

平成 30 年度 証券ゼミナール大会

第 1 テーマ

5

「今後の証券市場の活性化について」

～特に流通市場を中心に～

10

駒澤大学 深見ゼミ 大塚班

15

## 目次

	はじめに .....	4
	第 1 章 証券市場のあり方 .....	5
	第 1 節 証券とは .....	5
5	第 2 節 株主の権利とは .....	6
	第 3 節 企業の資金調達と市場参加者の変化 .....	6
	(1) 企業の資金調達の变化 .....	6
	(2) 証券市場の参加者 .....	7
	第 3 節 証券取引所の機能と市場間競争の歴史 .....	9
10	(1) 証券取引所の機能と役割 .....	9
	(2) アメリカにおける市場間競争の歴史 .....	11
	(3) 日本での市場間競争の歴史 .....	13
	第 2 章 日本の証券市場の歴史 .....	14
	第 1 節 明治～戦前期の証券市場 .....	14
15	第 2 節 終戦～高度成長期の証券市場 .....	15
	第 3 節 バブル期以降の証券市場 .....	17
	第 3 章 証券市場に影響を与えた近年の諸政策 .....	18
	第 1 節 個人投資家の市場参入を促す政策 .....	18
	(1) 確定拠出型年金の導入 .....	18
20	(2) 少額投資非課税制度 .....	21
	第 2 節 日本企業のコーポレートガバナンス強化策 .....	23
	(1) コーポレートガバナンス・コード .....	23

	(2) スチュワードシップ・コード .....	25
	第3節 日銀の大胆な金融緩和政策.....	26
	第4章 証券市場活性化における個人投資家の動向 .....	27
	第1節 証券投資を行わない理由 .....	27
5	第2節 個人投資家が証券投資を行う必要性 .....	29
	(1) 長生きリスクと年金受給額の悪化.....	30
	(2) インフレリスクと可処分所得の低迷 .....	31
	第3節 諸外国と比較した個人投資家の金融リテラシー .....	31
	第5章 証券市場活性化を目指す上での課題点.....	33
10	第1節 個人投資家の課題 .....	33
	第2節 発行市場の課題 .....	37
	第3節 企業を取り巻く課題.....	38
	第6章 証券市場を活性化させるための政策提言 .....	40
	第1節 金融リテラシーを向上させるための提案 .....	40
15	第2節 発行市場を活性化させるための提案 .....	43
	第3節 コーポレートガバナンスの強化案.....	45
	おわりに.....	47
	参考文献・新聞記事・参考資料(URL) .....	48

はじめに

バブル経済が崩壊して、日本経済は「失われた 20 年」といわれる平成大不況を経験した。バブル絶頂期の 1989 年には過去最高水準の株価（38,957 円）を記録したが、現在の株価は半値で推移している。その結果、家計金融資産は超低金利ながら預貯金の比重を拡大させた。日本経済は株価とともに右肩下がり

5

他方で、橋本政権は東京の金融市場を、欧米と並ぶ市場へと変貌させようと「日本版ビックバン」を表明した。その後、金融庁は「貯蓄から投資へ」というスローガンを掲げ、証券市場をわが国の金融システムの中心に位置づけ、幅広い投資家が参加する厚みのある、市場機能を中核とした市場型金融システムへの転換を図ってきた。

10

一昨年に同庁が発表した金融レポートで「貯蓄から資産形成へ」とスローガンは改められたが、わが国の個人金融資産は 2018 年 3 月末時点で 1,829 兆円あり、そのうちの 52.5%が預貯金で占められている<sup>1</sup>。近年、安倍政権が打ち出しているアベノミクスによって日本経済が回復してきたにも関わらず、証券市場は活性化されているとは言い難い。本稿では、国内証券市場の活性化について、証券市場の誕生から現在までを歴史的に振り返りつつ、証券市場の活性化を阻んだ要因を分析したい。

15

本論に入る前に、我々が考える証券市場が活性化している状態について、定義しておきたい。証券市場とは、資金調達の際に企業が新たに発行した証券を投資家が消化する証券発行市場と、既発行の証券を投資家の間で転々と売買させる証券流通市場が存在する。流通市場で成立する価格を元にして、企業は発行市場で証券を発行する。一方で、証券を購入した投資家には、それを換金する場が必要である。そこで、流通市場が用意されている。つまり、発行市場と流通市場は、密接に関連し合う車の両輪になっている<sup>2</sup>。

20

25

したがって、我々が証券市場の活性化を考える上で特に重視すべきは、流通市場の活性化である。なぜなら、流通市場での活発な売買が、発行市場での活

---

<sup>1</sup>日本銀行「2018 年第 2 四半期の資金循環」p. 4

<sup>2</sup>大村敬一、俊野雅司（2014）『証券論』p. 12

発な取引の前提になっていると考えるからである。ここまです踏まえて、我々が考える証券市場が活性化した状態とは、市場流動性が高い状態のことであり、換言すると、証券の売買が絶えず行われている市場のことと言える。

5 証券取引を活発にするには、取引量の多い機関投資家が活発に売買を繰り返すことでも実現は可能だが、機関投資家ばかりが参入する市場では、価格が一方に偏り、価格形成に歪みが生じてしまう。そのため、我々は、特に個人投資家の参入を促すことが必要だと考える。なぜなら、長期保有や短期保有、利回り重視、キャピタルゲイン重視などさまざまな思惑を持った人たちが、市場に多数参加することで、適切な価格形成が行われると考えるからである。

10 以上を踏まえて、第1章では証券市場の機能や役割について、第2章では証券市場の歴史を、第3章では証券市場に影響を与えた近年のいくつかの政策を取り上げたい。第4章では個人投資家の動向について述べ、第5章では第4章までで取り上げた論点から垣間見える課題を明らかにし、続く第6章でそれらの課題点に対する提言を行っていききたい。

15

## 第1章 証券市場のあり方

本章では、証券市場の機能と役割について述べていく。第1節では、証券市場で取引される証券の定義を明確にする。第2節では企業の資金調達方法の変化と、市場参加者の変化を再確認する。第3節では証券取引所の機能と、日本とアメリカでの市場間競争の歴史を述べたい。

20

### 第1節 証券とは

証券とは有価証券の略称で、「財産的価値ある私権を表章する証券<sup>3</sup>」と定義され、それは貨幣証券、商品証券、資本証券に区分される。

25 貨幣証券とは、企業間取引で一般的に使われる貨幣を代替する証券であり、約束手形、為替手形、小切手が含まれる。商品証券とは、物財証券とも呼ばれ、商品に対する請求権を表章する証券であり、倉荷証券や船荷証券が挙げられる。資本証券とは、配当金や利子などに対する請求権を表章する証券であり、株式

---

<sup>3</sup>二上季代司、代田純（2014）『証券市場論』有斐閣ブックス p. 1

や債券が挙げられる。当初から不特定の者に対し発行され、市場で取引対象となる資本証券が、証券市場で取り扱われる証券である。

## 第2節 株主の権利とは

- 5 株式を購入した投資家は株主となる。株主にはいくつかの権利が与えられ、それは大きく分けて二つある。すなわち自益権と共益権である。自益権は財産的利益を受ける権利のことを言い、それには利益の分配を受け取る配当請求権と、会社が解散したときに残された財産を受け取る権利である残余財産分配請求権がある。他方、共益権は会社の経営に参加する権利であり、株主総会で提案された議案への賛否を表明する権利である議決権と、株主総会での議案を提案する権利である提案権がある。

- 10 この四つの権利は、配当請求権と残余財産分配請求権、議決権は、株主になると自動的に与えられるものであり、これを単独株主権という。また、提案権は一定の株数を保有する少数の株主にしか与えられないため、これを少数株主権という。このように、株主は財産的利益を受け取るとともに、会社の経営にも参加することができるのである。

## 第3節 企業の資金調達と市場参加者の変化

### (1) 企業の資金調達の変化

- 20 企業や政府などの資金不足主体が資金調達を行う方法には、主として自己金融と外部金融に分けられる。自己金融とは、内部留保や減価償却といった企業内部に留保された資金を調達することをいう。他方、外部金融には三つの方法があり、一つ目が借入による調達であるデット・ファイナンスである。次に、株式を発行して資金を調達するエクイティ・ファイナンスであり、最後が資産を流動化して資金を調達するアセット・ファイナンスである。

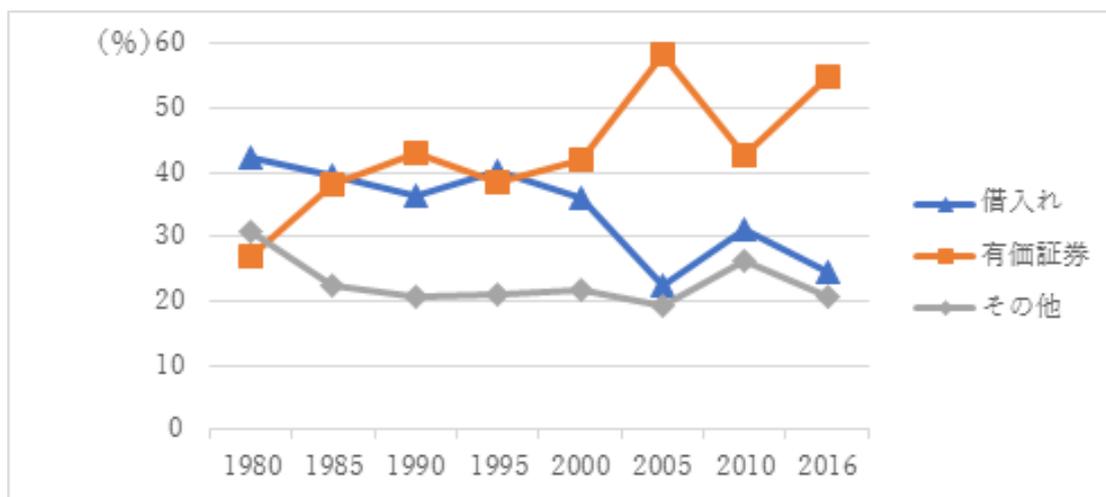
25 デット・ファイナンスでは、原則的に貸し手に対して、利子を支払わなければならない。それに対し、エクイティ・ファイナンスでは、投資された資金を返済する必要はなく、また定期的に利子を支払う義務もない。

- 30 1980年代中頃から、日本企業の資金調達手段は直接金融のウェイトが増加している。図表1によれば、1990年代後半以降、間接金融の比重が低下する一方、

直接金融の比重が高まっている。このように資金不足主体が有価証券を発行し、それを資金余剰主体が購入して資金供給する場が証券市場である。

(図表 1) 企業における資金調達手段の構成比

5



〔出典〕 日本証券経済研究所 (2018) 『図説日本の証券市場』 p.5 より引用

10 先述したように、証券市場は発行市場と流通市場で構成されている。発行市場は、企業や政府などが証券を新たに発行する市場で、流通市場は、投資家によって既発行証券の取引が行われている市場のことをいう。

発行市場での発行価格は、流通市場での売買によって形成された価格を元にして決定される。また、投資家も流通市場が活性化している状態であれば、希望したときに換金ができる可能性が高まる。つまり、換金性が高いため、安心して投資できる。このように、二つの市場は相互に影響し合っているのである。

## (2) 証券市場の参加者

第 2 項では、市場参加者について述べていきたい。証券市場は、企業の他に個人投資家や機関投資家、外国人投資家などさまざまな主体が参加して、証券の売買が行われている。まず挙げられるのが個人投資家である。個人投資家と

は、個人の資産を証券に投資している投資家のことをいう<sup>4</sup>。

そして、個人投資家の他に証券市場において欠かせない投資主体が、機関投資家や外国人投資家である。機関投資家は、第三者からの委託を受けて資金を運用している投資のプロのことをいい、年金基金や投資信託、投資ファンド、

5 保険会社がこれに該当する。

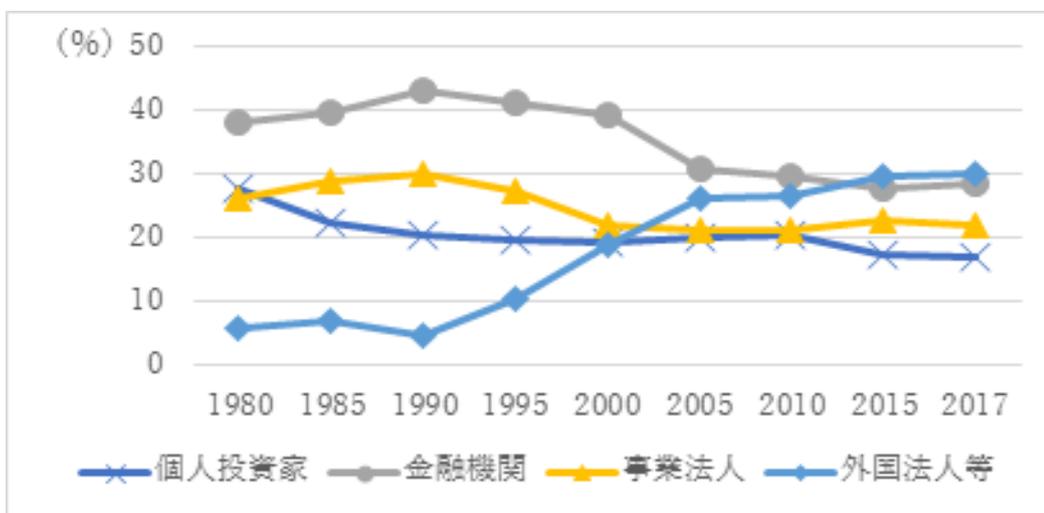
また、近年の取引主体の推移を図表 2 によって確認すると、1990 年以降、金融機関が株式保有比率を低下させる一方、外国人投資家が著しくウェイトを高めている。2017 年時点で、外国人投資家の株式保有比率は全体の約 6 割を、売買代金は約 7 割<sup>5</sup>を占めている。外国人投資家は、外国に在住する個人投資家も

10

含まれているが、その多くは機関投資家である。  
このように、巨額の取引を行う機関投資家や外国人投資家は、証券市場を活性化させる存在ではあるが、その反面で価格形成に強大な影響力を持つため、証券市場での価格形成が一方向に偏り、価格形成に歪みもたらすことも事実である。

15

(図表 2) 株式保有比率の推移



〔出典〕日本取引所グループ「株式分布状況調査（2017）」より筆者作成

<sup>4</sup>野村証券 HP

<sup>5</sup>日本取引所グループ（2017）「投資部門別株式売買状況」

### 第3節 証券取引所の機能と市場間競争の歴史

#### (1) 証券取引所の機能と役割

次に、証券取引所の機能と役割について述べていく。証券取引所は、上場証券の売買を行う場であり、証券市場において非常に重要な役割を担っている。証券取引所の機能は、適正な株価を発見して効率的な資源配分を実現することにある<sup>6</sup>。つまり、流動性が高く、公正な価格が形成可能な取引所でなければ、機能が十分に発揮されているとはいえない。

そのため、証券取引所は多くの需給を集中させ、それを背景にした公正な価格形成などが求められる。こうした機能を発揮させるには、投資家からの信頼が前提となる。そこで、証券取引所は上場制度を設けている。上場とは、各取引所が設定した、上場基準というハードルをクリアすることにより、その株式を取引所で売買することを認めるものであり、それには株主数や収益性など、いくつかの基準が設けられている。

ここで、企業が上場するにあたってのメリット、デメリットを確認するために図表3を示した。上場のメリットには、不特定多数の投資家から資金を調達しやすくなるため、資金調達の多様化が可能になることが挙げられる。また、厳しい上場基準をクリアすることで社会からの信用力が高まり、新聞などのメディアで掲載される機会が増加するため、その企業の知名度も向上する。

他方で、上場のデメリットとしては、上場すれば市場に株式が出回るため、企業買収のターゲットになる可能性がある。そのほかに、上場手続きや財務データの作成、株主総会の運営などのコストがかかることや、社会的責任の増加が挙げられる。このように、上場制度は売買に適さない証券を排除する、証券市場のゲートキーパーの役割を果たしているといえよう。

25

---

<sup>6</sup>前掲『証券論』p.83

(図表 3) 上場の利点と弊害

上場のメリット	上場のデメリット
・資金調達が多様化	・企業買収リスクの上昇
・信用度の向上	・費用などのコストの発生
・知名度の向上	・社会的責任の増加

〔出典〕前掲『証券論』p. 48 より筆者作成

5

こうして上場された証券の売買を行う市場である証券取引所は、日本国内に東京、名古屋、札幌、福岡の4か所に設けられている。図表4に各市場の売買代金を示したが、これによれば、東京証券取引所の売買代金が国内での取引のほとんどを占めている。

10

戦後すぐに開設された証券取引所は、1950年当時、上記のほかに大阪、神戸、京都、広島、新潟の合計9か所に存在したが、これらは再編や合併によって姿を消した。具体的には、1967年に神戸証券取引所、2001年に京都証券取引所が大阪証券取引所と合併し、2000年には広島、新潟の両証券取引所が、東京証券取引所と合併している。その後、2013年に、東京証券取引所と大阪証券取引所

15

が経営統合、東京証券取引所には現物市場を、大阪証券取引所にはデリバティブ市場を開設した日本取引所グループが誕生した。

現存する4か所の証券取引所の中で、東京証券取引所と名古屋証券取引所は、一部市場に加えて二部市場が開設され、企業の規模に応じて上場市場を選択することが可能となっている。また、証券取引所には新興市場も開設されている。

20

東京証券取引所はマザーズとジャスダック、札幌証券取引所はアンビシャス、名古屋証券取引所はセントレックス、福岡証券取引所はQボードを設けている。これらの市場は、ベンチャー企業向けに開設されており、上場基準は一部・二部市場よりも緩やかであり、ベンチャー企業の成長を促進するための市場となっている。

25

このように、日本の取引所市場は東証一極集中が起きているわけだが、アメリカでは1970年代から、市場間競争を行わせ、競争による効率的な取引システ

ムの構築が目指された。次に、アメリカの市場間競争の歴史について述べていこう。

(図表 4) 全国証券取引所別売買代金 (2017 年)

5

証券取引所	売買代金
東京証券取引所	741 兆 3155 億 5330 万円 (99.9%)
札幌証券取引所	2956 億 900 万円 (0.0004%)
名古屋証券取引所	1074 億 5900 万円 (0.0001%)
福岡証券取引所	215 億 1100 万円 (0.00003%)

〔出典〕日本取引所グループ「統計月報 (2018.6)」より筆者作成

## (2) アメリカにおける市場間競争の歴史

10 アメリカは、第一次世界大戦前は債務国であったが、大戦中の輸出拡大によって債務国から一転、世界最大の債権国に転じた。また、金の保有量も世界の約半分を保有するようになり、世界経済の中心はロンドンからニューヨークへと移った。その後も好景気を謳歌していたが、1929年にアメリカで株価が大暴落し、世界恐慌が起きた。

15 その影響で、金融機関をはじめとして企業は破綻が相次ぎ、新規の証券発行も激減し、投資家も被害を被った<sup>7</sup>。この大恐慌を起因に、証券取引にさまざまな規制が設けられるようになり、1933年に証券法、1934年の証券取引所法が制定され、証券取引の監視機関として証券取引委員会 (SEC) も創設された。

20 1934年証券取引所法では、地方取引所は自市場に上場していない銘柄でも、SECに登録すれば売買できる特権 (非上場売買特権) が規定された。つまり、アメリカでは日本のように上場市場イコール執行市場ではなかったのである。そこで、地方取引所はこの特権を利用し、自市場に上場していない銘柄の売買

---

<sup>7</sup>公益社団法人 日本証券経済研究所 (2016) 『図説アメリカの証券市場 2016 年度版』 p. 8

取引を始めた。つまり、この当時から市場が分裂していたのである。

その後、1960年ごろになると家計が豊かになり、金融資産も蓄積されてきたことに伴い、生命保険や年金基金、投資信託への資金流入が膨らみ、機関投資家が市場での存在感を強めていった。しかし、証券取引所の取引システムは個人投資家の売買を前提として構築されており、ニューヨーク証券取引所では、  
5 取引規模の大きな取引ほど、手数料が高い固定手数料制度を採っていた。つまり、大口の取引になるほど手数料が高くなるため、大量の取引を行う機関投資家の不満は高まっていった。

こうした機関投資家の不満を背景に、地方取引所や非会員業者、ECN がリベートや格安手数料を提示して、機関投資家の取引を自市場に集め始めた。こうした証券取引所を巡る環境変化を受けて、1975年に施行された証券諸法改革法では、株式委託売買手数料を完全に自由化するとともに、市場集中義務の撤廃も行われた。これにより市場間競争が開始された。  
10

証券諸法改革法の主旨は、各市場間の競争によって効率の良い証券市場を実現することにあつたわけだが、他方で市場の分裂という問題も出てくる。そこで、アメリカのすべての市場をネットワークによってリンクし、あたかも一つの市場のようにした仕組みである全米市場システム(National Market System)を構築した。  
15

全米市場システムには、各市場の取引情報を統合したCTS(Consolidated Tape System)、最良気配を統合したCQS(Consolidated Quote System)、そして、最良気配を表示している市場への注文回送を行うITS((Intermarket Trading System)によって、各市場を緩やかに統合していったのであった。  
20

こうしたNMSの構築により、証券業者は注文を執行する際、顧客にとって最もよい条件が出ている市場で、売買することが義務付けられたのである。その結果、各市場で委託売買手数料の引き下げや、新たな取引サービスの提供が始まり、証券取引のイノベーションが実現した。その一方で、過度な市場の分裂が起り、注文獲得のために、証券取引所は顧客が望むサービスを提供するようになる。近年では顧客がHFTに代表される高速取引を望んだため、システムコストの高騰を齎し、取引所の株式会社化や他との取引所の統合が行われるよう  
25  
30 になっている。

### (3) 日本での市場間競争の歴史

日本でもアメリカに遅れること 20 余年、1990 年代に株式委託売買手数料の完全自由化と市場集中義務の撤廃が行われた。これに伴い開設されたのが私設取引システム (PTS) である。PTS は、売買の執行のみを扱うため、執行コストは取引所に比べて安く、それを武器にした注文獲得が目指された。

しかし、開設以降 10 年間の PTS での売買代金は、取引所取引の 1% に満たなかった。その後、2010 年に東京証券取引所が新たな取引システムであるアローヘッドの導入や、日本証券クリアリング機構による PTS での取引の清算が開始されたため、近年では取引所取引に対して 4、5% の売買量を占めるようになった (図表 5) <sup>8</sup>。

(図表 5) PTS の売買代金と対取引所に占める割合

2000 年	21 億 6700 万円	<b>0.003%</b>	2011 年	12 兆 8719 億 3800 万円	<b>3.548%</b>
2002 年	1567 億 9800 万円	<b>0.075%</b>	2012 年	17 兆 8320 億 5500 万円	<b>5.521%</b>
2004 年	1159 億 8300 万円	<b>0.032%</b>	2013 年	42 兆 477 億 7200 万円	<b>5.972%</b>
2006 年	7246 億 7100 万円	<b>0.100%</b>	2014 年	37 兆 1864 億 3800 万円	<b>5.781%</b>
2008 年	2 兆 1486 億 8900 万円	<b>0.355%</b>	2015 年	38 兆 872 億 1000 万円	<b>5.104%</b>
2009 年	2 兆 9928 億 200 万円	<b>0.767%</b>	2016 年	33 兆 9467 億 7200 万円	<b>4.732%</b>
2010 年	3 兆 1356 億 4100 万円	<b>0.835%</b>	2017 年	33 兆 9467 億 7200 万円	<b>4.577%</b>

15

[出典] PTS Information Network 「PTS 統計」より筆者作成

アメリカの ECN は、証券取引所の手数料に対する機関投資家の不満を背景に誕生し、格安手数料を武器にして、機関投資家の注文を受注して取引量を拡大させた。他方、日本の PTS 各社は、機関投資家向けというより、日中、証券取

20

<sup>8</sup>深見泰孝(2010)「我が国の PTS の現状と課題について」証券レポート 1661 号 (2010 年 8 月)p. 59-60

引を行えない個人投資家に向けた夜間取引の場として開設され、取引所との差別化が図られた。しかし、結果として流動性を高めることができなかった。そのため、PTSの運営企業は、日本には最大8社が存在したが、現在はSBIジャパンネクスト証券と、チャイエックス・ジャパンの2社のみとなっている。

5 また、近年、取引前に気配情報を公表しないダークプールも登場してきている。このシステムは大口注文を執行する機関投資家のニーズに応えたもので、マーケットインパクトを最小化できるという利点があり、2016年にはPTSを上回る取引シェアを獲得している<sup>9</sup>。このように、我が国でも取引所外取引は近年増加傾向が見られる。

10 しかし、アメリカの証券市場では50以上の取引施設が存在し、取引所外取引が証券取引の約30%を占めている<sup>10</sup>。このことから、アメリカと比較すると、我が国の証券市場では市場間競争が起きていないと言っても過言ではなかろう。

## 第2章 日本の証券市場の歴史

15 本章では、日本の証券市場の歴史について述べていく。第1節では戦前期の証券市場について、第2節では終戦後から高度経済成長期の証券市場について、第3節ではそれ以降の歴史を述べたい。

### 第1節 明治～戦前期の証券市場

20 1878年、東京、大阪で株式取引所が設立された。開業当初、株式取引所では旧公債、新公債および秩禄公債の3種類の公債が取引され、事実上、取引所は公債売買所として機能していた。当時は株式会社制度の黎明期であったため、同時期に上場された株式は4銘柄に過ぎず、その売買はそれほど活発ではなかった。しかし、1880年代後半から、株式会社制度の普及と鉄道業を中心とする  
25 企業勃興ブームが起きて、株式取引が急増した。特に、鉄道株取引は1905年ごろまで、東京株式取引所の売買高の60%以上を占めていた<sup>11</sup>。

---

<sup>9</sup>大墳剛士（2017）「日本におけるダークプールの実態分析」p. 26

<sup>10</sup>金融庁 総務企画局（2016）「市場間競争と取引所外の取引 説明資料」p. 5

<sup>11</sup>証券経済学会・公益社団法人日本証券経済研究所（2017）『証券事典』一般社団法人金融財政事情研究会 p. 316

ところが、1906年の鉄道国有化が行われると、鉄道株の売買は低迷を始め、それに代わって、電力株や東京株式取引所株が売買されるようになった。そして、第一次世界大戦を契機に重化学工業も発展をみた。これに伴い、株式市場は重化学工業企業の資金調達の間へと発展するとともに、市場参加者にも変化が見られ、昭和に改元されたころから、生命保険会社や個人の市場参入が見られるようになった。

しかし、満洲事変から続く15年間に亘る戦争は、日本の証券市場を大きく変化させた。株式市場では株式価格の統制が行われるとともに、1943年には全国に11あった株式取引所が日本証券取引所に統合された。他方、公社債市場では、1932年以来国債の日銀引受発行が開始され、臨時資金調整法による起債統制や生命保険会社への日銀引受国債の強制割当なども行われるようになり、自由な市場は姿を消し、戦時統制下に置かれるようになった。

戦前の取引所は、江戸時代の張合米取引の特徴を引き継いだ定期取引（後に清算取引と呼ばれる）が売買仕法として採用され、その決済の多くが、受渡を必要としない差金決済で行われた。このため、非常に投機性が高くなり、取引所は「官許の賭博場」と呼ばれていたのである。このように戦前日本の証券市場は、株式市場を中心に非常に投機性の高い市場であった。

## 第2節 終戦～高度成長期の証券市場

日本証券取引所は1945年8月10日に売買を停止し、同月15日の終戦を迎えた。当時、大蔵省は1945年10月1日からの取引所再開を一旦は決定したが、GHQがこれを認めず、約4年に亘る取引所空白時代を過ごすことになる。終戦から取引所再開までの間に、財閥解体や証券民主化運動が行われ、個人投資家の株式所有が増えた。1945年時点で53.0%だった個人投資家の持株比率は、1949年には69.1%に上昇し<sup>12</sup>、証券民主化運動は個人投資家の裾野を大きく広げることに寄与したのであった。

1948年には、前年に制定された証券取引法の全面改正が行われ、取引所再開に向けた準備が進められた。そして、1949年5月に、GHQが提示した証券取引

---

<sup>12</sup>江川雅子(2008)『株主を重視しない経営』日本経済新聞出版社 p. 121

三原則（取引の時間優先、取引所集中義務、先物取引の禁止）を証券界が受け入れ、東京、大阪、名古屋で取引所が再開された<sup>13</sup>。

1955年以降、日本経済は高度経済成長期を迎えたわけだが、これに伴い株価も一時的な停滞はあったものの、ほぼ一貫して1961年まで上昇を続けた。この  
5 株価上昇を支えたのが投資信託であった。1955年の株式投資信託の年末元本額は595億円であったが、東証修正平均株価がピークとなった1961年には1兆268億円に達した。こうした投資信託の拡大による株式流通市場への大衆資金の動員が、株式流通市場の拡大に寄与した<sup>14</sup>。しかし、1961年以降の株価下落が証券恐慌を引き起こし、それを受けて1965年には証券会社の免許制への移行  
10 行などを定めた証券取引法改正が成立した。

また、当時は人為的低金利政策が採られており、企業の資金調達は間接金融が主であった。一方の株式発行は限界的な資金調達手段とみなされ、それは株主割当額面発行によって行われていた。株主割当額面発行は、市場で形成された株価に関係なく、額面で株主に増資株を割り当てて発行するため、発行市場  
15 の機能は利用されなかった。その後、資本自由化や時価発行の導入を契機に、株式の持ち合いが進められるようになった<sup>15</sup>。それは、安定株主工作や高株価維持を目的としたものであり、外資による乗っ取りに対する防衛や、時価発行を優位に進めるために行われたものであった。

このころ、利回り革命が起こった。通常、債券の利回りと株式の配当利回りを比較すると、株式の方がリスクも高いため、その分だけ配当利回りの方が債券の利回りを上回る。ところが、当時の日本企業の配当金は、額面に対して1割の配当を維持する安定配当政策を採っていたため、株価上昇によって、配当利回りが債券の利回りを下回るようになったのである。これを利回り革命と言う。  
20

25 株式投資のよる収益源には、配当によるインカムゲインと、売却益であるキャピタルゲインがある。ところが、インカムゲインが少なかったため、投資家

---

<sup>13</sup>なお、1948年の証券取引法で、証券業者を登録制するとともに、銀行の証券業務を禁止する銀証分離政策が導入された。

<sup>14</sup>日本経済新聞社（1962）『証券白書』昭和37年版 p.183-186

<sup>15</sup>前掲『株主を重視しない経営』p.80

は投資収益を上げるためには、キャピタルゲインを狙わざるを得なくなり、しかも当時、配当には累進税率が適用されたが、キャピタルゲインは非課税であったため、この傾向が強くなった。こうして、日本の投資家はインカムゲインではなく、キャピタルゲインを追求するようになったのである。

5

### 第3節 バブル期以降の証券市場

1985年のドル高是正を目的としたプラザ合意を契機に、日本経済は円高不況に見舞われた。このため、日銀は公定歩合を2.5%に引き下げ、歴史的な低金利時代に突入した。これにより、短期間のうちに日本経済は円高不況からの回復を果たした。ところが、1987年にアメリカでブラック・マンデーが起き、日銀は公定歩合を引き上げるチャンス逃した。その結果、公定歩合は低金利のまま据え置かれ、これが土地や株価の異常な価格上昇をもたらした一因とされた<sup>16</sup>。

また、バブル期には安定株主工作や高株価経営を目的とした株式持ち合いが強化された。その理由は、1点目として1980年代にアメリカで大型のM&Aが相次いだことがある。2点目には、日本企業による転換社債や新株予約権付社債の発行が相次ぎ、こうしたエクイティ・ファイナンスを有利に行うためでもあった<sup>17</sup>。こうした株式持ち合いと企業による財テクが株価上昇を下支えし、日経平均株価は1989年末に38,915円と史上最高値を記録した。しかし、日本企業は相変わらず安定配当政策を続けたため、投資家のキャピタルゲイン志向は強まり、株式取引の投機的色彩がさらに強まった。

バブル期の株価や地価の異常な高騰に対して、日銀は公定歩合を引き上げ、大蔵省も証券会社に対し財テク営業の自粛を、銀行には不動産融資の抑制を求めた総量規制を導入した。その結果、日経平均株価は僅か1年でピークの半分にまで下落した。

バブル崩壊は、証券不祥事や銀行の不良債権問題を引き起こした。また、株価の低下は、所有株式の含み損や評価損を発生させた。このため、企業は持ち

---

<sup>16</sup>前掲『証券事典』p.338

<sup>17</sup>奥村宏（2005）『最新版法人資本主義の構造』岩波現代文庫、p115-128

合い株を含めた所有株式の売却を始めた。銀行も BIS 規制による自己資本比率をクリアするには、株式の売却をせざるを得ず、持ち合い解消が始まった。このとき、企業や銀行に代わって、日本株を保有したのが外国人投資家であった。以来、外国人投資家の持株比率は上昇を続ける。

- 5 株式持ち合いは、株式市場からの外部コントロール機能を不全に陥らせるものであり、外国人投資家はこれの解消を求めた。1993 年の商法改正では、日米構造協議を受けて、監査制度の実効性を向上させるため、大会社に社外監査役の導入を求めた。その後もコーポレートガバナンスの強化に向けた努力が続けられ、2001 年には社外監査役の要件厳格化や、2002 年には委員会等設置会社制度の導入が行われ、監査役の独立性強化や取締役の業務執行と監督を分離し、社外人材も含めた監査機能の強化が図られた。

- 15 2000 年代初めに成立した小泉政権は、「証券市場の改革促進プログラム」を打ち出し、市場型金融システムへの転換を推進した。このプログラムでは金融商品、サービスの多様化を認める一方で、市場に公正性や透明性を確保することで、信頼される市場作りが目指された。また、小泉政権下では持ち合い解消も進められた。

その後、第 2 次安倍政権はアベノミクスの一環として、コーポレートガバナンス・コードやスチュワードシップ・コードが策定され、コーポレートガバナンスの強化、海外投資家の日本株への投資促進が目指されている。

20

### 第 3 章 証券市場に影響を与えた近年の諸政策

#### 第 1 節 個人投資家の市場参入を促す政策

##### (1) 確定拠出型年金の導入

- 25 1980 年代のアメリカは、家計金融資産に占める預貯金の比率が日本と大差はなかった。しかし、日本ではその後も預貯金偏重に大きな変化が見られなかったのに対し、アメリカでは家計金融資産が投資信託や、株式などのリスク性資産に振り向けられていった。この変化の背景には 401 (k) の導入があったと言われている。

アメリカでは 1981 年に 401 (k) がスタートした。401 (k) の資産規模は 1980

年代半ばには 0.24 兆ドルだったが<sup>18</sup>、2014 年には 6.58 兆ドルへと拡大した。401 (k) では運用商品に預金がないため、その資産の多くが投資信託で運用された。このことをきっかけにしたアメリカの投資信託市場の規模は拡大し、家計にも投資信託が普及していくのであった。

5 また、アメリカでは 401 (k) 加入者に対して、加入時のみならず継続教育も行われている。401 (k) の加入者教育では、加入者のリスク許容度や目標額など、加入者自身の特性から加入者教育の内容や、アプローチにバラエティを持たせた投資アドバイスも行われた<sup>19</sup>。こうして、証券投資の利点に気付いた投資家が、預貯金をリスク性資産に移行させていき、家計金融資産に占めるリスク性資産の比率が高まっていくのであった。

10 他方、日本でもアメリカの 401 (k) を模範とした確定拠出年金制度が、2001 年に導入された。しかし、日本の家計金融資産に占めるリスク性資産の比率は、確定拠出年金制度の導入前後で大きな変化は見られない。確定拠出年金の加入者数は、図表 6 に示したとおり、企業型は 2002 年の 9 万人から 2017 年には 593 万人となり、個人型のそれは図表 7 に示したとおり、2002 年の 557 人から 2017 年には 451,446 人となった。

図表 7 によれば、加入者数が 2017 年に急拡大しているが、これは同年 1 月から、加入条件が緩和された個人版確定拠出年金 (iDeCo) が開始されたことによる。その加入者数は 2018 年 8 月末時点で 100 万人を超えた<sup>20</sup>。

20 このように、加入者数は企業版、個人版ともに増えているが、企業版確定拠出年金の導入企業は約 4% であり、加えて常用雇用者の加入率も約 17% にとどまっている。また、個人型確定拠出年金も加入者の割合は、国民の 0.93% にとどまっている。

25

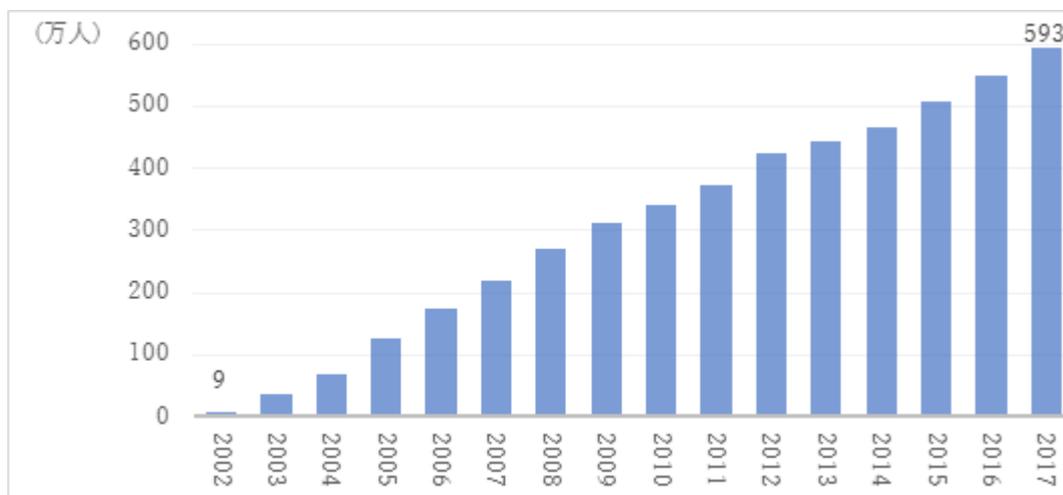
---

<sup>18</sup>前掲『図説・アメリカの証券市場』2016 年版、p. 292

<sup>19</sup>野村資本市場研究所『総図説 米国の投資信託』日本経済新聞出版社 p. 38

<sup>20</sup>企業年金連合会 HP

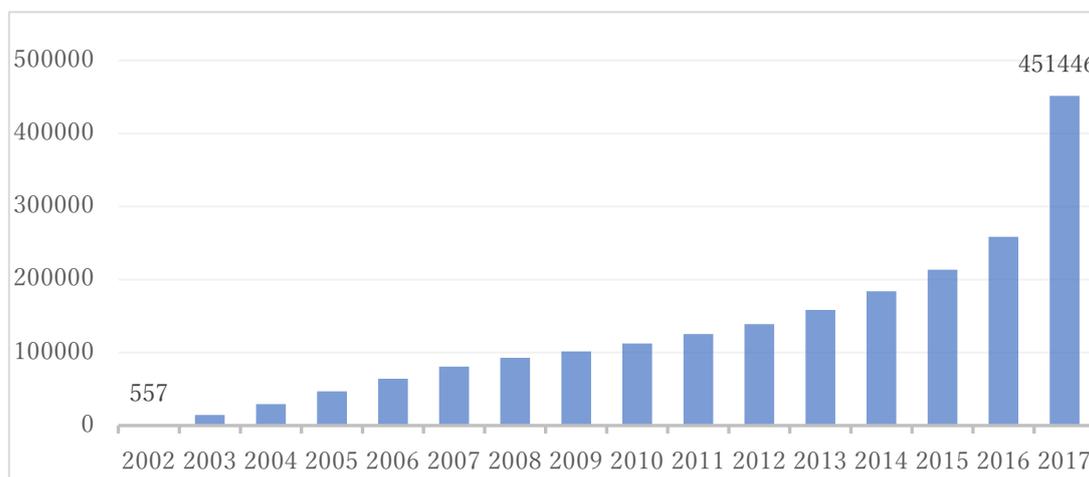
(図表 6) 企業型確定拠出年金の利用者数推移



5

〔出典〕 運営管理機関連絡協議会「統計資料」p.5より筆者作成

(図表 7) 個人型確定拠出年金の利用者数推移



10

〔出典〕 前掲「統計資料」p.19より筆者作成

また、日本人は確定拠出年金の運用商品に元本保証型があり、加入者の半数以上が、元本保証型商品で運用している。ここがアメリカと最も大きな相違で

ある。その理由を考えると、継続教育に求められるのではないだろうか。日本のそれは努力義務に過ぎず、制度を導入した企業の4割が継続教育を実施していない。その実施頻度もほとんどの企業が年に1回か、必要に応じてしか実施していない<sup>21</sup>。つまり、アメリカでは、401(k)の継続教育が、金融リテラシー向上の場となったのに対し、日本ではそれがうまく機能していないものと考えられる。

## (2) 少額投資非課税制度

### ① NISA

10 NISAとは、イギリスのISA (Individual Saving Account=個人貯蓄口座) をモデルにした日本版ISAのことで<sup>22</sup>、2014年に証券優遇税制に代替する政策として導入された。我が国の家計金融資産は、欧米諸国と比較して預貯金に偏重しているため、家計が将来の備えとなる資産形成を自助努力によって行い、「貯蓄から資産形成へ」の流れを促進させることが期待された<sup>23</sup>。

15 NISAは2014年から2023年までの10年間の時限措置として実施され、年間120万円の非課税投資額が設けられている。その範囲内であれば、対象の金融商品への投資に伴う5年分の配当金と譲渡益が非課税対象となる。非課税対象商品は、上場されている金融商品(株式・ETF・REITなど)や公募株式投資信託であり、非上場株式、預貯金、債券などは非課税対象外である。また、年間120  
20 万円の非課税枠のうち、未使用分は翌年へ繰り越せないが、5年間の非課税期間終了後は、上限120万円を翌年の新たな非課税投資額に移行(ロールオーバー)できる。

NISAの口座数は、2014年1月の492万口座(うち証券会社での口座開設数は320万口座)から、2018年3月には1,167万口座(同692万口座)<sup>24</sup>へと4  
25 年間で2倍の増加が見られ、制度が浸透しつつあるように思える。しかし、口

---

<sup>21</sup>NP0401 (k) 教育協会(2018)「確定拠出年金(DC)担当者の意識調査2017年版報告サマリー」p.3

<sup>22</sup>金融庁NISA特設HP.

<sup>23</sup>政府広報オンライン

<sup>24</sup>日本証券業協会HP.および金融庁

座稼働率は 2018 年 3 月末で 7 割に過ぎない<sup>25</sup>。

また、2018 年 3 月に出された日本証券業協会のデータによると、利用者の年齢層も、若年層（20～40 代）の口座開設数は全体の 29.3%にとどまっており、利用者の多くは 50 代以上となっている。そして、NISA 口座開設者に占める投資未経験者の割合は 32.5%と、制度開始時の 10.8%と比べれば改善されているものの、投資経験者の利用が多い。つまり、若い個人投資家の裾野拡大には十分な寄与をしているとは言えないのである。

## ② ジュニア NISA

10 ジュニア NISA とは、2016 年から未成年者を対象にした、子どもの将来に向けた資産運用のための制度<sup>26</sup>で、基本的な仕組みは NISA と同じである。異なる点は、①非課税投資額が年間 80 万円、5 年間で最大 400 万円を上限としている点、②制度対象者が 20 歳未満であること、③原則として親権者などが代理運用すること、④18 歳まで原則払い出しに制限があることである。NISA と同様に非課税期間は 5 年で、2023 年までの時限措置として実施されている。普及率は、15 手続きが煩雑などの理由から 140,764 口座<sup>27</sup>（2018 年 3 月現在）にとどまっており、国民に制度が浸透しているとは言えないだろう。

## ③ つみたて NISA

20 つみたて NISA は、「貯蓄から資産形成」を実践できる制度として、2018 年 1 月より開始された。これは NISA とは併用できない。NISA と同様、配当金、譲渡益が非課税になり、非課税投資額は年間 40 万円、投資期間は最長 20 年となっている。積立投資を長期間継続させることで、そのメリット（ドルコスト平均法）を最大限に発揮する狙いがある。

25 また、つみたて NISA での運用が可能な商品は、長期、積立、分散投資に適した商品に絞られている。そして、運用が可能な 155 本の投資信託のうち 152 本

---

<sup>25</sup>日本証券業協会 HP.

<sup>26</sup>みずほ証券 HP.

<sup>27</sup>日本証券業協会「ジュニア NISA 口座開設・利用状況調査結果」p. 2

が公募投資信託で、その中で 132 本がインデックス運用の投資信託である<sup>28</sup>。

日本証券業協会によれば、加入者は 29 万人（2018 年 3 月現在）であるが、現時点では制度導入から 1 年を経過していないが、この半年間の NISA 口座の口座増加数が 98 万口座であるのに対し、つみたて NISA 口座は 37 万口座を占めており<sup>29</sup>、今後も増えていくことが見込まれる。

また、口座開設者の約 65% が 20 代～30 代、40 代の若年層であり、利用者に占める投資未経験者の割合は 45.5% と、NISA のそれよりも多い。つまり、つみたて NISA は若年層が、投資を始めるきっかけとして利用されていることが分かる。

10

## 第 2 節 日本企業のコーポレートガバナンス強化策

日本では 1990 年代のバブル崩壊以降、長期にわたって株価が低迷を続けた。この低迷が個人投資家に株式投資の元本割れリスクを感じさせ、預貯金偏重が拡大する一因になったと言っても過言ではないだろう。そのため、2013 年に日本再興戦略が打ち出され、企業の持続的成長とそれによる株主還元や、経済成長を目的にコーポレートガバナンス・コードとステュワードシップ・コードが策定された。

企業と機関投資家は、両者が適切に作用しあうことによって質の高いガバナンスが実現され、企業の持続的な成長を促すことが可能となる。そして、そのことにより受益者の中長期的な投資リターンの向上も期待される<sup>30</sup>。換言すると、2 つのコードによって健全なインベストメント・チェーンが構築されるのである。

### (1) コーポレートガバナンス・コード

コーポレートガバナンスは、これまで企業の不祥事をいかに防ぐかを目的とするものであった。しかし、アベノミクスで打ち出されたコーポレートガバナンス改革では、コーポレートガバナンスは日本企業の稼ぐ力を取り戻すため、

---

<sup>28</sup>金融庁 HP.

<sup>29</sup>日本証券業協会(2018)「NISA 口座開設・利用状況調査結果」p. 8

<sup>30</sup>金融庁(2017)「ステュワードシップ・コードに関する有識者検討会」p. 3

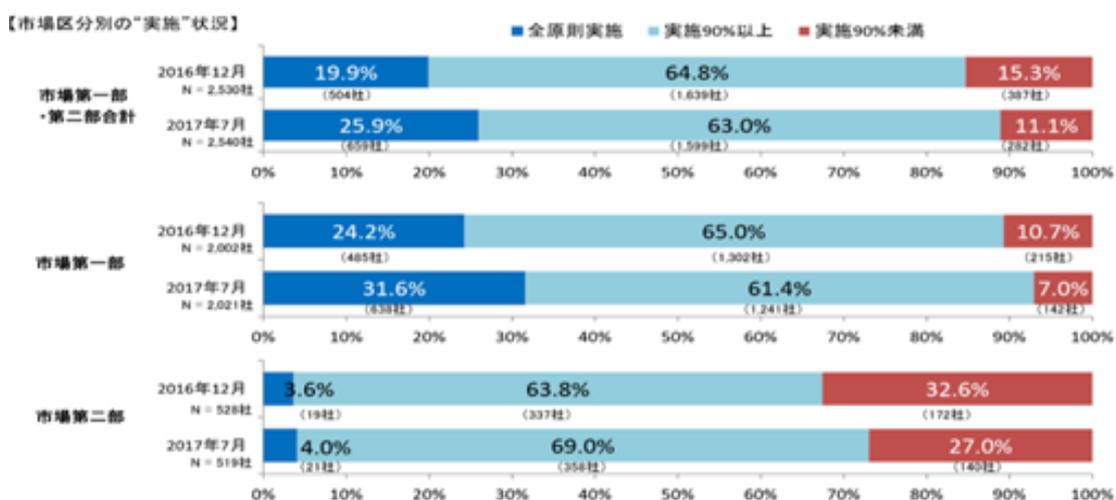
適切なリスクテイクによって、収益性や競争力を向上させるための手段として利用されている。

コーポレートガバナンス・コードは、イギリスの制度を参考にして導入され、上場企業はコードの原則を理解したうえで、各原則を順守するか、または順守しない場合には、その理由の説明が求められる。2018年6月の改訂版では、資本コストという言葉が目立った。その主旨は、企業にリスクテイクさせる際、株主が求める資本コストを意識させ、それを上回るリターンが期待できる案件のみに投資を行わせることにあった。

このようにコーポレートガバナンス・コードでは、収益性や資本効率の向上という視点も新たに付記されている。この問題意識は日本企業の資本効率の低さや稼ぐ力の弱さに由来しているのである。

本コードの実施、説明状況は図表8に示したとおりであるが、2017年7月時点で、フルコンプライおよび実施90%以上の割合が、約9割（第一部・第二部合計）を占めており、ほとんどの上場企業はコーポレートガバナンス・コードに対応をしていることが分かる。

（図表8）市場別に見たコードの実施・説明状況



20

〔出典〕東京証券取引所（2017）「コーポレートガバナンス・コードへの対応状況の集計結果」p.2より引用

## (2) スチュワードシップ・コード

スチュワードシップ・コードとは、コーポレートガバナンスの向上を目的とした投資家の規範コードである。スチュワードシップ責任とは、機関投資家が投資先企業の事業環境に関する深い理解に基づき、目的を持った対話を行い、顧客、受益者の中長期的な投資リターン拡大を図る責任を意味する<sup>31</sup>。

スチュワードシップ・コードの受け入れを表明している機関投資家は年々増えており、金融庁によれば2018年8月31日時点で、226社<sup>32</sup>と約8割(285社のうち226社)の機関投資家がコードを受け入れている。

また、年金積立金管理運用独立行政法人が、東証1部上場企業に行ったアンケートでは、スチュワードシップ・コード改訂以降のIRミーティングなどで、多数または一部の好ましい変化があったと答えたのは約4割の企業にとどまる。そして、ミーティングに向けた機関投資家の事前準備や、コーポレートガバナンス報告書や統合報告書の機関投資家による活用は、約7割の企業が大きな変化はないと回答している<sup>33</sup>。つまり、対話に対する機関投資家側の準備不足が指摘されているのである。

このようにエンゲージメントの改善が円滑に進まない一因に、機関投資家に資本効率や収益改善をサポートできる実力をもったファンドマネージャーやアナリストが不足していることや、企業との対話の場を短期的な投資判断の材料を収集する場として利用され、十分に実効性を上げていないことが指摘されている。

2017年のスチュワードシップ・コードの改訂で、機関投資家には実効的なスチュワードシップ活動を求められたが、十分な実効性を上げるまでには至っていない。その理由として、両者が対話する際の指標などが整備されていないことなどが考えられ、これらの改善が求められているのである。

---

<sup>31</sup>前掲「スチュワードシップ・コードに関する有識者検討会」p.3

<sup>32</sup>金融庁HP、「スチュワードシップ・コードの受け入れを表明した機関投資家のリストの公表について」

<sup>33</sup>年金積立金管理運用独立行政法人「第3回 機関投資家のスチュワードシップ活動に関する上場企業向けアンケート集計結果」p.5-7

### 第3節 日銀の大胆な金融緩和政策

バブル崩壊以降、長く日本経済はデフレを経験した。2013年に成立した安倍政権は、デフレからの脱却を図るため、アベノミクスを開始した。この政策では、消費者物価の前年比上昇率2%を物価安定目標とし、これを2年程度の期間で実現するために、三つの施策が実施された。そのうちの 하나가日銀による量的質的金融緩和政策であった。

この政策では、①日銀が保有する国債を2年間で2倍にするマネタリーベースコントロールの採用、②日銀による長期国債買入れの拡大と、平均残存期間を2倍以上に延長すること、③ETFやJ-REITといったリスク性資産の日銀による保有額を、2年間で2倍に拡大することが行われた。また、2016年にはマイナス金利政策や、長短金利操作付きイールドカーブコントロールも実施された。

こうした日銀による大胆な金融緩和政策には、副作用も伴っている。その一つは、本来自由であるべきはずの市場が、日銀に管理された市場となっていることである。次に、公社債市場での価格形成が日銀によってコントロールされると、市場からのシグナルが出せず、国の財政規律を弛緩させる恐れもある。

また、超過準備の一部に対する付利金利と、国債利回りに逆ザヤが発生した場合や、ETFの売却で損失が発生した場合、日銀の財務に影響を与える恐れがある。さらに、日銀のETFの買入れが株価形成を歪めていることも挙げられる<sup>34</sup>。そして、2018年3月末時点で、日銀が大株主になっている企業が上場企業の4割に上っている。ETFの償却には長期間を要するため、このまま安定株主となれば、政府が行っているガバナンス強化に逆行することとなる。日銀の金融緩和は、証券価格の形成を歪めるとともに、価格を通じた市場からのシグナルも弱めるという証券市場へのマイナス面の影響を伴っているのである。

25

---

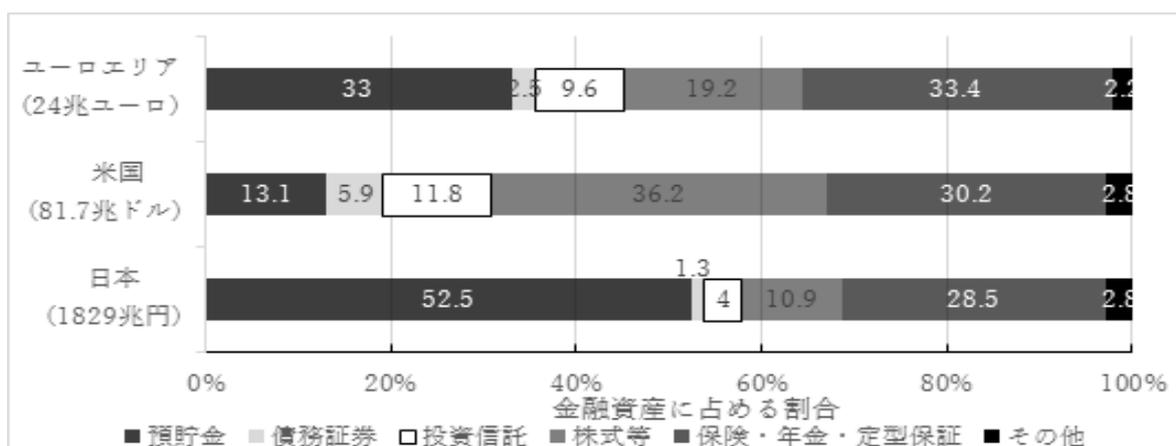
<sup>34</sup>左三川郁子、高野哲彰、牛田雅人、富田康弘、福山翔士、谷中崇能（2018）「2017年度金融研究報告 金融政策運営のジレンマ」イールドカーブコントロールは「政策の持続性を高めた一リスク性資産の買入れ継続は出口を難しくさせる一」公益社団法人日本経済研究センターp. 118-119

#### 第4章 証券市場活性化における個人投資家の動向

本章では、日本の個人投資家の動向について詳しく述べる。図表9は日本、アメリカ、ユーロエリアの家計金融資産構成を比較したものである。ここから明らかになることは、日本の家計による有価証券の保有割合は16.2%にとどまる一方、資産が預貯金に偏重している。他方、アメリカでは家計のリスク性資産（株式、債券、投資信託）の保有割合が53.9%に上り、ユーロエリアのそれも31.3%となっている。ここから、日本の家計によるリスク性資産の保有割合は、著しく低いことがわかる。では、なぜこうした結果になるのだろうか。

10

（図表9）日米欧の個人金融資産構成



〔出典〕日本銀行（2018）「資金循環の日米欧比較」より筆者作成

15

#### 第1節 証券投資を行わない理由

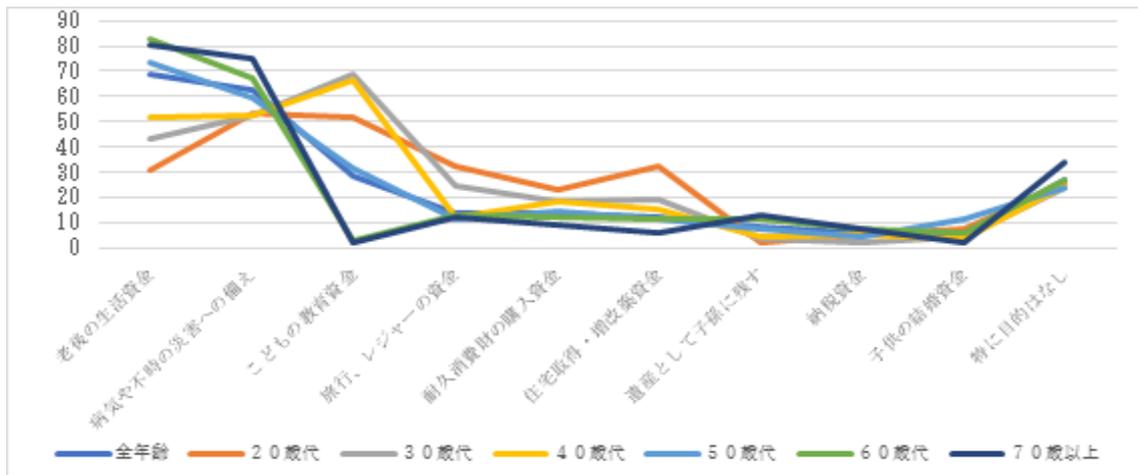
##### (1) 家計の資産保有目的

日本の家計金融資産は預貯金に偏重しているが、なぜそうなるのだろうか。年齢別に金融資産を保有する目的をまとめた（図表10）。図表10によれば、どの世代も病気や災害などへの備えが高く、若年層は子供の教育資金や住宅、耐久消費財の購入も高い。その一方で、50歳代以上は老後の生活準備が高い。

このことから、若年層の資産保有目的は、子供の教育費や住宅取得といったライフプランの実現に向けた資金であり、この資金はある一定の時期までに、

貯めていく必要があり、元本割れが許されないのである。

(図表 10) 家計資産の保有目的



5

〔出典〕金融広報調査委員会（2017）「家計の金融行動に関する世論調査」p.9より著者作成

では、ライフプランの実現には、どのくらいのコストがかかるのだろうか。

10 まず、教育費から見ていこう。りそな銀行のデータでは、幼稚園から大学まで  
すべて国公立の場合の教育費は980.6万円とされ、幼稚園から大学まですべて  
私立の場合のそれは2,516.7万円とされる<sup>35</sup>。また、塾などの習い事も子供に  
させる場合はさらに費用が上乘せされる。

15 次に、住宅取得費を見てみよう。住宅金融支援機構の「2016年度フラット35  
利用者調査」によると、住宅購入費は1戸建ての場合3,995万円、マンション  
の場合は4,267万円である<sup>36</sup>。内閣府の住宅に関する世論調査では、すべての  
年齢で住宅を所有したい人の割合が70%を超えており、我が国では持ち家志向  
が強く、若年時に住宅ローンを組んでマイホームを取得する傾向がある。

では、各世代の貯蓄額には、どのくらいの違いがあるのだろうか。図表11には

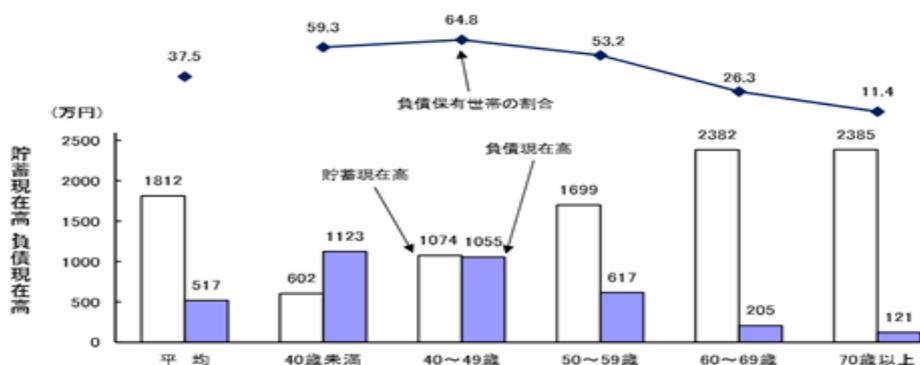
<sup>35</sup>りそな銀行HP.

<sup>36</sup>住宅金融支援機構「2016年度フラット35利用者調査」p.12

二人以上世帯の年齢層ごとの貯蓄、負債状況と、負債保有世帯の割合をまとめた。これによれば、年齢が上がるほどに貯蓄は増えており、老後準備がされていることが分かる。一方、負債は40歳未満が最も多く、年を重ねるにつれて、それが減少している。

5

(図表 11) 世帯主の年齢階級別貯蓄・負債現在高，負債保有世帯の割合



10 [出典] 総務省 (2017) 「家計調査報告貯蓄・負債編」 p.13 より引用

以上のことから、若年層はローンを借りて住宅を購入し、さらに子供の教育費などでお金が必要であるため、元本割れの可能性のあるリスク性資産に投資をしないのではないだろうか。

15

## 第2節 個人投資家が証券投資を行う必要性

第2章で、日本では歴史的に証券投資に対する投機的なイメージがもたれ、そのことが、個人投資家が証券投資を行わない一因になっていることが分かった。しかし、超低金利政策の長期化で、銀行預金では金利が期待できない。それにも関わらず、家計の金融資産は預貯金に偏重している。現在の定期預金金利 (0.001%) では、元金を倍にするのに 7,200 年必要になる。その一方で、国の財政悪化や、日本人の長寿命化も進んでいる。このことから、若い時期から資産形成を行っていくことが、日本人にとって重要である。

(1) 長生きリスクと年金受給額の悪化

まず、長寿命化に伴う必要資金の増加という長生きリスクから考えよう。生命保険文化センターによれば、老後の最低日常生活費は月額で平均 22.0 万円、年間で 264 万円必要になる。ただ、ゆとりのある老後生活を想定するならば、  
5 月額で平均 34.9 万円、年間で 418 万 8,000 円必要になる<sup>37</sup>。平成 30 年 7 月 20 日に厚生労働省が発表した簡易生命表のデータによると日本人の平均寿命は、男性が 81.09 歳、女性は 87.26 歳<sup>38</sup>であり、今後も長寿命化していくと予測されている<sup>39</sup>。昨年 9 月から、人生 100 年時代を見据えた政策を検討する人生 100 年時代構想会議が設置されており、これからは人生 100 年時代を想定して  
10 いかなければならない。

現時点でも、平均寿命まで生きると仮定し、ゆとりのある生活を送った場合、6,700 万円～9,213 万円のお金が必要になる。年金は標準世帯で月額 22 万円<sup>40</sup>であるから、約 4,000 万円から 5,500 万円が支給される。また、厚生労働省によると、退職金が約 2000 万円であるため<sup>41</sup>、1,000 万円～2,000 万円を老後の  
15 生活コストとして、65 才までに準備しておかなければならない。ただ、今の若者の約半数が 100 歳まで生きると言われており、今、退職を迎える世代よりも、退職までに多くの金融資産を残す必要がある<sup>42</sup>。

他方、老後の生活コストを賄う中心を担っている年金は、財政の悪化や少子高齢化が進行している我が国において、今の受給額が 20 年後、30 年後も維持  
20 されることは難しく、今後、1 人当たりの年金保険料を増加するか、年金受給額の減額、もしくは支給開始年齢の引き上げをせざるを得ない。そのため、特に 20～30 代は従来の年金依存を見直し、若い時期から資産形成を行い、老後の資金を準備しておく必要があるだろう。

---

<sup>37</sup>生命保険文化センターHP.

<sup>38</sup>厚生労働省「平成 29 年簡易保険生命表の概況」p. 2

<sup>39</sup>国立社会保障・人口問題研究所「日本の将来推計人口 平成 29 年推計結果報告書」p. 84

<sup>40</sup>厚生労働省「平成 29 年度の年金額改正について」p. 1

<sup>41</sup>厚生労働省 HP. 退職給付（一時金・年金）の支給実態

<sup>42</sup>リンダ・グラットン・アンドリュース・スコット著(2016)『LIFE SHIFT』東洋経済新報社 p. 40

(2) インフレリスクと可処分所得の低迷

また、現在、日銀が物価上昇率 2%を目指して、金融緩和政策を行っており、目標を達成するまで、金融緩和を続けていくと明言している。このため、今後インフレ率が緩やかに上昇する可能性もある。

- 5 預金金利がインフレ率を下回ると、お金の価値が実質的に減価していく。したがって、物価上昇率が上昇すれば、老後コストの準備額の増加要因になる。他方で、日本の国債発行残高は 882 兆円に上り、金利が上昇すれば利払い費も増えるため、今まで以上に歳出が増えていく。現在でも年間 30 兆円程度の赤字国債を発行しているのに、これ以上の単年度赤字を増やすことはできない。したがって低金利政策はしばらく継続されることが予想される。それは銀行の預金金利も低利で据え置かれていることを意味するため、預金での資産形成はしばらく難しいのではなかろうか。

- 15 また、総務省の「家計調査」によると、可処分所得は 1997 年の月額 47 万 9302 円を頂点に減少に転じ、2017 年には、月額 38 万 2434 円と約 20 年前と比較して可処分所得が低迷している。収入の伸び悩みと税金や社会保障の割合を示した非消費支出の上昇が原因と思われる。

- 20 以上から、我々の可処分所得は減少する一方、老後資金の準備は増やしていかなければならないが、超低金利政策により、お金を預金では増やせなくなっている。このことから、証券投資の必要性は高まっていると言える。

### 第 3 節 諸外国と比較した個人投資家の金融リテラシー

投資による資産形成の必要性が高まっているにも関わらず、一般家計の金融資産は預金に偏重している。その要因の一つとして考えられるのが、金融リテラシーの不足によるものである。

- 25 金融リテラシーとは、「金融に関する知識や情報を正しく理解し、自らが主体的に判断することのできる能力<sup>43</sup>」と定義され、この能力が高い人ほどリスク性資産に投資する傾向がある<sup>44</sup>。

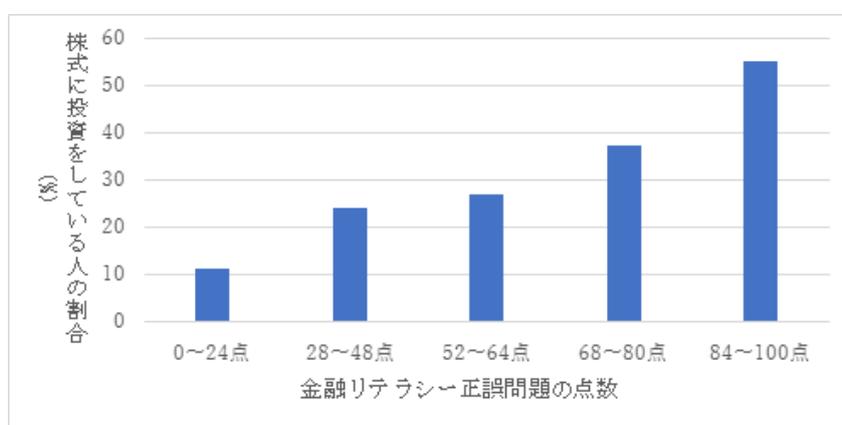
---

<sup>43</sup>日本証券業協会 HP.

<sup>44</sup>金融広報中央委員会(2016)「金融リテラシー調査の結果」p. 31

図表 12 は、金融広報中央委員会が 2 万 5 千人を対象に行った正誤問題の結果を参考に、金融リテラシーと投資行動に相関性があることを示したものである。これをみると、正答率が高くなるほど株式に投資をしている人の割合が高くなっていることが分かる。したがって、預貯金をリスク性資産にシフトさせていくには、個人投資家の金融リテラシーの向上が不可欠である。

(図表 12) 金融リテラシーと株式投資



10

〔出典〕金融広報中央委員会（2016）「金融リテラシー調査の結果」p.14 より  
筆者作成

次に、日本人の金融リテラシーについて諸外国と比較してみよう。図表 13 は、  
15 金融広報中央委員会が調査している欧米諸国との金融リテラシー比較をまとめたものである。この表から、我が国の金融リテラシーは、主要国と比べて低いことが分かる。

まず、アメリカとの決定的な違いは、金融知識に自信がある人の割合が圧倒的に低いことである。これは、金融教育の不足が理由として挙げられよう。また、  
20 正誤問題の正答率もアメリカより低い。次に、ドイツやイギリスとの比較であるが、アメリカと同様に、正誤問題が日本人の正答率よりも約 10% 上回っており、これらのことから、我が国の金融リテラシーは欧米諸国と比べて低いことが分かるだろう。

(図表 13) 欧米諸国との金融リテラシー比較

	日	米		日	独	英
正誤問題（5問平均）	47%	57%	知識（5問平均）	58%	67%	65%
金融知識に自信がある人の割合	13%	73%	行動（4問平均）	65%	82%	72%
お金を借り過ぎと感じている人の割合	11%	42%	行動（資金的余裕の確認）	70%	82%	77%
緊急時の金銭的備えがある人の割合	55%	40%	行動（お金の運用や管理への注意）	58%	87%	80%

5 [出典] 前掲「金融リテラシー調査の結果」p.16-17より筆者作成

## 第5章 証券市場活性化を目指す上での課題点

本章では、先述した内容を踏まえ、証券市場の活性化を目指す上で、個人投資家、発行市場、企業を取り巻く課題点を整理し、続く第6章の提案につなげていきたい。

10

### 第1節 個人投資家の課題

#### 課題① 証券投資に対するマイナスイメージ

先述した歴史的経緯から分かるように、我が国では証券取引が戦前から非常に投機的であった。それを踏まえて、ここでは、投資に対するイメージについて見ていきたいと思う。

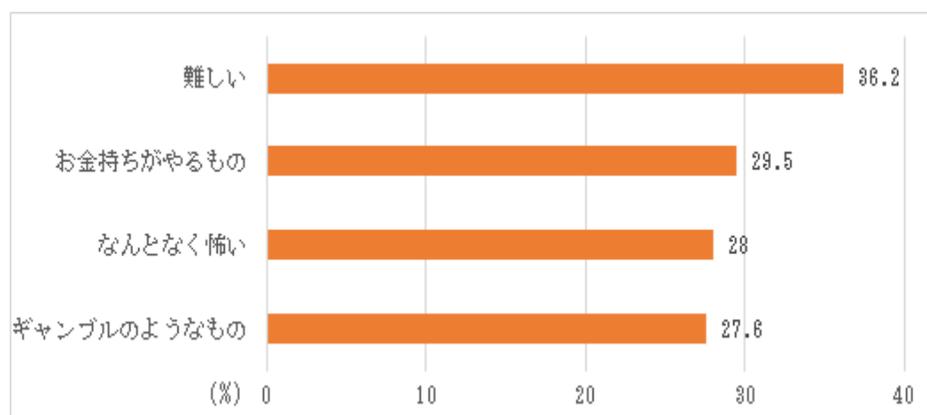
15

投資に対するイメージを示したのが図表14である。これによると、「難しい」や「お金持ちがやるもの」といった消極的なイメージが先行していることがわかる。また、歴史的に形成された投機的なイメージが根付いて、「なんとなく怖い」や「ギャンブルのようなもの」など、投資に対するマイナスイメージも強く見られる結果となった。

20

このようなマイナスイメージを払拭することが、個人投資家が証券市場に参入する上での課題であると考えられる。

(図表 14) 証券投資のイメージ



5

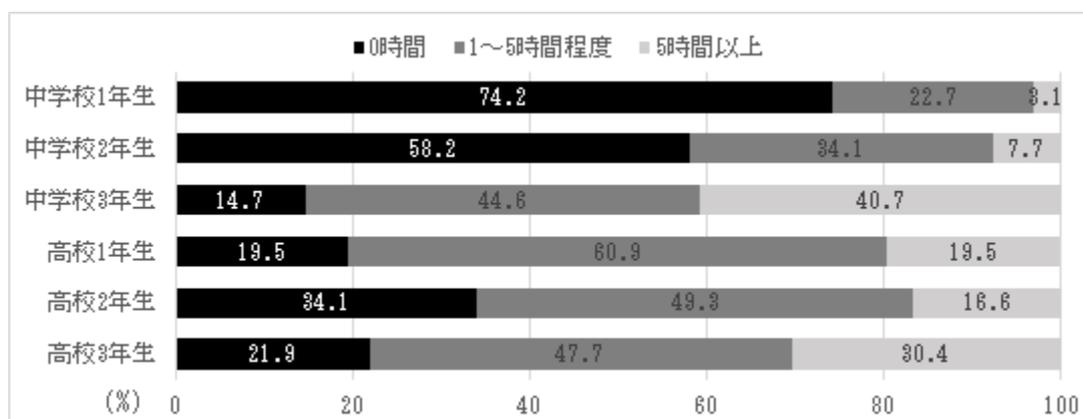
〔出典〕日本証券業協会（2015）「証券投資に関する全国調査」 p. 24  
より筆者作成

#### 課題② 不十分な金融教育

10 第4章で、日本人の金融リテラシーが欧米諸国より低いことが分かった。その要因に、学校での金融教育の不足が挙げられる。図表 15 は、年間の授業内でどのくらい金融教育を行ったかについて示したものである。これによれば、中学校 1、2 年生での授業時間は「0 時間」が半数以上を占めている。公民を学ぶ  
15 3 年生で約 1 割となったが、中学校ではほとんど金融に関する授業がされてない。高校では、「1～5 時間程度」が多くなるが、「5 時間以上」は 15～30%で推移しており、十分な教育が行われているとは言い難いものがある。

20

(図表 15) 学校段階における金融教育の実施時間



5

〔出典〕金融経済教育を推進する研究会（2014）「中学校・高等学校における金融経済教育の実態調査報告書」p.13-14 より筆者作成

10 では、なぜ十分な授業時間が確保できないのか、同調査のアンケートでは「現行の教育計画にその余裕がない」ことが、小中高問わず最も多い回答結果であった。次に、「教える側に専門的な知識が足りない」という理由も約3割を占めていた。つまり、教員自身の知識不足も金融教育が行われな一因となっているのである。

15 このように十分な金融教育がされているとは言い難いが、学校教育の中で金融教育が実施されている科目には、社会や家庭科が挙げられる。具体的に中学の社会や高校の公民では「経済の基本的な仕組み」、「消費者問題と消費者保護」を、高校家庭科では「生活設計と家計管理」を授業で取り扱っている<sup>45</sup>。しかし、消費者教育に重点を置いているため、金融に関する教科書の掲載内容が浅いのである<sup>46</sup>。

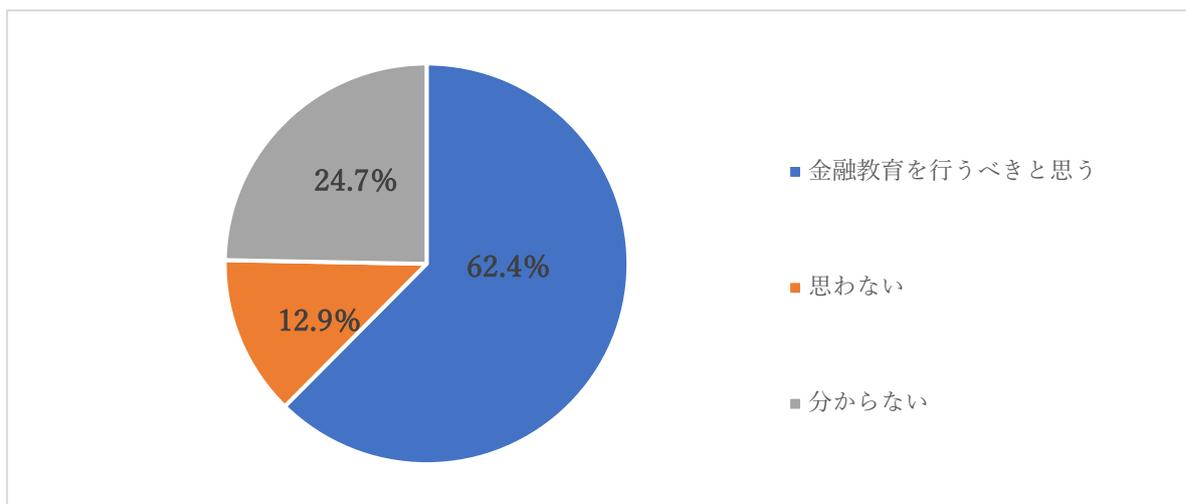
<sup>45</sup>金融経済教育を推進する研究会（2014）「中学校・高等学校における金融経済教育の実態調査報告書」p.15-16

<sup>46</sup>新保恵志（2012）『金融・投資教育のススメ 投資の学び方と投資教育のあるべき姿』p.30-31

図表 16 は「生活設計や家計管理などの「金融教育」は、学校で行うべきだと思いますか」という質問に対して、金融教育を行うべきと答えた人が 60%以上を占めており、金融教育に対するニーズはある。

5

(図表 16) 金融教育を求める声と実績のギャップ



〔出典〕前掲「金融リテラシー調査の結果」p. 20、47 より筆者作成

10

先述したように、学校では金融教育を実施しているが、学校で金融教育を受けた経験がないと答えた人が約 75%<sup>47</sup>を占めており、実態と異なっている。

その要因として、図表 16 から生徒は生活設計や家計管理といった内容を金融教育に求めているが、学校で行われる金融教育では、経済の仕組みや消費者教育を中心に学習しているため、ニーズのミスマッチが起きているのではないだろうか。

15

そのため、この乖離を是正するような、個人の生活に関連した金融教育提供が求められる。

20

---

<sup>47</sup>前掲「金融リテラシー調査の結果」p. 20、47

### 課題③ 確定拠出年金の課題

第3章で確定拠出年金の概要を挙げたが、日本では、企業型確定拠出年金の資産の半分が元本保証型商品に集中している。運営管理機関連絡協議会によると、預貯金（35.6%）、保険（18.0%）に資金が集中している<sup>48</sup>。また、個人型でも同様の傾向がみられる。

元本保証型での運用が多い要因として、デフォルト商品の存在が挙げられる。デフォルト商品とは、加入者が運用商品を選択しなかった場合に、自動的にその商品で運用される商品のことである。全体の63.5%の企業がデフォルト商品を設定しており、そのうち元本保証型商品を設定する企業が95%<sup>49</sup>に上っている。これが預貯金に資金が集中する一因になっている。

また、確定拠出年金の継続教育にも課題がある。2018年5月に施行された確定拠出年金法の改正により、継続教育が配慮義務から努力義務に引き上げられたが、完全義務化とはなっていない。実際に、改正前の2015年度に行われた企業年金連合会の調査によると、継続教育の実施率は60.9%と約4割が継続教育を実施していない。

継続教育の手段としては、「集合研修」、「社内報などの定期刊行物」、「eラーニング」、「ビデオ研修」などが挙げられる<sup>50</sup>。また、その内容は確定拠出年金制度の概要、金融商品の仕組み、資産運用の基礎知識などが、取り上げられている。しかし、社内報やeラーニングなどでは、加入者の裁量で実施されるため<sup>51</sup>、実効性が上がらないのではないだろうか。

## 第2節 発行市場の課題

### 課題 取引所の上場維持費用

第1章で述べたように、企業が取引所に株式を上場するには、上場基準をクリアしなければならない。上場基準を設けることにより、財務体質や法令遵守

---

<sup>48</sup>前掲「確定拠出年金統計資料 2017年度」p.14

<sup>49</sup>企業年金連合会「確定拠出年金実態調査結果 平成28年度」p.12

<sup>50</sup>前掲「確定拠出年金実態調査結果 平成28年度」p.18

<sup>51</sup>NPO法人 確定拠出年金教育協会「確定拠出年金に関する継続教育設計のための考え方」p.10

体制の構築、透明性などが担保され、投資家は安心して投資を行うことができる。

しかし、企業は上場後、上場維持コストを負担しなければならない。このコストには、上場、株主総会の開催費用、内部管理体制強化費用、情報開示に掛かる費用などがある。その他の諸費用も合わせると、新興企業や中小企業では上場維持コストの負担が重くなる。

また、IPO は上場を申請してから、株式を公開するまで平均で 3 か月程度<sup>52</sup>かかるのに対し、近年ではインターネットや仮想通貨の技術を用いて資金を調達するクラウドファンディングや ICO など、企業の資金調達手段が多様化している。これらは、IPO と違って明確な上場基準も存在しないため、短期間で効率良く資金調達することができる。

このように、上場維持コストは、発行市場の活性化における課題点であると考えられる。実際に、2017 年度のマザーズ市場への IPO 企業数は 49 社であり、2016 年度の 54 社から 5 社減少しており<sup>53</sup>、直近 3 年間連続で減少が続いていることから、このことがいえるだろう。

### 第 3 節 企業を取り巻く課題

#### 課題 日本企業の低い生産性

第 3 章で述べたように、コーポレートガバナンスの問題点として日本企業の稼ぐ力の弱さがコーポレートガバナンス・コードに資本効率や収益力の向上という新たな視点が加わる一因になったことを述べた。日本企業の ROE は図表 17 に示したとおり、依然としてアメリカと比較して低い。図表 18 は ROE とそれを構成する三つの要素を比較している。この表から、日本は米国と比較して売上利益率の低く、指摘することができる。つまり、収益率の低さこそが日本企業の ROE が低い主因となっている。

---

<sup>52</sup>東京証券取引所「新規上場ガイドブック」p.10

<sup>53</sup>日本取引所グループ HP. 2017 年度 新規上場会社情報

(図表 17) ROE の日米比較

	日本 (TOPIX500)	アメリカ (S&P. 500)
ROE (%)	8.55	15.68
売上利益率 (%)	5.30	8.60
資本回転率 (%)	82.0	63.0
レバレッジ (倍)	1.89	2.68

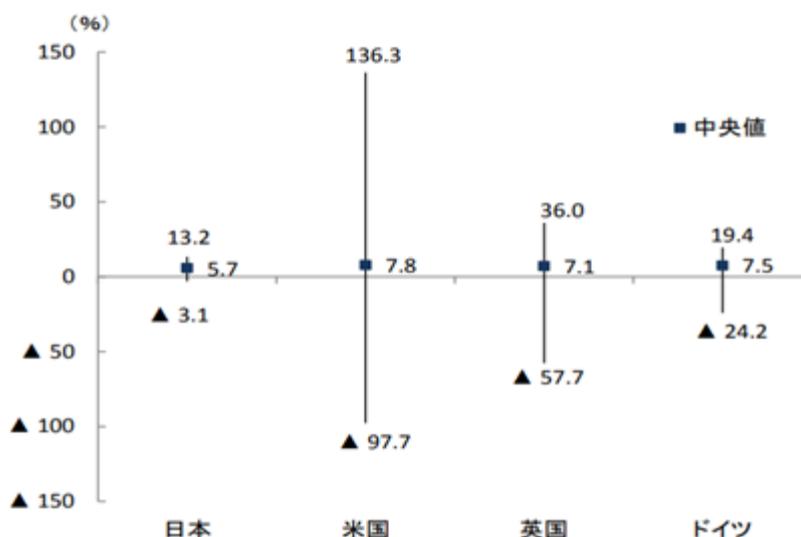
- 5 [出典]伊藤レポート 2.0(2017)「持続的成長に向けた長期投資研究会報告書」  
p.36 より著者作成

図表 18 は 2012～2016 年度の主要 4 か国の ROE の中央値と上位、下位 10% の  
10 平均値を国際比較したものである。伊藤レポートでは、企業は最低 8% を超え  
る ROE を達成すべきと示した。図表 17 で示される TOPIX500 の ROE の平均値で  
は、8% 目標を超えており、国内上位企業の ROE への意識は高まりつつある。

しかし、図表 19 で示される ROE の中央値、上位、下位 10% の平均値を見て  
15 みると、日本企業の ROE の中央値は 6% に満たしておらず、他国に比べれば、  
依然高水準にあるとは言い難い。したがって、日本企業には資本効率を意識し  
た経営が求められる。

(図表 18) ROE の中央値と上位・下位 10% 平均値の国際比較

5



〔出典〕 みずほ総合研究所 (2017) 「日本企業の稼ぐ力は高まったのか」

p. 7 より引用

10

## 第 6 章 証券市場を活性化させるための政策提言

### 第 1 節 金融リテラシーを向上させるための提案

#### 提案① 小学生を対象とした遠足のお菓子で金融教育

15 先述したように学校教育では金融教育の時間が取れないが、金融リテラシー教育は、段階的に積み上げていくことが必要である。そこで、小学生でも楽に、簡単に参加できる教育プログラムの作成が望ましい。そこで、我々は遠足のお菓子を活用した金銭教育の実施を提案する。文部科学省の「小学校、中学校、高等学校等の遠足・修学旅行についての通達書<sup>54</sup>」には具体的な記載がなく、各

<sup>54</sup>文部科学省(1968)「小学校、中学校、高等学校等の遠足・修学旅行について」

学校の裁量に任されている。

「東京学芸大学とみずほフィナンシャルグループによる金融教育に関する共同研究報告書 2012 年度～2013 年度」のアンケート調査では一人でお菓子やジュースを買い物に行くのは、小学 2 年生で 38%、小学 5 年生で 57%であった。

- 5 また、文房具、洋服やほしいものと比較したところ 1 人で買い物に行く率はお菓子が最も高かったことから、買い物を通じて金銭教育を行うことを考えた<sup>55</sup>。

具体的には、遠足の行動班で協力してお菓子パックを作成する。各班 1,000 円、アレルギーがある子のことも考慮しながら、一定のルールを設ける。これにより、商品を計画的に買う能力が身につく。

- 10 こうした金銭教育は家計管理につながる力であるため、早い段階から教えておく方がよいと考えた。

#### 提案② 土曜学習に金融教育を導入

- 15 中学校、高校の金融教育が実施されない理由に、教員の専門的な知識不足が挙げられた。そこで、土曜学習応援団を活用して、土曜学習に金融教育を取り入れることを提案したい。

- 20 土曜学習とは、土曜日に豊かな教育環境の実現に向けて地域や産業界と連携して行われるもの<sup>56</sup>で、文部科学省が提唱している。土曜学習応援団<sup>57</sup>は、土曜学習に参画した企業や業界団体が、学校の生徒を対象に、出前授業の講師の派遣や、施設見学の受け入れなどを実施する教育支援を行っている<sup>58</sup>。

第 5 章で述べたとおり、現状の金融教育は、経済の基本の仕組みや制度を扱っているため、土曜学習の内容は、生活設計や家計管理に関する金融教育を取り入れるようにする。具体的に、どんな人生を送りたいか、いつ結婚したいかなど、生涯にかかるお金について考えさせる。これにより、将来のライフプラ

---

<sup>55</sup>東京学芸大学・みずほフィナンシャル・グループ金融共同研究プロジェクト 大澤克美・松尾直博・東条憲二『実践から考える金融教育の現在と未来』(2018) p. 72-78

<sup>56</sup>土曜学習応援団 HP.

<sup>57</sup>土曜学習で実施する内容は金融だけでなく様々な業界団体を想定している。主な参加団体については参考文献欄の注釈にて URL 先を記載する。

<sup>58</sup>土曜学習応援団 HP.

ンを理解させ、お金に対する関心が高まるのではないだろうか。

土曜学習には教員や保護者が参加していることが多く、教員や保護者も金融教育を受けることができる。また、三菱 UFJ 信託銀行の「金融リテラシー1万人調査の概要」によると、資産形成に関する学習を受けた人ほど証券投資へ向かう割合が高まる<sup>59</sup>ことから、小中高で継続的な金融教育を受けることが重要である。土曜学習に参加した保護者や教員も資産形成の重要性を認知し、証券投資に向かうと考える。

### 提案③ 確定拠出年金制度の改善案

10 (1) 確定拠出年金のデフォルト商品にターゲット・デート・ファンドを導入

第5章で述べたように、企業型のデフォルト商品は、約95%が元本保証型商品であった。そこで我々は、デフォルト商品にターゲット・デート・ファンドを設定することを提案する。ターゲット・デート・ファンドとは、「若いうちはリスク資産を多く保有して積極的に収益を追求し、退職が近づくにつれ安定資産を増やしていく<sup>60</sup>」というライフサイクル理論を用いた投資信託である。若い間は株式の比率を上げてリスクを許容するため、リターンが期待でき、老後に向けた資産形成を行える。

20 実際、確定拠出年金制度が普及しているアメリカでは、ターゲット・デート・ファンドをデフォルト商品に組み入れており、MMF や元本保証型は設定できない<sup>61</sup>。以上のことから、日本でも若い間から資産形成を行えるような商品を導入することで、現預金からリスク性資産へ資金を流入させれば、証券市場の活性化につながるのではないだろうか。

#### (2) 企業型確定拠出年金の継続教育改善

25 第5章で、企業が実施する継続教育には、簡易な社内報やeラーニングが用いられており、実効性が欠けていることを指摘した。そこで我々は、社内報や

---

<sup>59</sup>三菱 UFJ フィナンシャル・グループ(2018)「金融リテラシー1万人調査の概要」p.27

<sup>60</sup>杉田浩治(2015)「確定拠出年金をめぐる世界の動き」p.9

<sup>61</sup>前掲「確定拠出年金をめぐる世界の動き」p.9

eラーニング教育の改善策として、「満点テスト」の導入を提案する。企業が加入者にWEB講義の確認テストを受験させ、満点を取るまで年金口座の残高が確認できず、運用商品の選択も行えないようにする。

- 5 試験を繰り返し受けることにより、継続教育の実効性が確保されるのではないだろうか。また、加入者は確定拠出年金の概要や金融商品の仕組み、資産運用の基礎知識などを学習することで、自身に見合った商品選択が可能になると考える。

### (3) 個人型確定拠出年金の商品選択の簡素化

- 10 個人型確定拠出年金では、個人が自ら、金融機関で口座を開設することになる。しかし、金融機関が提供する運用商品は、個人のさまざまなニーズに対応できるよう多様化されている<sup>62</sup>。そこで我々は、運用商品を選択する際の目安となる簡単な評価の明示を提案したい。

- 15 投資信託の格付け企業であるモーニングスターと提携し、モーニングスターが評価した結果を運用商品の一覧に添付することで、加入者が簡明に運用商品の選択が行えるようになる。

- 20 評価基準は、モーニングスターレーティングを用いる<sup>63</sup>。モーニングスターレーティングとは、リターンとリスクの数値を5つ星でランク付けしたものである<sup>64</sup>。つまり、ファンド内で運用効率が高いほど星の数が増える仕組みである。

このことから、評価を一定の目安として設けることで、運用商品がたくさんあっても選択しやすくなり、加入者が利用しやすくなるのではないだろうか。

## 第2節 発行市場を活性化させるための提案

- 25 第5章2節では上場維持コストが、新興企業や中小企業の上場に負担となっていることが確認された。そこで、我々は金融商品取引法における情報開示義

---

<sup>62</sup>野村亜希子（2017）『進化する確定拠出年金』一般社団法人金融財政事情研究会 p. 101

<sup>63</sup>モーニングスターレーティングの説明に関しても運用商品の一覧に添付する。

<sup>64</sup>MORNINGSTAR HP.

務の緩和を提案したい。

我が国の上場会社の情報開示制度は、会社法、金融商品取引法、取引所規制によって定められた書類などを開示することとなっている。図表 19 から分かるように、上場企業は毎年 8 つもの書類を作成しなければならず、非常に煩雑である。

(図表 19) 日本における上場企業の開示制度

会社法	金融商品取引法	取引所規制
<ul style="list-style-type: none"><li>・ 事業報告</li><li>・ 計算書類</li></ul>	<ul style="list-style-type: none"><li>・ 四半期報告書</li><li>・ 有価証券報告書</li><li>・ 内部統制報告書</li></ul>	<ul style="list-style-type: none"><li>・ 決算短信</li><li>・ 四半期決算短信</li><li>・ コーポレートガバナンス報告書</li></ul>

10 [出典] 経済産業政策局 (2014) 「企業情報開示等をめぐる国際動向」 p. 3  
より筆者作成

また、情報開示頻度を英米と比較してみると、日本のそれがいかに煩雑であるかは明確である。情報開示頻度の国際比較を示した図表 20 によると、我が国は高い頻度でレビューや監査を含めた開示を行っており、企業にとって大きな負担となっているのだ。

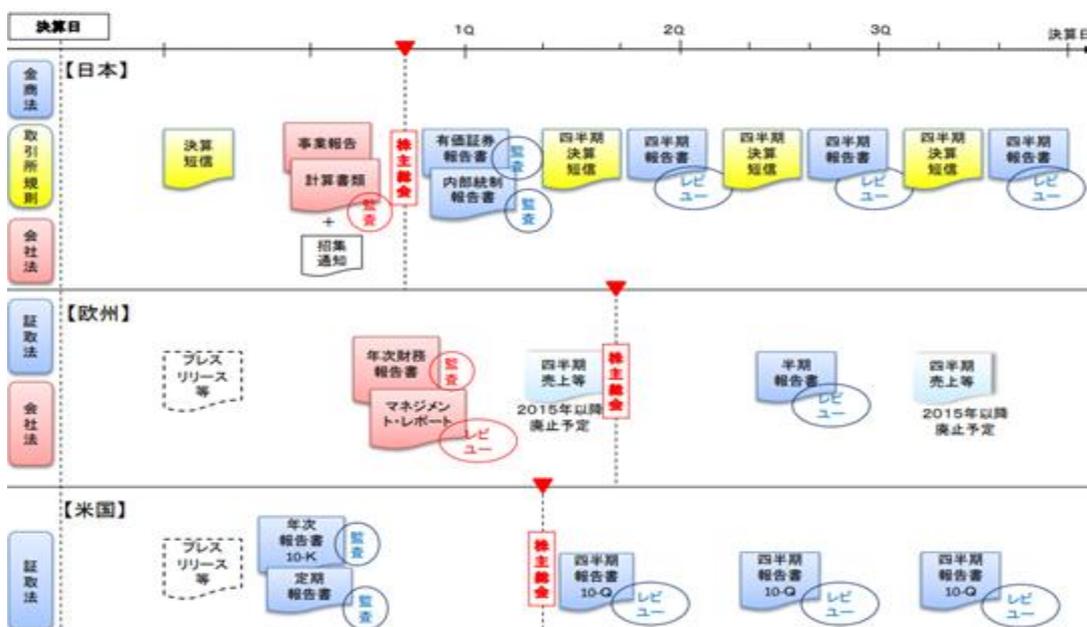
そのため、新興市場に上場する企業の四半期報告書の開示を任意にする。このことで、運転資金に余裕のない新興企業や中小企業にとってはその分のコストを本業に充てることが可能となる。また、上場する際のデメリットが減り、成長志向の高い企業の上場が盛んになれば、市場にも好影響を与えることとなるだろう。実際、イギリスでは企業の中長期的成長を促すために、四半期開示を撤廃している<sup>65</sup>。

<sup>65</sup>前掲 北川哲雄 (2015) 『スチュワードシップとコーポレートガバナンス』 p. 62

多様化する昨今の資金調達方法がこの度の議論であるが、社会の変化とともに、法の在り方にも柔軟性が必要である。また、3カ月に1回開示を行うことは、株価のボラティリティが高まるため、このイベントが短期志向の投資家に利用され、短期的売買を助長しているのではないだろうか。

5

(図表 20) 上場企業における開示頻度の国際比較



10 [出典] 前掲「企業情報開示等をめぐる国際動向」p.9より引用

### 第3節 コーポレートガバナンスの強化案

#### 提案① 目的を持った対話の具体化

15 スチュワードシップ・コードでは、機関投資家に対して目的を持った対話を求めているものが具体的な記載がなく各機関によって解釈のズレが生じる可能性がある。

そこで我々は、コードに「機関投資家は企業の売上高利益率を改善するためのエンゲージメントを行わなければならない」と追記することを提案する。これは、機関投資家は投資先企業に対して、収益面での改善に尽力することを意味する。

20

機関投資家のすべてが長期的な思考を持っているわけではない。また、長期投資家でも5年、10年、20年と異なったスパンで運用を行っている。だからこそ、エンゲージメント＝企業の売上高利益率改善という認識を持たせることで企業は利益率改善のために対話を重視するようになる。

- 5 機関投資家も自分が投資対象あるいは投資先企業の利益率改善に努めることで、受益者の中長期的な投資リターンを図ることが可能になる。

第2節の四半期報告書の削減により、機関投資家が短期の業績予想の当て合ではなく、より中長期的思考に移行可能になるだろう。これにより、機関投資家の過度なショート・ターミズムが改善されコーポレートガバナンス・コードがより実質的なものになるのではないだろうか。

10

#### 提案② ES指数を株式指標へ

第3章で記載したように、企業はコーポレートガバナンス・コード、スチュワードシップ・コード改訂に伴い、非財務情報の開示が求められている。そこで、我々は企業の非財務情報開示を促すためにTOPIX、日経225のような指数を新たに作成することを提案する。具体的には、リンクアンドモチベーション(LINK&M)が作成した、エンゲージメント指数(ES指数)を参考にしたい。ES指数とは、従業員が企業に「何をどの程度期待しているのか」、「何にどの程度満足しているのか」の二つの観点で質問を行い、その回答結果から、「エンゲージメント」の偏差値を算出し、エンゲージメントをレート化したものである。

15

20

全企業を指数に入れるのではなく、レート化したものにAAA～DDなどの格付けを行い、A以上の評価を得られた企業を指数の連動対象とする。LINK&Mと慶応義塾大学ビジネス・スクールが実施した共同研究の結果、ESと営業利益率、労働生産性の間に相関性が確認された<sup>66</sup>。つまり、ESの向上が営業利益率、労働生産性に正の影響を与え、企業価値向上につながる。

25

以上のことを踏まえると指数に入るために企業は非財務情報を意識し、従業員にとって働きやすい環境を作ることで稼ぐ力を高めると同時に、コーポレートガバナンスの強化にもつながるだろう。

---

<sup>66</sup>株式会社リンクアンドモチベーション HP.

おわりに

本稿では、「今後の国内証券市場の活性化」について、さまざまな思惑を持った個人投資家を参入させることで、売買高の増加を担う狙いで定義づけた。

5       しかし、歴史的に日本の証券市場は投機的であり、個人投資家の視点で見ると、株式投資をギャンブルであるというイメージが根付いてしまっている。したがって政府が NISA や DC といった税制優遇措置政策を導入しても、株式投資へ資産は移行しなかった。

10       このような状況を打破するために学校での金融教育の提案(2本)を行った。大人になる前にお金に関心を持たせることがその意図である。目的で作成を行った。また、確定拠出年金の課題を解決するための提案(3本)を行った。これにより、確定拠出年金が個人の資産形成に使えるより魅力的な商品となり、貯蓄から資産形成を牽引する役目を果たすと考えている。

15       次に、企業の上場コスト負担を減らすための提案を行った。これにより、上場維持コストの削減、長期投資家向けの情報開示が進み、日本の証券市場を投機市場から投資市場へ変化させることを目指している。最後に株価を持続的な上昇へ向かわせるために企業の生産性を向上させる提案、コーポレートガバナンスの強化を促す提案(2本)を行った。

20       以上が、我々の考える証券市場の活性化を図る取り組みである。これらの提案により、流通市場での取引が活発に行われることで、流動性が向上し、長期的な株価上昇を実現し、発行市場での資金調達もさらに拡大することを期待する。

      これらの提案が相互に作用することで株式市場の持続的な発展・日本経済の発展に寄与すると考えている。

25

30

参考文献・新聞記事・参考資料(URL)

(参考文献)

- ・朝倉慶 (2016)『暴走する日銀相場』徳間書店
- ・伊藤靖史(2018)『会社法』有斐閣
- 5 ・江川雅子 (2008)『株主を重視しない経営』日本経済新聞出版社
- ・大墳剛士 (2017)「日本におけるダークプールの実態調査」
- ・大村敬一・俊野雅司 (2014)『証券論』有斐閣
- ・奥村宏 (2005)『最新版法人資本主義の構造』岩波現代文庫
- ・北川哲雄 (2017)『ガバナンス革命の新たなロードマップ』東洋経済新報社
- 10 ・北川哲雄 (2015)『スチュワードシップとコーポレートガバナンス』東洋経済新報社
- ・金融庁 (2016)「市場間競争と取引所外の取引」
- ・建部正義 (2016)『何故異次元金融政策は失策なのか』新日本出版社
- ・左三川郁子、高野哲彰、牛田雅人、富田康弘、福山翔士、谷中崇能 (2018)
- 15 「2017年度金融研究報告 金融政策運営のジレンマ」イールドカーブコントロールは「政策の持続性を高めた一リスク性資産の買い入れ継続は出口を難しくさせる一」公益社団法人日本経済研究センター
- ・公益財団法人 日本証券経済研究所 (2016)『図説アメリカの証券市場』
- ・公益財団法人 日本証券経済研究所 (2018)『図説日本の証券市場』
- 20 ・新保恵志(2012)『金融・投資教育のススメ 投資の学び方と投資教育のあるべき姿』
- ・杉田浩治(2015)「確定拠出年金 (DC) をめぐる世界の動き」証券レビュー第55巻第5号
- ・東京学芸大学・みずほフィナンシャルグループ金融共同研究プロジェクト
- 25 大澤克美・松尾直博・東条憲二(2018)『実践から考える 金融教育の現在と未来』東信堂
- ・中神康議(2016)『投資される経営 売買される経営』日本経済新聞出版社
- ・二上季代司・代田純 (2011)『証券市場論』有斐閣ブックス
- ・日興リサーチセンター (2016)『日本経済と資本市場』東洋経済出版社
- 30 ・日本銀行 (2017)「量的・質的金融緩和と経済理論」

- ・日本経済新聞社（1962）『証券白書』昭和 37 年版
- ・日本取引所グループ（2017）『証券市場誕生！日本経済の心臓』集英社
- ・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
- ・日本経済研究学会・日本証券経済研究所（2017）『証券事典』一般社団法人金融財政事情研究会
- 5 融財政事情研究会
  - ・野村亜希子（2017）『進化する確定拠出年金』一般社団法人金融財政事情研究会
  - ・野村資本市場研究所『総図説 米国の投資信託』日本経済新聞出版社
  - ・原田喜美代（2017）「日銀の ETF 買入政策と日経平均株価銘柄入れ替えのイベント・スタディ」証券経済研究所第 100 号、12 月
- 10
  - ・深見泰孝（2010）「我が国の PTS の現状と課題について」証券レポート 1661 号、8 月
  - ・水口剛（2017）『ESG 投資 新しい資本主義の形』日本経済新聞出版社
  - ・宮尾龍蔵（2016）『非伝統的金融政策 政策当事者としての視点』有斐閣
- 15
  - ・山崎元（2016）『確定拠出年金の教科書』日本実業出版社
  - ・山を動かす研究会（2017）『ガバナンス経営先を行く経営先を行く投資家』日本経済新聞出版社
  - ・米田隆（2006）『最強の個人資産形成術』ファーストプレス社
  - ・リンダ・グラットン・アンドリュー・スコット著（2016）『LIFE SHIFT』東洋
- 20 経済新報社
 

（新聞記事）

  - 「日本経済新聞」2017 年 1 月 18 日 朝刊
  - 「日本経済新聞」2017 年 10 月 19 日 朝刊
- 25 「日本経済新聞」2018 年 8 月 9 日 朝刊
 

（参考資料）

  - ・一般社団法人 投資顧問業協会（2018）「統計資料」

<<http://www.jiaa.or.jp/toukei/pdf/toukei3003.pdf>> 最終アクセス日 2018
- 30 年 10 月 24 日

- ・伊藤レポート 2.0(2017)「持続的成長に向けた長期投資研究会報告書」  
<<http://www.meti.go.jp/press/2017/10/20171026001/20171026001-1.pdf>>最終アクセス日 2018年10月24日
- ・運営管理機関連絡協議会「確定拠出年金統計資料」
- 5 <[https://www.ideco-koushiki.jp/library/pdf/statistics\\_2903.pdf](https://www.ideco-koushiki.jp/library/pdf/statistics_2903.pdf)> 最終アクセス日 2018年10月24日
- ・株式会社リンクアンドモチベーション「エンゲージメントと企業業績」に関する研究結果を公開～エンゲージメントスコアの向上は営業利益率・労働生産性にプラスの影響をもたらす
- 10 <[http://www.lmi.ne.jp/news/pdf/180918\\_%E8%AA%BF%E6%9F%BB%E7%B5%90%E6%9E%9C%E3%83%97%E3%83%AC%E3%82%B9%E3%83%AA%E3%83%AA%E3%83%BC%E3%82%B9.pdf](http://www.lmi.ne.jp/news/pdf/180918_%E8%AA%BF%E6%9F%BB%E7%B5%90%E6%9E%9C%E3%83%97%E3%83%AC%E3%82%B9%E3%83%AA%E3%83%AA%E3%83%BC%E3%82%B9.pdf)>最終アクセス日 2018年10月24日
- ・企業年金連合会 HP  
<<https://www.pfa.or.jp/qa/kyoshutsu/kyoshutsu01.html>> 最終アクセス日
- 15 2018年10月24日
- ・企業年金連合会 HP  
<<https://www.pfa.or.jp/activity/tokei/nenkin/suii/suii03.html>>最終アクセス日 2018年10月24日
- ・金融経済教育を推進する研究会(2014)「中学校・高等学校における金融経済教育の実態調査報告書」
- 20 <[http://www.jsda.or.jp/manabu/kenkyukai/content/report\\_jittai.pdf](http://www.jsda.or.jp/manabu/kenkyukai/content/report_jittai.pdf)>最終アクセス日 2018年10月24日
- ・金融広報中央委員会「金融リテラシー・マップ」  
<[https://www.shiruporuto.jp/public/document/container/literacy/pdf/map](https://www.shiruporuto.jp/public/document/container/literacy/pdf/map.pdf)
- 25 [.pdf](https://www.shiruporuto.jp/public/document/container/literacy/pdf/map.pdf)> 最終アクセス日 2018年10月24日
- ・金融広報中央委員会「金融リテラシー調査の結果」  
<[https://www.shiruporuto.jp/public/document/container/literacy\\_chosa/2016/pdf/16literacy.pdf](https://www.shiruporuto.jp/public/document/container/literacy_chosa/2016/pdf/16literacy.pdf)> 最終アクセス日 10月24日

- ・金融庁 スチュワードシップ・コードに関する有識者検討会(2017)「責任ある機関投資家の諸原則」  
<<https://www.fsa.go.jp/news/29/singi/20170529/01.pdf>>最終アクセス日 10月 24 日
- 5 ・金融庁「報道発表資料 スチュワードシップ・コードの受入れを表明した機関投資家のリストの公表について」  
<[https://www.fsa.go.jp/singi/stewardship/list/20180831/list\\_01.pdf](https://www.fsa.go.jp/singi/stewardship/list/20180831/list_01.pdf)>最終アクセス日 2018 年 10 月 24 日
- ・金融庁(2016)「NISA 効果検証結果」
- 10 <<https://www.fsa.go.jp/policy/nisa/20161021-1/01.pdf>> 最終アクセス 2018 年 10 月 24 日
- ・金融庁「NISA ジュニア NISA 利用状況」  
<<https://www.fsa.go.jp/policy/nisa2/about/datacollection/index.html>>最終アクセス日 2018 年 10 月 24 日
- 15 ・経済産業省(2014)「企業情報開示等をめぐる国際動向」  
<[www.meti.go.jp/press/2017/10/20171026001/20171026001-1.pdf](http://www.meti.go.jp/press/2017/10/20171026001/20171026001-1.pdf)>最終アクセス日 2018 年 10 月 24 日
- ・公益財団法人 未来工学研究所(2016)「平成 27 年度産業経済研究委託事業企業の研究開発投資性向に関する調査報告書」
- 20 <[www.meti.go.jp/medi\\_lib/report/2016fy/000583.pdf](http://www.meti.go.jp/medi_lib/report/2016fy/000583.pdf)> 最終アクセス日 2018 年 10 月 24 日
- ・厚生労働省「平成 29 年簡易保険生命表の概況」  
<<https://www.mhlw.go.jp/toukei/saikin/hw/life/life17/dl/life17-02.pdf>>  
最終アクセス日 2018 年 10 月 24 日
- 25 ・厚生労働省「平成 29 年度の年金額改正について」  
<<https://www.mhlw.go.jp/file/04-Houdouhappyou-12502000-Nenkinkyoku-Nenkinka/0000149802.pdf>> 最終アクセス日 2018 年 10 月 24 日
- ・厚生労働省(2013)「就労条件総合調査結果の概況」  
<<https://www.mhlw.go.jp/toukei/itiran/roudou/jikan/syurou/13/gaiyou05.html>>最終アクセス日 2018 年 10 月 24 日
- 30

- ・住宅金融支援機構(2017)「2016年度フラット35利用者調査」  
<<https://www.jhf.go.jp/files/400342360.pdf>>最終アクセス日 2018年10月24日
- ・政府広報オンライン(2018)「暮らしに役立つ情報」
- 5 <<https://www.gov-online.go.jp/useful/article/201306/3.html>>最終アクセス日 2018年10月24日
- ・生命保険文化センターHP  
<<https://www.jili.or.jp/lifeplan/lifesecurity/oldage/7.html>>最終アクセス日 2018年10月24日
- 10 ・総務省統計局(2018)「家計調査報告 貯蓄・負債編平成29年平均結果の概要」  
<[http://www.stat.go.jp/data/sav/sokuhou/nen/pdf/h29\\_gai.pdf](http://www.stat.go.jp/data/sav/sokuhou/nen/pdf/h29_gai.pdf)> 最終アクセス日 2018年10月24日
- ・大和総研(2017)「個人型確定拠出年金の加入状況」
- 15 <[https://www.dir.co.jp/report/research/capital-mkt/asset/20171005\\_012350.pdf](https://www.dir.co.jp/report/research/capital-mkt/asset/20171005_012350.pdf)> 最終アクセス日 2018年10月24日
- ・土曜学習応援団 HP  
<<http://doyo2.mext.go.jp/about/>> 最終アクセス日 10月25日
- ・内閣府(2015)「住生活に関する世論調査の概要」
- 20 <<https://survey.gov-online.go.jp/h27/h27-juuseikatsu/gairyaku.pdf>> 最終アクセス日 2018年10月24日
- ・日本銀行(2018)「資金循環の日米欧比較」  
<<https://www.boj.or.jp/statistics/sj/sjhiq.pdf>>最終アクセス日 2018年10月24日
- 25 ・日本銀行「2018年第1四半期の資金循環」  
<<https://www.boj.or.jp/about/outline/history/index.htm/>> 最終アクセス日 2018年10月24日
- ・日本銀行広報パンフレット(2017)「日本銀行その機能と組織」  
<[www.boj.or.jp/announcements/education/data/boj\\_pamphlet.pdf](http://www.boj.or.jp/announcements/education/data/boj_pamphlet.pdf)> 最終アクセス日 2018年10月24日
- 30

- ・ 日本銀行調査統計局「2018年第2四半期の資金循環」  
 <<https://www.boj.or.jp/statistics/sj/sjexp.pdf>>最終アクセス日 2018年  
 10月24日
- ・ 日本証券業協会(2015)「証券投資に関する全国調査」
- 5 <[http://www.jsda.or.jp/shiryo/chousa/data/research\\_h27.html](http://www.jsda.or.jp/shiryo/chousa/data/research_h27.html)> 最終ア  
 クセス日 2018年10月24日
- ・ 日本証券業協会(2018)「NISA口座開設・利用状況調査結果」  
 <[www.jsda.or.jp/shiryo/chousa/nisajoukyou/nisaall.pdf](http://www.jsda.or.jp/shiryo/chousa/nisajoukyou/nisaall.pdf)> 最終アクセス日  
 2018年10月24日
- 10 ・ 日本取引所グループ(2018)「コーポレートガバナンス・コード改定版」  
 <[https://www.jpx.co.jp/equities/listing/cg/tvdivq0000008jdy-  
 att/20180601.pdf](https://www.jpx.co.jp/equities/listing/cg/tvdivq0000008jdy-att/20180601.pdf)> 最終アクセス 10月24日
- ・ 日本取引所グループ「コーポレートガバナンス・コード新旧対照表」  
 <[https://www.jpx.co.jp/rules-](https://www.jpx.co.jp/rules-participants/rules/revise/nlsgeu0000034ytw-att/sinkyu.pdf)  
 15 [participants/rules/revise/nlsgeu0000034ytw-att/sinkyu.pdf](https://www.jpx.co.jp/rules-participants/rules/revise/nlsgeu0000034ytw-att/sinkyu.pdf)> 最終アクセ  
 ス日 2018年10月24日
- ・ 日本取引所グループ(2017)「コーポレートガバナンス・コードへの対応状況  
 の集計結果」  
 <[https://www.jpx.co.jp/news/1020/nlsgeu000002np5n-](https://www.jpx.co.jp/news/1020/nlsgeu000002np5n-att/nlsgeu000002np88.pdf)  
 20 [att/nlsgeu000002np88.pdf](https://www.jpx.co.jp/news/1020/nlsgeu000002np5n-att/nlsgeu000002np88.pdf)> 最終アクセス日 2018年10月24日
- ・ 日本取引所グループ(2018)「コーポレートガバナンス・コード改定版」  
 <[https://www.jpx.co.jp/equities/listing/cg/tvdivq0000008jdy-  
 att/20180601.pdf](https://www.jpx.co.jp/equities/listing/cg/tvdivq0000008jdy-att/20180601.pdf)> 最終アクセス日 2018年10月24日
- ・ 日本取引所グループ「新規上場ガイドブック」
- 25 <[https://www.jpx.co.jp/equities/listing-on-  
 tse/new/guide/tvdivq0000002g9b-att/honsoku\\_01.pdf](https://www.jpx.co.jp/equities/listing-on-tse/new/guide/tvdivq0000002g9b-att/honsoku_01.pdf)>最終アクセス日 2018  
 年10月24日
- ・ 日本取引所グループ(2017)「投資部門別株式売買状況」  
 <<https://www.jpx.co.jp/markets/statistics-equities/investor-type/>> 最  
 30 終アクセス日 2018年10月24日

- ・ 日本 IR 協議会 「2017 年度 IR 活動の実態調査」  
<[https://www.jira.or.jp/download/newsrelease\\_20170419.pdf](https://www.jira.or.jp/download/newsrelease_20170419.pdf)> 最終アクセス日 2018 年 10 月 24 日
- 5 ・ 年金積立金管理運用独立行政法人 「第 3 回 機関投資家のスチュワードシップ活動に関する上場企業向けアンケート集計結果」  
<[https://www.gpif.go.jp/operation/board/pdf/keieiiinkai\\_1002.pdf](https://www.gpif.go.jp/operation/board/pdf/keieiiinkai_1002.pdf)>最終アクセス日 2018 年 10 月 24 日
- ・ 野村証券 HP  
<<https://www.nomura.co.jp/terms/>> 最終アクセス日 2018 年 10 月 24 日
- 10 ・ みずほ証券 HP 「ジュニア NISA とは？」  
<<https://www.mizuho-sc.com/nisa/jrnisa/index.html>>最終アクセス日 2018 年 10 月 24 日
- ・ みずほ総研 (2017) 「日本企業の稼ぐ力は高まったのか 企業収益の国際比較にみる日本企業の変化と課題」
- 15 <<https://www.mhlw.go.jp/stf/seisakunitsuite/bunya/0000192886.html>> 最終アクセス日 2018 年 10 月 24 日
- ・ 三菱 UFJ 信託銀行 (2016) 「中長期的な企業価値拡大へ向けた施策」  
<[https://www.tr.mufg.jp/houjin/jutaku/pdf/u201609\\_1.pdf](https://www.tr.mufg.jp/houjin/jutaku/pdf/u201609_1.pdf)> 最終アクセス日 2018 年 10 月 24 日
- 20 ・ 文部科学省 (2009) 高等学校学習指導要領解説  
<[www.mext.go.jp/component/a\\_menu/education/micro\\_detail/\\_\\_\\_icsFiles/afieldfile/2010/01/29/1282000\\_19.pdf](http://www.mext.go.jp/component/a_menu/education/micro_detail/___icsFiles/afieldfile/2010/01/29/1282000_19.pdf)>最終アクセス日 2018 年 10 月 24 日
- ・ 文部科学省 (2018) 高等学校学習指導要領解説 総合的な探究の時間編  
<[www.mext.go.jp/component/a\\_menu/education/micro\\_detail/\\_\\_\\_icsFiles/afieldfile/2018/07/13/1407196\\_21.pdf](http://www.mext.go.jp/component/a_menu/education/micro_detail/___icsFiles/afieldfile/2018/07/13/1407196_21.pdf)>最終アクセス日 2018 年 10 月 24 日
- 25 ・ 文部科学省 HP  
<[http://www.mext.go.jp/a\\_menu/shotou/career/05010502/026/001/001.htm](http://www.mext.go.jp/a_menu/shotou/career/05010502/026/001/001.htm)>  
最終アクセス日 2018 年 10 月 24 日

・りそな銀行 HP

<<http://www.resonabank.co.jp/kojin/kangaeru/kyoiku.html>> 最終アクセス日 2018年10月24日

・ *Global Sustainable Investment Alliance, 2016 review (2017)*

5 <[http://www.gsi-alliance.org/wp-content/uploads/2017/03/GSIR\\_Review2016.F.pdf](http://www.gsi-alliance.org/wp-content/uploads/2017/03/GSIR_Review2016.F.pdf)> 最終アクセス日 2018年10月24日

・ NP0401 (k) 教育協会 (2018) 「確定拠出年金 (DC) 担当者の意識調査 2017 年版 報告サマリー」

10 <[https://www.npo401\(k\).org/wp-content/uploads/2017/12/2017\\_summary\\_forhp.pdf](https://www.npo401(k).org/wp-content/uploads/2017/12/2017_summary_forhp.pdf)> 最終アクセス日 2018年10月24日

・ *MORNINGSTAR HP*

<<https://www.morningstar.co.jp/help/fund/msrate.html>> 最終アクセス日

15 2018年10月24日

・ *PTS Information Network* 「PTS 統計」

<<http://pts.offexchange2.jp/ptsinfo/>> 最終アクセス日 2018年10月24日

(図表 URL)

20 (図表 2) 日本取引所グループ 「株式分布状況調査 (2017)」

<[https://www.jpx.co.jp/markets/statistics-equities/investor-type/nlsgeu000002vn18-att/stock\\_vol\\_1\\_y17.pdf](https://www.jpx.co.jp/markets/statistics-equities/investor-type/nlsgeu000002vn18-att/stock_vol_1_y17.pdf)> 最終アクセス日 2018年10月24日

(図表 4) 日本取引所グループ 「統計月報 (2018.6)」

25 <[https://www.jpx.co.jp/markets/statistics-equities/monthly/nlsgeu00000386y6-att/16\\_allse1806.pdf](https://www.jpx.co.jp/markets/statistics-equities/monthly/nlsgeu00000386y6-att/16_allse1806.pdf)> 最終アクセス日 2018年10月24日

(図表 5) PTS Information Network 「PTS 統計」

<<http://pts.offexchange2.jp/ptsinfo/>> 最終アクセス日 2018年10月24日

30

(図表 6) 運営管理機関連絡協議会「統計資料」 p. 5

<[https://www.ideco-koushiki.jp/library/pdf/statistics\\_2903.pdf](https://www.ideco-koushiki.jp/library/pdf/statistics_2903.pdf)>最終ア

クセス日 2018 年 10 月 24 日

(図表 7) 前掲「統計資料」 p. 19

5 <[https://www.ideco-koushiki.jp/library/pdf/statistics\\_2903.pdf](https://www.ideco-koushiki.jp/library/pdf/statistics_2903.pdf)>最終ア

クセス日 2018 年 10 月 24 日

(図表 8) 東京証券取引所(2017)「コーポレートガバナンス・コードへの対応状況の集計結果」 p. 2

<<https://www.jpx.co.jp/news/1020/nlsgeu000002np5n->

10 <att/nlsgeu000002np88.pdf>>最終アクセス日 2018 年 10 月 24 日

(図表 9) 日本銀行 (2018)「資金循環の日米欧比較」 p. 2

<<https://www.boj.or.jp/statistics/sj/sjhiq.pdf>>

(図表 10) 金融広報調査委員会(2017)「家計の金融行動に関する世論調査」 p. 9

<<https://www.shiruporuto.jp/public/data/movie/yoron/futari/2017/pdf/yorof17.pdf>>

15 >最終アクセス日 2018 年 10 月 24 日

(図表 11) 総務省(2017)「家計調査報告貯蓄・負債編」 p. 13

<[https://www.stat.go.jp/data/sav/sokuhou/nen/pdf/h29\\_gai4.pdf](https://www.stat.go.jp/data/sav/sokuhou/nen/pdf/h29_gai4.pdf)>最終ア

クセス日 2018 年 10 月 24 日

(図表 12) 金融広報中央委員会(2016)「金融リテラシー調査の結果」 p. 14

20 <[https://www.shiruporuto.jp/public/document/container/literacy\\_chosa/2016/pdf/16literacy.pdf](https://www.shiruporuto.jp/public/document/container/literacy_chosa/2016/pdf/16literacy.pdf)>

最終アクセス日 2018 年 10 月 24 日

(図表 13) 前掲「金融リテラシー調査の結果」 p. 6

<[https://www.shiruporuto.jp/public/document/container/literacy\\_chosa/2016/pdf/16literacy.pdf](https://www.shiruporuto.jp/public/document/container/literacy_chosa/2016/pdf/16literacy.pdf)>

最終アクセス日 2018 年 10 月 24 日

25 (図表 14) 日本証券業協会(2015)「証券投資に関する全国調査」 p. 25

<<http://www.jsda.or.jp/shiryo/chousa/data/files/h27/H27gaiyou.pdf>>最

終アクセス日 2018 年 10 月 24 日

30

(図表 15)金融経済教育を推進する研究会(2014)「中学校・高等学校における金融経済教育の実態調査報告書」 p. 13

<[http://www.jsda.or.jp/manabu/kenkyukai/content/report\\_jittai.pdf](http://www.jsda.or.jp/manabu/kenkyukai/content/report_jittai.pdf)>最終アクセス日 2018年10月24日

5 (図表 16) 前掲「金融リテラシー調査の結果」 p. 20、47

<[https://www.shiruporuto.jp/public/document/container/literacy\\_chosa/2016/pdf/16literacy.pdf](https://www.shiruporuto.jp/public/document/container/literacy_chosa/2016/pdf/16literacy.pdf)>最終アクセス日 2018年10月24日

(図表 17) 伊藤レポート 2.0(2017)「持続的成長に向けた長期投資研究会報告書」 p. 36

10 <<http://www.meti.go.jp/press/2017/10/20171026001/20171026001-1.pdf>>最終アクセス日 2018年10月24日

(図表 18) みずほ総合研究所(2017)「日本企業の稼ぐ力は高まったのか」 p. 7

<<https://www.mizuho-ri.co.jp/publication/research/pdf/insight/jp171002.pdf>>最終アクセス日

15 2018年10月24日

(図表 19)経済産業政策局(2014)「企業情報開示等をめぐる国際動向」 p. 3

<[http://www.meti.go.jp/policy/economy/keiei\\_innovation/kigyokaikei/pdf/dis.pdf](http://www.meti.go.jp/policy/economy/keiei_innovation/kigyokaikei/pdf/dis.pdf)>最終アクセス日 2018年10月24日

(図表 20)前掲「企業情報開示等をめぐる国際動向」 p. 9

20 <[http://www.meti.go.jp/policy/economy/keiei\\_innovation/kigyokaikei/pdf/dis.pdf](http://www.meti.go.jp/policy/economy/keiei_innovation/kigyokaikei/pdf/dis.pdf)>最終アクセス日 2018年10月24日

(脚注 URL)

(脚注 1)日本銀行「2018年第1四半期の資金循環」 p. 4

25 <<https://www.boj.or.jp/statistics/sj/sjexp.pdf>>最終アクセス日 10月24日

(脚注 4)野村証券 HP.

<<https://www.nomura.co.jp/terms/japan/ko/kojintosika.html>>最終アクセス日 10月24日

30

- (脚注 5) 日本取引所グループ (2017) 「投資部門別株式売買状況」  
<[https://www.jpx.co.jp/markets/statistics-equities/investor-type/nlsgeu000002vn18-att/stock\\_val\\_1\\_y17.pdf](https://www.jpx.co.jp/markets/statistics-equities/investor-type/nlsgeu000002vn18-att/stock_val_1_y17.pdf)>最終アクセス日 10 月 24 日
- 5 (脚注 8) 深見泰孝 (2010) 「我が国の PTS の現状と課題について」証券レポート 1661 号 (2010 年 8 月) p. 59-60  
<[http://www.jsri.or.jp/publish/report/pdf/1661/1661\\_05.pdf](http://www.jsri.or.jp/publish/report/pdf/1661/1661_05.pdf)>最終アクセス日 10 月 24 日
- (脚注 9) 大墳剛士 (2017) 「日本におけるダークプールの実態分析」 p. 26  
<[https://www.jpx.co.jp/corporate/research-study/working-paper/tvdivq0000008q5y-att/Summary\\_JPX\\_working\\_paper\\_Vol21.pdf](https://www.jpx.co.jp/corporate/research-study/working-paper/tvdivq0000008q5y-att/Summary_JPX_working_paper_Vol21.pdf)>最終アクセス日 10 月 24 日
- 10 (脚注 10) 金融庁 総務企画局 (2016) 「市場間競争と取引所外の取引 説明資料」  
p. 5<[https://www.fsa.go.jp/singi/singi\\_kinyu/market\\_wg/siryou/20160615/01.pdf](https://www.fsa.go.jp/singi/singi_kinyu/market_wg/siryou/20160615/01.pdf)>最終アクセス日 10 月 24 日
- 15 (脚注 20) 企業年金連合会 HP.  
<<https://www.pfa.or.jp/activity/tokei/nenkin/suii/suii03.html>>最終アクセス日 10 月 24 日
- (脚注 21) NP0401(k) 教育協会 「確定拠出年金 (DC) 担当者の意識調査 2017 年版報告サマリー」 2018 年 1 月、p. 3<[https://www.npo401k.org/wp-content/uploads/2018/05/3rd\\_ItemSurvey\\_summary\\_Rerease.pdf](https://www.npo401k.org/wp-content/uploads/2018/05/3rd_ItemSurvey_summary_Rerease.pdf)>最終アクセス日 10 月 24 日
- 20 (脚注 22) 金融庁 NISA 特設 HP.  
<<https://www.fsa.go.jp/policy/nisa2/index.html>>最終アクセス日 10 月 24
- 25 日
- (脚注 23) 政府広報オンライン  
<<https://www.gov-online.go.jp/useful/article/201306/3.html>>最終アクセス日 10 月 24 日
- 30

- (脚注 24) 日本証券業協会 HP および金融庁  
<<https://www.fsa.go.jp/policy/nisa2/about/datacollection/index.html>>  
最終アクセス日 10 月 24 日
- (脚注 25) 日本証券業協会 HP
- 5 <<http://www.jsda.or.jp/shiryo/chousa/nisajoukyou.html>>最終アクセス日  
10 月 24 日
- (脚注 26) みずほ証券 HP.  
<<https://www.mizuho-sc.com/nisa/jrnisa/index.html>>最終アクセス日 10 月  
24 日
- 10 (脚注 27) 日本証券業協会(2018)「ジュニア NISA 口座開設・利用状況調査結  
果」 p. 2  
<<http://www.jsda.or.jp/shiryo/chousa/nisajoukyou/jrall.pdf>>最終アクセ  
ス日 10 月 24 日
- (脚注 29) 日本証券業協会(2018)「NISA 口座開設・利用状況調査結果」 p. 8
- 15 <<http://www.jsda.or.jp/shiryo/chousa/nisajoukyou/nisaall.pdf>>最終アク  
セス日 10 月 24 日
- (脚注 29) 金融庁(2016)「NISA 効果検証結果」  
<<https://www.fsa.go.jp/policy/nisa/20161021-1/01.pdf>>最終アクセス日 10  
月 24 日
- 20 (脚注 30) 金融庁(2017)「スチュワードシップ・コードに関する有識者検討  
会」 p. 3  
<<https://www.fsa.go.jp/news/29/singi/20170529/01.pdf>>最終アクセス日 10  
月 24 日
- (脚注 31) 前掲「スチュワードシップ・コードに関する有識者検討会」 p. 3
- 25 <<https://www.fsa.go.jp/news/29/singi/20170529/01.pdf>>最終アクセス日 10  
月 24 日
- (脚注 32) 金融庁 HP. 「スチュワードシップ・コードの受入れを表明した機関投  
資家のリストの公表について」  
<[https://www.fsa.go.jp/singi/stewardship/list/20180831/list\\_01.pdf](https://www.fsa.go.jp/singi/stewardship/list/20180831/list_01.pdf)>  
最終アクセス日 10 月 24 日

(脚注 33)年金積立金管理運用独立行政法人「第 3 回 機関投資家のスチュワードシップ活動に関する上場企業向けアンケート集計結果」 p.5-7

<[https://www.gpif.go.jp/operation/board/pdf/keieiiinkai\\_1002.pdf](https://www.gpif.go.jp/operation/board/pdf/keieiiinkai_1002.pdf)>最終アクセス日 10 月 24 日

- 5 (脚注 34)左三川郁子、高野哲彰、牛田雅人、富田康弘、福山翔士、谷中崇能 (2018)「2017 年度金融研究報告 金融政策運営のジレンマ」イールドカーブコントロールは「政策の持続性を高めた一リスク性資産の買い入れ継続は出口を難しくさせる一」公益社団法人日本経済研究センター p.118-119

<<https://www.jcer.or.jp/research-report/20180829-19.html>>最終アクセス日 10 月 24 日

10

(脚注 35)りそな銀行 HP.

<<https://www.resonabank.co.jp/kojin/kangaeru/kyoiku.html>>最終アクセス日 10 月 24 日

(脚注 36)住宅金融支援機構「2016 年度フラット 35 利用者調査」 p.12

- 15 <<https://www.jhf.go.jp/files/400342360.pdf>>最終アクセス日 10 月 24 日

(脚注 37)生命保険文化センターHP.

<<https://www.jili.or.jp/lifeplan/lifesecurity/oldage/7.html>>最終アクセス日 10 月 24 日

(脚注 38)厚生労働省「平成 29 年簡易保険生命表の概況」 p.2

- 20 <<https://www.mhlw.go.jp/toukei/saikin/hw/life/life17/dl/life17-02.pdf>>最終アクセス日 10 月 24 日

(脚注 39) 国立社会保障・人口問題研究所「日本の将来推計人口 平成 29 年推計結果報告書」 p.84

<[http://www.ipss.go.jp/pp-zenkoku/j/zenkoku2017/pp29\\_ReportALL.pdf](http://www.ipss.go.jp/pp-zenkoku/j/zenkoku2017/pp29_ReportALL.pdf)>最

- 25 終アクセス日 10 月 24 日

(脚注 40)厚生労働省「平成 29 年度の年金額改正について」 p.1

<<https://www.mhlw.go.jp/file/04-Houdouhappyou-12502000-Nenkinkyoku-Nenkinka/0000149802.pdf>>最終アクセス日 10 月 24 日

30

(脚注 41)厚生労働省 HP.

<<https://www.mhlw.go.jp/toukei/itiran/roudou/jikan/syurou/08/3d.html>>

最終アクセス日 10 月 24 日

(脚注 43)日本証券業協会 HP.

5 <<http://www.jsda.or.jp/nisa/investment/more/>>最終アクセス日 10 月 24 日

(脚注 44)金融広報中央委員会 (2016)「金融リテラシー調査の結果」 p. 31

<[https://www.shiruporuto.jp/public/document/container/literacy\\_chosa/2016/pdf/16literacy.pdf](https://www.shiruporuto.jp/public/document/container/literacy_chosa/2016/pdf/16literacy.pdf)>最終アクセス日 10 月 24 日

10 (脚注 45)金融経済教育を推進する研究会 (2014)「中学校・高等学校における金融経済教育の実態調査報告書」 p. 15-16

<[http://www.jsda.or.jp/manabu/kenkyukai/content/report\\_jittai.pdf](http://www.jsda.or.jp/manabu/kenkyukai/content/report_jittai.pdf)>最終アクセス日 10 月 24 日

(脚注 47)前掲「金融リテラシー調査の結果」 p. 20、47

15 <[https://www.shiruporuto.jp/public/document/container/literacy\\_chosa/2016/pdf/16literacy.pdf](https://www.shiruporuto.jp/public/document/container/literacy_chosa/2016/pdf/16literacy.pdf)>最終アクセス日 10 月 24 日

(脚注 48)前掲「確定拠出年金統計資料 2017 年度」 p. 14

<[https://www.ideco-koushiki.jp/library/pdf/statistics\\_2903.pdf](https://www.ideco-koushiki.jp/library/pdf/statistics_2903.pdf)>最終アクセス日 10 月 24 日

(脚注 49)企業年金連合会「確定拠出年金実態調査結果 平成 28 年度」 p. 12

20 <[https://www.pfa.or.jp/activity/tokei/files/dc\\_chosa\\_kessan2016\\_1.pdf](https://www.pfa.or.jp/activity/tokei/files/dc_chosa_kessan2016_1.pdf)>最終アクセス日 10 月 24 日

(脚注 50)前掲「確定拠出年金実態調査結果 平成 28 年度」 p. 18

<[https://www.pfa.or.jp/activity/tokei/files/dc\\_chosa\\_kessan2016\\_1.pdf](https://www.pfa.or.jp/activity/tokei/files/dc_chosa_kessan2016_1.pdf)>最終アクセス日 10 月 24 日

25 (脚注 51) NPO 法人 確定拠出年金教育協会「確定拠出年金に関する継続教育設計のための考え方」 p. 10

<<https://www.npo401k.org/wp-content/uploads/2012/12/kangaekata2013.pdf>>最終アクセス日 10 月 24 日

30

- (脚注 52) 日本取引所グループ「上場ガイドブック」 p. 10  
<[https://www.jpx.co.jp/equities/listing-on-tse/new/guide/tvdivq0000002gtl-att/m\\_01.pdf](https://www.jpx.co.jp/equities/listing-on-tse/new/guide/tvdivq0000002gtl-att/m_01.pdf)>最終アクセス日 10月24日
- (脚注 53) 日本取引所グループ (2017)「新規上場会社情報」
- 5 <<https://www.jpx.co.jp/listing/stocks/new/00-archives-01.html>>最終アクセス日 10月24日
- (脚注 54) 文部科学省(1968)「小学校、中学校、高等学校等の遠足・修学旅行について」
- <<https://www.jpx.co.jp/listing/stocks/new/00-archives-01.html>>最終アクセス日 10月24日
- 10 (脚注 56) 土曜学習応援団 HP.  
<<http://doyo2.mext.go.jp/about/>>最終アクセス日 10月24日
- (脚注 57) 土曜学習応援団の主な賛同団体  
<<http://doyo2.mext.go.jp/organization/area/>>最終アクセス日 10月24日
- 15 (脚注 58) 土曜学習応援団 HP.  
<<http://doyo2.mext.go.jp/about/>>最終アクセス日 10月24日
- (脚注 59) 三菱 UFJ フィナンシャル・グループ(2018)「金融リテラシー1万人調査の概要」 p. 27  
<[https://www.tr.mufg.jp/shisan-ken/pdf/kinnyuu\\_literacy\\_01.pdf](https://www.tr.mufg.jp/shisan-ken/pdf/kinnyuu_literacy_01.pdf)>最終アクセス日 10月24日
- 20 (脚注 60) 杉田浩治 (2015)「確定拠出年金 (DC) をめぐる世界の動き」証券レビュー第 55 巻第 5 号 p. 9  
<[http://www.jsri.or.jp/publish/topics/pdf/1505\\_01.pdf](http://www.jsri.or.jp/publish/topics/pdf/1505_01.pdf)>最終アクセス日 10月24日
- 25 (脚注 61) 前掲「確定拠出年金(DC)をめぐる世界の動き」 p. 9  
(脚注 63) *MORNINGSTAR* HP.  
<<https://www.morningstar.co.jp/help/fund/msrate.html>>最終アクセス日 10月24日
- 30

(脚注 66)株式会社リンクアンドモチベーション HP.

<<http://www.lmi.ne.jp/news/2018/2018091811011184.html>>最終アクセス日

10月24日