

平成 29 年度 「証券ゼミナール大会」

第 1 テーマ Cブロック  
「今後の国内証券市場の活性化について」  
立教大学 亀川ゼミナール 今尾班



立教大学

## -目次-

	序章 .....	3
	第 1 章 我が国の証券市場の概要 .....	5
	第 1 節 証券市場の概要 .....	5
5	第 2 節 目指すべき証券市場の姿 .....	7
	第 3 節 証券市場の役割 .....	8
	第 4 節 国内証券市場の活性化 .....	9
	第 2 章 証券市場を取り巻く現状 .....	10
	第 1 節 昨今の証券市場の動向 .....	10
10	第 2 節 各国の歴史的背景 .....	13
	第 3 節 個人投資家を取り巻く動向 .....	16
	第 4 節 機関投資家を取り巻く動向 .....	19
	第 5 節 海外投資家を取り巻く動向 .....	25
	第 3 章 証券市場活性化を阻む課題点 .....	28
15	第 1 節 発行市場 .....	28
	第 2 節 流通市場 .....	31
	第 4 章 証券市場の活性化に向けた提案 .....	36
	第 1 節 証券発行市場の活性化に向けた提案 .....	36
	第 2 節 証券流通市場の活性化に向けた提案 .....	38
20	終章 .....	42
	参考資料 .....	44

## 序章

「貯蓄から資産形成へ」、これは金融庁が昨年度発表した「貯蓄から投資へ」に代わる新たなスローガンである。多くの国民が公的年金の制度設計に限界を感じているなか、我々自らが将来の資産形成の手段として「投資」を行う重要性がこのスローガンに込められている。戦後の経済成長を支えた大量生産と大量消費の生活は、かつて「足るを知る」を美徳とした我が国にモノが溢れる生活をもたらした。

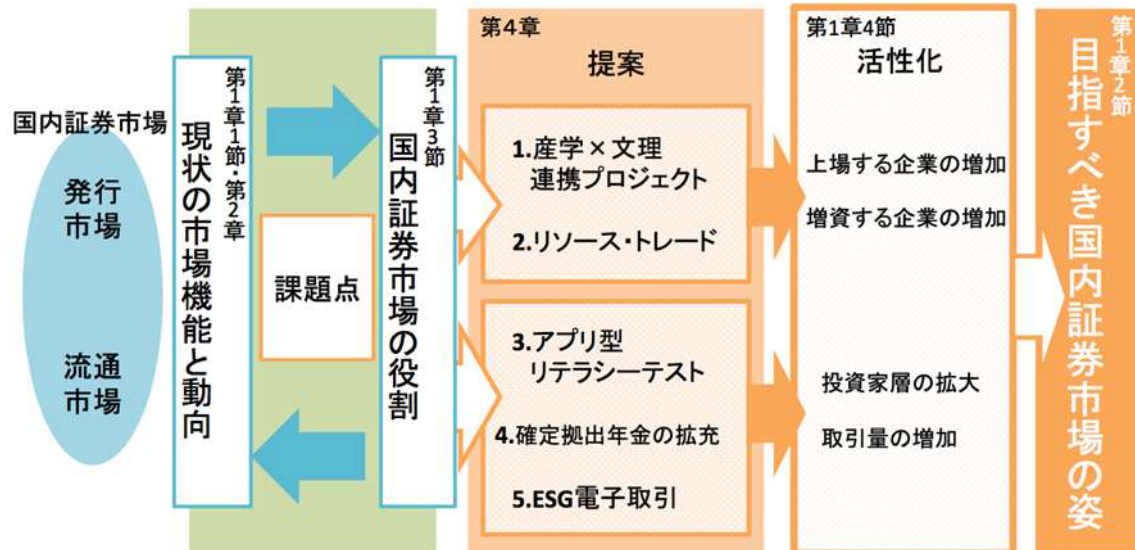
しかし、現在の日本経済は長い停滞期に陥っており、財・サービス市場において企業が新たな需要を開拓できていない。言い換えると、将来の財・サービス市場を創造できなくなっている。進むべき道を見出すことができていないのは、株価が低迷している現状から否定できない。この財・サービス市場は家計と密接な関係にあり、その間となって資本の移転を担うのが国内証券市場である。すなわち、本稿のテーマである「国内証券市場の活性化」を果たすことは日本経済全体にプラスの影響をもたらし、株価の上昇にも繋がると考える。

我々は、目指すべき国内証券市場の姿を「将来の財・サービス市場における最適な資源配分を行うための資金の循環的パイプライン」と定義した。単なる家計からの資産を移動させるだけでなく、循環させることを重視する。この循環とは、唯一の資金流入源である家計からの資金が証券市場をとおして、財・サービス市場を担う企業または資金不足主体へと資金が流れることである。また、その資金が企業にとっての収益となり、それが報酬となって家計に支払われることで循環が生まれる。証券市場は、そのサイクルを回す要となる存在である。

本研究の目的は、目指すべき国内証券市場と現実の市場との乖離を確認し、「目指すべき市場」にむけた課題点とこれを解決するための提案を行う。これをふまえ、我々は発行市場と流通市場のふたつの視点から課題点を洗い出す。発行市場は企業が資金調達を行う場であり、この市場が機能することで流通市場における金融商品が多様化し流動性をもたらす。流通市場は、発行市場で発行された株式が投資家によって売買され、価格が形成される場である。この車の両輪であるふたつの市場がそれぞれの役割を果たすことが後述する活性化に

とって必要不可欠である。これらが果たされる提案によって「目指すべき国内証券市場の姿にむけた役割の再考」を終着点としたい。

### 資料 1 : 本稿の展開



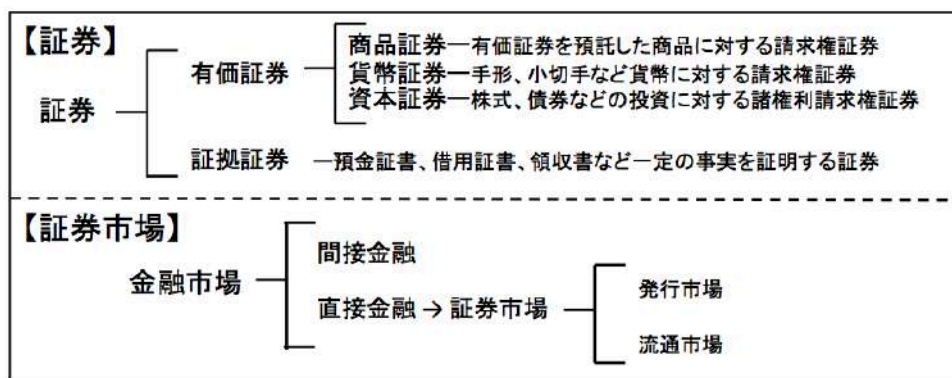
## 第 1 章 我が国の証券市場の概要

本章では、我々が考える目指すべき証券市場の姿、証券市場の役割、証券市場の活性化を定義する。目指すべき証券市場の姿を定義することによって、本稿のゴールを明確にする。そのためには、証券市場の概要や機能を理解しておく必要があり、第 1 節は証券市場の概要にて説明する。証券市場が活性化するためには、発行市場と流通市場がその役割を果たす必要がある。そのため、証券市場の役割を明確にしたのち、証券市場の活性化について定義する。

### 10 第 1 節 証券市場の概要

金融市場とは、一国経済において、貸手（資金余剰部門）から借手（資金不足部門）へと資金が融通される場であり、仲介手段によって間接金融と直接金融に分類される。資金の需要者と供給者との間に銀行などの金融機関が存在するものを間接金融といい、資金の需要者と供給者が互いの条件などを見ながら直接貸借や投資を行うことを直接金融という。そして、この直接金融が行われる場が証券市場である。そのため、本稿のテーマとなるのは証券を扱う直接金融である。

#### 資料 2：証券・証券市場の分類



20

出典：「新・証券市場 2012」高橋文朗（2012）P76 より筆者作成

#### （1）証券市場の機能と取引形態

証券市場は有価証券の発行、流通から、発行市場と流通市場のふたつに分類される。本節では発行市場、流通市場について「証券市場の機能と取引形態」

という形で説明する。そして、有価証券の中の資本証券である株式、債券についても後述する。証券市場については資料 2 の証券・証券市場の分類としてまとめている。

発行市場とは、証券市場内の証券の発行や取得が行われる市場のことを指す。

- 5 具体的には企業や国が資金調達を行う際に、証券を発行する。そして投資家は、直接もしくは証券市場や銀行を通して証券を取得する。証券が発行されるのは主に起業時、新規上場時、増資時である。

流通市場とは、すでに発行された証券の売買が投資家から流通、売買される市場である。流通市場は、取引所取引と取引所外取引に分類されている。取引

- 10 所取引とは、証券取引所で行われる取引のことを指す。証券取引所には東京証券取引所を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 つの取引所が存在する。取引所取引は、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う。証券取引所は取引の公正性をはかるために、取引や証券会社の業務内容について自
- 15 主規制機関として管理、監督にあっている。取引所外取引とは、証券取引所以外の場所で成立する取引であり、証券会社の私設電子取引である「PTS」と、投資家同士の債券の取引を証券会社が仲介役となって売買を行う店頭取引がある。

## 20 (2) 株式と債券の概要と意義

株式とは、出資者の権利を意味する資本証券である。具体的には、企業設立時や事業拡張時に追加発行される資金である。また、株式発行により調達された資金は返済や利子の支払義務がないため、倒産を回避するには、株主資本への依存度を高める必要がある。売上の変動にともなう所得の増減は株主がリス

25 クを負担しているのである。2016 年の株式売買高は 6,661 億株<sup>1</sup>、売買代金は 691.7<sup>2</sup>兆円である。そのうち東証 1 部の売買高は 5,936 億株<sup>3</sup>、売買代金は 643.2 兆円<sup>4</sup>と全体の多くを占めている。株式の意義としては、「ごく小額から事業

<sup>1</sup> 東京証券取引所 (2016)「株式売買高・売買代金 2-1 (1)」より引用

<sup>2</sup> 東京証券取引所 (2016)「株式売買高・売買代金 2-1 (2)」より引用

<sup>3</sup> 日本取引所グループ「株式売買高・売買代金」より引用

<sup>4</sup> 日本証券業協会 (2016)「公社債種類別店頭売買高」より引用

を起こすことができるうえに有限責任である点」と考えられる。

債券とは、資金調達のために発行する「借用証書」のことである。株式同様資金調達という目的は同じだが、償還期限の定めがあることや、利子の支払いが必要という大きな違いがある。また、メリットとして多くの投資家から資金を集めやすいという点がある。債券は、発行する主体別により種類がわかる。5 主要な債券の種類については資料 3 にまとめている。

### 資料 3：債券の種類

公共債：国や地方公共団体等が発行する債券
・ 国（政府）－国債 ・ 政府関係機関－政府関係機関債 ・ 地方公共団体－地方債
民間債：民間企業が発行する債券
・ 一般企業－社債 ・ 一部の金融機関（系統）－金融債
外国債：外国政府や国際機関等が発行する債券
・ 外国政府、国際機関、外国企業 他－外国債券

出典：iFinance 金融情報サイトより筆者作成

- 10 2016 年の公社債の合計発行額は 197.1 兆円<sup>5</sup>、公社債店頭売買高は 9,373 兆円<sup>6</sup>である。債券は比較的安定性が高いため、分散投資の際にリスクの高い株式と組み合わせて投資を行うことができる。つまり、リスクが高く買にくい証券も債券と共に運用すればリスクを抑えられるため、様々な企業に資金を流すことができる。このことをふまえて債券の意義は、「投資家に対する選択肢の多様性をもたらすこと」であると考えられる。
- 15

## 第 2 節 目指すべき証券市場の姿

本節では、次節以降で触れる「証券市場の役割」と「国内証券市場の活性化」を検討する際に指針になる、「目指すべき証券市場の姿」について考えていく

<sup>5</sup> 「公社債発行額・償還額」日本証券業協会より引用

<sup>6</sup> 「公社債店頭売買高」証券統計ポータルサイトより引用

い。現在の我が国では、唯一の資金流入源である家計の資産の大部分を貯蓄額が占めている。家計の貯蓄を投資にまわすための策を考案し、この問題を解決しなければ、今後の我が国の証券市場の活性化は望めないであろう。そこで我々は、目指すべき証券市場の姿を「将来の財・サービス市場における最適な資源

5 配分を行うための資金の循環的パイプライン」と定義した。これは言い換えるならば「資本の最適配分」を意味している。それには家計、もしくは後述する同義の個人投資家からの資金が証券市場をとおして資金不足主体である財・サービス市場に適切に配分されることが重要である。最適配分がなされ、投資が家計にとっての資産形成手段のひとつとして浸透することは、証券市場が将来

10 の財・サービス市場まで循環するようなパイプラインとなる要になるだろう。

### 第 3 節 証券市場の役割

前節で述べた目指すべき証券市場を実現するための第一段階として、最低限果たすべき市場の役割が存在する。この役割を遂げることこそが、市場の活性化の起爆剤となるだろう。本節ではこの役割について考察していく。資料 4 は発行市場と流通市場における役割と、役割を果たすための要因をまとめたものである。

15

資料 4 : 証券市場の役割

	発行市場	流通市場
役割	資金調達の間	投資家同士の売買・価格形成の間
要因	①起業のしやすさ ②上場コストの低下 ③増資コストの低下	①金融リテラシー ②多様な投資家 ②多様な金融商品

出典：筆者作成

20 発行市場は資金調達の間としての役割がある。ここでいう適切な資金調達とは、全ての企業が容易にできれば正しいというわけではない。最適資源配分に貢献する資金調達であり、資源が必要とする企業に流れるような資金調達を意味する。要因は、起業のしやすさ、上場コストの低下、増資コストの低下があると考えられる。これら 3 つの要因を果たし、適切な資金調達を可能にするこ



とが発行市場に求められる役割であると考え。

- 流通市場の役割は投資家同士の売買と私的所有権の価格形成の場である。その役割を果たす要因は、金融リテラシー、多様な投資家、多様な金融商品の 3 つを挙げる。個人投資家が金融リテラシーを養い、可視化することで今までは
- 5 投資を行ってこなかった銘柄に対しても投資を行うことが考えられる。また、多様な投資家や、多様な金融商品が存在することによって価格形成がなされる。資源配分は、価格形成によって可能になり、これらの要因を押さえることで、流通市場の役割を果たすことができる。

#### 10 第 4 節 国内証券市場の活性化

- ここまでは、我々が考える目指すべき証券市場の姿になるために必要な役割を発行市場と流通市場に区分し、俯瞰してきた。本節では、これらをふまえて国内証券市場の活性化を発行市場における「増資する企業の増加・上場する企業の増加」と流通市場における「投資家層の拡大・取引量の増加」がなされて
- 15 いる状態と定義する。

- まず、発行市場の活性化である発行量の増加は「増資する企業の増加」と「新規上場する企業の増加」の 2 点に細分化される。これによる発行量の増加がなされることで、多様な企業が存在する流通市場を形成する要因となり、流動性を高める働きを担う。それにより多様な企業があらゆる目的に対して適切に資
- 20 金を調達し、企業価値を高めることができる状態を形成する。

次に、流通市場の活性化にあたる「投資家層の拡大」と「取引量の増加」は流通市場における多様な投資家が活発かつ積極的に売買を行うことで流動性を高め、企業が淘汰される状態をもたらす。

- すなわち、国内証券市場の活性化とは発行市場と流通市場が車の両輪となり、
- 25 双方が活性化している状態である。前節に述べたとおり、理想的な証券市場の姿となるためには各市場の役割が果たされている必要がある。続く第 2 章では国内証券市場を取り巻く現状と動向について論じ、課題点に繋がる齟齬を明確にする。

## 第 2 章 証券市場を取り巻く現状

前章では、目指すべき証券市場の姿である「将来の財・サービス市場における最適な資源配分を行うための資金の循環的パイプライン」となるべく、現在の市場の動向と各市場における活性化を定義した。それをふまえ、本章では証券市場を取り巻く今を、各国のこれまでの動向と投資家別の意義を含めて論ずる。次章ではこの現状と前述した役割の関係に着目し、活性化するにあたって阻害となる要因を洗い出す。

### 10 第 1 節 昨今の証券市場の動向

#### (1) 証券上場がもたらす影響

証券上場が世間にもたらす影響について、企業・投資家・市場の 3 つの視点に分けて検討したい。企業が新規上場する際、第一に資金調達がより容易・多様になるという点が挙げられる。また、上場することで投資家の目につく機会が増え、企業の知名度向上にも繋がる。さらに、上場するにあたっては一定の情報公開が必要になるが、企業の信頼性向上や、健全な経営体制の構築ができるという点は大きなメリットになりえる。一方で、情報の公開が企業にとって負担にもなりえることは懸念すべき点である。投資家にとっての最大のメリットは、企業価値がはかれる点である。企業の業績は株価に反映され、投資家が企業の価値をはかる際に非常に有効な指標になるのである。市場にとってのメリットは、不必要な企業が淘汰されるという点である。上記のとおり、株価は企業の業績を反映しているため、業績不振の企業の株価は低くなる。したがって、これらの企業は投資の対象に入りづらくなるため、適切な企業比較が可能になる。結果として、資本の最適配分と企業淘汰が期待できる。

25

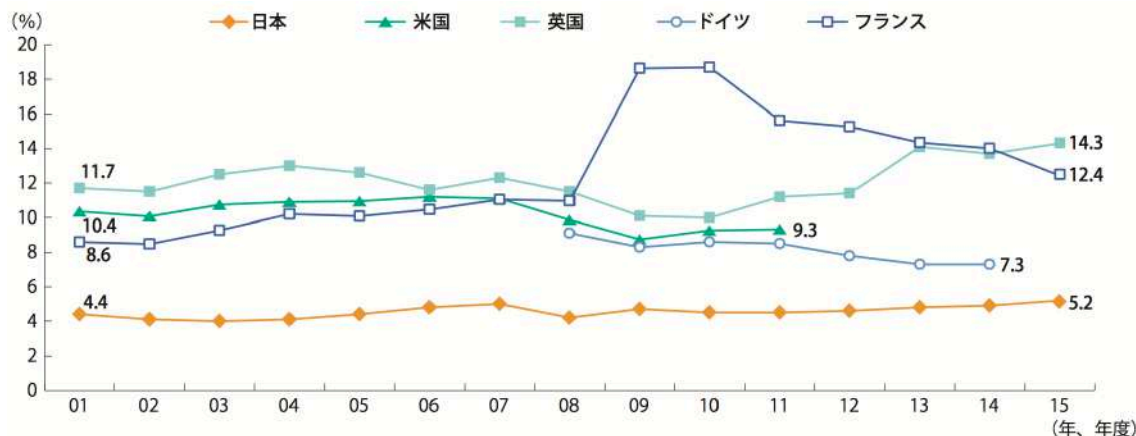
#### (2) ベンチャー企業を取り巻く動向

2013 年に安倍晋三内閣総理大臣が「日本を米国のように起業大国にする」と発言したが、それから 4 年が経過した我が国の現状はどうであろうか。次の資料 5 は各国の開業率を比較したものである。開業率とは、起業の活動を示す指標であり、新規に開設された事業数を既存の企業数で割ることで求められる割

30

合<sup>7</sup>を指す。日本における開業率は十数年にわたって 5%前後にとどまっており、他国と比べても非常に低くなっている。

資料 5：開業率の国際比較



5 出典：「2017年版中小企業白書 中小企業のライフサイクル」中小企業庁（2017）P103より引用

このように長期にわたって低水準であることは、起業しやすい環境整備ができていないことを示す。資料 6 からわかるように、我が国の起業のしやすさの世界順位は 89 位である。この結果は、ドイツを除く他国と比較すると低い順位になっており、改善の必要性がある。

10

資料 6：起業環境の国際比較

	起業のしやすさ 世界順位
日本	89 位
米国	51 位
英国	16 位
ドイツ	114 位
フランス	27 位

出典：「2017年版 中小企業白書 中小企業のライフサイクル」中小企業庁（2017）P107より著者作成

また、創業・事業化段階における資金調達も容易ではなく、その背景にはベンチャーキャピタルの動向がある。近年のベンチャーキャピタルは収益性向上を重視しており、将来的に上場する可能性の高い成熟したベンチャー企業に投

15

<sup>7</sup>中小企業庁（2005）「11表 開業率・廃業率の推移」より引用

資する傾向が強まっている。これらの現状をふまえ、起業しやすい環境整備をはじめとした政策を打ち出すことによって、ベンチャー企業の現状を打開できると考える。

### 5 (3) Fintech の発達

近年「Fintech」という言葉を見かける機会が多くなった。Fintech とは金融 (Finance) と技術 (Technology) を掛け合わせた造語のことで、ファイナンステクノロジーの略である。何が Fintech で、何がそうでないかの判断は意見が分かれるところであるが、本稿では「ICT を駆使した革新的 (Innovative)、あるいは破壊的 (Disruptive) な金融商品・サービスの潮流」<sup>8</sup>と定義づける。Fintech を活用し新たなリスクの捉え方を見出すことで、これまでの金融やお金そのものの在り方を覆すともいわれている。

Fintech のなかで最も有名な事例といえるのが、スマートフォンでのモバイル決済である。従来のクレジット決済では、クレジットカード決済端末という専用の端末を使用していた。一方で、モバイル決済では小さな器具をスマートフォンに取り付けるだけで決済が可能になり、専用のクレジットカード決済端末を設置・購入する必要がなくなる。また、「クラウド家計簿」も近年利用者数を伸ばしているサービスのひとつである。クラウド家計簿を利用すれば、クレジットカードや電子マネーの利用履歴を自動でまとめて家計簿をつけてくれる。よって、今までのようにレシートや通帳を見ながら手書きで家計簿をつける手間を省くことができる。サービスの利便性の高さから利用者数は急増しており、なかでもシェア第 1 位を誇るアプリケーション「Money Forward」の利用者はついに 500 万人を突破した<sup>9</sup>。上記の他にも様々な Fintech が活用されており、今後の成長に期待が高まっている。

25

### (4) クラウドファンディングへの期待

Fintech と同様に、近年耳にする機会が多くなったのがクラウドファンディングである。クラウドファンディングとは、Crowd (群衆) と Funding (資金

<sup>8</sup> 富士通総研 (2017)「フィンテック (Fintech) とは」より引用

<sup>9</sup> Money Forward HP より引用

調達) を掛け合わせた言葉で、新事業の立ち上げや新商品の開発を考えている人の新しい資金確保の手段として規模を拡大している。クラウドファンディングの最大の特徴は、インターネット上のプラットフォームを介して、個々の出資額は少額でも、多数の人々に出資を募ることで、一定程度の資金を集めることができるところにある<sup>10</sup>。また資金や支援者へのリターンによって、融資型、ファンド型、株式型、購入型、寄付型の 5 つのタイプに分けられ<sup>11</sup>、目的によって使い分けることができる。こういったクラウドファンディングの活用により、銀行等からの融資が困難な創業期の企業でも、より容易な資金調達が可能になるだろう。

10

## 第 2 節 各国の歴史的背景

ここまでは、国内証券市場における近年の動向について俯瞰してきた。続く第 3 節は投資家の主体別にその取り巻く現状について考察する。それに先立ち、本節では近年の国際的な市場間競争の取り組みについて述べる。すでに主旨文  
15 において示されているとおり、その取り組みの大きな動きとして株式会社化と市場統合が挙げられる。さらに、国際的な市場間競争を活発化させた要因のひとつとして電子取引システムについて論じ、国境を越えた競争の実態を把握することで、日本の証券市場の将来像を掴む礎としたい。

### 20 (1) 電子取引システムの登場

1970 年代以降、取引所集中原則が競争の阻害要因として疑問視されるようになり、伝統的な取引所取引の在り方が見直された。1990 年代のコンピューターと通信技術の進歩を背景に、電子取引システムを活用した取引所外取引が国際的に活発化した。各国の取引所は、後述する株式会社化や市場統合を電子取引  
25 システムの対抗策として執り行い<sup>12</sup>、市場間競争が活発化したきっかけとなった。一方の日本は、1998 年の法改正以降に整備され始めた PTS を例に挙げればわかるとおり、未だ利用が浸透しているとは言えない。資料 7 から参照でき

<sup>10</sup> 三菱 UFJ 信託銀行 (2015) 「クラウドファンディングとその特性」より引用

<sup>11</sup> ソーシャルレンディングフィールド (2016) 「クラウドファンディングの種類と主なサービス」より引用

<sup>12</sup> 大崎貞和 (2009) 「株式市場間競争と日本市場の課題」P8 より引用

るように、米国は日本でいう PTS や ATS といった私設取引システムの業者数が 40 社を超える。それに対し、日本は 2 社にとどまっており取引所外取引の在り方が問われている。

### 資料 7：私設取引システムの日米比較

	日本	米国
PTS/ATS 業者数	2社 SBIジャパンネクスト証券 チャイエックス・ジャパン	43社 (2014年6月6日時点) Barelays capital Unc. Credit Suisse Securities(USA) LLC Goldman Sachs Execution & clearing, L.P. Instinet, LLC 他

5

出典：「日米株式市場の相違点」太田珠美（2014）P6 より筆者作成

## （2）株式会社化と市場統合

非営利の会員制組織が株式会社に移行する株式会社化は、1990 年代後半から活発化し<sup>13</sup>、同市場への上場が通例となった。しかし、なかには自主規制機能の低下を懸念される場合がある。例えば、1999 年に株式会社化を検討したニューヨーク証券取引所は、連邦証券取引委員会との意見が対立し、計画を頓挫した経緯がある。株式会社化の潮流の例外として、取引所の時価総額ランキングにおいて我が国の東京証券取引所の後ろに就く上海証券取引所<sup>14</sup>は「政策市場」と呼ばれており、今では稀な非営利法人である中国証監会により運営される。

15

各市場の運営会社による株式会社化が収束すると、市場間競争は市場統合へと変化した。これまで終結した買収・統合の多くの市場統合は、傘下にある市場が同一化するものではなく、取引所運営会社の経営統合である。

国境を越えた取引所統合は、1980 年後半の EU による域内市場統合プロジェクトが進展したことを背景とし、欧州で勢いを増した。これにより、ユーロックス、またユーロネクストが設立された。この取引所統合の流れは大西洋をまたいだ米国が舞台となり、NYSE ユーロネクストとナスダック OMX グループが誕生したことで世界規模の首位争いをする現物株式市場となった。2013

20

<sup>13</sup> 大崎貞和（2005）「ニューヨーク証券取引所の株式会社化と自主規制」p14 より引用

<sup>14</sup> Jeff Desjardins（2017）「Here are the 20 biggest stock exchanges in the world」より引用

年には、インターコンチネンタル取引所が NYSE ユーロネクストを買収し、取引所グループの株式時価総額の主要取引所グループとしての地位を確固たるものにした。資料 8 からわかるように、この買収の前後にインターコンチネンタル取引所は 5 位から 2 位に順位を伸ばした。その他にも東京と大阪の合併により日本取引所グループ、ナスダック OMX グループなど経営統合を行った取引所の成長は著しいといえる。

**資料 8：世界の主要取引所グループの株式時価総額**

2013 年 1 月 11 日時点

2013 年 12 月 5 日時点

	取引所/グループ名	時価総額		取引所/グループ名	時価総額
		(単位:1億ドル)			(単位:1億ドル)
1	香港取引所	213.6	1	シカゴ・マーカンタイル取引所	264.1
2	シカゴ・マーカンタイル取引所	179.5	2	インターコンチネンタル取引所グループ	244.6
3	サンパウロ証券・商品・先物取引所	126.1	3	香港取引所	204.3
4	ドイツ証券取引所	120.3	4	ドイツ証券取引所	145.3
5	インターコンチネンタル取引所	94.1	5	サンパウロ証券・商品・先物取引所	89.4
6	NYSEユーロネクスト	79.5	6	日本取引所グループ	75.3
7	シンガポール取引所	63.2	7	ロンドン証券取引所グループ	70.1
8	オーストリア証券取引所グループ	59.9	8	ナスダックOMXグループ	65.1
9	ロンドン証券取引所グループ	50.6	9	オーストラリア証券取引所グループ	63.2
10	ナスダックOMXグループ	43.8	10	シンガポール取引所	60.4
11	日本取引所グループ	36.7	11	ドバイ証券取引所	49.9

10 出典：「グローバルな市場間競争と日本取引所グループ」大崎貞和（2014）P13 より筆者作成

一方で、国境を越えた取引所統合の困難性は避けてとおることはできない。それは国益を主張するナショナリズムや独占禁止法に抵触するという各国の懸念があるためだ。例を挙げれば、記憶に新しい 2011 年のドイツ取引所と NYSE ユーロネクストの経営統合、2017 年のドイツ取引所のロンドン証券取引所の買収計画はこれらの理由から頓挫した。市場運営会社が巨大化することによって生じる独占への懸念は、それを打ち消すのに必要な処置を提示することが不可欠になる。なぜそこまでして各国の取引所は経営統合を行うのか、次項で述べる。

20

**（3）市場間競争の意義**

市場間競争の意義とは、「市場における魅力度を向上させる起爆剤となること」である。特に、取引所の統合は世界中の上場企業が上場する単一の株式市場を

もたらずものではなく、新たな取引所や取引システムが生まれ、取引の場を多様化させるものである<sup>15</sup>。その背景として、①近年の取引所の統合の特性、②求められる取引の場の変化が考えられる。前者は、これまでの買収や合併が取引所運営会社の経営統合であり、運営する市場の統合を伴わないケースが多い

5

ためだ。国ごとに異なる規制、採用する取引仕法や課金体系があることによって、投資家のニーズに多方面から応えることが必要だ。後者に関しては、伝統的な取引所の市場以外の取引の重要性が高まっていることにある。先述した電子取引はその顕著な例であり、市場統合が盛んになった要因のひとつとされる。

10

取引所の運営を統合することで規模の利益が働き、異なる分野の市場を運営することでリスク分散やシナジーの発揮が期待される。取引所グループの時価総額はそれを可視化させたが、果たして投資家にとってその順位に意味はあるのか。確かに日本取引所グループは統合によって安定的に上位に位置しているが、その直接的な効果は不明瞭である。だからといって、世界的な市場間競争の流れを無視し、取り組むべき課題を疎かにしてはならない。市場統合の是非

15

がどちらに所在せよ、日本の証券市場がその意義を見落とすことは懸念されるべきである。

### 第 3 節 個人投資家を取り巻く動向

20

本節では、個人投資家の現状について分析する。その分析をふまえて、証券市場における個人投資家の意義を定義し、今後の投資家の在り方を示唆する。さらに、近年個人投資家向けの制度として注目を浴びている NISA・確定拠出年金について考察する。

#### (1) 個人投資家の意義

25

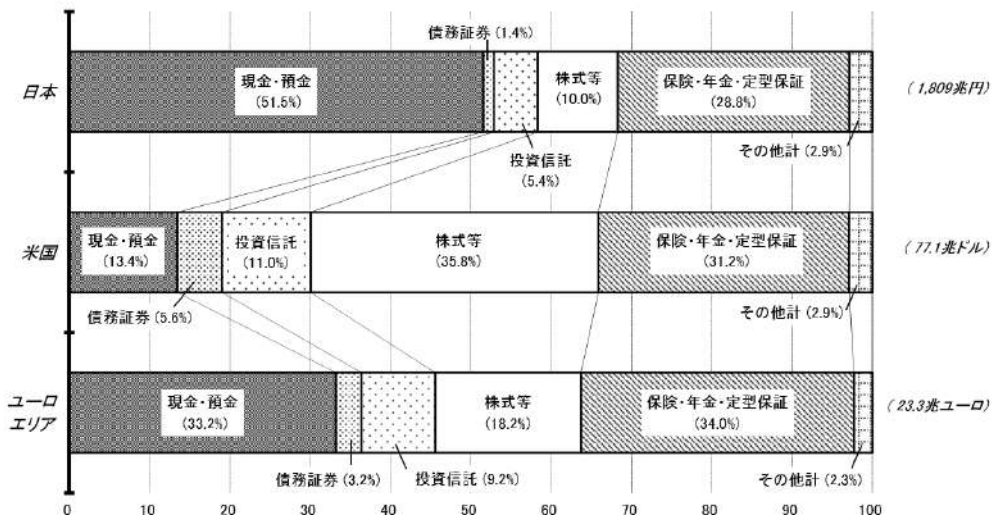
個人投資家とは、マーケットや金融取引において個人の資金で投資活動を行う人の総称である。株式保有比率は 17.1%と機関投資家、海外投資家に比べて少ない<sup>16</sup>。さらに資料 9 の金融資産構成比率を比べた際、日本の現金・預金は 51.5%と他国より圧倒的に多い。よって、日本の家計は貯蓄を好む傾向がある。

<sup>15</sup> 大崎貞和 (2014) 「グローバルな市場間競争と日本取引所グループ」 P9 より引用

<sup>16</sup> 日本取引所グループ (2016) 「2016 年度株式分布状況調査の調査結果について 表 3 投資部門別株式保有状況」



資料 9：家計の資産構成



出典：「資金循環の日米欧比較」日本銀行調査統計局（2017）P2 より引用

- 5 そして、資料 10 からわかるように日本人が貯蓄するのは、病気や不時の災害への備え、老後の生活資金という理由が大きい。しかし、家計が資産を現金預金として保有することにより、証券市場へ資金が流れなくなる。これは、ベンチャー企業といった将来成長する可能性を秘めている企業へ資金が回らず、経済全体の循環を妨げる要因となりえる。そこで我々は個人投資家の意義を「眠
- 10 っている資産を証券市場に促すことで経済を循環させる」と定義づける。個人投資家は、資金の流入源である家計と同義であるため、本稿において最も重視する投資家である。

資料 10：金融資産の保有目的



- 15 出典：「家計の金融行動に関する世論調査 二人以上世帯調査」金融広報中央委員会（2016）より引用

- 現在、日本人は将来の資産形成のために最も安定性のある現金預金を選択している。しかし、家計から財・サービス市場ないしは証券市場に資金を回すためには、自身のリテラシーを把握し、個人に合った資産形成手段としての投資を認知させる必要がある。つまり、個人投資家に対して新たな資産形成手段の
- 5 選択肢を提示することにより、「眠っている資産を証券市場に促すことで経済を循環させる」という個人投資家の意義を果たすことができる。

## (2) NISA・確定拠出年金の概要

- 近年、個人投資家の資産形成手段として NISA と確定拠出年金が注目を集めている。これらの制度は少子高齢化により資産を自ら形成する必要性が増してきたことから注目を集めている。以下では NISA と確定拠出年金について述べる。
- 10

- まず、NISA とは投資と貯蓄に対する優遇税制である。具体的には、非課税口座内の少額上場株式に関わる配当所得及び譲渡所得等の非課税措置をとる制度のことだ。口座開設該当者は開設年の 1 月 1 日に 20 歳以上の居住者として
- 15
- いる。年間最高投資上限が 120 万円、非課税期間は 5 年間のため、非課税での最高投資額は 600 万円までといえる。途中売却は可能だが売却部分の再利用は不可能である。また、対象年齢と最高投資金額が異なるジュニア NISA が存在する。ジュニア NISA は 20 歳未満の人が年間最大 80 万円までの 5 年間で最大
- 20
- 400 万円を上限に投資することができる。2018 年 1 月にはつみたて NISA という新たな制度が開始される。既存の NISA との大きな違いは、非課税枠の上限が現行 NISA の 3 分の 1 である 40 万円であること、非課税期間が現行 NISA の 4 倍の期間である 20 年というふたつである。つみたて NISA により個人投資家の投資に対する敷居を下げ、長期的な運用を薦める狙いがある。

- 25
- 次に、確定拠出年金とは毎月掛金を積み立てて、その資金を運用しながら老後の蓄えをする制度である。「日本版 401k」ともいわれる。この制度には会社が掛金を負担する「企業型年金」と個人が掛金を負担する「個人型年金」のふたつがあり、資産の持ち運びが可能である。また、毎月積み立てられる金額の上限が決まっている。平成 29 年 1 月より、個人型年金に公務員や企業型年金
- 30
- 加入者・私学共済加入者・専業主婦も加入できるようになり、60 歳未満のほぼ

全ての国民が個人型年金に加入可能となった。また、制度の変更とともに個人型年金の名称を iDeCo と改めた。

- ジュニア NISA は他の制度と併用できるが、NISA とつみたて NISA はどちらか片方しか口座を持つことができない。そのため、投資額や運用期間を考慮し自分に合った制度を選ぶ必要がある。NISA かつみたて NISA と、iDeCo のふたつを利用することは可能である。しかし、投資できるお金に余裕がない場合は、NISA かつみたて NISA、iDeCo のどちらかを選ぶという方法もある。このように資産運用の制度が増える中で、運用する人の家庭の事情や年代、運用方針、投資方針をよく考える必要がある。現役世代にも投資しやすい制度の整備を行うことで、老後の資産形成に積極的になる個人投資家の増加が期待される。

資料 11 : NISA と確定拠出年金の概要図

項目	NISA	つみたて NISA	iDeCo
年間投資額 の上限	120 万円	40 万円	14.4～81.6 万円(職業・加入 公的年金によって決定)
運用期間	5 年(最長 10 年)	20 年	60 歳まで(10 年間延長可能)
投資総額	600 万円 (120 万×5 年)	800 万円 (40 万円×20 年)	職業・加入公的年金によっ て決定
対象商品	株式・投資信託・ETF・ REIT	一部の投資信託・ ETF	投資信託・定期預金・保険
投資方法	自由	定期的・継続的な 購入	定期的・継続的な購入
運用益	非課税	非課税	原則として非課税
所得控除	×	×	所得税・住民税が減税
途中売却	○ 非課税枠の再利用不可	○ 非課税枠の再利用 不可	○ 売却資金で他の商品を購入 する必要
口座からの 引き出し	○	○	60 歳まで原則不可

出典：筆者作成

## 15 第 4 節 機関投資家を取り巻く動向

### (1) 機関投資家の意義

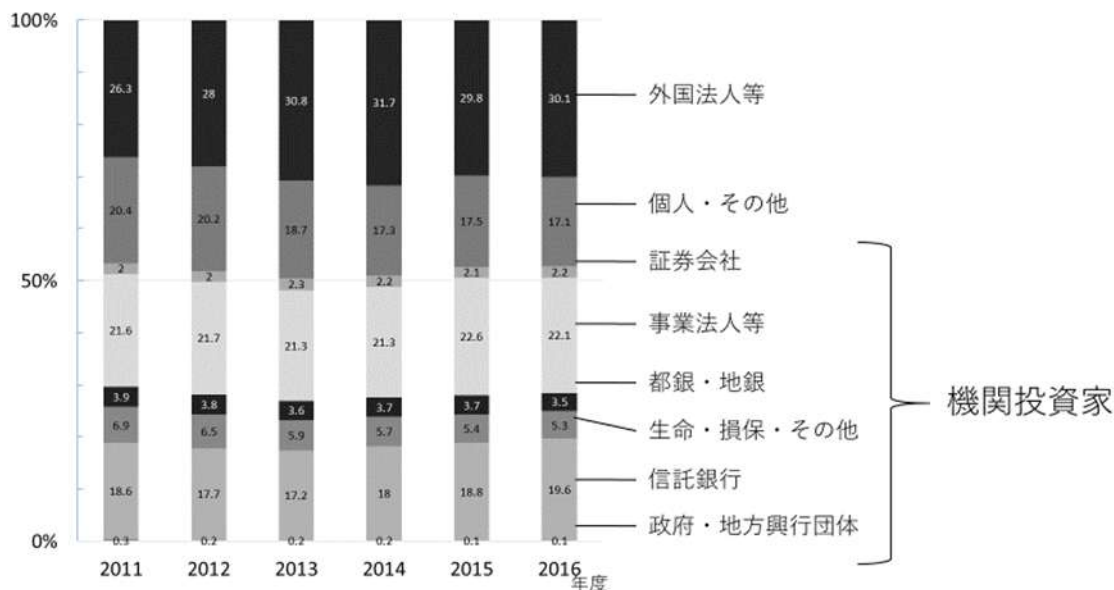
機関投資家とは、投資信託会社、生命保険、年金基金などの他人から委託された資金を運用・管理している団体のことを指す。資料 12 からわかるように

機関投資家に該当する割合は全体の約 5 割である。機関投資家の特徴としては、多額の資金を持ち、大口の取引を行うことが特徴の代表だ。機関投資家は大口投資を行うことによって証券価格の形成に一度に大きな影響を及ぼす存在である。また、これまで機関投資家は長期的な運用が特徴とされる債券を多く保有していたが、最近の動向では株式投資にも積極的になっている。資料 13 から

5 わかるとおり、世界最大規模を誇る GPIF<sup>17</sup>は 2013 年度から国内株式の保有割合を高め、国内債券を減少させていることがわかる。分散投資として幅広いリスクに対応できるのは機関投資家の特徴的な運用方法といえる。そのため、我々は機関投資家の意義を「適正な企業の評価とリスクを取った分散投資を積極的

10 に行う」と定義する。本節ではこの機関投資家を取り巻く様々な要素について述べていく。

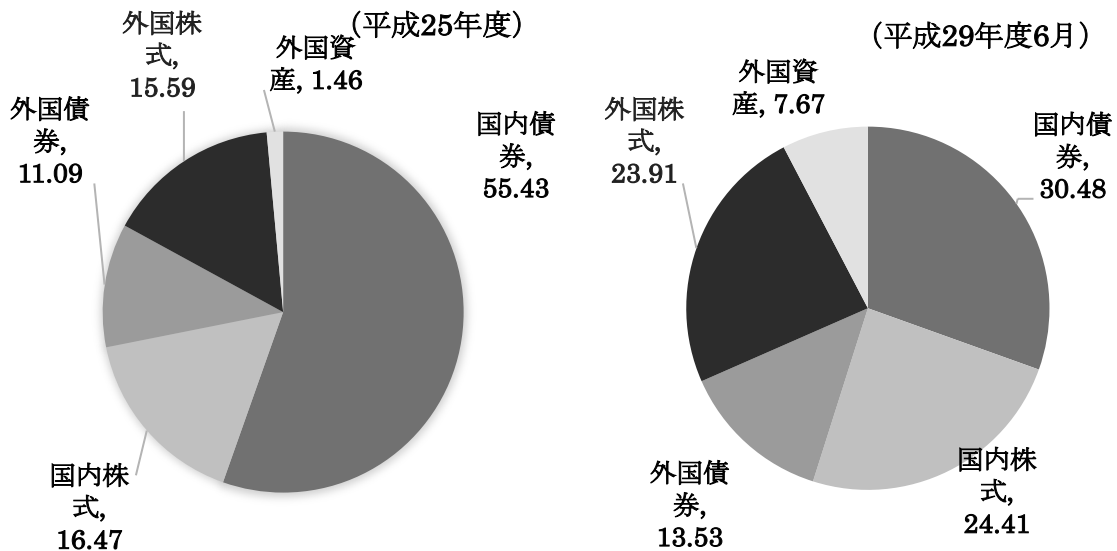
資料 12：投資部門別株式保有比率の推移



出典：「2016 年度株式分布状況調査の調査結果について」日本証券取引所グループ（2017）P4 より筆者作成

<sup>17</sup> Government Pension Investment Fund／年金積立金管理運用独立行政法人

資料 13 : GPIF 運用資産別構成比



出典：(右)「平成 29 年度第 1 四半期運用状況」年金積立金管理運用独立行政法人 (2017) P4 より筆者作成

5 (左)「平成 25 年度業務概況書」年金積立金管理運用独立行政法人 (2014) P5 より筆者作成

## (2) 機関化現象

機関化とは、証券の取引における法人の保有比率のことを指す。また機関化現象とは、証券市場において生命保険会社や投資信託会社をはじめとした機関投資家の保有比率が増加することである。機関化現象を考える上で懸念すべき点

10 点は、主に 2 点ある。1 点目は個人投資家の市場への直接参加の度合いが低下すること、2 点目は証券の価格形成に大きな影響を与える可能性があることだ。これらについて詳しく述べると、機関投資家は基本的に大口での注文を行い、

15 購入した証券に対して不安要素が増えると、売り注文が活発化する。また、ベンチマークに沿う銘柄の交換をする場合にも売り注文が活発化するのである。以上の結果として、証券市場に一度に大量の証券が売買されることで、価格形成に大きく影響を与える。これは、前述したように機関投資家が大口の取引を行うこと

20 から必然的に起こりうる問題点といえるだろう。そして、この影響を大きく受ける投資家は、個人投資家である。なぜなら個人投資家の持ち株比率が低下し、機関投資家による売買によって価格が形成されるため、個人投資家は企業の情報を分析し、不安要素になりえるか判断する必要があるからだ。

特に機関化現象が起こっている状況では、機関投資家の動向を考察しながら証券取引を行う必要がある。機関化現象には、上記のようなデメリットがある一方で、「投資コストが下がる」というメリットもある。機関投資家の大口取引が成立することで、今まで個人投資家一人一人が負担していた取引コストがかか

5 らずに済む。結果的に、機関化が個人投資家の手数料の負担を軽くする機能を持つといえる。このようにメリット・デメリットの両方が存在することから、機関化現象が必ずしもマイナス要因になるとは限らない。よって、機関化現象によって起こりえるリスクなどを把握することこそが重要な事項であるといえる。

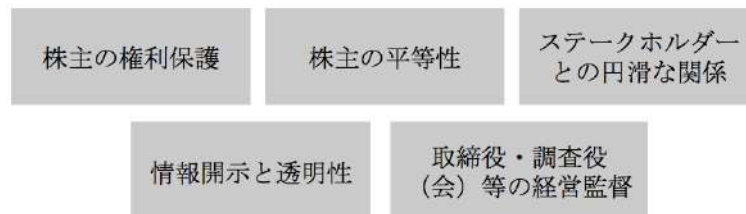
10

### (3) コーポレートガバナンスの重視

コーポレートガバナンスとは調達された資本を適正に管理されているか監視する企業統治である。企業とステークホルダーの円滑な関係を築くことで企業経営の透明性や効率化をはかる仕組みともいえる。コーポレートガバナンスを

15 行う際に必要とされる要素は以下の 5 つである。

#### 資料 14：コーポレートガバナンスの構成要素



出典：「上場起業コーポレート・ガバナンス原則 2009 年改訂版」日本取引所グループ（2009）より著者作成

20 これらの要素に対し取り組んでいる状態がコーポレートガバナンスを行えている状態といえる。近年、欧州や先進国を中心にコーポレートガバナンスの重要性が強く認識されている。そうしたなかで、2014 年 6 月に行われた「日本再興戦略改訂 2014」では、日本企業の中長期的な収益性や生産性を高め、均て

25 金融庁と東京証券取引所が共同で有職者会議を行い、2014 年 12 月にコーポレートガバナンスコードの原案を提案した。コーポレートガバナンスコードとは上場企業が守るべき指針である。基本原則を以下にまとめる。

### 資料 15 : コーポレートガバナンスコードの基本原則

- |   |
|---|
| <ol style="list-style-type: none"> <li>1. 株主の権利・平等性の確保</li> <li>2. 取締役会等の責務</li> <li>3. 株主以外のステークホルダーとの適切な協働</li> <li>4. 適切な情報開示と透明性の確保</li> <li>5. 株主との対話</li> </ol> |
|---|

出典：「コーポレートガバナンス・コード」株式会社東京証券取引所（2015）P3-4 より筆者作成

5

これらの基本原則に基づきコーポレートガバナンスが適切に実施されることは、企業の持続的な成長と中長期的な企業価値の向上に繋がる。またそれを通じて、会社、投資家、ひいては経済全体の発展にも寄与することと考えられる。

コーポレートガバナンスコードと同様にコーポレートガバナンスを支える原則としてスチュワードシップコードが挙げられる。スチュワードシップコードは 2014 年 2 月 27 日に「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」として公表された。スチュワードシップコードとは、機関投資家がスチュワードシップ責任を果たすにあたり、有用と考える諸原則である。このスチュワードシップ責任が指すものとは、当該企業の企業価値の向上や持続的成長を促すことによって、顧客・受益者の中長期的なリターンの拡大を求める責任のことである。また、法令ではないため法的拘束力を有する規範ではない原則主義をとっている。スチュワードシップコードを考えるためには、投資家の権利を理解しておく必要がある。以下が主な株主の権利である。

### 資料 16 : 株主の主な権利

自益権（財産的利益に関する権利）	共益権（経営への参加に関する権利）
<ul style="list-style-type: none"> <li>・ 剰余金配当請求権</li> <li>・ 残余財産分配請求権</li> <li>・ 株式買取請求権</li> <li>・ 新株引受権</li> <li>・ 名簿名義書換請求権</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>・ 総会議決権</li> <li>・ 総会招集権</li> <li>・ 株主提案権</li> <li>・ 役員解任請求権</li> <li>・ 代表訴訟提起権</li> <li>・ 取締役の違法行為差止請求権</li> <li>・ 解散請求権</li> <li>・ 閲覧等請求権</li> </ul>

出典：「図説 日本の証券市場」日本証券経済研究所（2016）P35 より筆者作成

自益権とは、株主個人の利益を追求する権利のことをいう。代表的な権利のひとつは「剰余金当請求権」である。これは配当を受ける権利のことを指す。

共益権とは、権利行使の結果が株主全体の利益になるように、経営への参加を目的とした権利である。代表的な権利は「総会議決権」という保有株式に対し議決権を行使する権利である。行使するにあたって、投資先企業状態や対話の内容をふまえて賛否を判断することが求められる。株主の権利を理解した上で、

5 スチュワードシップコードにおける機関投資家に求められる行動とは何か、大きく分けて 3 つあるといわれている。それが、①モニタリング、②エンゲージメント、③議決権行使の 3 つである<sup>18</sup>。これらを行うことで原則を達成し、コーポレートガバナンスに寄与するといえる。両コードが普及し、浸透することが日本企業の理想的なコーポレートガバナンスの実行に結びつく。そして、

10 コーポレートガバナンスにより市場での売買が円滑になるため、取引量の増加に繋がると考える。

#### (4) 投資信託の有用性

投資信託とは複数の投資家から少額の資金を集め、投資の専門機関が株式と債券などの銘柄でポートフォリオを形成、運用を行う投資方法である。収益は投資額に応じて分配される。また、投資信託は資料 17 からわかるとおり、個人投資家や個人投資家になりうる予備軍にとっては取り組みやすい投資方法といえる。

#### 資料 17：投資信託のメリット

- ・少額投資が行える
- ・分散投資を行える
- ・専門家の運用による優位性がある
- ・資金を集約して投資を行うため規模の経済を活用できる
- ・個人のリスクに応じて投資を自由に行えること

20

出典：筆者作成

そのため、投資信託は国民の投資の代行と捉えることができるとともに、国民の資金を証券市場の資金調達に活かすことができるという意義が存在する。資金運用を行う機関投資家の視点では、合理的価格形成の意義を持ち、個人投資家目線では、投資の窓口になることや、投資の可能性を広げる役割をなす。

25

<sup>18</sup> 「図説 日本の証券市場」日本証券経済研究所（2016）P230 より引用



- 前述した家計の資産構成の資料 9 からわかるとおり、現在我が国での投資信託の割合は 5.4%と少ない。だが個人投資家数は 2015 年時点で前年度比 362 万人増加、2016 年時点で前年度比 23 万人増加しており<sup>19</sup>、増加傾向にあることが分かった。すなわち、投資信託が家計にとっての資産形成手段となることで、
- 5 個人投資家の数はさらに成長すると考える。個人投資家にとっては取り組みやすい投資方法である投資信託を活用することで、我が国での個人投資家層の拡大が見込まれる。

## 第 5 節 海外投資家を取り巻く動向

- 10 本節では、日本の証券市場において今や欠かせない存在となった海外投資家の意義について述べる。また、米国と欧州を用いて海外市場の現状を分析する。

### (1) 海外投資家の意義

- 15 海外投資家の株式保有率は 2016 年度に全体の 3 割を占め<sup>20</sup>、売買代金にすると 7 割を超えるため<sup>21</sup>、現在の株式市場において強い影響を持つ。日本の企業はこれまで、海外投資家増加のために前述したコーポレートガバナンスコードや IFRS の導入といった取り組みを検討してきたことから、その重要性がうかがえる。そのため、我々は海外投資家の意義を「世界情勢の流れを多方面から持ち込み、活発的な売買を行うこと」と定義する。近年、機関投資家の大きな動きとして、後述する GPIF の ESG<sup>22</sup>投資が話題となったが、海外市場の投資家が投資の判断材料として企業の社会における在り方を重んじたためと考えられる。そういった海外市場における投資家としての目線を日本の証券市場に持ち込むのは海外投資家にほかならない。異なる投資行動が混在する海外投資家は、活発な売買取引を牽引することで流動性を高め、株価による適正な企
- 20 業評価を形成する。

<sup>19</sup>日本取引所グループ(2016)「2016 年度株式分布状況調査の調査結果について」

日本証券業界 (2016)「個人株主の動向について」

<sup>20</sup>日本取引所グループ (2016)「2016 年度株式分布状況調査の調査結果について」より引用

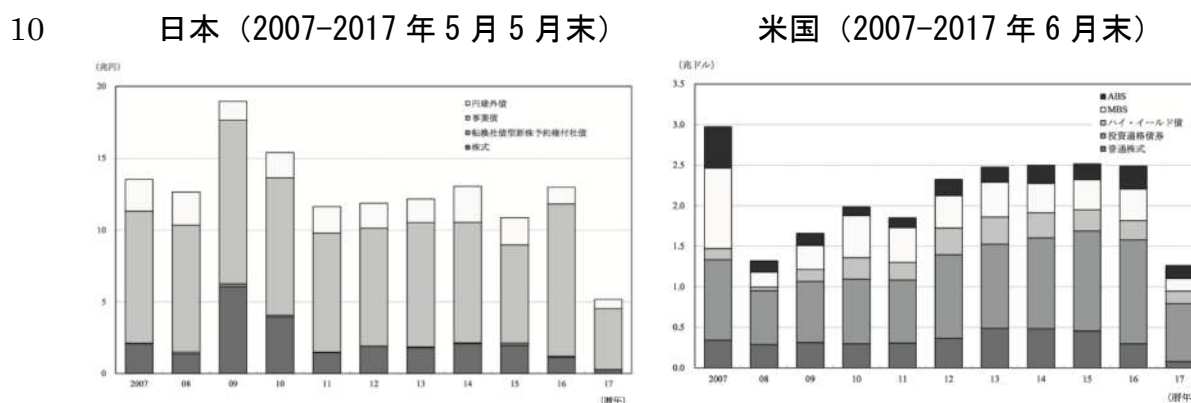
<sup>21</sup>日本取引所グループ (2016)「2016 年度 株式年間売買状況」より引用

<sup>22</sup> Environment・Social・Governance/環境・社会・ガバナンス

## (2) 米国市場

米国市場の特徴は、公社債市場が活発であることだ。第 2 章で触れた家計の資産構成の資料 9 から、債券また債券を含めた投資信託が米国の家計に浸透していることが読み取れる。さらには、資料 18 の民間証券発行額の推移からも額面がより大きく、債券の種類も豊富であることがいえる。特に、ハイ・イールド債はハイリスク・ハイリターンの債券であり企業の規模に関わらず資金調達の選択肢を広げる。これらの発行企業には新興企業も含まれており、米国市場におけるベンチャー企業の増加に一役買っている。

資料 18：日米の種類別民間証券発行額の推移



また、日本の開業率が低いことは幾度となく問題にあがるが、長期的には低迷していても米国の開業率は 10%を超える。その理由としてベンチャー企業の資金調達から EXIT が明確に示されていることが挙げられる。米国の M&A は年間で 700 社弱<sup>23</sup>あり、日本の 17 倍にあたる。買収や合併はベンチャー企業にとって望ましいことであるとされる米国と、従来の乗っ取りというイメージが強い日本の考え方の違いを顕著に表している。資金調達に限らない多方面からの支援が存在し、IPO と M&A というゴールを明確にすることは、ベンチャー企業が成長しやすい市場の形成に繋がるといえる。

## (3) 欧州市場

欧州市場の特徴として、公社債市場における海外投資家の高い保有割合、さ

<sup>23</sup> 日本政策投資銀行 (2017) 「近年の日米ベンチャー起業からみえる日本の起業活性化に向けた課題」

らに ESG 投資が浸透していることが挙げられる。前者は独国と仏国をはじめとした欧州各国の保有主体別において、ユーロ市場を利用するといった利便性の側面から海外投資家が約 4 割から 5 割を占めている<sup>24</sup>。後者は、2006 年に国連により提出された「責任投資原則」が発端となり社会的責任を考慮した投資として勢いが増した。日本ではスチュワードシップコードが新たに改定され、共同エンゲージメントといった企業や他の投資家との交流をはかることが盛り込まれた。しかし、ステークホルダーだけでなく社会の中で企業がどうあるべきかを問われる ESG 投資には、その責任のさらなる追求が必要になる。資料 19 のとおり、欧州では、2014 年度の運用資産における 6 割弱が ESG 投資を考慮しているのに比べ、日本では 1 割以下にとどまる。世界における ESG 投資の潮流を汲み取り、海外投資家を日本の証券市場に呼び込むことで日本企業の適正をより厳密にはかることができる。

**資料 19：資産運用に占める ESG 投資の比率と投資残高**

	①運用資産に占める ESG 投資の比率 (%)		②ESG 投資残高・地域比率 (%)		③ESG 投資残高成長率 (%)
	2012 年	2014 年	2012 年	2014 年	2012-2014 年
欧州	49.0	68.8	66.0	63.7	+55.4
米国	11.2	17.9	28.2	30.8	+75.7
カナダ	20.2	31.3	4.4	4.4	+60.4
豪州	12.5	16.6	1.0	0.8	+34.2
アジア	0.6	0.8	0.3	0.2	+31.7
合計	21.5	30.2	100	100	+61.1

15 出典：三菱 UFJ 信託銀行「グローバルな ESG 投資の潮流と日本の展望」（2016）より筆者作成

20

<sup>24</sup> 大和総研調査季報（2015）「わが国社債市場の位置づけと活性化策 [1]」

### 第 3 章 証券市場活性化を阻む課題点

#### 第 1 節 発行市場

発行市場の活性化において、上場する企業の増加と増資する企業の増加が必要不可欠であることは前述のとおりである。これを満たすことで株式の発行量の増加をもたらし、最終的に発行市場の活性化に繋がる。このことをふまえ、発行市場の現状において挙げられる課題点は、概ね以下の 3 点である。

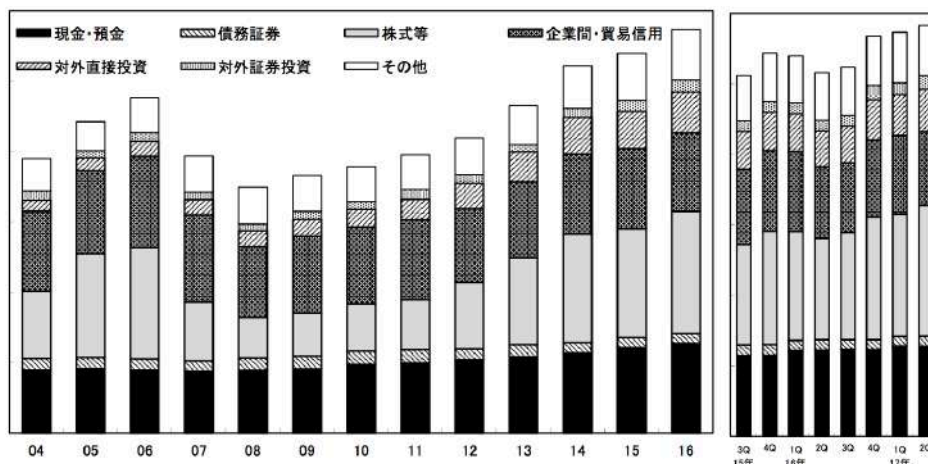
##### (1) 増資する企業を増やすうえでの課題点

##### 10 【イノベーションへの消極的な姿勢】

これからの流通市場ないし経済全体の成長を支えるには、企業が増資を積極的に行い、発行市場が資金調達の間として機能する必要がある。企業の資金調達は、主に内部留保の切り崩し、金融機関からの融資、または株式増資に分けることができる。しかし、現在企業の資金調達は内部留保からの出資や銀行からの融資によって賄われており、株式増資は低迷しているため発行量の増加に至っていない。そこであきらかになった課題は「イノベーションへの消極的な姿勢」である。一般的に公募増資を必要とするのは大規模な設備投資が必要になる場合であり、そのほかは企業の内部留保と融資によって賄える場合がほとんどである。資料 20 のグラフは、企業の現金預金が増加しており、その良し

20 悪しに関係なく、設備投資が消極的になっていることを示す。

資料 20：民間非金融法人企業の金融資産



出典：「2017 年第 2 四半期の資金循環」日本銀行（2017）P7 より引用

つまり、国内における新たな財・サービスを提供するためのイノベーションが起りにくくなっていると考えられる。現金預金が蓄積しているのは、使い道がないためである。お金という供給はあるにも関わらず、社会の需要を捉えることができていない。そうすると、大幅な設備投資は不必要となり、企業の現金預金は経済の不透明性と相見えて増え続ける一方である。この負のサイクルから脱却するには、腰が重くなっている上場企業が新たな事業に踏み込みやすくなれるような策が必要である。そこで、増資する企業を拡大し抜本的な改善を行うために、後述する上場企業数の拡大に対する提案の長期的な結果として補いたい。

10

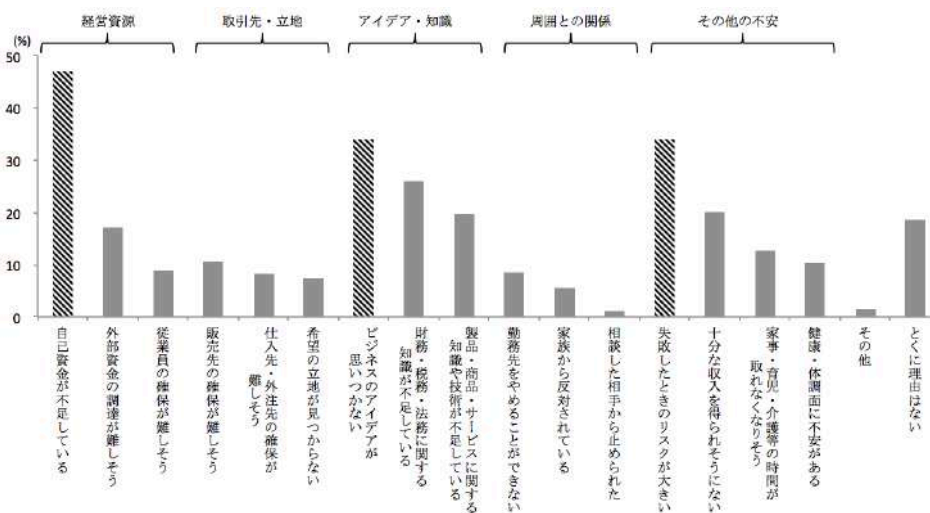
## (2) 上場する企業を増やすうえでの課題点

### 【起業家数が少ない】

我が国における開業率が他国に比べて非常に低いことは、第 2 章 1 節で述べたとおりであるが、この状況は改善されておらず、長期にわたって低い数値となっている。資料 21 からわかるように、起業に踏み切らない主な理由としては、①自己資本が不足している ②ビジネスのアイデアが思いつかない ③失敗したときのリスクが大きい、などを挙げている人が大部分である。このように様々な要因が複雑に絡み合っ、「国内起業家が少ない」という課題を引き起こしていることがわかる。

20

資料 21：起業しない理由



出典：「起業意識に関する調査」日本政策金融公庫総合研究所（2014）P6より筆者作成

また、日本の年代別起業家数をみると、39 歳以下の起業家を合わせても全体の約 35%であるのに対して、米国においては、20~34 歳だけで約 30%を占めている<sup>25</sup>。このデータから、我が国の若年層による起業数があまり多くないといえる。長期的な発行市場の活性化をはかるためには、時代のニーズに敏感な

5 20、30 代の起業数を増やすことは必要不可欠であり、その第一歩として起業しやすい環境づくりをすべきである。これらの内容をふまえ、次章では若年層の起業家の増加に向けた新制度の提案を示す。

### 【新興企業の IPO 支援が未発達である】

10 2016 年度の国内証券取引所における IPO 数は 83 社で、前年比では約 1 割減となった<sup>26</sup>。主な原因としてはベンチャーキャピタルによる投資の減少が影響しているものとされる。以下のふたつのグラフをみればわかるとおり、ベンチャーキャピタルが投資している案件が減少すると、同様に IPO 数も低下している。IPO 数が増えれば相対して株式の発行量は増加し、流通市場において銘柄

15 の多様性に繋げることができる。そのため、強化がはかられた上場審査を乗り越える良質なベンチャーを支援する環境が必須である。また、単純に IPO 数が増えればいいということではなく、ベンチャー企業の EXIT として M&A と IPO 両者のバランスが保たれていることが重要だ。そこで我々が注目したのが、CVC である。これは、主に大企業が将来新たな事業として注目する分野のベン

20 チャー企業を支援し、最終的に M&A もしくは IPO させるファンドである。このベンチャー投資はオープンイノベーションを目的に確立されており、大企業とベンチャー企業の両者にメリットをもたらすことができる。この手法であれば、ベンチャー企業が IPO する可能性を広げるとともに、前述した既存の上場企業が増資する機会を長期的な視点で増やすことができる。そこで我々は、

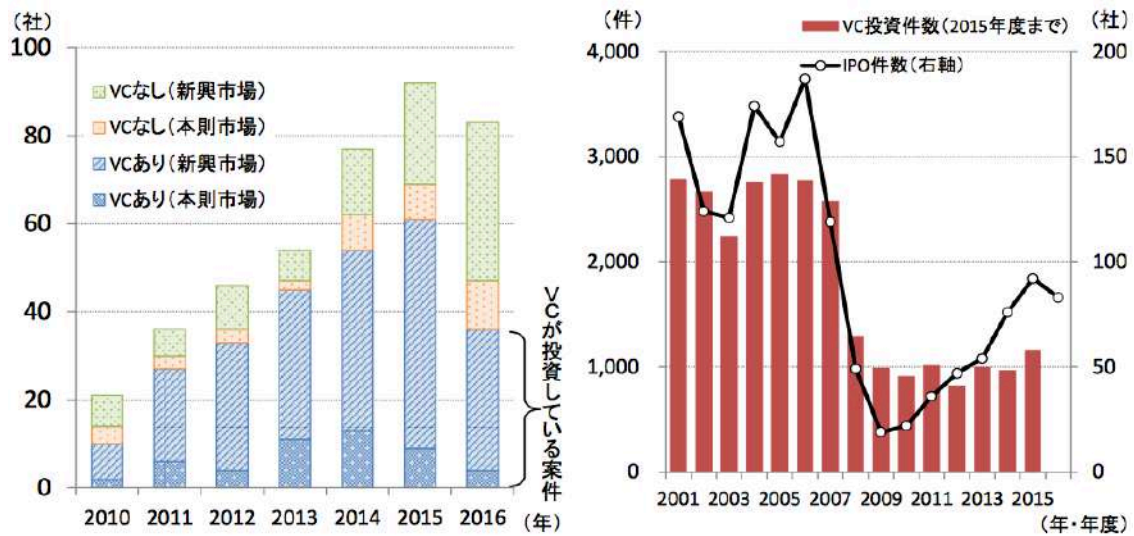
25 CVC と次章で説明するコーポレートアクセラレータープログラムを基盤にし、IPO 数の増加を目的とした提案を行う。

<sup>25</sup>Forbes (2012) 「Who's Starting America's New Businesses? And Why?」

<sup>26</sup>大和総研 (2017) 「IPO 市場の動向と国際化に関する比較」 P2 より引用

資料 22 : IPO における VC の出資の有無

VC の投資件数と IPO 件数の推移



出典：「IPO 市場の動向と国際化に関する比較」大和総研（2017）P4 より引用

## 5 第 2 節 流通市場

第 1 章で述べたように、流通市場の活性化のためには投資家層の拡大、取引量の増加が必要不可欠である。これらの内容をふまえて、以下で挙げる概ね 3 点の課題点を明確にすることにより次章の提案に繋げる。

### 10 (1) 投資家層を拡大するうえでの課題点

投資家層の拡大という側面で、我が国で成長の可能性が最も高いのは個人投資家である。その個人投資家の拡大をはかることは流通市場の活性化に繋がるといえる。しかし、現状として個人投資家数は拡大しているものの伸び悩んでおり、その課題点として以下の 2 点を挙げる。

15

#### 【自己リテラシー理解度の欠如】

家計は貯蓄を好む傾向にある。その理由は、現金預金が将来の資産形成手段として最も安定的だからだ。しかし、家計からの資金を財・サービス市場ないし証券市場に回すためには、個人投資家の資産形成手段として、投資を認識させる必要がある。この流れは、第 2 章で述べたとおりである。そのうえで課題となるのが自身のリテラシーを理解していないことだと考えた。資料 23 から

20

5 わかるように、我が国では低リテラシー層が投資を行っている割合が低い。また、高リテラシーと判断された人も株式投資や投資信託を約 50%しか行っていない現状がある。これは、自身のリテラシーに合った投資方法を選択できていないといえる。つまり、自身のリテラシーとリスクを理解していないと考えられる。

**資料 23：金融知識等の階層別の投資行動**

	全サンプル	低リテラシー	第 2 階層	中リテラシー 第 3 段階	第 4 段階	高リテラシー 第 5 段階
株式投資	31.6	11.3	24.2	27.1	37.4	55.3
投資信託	25.8	7.9	18.7	22.0	31.6	46.3

\*18 歳から 79 歳 25000 人 それぞれ行っている割合(%)

出典：「金融リテラシー調査の結果」金融広報中央委員会（2016）P31 より筆者作成

10 そこで我々はリテラシーが欠如していることではなく、「自身のリテラシーを理解していないこと」が課題であると考えた。リテラシーはあるが、それに応じた投資方法を選択できないことから投資を始められていない現状があり、投資が家計の資産形成手段になりえていない。現在はリテラシーレベルが低くとも自身のリスクに応じた投資信託や IFA<sup>27</sup>に資金運用を委託することが可能な時代である。自身のリテラシーのレベルを把握することで、身の丈にあった投資を始めることができ、個人投資家の増加に繋がると考える。これらの内容をふまえ、次章では投資家層の拡大を目的に、自己リテラシーの理解度を高めるための提案を行う。

20 **【投資システムの拡充】**

我々は投資システムとして、確定拠出年金に注目した。理由として、我が国では将来的に公的年金を十分に受けられる保証はない。そのため、確定拠出年金は将来の資産を形成するために重要な役割を担っているシステムである。しかし、確定拠出年金に加入していると回答しているのは 2 割<sup>28</sup>にも満たない。

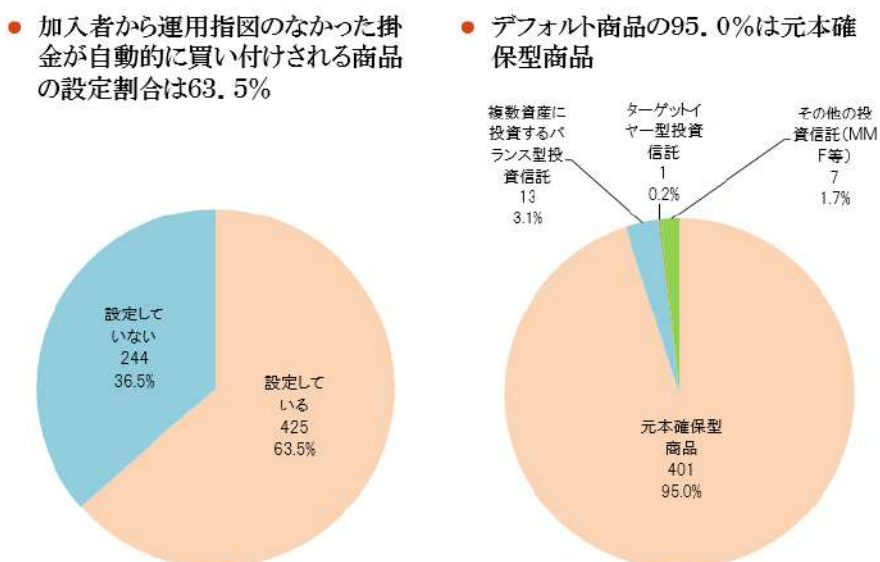
<sup>27</sup> Independent Financial Adviser／金融商品仲介業

<sup>28</sup> 野村総合研究所（2015）「確定拠出年金の利用実態調査」P11 より引用



このことから、確定拠出年金は普及しておらず、改善する余地があるといえる。そして、我々が注目したのがデフォルト商品である。この商品は、加入者からの運用の指図が行われるまでの間の運用方法として、あらかじめ規約に定められたものである。資料 24 からわかるように、確定拠出年金加入者の約 3 割がこの商品を設定していない。さらに、日本のデフォルト商品の設定構成は 95% が元本確保型である。つまり、デフォルト商品を設定していない約 3 割の加入者が、最適な資産形成のために確定拠出年金を活用できていない。そのため、デフォルト商品の改善により、運用しやすい制度を確立し、最適な資産形成を可能にする必要がある。次章では、確定拠出年金を普及させ、投資家層の拡大に繋がる提案を述べる。

### 資料 24：デフォルト商品の設定状況（2015）



出典：「確定拠出年金実態調査結果」（2015）企業年金連合会 P12 より引用

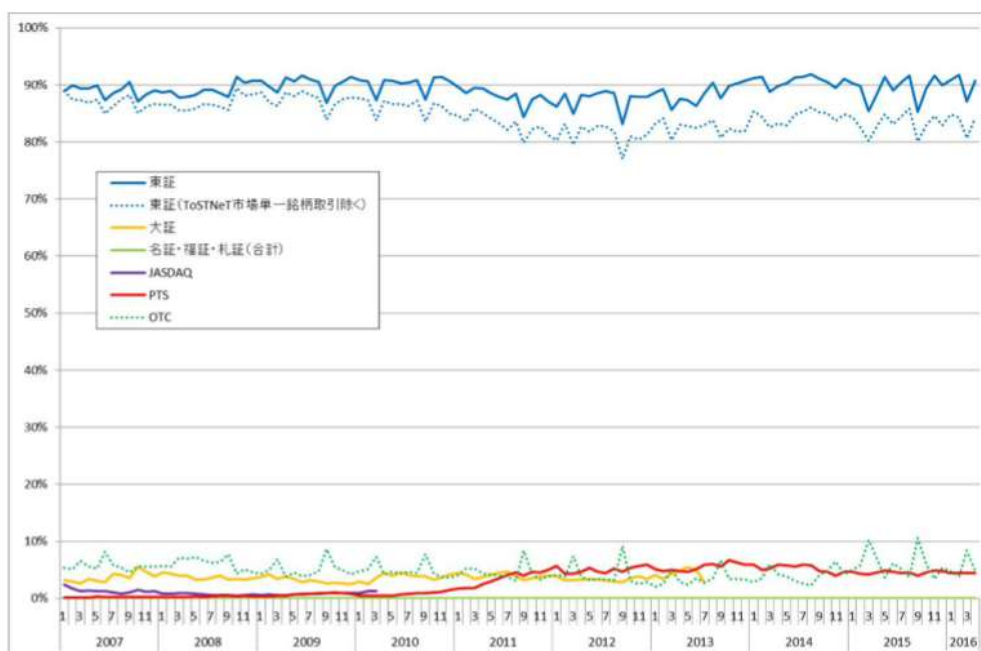
## 15 （2）取引量を増加するうえでの課題点

### 【取引所外取引が未発達である】

我々は流通市場活性化のひとつを取引量の増加と定義した。その阻害要因として取引所外取引の未発達が挙げられる。資料 25 からも見受けられるように、日本の証券市場のシェア率は東証が独占しているといっても過言ではない。

20

資料 25：現物取引のシェア



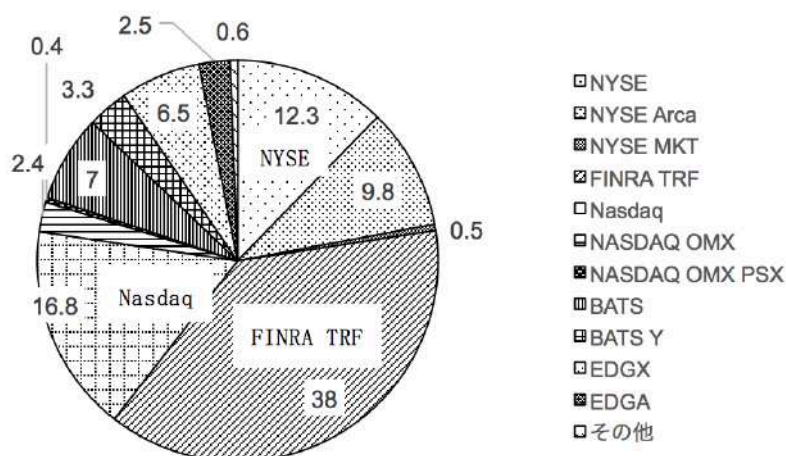
(注) 取引所金融商品市場及び取引所外取引における売買代金に占めるシェア

出典：「市場間競争の基本的捉え方」金融庁（2016）P2 より引用

- 5 取引所外取引として注目を集めた PTS も現在では低迷の傾向にある。理由としては PTS の需要が少ないことが考えられる。まず、PTS は現物取引しか行うことができないため、信用取引を好む投資家にとっては魅力のないものとなっている。次に、市場参加者が少ないことによる低い流動性が挙げられる。これにより売買が成立しない場合がある。その結果、現在 PTS を行っているのは
- 10 第 2 章で述べたとおり、SBI 証券とチャイェックスのみとなっている。この現状から、日本で取引所外取引が発達しているとは言い難い。

- 一方、資料 26 の米国のシェア率を見ると、取引所外取引にあたる FINRA、TRF が全体の約 3 割を占めている。その他、ニューヨーク証券取引所、ナスダックなど、現物取引は多様な市場で成り立っている。米国と比較した際に、日
- 15 本の市場に偏りがあることがより明確となった。

資料 26：米国証券取引所の売買高のシェア 2014



出典：「日米株式市場の相違点」大和総研グループ（2014）P5 より筆者作成

- 5 取引所外取引は、取引所の代替市場としての役割、投資家の選択肢を広げるような市場でなければならない。現段階では、取引所外取引のシェア率や PTS の課題点から投資家のニーズを満たしているとはいえないだろう。また、多くの証券会社が PTS 取引を撤退するなかで、流動性の確保は困難であると考えられる。そのため、今後新たなニーズをみつけだし、それに応えられるような新規市場が必要である。そこで我々が注目したのが ESG 投資である。第 2 章の海外投資家で述べたように、海外での ESG 投資への取り組みは積極的である。さらに GPIF が ESG 指数に連動した日本株のパッシブ運用を 1 兆円規模で始めたことにより、日本でも ESG 投資が注目を集める流れが予想される。提案では ESG 投資を用いて、取引量を増やすために取引所外取引を発達させ、市場の魅力向上に繋げる。次章では以上のことをふまえて、取引量の増加に向けた新規市場の設立を提案する。
- 10
- 15

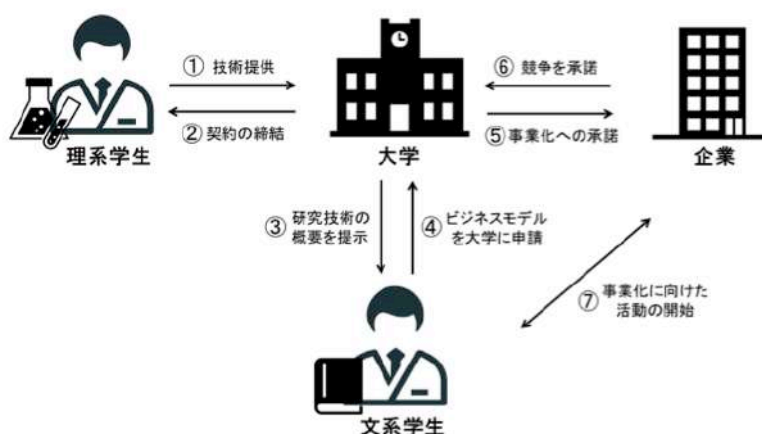
## 第 4 章 証券市場の活性化に向けた提案

### 第 1 節 証券発行市場の活性化に向けた提案

#### (1) 「産学×文理連携プロジェクト」の提案

- 5 この提案は、若年層の起業家数の増加を目的とし、学生・大学/大学院・企業  
の連携によって学生の研究成果を事業化するプロジェクトである。第 3 章でも  
述べたとおり、若年層の起業家数が少ないことは、発行市場の活性化を阻害す  
る要因のひとつである。ここで、現在推奨されている産学連携を応用し、学生  
10 発信の起業数の増加をはかる。さらに、我々は学生の研究成果を事業化する際  
に、技術開発をする学生と事業化する学生のマッチングが難航している点に着  
目した。この問題点について例を挙げて説明する。技術開発に長ける学生とし  
て、主に理系学生が挙げられるが、彼らが事業化へのビジネスモデルの作成ま  
で担うのはハードルが高い。一方で、事業化に意欲のある学生としては主に文  
15 系学生が挙げられるが、彼らはベースとなる研究技術を持っていない場合があ  
る。プロジェクトの実施によって、こういった現状を打開することができるだ  
ろう。これを例にして以下の資料 27 に示す。

#### 資料 27：産学×文理連携プロジェクトの概要図



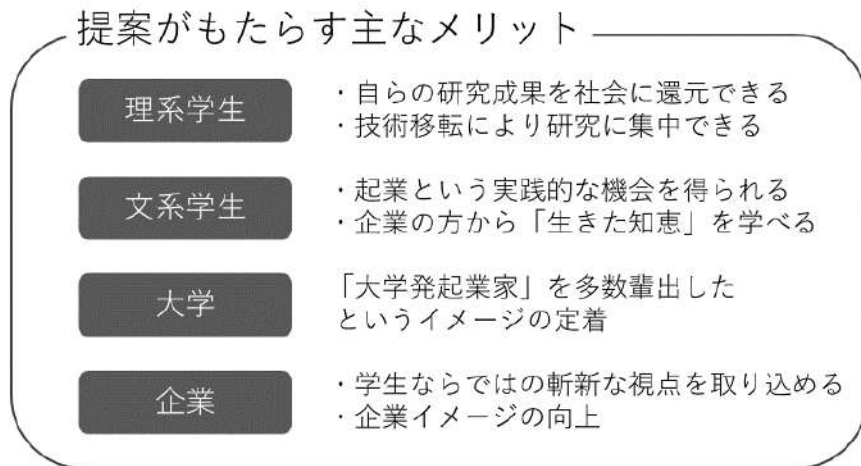
出典：筆者作成

20

まず、理系学生が研究成果を大学に技術移転し、大学側が技術内容を学生に公開する。次に、起業に関心のある文系学生から、技術を活用したビジネスモ

デルを募集し、その内容をもとに協力を仰ぐ企業を選定する。企業側が学生との連携を承諾後、事業化に向けた活動を開始する。前述の流れをふまえ、このプロジェクトがもたらす主なメリットを主体別に表したのが以下の資料 28 である。

5 **資料 28：産学×文理連携プロジェクト実施に伴うメリットの図解**



出典：筆者作成

この提案の実施によって、若年層の起業家数の増加や、学生・大学・企業間の連携の強化を期待できる。さらに、第 3 章で前述した「起業しやすい環境づくり」を促進することで、起業数が少ないという発行市場の課題解決の足掛かりにしたい。

**(2)「リソース・トレード」の提案**

15 この提案は、ベンチャー企業が IPO した際にそのベンチャー企業が保有する特許権を独占できる権利を CVC に付与するというものである。提案の目的は、ベンチャー企業の IPO 支援を促進することで、新規上場する企業の増加による発行量をはかることである。課題点でも触れたように、ベンチャーキャピタルの投資額減少は、ベンチャー企業が新規上場をするうえでの阻害となる。そのため、ベンチャー企業に対して支援を行う CVC を促進させることがひとつの

20 解決策になると我々は注目した。

この提案は既存の「CVC 連動型アクセラレータープログラム」を基盤にした

ものである。このプログラムは、ある企業が CVC を設立する前に仲介業者をと  
おしてベンチャー企業の発掘と選考を行い、事業化支援を数ヶ月間行うもの  
である。これは事業目的の不一致など、CVC を設立する企業とベンチャー企業  
のマッチングミスを防ぐ働きを担う。また、CVC 連動型になると戦略目的が合  
5 致した場合、プログラムの終了後に CVC を設立し支援を継続的に行う。この  
既存のプログラムに対して、我々は新たな施策である、ベンチャー企業が IPO  
した場合に保有する特許権を独占できる権利を CVC に付与させる。これは  
CVC 設立の主な目的が事業シナジーであり M&A が選択されることが多いこ  
とから、ベンチャー企業の IPO を EXIT として選択しやすい環境を整えるため  
10 である。CVC にとって特許権の独占が可能になることで市場での優位性を確保  
することができ、ベンチャー企業の IPO を支援しながら新たな事業開拓の可能  
性を残すことができる。

この施策をとおして大企業とベンチャー企業のオープンイノベーションが活  
発化すると、大企業が新たな事業に踏み込みやすくなる。さらに、前述した増  
15 資する企業を増やすうえでの課題点である「イノベーションへの消極的な姿勢」  
の改善も期待される。この施策によって IPO 数が増加し、発行市場の活性化で  
ある「上場する企業の増加」、長期的な成果によって「増資する企業の増加」に  
繋げる。

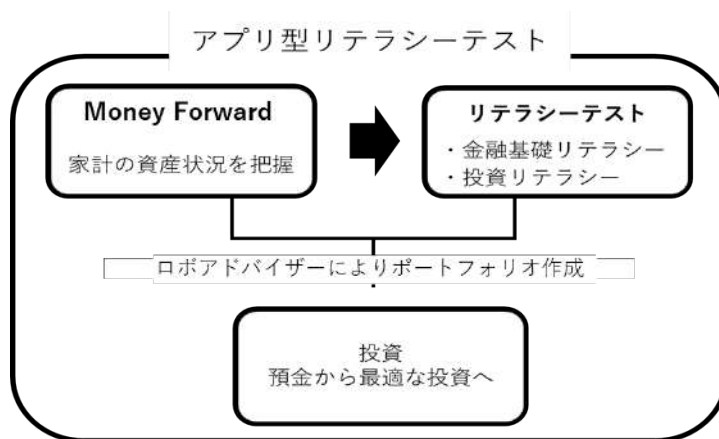
## 20 第 2 節 証券流通市場の活性化に向けた提案

### (1) 「アプリ型リテラシーテスト」の提案

この提案は、家計簿アプリにリテラシーテスト機能と投資機能を追加する  
というものである。目的は、自身のリテラシーを理解することによる、最適な資  
産運用の選択を可能にすることである。まず、本提案では投資家がリテラシー  
25 テストを行う施策として家計簿アプリにテスト機能を追加する。その家計簿ア  
プリは Money Forward を選定する。理由はふたつある。まず前述したとおり、  
ファイナンスアプリとして第 1 位のシェア率ということから、多くの人を対象  
にアプローチを行える点が挙げられる。次に金融機関対応数が第 1 位であるこ  
とから、後述する投資機能の追加を可能にする点である。Money Forward に  
30 リテラシーテストの機能を追加し、モバイル端末からテストを行うことができ

る。本提案で行うリテラシーテストは「金融基礎リテラシー」と「投資リテラシー」のふたつの内容から成り立つ。これは、個人によって必要なリテラシーが異なるためである。例えば、家計の資産管理のような根本的なリテラシーが欠如している場合には、金融基礎リテラシーの観点からテストを行う必要がある。一方の投資リテラシーは、家計ごとにどれだけ投資にお金を回すことができるかが変動するため、各家計に合った商品の把握が目的だ。このテストにより、自身のリテラシーを把握することができる。本提案では、テスト後に投資へ結び付ける段階の提案も行う。それが投資機能の追加である。Money Forward は証券、銀行にも対応しているため、この提案により貯金から投資に繋げることができる。その際のポートフォリオはリテラシーテストを基にロボアドバイザーが作成する。これにより、個人に合った投資をスムーズに行うことができる。既存アプリの機能により家計の資産状況を把握し、リテラシーテストにより、自身のリテラシーを理解する。最後に資産状況、リテラシーを考慮したうえで投資が可能となり、個人投資家の増加に繋がる。

15 **資料 29 : アプリ型リテラシーテストの概要図**



出典：筆者作成

**(2) 「確定拠出年金の拡充」の提案**

20 この提案は、確定拠出年金においてデフォルト商品としてライフサイクル型投資信託の商品を選定するというものである。目的は、確定拠出年金の普及による、投資家層の拡大である。第 3 章で述べたように現在、日本のデフォルト商品の設定状況は 95%が元本確保型であり、資産形成としての役割を果たして

いるとはいえない。そこで、デフォルト商品をライフサイクル型投資信託とする。ライフサイクル型とは、確定拠出年金の加入から給付までの期間を、年齢を中心としたライフサイクルの場面に分け、運用リスクを変化させるというものである。例えば、年齢が若いときは交付までの猶予がありリスク許容度が高いため、株式などリスク資産の比率を高くする。一方、年齢が上がるとリスク許容度は低下するので、株式などの比率を徐々に低くし債券などの比率を高めていく。このように、個人の年齢に合った運用を行うことで、適した資産形成が可能になる。そして、金融リテラシーが低い制度利用者が、現金預金を選択したことで価値が目減りし、老後の資金が足りないという将来のリスクを下げることができる。実際に、OECD<sup>29</sup>諸国の確定拠出年金制度では、米国、英国などの先進国がデフォルト商品としてライフサイクル型を設定している。このことから本提案の実現可能性は高いと考える。また、確定拠出年金は継続教育面での課題がある。現在はセミナーを開催するなどの施策を行っているが、企業が負担するコストには限界がある。そこで、我々は給料明細に確定拠出年金の運用状況を載せる。給料明細としたのは、生活を送るうえで注視する可能性が高いためである。さらに、一か月という期間で運用報告をすることで確定拠出年金に携わる機会を増やす。これにより自身の資産状況、運用状況、インフレ率を把握し、自ら情報を理解しようとする姿勢を刺激できると考える。今までの受動的な教育的内容から、半強制的に自らが学習する施策を講じることで継続的に知識を身に着けることができると考える。

現在、確定拠出年金は中小企業向けに簡易型確定拠出年金など、加入者増加のために施策を行っている。本提案では、確定拠出年金を普及させることにより、さらなる環境整備を促進する。それにより、個人投資家が投資信託を導入し、資産形成手段の選択肢を広げ、投資家層拡大に繋げる。

25

### (3) 「ESG 電子取引」の提案

この提案は、近年注目を集めている ESG 投資を用いた新たな電子取引市場を設立するというものである。目的は、取引所外取引を発達させ市場に競争を生むことである。この市場の主体は証券会社とする。理由としては、上場して

---

<sup>29</sup> Organization for Economic Co-operation and Development / 経済協力開発機構



いる企業は現在のブランド力を下げることなくさらなるブランド力の向上が見込める点と、非上場株を取り扱うことができる点から幅広い企業を評価することができる。証券会社は ESG を基準に取り扱う企業銘柄の選定、評価を行う。

- 5  
10  
15
- そこで用いられる方法がポジティブ・スクリーニングと ESG インテグレーションを掛け合わせたものである。これらは世界の ESG 投資の統計を発表している GSIA (Global Sustainable Investment Alliance) が ESG 投資の種類を 7 つに分類したうちのふたつである。ポジティブ・スクリーニングとは、ESG に優れた銘柄のみを選抜して投資する手法であり、ESG インテグレーションは、既存の投資先判断の中に、財務情報だけでなく非財務情報、すなわち ESG 情報を織り込んで判断していくものである。特定のものだけを除外し、特定のものだけを選抜するのではなく、全体的な銘柄評価の中で ESG 観点が考慮されるのが、その特徴である。これらふたつの指標を用いることにより、財務情報の評価、非財務情報の評価、総合的な評価の 3 つの評価から判断することができる。この指標を用いて証券会社は証券の売買を行う。この市場により、投資家は ESG 投資の際の企業評価のコストが削減され、ESG に対する優良企業を一括して判断することができる。新規市場を設立し、投資家の選択肢を増やすことで取引所外取引を発達させ、取引量の増加に繋げる。

20

25

## 終章

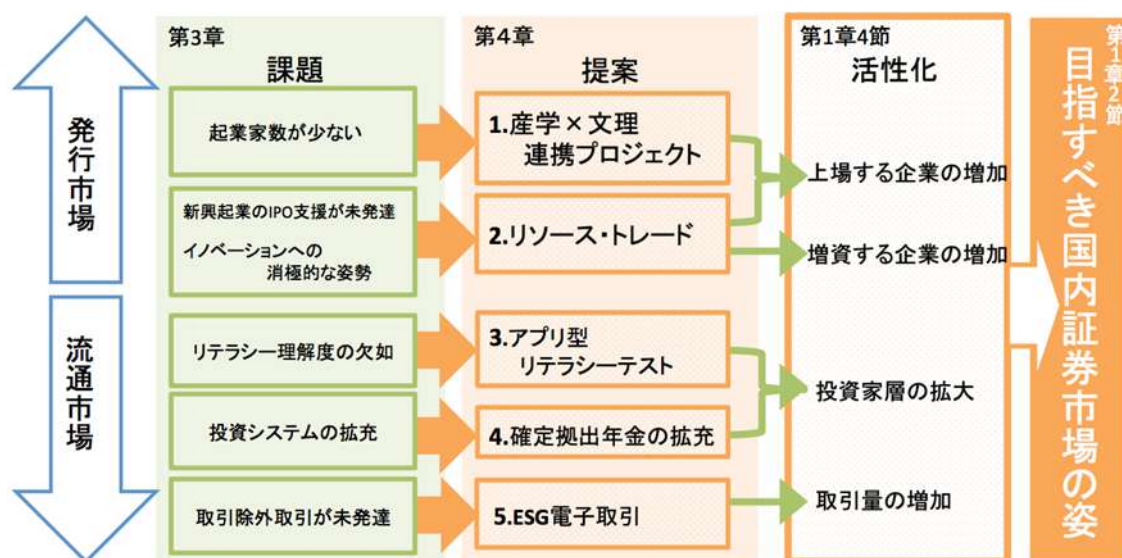
- 我々は本稿において、証券市場の目指すべき姿を「将来の財・サービス市場における最適な資源配分を行うための資金の循環的パイプライン」と定義し、
- 5 そのゴールに向かうための筋道を論じてきた。まず、第 1 章で軸となる証券市場の目指すべき姿を目的として位置付け、活性化するための筋道を示した。次に我々の考える証券市場の目指すべき姿、役割を発行市場と流通市場に分けて定義し、活性化の要因を発行市場における「増資する企業の増加・上場する企業の増加」と流通市場における「投資家層の拡大・取引量の増加」と定義した。
- 10 第 2 章では証券市場を取り巻く現状と唱え、証券市場の動向、外国、各投資家について分析した。各機能、投資家の意義や位置づけを確認し、証券市場に与える影響を把握した。続く第 3 章では現状分析による証券市場に与える影響から発行市場と流通市場に細分化し、課題点を明確にした。発行市場は、増資する企業を増やすうえで「イノベーションへの消極的な姿勢」、上場する企業を増
- 15 やすうえて「起業家数が少ない」、「新興企業の IPO 支援が未発達である」を挙げた。流通市場では、投資家層を拡大するうえで「リテラシー理解度の欠如」、「投資システムの欠如」、取引量を増加するうえで「取引所外取引が未発達である」を挙げた。これらの課題点を明確にしたうえで第 4 章では活性化に向けた提案をした。発行市場は、産学×文理連携プロジェクトとリソース・トレード
- 20 のふたつを提案した。まず、産学×文理連携プロジェクトは、推奨されている産学連携を用い、多種多様な学生による技術開発から事業化を支援することで将来の起業家を増加させる。次にリソース・トレードでは、CVC 向けに特許の独占権を用いてベンチャー企業の支援を推進し、IPO 数の増加とイノベーションの活発化を期待する。このふたつの提案により、課題とともに発行市場の活
- 25 性化である、増資のする企業の増加、上場する企業の増加が達成されると考える。流通市場は、3 つの提案を行い、課題点にアプローチをした。流通市場の活性化のひとつ目の定義である投資家層の拡大のために、アプリ型リテラシーテストと確定拠出年金の拡充を提案した。アプリ型リテラシーテストはリテラシーを理解することにより投資家の資産形成に対する選択肢を広げることに繋
- 30 げた。確定拠出年金の拡充では、制度の改善により投資家がより簡易的に投資

を行う環境を整えた。ふたつ目の定義である取引量の増加は、「ESG 電子取引」の新規市場設立における投資家の選択肢を広げることで果たされると考えた。

- 本稿の冒頭で述べたように、「貯蓄から資産形成へ」のスローガンのもと、我々は目指すべき証券市場の姿を「将来の財・サービス市場における最適な資源配分を行うための資金の循環的パイプライン」と定義した。家計から資金を拠出する個人投資家に投資を資産形成手段として浸透させるとともに、国内証券市場が活性化するための施策を多方面から提示した。発行市場と流通市場がこれらの施策をとおしてそれぞれの役割を果たし、活性化に繋げる。ひいては、国内証券市場が日本経済全体に資金を循環させ、最適なパイプラインとなる。

10

資料 30 : 本稿のまとめ



出典：筆者作成

15

## 参考資料

### 〈参考文献・論文〉

- 日本証券経済研究所 (2016) 「図説 日本の証券市場 2016 年度版」  
日本証券経済研究所 (2016) 「図説 アメリカの証券市場 2016 年度版」  
5 日本証券経済研究所 (2014) 「図説 イギリスの証券市場 2014 年度版」  
日本証券経済研究所 (2016) 「アジアの証券市場 2016 年度版」  
日本証券アナリスト協会 (2014) 「証券アナリストジャーナル」  
高橋文朗 (2012) 「新・証券市場2012」  
三菱UFJ信託銀行 (2015) 「クラウドファンディングとその特性」  
10 中小企業庁 (2014) 「中小企業白書2014」  
大和総研調査季報 (2015) 「わが国社債市場の位置づけと活性化策 [1]」  
大崎貞和 (2009) 「株式市場間競争と日本市場の課題」  
大崎貞和 (2005) 「ニューヨーク証券取引所の株式会社化と自主規制」  
大崎貞和 (2014) 「グローバルな市場間競争と日本取引所グループ」  
15 中小企業庁 (2017) 「2017年版中小企業白書 中小企業のライフサイクル」  
金融庁「金融レポート 主なポイント」 (2016)

(順不同)

### 〈参考 web 資料〉

- 20 各 URL とともに、2017 年 10 月 27 日の時点で閲覧可能を確認済みである。  
科学技術振興機構 (2017) 「大学発新産業創出プログラム (START) について」  
<http://www.jst.go.jp/pr/info/info1270/sankou1.html>  
科学技術振興機関 (2017) 「大学発ベンチャー調査 調査結果サマリー」  
[https://sangakukan.jp/journal/journal\\_contents/2017/10/articles/1710-02-2/1710-02-2\\_article.html](https://sangakukan.jp/journal/journal_contents/2017/10/articles/1710-02-2/1710-02-2_article.html)  
25 [http://www.meti.go.jp/report/whitepaper/data/pdf/20170508001\\_1.pdf](http://www.meti.go.jp/report/whitepaper/data/pdf/20170508001_1.pdf)  
経済産業省 (2017) 「Fintech ビジョン」  
[http://www.meti.go.jp/report/whitepaper/data/pdf/20170508001\\_1.pdf](http://www.meti.go.jp/report/whitepaper/data/pdf/20170508001_1.pdf)  
法政大学学術機関レポジトリ (2015) 「大学生の調査意識調査レポート」  
[http://repo.lib.hosei.ac.jp/bitstream/10114/10389/1/15\\_inno\\_7\\_kazumi\\_taji\\_niiya\\_okamoto.pdf](http://repo.lib.hosei.ac.jp/bitstream/10114/10389/1/15_inno_7_kazumi_taji_niiya_okamoto.pdf)  
30

- 株式会社野村総合研究所（2016）「平成 27 年度 起業・ベンチャー支援に関する調査」  
[http://www.meti.go.jp/meti\\_lib/report/2016fy/000285.pdf](http://www.meti.go.jp/meti_lib/report/2016fy/000285.pdf)
- 年金積立金管理運用独立行政法人（2017）「平成 29 年度第 1 四半期運用状況」  
5 [http://www.gpif.go.jp/operation/state/pdf/h29\\_q1.pdf](http://www.gpif.go.jp/operation/state/pdf/h29_q1.pdf)
- 年金積立金管理運用独立行政法人（2014）「平成 25 年度業務概状書」  
[http://www.gpif.go.jp/operation/state/pdf/h25\\_q4.pdf](http://www.gpif.go.jp/operation/state/pdf/h25_q4.pdf)
- 株式会社東京証券取引所（2015）「コーポレートガバナンスコード」  
<http://www.jpx.co.jp/equities/listing/cg/tvdivq0000008jdy-att/code.pdf>
- 10 金融広報中央委員会（2016）「金融リテラシー調査の結果」  
[https://www.shiruporuto.jp/public/document/container/literacy\\_chosa/2016/pdf/16literacy.pdf](https://www.shiruporuto.jp/public/document/container/literacy_chosa/2016/pdf/16literacy.pdf)
- 日本取引所グループ（2009）「上場企業コーポレート・ガバナンス原則 2009 年改訂版」  
15 [http://www.jpx.co.jp/equities/listing/cg/tvdivq0000008j6d-att/governance\\_091222.pdf](http://www.jpx.co.jp/equities/listing/cg/tvdivq0000008j6d-att/governance_091222.pdf)
- 日本取引所グループ(2017)「2016 年度株式分布状況調査の調査結果について」  
<http://www.jpx.co.jp/markets/statistics-equities/examination/nlsgeu000002ini6-att/j-bunpu2016.pdf>
- 20 日本証券業協界（2016）「個人株主の動向について」  
[http://www.jsda.or.jp/shiryo/chousa/files/20160916\\_kojindoukou.pdf](http://www.jsda.or.jp/shiryo/chousa/files/20160916_kojindoukou.pdf)
- 東京証券取引所（2016）「株式売買高・売買代金」  
[http://www.jpx.co.jp/markets/statistics-equities/monthly/nlsgeu000002okkm-att/02\\_baibai1708.pdf](http://www.jpx.co.jp/markets/statistics-equities/monthly/nlsgeu000002okkm-att/02_baibai1708.pdf)
- 25 日本証券業協会（2016）「公社債発行額・償還額」  
<http://www.jsda.or.jp/shiryo/toukei/hakkou/index.html>
- 日本証券業協会（2016）「公社債種類別店頭売買高」  
<http://www.jsda.or.jp/shiryo/toukei/shurui/index.html>
- 金融広報中央委員会（2016）「家計の金融行動に関する世論調査 二人以上世帯調査」  
30

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

富士通総研 (2017) 「フィンテック (Fintech) とは」 HP

<http://www.fujitsu.com/jp/group/fri/business/topics/fintech/definition/>

5 Money Forward HP

<https://corp.moneyforward.com/>

ソーシャルレンディングフィールド (2016) 「クラウドファンディングの種類と主なサービス」

<http://social-lending-field.com/?p=206>

10 Forbes HP

<https://www.forbes.com/sites/cherylsnappconner/2012/07/22/whos-starting-americas-new-businesses-and-why/#7747cdd92787>

Jeff Desjardins (2017) 「Here are the 20 biggest stock exchanges in the world」

<http://www.businessinsider.com/here-are-the-20-biggest-stock-exchanges-in-the-world-2017-4?IR=T&r=US&IR=T>

15

日本政策投資銀行 (2017) 「近年の日米ベンチャー起業からみえる日本の起業活性化に向けた課題」

[http://www.dbj.jp/pdf/investigate/mo\\_report/0000170428\\_file3.pdf](http://www.dbj.jp/pdf/investigate/mo_report/0000170428_file3.pdf)

三菱UFJ信託銀行 (2016) 「グローバルなESG投資の潮流と日本の展望」

20 [http://www.tr.mufg.jp/houjin/jutaku/pdf/u201601\\_1.pdf](http://www.tr.mufg.jp/houjin/jutaku/pdf/u201601_1.pdf)

日本銀行 (2017) 「2017年第2四半期の資金循環」

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

大和総研 (2017) 「IPO市場の動向と国際化に関する比較」

[http://www.dir.co.jp/research/report/capital-mkt/20170317\\_011828.html](http://www.dir.co.jp/research/report/capital-mkt/20170317_011828.html)

25 野村総合研究所 (2015) 「確定拠出年季の利用実態調査報告」

<https://www.nri.com/jp/event/mediaforum/2015/pdf/forum225.pdf>

企業年金連合会 (2015) 「確定拠出年金実態調査結果」

[https://www.pfa.or.jp/activity/tokei/files/dc\\_chosa2015\\_1.pdf](https://www.pfa.or.jp/activity/tokei/files/dc_chosa2015_1.pdf)

iFinance 金融情報サイト HP

[https://www.ifinance.ne.jp/learn/bond/bdb\\_2.htm](https://www.ifinance.ne.jp/learn/bond/bdb_2.htm)

日本政策金融公庫総合研究所 (2014) 「起業意識に関する調査」

[https://www.jfc.go.jp/n/findings/pdf/topics\\_140109\\_1.pdf](https://www.jfc.go.jp/n/findings/pdf/topics_140109_1.pdf)

日本銀行調査統計局 (2017) 「資金循環の日米欧比較」

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

野村資本クォーターリー (2017) 「2017summer」

<http://www.nicmr.com/nicmr/data/market/security.pdf>

金融庁 (2016) 「市場間競争の基本的捉え方」

[http://www.fsa.go.jp/singi/singi\\_kinyu/market\\_wg/siryou/20161109/02.pdf](http://www.fsa.go.jp/singi/singi_kinyu/market_wg/siryou/20161109/02.pdf)

10 大和総研グループ (2014) 「日米株式市場の相違点」

[http://www.dir.co.jp/research/report/capital-mkt/20140728\\_008797.pdf](http://www.dir.co.jp/research/report/capital-mkt/20140728_008797.pdf)

日本取引所グループ (2016) 「2016 年度株式年間売買状況」

[http://www.jpx.co.jp/markets/statistics-equities/investor-type/nlsgeu00000275ea-att/stock\\_val\\_1\\_y16.pdf](http://www.jpx.co.jp/markets/statistics-equities/investor-type/nlsgeu00000275ea-att/stock_val_1_y16.pdf)

15

(順不同)