

第6テーマ

我が国の証券流通市場の活性化

Aブロック 明治大学 坂本ゼミナール

目次

はじめに

第一章 日本の金融市場の現状

- 5 1. 間接金融の限界
- 2. 金融市場の変化の必要性

第二章 証券市場について

- 1. 証券市場とは
- 10 2. 証券取引所の役割と意義
- 3. 取引の目的と困難

第三章 証券の種類

- 1. 株式の種類
- 15 2. 債券の種類

第四章 証券流通市場の活性化の定義

第五章 株式流通市場における施策と課題

- 20 1. NISA
- 2. 株式ミニ投資
- 3. ETF

第六章 債券流通市場における課題

- 25 1. 債権の特徴
- 2. 債券流通市場の課題

第七章 情報の非対称性

- 1. 証券市場における情報の非対称性
- 30 2. モラルハザードと逆選択

3. インサイダー取引

第八章 税制・規制緩和

1. 規制緩和

5 2. 優遇税制と確定拠出年金

第九章 証券会社の新たな役割

1. 証券会社の役割

2. 総合証券とネット証券

10 3. 証券会社の手数料の比較

4. 今後の証券会社

5. PTS

第十章 金融教育

15 1. 金融教育元年前後の動向

2. 金融教育プログラムにおける金融教育の目標と4つの分野

3. 今後の金融教育

・おわりに

20

25

30

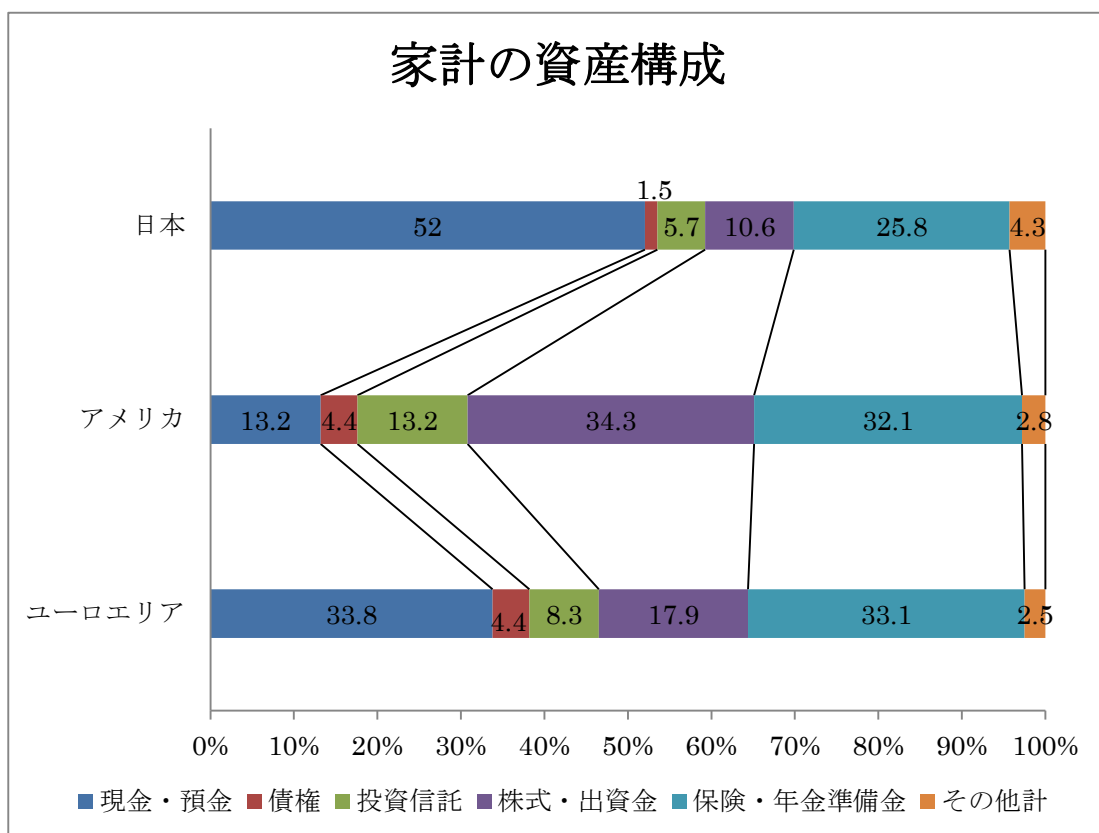
・はじめに

バブル崩壊後、日本の証券市場は世界の三大市場の一つとして危機を迎えた。そこで、日本政府により 1996 年にロンドンの金融街シティのビックバンも手本とした「日本版金融ビックバン」が実施された。当時は、直接金融の資金調達の提供場所である証券市場が十分に機能していなかった。このビックバン構

5 想は、戦後の銀行による貸し出しなどの間接金融中心の資金調達方法から、直接金融優位の金融構造へと切り替えることを目指した改革であった。これ以外にも、2001 年にはアメリカの 401k を参考にした確定拠出年金法の施行、2005

10 年には郵便局の窓口での投信販売を可能とした。また、同年にペイオフ解禁によって全額保証から 1000 万円までの限度額保証へと変更された。これらの制度は個人投資家の資産を「貯蓄から投資」へと切り替えることを目的としていたと考えられる。しかし、国民の投資状況はアメリカや欧州諸国に比べると依然として後れを取っている。

<家計の資産構成>



15

(日本銀行『資金循環の日米欧比較』を参考に坂本ゼミ作成)

2012年に誕生した安倍政権のアベノミクスにより、日本は長い不景気から抜け出し、株式市場を中心とする証券市場は活況を呈した。しかし、それは、証券市場の魅力が増したことを意味するものではなく、金融市場に膨大に流出した資金が、流動性の低下している国債市場の代わりに株式市場が選ばれたにすぎない。アベノミクスの第一の矢、金融緩和はあくまで臨時的なものであり、グローバル化がますます進展していく 21 世紀は、海外の市場との競争も熾烈なものになるが、日本の市場が海外勢に打ち勝つためには、日本の証券市場の活性化が求められる。

10

第一章 日本の金融市場の現状

1、間接金融の限界

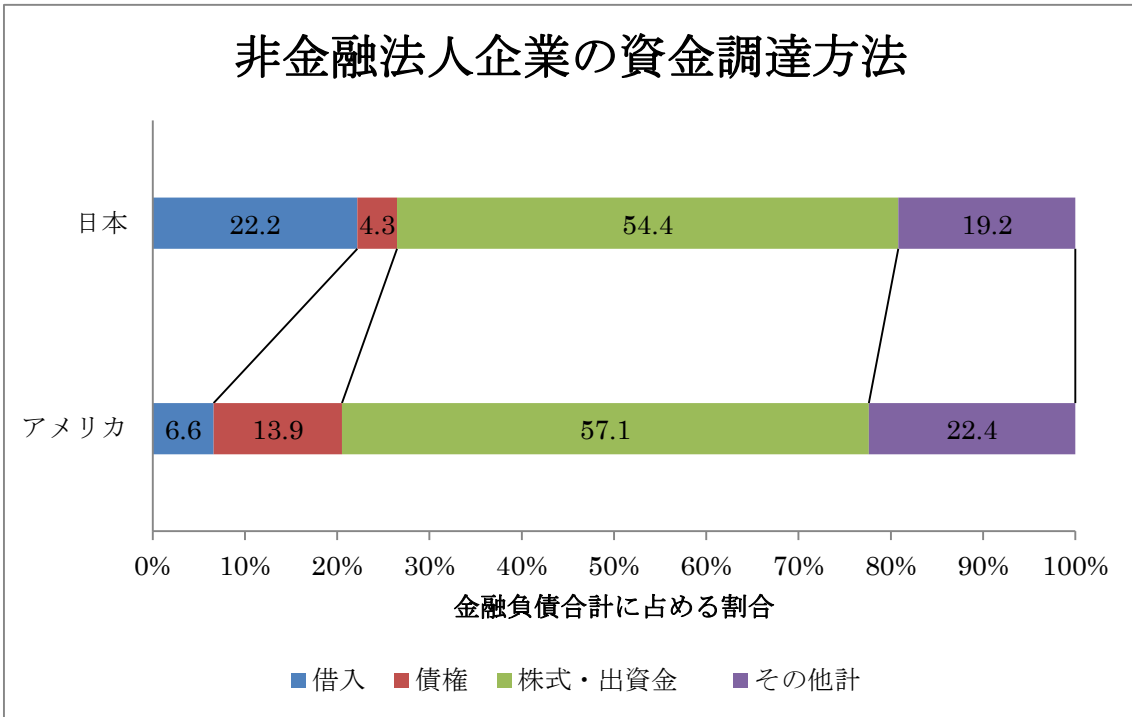
我が国の金融システムは、金融機関が仲介する間接金融の占める比重が大きい。例えば、企業（非金融法人企業）側から見ると、負債残高に占める金融機関貸出は 22.2%で、株式や社債を通じた直接金融の割合は 58.7%となっている。アメリカと比較してみると、アメリカの企業は金融機関貸出が 6.6%で直接金融の割合が 71%である。さらに、日本の金融機関は、企業と密接な関係を築く中で企業の株式や社債を保有してきた。そこで、金融機関からの貸出の割合がアメリカに比べて大きいことが分かる。

20

25

30

<非金融法人の資金調達方法>



(日本銀行 資金循環の日米欧比較をもとに坂本ゼミにて作成)

- 5 この背景には、経済発展に必要な資金配分を、金融機関が貸出することによって行ってきたという歴史的背景がある。その中で、金融機関が企業と密接な関係を持ち、社債や株式なども引き受けを行い、直接金融が間接金融の枠組みの中で多く行われてきたという実情がある。また、間接金融中心の金融システムが形成されたために、直接金融の発達が遅れたという面もある。
- 10 間接金融にとって特に重要な意味を持っていたのは、主要な取引銀行である「メインバンク」である。メインバンクは、株式持合いや役員派遣等を通じて長期的な関係を築き、企業の経営状態を継続的にモニターしながら貸出を行ったが、それは他の金融機関の貸出を促進する役割をも担った。また、当該企業が経営不振に陥ったときには、企業再建や清算にあたって主導的な役割も果たしてきた
- 15

2、金融システムの変化の必要性

このように我が国の経済発展を支えてきたのは間接金融であったが、バブル

崩壊後はその機能は低下した。その当時には、金融機関の貸出は不良債権の問題や企業における過剰債務の問題などによって毎年減少を続けていた。こうしたことは、直接金融へのアクセスが限られているなかにあっては、我が国の金融システム全体の機能低下をも意味した。

- 5 一方、バブル崩壊を伴って、金融機関に多額の不良債権が発生した。このような不良債権の存在は、自己資本の毀損を通じて、金融機関の経営の健全性を大きく脅かすことになった。このため、金融機関はリスク許容力を大きく低下させることになり、設備投資などへの貸し出しに対して慎重な姿勢を取るようになった。メインバンクとしての機能も、金融機関がこのような困難を抱えるなかで変質を遂げた。

- 10 他方で、金融機関にとっての不良債権の発生は、企業が過剰債務を抱えていることを意味する。過剰債務の存在は、企業の経営を圧迫してきた。このことは、金融機関からみれば信用リスクの高まりを意味するので、金融機関からの資金調達も困難になった。このため、企業は、バランスシートの調整を迫られることになり、設備投資等の新たな資金需要を抑制するとともに、債務の返済を優先するようになった。

- 20 このような状況では、企業の経営は金融機関によって制限されていて、企業の発展の阻害になってしまう。そこで、間接金融による資金調達ではなく、証券市場を利用した資金調達方法を活用することで、企業は長期的な設備投資や開発などに資金を回すことができ、企業の発展のみならず日本経済を発展させることができると考えられる。

第二章 証券市場について

1、証券市場

- 25 証券市場は機能面から発行市場と流通市場に分類される。発行市場は証券の発行を通じて資金需給が行われる市場であり、流通市場はすでに発行された証券を売買する市場である。証券市場はこれらの二つの市場が互いに密接に関わり、機能することによって支えられているのである。流通市場には証券取引所で行われる取引所取引と取引所以外で行われる取引所外取引という2つの形態がある。株式売買の注文は証券会社経由で取引所に集めて成立させる取引所取

引が中心となっている。これとは対照的に債券の売買については取引所が取引がほとんど占め、長期国債や転換社債などごく一部の銘柄のみが取引所で取引されている。

5 2、証券取引所の役割と意義

証券取引所とは、「高度に組織化された市場を開設し、その市場に大量の需給を集中させることによって、有価証券の流通性を高めることともに、需給を反映した公正な価格を形成し、かつその価格を公示すること」を目的とした市場である。取引所の取引には、2つの基本原則に則り実施されている。

10 ①価格優先の原則：売り注文については最も低い値段が、買い注文については最も高い値段が優先され、また値段を指定する指値注文よりも値段を指定しない成り行き注文が優先される原則である。

②時間優先の原則：同じ値段の売買注文がある場合、先に発注された注文が優先される原則である。

15 以上の原則により証券取引所の役割である証券の円滑な取引の成立・市場価格の適正化・資金の需要者と供給者の相互のニーズ調整が機能している。

3、取引の目的と困難さ

証券取引を目的はその取引を行う主体によって様々である。①国や企業などの証券の発行体は、経済活動を行うために株式や債券を発行し資金調達を行う。

20 ②個人投資家や機関投資家は、自分の資金を守り、増やすための方法である。具体的に、証券市場で証券を売買することによってキャピタルゲインやインカムゲインや株主優待を得ることができ、資産を増やすことができるのである。

25 アベノミクスにより GDP 成長率 2%を目指している現代においては、現金・預金で資産管理することにより資産の価値は目減りしてしまう。そこで、投資をすることが不可欠になる。しかし、個人投資家の中には、資産運用は考えているが、実際の投資に踏み出せない人々がいるのは事実である。主な理由として2つ挙げられる。

30 ①投資における専門知識の欠如：投資を行うに当たって専門知識が必要だが、その知識が欠如している。また、売り手は専門知識や情報を持っているのに対

して、買い手は知識や情報を持っていないという知識や情報の非対称性が存在する。これにより、不当な取引の先行きに警戒してばかりで安心して投資を行うことができないのである。

- 5 ②リスクを背負うことに対する抵抗：日本において、投資はハイリスクであると考えられがちであり、そのリスクを背負うことに対しての抵抗、つまり巨額の投資への恐れが投資を遠ざけている。

流通市場の活性化のためには、上記のような人々を投資へ取り込むことが重要であり、上記の課題点を解消していく必要がある。

10 第三章 証券の種類

日本では、証券市場で取引をされる有価証券の定義は金融商品取引法第2条で明記されている。この法律において、有価証券とは、国債・地方債・社債・株式・証券投資信託の受益証券などが挙げられている。

15 1、株式

株式とは、株式会社が自己資本を調達するために発行する証券である。その所有者は株主と呼ばれ、株主にとって企業への資金の提供（出資）を意味する。

株主は発行された株式の保有比率に応じて、企業の経営に参加する権利

- 20 (株主総会議決権)、利益が生じたときには配当を受け取る権利（利益配当請求権）、もし企業を解散するときには残余資産の分配を請求する権利（残余資産分配請求権）などが保証されている。また、毎期の配当は企業業績に応じて変動し、利子のように確定していない点や、借入金ではないので満期がない点なども債券とは異なっている。

- 25 また、株式会社は新たに株式を発行することによって設備投資などに必要な資金を調達することができるが、これを増資と呼ぶ。増資は、企業が資金調達のために投資家から払込金を受け取って新株を発行する場合（有償増資）が多いものの、投資家から資金の払い込みを伴わない場合（株式分割）もある。株式分割とは、資金準備金や利益準備金を資本金に組み込んで、その企業の資本構成の是正を図ったり、株主配当として株主への利益還元などを目的として実施される。また、増資は発行先によっても分類される。広く投資家を募集して
- 30

発行する公募、既存の株主を対象に新株を引き受ける権利を付与して発行する株主割当、既存の株主以外の第三者に新株引受権を与えて発行する第三者割当の3つである。近年では、多額の資金調達ができるというメリットがあり、公募による新株発行が主流となっている。

- 5 日本で発行されている株式には株主としての権利に制限を設けない普通株が大半であるが、株主の権利に制限を設けた種類株と呼ばれる株式も存在する。たとえば、普通株より配当が高かったり、企業解散時に残余資産を優先的に受け取れるなど、株主にとって権利内容が優先的になっている優先株、反対にこうした権利が普通株より劣っている劣後株、発行から一定期間後に償却される償還株などが存在する。

2、公社債

- 15 債権とは、企業や政府などの発行体が通常、長期の資金を調達するために発行する債務証券である。債権が株式と異なっている点は、発行時点で利率や利払い方法が決定しており、満期には元本を返済する義務があるという点で、投資家にとって株式より比較的安全な取引が可能な証券である。

債権は、発行主体、償還期間、利払い方法、募集の形式などに応じてさまざま種類がある。

- 20 まず、発行主体別に、国が発行する国債、地方公共団体が発行する地方債、政府関係機関が発行する政府保証債から成る公社債、一般企業が発行する社債、外国の政府や企業が発行する外国債がある。

- 25 また、償還期間に応じて短期債や長期債などに分類される。例えば、日本の債券市場の中核を占める国債では、一般的に、1年以内に償還される短期債、2~5年以内に償還される中期国債、6~10年以内に償還される長期債、10年超に償還される超長期国債に分類される。

利払い方法については、利付債と割引債に分類される。利付債とは、債権の表面に記載された利子率によって毎年一定の利息を支払い、満期日に額面価格を支払う債権である。これに対して割引債は、額面価格未満の金額で発行して満期日に額面価格を支払う債権である。

- 30 さらに募集の形式には、公募債と私募債に分類される。公募債は不特定多数

の投資家に販売される債権であるのに対して、私募債は特定少数の投資家向けに販売される債権である。

- 5 以上のように、日本の債券市場は各種債券が発行されているが、最も発行量が多いのは、国債である。国債は信用リスクに関して無リスクの資産と認識され、いざというときに売却して流動性を確保できる資産として、また金利体系のベンチマークとして、日本の金融市場の中で特別な地位を担っている。

第四章 証券流通市場の活性化の定義

- 10 取引の困難さを改善し、家計の貯蓄から投資の動きを促し、個人投資家を増加させるとともに、我が国の証券市場に大きな影響力を持つ海外投資家も増加させることにより証券流通市場の流動性を高めることで、証券の適正な価格形成機能を強化し、より公正な証券市場にすることを証券流通市場の活性化の定義とする。また、証券流通市場の活性化を最終目的と考えず、日本経済の発展を促すことを最終目的とする。

- 15 証券流通市場を活性化するために、情報の非対称性の改善・税制や規制緩和・売買手数料などの取引コストの改善・金融リテラシー教育の観点から解決策を提案する。

第五章 株式流通市場における現状での施策・課題

- 20 ここからは、これまで見てきた日本経済の現状と国民の老後への不安を打開する手段、これからの日本経済を支えるであろう「貯蓄から投資へ」の流れを作り出す NISA について説明する。

1、NISA(少額投資非課税制度)

- 25 NISA(少額投資非課税制度)とは 1999 年 4 月に英国において導入された個人貯蓄講座 ISA(アイサ:Individual Savings Account)を手本にして日本に導入されたものである。日本に導入されたのは、平成 26 年のことで、日本における個人の株式や投資信託の売買から生じる所得への課税を、一定の条件の下で非課税にする制度である。具体的には、年間 100 万円までの株式投資や株式投資信託への投資に対し、そこから得た配当金や分配金、売却などが年 100 万円まで
- 30

- 非課税になる制度のことを言う。NISAでは、平成26年から平成35年までの10年間、毎年100万円(2016年からは120万円に変更)を上限に非課税投資枠が設定される。各非課税投資枠の非課税期間は最長5年間で、非課税投資総額は最大500万円となる。また、毎年新たに行う投資が非課税枠となるが、非課税枠があまった、または売却したとしても、翌年に繰り越したり、枠が増えたりすることはない。以下の表はこれまで述べたNISAの概要である。

<NISAの概要>

制度継続期間	2014年から2023年までの10年間
NISA口座資格者	満20歳以上の日本居住者
口座開設可能数	ひとり一口座のみ
非課税対象	上場株式等、公募株式投資の配当・譲渡益
非課税投資枠	新規投資額で毎年100万円まで(未使用枠の翌年繰越は不可)
最大非課税投資枠	500万円まで(新規は100万円から)
非課税期間	5年間
途中売却	自由(売却した非課税枠の再利用はできない)

(金融庁HPより坂本ゼミ作成)

- 10 具体的に例を挙げて説明すると、2015年に100万円分のA社株に投資したとする。そして5年後の2020年に、株価が2倍となり、資産が200万円になったとしよう。このとき儲けは、100万円となる。税金の計算を考えると、普通であれば、100万円の20%(=20万円)が税金となるが、NISA口座で取引をすると、税金はかからない。この場合、NISAを使ったことで、20万円も得
- 15 することになるのだ。

NISAは、このようにして、少しでも投資に関するリスクを減らし、導入の目的のひとつである、「人々の投資への関心を高めること」を達成しようとしているのである。では、NISAの利用状況を見てみよう。以下の表は、金融庁が平成27年3月末におこなったNISA口座数の調査結果である。

<NISA 口座の開設数>平成 27 年 3 月末

	口座数
総数	8,791,741
20 歳代	361,054
30 歳代	809,264
40 歳代	1,233,939
50 歳代	1,491,724
60 歳代	2,362,554
70 歳代	1,827,909
80 歳以上	705,297

金融庁 HP「NISA 口座の利用状況に関する調査結果」より筆者作成

- 5 平成 26 年度における金融庁の同調査と比較すると、総数が 8,253,799 口座から 8,791,741 口座へ増加している。これは 6.4%の増加率である。世代別でみると、最も増加率が高い世代が 20 歳代の 316,327 口座から 361,054 口座で、14.1%である。制度開始時から 191.2%増加し、30 歳代では 171%増加するなど、若い世代も積極的に NISA を活用していることが分かる。
- 10 下の図を見て分かる通り、NISA の普及状況はまずまずといったである。特に注目するのは稼働率で、去年の約 2 倍となっている。また平成 27 年現在の NISA 勘定設定口座のうち投資未経験者の割合は年々増加し、19.8%に増加した。全体に占める 20~40 歳の割合も 27.1%に増加するなど、確実に成果は上がっている。NISA は住民票の提出ができる人であればだれでも口座の開設が
- 15 可能であることから、間口が広く簡単に投資家への道が切り開くことができる。また、NISA の利用目的として最も重視されているのが老後の資産づくりで、顧客とニーズと政府の政策が合致しており、今後に一層の期待が寄せられる。

<NISA 普及状況>

NISA 普及状況		
	平成 26 年 6 月	平成 27 年 6 月
NISA 取扱証券会社数	131 社	130 社
勘定設定口座数	4,632,298 口座	5,565,265 口座
稼働口座数	1,329,222 口座	2,841,335 口座
稼働率	28.70%	51.10%
購入金額	9,402 億円	3 兆 1493 億円
平均購入金額	692,267 円	465,810 円

出典：日本証券業協会 HP「NISA 口座開設・利用状況調査結果について」
より坂本ゼミ作成

先ほど述べた通り NISA の手本である ISA は、イギリスで 1999 年に導入が
5 始まった。イギリスは現在の日本と同じように、国民の資産が預貯金に偏りが
ちであったが、導入開始すぐの 2000 年に 890 万口座、2011 年には 2,436 万口
座と、国民の成人人口の半数が ISA を利用しているというデータからも幅広く
普及していることが分かる。ISA はとくに若い世代への投資を促すきっかけに
なり、当初は 10 年間の予定だったが、導入 7 年後には恒久化することとなっ
10 た。また制度の恒久化の決定で口座残高が飛躍的に増加するなどその反響は大
きい。2014 年 9 月には、公立学校の数学と公民のカリキュラムに金融教育が盛
り込まれ始めるなどの動きもあり、「貯蓄から投資へ」を目標にする日本にとっ
ては真似たい先例である。

しかし ISA と NISA にはいくつもの相違点がある。まず一つ目は、ISA は株
15 式型と預金型で分かれており、日本では非課税対象外の預貯金なども非課税の
対象になっている点。再投資の際 NISA では非課税枠を消費するのに対し、ISA
は消費しない点が挙げられるが、一番の相違点は、ISA が恒久化しているの
に対して NISA は 10 年間という期間の制限が存在することである。日本証券業
協会のアンケート調査によると、NISA の改善点として半数以上特に若い世代
20 から「非課税期間の延長・恒久」が求められていることが分かる。長期の投資

を考えているため、5年間という非課税期間は短いといった声もあり、NISAの恒久化の実現に期待したい。

2016年は、ジュニアNISAの運用実施、非課税上限額を100万円から120万円に引き上げるなど、ますますNISAに注目が集まるであろう。また最近ではNISAのCMを見かける機会が多くなり、NISAを知っていると回答する人は76%と認知度も高くなっている。ただし、「内容まで知っている」が17%、「内容は知らないが、聞いたことがある」が59%、「知らない」が24%となっており、半数以上が理解できていないという結果になっている。またNISAの非利用者に対する調査によると、NISAを利用しない理由は、制度が複雑で分かりにくい(36.2%)、口座開設がめんどくさそう(33.2%)、投資する資金が確保できないから(21.5%)が上位を占めていて、更なるNISAの普及に向けて、様々な形のセミナー開催などが求められる。

そこでNISAの普及に向けて、家族で参加可能なイベントの開催を提案したいと思う。現在もセミナーは行われているが、NISAや投資に積極的ではないと参加するという機会は無い。しかし、子供含め家族全員が参加可能な大型ショッピングセンター等でのイベントを開催すれば、幅広い世代にNISAを広めるきっかけを作れる。またそういったイベントを行っていけば、国民の金融リテラシーの向上にもつながる。

20 2、株式ミニ投資

株式ミニ投資（ミニ株）とは、証券会社を通じて通常の売買単位株数（単元株式数）の10分の1の単位で売買できる株式取引である。

株式ミニ投資は貯蓄から投資への流れを作る効果があると以下の二点からあると考えられる。

①少額から投資できる：単元株数が1000株の銘柄の場合、100株単位で売買できる。仮に1株500円だとすると通常の最低投資額は50万円となるが、株式ミニ投資を利用する場合、5万で取引することができる。このように少ない元手で株式を買うことができるため、負担が少なく初心者でも気軽に投資することができる。

②リスクを低減できる：少額から投資できるため、通常では1銘柄しか買えな

い資金でも、複数の銘柄に分散投資することでリスクを低減させることができる。

しかし、株式ミニ投資には以下のデメリットが存在する。

①購入できる銘柄が限定される：株式ミニ投資では全ての銘柄を購入できるわけではなく、証券会社が選定した銘柄の中から選ぶことになる。そのため自分が投資したい銘柄を購入できない可能性もある。

②指値注文ができない：株式売買には、株価を指示する「指値注文」と、市場の流れに任せる「成り行き注文」とがあるが、株式ミニ投資の場合成り行き注文でしか取引できない。そのため、売買は成立しても自分の想定する値段と違う場合がある。

3、ETF

ETFとは、証券取引所に上場し、株価指数などに代表される指標への連動を目指す投資信託で、上場投資信託「Exchange Traded Funds」の頭文字をとりETFと呼ばれている。ETFの代表的な商品として、「東証株価指数（TOPIX）」に連動するETFがある。このETFは、TOPIX全体に投資を行っているのと同様同じ効果が得られるため、流動性とコストの安さに優れ、かつ分かりやすい特徴を持っている。これらの特徴から、我々庶民の限られた資産の中から、リスクを最小限にして、現物株同様の取引をする手法のうちの一つに挙げられる。投資には興味があるけどお金がない、投資をしたいけれど銘柄を絞り込むのは難しそう、投資にはリスクがつきもので不安だと考える投資初心者にはとても分かりやすい商品である。

ETFの特徴として以下の5点が挙げられる。

①常時売買が可能：投資信託の場合、一口あたりの金額は取引の終了後に計算され、一口あたりの金額がわからないままで商品を買わなければいけない。これに対してETFは株式市場で常に売り買いされているため取引価格を確認した上で売買することができる。

②わかりやすい：ETFは、TOPIX（東証株価指数）や日経平均株価といった株価指数や、金価格などの指標に連動するように、投信会社によって運用されている。指標の情報はニュースなどで日々報道されるの

で、値動きや損益が把握しやすく、また個別株の投資に必要な企業分析も不要なため、初心者でも始めやすい商品と言える。

5 ③分散投資ができる：対象となる資産に幅広く分散投資しているため、投資のリスクを低減できる。たとえば TOPIX に連動する ETF を購入することは、東証一部に上場している全銘柄を保有するのと同じ効果が期待できる。また日本株のほか、外国株や REIT（不動産投資信託）、商品などの指数に連動するものなど、種類も豊富で、値動きの異なる ETF を組み合わせることによって、国際分散投資を実現できる商品。

10 ④少額から投資可能かつ低コスト：個別株の投資では数万～数十万円の資金を必要とするのが一般的だが、ETF は数千～数万円程度で買え、小額からの投資が可能。また、全体の成長に合わせてリターンが決まってくるため、個別銘柄に比べてリスクの低減が図りやすい。

15 ⑤株式同様の取引が可能：ETF は取引所で売買し、指値注文・成行注文等ができ、信用取引も可能である。売買成立の方法（価格優先・時間優先の原則）や制限値幅等も通常の株式取引と変わりがなく、信用取引等が可能であるため、取引の利便性向上のみならず、より円滑な流通や価格形成機能が確保されることになる。しかし、ETF の価格は株価の変動のように日々変動しており、価格変動によるリスクが高いといえる。また、そういった変化に対応しなければいけないため手間がかかる商品でもある。

20

第六章 債券流通市場における課題

1、債券の特徴

一般的に債券は株式と比べて以下の特徴が挙げられる。

・収益性

25 債券は、満期日まで一定の金利分の利子を支払うことを約束する証券である。通常、金利変動に関係なく利子を受け取ることができる（インカムゲイン）。債券は、利子以外に償還差益などの収益や流通市場での途中売却による収益を得ることができることもある。このことをキャピタルゲインという。このように債券は、確実な利子収入や償還時における収益や売却における投資収益
30 などを得られる可能性がある金融商品である。

・安全性

債券は、満期日までの間に債券の価格が変動しても、満期日を迎えると額面金額が償還される。また、発行者が償還や利子の支払いが確実に行われるように、債券発行においてさまざまな規定が設けられており、債券の償還の安全性を5 高めている。しかし、発行者が倒産などで元本の返済および利払いができなくなる場合もあり、債券自体の安全性が問われる場合もある。そのために、発行者の信用度をはかるものとして格付けがある。専門機関が安全性を評価し分析したものであるため、債券を購入する際に、債券の格付けを知ることで信用度を10 図ることができる。安全性の高い債券の場合、投資家の人気が集まるため、利率や利回りが低く設定されたりする。

・流動性

債券は、満期日をまたないで、途中で売却し換金することができる。ただし債券を売却するときの債券価格は、流通市場の状況により変動していく。つまりそのときの金利情勢や債券の需給動向によって債券価格は上下していく。15 として債券は、売却する際に、その債券を購入したいという投資家の存在が不可欠である。一般に、信用力や知名度が高く、発行量が多く、たくさんの投資家に保有されている債券ほど流動性が高くなる。

・価格変動リスク

市場の金利変動に応じて債券価格が変動するリスクである。通常、市場金利20 が低下した場合は、投資家の資金は有利な投資対象にシフトするため、表面利率の高い債券に人気が集まりその債券の価格は上昇する。債券の表面利率は額面金額に対しての利率なので債券価格が上昇をすると結果的に利回りは低下する。反対に、市場金利が上昇した場合は、より有利な投資対象へ投資家の資金はシフトするため、不利な債券は人気がなくなり価格は下落し、利回りは25 上昇する。

・信用リスク

発行元の財務状態が思わしくなく、利払いや償還が遅れたり、支払不能となったりするリスクである。投資をする場合は格付機関の情報などが重要である。

・途中償還リスク

30 償還期限よりも前に強制償還が行われてしまう場合、当初予定していた運用

ができなくなってしまうというリスクである

・為替変動リスク

外国債券のうち、外貨で利払いや償還が行われる「外貨建て債券」では、為替相場の変動により為替差損を被る場合がある。

5

2、債券流通市場の課題

また、流動性が低いという傾向から流動性プレミアムが大きいという点がある。流動性プレミアムとは、流動性（換金性）の高い資産と低い資産があった場合、他の条件が等しければ、流動性の低い資産の期待収益率（利回り）が高くなり、この利回り差のことを指す。流動性の低い資産は、現金化に必要な時間と費用が余分にかかるため、この不都合を償うための報奨として流動性プレミアムが付けられる。

実際に日本では社債保有者の7割が銀行・保険会社であり特定の投資家に偏っている。そしてこれは日本でハイイールド市場が発達していないことにも大きく影響している。日本で発行される社債の大半はA格以上の企業が占めており、ハイイールド債やジャンク債と呼ばれるダブルB格以下の発行はほとんどない状況にある。預金や保険準備金といった負債を原資に運用する銀行や生命保険会社は、リスク管理の観点からハイイールド債には投資しにくいためである。

このような状況を打開するためには、ハイリスクハイリターンな証券を購入する層である海外投資家や株式の新興市場の購入層を支えている個人投資家などの投資を促す必要性があると考えられる。

第七章 情報の非対称性

証券市場では、様々な要因により情報の正確性がゆがめられ、企業価値を反映していないような株式価値の変動が頻繁に起こっている。これは証券市場が未来の企業の価値を予測して動くからである。

そこで、①情報の保有者が自らの情報を開示すること、②情報を持たないものが情報を得ようと努力すること、といった2点が求められてくる。ここでいう情報の保有者とは、証券会社や企業、大口投資家であり、情報を持たないも

とは、個人投資家のことである。情報の非対称性を解消することによって、適正な価格形成がなされ、証券流通市場の活性化となるのではないだろうか。さらに、形成される市場は魅力的なものになればなる程、外国企業上場の誘致にもつながるであろう。我々は、情報の非対称性を解消することで、株式の流動性が高めることができる、つまり証券市場の活性化につながると考えた。

本章では、証券市場における情報の非対称性の問題点、インサイダー取引に対する規制、そしてそれを改善する為の提案をしていきたい。

1、証券市場における情報の非対称性

債券市場における情報の非対称性は、企業と資本市場との間に存在するものであり、中小企業の資金調達難を引き起こしている要因の一つとして挙げられるものである。この問題は、中小企業が自らの情報を開示するよう努めることで改善の余地がある問題である。同様に、証券市場における情報の非対称性は、資本の貸し手である投資家と資本の借り手である企業との間に存在する問題である。

「株価は買いたい人と売りたい人の需要と供給によって決まる。」などと言われているが、本当にそのようなケインズ理論が成り立っているのだろうか。

株価は大口投資家、証券会社、企業との間で情報操作されているという事実は否定しきれない。大口投資家は第三者割当増資により格安な株価で株を得ることができ、証券会社はその手数料を得ることができ、企業は簡単に増資をすることができる。こうして損をするのが個人投資家なのである。これでは証券市場の活性化を意味する個人投資家の増加は見込めないだろう。

2、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大きく二つに分けて説明していく。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。

前者は、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。野村証券のホームページの用語解説を引用すると、モラルハザードとは、「危険回避のための手段や仕組みを整備するこ

とで、逆に危機管理やリスク回避に対する意識が薄れて、結果として危険や事故発生率が高まり、規律が失われる状態のこと。」となっている。例として、自動車保険に入ったドライバーが危険運転をすること、金融関係の経営者がセーフティーネットの存在により、資産運用に対する自己規律を失うような状態がある。

5

次に、逆選択とは、取引の契約前の、情報の非対称性が原因で、良質の製品や優良な経済主体が市場から排除され、悪質な製品や悪徳な経済主体だけが市場に残ってしまう現象のことである。モラルハザードと同様に例を挙げるとするならば、自動車保険において、保険金の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、事故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よせるということである。投資家と企業家の間で情報の非対称性があると、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。これによって、質のよい企業家にとっては金利が高くなるので質のよい企業家から、市場を離脱していくということが起こる。それがさらに進んだ結果、市場からすべての企業が撤退してしまうという市場崩壊が起こることになるのだ。

10

15

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て、新株を設立する際に顕著に現れる。企業価値の評価の困難性を減少させるためには、経営者がその後、モラルハザードを起こす場合や、経営者やその事業がもともと成功の確率が低いことが隠されていたために、逆選択の問題が生じる場合の解決策が必要である。

20

これまで、企業と投資家との間における情報の非対称性の問題を述べてきたが、証券市場における情報の非対称性の問題は投資家間にも生じる。これに対するものが、アメリカ法を基にした証券取引法で規制されるインサイダー規制である。

25

3、インサイダー取引

インサイダー取引とは、上場会社または親会社・子会社の役職員や大口投資家、および情報受領者（会社関係者から重要事実を知り得た者）が、その会社の株価に重要な影響を与える「重要事実」を知って、その重要事実が公表される前に、特定有価証券等の売買を行うことである。

30

インサイダー取引として、NHK職員が逮捕された事件がある。2007年3月、ゼンショーがカップクリエイトと資本業務提携することが決定し、両社が発表する時間と同じ午後3時のNHKニュースで放送した。この放送原稿を、放送前に原稿システムの端末から知ったNHK職員3名が、カップクリエイト株の不正取引を行っていたことが明らかになった。

5

証券会社のインサイダー取引が疑われる手口の例としては、2011年のオリンパス株の大暴落の際の米ゴールドマン・サックス証券の手口がある。1ヶ月で株価は2482円から484円までに暴落した。この事件において、株が暴落する直前にゴールドマン・サックス証券は大量に空売りをしている。その額は20億円以上となる。これについて詳しく説明しよう。

10

2011年10月12日、ゴールドマン・サックス証券がオリンパス株の買い推奨を出す。10月13日、ゴールドマン・サックス証券は前日付けによる買い推奨を出し株高を促している中、ゴールドマン・サックス証券自身は逆にオリンパス株を約83万株空売り。10月14日、マイケル・ウッドフォード氏(51)が突如、社長を解任され、オリンパス株暴落。その後、菊川剛会長辞任、高山修一社長の会見、決算延期、損失先送りなど、オリンパス騒動は翌月まで続き、株価暴落が進む。そして、11月9日、オリンパス株値が底打ち付近で、ゴールドマン・サックス証券は一気に約190万株を買い戻し、利益を上げたのである。このインサイダー取引で被害を被ったのは多くの個人投資家であり、個人投資家にとって魅力ある証券市場とはかけ離れた状況ではないだろうか。

15

20

【ゴールドマン・サックスのオリンパス株の主な空売り状況】

日付	空売り残高(枚数)	株価(円)	主な出来事
10月13日	836,200	2,482	
14日	758,617	2,045	ウッドフォード氏解任
17日	949,108	1,555	
26日	1,342,151	1,099	菊川剛会長辞任
27日	1,402,151	1,355	高山修一社長会見

11月4日	1,673,251	1,118	決算延期を公表
7日	1,662,851	1,034	
8日	1,940,951	734	損失先送り認める
9日	43,051	584	
10日		484	監理銘柄入り

(東京証券取引所の発表により坂本ゼミナール作成)

- 日本では平成25年6月19日に公布された金融商品取引法の改正で、インサイダー取引規制が改正されたが、その概要は、①情報伝達・取引推奨行為に対する規制の導入②上場投資法人の投資口のインサイダー取引規制の対象化③公開買付者等関係者の範囲の拡大④資産運用業者の違反行為に対する課徴金の引上げ⑤インサイダー取引規制の適用除外の拡大(1)対抗買いに関する適用除外規定の解釈の明確化(2)いわゆるクロクロ取引にかかる適用除外規定の見直し(3)公開買付け等事実の情報受領者にかかる適用除外の新設(4)いわゆる知る前契約・計画にかかる適用除外規定の見直しである。

インサイダー取引に対しては、世界各国で規制が敷かれているが、日本でのインサイダー取引の規制や罰則は、欧米各国に比べて緩いのが現状である。この事が日本のインサイダー取引を助長している可能性も考えられる。

15 【日米英の証券監視体制や罰則の違い】 2015/09

	日	米	英
株式時価総額	2.9兆ドル	17.9兆ドル	2.5兆ドル
上場企業数	約3,500社	約4,100社	約2,200社
監視機関	証券取引等監視委員会	証券取引委員会	金融サービス機構
インサイダー取引の課徴金、制裁金	得られた利益や手数料をもとに算出	最大で得られた利益の3倍	上限なし

インサイダー取引による刑事罰	5年以下の懲役 もしくは500万円以下の罰金 法人は5億円以下	20年以下の懲役 もしくは500万ドル以下の罰金 法人は2500万ドル以下	7年以下の禁固 もしくは 罰金(上限なし)
監視機関による規制決定権	なし(金融庁)	あり	あり
監視機関による金融機関の監督権限	なし(金融庁)	なし(財務省)	あり

出典: http://column.world401.com/tousi/insider_riyuu.html

より坂本ゼミ作成

- 5 表から読み取れるように、日本の規制や処罰は米英に比べると緩いことがわかる。監視機関の規模も、上場企業数に大差がないわりには明らかに小さいのである。日本の証券市場を健全にするためには、米英のようなインサイダー取引に対する厳しい処罰が必要ではないだろうか。

第八章 税制・規制緩和

10 1、規制緩和

- 15 近年、IT技術の革新、規制緩和、市場のグローバル化の影響を受けて世界の証券取引所は大きくグローバル化し、株式取引も高度化してきている。これらは今後もさらに加速していくと考えられる。中国では、資金流入の改善、市場開放のメッセージ、長期投資スタンスの海外投資家の参入期待などといった理由から、政府が QFII 投資認可の緩和をし、海外投資家に中国株式会社への参入を図る動きも見られる。日本では 2013 年にようやく東京証券取引所と大阪証券取引所の経営統合が実現されたが、日本が国内の取引所の統合に時間をかけている間に世界の証券取引所は大きく変貌し、日本の証券取引所は IT 化や

グローバル化において後れを取っているのが現状である。そこで、日本の証券市場をより活発化させるために、日本でも規制緩和によってグローバル化を図り、日本の証券市場における海外投資家を増加させることが重要であると考えた。

- 5 日本の金融システムは、イギリスやアメリカのような市場型システムではなく、間接金融を中心とする銀行型システムである場合が多かった。そのために、日本の証券市場では規制や障害が多く、取引を行いやすい環境とは言えなかった。そこで、1996年から2001年にかけて「日本版金融ビッグバン」と呼ばれる改革が行われ、手数料の自由化、取引集中義務の廃止、証券業の免許制から登録制への切り替えなどがなされた。また、2006年には証券取引法にかわって、
- 10 金融商品を包摂する金融商品取引法は制定され、グローバル市場としての体制が整えられていった。しかし、日本の証券市場では、市場を通して資金調達ができる企業数はアメリカと比較して圧倒的に少ない。アメリカで取引所や新興企業向け市場から資金調達できる企業数は2万5000社を超えているのに対して、日本では約4200社しか存在していないのが現状である。このことから、
- 15 日本の証券市場ではさらなる規制緩和や証券市場の機能強化を進めていくことが必要である。

経団連の調査でも証券市場の規制緩和を求める声が多く挙がっている。

- 「2014年度経団連規制改革要望」では、英文開示銘柄に関する説明義務の見直しなどの要望があげられている。また、子会社上場、店頭公開にかかる規制の緩和、時価発行ルールの見直しなどの規制緩和を進め、市場関係者が自由闊達に動ける市場とすることが重要である。
- 20

- また、規制緩和と同時に、不正な証券取引を防ぐために監視体制も整えていく必要がある。市場の監視役である証券取引等監視委員会は、アメリカの証券取引委員会（SEC）に比べ、監視委の人員が少なく権限や独立性でも劣っているという見方がある。そのため、今後証券取引等監視委員会の機能強化も求められる。
- 25

- そしてこのような規制緩和によってグローバル化を図ることが重要である。日本は世界2位の金融資産を保有する。そこで、特にアジアの新興企業といった海外投資家を大いに取り込み、国内金融資産の活性化を促すことができれば
- 30

日本の証券市場の活性化も期待できると考える。

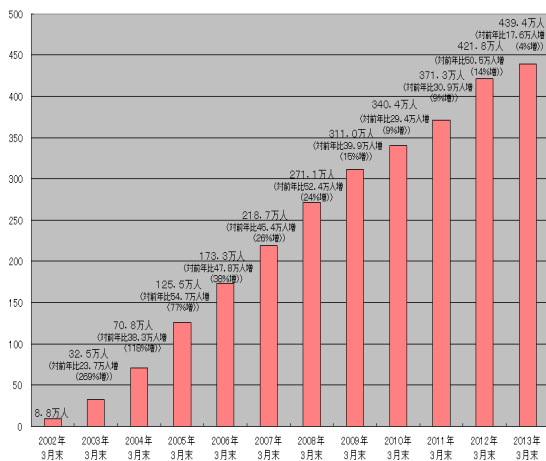
2、優遇税制と確定拠出年金

証券市場における税制の問題点は数多くあるとされているが、その中でも今後必要不可欠になるであろう税制の方策について、ここでは述べていく。それは年金に関する税制である。年金は現在国民年金など加入が義務付けられている公的年金と、確定拠出年金(Defined Contribution Plan 以下、DC)など任意で加入できる私的年金があり、それぞれ老後の生活のための資産として貯蓄していくものである。

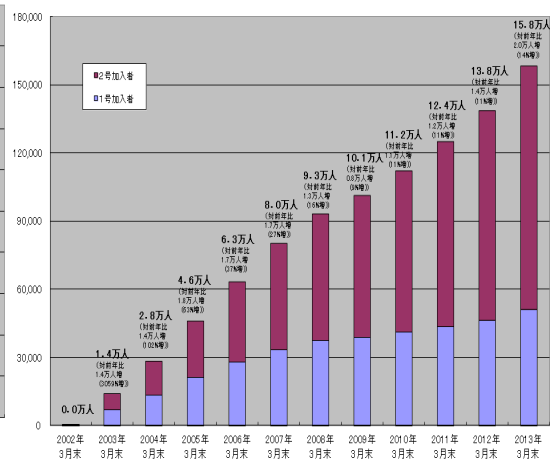
10 DC でいえば、加入者が自らの資産からある一部の金融商品を選び、それを信託会社に運用を委託するという形で、資産の増加に努めることが出来、投資初心者でも始めやすいというメリットがある。

DC の最も大きなメリットとしては非課税になる部分が設けられているという点である。2001年10月より始まったDCは、年々その加入者を伸ばし、2013年3月末の時点で、企業型で439.4万人になっている。

企業型の加入者数の推移



個人型の加入者数の推移



厚生労働省より坂本ゼミ作成

しかし、DC には問題点もある。公務員と第三者被保険者(専業主婦など)はDC の加入者の対象外となっていたり、投資額の限度もあり、これから貯蓄から投資へと後押しする制度としては小規模であり不十分であると考えられる。また、

私的年金のうちの一つである企業年金でも、制度間の移管が限定的で、大企業と中小企業や零細企業とでは実施する制度が異なり、その制度によって税制優遇にばらつきが出てしまい、不公平が生じてしまう問題点がある。そのため、私的年金に対する公平性が求められていた。

- 5 そこで、2014年1月より開始される日本版ISA (Individual Savings Account) の制度を多くの人々が知ることで、個人のニーズに合う制度を取り入れ、多くの人々に投資を行い易くする公平性をもたらすものとする。

DC と NISA の比較

制度名	日本版ISA	確定拠出年金(DC)		
		個人型(自営業者)	個人型(会社員)	企業型
利用範囲	20歳以上	国民年金第一号被保険者	企業年金のない会社員	導入企業の会社員
年間拠出額	100万円	81.6万円	27.6万円	61.2万円
拠出上限	500万円(5年累計)	上限なし		
税制優遇	譲渡益非課税	TTE型		
解約条件	期間内であれば解約可能	60歳まで原則解約不可能		
	売却できるのは一度だけ	何度売り買いしても税制優遇が続く		

10

(坂本ゼミにて作成)

そもそもイギリスで始まったISAは投資額に上限が設けられている等制限があるが、既に制度施行から四半世紀が過ぎた現在ではイギリス国民の約4割が活用している。イギリスのISAの年間拠出額は2008年以後、年々引き上げられているが、この引上げ額は、前年9月における消費者物価指数の年間上昇率に応じて決定される。日本のISAもこの制度を導入することも今後は考えていくことも活性化の一つになるだろう。

15

イギリスのISA年間の拠出額など

	口座開設数	年間拠出額	1口座当たりの年間での平均拠出額
2008-2009年	15194口	€ 7,200	€ 2,639
2009-2010年	14437口	€7200、€10200	€ 3,046
2010-2011年	15246口	€ 10,200	€ 3,523
2011-2012年	14180口	€ 10,680	€ 3,775

2012-2013 年	14559 口	11280€(約 135 万円)	€3935(約 62 万円)
-------------	---------	------------------	----------------

英国 HMRC、日本証券業協会より坂本ゼミ作成

日本においてこの ISA が導入されることになった背景には個人の貯蓄率の高さや少子高齢化における年金受給額の減少が予想されるという点からである。

- 5 ISA が導入されることで日本の個人の貯蓄を投資に向かわせ、将来の資産の充実に努めてもらうことで日本経済の活性化に繋げるという考えである。

- そして DC と日本版 ISA の二つの制度はお互いが制度上のデメリットを補完しあう関係にあるのである。DC には加入者の制限が設けられているが、日本版 ISA には 20 歳以上という年齢の制限しかなく、加入者の特定の制限がない。なので、公務員の方や専業主婦の方の加入が日本版 ISA でできるようになる。日本版 ISA 自体は年金の制度ではないが、DC という非課税制度を利用できない人にとって将来の資産を増加させることが出来る制度に変わりはない。
- 10

- 日本版 ISA は解約がいつでも出来るが、売却するチャンスは一度限りで、つまり売却してしまうと税制優遇もその時点で終わってしまう。すぐに利益を受け取れるというメリットはあるが、税制優遇の面で見れば長期保有のほうが得ではある。DC は 60 歳まで原則として解約が出来ず、すぐに利益を受け取るとはできないが、何度売り買いしても税制優遇が続くという点ではかなりのメリットである。つまり、どちらも長期保有することで多くの税制優遇が享受できるのである。
- 15

- 20 低所得層には DC と日本版 ISA をうまく利用し、自分に適した制度で少額投資を始め、高所得層では DC と日本版 ISA の併用で拠出額の上限を上げることも出来、決して投資初心者や低所得層の為の制度としてではなく、高所得層の人々にも活用してもらうことも考えていくことが証券市場の活性化には必要である。

- 25 この日本版 ISA が導入されることで日本の個人の潜在している投資家を喚起し、日本の証券市場をさらに活性化することが期待されるが、この日本版 ISA と DC の制度の両方を周知させることで加入者の増加を促すことが出来ると思われる。

2015年3月に日銀から発表された「資金循環の日米欧比較」という統計資料を見てみると、その中に、日本・アメリカ・ユーロ圏の「家計の資産構成」を表すグラフがある。

- 5 これは、それぞれの国の家計は、お金を現金や株式などどのような割合で保有しているのか、その内訳を表す最新のデータである

ここで目に付くのは日本の現金・預金比率が52%で、半分以上も現金で保有しているということである。ユーロ圏は35%、アメリカは13%しかないので
10 その違いは一目瞭然である。

その一方、株式などへの投資は他国に比べて大きく下回っていて、日本は16%が株式・投資信託ですが、アメリカは47%と日本に比べ3倍も株式等を保有している。ここからも日本が高くに比べて貯蓄を重視し、投資に消極的であることが分かる。

15

第九章 証券会社の新たな役割

1、証券会社の役割

この章では証券会社の現状と今後の証券会社の役割について提案する。

1998年の免許制から登録制の規制緩和によって証券取引法の基準によって
20 内閣総理大臣に登録したか認可をもらった株式会社であれば証券業を営めるようになったのである。この証券取引法によって証券会社のお金を必要とする発行体とお金を運用する投資家の仲介を行ったり、投資家と投資家の間を仲介する役割を担っているのが証券会社である。証券会社の営むことのできる業務については証券取引法によって定められているのである。

25 証券会社の具体的な業務は以下の四つである。ブローカー業務・ディーラー業務・アンダーライティング業務・セリング業務の四つの業務内容がある。ブローカー業務とは、投資家の売買注文を証券所に取りつぐ業務のことである。証券取引所で取引できるのは証券会社だけであり投資家は証券会社に取りわ取り
30 次いでもらうことにより株式を売買しているのである。いつ、どれを、どのくらい売買するかを決めるのは投資家であり証券会社は投資家の売買注文を仲介

するだけである。ディーラー業務とは証券会社が自己の有する資産を用いて自己の利益のために売買取引を行うことである。アンダーライティング業務とは、株式を発行した企業から株式を買い取り、企業の代わりに投資家を探して広く販売する業務である。しかし、証券会社が引き受けた株式を全部販売できなければ残りは証券会社が引き取らなければならないのである。セリング業務とは、株式を一時的に預かり、購入する投資家を探し販売する業務である。証券会社は発行企業から委託を受けて販売するだけでありアンダーライティングと違って、たとえ売れ残ったとしても引き取りをしなくてもいいため証券会社はリスクを負うことはないのである。

5

10 ブローカー業務・ディーラー業務が流通市場における業務であり、アンダーライティング業務・セリング業務が発行市場における業務である。

2、総合証券とネット証券

15 証券会社には、大きく分けて「総合証券」と「ネット証券（インターネット証券）」の二つがある。

(1)総合証券

20 総合証券とは、法人個人へ向けての金融商品の販売から、自己売買や売買の仲介、新規上場の引き受け、投資銀行業務まで全てのサービスを提供する証券会社である。取引は担当者を介して行われるため、株取引で悩んだ時に担当者に相談することで、意見や情報をもらうことができる点でメリットである。しかしデメリットとして手数料が高いことが挙げられる。

(2)ネット証券

25 ネット証券とは、それまでの対面営業とは異なりインターネット経由で証券を売買することができ、オンライン上ですべての取引を簡潔できるサービスを提供しているインターネット専用の証券である。集客は紙面広告やネット広告によって行い、証券の取引を機械化することで人件費を減らし、手数料を安くしていることが特徴である。また、ネット証券でもフルサービスタイプと呼ばれる、色々なサービスを受けられ、店頭があれば相談できるものもあれば、デ

30

イスカウト・ブローカーと呼ばれる、手数料が安くサービスはインターネットのみというものがある。現在では多くのディスカウト・ブローカーが出現している。

5

3、証券会社の手数料の比較

ネット証券と総合証券の手数料は以下の図のとおりである。

(1) ネット証券の手数料比較

証券会社名	株式売買手数料			
	10万円まで	30万円まで	50万円まで	100万円まで
マネックス証券	100円	250円	450円	1000円
楽天証券	139円	341円	341円	609円
GMOクリック証券	98円	241円	241円	436円
松井証券	無料	300円	500円	1000円
ライブスター証券	80円	180円	180円	340円
SBI証券	139円	272円	272円	487円

(坂本ゼミにて作成)

10

(2) 総合証券の手数料比較

証券会社名	株式売買手数料		
	100万円まで	300万円まで	500万円まで
みずほ証券	約定代金 × 1,134%	約定代金 × 0,864% + 2700円	約定代金 × 0,81% +4320円
SMBC日興証券	約定代金 × 1,242%	約定代金 × 0,864% + 4860円	約定代金 × 0,756% + 8640円

(坂本ゼミにて作成)

ここからネット証券の手数料は総合証券の手数料に比べて圧倒的に安いことがわかる。また、取引を重ねるごとにこの差はさらに大きくなっていくため、
5 短期売買を行うのであれば、取引回数が多くなるため手数料が安いほうが優位である。

4、今後の証券会社

証券市場の活性化のためには証券会社間の競争力を促進し、取引コストの改善
10 善またサービスの向上がなされ、市場の参加者を増加させることが求められるのである。近年、証券会社は取引コスト削減、サービスの向上のために上記で述べたネット証券のシステムを導入しているのである。ネット証券の導入はより効率的で競争力のある金融資本市場への大きな一歩である。具体的には商取引を電子化することにより人間の介在すべきことと機械で行うべきことを峻別
15 し、機械だけでできることは機械に任せることにより人にかかる事務処理においてのコスト低減につながるのである。ネット証券は初心者から高度な機能を要求する投資家まで幅広い顧客層の獲得につながると期待されているのである。またその顧客に対して満足度の高いサービスを提供できると考えられているのである。ネットワーク上でのサービスによって制度の変更等の対応に対しての
20 かかる人的負担も軽減されるのである。また、ネットワーク上でのサービスは障害の発生時においても迅速な対応を可能なものにしていくのである。このネットワーク上でのサービスをめぐっての新しい市場競争も生まれるのである。この市場の参入する会社は他の会社よりも顧客の満足度を得られ、なおかつ自社の利益を最大化するような技術の開発を推進していく必要があるのである。
25 上記のように自社と他社とを差別化する要因は手数料であったので各社とも手数料の削減に力を入れてきたのである。しかし、近年では手数料競争は行き着くところまで来てしまい各社の差別化の要因がなくなってしまうのである。この状況においてもシェア競争は続くので会社の業績には過当競争がマイナスに働いてしまうのである。今後も単に取引コストの改善を目指すだけでは
30 証券ビジネスの革新性は生まれないのである。従来とは異なる競争上の軸が各

社には必要なのである。この状況において各社が求められていることは取引コスト削減というものの以外において他社との差別化をおこなっていくかである。そこで証券会社が導入しているのが PTS である。以下では PTS とはなにかについて説明していくのである。

5

5、PTS

PTS とは日本証券業協会の定める「上場株券等の取引所金融商品市場外での売買等に関する規則」などにしたがって行われる取引所金融商品市場外取引のことである。日本では PTS は取引所類似施設にあたるとして 1998 年まで証券取引法によって開設を禁止されていたのである。その後の改正によって開設が解禁されたのである。証券会社はこの PTS を導入した背景には以下のことが考えられるのである。PTS の開設の狙いは夜間取引が大きな要因であると考えられるのである。ネット証券を中心の証券会社にとってはインターネットを通じて証券売買する人々が重要な顧客層である。また、日中に仕事で頻繁に売買を行うことのできないサラリーマンは夜間に売買の注文を出すことが多いのである。PTS はこのような顧客層からの注文を獲得できる期待があったのである。夜間取引には問題点もあるのである。価格形成においてリードする存在である機関投資はこの PTS はしないと考えられるのである。なぜなら夜間にはファンドマネージャーやトレーダーが帰宅してしまうからである。一部の個人投資家が参加するだけの夜間取引では適正な価格形成につながらないと考えられるのである。このように一部の投資家だけのニーズに応え大規模な改革を打ち出すにはその妥当性をめぐり賛否両論であるが、私たちは取引コスト競争が行き着くところまで来てしまっている現代では新たな競争を創出するのにはいいのではないかと考えているのである。私たちは PTS を通じて潜在的な証券取引の需要を引き起こし、新たな市場競争を繰り広げる一歩になるのではないかと考えるのである。今後の証券会社に必要なことはこの新しい戦略を実際の顧客の注文にどのように結びつけていくかである。新たな戦略を顧客の注文に結びつけ市場の参加者を増加させ市場をより活性化していかなければならないのである。また、取引所で売買されていない債券は PTS の取引が盛んになることで、債権の流動性が高まると考えられる。

30

第十章 金融教育

1、金融教育元年前後の動向

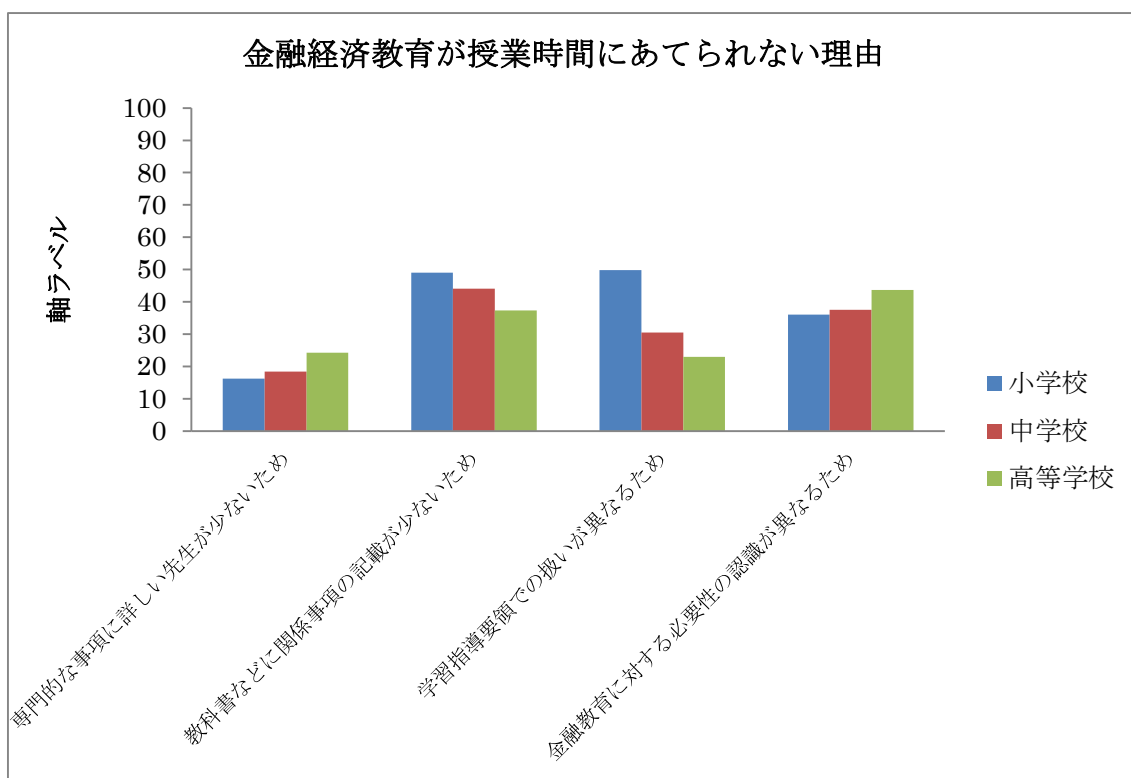
1990年代以降、わが国では日本型ビッグバンが進められ、金融市場の開放・国際化、金利の自由化、銀行・証券・保険の参入障壁の段階的廃止などの自由な金融秩序が展開しており、金融教育の必要性が高まった。海外の金融教育について見ると、米国では、既に連邦政府やFRB（連邦準備制度理事会）がNPOと連携して民主導で施策を進められてきたが、2000年に連邦政府の20省庁で構成される「金融リテラシー教育会議」が発足するなど国を挙げての新たな動きが起こっている。また、英国では、英国FSA（英国金融サービス機構）に責務として金融教育が規定されており、自主規制団体も統合する形で成立したFSAが、中央政府の教育技能省と連携し施策を推進し、さらに民間企業やNPOとも柔軟に連携して施策を形成しているのが現状である。

これに比べてわが国では、日本型金融ビッグバンや景気動向により金融環境が大きく変化し、金融教育の必要性が高まった。2000年金融審議会により「21世紀を支える金融の新しい仕組みについて」が答申され、その中で、金融分野における消費者教育の必要性が言及された。さらに、2002年金融広報中央委員会により「金融に関する消費者教育の推進に当たっての指針（2002）」が策定され、「金融理解度向上のための年齢層別カリキュラム」が発表された。また、2004年には、金融広報中央委員会が「全国キャラバン金融講座」を全国21ヶ所で開催、また、金融庁が主催し「金融経済教育シンポジウム」を初めて開催、金融庁が「金融改革プログラム」を策定・公表するなど著しい動きがあった。さらに、2005年には、金融庁が「金融経済教育懇談会」を設置し、活動を拡充、金融広報中央委員会は「金融教育ガイドブック―学校における実践事例集―」を作成し、さらにこの年を「金融教育元年」と位置づけた。そして、2008年金融広報中央委員会は「金融教育プログラム―社会の中で生きる力を育む授業とは―」を発行した。

2、金融教育プログラムにおける金融教育の目標と4つの分野

2008年に発刊された「金融教育プログラム―社会の中で生きる力を育む教育

<金融経済教育に授業時間があてられない理由>



文部科学省 初等中等教育段階における金融経済教育に関するアンケート

より坂本ゼミ作成

- 5 そこで、私たちが提案したいのは、小学校では、ほとんどの教科を一人の担任が教えるという特性を生かし、様々な教科の横のつながりを重視した学習指導を実施し、金融を身近なものであると認識させることが重要であると考えます。
- 10 そして、中学校以降からは教科ごとに担任が分かれるので、政治経済の分野において金融教育の部分を重視させる。現在の金融教育では、金融の概要についてしか触れられないが、投資の必要性や仕組みを理解させることで、将来資金運用する際に、必要な知識を身に付けさせる必要があると考えられる。

- 15 そのためには、投資教育が必要になってくるが、日本証券業協会が提案している株式投資ゲームを学習指導要領に組み込むことを提案する。このゲームを通じて、投資に関する知識だけでなく、経済的に合理的な選択に必要な「意思決定」「ディベート」の力が養われる。この能力は社会に出てから必要となる実践的な能力であるために、学生のうちに学習する機会を与えることは非常に重要であると考えます。

・おわりに

2015年現在、日本では証券市場の活性化に向けた取り組みが数多く行われているが、個人から貯蓄への流れを作るためには、より個人投資家が親しみやすい証券市場の創造が必要である。そこで、私たちは、①情報の非対称性の改善
5 ②税制などの規制緩和③証券会社の新たな役割④金融教育の再認識の5つの提案をする。

まず、情報の非対称性の改善により証券市場の不公平の是正を行うことにより、個人投資家の不安を排除し、規制緩和や証券会社の新たな役割により取引にかかるとコストを低減することでより投資に対して興味を持たせ、若い世代に
10 対して金融教育を実施することにより長期的な家計から投資の流れを作る計画を実施することで、日本の証券市場の活性化を図れると考える。

これにより、経済全体にお金が循環することで、日本経済の発展に貢献することができると考えられる。

15

参考文献

20 証券取引等監視委員会

<http://www.fsa.go.jp/sesc/aboutsesc/aboutsesc.htm> 2015.10.25

金融庁ホームページ

<http://www.fsa.go.jp> 2015.10.25

野村証券ホームページ

25 <http://www.nomura.co.jp> 2015.10.20

電子版日本経済新聞

<http://mw.nikkei.com/sp/#/> 2015.10.20

ネット証券会社の手数料比較

<http://kabukiso.com/security/itiran.html>

みずほ証券：国内株式等の委託手数料のご案内

<http://www.mizuho-sc.com/service/fee/stock.html>

株式委託手数料 | 手数料・諸費用 | S M B C 日興証券

<https://www.smbcnikko.co.jp/service/fee/stock/index.html>

- 5 世界の証券取引所改革と 日本への示唆 - 資本市場研究会

www.camri.or.jp/annai/shoseki/gekkan/2013/.../201301-7.pdf

経団連：2014 年度経団連規制改革要望（2014-10-14

<https://www.keidanren.or.jp/policy/2014/083.html>

- 10 日本証券業協会 HP <http://www.jsda.or.jp/nisa/>（2015/10/30 アクセス）

知るぽると HP <http://www.shiruporuto.jp/>（2015/10/30 アクセス）

大和総研 HP <http://www.dir.co.jp/>（2015/10/30 アクセス）

- 15 東京証券取引所 HP <http://www.jpx.co.jp/>（2015/10/30 アクセス）

日本銀行 HP <http://www.boj.or.jp/>（2015/10/30 アクセス）

柏木理佳『NISA がゼロからわかる本』 ぱる出版, 2013 年

佐々木幹夫『ど素人がはじめる株の本 NISA 対応版』 翔泳社, 2013 年

- 20 環太平洋ビジネス情報 『アジアの機関投資家』

東京証券取引所 『2014 年度株式分布状況調査結果の概要』
2014 年

坂和 秀晃 『機関投資家が市場流動性に及ぼす影響に関する実証分析』 2014 年

- 25 大橋 和彦 『市場流動性について』 2012 年

金融庁金融センター『変貌する日本企業の所有構造を

いかに理解するかー内外機関投資家の銘柄選択の分析を中心としてー』 2012 年

古川 顕 『現代の金融』 東洋経済新報社 2014 年