

国内証券市場を活性化するためには
一国内証券市場の現状・課題に基づ
く、証券市場に関わる各プレイヤー
5 に対する提言一

10

15

明治大学 第一テーマ 勝ゼミナール

目次

序章

第 1 章 証券市場の概要

- 5 第 1 節 証券、証券市場とは
- 第 2 節 証券市場の歴史
- 第 3 節 証券発行市場と証券流通市場とは

第 2 章 証券流通市場の概要

- 第 1 節 証券流通市場の構成要素
- 10 第 2 節 証券流通市場の役割
- 第 3 節 証券流通市場における証券取引所の現状と課題

第 3 章 証券流通市場における構成要素の現状

- 第 1 節 投資家の現状
- 第 2 節 企業の現状
- 15 第 3 節 証券会社の現状

第 4 章 証券流通市場における構成要素の課題

- 第 1 節 投資家の課題
- 第 2 節 企業の課題
- 第 3 節 証券会社の課題

20 第 5 章 証券流通市場の活性化に向けた提案

- 第 1 節 投資家に対する提案
- 第 2 節 企業に対する提案
- 第 3 節 発見会社に対する提案

終章

25 参考文献

序章

日本ではバブル経済崩壊後、「失われた 20 年」と呼ばれる経済停滞期が続いた。こうした中、政府は、金融ビッグバンという大規模な金融制度改革を行った。さらに 2000 年代初頭には「貯蓄から投資へ」のスローガンの下、多くの投資家が参入することができるような市場づくりが目指された。しかし、2008 年のリーマンショックでは金融市場が混乱に陥り、日本経済も打撃を受けた。預貯金が証券投資に流れることはなかった。日本の金融資産額は 1700 兆円を超えているにも関わらず、家計の貯蓄の比率は改善されておらず、スローガンは達成されているとはいえない。現在、第 2 次安倍政権のもと、デフレ脱却、経済回復に向けて様々な経済政策が行われている。証券市場とは、企業の経営を持続するのに不可欠な資金調達場である。金融のグローバル化や国際金融システムの改革が進展している現在、証券市場や産業としての証券業、金融商品取引業の国際競争力の強化は経済成長の発展にとって重要な課題であるといえるだろう。つまり、日本の証券市場を活性化させることは、日本経済の発展に大きく関わるだろう。こうしたことを踏まえて、本稿では、日本の証券市場の活性化のために、国内証券市場の現状・課題を分析し、そのうえで活性化に向けた提案を行う。第 1 章では、証券や証券市場の概要について述べていく。第 2 章では、第 1 章で述べた証券流通市場について私たちが考える証券流通市場の役割と構成要員（プレーヤー）について述べていく。第 3 章からは、証券流通市場における構成要員である投資家、企業、証券会社の各主体の現状について述べ、現状を分析した上で第 4 章にて課題を述べる。第 5 章では課題を踏まえた上で私たちの考える証券流通市場の活性化に向けた各主体への提案を行う。

25 第 1 章 証券市場の概要

まず、証券市場の機能・役割を明確にしておきたい。本章では、第 1 節で証券、証券市場について、第 2 節で証券市場の歴史、第 3 節で証券発行市場と証券流通市場について概観する。

第1節 証券、証券市場とは

証券とは、財産法上の権利・義務について記載した文書のことを指す。株券や債券といった「有価証券」と借用証や預金証書といった「証拠証券」の二つに分類される。

「有価証券」とは、司法上の財産権を表示した証券で、その権利の移転または行使に証券を必要とするもの。具体的には手形・小切手・株券・債券・商品券などを指す。有価証券は、貨幣証券、物価証券、資本証券の大きく3つに分けられる。「貨幣証券」とは、一定の期限後もしくは随時に一定額の金額の支払いを請求することのできる金銭債権を表象する有価証券のことを指し、投資に伴う諸権利証券のこと。具体的には為替手形・小切手などがある。一般に代替性があり、一定の単位に分類ができ、譲渡性も高いという特徴をもつ。二つ目の「物価証券」とは、船荷証券、倉荷証券などの財貨請求権証券のこと。3つ目の「資本証券」は株券、債券といった貨幣請求権証券のこと。一般的に有価証券といえば、資本証券を指していることが多い。

一方の「証拠証券」とは、一定の事実を単に証明する証書のことである。具体的に預金証書、借用書、受領書を指す。それ自体に価値を有さないが、財産の証拠となる証券のことである。

【図表1】 証券の分類

イ)有価証券

- 貨幣証券（具体例・為替手形、小切手）
- 物価証券（具体例・船荷証券、倉荷証券）
- 資本証券（具体例・株券、債券）

ロ)証拠証券（具体例・預金証書、借用書、受領書）

〈出典〉日本証券経済研究所（2016）『図説 日本の証券市場 2016年版』2 ぺ

25

5 金融市場は、広義には金融取引が行われ、資金の需要と供給が調節される市場のことだ。資金余剰主体から資金不足主体へと資金を循環させる役割を持つ。広義の金融市場では、「短期金融市場」と「長期金融市場」の二つに分類される。短期金融市場は満期一年以内の短期信用を扱う市場のことであり、参加者は日々の流動性ポジションの調整を行う。短期金融市場はインターバンク市場とオープン市場で構成されている。

10 一方、長期金融市場は新規の資本投下のための資金調達が対象となるので資本市場とも呼ばれる。機関による区分は恣意的なもので、一年を超える金融商品でも早期の解約ができるもの、満期一年以内の商品でも継続して借り換えができるものなどがあるので、期間で測ることができないという特徴がある。長期金融市場は株式市場と債券市場で構成される。

15 金融市場のなかで、資金の取引が有価証券で行われて価格が形成する場を証券市場と言う。証券市場は、有価証券が発行されて投資家に取得されるまでの過程、および投資家が相互間で有価証券が流通する過程を総括したものだ。また、ここで扱われる有価証券は、元来は資本として利用されるものではなく、収益を生み出す資本として価値が計算される債券や株式といった架空資本の証券を意味する。

20 有価証券の発行が行われる「発行市場」とそれらの売買が行われる「流通市場」の二つに分類される。発行市場と流通市場によって証券市場は円滑に行われている。

25 第2節 証券市場の歴史

30 日本証券市場の始まりは、証券発行市場という観点ではロンドンにて9%利付外国国債が発行された1870年に遡る。流通市場の誕生の観点では東京と大阪に株式が設立された1878年だ。したがって、日本に証券市場が誕生してから約140年の歴史がある。開業当初の取引所は、旧公債や新公債とい

った公債取引の場だった。その後、取引所株、銀行株が上場されるが売買の大部分が公債の時代が続いた。企業勃興期を迎え、株式売買が活発化していった。

5 また戦前期には、株式市場が投機的かつ戦時統制によって複数あった取引所が日本証券取引所の一つに統合された。戦後の4年間、流通市場の取引所の立会は停止されていたが、証券取引は実行されていた。戦後復興を終え、日本は第一次高度経済成長時代を迎えた。新たなシステム・証券投資信託制度が1951年に創設されて株式市場の存在は大きくなった。また経済規模の拡大や取引所の拡大を盛行した。1960年代証券恐慌を迎え、証券会社は経営が困難になり、株価は下落した。しかしその一方で、証券業界の再編や証券市場の国際化・資本取引の自由化への契機となった。

15 1970年代、ニクソンショック、変動相場制の導入、第一次石油ショックと日本経済を揺るがす出来事が相次いで起こった。それらの出来事は金融市場と資本市場が自由化をもたらした。1985年大口預金金利の自由化が行われたことによって、預金金利の自由化が進んだ。また同年の「プラザ合意」は証券投資が積極化を進めるものだった。

20 債券先物取引、株価指数先物取引、株価指数オプション取引といった新取引手法が導入され、日本市場は現物・先物・オプション取引を完備する市場へと変化した。バブル経済の崩壊は証券不祥事、不要債券処理問題を具現化し、金融業界は約10年間不要債券処理に追われた。金融ビッグバンでは各取引所間の市場間競争が本格化し、2008年リーマンショックで世界的金融危機になり、世界経済は不況に陥り、今でもその爪痕は大きく残っている。

25 近年、日本の証券市場は構造変化が起きている。従来、京都、新潟、神戸、広島にも地方証券取引所があったが廃止され、現在では地方証券取引所は名古屋、福岡、札幌の3つある。かかる状況で2013年には東京証券取引所と大阪証券取引所が経営統合され、日本取引所が誕生した。統合の目的は、国際競争力の低下を抑え、流動性の向上をはかることだ。大手証券中心に資産管理型営業への転換を進めている。

30 第3節 証券発行市場と証券流通市場と

発行市場はプライマリーマーケット（一次市場）とも呼ばれる。企業・国・地方公共団体などによって新規で発行される株式や債券などの有価証券を投資家が購入する市場のことを言う。当事者間の相対での取引であり、取引所のような具体的な市場のない抽象的な市場のことを指す。発行体にとって資金調達

5 の重要な場であるとともに、投資家にとっては新たに資金調達を行う場になっている。

企業は新株を発行することで、設備投資資金などの長期の事業資金を調達する。一般に発行市場は、資金調達が目的で、新規発行の有価証券が発行者から直接もしくは仲介者（引受会社）を介して投資家に第一次取得される。

10 これに対して、流通市場はセカンダリーマーケットとも呼ばれ、すでに発行された有価証券が投資家間で流通・売買される市場のことである。抽象的な発行市場に対し、流通市場は取引所という物理的な市場が存在する。証券市場はこの二つの市場が機能することで、価格が正常に形成され、取引が円滑になされる。

15

2章 証券流通市場の概要

1. 証券流通市場の構成要素

証券流通市場は、証券取引に関わる構成要素が綿密に関わり合うことによって形成されている。すなわち、証券流通市場を活性化させるためには、証券取引に関連する各構成要素に対して効率的で、十分なサポートを施し利害関係を理解したうえで積極的に証券取引に参加することが求められる。以下の文では構成要素を3

20 つに分類したうえでそれぞれの特徴について論じていく。

1. 投資家

25 投資家は自らが保有する資産を企業が発行する株式へと投資を行うことによってその投資先企業の出資者・株主となり、その企業に対して持ち株数に応じた3つの権利を行使することができる。

1 つ目は株主総会での議決権等、会社の経営に参加する権利である。株主は会社の経営方針等を決める株主総会に出席して、決議に参加することが可能となる。株

30 主総会における決議は、多数決によって行われるが、その投票数は、基本的に持

ち株数に比例する。したがって、より多くの株式を持つ株主ほど会社の経営に大きな影響力を得ることになる。

2つ目は、配当金等の利益分配を受け取る権利である。配当とは会社があげた利益の分配のことであり、株主は持ち株数に応じて配当を受けることができる。通常
5 の場合、配当金等の利益の分配は年1回または2回行われる。配当金の額は会社の利益によって決定し、会社が多くの利益を上げた場合には、配当が増えることもある。しかし、逆に利益が上がらなかった場合には、配当を減らされたり、見送られたりする場合もある。

3つ目は、会社の解散等の際に、残った会社の資産を分配して受け取る権利である。
10 会社が解散した場合には、その会社の資産は売却されるなどして債権者の返済資金に充てられる。債権者へ優先的に返済が済んだのちにさらに財産が残った場合には株主はその残余財産について持ち株数に応じて分配を受けることができる。

また株主権には権利行使の結果が個人の利益のみに関係する自益権と、権利行使の結果が株主全体の利害に影響する共益権がある。さらに共益権は1株の株主でも行使できる単独株主権と、一定割合以上の株式数を持つ株主でなければ行使できない少数株主権に分けられる。

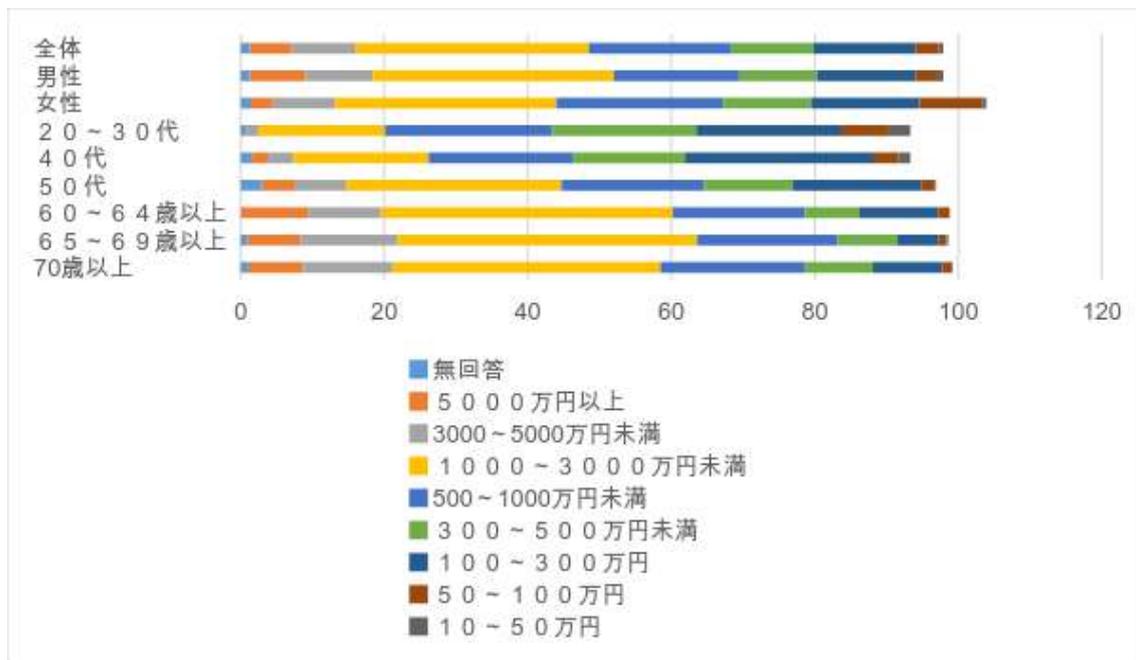
以上のことから投資家の投資目的や運用手段は多種多様であり、それらの違いによって「個人投資家」と「機関投資家」に分類することができる。以下の文ではそれ
20 ぞれの投資家の特徴と投資動向について論じる。

(1)–1 個人投資家

まず初めに、個人投資家について論じる。個人投資家について明確な定義はないが、本稿では、会社員や、公務員、自営業者、企業経営者、主婦、退職者、デイトレーダーなど会の資金だけでなく、個人の資金で投資活動を行う人の総称と定義づ
25 けることにする。

平成28年度に発表された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によると、個人投資家の過半数が(56%)は60歳以上のシニア層であり、またその年収は、300万円未満が49%と最も多く約七割が(73%)が年収500万

円未満と比較的個人投資家は、高齢で低所得者であるといえる。また、証券保有額は「100万円～300万円未満」が多く、保有額の75%が1000万円未満である。



出典：日本証券業協会 平成28年度 個人投資家の意識調査より

5

個人投資家の証券保有状況は、株式が最も多く、続いて投資信託、公社債となり、保有株式の種類で一番多かったのが、国内上場国内株で、投資信託で最も多かったのが株式投資信託であることから日本の個人投資家は比較的ローリスク、ローリターンの株を保有する安全志向の傾向にあることがうかがえる。株式の保有期間は5年未満の割合が5割を超え、長期の株式保有は行わないことがわかる。

10

2017年に発表された野村個人投資家サーベイのよると、(図参照)保有したいと思う銘柄・注目していきたいと思う銘柄で多かったのは、トヨタ自動車、ソフトバンクグループ、イオン、日産自動車(以下図参考)と上場企業の中でも特になじみのある企業を選択しているとうかがえる。したがって、個人投資家は株式を買う際に参考になっているのは、マクロ経済的な概念で株を買うのではなく、国内情勢や、人気企業で株を買うのが大半であることがうかがえる。

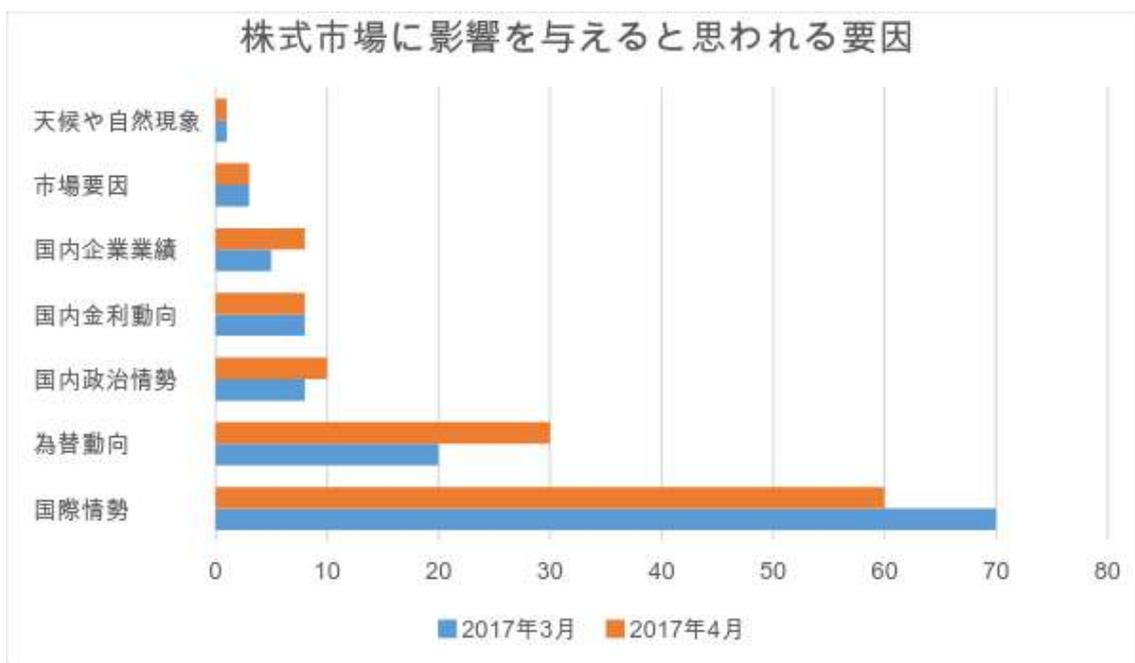
15

コード 社名

回答数

7203	トヨタ自動車	83
4502	武田薬品工業	29
8411	みずほフィナンシャルグループ	22
9984	ソフトバンクグループ	21
8053	三菱商事	20
9202	ANAホールディングス	20
8306	三菱UFJフィナンシャルグループ	19
8267	イオン	17
6758	ソニー	11
7201	日産自動車	11
2702	日本マクドナルド	10
5401	新日鐵住金	10
6501	日立製作所	10
9432	日本電信電話	10
4452	花王	9
4661	オリエンタルランド	9

(注)有効回答とは、全回答から「特になし」や明らかに誤記とみられる回答をとり除いた



出典：ノムラ個人投資家サーベイ2017年より

5

(1)－2 機関投資家

次に機関投資家について論じる。機関投資家とは、個人投資家とは異なり、資産の運用主体が個人ではなく、投資信託、年金基金、保険会社、銀行、証券会社、投資ファンドといった法人の投資家の総称である。

5 一般的に機関投資家は、短期間で株式を売買しないのが通常である。優良企業の株を慎重に審査・選定したうえで買いの判断を下し、長期的な企業の成長や、経済の状況を念頭に入れながら株を運用し、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スタンスをとるのが特徴的である。また下降トレンドになれば、機関投資家の大量の売り出しが出る場合もある。そういった機関投資家の動きは、出来高を確認するとよくあらわれるため、個人投資家は出来高を参考にす
10 ることで機関投資家の売買のタイミングを計ることが可能となる。

機関投資家と呼ばれるグループをいくつか挙げると、「投資顧問会社」、「生命保険会社」、「損害保険会社」、「信託銀行」、「投資信託会社」、「年金基金」などが主なものである。生命保険会社や損害保険会社であれば加入者の保険料収入であり、投資信託会社であれば、投資信託を購入した人たちの提供した資金が元手になる。
15 機関投資家は大量の資金をまとめて運用するため、市場に与える影響はことさら大きい。

機関投資家は、第三者から資金提供を受けてその資金の運用・管理を行うことを目的として証券投資を行っている。そのため、自己責任で自らの資金を運用・管理する個人投資家とは異なり、自己の責任のみならず、資金提供者である第3者
20 に対しても一定の責任を負う必要がある。つまり、個人投資家とは証券投資に対する着眼点・動向が根本的に異なっているといえる。また機関投資家は、各投資分野の専門家が各々役割分担し、専門的に分析・調査を行っているため、個人投資家と比較してみるとその優位性は明白であり、情報収集から意思決定に至るまで機関投資家のほうが効率的かつ合理的に行っていることが理解できる。

25 2. 企業

先述したとおり、証券市場は、資金不足主体である企業が証券を発行し、資金調達を行う証券発行市場と複数の投資家によって形成されている。そのため、資金不足主体である企業が資金調達を行うために証券市場を活用することが前提となる。

また企業が活発に商品やサービスの生産・販売を行い、利益の最大化を図り、投資家に還元することで企業価値として株価に反映される。したがって、証券市場の
30

構成要素の中でも企業は特に重要視されていると言えよう。なお、本稿で論じている企業の定義は、株式会社を想定し、「証券市場で資金調達を行い、商品やサービスの生産・販売等多様な活動を通じて利益最大化を図り、株主や従業員等に還元する経済主体」と定義する。

5 3. 証券会社

証券会社の構成要素として考えるうえで、証券発行市場、流通市場とともに密接に関係し、直接的に金融の担い手として、企業への資金調達、投資家の資産運用の両方において橋渡しを行う証券会社も証券流通市場の重要な構成要素といえる。以下の文では証券会社の主な活動・役割について論じていく。

10 1 つ目は、委託売買業務である(ブローカー)。委託売買業務とは、投資家(顧客)から委託を受けて、有価証券(株式や債券)の売買を行う業務のことでブローカー業務とも呼ばれる。主に流通市場に関わる業務である。証券取引所で取引できるのは、正社員の資格を持った証券会社のみである。一般の投資家は、証券会社に取引を取り次いでもらうことにより、株式を売買している。売買銘柄、売買の時期、
15 数量などを決定するのは投資家の仕事である。証券会社は、投資家の注文を仲介するだけであり、その銘柄の値上がりや値下がりの結果生じる責任は、すべて投資家が担うことになる。

2 つ目は、自己売買業務(ディーラー)である。自己売買業務とは、証券会社が、自己の資金で、自己の利益のために、有価証券を売買する業務のことで、ディーラー
20 業務とも呼ばれ主に流通市場に関わる業務である。

3 つ目は引受業務(アンダーライター)業務である。引受業務とは、企業や株式が債権を発行する場合に、発行会社に代わって有価証券を引き受ける業務のことで、アンダーライター業務とも呼ばれ、主に発行市場に関わる業務である。証券会社は、新株式や新債権をいったん買い取り、広く投資家へ販売する。しかし、引き受けた
25 後にすべて売り切ることができなければ、証券会社が引き取る必要がある。

また、引受インジケート団とは、発行金額が大きくなると 1 つの証券会社が引き受けるのは困難であるため、いくつかの金融機関や証券会社が集って、共同で引き受けを行う団体のことを言う。引受インジケート団は、主に銀行が中心となって結成し、国債、地方債などの公共債を引き受ける。

4 つ目は募集・売り出し業務である。募集・売り出し業務とは、新規公開に関わる有価証券の募集及び売り出しの取り扱いを行う業務のことである。主に発行業務に関わる業務である。募集・売り出し業務では、証券会社は発行会社からの委託を受けて販売するのみである。引受業務と異なり、売れ残っても引き取りを行わないため、証券会社がリスクを負うことはない。

その他にも証券会社は保護預かり業務、累積投資業務、投資顧問業務、代理事務業務、公共債担保貸付、金地金の販売、CD/CP の流通の取り扱い、海外のCD/CP の販売業務など様々な業務を行っている。

10 2. 証券流通市場の役割

(1) 証券市場の経済的機能

資本主義が発展していくうえで、証券市場、とりわけ株式市場というのはこれまでの歴史を振り返ってみても重要な役割を果たしてきた。世界で最初の株式会社は、1602年にオランダで誕生した東インド会社といわれているが、いわゆる近代的な株式会社が誕生したのは19世紀に入ってからのことである。それは、資本主義経済が発展していくにつれて、企業の資本規模が巨大化していったという理由にほかならない。一例をあげると、鉄道建設においては、個人の資金力ではとうてい必要とされる資本を確保することが困難となり、少数の大口投資家が投資リスクを負うのは、あまりにも巨額となってしまったからである。

株式資本というのは、広く、浅く、大量に集められた資金が企業の自己資本として固定されたものである。つまり、株式発行によって調達された資金は、「他人資本」であるにもかかわらず、株式会社に自己資本として固定され、返済する必要性はない。他人から「借りた」資金は、返済しなければならないという経済の常識を根本から覆したのが株式会社における資本なのだ。この価値観の転換によって、資本主義が大きく発展したのである。したがって、会社の株式を購入した投資家というのは、株式会社に対する債権者ではなく、出資者、すなわち会社の「所有者」の一人となり、会社経営に関与する権利を有している。株主は、株主総会を開催して、会社の経営方針を決定する。その経営方針に従って日常業務と経営を行う取締役会が株主総会で選出される。株主は債権者ではなくあくまでも会社の「所有者」の一人なので、投資に対する報酬は、利子としては支払われない。会社経営により利益が出

れば、税金を支払い、日常業務と経営を行った役員への報酬を支払う。その利益の残りが配当金という形で支払われる。したがって、利益の残りがなければ、配当金は支払われないのだ。これが無配と呼ばれるものである。株式発行によって調達された資金は、自己資本として、例えば、鉄道のレールや機械の購入など設備投資に投下される。つまり、もし株主から出資資金の返済を迫られた場合、レールを外して、売って資金を捻出するということになる。業務を続け、おおくの利益を上げるのが株式会社の使命であるため、そういうわけにはいかないのだ。しかし、換金できないとなると、株式に投資する投資家の範囲は狭まることになるだろう。そうなった場合、広く、浅く、大量の少額資金を集め、投資リスクを分散するという株式会社制度のメリットを生かすことができなくなる。株式を金融資産として保有したいので、株主から株式を購入したいという投資家もいるだろう。

そこで資金が長期に株式会社に固定される株式を売却・流動化することが認められると、株式を売買する市場が、株式を発行した株式会社とは別個に登場することとなった。これが株式流通市場である。株式を売買する流通市場が整備されることで、株式発行市場がさらにダイナミックに発展してきたのである。

社債や国債などの債権も広く、浅く資金を調達する手段であるが、見てきたように株式や債券のどの証券の本質というのは、マーケットで売却できるという譲渡性にある。つまり、株式や償還される以前の債権を発行体に戻してもらうのではなくいつでも流通市場で売却し、流動化できるというのが、証券の大きな特徴の一つである。

証券業務というのは、発行体から投資家が証券を購入することや、証券の売買を仲介する業務である。広く証券が売買されていればいるほど、証券を売りたいくても、誰が買ったがっているのかわからないのが常だからである。そこで一つの取引施設が指定されるとそこに売買の希望が集まり、そこで証券が取引されるようになる。これが流通市場なのである。証券取引所が代表的な流通市場であるが、最近では、ネット取引市場など類似市場が登場している。

銀行業務というのは、銀行が投資リスクをとるシステムであるのに対して、証券市場は、投資家が、直接投資リスクをとるシステムである。したがって、投資家に投資の自己責任を問うために、発行体には、より詳しく、より正確な情報開示のほか、取引する際の透明性や公平性が厳しく求められている。投資家が自己の相場観だけ

でリスクをとるとというのが証券市場の原則なのである。もちろん、投資家をだますという行為は厳しく取り締まられる。

5 以上のことから証券市場には投資家や証券会社自身の株式の売買注文を市場に集中させることにより、大量の取引を可能にし、市場の流動性を高めるとともに、公正な価格形成を図ることを可能にする役割がある。

(2) 証券取引所における取引

10 証券取引所は、投資家や証券会社自身の株式等の売買注文を、自ら開設する市場に集中させることにより、大量の需給を統合させ、株式等の市場流通性を高めるとともに公正な価格形成を図るという役割を担っている。

証券取引所における取引は、大量の売買注文を公正かつ円滑に執行するために、取引時間、値段を指定する方法、取引単位、決済方法についての細かな規定が設けられている。(売買の定型化)。また売買は基本的には競争売買によって行われている。証券取引所で売買の対象となるものは株式数、株主数、純資産等について
15 一定の基準(上場基準)を満たした会社の株式当に限られており、さらに上場基準を満たして取引が認められた会社(上場会社)に対しては、財務内容等の公開を義務付け、その他にも必要な会社情報を投資家に対してタイムリーに開示することを義務付けている。証券取引所に関する規定は、金融商品取引所に明記されている。また、取引所市場の目的・運営等細かな点については、各証券取引所の規定に定
20 められている。

(3) 取引所取引の仕組み

投資家から証券取引所に上場されている株式の売買注文を受けた証券会社は、その注文を証券取引所に伝える。証券取引所に伝えられた売買注文は、銘柄ごと
25 に競争売買の原則に基づいて執行される。成立したと取引の値段(約定値段)は直ちに取引所内に掲示されるとともに、全国の証券会社や報道機関等へ伝えられる。

取引所取引は「競争売買の原則」に基づいて行われる。競争売買の原則とは、価格優先の原則(売りについては最も低い値段が、買いについては最も高い値段が、
また、値段を指定する「指値注文」よりも値段はいくらでもよいとする「成り行き注文」
30 が優先する)と、時間優先の原則(同じ値段の売買注文の場合、時間的に先に発注

された注文が優先する)からなる。なお従来は、上場証券の売買は原則として証券取引所で行わなければならないという「市場集中の原則」も取引の基本原則であるが、1988年12月に撤廃された。これを受けて、一部の証券会社では、自ら私設取引市場(PTS)を開設し、証券取引市場を通さずに売買注文を執行するケースも出てきている。

10 第3節 証券流通市場における証券取引所の位置付け及び現状と課題

これまで証券流通市場が果たすべき役割また、また役割を果たすために必要な要因について述べてきた。この第3節では証券市場における市場の流動性向上の担い手である証券取引所の位置付け、現状、課題に関して述べていく。

証券取引所は市場において直接的に証券取引を行わない。しかし、証券流通市場の取引においては、投資家、証券会社の有価証券の売買注文を市場に集中させ、投資家間の需要供給を一か所で受けることにより、有価証券の流動性を高めると同時に、有価証券の適正価格を形成している。また証券取引所では、取引される有価証券に対して一定の上場基準を設け、上場企業に情報公開を義務付け、投資家に対して企業情報の提供も行っている。そのため、市場が適正な機能や役割を果たしているか、はたまたそうでないのかに関する規制や監督を行う証券取引所の動向は証券流通市場の活性化を果たす上で、重要だと考える。

現在、日本には、東京証券取引所、名古屋証券取引所、札幌証券取引所、福岡証券取引所の4か所に取引所がある。これまで多くの取引所の改革に関わる動きがあった。具体的に言うと、2000年以降に地方証券取引所の再編・合併が始まり、2000年3月に広島、新潟の証券取引所が東京証券取引所に吸収・合併されることになった。翌年3月には京都証券取引所が大阪証券取引所に吸収・合併され、その翌月に大阪証券取引所が、同年11月には東京証券取引所が、翌年4月には名古屋証券取引所が株式会社組織に移行した。その後、2013年に東京証券取引所と大阪証券取引所が統合し、日本取引所グルー

プ（JPX）ができた。この統合により国内で圧倒的な地位を獲得したことが
図表1からもわかる。

図表1 2014年度上場株式売買代金と構成比

取引所名	売買金額（構成比）
東京証券取引所	643兆円1056億円（99.974%）
名古屋証券取引所	1314億2800万円（0.020%）
福岡証券取引所	266億3300万円（0.004%）
札幌証券取引所	108億1300万円（0.002%）
合計	643兆円2744億9800万円（100%）

- 5 出所）日本証券経済研究所（2016）「図説 日本の証券市場 2016年度版」49ページをもとに作成

この統合の目的は、東京証券取引所と、大阪証券取引所を合わせるこ
によって、魅力的な取引所を開き、アジア一番の取引所を目指すものであ
った。図表2からわかるように現在、日本取引所グループは株式の時価総額
ではアジア一番となっている。

10

図表2 世界の証券取引所 時価総額ランキング 2015年8月末

取引所名	百万米ドル	世界ランキン グ	アジアランキン グ
ニューヨーク証券取引 所	17,931,217	1	
ナスダック	6,981,893	2	
日本取引所グループ	4,713,630	3	1
上海証券取引所	4,125,183	4	2
ユーロネクスト	3,326,883	5	
香港証券取引所	3,059,911	6	3
深セン証券取引所	2,742,061	7	4
トロント証券取引所	1,749,272	8	
ドイツ証券取引所	1,676,240	9	
スイス証券取引所	1,539,576	10	
ボンベイ証券取引所	1,488,562	11	
インド国立証券取引所	1,443,296	12	5
韓国取引所	1,245,126	13	6

OMX	1,211,655	14	
オーストラリア証券取引所	1,119,074	15	
BME Spanish Exchanges	888,524	16	
JSE	817,117	17	
台湾証券取引所	728,336	18	7
シンガポール証券取引所	638,592	19	8

出所) IBC コンサルティング 2017年データをもとに作成

だが、図表3から株式売買代金などにおいては、日本取引所グループはアジア一番の取引所であるとは言えない状況にある。

5 図表3 諸外国の証券取引所との比較（売買代金）

順位		取引所	2014年総売買代金(兆USD)
世界	アジア		
1		NYSE (米)	14.8
2		NASDAQ (米)	11
3	1	Shanghai SE(中)	6.1
4	2	Shenzhen SE(中)	5.9
5	3	JPX(日)	4.8
6		London SE Group(英)	2.3
7		Euronext(欧)	1.8
8	4	Hong Kong Exchange(香)	1.5
9		TMX Group(加)	1.3
10	5	Korea Exchange(韓)	1.3

出所)日本取引所グループ(2015)「東京国際金融センターの推進に向けた取引市場の課題」6ページを基に作成

ここ最近では、金融業界では、グローバルが急速に進んでいる。国際的な取引所間の競争が激しくなっている中、世界各国の取引所では国内にとどまら

ず、国際的な取引所の M&A が進んでいる。特に、欧米の証券取引所を中心に M&A が行われてきた。さらに、近年では、アジア諸国の証券取引所で M&A の動きがある。例えば、2012 年の香港取引所によるロンドン金属取引所 (LME) の買収、シンガポール証券取引所によるバルチック海運取引所に対する買収提案などである。また去年のものを挙げると、2016 年 3 月には、EU が債券と現物取引の決済業務において独占状態になるとして、承認しないことで計画が頓挫しているドイツ証券取引所 (DB) のロンドン証券取引所 (LSE) 買収計画などがある。これに対して、日本は他国証券取引所の M&A などによる国際戦略に今一步進めていない。それゆえに、国際競争力が落ちている。また、日本には現在、東京証券取引所、名古屋証券取引所、札幌証券取引所、福岡証券取引所の 4 か所に取引所があるが、日本の売買取引の 9 割が東京証券取引所の 1 か所に集中している。米国にも NYSE (New York Stock Exchange) やナスダック (NASDAQ) などのいくつかの取引所があるが、日本とは対照的に、それぞれの取引所が役割を持ち、取引の注文を分散させることによって、すべての取引所がそれぞれ 1 つの市場として機能している。日本でも米国同様に、取引の注文を分散させることができれば、各証券取引所の重要性が増し、全体としての取引量を大幅に増やすことが可能だと考える。

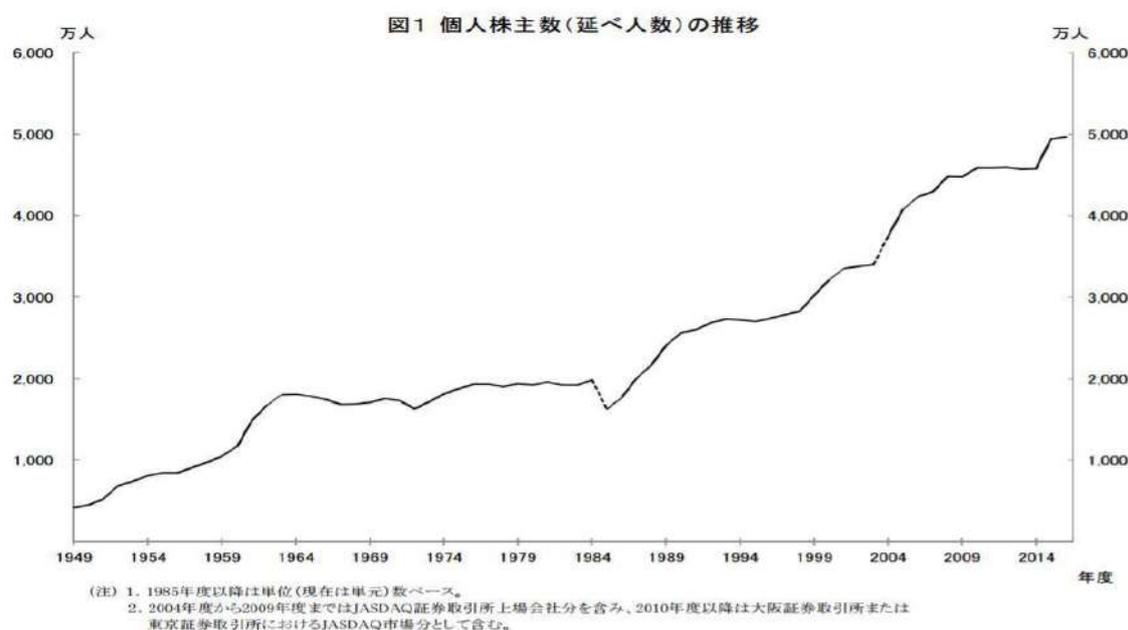
まとめると、日本取引所グループの発足によって国内の取引所の再編は行われたが、グローバル化が急速に進む今日の金融業界において生き残るためには、国境を超えた海外の取引所との M&A が必要不可欠である。これを行うことにより、日本の証券市場に海外企業の上場や投資家が増加し、日本の証券市場の発展につながると考える。そのため、世界的地位を確立するためには、地方取引所への取引の分散や、アジアへの進出などにより国内市場を今よりも魅力のある取引所にする必要があると考える。

第 3 章 証券流通市場における構成要員の現状

これまで、我々の考える証券流通市場の構成要員の概要や証券流通市場が果たすべき役割について述べてきた。それらを踏まえた上でここから第 3 章では証券流通市場の現状として各構成要員の現状を述べていく。

5 第1節 個人投資家

日本においては近年の投資環境の改善により、特に個人投資家の割合が増加傾向にあることが以下のグラフからも分かる。



2014 年度国内個人投資家情報より 著者作成

10 このように個人投資家が増加傾向にある背景には、近年の政府による以下三点の金融政策が主要な理由として挙げられる。

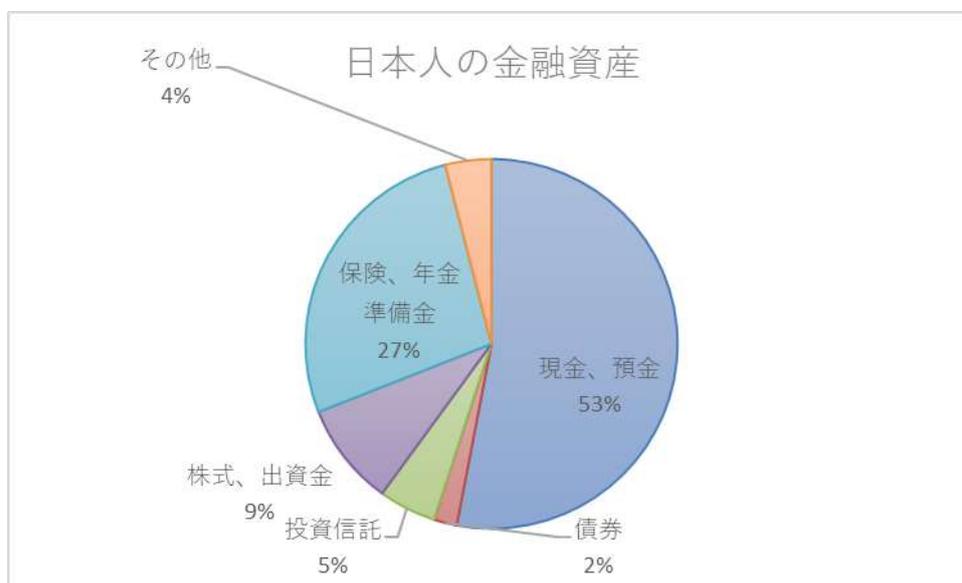
一点目は、1990 年代初頭のバブル経済崩壊以降冷え込んだ景気の回復策の一つとして行われた日銀による「超低金利政策」。低金利政策によって、企業が資金を借り入れるコストを軽減させ、企業収益を増加させ、消費の拡大を産む
15 ことで企業の収益増加させる、という好循環を目指した。

二点目は、2001 年 9 月に行った、日銀が他の銀行へ資金を貸し出す際の金利「公定歩合」の 0.10%までの引き下げ。「日銀から銀行への金利が低い」＝

「銀行から利用者の預金へつく金利も低い」ということである。つまり資産運用効果の高い方法である株式投資に注目が集まり、「貯蓄よりも投資へ」と考える個人が多くなっている。

5 三点目は、2014年1月より制度の導入が始まり、毎年、一定金額の範囲内で購入した金融商品から得られる配当益や売却益にかかる税金を非課税にする個人投資家向け税制優遇制度「NISA(小額投資非課税制度)」である。

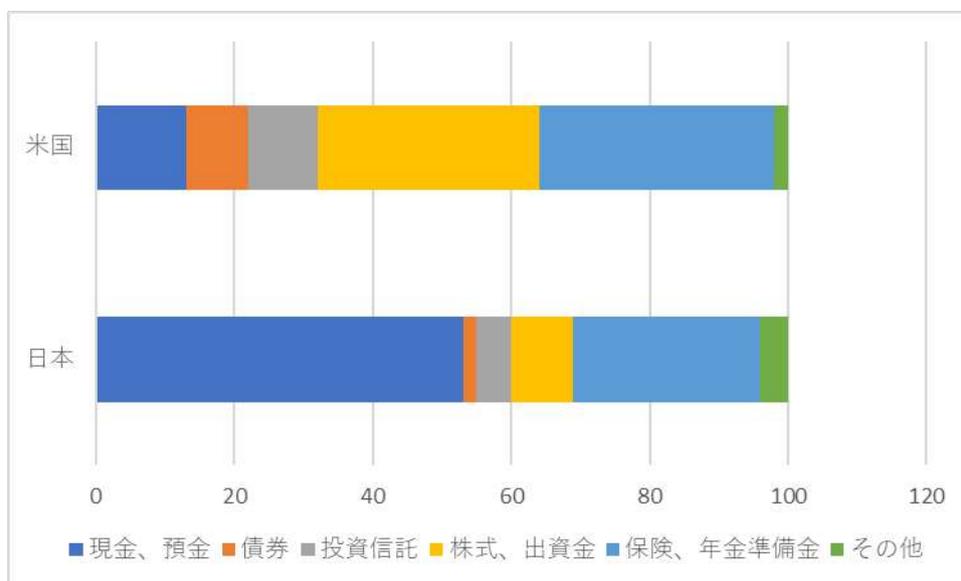
10 以上の金融政策三点に加えて、取引時の手数料の無料化や、インターネットを利用して自宅で株取引ができる「オンライントレード」の普及も個人投資家の増加に影響を与えている。これによって証券会社の営業時間に関係なく、24時間いつでもパソコンや携帯電話を通じて売買注文ができるようになった。会社勤めの人や、主婦でも、資産運用方法の一つとして、気軽に株式投資を選択できる時代になった。



15 2009年日銀金融資産循環統計より著者作成

しかしながら、これらの政策によって以前に比べて個人投資家は増加したものの、上のグラフから家計全体の金融資産構成比率は依然として現預金、保険等の安全資産に偏っていることが分かる。金額ベースで金融資産合計 1,645 兆

円の内半数以上である 870 兆円以上もの金額が現預金だけで賄われている計算となる。



5 2009 年 日銀金融資産循環統計より著者作成

この現預金の数値データはアメリカと比べて極端に大きく、それに対して株式や出資金に対する割合が極端に低いことが上のグラフから分かる。

このように個人投資家の金融資産構成に偏りが見られるのは、個人投資家が収益性の高い有価証券よりも比較的安全性の高い預貯金を中心に個人金融資産を運用する傾向にあるためであると考えられる。

10

(1) 機関投資家

機関投資家のなかには、「生命保険会社」「信託銀行」「投資信託会社」「年金基金」等の金融機関が挙げられる。

15 例えば生命保険会社や年金基金などは、長期的で安定的な投資をメインとしているため、国債などの債券などへの投資比率が比較的多い。国内外の株式にも投資しているが、基本的には株式を長期で保有することを前提としていて、短期的な売買はあまり行わない。

アジアの機関投資家という観点で見ると、アジア諸国の経済ならびに金融システムが発展途上にあることから、各国において機関投資家の資金規模は GDP 比でみて時系列的に上昇傾向にあるものの、そのペースは総じて緩やかである。これらの点から、今後の発展余地は大きいと考えられる。

5 また、債券の投資家別保有シェアと債券市場の流動性の関係をみると、各市場において債券の保有は多様な投資家にある程度分散している。各投資家の投資行動が異なることを考慮すれば、債券保有が分散していることには意味があるが、取引回転率を上昇させるためには各投資家の投資スタイルが変化することが必要である。この点からも、国内機関投資家の規模の拡大に加え、運用手法やリスク管理における高度化が求められる。

10 では、機関投資家の拡大・発展がもたらす効果とはどのようなものであろうか。

第1に、多様な機関投資家が整備されることにより、銀行預金以外の貯蓄吸収手段が増加する。それにより、貯蓄率が上昇する可能性がある。加えて、金融仲介機能の改善が貯蓄を国内投資に結びつけることになるため、投資率が上昇し、経済成長率が上昇する可能性がある。

現在アジア諸国では全般的に過剰貯蓄が続いており、貯蓄を投資に充当して域内の内需を促進することが重要な課題となっている。こうした環境では、機関投資家に期待される金融仲介機能は極めて重要なものであると考えられる。

20 第2に、機関投資家は、債券や株式に対する主な投資家として、資本市場を育成・拡大する役割を果たす。また機関投資家は、個人投資家に比較して証券投資を行いやすい。

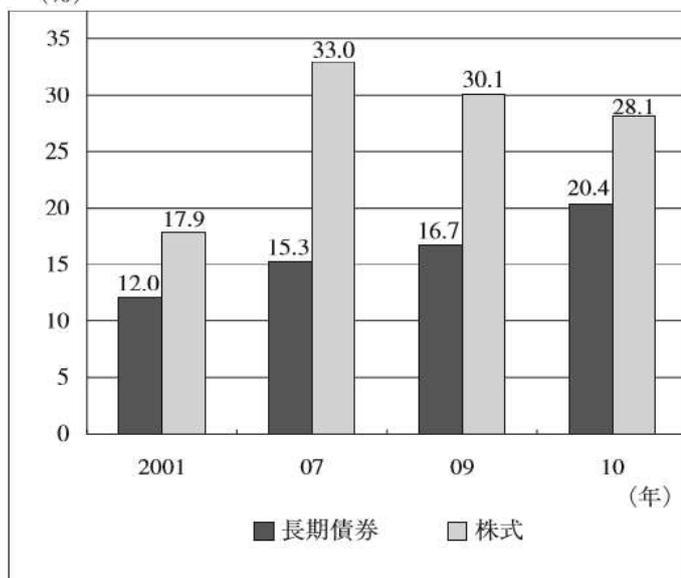
その背景として以下の三点が挙げられる。

25 一点目は、前述の通り資金の性質上、全般的に投資期間が長いこと。二点目は、投資規模が大きいため、リスク分散が容易であること。取引コストが低いこと。例えばリート（REIT）は、複数の不動産物件を集めて、数百億円単位

から数千億円単位のファンドを作り、投資リスクの分散化を図っています。この投資リスク分散は、すべての投資家に対して機能するしくみになっています。三点目は、機関投資家が有する規模の経済、専門性、投資銀行とのつながりなどから、投資を成功させるために必要な情報が個人投資家に比較して入手しやすいこと、などがある。したがって、機関投資家の拡大により、資本市場に対する長期資金の供給が増加する可能性が高い。その結果、株式・社債・証券化商品などへの投資需要が拡大することになる。

第3に、域内投資を拡大する役割を果たすことが期待される。域内クロスボーダー債券投資は、特に世界金融危機以降、増加が加速し、域内投資比率が上昇していることが以下のグラフからも分かる。

図表2 アジアにおける域内投資比率の推移 (%)



2015年5月に「日経マネー 2015年7月号」より著者作成

さらに、コーポレート・ガバナンスの改善も見逃せない。機関投資家はインデックス運用が多いこと、市場価格に影響を与えずに株式を売却することが難しい場合があることなどから、意に反しても特定の株式を保有し続けなければ

ばならないこともあり、そのことが企業への監視強化につながる。

第2節 企業の現状

5 本稿での証券市場における企業の定義は株式会社を想定して、『証券市場で資金調達を行い、商品やサービスの生産・販売等多様な活動を通じて利潤最大化を図り、株主や従業員等に還元する経済主体』とした。

この定義に基づき、企業の資金調達方法とその推移と純利益の現状について述べる。

1) 企業の資金調達方法

10 企業の調達に使われる資金は、内部資金と外部資金の2つに分類される。

内部資金とは、通常の生産・販売を通じて生み出した資金であり、資本金や預貯金などの利益を源泉とするものである。内部留保・減価償却等が含まれていて、返済や利子・配当金の支払いが必要なく、最も安定している資金調達の手段であるとされている。

15 しかし実際には、内部資金だけで企業の資金の需要が足りていない為、多くは外部資金に依存している現状である。

外部資金とは、企業外部の資本調達源泉から調達された資金のことであり、借入金、株式、社債、企業間信用などが含まれる。

20 外部資金における企業の資金調達方法は、間接金融方式と直接金融方式に分類される。

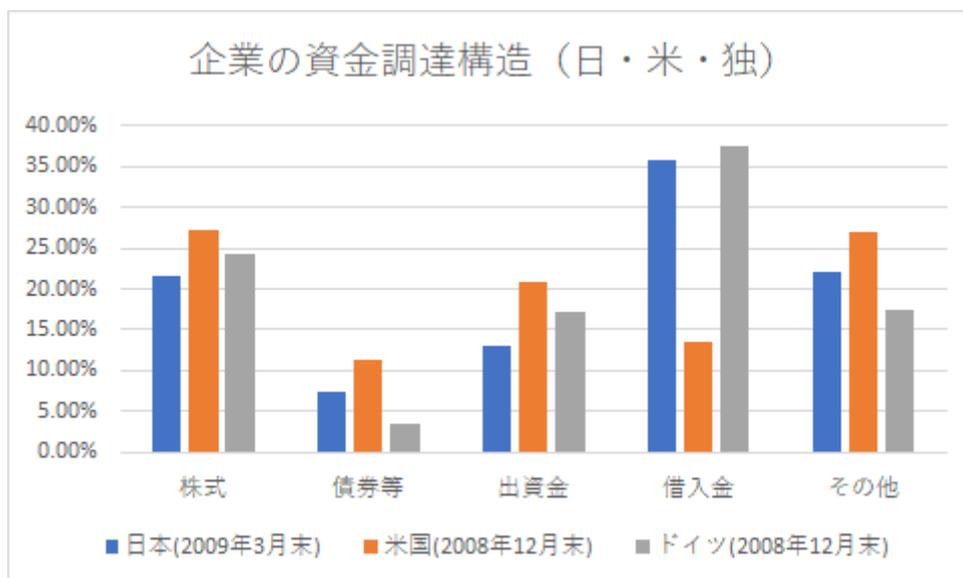
間接金融方式とは、戦後から高度成長期まで長期間続いた日本独自の資金の調達方法であり、個人や機関投資家が金融機関へ預金し、金融機関がこの資金を企業に貸し付けたり、発行される証券を買って企業に投資するなどといったことがあげられる。金融機関が預金者の代わりに損益が発生しうるリスクを負担するため、預金者は自分自身で元金が割れるリスクを負担しなくて済み、銀行が貸し付けた企業が倒産したとしても、銀行が破綻しない限り資金の安全性は確保されるなどの利点がある。借入金は、主に金融仲介機関から資金を調達し、間接金融方式による調達手段である。

直接金融方式とは、資金需要者が金融機関を介さずに、資金供給者から直

接に資金を調達する金融方式のことで、株式・社債の発行が当てはまる。

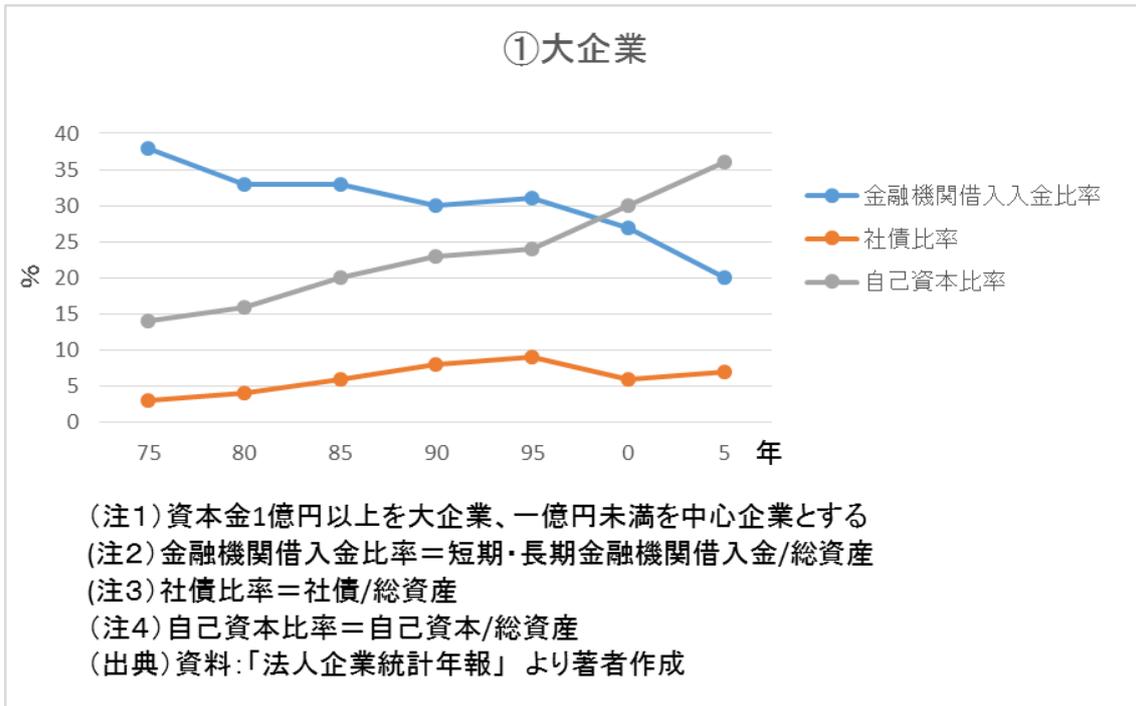
- 5 株式・社債の発行は共に投資家から資金を調達する仕組みである。株式の発行によって調達された資金が返済および利子の支払いが不要であるのに対して、社債の発行は償還期限が定められており、確定的な利子の支払いが必要である。このことから、株式の発行が外部資金の中で最も安定的な資金であることが分かる。

II) 日本の企業の資金調達の推移と純利益の現状



- 10 経済産業省第4章 外とのつながりによる日本経済の新たな成長に向けてより著者作成

上の図表からもわかるように、日本・アメリカ・ドイツを比較すると、企業の資金調達構造をみても日本は「借入金」による資金調達が高いことが分かる。



しかし、上図からもわかるように 1980 年代から借入れは低下しており、2000 年代には大企業のグラフをみると自己資本率が借入れを上回っていることが分かる。このことから、企業の資金調達の構造が間接金融から直接金融に移り変わっていることが分かる。1980 年代以降の金融の自由化・国際化を受けて株式・社債市場における取引が活発化したことがこのような傾向の要因であるといえるだろう。2008 年のリーマンショックを受け、資本市場の機能が低下し、一時的に借入れの比重が高まったが、2012 年末からはアベノミクスによる株価高騰を経て、有価証券による資金調達は借入れを大きく上回っている。

また、企業の純利益においては、下図からもアベノミクス効果により平成 27 年度の全産業の経常利益は過去最高の水準になっていることが分かる。

第4表 利益剰余金の推移

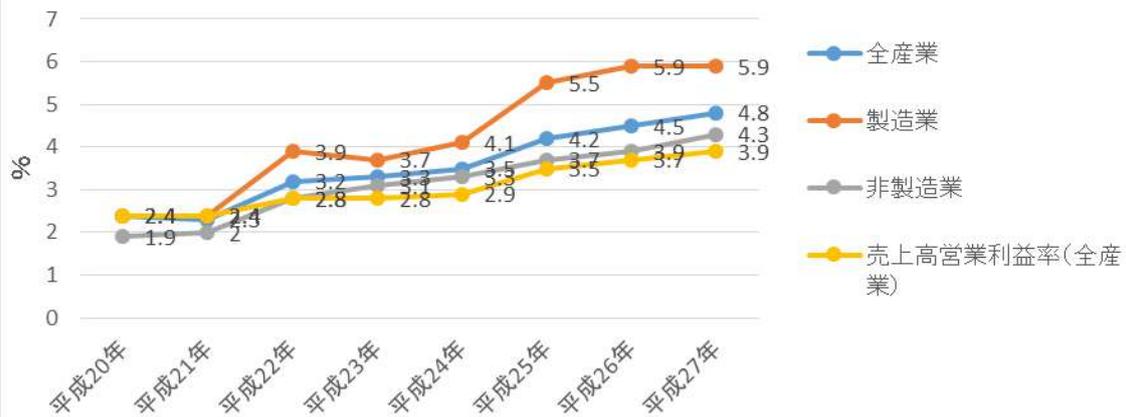
(単位：億円、%)

区分	年度	23		24		25		26		27	
			増加率		増加率		増加率		増加率		増加率
全産業		2,817,494	Δ4.1	30,448,828	8.1	3,279,557	7.7	3,543,775	8.1	3,778,689	6.6
製造業		1,108,437	Δ5.2	1,129,733	1.9	1,191,268	5.4	1,231,460	3.4	1,318,841	7.1
非製造業		1,709,057	Δ3.4	1,915,096	12.1	2,088,289	9	2,312,315	10.7	2,459,848	6.4
全産業(金融業、保険業を含む)		3,155,550	Δ3.1	3,420,126	8.4	3,726,264	9	4,031,997	8.2	4,292,157	6.5
金融業、保険業		338,066	6.3	375,298	11	446,707	19	488,223	9.3	513,468	5.2

(注) 全産業及び非製造業には金融業・保健用は含まれていない

(出所) 財務省2016「法人企業統計調査」より著者作成

第1図 売上高経常利益率の推移(業種別)



(出所) 財務省2016「法人企業統計調査」より著者作成

5 第3節 証券会社の現状

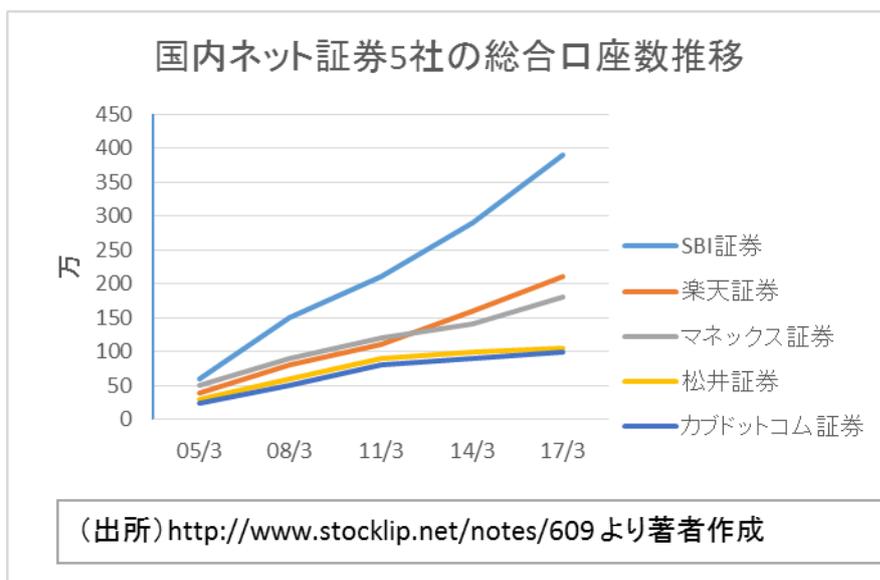
証券会社は証券市場と切っても切り離せない密接な関係である。証券会社は、証券市場の仲介役となり、投資家と企業をつなぐ役割を担う。流通市場においては証券売買の仲介を行う。また、発行市場において企業が新しく株式や債券を発行し資金調達をする際に投資家へ販売を行うという重要な役割を担う。証券取引を通して、個人・法人の顧客の資産運用や、企業や団体の資金調

達を担う金融機関が証券会社である。証券投資を活性化させ日本経済の発展に寄与するという社会的役割もある。

証券会社には「ネット証券」と「店舗証券」の二種類ある。ネット証券とは、ネットのみで営業され、店舗を持たないことから低コストで営業できるといことから、売買手数料が安いという特徴を持つ。時間に関係なく 24 時間いつでも売買注文ができ、証券会社独自のサービスや商品が多いという利点がある。しかし、ネットのシステム問題などが発生すると利用ができなくなるという問題点がある。一方の店舗証券は、対面で営業担当者と相談できる利点がある。しかし、売買手数料が高く、口座管理料といったコストがかかる面もある。

近年ネットリテラシーが高まりなどによって、ネット証券の取引口座数は年々右肩上がりとなっており、注目が高まっている。このようなことから、証券会社の形態は現在大きく変化している。

現在、店舗証券は、ネット証券の活性化により顧客を確保するために、手数料が低くすることが必要不可欠となってきた。規模の小さな店舗証券会社はネット証券の台頭によって利益を算出することが困難になってきている現状がある。そして、店舗証券会社は実際に減少している。



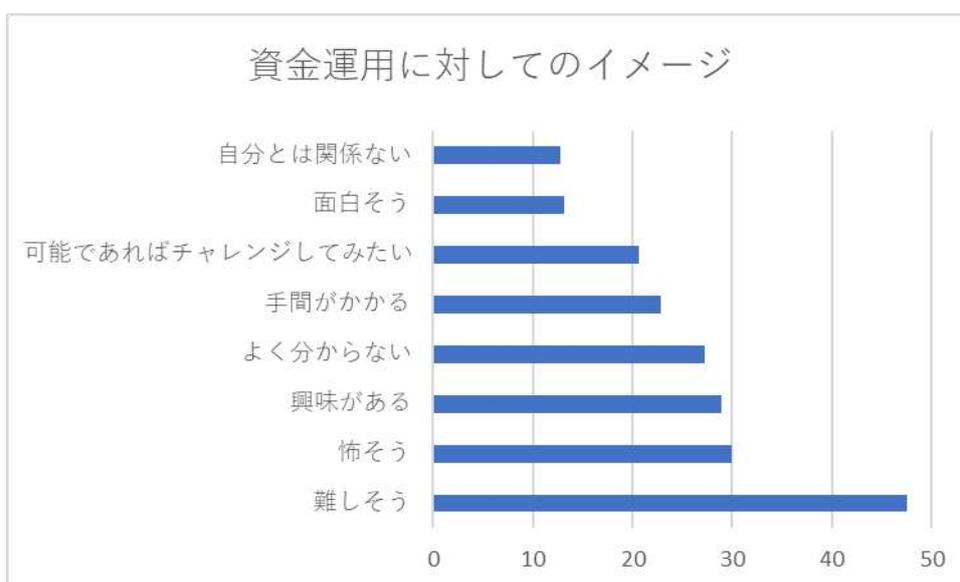
第4章 証券流通市場の構成要素の課題

これまで、第3章では証券流通市場の構成要員の現状について述べてきた。現状分析によって様々な課題が明らかとなった。それらを踏まえた上でここから第4章では証券流通市場の構成要素の課題について述べていく。

第1節 投資家の課題

(1)個人投資家

以下のグラフの通り、投資未経験者による投資に対するマイナスイメージが多いことが分かる一方で、「興味がある、面白そう」と感じている人がいることも読み取ることが出来る。そこで本稿では個人投資家を「投資経験者」「投資未経験であるが投資に関心を持っている」「投資無関心層」の3層に分けて課題を述べていく。投資に関してこれらの3層によっていくつかの違いが見られ、この違いから新規投資家の拡大が伸び悩む要因が考えられる。

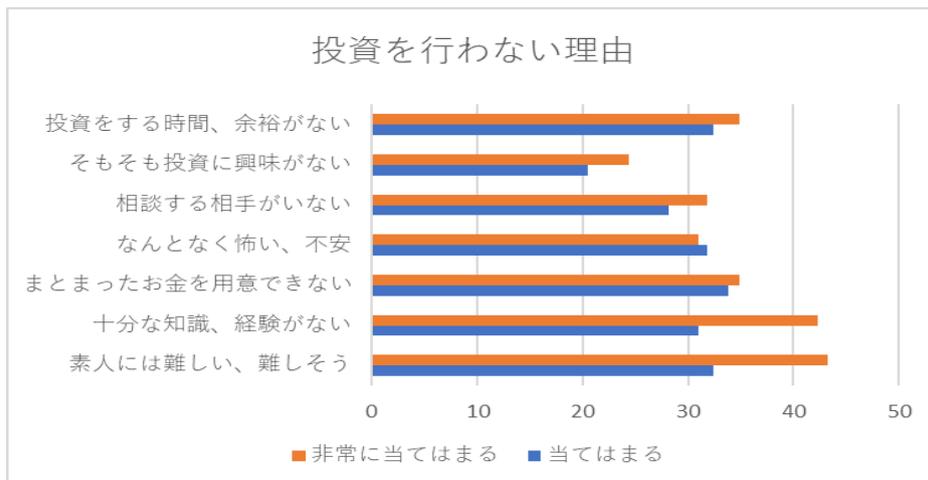


「個人投資家の証券投資に関する意識調査報告書」より著者作成

また、以下のグラフから主な課題が三点挙げられる。

まず一点目として、「投資未経験者の投資や金融に関する知識の不足」である。投資経験者のイメージが「資産形成に役立つ」「銀行に預けるより得」「利益を得られる」といったプラスであるのに対して、投資未経験者にとっての投資は「リスクが高い」「素人には難しい」「不安・心配である」「怖い」といったマイナスイメージであることが分かる。また投資無関心層は、「興味がない」、「自分とは関係ない」と感じている人が多い。投資や金融に対する知識不足から生まれる金融・経済に関する誤解を払拭し、「投資に対してのマイナスイメージ」や「自分とは無関係である」といった意識をプラスのイメージに変えていくかが今後の課題であると考えられる。

二点目として、「投資未経験者の金融機関に対するマイナスイメージ」が挙げられる。投資関心層においては「興味があっても、金融機関を選択できない・相談しにくい」といった認識がある。その一方で投資経験者は「正確で詳しい情報」「新しい情報」が入手できるといったイメージを持っている。新規投資家拡大に向けてはこのようなマイナスのイメージを払拭し、金融機関への信頼性を獲得することが課題として挙げられる。



三点目として「投資未経験者の余裕資金の不足」が挙げられる。投資経験者と投資未経験者の年収を比較したところ、投資未経験者は投資経験者に比べて

5 保有している金融資産が少ないことが分かる。また、投資経験者は保有している金融資産を「いつでも使えるお金として確保しておきたい金融資金」、「将来に備えるための金融資金」、「運用で積極的に増やしたい金融資金」の三つのうち、「いつでも使えるお金として確保しておきたい金融資金」の割合が一番高い。しかし、投資未経験者の多くは「投資未経験者の余裕資金の不足」が

10 原因で新規投資家の投資に踏み出せないでいる。そこで、現在滞って活用されていない預金を投資に活用するという選択肢を持たせることで、新規投資家の拡大を見込めるのではないかと考えられる。

(2) 機関投資家の課題

15 日本の資産運用業界、機関投資家の現状を見ると、世界の動向から取り残されていると言わざるを得ない状況下におかれている。高齢化や年金財政の困難化という海外諸国と同じ環境を抱えているにも関わらず、日本の確定拠出年金の資産規模は7.5兆円弱にすぎず、家計部門における投資信託の普及も十分ではないのが現状である。年金基金もリスク回避志向が強く、オルタナティブ

資産への配分に積極的ではない。その結果として、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、世界主要プレイヤーとの格差は広がる一方である。

5 日本では現在確定拠出年金制度の拡張や NISA（少額投資非課税制度）の導入など、資産運用の拡大を後押しする政策が次々と打たれている。また世界最大の年金基金である GPIF（年金積立金管理運用独立法人）も、有権者会議の提言や日本最高戦略改訂版での方針などに基づいて、資産構成の見直しを進めている。

10 政府は現在、成長戦略実現のためにリスクマネー供給策を強化しており、また東京都も改めて国際金融センター構想を活発に議論し始めている。グローバルな金融システムにおいて、資産運用のプレイヤーや機関投資家が従来以上に重要な役割を果たしつつあることを念頭に、戦略的な産業育成・人材育成のための諸政策がデザイン・施行されることが期待されている。しかし、現状を踏まえて考えてみると、政府が取り組んでいる確定拠出年金制度の拡張や NISA
15 などの各制度が国民にいかんせん浸透していないと考える。

そこで本稿では日本の金融仲介機能、特に証券会社の取り組みを根本から改善する余地があると考えます。以下の文ではアメリカの証券会社の取り組みから日本の証券会社の改善すべき点を論じていく。

20 (2) 企業の課題

第 3 章の企業の現状分析において近年、企業が証券市場において資金調達を行い過去

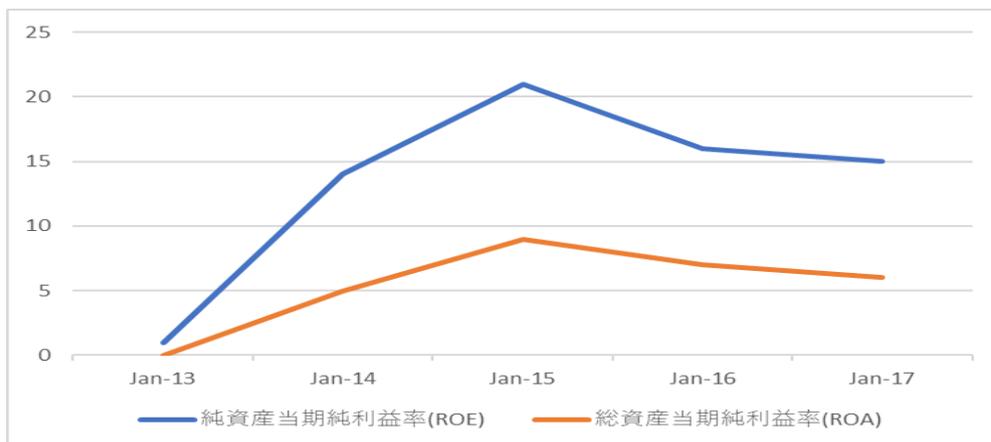
最高水準の純利益を出していることが明らかとなった。

25 しかし、企業は内部留保する傾向があり、最高水準を獲得しても、その利益の還元には至っていないことが企業の課題として考えられる。

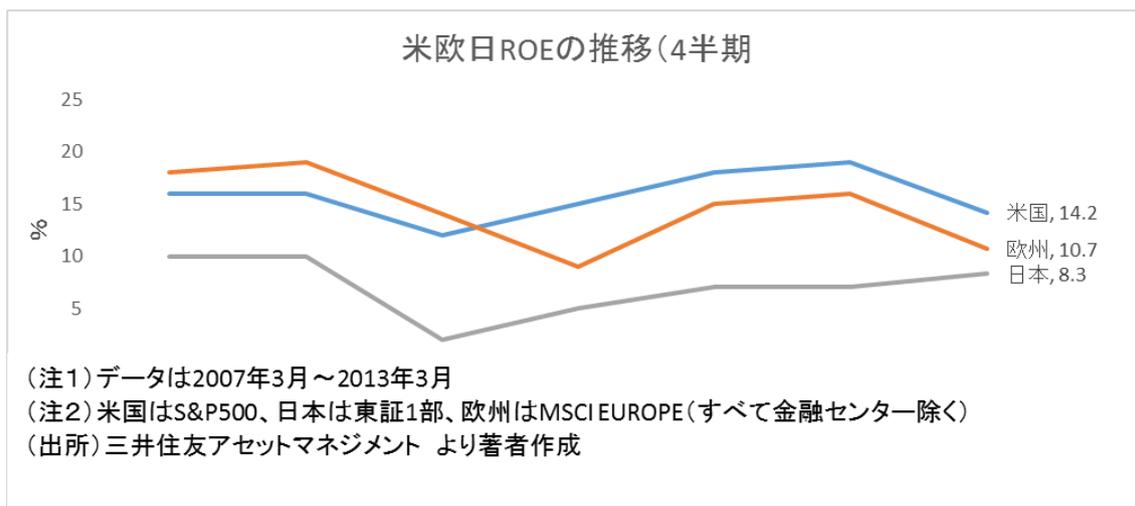
企業の利益還元に関わる課題は 2 点あげられる。

1 点目に、日本企業の数値化された企業価値の低さが挙げられる。現在、

日本の証券取引所における外国人投資家の株式保有率は約 30%であり、売買シェア率は約 60%と日本の証券流通市場には外国人投資家はかかせない存在となっている。



5



外国人投資家は信頼度を測るために数値化された情報を評価する傾向にあり、特に ROE や配当金の分配度が重要視されている。ROE とは株主資本利益率のことを言い、企業の収益性を測る指標のことであり、株主資本が企業の収益にどれほど繋がったかを示すことができる。しかし、図を見て分かる通り、日本企業の ROE の現状を見ると、2015 年にかけて大幅に上昇したが、2016 年 2017 年にかけて下降傾向にあることが分かる。また日本と米国と欧州を比較し国際的に見て低水準であることがいえる。上図は 2005 年 3 月末～2015 年 3 月末までの日欧米の ROE の推移を示したものである。グラ

フから見て分かる通り、米国は 14.7%、欧州は 10.7%、日本は 8.7%である。ROE は 10.0%を超えると優良企業としており投資の目安にされる指標となっている。しかし、上図の日本の上場企業の ROE の推移では、過去 11 年間日本企業の平均 ROE は 優良企業の基準値である 10.0%を超えたことは

5 なく、企業価値が国際的に見ても低い水準にあることが分かる。その理由として、現状でも述べたとおり、日本企業は 2012 年 12 月末に誕生した第二次安倍内閣により打ち出された「アベノミクス」による一連の政策によって、日経平均株価は約 107%の上昇を記録した。しかし、現代の現状としては、企業が事業から得た利益のうち、配当や設備投資などに使わずに蓄えとして手

10 元に残している「内部留保」が増加を続けている。全国 3 万社あまりの企業を調査する財務省の法人企業統計が 9 月 1 日に発表されたが、それによると 2016 年度末の「内部留保」は 406 兆 2348 億円と、初めて 400 兆円を超え、過去最高となった。



15 出所) 毎日新聞 2016 年 11 月 6 日をもとに著者作成

安倍晋三首相は「経済の好循環」を実現するために、企業の経営者に対して、過去の内部留保や利益の増加分を賃上げや設備投資に回すよう協力を求め続けている。賃金はようやく上昇の兆しが見え始め、企業が稼いだ付加価値のうちどれだけ人件費に回したかを示す「労働分配率」は下げ止まったが、まだ

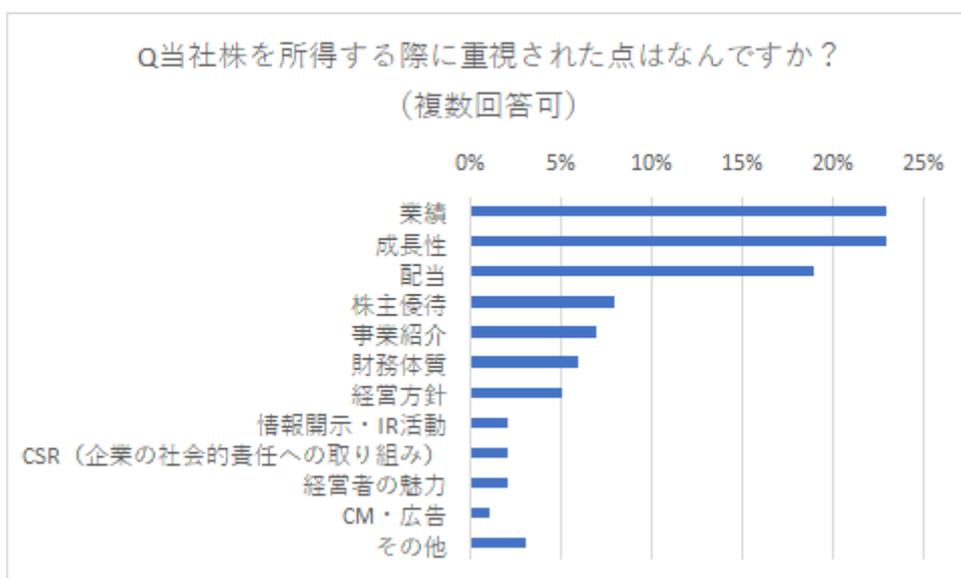
まだ儲けが十分に分配されているとはいえ、結果、内部留保の増加に結びついていると考えられる。

5 このように企業が利益を配当や自社株買い、賃金等によって株主や従業員に還元することなく会社の中に残すことで自己資本が増加にし、ROE 上昇の妨げに繋がっている。また、新興企業や再建途上である企業等が、利益が出ていても無配にする理由として「内部留保を優先する」という言い方をすることが多いという一例もある。

10 2 点目は、企業と投資家との情報開示に対するニーズの不一致が存在していることである。2015 年 2 月末、日本 10 版コーポレートガバナンス・コードが制定された。このコーポレートガバナンス・コードは、株主や銀行・債権者・取締役・従業員など企業を取り巻く様々なステークホルダー（利害関係者）が企業活動を監視して、健全かつ効率的な経営を達成するための仕組みである。欧米では、1980 年代に企業の業績悪化や不祥事発生の原因が経営者の専制的な支配にあったという認識から企業の統治を改善する動きが生まれた。

15 ここから企業の業務を執行する機能（マネジメント）と経営者の執行活動を監視する機能（ガバナンス）とを分離することが求められるようになっている。日本でも、2003 年 4 月の商法の改正により、マネジメントとガバナンスを分離するための委員会等設置会社が認められるようになっている。つまり、「雇用機会の拡大、賃金の上昇、配当の増加等を通じて、好循環を実現させること」を目的に導入された。それにより、中長期経営計画を策定・公表している企業が 73.0%¹⁵ と多数を占め、企業による株主への情報開示が積極的に行われるようになった。

20



出所) VEGA コーポレーションの株主アンケート結果を元に著者作成

開示情報	開示サイクル	特徴
月次営業概況	月次	・売上高の主要な指標を記載 ・月次サイクルでの開示のため、最新の企業業績を収集可能
決算短信	四半期	・財務諸表情報、四半期時点での業績に関する定量的/定性的情報、経営方針などを記載 ・有価証券報告書と比べて、タイムリーな情報収集が可能
決算説明会資料	半期	・投資家・アナリストなどへの決算説明会の資料 ・業績の状況や課題への取り組み状況などが、グラフや図表で説明されており分かりやすい
事業報告書	半期	・経営理念、財務諸表情報および社会貢献活動等への取り組みを記載 ・写真・グラフ・図表などでの説明が多く分かりやすい
中期経営計画書	不定期	・将来3年~5年に対する、経営目標および経営課題を記載
ニュースリリース	随時	・経営上の重要なトピックが随時開示されている ・役員人事、新サービス展開、他企業との提携などの最新情報が把握可能

出所) 日本証券業協会の会社情報開示とは を元に著者編集

- 5 しかし、企業が公表する情報と株主が求める情報に乖離が生じている。上図から、投資家が求めている情報が業績・正当性・配当性であるのに対し、企業が公表している月次営業概況・決算短信・事業報告書・中期経営企画書・ニュースリリース等、利益額・利益額の伸び率や売上高・売上高の伸び率であることが分かる。これは、企業と株主によるコミュニケーションが不足しているため乖離差があると考えられる。企業の情報開示は、投資家が中長期的な企業価値を評価するために有益な情報を供給する必要がある。そのためには、企業と株主が情報交換する機会を増やし、双方の企業価値に対する認識のギャップを無くしていかなければならない。

以上のことにより、日本企業が国内外を問わず投資家から支持を得ていくに

は、企業価値の向上が必要不可欠である。そのため、株主総会などを通して企業と投資家の間で情報の共有を促し、非財務情報（ESG）も含む中長期的な情報開示が必要である。また、企業が溜め込んでいる内部留保を株主や従業員に還元させることが課題である。

5

第3節 証券会社の課題

証券会社の課題として、店舗証券の収益構造の変化が考えられる。収益構造の中心は、従来の店舗型証券は有価証券を販売する際の株式売買委託手数料利益だ。そのため、顧客の増加によって商品売買委託手数料の増加が証券会社の利益となる。しかし、株式売買委託手数料の自由化により、売買の手数率の高利率が見直され、手数料が低利率のネット証券中心になった。売買委託手数料が収益となる店舗証券は、手数料収益が減少したことにより、コスト面でネット証券の台頭により店舗証券の閉鎖や人員のリストラを余儀なくされた。このような状況から店舗証券は売買委託手数料で利益を得るのではなく、受け入手数料やトレーディング損益による収益方法の変革が実施された。また、従来のブローカー業務の販売員の売買手数料獲得を目的とした販売姿勢は投資家の株式投資による中長期的な資産形成の妨げとなっていたと考えられる。その結果、顧客と証券会社の利益相反が個人投資家の金融機関への印象、投資に対する印象が悪化した。しかし、証券流通市場の活性化という面において新規の個人投資家層の拡大は急務であり、店舗証券は今一度顧客本位による対話を通じたブローカー務での収益獲得に着手し、個人投資家に関心を向けることが課題となる。近年のテクノロジーの発達に伴い金融サービスが向上している。しかしこ主に投資知識・金融知識があり、投資経験のある既存投資家や、投資に関心のある若年層を中心に活用されている。証券市場の活性化においては金融知識のない新規投資家を拡大に対して、証券会社が主体的に働きかけることで新規投資家層を取り込むことに繋がると考えている。そのためには、証券会社における販売姿勢の改善が必要だ。証券会社は、投資家や企業との対話を行い意思決定のサポートし、人生設計の具体化させ事業拡大実現の手助けを行う金融機関としての役割がある。このことにより、顧客を第一に考えて業務を行

うことで金融機関のイメージアップにつながる。また、証券会社は個人投資家の意思決定の手助けを行い、ブローカー業務で収益を得るために業務体系に加え販売姿勢の改善が課題だ。

5 第 5 章 証券流通市場の活性化に向けた提案

これまで第 3 章、第 4 章では証券流通市場における構成要員の現状と課題を述べてきた。それらを踏まえた上でここから第 5 章では我々の考える証券流通市場の活性化に向けた提案を述べていく。

10 第1節 投資家に対する解決策

(1)個人投資家

第 4 章では新規の個人投資家層が伸び悩む理由として「投資に対するマイナスイメージ」や「金融機関に対するマイナスイメージ」、「余裕資金の不足」が挙げられることを述べてきた。そこで我々は『Udemy の普及』、
15 『CAT の導入』、『NISA の利便性向上』、『DRIP の福利効果』の 4 点を提案する。

一点目の『Udemy』とは老若男女誰もが投資教育を学習できるオンライン教育サイトのことである。あらゆる場所で利用可能であり高品質で豊富なジャンルを取り揃えており、低価格での提供をしている。以下のグラフからも分かる通り実際にアメリカでは現在右肩上がりです。また、このサイトの
20 メリットとして実際に運用シミュレーションで自分の投資計画を検討できること、クイズや用語集で要点を復習することで理解を深めながら進めることが出来ること、24 時間受講可能でありオフラインでも閲覧可能であることが挙げられる。このように、Udemy を普及させることにより、「投資や金融に対する知識不足」を解決し、投資に対するマイナスイメージを払拭することが出来る
25 となると考える。

二点目の『CAT』とはアメリカで行われている総合取れ匹監視システムであり、米国上場証券の取引に関するすべての注文情報とその顧客情報を、注文開始から階層、修正、取引、約定までの全ての過程にわたって補足するものとなっている。情報の明確化、公正性を目的としており不正取引を防止している。このシステムを導入することによって証券市場の信頼性を得ることが出来る。

このように、「CAT」を導入することによって、投資未経験者の金融機関への信頼性を高めることで個人投資家の増加につながると考える。

10 三点目の『NISA』は、株や投資信託（投信）などの運用益や配当金を一定額非課税にする制度である。現在「ジュニア NISA」及び「積み立て NISA」等は明確な対象層や意図を持って導入された制度改革ではあったが、現状として「ジュニア NISA」においては口座開設数の伸び悩みが目立つ。

また、「現行型 NISA」と「ジュニア NISA」そして「積み立て NISA」が整理されずに並立すれば混乱を招くことも考えられる。そこで「ジュニア NISA」の枠組みを、現行型から積み立て型へと変更した上で、引き出し可能年齢を既存の 18 歳から 12 歳に変更すべきであると考えられる。

これにより、中学校及び高校の入学資金に NISA の資金を充てることができ、「ジュニア NISA」の本来の意図である教育資金の捻出といった意図を明確に伝えることができる。

また、「ジュニア NISA」の制度改革を行い、学校段階で金融経済教育を並行して行うことで教育効果を実践する機会が生まれ、相乗効果を望めると考えられる。

さらに、教育資金が必要な未成年世代には非課税期間 20 年間へと変更した「ジュニア NISA」、資産運用のニーズが多様化することが予想される現役世代に向けては「積み立て NISA」と「現行型 NISA」、資金の取り崩しを

前提とし老後資金の捻出が必要な退職後世代には非課税期間5年間の「現行型NISA」で対応することによってNISAの全体像も同時に整理できる。

このように未成年世代、現役世代、退職後世代の3つの世代に、積み立て型と現行型の2つの枠組みとして広報活動等を行っていくことで制度の意図を
5 的確に伝え、個人投資家のニーズに応じた制度になると考える。

それに加えて「DRIP」とは、Dividended Reinvestment Planの略であり、配当金を受け取ったら株式を自動的に買取してくれる制度である。

アメリカ発祥の制度であり日本では実現されていない仕組みである。

メリットとして買付手数料がかからず、手間が省ける点が挙げられる。しかし、証券会社で海外株式を購入する際、まだまだ手数料が高くまとまった資金
10 で買い付けしないと手数料負けしてしまうのが日本の現状である。そこで長期投資をする際に福利効果を視野に入れることは必須であると考ええる。

この福利効果によっておよそ37年で資産総額は約2倍の差が生まれる。

このようにDRIPの導入によって投資をする際の手数料が省かれる上、自動的に投資が行われるため「投資未経験者の余裕資金の不足」が原因で新規投資家の投資に踏み出せないでいる投資未経験者が投資を始めるきっかけになると
15 考える。

(2) 機関投資家の解決策

日本の証券会社の活性化を促すために、アメリカのリテール証券会社が顧客
20 コンサルティングと多様なツールを提供していることに着目していくことにする。

まず初めにリテールとは、本稿では証券会社、銀行の業務の中で、個人や中小企業などを対象とした小口の業務のことと定義する。初めに米国と日本のリ
25 テール証券会社の事業規模の違いに着目してみる。

この図で見られるように、「主要リテール証券」8社について事業規模を純営業収益と純資産の2種類で比較すると、日本における準大手証券会社、さらには大手証券会社の事業規模よりも軒並み大きいことがわかる。日米間での投信・個人金融資産等の市場規模の違いはあるものの、米国での主だったリテール中心の証券会社は、日本のリテール中心の証券会社のイメージと比較すると各社かなり大きな事業規模であるのが特徴的である。

現在日本のリテール証券業界は、転換期を迎えており、個人に対する金融商品販売の総合コンサルティングを引き続き基軸としながらも、新たなビジネスモデルを模索する必要性に迫られているといえる。こうした中、米国のリテール証券会社の特徴を見てみると、

個人に対する個人の金融商品販売の総合コンサルティングを基軸としている部分では共通点があるものの、いくつかの点で違いがある。顧客との接点の違いについて着目すると、対面チャネルにおいて日本の証券リテール会社は、支店を中核とし、証券会社に雇用された社員が担い手となっている一方で、米国では、アドバイザーを中核として、証券会社に雇用されたアドバイザーとともに、証券会社とは直接的に雇用関係を持たない独立したアドバイザーを通じたもう一つの顧客接点がもう一つの主要な対面チャネルを構成している。以下の図は自社アドバイザーと独立アドバイザーの違いを簡潔にまとめたものである。

20

インターネットチャネルにおいては、個人顧客を主要ターゲットとしている点では共通しているものの、米国の証券リテール会社では、顧客層別の複数の取引プラットフォームを提供しており中小機関投資家や、独立アドバイザー向けのビジネスをもうひとつの主力ビジネスとしていることが特色である。

25 販売商品についてみてみると、日本の証券リテール会社では、投資信託、株式、外債、社債が中心となっている一方で、米国の証券リテール会社では、こ

れらに加えて、ETF や保険商品、銀行商品（預金、ローン）も主力商品としており、多種多様さがある。

ビジネスの手法についてみてみると、インターネット証券では、フローの取引手数料を重視するスタイルは日本と英国に違いはないが、対面ではおおきな違いがみられる。

米国の証券リテール会社では、アドバイザーの残高ベースの投資助言報酬の獲得に重点を置いているとともに、銀行部門の個人ローン等を拡大させており、日本の証券リテール会社と比較してみるとストック的な収入源が大きいのが特徴である。

10 以上の違いを考慮したうえで、今後の日本の証券リテール会社の解決策として以下の方法があげられる。

(2) 企業の解決策

15 第4章では、1999年の「証券取引受託経由悪準則」によって顧客が店舗型証券がネット型証券に流れてしまい、課題としては、ブローカー業務で収益獲得を目的に業務体系変革に加え、販売姿勢の改善が証券会社の課題と述べた。

それらを解決するために我々は、フィードュシヤドゥーティに基づいて、顧客からの営業員の評価をし、公言すると提案する。フィードュシヤドゥーティとは英米法において信託を受けた者が履行すべき義務を指し、信託受託者が信託委託者及び受益者に対し負う義務を指す概念のことで、歴史的に、英国の中世において、財産管理を他者の一任に委ねたことに起因する紛争の解決から生まれ、資産運用に関連して発展してきたものを指す。

25 金融機関が「フィデューシャリーデューティー」の徹底を宣言することで数多く存在する金融サービス提供者の中から投資家や企業から信頼を得るための一種の指標となることを目的とする。宣言をすることが前提となることで金融機関の販売姿勢の改善が成されると考える。現状の販売姿勢では更なる規模投資家層の拡大を見込むことは困難であることは言うまでもない。このような状況の中で証券流通市場の活性化を行うためには、証券会社の販売員における顧客

の母体数を増やすことだけに囚われた販売姿勢を改善することは必要不可欠である。そのため、顧客本位での営業姿勢を行うことを徹底させることを第一歩として、証券会社に対する信頼性の確保を行い投資に対するイメージを変化させることは重要である。良い評価だけでなく、積極的に情報を開示することで、信頼性を構築することが大切だと考える。また顧客からの営業員の評価を公表することによって、意識も変化し他社との競争力も高まり相互に高め合えることができるようになると思う。

次に、収益獲得を目的に業務体系変革をするための解決策を我々は、『銀行と証券会社の業務提携による金融システムの再構築』が必須である。2014年におけるファイアーウォール規制の緩和により金融機関同士の連携が取りやすい環境の整備が行われた。証券会社・銀行間の役職員の兼業解禁が進んでいることで、この2つの機関を融合することは有効的な方法であると思う。こうした連携により、銀行の持つ顧客情報と証券会社の持つ有価証券の知識から幅広い選択肢の中から顧客のリスク範囲に応じた商品を提供することが可能になり、またコンサルティングが行える利点がある。顧客情報を2つの機関で保有することで、新規の投資に関する知識が乏しい個人投資家に対しては明確な資産運用のアドバイスが可能となり、企業においては中長期での付き合いから安定した資金調達が行えるようになる。また、個人投資家が銀証連携口座を開設し、グループ内の有価証券を保有することにより高利率で預金口座が活用できる。さらに、カード1枚で資産運用をスムーズに行うことができることも利点の1つとして挙げられる。

証券会社は銀行の持つ知識・情報の共有により、多額の資金を保有している者に対して営業をかけることが可能となる。また、企業情報を用いることでより的確なM&A等の相談が行うことが可能となり双方の顧客層の拡大が見込める。

「フィデューシャリーデューティー」の徹底がなされることで金融機関の販売姿勢が顧客中心の販売姿勢へと見直しが行われ、販売員の質・サービスの向上につながる。また、顧客からの販売員の評価を公表することによって、同業他社との競争力もあがり、相互の高め合いにより証券市場の質が向上すると考える。

また、銀行と証券市場が連携することによって多種多様な金融のサービスを顧客に広げることができ、顧客のニーズに合わせて質のある業務を遂行することができる。金融システムの構築は、顧客の持つ夢の実現の手助けとなることに加え、目まぐるしく変化する禁輸市場動向に柔軟に対応することができ、業務執行にあたって理想的な形であり、証券市場の活性化を担う上で顧客と市場を効率的な架け橋となるきっかけとなると考える

第 2 節 企業に対する提案

10 第 4 章でも述べたように現在、日本企業において内部留保が年々増加しているにも関わらず、配当や賃金による株主や従業員への還元が不十分であるといった課題が存在する。また、企業と投資家の間でこの課題に対して、企業と投資家との情報開示に対するニーズの不一致が存在しているという課題もある。私たちは解決策として主に 2 つの提案をする。

15 1 つ目は、我々は企業と投資家によるギャップを埋めるために、株主総会において、「内部留保の活用に関する議題を必ずあげる」義務を定める事を提案する。株主総会に内部留保活用について議題が挙がることにより、株主総会で企業と株主が納得のいく理想的な利益分配に繋がると考える。

20 2 つ目は、従業員への賃金増加に内部留保の資金を回すべきであると考えらる。従業員の賃金の増加を行うことは、人的資源への投資と同じであり、従業員の仕事へのモチベーションの向上により、中長期的に企業価値の向上が期待される。そのため、将来の企業を支えていく従業員へ投資を行うことに意義を見出すことが可能である。

25 つい先日、「消費税増税凍結の代替財源として、約 300 兆円もの大企業の内部留保の課税を検討する」と小池百合子東京都知事率いる「希望の党」が掲げたこの公約が話題となっている。内部留保を減少私たちは企業の内部留保は代替財源にはなり得ないという問題点と内部留保に課税するということが「二重課税」の問題を招くなどといった点を軽視していることが大きな問題である

30 それゆえ、有効的なのは株主総会において議題をあげることの義務化と内部

留保を使って従業員の賃金増加（人への投資）に繋げることが解決策であると考ええる。

第3節 証券会社に対する提案

5 (1) アメリカの証券会社の取り組み

日本の証券会社の活性化を促すために、アメリカのリテール証券会社が顧客コンサルティングと多様なツールを提供していることに着目していくことにする。

10 まず初めにリテールとは、本稿では証券会社、銀行の業務の中で、個人や中小企業などを対象とした小口の業務のことと定義する。

初めに米国と日本のリテール証券会社の事業規模の違いに着目してみる。

この図で見られるように、「主要リテール証券」8社について事業規模を純営業収益と純資産の2種類で比較すると、日本における準大手証券会社、さら
15 には大手証券会社の事業規模よりも軒並み大きいことがわかる。日米間での授信・個人金融資産等の市場規模の違いはあるものの、米国での主だったリテール中心の証券会社は、日本のリテール中心の証券会社のイメージと比較すると各社かなり大きな事業規模であるのが特徴的である。

現在日本のリテール証券業界は、転換期を迎えており、個人に対する金融商品
20 販売の総合コンサルティングを引き続き基軸としながらも、新たなビジネスモデルを模索する必要性に迫られているといえる。こうした中、米国のリテール証券会社の特徴を見てみると、

個人に対する個人の金融商品販売の総合コンサルティングを基軸としている部分では共通点があるものの、いくつかの点で違いがある。顧客との接点の違い
25 について着目すると、対面チャネルにおいて日本の証券リテール会社は、支店を中核とし、証券会社に雇用された社員が担い手となっている一方で、米国では、アドバイザーを中核として、証券会社に雇用されたアドバイザーとともに、証券会社とは直接的に雇用関係を持たない独立したアドバイザーを通じたもう一つの顧客接点がもう一つの主要な対面チャネルを構成している。以下の
30 図は自社アドバイザーと独立アドバイザーの違いを簡潔にまとめたものであ

る。

インターネットチャネルにおいては、個人顧客を主要ターゲットとしている点では共通しているものの、米国の証券リテール会社では、顧客層別の複数の取引プラットフォームを提供しており中小機関投資家や、独立アドバイザー向けのビジネスをもうひとつの主力ビジネスとしていることが特色である。

販売商品についてみてみると、日本の証券リテール会社では、投資信託、株式、外債、社債が中心となっている一方で、米国の証券リテール会社では、これらに加えて、ETFや保険商品、銀行商品（預金、ローン）も主力商品としており、多種多様さがある。ビジネスの手法についてみてみると、インターネット証券では、フローの取引手数料を重視するスタイルは日本と英国に違いはないが、対面ではおおきな違いがみられる。米国の証券リテール会社では、アドバイザーの残高ベースの投資助言報酬の獲得に重点を置いているとともに、銀行部門の個人ローン等を拡大させており、日本の証券リテール会社と比較してみるとストック的な収入源が大きいのが特徴である。

以上の違いを考慮したうえで、今後の日本の証券リテール会社の解決策として以下の方法があげられる。

まず一点目に、米国の証券リテール会社のように対面チャネルのように、自社アドバイザーを主要なチャネルとして、残高ベースの投資助言業務に重点を置いた営業手法は、顧客資本総合コンサルティングを指向とする日本の証券リテール会社は参考になると考えられる。米国の証券リテール会社の手法をそのまま日本に当てはめるのは極めて困難であるといえるものの、日本の証券リテール業務において、個人の金融資産の持続的成長という目線を顧客と共有しながらすすめていくという点においてそういった手法を参考にすることは有効な手段であると言えよう。

二点目にあげられるのは、米国の主要な証券リテール会社のように、銀行部門を拡大させて顧客フローを掴むことである。米国の証券リテール会社では、持ち株会社の傘下に銀行を置いて、事業を展開しているのが主流であり、日本も同様に銀行との連携を取り提供金融商品の拡張を図るのも解決策の一つであ

る。

5 三点目は、米国のインターネット証券において、機能を拡張とした取引プラットフォームを中小機関投資家に提供するビジネスを指向とする方法は、日本のインターネット証券において今後のビジネスの発展形態の一つになりうると考えられる。日米では投資家層の広がりには大きな違いがあるものの、日本において個人株式売買の低迷が続く昨今において、デイトレーダーを中心とした個人投資家に依存したビジネスから一石を投じる革新的な方策になりうる可能性を秘めている。またこうした動向がさらなる広がりを見せれば、中小企業投資家を通じて投資家層の拡大や、取引の活性化につながるといえよう。

10

終章

証券市場活性化を促す要員として個人投資家、機関投資家、証券市場の三点に着目してその現場の問題点とその解決策について論じてきた。

15 個人投資家については「Udemy」の普及、「NISA」の利便性向上、「CAT」の導入、「DRIP」の福利厚生を提案し、個人投資家のさらなる増加と投資数が、期待できる。機関投資家については、日本の機関投資家の根本的な業務形態を改善すべきだと考え、米国の機関投資家の業務形態を参考にし、対面チャネルと、インターネットチャネルの2つに焦点を当てて、米国の独立アドバイザーを日本版として導入することで日本の機関投資家が、今以上に円滑に投資を進めることが期待される。証券市場については、フューディンジャー

20 ユーティーに基づいた営業員の評価を提案した。こうすることにより顧客からの信頼を得ることができそれにより顧客がネット証券の利用のみならず、店舗型証券を利用し、同時に新たな顧客層の拡大を望むことができると考えられる。

25 この論文を進めて行く上で、日本の証券市場を活性化されるためにはさまざまな方面からの改善が必要であることを理解したと同時に、証券市場について

の細かな知識や現在の日本の証券市場の現状を理解することができた。

参考文献

- ・「証券取引所の現状と課題」(国立国会図書館 2017 年 12 月 6 日)
 - 5 ・日米株式市場の相違点 株式市場構造と取引手法
 (著者 金融調査部兼パブリック・ポリシー・チーム 研究員 太田珠美)
 2014 年 7 月 28 日
 - ・市場間競争と証券取引所のあり方) 野村資本市場研究所
 - ・社会的企業の資金調達分析-日本事例研究-著者小関隆志 p87-88
 - 10 ・1998 年以降の日本企業の資金調達 著者湯浅由一 p1-34
 - ・戦後日本の資本貯蓄と内部留保 佐藤真人 p3-25
 - ・企業と投資家の建設的な対話に向けて/全国株懇連合
 - ・「ESG 投資の動向と課題」-重要性が高まる機関投資家の視点から-/酒巻
 雅純
 - 15 ・『図説 日本の証券市場 2016 年版』 公益財団法人 日本証券経済研究所
 - ・大辞泉辞書
 - ・『金融の基本とからくりがよ〜くわかる本』著者 久保田博幸 出版 秀和
 システム
 - ・日本経済新聞 2016 年 12 月 19 日 『東京版「金融ビッグバン」を宣言せ
20 よ』
 - ・日本経済新聞 2017 年 7 月 27 日 『「忘れられた市場」意図せぬ活況』
 - ・日本経済新聞 2017 年 10 月 5 日 『ロボアド投資 誕生一年』
 - ・日本経済新聞 2017 年 10 月 5 日 『マネックス証券、ブラックロックと
 「ロボアド」』
 - 25 ・日本経済新聞 2017 年 8 月 21 日 『お金のデザイン、ロボアド刷新投資の
 開始金額下げ』
- ホームページ
- ・首相官邸ホームページ <http://www.kantei.go.jp/>

- ・ 金融庁ホームページ <http://www.fsa.go.jp/>
- ・ 財務省ホームページ <http://www.mof.go.jp/>
- ・ 日本取引所グループホームページ <http://www.jpx.co.jp/>
- ・ 総務省ホームページ <http://www.soumu.go.jp/>
- 5 ・ 日本銀行ホームページ <http://www.boj.or.jp/>
- ・ 日本取引所グループホームページ <http://www.jpx.co.jp/>
- ・ 金 融 情 報 サ イ ト
- <https://www.ifinance.ne.jp/glossary/market/mar061.html>
- ・ SMBC 日興証券 わかりやすい用語集
- 10 ・ 野村証券ホームページ <http://www.nomura.co.jp/terms/>
- ・ 株式投資 初心者向け 入門サイト [http://www.zerokara-](http://www.zerokara-kabu.com/basic/account)
- [kabu.com/basic/account](http://www.zerokara-kabu.com/basic/account)
- ・ 証券市場の活性化対策のあり方について
- <http://www.nicmr.com/nicmr/report/repo/2001/2001win01.pdf>

15