営業者に確定給付型年金は普及しておらず、また離転職の際、年金資産の持ち運びができなかった。それに対応する目的で確定拠出年金は作られた。確定拠出年金は、拠出された掛け金が個人ごとに区分され、掛け金とその運用収益に

よって年金給付額が決定される。企業が掛け金を拠出する企業型と、個人が掛け金を拠出する個人型(iDeCo)の二種類がある。一般的な確定給付型の年金だと運用は専門家に任せているが、確定拠出年金では加入者自身が金融商品(投信や定期預金)を選択し運用する。そのため、損失が発生しても自己責任となる。年金給付額が確定していないことや60歳まで引き出しが出来ないなどデメリットがある。一方で、税制優遇が大きいというのが、確定拠出年金の特徴である。掛け金に所得税・住民税が課されない、積み立て期間中は、運用益が非課税になる、さらに受け取る際にも公的年金等控除や退職所得控除が適用される。税制優遇が大きく、iDeCoは加入対象者が拡充され原則、誰でも加入が出来る状態である。2001年に制度が始まった確定拠出年金だが、現在では利用者は700万人近くに達し、資産残高は約11兆円である。確定拠出年金は働く現役世代の投資を促す良いきっかけになっていると言えるだろう。

しかし、確定拠出年金を用い運用らしい運用をしている人は少ない。長期運用のためには、株式や債券を自分に合った割合に維持する「リバランス」重要である。例えば、株式の値上がりで保有資産の株式の割合が相対的に大きくなった時には、株式を売却し、債券を買い増すなど自分にあった資産構成を維持するための売買(スイッチング)をする必要がある。このスイッチングを行う時の売買益が非課税になることが確定拠出年金のメリットなのだが、有効に使えている人は少ない。こういった人々の課題もやはり、投資教育だ。

20

第五章 今後の国内証券市場の活性化に向けた提案

第五章では、第四章で明らかになった課題を解決し、証券市場の活性化につながる提案を行う。

25 第一節 投資教育

投資未経験者が投資を必要ないと思う理由として、興味が無いことや、損をするリスクがあるなどが挙げられていた。そのため、投資教育を行い投資に対しての理解を深め資産形成に役立つことだと分かれば、おのずと投資未経験者

の意識は投資に対してのプラスイメージに変わっていくはずだ。さらに、現在 NISA の口座を持っている人や確定拠出年金の利用者で上手く運用を行えていない層も、その原因は投資の知識が無いことなので、現行制度の効果をさらに高めるためにも投資教育は必要である。NISA、ジュニア NISA、つみたて NISA

5 制度は投資初心者、未経験者に対して素晴らしい取り組みであることは事実である。しかしながら投資に興味が無い者にとっての認知度は未だに低いのも事実だ。認知度が低ければどんなに素晴らしくても分かってもらえない。投資教育を本格的に始めて子どもが知識を付けても大人が知識を付けなければ浸透するまでかなり時間がかかる。認知度を広めるには投資教育の他に様々なアプ

10 ーチが必要である。例えばジュニア NISA を薦めたいのであれば、子どもを持った親にアプローチをかけるために、小学校でプリントの配布や、病院や産婦人科にポスターを貼るなど、幅広い手段を用いることが必要になる。

子どもに投資教育を行う上で必要になってくるのが、学校の協力だ。日本証券業協会が 1996 年から提供している「株式学習ゲーム」というものがある。

15 このゲームを行った学校の生徒の 6 割以上が政治・経済に関心を持つようになった、株式を身近に感じるようになった⁷。

「株式学習ゲーム」中学校、高校で導入ができれば、学生に投資への関心を持たせられる。なので、我々は学校教育での「株式ゲーム」を用いた投資教育を提案する。

20

第二節 各 NISA の恒久化

投資教育の効果をさらに高めるためにも各 NISA の恒久化を提案する。投資教育を受けた層が成人し、通常の投資に比べ、少額で運用でき非課税というメリットもあるハードルの低い NISA を利用しようとしても、口座開設期間が終

25 了していたら投資教育の効果も弱まってしまうためだ。各 NISA が恒久化されることによって、投資教育を受けた投資家が、子どもができた時にジュニア

⁷ 日本証券業協会『平成 27 年度「株式学習ゲーム」の実施状況と参加校からのアンケート調査結果について』

(http://www.jsda.or.jp/manabu/curriculum/images/game_questionnaireH26.pdf)

NISA を開設でき、さらにその子どもが成人した時には、NISA 口座に乗り換えるといったような NISA を用いた投資の循環ができる。

第三節 投資ファンド

5 私達はこの証券市場の抱えている問題に対して投資教育、NISA の他に「地方ファンド」という新たな取り組みを提案する。

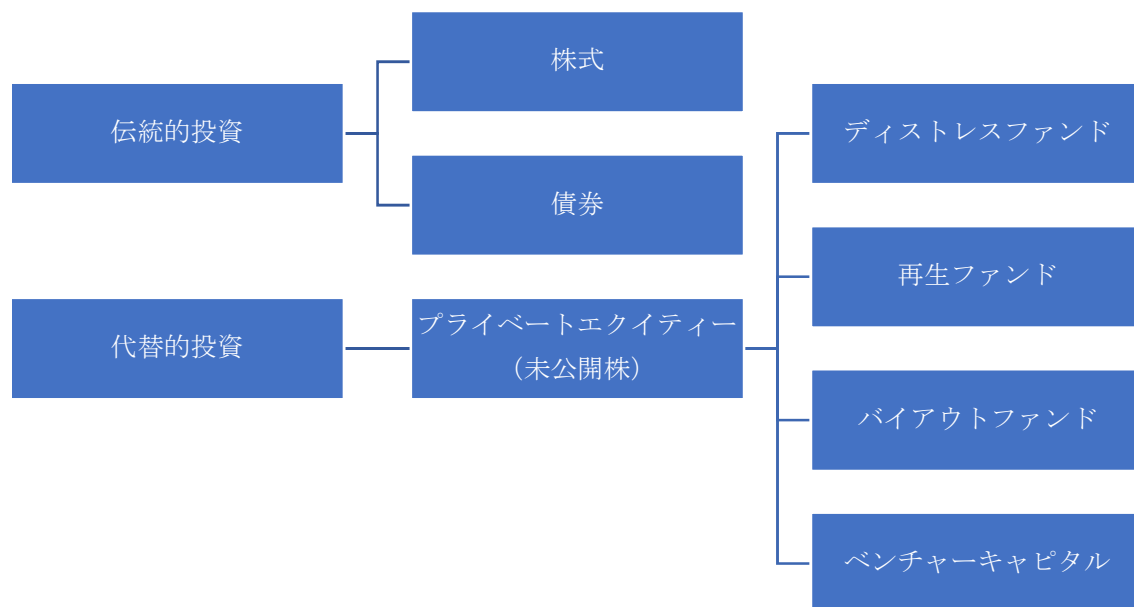
地方ファンドとは公営のファンド、つまりは地方政府が管理するファンドのことである。ファンドは投資信託という意味で投資家から集めたお金を元手に投資するというものである。そのファンドの運営を地方政府が行うというものである。

10

地方ファンドの運営方法はベンチャーキャピタル、またはバイアウトを主軸とし中小企業の投資申請に対し審査を行い、審査を通った中小企業の投資を個人投資家に呼びかけお金を集め、その中小企業の経営を地方ファンドが担うというものである。

15

図表 5-1



出典：(著者作成)

図 5-1 は投資の種類を簡易的に表した図である。個人投資家が一般的に売
買できる投資手段は伝統的投資と呼ばれる株式や債券での投資である。上の図
で挙げたファンドは未公開株の購入時期で決まる。ディストレスファンドや再
生ファンドは長年経営をやってきた企業が業績不振で昔より企業価値が落ち込
んでいる時に投資を行うファンドである。ベンチャーキャピタルやバイアウト
5 ファンドは企業が起業する時や起業してから間もない時期で企業価値が全くな
い状態から軌道に乗って企業価値が高まってきた時に投資を行うファンドであ
る。地方ファンドはその四種類の中からベンチャーキャピタルとバイアウトの
二種類を中心に行うファンドである。

10 図表 5-2

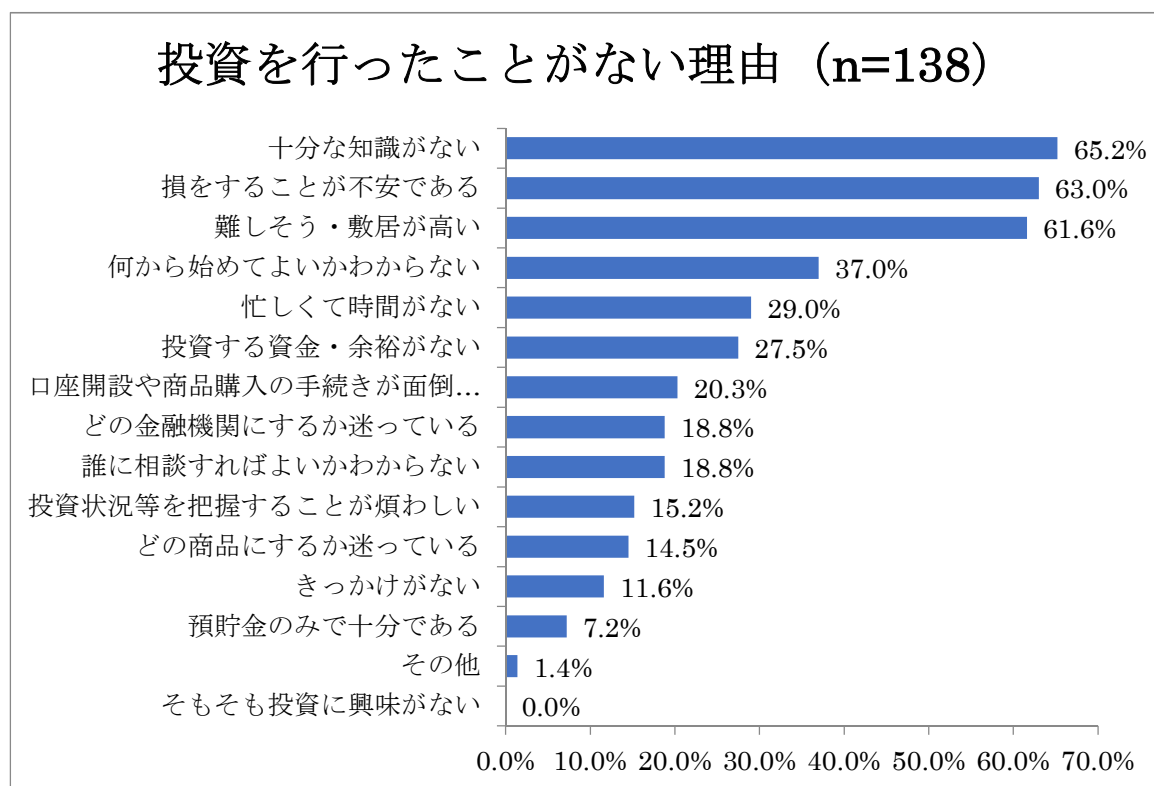
	銀行預金	投資信託	地方ファンド
金融仲介機関の 性格	自己の資金とし て運用または貸 出を行う	集めた資金はす べて企業など有 価証券の発行者 へ渡す	集めた資金は一 部を残し企業な ど有価証券の発 行者へ渡す
リスクの負担	金融機関	投資家	投資家地方ファ ンド
貯蓄者の元本	保証あり	保証なし	多少保証あり
貯蓄者の収益	確定	変動	変動
仲介機関の収益	利ざや収入	手数料収入	手数料と税収

出典：図解早分かり投資信託入門（2000）著者 田村侑一 研修社 p.19によ
る図表を一部修正

この地方ファンドのメリットは六つある。一つ目は公的機関が運営している
15 のので個人投資家が比較的安心して投資ができること。二つ目は個人投資家が
通常だと投資がしにくい未公開株に投資ができること。三つ目は中小企業の資
金調達に役立つこと。四つ目はベンチャー企業の資金調達ができること。五つ
目は企業が発展して売り上げが伸びると税収が増えること。六つ目は地方にお
金が供給されることである。

20 一つ目のメリットについて図表 5-3 を見て欲しい。

図表 5-3 投資を行ったことがない理由



出典：金融庁 HP 野村研究所（2015）「若年層を中心とした個人による投資

5 の現状と NISA の利用促進に向けた課題に関する調査」によるグラフを一部修正

<http://www.fsa.go.jp/common/about/research/20151001-1/02.pdf> 2017年10月24日アクセス

10 グラフを見ればわかるとおり投資を行わない人の主な理由は投資の知識が無い、不安、時間が無いといったものが挙げられる。こうした投資に対するネガティブな意見を持つ人でも投資を始められるのが地方ファンドというものである。地方ファンドという公的機関が投資の仲介をすれば安心感が得られ尚且つ投資や経営の深い知識を持たなくても運営は地方ファンドが行うので気軽

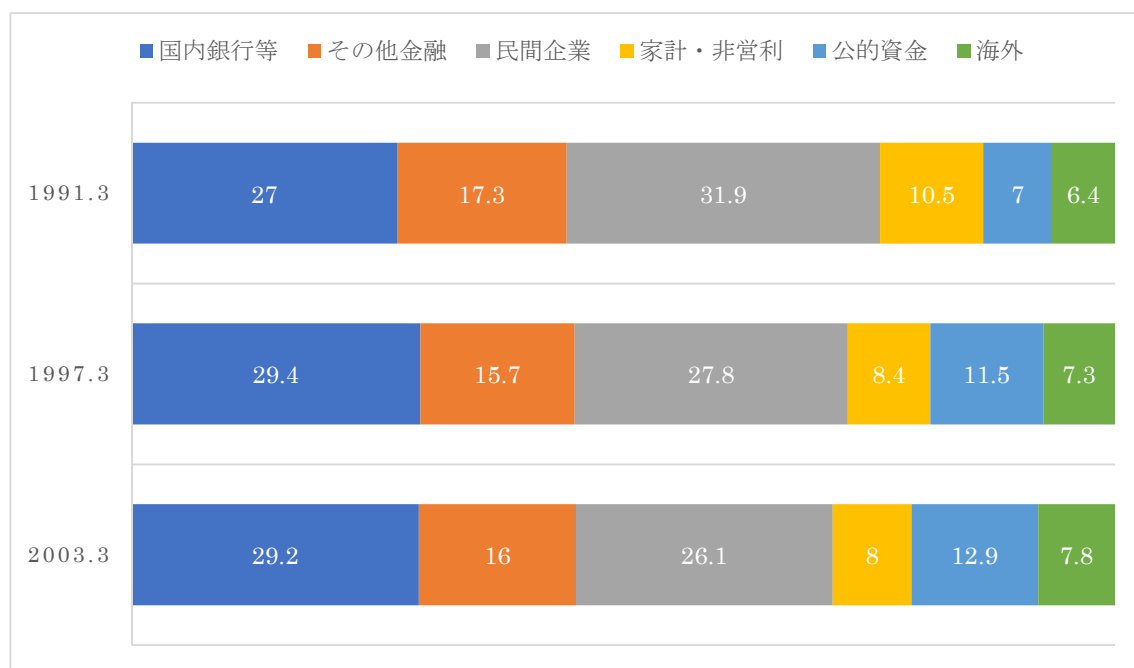
15 15 軽に投資することができるのだ。

二つ目のメリットは未公開株の購入である。個人投資家はエンジェル投資家でもない限り未公開株に対して投資をする機会はほとんどない。中小企業やベ

ンチャー企業の多くは未公開株である。しかしファンドという形を使えば個人投資家でも未公開株に対して投資ができるのだ。これは地方ファンド固有のメリットではなくファンドが持っているメリットである。

三つ目のメリットは中小企業の抱えている資金調達問題が解決できるというものだ。

図表 5-4 企業への資金供給部門構成



(出所：日本銀行『資金循環統計の国際比較』2013年

10 (https://www.boj.or.jp/research/brp/ron_2003/ron0312a.htm/))

図表 5-3 からわかるように日本の企業の多くは資金調達を銀行からの借入で行っている。銀行から借入をするとそのお金を返さないといけない負債扱いである。元のお金に利子を付けて返さないといけないのだが銀行からの信用が低い中小企業には利子が高いのである。中小企業における銀行借入の金利は0.9%~3.5%が一般的で企業の体力や銀行の種類で変動する。中小企業は体力が少ないと格付けされるため利子が高くなってしまいうという理屈である。しかし地方ファンドが資金調達の手助けをしてくれることで銀行からお金を借りることが少なくなるのだ。

四つ目のメリットはベンチャー企業の資金調達が簡単になる。ベンチャー企業の資金調達が簡単になるとその分だけベンチャー企業が日本で起業しようと集まってくるはずだ。ベンチャー企業の技術革新が日本を支える。またベンチャー企業は雇用をもたらしその周りの地域経済を活性化させるという外部効果があるのだ。

五つ目のメリットは投資を行った地方の企業が業績を伸ばしていけば当然売上も伸びて法人税が増える。また労働者の賃金が増え所得税も増える。これは所得税や法人税を納める先である国のメリットである。

六つ目のメリットは地方活性化をしたいと思っている地方公共団体の資金調達ができるということである。またその地方の中小企業が育つことでその企業に就職した人が住民となり住民税、固定資産税、自動車税を払うため地方の税収が増えるというものである。これは国ではなく地方のメリットである。

またこの他に個人投資家が地方ファンドに一定額の投資をするとふるさと納税制度と同じようにお礼が貰えるようにできることを検討している。これは通常ファンドでは貰うことの出来ない株主優待券の代わりに貰えるというものだ。ふるさと納税制度は日本でブームを巻き起こした制度で日本人なら誰でも知っている制度である。その延長線上に地方ファンドという存在を置くことでより身近な存在として認識してもらえ、個人投資家が株主優待券に興味を持ち、地方ファンド投資から株式投資への移行を促すことができる。

この地方ファンドの先がけとして地方自治体が行っているファンドが既にある。このファンドは企業債などを指しているのではなく自治体の持っている基金を基に収益などを企業育成に用いるものでこれは助成金や補助金の類いのものである。各地域で振興したい産業や政策に重きが置かれているのはもちろん。その地域産業のブランド育成や地域活性化に関するものなど目的は多岐に分かれている。この地方自治体のファンドを基に作られた地方ファンドは証券市場の活性化のみならず地方活性化という意図も含まれているのである。

株式コミュニティという未公開株式を購入できる制度がある。これは証券会社が日本国内の非上場株式を特定の投資家に対して投資勧誘するというものだ。こちらも地方ファンド同様に地方に根ざした取り組みであるが株式コミュニティ制度は日本証券会社が定めた制度で日本証券会社が指定した証券会社でしか

組成・運営ができないというものである。対して地方ファンドは国が定めた公営事業である。私営か公営かというのは大きな違いがある。また株主コミュニティはファンドでは無いので地方ファンドは全く違う切り口の取り組みである。

5 以上のように地方ファンドには個人投資家、中小企業、国、地方にも多くのメリットがある。個人投資家が増えれば企業の資金調達が増える。企業が業績を伸ばせば労働者の所得が増え、消費と投資が増える。それがまた企業を潤すという好循環を生み出す。国や地方はその手助けをすることで税収も増え、自然と景気もよくなるのだ。

10 しかしながらこの地方ファンドの提案にもデメリットは存在する。そのデメリットがこの好循環を生み出さない可能性があるなのでそのデメリットを挙げ、その対策も論じる。

15 地方ファンドのデメリットは三つあり、一つ目はベンチャーキャピタルなのでリスクが高いこと。二つ目は投資したお金を持ち逃げされるいわゆる詐欺行為が行われる可能性があること。三つ目は経営権を取られたくないから株式を未公開にしている企業もあること。

一つ目のデメリットは通常の株式投資でもある倒産のリスクというものがベンチャーキャピタルの場合高い。投資の初心者である個人投資家がメインターゲットの地方ファンドにとってこの高リスク問題は大きいのだ。

20 二つ目のデメリットは今現在行われているクラウドファンディングという投資方法でも問題となっている詐欺行為が横行する危険性があるのだ。一つ目のデメリットと同じく投資初心者にとってはかなりの高リスクである。

25 三つ目のデメリットは株主の権利の問題である。株式を所有している株主は経営に参加する権利を持っており企業は株主総会の経営判断に従わねばならない。それでは企業の思う通りに事業が進められない。そのため株式を発行しても親戚や身内などが保有している状態にして上場を行わない未公開株の形をとっているのだ。企業が成長して未公開株から公開株になった時に株式は通常よりも高値で取引される。地方ファンドはその売買で得たリターンを個人投資家に渡す仕組みなので公開株にならなければ大きなリターンが手に入らず投資家のリスクだけが高くなってしまふのだ。

30 一つ目と二つ目のデメリットを解決するには地方ファンドの持つ公営であ

るという特徴を使う。投資をしてほしい企業は地方ファンドに申請を行う。地方ファンドは投資を行っても大丈夫な企業かどうか審査を行う。企業の業績は伸びているか、資金調達のための理にかなっているか等基本的な審査を行う。

この審査に国が持つ個人情報を使い経営者がどのような人物かどうかの審査も加えることでデメリットを限りなく少なくさせることができる。大企業や公開株の企業は社長の一声だけでは簡単に事業は動かないが中小企業や未公開株の企業は動いてしまう。それゆえこの個人情報を元に行う審査が重要な意味を持つのだ。その審査を通った企業が地方ファンドを介して投資を受けられるのだ。また図表 5-1 にも載っているが地方ファンドには多少ではあるが保証を付けるので他のファンドと比べ投資のリスクも低くなっている。投資というのはどうしてもリスクがあるものである。しかし限りなくリスクを減らした投資ができるようになれば地方ファンドで投資を行う人は増えるであろう。

三つ目のデメリットは株主の権利の一つである共益権を制限した劣後株式を発行することで解決できる。劣後株式というのは普通株式とは違い制限がかかっており剰余金の配当や残余財産の分配について劣後される株式のことを指す。共益権というのは株主の持つ権利の一つのことで株主が企業経営に参加する権利のことである。この共益権を制限した劣後株式を証券市場に流通させれば経営を株主に取られることが無くなるので安心して未公開株を上場させることができるのだ。

この地方ファンドという新たな取り組みは家計に投資という選択を身近にし、個人投資家を増やすことができる。新しい個人投資家が成長すれば地方ファンドのみならず株式に投資を伸ばすだろう。以上のことから地方ファンドは個人投資家拡大させ、流通市場を活性化させると言えるのだ。また地方ファンドは中小企業の資金調達を助け、中小企業を発展させることができる。発展した企業は上場し株式を発行させる。これにより地方ファンドは発行市場も活性化する効果があると言える。

もちろん地方ファンドだけではここまで発展できるとは思っていない。先にあげた投資教育、NISA など様々な取り組みがあって初めて成功するものと考えている。日本人が考えている投資に対する意識改革は一石投じた所で変わらない。私たちが考えた多角的な観点から考えた様々な提案がこの日本を変える

と信じている。

5

10

15

20

25

30

40

終章

第一章では証券市場とは何かについて触れ第二章では証券市場の機能について触れた。証券市場の知識を深め第三章第四章 活性化のために必要な要因では証券市場の活性化の必要性を説いた。第四章では活性化のために必要な要因、起きている問題について明らかにした。それらを通して私達がどのようにしたら投資家が増え証券市場が活性化されるのかを第五章で紹介した。

私達はこの「今後の国内証券市場の活性化について」というテーマに対して現在の日本の投資意識の改善のために投資教育を施すこと。その投資教育を受けた人達の懸け橋となる NISA の現状改善をすること。また新たな懸け橋となる地方ファンドという新しい取り組みをすることを提案した。これらはそれぞれ全く違う提案なのだが相互関係があり証券市場の活性化の一つとしてかけてはならないと私たちは考えている。証券市場活性化するためにはこうした多角的な観点からのアプローチが必要である

15

参考文献

『株式所有構造の変遷と経営財務』 鳥居陽介 中央経済社

『コーポレートガバナンス・コードのすべて』 中村慎二・塚本英巨・中野常 商事法務

- 5 『入門コーポレートファイナンス』 島義夫 日本評論者
- 『入門資金循環 統計の利用方法と日本の金融構造』 日本銀行調査統計局
東洋経済新報社
- 『企業論 第三版』 三戸浩・池内秀己・勝部伸夫 有斐閣
- 『経済成長という病 退化に生きる我ら』 平川克美 講談社現代新書
- 10 『証券論 History, Logic, and Structure』 大村敬一・俊野雅司 有斐閣
- 日本経済新聞朝刊 2017年2月20日 11ページ『個人型DC「イデコ」』
- 日本経済新聞夕刊 2017年9月6日 11ページ『つみたてNISA 来月に
商品発表』
- 日本経済新聞朝刊 2017年9月9日 21ページ『スマホで小額投資デビュ
ー』
- 15 日本経済新聞朝刊 2017年9月16日 21ページ『DC資産 年1回見直
し』
- 日本経済新聞 2017年9月16日 地方経済面中部『日証協会長、名古屋で
会見』
- 20 日経産業新聞 2017年9月21日 2ページ『コーポレート・ガバナンス①』
- 日本経済新聞朝刊 2017年10月3日 7ページ『つみたてNISA始動 上』
- 日本経済新聞朝刊 2017年10月4日 7ページ『つみたてNISA始動 下』
- 日本経済新聞朝刊 2017年10月4日 7ページ『投資優遇 制度は乱立』
- 日本経済新聞朝刊 2017年10月6日 9ページ『NISA普及への草の根活
動』
- 25 日本経済新聞朝刊 2017年10月14日 21ページ『つみたてNISA受け付
け開始』

- 日本経済新聞朝刊 2017年10月20日 9ページ『つみたてNISA 職場に導入しやすく』
- 『資金循環の日米欧比較』日本銀行調査統計局 2017年
- 『2014年度の企業の資金調達の動向』大和総研 2015年
- 5 『NISA制度の効果検証結果』金融庁 2016年
- 『一般NISA・ジュニアNISA口座の利用状況調査(平成29年6月末時点)』金融庁 2017年
- 『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』野村研究所 2015年
- 10 『「責任ある機関投資家」の諸原則《日本版スチュワードシップ・コード》～投資と対話を通じて企業の持続的成長を促すために～』スチュワードシップ・コードに関する有識者検討会 2017年
- 『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』株式会社野村総合研究所 2015年
- 15 『個人投資家の証券投資に関する意識調査(概要)』日本証券業協会 2017年
- 『株主コミュニティ制度 非上場株式の流通取引・資金調達制度』日本証券業協会 2017年
- 『家計調査年報(貯蓄・負債編)平成28年 貯蓄・負債の概要』総務省統計局
- 20 2017年
- 『取引所統合を阻む2つの壁と「日本取引所」構想』大崎貞和 2012年
- 『中小企業の金融政策の理念 金融円滑化終了の先に希望は見えるか』林憲昭 中央経済社
- 『図解早わかり投資信託入門 しくみから運用方法まで投信のすべてがわかる』
- 25 田村侑一 研修社
- 『投資信託の経理と決算 第二版』清水毅・森藤有倫 中央経済社
- 『ベンチャーが社会を変える』明石芳彦 ミネルヴァ書房
- 『株式公開の知識』加藤晶春・松野雄一郎 日本経済新聞社
- 『ゼロからわかる個人投資』真壁昭夫 講談社

『図説 日本の証券市場』 日本証券経済研究所編集 日本証券経済研究所
経済新潮社

『コーポレート・ガバナンスと経営監査』 中央青山監査法人運営監査グループ
東洋経済新潮社

5 『消費者と証券投資』 林敏彦・佐賀卓雄 放送大学教育振興会

『株とは何か：市場・投資・企業を読み解く』 山本昌弘 講談社

金融庁 HP(<http://www.fsa.go.jp/>)

財務省 HP(<http://www.mof.go.jp/>)

日本銀行 HP(<http://www.boj.or.jp/>)

10 日本取引所グループ HP(<http://www.jpx.co.jp/>)

日本証券業協会 HP(<http://www.jsda.or.jp/>)