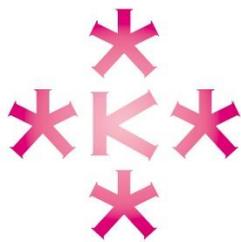


平成 28 年度「証券ゼミナール大会」

5



つながる力。

**大阪経済大学**

OSAKA UNIVERSITY OF ECONOMICS

第 3 テーマ D ブロック

10 「今後の国内証券流通市場の活性化について」

大阪経済大学 石間伏班

## 目次

序章 .....	1
第 1 章 定義 .....	2
第 2 章 証券市場の現状 .....	5
5 第 3 章 日本の証券市場の歴史と海外比較 .....	16
第 4 章 現在の証券市場における課題 .....	24
第 5 章 今後あるべき証券流通市場のあり方について .....	34
終章 おわりに .....	38
参考文献 .....	38

## 序章

日本ではバブル崩壊後経済停滞が続き、2000年代初期からは回復の兆しが見えたが 2008年の金融危機によって日本経済はさらなる打撃を与えられた。こうした金融に対する不信感や、投資より貯蓄といったローリスクを選択する国民性によって、諸外国と比較しても預金の形で保有されている割合が高く、潤沢な金融資産を効率的に成長産業へ投資できないといった間接金融の限界に直面している。このような現状から、1996年にはいわゆる日本版金融ビッグバンと呼ばれる大規模な改革が行われたが、当時役 1200兆円と言われていた家計の金融資産が 2015年3月末には 1700兆円と膨れ上がっており、個人金融資産に占める現預金の比率も 50%前後を停滞している現状において、日本版金融ビッグバンは金融市場の活性化において有意な効果が表れたとは言えず、いまだ日本の金融市場は非効率な現状であるといえる。逆説的に言えば、もしこの 1700兆円にも上る個人金融資産の一部によって証券市場の活性化を促進することができれば、今後における日本の経済成長に対するカギとなるだろう。

今回のテーマである「証券市場の活性化」を述べるにあたり、第1章では、その根幹である証券・金融市場の定義を中心に述べる。第2章で取引推移から今日行っている証券取引の現状を抜き出していく。第3章で、現在に至るまで証券市場に関わってきた歴史について書き出し、第4章から第5章で課題から我々が現在の日本市場において最適格と考える方策を論じていく。

25

30

## 第1章 定義

第一章では、本論文の基礎となる、証券について述べていくとする。第一節では、大きく分けた場合の証券について述べていき、第二節では第一節で述べた、証券をさらに細かく述べていく

5

### 第1節 証券とは

証券は、有価証券と証拠証券に分けられる。

有価証券は財産上の権利、義務を表したものである。そしてさらに有価証券にはそれ自体が有している財産的価値を容易にかつ安全に譲渡することが可能である。一方、証拠証券は、ただ単に一定の内容、事実を証明するものである。

10

### 第2節 証券の種類

有価証券は、大きく資本証券、商品証券、貨幣証券に分けられる。また、証拠証券には、預金証書や借用書などがある。ここでは証券商品について触れていく。

15

商品証券とは商品やサービスを請求する権利を表した証券であり、船荷証券、倉荷証券などがある。次に、貨幣証券とは貨幣を請求する権利を表した証券であり、手形や小切手などがある。最後に資本証券とは、企業などの資金不足主体が家計などの資金余剰主体から資金を得るために発行する株式や債券のことである。狭義的に有価証券と言った場合、この資本証券を指す場合が多いのである。

20

### 第3節 証券市場とは

証券市場は資金余剰体から資金不足体へと資金が貸し出される金融市場の一つである。

25

金融市場とは資金の取引が行われる市場全体を指し、短期金融市場と長期金融市場に分けられる。短期金融市場とは、期間が一年未満の金融取引が行われる市場のことである。一方、長期金融市場とは期間が一年以上の金融取引が行われる市場のことである。また長期金融市場は資本市場とも呼ばれ、その代表格と言えるのが証券市場である。

30

証券市場は機能面から大きく発行市場と流通市場に分けられる。また、この二つの市場は密接に関係しており、流通市場が活発に機能すれば、それに連動するように発行市場が活発になる。そのことから証券市場における発行市場と流通市場の関係は車の両輪とも称されている。

- 5 証券の発行形態としては直接募集と間接募集が行われている。直接募集では発行者が自ら手続きを行い、投資家に対して直接的に募集する発行形態である。これに対して、間接募集では、発行者が仲介業者を通して、投資家に販売する発行形態である。日本の発行形態の多くが間接募集である

## 10 発行市場

発行市場とは、企業などの資金不足主体が資金を調達するために株式や社債などの証券を発行し、それを家計などの資金余剰主体が最初を取得する市場である。また発行市場は発行者から直接的に投資家に証券が流れることから、一次市場（プライマリーマーケット）とも呼ばれるのである。

- 15 発行市場での発行形態として、株式会社の設立に伴う発行と、資本増加を目的とした発行の2種類がある。株式会社の設立に伴う発行にはさらに、発起設立と募集設立に分けられる。発起設立には、出資をすべて発起人が背負うので株式発行を確実に可能にするが、資金力によっては限界がある。一方、募集設立とは、広く不特定多数に株主を募集する方法である。資本増加を目的とした発行に関しても、主に有償増資と株式分割に分けられる。有償増資とは会社が自己資本を調達することができ、株式分割自体には資本が増えることはないが、株式数が増えることにより、1株当たりの株価が引き下がるので、流動性が高まり、後の資金調達が楽になる効果がある。

## 25 流通市場

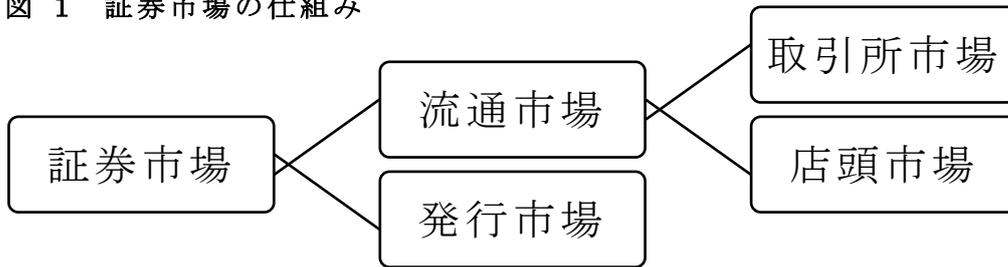
流通市場とは投資家がすでに取得した証券の利益確定などを目的とした現金化のために他の投資家に売却を行うことや企業に対する投資のために株式などの購入を行い、自らの資産の運用などを目的とした株式の購入を行う市場のことである。また流通市場は投資家から投資家に直接的に証券が移動することから、

- 30 二次市場（セカンダリーマーケット）とも呼ばれているのである。

流通市場の取引について、証券取引所を介して売買取引をする取引所取引と、取引所以外で行われるすべての取引を店頭取引という。取引所取引は、円滑に流通を行うために組織化された証券取引所で取引される。この取引所は、日本において、東京と大阪が統合した日本取引所、名古屋、福岡、札幌、にある。

5 対して、店頭取引は、証券会社の店頭を通して、当事者間で行う相対取引で売買される。

図 1 証券市場の仕組み



出典 うかる証券外務員 2016 より著者作成

15

20

25

## 第2章 証券市場の現状

### 第1節 証券流通市場の取引推移

我が国には世界でも有数の取引規模を持つ東京証券取引所があり、上場している企業の本数は2016年10月10日現在で3,528社。これは世界の現物株式市場としての上場法人数で第3位に相当する。2013年7月16日に1100社が市場統合に伴って大阪証券取引所から移設された。

表1 東京証券取引所データ

取引所/市場	売買高 (千株)	売買代金 (百万円)	時価総額 (百万円)	上場会社数 (社)
国内株式市場 計	46,321,815	48,853.909	508,417.966	3,643
東証合計	46,309,263	48,845.929	507,604.081	3,520
第一部	40,963,998	45,976.741	490,176.450	1,977
第二部	1,736,319	369.890	6,339.080	534
マザーズ	1,267,379	1,689.490	3,463.831	231
ジャスダック	2,341,565	809.804	7,586.966	762

出典 日本取引所 HP より著者作成

10

### 第2節 現在行われている取引形態

#### コーポレート・ガバナンス

企業の経営者および経営管理者は、自企業の経営に有利な操作を行うインサイダー取引や組織内での違法行為が禁止されている。コーポレート・ガバナンスは前述のように、モラルハザードや情報の非対称性、違法行為などの株主に不利な条件から株主自身の権利を守る役割を担っている。

コーポレート・ガバナンスのメリットとして、企業側にとっては企業財源を効率的に活用するためにパフォーマンスの最大化を図ることで中長期的な収益性と生産性の向上へのインセンティブが期待され、企業内部の統制が確立できる。株主側にとっては、株主自身の権利の確保・権利行使に関わる環境での平等性の確保が期待され、企業の財政状況や経営状況などの適切な情報開示・利

20

用者に対して情報の透明性の確保が狙いである。

日本では東京証券取引所が 2014 年に金融庁との共同により原案し、翌 2015 年 6 月に適応している東京コーポレート・ガバナンス・コード(東証原則)と、それ以外の証券取引所で適応している OECD 原則の 2 種類を使用している。さらに、OECD 原則は 2004 年の改訂を経て、2015 年に新原則として G20/OECD

**表 2 2015 年版 G20/OECD 原則と東証原則 比較**

G20/OECD 原則	東証原則
<ul style="list-style-type: none"> <li>・効果的なコーポレート・ガバナンスの基礎枠組みの確保</li> <li>・株主の権利ならびに平等な扱い、主要な持分の機能</li> <li>・機関投資家、株式市場および他の仲介業者</li> <li>・コーポレート・ガバナンスにおける株主の役割</li> <li>・情報開示と透明性</li> <li>・取締役会の責任</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>・株主の権利・平等性の確保</li> <li>・株主以外のステークホルダーとの適切な協働</li> <li>・適切な情報開示と透明性の確保</li> <li>・取締役会の責務</li> <li>・株主との対話</li> </ul>

出典 『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 p13 より智者作成

10

### 流動性リスク

市場内で、売買取引が極端に少ない金融商品に対して売り手と買い手の間での逆選択が発生し、取引が成立しにくい状況におかれる。それに加え、取引が成立できたとしても相互での条件不一致における損害が発生する。これを流動性リスクである。

15

### 債権流通市場と流動性プレミアム

流動性が低い金融商品ほど、利回りが高くなることを流動性プレミアムといわれる。債券流通市場では、主に長期債券と短期債券の 2 つに商品が分類される。しかし、長期債券は短期債券より利回りが高いことから高い金利が付与される。さらに、国債の動きに重要なイールドカーブを決定する要因として流動

20

性プレミアム仮説・長期金利であるほど短期金利で期待される取引量で決定される純粋期待仮説・長期金利と短期金利それぞれの金利に対する資金需要で決定される市場分断仮説により決定される。そのため、流動性プレミアムは株式市場、債券市場、さらに国債市場において重要な指標である。

5

### 投資型クラウドファンディング

新規企業や成長企業等が資金提供者である投資家に対して製品・サービス等の開発・研究を目的とし、インターネット上で不特定多数の投資家からの資金調達により資金運用していく。クラウドファンディングには寄付型・購入型・貸付型・投資型の4種類存在するが、ここでは証券流通市場に影響を及ぼす投資型を中心に触れていく。

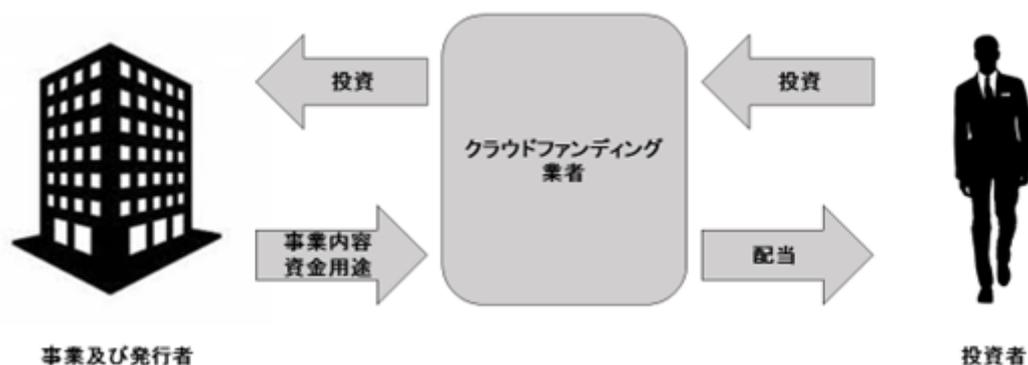
投資型クラウドファンディングは主に流動性の高い株式や国債を扱う株式型と、事業者と匿名組合機関などと契約と締結して資金提供を行うファンド型の2つに分かれる。

株式投資型は主に証券会社やクラウドファンディング専門業者のみが取り扱うことができる。募集を催す規制が設けられており、募集者の条件には年間50万以下の投資額であることや、非上場株式や社債を偽る投資詐欺に対する対策として、投資勧誘方法をインターネット及びウェブサイトを利用した電子メールによる方法のみに制限されている。

募集に成功したとしても、募集を催した事業者と発行者の実在性や発行者の財務状況の確認、事業者の事業計画の鮮明性及び的確性、さらに事業の対する資金用途などを厳しく審査され、適当と見なされたものだけがクラウドファンディング商品として取り扱うことができる。

募集終了後、事業展開を行っている間、投資者に対して現在までに至る事業状況の定期的な情報公開が義務付けられており、毎月定期的に取り扱状況を日本証券業協会に報告する義務が課せられている。

図 2 投資型クラウドファンディング 流れ



出典 日本証券市場 2016年版より著者作成

## 5 投資信託

複数の投資者から資金を収集して多額の基金を作ることにより、投資の専門機関である証券会社や銀行が株式や債権など様々な資産で運用することで、それにより得た収益を投資者に分配する仕組みのことを投資信託である。投資信託の形態には契約型と会社型が存在する。

- 10 投資者にとって少額の資金で株式や債券などの金融商品に投資することができる、規模の経済性と効率的な分散投資ができる、専門投資家による資産運用であるので投資手段の優位性や投資情報などを取得できるといったメリットがある。

- 15 投資信託商品は主に資金募集期間のみに投資家から資金を集める単位型と、資金募集期間後も募集を続ける追加型に分かれる。さらに 50 名以上の不特定多数の投資家に販売する公募投資信託と 50 名未満の少数に募集を募る私募投資信託に分類される。

### ETF(上場投資信託)

- 20 ETF(上場投資信託)は上場企業のみを対象にしているので日々の値動きや株価指数などに変動される。市場平均を中心に投資を行うため、損益の差が小さく、東証などの上場市場を対象にしているため値動きがはっきりしており投資家からの安心感が得られる、費用や手数料が投資信託より安いのが特徴である。

通常の株式投資の売買と同様に、指定した値で注文することができるのも特徴である。

### REIT(不動産投資信託)

- 5 オフィスビルやマンションなどの複数の不動産を購入し、賃金収入や売買益を投資家に分配金として配当する投資信託が REIT である。流動性が高いため換金が容易である、安定した配当が得られる、通常の不動産投資と比べたときに比較的少額であるため手を付けやすいなどの特徴がある。

### 10 確定拠出年金

確定拠出年金は、個人が老後の資産構成を自分で管理する制度であり、資産運用次第では老後に貰える年金が変わるのが特徴である。企業側にとって退職金や企業年金の削減にもなり、負担が減る、業績悪化が軽減されるといったメリットをもたらす。確定拠出年金には企業型と個人型があり、共に加入者数は上がっている。現在、確定拠出年金は国民年金 6718 万人の加入者のうち全体の約 17 分の 1 の 464 万人が加入している。

- 15

図 3 企業型の加入者数の推移

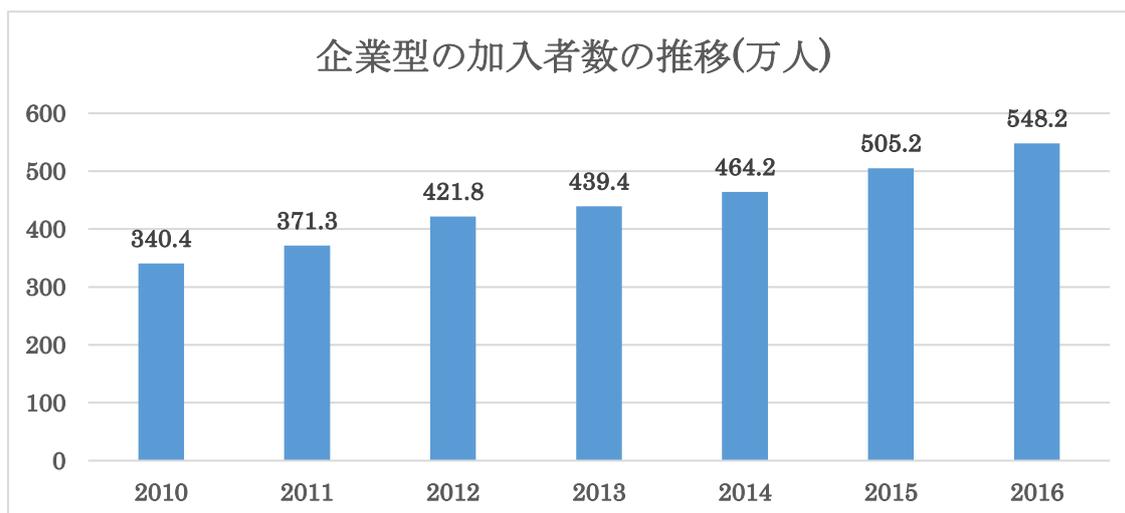
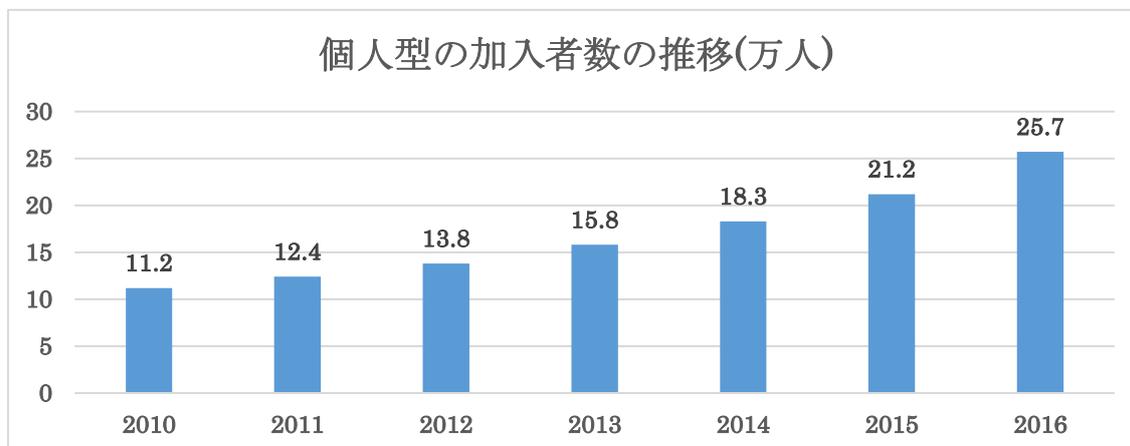


図 4 個人型の加入者数の推移



出典 図 3.4 厚生労働省 確定拠出年度 規約数等の推移 より著者作成

### 5 第 3 節 銘柄各種

流通市場にとって非上場企業株主銘柄は見逃せない存在である。また一度上場廃止となった株式銘柄の再取引は投資家にとっても重要である。

非上場銘柄取引が可能となったグリーンシート銘柄、上場廃止銘柄の取引を可能にしたフェニックス銘柄、そしてグリーンシート銘柄の発展として登場した株主コミュニティについて触れていく。

#### グリーンシート銘柄の廃止と株主コミュニティの登場

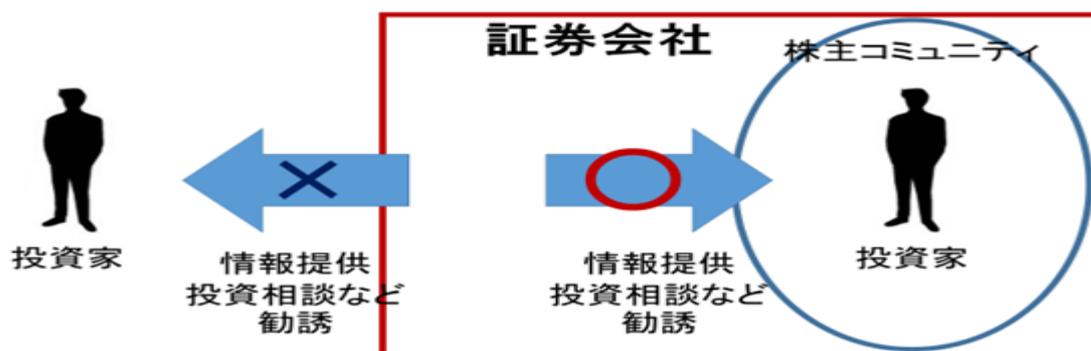
グリーンシート銘柄とは非上場企業銘柄の株式などを平等かつ円滑に取引するための制度である。非上場銘柄であるため上場銘柄に付きまとう審査がなく、日本証券業協会に申請することにより利用が可能となる。また、グリーンシート銘柄の投資勧誘を行う条件として、①譲渡制限が付いていないこと、②株券の様式が適合であること、③株式事務について株主名簿管理人に委託している、等の確認が日本証券業協会で行われている。だが非上場銘柄である故、取引や注文の自由に制限がかけられており、売買時の価格に違いが生じ損害を被る場合がある、経済状況に左右されやすく、倒産の恐れがある可能性があるなどのデメリットが存在する。しかし、一部地域に根差している企業等、非上場企業の株式に対して一定の取引や換金のニーズが存在しており、これらの非上場銘柄に対して応える必要がある。そこで平成 27 年にスタートした株主コミュ

ニティ制度の登場によりグリーンシート銘柄は平成 30 年度をもって廃止となる。

株主コミュニティ制度はグリーンシート銘柄と同様に非上場株式銘柄の取引が可能となった制度である。グリーンシート銘柄と違い、各非上場株式銘柄に株主コミュニティを形成し、コミュニティに申請することにより参加できる。参加した投資家に対してのみ投資勧誘が認められる。

しかし、証券会社が店頭有価証券の銘柄ごとにコミュニティを形成し、投資勧誘や取引をコミュニティ内のみで行うため流通性を制限されるのでインサイダー取引規制の対象外となることや、参加者が株主コミュニティ脱退や日本証券業協会から運営会員として取り消された場合、コミュニティを解散しなければいけない。

図 5 株主コミュニティ



出典 『日本の証券市場 2016 年度版』 公益財団法人 日本証券経済研究  
p177 より著者作成

### フェニックス銘柄

一度上場廃止となった上場銘柄において、一定期間上場廃止銘柄を所持している投資家に限り株式の売買を行うことができる銘柄である。上場廃止銘柄の換金機会の場を設け、上場廃止企業の再生の機会を与える側面がある。

グリーンシート銘柄の派生として生まれたフェニックス銘柄は、特に非上場銘柄の上場廃止の場合、投資家は所持している上場廃止銘柄の売買先に証券会社を経由することができず、上場廃止企業が再上場をするまで、該当銘柄を所持し続ける選択を取ってしまう。そのような事態にならない為にもフェニックス

ス銘柄の存在は見逃せない銘柄と言える。

#### 第4節 金融商品取引法

5 企業の財務情報等の情報開示の制度、金融商品取引業の規制を整備し、金融商品を取り扱う証券会社や銀行に対して必要な事項を定め、金融商品取引所の適切な運営を確保することにより、有価証券の発行及び金融商品などの売買や取引を公正にし、有価証券の流通を円滑かつ資本市場の機能の十全な発揮による金融商品等の公正な価格形成等を図り、国民経済の健全な発展及び投資者の保護に資することを目的とする法<sup>1</sup>である。金融商品取引法の存在により、相場を意図的・人為的に変動させて、一般投資家を誤解させることにより取引を誘引させることを禁ずる相場操作の禁止や、会社内部関係者が企業内情報を、公表される以前に該当上場企業の株式等の売買・取引などを禁ずるインサイダー取引などを禁止されている。

15 改正に従い、株式投資型クラウドファンディングにおいては少額の投資型であるなら参入条件が緩和されたり、インターネットを通じた投資勧誘において詐欺行為などを排除する規制を設けたり、上場企業の資金調達の円滑化に従い、自社株の取得・処分する場合に「大量保有報告書」の提出が不要になるなど、市場の活性化に対するの政策とも言える改正である。

#### 20 第5節 証券税制

##### サブプライム危機と証券市場の現状

25 日本経済はバブル崩壊以降長らく停滞していたが、2000年代に入り回復の兆しが見られた。しかし、2007年のサブプライム・ローン問題を発端として2008年に発生したリーマンショックによって日本経済は再び打撃を受けた。日本における証券市場はリーマンショック以降低迷が続いており、活性化を図ることが望ましい現状にある。このような現状の中で、個人資産を効率的に証券市場へ流入させる手段として、少額非課税投資(NISA)が注目されている。次項ではそのNISAの概要と現状について論じたい。

---

<sup>1</sup> 金融庁 金融商品取引法について <http://www.fsa.go.jp/policy/kinyusyohin/>

## NISA の概要

5 NISA(少額非課税投資)とは、2014 年より新たに導入された株式や投資信託のインカムゲインやキャピタルゲインを一定額非課税にする制度であり、個人投資家を税制面で優遇する措置であり、従来より課題とされてきた個人投資家の証券市場への参加を促進する制度である。NISA 口座を開設することによって、2014 年からの 10 年間、年 120 万までの枠内において最長 5 年間非課税で取引することができる。

表 3 NISA の概要

口座開設資格者	20 歳以上
制度期間	2014 年から 2033 年まで
期間	5 年
投資総額	最大 500 万円まで
非課税投資枠	毎年 120 万円まで
非課税対象	上場株式・公募株式投資信託等の配当金・分配金・譲渡金

10 出典 東海東京証券「NISA の概要」より著者編集

## NISA の現状

15 NISA 制度が導入されてから 2 年以上が経過したが、口座数は年々増加傾向にあり、それに伴って購入額も増加している。また、口座開設者の属性を見ても投資未経験者による利用が年々増加傾向にあり、NISA 制度によって従来投資に無関心だった層を取り込む効果があることがわかる。また、年代別の割合を見ても年々若年層の利用者が増えており証券市場の活性化において、NISA の存在を無視することは出来ない。

20

図 6 証券会社の NISA 勘定設定口座数推移 図 7 投資経験者・未経験者別の割合

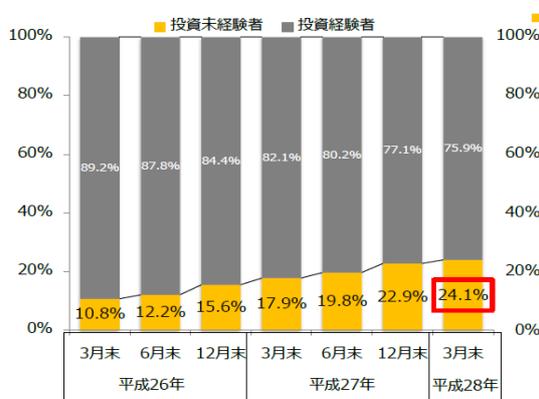
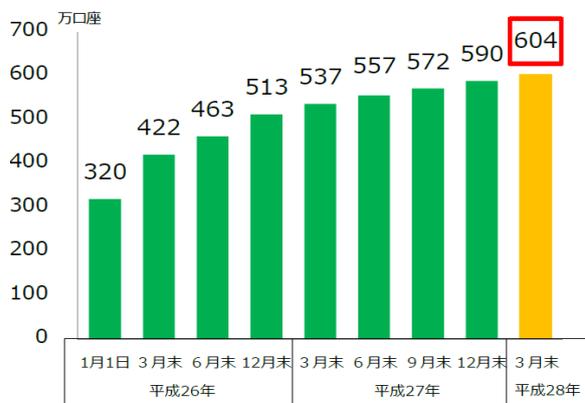


図 8 NISA 利用者の年齢別利用者数

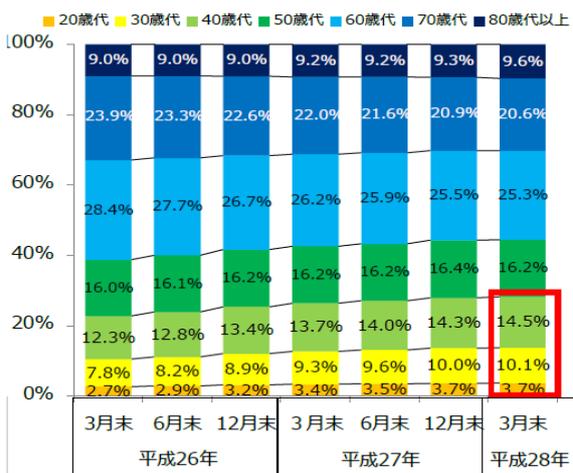
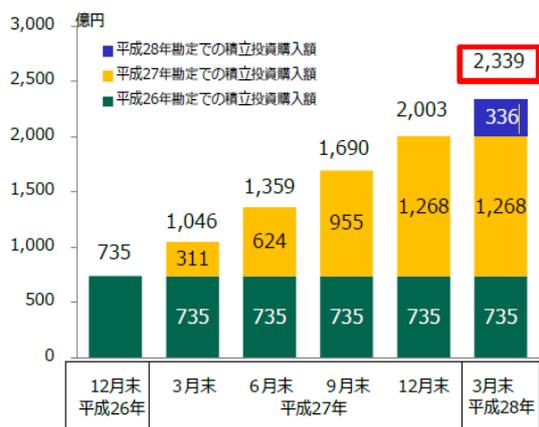


図 9 証券会社の NISA 勘定設定における積立投資購入額の推移



出典 図 6-9 「「NISA 口座開設・利用状況調査結果」 (平成 28 年 3 月 31 日現在) について」 日本証券業協会 p2~41 より引用

## 第 6 節 日米比較

10 日本の 1948 年に旧証券取引法は米国の 1933 年証券法および 1934 年の証券取引所法を参考につくられた。図 4 の通り、世界最大の金融・証券市場をもつ米国の制度を参考にしつつも、日本独自の進化を遂げてきた。この節では、金融・集権市場における日米の違いを述べる。

15 まず、日本の株式取引が東京取引証券所に集中しており、一極集中型なのに対して、米国は複数の取引所が取引していることが大きな違いとしてあげ

られる。日本には4か所の取引所（東京、名古屋、札幌、福岡）米国は13か所あり（ニューヨーク証券取引所、ナスダックなど）がある。日本において株式の取引は取引所をかいして売買を行う取引と取引所を介さない取引所外で行われるものがある。日本では店頭取引を除き上場した取引所いがない  
 5 での取引は認められていないが、米国には非上場証券し取引特権があり、他の証券取引所であれば取引可能という制度であり、証券所同士で競い合う競争市場となっている。日本のように重複上場によるコスト増の心配がない制度である。

10 表4 主要株式市場の国際比較（2016年5月末）

（社、億円）

	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	5.180.415	2.755.778
ニューヨーク 証券取引所	8	2.360	20.643.201	8.258.096
ロンドン証券 取引所	11	911	3.494.606	812.323
ユーロネク スト	10	1.063	3.800.889	866.542
ドイツ取引所	3	601	1.857.817	635.706

出典 世界取引所連盟および各証券取引所公表資料より野村資本市場研究所作

成

## 第3章 日本の証券市場の歴史と海外比較

### 第1節 証券の民主化

敗戦後、日本の経済は GHQ の監督下で取引所の再開を認められなかったため、約四年間は証券取引を行う公的な場が存在せず、黙認された店頭地理引きが続けられていた。この間に GHQ によって発表された降伏後における米国の「対日方針」によって財閥解体の方針が成立することとなり、これによって財閥は所有している株式を放出せざるを得なくなり、在場による企業への影響力は排除される形となった。

このような財閥株式の分散は「証券民主化運動」と名付けられ、1947年から51年まで集中的に行われた。「証券民主化運動」の目的として、戦前の財閥によって行われた特定企業による独占や集中を避け市場経済を効率化すると同時に、戦後処理による企業再建整備のために一般大衆による多額の資金を必要とした事にある。

結果として、終戦直後には50%前後であった個人株主比率が49年度では約70%まで上昇し、これによって GHQ は証券取引所の再開を認めた。なお、証券取引所の再開に先立ち、1948年にはアメリカの法制に加え、1934年の証券取引法の影響を強く受けた信証券取引法が施行されたが、その際に GHQ によって、①時間に優先 ②上場証券の取引所への集中 ③先物取引の禁止、といった「市場三原則」が提示された。それにより、東京、大阪を始めとした全国9か所の取引所が開設された。

### 第2節 高度成長期の株式市場

1950年代後半には工業化の進展による企業業績の成長によって証券市場も発展を迎えた。この時期の企業金融における証券市場からの比重はごく小さいものであったが、企業の資金調達意欲は高く、金融引き締めによって間接金融による資金調達が困難になると、株式発行によって資金を調達した。しかし、当時の主力であった個人株主は金融資産の貯蓄が少なく、株式の購入資金を保有株式の売却によって捻出する傾向があった。このような株式発行によって、既存の株式市場が売り圧力となる矛盾が存在していた。こうした矛盾が1965年の山一証券の経営危機に端を発した証券恐慌へと繋がっていく。このような

証券恐慌は証券取引法の全面改正もあって、60年代末にはほぼ沈静化した。

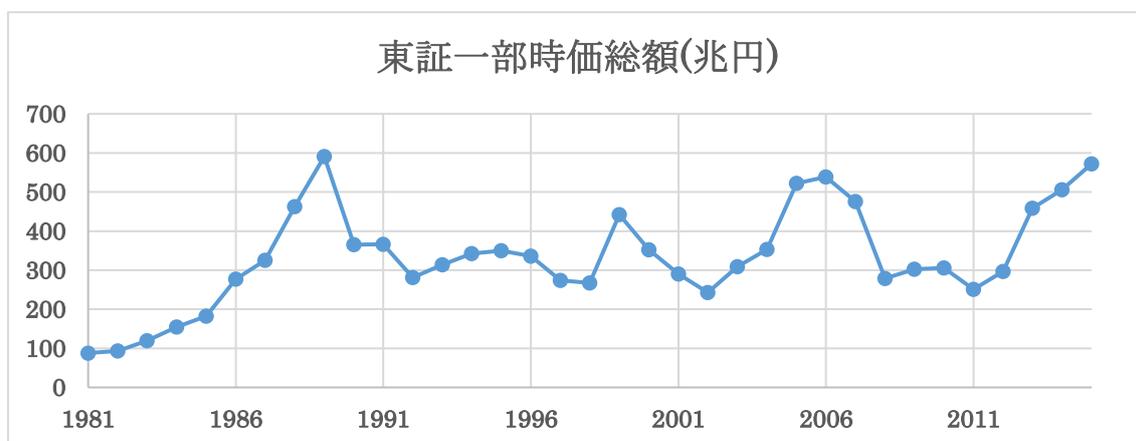
この時期の証券市場は国際化と国債化といった二つの特徴がある。80年代までにおいて日本の経済は2度の石油ショックに見舞われたが、その間に新しい資金調達方式の導入や金利の自由化によって、他国と比較しても経済への悪影響は少なく乗り切り、日本経済への評価が高まったことから、日本の証券市場に海外の投資家が流入してきた。これによって、日本の証券市場は80年代から国際化していく事となる。

### 第3節 バブル経済

1985年のプラザ合意による急激な円高により、輸出産業を中心とした産業は業績不振に陥ったものの、内需依存型の企業においてはむしろ好材料であった。86年の金融緩和以降、いわゆる「トリプルメリット」により経済は急激に拡大した、その中で1987年に「ブラック・マンデー」により株価は、一時暴落したが、その影響はごく小さいものであった。この経済動向によって、企業は新規株式の大量発行によって資金を獲得し、さらにその資金も株式投資に向かうといった財務テクノロジーブームとなった。この影響は個人投資家にも及び、不動産市場を中心としたバブルが発生した。

このような経済動向は、株式市場の規模にも影響を与え、1980年代末には、図10にもみられるようにニューヨークを上回る規模となった。

図10 東証一部時価総額推移



出展 「日本取引所グループ」市場別時価総額

#### 第4節 バブル経済崩壊と日本版金融ビッグバン

1990年に入ると、金利の上昇や不動産関連融資の総量規制などの量的規制をきっかけとし一気にバブル経済は崩壊した。また翌91年には証券業界の相次ぐ不祥事によって、証券市場そのものに対する不信感が高まった。これによって証券業界では競争原理の注入による業界構造の改革が行われ、92年から94年にかけて株式売買手数料の段階的自由化などといった、証券市場の自由化政策が図られることとなった。

このような流れの中で、1996年に内閣によって「日本版金融ビッグバン」宣言が発表された。この「日本版金融ビッグバン」は98年の金融システム改革法施行をきっかけとし、①市場取引対象商品の拡大 ②取引所集中原則の撤廃 ③証券業者の登録制移行、以上の3つを中心とした改革が進められた。しかしながら、この「日本版金融ビッグバン」による証券市場の活性化を目的とした構造改革の効果は十分とは言えなかった。理由として、2001年に金融庁によって発表された「証券市場の構造改革プログラム」では、日本の証券市場が日本版ビッグバンによる一連の改革にもかかわらず、改革前と比較して直接金融の機能が十分に高まっておらず従来通り間接金融に依存しており、個人投資家の株式市場への参加が低迷していると指摘した。これを受けて、翌2002年には「証券市場の改革促進プログラム」が公表された。このプログラムの基本方針として、多種多様な投資家の市場参加を促進し、公正かつ効率的な証券市場を作り上げていくことが基本方針とされ、2004年の証券仲介制度制定を契機として証券市場の活性化が必要不可欠となった。

#### 第5節 リーマンショック

1980年代、レーガノミクスと呼ばれる経済政策を実行し、米国経済は活況を取り戻した、1987年にはブラックマンデーと呼ばれる株価の大暴落が起き世界的な混乱を引き起こしたが、同時にM&Aの活性化、資金調達手段の多様化、それに関連して証券化の進展などにより、証券業務が拡大した。

1999年には急激な金融制度改革である金融サービス近代化法が成立し同法により銀行・証券会社・保険会社間の相互参入が容易になった。さらに、90年代後半には情報・通信産業の急激な発展に伴い、IT関連企業の株価が高騰しI

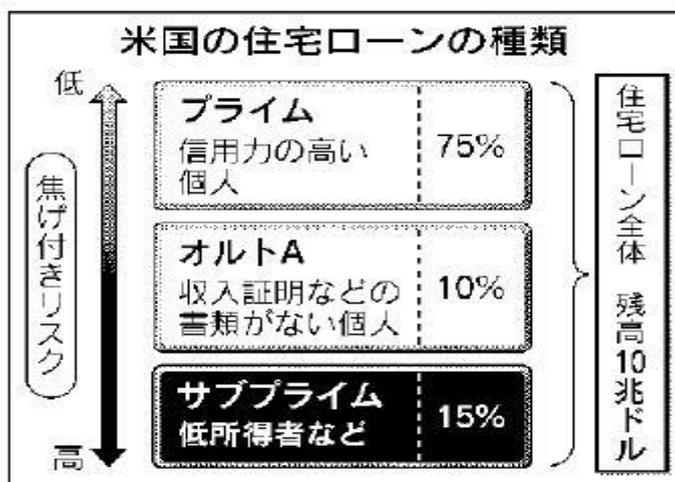
Tバブルと呼ばれるバブルが発生した。しかし、2000年の利上げを契機に株価は大幅に下落し、短期間で崩壊した。エンロンやワールドコムが破綻し、それが不正会計に端を発していたことがあきらかになると投資家による証券市場に対する不信感が高まった。この件をうけ会計情報の透明性・正確性を高めることを目的に、コーポレート・ガバナンス（企業統治）の在り方や監査制度を根本的に改革するサーベンス・オクスリー法（企業改革法）が成立した。そして2000年半ば、住宅ブームを背景に信用度の低い借手を対象にした住宅ローン（サブプライムローン）が拡大した。リーマンショックとは、2007年のサブプライム問題を発端に金融市場がこんらんし、2008年のアメリカの大手金融会社リーマンブラザーズが破綻した結果、引き金となり資金調達がままならず破綻する金融機関が相次ぎ世界的金融危機に発展した。实体经济に与えた影響も多大であり、米国だけで数多くの金融機関の破綻し、無理な借り入れや不動産価格の暴落により、多くの人々が家や資産、職を失うこととなった。そもそこのような問題が起きた原因は、住宅ローンを組むとき、通常は金融機関から信用、年収、仕事を厳しく審査される。しかし、サブプライムローンでは図12にある通り、一般の金融機関でローンを組めない以下のような人も対象になった。年収に対して50%以上の借り入れがある人や、過去1年間で、ローンなどの支払いの遅延を2回以上している人、過去5年以内に自己破産している。つまり金融機関にとっては、ハイリスクリスクローンであるはずのムーディーズやS&P（スタンダード・プアーズ）をはじめとするメジャーな格付け会社は、こぞってサブプライムローンが組み込まれた金融商品に高い格付けを行ったことにより被害を拡大させた要因である。

図 11 リーマンショック時の株価



25 出典 SBI証券より引用

図 12 サブプライムローン 概要



出典 日本経済新聞サブプライムローンABCより引用

- 5 サブプライムローンはさまざまな金融商品に複雑に組み込まれていたため、実体につかめず多くの投資家の間で信用不安が広がった。それは市場をパニックに陥れ皆を資金の引き上げに走らせた。さらに投資家だけでなく銀行間においての相互の信用不安により、銀行が資金調達に多大なコストをかけなければならなくなった。株価の暴落や金利引き上げなどがおき、人々が景気の先行きを不安視したこともあり、世界的に購買意欲の低下がおきた。日米欧などの先進各国では GDP もマイナス成長となり、この金融危機の損失は OECD（経済協力開発機構）の試算によるとすくなくとも 35 兆円に達する。

- 15 この金融危機に対して各国は、政府や中央銀行が相次いで景気対策を打ち出した。まず資金不足に陥っている金融機関を支援するために、米国連邦準備制度（FCD）は 3000 億ドル規模、英国は 500 億ポンド、フランスとドイツは合わせて 1200 億ユーロもの資本注入が行われた。日本でも同様であり、日本銀行が大量の資金投入で投資家や金融機関が引き上げた資金の肩代わりを行った。金融市場の機能を確保するために大量の資金供給を行うなどの緊急措置を行ったことにより、更なる危機的な状況はかろうじて回避することができた。しかし各国の政策により比較的早く市場は落ち着きを取り戻したが、先の金融危機の負の遺産が不良債権や景気後退という形で大量に残された。各国中央政府は

追加政策として、政策金利の引き下げや企業の CP 買い取りを実施した。米国では雇用創出などを目的としたアメリカ再生・再投資法が施行され、GDP 比で 5%に達する約 8000 億ドルもの景気刺激策がとられた

その後一連の世界同時金融危機を教訓に 2010 年にその原因となった米国は 80

5 年ぶりに金融規制改革を行いドッドフランク法が可決された。

主な論点は以下の四つである。

- ・消費者保護の強化
- ・金融システムに対するリスクの最小化と、監視システムの構築
- ・店頭デリバティブ市場の透明性強化

10 ・金融機関の資本やリスクマネジメント態勢への規制の強化

結果、銀行や証券会社、その他金融機関に、ボルカールールと呼ばれるリスクの高い一部の金融商品の取り扱いの禁止役員報酬の細かな規制、ヘッジファンドへの公機関への運用報告の義務化、格付け会社への透明性を求めるなどさまざまな規制が取り決められた。リーマンショックは、金融会社のみならず一般  
15 の消費者を巻き込んだものとなった。債務者の金融リテラシーのなさ金融機関の傲慢、格付け会社の不透明性など、さまざまな要因が絡んで起きたものだと考える。適切な金融規制と一般消費者の金融リテラシーが、必要な知識となっている。日本の証券市場の活性化に必要な要素として、金融知識を深め賢い消費者になると同時に日本人が株式投資に抱く負のイメージ解消しなければならない。  
20

## 第 6 節 マイナス金利政策

今年 1 月末の日本銀行のマイナス金利政策の実行は日本の株式市場にとってプラスの影響がある、市中銀行の日本銀行に対する預金の一部の金利が-0.1%  
25 となった。このことにより長期国債金利にも低下の圧力がかかり、マイナス金利が取られてからここ数年で過去最低の-0.3%まで金利低下が起きた。三菱東京 UFJ が国際入札の特別参加者の資格を返上したのも記憶に新しい。その影響で、金利低下により設備投資などのための借り入れコストが低下し経営リスクが減少し、その分、配当金の支払いの増加の可能性が高まる。2008 年以降、  
30 東証一部の配当利回りが長期国債の利回りを上回っており、今回のマイナス金

利によりさらにその乖離が進んでおり株式投資への投資が見込まれる。銀行株は大幅な下落をしたが、マイナス金利のメリットを受ける企業株は上昇する可能性がある。例に挙げると不動産業界や自動車産業などは長期金利の低下によりローンも金利低下の圧力がかかり、それにより不動産や自動車を購入しやすくなる。銀行、目先の利鞘の縮小などは免れないが、中長期的にみて経済の活性化による資金需要の拡大による得がある。証券業界、市場であぶれた余剰資金が証券市場に流入し、日本人の株式投資の資産比率が増加し市場の活性化が見込める。さらに金利が低下し企業の経営リスクが下がれば、その分配当金の増加も見込める。

10

図 13 東証 REIT 指数

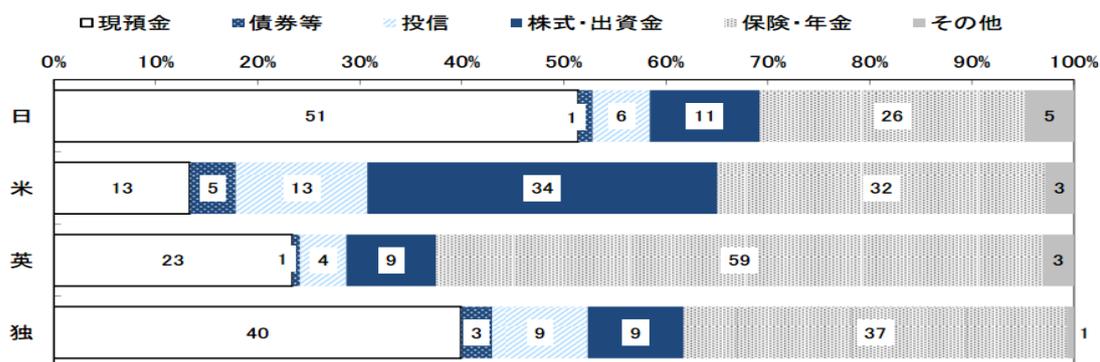


出典 イクラ株式会社より引用

15 また、マイナス金利にいち早く反応を示したのが東京証券市場に上場するREIT（不動産投資信託）である。不動産への投資が過熱しているのも今後の証券市場の活性化につながる1つの要因になるのではないかと考える。REITは法律上利益の90%以上を分配金として投資家に配当すると法人税がかからなくなる。つまり会社の貯金となる内部留保金がほとんどないので、新たな不動産を20購入する際は新しく増資するか銀行からの借り入れに頼るしかない。借入金の利子は非常に大きな経営コストなので今回の金利低下はREITの収益率を大幅に上昇させることが見込める。事実、東証REIT指数は1月28日には

1686.53 だったがマイナス金利発表あとの 4 月 8 日には 1905.39 と 12% も急上昇している。上半期だけで外国人投資家が多額の買い越しをおこなっており、これは先にマイナス金利を導入していた欧州における REIT の伸びを根拠にしたものだと考察できる。日本の金融市場が活性化しない問題点は、国民の家計の金融資産においての現金・預金や保険の割合の多さである。図 14 の通り、2015 年 3 月末時点において、日本の家計の金融資産構成は現金・預金 51%、債券 1%、株式 11%、投資信託 6% となっており、欧米と比較すると圧倒的に株式や投資信託、債券といったリスクがある資産を好まない傾向にあるといえる。しかし、このように極端に現金預金や保険に偏った資産構成では、リスクヘッジができておらず急激なインフレが起きた時、円の価値が暴落し円建ての資産は多大な損害を受けることとなる。つまり本当にリスクを減らしたいのであれば理想的な資産構成をめざし株式や公社債、不動産などそれらの資産へ偏りなく投資する、リスクをうまく分散したポートフォリオを組む必要がある。このような偏った資産構成は金融知識の無さが生む引き金となる。その結果、終身雇用や年功序列の昇給制度などが徐々に崩壊し、確定拠出年金や NISA など国の新たな金融政策が開始し、自己責任のもと資産運用を行わなければならない場面が増えてきている。

図 14 家計金融資産構成比の国際比較



(注) 各国の残高データは取得可能な以下の時点のデータを使用。  
 日：15/3 月末、米：15/3 月末、英：15/3 月末、独：15/1 月末  
 (資料) 日銀、FRB、英国国家統計局、ドイツ連邦銀行よりみずほ総合研究所作成

20

出典 みずほ銀行 HP より引用

## 第4章 現在の証券市場における課題

### 第1節 証券流通市場の活性化の定義

課題を抽出する前提として、我々が求める証券流通市場の活性化の定義を書き留めておく。証券流通市場の活性化の定義とは、プレイヤー(投資家)の増加と、証券市場上の取引量の増加であると考え。その為に、投資制度と投資家、そして家計の3つの側面から考えていく。現在施行されている投資制度の改革・簡略化による制度の透明化、現存するプレイヤーの投資量の増加、さらに新たなプレイヤーである家計が証券市場に参加できる証券流通市場創りである。

### 10 第2節 国内投資家における課題

#### (1) 保有別による金融商品選択事情

一般家庭の金融商品の保有先は91.9%と圧倒的に預貯金を占めている。次点で13%の株式、9%の投資信託と株式投資に関する項目に移る。だが、実際に証券投資に回している割合は約25%と預貯金と比べ4分の1と低迷しているのが現実である。しかし、実際に興味を持っている金融商品に預貯金を回答している人数は58.1%と訳半数を占めているが、証券商品に注目すると16.6%の株式、10.6%の投資信託を回答した人数は実際に保有している時と比べ、割合が高い結果を出している。さらに証券商品全体では約40%を占めている。これらの結果から、一般家庭において株式投資には興味はあるが、保有先として選ばれにくいと言える現状である。

図15 平成27年 金融商品の保有実態等

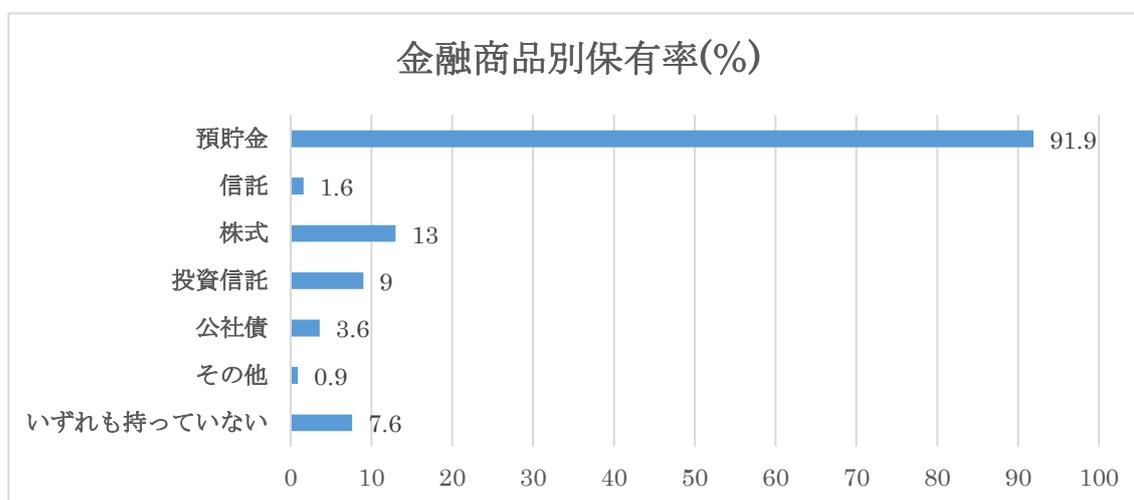
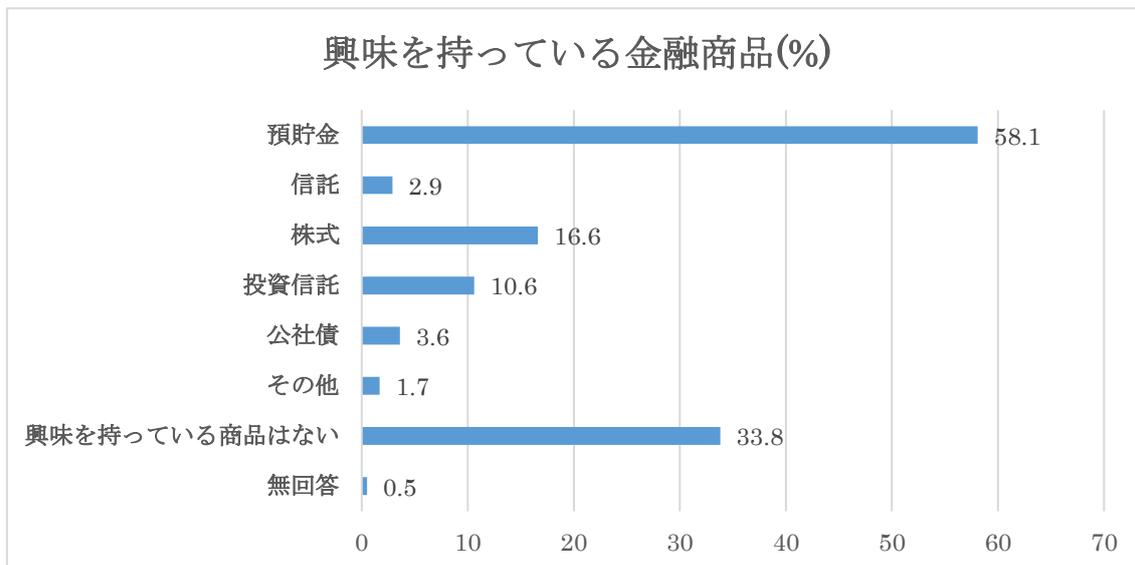


図 16 平成 27 年 金融商品の保有実態等



出典 図 15. 16 日本証券業協会 平成 27 年証券投資に関する全国調査 p6  
p15 より著者作成

5

## (2) 証券商品に対する意識問題

証券商品に対してのイメージの問題が降りかかる。証券投資を必要と考  
えている割合は 23.7%で、必要でないと考えている 75.8%との比較は約 3 分の 1  
である。必要と答えている層の大半以上は預貯金だけでは十分な利息が期待でき  
ないと考えている。さらに将来の生活資金のための準備として行っている層が  
43.8%、現在の保有額では不安と答えている層が 26.2%と続いている。

しかし必要と考えていない層は証券投資に対してリスク負担の回避思想、賭  
博との位置づけなどマイナスイメージを抱いており、さらに金融リテラシー不  
足も問題である。国内投資家層の増加には投資家自身の意識改革や金融リテラ  
シー教育の向上が必要と考えられる。

15

図 17 証券投資の必要性

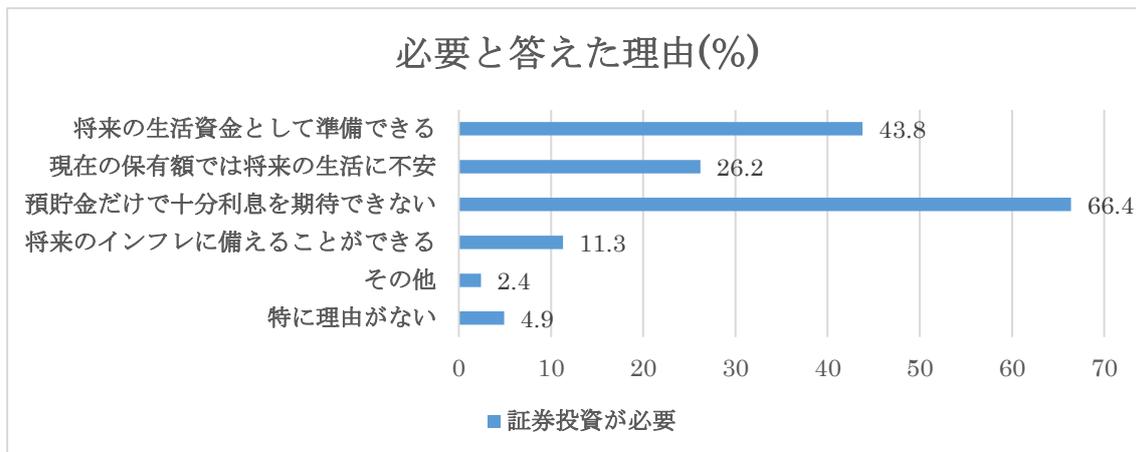
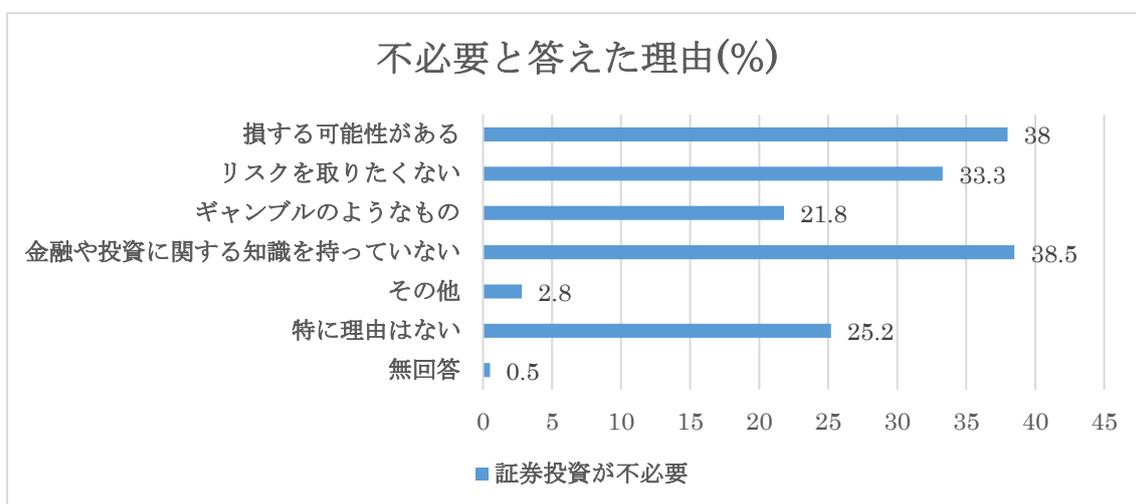


図 18 証券投資の不必要性



出典 図 17.18 日本証券業協会 平成 27 年証券投資に関する全国調査 p16  
より著者作成

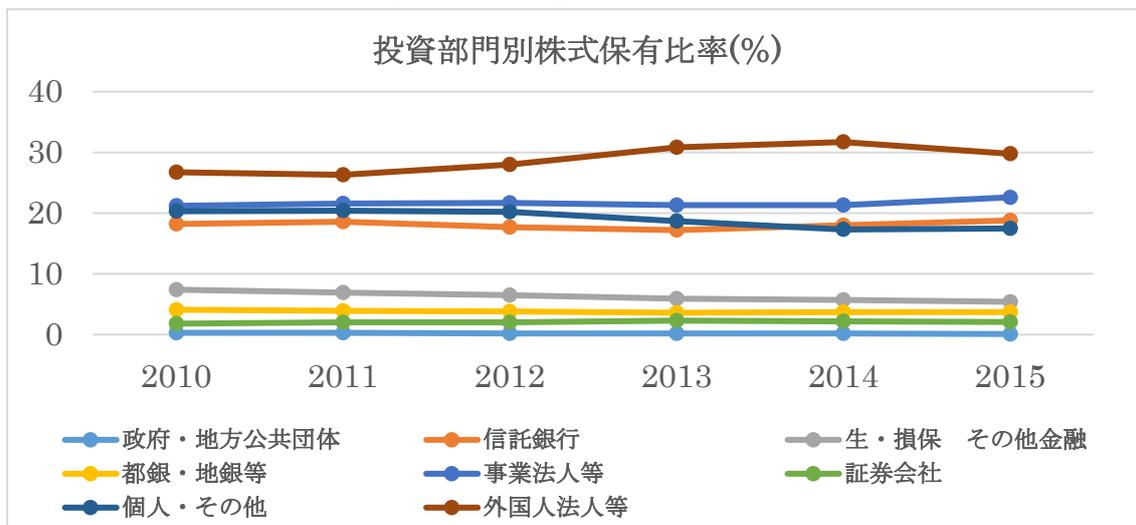
5

(3)海外投資家の増加と国内投資家の減少

日本の証券商品の海外投資家の割合はここ 5 年で 30%を超える水準となっており、日本証券保有支持のトップを走っている。一方、国内個人投資家の割合は 20%を下回っている。ここ 5 年で平衡推移を保っており、向上の兆しが見られないのが現状である。ここから現在の日本の証券流通市場を約 3 割が国外投資家層によって支えられており、国内個人投資家での活性化は見込みにくいことがわかる。

10

図 19 投資部門別株式保有比率の推移

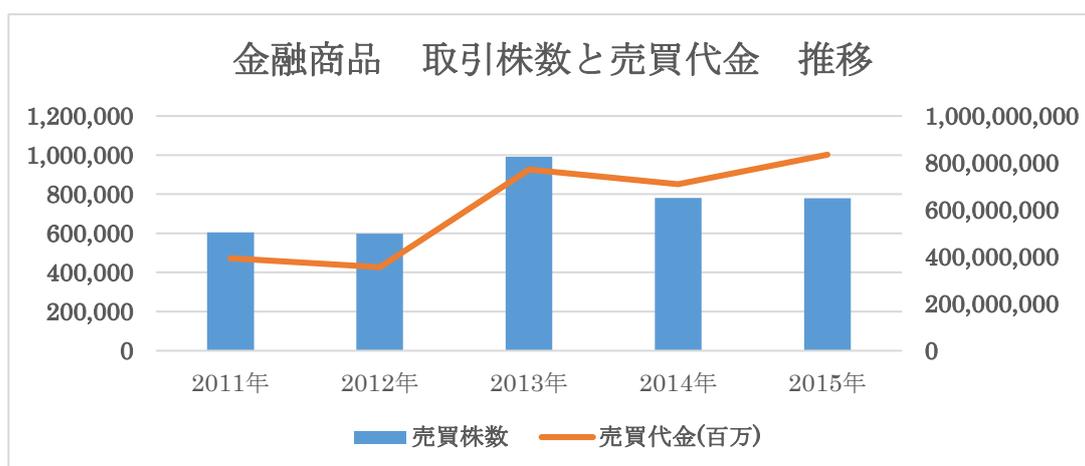


出典 日本証券所グループ「株式分布状況調査」より著者作成

(4)国内株式金融商品取引数と売買代金の推移

- 5 日本の金融商品について、近年の取引量と売買代金額の推移を見ていく。売買株数では、2013年に民主政権が交代したため一時的な伸びが見えたものの、翌2014年以降は平行となっている。このデータから売買株数は一時的な伸びを示した2013年を除き、著しい変化は見られない。売買代金額においても同様2013年に著しい伸びを観測して以降2011年から2012年と2014年から
- 10 2015年の推移は平行と、それほど目立った変化は見られない。

図 20 金融商品に関する取引株数と売買代金推移

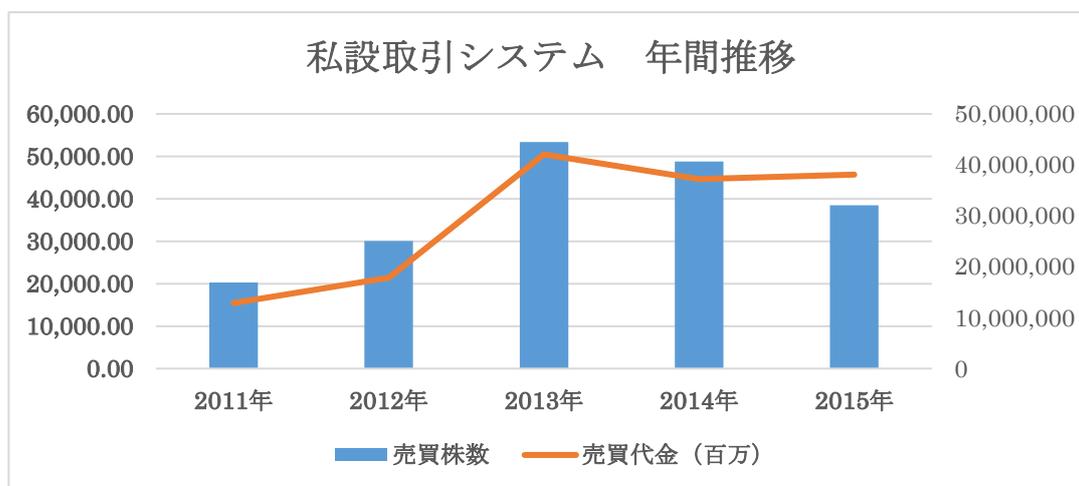


出典 日本証券所グループ 金融商品取引所上場銘柄のPTSにおける年間売買状況等（売買代金 売買株数）より著者作成

次に証券会社を介さずに株式売買が可能な私設取引システム(PTS)の推移を見ていく。2012年に5%ルールを適応外にした翌2013年から2倍近い伸び代を出しているが、過去2年間においては取引株数の減少が目立ち、売買代金においては並行となっている。

- 5 金融商品市場全体と私設取引システムでの株数と売買代金額の推移を比較した場合、5%ルールを除外したのにも関わらず2014年から株数が下落している証券会社外による私設取引システム。対して私設取引システムを除いた場合、金融商品取引自体の株数は上昇している。この結果から5%ルール以外にも私設取引システムに何らかの課題が存在すると考えられる。売買代金額については、どちらも上昇傾向にあるが、額単位から私設取引システムにおける代替数は金融商品取引額全体から微増であると言える。
- 10

図 21 私設取引システムに関する取引株数と売買代金推移



- 15 出典 日本証券所グループ 金融商品取引所上場銘柄のPTSにおける年間売買状況等(売買代金 売買株数)より著者作成

### 第3節 投資制度の海外比較から見る課題

#### (1)日米の代替取引システムと高頻度取引(HFT)

- 20 日本の私設取引システムの米国版である代替取引システムと比較していく。日米両国の私設取引システムには、高度のコンピューターと情報通信技術を駆使して、前もって組んでおいたプログラムにより、売買の注文の発注とキャ

ンセルを行う高頻度取引(HFT)が存在し、これにより夜間の取引が可能となっている。

しかし、米国では代替取引システムが市場全体に分散化できているのに対して、日本の私設取引システムのほとんどが東京証券取引所で行われており、分散化ができていない。米国では投資家の注文がどこの市場に出したかに関わらず、最も活発な市場に注文を回送することにより、市場競争の促進を狙う仕組みを採用しているためである。

さらに、高頻度取引には以下に述べるメリットとデメリットが存在する

- 10
- ・市場情報の高速取得による、価格発見機能の効率性の向上
  - ・市場の流動性の向上
  - ・取引の小口化

デメリット

- 15
- ・HFTによってもたらした市場の流動性の質に対する懸念
  - ・高度の情報・取引能力による、他の市場参加者の公正性に対する懸念
  - ・短期間に実態の価格から乖離した価格へと変動する恐れがある

そこで米国では高頻度取引に対する以下の規制が行われている。

- 20
- ・大幅な価格変動による取引の停止を個別銘柄ごとに行うサーキット・ブレーカーの導入
  - ・現在の価格から一定以上乖離した取引を取り消す誤発注取消ルールの導入
  - ・一定の大口市場参加者に対して認識番号を付けることで、取引行動を分析・追跡することができる大口取引者報告制度の導入

などのさまざまな高頻度取引の弱点と補う対策と打ち出している。

- 25
- 日本では、ほとんど東京証券取引所で行われており、それ以外ではSBI証券が行っている程度である。日本の私設取引システムのデメリットは分散化ができていないこと以外に、投資行動の全体像を取引所が把握しきれていないことがあげられる。これは日米の代替取引を比べたときに大きな差であると言える。

(2) NISA 課題

NISA 制度の開始から 2 年以上が経過し、課題も明らかとなってきた。課題の一つとして NISA 口座開設者による金融機関や専門家からのアドバイスが不足している点が挙げられる。この現状について、図 7 が示す通り NISA 利用者

5 の内、投資経験者が占める割合は年々増加しているものの「金融総合定点調査金融 RADAR」によると図 21 が示す通り、NISA 口座の開設や金融商品の購入タイミングについて「判断できる」と回答した層ほど、金融機関や専門家からの情報提供に不足と感じていることがわかる。また図 23 にも見られる通り、

10 このような層は、資産運用に関して定期、預貯金よりも株式による運用を選択するといったリスク選好的な性格が見て取れる。また、この調査では、NISA 口座が未開設である回答者のうち、金融リテラシーの高い層では、NISA 利用者と同じく、資産運用に関して金融機関からの情報不足といった点に不満を抱いていることが明らかとなった。以上の現状から証券市場の活性化のためには

15 NISA 口座を中心として、金融機関や専門家による個人投資家への情報提供を充実させることが重要だと考える。

図 22 「金融機関からの情報が不足していると思う」(NISA 開設状況・購入タイミングの判断力)

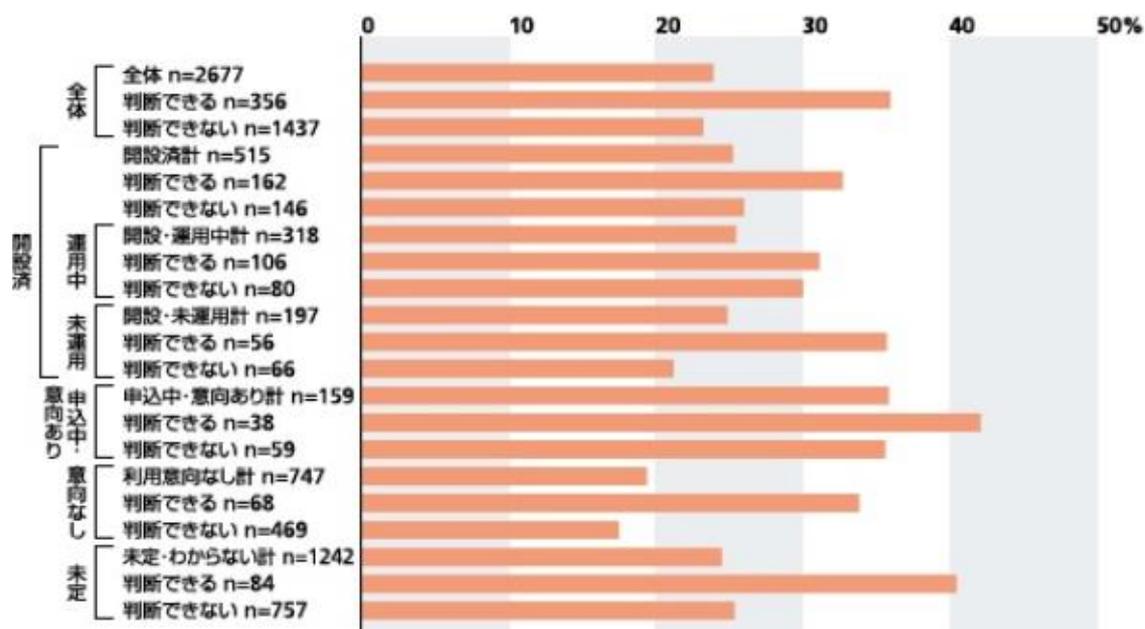


図 23 「金融商品の新規購入・買増経験と意向」

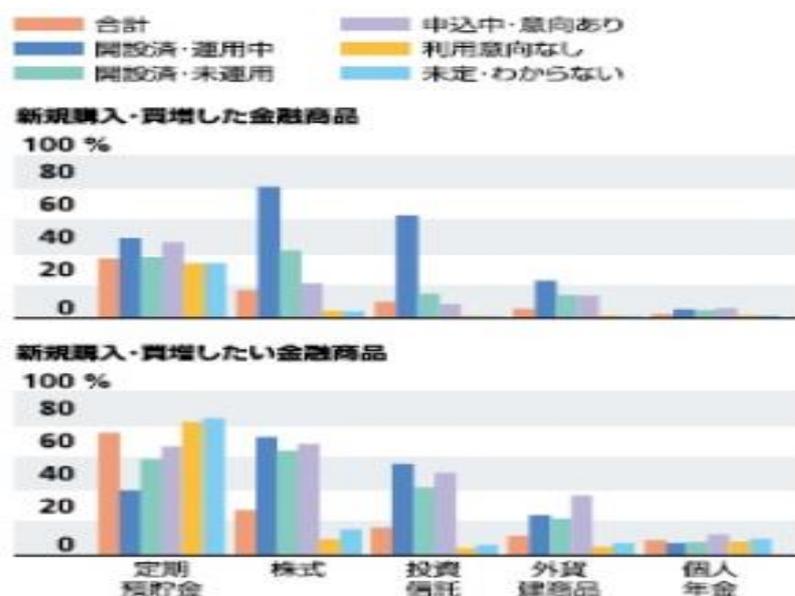


図 22.23 出典 ニッセイ基礎研究所「NISA の現状と今後の課題－利用拡大に欠かせない金融機関からの情報提供の充実」より引用

5

### (3)ジュニア NISA と海外比較における問題定義

日本のジュニア NISA は学資目的で運用する資金運用制度であるが、海外においても同様の制度が存在する。

10 米国におけるジュニア NISA は 529 プランと呼ばれており、ジュニア NISA 同様学資目的で運用するため、口座を子供以外で開口することはできない。しかし、何らかの理由で学資を必要としない場合は口座名義を変更することができる。529 プランのファンドはアメリカの州ごとにプランという形で運営され、公認のファンドが州内に存在している。プランの積立金は州の所得控除制度として設けられており、一定額の軽減を受けることができる。さらに運用中であ  
15 れば非課税であること、スイッチングが可能である点も特徴である。

イギリスにおける学資運用目的制度にジュニア ISA がある。開口機関が金融機関であることや、受益者が 18 歳未満の場合は引き出すことができない点においては日本のジュニア NISA と同じである。しかし、受益者が 16 歳以上の場合、受益者自身で運用が可能になる、受益者 1 人につき貯金ジュニア ISA と株  
20 式ジュニア ISA を各 1 口ずつ持てる点において、日本のジュニア NISA との最

大の相違点であると言える。

最大 8 年の口座開閉機関や非課税機関が 5 年である点では、これに関する制限がない米国と英国と比較した場合、課題としてあげられるだろう。

#### 5 (4)確定拠出年金と欧米の 401k における課題抽出

現在の確定拠出年金制度を採用している事業は年々増加しているものの、日本企業全体での採用はまだ遠いのが現状である。

10 日本は確定拠出年金と確定給付年金の年金形態があるが、確定給付年金の普及が減少しており、確定拠出年金は反比例するように増加している。しかし、改正前においては確定拠出年金に加入する手続きが困難ことや、契約するに至って面倒であるといった問題により、契約が伸び悩んでいる。近年ではマイナンバー制度の導入により、契約時に発生する手続きの負担が軽減されているが、マイナンバー制度自体に付きまとう個人情報の流出や、犯罪行為の悪用問題などの安全性の面において懸念されている。

15 そこで 401k 主要国における 401k の近年の動きを見ていく。アメリカでは、401k プランを採用している企業に関して、全従業員を対象に自動加入制度を採用できるようになった。アメリカの 401k 自動加入制度導入に従い、イギリスでも全雇用者を対象に自動加入方式を導入している。またイギリスでは独自に確定拠出年金制度を導入することが困難な中小企業などに制度の導入をしやすい

20 くするために、政府が主体となって確定拠出年金積立口座を新設し、受託機関に運用や口座管理業務を行っている。オーストラリアにおいては確定拠出年金に位置づけされるスーパーアニュエーションの義務付け化が進んでいる。スーパーアニュエーションの運用業界に占める割合は高水準であり、資産残高と合わせてオーストラリアの主要となっている。スーパーアニュエーションの加入

25 により運用業界は右肩上がりの成長を遂げており、日本の確定拠出年金の加入者数増加は経済成長に繋がると考察できる。

図 24 オーストラリアの運用業界に占める割合

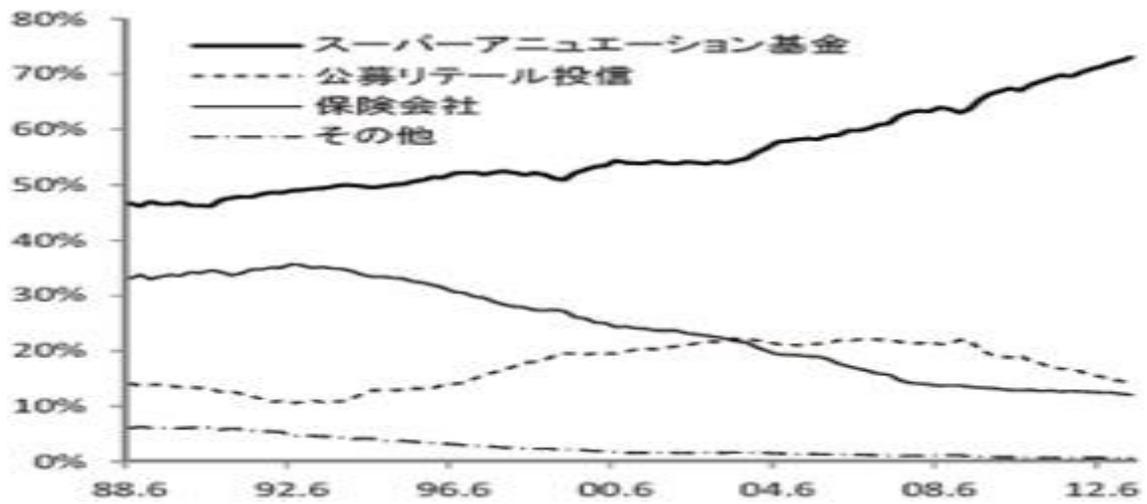
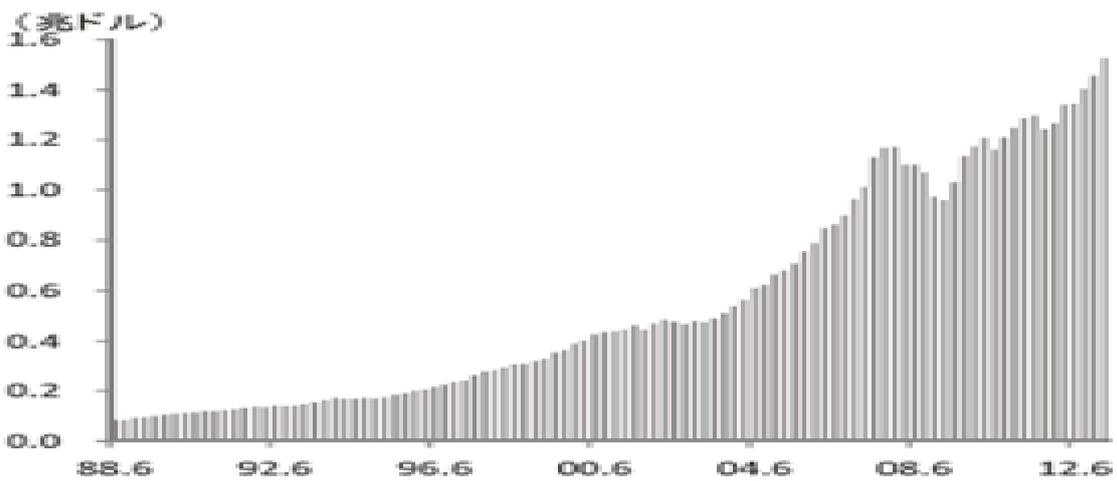


図 25 スーパーアニュエーションの資産残高推移



5 出典 図 24.25 オーストラリアのスーパーアニュエーション 野村亜紀子 p61 より引用

## 第5章 今後あるべき証券流通市場のあり方について

第4章で日本の証券流通市場が抱える課題を諸外国と比べて論じてきた。第5章では、課題を踏まえた上で今後の日本の証券流通市場を活性化させるために必要である提案を述べていく。ここでは投資制度・現存するプレイヤー・新たなプレイヤーの3つの目線において提案をあげていく。

### (1)私設取引システム(PTS)と高頻度取引(HFT)について

日本の私設取引システムが5%ルールの撤廃を行ったのにも関わらず取引数が伸び悩んでいる。その原因を解決するために以下の対策を提言する。

① 私設取引システムの全金融企業採用

② 日本版総合取引監視システム(CAT)の導入

①についてだが、私設取引システムを全ての金融機関に適応することにより課題となっている分散化をなくすことができると考えた。さらに高頻度取引を深夜営業に取り込むことにより金融機関自体の負担を軽減できると考えられる。東京証券取引所の一極集中を解消できることで、市場間での競争が促進されると考えられる。

②では高頻度取引のデメリットである情報の公正性に対する懸念を解消するために、情報の明確化と公正性を図る必要がある。そこでアメリカで行われている総合取引監視システムを日本版として導入する。CATはアメリカにおいて「米国上場証券の取引に関する全ての注文情報とその顧客情報を、市場横断的に、注文開始から階層、修正、取消、約定までの全ての過程にわたって補足するシステム」<sup>2</sup>と言われている。中央データベースに顧客情報が集められ、いつでも情報確認が可能である。また証券会社と自主規制機関が費用を負担する。さらに証券会社と自主規制機関には、顧客情報を管理するために統合IDを設けることで市場を横断的な分析や管理などが可能になる。

この制度により、不公正取引の検知能力が向上し、不正取引を防止することができる。中央情報機関の存在により、高頻度取引では困難であった市場把握

---

<sup>2</sup> アメリカ 規則 613 より

を可能にすることができる。総合顧客 ID が導入されているので、市場分析を正確に行うことができる。といったインセンティブを市場へもたらし、高頻度取引において課題であった問題も解決できる。

- 5 アメリカで先に導入された CAT であるが 1 つ目の問題として巨額の構築・運用コストがかかることが明らかとなっている。しかし市場規模をアメリカと比較した場合、日本の市場規模は小さいことから、日本での導入時に縮小することで対応できると考えられる。また、データを保有するに至ってマイナンバーを利用することで更なるコストの削減が可能と考えられる。さらに、情報の一極集中が想定されるため中央データベースのセキュリティの確保が重要視される。情報漏えいの発生した場合の後処理の深刻な被害をもたらすと想定されるため、中央データベースのセキュリティの強化は必須といえる。
- 10

## (2)NISA 口座

- 15 NISA 口座においての問題は、NISA 口座開設時にかかる手間、金融機関や専門家による個人投資家への情報提供不足である。これらの課題を改善することで NISA 口座の利用率増加、そして証券市場の活性化へと繋がると考えた。2016 年の税制改正において、マイナンバーを利用した手続き負担軽減が施行されている。しかし、個人投資家への情報提供不足はマイナンバーだけでは解決できない問題である。そこで、NISA 口座を開設する上での新たな提案を 2 つあげることにする。
- 20

- ① 一定以上の投資情報を投資家へ提供する義務付け
- ② メールや SNS での投資情報配信

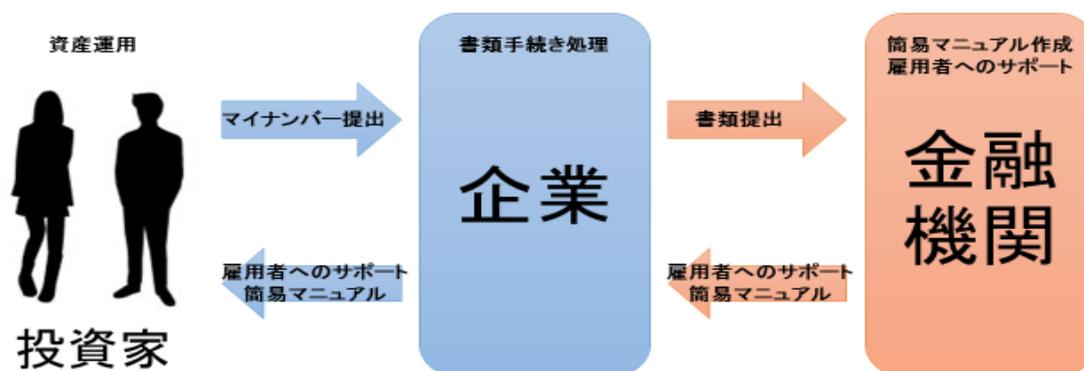
- 25 NISA 口座を開設する際に個人投資家に向けての一定量以上の投資情報の提供を行う義務を制定することで、金融機関や専門家が各投資家層に不平等なく情報を提供することができる。さらに、現在普及している証券取引ポータルサイトやスマートフォンアプリにおいて、NISA 取引サービスアプリに各専門家がメールや LINE などの SNS で各個人投資家に対して投資情報の配信を導入することにより、ポータルサイトやスマートフォンで NISA 取引している層からの情報不足を解消できると考えられる。これらの導入により、現状のプレイヤーの情報提供不足は解消され、さらなる取引量の増加が見込めるといえる。
- 30

### (3)確定拠出年金

日本での確定拠出年金は任意加入であり、年々加入者は増加しているものの、手続きが面倒などの加入を躊躇う個人も少なくない。また、企業側にとって、投資家の確定拠出年金の加入は退職金給付金や企業年金を軽減できるため、企業にとっても多少の経営良績化に繋がるといえる。

確定拠出年金制度に必要な方策は手続きの簡略化と全企業の確定拠出年金の採用と自動加入化であると考えられる。近年マイナンバーの導入により、個人を暗号化された ID として利用することで確定拠出年金の自動加入化がしやすくなり<sup>3</sup>、面倒な手続きが簡略化される。企業は書類の手続きを行い、金融機関に提出する。金融機関は独自で作成した確定拠出年金についての説明や運用方法などの簡易マニュアルを投資家に授与することにより、投資家は投資運用をしやすくなり、運用をスムーズにできるようになる。また、雇用者が資産行動においてのサポートを金融機関が担うことで、投資家の不満も解消できると考えられる。このように、企業と金融機関が一体となって投資家である雇用者の確定拠出年金を支えることで、投資家の資産運用能力の向上と企業経営の良績化に繋がり、自然と経済の活性化に向かう。

図 26 新形態の確定拠出年金



出典 確定拠出年金（DC）をめぐる世界の動き を参考に著者作成

### (4)ジュニア NISA

アメリカでは 529 プランの普及が進んでおり、イギリスでもジュニア ISA の普及が進んでいる。日本のジュニア NISA の普及率をあげることは米英のプラ

<sup>3</sup> マイナンバー法施行に伴う対応について 三井住友信託銀行株式会社 <http://www.smtb.jp/business/dc/DCmail/jimunews/mynumber1507.pdf>

ンを見直すことから始まる。

そこで現在のジュニア NISA を英米の 529 プランとジュニア ISA を参考に改正した新・ジュニア NISA を施行することで利用者の増加が図られると考えられる。改善すべき項目だが、1 つ目に年間投資上限を 100 万、非課税投資額を最大 500 万に引き上げる。幼稚園から高校にかけての総合学費が約 1700 万<sup>4</sup>であるため、年間投資上限を 80 万から 100 万に引き上げることが必要である。2 つ目に 529 プランで採用されている年 1 回のスイッチングをジュニア NISA に採用である。1 回限りの売却が可能になり、制限されていた投資枠が自由となることで投資者が投資をしやすくなると考えられる。3 つ目に、ジュニア ISA で採用されている 16 歳以上の子であれば自分で口座開設することが可能である制度を取り入れ、ジュニア NISA を受けている子どもが 16 歳以上の場合、途中引出を不可にする代わりに本人による運用と管理を可能にする。これは 16 歳以上の子どもの投資運用能力の向上が狙いである。

新ジュニア NISA によるメリットは、学資運用機能が緩和されることに加え、子どもの資産運用能力の向上も期待できる。よってジュニア NISA の改正は必要である。

表 5 新ジュニア NISA の概要

新ジュニアNISA 概要	
年間投資上限	100万
非課税投資額	最大500万
口座開設期間	8年
非課税期間	5年
運用管理者	親権者 または16歳以上の子ども
スイッチング	年1回

出典 「教育資金を通じた世代間資産移転促進制度に関する調査研究」報告書  
を参考に著者作成

<sup>4</sup> ライフォ HP 子育て費用はいくら必要？幼稚園から大学卒業まで？ 参照  
<http://lify.jp/%E4%BF%9D%E9%99%BA%E9%81%B8%E3%81%B3%E3%81%AE%E3%82%B3%E3%83%84%E5%AD%90%E8%82%B2%E3%81%A6%E8%B2%BB%E7%94%A8%E3%81%AF%E3%81%84%E3%81%8F%E3%82%89%E5%BF%85%E8%A6%81%EF%BC%9F/>

## 終章 おわりに

今の日本はアベノミクスの新3本の矢やマイナス金利の導入、今後見込まれるオリンピック経済等もあり、証券流通市場はさらなる活性化を求めている激流の時代といっても過言ではない。我々は、今日の日本証券流通市場の活性化

5 に必要な起爆剤として、投資制度、現存するプレイヤーへの取引量の増加、新たなプレイヤーの参入の3つの項目に沿って、我々は私設取引システムの全金融業界への導入、日本版総合取引監視システムの採用、NISA口座加入者に対する一定量以上情報提供の義務付けと電子通信サービスやSNSでの投資情報提供、確定拠出年金とジュニアNISAの改正を提言してきた。これらを達成すること

10 とは「貯蓄から投資」へのインセンティブへと繋がるであろう。日本の証券流通市場を活性化することにより、日本経済のさらなる飛躍が見込めることを期待し、本論を締めくくるとする。

## 15 参考文献

### ネット資料

- ・ 確定拠出年金の利用実態調査報告 2015 野村総合研究所  
<https://www.nri.com/jp/event/mediaforum/2015/pdf/forum225.pdf>
- ・ 確定拠出年金（DC）をめぐる世界の動き 日本証券経済研究所 杉田浩治  
20 [http://www.jsri.or.jp/publish/topics/pdf/1505\\_01.pdf](http://www.jsri.or.jp/publish/topics/pdf/1505_01.pdf)
- ・ 「教育資金を通じた世代間資産移転促進制度に関する調査研究」報告書 株式会社野村資本市場研究所  
<http://www.fsa.go.jp/common/about/research/20120315/02.pdf>
- ・ 平成28年度 税制改正 証券・金融関係 大和総研  
25 [http://www.dir.co.jp/research/report/law-research/tax/20160328\\_010767.pdf](http://www.dir.co.jp/research/report/law-research/tax/20160328_010767.pdf)
- ・ 確定拠出年金の課題と求められる制度改正  
<http://www.nicmr.com/nicmr/report/repo/2012/2012aut02.pdf>
- ・ オーストラリアのスーパーアニュエーション 野村 亜紀子  
30 <http://www.nicmr.com/nicmr/report/repo/2013/2013aut06.pdf>

- ・ NISA の概要 東海東京証券  
<http://www.tokaitokyo.co.jp/service/isa/>
  - ・ 市場別時価総額 日本取引所グループ  
<http://www.jpx.co.jp/markets/statistics-equities/misc/02.html>
- 5
  - ・ NISA 口座開設・利用状況調査結果 日本証券業協会  
<http://www.jsda.or.jp/katsudou/kaiken/files/160615shiryous6-8.pdf>
  - ・ NISA の現状と今後の課題－利用拡大に欠かせない金融機関からの情報提供の充実 ニッセイ基礎研究所  
<http://www.nli-research.co.jp/report/detail/id=42486?site=nli>
- 10
  - ・ 個人投資家の証券投資に関する意識調査 平成 27 年 日本証券業協会  
[http://www.jsda.or.jp/shiryo/chousa/files/kojinishikicyousa\\_gaiyou150915.pdf](http://www.jsda.or.jp/shiryo/chousa/files/kojinishikicyousa_gaiyou150915.pdf)
  - ・ 証券投資に関する全国調査 平成 27 年 日本証券業協会  
<http://www.jsda.or.jp/shiryo/chousa/data/files/h27/H27gaiyou.pdf>
- 15
  - ・ 市場をまたがる不公正取引への対応 2015 年 9 月 日本取引所グループ  
<http://www.jpx.co.jp/regulation/public/nlsgeu000001igbj-att/4-02tsepts.pdf>
  - ・ HFT、PTS、ダークプールの諸外国における動向 清水 葉子  
<http://www.fsa.go.jp/frtc/seika/discussion/2013/01.pdf>
- 20
  - ・ SEC によって公表された東郷取引監視システム(CAT)構築プラン 吉川 浩史 齋藤 芳充  
<http://www.nicmr.com/nicmr/report/repo/2016/2016sum05web.pdf>
  - ・ 金融危機を経て確定拠出型年金拡充を目指す米国オバマ政権－わが国でも急がれる私的年金拡充の議論－  
<http://www.nicmr.com/nicmr/report/repo/2009/2009aut04.pdf>
- 25
  - ・ HFT を巡る議論の動向 大和総研  
[http://www.dir.co.jp/research/report/capital-mkt/20140512\\_008512.pdf](http://www.dir.co.jp/research/report/capital-mkt/20140512_008512.pdf)
  - ・ 証券所外取引の現状と課題 野村総合研究所  
[http://www.fsa.go.jp/singi/singi\\_kinyu/market\\_wg/siryous/20160615/03.pdf](http://www.fsa.go.jp/singi/singi_kinyu/market_wg/siryous/20160615/03.pdf)
- 30 f

・ 2015 年度株式分布状況調査の調査結果について 日本証券所グループ

<http://www.jpx.co.jp/markets/statistics-equities/examination/nlsgeu000001q8j8-att/j-bunpu2015.pdf>

・ 期待される PTS 利用の拡大 野村総合研究所

5 [http://fis.nri.co.jp/~media/Files/publication/kinyu-itf/2012/09/itf\\_201209\\_3.pdf](http://fis.nri.co.jp/~media/Files/publication/kinyu-itf/2012/09/itf_201209_3.pdf)

・ マイナンバー法施行に伴う対応について 三井住友信託銀行株式会社

<http://www.smtb.jp/business/dc/DCmail/jimunews/mynumber1507.pdf>

10 ・ 金融商品取引所上場銘柄の PTS における年間売買状況等 日本取引所グループ

[http://www.google.co.jp/url?sa=t&rct=j&q=&esrc=s&source=web&cd=1&ved=0ahUKEwifoJ\\_jhf3PAhXJXbwKHRMnA0oQFggeMAA&url=http%3A%2F%2Fpts.offexchange2.jp%2Fptsinfo%2Fhtml%2Ffile%2F03\\_nennkan\\_baibaikabusuu.xls&usg=AFQjCNE7LxPYT3ZgyBZycOfGuHm8FN0v6w&sig2=bD53](http://www.google.co.jp/url?sa=t&rct=j&q=&esrc=s&source=web&cd=1&ved=0ahUKEwifoJ_jhf3PAhXJXbwKHRMnA0oQFggeMAA&url=http%3A%2F%2Fpts.offexchange2.jp%2Fptsinfo%2Fhtml%2Ffile%2F03_nennkan_baibaikabusuu.xls&usg=AFQjCNE7LxPYT3ZgyBZycOfGuHm8FN0v6w&sig2=bD53)

15 [Q7W1blkJP7aIEcxe8w](http://www.google.co.jp/url?sa=t&rct=j&q=&esrc=s&source=web&cd=1&ved=0ahUKEwiDiqiGhv3PAhVBhbwKHZrMDkoQFggcMAA&url=http%3A%2F)

・ 月間売買高・売買代金 Monthly Trading Volume & Value 日本取引所グループ

<http://www.google.co.jp/url?sa=t&rct=j&q=&esrc=s&source=web&cd=1&ved=0ahUKEwiDiqiGhv3PAhVBhbwKHZrMDkoQFggcMAA&url=http%3A%2F>

20 [%2Fwww.jpx.co.jp%2Fenglish%2Fmarkets%2Fstatistics-equities%2Fmisc%2Ftvdivq00000023wp-att%2Fhistorical-genbutsu.xls&usg=AFQjCNGCERvxVop-w2252SxOLKtGkzTxOw&sig2=CBy29D5qpGuJ9rcyclCECQ](http://www.jpx.co.jp/english/markets/statistics-equities/misc/tvdivq00000023wp-att/historical-genbutsu.xls&usg=AFQjCNGCERvxVop-w2252SxOLKtGkzTxOw&sig2=CBy29D5qpGuJ9rcyclCECQ)

### 書籍

25 ・ 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

・ 証券市場読本 米澤康博 東洋経済新報社

・ 新・証券市場 2012 高橋文朗 日本証券業協会