

平成 30 年度 証券ゼミナル大会

機関投資家の投資行動と証券市場



拓殖大学 高橋智彦ゼミナル 宮部班

足立航基・猪俣遼・穀本周・徳永亜斗夢・富士見さくら・宮部明憲

目次

	序章	p 3
	第1章 機関投資家とは	
5	第1節 機関投資家の定義	p 4
	第2節 機関投資家の歴史と現状把握	p 5
	第3節 日本への影響が大きい海外投資家	p 7
	第4節 機関投資家の投資傾向	p 8
	第2章 証券市場について	
10	第1節 証券とは	p 9
	第2節 証券市場とは	p 10
	第3節 証券市場の役割	p 11
	第4節 証券市場の現状	p 12
	第5節 証券市場の課題	p 13
15	第3章 コーポレート・ガバナンスについてと現在の状況	
	第1節 日本のコーポレート・ガバナンスの歴史	p 14
	第2節 コーポレート・ガバナンスについて	p 15
	第3節 コーポレート・ガバナンスコード	p 16
	第4節 コーポレート・ガバナンスの企業取り組み事例	p 17
20	第5節 スチュワードシップ・コードについて	p 18
	第6節 ウォーカー報告書とケイ報告書	p 20
	第4章 ESG投資について	
	第1節 ESG投資とは	p 22
	第2節 ESG投資の種類	p 23
25	第3節 ESG投資における日本の現状	p 26
	第4節 現状を打開するには	p 27
	第5章 証券市場の活性化に向けて	
	第1節 NISAによる投資割合	p 28
	第2節 手軽にできる資産運用	p 30
30	第3節 確定拠出年金による投資信託の運用	p 31

第4節 金融知識の推進…………… p 3 2
終章…………… p 3 3
参考文献・資料…………… p 3 4

序章

- 日本の証券市場は1878年に日本初の公的な証券取引機関である、東京株式取引所が開設されスタートした。その後全国11か所まで転嫁し株式の売買が行われるようになった。しかし昭和に入り、
- 5 第二次世界大戦が勃発し、戦時中ということもあり1943年に日本証券取引所が一か所に統合（本所は東京）され縮小し、1945年の敗戦後とともに取引事態が中止となってしまう。金融の取引が行えるようになったのはGHQが背景にあり、証券取引所が再開されたのはGHQの許可が下りた1949年のこととなる。しかし、その時問題となったのが先物取引の禁止の再開の条件であったことである。1949年に新しく設立された東京証券取引所は売買を開始するが8月をピークに低迷し続きその後
- 10 後は下落を続けることになった。その時一番求められるものは何かとなったとき株式の流動性というものがあげられた。この時の打開策として挙げられたのが先物取引の復活かアメリカ式の信用取引である。様々な意見が飛び交った結果、1951年にアメリカ式の信用取引がモデルとなった信用取引制度がスタートするような形になった。信用取引制度が実施された直後は証券会社に十分な資金がなく、資金を融資する証券金融会社という日本独自の仕組みもできることとなる。この証券金融会社できたため、
- 15 市場の流動性は良い方向に動き、日本経済の復興に大きく貢献した。
- 日本経済は1986年から約5年間急速に好景気となり、1989年12月29日に日経平均最高値の3万8915円87銭に達した。バブルの崩壊をきっかけになったものは金融緩和ではないかと言える。バブル崩壊後は2008年に起きた銀行の不良債権問題や、リーマンショックなど、様々な金融危機などが起こり、証券市場の経済は停滞している状況といえる。しかし、現在では証券会社には資
- 20 金力やファイナンス能力が大きくあり、信用取引を使用しない機関投資家が増えてしまったため、市場取引全体に占める信用取引の比率は低下傾向にある。今ではインターネットが大変多く普及しており、インターネット専門の証券会社というのも誕生している。そのため、個人投資家による、信用取引は上昇傾向にある。オンラインでの取引は2000年ごろから増え始めており2005年では個人投資家の半分以上の信用取引を占める形になった。このため機関投資家の定義、歴史、日本と海外の違いの考え方が
- 25 企業に対して、意見を求められる時代となった。この背景を踏まえ、国内の証券市場の活性化にむけた取り組みについて考えていく。

第1章 機関投資家とは

5 この章では、機関投資家について述べていく。第1節では、機関投資家の定義について述べ、第2節では機関投資家の歴史と現状把握について述べ、機関投資家が投資先企業に対してガバナンスを意識するようになった経緯を述べていく。第3節では、海外の機関投資家の規模や運用スタイルについて述べていく。第4節ではこれらを踏まえて機関投資家の投資傾向について述べる。

第1節 機関投資家の定義

10

機関投資家とは、主に顧客から拠出された資金を運用、管理する法人投資家の総称を指し大量の資金を使い株式や債券で大口の運用を行う。短期間での売買をしないことが多く、企業の株をじっくり調べたうえで買いの判断を下し、長期的にその企業の成長や経済の状況を見ながら運用し、上昇トレンドに乗り始めるとまとまった資金で買い足していくという手法の機関投資家が多い。その中で短期的な売買により、利益を上げる人をヘッドファンドという。主に「生命保険会社」「信託銀行」「年金基金」「損害保険会社」「投資顧問会社」などがある。以下で詳しく説明していく。

「生命保険会社」とは有名企業ではアクサ生命、アフラック、SBI 生命、オリックス生命などのことを指す。「信託銀行」とは、信託業務（顧客の持つ財産を預かり運用、保管、処分するなどして利益を上げていく）ことを行う銀行のことを指す。「年金基金」とは年金運用を目的とし長期の投資を行う。「損害保険会社」とは予測不能な事故や火災などにより受ける損害に対して、一定の金額を支払う保証をしている会社を指す。「投資顧問会社」とは個人投資家の手助けをすることや投資運用業務（投資の助言に留まらず投資の代行まで担当する業務）などを行う会社を指す。以下に機関投資家のメリット、デメリットについてまとめた。

25

メリット	デメリット
情報がいち早く手に入る	いったん手仕舞う必要がある
莫大な資金力	投資資金を使い切る必要がある

株価を動かせる	常識的な銘柄しか買えない
---------	--------------

メリットとして、まず情報がいち早く手に入ることがあげられ、また莫大な資金力を誇るため、資金力を使えば相場を意図的に動かすことも可能である。

5 デメリットの 1 つとして、他人からお金を預かっているため、半年か 1 年の間に全株を手仕舞って、損益を明らかにしなければならない。また機関投資家は、常識的な銘柄（日経平均に選定されているような銘柄、またはそれに準ずる銘柄）しか買うことができない。

また中小の会社の株式では、投資資金を使い切れないことがあげられ、数百億円の資金を運用しなければならないケースもあり、小さい会社の株ではまかない切れず、大手の優良企業の株式を購入せざるを得ない。

10

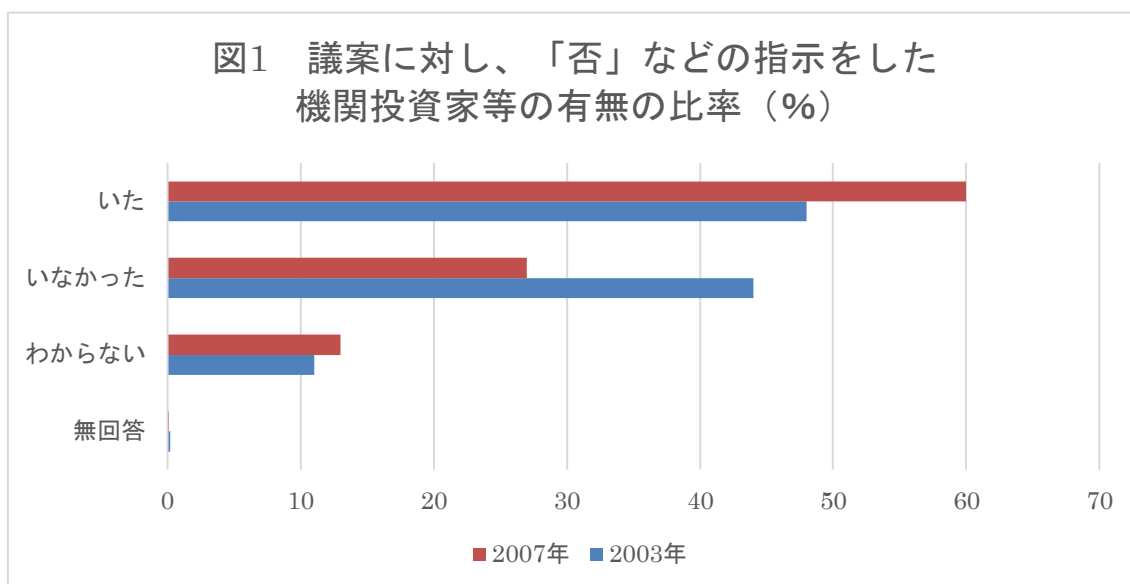
第 2 節 機関投資家の歴史と現状把握

15 日本の機関投資家として代表的な機関は、「適格年金」と「厚生年金基金」である。「適格年金」とは適格退職年金のことを指す。これにより適格退職年金制度が、1962年に創設された。「厚生年金基金」とは厚生年金基金連合会を受託機関とするものであり、その厚生年金基金連合会は、厚生年金保険法に基づき厚生年金基金の連合体として1967年に設立された。

20 「厚生年金基金連合会」の主な活動として企業年金関連に関する事項についての調査研究や関係各方面に提言や要望を行うことや、厚生年金基金の受給者のための施設(年金基金センター)の運営を行うこと、厚生年金基金の健全な発展を図るために必要な支援事業を行うことなどがある。また「投資信託会社」は証券会社との結びつきが強かったため、投資家からあまり信頼されていないこともあり機関投資家としての存在感は薄かった。しかし1990年代の経済不況の反省などから、年金基金や投資信託のコーポレート・ガバナンス関与が強くなり始めた。

25 これまで日本の機関投資家（主に生命保険会社）は、投資先企業に対し、企業経営上の助言をほとんどしていない状況であった。しかし1990年代後半、企業統治や受託者責任の考えから、外国人投資家による日本企業に対する議決権の行使が行われ、こうした動きに国内の機関投資家も同調するようになった。機関投資家は委託者の資産を運用し、運用収益を上げ、それを還元することをその役割としている。この役割を果たすため、機関投資家が議決権を行使し、業績が低迷している企業に

対して、経営の改善を求め、また経営者の交代を求めるようになった。投資先の株主総会における議決権行使状況に現れている。(図1参照)

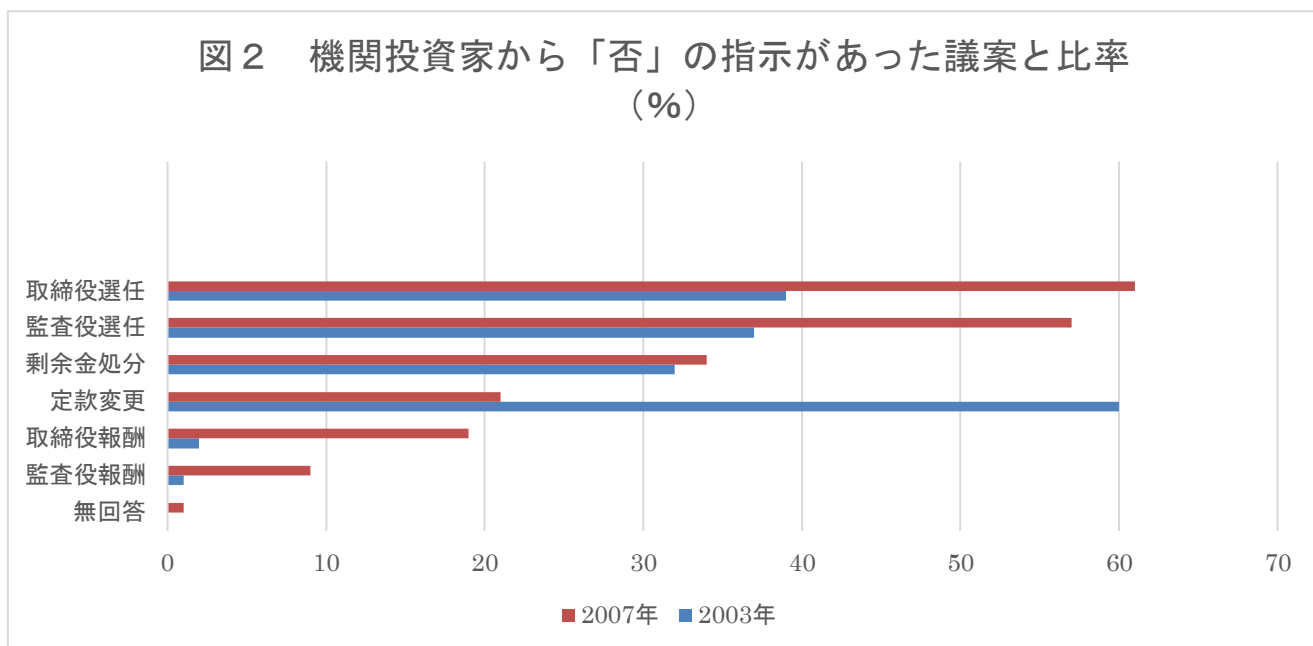


年次経済財政報告書

5 <http://www5.cao.go.jp/j-j/wp/wp-je08/pdf/08p02053.pdf>

この点について2007年の調査によれば、約6割の企業において、株主総会で出された議案に反対などの意思表示をした機関投資家等が存在したと答えた。割合として、2003年の調査より15%以上増え、機関投資家の経営への関心が高まっていることが分かる。

10 その内容をみると、特に、業績不振・不祥事・社外取締役の数とその独立性が問題視される場合に反対が目立ち、締役・監査役を選任に関する議案で反対票が増えており、これは機関投資家が重視している企業価値に大きな影響を及ぼすため、このような結果になったと考えられる。今後もこれらの議案を慎重に判断する傾向は続くと考えられる。(図2参照)



<http://www5.cao.go.jp/j-j/wp/wp-je08/pdf/08p02053.pdf>

(図1・図2) 商事法務研究会(2003年)、商事法務研究会(2007年)により作成。

- 5 前年7月から同年6月に開催された定時株主総会を対象としたアンケート調査による。機関投資家等は外国人機関投資家(年金基金・投資信託を含む)、国内機関投資家(信託・生損保を含む)、大株主(投資ファンド等を含む)。

- 10 また、日本の機関投資家の状況を見ると、世界の動向から取り残されていると言わざるを得ない現状である。高齢化や年金財政により、日本の確定拠出年金(企業型)の資産規模は7.5兆円弱(2014年3月時点、運営管理機関連絡協議会等により参照)に過ぎず、家計部門においても日本の家計ポートフォリオの約半分は収益性が低い現金・預金であり、有効な活用がなされていない。また年金基金もリスク回避志向が強くなっており、結果的に、グローバルに活躍する投資ファンドや資産運用会社が国内に育たず、世界の主要なプレイヤーとの格差は開く一方である。

15

第3節 日本への影響が大きい海外投資家

外国人投資家とは海外の機関投資家や海外の年金基金、ヘッジファンドなどのことを指し、近年では外国人投資家の売買シェアが増え、日本の株式市場に大きな影響力を持っている。東京証券取引所の2017年の株式の売買代金のうち、個人投資家は22%を占めた。一方、機関投資家を中心とする海外投資家は69%であった。(2018年7月17日付日本経済新聞) 外国人投資家は、

5 日本において幅広く投資しているが、中でも証券市場における売買シェアが高く、非常に大きな影響力を持っている。

海外の機関投資家は規模も大きく、運用スタイルも様々で「ヘッジファンド」「年金基金」「政府系ファンド」などがある。「ヘッジファンド」とは、アメリカで生まれ、元々は投資した金融資産のリスクをヘッジする

10 (金融市場の不安定な値動きによって収益が振れるリスクをヘッジする) 取引に特色があったことなどからその名が付けられ、様々な取引手法を駆使し、絶対的な収益の追求を目指す私募形式のファンドのことを指す。またこの「ヘッジファンド」では近年コンピュータを駆使し従来できなかった HFT (高頻度取引) と呼ばれる超高速取引を手掛け、一定のアルゴリズムにしたがって自動で1秒間に数千回もの売買をこなす超短期的取引を行う新しい運用スタイルをとる所が増えている。

「年金基金」とは日本と同様、年金運用を目的とした長期投資で海外の年金機構も投資を行う団体である。主な機関投資家として TIAA・ERS・CREF・TRA CPP などが挙げられる。「政府系ファンド」とは各国政府が自国の資金運用のため設立した投資ファンドであり、石油や天然ガスなどの豊富な天然資源を持つ国が多く、資源による収入や貿易黒字による外貨準備金などを原資に、次世代に向けた蓄えや財政赤字の穴埋めなどの目的で行う。投資スタイルはリスクをとって運用するケースや安全資産を中心に運用するケースなど、国によって様々である。主な機関投資家として NORGES・ADIA・GIC・BANK・TEMASEK などがあげられる。

15

20

第4節 機関投資家の投資傾向

25

90年代後半以降、機関投資家の数や規模が拡大し海外機関投資家の株式所有状況は年々増加し、1990年代以前に土地の含み益や株式に対して依存し経営を拡大してきた企業に対し、ROEを意識した経営に変えさせたと考えることができる。こうして、機関投資家や海外機関投資家は

30 ROEの高い企業に投資する傾向が強くなり、ROEが株価を決定する上で重要な要因となったことがわか

る。つまり、機関投資家は投資利益を得るために、投資先企業の企業価値を高め、株価を上昇させることを重視した経営に大きな関心を持っている。例として、国内の製薬会社の株主構成を見てみると、金融機関は所有株数、所有企業数ともに減少しているのに対し、海外機関投資家を含む外国人投資家については、1996年から2002年にかけてその投資額を増加させている。また、配当性向が高い業種に積極的に投資を行っており、外国人投資家に比べて国内の機関投資家は配当性向を重視する傾向が弱いといえる。配当性向に対する考えは国内外の投資家で異なるものの、機関投資家はROEを重視する傾向がみられる。機関投資家はこうした行動を通じて、日本企業のガバナンス向上に寄与していると考えられる。今後、国内の機関投資家が株式市場において存在感が増すことにより、長期的な視点からコーポレート・ガバナンスが強化され、投資先企業の企業としての価値が向上していくことが期待される。

第2章 証券市場について

15

この章では、証券市場について述べていく。第1節では、まず「証券」とは何なのかについて、第2節では証券市場とは何なのか、どのように成り立っているのかを述べる。第3節では日本の証券市場がどのようにして今の形になったのかという歴史に触れ、第4節では以上をふまえた日本の証券市場が抱える課題について外国との比較をしながら考察し、問題提起を行う。

20

第1節 証券とは

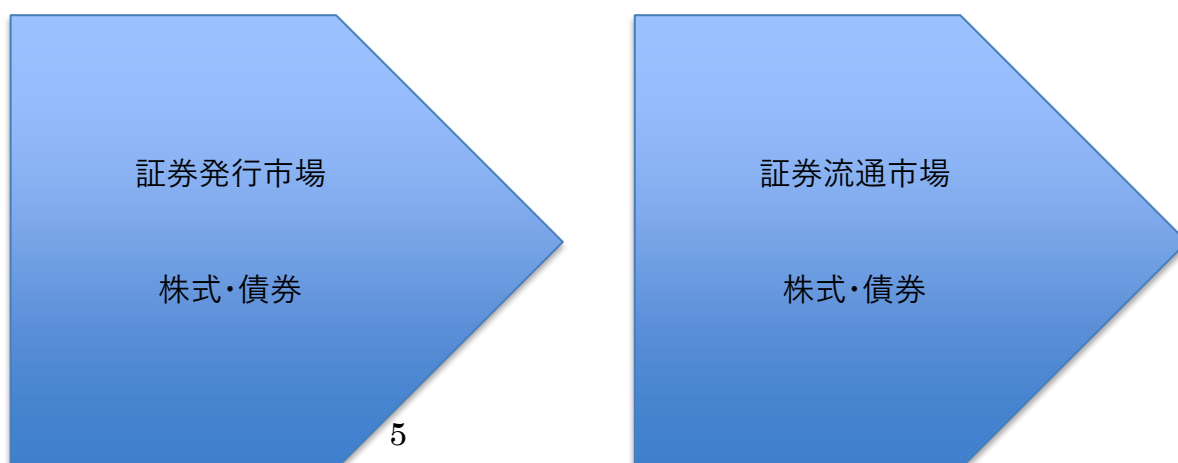
25

証券とは、財務法上の権利・義務を持つ紙片のことをいい、証拠証券と有価証券の2つに分けられる。証拠証券とは、借用証文や領収証などを指し、財産の証明書であり、その権利・義務が移転される特徴は持たない。有価証券は、株券や社債権、国債券などに限定されており、権利と証券が密接なまま移転や売買が円滑に行える優れた流通性を持つ。これから述べていく中でいう証券とは、この有価証券を指す。

30

第2節 証券市場とは

- 5 証券市場とは、先で述べた有価証券の発行、流通のための市場のことをいい、証券発行市場と証券流通市の2つを合わせた総称である。
- 証券発行市場とは、資金の需要者である企業が、資金調達のために新たに有価証券を発行する場である。この際に銀行や証券会社が有価証券の発行に携わり、引受業務を行う。証券発行市場には、証券流通市場とは違って特定の取引場所は存在しない。
- 10 証券流通市場では、証券発行市場ですでに発行された有価証券が証券取引所や私的取引システム(PTS)において行われている。証券発行市場の中では、証券取引所を介して取引が行われる。証券取引所とは、株式や債券などの金融商品が集中的に売買される専門の場所であり、公正に取引が行われるように取引時間や決済方法に関して詳細に定められている。日本には東京、大阪、名古屋、福岡、札幌に1つずつ証券取引所がある。その中でも、東京、大阪、名古屋証券取引所は1999年に行われた証券取引法の改正に従って株式会社化している。それに対して先に述べた私的取引システム(PTS)とは、証券会社が証券取引所を通さず売買の成立をさせる証券取引システムである。この私的取引システムでは、一般的に電子情報処理システムを利用して瞬時に多数の売買を取り扱うものとなっており、金融庁の認可を必要とする。
- 15 株式は、証券取引所と私的取引システムに(PTS)において、資金の供給者である投資家同士の買い注文と売り注文を集中させ、証券会社の仲介により取引を成功させる。またこのとき、株式の価格はその株式の需要と供給のバランスにあわせて形成される。
- 20 債券は、取引所での取引ではなく、投資家から注文を受けた証券会社が自ら取引手となって相対取引をする場合が大部分を占めている。相対取引とは、店頭取引(OCT)とも呼ばれ、債券のように銘柄が多く一回の取引額が大きい場合、取引所で取引をすると価格の変動が大きくなってしまいうりリスクを軽減するためである。
- 25



10 第3節 証券市場の役割

証券市場がもつ役割とはどんなものなのか述べていく上で、証券市場のなかでも大きな機能をもつ証券取引所の役割について述べる。

15 既に発行された有価証券を売り買する上で、個人間でその証券を売りたい相手と買いたい相手を探すのは難しい。しかしそこで証券取引所があることにより、多数の投資家による売り注文と買い注文を集中させ、より公正な価格で円滑に取引を成立させることができる。証券取引所では、上場の条件を満たした株式だけが取引される。東京証券取引所・名古屋証券取引所では、第一部市場と第二部市場があり、第一部市場では第二部市場より厳しい条件を満たした銘柄が上場する。

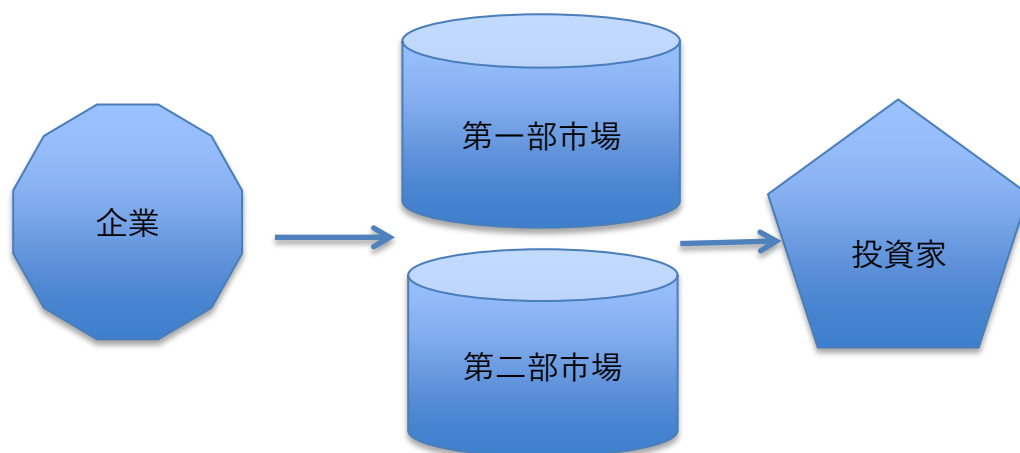
20 また、新興市場は、新興企業が主に上場している市場で、第一部市場と第二部市場に比べて上場の基準が低く、赤字であってもこれからの成長が見込める企業であると判断された場合上場することができる。新興市場には、東京証券取引所にある「ジャスダック」、「マザーズ」、大阪証券取引所の「ヘラクレス」名古屋証券取引所にある「セントレックス」、札幌証券取引所にある「アンビシャス」、福岡証券取引所にある「Qボード」が存在する。新興市場に上場する企業はまだ若く収益が不安定なため、投資家にとっては不安度が高いが、企業の急成長によって大きな配当を得ることも可能である。企業側にとっても、第一部市場や第二部市場に上場するための条件を満たす前でも株式による資金調達ができるというメリットがある。特に地方の新興市場では、証券取引所が未熟な新興企

25

業を育てるという側面が強いため、地方経済のインフラとしての役割をなすことが多い。

このように証券取引所は、証券市場の中でも資金の需要者である企業と資金の供給者である投資家を結びつけ、お互いにメリットがあるように円滑に取引を進めさせるという役割を担っている。

5



15

第4節 証券市場の現状

20

証券取引所は、日本版金融ビッグバンを境に大きく変化した。日本版金融ビッグバンとは、1996年橋本内閣が掲げた政策で、2001年までに東京の市場をニューヨークやロンドンと並ぶ大きさの市場にするべく始められた大規模で抜本的な金融システム改革である。日本版金融ビッグバンでは、これからの高齢化社会を見据え、個人が保有する金融資産を活用し有効に運用していくため、

25 「フリー」「フェア」「グローバル」の3つの観点から政府によって改革が進められた。「フリー」とは、市場原理が自由に働く市場、「フェア」とは、透明で信頼できる市場、「グローバル」は国際的で先進的な市場のことを指す。具体的な改革としては、まず1998年、「金融システム改革のための関係法律の整備等に関する法律」をはじめとした法律の整備、銀行・証券・保険それぞれの市場参入の解禁、株式売買の手数料の自由化、証券会社の免許制から登録制への移行などの改革がなされた。

30

第5節 証券市場の課題

- 5 日本の証券市場の課題は、金融資産の運用額が小さいことである。

次の表は2016年における日本とアメリカの家計金融資産における現預金と株・投資信託の割合である。この表を見てわかるように、日本とアメリカで現預金と株・投資信託の割合が逆転していて、アメリカは株・投資信託に対して46.2%も資産を割いている。

	日本	アメリカ
現預金	51.7%	13.7%
株・投資信託	18.6%	46.2%

(内閣府より、金融庁作成の数値を参考) <https://gentosha-go.com/articles/-/12800>

- 10 日米の家計所得の差を見てみると、

	日本	アメリカ
勤労所得：財産所得	8：1	3：1

(内閣府より、金融庁作成の数値を参考)

<https://gentosha-go.com/articles/-/12800>

日本ではお金は労働して得るものという概念が浸透しているため資産運用によりお金を増やす人の数が少ない。また、長年の低金利政策の結果、利回りの大きいリスク性資産に手を出す人が増えている。リスク性資産とは、元本保証のされていない金融商品のことで、主に外国の株式を買うことが多いため、価格変動リスクを負うことになる。この傾向は日本だけにとどまらず、世界的にも高利回りの金融商品の値段は上昇していて、株価のボラティリティは下降している。

- 20 第3章 コーポレート・ガバナンスについてと現在の状況

この章では、1節でコーポレート・ガバナンスの歴史について触れていき、2節ではコーポレート・ガバナンスについて説明していき、3節ではコーポレート・ガバナンスについて説明していく。4節ではコーポレート・ガバナ

ンスの企業の取り組みの例を取り上げていく。5 節ではスチュワードシップ・コードについて説明していく。6 節ではウォーカー報告書、ケイ報告書について説明していく。

5 第1節 日本のコーポレート・ガバナンスの歴史

日本では、従来メインバンクが企業のモニタリングをしてきた。メインバンクは、
10 決済口座や派遣役職員を通じて企業のバックアップをしていた。さらに株式の持ち合いでも補完され、他の主体が株主になることで経営に介入することを防いできた。一昔前までの企業はメインバンクに資金融通の面で頼りきっていたため、メインバンクの力は強大なものであった。そして、そのメインバンク自体のガバナンスは行政当局（現在の金融庁）が担っていた。しかし、現在の日本では、この従来のメインバンク制が崩れ、外国人株主が増加する中で、株主の発言力が増してきている。メインバンク制からコーポレート・ガバナンスの導入と強化の需要が高まったのには、企業による不祥事が増加したことにある。バブル崩壊以降
15 日本企業の不祥事は増加しており、現在の日本企業に至っても不祥事が続いている。そのため、コーポレート・ガバナンスが重要視されるようになった。現在の企業にはオーナー経営者を含む経営陣の監視を強化するコーポレート・ガバナンスの導入が一般化しつつあるが、コーポレート・ガバナンスに対する日本の経営者の意識はまだ薄いと指摘されている。現在でも日本企業は不祥事が多数起こっている。これらから、コーポレート・ガバナンスを形骸化させずに存続させていくことがステークホルダーのためにも必要である。そのため、
20 会社経営を行う上での監査の強化と意識を変えていくことが重要である。

第2節 コーポレート・ガバナンスについて

コーポレート・ガバナンスとは、株主や従業員、投資家、銀行、取引先などのステークホルダーの利益を守るための企業の取り組みの一環となっている。近年は機関投資家が特に重要視している部分になる。しかし、コーポレート・ガバナンスには明確な概念が定められてはいない。主に企業活動に対する公平性、透明性を確保する目的で実施され、上場企業による株主重視の経営に活用されている。そして、会社が法令を遵守し、効率的に運営されることが求められる。そのように業務が円滑に行われるように求められている。そのような
25 業務執行がなされるようにコントロールしたり、モニタリングしたりする仕組みになる体制が一般的なコーポレ
30

ート・ガバナンスの定義である。さらに、日本取引所グループが掲げるコーポレート・ガバナンスコードでは会社が、株主をはじめ顧客、従業員、地域社会等の立場を踏まえたうえで、透明・公正かつ迅速・果敢な意思決定を行うための仕組みを意味することを定義している。このようにコーポレート・ガバナンスは企業の持続的な成長と中長期的な企業価値の向上に必要な不可欠な概念と認識されており、上場を目指す企業をはじめ、健全な経営を行う上でも参考にすべき概念といえる。このコーポレート・ガバナンスの使命としては、企業価値の向上と支援する株主や投資家に対して、最大限の利益を還元することである。投資家がコーポレート・ガバナンスにおいて目を置く重点はこれにある。実行例としては、取締役と業務執行者の分離や監査業務を担う社外取締役の設置により、組織内での不正を抑止できると考えられている。また、内部統制の強化やコーポレート・ガバナンスの重要性を周囲に認知させることも挙げられる。しかし、上記に示した通りコーポレート・ガバナンスは明確な定義が示されていないので、その企業の特徴や社風を活かしたうえで制定することが可能である。そしてコーポレート・ガバナンスコードも重要な参考になる。

次にコーポレート・ガバナンスを取り入れた場合のメリット、デメリットについてだ。メリットとしては、優良企業として認知度を高めると同時に中長期的な企業価値の安定につながる。また、ステークホルダーにとって被害を及ぼさないための不正防止やさらには、

過度に融資や担保に依存しないような財務体制の強化だ。これは、短期的な利益ではなく中長期的な利益につながる。デメリットとしては、外部やステークホルダーが反対したら、ハイリスクハイリターンなプロジェクトにチャレンジできなくなる可能性があること。つまり短期的な利益ばかりを求め、中長期的な利益の確保ができなくなる。さらに、ステークホルダー機能しない可能性も挙げられる。外部監査を設置したとしてもその力が機能しなかったとしたら、企業の上役の意向のみの経営になる。デメリットもあるが、これらを天秤にかけてもメリットがある株主・投資家の保護を目的としたコーポレート・ガバナンスは、現在の資本主義社会で活躍するための重要な経営戦略の1つと言える。

第3節 コーポレート・ガバナンスコード

25

コーポレート・ガバナンスコードでは、5つの基本原則と30の原則、そして38の補充原則で構成されている。ここでは代表的な5つの基本原則をコーポレート・ガバナンスコードとして紹介する。

30 1 株主の権利・平等性の確保

上場会社は、株主の権利が実質的に確保されるよう適切な対応を行うとともに、株主がその権利を適切に行使することができる環境の整備を行うべきである。

2 株主以外のステークホルダーとの適切な協働

上場会社は、会社の持続的な成長と中長期的な企業価値の創出は、従業員、顧客、取引先、

- 5 債権者、地域会社をはじめとする様々なステークホルダーのリソースの提供や貢献の結果であることを十分に認識し、これらのステークホルダーとの適切な協働に努めるべきである。

3 適切な情報開示と透明性の確保

上場会社は、会社の財政状態、経営成績等の財務情報や、経営戦略・経営課題、リスクやガバナンスに係る情報等の非財務情報について、法令に基づく開示を適切に行うとともに、

- 10 法令に基づく開示以外の情報提供にも主体的に取り組むべきである。

4 取締役会等の責務

上場会社の取締役会は、株主に対する受託責任者・説明責任を踏まえ、会社の持続的な成長と中長期的な企業価値の向上を促し、収益力・資本効率等の改善を図るべく、（１）企業戦略等の大きな方向性を示すこと（２）経営陣幹部による適切なリスクテイクを支える環境整備を行うこと（３）独立した客観的な立場から、経営陣（執行役及び執行役員を含む）・取締役に対する実効性の高い監督を行うことをはじめとする役割・責務を適切に果たすべきである。

15

5 株主との対話

上場会社は、その持続的な成長と中長期的な企業価値の向上に資するため、株主総会の場以外においても、株主との間で建設的な対話を行うべきである。

20

第4節 コーポレート・ガバナンスの企業取り組み事例

- 25 現在、日本ではコーポレート・ガバナンスを遵守し、社会貢献に努めている企業は増加しつつある。そのコーポレート・ガバナンスを積極的に行う企業の中で代表的な事例をピックアップする。

・伊藤忠商事株式会社

総合商社である伊藤忠商事は「豊かさを担う責任」という企業理念を掲げている。これを忠実に遵守し、コーポレート・ガバナンスを積極的に行っている企業が伊藤忠商事である。伊藤忠商事は上記でも紹介したコーポレート・ガバナンスコードへの取り組みを進めました。さらに、執行役員制度の施行、社外取締

30

役の導入、取締役会評価の実施を日本で早期の段階から導入した企業として有名である。さらに2017年には社外取締役比率を3分の1以上に増加させ、取締役の非兼任を導入した。取締役会を大きく変えた。

・パナソニック株式会社

- 5 大企業であるパナソニックもコーポレート・ガバナンスを実施している。パナソニックはカンパニー制を導入している。このカンパニー制とは4つのカンパニーが独立した経営戦略を行っている。成長戦略もカンパニーごとに違う。さらに企業価値を安定させ躍進させるためのコーポレート戦略本社を設置している。そして、コーポレート・ガバナンスコードの原則をすべて実施し、情報開示も行っている。また、取締役会の確立はもちろんのこと指名・報酬諮問委員会の設置やグループ戦略本社で行うグループ戦略会議を定期的に行っている。
- 10 コーポレート・ガバナンスを強化している。

・株式会社ツムラ

大手薬品メーカーのツムラは2017年にコーポレート・ガバナンス体制を強化した。

内容は、監査等委員会設置会社を実施した。さらに、複数の社外取締役から、経営の業務監査を強化するという企業の新しい体制を敷いている。この社外取締役の役割としては、役員を選任や解任などの経営の助言をしている。

15

第5節 スチュワードシップ・コードについて

- 20 まず、スチュワードシップ (stewardship) というのは日本語和訳すると受託者責任という意味に最も適していると考えられている。それを踏まえてスチュワードシップ・コードとは、上場企業に投資をする機関投資家に対する行動を纏めたものである。具体的に、機関投資家はアセットオーナーからお金を預かることで、そのお金を上場企業に運用しているのだが、ただ単に投資をし続けるのではなく、企業側との対話することにより、投資先企業の成長を支えることになり、アセットオーナーの利益を図るものである。発祥は英国であり、
- 25 2008年の世界金融危機 (リーマン・ショック) 発症原因の一つになった。大手金融機関のガバナンス構造の欠陥があったと指摘され、その反省から2010年に英国において制定された。英国においてスチュワードシップ・コードが広く受け入れられた背景の一つとして年金法により、アセットオーナーの投資先企業に対する ESG 要素のモニターが求められた点が指摘させることがあるといわれている。英国は2012年以降2年ごとに改正されている。日本では、2017年5月29日に金融庁がスチュワードシッ
- 30 プ・コードを制定した。

いま、機関投資家に求められるスチュワードシップ責任を改めて確認することが必要である。スチュワードシップ責任というのは、機関投資家が、投資先企業やその事業環境等に関する深い理解などに基づいて、建設的な目的を持った対話などを通じ、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・受益者の中期的な投資リターンを拡大を図る責任を意味されている。企業との積極的な対話と

5

が一番重要になってきており、自社のことを十分理解してもらうことが大切になってくる。また、会社側に立つ味方の株主を増やすという観点でも非常に大事になってくるものである。またアセットオーナーのスチュワードシップ責任の確保、実効的なスチュワードシップ行動が求められるアセットマネジメントには説明責任や実効性の確保が求められることを整理する。

10

スチュワードシップ・コードはスチュワードシップ責任を果たすため機関投資家が行動範囲を定めたものとなる。原則や指針そのものは責任を果たすにあたって有用と考えられている手段の一つである。今回の改正において実効性を高めつつ、インベストメント・チェーンにおける機関投資家の状況に応じて自らの責任を適切に果たすことが意図されている。

15

スチュワードシップのエコシステムが機能するためにはスチュワードシップ責任を負う機関投資家自体が役割を十分に理解することで責任を果たす必要がある。そのため、インベストメント・チェーンを動かす機動力になるのが機関投資家となる。機関投資家は最終受益者の最善のために考え活動することにより、インベストメント・チェーンを有機的に結び付けるという大変 3 2 重要な役割を担っている。

日本のスチュワードシップ・コードの 7 つの原則

20

スチュワードシップ・コードは機関投資家が果たすべきスチュワードシップ責任を明確にしたうえでこれを果たすにあたり、有能と考えられる 7 つの原則がある。

25

原則 1 機関投資家は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してこれを公表すべきである。

原則 2 機関投資家はスチュワードシップ責任を果たすうえで監理すべき利益相反について明確な方針を策定しこれを公表すべきである。

30

原則 3 機関投資家は投資先企業の持続的成長に向けてスチュワードシップ責任を果たすための状況を的確に把握するべきである。

原則 4 機関投資家は投資先企業との建設的な（目的を持った対話）を通じて投資先企業と認識の共有を図るとともに、問題の改善に努めるべきである。

5 原則 5 機関投資家は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つとともに議決権行使については、単に形式的な判断基準にとどまることなく、投資先企業の持続的成長に資するものとなるように工夫するべきである。

原則 6 機関投資家は議決権の行使も含め、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、原則として、顧客・受託者に対して定期的な報告を行うべきである。

原則 7 機関投資家は投資先企業の持続的成長に資するよう、投資先企業やその事業環境等に関する深い理解に基づき当該企業との対話やスチュワード活動に伴う判断を適切に行うための実力をそなえるべきである。

15

日本版スチュワードシップ・コードは、原則主義を採用している。機関投資家がそれぞれおかれている状況に応じ、様々な方法論でスチュワードシップ責任を適切に果たすことが求められている。7 原則の中に、個々の事情に照らして実施することが適切でないと考えられる原則があった場合、実施しない理由を十分に説明することにより、一部の原則には対応しないことも可能な枠組みになっている。

20

第 6 節 ウォーカー報告書とケイ報告書

25 2009 年 11 月に公表されたウォーカー報告書は英国の大手銀行のトップを務めるデヴィッド・ウォーカー卿によって公表されたものである。ウォーカー報告書は、英国の銀行等の金融機関におけるコーポレート・ガバナンスに関する報告書のことであり、リーマンショック後の金融危機によって金融機関や銀行が顕在化してしまった、コーポレート・ガバナンスの在り方を見直すためにまとめられたものである。

同報告書は 7 章から構成されていて、そのうちの 1 章が機関投資家の役割の検討に当てられており、機関投資家の役割として対話とエンゲージメントが推奨されている。

30

機関投資家は株主の有限責任という株式会社制度のメリットを享受している。そのためスチュワードシップの義務にコミットすべきである。またコミットしなかった場合にはコミットしない理由を明確に説明すべきであるとするものとされている。

5 ウォーカー報告書では、機関投資家の役割が議論されている。コーポレート・ガバナンスが向上するようにエンゲージメントに対して一層の関与が求められることになった。また、発行会社としての金融機関においてコーポレート・ガバナンスを規律付ける役割として機関投資家などの関与に大きな期待を寄せたのである。具体的な方策として、ウォーカー報告書は、投資先企業と機関投資家の取締役会との間にエンゲージメントの強化を強めることを求め、独立の規制機関である財務報告評議会（Financial Reporting Council; FRC）に対し、機関株主委員会のコードに基づいた上でスチュワードシップ・コードの策定を勧告し、2010年7月にFRCがウォーカー報告書の提言に従い、スチュワードシップ・コードを公表した。

10 その後2012年には機関投資家をアセット・オーナー（資産保有者）とアセット・マネジャー（資産運用者）に明確になるように区別するなどの改正が主に行われたのである。

機関投資家とポートフォリオマネジャーがスチュワードシップに関するも新しい役割は現行の統合模範から分離されて新たにスチュワードシップ・コードとして制定された。

15 現行の統合模範はコーポレート・ガバナンスコードとして存続されるべきものであるとして、機関株主委員会（ISC）が作成した機関投資家の責任コードがスチュワードシップ・コードとして展開されるものと勧告したのである。

20 ケイ報告書とは、2011年6月に作成された報告書である。作成者は、ロンドン・スクール・オブ・エコノミクスのケイ教授である。この報告書はコーポレート・ガバナンスに対してどのような影響を与えているかを調査するために、BIS担当のケーブル大臣から委託されたものである。このケイ報告書は、従来の報告書と相違した部分があった。その内容としては、投資家の利益だけでなく、投資先企業の利益拡大と長期的成長にも注目していることと、また機関投資家を2つに分別していることである。この分け方が、アセットホルダーとアセットマネージャーとなり、特にアセットマネージャーの役割の重要性について書かれている。また、インベストメント・チェーンについての項目も原則から4項目もあり、インベストメント・チェーンの重要性が期待されている内容となっている。さらに機関投資家と企業の関係性だけでなく、インベストメント・チェーン全体と最終投資家と投資先企業との総合的な関係性をも注目し深堀している。さらに、企業からの投資家への情報開示についても言及している。このケイ報告書の内容に沿って、日本もインベストメント・チェーン全体と企業との関係性を再構築しなければならない。

第4章 ESG投資について

5 本章では、投資の未来について考えていく中でわたしたちが注目した、ESG投資という種類の投資について説明する。第1節では、まず「ESG」投資の定義について、第2節ではESG投資の種類について述べる。第3節では、ESG投資における日本の現状はどのようになっているのか、4節では現状を打開するにはどうしたらよいか述べていく。

10 第1節 ESG投資とは

ESG投資とは、環境、社会、企業統治に配慮している企業を重視・選別して行う投資のことである。企業の中長期的な成長のため、これらの3つの視点が必要だという考え方が世界中で広がっている。ここで6つの責任投資原則（PRI）について述べていく。

責任投資原則（PRI）は、環境（E）・社（S）・ガバナンス（G）＝ESG課題投資への影響を理解した上で、署名な機関がESG要因を投資及び所有者の意思決定に組み込む支援を提供している。

20 責任投資原則の6つの原則とは、機関投資家により策定されているもので、国連の支持も得ている。署名機関は、50ヶ国を超え1400機関以上が集まっており、その合計資産は59兆米ドルに相当している。

機関投資家は、受益者に対し長期的視点に立ち最大限の利益を最大限追求する義務がある。この受託者の役割においては、環境、社会、企業ガバナンス（ESG）課題が投資ポートフォリオの活動に影響する可能性があると考えられている。また、これら6つの原則を適用することで、投資家がより広範な社会の目的を達成できるとされている。

- 25 (1)投資分析と意思決定プロセスにESGの課題を組み込む。
(2)活動的な株式所有者となり、株式の所有方針と所有習慣にESG問題を組み入れる。
(3)投資対象に対してESG問題において本原則が受け入れられ、実行に移されるように働きかける。
(4)投資対象の企業に対してESG課題への適切な開示を求める。
(5)本原則が実行する際の効果を高めるために協働する。
- 30 (6)本原則の実行に関する活動状況や進捗状況に関して報告する。

この責任投資原則と ESG の関連として、「環境」の面においては、地球温暖化対策をメインに、「社会」の面においては人権への取り組みや地域活性化、「企業統治」の面においては法令遵守、社外取締役の独立性、情報開示などを重視している。ESG 投資が一般化すれば、CSR をより意識した企業活動が行われ、企業のブランドイメージに良い影響を与え、CSR を行う企業に優秀な人材が集まる。

5

第 2 節 ESG 投資の種類

10 ESG 投資の代表的手法には、ESG 評価の高い企業を投資対象に組み込む「ポジティブ・スクリーニング」と、反社会的活動にかかわったり、環境を破壊したりしている企業を投資対象から外す「ネガティブ・スクリーニング」など 7 つの種類がある。

1 ネガティブ・スクリーニング

15 米国のキリスト教系財団から始まった最も歴史の古い手法で、今では欧州でも広く普及している。武器、ギャンブル、たばこ、アルコール、原子力発電、ポルノなど、倫理的でないと定義される特定の業界に属する企業を投資先から除外する戦略である。

2 ポジティブ・スクリーニング

20 最初に欧州で始まった手法で、ESG 考慮の高い企業は中長期的に業績が高くなるという発想に基づき、同種の業界の中で ESG 関連の評価が最も高い企業に投資するという戦略である。ポジティブ・スクリーニングをすると、投資ユニバース（投資先企業リスト）が非常に小さくなると言われることもあり、下の規範に基づくスクリーニングを推奨する専門家も少なくない。

3 規範に基づくスクリーニング

25 北欧で始まった比較的新しい手法で、ESG 分野での国際基準に照らし合わせ、その基準をクリアしていない企業を投資先リストから除外する手法である。ポジティブ・スクリーニングとは反対に投資ユニバースを大きくできると評価する専門家も存在する。

4 ESG インテグレーション型

30 最も広く普及しつつある手法で、投資先選ぶ過程で従来考慮してきた財務情報だけでなく ESG 情報も含めて分析をする戦略である。特に年金基金など長期投資性向の強い資金を運用するファンドなどが、将来の事業リスクや競争力などを図る上で積極的に ESG 情報を活用し、市場平均よりも大きなリターンを目指すために用いられることが多い。

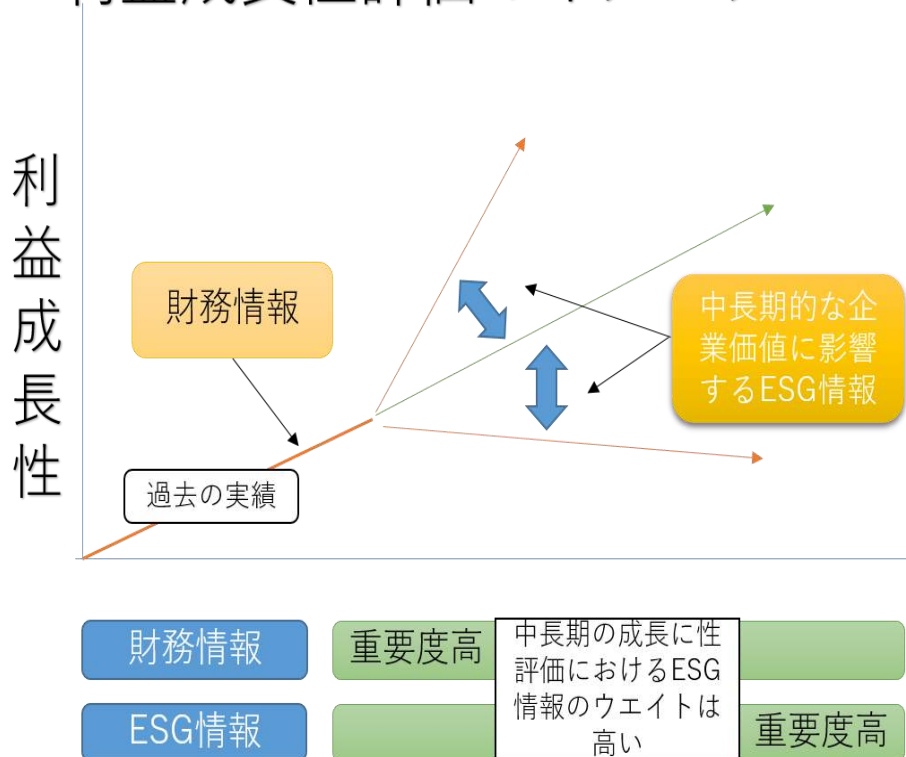
・リサーチへの組込

株式リサーチおよびクレジットリサーチにおける体系的な ESG 要素を組み込むことで、パフォーマンスへの影響を検証し、ESG を加味したリサーチプロセスの中長期的な高度化に取り組むこと。

・株式リサーチへの組込

- 5 社内の株式アナリストが企業の中長期的な成長性を評価する際、定量的な財務情報に加え、環境・省エネを始め、社会的課題解決に資する製品・サービスの競争力、マネジメント力等の非財務情報も体系的に組み込むこと。ESG 情報の評価にあたっては、中長期的な企業価値に影響を与える情報の特定が重要であり業種毎に重要な評価項目を特定し、成長性評価に組み込まれる。

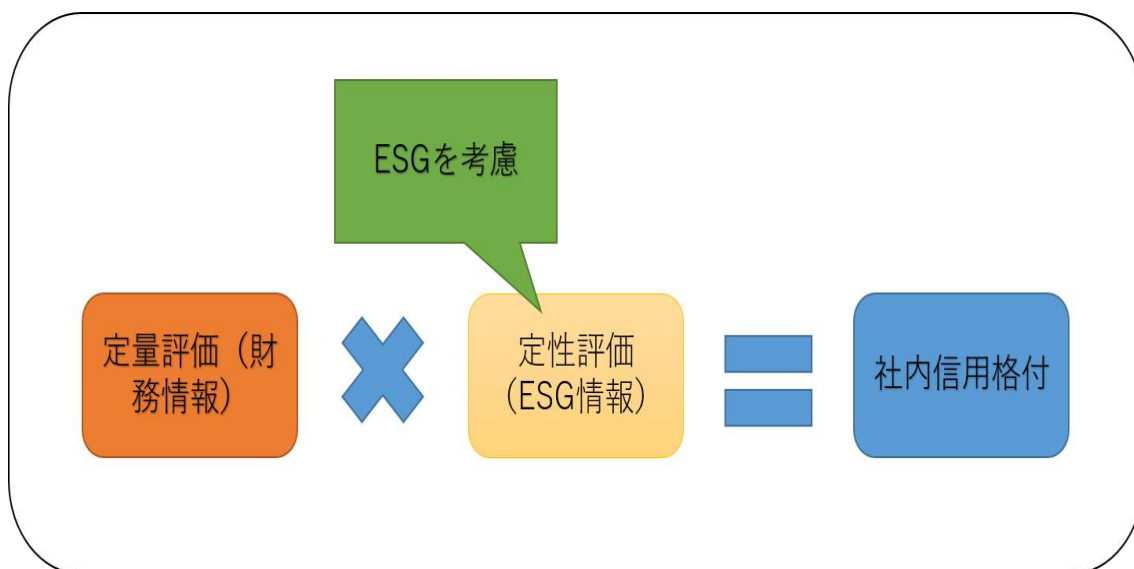
<利益成長性評価のイメージ>



- 10 ESG 投資 | 機関投資家として | 第一生命保険株式会社 < www.dai-ichi-life.co.jp/dsr/investment/esg.html > 2018.9. 25 アクセス

・クレジットリサーチへの組込

クレジットアナリストが社内信用¥¥¥格付を設定する際、定量的な財務情報に加え、ESG 要素を含む非財務情報も考慮していたが、2017 年度から ESG 要素を用いることを体系化している。



ESG 投資 | 機関投資家として | 第一生命保険株式会社 < www.dai-ichi-life.co.jp/dsr/investment/esg.html > 2018.9. 25 アクセス

5 5 サステナビリティテーマ投資型

サステナビリティ(持続可能性)を全面に出したファンドへの投資のことで、サステナビリティ関連企業や再生可能エネルギー、持続可能な農業等などのプロジェクトに対する投資が有名である。太陽光発電事業への投資ファンド、グリーンボンドなどもこのカテゴリーに属する。

6 インパクト投資型

10 社会・環境に貢献する技術やサービスを提供する企業に対して行う投資のことで、比較的小規模の非上場企業への投資が多いため、このタイプのファンドの運用はベンチャーキャピタルが行っていることも多い。最近では個人投資家からも資金提供を募ることも増えている。インパクト投資の中で、社会的弱者や支援の手が行き届いていないコミュニティに対するものは、コミュニティ投資と呼ばれる。

7 エンゲージメント・議決権行使型

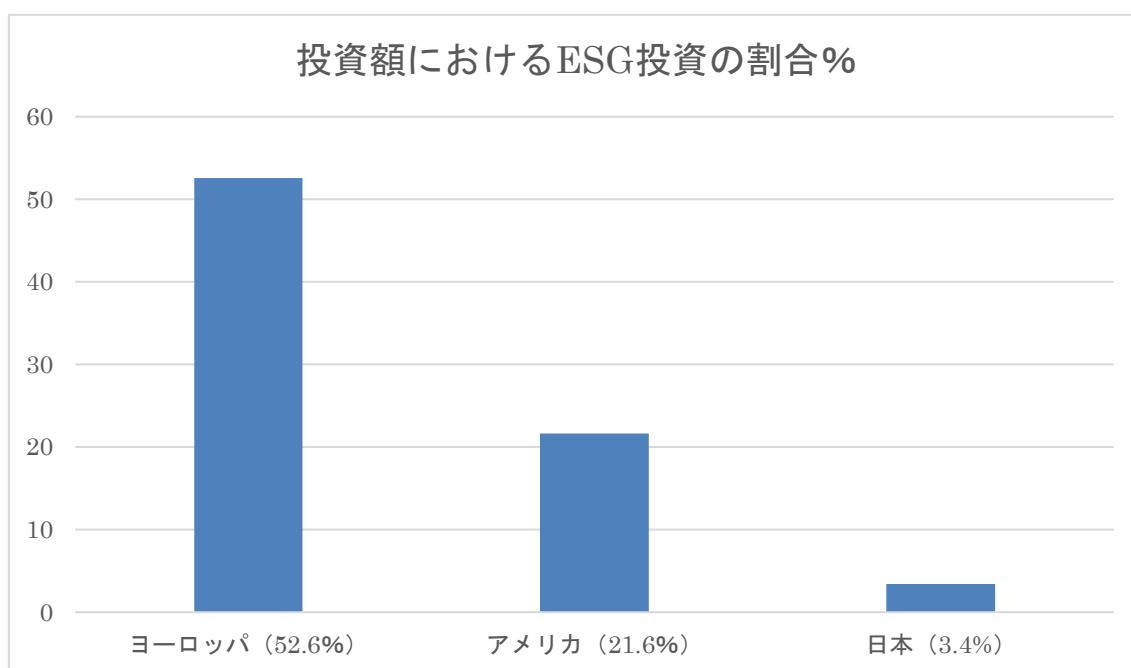
15 株主として企業に対して ESG に関する案件に積極的に働きかける投資手法で、株主総会での議決権行使、日常的な経営者へのエンゲージメント、情報開示要求などを通じて投資先企業に対して ESG への配慮を迫る。近年は、気候変動関連や役員報酬 (SAY ON PAY) に対して声を上げることが多い。このタイプの手法をとる株主は「アクティビスト」「物言う株主」とも呼ばれる。

20

第3節 ESG 投資における日本の現状

現在日本は、欧米諸国に比べて ESG 投資の取り組みに対する評価は低く、企業が環境に配慮していない場面が見られる。また、ESG 投資に対する情報の開示が強制でないため情報が不十分であり評価ができないという問題がある。他にも、金利が低いこと、環境の改善効果の報告が必要であるという問題点である。現実的な問題でいえば多額の資金が必要になることも挙げられる。環境改善効果の報告については、個人の投資による評価がしにくいいため、容易ではない。日本はこの問題点を改善していくことが ESG 投資を根付かせるポイントになる。さらに、日本は 2030 年度の温暖化ガスの排出量を 2013 年度比で 26% 削減するという目標を定めているため尚更 ESG について考えていかなければならない。

- 10 現状としてみていくと、世界の ESG 投資資産運用額（2016 年）は 2500 兆円であり、これは、すべての投資額の 4 分の 1 の金額である。



オリックス銀行 <https://www.orixbank.co.jp/personal/investment/learn/esg/02.html>

- 15 このグラフから見てわかる通り、日本は如何に ESG 投資が浸透していない。こうした観点から日本とヨーロッパの ESG 投資割合に違いが表れた理由として、投資に対する意識が低いこと、長期的なデフレ・不景気、ESG 投資はニッチビジネスだという認識があり、金融機関が採用しなかったことがあげられる。

反対に、ヨーロッパで ESG 投資割合が高い理由としては、社会経済が成熟していて環境問題への意識も

強いことがあげられる。

第4節 現状を打開するには

5

ESG 投資は手法が確立されているとは言えず、分析に必要なデータが何なのか明確になっていないのが現状である。また、評価に必要なデータを必ずしも企業が開示するとは限らない。現在は、多くの調査機関が存在するが、理想に走りすぎて高いレベルの開示を求めると社数が集まらず、低いレベルにすると社数は多くなるが、情報の価値はあまりないことが問題になっている。ESG 投資はリスク面の低減により将来の安全性を高める視点が強い分、短期間でのハイリターンは期待しにくい。

最近では、ESG 投資の促進に向けて日本国内でも政府が中心に政策を促している。

実例として、2018年2月16日の産経ニュースではこのような記事が掲載されている。

15 環境省は、持続可能社会の構築には再生可能エネルギーの導入に巨額の投資が必要とし、民間資金の活用は不可欠と判断している。このため、民間資金を環境分野に呼び込む機運を高めようと、金融機関幹部らによる「ESG金融懇談会」を立ち上げ、今年に入り初会合を行った。懇談会では「気候変動問題と経済・社会的課題との同時解決」に向け考え方を共有し、果たすべき役割を議論する。

20 このように、世界情勢を国がしっかりと認識することで、ESG 投資は発展していくはずだ。

また、投資のプロセスに ESG を用いたリスクやリターンの評価を入れることは、金融商品の組み合わせであるポートフォリオの中長期的な運用の改善に効果が期待される。さらに、投資家が ESG ファクターを考慮し投資判断に組み込むことで、企業が ESG の問題に対する取り組みに力を入れることにつながる。このような循環を通して更なる発展が求められる。

25

第5章 証券市場の活性化に向けて

30

この章では、第1節 NISA による投資割合、第2節 スマホで手軽にできる資産運用、第3節 確定拠出年金の運用、第4節 投資知識を幼年の頃から定着させることの必要性を述べる。

5

第1節 NISA による投資割合

最初に、NISA とつみたて NISA という主な2つの書類について比較してみる。

10 NISA とは、2014年1月にスタートした、個人投資家のための税制優遇制度である。

NISA では毎年120万円の非課税投資枠が設定され、株式・投資信託等の配当・譲渡益等が非課税対象となる。

つみたて NISA とは、特に少額からの長期・積立・分散投資を支援するための2018年1月からスタートした非課税制度である。購入できる金額は年間40万円まで、購入方法は累積投資契約に基づく

15 買付けに限られており、非課税期間は20年間であるほか、購入可能な商品は、長期・積立・分散投資に適した一定の投資信託に限られている。

お互いの特徴を見ると投資によって得られた売却益、譲渡益や分配金の運用益が非課税になるという点は同じである。

しかし NISA では、まとまった金額を一括で投資することも、積立で投資することもできる

20 一方、つみたて NISA では、定期かつ継続的方法による積立投資のみ認められている。また非課税で投資できる期間は、一般 NISA の5年間に対し、つみたて NISA は20年間となっている。それに加えて、一般 NISA は年間120万円までの投資額が非課税となり、つみたて NISA は年間40万円である。

つまり、つみたて NISA の方が、より長期投資にメリットがある制度と言える。一般 NISA は年間の投資上限額が多く一括で投資ができること、投資対象商品が幅広いことから、投資経験者にとってはメリット

25 が大きい制度である。

投資割合を見てみると、今年度2018年1月にスタートした NISA の少額投資非課税制度を通じ、個人投資家による投資額が1兆円を突破したことが判明した。同年6月23日に金融庁が公表した「NISA 口座の利用状況等について」とする調査結果でわかったものである。同年3月31日時点の集計であるため、現時点ではより増えていると考えられる。

30 この調査によると、NISA の総口座数は650万3951口座で制度導入時点の約475万口

座から3カ月で約175万口座、率にして37%増加している。年齢別の口座数では60歳代以上の割合が59.8%を占めているが、制度導入時との比較では60歳代以上の割合が3.6%低下し、その分50歳代以下の現役層の割合が増加している。少しずつではあるが、現役世代の口座開設も進んでいるのが現状である。

- 5 一方、実際に投資した総額は1兆34億円で、商品別の内訳をみると投資信託が6212億円と全体の61.9%を占めトップ。ついで上場株式は3645億円で36.3%、ETFが91億円、REITが86億円とそれぞれ1%程度となっている。

年代別の投資額内訳では総額に占める60歳代以上の割合が64.9%と口座数の割合よりも多くなっている。実際に投資するのは高齢者層、投資経験者層という姿が浮かび上がる。

10

第2節 手軽にできる資産運用

- 15 現在はスマートフォンの普及により、昔に比べて手軽にインターネットに接続できる。特に若者のスマートフォン保有率はとても高く、20代では94%が保有しているという。高齢者のスマートフォン保有率も年々上昇している。近年、そのスマートフォンを使って手軽に資産運用をできるサイトが登場している。従来のネット証券会社が手掛けるスマホ用アプリだけでなく、アプリ専用の証券会社も登場している。アプリのみの取引になるので初心者が手を出しやすい。現在、日本の投資と貯蓄の割合では、諸外国に比べて貯蓄割合が高いが、投資割合は低い傾向にある。また、駅の構内などにも投資詐欺に注意の看板を見かけることがある。投資をすると損をするという意識があるのだろう。日本の投資のイメージは決していいとは言えない。さらに、上記で紹介したNISA制度も概ね認知しているが手を出しづらいということもあるだろう。また、大金がなければ投資はできないと感じていることもあるだろう。そのため、投資は敬遠されがちであり、損をしたら怖いと漠然的に投資に対して消極的であることが多い。しかし、1円からでも投資できる資産運用アプリが登場しその手軽さから投資を始めるケースが増えている。銘柄が厳選されていることもあり、すでに取引を行っている投資家よりも、これから投資を考えている初心者向けの内容となっている。また、ロボットにより全自動で資産を運用するアプリまで登場している。運用金額は小額かもしれないが、投資においての興味付けとしては最適である。もちろん投資には絶対に儲かるということはないので、損をする場合もあるだろう。しかし、その小さな運用から、投資に興味を持ち始めるだろう。そこから金融知識を身に付け、機関投資家として活躍する人材が生まれる可能性がある。これらのきっかけ作りが証券市場の活性化にもつながると考えている。これからも金融機関とベンチャー企業との融合やフィンテックの発展などに
- 25
- 30

より、画期的な技術進歩が増加すると考えられる。新しい技術を上手に活用することも重要である。数ある中でも実際に資産運用スマホ専用アプリとして、One Tap BUY と Wealth Navi のメリットを紹介する。

One Tap BUY（公式アプリより）

・株の購入と売却が手軽に行える。

- 5
- ・銘柄選択し、金額を決め、購入のタップだけで購入完了。
 - ・誰でも簡単に1000円から株主に。
 - ・取扱銘柄は企業独自厳選の国内、国外の有名企業ばかり。
 - ・金額が少額ならば、ネット証券よりも手数料が低い。

Wealth Navi

- 10
- ・ロボアドバイザーによる全自動資産運用。
 - ・ノーベル賞受賞者が提唱する理論に基づいた金融アルゴリズムにより、個人にあったポートフォリオを作成。
 - ・手数料は預かり資産の1%（年率・別税）のみ。
 - ・時間と手間がかからない資産運用が可能になる。

この二つの資産運用アプリ利用者の半数以上が投資未経験者だ。

15

第3節 確定拠出年金による投資信託の運用

20

私たちは証券市場の活性化に向けて、機関投資家による投資信託の運用に目を付けた。しかし投資信託の問題点として、手数料の高さと保有年数の低さが挙げられる。投資信託は外部による運用のためその費用の一部として手数料が発生する。この手数料が毎月かかる場合もあり取引が短期的になってしまう。この問題点に対して、私たちが目を付けたのが確定拠出年金による投資信託の運用である。この確

- 25
- 確定拠出年金とは、2001年に施行された確定拠出年金に基づいて設けられた私的年金制度のこと。会社がこの制度を採用している場合は企業型となり、そのほかは加入者本人が個人で掛け金を拠出する個人型がある。この確定拠出年金の制度は近年大幅に内容が変更され、企業型でも個人型でも現役世代ならば基本的に加入できるようになった。話題性もあったため、この制度も認知されてきている。また加入者も年々増加傾向にある。個人型確定拠出年金の利用者数は100万人を突破した。しかし、
- 30
- その利用者数を地域別にみるとやはり都市部に集中している。利用者数を増加させるためには、都市部

だけでなく幅広い地域で認知させ、加入者を増加させる必要がある。そして、確定拠出年金は原則 60 歳まで継続して行う制度であり、長期間運用を継続することになる。そのため、若い世代の加入者数を増加させるために、教育も必要になってくる。この制度に投資信託の運用割合を増加させ投資額を増加させる。そうすることで、投資信託の運用額が増加し、手数料低く設定できる可能性がある。そのため、加入者数も増加してくると考えている。さらにこの制度により、投資信託の長期保有も可能になる。これらにより上記にあげた投資信託の問題点が改善できるとわたしたちは考える。この確定拠出年金制度を利用して、投資信託の投資割合が増加することに期待している。

10 第 4 節 金融知識の推進

4 章でも述べてあるように日本は欧州に比べて個人資産の中で証券に対する投資金額が少ないことが分かっている。現在日本では、若者の投資離れが深刻であり、それは日本人が預金を好み、投資をしたがらないことが原因である。投資に関係する詐欺事件から自分自身を守ろうとする気持ちから大切な資産運用までも遠ざけてしまっている。最近では FX 詐欺やビットコイン詐欺などがある。しかしわたしたちは、資産運用の必要性を理解して行くことが今後重要になってくると考える。また、この問題点を解決することが証券市場の活性化につながっていくと考える。いくら投資に興味を示していても金融知識が不足していると、株式投資や投資信託、NISA の存在自体を知らないという大きな壁ができてしまうからだ。2 節でも述べてあるように携帯で小額から投資を行うことができる事実を知りえないことや身の回りの環境により投資に対して悪い印象を持ってしまうことなどさらなる悪循環に陥ることがある。

長期的ではあるが若い世代に教育の場を設けることが重要であると考え。なぜなら、現在投資を行っている若い世代の割合が少なく企業が一時的な政策を施しても長期的に活性化されることは難しく、証券市場の活性化にはつながらず同じことの繰り返しになってしまう。さらに、金融教育を行う立場の金融業界が真摯に取り組んでいないことが挙げられる。大手金融機関にとって目先の収益につながらない金融教育は無意味であるからである。さらには、金融教育を行うことにより多くの人々に新たな気づきを与え自分たちの収益の邪魔をされてしまう可能性があるとも考えられる。大手金融機関ではこのような問題があるため中立的立場である FP などの企業が若者の金融教育に乗り出すことが重要である。現在日本 FP 協会では学校での出張授業や各種イベントなど様々な活動を行っている。そこで話す内容の多くはライフプランについてである。中立的立場である FP 協会ではあるが投資や金融商品などの基礎教育に

も着手してほしい。また、日本では中高の義務教育で金融の勉強をする時間は中学3年生からで、1年あたり1時間から5時間ほどである。そのテーマは主に消費者関連で、生活設計の授業を行った学校は三割程度しかない。また、半数以上の教師が時間と内容が不十分だと考えている。しかし、他の授業に忙しく、金融の授業まで手が回らないのが現状である。一方海外では金融教育に対する様々な教育が行われている。金融リテラシーの発祥であるイギリスでは非常に金融教育に力を入れており、民間と国が提携し金融教育を行う体制を取り教師に対して地域の NPO が支援をしている。政府も協力的で財務省は2005年に金融教育の一つとして学校授業の金融教育の教材として利用できることを期待して、税制優遇措置を伴う子ども名義の投資・貯蓄制度の導入をしている。その結果すべての学年で金融教育が行われ、貨幣とは何か、クレジットについて、予算を作る、個人の生活の選択をするなどの内容を学んでいる。このような内容を16歳までに学ぶことで金融に対する苦手意識が生まれにくいのだと考えられる。アメリカでは投資をゲーム感覚で養うような取り組みが行われている。ICT と呼ばれるオンラインで参加できる教材があり、さらに株式ゲームや財政難にある人々を助けるシミュレーションゲームなどのように楽しく投資について学ぶことができる環境が整っている。そのほかの国々でも金融教育に対する様々な工夫が行われている。これを踏まえて日本でも2017年9月から全国22の学校において社会や家庭科の授業で金融教育公開授業を行っている。しかし多くの場合、指導する立場の人間がその趣旨について伝えないとその場だけの楽しかった難しかったという感想で終わってしまう可能性がある。金融について知識経験のある企業もしくは上記でも述べた日本FP協会などの方が定期的に講師として若い世代への金融教育を上手くサポートしていけるのではないだろうか。幼いころから金融の知識を養い情報を得る感覚が身につけていけば、今後自然に投資割合が上昇する見込みは十分にある。また、新たな金融システムが開発されても対応できるようになるだろう。これらから、義務教育を行う時点で、金融教育の場を設けることが重要であると考えている。

終章

25

本論文では、第1章で今回の論文課題である機関投資家の成り立ちから現在までの歴史について学び、第2章では証券市場について述べ、証券市場が現在の状況に至るまでの背景や歴史から理解し、現状の把握、分析を行った。第3章ではコーポレート・ガバナンスについて実際の企業の例を用いて述べ、第4章では、投資の未来について考えていく上でわたしたちは ESG 投資を取り上げ、現在に至った背景や

30

現在の状況を踏まえたうえで、いまどのようなことが世界で起きているのか、特に持続可能な社会の形成に向けて金融という分野でどんなことがこれから起きていくのかまとめ、これからの ESG 投資の重要性とより投資家が投資しやすい環境をどのように作っていくのか学んだ。そして第 5 章では、上記の第 1 章から第 4 章を踏まえて私たちが提案したい方策について議論してきた。私たちの提言では、投資を気軽に行う方法や、次の世代に対してどのように意識改革をしていくのかがテーマである。現在日本の証券市場が抱える問題を解決するために、まず国民の意識から変えていくこと、すなわち教育が必要である。またもうすでに教育の場から卒業した世代に対しては、IT 技術の活用による幅広く、新しい投資方法を充実させること、またその投資方法を周知し、気軽に投資に興味を持つことができるようにしていくことが必要であると考え

5

10

る。しかし気軽に投資をするといっても、投資には必ずリスクが付きまとい、ただ単に「お金が増えそう」というような軽い気持ちで行ってはいけない。投資を行う上で正しい知識を身に着け、抱えることになるリスクと責任をしっかりと理解して個人が投資行動を行うことで、日本の証券市場の活性化に繋がると結論づけた。

参考文献

15

榊原茂樹・菊池誠一・新井富雄・太田浩司（2015）

『現代の財務管理（新版）』有斐閣アルマ

20 URL

年次経済財政報告書「機関投資家等の株主総会における議決権行使状況」

<http://www5.cao.go.jp/j-j/wp/wp-je08/pdf/08p02053.pdf>

S M B C 日興証券 「初めてでもわかりやすい用語集」

25 <https://www.smbcnikko.co.jp/terms/japan/ko/J0478.html>

日本取引所グループ 「コーポレート・ガバナンス」

<https://www.jpx.co.jp/equities/.listing/cg/index.html>

30 One Tap BUY 「スマホ証券」

<https://www.onetapbuy.co.jp>

Wealth Navi「長期・積み立て・分散のシミュレーション」

<https://www.wealthnavi.com>

5

りそな銀行 「初めての確定拠出年金」

[https://www.resona-tb.co.jp/401k/.begin/about/.](https://www.resona-tb.co.jp/401k/.begin/about/)

野村インバスター・リレーションズ スチュワードシップ・コードについて

10 <http://www2.nomura-ir.co.jp>

サステナビリティ・ESG 投資ニュースサイト 「世界と日本の ESG 投資 ～Global Sustainable Investment Review 2016 まとめ～」

<https://sustainablejapan.jp/2017/03/29/gsia-review-2016/26221>

15

WEBRONZA 「世界に広がる ESG 投資 評価低い日本企業」

<https://webronza.asahi.com/business/articles/2018041200003.html>

第一生命保険会社 「ESG 投資」

20 <http://www.dai-ichi-life.co.jp/dsr/investment/esg.html>

明治安田アセットマネジメントアナリストコラム 「日本の ESG の取り組みの現状」

https://www.myam.co.jp/market/analyst/upload_pdf/20180601_analyst.pdf

25 日本証券業協会 「わが国の証券化市場の現状と課題」

<http://www.jsda.or.jp/shiryo/houkokusyo/files/wagakuni0808.pdf>

金融庁 「証券市場を巡る課題と取り組み」

<https://www.fsa.go.jp/common/conference/danwa/20070920.html>

30

I Finance 「金融経済用語集」

<https://www.ifinance.ne.jp/glossary/>

日本証券アナリスト協会「企業価値分析における ESG 要員の研究」

5 <https://www.saa.or.jp/standards/account/esg/index.html>

オリックス銀行「ESG 投資額の割合」

<https://www.orixbank.co.jp/personal/investment/learn/esg/02.html>