

# 平成 28 年度 証券ゼミナール大会

5

## 第 3 テーマ C ブロック

「今後の国内証券流通市場の活性化について」



10

神奈川大学 戸田ゼミナール C 班

## -目次-

	はじめに	P3
	<b>第1章 証券市場について</b>	<b>P4</b>
	第1節 証券市場の定義	P4
5	第2節 証券取引活性化の意義	P4
	第3節 証券市場の歴史	P5
	<b>第2章 証券流通市場が果たすべき役割</b>	<b>P7</b>
	第1節 資本市場にとっての証券市場	P7
10	第2節 企業にとっての証券市場	P8
	第3節 国内投資家にとっての証券市場	P8
	<b>第3章 役割を果たすための要因</b>	<b>P12</b>
	第1節 情報の非対称性	P12
15	第2節 金融リテラシー	P13
	<b>第4章 株式市場の現状</b>	<b>P14</b>
	第1節 他国と比較した国内証券市場の規模	P14
	第2節 市場指標としてのROE	P18
20	第3節 国内投資家が株式投資に積極的でない理由	P20
	第4節 企業を取り巻く環境	P20
	① 株価があがらない理由	P20
	② コーポレートガバナンス	P21
	③ 株主の権利	P22
25	④ 欧米企業における株主の機関化現象	P23
	⑤ 新興市場の可能性	P24
	<b>第5章 方策</b>	<b>P31</b>
	・NISA 及びジュニア NISA の恒久化	P31
30	・個人型確定拠出年金	P32
	・DRIP	P36
	おわりに	P38
	参考文献	P39

## はじめに

我が国の証券市場はリーマンショックを機に、すっかり冷え込んでしまった。最近になって安倍政権が打ち出した「アベノミクス」の金融政策により、量的金融緩和を続けて幾  
5 らか市場を好転させたように思えたが、その裏で日銀の買い入れの限界が見え始めている。この状況を打開するために、家計に眠る膨大な現預金を市場に流し込む必要があるが、未だに家計の現預金比率は50%を超えているままである。そのため、金融庁がスローガンとする「貯蓄から投資へ」という環境には程遠い。日本版金融ビッグバンの実施や、金融商品取引法の施行、小額投資非課税制度等様々な取り組みを日本政府は行ってきたが、家計  
10 は投資に対しての不安やマイナスイメージが拭いきれず、投資への興味を示さない。さらに資金調達側である企業の証券利用も活発でなく、金融ビッグバンで直接金融への移行を目標としたが、依然として間接金融への依存から抜け出せていない。

更にアベノミクスは、企業の「稼ぐ力」の創出に向け走り出したが、目覚しい成長は見えない。故に我々が理想とする証券市場とは程遠いと言える。それに加えて、EUの離脱や  
15 米FRBの利上げの予感などにより、円高が進み、日本の証券市場の成長は先が見えない状態に置かれている。そこで国内投資家・家計が資産を運用し、大量に保持している現預金を市場に流し込み、企業が証券を利用して資金調達の流れを作り出していくことで、我が国の証券市場は活性化していく見込みが持てるのではないかと考えられる。すなわち、投資家のための投資環境を改善することと、企業側の資金調達方法の改善をすることが活性化  
20 のための大きなカギとなることであろう。

本論では、市場が求める「貯蓄から投資へ」の流れを作るべく、証券市場の中でも株式市場に焦点をあて、投資家や家計が抱く問題を考察したうえで、より投資活動に参加しやすくなるような方策の提案をしていく。また、企業が抱える問題点もあげていき、投資家と企業間の対話を強めることができるような提案を論じていきたい。

25 章構成としては、第1章で証券市場の定義付けをし、第2章では証券市場の役割について述べていく。そして、第3章でその役割を果たすなかで起こる問題点をあげていき、第4章では欧米諸国と比較した我が国の株式市場の状況や問題点を見ていく。最後に、第5章では投資家・家計にとって投資活動をより身近なものにする方策の提案をしていきたい。

30

# 第1章 証券市場について

5 本章では我が国の証券市場はどのように成り立っていて、資本市場における役割を担っているのかを述べ、次に証券市場・証券取引所について見ていき、その上で証券市場の活性化の定義をしていきたい。

## 第1節 証券市場の定義

10 証券市場とは、一般に有価証券の発行ならびに流通のための市場をいう。企業の「資金調達」と「資金運用」を行うための存在として、証券と資金を取引するうえで発生するコストを低減するために存在している。仕組みとしては、証券と資金の交換を望む資金調達主体や資金運用主体を集め、各自の取引条件を一同に提示させることで、個人で取引相手を探す場合よりも納得できる条件を探しやすくする役割を果たしている。

15 この市場を区分すると、株式の取引を行う株式市場と公社債の取引を行う債券市場に分けることができる。両市場をあわせて広義の証券市場と呼ぶ。資本主義市場において証券市場は最も大きな存在であり、それぞれ発行市場と流通市場が存在している。発行市場は、資金を調達するために企業・国などが株式や公社債などの有価証券を発行し、それを投資家が直接または証券会社を通じて取得する市場である。流通市場は既に発行された証券が投資家の間で売買される市場のことである。流通市場が低迷していれば、発行市場での資金調達も困難になる。反対に、流通市場が活況していれば株式を発行することも容易になり、企業活動も活発化する。つまり、発行市場と流通市場は互いに補完し合う関係にあるといえる。

25 株式市場において、投資家は通常、株式を購入あるいは売却する場合には証券会社に注文を出し、その証券会社を通して証券取引所に送られ、そこで売買が成立する。このように証券会社は、証券の発行市場や流通市場において、仲介者としての役割を果たしている。発行市場においては、株式会社が新たに株式を発行する際に、会社に代わって投資家へ売り出すなど、株式会社と投資家を結ぶ役割を果たしている。流通市場においては、投資家からの株式などの売買注文を受け付けて、証券取引所につなぐなど、投資家と証券市場を結ぶ役割を果たしており、後述する証券取引所と同様直接金融への働きを促している。

30

## 第2節 証券取引活性化の意義

証券市場における取引の目的は、企業や国が株式や社債・国債等を発行し、投資家に購入してもらうことで長期資金調達を行うことである。黒字主体(家計)の余剰資金を赤字主体(企業)へ移転させるための手段であり、赤字主体の発行した証券を黒字主体が一旦は保有するが、黒字主体が資金を必要とする時には容易に変換できることが重要な要件となる。証券市場は、このような取引を円滑に行うために重要な役割を果たしている。つまり、証券市場は企業と投資家に対して企業には資金調達の間を、投資家には資産運用の間を提供しているのだ。市場プレイヤーの投資活動により、資金の流れを活発にさせ、結果として経済の持続ないしは成長が見込めるのである。

### 10 第3節 証券市場の歴史

バブル経済の崩壊により、株価の下落は証券不祥事として、地価の下落は不良債権処理問題として出現した。その結果、日本市場から外国企業や外国人投資家、金融取引が撤退する「金融の空洞化」が起こった。そこで1996年に橋本首相が提唱したのが「金融ビッグバン構想」であった。この構想では、2001年までに不良債権処理の進展とともに日本の金融市場をニューヨーク、ロンドンと並ぶ国際金融センターにすることが目指された。さらに、従来の銀行を介した資源分配から、市場機能を活用した資源分配を可能とする金融システムが打ち出され、直接金融体制への転換へとつながった。金融ビッグバン構想とほぼ同時に大規模金融機関が経営危機や、破綻に至った金融危機も発生したが一方証券業の登録制移行や株式売買委託手数料の自由化と、その後のIT革命によるネット証券をはじめとする新たなビジネスモデルを持った業者の新規加入が相次ぎ、証券業務の担い手にも変化が見られた。

2000年代になると、構想改革を訴えた小泉政権は「金融再生プログラム」に基づく不良債権の処理を進めた。2001年6月の「骨太の方針」や同年8月の「証券市場の構想改革プログラム」、「証券市場の改革促進プログラム」では、「貯蓄から投資へ」のスローガンのもと、証券市場を我が国の金融システムの中心にし、幅広い投資家の参加を目指した、厚みのある市場機能を中核とした市場型金融システムへの転換が推進された。これらでは販売チャネルの拡充や金融商品・金融サービスの多様化(ラップ口座の実質的解禁など)、透明性確保(情報開示の徹底、監督強化など)が提起され、幅広い投資家の参入に向けた信頼される市場作りが目指された。こうした改革により、株式・債券・投資信託のようなりスク性資産への家計金融資産の配分は2006年まで増加傾向にあった。

2007年ごろから住宅価格が下落し、サブプライムローンの焦げ付きをきっかけにした欧米金融機関の流動性危機が起きた。結果として、世界的な金融危機に発展し、世界経済は同時不況に陥った。各国は巨額の財政出動と金融緩和で危機を回避し、その後世界経済は

新興国の成長を取り込んで回復過程に転じ始めた。ところが、2009年にギリシャでの政権交代を契機に明らかになった財政赤字を発端に、ギリシャ債務問題が発生した。この問題はギリシャ同様、経常収支赤字や財政赤字が多い英・仏・独の金融機関にも危機を伝搬させ、欧州債務危機へと発展した。日本の金融機関は、サブプライムローン問題や欧州債務危機に絡む損失は欧州金融機関に比べて少ないと予想されていたが、日本経済にも影響を与え、2008年秋には株価は暴落を繰り返した。

2016年1月には、日銀が2%のインフレ目標をできるだけ早期に達成するためにマイナス金利政策を導入し景気の活性化を図ったが、同年6月のEU離脱の影響でポンド暴落が起こった。そのしわ寄せで円も一時100円割れと大幅な円高となり、証券市場の低速にさらに拍車をかける結果になった。

この流れのなかで、日本の証券市場にもさらに多様化した変化が起きている。東証の売買システム更新(2010年)をきっかけにHFT(高頻度取引)の参入が本格化した。また、相次ぐ規制緩和によりPTS(私設取引システム)の利用は増加し、PTSでの売買料金は、上場株全体の約5%を占めるまでに増大した。このような経営環境の変化を受け、日本市場は、国際競争力強化と利便性向上を目指していった。その結果、2013年に東京証券取引所と大阪証券取引所が経営統合し、日本取引所グループが誕生した。また、証券会社経営にも変化の胎動がみられる。株式委託売買手数料自由化後、委託手数料収入が伸びず、そのためブローカー中心のビジネスから残高重視の営業への転換が図られたが、容易には進まなかった。しかし、2014年頃から変化がみられる。2014年度末での投資信託の純資産額は100兆円(前年比25%)、ラップ口座の残高も4兆円(前年比2.8倍の増加)に上り、大手証券会社中心に資産管理型営業への営業が本格化し始めている。

25

30

## 第2章 証券流通市場が果たすべき役割

証券流通市場とは、具体的にどのような役割を果たしているのだろうか。前章では、証券流通市場をバブル崩壊後から現代までを見たうえで定義した。本章では、資本市場・企業・投資家の観点において証券流通市場が発揮するパフォーマンスを見ていきたい。

### 第1節 資本市場にとっての証券市場

経済の発展に欠かせない企業の資金調達と家計の資本運用の双方が効率的に行われるようにするため、株式および債券の需給を取引所に集中させ、流動性の向上と安定した価格形成を図ることが主な役割である。大別してみると、証券市場の役割は、①流動性提供機能、②資本提供機能、③価格発見機能、④資本の効率的配分機能の4つだとされる。これら4つの機能は単独で存在しているわけではなく、①流動性が高ければ高いほど、②資本が容易に調達でき、③公正妥当な証券価格が形成されていればこそ、④価格メカニズムに基づいて証券発行が行われ、資本が各産業に適正・適量に配分される、という相互関係にある。

それでは投資家と証券市場の仲介業者である証券会社の機能は、これら証券市場の役割とどのような関係があるのだろうか。先述した証券市場の役割と照らし合わせながら見ていきたい。証券会社の委託販売・自己売買業務は、①証券市場に期待される流動性提供機能を顕著化させる。引受業務は、②資本供給機能を顕著化させるという役割を持つ。③価格発見機能を担うのは証券会社の「投資アドバイザーサービス」である。具体的には、証券会社の調査部やアナリストが企業の公正妥当な「理論価格」を割り出し、それに基づいて投資家に売買を推奨するという仕組みである。踏み込んで役割を見ていくと、投資助言を付随業務として行い、それを通じて投資運用の兼業登録を行って投資運用に自らコミットする。また、ファンドの販売・組成を通じて、投資家の資金量そのものの配分にコミットする、といった形態をとる。つまり、「投資アドバイザー」部門は証券資産の適切な配分・再配分を直接・間接的にサポートし、その結果絶えず証券価格をファンダメンタルバリューへと収斂させるのである。これが「価格発見機能」である。④資本の効率的配分機能は証券会社の「コーポレートアドバイザーサービス」が担っている。証券価格は、投資家の要求資本収益率を反映している。この要求資本収益率に応じて投資家の売買が変化してくるのだ。つまりこれは、企業経営者に課せられた資本コストを反映しているのである。資本コストを参考にした投資計画を投資家に提案する、あるいは資本コストをできるだけ下げる資本政策や配当政策を提案するサービス、これが「コーポレートアドバイザーサービス」である。

## 第2節 企業にとっての証券市場

企業にとっての最大の役割は必要な資金を調達することである。企業が株式を発行し、それを投資家が証券会社等を通じて購入し、企業が資金を調達する場を提供するのが証券市場の基本的な役割である。

図2-1 企業の資金調達額

年代（年）	合計調達金額（億円）
2007	208.8
2008	13502
2009	617.4
2010	394.3
2011	145.8
2012	190.9
2013	179.7
2014	210.4

（日本取引所グループ <http://www.jpx.co.jp/markets/statistics-equities/misc/06.html> より筆者作成）

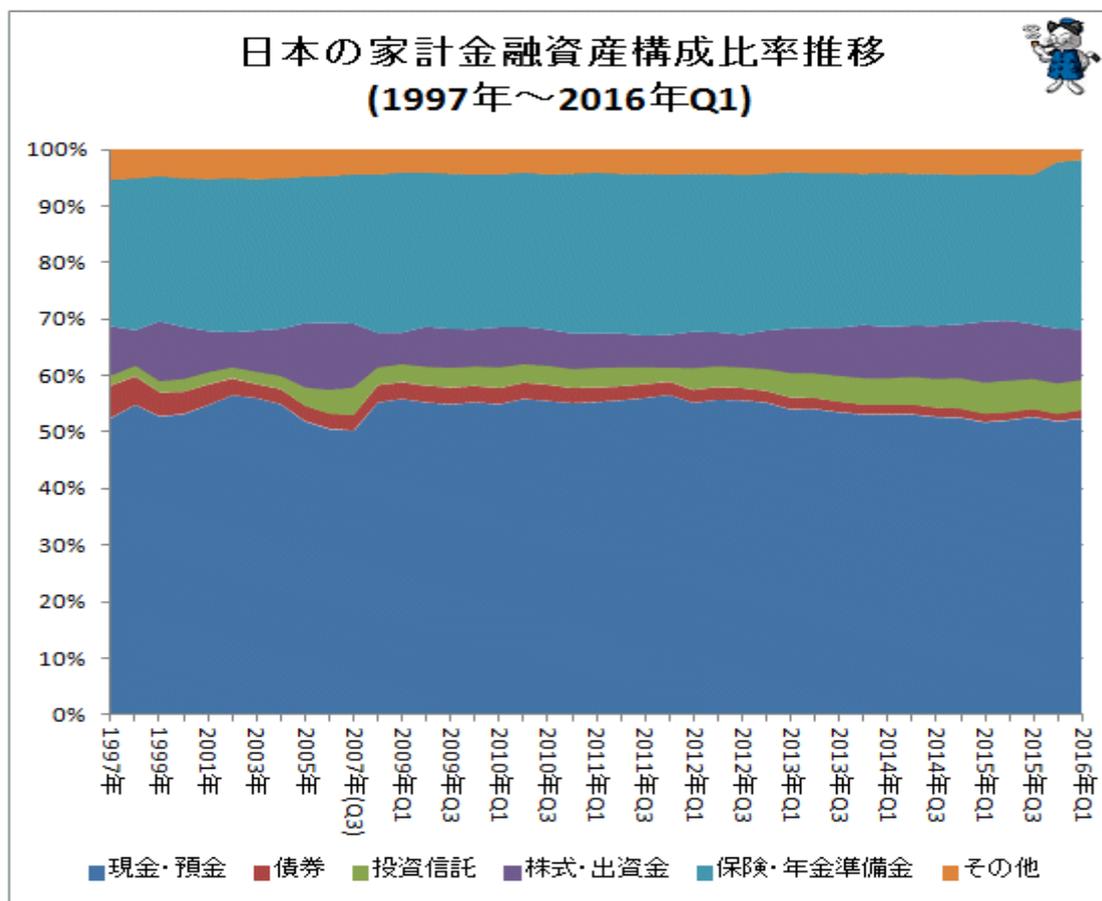
2014年の東証上場企業の株式による資金調達額は2兆1000億円と、前年より15%近く増額している。しかし、リーマンショックの起こった2008年やリーマンショックによる緊急の資金調達を行った09、10年を除き平均的に2~3兆円前後を推移していることが分かるため、株式による資金調達は停滞していると受け取れる。また、これからの日本企業の将来を担うベンチャー企業や中小企業等の新興市場は、信用・知名度・資金力に欠けるため、上場企業に比べ更に調達額が低いのが現状だ。本稿では、現代の株式市場と企業の関係について更に着目していくとともに、この新興市場についても現状や課題を詳しく取り上げていく。

## 第3節 国内投資家にとっての証券市場

我が国の証券流通市場には、さまざまな種類の投資家が存在する。自己資産を運用する投資家を個人投資家、保険会社や政府系金融機関など、大量の資金を使って株式や債券で

運用を行う機関投資家、国内証券市場の 6 割を占める外国人投資家に分類することができる。個人投資家や家計にとっての証券市場の役割は所得増加期待の形成である。日本証券業協会の個人投資家の証券投資に関する意識調査報告書によると、平成 28 年度の証券の購入目的としては、「配当金、分配金、利子を得るため」が 53.5%と最も高い。次いで「使い道は決めていないが、長期の資産運用のため」(42.0%)、「老後の生活資金のため」(37.3%)であった。5 キャピタルゲインによる利得の獲得や長期債を保持しながら発生するインカムゲイン等、およそその目的であると考えられる個人投資家は多い。その一方、全体の 3 割強を占めている「老後の生活資金のため」に証券の購入を考えている投資家の数も年々増えてきている。10 少子高齢化による年金不足とインフレ誘導が進む我が国において、貯蓄ではなく投資による老後のための資産形成はより重要性を増すに違いない。

図 2-2 我が国の金融資産構成比率



(<http://www.garbagenews.net/archives/2067203.html> より抜粋)

15 図 2-2 は 1997 年から 2016 年までの日本の家計金融資産構成の比率を表したものである。20 年近く現金・預金比率は 50%を超えている。それに比べ、債券比率、株式比率は横ばいしていて成長が見られない。家計が投資を行わない理由としては「知識がない」、「危

ないイメージ」、「投資資金がない」などリスク回避傾向が強くみられる。そこには、リーマンショック後に証券の信頼性が失われたことにより、マイナスイメージが植え付けられた過去が根付いているからだ。そのため、投資するよりも安全な現金・預金を保有する傾向を強めたと考えられる。故に、日本の家計金融資産構成の現預金比率が高いのは時代背景からきていると考えることができる。

しかし、このような家計にとって投資を促進するような投資制度も近年では見られている。その代表格ともいえるのが、2014年から始まったNISA(小額投資非課税制度)である。NISAは、株や投資信託などの運用益や配当金を一定額非課税にする制度で、2023年までの10年間、口座開設時から毎年新たに120万円の非課税投資枠が追加される。

10

表2-1 NISAの仕組み

非課税対象	株や投資信託の値上がり益や配当金(分配金)
非課税投資枠	年間120万まで(翌年への繰り越しはできない)
期間	5年間
投資総額	最大600万円まで
制度継続期間	2014年から2023年までの10年間
口座資格者	20歳以上

(日興アセットマネジメント <http://www.nikkoam.com/fund-academy/isa> より筆者作成)

15

NISAの簡単な説明を表2-1にまとめたが、5年ごとに非課税枠を買い替えればよいため、おもに長期投資向けの株や投資信託を買うのが家計にとって賢い選択ともいえる。さらに、NISAと連携して2015年からはジュニアNISAの普及も始まった。ジュニアNISAは未成年者を対象にした投資制度だが、NISAと連携して家計が使えば家族内の非課税枠が大きく増えることになる。

20

表2-2 ジュニアNISAの仕組み

非課税対象	株や投資信託の値上がり益や配当金(分配金)
非課税投資枠	年間80万円まで(翌年への繰り越しはできない)
期間	5年間
投資総額	最大400万円まで
制度継続期間	2016年から2023年までの8年間
口座資格者	0歳~19歳まで
口座管理人	親権者が代理で行う
注意点	原則18歳になるまでは引き出すことができない

(日興アセットマネジメント <http://www.nikkoam.com/fund-academy/isa> より筆者作成)

5 NISA、ジュニア NISA を通して家計で資産運用するのならば、これも一種の金融リテラシーの向上に繋がるのではないかと考えられる。さらに、株式市場の活性化も見込まれる。NISA 口座を通して、株式市場に流れる運用資金は非常に大きなものになっている。仮に、ジュニア NISA を使って投資が実行された場合、利用者が全体の 5%程度であったとしても、実に 6,000 億円もの資金が市場に流入されるという試算もなされている。そして親（祖父母）から子へ資金移動も期待できる。言うまでもなく、未熟な子どもが直接運用することは非常に難しいので、実質的には親世代が運用することになる。資産全体に対するリスク資産（株や投資信託など）が増え、投資を促進し、それと同時に広い意味で贈与となることで、下の世代へと資金が流れていくことが期待できる。現代の日本では、少子高齢化が進み、日本の財政の悪化から来る深刻なデフレなどの要因から、将来日本の年金制度はもたないのではないかとの懸念も広がっている。将来、我々が退職した時に年金が貰えない可能性もあるので、そういった将来までのことをロングスパンで考えたときに、このような制度は家計にとって非常に心強いものであるといえよう。先の見えない状況化におかれているからこそ、資産を長期運用し、自分の将来の安定性を確保することが賢い選択である。

20

25

30

## 第3章 役割を果たすための要因

- 前章でみた証券流通市場の役割を發揮するためにはどのような制度・環境・改善点が必要なかを本章では述べていきたい。まず第1節では投資家・企業間で起こりうる情報の非対称性、第2節では国民の金融リテラシーの定着度について述べ、市場が最大限のパフォーマンスを發揮するためにどう対応すべきかを説明していきたい。

### 第1節 情報の非対称性

- 証券市場取引において、投資家と企業間で起こる取引妨げの要因に情報の非対称性の存在が挙げられる。これは企業が持っている自社の情報と、投資家が日常的に知り得る情報の間に大きな格差が生じてしまう現象である。そこで情報の非対称性、いわゆる投資家と企業間の情報の格差をなくすために、企業は金融商品取引法での適時開示ルールとして有価証券報告書の提出を義務付けている。このようにして、企業は投資家へ適時情報公開を促すような流れを作り出している。

#### ・モラルハザードと逆選択

- では、情報の非対称性の問題点を更に大きく二つに分けて説明していきたい。取引市場に情報の非対称性が存在すると、モラルハザードや逆選択という問題が生じる

モラルハザードは経営者が情報の不完全性を利用して、自分自身の利益を最大にする機会主義的な行動をとることである。例えば、ドライバーが自動車保険を掛けることで、安全運転に対する意識が失われることがある。また、セーフティネットの存在により、金融機関の経営者が資産運用に対する自己規律を失うような状態である。

- 逆選択とは、取引の契約前の情報の非対称性が原因で、良質な製品や優良な経済主体が市場から淘汰され、悪質な製品や企業だけが市場に残ってしまう状態のことである。ここでも例を挙げてみると、自動車保険において保険金支払いが低い優良ドライバーやペーパードライバーを集めたいが、自己の手当てを厚くすると事故を起こす確率の高いドライバーを引き寄せてしまう状態のことともいえる。つまり、投資家と企業の間で情報の非対称性が存在すると、市場では企業家の平均収益率で資金を調達することになる。すると、前述したように質の良い企業にとって金利が上昇し、質の良い企業から市場を離脱する。結果として、市場からはすべての企業が撤退して、市場崩壊を招くことになる恐れを含んで

いるのだ。

未来の企業の価値を予測し、その価値を売買する際の情報の非対称性の問題は、新たに株式を募集し、新株を設立する際に顕著に現れやすい。そのため、前述したような企業の有価証券提出を義務付けたりするなど、企業の透明性を更に向上させていかねばならない。

5

## 第2節 金融リテラシー

我が国の市場取引が活性化されない最大の要因の一つに国民の金融リテラシーの欠如が挙げられる。金融リテラシーとは「金融商品やサービスの選択、生活設計などで適切に判断するために、最低限身につけるべき金融や経済についての知識と判断力」と定義付けられている。1990年代以降我が国では日本型ビッグバンが進められ、金融市場の開放・国際化、金利の自由化、銀行・証券・保険の参入障壁の段階的廃止などの金融の自由化が展開され、「貯蓄から投資へ」の動きが強まったほか、景気動向による金融環境が変化しつつあることにつれ、より一層金融教育の必要性が強まった。近年では、2007年に金融広報中央委員会が「金融教育プログラム」を発行し、小学校・中学校・高等学校における金融教育の指導計画例を示し、学校教育段階における金融教育の導入に力を入れ始めた。金融広報中央委員会が実施したアンケートによると、金融教育を行ったほうがいい、と回答した割合が6割を超えた。しかしそれから10年近くたった現在でも学校段階における金融教育は発達していないのが現状である。また、株式投資に対するイメージを拾い集めてみると、「元本割れのリスクが大きい」、「ギャンブルのイメージ」、「投資のための資金不足」など、やはり2008年のリーマン・ショックの影響から、国民は株式や債券をはじめとする証券にネガティブなイメージを抱いていることは確かだ。その他にも金融商品取引法の施行、小額投資非課税制度等様々な取り組みを日本政府は行ってきたが、未だに家計の「貯蓄から投資へ」の動きは小さい。2016年1月には金融広報中央委員会が金融リテラシー・マップを作成し、さらなる国民への金融知識への関心を向上させる働きへ出た。証券流通市場を活性化させるためには資金運用の長期へ渡る重要性、お金の複雑さが増した現代に対応できるような金融教育を長期に渡り学ばせる必要があると考える。また少子高齢化による年金制度が生み出す将来の不安や、年功序列制度の崩壊による労働賃金の不安定など、やはり先が見えない時代なのだ。家計が資産を長期に渡り運用することのメリットを知ってもらうべきである。

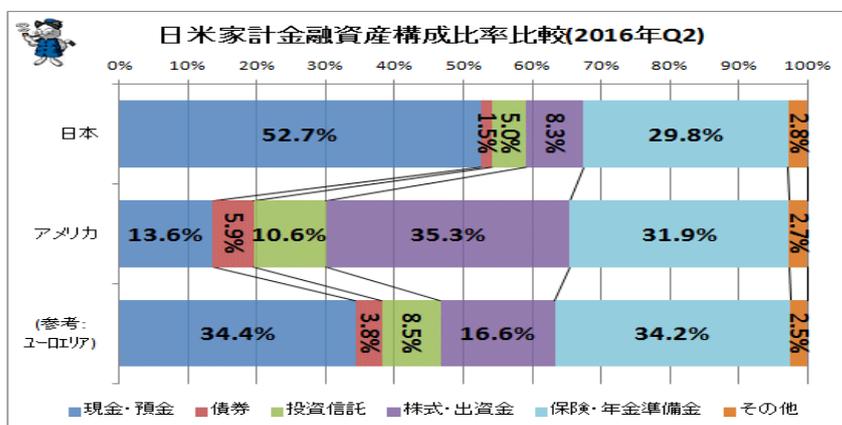
## 第4章 株式市場の現状

第2章で、企業サイド・投資家サイドの現状について述べたが、どちらの成長も目覚ましいとは言い難い。そこで、他国と比較した場合の我が国の市場規模・内訳はどのように構成されているのか。この章では、証券市場の中の株式市場のみに焦点をあて、現状を節ごとに各視点でもって論じていく。

### 第1節 他国と比較した国内証券市場の規模

2016年6月時点での「金融資産構成の日米欧比較」を見てわかるとおり、日本の金融資産構成の半分以上にあたる52.7%が預金を中心とした貯蓄である。一方で、株式や債券などの有価証券は9.8%であり、アメリカの41.2%やユーロ圏の20.4%と比較してみても格段に低いことがわかる。日本の場合、保有している財産の多くを投資には回さず、預金に回すため、証券市場に十分に資金が流れ込まない。こうした家計の超過現預金保有が証券市場の活性化につながらない理由の一つである。さらに日本の少子高齢化は進み、現代では超高齢化社会に突入したとも言われているが、年金準備金・保険等の社会保障比率を比較してみると日本が29.8%、米国が31.9%、ユーロ圏が34.2%とあまり大きな差はないと見て取れる。莫大な家計金融資産があるにもかかわらず、眠ったままの現金・預金が成長マネーとして証券流通市場へと供給されてこなかったことが、我が国の証券流通市場が活性化していない大きな要因であることには間違いない。「貯蓄から投資へ」の流れを大事にしているものの、家計のリテラシー欠如や日経平均株価の不安定さなどにより、市場は今一つ活発ではない。

表4-1 日米欧の家計金融資産構成比率比較 (2016年Q2)



(ガベージニュース 2016年9月30日 より引用)

- その原因として、第一に投資家は資産運用する機会が少ないことが見て取れる。国別株式保有金額を見てみると、アメリカは 1287 兆円に対し、日本は 97 兆円とおよそ 1/13 である。これは、日本の GDP はアメリカの 1/3 であるため、資産自体は問題ないだろう。そのため株式保有比率が極端に低いのが明白である。

表 4-2 個人金融資産の中の株式保有額と GDP の日米比較 (2009 年)

	金額 (単位:兆円)	GDP
アメリカ	1,287	14,418.73
日本	97	5,035.14

- 10 (「日本の個人投資家の現状」、「名目 GDP の推移」より筆者作成)

表 4-3 投資部門別 株式売買状況

内訳	売買金額	
	売り	714482423
<b>法人(国内の機関投資家)</b>	買い	743176328
	計	1457658751
	売り	1464709535
<b>個人投資家</b>	買い	1630330520
	計	3095040055
	売り	6323587475
<b>海外投資家</b>	買い	5851338750
	計	12174926225
	売り	72044235
<b>証券会社</b>	買い	82402819
	計	154447054

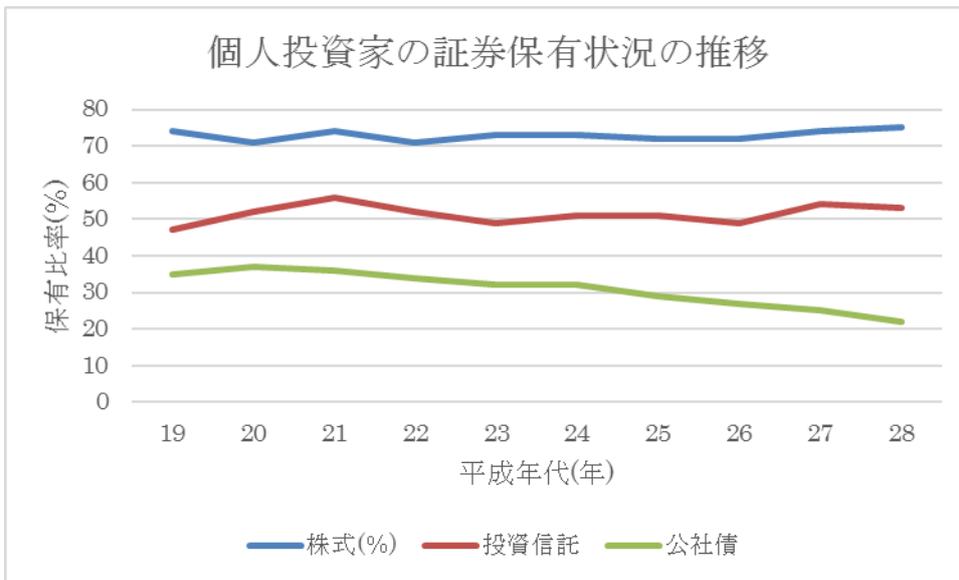
(東京証券取引所「投資部門別 株式売買状況」より筆者作成)

- 15

東証一部の国内投資家の株式売買状況を見てみると、海外投資家の総合売買数のおよそ 1/4 であることが分かる。国内投資家層の証券保有率のうち 7 割以上を占めているのが株式

であるが、世界的な観点で見るとかなり株式投資額が少なく、外国人投資家は国内保有者比率において約 3 割を占めている。買比率でも約 7 割という最大シェアを占めているのが現状で、日本の個人投資家の存在感は弱い。しかし、家計金融資産が株式市場に流れ込み個人投資家の存在が強まれば、ますます株式市場の活性化に繋がるだろう。故に国内投資家の増加が活性化の可能性を秘めていると我々は考える。2014 年に証券取引所が調査した個人株主ののべ数は、4,582 万人であるとされている。

図 4-1 個人投資家の証券保有状況の推移

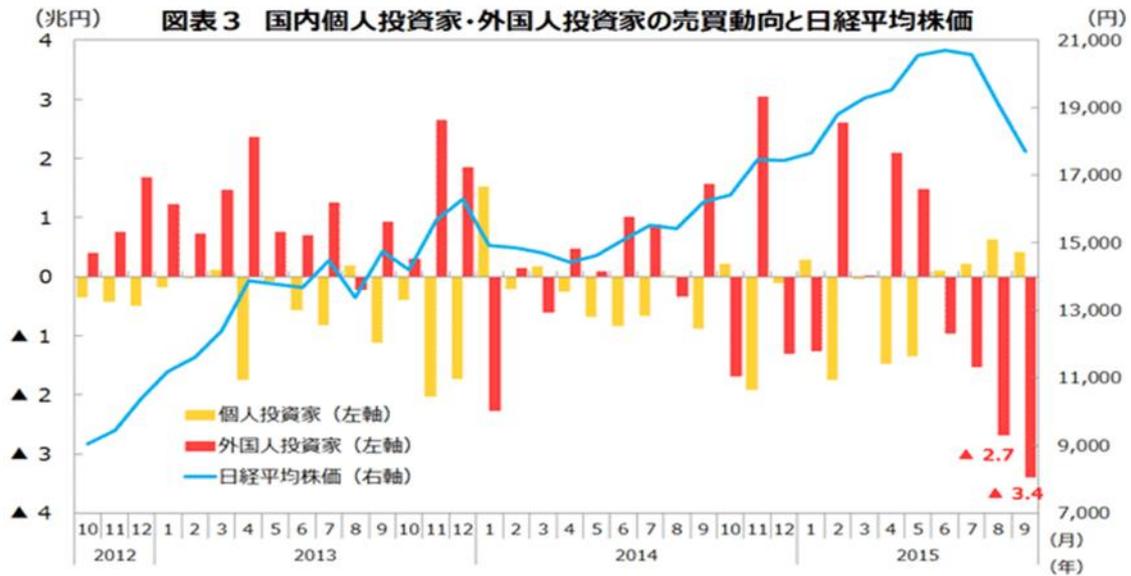


10 (日本証券協会 個人投資家の証券投資に関する意識調査 より筆者作成)

個人投資家の証券の保有比率は、株式だけ注目してみると平成 19 年から現在平成 28 年までほぼ横ばいしてきている。今年になって平成 19 年以降初めて株式保有率が 75%に達したことから株式は個人投資家の中でも比較的安定した資産になっていると言える。しかし、活性化の面を考えるとここ 10 年近く保有量に差はないため、取引を増加させるためにはまだまだ改善の余地があると見て取れる。

20

図 4-2 国内個人投資家・外国人投資家の売買動向と日経平均株価



(日本生命公式 HP より引用)

5

またこの図を見ると、外国人投資家の売買動向と日経平均株価の動きは大方連動しているように見て取れる。つまりは我が国の株式市場に外国人投資家は大きな影響を与えていることが分かる。

次に主要株式市場を国際比較してみる。

10

表 4-4 日本と欧米主要取引所の比較

	新規上場企業数	上場企業数	時価総額	売買代金
東京証券取引所	9	2497	5180415	2755778
ニューヨーク証券取引所	8	2360	20643201	8258096
ロンドン証券取引所	11	911	3464606	812323
ユーロネクスト	10	1063	3800889	866542
ドイツ取引所	3	601	1857817	635706
ジャスダック	7	775	77727	60201
マザーズ	16	225	39760	148946
ナスダック(米)	27	2855	7947544	5462636
AIM(英)	20	1016	120400	22622

(野村資本証券市場研究所 「株式市場 主要取引所の株式時価総額推移」をもとに筆者作成)

15

東京証券取引所は、世界三大取引所と言われているだけあり新規上場企業数、時価総額においても世界各国の取引所に引けを取っていない。しかし、時価総額、売買代金をアメリカと比較した場合、数倍もの差があることが分かる。世界三大取引所といえども、アメリカとの圧倒的な差を縮めることは容易ではない。この差を埋めていくことが日本の証券市場を活性化させる一つの要因になるのではないかと考えられる。そして下四つが各国の新興取引所を示すが、これについては別途後述する。

## 第2節 市場指標としての ROE

10 図 4-3 日経平均株価の推移



(日経平均プロフィール より筆者作成)

現状として、日経平均株価は 2016 年 10 月上旬現在で 16,449.84 円となっている。リーマンショック後世界各国の株価指数と同様に下がり続け、リーマン・ブラザーズの破綻の翌月 10 月には 7,000 円の大台を割り大不況に包まれ円高が進んでいったが、2013 年の安倍政権によるアベノミクスの政策により 2015 年には日経平均 20000 円台近くにまで登った。

しかし、2016 年 1 月には日銀がマイナス金利政策を導入、更に重なった 5 月の EU 離脱により 1 ドル=99 円を割る円高を招き、日経平均は一時 1 万 5000 円を切るまでに落ちたが、現状は 1 万 6000 円台にまで回復している。また 2016 年に入ってから日経平均株価は 16000 円台~17000 円台を右往左往している状態で非常に不安定な状態である。

先述したように、東京証券取引所の投資主体別売買動向では、約 7 割を外国人投資家が占めている。外国人投資家の売買代金シェアは現物市場で 7 割を超え、日経平均の先物市場で 8 割を超える。そのため、外国人投資家が買い越しを続けられない限り、日本株の持続的な上場は望めなそうだ。外国と日本とは、投資家の意識に違いがある。外国人投資家が意

識しているのは ROE である。ROE は、株主資本利益率（自己資本利益率）のことで、簡単に言ってしまうと、株に投資することで、どれだけ利益を効率よく得られるかを表す数字である。外国人投資家に支えられているこの現状に伴って、日本の市場でも ROE に対する注目が広がっている。2015 年には、外国人投資家の日本株離れが起こり、市場からは一気に撤退してしまった。今もなお売り越しは続いており、それをカバーする要因の一つである企業統治が期待されている。

ここで日本と各国の ROE 平均の比較を見てみたい。

表 4-5 日本と欧米諸国での ROE 比較

	ROE	収益率
日本	5.30%	3.80%
米国	22.60%	10.50%
欧州	15.00%	8.90%

(経済産業省「持続的成長への競争力とインセンティブ」より筆者作成)

米国、欧州と比較して我が国は ROE も収益率も一番低いことが分かる。その要因として、日本企業の資金調達はまだ銀行等の間接金融が大きな割合を占めていたこともあり、投資家との対話を通じてその要望に応えるインセンティブは弱かったためであると考えられる。そのため、日本企業は投資家が期待する収益率である資本コストを達成しようとする意識が希薄である。その結果として、他国と比較しても日本企業の ROE は低く、株主資本を効率的に活用しているとは言い難い。企業側は、投資家が足下の業績に注目して、中長期的な経営活動に関心のないことを嘆き、投資家側は、企業の ROE 等の収益性指標を経営に組み込んでいないこと、長期的な企業価値を判断するための明確な情報開示がされないことを批判する。そのため、両者における意識の格差が短期投資を促し、企業が長期的に安定した資金を確保することを困難にしているのである。このような悪循環が企業の中長期的な成長を妨げ、投資効率の悪さに繋がっているのだと考える。

また、この取引間隔の短長には流動性プレミアムも一部関わる。流動性プレミアムとは、流動性の高低によって追加されるプレミアムのことである。例えば、流動性の高い商品は株価が高く、また現金化しやすい商品であるが、その分価格が下落するリスクも高いため、それに見合った追加のプレミアムが含まれる。この流動性プレミアムに関しても企業は意

識をすることで、投資家目線の経営を行うことができる。この流動性プレミアムを獲得できる典型的な資産が未上場株（プライベート・エクイティ）で、上場株とは取引所に上場され日々取引されている上場株が、いつでも売買が可能であるのに対して、未上場株は、  
5 独自に取引相手を見つけなければ売買できないため、現金に変えるのが難しい、つまり流動性が低いということになる。しかし、この不便さというリスクを取ることに追加的なリターンが支払われ、未上場株のリターンは、上場株のリターンより高いと言われている。上場企業の株式流通市場の滞りが見え始めた今、投資家は新たに新興市場に可能性を見出すこともできるかもしれない。

### 10 第3節 国内投資家が株式投資に積極的でない理由

本章では、国内投資家は株式投資に積極的ではない理由を見ていきたい。やはり、投資家(家計)の資産構成比率を半分以上も占める貯蓄を投資に回すことが理想だといえる。前節では、外国との比較や国内株式流通市場の現状を見てきたが、我が国の証券市場の規模が  
15 小さいことは明確である。小規模なのにはいくつか理由がある。その一つの要因としては、個人投資家が株式投資にさほど積極的でないことである。投資家としても、日経平均株価が安定しない市場への信頼感が薄いこと、また株式投資していたとしても多くの個人投資家にみられるような株式の「塩漬け」を続け、売買を頻繁に行わない例もある。また、外国と比較して家計は資産運用する機会が少ないことも一つの要因である。普段生活するなかで株式投資が必要と考える家計は少なく、そういった意味でも家計への浸透性が薄いものである。加えて、証券投資にマイナスイメージを持つ声が大きいため、総述した要因として金融リテラシーの欠如があげられる。最近では少額から始められる NISA 等の投資制度がありながらも家計はそれをしらないまま、あるいは必要と感ぜないままである。また、  
20 こういった投資制度はサービスを開始し始めたのも最近であるため、成功したという声が  
25 少ないのも家計の株式投資への関心を遠ざける要因であると考えられる。

### 第4節 企業を取り巻く環境

前三節までを主に国内株式市場における外国人投資家の影響や、個人投資家が株式投資に  
30 積極的でない理由などを述べた。本節では、主に企業における環境について述べていきたい。安倍政権が企業の「稼ぐ力」を培うために、また株主をはじめとする個人投資家との対話をより強めるために、企業は今何を求められているかを述べていきたい。

## ① 株価が上がらない理由

2008年のリーマンショックでの株価大暴落を底として、現在も緩やかに上昇し続けている。2015年には日経平均株価は2000年代のITバブル以降初となる20000円台をマークした。しかし、2016年に入ると株価は16000円～17000円台を行き来するようになる。かつての大暴落からは回復しつつあると見て取れるが、目ざましい上昇はない。その理由の一つとして挙げられるのは、先述したが我が国の株式市場において市場を底支えしている外国人投資家の影響である。2016年に入り外国人投資家の日本株離れが深刻になってきた。ここ数年の外国人投資家の動向を詳しく見てみると、昨年までは多くの外国人投資家は一度買い越しに転じると3～4ヵ月は継続して買い越しを行っていたが、2015年8月に起こった中国発の世界同時株安の影響を受け、今年に入ると日本市場に集中していた外国人投資家の大多数は市場を去り、残った投資家も買い越しが1ヵ月毎になっていき、連続買い越しがほぼなくなった。外国人投資家のなかでも、長期的な視野を持つ者は日本の改革や今後の企業改善をはじめとした成長を期待している。

外国人投資家が日本市場を離れてしまうことには、いくつかの原因が存在する。まず一つ目は円高である。円高を起こした要因として考えられるのは、円キャリー取引の巻き戻しである。円キャリー取引とは、低金利の日本円で資金を借り入れ、円を外国通貨に換えた後、高利回りの見込める海外資産で運用することを指す。ほぼゼロ金利の円を利用することで資金調達コストを下げ、最終的な投資成果を向上させる狙いがあり、円キャリー取引が行われる場合、必然的に円売りが増えるため円安が進行する傾向にあるのだ。反対に、円キャリー取引が解消される場合は、借りていた円を買い戻して返済する必要があるため、円高が進行する傾向にある。今回の円高は海外の金融機関による円キャリー取引の増発で巻き戻しがおきてしまったことと考えられる。一方、株価が目立って下がらないのはGPIF(年金積立金管理運用独立行政法人)等の日本の投資家が買い越しているからである。だが、外国人投資家の現状を打破しない限り日本の株価は目覚ましい発展を遂げることはない。

二つ目は、日本企業の業績悪化である。企業の成長が見られない限り、外国人投資家は日本市場を見限って離れていくのだ。そこで今、株式市場が最も期待していることは安倍政権の推進している三本の矢の内の一つ、企業の「稼ぐ力」改革である。いわゆる官製相場の状況下で政府が主体となり、企業の稼ぐ力を一層育むことができれば、経営者側も規模や安定よりも成長や効率を重んじるようになる。企業が成長すれば株価の上昇にも繋がりが、投資家もますます企業を応援する傾向になると、市場が活性化するのは必至である。

## ② コーポレート・ガバナンス

アベノミクスは企業の「稼ぐ力」を強めるためにガバナンス向上による株主価値の増加を狙いとした「スチュワード・シップコード」と「コーポレート・ガバナンスコード」の2つを見直す政策をとった。コーポレートガバナンスは主に企業、スチュワードシップ・コードは主に機関投資家に向けたガイダンスである。本章では、企業投資を促進するための旨を模索しているなのでここではコーポレート・ガバナンスのみを取り上げて述べていきたい。

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の企業価値向上を目的として、上場企業のあるべき姿を規定した株主のためのガイダンスである。ステークホルダー(利害関係者)によって、企業を統制し、監視する仕組みのことであり、一言でいえば企業統治である。目的としては、会社が株主を始め顧客や従業員、地域社会の立場を踏まえ、透明・公正かつ迅速・果敢な意思決定を行うことだ。このコーポレートガバナンスにおいて一番重要視されるのが、企業と株主間での対話であり、簡潔に言えば、互いの信頼関係を強くさせることであろう。この実現に向けての主要な原則を取りまとめたのが、2015年6月1日に出されたコーポレートガバナンス・コードである。基本原則は、大きく分けて以下の5つに分けることができる。

### 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労
- 【3】 適切な情報開示と透明性の確保
- 【4】 取締役会等の責務
- 【5】 株主との対話

## ③ 株主の権利

コーポレートガバナンス・コードの基本として、株主の権利を押さえておく。一つに、株主総会での議決権や会社の経営に参加する権利がある。次に、配当金などの利益分配を受け取る権利があり、最後には、会社の解散等に際して残った会社の資産を分配して受け取る権利である。また株主権には、自益権と共益権がありそれぞれの権利行使の結果が個人のみに関係するのか、株主全体の利害に影響するのかによって分けられている。

共益権は、さらに単独株主権と少数株主権に分けられている。多様化した社会に合わせ、様々な投資家のニーズに応えられるように株主の権利も細かく定められている。上場会社は、以上のような株主の権利が実質的に確保されるように適切な対応を取るべきである。また、株主が権利を適切に行使できるようにプリンシパル・エージェント間での求められる環境を既存のものよりも、より良いものに整備すべきである。そのため、株主に不利な情報の非対称性や不透明さを排除しなければならない。適切な情報開示や透明性を確保することによって、株主は安心して取引を行うことができるようになる。また、こういった環境の整備を進めることによって更に株式取引は加速し、外国人投資家が株式取引の中で指標にしている ROE の上昇にも繋がるだろう。つまりは、企業がコーポレート・ガバナンスを意識することで、再び外国人投資家は我が国の証券市場に舞い戻ってくる可能性も見込まれ、株式市場の活性化にも繋がる可能性もあるのだ。そのためには、やはり企業と投資家が対等な関係にたち、安心できるような関係性を築く必要がある。日本企業に対しての投資は安全かつ安心、という認識が日本だけでなく世界に広まれば、現在存在している投資家だけでなく幅広い層の新規投資家の出現及び増加が見込めるだろう。

#### ④ 欧米企業における株主の機関化現象

コーポレートガバナンスとは、もともと英米から発祥したものだ。いわゆる 55 年体制のもとで、日本企業のコーポレート・ガバナンスは、経営者と株主との関係よりも、企業と従業員、金融機関、顧客、取引先との長期的信頼関係をベースに構築され、企業経営の第一義的な目的はそれらのステークホルダーを満足させる最大公約数である「永続的な成長」とされてきた。この点は、株主価値の最大化を最優先に構築されている所謂アングロサクソン型と呼ばれるコーポレートガバナンスと異なる特性を持っていた。もう一度定義しておく日本型コーポレートガバナンスは企業に向けたものであるが、アングロサクソン型コーポレートガバナンスは株主の価値を最優先させるような株主に向けて構築されたものである。現在日本では、企業と投資家の対話を更に密度の高いものを求められており、まさにこのアングロサクソン型のコーポレートガバナンスは理想形ではないだろうか。1970 年代から 1980 年代にかけてのアメリカでは、投資家に対するガバナンスに対する姿勢を問われたり、更に投資家の利益が損なわれてしまうような環境にあった。そうした中、1980 年代から 1990 年代にかけて、年金基金などの機関投資家がコーポレート・ガバナンスの上で大きな役割を果たすようになった。1974 年の従業員退職所得保障法（ERISA 法）によって、年金運用者の受託責任が定められた。また、1988 年に労働省が出したエイボン・レターによって、資産運用を受託した機関投資家は委託者に代わって運用対象となってい

る企業の議決権を行使するよう勧告された。これらによって、年金基金などの機関投資家は、株式運用に当たって株主価値の増大を強く意識するようになり、企業に対して利益向上への強い要求をするようになった。このような市場からの圧力を受けて、アメリカの企業ではリストラ（企業の再構築）が進み、さらに1990年代初頭には、GM、IBM、アメリカン・エクスプレスなどの大企業で、投資家の後押しを受けた社外取締役によってCEOが交代させられるという事件も起こった。こうして、1990年代のアメリカでは機関投資家と社外取締役の活動を通じたコーポレート・ガバナンス体制が整備されていった。

こうした時代背景を見ていくと、アメリカで大きな割合を占める機関投資家と企業間での結びつきが現在でも残っている。先述したように、アメリカでは株主の権利が非常に強いことが分かる。日本型のコーポレートガバナンスで定められている株主の権利では、配当金の分配を重視しすぎているようにも見える。アングロサクソン型コーポレートガバナンスを少し意識して導入すれば、投資家も投資に対して魅力を感じる事ができ、株主になるインセンティブが強まる可能性もある。結果として、株式投資が積極的になり、本稿の核となる株式市場の活性化に繋がると考えることができる。

## 15 ⑤ 新興市場の可能性

日経平均株価に伸び悩み、株式取引の増加に今一つ変化がない中、今少しずつ注目を浴び始めている新興市場へ目を向けてみるのも一つの株式投資の手だとも考えられる。

新興市場とは、新興企業（ベンチャー企業や中小企業）が多く上場している東京証券取引所の「JASDAQ」や「マザーズ」などの総称として呼ばれる市場だ。新興市場の特徴として新興市場に上場している銘柄は、発展途上にある企業である場合が多いため、今後の高い成長が期待できる。反面では、業績の安定面には不安がある場合も多く、株価の変動が大きくなりやすい傾向にある。また、売買高が少ないなかで大量の買い注文や売り注文が出ることによって、株価変動の方向性が一方的になりやすいとも言える。

25

表 4-6 日本と欧米主要新興取引所の比較

	新規上場企業数	上場企業数	時価総額	売買代金
ジャスダック	7	775	77727	60201
マザーズ	16	225	39760	148946
ナスダック(米)	27	2855	7947544	5462636
AM(英)	20	1016	120400	22622

(野村資本証券市場研究所 「株式市場 主要取引所の株式時価総額推移」をもとに筆者作成)

ここで日本の新興市場取引所と外国の主要新興市場取引所を比較してみると、アメリカに比べて上場企業数、特に時価総額や売買代金は圧倒的な差が開いており、未だ日本の新興市場は未熟なものであることが分かる。しかし、新規上場数を見てみるとジャスダック・マザーズを足したものは、イギリスの AIM よりも多くアメリカにも引けを取らない。その他にも上場企業数、時価総額、売買代金ともにジャスダック・マザーズを足したものは AIM と近接、または超えている。我が国の新興市場はアメリカよりも規模も実績も劣るもの

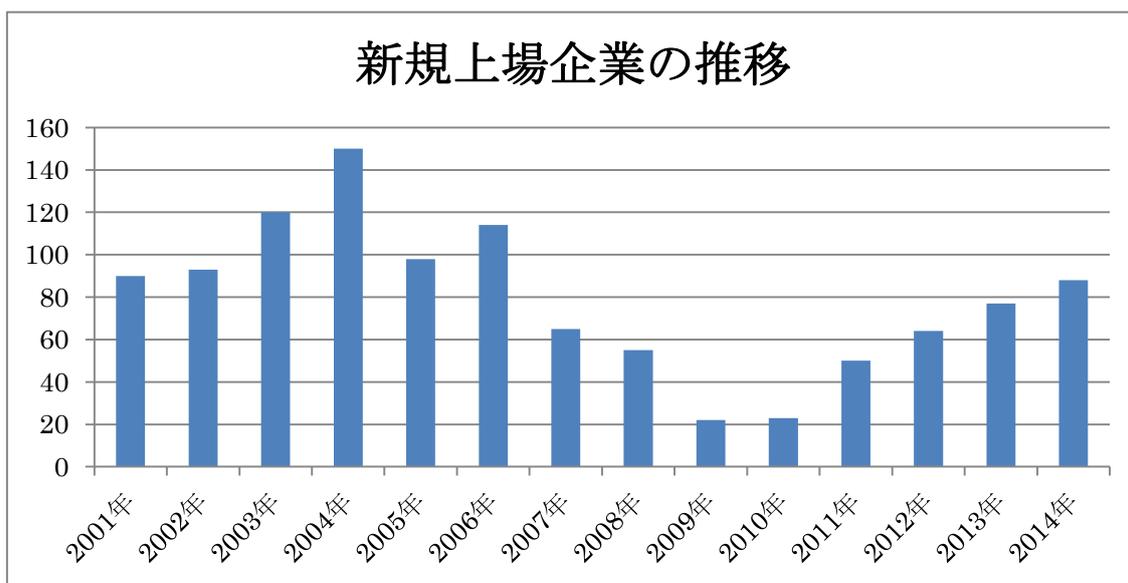
5

の可能性を見出せることはできるのかもしれない。

新興市場は、幅広い投資家に対し、成長可能性の高い企業に投資する機会を提供し、資産運用の選択肢を増やすという役割がある。その中でも、IPO 市場はどのような推移をたどってきたのか、リーマンショック前後から見ていくことにする。IPO とは未上場企業が、新規に株式を証券取引所に上場し、投資家に株式を取得させることを言う。

10

図 4-4 新規上場企業の推移



15

(新規上場制度をめぐる最近の動向) プライムジャパン株式会社 HP より引用)

国内新規上場会社数の推移を見ると、リーマンショックの影響により、2009 年は最低数となっているが、年々増加し、2012 年には、リーマンショック前の水準に回復してきていることがわかる。なぜ回復していったのか、ここ数年の新興市場活性化に向けた取り組みを振り返ってみる。リーマンショック後、IPO 市場が低迷する中で金融戦略の一環として、2010 年に「金融資本市場及び金融産業の活性化等のためのアクションプラン」が公表された。施策として、上場前の企業の新興市場への上場促進や上場審査等の信頼性の回復及び負担軽減等が主に挙げられる。効果は図 4-4 から分かる通り、2010 年から 2011 年にかけて

20

て 22 社から 37 社に上昇している。また、このアクションプランを受けて、東京証券取引所は「マザーズの信頼性向上及び活性化に向けた上場制度の整備」を行った。この整備により 2011 年から 2012 年には、マザーズへの新規上場会社数が大きく増加しているのが見てとれる。また、それを受けて、新興企業のみならず、既存産業の活性化が持続的な経済成長には必要不可欠だという考えに至り、中堅・中小企業の IPO 活性化のためにも、上場制度を整備した。このように、新規上場がしやすい場を設けていくことによって、新規上場が可能となる会社数が右肩上がり増加している。また、新規の企業が上場するには、資金繰りなどの負担も大きいため、2013 年には、新規上場時・後の負担の軽減についての検討が行われ、2014 年には施行された。そのため、2014 年の新規上場会社数は 80 社、2015 年には 98 社にまで上っている。これらは、アベノミクスの効果による企業業績の回復、それに伴って、株式市場が回復してきたという背景がある。実際、市場活性化のための施策は効果を見せていることがわかる。

次に我が国の主要新興市場取引所でもあるジャスダックとマザーズの特徴を見ていきたい。

## ・ジャスダック

日本初の成長・ベンチャー企業（新興企業）向けの市場として 1963 年に創設された。「新しい産業や中堅・中小企業に幅広くエクイティ資金を提供し、成長を支援するとともに、投資家にとって魅力的な投資機会を提供」することを基本理念としている。信頼性、革新性、地域・国際性といった 3 つのコンセプトを掲げる市場で、一定の事業規模と実績を有する成長企業を対象とした「スタンダード」と、特色ある技術やビジネスモデルを有し、より将来の成長可能性に富んだ企業群を対象とした「グロース」という 2 つの異なる内訳区分（市場）を設けている。

## ・マザーズ

大阪証券取引所の当時のナスダック・ジャパン（後のヘラクレス市場→現ジャスダックに統合）に対抗する形で 1999 年 11 月に開設された。市場第一部、第二部とは異なる新興企業向け市場として、資金を必要とする新興企業にその調達の場を広く提供し、また投資家が成長性の高い企業への投資をすることができるような新市場として存在する。上場を希望する企業については、ビジネスモデルや事業などについて「高い成長性」を求め、債

務超過や経常赤字であっても上場を可能にしたり、多くの成長企業にとっての資金調達の間となるために、上場企業に規模や業種などの制限も設けていないことが特徴である。また、一定の条件を満たすとマザーズへの上場継続か市場二部への上場かを選ぶことができるのも成長企業にとっては利点である。

5

表 4-7 新興取引所 上場基準の比較

	新JASDAQ		マザーズ
	スタンダード	グロース	
対象企業	市場を一定の事業規模と実績を有し、事業の拡大が見込まれる企業	特色ある技術やビジネスモデルを有し将来の成長可能性に富んだ企業	近い将来の市場第一部へのステップアップを視野に入れた高い成長が期待される企業
株主数 (上場時見込み)	a. 公募又は売出し株式数が1,000単位又は上場株式数の10%いずれが多い株式数以上 b. 株主数 300人以上		300人以上 (上場時までに500単位以上の公募を行うこと)
流通株式 (上場時見込み)	流通株式時価総額5億円以上		a. 流通株式数 2,000単位以上 b. 流通株式時価総額 5億円以上 c. 流通株式数(比率) 上場株券等の25%以上
時価総額 (上場時見込み)	—	—	10億円以上
事業継続年数	—	—	新規上場申請日から起算して、1年前以前から取締役会を設置して継続的に事業活動をしていること
純資産の額 (上場時見込み)	2億円以上	正	—
利益の額又は時価総額 (利益の額については、連結経常利益金額)	次のa又はbに適合すること a. 最近1年間の利益の額が1億円以上であること b. 時価総額が50億円以上		—
財務諸表	虚偽記載なし、かつ、いずれも適正意見であり、直前期は無限定適正であること		
その他	単元株式数が上場時に100株となる見込みのあること 他		

([http://www.webbankingcollege.com/houjin/corpo/2\\_2.html](http://www.webbankingcollege.com/houjin/corpo/2_2.html) より引用)

10 表 4-7 は、ジャスダックとマザーズの上場基準をまとめたものである。マザーズはステップアップを目的とした成長企業向けの市場であるため、新規企業には「高い成長率」を期待している。ジャスダックはスタンダードとグロースで条件が異なっていることがわかる。

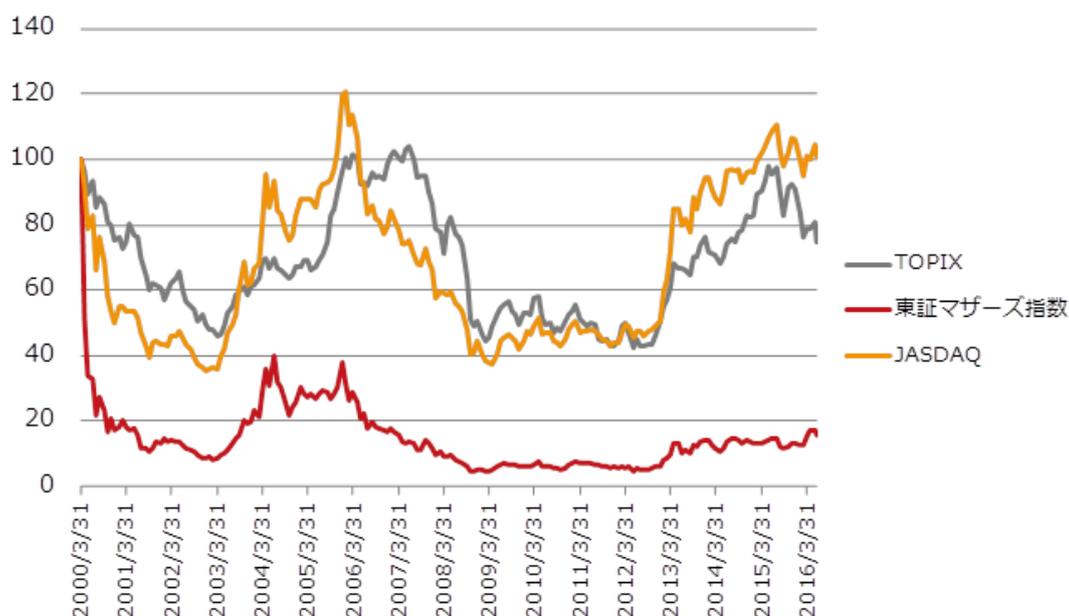
日本企業の株価上昇や長期成長率を担うのは、この新興市場であり上場傾向をさらに強

めていきたいところである。だからといって、あまりにも上場基準が緩ければ、質の悪い企業も対象になってしまうため新興市場に対してはプラスに働かない。また基準を強めてみても企業の上場数が限られていき、証券市場の活性化には繋がらないであろう。新興市場の上場基準にはそれに見合う適度な線引きができるよう調節されねばならないのだ。

- 5 さてここで新興市場の現状を見ていきたい。2016年にはEU離脱やFRBの利上げの予感があり、市場を大きく震わせるニュースが多かった。株式市場にとってマイナス材料のある日が続くと、新興株市場はボラティリティも高く、さぞかし下落したのではないかと考えられた。

10 図4-5 TOPIXと新規市場の株価指数推移

図表1：TOPIXと新興市場の株価指数推移（2000年3月末=100）



(<https://www.longine.jp/abstract?id=2667> より引用)

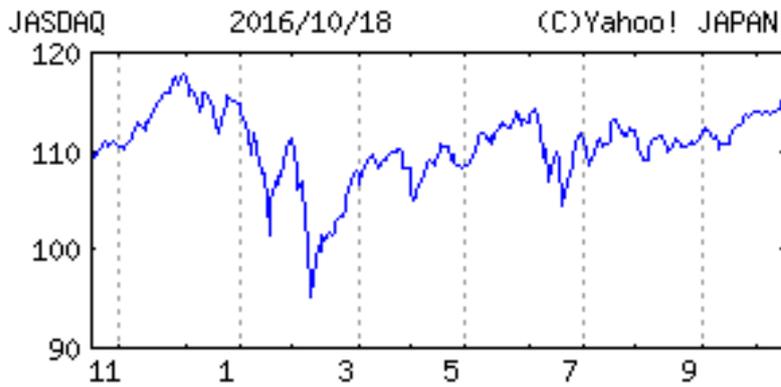
- 15 図4-5より、TOPIXが大きく下落しているものの、東証マザーズやジャスダックといった新興市場はそれほど大きく下落していないことがわかる。通常、株価が下落する際は、新興市場から大きく下落し、株式市場全体が崩れるというパターンが多かった。ところが、今回は株式市場全体から先に崩れている。

- 20 ここでみて分かるように、新興市場の強みは日経平均株価と指標が連動していないところだ。そのため、株式市場が冷え込んでもそれにつられることはない。連動しない理由としては、ジャスダックではジャスダックインデックス、マザーズはマザーズ指数によって

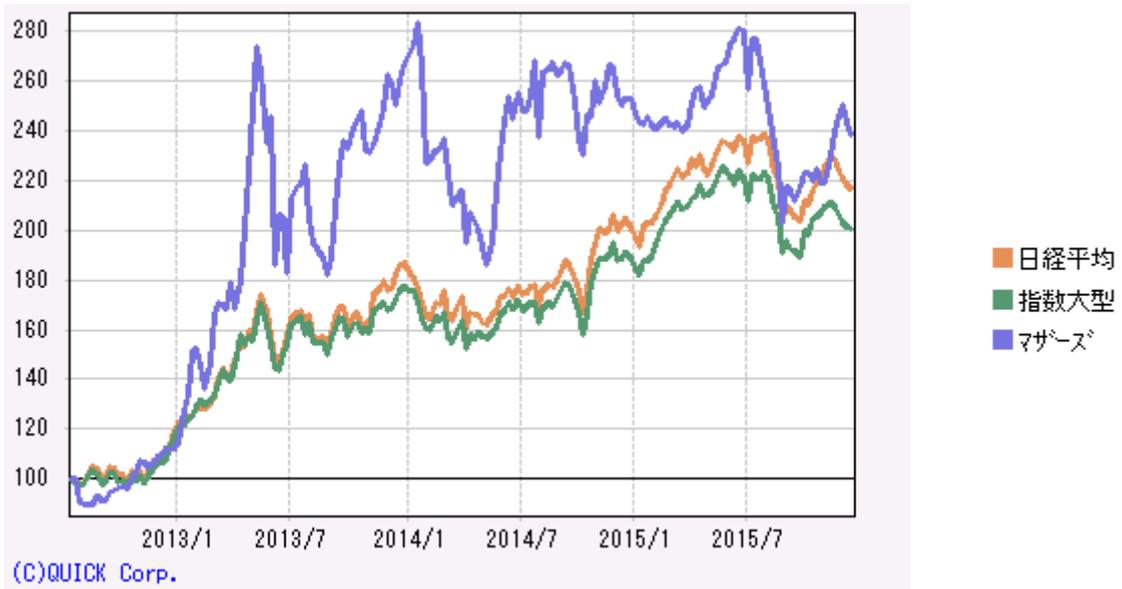
株価が図られているためである。

5

図 4-6 ジャスダックインデックス



10 図 4-7 マザーズ指標



(ジャスダックインデックス

<http://stocks.finance.yahoo.co.jp/stocks/detail/?code=23337.T>

マザーズ指標

15 <http://www.jpx.co.jp/derivatives/products/domestic/mothers-futures/index.html> より引用)

5 ジャスダックインデックスの株価推移を見ていくと、2016年1月から3月の間に100円を切る暴落があったが、現在までは緩やかに右上がり伸びている。マザーズ指標を見ても、マザーズの株価は大きく日経平均株価を常に上回っており、かなり上下しながらも右上がり伸びている。マザーズ指標をみてわかるとおり、株価の動きが激しいものの、新興市場は確実に成長していると言える。

10 やはり新興市場のカギを握るのは、個人の動向ではないだろうか。ジャスダック市場の売買代金に占めるシェアは個人が約6割強と高い一方、海外投資家は約2割前後と低い。つまり、ジャスダック市場では個人投資家の影響力が非常に強く反映される構図となっている。また、外国人投資家の参入比率も少ないため、市場離れのリスクや特定銘柄の買い占めなどによる市場の大きな変動も少ないと考えられる。

15 これらのことからもう一度新興市場を評価してみると、株価の浮き沈みが少なからずあり、新興市場の今までのイメージでもあったハイリスク・ハイリターン印象は確実に消滅したとは言い難いが、着実に市場は成長を続けている。それでいて外国人投資家も少ないことから、慎重に株式の銘柄選びさえすれば、投資家にとってもより選択肢が増えることであろう。新興市場を利用することで、株式の取引量の増加も期待でき、それが全体の株式市場に伝播して市場の活性化にも繋がると考えられる。

20

25

30

35

## 5 第5章 方策

本章ではこれまで見てきた問題点及び課題を踏まえ、最終的に市場を活性化させるための方策を提案していきたい。我々が市場活性化のために第一に必要なと思うことは、投資家の投資活動促進と家計の新規での市場参入である。そのために、本章ではこの2つを狙いとした方策を提案したい。

まず株式投資の体験や資産の運用をしたことのない家計に対して、長期の資産を運用する狙いでNISAとジュニアNISAの恒久化を提案したい。

### ・NISA、ジュニアNISAの恒久化

第2章で投資家にとっての証券市場で少額投資非課税制度のNISAとジュニアNISAについて家計への提案をしたが、双方の恒久化を推進したい。

先述したように、2016年にNISAはいくつか改善された点があり、そのひとつは従来の非課税額が100万円だったが、変更後は120万円までに枠が広がった。しかし、NISAの継続運用期間は現在5年間であり、その期間が終わると特定口座・一般口座（課税口座）で保有することができる。しかし、NISAのみを利用して長期に及び資産を運用する事は出来ないのである。NISAのメリットを考えると、若い世代は投資資金が不足し、運用ができないといった面もNISAを利用することで少額から運用することができるため、投資を始めやすい制度とも言える。またジュニアNISAも同様、家族の管理の下、小さい頃から学費やライフイベントのための費用を貯めておくために、ジュニアNISAの口座を設けても良いかも知れない。また、日本は今デフレの活況下にあり、脱却の出口が未だに不明瞭である。そのような状況下のなかで長期に資産を運用し、将来のための資金を準備しておくメリットもあり、更に若い頃から投資をはじめとする金融リテラシーを学べる機会にも繋がる。また、その後の資産形成の場としても証券市場が選択される可能性は高くなると思われる。さらに、NISAは中途での金銭引き出しが可能であるため、ライフイベントを数多く残し、運用した資産を実際に使用できることが求められる若年世代は、制度面でもNISAの活用が適しているといえる。

しかし、NISA の継続年数は 5 年間といった非常に短い期間であり、非課税期間内での長期投資ができない。よって我々は本章の冒頭に述べたように、NISA 及びジュニア NISA を恒久化ないし継続期間の延長を提案する。提案する根拠としては 2 つある。1 つ目に、NISA での運用をロールオーバーしていれば、非課税のメリットは享受できないが、課税は生じるリスクは無い。このように、NISA を恒久化しロールオーバーに制限が設けられなければ、課税口座へ移管したために実質的には利益が出ていないのに課税されるという不都合を避けることができる。よって短期の運用よりも長期の運用に向いていると言える。2 つ目に、NISA の継続期間が今のところサービス自体が 2023 年までのため、資産形成への取り組みを止めてしまう人が出る可能性や、株とファンドに投資された資金が再び貯蓄へ戻る可能性も考えられる。しかし、NISA が恒久化すれば、資産形成と投資の継続が期待できるため、趣旨に沿うものといえる。また現在の若年世代に対してだけでなく、将来時点での若年世代に対しても投資への第一歩としての制度が存在していることが重要であると思われる。特に若年世代においては、長期の視点での投資を行い、老後の資産形成に充てたいところだ。

次に、NISA を使った更に少額から始められる株式投資を提案したい。ミニ株（単元未満株取引）と呼ばれるもので、少ないところだと 1 株から株式を売買できるため、数千円と少ない額から投資ができる。また、配当金や株主優待も得られるため、投資を始める最初のステップとして非常に魅力的なシステムである。一株あたりの額面価値が低い分、証券会社によっては手数料が高額になってしまう場合がある。その場合は、証券会社によってサービスが異なるため、手数料のない証券会社(SBI 証券やマネックス証券等)を選びながらの運用を推薦する。また、NISA とかけ合わせて運用することが更なるメリットを生む。NISA の非課税額年間 120 万円のなかで運用すれば、その後の値上がり益・配当金を非課税にすることができるのだ。そのため、資金面の問題で投資に積極的でない家計や若年層に対しても、投資に参加しやすい金融商品と言える。

## ・個人型確定拠出年金

長期に渡り家計が資産を運用していくプランで、確定拠出年金の中から派生した個人型確定拠出年金の普及を提案したい。

先述したように、現在の日本では少子高齢化が進み、世界規模で見ても既に超高齢化社会に突入したようだ。それに加えて総務庁の調べでは高齢化率はまだまだ上昇することが見込まれており、世界に先駆けて超高齢社会に突入した我が国においては、2025 年には約 30%、2060 年には約 40%に達すると見られている。そうしたなかで懸念されるのは、年金制度の崩壊だ。2015 年には少子高齢化対策の一環としてマクロ経済スライドが初めて発動

され、年金の給付額が減額されたが、如何せん高齢化層が増え続ける見込みがあるため、大きな希望を抱くことはできない。そこで家計は、自ら自分の未来を確保できるように確定拠出年金、その中でも個人型確定拠出年金を取り上げていく。

5

図 5-1 年金制度における確定拠出年金



(<https://dc.rakuten-sec.co.jp/about/pension/> 楽天証券 HP 「年金制度における確定拠出年金」より引用)

10

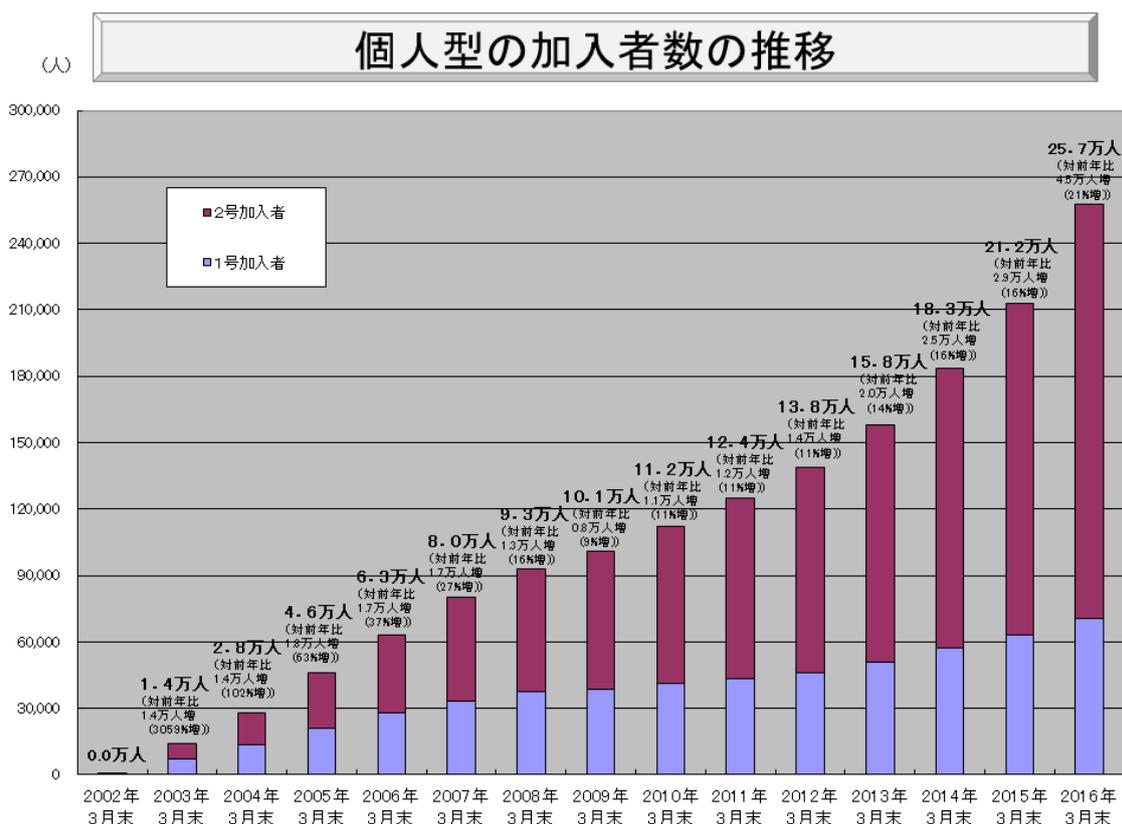
我が国の年金制度を図式化してみると、公的年金として加入が義務付けられている国民年金や厚生年金が基礎となっている。これに加えて、国民年金基金や、確定拠出年金など任意で加入できる私的年金で構成されていることが分かる。公的年金とは、対象者に加入義務がある年金制度であり、社会保険料として加入者から拠出された掛け金は積み立てられ、年金積立金管理運用独立行政法人(GPIF)が運用している。また公的年金は国民保険と厚生年金に分類できる。国民年金は、20歳から60歳までの全国民が被保険者となり、保険料を納付しなければならない。厚生年金は、国民年金の上乗せとして給付を受け取ることができる年金である。この対象者は、民間サラリーマンや公務員などであり、厚生年金とは別に、任意で加入できる年金制度である。公的年金に加え、国民年金基金や確定拠出年金等に加入することができる。

20

個人型確定拠出年金とは老後生活をより豊かなものにするために、国民年金基金連合会が実施している年金制度のことであり、資産長期運用サービス、自営業や企業年金に加入していないサラリーマンの確定拠出年金法に基づいている。自分自身で株式・債券・投資信託等の金融商品を運用しながら毎月の掛け金を積み立てていき、原則60歳以降に受け取る仕組みとなっている。毎月いくら積み立てるのか、どんな金融商品で運用するか、どのように受け取るか、すべて自分自身で決めることができる。

25

図 5-2 個人型確定拠出年金の加入者数の推移



(<http://www.mhlw.go.jp/stf/seisakunitsuite/bunya/nenkin/nenkin/kyoshutsu/kiyakusu.html> 厚生労働省 HP から引用)

10

個人型確定拠出年金の加入者には二通りのタイプがある。日本国内に居住している 20 歳以上 60 歳未満の自営業者とその家族、自由業、学生などが国民年金の第 1 号被保険者であり、60 歳未満の厚生年金保険の被保険者が第 2 号被保険者となっている。図 5-2 を見てみると、第 2 号被保険者が圧倒的に数を伸ばしていることが分かる。家計にとって確実に普及し始めているといえよう。今後も、第 2 号被保険者の加入率にはまだまだ伸びる余地がある

15

表 5-1 個人型確定拠出年金制度のメリット、デメリット

メリット							
・ 毎月の掛け金は全額所得控除							
年金保険料として支払っている金額×税制分が戻ってくる							
掛金の金額は毎月5000円から1000円単位で自由に決めることができる							
節税効果が極めて大きく、節税メリットが高い(必ず受けることができる恩恵)							
・ 年金を受け取る時も控除を受けることができる							
・ 投資信託の分配金等の投資利益が非課税							
・ 自己破産しても財産が残る							
デメリット							
・ 60歳までは解約(現金化)できない							
・ 利用には手数料がかかる							
・ 企業年金がある会社に転職した時に資格を失う							

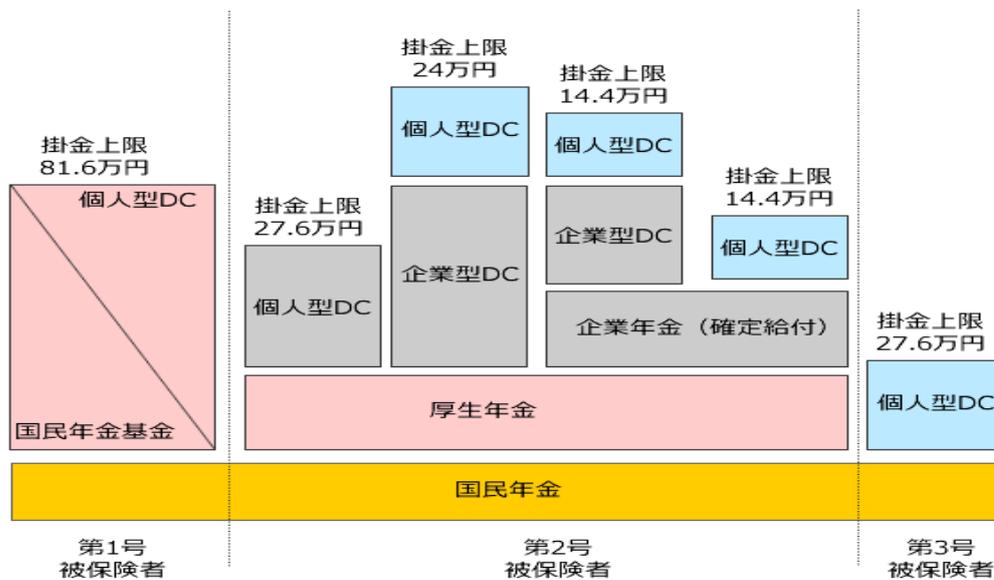
(<http://money-lifehack.com/asset-management/1348> より筆者作成)

10

投資信託による投資利益が非課税なのはとても大きく、年金受け取り時も控除を受けることができるの。そのため、全体的に銀行預金よりも優れているメリットが多いのが特徴である。さらに 2017 年からはこの個人型確定拠出年金の制度が大きく変わり、企業年金のあるサラリーマンや公務員、それに専業主婦にも個人型確定拠出型年金の加入が認められるようになる。結果として、20 歳以上の全ての人が加入対象になっていくのである。

15

図 5-3 個人型確定拠出年金 2017 年加入対象枠の拡大



(<http://money-lifehack.com/insurance/4772> より引用)

- また、ほかの変更点として、今までネックでもあった転職時に資格失効されるという点
- 5 も、確定拠出年金の残高を企業年金に移すことができるようになり、新たな拠出も可能になった。このように転職や就職で年金の持ち運びがより容易になったことも、より個人型確定拠出年金を魅力的に感じさせる点だ。この変更点により、加入資格が成人している国民全員となり、転職・就職時の規制が取り払われた今、この制度は証券市場の活性化と家計の長期資産運用を誘発させるものとして役割を担っていくと考えられる。これを機に、
- 10 加入者は金融商品の選択を通して、株式や投資信託等の金融商品に対するリテラシーを身に付けていくことで、投資を始めるきっかけとしての手立てにもなるのではないかと考えられる。

## ・ DRIP

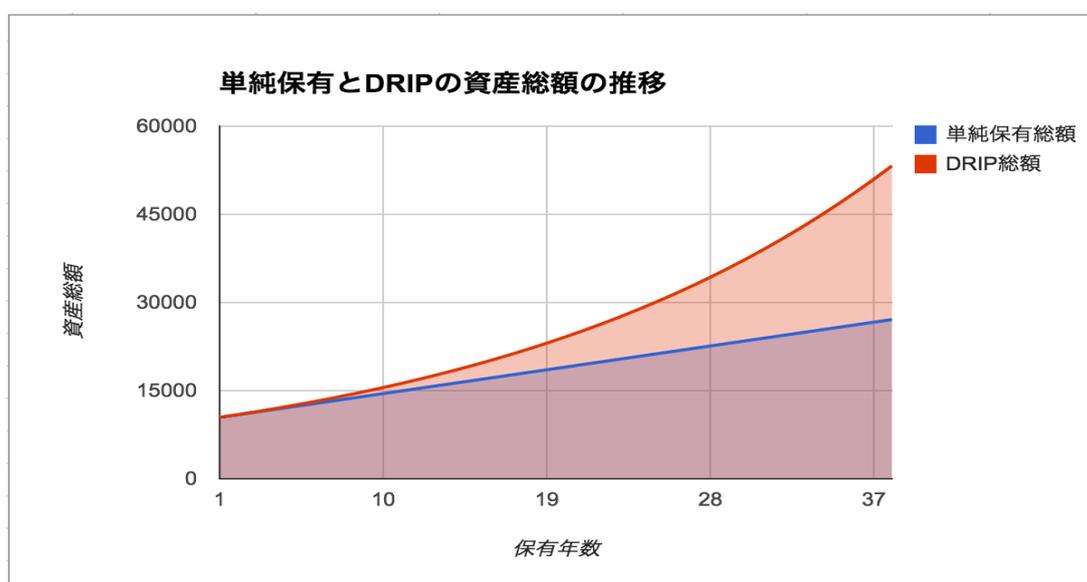
15

- 投資家が長期に及ぶ投資をするためには、株式を所謂「塩漬け」し、何年も眠らせておく方法もあるが、それだと投資効率も悪く、証券市場の活性化にはつながりにくい手段だ。確かに最近では、目覚ましい株価の上昇もない。株価が上がるまで待つのも一つの手段だが、それよりも株を再投資し続けたほうが、投資家にとっても待つ以上に利益の出る可能性も見込め、売買が行われれば市場も活発になるだろう。そこで、米国の証券会社で行われている株式・ETFの配当金の自動再投資システム「DRIP」の導入を提案したい。このサービスを利用すれば、株式・ETFも配当金を無料で再投資することができ、これにより手
- 20 動で再投資しなければいけない手間も省けるため、配当金と再投資額の調整もする必要が

なくなる。つまり、個人投資家にとって大変便利な制度なのである。投資信託の場合、再投資型というものがある。長期に渡り運用したい投資家にとって魅力的な制度だが、株式の場合にはこのような再投資制度はなく、一度得た分配金を再び自ら投資し直さなければならないのである。その株式の補助をするシステムが DRIP なのだ。また、メリットとしては、DRIP で自動的に買った株に対しても配当金が支払われていくため、複利で資金が増えていくことが挙げられる。

10

図 5-4 単純保有と DRIP の資産総額の推移



15 (<http://tono-n-chi.com/blog/2014/12/drip-compound-interest/> より引用)

このように株式を単純保有させておくだけの運用と、DRIP を用いて再投資しつづけ運用したグラフを見てみると、順調に運用が行われた場合、およそ 2 倍の違いがあるとも試算されている。しかし、日本では TOYOTA のような ADR(米国預託証券)等にしか対応していません。日本では未対応に近いのが現状である。そこで日本にも DRIP の形を組み込むために、最近注目を浴び始めているラップ口座のサービスに付け加える形での導入が望ましいと考える。ラップ口座では、自己資産をプロに任せて運用してもらうことができ、年に数回行われる売買や投資内容の見直しを実施している。ラップ口座の場合、配当金という形で投資家は利益を得ることができるが、そこに DRIP のような再投資もできるという選択

20

も取り入れれば、さらに資産運用の選択肢を増やす手段ともなり得る。DRIP を使うならいっそ米国証券を購入し、利得を得たほうが良いとの考え方もできるが、今回はあくまで我が国の証券市場の活性化ないし個人投資家に魅力的な方策の提案のため、日本で普及している既存の投資制度に組み込んで考えていった。

5 以上が証券市場の活性化、及び投資家に向けた方策の提案である。

10

## おわりに

15 本論では、証券市場が活性化するための方策、いわゆる金融庁の掲げた「貯蓄から投資へ」というスローガンが歩みを始めるための企業・投資家のための方策を提案した。投資家が今より意欲的に投資を続け、家計が NISA や確定拠出年金を通じて投資活動始める。よって、膨大な預金・現金が株式市場に流れ込めば、企業の資金調達に結びつき、証券市場がより良いパフォーマンスを発揮できるだろう。それが証券市場の活性化につながるだけでなく、日本全体を活性化させることに繋がることは言うまでもない。

20 アベノミクスの金融政策による市場への関心の高まりや、NISA 等の新規投資家を増やすための投資制度も普及し始め、金融投資にかかわることなく生活していくことは難しいと考える。また、本論でも触れたが国内の年金制度は少子高齢化によって将来不安定なものになりつつあり、さらに終身雇用制度の崩壊により、労働所得が保証されない状況なのだ。

25 つまりは、株式投資をはじめとする金融投資は単に資金調達目的ではなくなり、個人の生活に深く関わってくる存在になりつつあるのだ。

我々は投資家の増加こそが、証券市場を活性化させるための第一歩だと考える。最近では、株式や投資信託等の金融商品も店頭販売などではなく、インターネットでの購入が容易にできるようになってきた。更に NISA や確定拠出年金などの少額から始めることのできる投資制度も普及し始め、一層投資活動に寛容な環境が作られ始めている。こうした環境を家計により知ってもらうことが大事であり、将来を考えたうえでの長期に渡る資産運用の重要さに気づいてもらうためにも、国全体で意識を高めるべきである。将来が見えない時代だからこそ、証券をはじめとする金融商品の利用こそが、個人の安全を確保する役割を担っているのかもしれない。

30

今回我々が提案した幾つかの見解や方策は、飽くまで証券市場を活性化させるための一端でしかない。それでも個人投資家の意欲的な投資活動の促進や、家計の新規投資活動のための一助に繋がることを願うばかりだ。今後も日本の証券市場を活性化させ、日本経済の活性化を実現させていくためには多様な手段や方法を考え、環境の変化に柔軟に対応しながら、国民一人ひとりが意識を高める必要があると考える。

10

## 参考文献

- 15 ・日本証券業協会 「図説日本の証券市場 2016年版」 2016年
- ・日本証券経済研究所 証研レポート No.1698 2016年
- ・公益財団法人資本市場研究会 「月刊 資本市場」 No.323, 343, 373
- 20 ・有斐閣ブックス 「証券論」 2014年
- ・中央経済社 「IPO 市場の価格形成」 2014年
- 25 ・日本証券経済研究所 「図説 アメリカの証券市場 2016年版」 2016年
- ・鳳佳世子 「証券取引所の現状と課題」『国立国会図書館』No.60342  
2007年  
<http://www.ndl.go.jp/jp/diet/publication/issue/0603.pdf>
- 30 ・日本証券業協会 新興市場のあり方を考える委員会報告書 ～新興市場の機能と信頼の回復に向けて～
- ・埼玉大学 経済学部 教授 相沢幸悦 「資本主義の精神と証券市場の役割」

- ・ 日本証券業協会 「株式会社制度と証券市場のしくみ」
- ・ 株式会社東京証券取引所 「コーポレートガバナンス・コード」 2015年6月1日

5

## 参考WEBサイト

- ・ 金融庁 <http://www.fsa.go.jp/>
- 10 ・ 日本取引所グループ 上場会社資金調達額  
<http://www.jpx.co.jp/markets/statistics-equities/misc/06.html>
- ・ ガバージニュース 日米資産構成比較  
<http://www.garbagenews.net/archives/2067203.html>
- 15 ・ 日興アセットマネジメント NISA の仕組み  
<http://www.nikkoam.com/fund-academy/isa>
- ・ ドル使いの海外投資 DRIP の仕組み
- 20 <http://useusd.com/drip/>
- ・ 厚生労働省 確定拠出年金・個人型確定拠出年金  
<http://www.mhlw.go.jp/stf/seisakunitsuite/bunya/nenkin/nenkin/kyoshutsu/>
- 25 ・ 日本証券取引所 コーポレートガバナンス  
<http://www.jpx.co.jp/equities/listing/cg/tvdivq0000008jdy-att/code.pdf>
- ・ 大和総研 経済の広場 これならわかる経済の仕組み 第29回 証券市場の役割  
[http://www.dir.co.jp/research/report/place/mechanism/20130919\\_007696.html](http://www.dir.co.jp/research/report/place/mechanism/20130919_007696.html)
- 30 ・ 大和総研 金融資本市場 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)

- ・ SMBC フレンド証券 国内株式市場見通し  
<http://www.smbc-friend.co.jp/market/report/domestic/>
  
- 5 ・ 京都大学大学院経営管理研究部 川北 英隆 日本の株式市場の現状と問題点  
<http://www.fsa.go.jp/frtc/kenkyu/20110901.pdf>
  
- ・ 個人投資家の重視するネット取引のポイントと現状  
<http://www.fmr-d-kizuna.com/index.html/netinvestor20110906.pdf>
  
- 10 ・ IPO 支援室 公認会計士 赤木 啓輔 2015 年 IPO 市場の動向  
<https://www2.deloitte.com/jp/ja/pages/get-connected/pub/atc/201603/kaikeijyoho-201603-03.html>
  
- 15 ・ 経済産業省 「アクションプラン 2015」について  
[http://www.meti.go.jp/committee/kenkyukai/shoujo/jisedai\\_healthcare/pdf/004\\_03\\_00.pdf](http://www.meti.go.jp/committee/kenkyukai/shoujo/jisedai_healthcare/pdf/004_03_00.pdf)
  
- ・ 野村証券株式会社 株式市場/IPO 市場の動向等について  
20 [http://www.mof.go.jp/about\\_mof/councils/fiscal\\_system\\_council/sub-of\\_national\\_property/proceedings\\_np/material/zaisana260424h.pdf](http://www.mof.go.jp/about_mof/councils/fiscal_system_council/sub-of_national_property/proceedings_np/material/zaisana260424h.pdf)
  
- ・ プライムジャパン株式会社 新規上場制度をめぐる最近の動向  
<http://www.primejapan.co.jp/news/newscontents.php?id=99&cid=33>
  
- 25 ・ 日本インタビュー新聞社 企業 IR の現状と問題点  
<http://www.media-ir.com/press/ir/>
  
- ・ Deloitte 新興国市場における成長戦略と今後の展望  
30 <http://www2.deloitte.com/content/dam/Deloitte/jp/Documents/strategy/cbs/jp-cbs-mail-magazine-next-archives13.pdf>
  
- ・ 新興市場の現状と日本企業の今後の展望  
<http://sun-forest.jp>
  
- 35

・野村総合研究所 コーポレートガバナンス・コード（案）の意義と課題

[http://fis.nri.co.jp/ja-JP/publication/kinyu\\_itf/backnumber/2015/02/201502\\_4.html](http://fis.nri.co.jp/ja-JP/publication/kinyu_itf/backnumber/2015/02/201502_4.html)

・日本電子計算株式会社 ネット証券と個人投資家のネット利用

5 <https://www.jip.co.jp/report/detail.php?report=00171>

・日本の個人投資家の現状！日本人の金融資産はほとんど銀行預金！

<http://englishrule.com/10/33/000106.html>

10 ・東京大学大学院法学政治学研究科

日本における証券化の特徴、意義・必要性—低迷の背景、活性化のための方策

<http://www.pp.u-tokyo.ac.jp/CMPP/2012-09-18/documents/CMPP20120918-ono.pdf>