

平成 28 年度 証券ゼミナール大会  
第 3 テーマ B ブロック

「今後の国内証券流通市場の活性化について」

関西学院大学 寺地ゼミナール

## 目次

序章	・・・ p. 3
第 1 章 証券流通市場とは	・・・ p. 4
第 1 節 証券流通市場の定義	
第 2 節 証券流通市場の役割	
第 3 節 国内株式流通市場の現状	
第 4 節 国内債券流通市場の現状	
第 2 章 国内証券流通市場の活性化の必要性	・・・ p. 11
第 1 節 変化しつつある日本の企業金融	
第 2 節 日本の家計の資産形成に求められる変化	
第 3 節 インベストメント・チェーン成熟の必要性	
第 3 章 個人投資家層拡大の意義	・・・ p. 18
第 1 節 個人投資家の現状	
第 2 節 「貯蓄から投資へ」を実現するための現在の施策	
第 4 章 今後の国内企業のあり方	・・・ p. 24
第 1 節 低迷する日本の株価	
第 2 節 ROE の低い国内企業	
第 3 節 コーポレート・ガバナンスへの意識の高まり	
第 4 節 今後の企業の情報開示のあり方	
第 5 章 持続的成長の鍵を握る機関投資家	・・・ p. 31
第 1 節 機関投資家の果たす役割	
第 2 節 ESG 投資拡大の可能性とその意味	
第 3 節 機関投資家の投資行動の問題点	
第 6 章 国内証券流通市場の活性化のための施策提言	・・・ p. 35
第 1 節 健全な高速取引を行うための環境整備	
第 2 節 「貯蓄から投資へ」を実現するための NISA 改善案	
第 3 節 確定拠出年金の制度改革	
第 4 節 国内株式の魅力向上に向けたコーポレート・ガバナンス強化案	
終章	・・・ p. 46

## 序章

我が国の経済はバブルの崩壊以降、低迷を続けてきた。それは、単に国内企業が業績不振に陥ったという単純な話ではなく、従来までの日本型経営というものが時代に不適合になったことや、企業経営を支える資金調達経路に不具合が生じたこともその原因である。

また、家計の資産形成を取り巻く環境も大きく変わった。少子高齢化の進行は公的年金制度の水準維持を困難にさせ、相次ぐ低金利政策の弊害で銀行預金金利は大幅に低下し、銀行預金を通じた資産形成も困難となった。

10 第二次安倍政権が打ち出した「アベノミクス」の成長戦略において、「コーポレート・ガバナンス・コード」と「スチュワードシップ・コード」の2つのコードが策定された。これらは、証券市場のプレイヤーである国内企業と投資家が相互に建設的な対話を行うことで、持続的な成長を目指すものである。

15 政府が証券市場を取り巻く環境の整備を進めていることから分かるように、証券市場は日本が持続的な成長を目指すうえで、鍵となり得る存在なのだ。そこで、今回の論文の「今後の国内証券流通市場の活性化について」というテーマは、単に証券の取引を活発化させるだけでなく、上記のような日本経済や日本社会の抱える問題の解決に繋がる重要な意味を持つと考えた。本論文の執筆にあたっては、国内証券流通市場の活性化による「日本経済の持続的な成長の実現や社会問題の解決」を念頭に置き、検証と提言を行っていききたい。

20 本論文の第1章においては、証券流通市場の定義を確認したうえで、証券流通市場の役割、株主の権利や流動性プレミアムについて言及し、証券流通市場の実態を掴む。第2章においては、国内証券流通市場が今後果たすべき役割を確認し、活性化する意義を明らかにする。第3章においては株式投資が進まない現状を理解したうえで、個人投資家の存在意義と現状を把握し、第4章においては、日本の株価低迷の原因を検証したうえで、コーポレート・ガバナンス等の観点から国内企業のあり方を示す。第5章においては、欧米企業のように株主構造が機関化していく現状と機関投資家が今後担う役割を確認し、第6章において、各主体が抱えるそれぞれの問題を解決し、株式投資を中心とした投資の魅力を向上させ、証券流通市場が活性化されるための施策を提言する。

## 第 1 章 証券流通市場とは

本章においては、まず第 1 節において本論文における証券流通市場の定義を確認し、第 2 節においては証券流通市場の役割を確認する。第 3 節、第 4 節においてはそれぞれ、株式流通市場と債券流通市場の現状を検証する。

5

### 第 1 節 証券流通市場の定義

企業が事業を行うにあたっては、必要資金を調達する必要があるが、その資金調達は「金融市場」において行われる。金融市場は「資金供給者から資金需要者への資金の移転が行われる場」として定義することができ、その資金の経路は 2 つに分類することができる。1 つは銀行を始めとした金融機関を経由するものであり、もう 1 つは「証券市場」を経由するものである<sup>1</sup>。

前者の経路は「間接型金融」と呼ぶことができる。間接型金融の基本的な仕組みとしては、金融機関が預金を通じて個人などから資金を集め、その資金を元手に企業への貸出を行うというものである。個人などの預金者、つまり資金供給者の資金が金融機関を通じて、直接ではなく間接的に企業へ供給されるために「間接型金融」という呼称が用いられる。また、金融機関の審査をもとに貸出を行うので、貸出先の企業の倒産などの理由で貸出金が返済されないリスクは金融機関が負う。

一方、後者の経路は証券市場を介するが故に「市場型金融」と呼ばれる。そもそも証券市場とは「企業が発行した株式や社債を始めとした証券が取引される市場」のことであり、証券市場で個人や機関が自ら収集した情報に基づいて証券を購入することで企業へ資金が供給される。このように証券を購入する主体を「投資家」と呼び、また購入を仲介する主体として「証券会社」が存在するが、証券会社はあくまで売買の仲介を担い、間接型金融における金融機関とは違って、資金需要者である企業の倒産などのリスクは負わず、投資家がそのリスクを負うことになる<sup>2</sup>。このように資金供給者である投資家から資金需要者である企業へ直接資金が供給されることから、しばしば「直接金融」という呼称も用いられるが、本論文においては「証券市場を介して行われる資金調達形態」としての意味合いを強調するために「市場型金融」という呼称を用いる。

また、近年では間接型金融と市場型金融の 2 つの特徴を持ち合わせた、「市場

型間接金融」が注目されている。市場型間接金融とは金融機関が企業への貸付を行った際の債権を、証券会社等が仲介し証券化することで証券市場に流通させ、それを購入する投資家にリスクを移転する仕組みのことである<sup>3</sup>。市場型間接金融の活用により、金融機関のリスクを負い続ける負担が解消されることから、企業にとってのメリットとして、貸出態度が緩和されるなどの効果が挙げられる。また、投資家にとっても本来投資することができなかった、新たな投資機会が創出されるなどのメリットを享受することができるシステムだ<sup>4</sup>。

証券市場とはすなわち、企業が発行する株式や社債などの証券が取引される市場であることは前述の通りであるが、これから本論文を展開していくにあたっては「証券」の明確な定義を改めて確認しておく必要がある。

そもそも「証券」は「有価証券」と「証拠証券」に分類することができ、このうち証券市場において取引される対象となる証券は有価証券である。有価証券は「財産的価値ある私権を表章する証券であって、その権利の移転および行使が証券によってなされることを要するもの」と定義できる。この定義からすれば、例えば預金証書などは銀行への預金債権を表しているので、「財産的価値ある私権を表章する証券」ではあるが、一方で「権利の行使」である預金の引き出しにあたっては必ずしも預金証書を必要としない。その点で有価証券とは言えず、これは証拠証券にあたる。また、有価証券もその表章する権利の違いから「貨幣証券」、「商品証券」、「資本証券」に分類することができる。貨幣証券は小切手や手形のように企業間信用などに基づいて貨幣を代替する証券であり、また、商品証券は輸送の対象となる商品に関する権利を表章し、その預かり証である倉庫証券や船荷証券についても譲渡性が認められたものである。一方で資本証券とは企業などに対する株式や債権、ならびに付随する利子や配当に対する権利を表章している<sup>5</sup>。本論文における「証券」とはこの「資本証券」のことを指し、このような「資本証券」が取引される市場を「証券市場」と定義する。

証券市場もその役割に応じて大きく2つに分類することができる。1つは「証券発行市場」で、これは証券会社などを介して、企業などが発行する株式や債券が投資家の手に最初に渡るまでの市場である。もう1つは「証券流通市場」で、こちらは一度投資家の手に渡った証券がさらに投資家間で売買される市場

である。企業の資金調達の場合は証券発行市場であるが、証券流通市場と相互に独立した関係ということではなく、証券流通市場で自由に換金できるという裏付けがあるからこそ、投資家は証券発行市場において新規に発行された証券を購入することができる。当然ながら証券発行市場が活況にあればこそ、証券流通市場も活性化されるのであって、2つの市場は相互に依存する関係であるとも言える<sup>6</sup>。

つまり、本来的に証券市場全体の活性化には両者の発展が不可欠であるのは言うまでもないが、本論文においては特に、国内証券発行市場の活性化のために欠かせない、「国内証券流通市場」の活性化について論じ、主要な流通市場である「株式流通市場」と「債券流通市場」に言及したい。

## 第2節 証券流通市場の役割

証券流通市場は投資家から証券会社に集まる売買の注文を証券取引所へ集積することで大量の需給の一致を実現し、株式等の流動性を供給することで公正な価格形成を図る役割を担っている<sup>7</sup>。証券発行市場の拡大に繋がる証券流通市場の活性化を考えていくうえでは、上記のような市場が持つ役割が十分に果たされていることが望ましい。

例えば、高い流動性が供給されるためには証券流通市場において十分な取引量が確保されていなければならない。債券流通市場において決定される債券の価格や金利は、リスクが高まる程に債券の価格は下落し、金利は上昇するという関係にある。企業の倒産に対するリスクである「信用リスク」や市場金利の変動に対するリスクである「金利リスク」などのリスクが存在しているが、債券市場の活性化を考えるうえでは「流動性プレミアム」が重要となる。

流動性プレミアムとは「流動性が低い債券の金利の上乗せ分」のことである。つまり、同じ額面の債券でも取引量が少なく換金が容易に行いにくい債券は流動性が低い（＝流動性リスクが高い）と言え、流動性の高い債券と比較して金利が高くなる。その際の金利の上乗せ分だ<sup>8</sup>。

特に債券流通市場において十分な流動性が確保されていない場合、債券発行市場においても流動性プレミアムにより高い金利が付与される可能性がある。つまり、発行主体となる企業などにとっては調達コストが高くなり、債券発行

に消極的になることが考えられる。

また、株式流通市場において決定される株式の価格である「株価」は、投資家による企業の将来的な成長や収益への期待を反映する形で変動する。つまり、取引量が多いことも重要であるが、多様な投資家が取引に参加し、多様な投資家の価値観に晒されることで、より適正な価格の発見ができるのである。

証券流通市場においては、当然ながら証券の所有権の移転が行われているが、より正確に言えば、証券が表章するあらゆる権利の移転が行われている。

それでは、「株主の権利」とはどのようなものなのか。そもそも、株主とは株式会社の出資者のことであり、企業の発行する株式を保有すれば株主になることができる。株主は企業へ出資を行う代わりに、企業に対してあらゆる権利を有している。これらの権利はその性質から大きく2つに分類することができる。1つ目は企業から受ける経済的な利益に関わる権利である「自益権」で、2つ目は企業経営への参加に関する権利である「共益権」だ<sup>9</sup>。

自益権の例として、「残余財産分配請求権」や「株式買取請求権」などがあるが、最も重要視されているのは企業の利益剰余金の配当を受け取る権利である「配当請求権」だ。一方、共益権として代表的なものは「議決権」である。議決権とは株主の総意により会社の意思決定を行う機関である株主総会における議決権のことを指している。株主総会においては企業の取締役の選任や解任、その他企業の定款の変更などについての意思決定が行われるため、それらに対する議決権を有することで株主は企業経営に参加できる。

議決権は株主1人に対して1個の議決権が与えられるのではなく、保有する株式数に応じて議決権が与えられる。つまり、株式を多く保有している程、企業の意思決定に対する影響力が大きくなるのだ。株主は共益権を通じてステークホルダーとして企業統治のための働きかけを行い、企業価値を高めることで、自らの株式の価値も高めることができる。この企業統治のことを「コーポレート・ガバナンス」と呼び、株主がコーポレート・ガバナンスに与える役割は非常に大きい<sup>10</sup>。

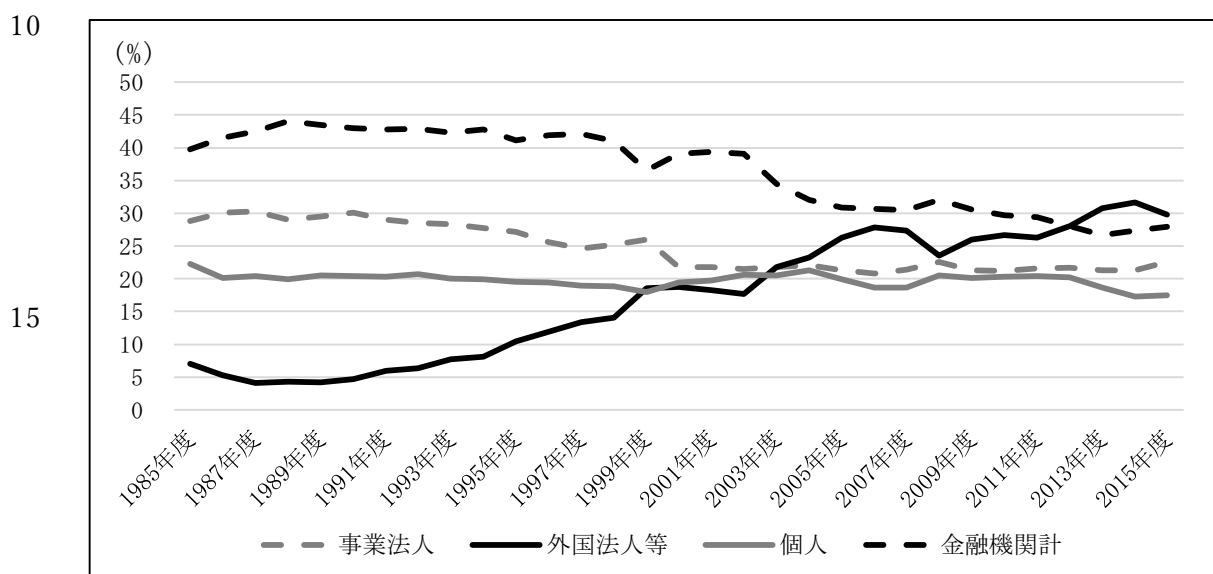
### 第3節 国内株式流通市場の現状

【図表 1】は国内上場株式の投資部門別保有比率の推移を示したものである

が、1990年のバブル崩壊をターニングポイントとして金融機関がその保有割合を下げたのに対し、外国人投資家が保有割合を上昇させており、現在では国内上場株式の約3割を外国人投資家が保有している<sup>11</sup>。

株主の権利の考え方からして、国内企業の経営に与える影響力もバブル崩壊から急速に拡大してきた事が分かる。また、東京証券取引所第1部における株式の総取引量の6割以上を外国人投資家が占めており<sup>12</sup>、現在、国内株式流通市場において最も影響力を持っていると言っても過言ではないだろう。

【図表1】投資部門別株式保有比率の推移



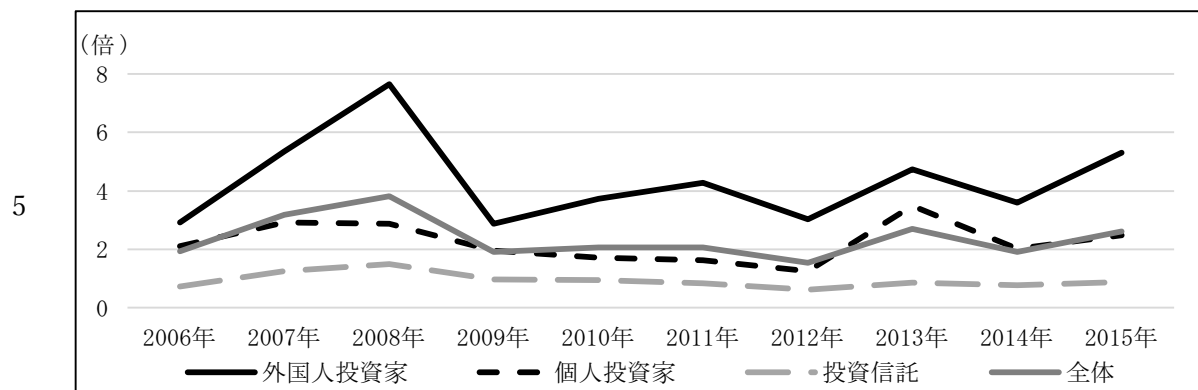
出所) 「所有者別持株比率及び持株数の推移 (長期統計)」・日本取引所グループ・2016年より作成

2000年以降、外国人投資家による取引の活発化を背景として国内株式流通市場においては売買回転率も上昇してきた。【図表2】は東京証券取引所における投資部門別株式売買回転率を比較したものであるが、外国人投資家が極めて高い水準の売買回転率にあることが分かる<sup>13</sup>。また、投資信託と比較すれば個人投資家も比較的に高い売買回転率にある。このように2000年代に入って売買回転率が上昇した要因として「インターネット取引の普及」と「高速取引の活発化」の2つが挙げられる。

30



【図表 2】 投資部門別売買回転率の推移



出所)「投資部門別売買状況」・日本取引所グループ・2016年、「所有者別持株  
 10 比率及び持株数の推移(長期統計)」・日本取引所グループ・2016年より作成

2000年以降インターネットの普及率は急上昇し、それに伴いインターネット  
 証券会社が既存の証券の店頭販売に台頭する存在に成長した。インターネット  
 取引の特徴として取引時間が短く、手数料が比較的安いことが挙げられる。現  
 15 在、個人投資家による株式取引のうち8割以上がこのインターネット取引による  
 ものだとされている<sup>14</sup>。

また、同時期より海外を中心とする機関投資家による高速取引(HFT)も増加し  
 た。高速取引とは注文の開始や売買タイミング・価格・数量の決定、発注後の  
 管理などにおいて人手の介入をなくし、コンピューターのアルゴリズムが自動  
 20 的に決定する取引である。国内証券流通市場における高速取引は2010年に東  
 京証券取引所において「arrowhead」が導入されたことによってより活発に行わ  
 れるようになった。「arrowhead」は2015年にもリニューアルされており、1秒  
 あたり2000件の注文への対応が可能であり<sup>15</sup>、現在では東京証券取引所におけ  
 る取引全体の約7割をこの高速取引が占めているとされている<sup>16</sup>。

25 高速取引の拡大は株式の取引量の増加に寄与していると言え、流動性の供給  
 により証券の価格発見までの時間を短縮化させる機能を果たしているとの指摘  
 がある。一方、欧米を中心として極めて短時間に株価が乱高下を起こす現象で  
 ある「フラッシュクラッシュ」や、システムトラブルによる誤発注が起こって  
 いることが報告されており、高速取引に対する規制の議論が活発化している。  
 30 実際に、2014年には「欧州・第二次金融商品市場指令等におけるアルゴリズム

取引規制」が公布され、高速取引業者を登録制にするなどの規制を 2018 年 1 月から実施予定である<sup>17</sup>。我が国においても、近年株価が乱高下する原因を高速取引に求める声がある他、高速取引の実態を把握できていないことや、個人投資家にとって高速取引の増加は不利に働くのではないかということも指摘されている。取引量の増加という高速取引のメリットを十分に活かすためには規制も視野に入れた市場の整備が必要だろう<sup>18</sup>。

国内株式流通市場においては、高速取引を頻繁に行う外国人投資家の影響力が拡大し続け、株価も方向性がないまま短期的に上下を繰り返し、市場自体が短期志向化し始めている。第 2 節においては株式流通市場が流動性の供給と公正な価格形成という役割を果たすうえで、取引量の増加と共に多様な投資家層による多様な価値観に晒されることが重要であることを指摘した。市場自体が短期志向化する要因として、国内企業の持続的成長への期待感がないことも挙げられるが、株式取引自体が技術の進歩により短期化していく中で、取引量や流動性は確保されていても、中長期的な価値観を持った投資家層の存在が欠けていることも挙げられる。

#### 第 4 節 国内債券流通市場の現状

戦後から現在に至るまで、債券流通市場（公社債流通市場）は取引量を大幅に増加させてきたが、その最大の要因は国債流通市場の拡大によるものだ。

長期国債は 1966 年に戦後初めて発行され、1970 年代の税収の落ち込みを背景として特に 1975 年以降は大量発行が続いている。当初は金融機関が発行された国債の引き受けを行っており、そのような国債を日本銀行が金融機関からの買いオペの対象としていたことや、金融機関自身も流通市場において売却を自粛していたことから、国債流通市場は活性化されてこなかった<sup>19</sup>。

しかし、1977 年より徐々に金融機関による国債売却の自由化が推し進められる「国債の流動化」が行われ、実質的に国債流通市場が確立されたと言える。特に、1984 年に金融機関による国債等の自己勘定での売買業務である「ディーリング業務」が認められたことにより、国債流通市場は活性化された<sup>20</sup>。

国債は他の債券と比較しても発行高や残高共に圧倒的に多いこともさることながら、政府が発行しているために債務不履行に陥る可能性が極めて少ない「リ

スクフリー資産」として多方面より資金が集中した経緯がある。よって、【図表 3】から分かるように債券流通市場において行われている売買の殆どを国債の取引が占めている。

このように日本の債券流通市場が国債の取引量の拡大と共に発展してきた一方で、社債の取引量のシェアは決して大きいものとは言えない。

【図表 3】 債券の種類別売買高とシェア (2015 年)

	売買金額(億円)	シェア (%)
10 国債	103934757	98.6
地方債	603299	0.6
社債	207373	0.2
その他	618252	0.6
合計	105363681	100

15 出所)「公社債種類別店頭売買高」・日本証券業協会・2015年より作成

先に挙げた通り、国内における国債の取引量は莫大な規模を誇っており、流動性は十分に確保されている。よって、国債には流動性プレミアムは発生していないと言える。一方で、社債に関しては取引量が多くないために国債と比較しても流動性リスクが高く、流動性プレミアムが発生しやすい状態にある。

流動性プレミアムの発生により金利が高くなれば、社債を通じた企業の調達コストも高くなる。それにより、企業は社債の発行に消極的になり、さらに取引量が減少し、流動性が低くなるという悪循環に陥っているのだ。

## 25 第 2 章 国内証券流通市場の活性化の必要性

本章においては、第 1 節において日本の企業金融に見られる変化について、第 2 節においては家計の資産形成に求められる変化について論じる。そのうえで、第 3 節において証券流通市場が活性化されることの意味を述べる。

## 第1節 変化しつつある日本の企業金融

戦後長らく、日本の企業金融の中心は間接型金融であった。それは戦後の日本経済を発展させていくには、国家全体として資本蓄積が不十分な状態であり、多額の資金供給を行うためには、国民の銀行預金を元手とした銀行中心の金融システムが最も効率的であったからである。企業も銀行預金を持つ低金利かつ硬直的な性質により、比較的低い調達コストで安定的かつ長期的な資金調達が可能であり、経済の発展段階にあった日本の企業金融は間接型金融へ依存してきた経緯がある<sup>21</sup>。

1970年代より公募時価発行増資が徐々に行われるようになってから市場型金融による資金調達も増えてきた。それにより、銀行融資への依存度は大企業を中心として一時的に若干の低下を見せたものの、企業の発行した株式を銀行が保有する「株式持合い」が増加するようになり、結局のところ企業と銀行が密接な関係を持つという日本の伝統的な資金調達構造は変化してこなかった<sup>22</sup>。

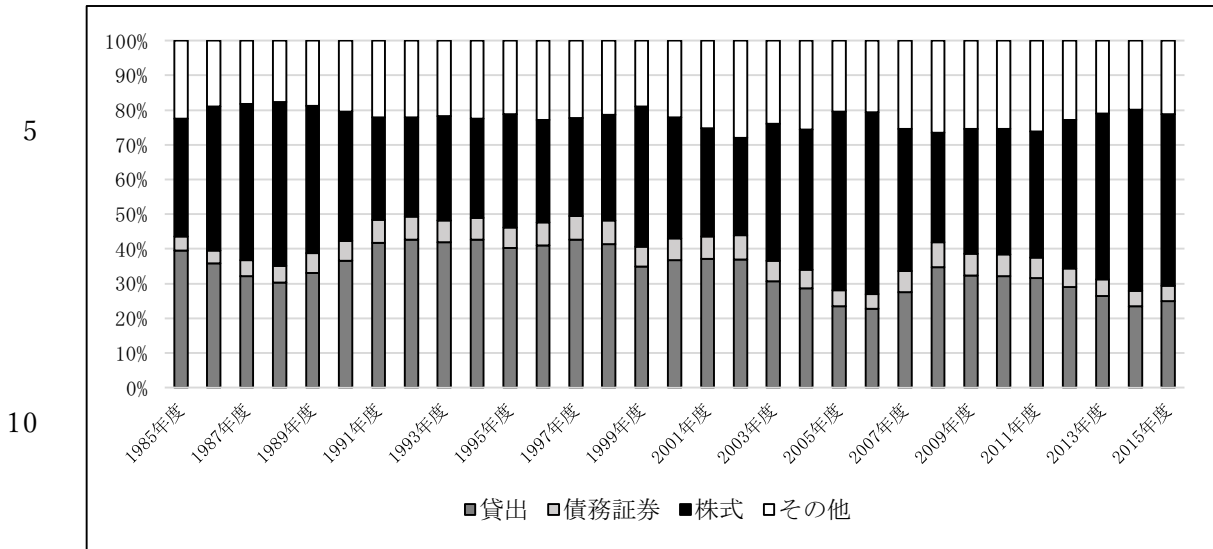
しかし、間接型金融が必ずしも万能な資金調達手段であり続けてきたとは言えない事実もある。例えば、1990年代から「不良債権問題」が深刻化したことが挙げられるだろう。

高度経済成長期を終え、国内企業が成長の原資としてきた長期的な銀行融資に対する需要は薄れ、貸出先を見失った銀行は価格上昇を続ける土地に目を付け、不動産を担保とした過剰な融資へと走り、バブルが引き起こされた。しかし、バブル崩壊時に土地価格が下落したことで、それらの貸出債権は担保によっても回収が困難である「不良債権」となった。

同時期には銀行への自己資本比率規制（貸出などのリスク債権の額に対して一定割合の自己資本を必要とする規制）である「バーゼル規制（=BIS規制）」が適用されており、自己資本比率の維持と不良債権処理という2つの課題を抱えた銀行は新たな貸出を増やすことに消極的になる、いわゆる「貸し渋り」を起こした経緯がある<sup>23</sup>。

実際に、不良債権問題に端を発した金融機関の倒産が相次いだ1990年代後半以降は、国内企業の資金調達における銀行融資への依存度は低下し続けている。そこで、収縮する間接型金融に対して、企業の資金調達において存在感を強めたのは市場型金融である。

【図表 4】 国内企業の金融負債構成割合の推移



出所) 「資金循環統計」・日本銀行調査統計局・2016年より作成

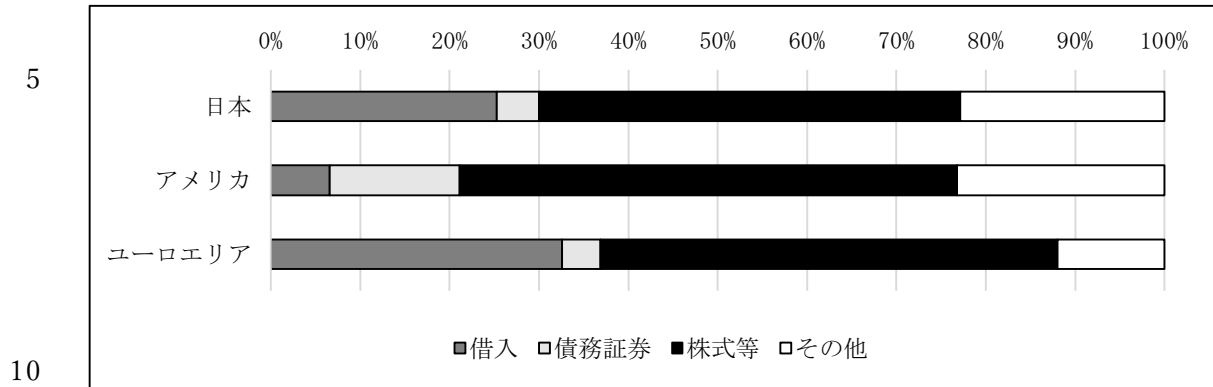
15 【図表 4】の企業の金融負債構成割合の推移を見ると、特に不良債権問題が収束に向かった 2003 年頃から株式による資金調達割合が増加していることが分かる。そして、2008 年のリーマン・ショックを契機に一度はその割合は減少したものの、2015 年度にかけては再びその割合を増加させている。

20 さらに、【図表 5】では、2016 年 9 月時点での企業の金融負債構成割合の日米欧の比較を示しているが、国内企業の資金調達における市場型金融の割合は、欧米と比較すればやや小さいものの、日本の企業金融が間接型金融に依存していると言えない。つまり、日本の企業金融は「間接型金融への依存」から「間接型金融と市場型金融の両立」へとシフトしているのである。

25 今後、企業の資金調達手段として銀行を中心とした間接型金融が再び大きく存在感を増していくことは考えられにくい。例えば、前述したバーゼル規制は 1993 年に施行された「バーゼル I」から、自己資本やリスク資産の計算を厳格化させ、現在は「バーゼル III」が適用されるに至っている<sup>24</sup>。その他にも、度重なる金融危機への反省から、あらゆる国際金融規制が強化されており、銀行経営の健全性が求められる中で間接型金融が萎縮してしまうことが予想される  
30 のだ<sup>25</sup>。そこで、企業は今後も間接型金融と市場型金融という資金調達経路を

両立させ、双方から安定的な資金供給が受けられることが望ましい。

【図表 5】企業の金融負債構成割合の日米欧比較



出所)「資金循環の日米欧比較」・日本銀行調査統計局・2016年・2ページ

## 第2節 日本の家計の資産形成に求められる変化

15 日本では世界で他に類を見ないペースで少子高齢化が進行しており、その弊害として社会保障を高水準に持続することが困難になりつつある。その最たる例は公的年金であろう。

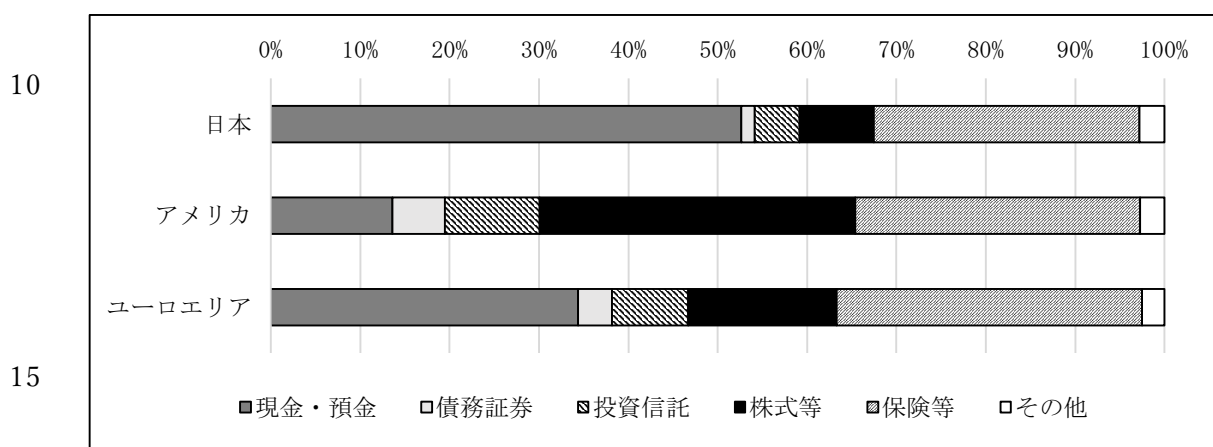
20 国民全体が公的年金に加入している「国民皆年金」の状態は1961年の国民年金法の施行から始まっている。それ以前は現役世代がその親世代と同居し、相互扶助が行われるのが一般的であったが、経済成長に伴い現役世代が都市圏に出向いて働くことが増えてから、高齢者を社会全体として支えるための制度として導入された<sup>26</sup>。

25 しかし、日本経済が成熟期を迎える中で少子高齢化が進行し、年金受給者である高齢者の増加と年金保険料を負担する現役世代の減少が同時に進行したことで、公的年金制度は実質的な受給額の減額を含めた改正を繰り返されている。さらに医療技術の発達により平均寿命が延びることが現役引退後の必要資金を増加させる「長生きリスク」を高め、一方で出生率は低下を続けており現役世代が飛躍的に増加をすることも見込めない。つまり、公的年金制度の維持に向けた根本的な問題解決は困難であり、今後の日本の家計は老後の生活に向けて公的年金だけに頼らない資産形成が求められることになる。

30 そこで、日本の家計の資産の現状に目を向けてみたい。【図表 6】では、2016

年 9 月時点での日米欧の家計の金融資産構成を示している。欧米と比較したう  
 えで、日本の家計の資産構成の大きな特徴として、「現金・預金」の割合が非常  
 に大きいことが挙げられる。日本の名目 GDP が約 500 兆円であることを考えれ  
 ば、日本の家計の金融資産総額の 1746 兆円という規模は極めて潤沢であると  
 5 言えるが、その大半が現金や預金のような「無リスク資産」という形で保有さ  
 れているのが現状である。

【図表 6】日本の家計の金融資産構成



出所)「資金循環の日米欧比較」・日本銀行調査統計局・2016年・2ページ

逆に、日本の家計の金融資産のうち「リスク資産（「債務証券」・「投資信託」・  
 「株式等」をその対象とする）」の占める割合は 14.8%であるが、ユーロエリ  
 20 アでは同割合が 28.9%、アメリカの場合は 51.8%となっており、日本の家計が  
 保有するリスク資産の規模が他国との比較においては小さいことが分かる<sup>27</sup>。

日本の家計の金融資産がこのような構成にあるため、公的年金等に頼らない  
 効率的な資産形成を目指すことは難しい。それは、過去から現在に至るまでに  
 25 幾度となく繰り返されてきた低金利政策によって、銀行預金の金利がほぼゼロ  
 に近い水準まで低下しているからである。

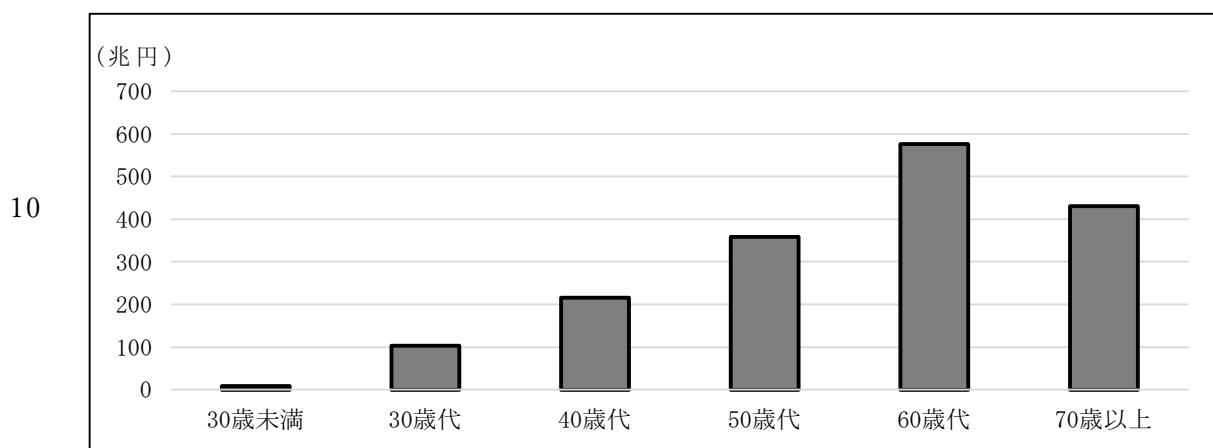
例えば、現在の平均的な銀行預金金利（定期預金金利、2016年9月現在）は  
 期間や限度額ごとの違いはあるが、平均して年 0.02%程に留まる<sup>28</sup>。つまり、  
 1000万円を1年間預けても得られる金利は2000円程度に留まってしまうのだ。

30 また、少し別の視点から考えた際に現在の日本の家計の課題として考えられ

るのが、資産の分布が高齢者に偏重していることである。【図表 7】には年代別の家計金融資産の保有総額が示されているが、家計金融資産の大半を 60 歳以上の高年齢層が保有しており、日本の家計が潤沢な金融資産を保有してるとは言っても、若年層の保有総額は決して大きいものではない。

5

【図表 7】年代別の家計金融資産の保有総額（2014 年）



15 出所)「説明資料〔相続税・贈与税〕」・財務省・2015 年・7 ページ

一般的に消費機会の多い若年層に比べて、高齢者は資産を保有していても消費に回されることが少ないとされている<sup>29</sup>。つまり、蓄積された資産を効率的に利用、あるいは現役世代へ移転することができれば、出費の多い現役世代の

20 生活の支えになるうえに、日本の経済や社会への貢献も大きなものとなる。

このように、現在日本の家計には若年層を中心に、公的年金や銀行預金等に頼らない自助努力による効率的な資産形成が求められ、また、高年齢層に蓄積された資産の効率的な利用、世代間の資産移転が課題とされているのである。

### 25 第 3 節 インベストメント・チェーン成熟の必要性

第 1 節においては、国内企業が資金調達手段を「間接型金融への依存」から「間接型金融と市場型金融の両立」へとシフトさせてきている経緯を概説した。また、第 2 節においては、若年層を中心として、日本の家計が自助努力による資産形成を求められながらも、リスク資産の保有額が少なく効率的な資産形成

30 が困難な状況にあることを示した。



つまり、資金需要者である国内企業は市場型金融という証券市場を経由した資金調達経路を拡大しようとしているのに対し、資金供給者である日本の家計は資産形成にあたっては潤沢に保有する金融資産を現金・預金という形で多く保有することで、証券市場へ資金を十分に供給できていないのである。

- 5 この「市場型金融」と「証券投資」の間の需給のミスマッチを克服することにどれほどの意味があるかを考えてみたい。

まず、国内企業が証券市場を経由して調達した資金は、イノベーションを生み出す原資となり、成長資金となる。株式によって調達された資金は自己資本として組み入れられ、株主への配当を行うことはあっても、借入金と違って返済を求められず、積極的なリスクテイクを行うことができるからだ。バブル崩壊後より持続的な成長へのビジョンを失っている国内企業、並びに日本経済の新たな成長には市場型金融が十分に機能し、「リスクマネー」を供給することが不可欠であると言える。

15 また、家計が自助努力により潤沢な資産を形成していくためには、銀行預金に代わって証券投資に積極的にならなければならない。当然のことながら証券投資には一定のリスクが存在し、それによって損失を被る可能性もあるが、その裏返しとして多くのリターンを得られる可能性がある。さらに、高齢者の保有する潤沢な資産が証券投資に回されれば、国内企業の事業の活性化に繋がり、現役世代も便益を受けられる。

20 このように、経済や社会を取り巻く環境の変化から、投資の対象となる企業と、投資を行う家計が証券市場を積極的に活用する必要性は高まっているのである。しかし、このことは「貯蓄から投資へ」というスローガンと共に長い間指摘されていながら、浸透してこなかった。

25 2014年に経済産業省より「持続的成長への競争力とインセンティブ ～企業と投資家の望ましい関係構築～プロジェクト（伊藤レポート）」が発表されている。欧米と比較しても証券投資が進まない現状を抱える日本は「インベストメント・チェーンの全体最適化が不可欠である」という伊藤レポートのメッセージを真摯に受け止める必要があるのではないだろうか。

30 「インベストメント・チェーン」とは伊藤レポートにおいて「資金の拠出者から、資金を最終的に事業活動に使う企業に至るまでの経路及び各機能のつな

がり」(『『持続的成長への競争力とインセンティブ ～企業と投資家の望ましい関係構築～』プロジェクト最終報告書(伊藤レポート)』・経済産業省・2014年・10ページ)と定義されており、これを構成する個人投資家や機関投資家、あるいは企業などの各主体の視点に立って、それぞれが抱える問題を解決し最適化を行うことでインベストメント・チェーン全体の最適化を目指す必要性を提示している<sup>30</sup>。

この考え方は我々が国内証券流通市場の活性化を考えていくうえでも重要な視点だ。我が国における最大の資金供給者となり得るのは家計である。その家計の潤沢な金融資産が証券市場に流入すれば、そのリスクマネーをもとに企業が事業を活発化させ、日本経済の成長に繋げることができる。また、企業が成長すれば株価が上昇し、投資家は大きなリターンを得ることができる。すなわち、日本の家計の資産形成に大きく貢献することだろう。

そこで、本論文においては証券発行市場の拡大を念頭に置いたうえで、「国内証券流通市場の活性化」を「株式市場における国内投資家層の拡大」と「証券市場全体における証券の取引量の増加」と定義し、発行市場と流通市場がそれぞれ活性化されることで証券市場が活性化させること目指し、最終的には日本の経済と社会の抱える問題を解決に導くことを目標として提言を行いたい。

### 第3章 個人投資家層拡大の意義

本章においては、第1節において個人投資家の現状を確認し、それを踏まえて第2節において「貯蓄から投資へ」を実現するための現在の施策を検証する。

#### 第1節 個人投資家の現状

第2章において、現在日本の家計が潤沢な金融資産を保有していながら、リスク資産の保有に対しては消極的であり、リスク資産の保有額が金融資産総額に占める割合は欧米と比較して低水準にあることを述べた。日本の家計は企業へのリスクマネー供給のポテンシャルを持っていながら、効率的な資産形成を行っていない現状があるのだ。

では、日本においてはなぜ「貯蓄から投資へ」が実現されず、資産の保有手段を銀行預金に依存してしまっているのかを検証したい。

現在、家計の金融資産構成において最も大きな割合を占める銀行預金のメリットは、証券投資のように「元本割れリスク」が存在しないことや、必要時の引き出しが即座に行え、流動性が非常に高いことである。流動性の高さという面で見れば、もはや預金は現金化することなく決済の手段にさえなり得る。さらに、従来は銀行預金金利が比較的到高水準であり、銀行預金はその安全性や流動性、さらには収益性の面でも優れた「資産形成手段」であったのだ<sup>31</sup>。

銀行預金自体の特徴以外にも、「年功序列」などの日本独特の賃金体系により、若年層は資産蓄積が不十分であることが多い。一方で、「持ち家志向」により住宅ローンを若いうちから組む者が多いことなどが、積極的なリスクテイクを抑制させてきたとも言える。例えば、家計による証券投資が盛んに行われているアメリカでは成果主義的な賃金体系が取られている場合が多く、若年層もリスクテイクを行う余地がある。

このように、銀行預金のメリットが日本人のライフスタイルと合致したことが、リスク資産の保有への消極的な態度を作り出してきたのである。

また、日本経済に持続的な成長性が見られず、国民の投資意欲を喚起できていないことも「貯蓄から投資へ」を実現できていない要因と言える。例えば、バブル期以前の日本経済は持続的な成長を成し遂げており、そのことは株価の上昇という形で映し出されていた。しかし、バブル期の狂乱を経て、バブル崩壊後の日本経済は低成長期に突入し、株価も多少の上下を繰り返すだけで、長期的に上昇する傾向は見られない。つまり、特に株式投資を行ったとしても、安定的にリターンを得られるという期待感が持てていないのである。

ここまで家計による「貯蓄から投資へ」の流れが進展してこなかった原因を検証してきたが、次に既に投資を行っている個人投資家の現状を検証したい。

日本の株価が上昇しないことは家計による投資を消極化させるだけでなく、既に投資を行っている個人投資家の投資行動の短期化を助長していると考えられる。投資行動の短期化とはすなわち、株式の保有期間が短期化していることを表している。

株価が持続的に上昇する局面においては、株式を長期的に保有すれば、売買のコストを抑制し、企業利益が生み出す配当を受け取りながら、効率的な資産形成を行うことが可能となる。つまり、持続的に株価が上昇しない現状におい

ては、株式の長期保有によるメリットが失われているのである<sup>32</sup>。

5 それでは、投資行動が短期化することにどのような問題が存在するのだろうか。投資行動を短期化させるということは、長期的に創造される企業価値よりも、短期的な値動きに着目し、短期的にキャピタルゲインを獲得することを狙って売買を行っていると考えられる。これ自体は悪いことではなく、株式流通市場に流動性を与え、迅速な価格発見に大きく寄与していることは言うまでもない。しかし、多くの投資家の行動が短期化し、市場全体が短期化することは望ましいとは言えない。

10 例えば、あらゆる投資家が短期的な株価の値動きという一点に注目し、株価の小さな下落に対して一斉にリスク回避的な投資行動を行ったとすれば、売りが売りを呼ぶ展開を呼び、株価が暴落することが考えられる。つまり、本来の小さなリスクが市場の短期化によって増幅されることでリスクが拡大するのだ。実際に2008年9月に発生したリーマン・ショックにおいては売り急ぐ投資家が殺到し、買い手が見つからないために必要以上に株価の下落をもたらした<sup>33</sup>。

15 また、2000年頃よりインターネットによる株式の売買や情報収集が容易に行える環境が整備され、個人投資家の投資行動を短期化させている可能性がある。日本証券業協会が行った個人投資家の株式の投資方針についてのアンケート結果であるが、投資家全体の結果を見ると「値上がり益重視・短期間に売却」と答えた投資家が8.1%に留まったのに対し、インターネット取引を行っている投資家については14.5%となっており、インターネット取引が短期的取引を増加させていることが分かる<sup>34</sup>。

20 投資家の多くが投資行動を短期化させ、株式市場全体が短期化してしまうことは、企業経営の短期化をも引き起こす。つまり、市場に短期志向を持った投資家が多くなるほど、企業は株価を上げるためには投資家に迎合する形で、短期的な企業価値の向上を目指さなければならなくなるのである。

25 このように企業経営が短期志向に陥れば、目先の利益創出にとらわれ、将来的に中長期的な利益創出に繋がる大型の投資や研究開発等を見送ることが考えられる<sup>35</sup>。さらに、あらゆる企業が中長期的な企業価値の創出に消極的になれば、結果的に日本経済全体として持続的な成長が失われ、さらに株価が上昇しにくくなる状況が生み出される。

ここで、証券流通市場において個人投資家に期待されていることが何であるのかを考え直してみたい。例えば、機関投資家は他人の資産を預かって運用を行うため、リスク回避的な投資行動を行うことが多いとされる。一方で、自らの資産を運用する個人投資家は機関投資家と比較して、ある程度のリスクテイクが可能となる。もちろん、実際には個人投資家にも年齢層や所得の差によりリスク許容度に差はあるが、短期的な株価の値動きに捉われず、長期的な株式保有を行えるのは個人投資家の強みとも言える。

個人投資家の株式の平均的な保有期間についてのアンケート結果であるが、平均的な保有期間が5年以上の投資家が全体の48.8%に上り、「10年超」という回答をした個人投資家は全体の32.8%となっている<sup>36</sup>。このことから、個人投資家は長期的保有を行うポテンシャルを備えていることが窺える。

現在の日本経済は、まさに企業経営や投資家の行動が短期志向に陥ったことによって持続的成長への方向性を完全に見失っているのだ。そこで、今後日本経済が持続的な成長を達成していくためには、株式の長期保有によって企業の安定的な株主になり得る個人投資家層を拡大し、中長期的に企業価値を向上させていけるような環境を作り出していかなければならない。

## 第2節 「貯蓄から投資へ」を実現するための現在の施策

### I NISA

2014年1月より10年間の時限的措置として少額投資非課税制度「NISA」という制度が開始した。これは2013年度をもって上場株式等の配当や譲渡所得に対する軽減税率が終了し、税率が10%から20%へ引き上げられることをきっかけとして、新たな投資促進税制として導入された背景がある<sup>37</sup>。

この制度を利用してNISA口座を開設した場合、毎年120万円分の上場株式や公募株式投資信託等による配当や譲渡益についてはその所得が非課税となる。非課税期間は対象となる金融商品を購入してから5年間であり、途中売却は可能であるが、その売却部分の非課税枠を再利用することはできない。つまり、基本的には長期的な保有を目指している。また、非課税期間終了後は一部ロールオーバーにより非課税枠を使用できることを除いては、通常の課税口座に移され課税対象となる。

NISA の制度は 1999 年度にイギリスにおいて導入された ISA をモデルとしており、ISA が若年層や低所得者層などに投資家層を拡大することに成功したことを背景に導入された。ISA の場合は NISA とは違い、「株式型 ISA」と「預金型 ISA」が存在しているため（NISA は「株式型 ISA」と近い制度と言える）、一概に普及の規模を NISA と比較することは困難であるが、イギリス国民の約 4 割が ISA を利用していることを考えれば、日本国民への投資の普及の効果も期待できるものだろう<sup>38</sup>。

NISA 導入以前の投資に関わる税制優遇は、既に投資を行っている層が無制限に優遇を受けられるものであったが、それに対して NISA は一定の上限を設け、幅広い層が優遇を受けられることで新たな「投資家層の拡大」を目指した制度設計となっていると考えられる。実際に、2016 年 3 月末の時点で NISA の口座開設数は 1012 万口座、NISA による金融商品の買付金額は 7 兆 7500 億円と、その規模の拡大は続いている<sup>39</sup>。

それでは、ここからは NISA の制度運営にあたっての問題点を検証していきたい。確かに NISA の利用は年を追うごとに拡大しているが、新たな投資家層の拡大に真に寄与しているかは改めて考え直してみなければならない。

現在 NISA の口座開設者のうち約 2 割が投資未経験者だとされている<sup>40</sup>。つまり、NISA 利用者のうち約 8 割は過去に投資の経験があり、新たに投資を始めるきっかけにはなっていないと考えられる。

さらに、NISA 利用者を年代別に見ると、高齢になる程 NISA の利用者数は増加し、若年層ほど口座開設数は少ない<sup>41</sup>。すなわち、NISA は国民が長期的な投資を通じた資産形成に役立てることも目的としていることに対して、若年層への広がりには限定的で、投資家層の拡大には役立っていないと言える。また、若年層は本来的にはリスク許容度が高いとされており、リスクマネーの供給という点から考えれば今後若年層に対する NISA の普及を重点的に行っていかなければならない。

また、現在は NISA の非課税期間が 5 年間と定められており、ロールオーバーを使用したとしても 10 年間が非課税期間である。先ほども述べたように平均的な株式保有期間が「10 年超」である個人投資家が全体の 32.8%を占めていることから<sup>42</sup>、現在の非課税期間では彼らのニーズに応えられない可能性があり、

生涯を通じた長期的な資産形成を目指すうえでは却って損に働くのである。

## II ジュニア NISA

2016年1月より「ジュニア NISA」という制度が開始された。こちらは NISA  
5 が20歳以上を対象とした制度であるのに対して、未成年版の NISA とも言える  
制度である。0歳から19歳の未成年者の名義で口座を開設し、親権者等が資金  
を拠出し、代理で運用を行う制度である<sup>43</sup>。

基本的な制度設計は NISA と同じく、上場株式や公募株式投資信託によって  
発生する配当や売買益等の所得が非課税となるものだが、年間投資上限金額は  
10 80万円と設定されており、災害等のやむを得ない事情を除いては原則として未  
成年者が18歳になるまでは払い出しができない<sup>44</sup>。

ジュニア NISA の制度導入の目的として、若年層への投資の普及や世代間の  
資産移転を促進させる狙いがある。ジュニア NISA を開設した未成年者が成人  
した際には自動的に NISA が開設されるようになっており、その時点で保有し  
15 ている資産に関しても移管が可能である。つまり、将来的にも NISA を利用する  
ことで自らの運用による投資を行うことが期待されている。また、現在家計の  
金融資産が高年齢者層に偏在していることも鑑みれば、ジュニア NISA が有効  
活用されれば効率的に資産移転が可能となる。また、18歳までの払い出しを制  
限しているのは、高等教育機関への進学を視野に入れた教育資金の形成を目的  
20 としているからである<sup>45</sup>。

## III 確定拠出年金

2001年に確定拠出年金法の制定により、企業型・個人型の確定拠出年金制度  
が日本においても開始された。確定拠出年金とは個人ごとの勘定に対して掛金  
25 が拠出され、個人が運用商品を選択し、その運用収益によって受給できる年金  
が変化する年金の形式のことである。

確定拠出年金導入以前の従来型の年金制度として、確定給付年金があり、企  
業年金などにおいてもこちらが主流であった。しかし、確定給付年金は受給で  
きる年金の額が決定されているうえで、その目標金額に向けた運用を行う必要  
30 があり、運用収益が十分でなかった場合には企業が穴埋めを行うなど負担が発

生ずる。また、時代の変化により雇用の流動化・労働移動が活発化し、転職が増加する局面においては年金資産の移管が十分に行われなかったことが問題視されていた。このような問題に対応するべく確定拠出年金が導入され、企業ではなく自己が運用を行う自助努力色の強い、また、持ち運びの利便性の高い制度が設計されている。

現在、確定給付年金を採用している企業は約 13000 社、加入者数は 800 万人弱となっている。一方で、企業型の確定拠出年金の導入企業は約 5000 社ながら、加入者は 600 万人と、確定給付年金の加入者に迫る勢いでシェアを拡大している<sup>46</sup>。

10

#### 第 4 章 今後の国内企業のあり方

本章においては、第 1 節で日本の株価が上昇しない現状を示し、国内企業が低迷していることを述べる。そのうえで、第 2 節で株価低迷の原因である ROE について言及し、第 3 節でコーポレート・ガバナンスへの意識の高まりを概説したうえで、第 4 節において企業の情報開示の不十分さについて述べる。

15

##### 第 1 節 低迷する日本の株価

1990 年代に突入すると同時に迎えたバブル崩壊後の日本経済は、「失われた 10 年」あるいは「失われた 20 年」と言われるまでの長期的な低迷期に突入しており、そのような日本経済の長期的低迷を映し出すように日本の株価も低迷が続いている。

20

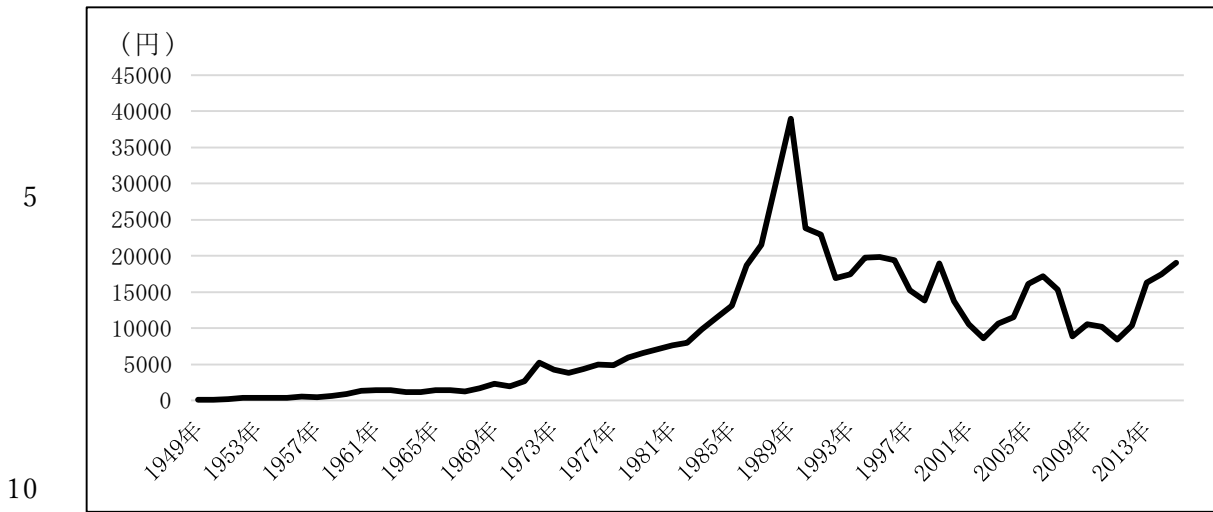
株価とは本来、企業の将来的な利益創出への期待が反映されるもので、長期的に株価が低迷しているということは、投資家が国内企業の持続的な成長への期待感を持っていないことを暗示しているのである。

25

【図表 8】は戦後の日経平均株価の推移を示したものである。こちらを見ると日本経済ならびに国内企業の動向は以下の 3 つの時期に分けて語るができるだろう。



【図表 8】 戦後の日経平均株価の推移



出所)「ヒストリカルデータ」・日経平均プロフィール・2016年より作成

### I 戦後～バブル期

日本経済は 1955 年から 1973 年にかけての高度経済成長期には日本企業の輸出主導で成長し、またそれに続く 1980 年代半ばまでの安定的成長期には円高に苦しみながらも国内需要を取り込むことで成長を続けた<sup>47</sup>。一方、日経平均株価の動きに見られるように、日本の株価もオイルショック等のイベントごとに多少の波はありながらも全体としては上昇し続ける傾向にあった。つまり 1980 年代半ばまでは実体経済の成長が反映される形で株価の上昇が続いたと言える。

### II バブル期

1980 年代後半から 1990 年代前半にかけて発生した「バブル期」には、それまでとは違って、実体経済と株価の乖離が発生した。

1985 年のプラザ合意により円高が発生し、これに対応する形で 1986 年には公定歩合の引き下げによる金融緩和政策が立て続けに行われたことや、高度経済成長期を終えて長期資金に対する需要が低下したことで、国内企業の不動産投資の原資として銀行から大量の資金流入が発生した。結果、土地価格が上昇したことを背景に、さらに土地を担保とした借入と土地への投資を繰り返した。このような資金運用形態を当時は「財テク」と呼び、一時的な隆盛を見せた。

また、財テクは土地だけでなく株式（あるいはその他のあらゆる金融商品）も投資対象とし、やがて企業だけでなく個人も財テクに手を伸ばすことになる<sup>48</sup>。

日経平均株価は 1989 年には史上最高値を付けたが、これは上記の経緯からも実体経済の成長を反映した株価の上昇とは言えず、不動産総量規制により土地価格が下落を始めた瞬間に、1990 年の大発会から株価は暴落を続けた。これが「バブル崩壊」である<sup>49</sup>。

### III バブル崩壊後～現在

1990 年のバブル崩壊から日本経済は「失われた 20 年」に突入することになったが、そのことは株価を見ても明らかだろう。

「失われた 20 年」のうちの最初の 10 年は「日本版ビッグバン」のもとで、金融の自由化や国際化が推し進められながらも、不良債権問題により発生した間接型金融を中心とする金融機能の麻痺が日本経済の足を引っ張った 1990 年代である。残りの 10 年は 2000 年前後に発生した IT バブルを乗り越え、株価が上昇傾向に向かいながらも 2008 年に発生したリーマン・ショックによって再び甚大な打撃を被った 2000 年代だ。

バブル崩壊後の日本の株価はイベントごとにある程度大きく上下しながらも、やがては吸収されて全体的には方向性のない値動きが続いている。戦後からバブル期に経験したような持続的な成長の兆しが垣間見えないのが現状である。それでは、日本の株価、つまり国内企業の株価がなぜ低迷しているのかを次節において検証したい。

## 第 2 節 ROE の低い国内企業

近年注目されている企業の経営指標として「ROE（＝自己資本利益率）」がある。ROE とは資本効率、すなわち企業が自己資本（＝株主資本）に対してどれだけ効率的に利益を計上しているかを計る指標であるが、とりわけバブル崩壊後の経済の低迷が続いた国内企業はこの ROE が欧米企業と比べて低水準であることが指摘されており、この低い ROE に代表される経営効率の悪さが日本の株価低迷の原因であると考えられている<sup>50</sup>。

ROE が注目される背景には、国内株式流通市場における外国人投資家の影響

5 力の高まりが挙げられる。伝統的な日本的経営の特徴として従業員や長期的な企業間の信用を重視する経営姿勢が挙げられるが<sup>51</sup>、バブル崩壊後に海外の年金基金等の外国人投資家の影響力が強まってからは欧米諸国に見られる株主重視の経営姿勢が求められ、株主価値の向上が求められるようになり ROE という経営指標が普及した<sup>52</sup>。

10 また、2013 年には日本取引所グループと日本経済新聞社の共同指数として「JPX 日経インデックス 400」が組成され、銘柄選考基準には 3 年間の累積営業利益などに加え、経営効率を計る基準として 3 年間の平均 ROE が用いられた。2013 年より行われている日本銀行による金融緩和政策の一環として、2014 年に同指数の ETF が資産買い入れ対象となり注目を集めるなど、日本において ROE への注目がにわかに高まっているのが現状である<sup>53</sup>。

15 同じく 2014 年に発表された「伊藤レポート」においては、株主が企業に対して期待する資本コストは平均 7% 超であるため、グローバルに投資を呼び込むためには最低でも 8% 以上の ROE を達成する必要があることが指摘された<sup>54</sup>。ことが話題となり、経営指標として ROE を掲げる国内企業も増加した。

このように、国内株式流通市場における外国人投資家の影響力が拡大していることや、日本における ROE への注目の高まりは、幅広く投資を呼び込むために ROE を向上させるインセンティブを高めている。

20 【図表 9】 ROE の構成要素ごとの日米欧比較

	ROE	売上高利益率	総資産回転率	財務レバレッジ
日本	5.3%	3.8%	0.96	2.51
アメリカ	22.6%	10.5%	0.96	2.69
25 欧州	15.0%	8.9%	0.87	2.86

出所) 『『持続的成長への競争力とインセンティブ～企業と投資家の望ましい関係構築～』プロジェクト (伊藤レポート)』・経済産業省・2014 年・37 ページ

30 【図表 9】のように、ROE は 3 つの構成要素に分解できるが、それぞれについて国内企業と欧米企業を比較すると、総資産回転率と財務レバレッジについて

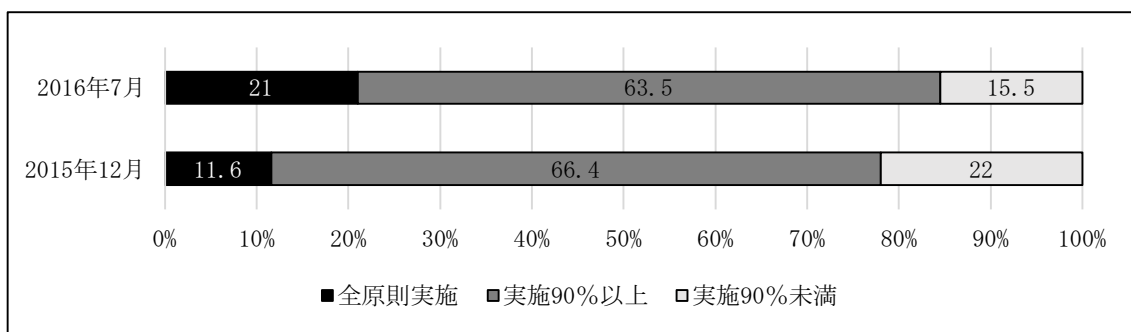
は同水準にあるが、国内企業は売上高利益率が低水準にあることが分かる。つまり、ROE を向上させて株価の上昇を実現するためには、売上高利益率を始めとした経営効率の向上が求められるのだ<sup>55</sup>。

### 5 第3節 コーポレート・ガバナンスへの意識の高まり

2015年6月より、日本取引所グループより公表された「コーポレート・ガバナンス・コード」が適用された。コーポレート・ガバナンス・コードの策定の狙いは企業と株主の建設的な対話の促進により、長期的に「稼ぐ力」を失ってしまっている国内企業が持続的に企業価値を向上させていくことにある<sup>56</sup>。

10 コーポレート・ガバナンス・コードや「伊藤レポート」などにおいて提唱されている持続的な成長や企業価値の向上の本質を考えれば、中長期的にROEを向上させることが重要となる。それでは、コーポレート・ガバナンス・コードの適用が企業のガバナンス体制の構築にどれほど寄与しているかを検証したい。

15 【図表 10】 コーポレート・ガバナンス・コードの実施状況



20

出所)「コーポレート・ガバナンス・コードへの対応状況(2016年7月時点)」・日本取引所グループ・2016年・3ページ

25 【図表 10】には2016年7月時点におけるコーポレート・ガバナンス・コードの実施状況を示している。実施状況を開示していた3164社のうち、東京証券取引所の市場1部・2部に上場している企業は2262社であるが、そのうちの21%にあたる474社が全原則について実施しており、63.5%にあたる1437社が9割以上の原則について実施している。つまり、市場1部・2部の上場企業  
30 のうち84.5% (2015年12月時点では78%)の企業が、コーポレート・ガバナ

ンス・コードの 9 割以上の原則について実施していることが分かる<sup>57</sup>。

【図表 11】「コーポレート・ガバナンス・コード」において実施率の低い原則

	原則	実施率
5	議決権の電子行使のための環境整備	44.3%
	取締役会による取締役会の実効性に関する分析・評価、結果の概要の開示	55.0%
	中長期的な業績と連動する報酬の割合、現金報酬と自社株報酬との割合の適切な設定	70.2%
	海外投資家等の比率等を踏まえた英語での情報の開示・提供の推進	71.9%
10	指名・報酬等の検討における独立社外取締役の関与・助言	74.9%
	独立社外取締役の 2 名以上の選任	78.8%

出所)「コーポレート・ガバナンス・コードへの対応状況(2016年7月時点)」・日本取引所グループ・2016年・5ページ

15

【図表 11】には、実施率の低い原則を挙げている。議決権の電子行使のための環境整備や、業績連動報酬の導入、あるいは外国人投資家の比率を踏まえた英語での情報開示・提供については実施率がとりわけ低い。一方で、実施率は比較的に低いものの、2015年12月時点よりも実施率が向上した原則もある。

20 例えば、独立社外取締役の 2 名以上の選任や取締役会による取締役会の実効性に関する分析等については実施率が増加した<sup>58</sup>。

独立社外取締役の選任を進めている企業ほど ROE が高く、選任に消極的な企業ほど ROE が低い傾向にあるという検証結果もあり<sup>59</sup>、コーポレート・ガバナンス・コードの適用によるガバナンス体制の構築が、今後国内企業の ROE を押し上げていく事が期待できる。

25

#### 第 4 節 今後の企業の情報開示のあり方

企業は投資を呼び込むことや投資家保護のために、常に充実した情報開示を求められる。それは、投資家との間に情報の非対称性が存在し、投資先の企業に投資家の不利益に繋がるような情報が隠されている可能性が高まるほど、投

30

資のリスクも高まるからである。つまり、資本コストを低減させるためには極めて透明性の高い情報が開示されている必要がある。

実際に、コーポレート・ガバナンス・コードの適用にあたって、2015年12月時点では実施率が低かったものの2016年7月には大きく改善された原則として、経営戦略や取締役の選任・報酬決定等についての情報開示に関する原則が挙げられる<sup>60</sup>。これはガバナンス体制の構築にあたって、投資家との対話を進展させるための情報開示の充実が図られた結果であるとも言えるだろう。

しかし、欧米企業と比較した際に、国内企業の情報開示の質は不十分であると言われることも多い。欧米企業の情報開示では、企業の短期的な財務情報のみならず、企業理念や経営戦略の発信により企業価値を向上させることが意識されている。そのうえで、企業や社会の持続可能性に着目し、サステナビリティ・レポートやCSRレポート等の非財務情報の開示に関する取り組みが進展しており、長期的な非財務情報に関する認識が投資家との間で共有されている<sup>61</sup>。

一方、日本では非財務情報について提出が義務付けられているものとして、有価証券報告書の信頼性を確保するための内部統制報告書が存在しているだけで、その内部統制報告書の有効性についても疑問が呈されている<sup>62</sup>。

また、多くの企業が自主的に環境対策等のCSR（企業の社会的責任）に関する取り組みを進めており、各々がアニュアル・レポートやCSR報告書などを作成してインターネット上にて公開している。しかし、特に定まった形式が存在しておらず、膨大な情報の関連付けが不十分であるために、投資家による投資の判断材料となっていないことが指摘されている<sup>63</sup>。

今後、外国人投資家の影響力の拡大や国際競争の激化が予想され、国内企業はより一層高い水準での情報開示が求められる。現に、欧州の企業を中心として統合報告書による情報開示が進み、情報開示の質の向上が進んでいる<sup>64</sup>。

統合報告書とは財務情報と非財務情報を統合した情報開示の形式のことであるが、単なる統合でなくCSR等の取り組みや中長期的な経営戦略が財務パフォーマンスや経営実績に対してどのような影響を与えたかをより分かりやすく開示するものである<sup>65</sup>。

現在、多くの国内企業においては有価証券報告書による財務情報の開示とCSR報告書による非財務情報の開示が個別に行われているが、地球環境問題や

その他の社会問題はもはや事業と切り離して考えることができない時代に直面しているという意識を反映しているのが統合報告書である<sup>66</sup>。

国内企業が情報開示を充実させていくには、非財務情報の開示の充実が重要となってくるだろう。特に、外国人投資家からは「ESG」に関する情報開示の遅れを指摘されている。「ESG」とは環境問題への対応(Environment)、従業員や地域社会との関係(Social)、企業統治のあり方(Governance)が複合した非財務情報のことであるが、国内企業は他国との比較において「E」の部分での情報開示には遜色はないものの、「S」と「G」についての情報開示が不十分である<sup>67</sup>。特に、投資家が必要としている情報は「G」のガバナンスに関する情報開示であり、幅広く投資を喚起するためには、情報開示の質を国際水準まで引き上げることが急務となると同時に、「S」の従業員や地域社会との関係という点における情報開示にも何らかの基準を設けて情報開示の水準を引き上げる必要がある。

## 第5章 持続的成長の鍵を握る機関投資家

本章においては、第1章で機関投資家が果たす役割を概説し、第2章においてはESG投資による企業経営や社会への貢献について述べる。そのうえで第3章においては機関投資家の投資行動の問題点を指摘する。

### 第1節 機関投資家の果たす役割

機関投資家とは個人投資家や企業など、他者の資金を運用する主体であり、代表的な例としては、年金基金や投資信託、保険会社などが挙げられる。また、アメリカにおいて大学なども極めて大規模な資産を運用する機関投資家であるが<sup>68</sup>、我が国においてはアメリカほど大学による株式投資は普及していない。

機関投資家の特徴は他者から集めた大量の資金を元手に運用を行うことだ。個人投資家が海外株式なども含めて多数の対象に向けて分散投資を行うのは資金面や情報収集面の制約から困難であるが、大量の資金を運用し、アナリストなどの専門人材を有する機関投資家には可能となる。このように機関投資家が資金を収集する枠組みのことをファンド、あるいは投資信託という<sup>69</sup>。

投資信託や年金基金などの機関投資家が「貯蓄から投資へ」を促進させていくために果たす役割は大きい。特に投資未経験者にとっての投資信託は投資を

代行してくれる存在であることや、分散投資を可能にし、小口の資金からの投資が可能であることなど、様々なメリットを享受することができる。すなわち、金融リテラシーやリスク許容度の低さ、あるいは予算的制約という投資を躊躇してしまうような要因を取り除き得る存在なのだ。

- 5 実際には、家計金融資産に占める投資信託の割合は年々増加傾向にあり、今後も確定拠出年金等の制度の整備が進んで投資信託の資産が増加していくなれば、家計と企業を繋ぐという点において機関投資家が担う役割が大きくなっていくだろう。

10 また、機関投資家が企業経営へ与える影響も大きい。それは、個人投資家などから収集した多額の資金を企業の株式へ投資した場合、保有する株式数も大規模となり、企業にとっての大株主となり得るからである。特に、上場企業などにおいて株主の多くが機関投資家となっていく状況を「機関化現象」と呼ぶ。

15 例えば、アメリカでは投資信託や確定拠出年金の普及に伴い、機関投資家に対する資産流入が続き、投資判断においてもアナリストやポートフォリオ・マネジメントに責任を持つ運用の専門家の存在感が増した。また、それ以前は投資先の企業が行う事業に対するアプローチは行ってこなかったが、資産流入の規模が拡大するにあたって議決権を始めとした株主の権利を自らの運用方針に従って行使することで資産委託者(=受益者)のリターンを最大化するために、コーポレート・ガバナンスなどに対する影響力を増してきている<sup>70</sup>。

20 また、イギリスにおいては機関投資家が大きな議決権を有していながら投資先企業への監視が不十分であったことがリーマン・ショックの原因となったとの指摘がなされ、「スチュワードシップ・コード」が導入されている。スチュワードシップ・コードとは機関投資家が果たすべき行動原則を示したもので、受益者利益のために投資先企業との対話を積極的に行うことで持続的な成長を実現することを目指しているものである<sup>71</sup>。

30 このように、欧米企業の株主構造において機関化現象が進行したことは、機関投資家の実体経済に対して果たす役割が大きくなったことを示している。現在の日本においても同じことが言え、日本の株式所有構造を見ると機関投資家の影響力は拡大しており、今後確定拠出年金や投資信託の普及が進むと考えれば拡大傾向は続くだろう<sup>72</sup>。もっとも、アベノミクスの成長戦略において「日



本版スチュワードシップ・コード」が発表されており、すでに機関投資家は日本企業の持続的成長に責任ある投資家としての役割を果たすことが求められている<sup>73</sup>。

## 5 第2節 ESG投資拡大の可能性とその意味

2016年7月、年金基金として世界最大規模の資産総額を誇る我が国の公的年金の積立金運用機関である GPIF(=年金積立金管理運用独立行政法人)が、「ESG投資」を本格化させるため、ESGのパフォーマンスが優れた企業による株価指数を組成することを発表した<sup>74</sup>。

10 ESGとは第4章において述べたように、環境問題や従業員との関係、コーポレート・ガバナンスなどを総合した取り組みのことであり、投資対象としてESGのパフォーマンスが優れている企業を選別する投資手法のことは「ESG投資」と呼ばれる。

ESG投資を推進する国際的な原則としてPRI(=国連責任投資原則)が存在し  
15 ており、GPIFは2015年9月にこのPRIへの署名を行っている。日本を代表する機関投資家がESG投資への取り組みを本格化させたことで、ESG投資が他の機関投資家に対しても広がりを見せる可能性があるのだ。実際に、GPIFは運用受託機関に対してPRIに署名することを求めているほか、ESG株価指数の運用が開始されれば、他の機関投資家も追随して同指数による運用を開始させるこ  
20 とも考えられる。また、現在PRIへの署名を行っている機関投資家は少ないが、波及効果としてPRIへ署名を行う機関投資家が増えることも期待できる<sup>75</sup>。

国内におけるESG投資の市場規模は小さく、世界全体のESG投資に占めるシェアが1%にも満たない<sup>76</sup>。この現状を鑑みれば、今後我が国においてESG投資市場が拡大していくことは、国内証券流通市場の競争力向上に繋がり、海外  
25 からの投資を呼び込み、長期的に取引量を増加させることが可能になるだろう。

また、国内投資家層の拡大という点でもESG投資の普及が重要となる。

ESG投資ではなくSRI(=社会的責任投資)市場はかねてから日本には存在している。ESG投資がCSRのみならずガバナンス体制やあらゆる評価尺度による持続性や価値創造を加味しているのに対し、SRIは企業の特定分野におけるCSR  
30 への取り組みを、一定の社会的価値観に基づいて評価する形で企業を選定し投

資が行われる。我が国においては個人投資家を中心として SRI が行われていたが、平等な受託者責任の観点から機関投資家は SRI を避けてきた背景があり、機関投資家にも SRI が広く受け入れられてきたアメリカと比較すれば格段に規模の小さいものであった<sup>77</sup>。

- 5       しかし、社会的貢献とリターンの獲得を両立させる ESG 投資が我が国においても普及すれば、現在は株式による資産運用額が少なく、国内株式流通市場に対する影響力が決して大きくない私立大学なども株式投資を拡大させる可能性がある。実際に、2015 年 11 月に上智大学は日本の大学等高等教育機関として初めて PRI に署名を行った<sup>78</sup>。資産運用という一面だけでなく、投資を通じて
- 10 果たされる社会的責任が各大学の理念と一致することが広く認知されれば、株式による運用もスムーズに行うことが可能となり、私立大学も国内株式流通市場における影響力ある国内機関投資家となるだろう。

- それに加えて、従来我が国においては SRI を個人投資家が受け入れてきたように、ESG 投資の進展が個人投資家層の拡大に繋がるポテンシャルもあると言える。投資を通じて社会的責任を果たすという投資の新たな一面を強く打ち出すことで投資のイメージを刷新し、新たな国内個人投資家層の裾野を広げることにも寄与するのだ。
- 15

### 第 3 節 機関投資家の投資行動の問題点

- 20       国内機関投資家による株式保有割合は全体の 25% となっており<sup>79</sup>、かつて間接型金融が企業金融の中心であった時代に銀行がコーポレート・ガバナンスにおいて担った役割を機関投資家が担い始めている。機関投資家が株主の権利を行使し、企業との建設的な対話により中長期的な企業価値の向上を目指すことは、アセット・オーナーである個人・家計の資産価値の向上に繋がる。

- 25       しかし、「伊藤レポート」においては国内の機関投資家の運用スタイルが短期志向に陥っていることが問題視されている。その原因として国内の資産運用会社に金融機関の系列会社が多いことや、アセット・マネージャーの報酬決定が短期的パフォーマンスにより決定されていることが挙げられている<sup>80</sup>。

- 特に、国内の資産運用会社が金融機関の系列会社であることが、海外からの
- 30 不信感を高める一要素となっている。自らが議決権を行使するにあたって、対

象となる企業と親会社である金融機関との取引関係が重視され、投資家の利益が最優先されない可能性があるのだ。このような資産運用会社の独立性の低さが、コーポレート・ガバナンスの強化を阻害し、受託者責任が全うできない原因となっていることが指摘されている<sup>81</sup>。

5       そこで、「日本版スチュワードシップ・コード」が導入されたことを契機に、機関投資家自身のガバナンス体制も強化していく必要がある。自らの運用スタイルが短期志向に陥っていたり、独立性が低かったりすれば、中長期的な企業価値の創造のための資金供給が十分に行われぬ可能性があるからだ。

10       2014年11月にはアメリカの議決権行使助言業者最大手のISSは、過去5期の平均ROEが5%を下回っている企業の経営者の再選任には反対を推奨するという助言方針を表明した。ISSは年金基金や投資信託、大学等の機関投資家に幅広く議決権行使に関する助言業務を行っており、この方針表明は欧米企業における機関化現象を象徴し、機関投資家が中長期的な企業価値の向上に対して大きな影響力を持ち得ることを印象付けている<sup>82</sup>。

15       今後、国内企業の株主構造における機関化が進行すれば、投資家に対しても企業に対しても明確に運用方針を示し、受託者責任を全うするための自身の体制作りを進めることがより強く求められるだろう。

## 第6章 国内証券流通市場の活性化のための施策提言

20       本章においては、国内証券流通市場が活性化するための施策提言を行う。第1節においては高速取引の増加への対応策を提言し、第2節ではNISAが「貯蓄から投資へ」の実現へより貢献するための施策を提言する。第3節では確定拠出年金の問題点と解決策を提言したうえで、第4節においてはコーポレート・ガバナンス強化のための企業や機関投資家に向けた施策提言を行う。

25

### 第1節 健全な高速取引を行うための環境整備

第1章において、高速取引が近年の証券の取引量の増加に寄与している反面、株価の乱高下をもたらすことや高速取引の実態が把握されていないこと、高速取引の増加が個人投資家に不利に働くとの指摘がなされていることを述べた。

30       そこで我々は、高速取引を健全に行えるインフラを提供することが、国内証

券流通市場における取引量の増加に繋がると考え、以下の提言を行う。

## I 高速取引業者の登録制度の整備

5 現在、高速取引の規制を導入すべきか否かの議論が進展している。アメリカにおいて検討されているように、取引数に限度を決めてしまうような規制は取引量の減少に繋がる可能性があり、流動性の供給という高速取引を進展させる大きなメリットが失われる。しかし、現在のように取引業者の実態把握が進まない状態で、今後も高速取引が野放途に発展していけば、誤入力やシステムトラブルにより深刻な資産価値の喪失を起す可能性があることも事実だ<sup>83</sup>。

10 そこで、欧州において検討されているように高速取引業者の登録制度を導入し、取引記録の保持及び提出を要求された場合に応じること、高速取引従事者の教育方針に関する報告書の提出を義務化することを提言する。

取引量に制約は設けないこの施策ならば、高速取引による取引量の増加や流動性の供給というメリットを損なわず、高速取引に従事する者の教育が徹底されることで誤発注等のシステムトラブルに個人投資家が巻き込まれることを未然に防ぐことができ、高速取引の安全性を高めることに繋がる。

20 高速取引に対する規制という意味では「守り」のイメージを持たれるかもしれないが、我々はこの登録制の導入は「攻め」の施策であると考えている。高速取引に対応出来る「arrowhead」のような売買システムは今後も進化を続けることが望ましい。しかし、高速取引を行うためのルールが定められず、現在のように悪影響が懸念されるだけの状況は、むしろ高速取引システムが進化していく足枷となるのだ。

30 そこで、欧州の水準に合わせたルール作りをしたうえで世界最高水準の売買システムを完備すれば、質の高い高速取引のインフラを提供することができる。そのことで日本の取引所の国際競争力が高まれば、取引量の増加も見込めるのだ。

## **第2節 「貯蓄から投資へ」を実現するためのNISA改善案**

30 第3章において、NISAの普及が証券の取引量の増加や、投資家層の拡大に寄与することを述べたうえで、真に「貯蓄から投資へ」を実現するにはいくつか

の問題点を抱えていることを指摘した。そこで、NISA をより良い制度へと改善し、「貯蓄から投資へ」を実現するための施策提言を行う。

## I 制度・非課税期間の恒久化

5 我々は、NISA を通じた証券投資による長期的な資産形成を目指すための施策として、制度自体の恒久化と、非課税期間の恒久化を提言する。

先に述べたように、NISA による金融商品の買い付け額は 2016 年 3 月末時点で 7 兆 7500 億円を超えており、順調に買い付け額を増やしてきた背景がある。また、口座開設数も 1000 万を超えた。投資未経験者による口座開設や若年層への普及という点では課題が残る部分もあるが、NISA を時限措置としての位置付けを変えずに終了してしまうのではなく、制度の整備によって「貯蓄から投資へ」を実現していく必要がある。

10 15 20 25 30 35 40 45 50 55 60 65 70 75 80 85 90 95 100 105 110 115 120 125 130 135 140 145 150 155 160 165 170 175 180 185 190 195 200 205 210 215 220 225 230 235 240 245 250 255 260 265 270 275 280 285 290 295 300 305 310 315 320 325 330 335 340 345 350 355 360 365 370 375 380 385 390 395 400 405 410 415 420 425 430 435 440 445 450 455 460 465 470 475 480 485 490 495 500 505 510 515 520 525 530 535 540 545 550 555 560 565 570 575 580 585 590 595 600 605 610 615 620 625 630 635 640 645 650 655 660 665 670 675 680 685 690 695 700 705 710 715 720 725 730 735 740 745 750 755 760 765 770 775 780 785 790 795 800 805 810 815 820 825 830 835 840 845 850 855 860 865 870 875 880 885 890 895 900 905 910 915 920 925 930 935 940 945 950 955 960 965 970 975 980 985 990 995 1000

また、非課税期間についても延長ないしは、制度の恒久化が実現するならば恒久化を検討する必要がある。現在 NISA の非課税期間は 5 年間と定められているが、国内の多くの個人投資家が 10 年を超える保有を行っていることを考えれば非課税期間は不十分であり、非課税期間を 10 年間に延長するためにロールオーバーを行うにしてもシステムが複雑である。

実際に、NISA のモデルとなった英国の ISA も制度開始当初から非課税期間に制限がなく、制度自体が時限措置であったところを恒久化したことをきっかけに普及が大幅に進んだ。NISA も口座開設数の伸びが鈍化していることが指摘されている中では、普及と家計の中長期的な資産形成を促進する意味でも、制度と非課税期間の恒久化は必要不可欠と言えるだろう<sup>84</sup>。

この施策を実現するにあたっては税収減などの一定のコストは発生するものの、企業の持続的成長を支える中長期的なリスクマネーの供給や家計の中長期的な資産形成の促進という便益がコストを上回ると考えられる。

## II 重複口座確認等の開設手続きの簡素化

現在、NISA の稼働率が低いことや口座開設を躊躇する原因として、事務手続きが煩雑であることや口座開設を申請してから実際に買い付けが可能になるまでの期間が長いことが挙げられている。

NISA の口座開設にあたってはマイナンバーの提出が求められているが、その際に、重複口座の確認などの時間のかかる事務手続きもマイナンバーを用いて速やかに行えるようにすることを提言する。手続きが簡素化されれば新たな投資家の取り込みという点でもメリットとなるだろう。

5

### Ⅲ 公社債投資信託の非課税対象商品への追加

現在、NISA を通じて公社債投資信託の買い付けを行うことはできない。これは、家計から市場へのリスクマネーの供給という NISA の創設目的にそぐわないということが背景にあると考えられる。

10 しかし、我々はリスク許容度の低い投資家の取り込みや債券流通市場に対する資金流入に繋がる点を鑑みて、公社債投資信託を非課税対象商品に追加することを提言する。

投資未経験者が NISA を開設して証券投資を始めるにあたっては、最初のうちにはリスク許容度が低いことが予想される。そこで、徐々にリスク許容度を高めていくための最初のステップとしての商品が存在していることが望ましい。

15 一方で、現在債券投資を行うにあたって、個人向け国債などは低金利政策も相まってリターンが得られにくい状態にあり、多くの個人向け社債などは額面金額が 100 万円となっているなど、債券を投資対象としにくい状況にある。しかし、投資信託を通じた債券投資の形である公社債投資信託ならば小口からでもローリスクな投資を行うことができる。つまり、社債等の取引量を増加させるためには公社債投資信託がその鍵を握っていると言えるだろう。

上記の 2 点を考えたうえで、NISA の非課税対象商品に公社債投資信託を追加することが相応しいと考える。リスクマネーの供給が十分に行われないことに対する懸念が存在することは事実だが、家計の金融資産構成における現金・預金の比率やこれまで証券投資が進んでこなかった背景を考えれば、いきなりリスク資産の保有を進言するよりも銀行預金の性質に近い商品を非課税対象とするべきなのである。

25 また、ある程度証券投資に馴れてきたら、公社債投資信託のようなローリスクな商品では NISA のメリットを十分に受けられないことや、長期的に資産形成を行うには不向きであることに気がつき、やがてリスク性の高い商品の保有

30

へと繋がる可能性もある。つまり、リスク許容度を徐々に高め、将来的なリスクマネーの供給へと繋がるのが期待できるのだ。

#### IV 積立 NISA の創設と投資プランの提示

5 現在、金融庁の平成 29 年度税制改正要望においては「積立 NISA」の創設が検討されている。積立 NISA とは年間 60 万円を投資上限額とし、非課税期間を 20 年間とした新たな NISA であり、主に若年層による長期的な資産形成が視野に入れられており、積立投資や長期投資に特化した商品を非課税対象商品とすることが検討されている<sup>85</sup>。

10 我々も、この制度が導入されることが証券投資を通じた長期的な資産形成に大きく寄与すると考えている。そこで、積立 NISA の創設を検討するにあたって、我々は当制度において「教育資金プラン」や「住宅取得プラン」を提供し、当該プランならば受益者や用途が限定される一方で、年 1 度のスイッチングを許可するなど、多様なライフプランに適応した制度の設計を提言する。

15 例えば、アメリカにおいて「529 プラン」という教育資金積立専用の非課税証券口座が若年層（主に、若年で子のいる親）を中心として急速な広がりを見せ、市場への資金流入が起こっている。この制度はいわば教育資金積立専用の NISA のようなもので、用途を教育費用に限定して引き出しを行う際の所得税が非課税となる<sup>86</sup>。イギリスにおいても「チャイルド・トラスト・ファンド」が  
20 存在し、教育資金形成に役立てられてきたほか<sup>87</sup>、今後「ライフタイム ISA」が導入される予定であり、住宅取得を視野に入れた制度設計となっているなど、ライフプランに応じた制度が求められている<sup>88</sup>。

我が国においても同様に教育資金形成などへのニーズは高まっており、NISA をライフプランに適応した形にすることは投資を始める動機付けとなり、また、  
25 証券会社もプランに応じた商品の提供を進めることが期待できるために、投資家層を拡大することが可能となるだろう。

### 第 3 節 確定拠出年金の制度改革

第 3 章において、確定拠出年金が公的年金の実質的な縮小に備えた資産形成  
30 手段として、また、証券流通市場へのリスクマネーの供給という面でも期待さ

れていることを述べた。

しかし、確定拠出年金はその役割を果たすにあたっていくつかの問題を抱えている。それらを解決し、確定拠出年金が家計の資産形成手段としてもリスクマネーの供給手段としても有意義に活用されるための提言を行う。

5

## I デフォルト商品の設定

我々は確定拠出年金のデフォルト商品としてターゲット・イヤー・ファンドを設定することを提言する。

10 現在、確定拠出年金加入者による商品選択において元本確保型の商品の選択が 2015 年 3 月末時点で 53.6% に上っている。また、企業型確定拠出年金の加入者のうち投資信託の比率がゼロである加入者は全体の 30% であり、そのうち 47% は掛け金の配分をしなかった、あるいは覚えていないとしている<sup>89</sup>。

15 このように、自らの選択によらず、特に商品を指定しないまま元本確保型商品のみ掛け金を配分していることは、資産形成の面で考えて効率的とは言えない。また、証券流通市場へのリスクマネーの供給の機会も喪失している。確定給付年金の資産配分のうち国内証券の割合が 2013 年 3 月時点で 44.1%（国内株式 13.3%・国内債券 30.8%）であるのに対し<sup>90</sup>、2012 年 3 月時点での確定拠出年金の資産配分のうち国内株式投資信託は 10.2%、国内債券投資信託は 5.2% であり、合計しても 15.4% と国内証券流通市場への資金流入という点で  
20 は確定給付年金が優れていると考えられる<sup>91</sup>。

そこで、長期的な分散投資効果を得られるような商品を予め設定しておくことが望ましいと考えた。確定拠出年金のモデルとなったアメリカの「401k」ではターゲット・イヤー・ファンドがデフォルト商品として設定されている場合が多い<sup>92</sup>。

25 ターゲット・イヤー・ファンドとは実際に年金を受給する時期を目標として定めてリスクを調整する設計である。多くの場合加入当初はリスクを高め設定して株式等を中心とした分散投資が行われるが、目標となる時期が近づくほど、債券への投資割合を増加させるなど、保守的な運用へと調整が行われることで経済状況の変化に受給額が影響を受けにくいようにする<sup>93</sup>。以上のような  
30 特徴から、確定拠出年金のデフォルト商品としてはターゲット・イヤー・ファ



ンドが相応しいだろう。

このようにして、商品選択に対して意思表示を行わない加入者の資産も国内証券流通市場に流入させられるような仕組みが整備されれば、その次に確定拠出年金の自動加入方式の導入を検討し、証券流通市場への資産流入額を増加させる施策を取るべきだ。

## II 加入者向け投資教育の強化

我々は確定拠出年金の運用状況の改善と金融リテラシーの向上のために、制度導入企業による従業員に対する投資教育の実施状況について、報告書の提出を義務付けることを提言する。

確定拠出年金にデフォルト商品を設定するという提言は、金融リテラシーの低さを補完しているだけで、本質的な解決策になっているわけではない。そこで、金融リテラシーを向上させ、自ら進んで投資信託などのリスク性のある商品を選択できるようにするためには確定拠出年金の加入者に対する投資教育を拡充しなければならない。例えば、確定拠出年金をきっかけに投資信託が普及したアメリカでは確定拠出年金に関する投資教育が充実している<sup>94</sup>。つまり、自主的な証券投資へ繋がる実効性の高い投資教育を行う機会として確定拠出年金は重要なのである。

企業が確定拠出年金を利用するにあたって、「導入時教育」と「継続教育」を行うことが責務とされてながら、国内企業において、導入時教育は比較的多くの企業で行われているものの、特に「継続教育」が行われていないケースが多いことが指摘されている<sup>95</sup>。そこで、報告書の提出を義務付けることで投資教育の実施を定着させる必要があると考えた。

投資教育を拡充することや、報告書を提出することは企業にとってコストになるのは事実である。しかし、投資教育を十分に行わなかった場合、従業員によって退職後に訴訟を起こされるリスクも存在している。その際に投資教育を行っていたという証拠が存在していることは企業にとってもメリットとなる。

### 第4節 国内株式の魅力向上に向けたコーポレート・ガバナンス強化案

第4章においては国内企業がコーポレート・ガバナンスへの意識を高めなが

らも、経営効率の低さや情報開示の点で欧米企業に遅れをとっていることを述べ、第5章においては機関投資家が家計と企業を繋ぐ存在であり、その資産規模の大きさから、コーポレート・ガバナンスにへの影響も大きいことを述べた。

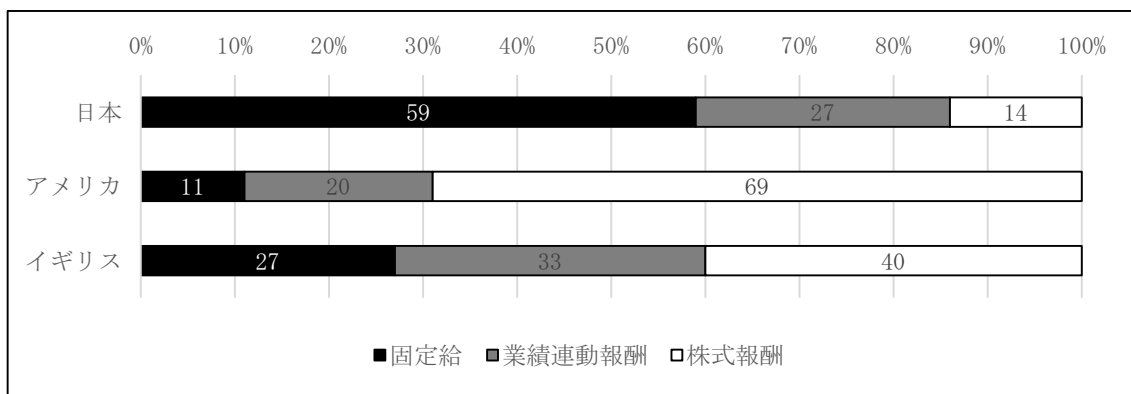
そこで、株価の上昇による株式投資の魅力の向上を念頭に置き、企業や機関投資家の立場からコーポレート・ガバナンスを強化するための施策提言を行う。

### I パフォーマンス・シェアの導入による株式報酬制度の拡充

コーポレート・ガバナンスを強化させ、企業価値を向上させるための有効な手段として主に役員報酬を対象とした業績連動報酬制度が注目されている。

2016年の制度改正によって、報酬を決定する際に基準とする経営指標に、従来含まれてこなかったROEやROAを含めることが明確化された<sup>96</sup>。これを機に、ROEに連動した役員報酬制度を導入し、国内企業のROEの向上が図られることが期待される。

【図表 12】 日米英 CEO 報酬比較（売上高等 1 兆円以上企業）



出所) 『『攻めの経営』を促す役員報酬～新たな株式報酬（いわゆる『リストラクテッド・ストック』）の導入等の手引～（平成 28 年 6 月 3 日時点版）』・経済産業省・2016 年・6 ページ

このような業績連動報酬については以前より制度の整備が進められ、【図表 12】に見られるように、欧米企業と比較しても役員報酬に占める業績連動報酬の割合に遜色はない。一方、欧米企業では中長期的業績向上のインセンティブの中核となっている株式報酬制度の導入が国内企業では遅れている。その原因

として会社法上は無償で株式を発行できなかったことや株式報酬を導入するための仕組みが十分に発達していなかったことが挙げられる<sup>97</sup>。

5 経済産業省は 2016 年度の制度改正として従来まで株式報酬の中核を担っていた「ストック・オプション」に加えて「リストラクテッド・ストック(譲渡制限付株式)」導入のための法的整備を進め、導入を可能とした。そこで、我々はさらに株式報酬制度を充実させ、導入を促進することを目指して、「パフォーマンス・シェア」の導入を認めることを提言する。

10 スtock・オプションは報酬の代わりにあらかじめ決められた権利行使価格で株式を購入する権利を付与するものだ。権利行使価格以上に株価が値上がりすれば、受け取る報酬も増加する仕組みであるが、株価が権利行使価格を下回った場合の目減りはない<sup>98</sup>。一方、リストラクテッド・ストックでは株式で報酬が支払われ、一定の譲渡制限期間中は売却を行うことができない。これにより、譲渡制限期間中に株価が低下すれば受け取る報酬も低下する。つまり、株価の変動がそのまま報酬に反映され、株主と役員の間で利害が共有されるので、  
15 株主重視の経営が行われることが期待されるのだ<sup>99</sup>。

しかし、リストラクテッド・ストックのみの導入では、株価のみが指標となるが、株価が必ずしも業績と連動しないなどの欠点も存在することが指摘されている。そこで、株価と業績を両立して向上させられるような株式報酬となるのがパフォーマンス・シェアだ。パフォーマンス・シェアはリストラクテッド・  
20 スtockの譲渡制限解除の際に業績等の条件を課す、あるいは予め定められた業績目標を達成することで獲得する株数が変化するという株式報酬だ<sup>100</sup>。

パフォーマンス・シェアの導入により、株価に加えて業績も同時に向上させることが期待出来る。実際にアメリカなどの企業では、ストック・オプションからリストラクテッド・ストックとパフォーマンス・シェアを組み合わせた報酬制度が中核を担いつつあり、ストック・オプションなどの株式報酬への関心を高めている国内企業においても、多様な株式報酬の法的整備を進めることで  
25 株式報酬の導入が進み、株主重視の経営が促進されるだろう。

## II GRI を基礎にした非財務情報開示の枠組み作り

30 第 4 章において、国内企業が中長期的な企業価値の向上に繋がる非財務情報

の開示という点で欧米企業に対して遅れをとっていることを指摘した。そして、CSR 報告書等の開示を行っている会社は多く存在していても、定められた形式がないことや、財務情報との関わりが明確でなく、投資家の目にも触れにくいのが現状であることも指摘した。

- 5       そこで、将来的には現在の有価証券報告書と統合させた「統合報告書」を情報開示の標準形式とすることを念頭に置いたうえで、まずは非財務情報の開示の強化を目指して「ESG 報告書」の作成を義務付け、有価証券報告書等の開示書類の閲覧サイトとして利用されている「EDINET」において公開すること提言する。具体的には、「ESG 報告書」の形式として国際的な非財務情報の開示形式
- 10       で最も支持を集めている GRI の形式を採用し、国内企業全体として非財務情報の開示形式を統一することで比較を容易にし、情報開示の質を国際水準に高めることで海外の投資家からの投資も呼び込むことを目指す。

- GPIF が ESG 投資に本格的に取り組むことを表明したように、今後機関投資家の間で ESG 投資が普及していく可能性が高い。そこで、国内企業の ESG のパフォーマンスが向上されれば、機関投資家による国内株式への投資割合が高くなり、取引量の増加にも貢献するだろう。
- 15

- さらに、ESG 投資は従来までの投資のイメージを変える可能性を秘めている。これまでは CSR による社会貢献などと営利を目的とした事業は切り離されて考えられがちであったが、ESG の考え方はこれらを長期的視点に立って両立させることが本質である<sup>101</sup>。つまり、投資が単なる資産価値の向上を目指す行為でなく、社会貢献にも繋がる行為であると認識される可能性があるのだ。投資へのイメージを刷新することができれば、国内個人投資家層の拡大に寄与すると共に、これまで決して国内株式への投資割合が大きくなかった私立大学などが、社会貢献と資産運用の両立を掲げて国内株式流通市場の新たな機関投資家として
- 25       影響力を持つことが期待される。

- ESG 報告書を作成することは決して容易なことではなく、記載項目も多いため、企業にとっては負担になる可能性がある。しかし、現在 CSR 報告書やアニュアル・レポートなど、特に形式には捉われない独自の情報開示を行っている国内企業も多く<sup>102</sup>、それらが ESG 報告書というひとつの形式にまとめられれば、決して負担は大きなものにはならないだろう。さらにその恩恵として ESG
- 30

投資の機運が高まる中で投資を呼び込むことができれば、株価の中長期的な下支えとなるのだ。

### Ⅲ 機関投資家のガバナンス強化のための独立社外取締役の選任

- 5 第5章において、機関投資家の運用が短期志向化していることや、国内の資産運用会社の独立性の確保が受託者責任を全うするうえで重要であることを述べた。つまり、中長期的な企業価値の向上を機関投資家が支えていくためには、機関投資家自身もガバナンス体制を強化する必要があるのだ。

- 10 そこで、「日本版スチュワードシップ・コード」の受け入れを表明した資産運用会社には最低1名の独立社外取締役の選任を義務付けることを提言する。独立社外取締役を選任することで、自身が持つ議決権行使の方針決定の際に、たとえ親会社が金融機関であってもその取引関係に依存しない意見が反映されることになる。また、独立系資産運用会社であっても、運用方針が短期志向に陥っていないかをチェックする機能を独立社外取締役が担うことが期待される。

- 15 実際に、投資信託の普及度、パフォーマンス共に日本を上回るアメリカの83%の運用会社においては取締役会の75%以上が独立社外取締役となっており、投資家の利益の保護や透明性の高い運用が徹底されている<sup>103</sup>。

- 20 当然、独立社外取締役を選任しただけで上記のような効果が必ず達成されるということではなく、選任する人材の質にも依存することにはなり、それなりのコストも発生するだろう。しかし、受託者責任を全うするために独立社外取締役の選任を行う機運も実際に高まっており、コストを上回るだけの効果があることが認知され始めているのも事実だ<sup>104</sup>。

- 25 また、独立社外取締役を選任すること自体が受託者責任を全うする機関投資家としての姿勢をアピールする材料となり、そのことがアセット・オーナーである投資家との中長期的資産価値の向上という意識の共有にも繋がる。

## 終章

本論文では我が国の証券流通市場の活性化について論じてきた。その際に、「国内証券流通市場の活性化」の定義を証券流通市場における取引量の増加や株式市場における国内投資家層の拡大としたが、これらを実現することだけが重要なのではなく、「国内証券流通市場の活性化」が達成されることで何がもたらされるかを意識することが重要である。我々は国内証券流通市場の活性化こそが、「日本経済の持続的成長」と「家計の中長期的な資産形成」を実現する重要な鍵となると考えた。

しかし、外国人投資家の増加や高速取引の進化により証券流通市場は市場全体として短期化する傾向にあり、「日本経済の持続的成長」と「家計の中長期的な資産形成」は現実的に厳しいものとなっている。このような現状を打破するのは中長期的な株式保有のポテンシャルを備える個人投資家層の拡大であることを確認したうえで、取引量の増加も同時に達成し、証券流通市場の活性化を目指すための検証と提言を行ってきた。

まずは、高速取引の増加が取引量の増加をもたらす一方で、市場の混乱をもたらす危険性も持ち合わせることを指摘した。そのうえで、高速取引の進化を否定せず、取引量の増加のチャンスと捉え、高速取引を健全に行うための環境整備を進めることを提言した。

次に、個人投資家層拡大の鍵を握る NISA をより拡充するための提言を行った。まずは、制度・非課税期間共に恒久化し、家計の中長期的な資産形成のニーズに応えられる制度とし、手続きの簡素化も図ることを併せて提言した。また、公社債投資信託を非課税対象商品とすることでリスク許容度の低い投資家を取り込み、社債市場も活性化させることを目指した。また、積立 NISA の創設を機に、海外でもライフプランに応じた制度作りが進められている現状を示し、我が国においても教育資金形成等に特化した投資プランの提供を提言した。

確定拠出年金については、加入者の商品選択の問題点を指摘し、ターゲット・イヤー・ファンドをデフォルト商品とすることで証券市場への資金流入を促すことと、投資教育の継続を義務化することで金融リテラシーの低さを補完することを目指す提言を行った。

- また、国内企業のコーポレート・ガバナンスを強化し、株価の上昇を目指すことで株式投資の魅力を向上するための施策を提言した。まずは、パフォーマンス・シェアの導入により、株式報酬制度をより拡充させ、業績と株価双方の長期的向上のためのインセンティブを高めることを提言した。また、非財務情報開示の質の向上や ESG のパフォーマンス向上による投資の呼び込みを目標として、GRI の形式を基礎とした「ESG 報告書」の作成の義務付けることを提言した。さらに、今後市場における影響が拡大することが予想される機関投資家が自らのガバナンス体制を強化させ、中長期的資産価値向上を目指すことを念頭に置いて、資産運用会社に独立社外取締役を最低 1 名設置することを提言した。
- 5
- 10 本論文における我々の提言にとどまらず、多様な価値観を持って国内証券流通市場の活性化について真剣な議論が行われ、個人投資家や機関投資家、企業、取引インフラがそれぞれ抱える問題を認識し、解決に導くことが、「日本経済の持続的成長」と「家計の中長期的な資産形成」実現する唯一の道だろう。日本経済や日本社会をより良いものとするための国内証券流通市場の活性化が実現
- 15 されることを切に願って本論文の結びとする。

#### 【脚注】

1. 新井、芹田、高橋(2016)、pp. 3-4 を参照。
2. 中島(2013)、pp. 41-42 を参照。
3. 高橋(2015)、pp. 28-33 を参照。
4. 中島(2013)、pp. 294-295 を参照。
5. 代田、二上(2011)、pp. 1-2 を参照。
6. 新井、芹田、高橋(2016)、p. 4 を参照。
7. 日本証券業協会 HP「証券取引所の仕組み」を参照。
8. 杉原、三平、高橋、武田(2000)、pp. 267-268 を参照。
9. 代田、二上(2011)、pp. 23-24 を参照。
10. 代田、二上(2011)、pp. 25-27 を参照。
11. 日本取引所グループ(2015)、pp. 4-5 を参照。
12. 日本取引所グループ HP「投資部門別売買状況」を参照。
13. 保田、宮島(2012)、p. 11 を参照。
14. 駒井、松澤、丸(2016)、p. 66 を参照。
15. 富士通 HP「東証の株式売買システム『arrowhead』をリニューアル」を参照。
16. 金融庁(2016b)、p. 3 を参照。
17. 奥山(2016)、p. 55 を参照。
18. 清水(2013)、p. 44 を参照。
19. 釜江(2012)、pp. 141-142 を参照。
20. 釜江(2012)、pp. 246-247 を参照。
21. 内閣府(2008)、p. 136 を参照。
22. 内閣府(2008)、p. 144 を参照。
23. 相澤、瀬下、山田(2001)p. 172 を参照。
24. 日本銀行 HP「バーゼル合意、バーゼル I、II、III とは何ですか?いわゆる BIS 規制とは何ですか?」を参照。
25. 渡部(2010)、p. 137 を参照。
26. 内海(2014)、p. 3 を参照。
27. 日本銀行調査統計局(2016)、p. 2 を参照。

28. 日本銀行 HP「時系列統計データ検索サイト」を参照。
29. 土屋(2012a)pp.75-76を参照。
30. 経済産業省(2014)、p.10を参照。
31. 日本証券業協会(2005)pp.18-20を参照。
32. 経済産業省(2014)、p.15を参照。
33. 川北、白須、山本(2010)pp.6-7を参照。
34. 日本証券業協会(2016b)、p.20を参照
35. 経済産業省(2014)、p.76を参照。
36. 日本証券業協会(2016b)p.19を参照。
37. 鳥毛(2013)、p61を参照。
38. 日本証券業協会(2016a)、p.18を参照。
39. 金融庁(2016a)、p.1を参照。
40. 金融庁(2015)、p.3を参照。
41. 金融庁(2016a)、p.1を参照。
42. 日本証券業協会(2016b)、p.19を参照。
43. 金融庁 HP「ジュニア NISA の概要」を参照。
44. 金融庁 HP「ジュニア NISA の概要」を参照。
45. 金融庁 HP「ジュニア NISA の概要」を参照。
46. 企業年金連合会 HP「企業年金の現況(平成 28 年 10 月 1 日現在)」を参照。
47. 代田、二上(2011)、p.88を参照。
48. 楠(2005)、第3章を参照。
49. 代田、二上(2011)、p.133を参照。
50. 経済産業省(2014)、pp.36-39を参照。
51. 内閣府(2006)、pp.158-160を参照
52. 栗野、小西、本間(2015)、pp.1-4を参照。
53. 舍利弗(2014)、p.1を参照。
54. 経済産業省(2014)、p.6を参照。
55. 経済産業省(2014)、p.38を参照。
56. 小口(2015)、pp.14-15を参照。
57. 日本取引所グループ(2016)、p.3を参照。
58. 日本取引所グループ(2016)、p.5を参照。
59. 西川(2015)、pp.7-8を参照。
60. 日本取引所グループ(2016)、p.5を参照。
61. 経済産業省(2016b)、「1.日本と海外における『企業と投資家の対話』の違い」を参照。
62. 大崎(2010)、pp10-11を参照。
63. 企業活力研究所(2012)、p.5を参照。
64. 経済産業省(2016b)、「1.日本と海外における『企業と投資家の対話』の違い」を参照。
65. 経済産業省(2016b)、「3. 統合報告の現状」を参照。
66. 川村(2012)、p.2を参照。
67. 物江(2015)、p.9を参照。
68. 関(2012)、p.2を参照。
69. 投資信託協会 HP「そもそも投資信託とは？」を参照。
70. 日本貿易振興会海外調査部(2003)、p.14を参照。
71. 金融庁(2014)、p.1を参照。
72. 経済産業省(2014)、p.2を参照。
73. 金融庁(2014)、p.1を参照。
74. 年金積立金管理運用独立行政法人(2016)、p.1を参照。
75. 河口(2015)、p.1を参照。
76. 河口(2015)、p.1を参照。
77. 川村(2008)、pp16-18を参照。
78. 上智大学 HP「国連が支援する『責任投資原則(PRI)』イニシアティブに署名しました」を参照。
79. 経済産業省(2014)、p.2を参照。
80. 経済産業省(2014)、p.63を参照。
81. 藤田(2015)、p.59を参照。
82. 太田、中田(2015)、p.3を参照。
83. 清水(2013)、p.42を参照。
84. 荒井、丹生(2016)、p.42を参照。
85. 財務省 HP「平成 29 年度税制改正(租税特別措置)要望事項」を参照。
86. 宮本(2012)、p.114を参照。
87. 宮本(2011)、pp.3-4を参照。
88. 荒井、丹生(2016)、p.46を参照。
89. 金子、竹端(2015)、p.25を参照。
90. 日本証券業協会(2014)、p.14を参照。



91. 野村 (2013)、pp31-32 を参照。
92. 佐川 (2016)、p. 5 を参照。
93. 佐川 (2016)、p. 4 を参照。
94. 野村資本市場研究所 (2014)、pp. 31-32、p. 35 を参照。
95. 日本証券業協会 (2014)、p. 6 を参照。
96. 経済産業省 (2016a)、p. 14 を参照。
97. 経済産業省 (2016a)、p. 8 を参照。
98. 岩谷 (2004)、p. 3 を参照。
99. 岩谷 (2004)、p. 5 を参照。
100. 比較法研究センター (2015)、p. 4 を参照。
101. 齋宮、星野 (2016)、p. 2 を参照。
102. 伊藤 (2015)、p. 5 を参照。
103. 日本証券業協会 (2016c)、pp. 1-4 を参照。
104. 堀江 (2016)、p. 15 を参照。

#### 【参考文献】

- 相澤朋子、瀬下博之、山田節夫 (2001) 「銀行の貸し渋りと預金者行動」『日本経済研究』3月号 No. 42
- 新井富雄、芹田敏夫、高橋文郎『コーポレート・ファイナンス ～基礎と応用～』中央経済社
- 荒井友里恵、丹生健吾 (2016) 「英国 ISA 恒久化と制度改善の意義 ～NISA への示唆～」『月刊資本市場』10月号 No. 374 資本市場研究会
- 伊藤正晴 (2015) 「ESG 情報の開示と投資への利用の現状と課題 ～投資家が望むのは、企業価値の創造プロセスの開示～」大和総研
- 岩谷賢伸 (2004) 「米国における株式報酬制度の行方 ～ストック・オプションは衰退するのか～」野村資本市場研究所
- 内海淳二 (2014) 「年金制度における改革内容について ～これまでの沿革を踏まえつつ～」日本年金機構
- 太田珠美、中田理恵 (2015) 「ROE の性質と利用する際の注意点」大和総研
- 大崎貞和 (2010) 「内部統制報告書は機能しているのか？」野村総合研究所
- 荻谷亜紀、神山哲也 (2016) 「英国におけるライフタイム ISA と年金税制改革の議論」
- 奥山大輔 (2016) 「我が国株式市場における高速取引に対する規制の在り方」『月刊資本市場』9月号 No. 373 資本市場研究会
- 金子久、竹端克利 (2015) 「確定拠出年金の利用実態調査 (2015/3) 報告」野村総合研究所
- 釜江廣志 (2012) 『日本の債券市場の史的分析 一戦前と戦後の数量経済史一』同文館出版
- 川北英隆、白須洋子、山本信一 (2010) 『総合分析 株式の長期投資』中央経済社
- 河口真理子 (2015) 「GPIF の国連責任投資原則 (PRI) 署名のインパクト」大和総研
- 川村雅彦 (2008) 「機関投資家と SRI の新しい可能性」ニッセイ基礎研究所
- \_\_\_\_\_ (2012) 「CSR 報告書から『統合報告書』へ ～財務情報と非財務情報を統合する新しい潮流～」ニッセイ基礎研究所
- 企業活力研究所 (2012) 「企業における非財務情報の開示のあり方に関する調査研究報告書」
- 金融庁 (2014) 『『責任ある機関投資家』の諸原則 <日本版スチュワードシップ・コード> ～投資と対話を通じて企業の持続的成長を促すために～』
- \_\_\_\_\_ (2015) 「NISA 口座の利用状況について」
- \_\_\_\_\_ (2016a) 『『NISA・ジュニア NISA 口座の開設・利用状況調査』(平成 28 年 3 月末時点)』
- \_\_\_\_\_ (2016b) 「事務局説明資料 (市場・取引所を巡る諸問題に関する検討)」
- 楠壽晴 (2005) 「バブルの原因再考(上)」預金保険機構
- 栗野智之、小西健史、本間丈明 (2015) 「投資指標としての ROE」三菱 UFJ 信託銀行
- 経済産業省 (2014) 『『持続的成長への競争力とインセンティブ ～企業と投資家の望ましい関係構築』プロジェクト(伊藤レポート) 最終報告書』
- \_\_\_\_\_ (2016a) 『『攻めの経営』を促す役員報酬 ～新たな株式報酬(いわゆる『リストラクテッド・ストック』)の導入等の手引き～(平成 28 年 6 月 3 日時点版)』
- \_\_\_\_\_ (2016b) 「持続的な価値想像に向けた投資のあり方検討会(第 3 回) -議事要旨」
- 厚生労働省 (2011) 「現在の公的年金制度の課題と改革の方向性について」
- 小口俊朗 (2015) 「コーポレートガバナンス・コードの期待と課題 ～中長期的な企業価値の向上は会社と機関投資家の共同責任～」『証券アナリストジャーナル』8月号 日本証券アナリスト協会
- 駒井隼人、松澤孝紀、丸淳子 (2016) 「インターネットと投資家行動」『証券経済研究』3月号 日本証券経済研究所
- 齋宮義隆、星野聡子 (2016) 「グローバルな ESG 投資の潮流と日本の展望」三菱 UFJ 信託銀行
- 佐川あぐり (2016) 「DC 法改正におけるデフォルト商品の考察」大和総研
- 清水葉子 (2013) 「HFT、PTS、ダークプールの諸外国における動向～欧米での証券市場間の競争や技術革新に関する考察～」
- 舍利弗孝通 (2014) 「ROE が注目される理由」格付投資情報センター
- 代田純、二上季代司 (2011) 『証券市場論』有斐閣
- 杉原茂、三平剛、高橋吾行、武田光滋 (2000) 「金融政策の波及経路と政策手段」

関雄太(2012)「機関投資家の実情と運用行動(米国を中心に)」財務省  
 高橋正彦(2015)『証券化と債券譲渡ファイナンス』NTT出版  
 土屋貴裕(2012a)「家計金融資産の偏在と運用面の課題」大和総研  
 (2012b)「家計の証券売買等は短期的な取引に」大和総研  
 富永健司(2016)「参考統計」野村資本市場研究所  
 鳥毛拓馬(2013)「NISA創設の背景と活用法」大和総研  
 内閣府(2006)「年次経済財政報告書 -成長条件が復元し、新たな成長を目指す日本経済-」  
 (2008)「年次経済財政報告書 -リスクに立ち向かう日本経済-」  
 中島真志(2015)『入門 企業金融論』東洋経済新報社  
 二上季代司(2012)「証券市場の機能と証券業務」『彦根論叢』No.394 滋賀大学  
 西川友恵(2015)「コーポレートガバナンス改革における社外取締役の重要性」新日本有限責任監査  
 法人  
 日本取引所グループ(2015)「2015年度株式分布状況調査結果の概要」  
 (2016)「コーポレート・ガバナンス・コードへの対応状況(2016年7月時点)」  
 日本銀行調査統計局(2016)「資金循環の日米欧比較」  
 日本証券業協会(2005)『個人投資家と証券市場のあり方』中央経済社  
 (2014)「社会保障審議会 企業年金部会関係団体ヒアリング説明資料」  
 (2016a)『「英国における個人の中長期的・自助努力による資産形成のための投資優  
 遇税制等の実態調査」報告書』  
 (2016b)「個人投資家の証券投資に関する意識調査報告書」  
 (2016c)『「第6回 資産運用等に関するワーキング・グループ」議事要旨』  
 日本貿易振興会海外調査部(2003)「米国の企業統治調査報告書」  
 年金積立金管理運用独立行政法人(2016)「国内株式を対象とした環境・社会・ガバナンス指数の公  
 募」  
 野村亜紀子(2013)「確定拠出年金の運用改善に向けた制度改正の動き」野村資本市場研究所  
 野村資本市場研究所(2014)「家計の資産形成を支援する制度の在り方に関する調査報告書」金融庁  
 比較法研究センター(2015)「役員報酬の在り方に関する会社法上の論点の調査研究業務報告書」法  
 務省  
 藤田勉(2015)「コーポレートガバナンス・コードは機能するか」『月刊資本市場』1月号 No.353 資  
 本市場研究会  
 保田隆明、宮島英昭(2012)「変貌する日本企業の所有構造をいかに理解するか ~内外機関投資家  
 の銘柄選択の分析を中心として~」  
 堀江貞之(2016)「運用会社が受託者責任を全うするために ~海外運用会社のガバナンス整備と利  
 益相反管理の事例から学ぶ~」野村総合研究所  
 宮本佐知子(2011)「英国で導入されるジュニアISA」野村資本市場研究所  
 (2012)「米国529プラン拡大の背景と教育資金税制優遇の意義」野村資本市場研究所  
 物江陽子(2015)「ESG情報開示における日本企業の評価」大和総研  
 横山淳(2006)「内部統制報告書って何？」大和総研  
 渡部和孝(2010)「日本の金融規制と銀行行動」『フィナンシャル・レビュー』3月号 財務省財務総  
 合政策研究所

#### 【参考資料】

格付投資情報センターHP	<a href="https://www.r-i.co.jp/jpn/">https://www.r-i.co.jp/jpn/</a>
企業年金連合会HP	<a href="https://www.pfa.or.jp/">https://www.pfa.or.jp/</a>
金融庁HP	<a href="http://www.fsa.go.jp/">http://www.fsa.go.jp/</a>
経済産業省HP	<a href="http://www.meti.go.jp/">http://www.meti.go.jp/</a>
厚生労働省HP	<a href="http://www.mhlw.go.jp/">http://www.mhlw.go.jp/</a>
財務省HP	<a href="https://www.mof.go.jp/">https://www.mof.go.jp/</a>
資本市場研究会HP	<a href="http://www.camri.or.jp/">http://www.camri.or.jp/</a>
上智大学HP	<a href="http://www.sophia.ac.jp/">http://www.sophia.ac.jp/</a>
新日本有限責任監査法人HP	<a href="http://www.shinnihon.or.jp/">http://www.shinnihon.or.jp/</a>
大和総研HP	<a href="http://www.dir.co.jp/">http://www.dir.co.jp/</a>
投資信託協会	<a href="https://www.toushin.or.jp/">https://www.toushin.or.jp/</a>
ニッセイ基礎研究所HP	<a href="http://www.nli-research.co.jp/">http://www.nli-research.co.jp/</a>
日本銀行HP	<a href="http://www.boj.or.jp/">http://www.boj.or.jp/</a>
日本取引所グループHP	<a href="http://www.jpx.co.jp/">http://www.jpx.co.jp/</a>
日本年金機構HP	<a href="http://www.nenkin.go.jp/">http://www.nenkin.go.jp/</a>
日本証券業協会HP	<a href="http://www.jsda.or.jp/">http://www.jsda.or.jp/</a>
日本証券経済研究所HP	<a href="http://www.jsri.or.jp/">http://www.jsri.or.jp/</a>
年金積立金管理運用独立行政法人HP	<a href="http://www.gpif.go.jp/">http://www.gpif.go.jp/</a>
野村資本市場研究所HP	<a href="http://www.nicmr.com/nicmr/">http://www.nicmr.com/nicmr/</a>
野村総合研究所HP	<a href="http://www.nri.com/jp/index.html">http://www.nri.com/jp/index.html</a>
法務省HP	<a href="http://www.moj.go.jp/">http://www.moj.go.jp/</a>