

5

今後の国内証券市場の活性化について

国士館大学 野下ゼミナール

10

那須班

## 目次

はじめに

第1章 日本の証券市場の現状

第1節 国内証券市場の現状

10 第2章 証券市場の歴史

第1節 証券市場のはじまり

第3章 クラウドファンディング利用の促進

第1節 クラウドファンディングの資金提供の仕組み

第2節 資金調達の方法とそれぞれのメリット・デメリット

15 ト

第3節 資金調達の手段

第4章 国内証券市場における課題

第1節 証券会社の課題

第2節 ネット証券の課題

20 第5章 国内証券市場の活性化に向けた提案

第1節 個人投資家に対する提案

第2節 企業に対する提案

第3節 証券会社に対する提案

むすび

## はじめに

わが国の証券市場は、リーマンショックによる株価の落ち込みから次第に回復し、アベノミックスの効果もあってか株価もバブル期に比べては低いとはいえ高水準にある。しかし、株価も訪米水準、特に、アメリカに比べては見劣りがする上、株式市場の取引も必ずしも活発であるとはいえない。日本の証券市場は、将来に向かって市場を活性化するための解決すべき課題に直面している。

本論文では、国内証券市場を活性化する方策をめぐって、つぎのような構成で検討を加える。

第1章で、日本の証券市場の現状を分析することで、日本の証券市場の問題点を明らかにする。第2章で、証券市場の歴史を振り返り、証券市場の活性化に向けて歴史的展望をえる。第3章では、クラウドファンディングとその利用促進について考える。第4章では、国内証券市場が抱えている課題について検討する。第5章において、証券市場の活性化に向けての方策を提言する。

15

## 第1章 日本の証券市場

### 第1節 国内証券市場の現状

リーマンショックからの落ち込みからは回復したとはいえ、わが国の証券市場の活性化は、引き続き、わが国が安定成長を持続しつつ日本国民の豊かな生活を実現するため克服しなければならない重要課題である。

わが国の証券市場のみならず金融・資本市場全般に対する国際的なプレゼンスの低下への懸念、また、リスクマネーの供給という機能発揮の面での不十分さといった指摘がある。したがって、「躍動感に満ちた活力ある証券市場」および「公正で透明性が高く、信頼できる証券市場」を整備・確立することが急務である。多くの国民が安心して投資を行うことのできる世界最高水準の市場の

25

確立を目指し、「貯蓄から投資へ」の流れを加速・確実なものとする必要がある。

現在個人金融資産に占める投資商品の保有割合を、現在約 13%から欧米並みの約 30%に引き上げるという目標を掲げ、さまざまな施策に取り組んでいる。

日本では 1998 年 12 月までは、取引所集中原則といって上場証券の売買は  
5 取引所で行うことが原則である一方で日本では株式について証券会社の店頭で  
取引する仕組みがあり、日本証券業協会（日証協）が 1963 年以来店頭登録銘柄  
制度を運営している。しかし、これは 2004 年 12 月にジャスダック証券取引  
所という取引所が変わっていった。現在、一部の証券会社では、自ら私設取  
引システム（PTS）を開設し、証券取引所を通さずに売買注文を執行する場  
10 合もある。また、米国では機関投資家向けの電子取引システムが大きく拡大し  
ている。それでも、株式の場合は取引所が売買の多くを担っている状況は続い  
ていくと考えられる。取引所取引は「競争売買の原則」を基本に行われている。  
実際の取引仕法（取引の手順）は各国の取引所により多少の違いがあり、例え  
ば価格操作を防ぐといった目的で注文の出し方に制約を課す場合などがある、  
15 いずれにしても、価格形成の公正さと透明性の確保という点で取引所取引は優  
れているといえる。国内でも海外でも詐欺的な行為が行われた経験  
もあり、証券取引に関しては、業者への規制と取引の公正さ、透明性を重視す  
る制度（規制）が採用された。

証券市場には、「価格発見機能」がある。これは、金融の「情報の生産」とい  
20 う機能の一部だと考えることができる。証券市場は同じものの売り買いの場所  
であり、取引されること自体から付加価値が生まれるとは考えにくい。しかし、  
公正な価格形成が行われることの意義は小さくはない。債券市場においても国  
債の価格形成はリスクフリーの長期金利の形成であり、流通が活発な厚みのあ  
る国債市場の存在は、市場メカニズムを通じた金利とその期間構造決定にとっ  
25 ての基礎となる。さらに、社債市場が発達していくと市場を通じた信用リスク  
の価格形成が行われていく。金利やリスクプレミアムの形成は、金融全体がう  
まく機能するために必要なものである。市場を通じた金融リスクの価格形成は  
金融派生商品の市場によっても補完される。ただし、リーマン・ショックの経  
験は、カウンターパーティー・リスクなどの機動的な把握はかなり難しいこと  
30 も示唆している。開示に係る規制や決済の制度づくりについてはまだまだ

改善の余地があるかもしれない。市場は自由であればうまく機能するというものではない。取引仕法然り、開示規制然り、よい制度づくりが決め手になる。

日本の証券市場を活性化させていくにあたって、ニューヨーク、ロンドンと並ぶ世界の金融センターを目指していかなければならない。世界の主要国の証券取引所の最近の動向をみると、2007年4月に完了したニューヨーク証券取引所とユーロネクストの経営統合をはじめとして、ドイツ証券取引所の子会社であるユーレックスとインターナショナル証券取引所の合併、ナスダックによるOMXグループの買収など欧米取引所間で大きな動きを見せ始めた。日本がアジアにおける国際金融センターになる利点は今後大きく台頭してくると思われるアジアの新興企業の存在があり、それらの企業への投資家の投資ニーズと企業の資金調達ニーズをマッチングさせることができることができる。日本の証券市場を活性化させるには取引が多く集まり、魅力的な企業つまり収益を伸ばすことができる企業が多く存在することが必要であるが、今後、高齢化社会に突入する日本の国内市場は縮小することが予想できる。そのための方法として米英のように外国からの投資を促進させ存在感のある新興市場にしていく必要がある。

日本の証券市場の近年の動向は、非常に激しいものとなっている。ここ5年間で日本の証券市場は、リーマンショック、欧州の国家債務問題、東日本大震災、日銀による異次元の金融緩和と数多くの事に遭遇してきた。そのような事件が起きるごとに日本の証券市場、とりわけ株式市場は大きく反応してきた。先進各国の株価がリーマンショック前の水準を回復する中、日本の株式市場は出遅れが目立ってきた。現在、個人投資家は、個人株主数は増加傾向にある。これは、ネット証券を中心にインターネットでの株取引の普及や、近年普及したスマートフォンなどにも対応した株取引のアプリケーションなどの登場によって、これまでよりも株取引が容易になったことから個人の株主が増加したものと考えられる。金融資産の多くを預金している人々は、証券市場にとって潜在顧客であり、潜在顧客である人々を証券取引に誘致し、個人投資家を今以上に増加させ、市場規模を拡大させる必要がある。

資産調達のアベイラビリティの増加第二に、資金調達のアベイラビリティの増加が考えられる。アベイラビリティとは、システムが正常に作動する時間の

割合をわらわすことである。銀行融資や普通社債といった他の手段による資金調達が十分可能な状況のもとで、資金調達者があえて証券化という仕組みを利用するインセンティブを持ちにくくなっていると考えられる。

わが国においては、特にCMB S市場において、資本市場を通じた産投資市場  
5 と金融市場の資金媒介という機能を十分に発揮するために有用である長期資金の導入が、十分に進んでいないという課題を抱えている。そうした中で、過去に販売されたCMB Sについて、アレンジャー4の撤退等によって裏付資産情報の取得が困難化したこと、裏付資産であるノンリコースローンがデフォルト  
10 げがみられたなどが、証券化商品について、リスクが高いという印象をもたらし、投資家の参入を妨げてきている面もある。

流通市場が十分に発達していないため、保有証券の売却可能性が十分に担保されておらず、そのことがリスクとして認識されている可能性もある。

15

## 第2章 証券市場の歴史

証券市場とは経済の発展に欠かせない資金調達と資本運用の双方が効率的に  
20 行われるようにするため、株式および債券の需給を取引所に集中させ、流動性の向上と安定した価格形成を図ることがその主な役割である。

日本国内では元来は金融商品取引法（旧証券取引法）で認められた特別法人であったが、株式会社への移行が進んでいる。なお、証券取引法の金融商品取引法への改正に伴い、日本では法律上「金融商品取引所」と規定されているが、  
25 名称又は商号に「取引所」という文字を用いなければならないとされるにとどまるため、各証券取引所においては、東京証券取引所との経営統合に伴い、デリバティブ取引専門取引所に転換した大阪取引所（旧大阪証券取引所）を除いて従来どおりの名称が2015年現在も利用されている。

株式および債券の購入や売却について、一般の投資家（個人投資家、取引所

会員証券会社以外の機関投資家)が証券取引所で直接取引を行うことはできず、会員である証券会社を通じて取引を行う(委託売買)か、直接当事者間で取引を行う相対売買で取引することになる。

5

## 第1節 証券市場の始まり

3世紀中頃イタリアでは、ヴェネツィアの銀行員が政府の証券の取引を行っていることが知られており、他にもピサ、ヴェローナ、ジェノヴァ、フィレンツェ等でもそれぞれの政府の証券を取引きされていた。

10 株主に企業へ投資させて、その利益と損失を共有する株式会社のシステムはオランダから始まった。1602年にはオランダ東インド会社がアムステルダム証券取引所で最初の株券を発行し、有価証券を発行した最初の会社となっている。

「証券」とだけ言うと、株だけでなく、「財産上の権利や義務を表彰した紙券」の事を指すので、債権とかビール券とか小切手とかも「証券」に含まれる。12世紀頃から「証券」の取引自体は行われていたが、株としての証券の取引が行われるようになったのは、世界初の株式会社と言われているオランダ東インド会社が設立されてからである。

日本での最初の株式会社は、幕末に坂本龍馬が設立した「亀山社中」だと言われている。ただ、亀山社中は薩摩藩や長州藩など、株主は限定されており、20 証券取引所での株の売買はできなかった。日本初の証券取引所は、1878年(明治11年)株式取引所条例によって設立された東京株式取引所(現在の東京証券取引所)、大阪株式取引所(現在の大阪証券取引所)である。

一般の投資家は東証や大証などの証券取引所では株の売買はできない。取引ができるのは、取引所の会員になっている企業や証券会社で、一般の投資家は、25 その証券会社を通して株の売買を行う。証券会社との取引には、手数料がかかるため、1999年10月1日に株式手数料の完全自由化がされると、人件費のからないオンライントレードの手数料が大幅にダウンし、株式の取引もより活発にされるようになった。

株式市場の始まりは明治時代である。日本の株式市場は、1878年(明治11年)に、日本初の公的な証券取引機関である「東京株式取引所」の開設により30

歴史の幕を開けた。その後、全国 11 カ所に株式取引所が設置され、株式の売買などが積極的に行われた。

5 昭和に入ると第二次世界大戦が勃発、戦時中ということもあり 1943 年（昭和 18 年）に日本証券取引所 1 カ所に統合（東京が本所）され縮小、1945 年（昭和 20 年）の敗戦後は取引自体が中止になった。

金融の信用取引は GHQ がきっかけの証券取引所が再開されたのは、終戦から 4 年経った 1949 年（昭和 24 年）である。当時日本を統治していた連合軍総司令部（GHQ）の許可が下りてからのことである。ところが、その際に問題になったのが「先物取引の禁止」が再開の条件だったことである。

10 1949 年 5 月に新たにつくられた「東京証券取引所」が売買を開始したが、戦前主流だった先物取引が GHQ から禁止されていたこともあり、市況は 8 月をピークに低迷、その後は下落の一途をたどる。

15 株式市場の始まりは明治時代である日本の株式市場は、1878 年（明治 11 年）に日本初の公的な証券取引機関である「東京株式取引所」の開設により歴史の幕を開けた。その後、全国 11 カ所に株式取引所が設置され、株式の売買などが積極的に行われる。

20 証券金融会社などが出現し、信用取引が導入された直後は、証券会社に十分な資金がなかったため、資金を融資する証券金融会社といった日本独自の仕組みもできた。これにより市場の流動性は上がり、日本経済の奇跡的な復興にも寄与した。

現在は、証券会社には資金力やファイナンス能力があるが、信用取引を利用しない（企業や政府系金融機関など）機関投資家が増えたため、市場取引全体に占める信用取引の比率は低下傾向と言える。

25 インターネット取引が出現し、最近になってインターネット専門の証券会社が出現したことにより、個人投資家による信用取引の比率は上昇傾向になっている。2000 年頃から増え始めたオンラインでの取引により、2005 年には個人投資家による取引の半分以上が信用取引を占めるまでになっている。この背景には、申込方法が簡単になったことや、証拠金（信用取引を始める際に必要な担保となるお金）が少額で済むといったことが影響していると言われている。

30 下記のグラフは、今まで 35 年間分の日経平均株価をグラフ化したものであ

る。これまでの歴史の中で非常に波が大きいのがこのグラフから見てとれる。

図表 1 日経平均株価の推移



5

出所：三菱 UFJ モルガン・スタンレー証券 HP「マーケットの歴史」

## 10 第3章 資金調達における証券の利用促進

クラウドファンディングとは、分かりやすくいうと、プロジェクトを行いたいクリエイターや起業家（起案者）とそれらを支援したい資金提供者（支援者）の2者がいて、起案者が支援者から支援金をもらうことである。これを促進するサービスのことをクラウドファンディングという。

まずは、起案者がクラウドファンディングサービスに登録するところから始まる。クラウドファンディングサービスには、「CAMPFIRE」、「READYFOR?」、「Motion Gallery」、「COUNTDOWN」、「GREEN FUNDING」などたくさんのサービスがある。起案者は、自己紹介とプロジェクト内容などを記載し、クラウドファンディングサービス上に公開する。支援者はこれを閲覧し、協力したいと思ったら資金提供ができる。資金提供が完了したら、起業家はサービス会社に紹介手数料を払うという仕組みである。

## 第1節 クラウドファンディングの資金提供の仕組み

5 支援者が行う資金提供の種類には大きく分けると3つあり、購入型・寄付型・金融型に分けられる。それぞれ違う特徴があるので、それを以下で述べていく。

購入型は、支援者は支援金に応じたリターン（商品など）を受け取ることができる。まず、支援者は起案者に出資金を提供する。その後、起案者のプロジェクトが成功すると、支援者は支援金に応じた商品やサービスを受け取ることができる。

10 支援者は、資金を提供して商品を受け取るため、あたかも商品を購入したように見えることから購入型と呼ばれている。支援者が出資金を提供した後に商品を受け取るため、基本的に事前購入という形を取る。ここでプロジェクト起案者は、投資してもらえるプロジェクトを行うことや魅力的なリターンを用意することが求められる。この2つのポイントを抑えれば、起案者は資金提供を  
15 受けやすくなる。現在、日本で最も採用されているのがこの購入型である。

寄付型は、支援者はリターンを受け取らない。支援者は、購入型と同じように支援金を提供するが、この場合のリターンはゼロになる。被災地や途上国の支援、社会的意義の高いプロジェクトを行うときに、この寄付型が採用されることが多い。

20 金融型は、支援者は企業などに出資を行い、リターンとして金銭や株式を受け取る。購入型では商品やサービスをリターンとして受け取っていたが、金融型では金銭をリターンとして受け取る。株と違って小口から出資ができるので、資金力に乏しい個人でも投資できるといった特徴がある。金融型の中でも特に「株式型」では、誰でも未公開企業に対して株式という形で投資できるので、  
25 注目が集まっているが、金融商品取引法で規制があり、日本では普及が難しいというのが現状である。

クラウドファンディングサービスは、海外、特にアメリカにて2000年以降よりいくつかのサービスがリリースされている。その中でも特に有名なのは、2008年にリリースされた「IndieGoGo」、そして翌年2009年にリリースされた  
30 「Kickstarter」である。特に、Kickstarterにおいては、2014年現在でも総支

援額および総支援者数は圧倒的な規模を誇る。日本では、2011年4月にリリースされた「READYFOR」が最初のクラウドファンディングサービスである。その後、遅れること2ヶ月、今となっては日本最大級となった「CAMPFIRE」がリリースされている。

5 crowdsourcing.orgによれば、世界におけるクラウドファンディングの市場規模は、2013年は5,100億円、2014年は1兆4000億円になると予測されている。日本に限定して言えば、2013年における市場規模は約6億円で、海外に比べるとまだまだ小さいのが現状だが、今後どんどんと成長していくことが予想されている。

10

## 第2節 資金調達の方法とそれぞれのメリットとデメリット

クラウドファウンディングのメリットとして、次の点がある。

15 第1に、サービス会社の料金体系は、完全成功報酬制で、目標金額達成時のみ手数料が発生するので、利用申込は無料である。つまり、無料でサイトに掲載して支援を呼びかけることができる。

第3に、利用申込に特別な条件はないので、自己資金や事業経験の有無、申込者の信用情報に関係なく申し込める。

20 第4に、事業開始前から支援を呼びかけることにより、宣伝効果がある。支援した人は、事業に共感して資金を提供しているから、顧客としても期待できる。リターンとして事業に関する商品やサービスを提供すれば、宣伝効果も一層高まる。

25 第5に、資金調達後、支援を呼びかける段階で約束した商品やサービスを提供するだけで、資金の返済や利子・配当の支払いや補助金のような書類整理や定期報告も必要ない。

クラウドファウンディングのデメリットとしては次の点がある。

第1に、共感により資金を調達するので、必要な資金全てをクラウドファンディングで調達するのは現実的ではない。自己資金や融資と共に調達手段の一つとして利用するのが一般的である。

30 第2に、申し込みから入金まで4、5か月かかる。創業融資の1か月と比べ

て時間がかかるので、開業のタイミングから逆算して計画的に利用する必要がある。

企業が資金調達を行うには、さまざまな理由がある。資金調達を行うケースとして、一番多いのは、新規の事業を立ち上げるために設備を導入するときである。新規の製品を生産するには、最新または今までとは異なる設備（土地、  
5 建物、機械など）が必要になるため、多額の資金を準備しなければならない。

入金がない期間の支払いのためにも資金調達が必要になる。業種にもよるが、建設業の場合は工事を行ってから入金までの期間が長く、その間の資金が枯渇する可能性もある。入金までの期間にも、工事のための資材や人件費の支払い  
10 が発生する。その支払いのためには、運転資金として調達する必要がある。また、商品や材料を大量に仕入れるための手段としても、手元の資金だけでは限界があるため、資金調達が必要になる。

これらの資金調達を行う以外に手元にあるキャッシュを確保する方法は、まず思い浮かぶのが、仕入れ先に対する支払いを遅らせることである。例えば、  
15 手形を用いることで、支払いまでの期間を2ヶ月から3ヶ月に引き延ばすことができる。大手の企業がよく用いる手法である。得意先に対する売掛金の回収を早期に行うことである。このためには、通常の支払日より早めに支払った場合に割引をするという条件を提示しておくという方法もある。いずれの方法も現実的にキャッシュを確保する方法としては可能な方法である。しかし、商品  
20 の仕入れ先や得意先は信用関係で成り立っているので、支払の延長や早期の回収を行うには限界がある。対外的に迷惑をかけずに、独自に会社の運営資金を確保したい場合は資金調達が必要になる。

### 25 第3節 資金調達の手段

資金を調達する方法は、出資と融資の2つの方法がある。

出資は返済する必要がないお金である。そのため、自由に資金を使うことができるが、出資者に経営権を持たれることになる。そして、配当金として還元  
30 する必要性も出てくる。出資の具体的な方法としては、起業時に行う自己資金

の投入がある。自己資金の投入は、借入ではないので金利の負担がなく、自由度が高いことがメリットである。しかし、資金の量に限界があるというデメリットがある。

5 また、他の企業に出資してもらおうという方法の場合、自己資金の必要がなく、資金を確保できるメリットであるが、出資元に経営権を持たれて、自由に経営活動が行えない可能性がある。

10 融資は返済する必要があるお金になる。融資を受ける具体的な方法としては、銀行からの借入が一般的である。メガバンクなどの大手の場合は、支店も多く利用しやすいというメリットがある。しかし銀行借入の場合、調達するまでのプロセスが大変であり、金利の負担が発生するというデメリットがある。

個人事業のケースであれば銀行ではなく、親せきや知人からの借入がある。この場合は、借りやすいというメリットがあるが、借入の返済が出来なくなった場合、それまでの信用を失うリスクを負うというデメリットがある。

15 リスクを最小限にして資金調達をする方法は、中小企業であれば、日本政策金融公庫や地方自治体からの融資（無担保・無保証の融資が中心）を検討すべきである。さまざまな補助金と助成金の申請も選択肢である。補助金と助成金の申請は手続きが煩雑で条件もあるため、ある程度ノウハウが必要となる。税理士や中小企業診断士が得意とする分野であるため、相談してみるとよい。

20 補助金と助成金のメリットは条件にもよるが、創業する前でも後でも申請できる。そして、出資を受けた場合と同様に返済が不要なお金になる。

補助金と助成金の申請は募集期間が限定されており、特に補助金の場合は後払いとなるため、それまでの資金を確保しなければならないというデメリットがある。

25

## 第4章 国内証券市場の課題

国内の証券市場においての最も重要な課題として、証券流通市場の構成要因の課題があげられる。

5 日本証券市場は、日本経済と共に発展し、国民経済において大きな役割を果たしてきた。しかし、経済・社会環境の変化にともない証券市場への期待が高まる中で、日本の証券市場は、市場取引の活発化といった観点を越え、中長期的な視点に立った証券市場全般の改革が求められている。以下では、証券市場が直面している課題について論じることとする。

10

## 第1節 証券会社の課題

15 2018年9月に起きたリーマンショックは、証券業界全体にも大きな影響をもたらした。業績は、最悪に落ち込み、各社ともに赤字計上をする事態にまで発展した。その後、非常に好景気の波が起こり、経済の活性化や株式市場の回復が証券業界に少しずつ追い風をもたらすことになる。各社の業績も回復してきており、2013年以降は、株高傾向になってきている。売買の手数料が増えてきて、各社ともに順調に業績を回し続けている。

20 証券業界で頻繁に行われているのが、企業の統合である。2009年5月には、みずほフィナンシャルグループ傘下のみずほ証券と新光証券が統合して、新みずほ証券が誕生した。同じ時期に、三井住友フィナンシャルグループはシティグループから日興コーディアル証券と日興シティグループ証券の事業を買収した。同時に、事業の統合を行い、新しい体制で証券業界におけるビジネスを展開している。もう一つ、証券業界にとって大きなM&Aがある。三菱UFJフィナンシャルグループは、三菱UFJ証券とモルガンスタンレー日本法人を統合した。  
25 これによって誕生したのが三菱UFJモルガン・スタンレー証券である。これ以降も、様々な再編を見せている。その中で強さを発揮してきたのがメガバンクである。外資の買収と銀行資本並列化を推進して、証券業界において新たな構造をつくらうとしている。

30 証券市場の課題として最も重要視しなければならないことは、グローバル人材の育成が挙げられる。

証券業界のなかでも、海外の企業と取引をするケースが少しずつ大きくなってきた。自社の強みを積極的にアピールして、かつ、相手に確実に伝えるためには、語学に堪能で各国の文化や慣習を理解している人材が必要不可欠になってくる。これから証券業界全体のグローバル化が推進されると、グローバル人材の採用や育成などが大きな問題になってくる。国内の事業にもっと注力すれば、グローバル化を推進する必要がなくなると考える人もいるかもしれないが、そうはいかない。これから証券業界全体がさらに成長するためには、グローバル化の推進は必要不可欠。経済状況の変化が大きな影響をもたらす業界だけに、事業の柱を複数作っておくことが重要になる。

5  
10  
もう1点課題として挙げるならば、情報提供の強化が挙げられる。社会が証券業界に求めることが、年々、変化し続けている。そうすると証券業界側にとっては、顧客対応力をさらに強化することが重要になってくる。例えば情報提供の強化は絶対に実現したい課題である。

15  
インターネットを利用した情報提供の方法や環境づくりをすることが求められてくる。そのためには莫大なコストがかかるケースもある。それに対して、「将来の投資だ」と腹をくくり、投資を実行できる会社は、今後、更に成長して行くのではとされている。

## 20 第2節 ネット証券の課題

証券会社のホームページが最近よくリニューアルされている。ネット証券のみならず、対面営業の証券会社においてもその傾向は強まっている。これは個人のネット利用の拡大に伴い、個人への情報発信強化の意識が証券業界でも強まっているためである。例えば、取扱金融商品の取引情報は勿論、セミナー情報や地域や社会に対する貢献への取り組みなどの情報発信も目立つようになってきている。

25  
30  
毎年、日本証券業協会が実施している証券会社のインターネット利用に関する調査から、主要な項目別の利用比率を下表にまとめてみた。これによると証券会社のインターネット利用社数は、あまり変化がないように見えるが、実際は証券会社数が減少しているため全体からみた利用比率は上昇している。また

内容を見直してみると、変化から次のようなことも推測される。

5 上場株式や信用取引のインターネット取扱比率が5年間で約3割程度減少しているが、この間個人の日本株取引における大手ネット証券の株式委託取引シェアは約1割程度上昇（8割）しているので、個人の日本株取引の大手ネット証券への集約が進んでいることが見てとれる。

FX取引は、その取扱比率が2割以上増加しているが、ここ数年で大手ネット証券では戦略的に店頭FX取引を取り込むことを行っている。日本株の取引で預かっている株式などの有価証券をFX取引の証拠金に代用するサービスにより、個人投資家のFX取引に対して利便性を提供している。また店頭FXでの為替トレーディング収益をみると、SBI証券・楽天証券・マネックス証券ではこの比率が拡大傾向で、GMOクリック証券では収益全体でのこの部分の比率が突出している。

15 国内投資信託のネット取扱比率は2割程度減少しているが、これは投信販売の減少を意味していない。投信販売全体は大きく伸びているが、未だ対面での販売活動が中心になっているためである。大手ネット証券（SBI、楽天、カブドットコム、マネックス）での投資家の国内投信残高は増加傾向を強めているものの、それはまだ全体の割合から見るとまだ少ない。証券会社以外でも、地方銀行やゆうちょ銀行および一部の運用会社（直販）が投信のネット販売に注力しているため、今後、投資信託販売のインターネット利用は進むと見られる。約定照会ではネット利用が100%となっているが、株式取引では6割程度の利用となっている。残り4割の証券会社では、投資家の取引や預り資産管理でインターネットを利用するものの、注文取り次ぎについては店頭やコールセンターでの対応である。顧客の取引・資産管理には、インターネットを利用しやすいからである。

25 最近の個人投資のグローバル化で、大手ネット証券では外国株取り次ぎや外債販売強化の動きが目立ち、米国株取引の特定口座対応なども始まっている。しかし、これは同時にネット証券の戦略上の課題になっている。例えば米国株取引において、米国に子会社ネット証券を持つマネックス証券以外は、現地証券会社へ取引注文を取り次ぐ必要があり、このシステム対応費用や取り次ぎコストなどは個人投資家に転嫁するか一部は自社負担となる。そのため、ネット

30

証券の最大の特徴である価格優位（投資家が支払うコスト）が薄まる可能性がある。現地子会社に注文を取り次ぐマネックス証券では、現地子会社の人的コスト負担が経営課題になっていて、そのため米国事業のリストラクチャリングを行っている。

- 5 国内株取引では有効だった企業や市況などのリアルタイムな情報提供力も、海外市場に関して現状は情報ベンダー頼みだ。つまり、グローバル投資における対面営業に対する優位性が確保しにくい可能性がある中、他証券会社との競争上、海外取引インフラを拡大しているのが現状だ。そのため、海外取引のインフラを他社（対面営業の証券会社や地域金融機関など）が利用しやすいような取引プラットフォーム戦略やB2B戦略が試み始められている。また、仲介業者をネットワーク化することで、商圏を拡大し、インフラコストを軽減しようとする動きもある。ネット証券の課題をまとめると、同業他社や金融機関との提携強化や自らを金融取引インフラ提供者とするネットワーク作りだが、本格的な経営戦略としての取り組みはこれからのようだ。

15

## 第5章 証券流通市場の活性化に向けた提案

- 20 以上検討したことを踏まえて、第5章では証券流通市場の活性化に向けた方策について検討することにした。

### 第1節 投資家に対する提案

#### 25 (1) 個人投資家

個人投資家層が伸び悩む理由として「投資に対するマイナスイメージ」や「金融機関に対するマイナスイメージ」、「余裕資金の不足」が挙げられる。そこでこれらを克服する方策として、金融経済教育の拡充とNISAの利便性向上の2つの方策を提案したい。

第1に、金融経済教育の拡充について、政府は、平成17・18年度を構造改革の「重点強化期間」と位置づけ、「官から民へ」、「国から地方へ」の改革、あるいは「貯蓄から投資へ」の流れのなかで、「民」の担い手である個人が自立的な意思決定能力を高めていくことが必要不可欠として、経済や金融に関する行政に係る情報提供を充実するとともに、学校教育や生涯教育などの機会を通じて、金融教育に向けた取組みを積極的に支援していくとした。

現在の日本は少子高齢化の進展に伴う社会保障制度の脆弱化や、長期化するデフレ、預金金利の低金利下等に代表されるように多方面において社会情勢の変化に直面している。このような社会情勢に対応し、各家計がゆとりある生活を実現していくため、適切な家計管理及び生活設計の構築、金融知識の理解及び適切な金融商品の選択、金融機関等外部の知見の適切な活用といった正しい金融リテラシーの習得は必要である。

しかし、教育現場においては授業時間の不足、教員の知識不足、教材の不足等の課題から教育内容が浸透していない現状だ。教育とは長期的かつ継続的に行うことで効果が得られるものであり、効果は個人差があり、全ての者が学んだことを身に付けられるわけでないため、差が生じてしまう。家計に対して「経済教育」を行い日本経済について関心を抱かせ、資産運用の必要性を理解させることで、国民の主体的な行動を促進させることができると考えられる。

資産運用の必要性を理解した上で「生活設計」の教育を行うことで国民1人1人が自身の将来についてより深く考えるようになると考えられる。その上「投資教育」を行うことで国民の現預金偏重の金融資産がリスク資産へと振り分けられるのではないかと考えられる。このように段階を踏んで中長期的かつ継続的な金融経済教育を行い、教育効果を得られることができ、個人投資家層の知識レベルの底上げを図ることで、新規投資家層の拡大と既存投資家の取引量増加に繋がるのではないかと考える。

第2に、NISAの利便性向上についてである。2014年から導入されたNISAを1つの要因として近年の個人投資家が増加している。一方で、依然として家計の金融資産は現預金で運用されており、申請手続きの簡素化、制度の恒久化、非課税枠・利用年数の拡大といった制度改革を要望する声も多い。その中で「非課税枠の拡大」親から子への資金移転及び若年層への投資のすそ野を拡大する

意図として導入された「ジュニア NISA」若年層の長期の積み立て、分散投資を強く後押しする「積み立て NISA」等の制度改革を受け、現在の形となっている。

「ジュニア NISA」及び「積み立て NISA」等は明確な対象層や意図を持って導入された制度改革ではあったが、実際の運用にあたっては必ずしも制度設計の  
5 目標は広く理解されたとはいえない。そのためもあって、「ジュニア NISA」の口座開設数は伸び悩みがみられるだけでなく、「現行型 NISA」と「ジュニア NISA」そして「積み立て NISA」が整理されずに並立したままで混乱を招く懸念がある。

「ジュニア NISA」の枠組みを、現行型から積み立て型へと変更した上で、引き出し可能年齢を既存の 18 歳から 12 歳に変更することも、1 つの改革方法で  
10 ある。こうした改革により、中学校及び高校の入学資金に NISA の資金を充てることができ、「ジュニア NISA」の本来の意図である教育資金の捻出といった制度の意図を広範な人々に伝えることができる。

## (2) 機関投資家

金融庁は、2014 年に「日本版スチュワードシップ・コードに関する有識者  
15 検討会」によりスチュワードシップ・コードを策定した。この間、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は 200 を超えた。それにもかかわらず、こうした英国流の機関投資家の行動原則は日本経済の活性化につながっているとはいえない。日本版スチュワードシップ・コードが想定する機  
20 関投資家と企業との共同エンゲージメントは、両者の緊張感関係を高めというよりも、伝統的なもたれなさを維持・強化させることになりかねないからである。機関投資家の投資行動を企業経営に一層反映させ、企業価値を高める行動をとるようには、機関投資家じゃ企業に対し、責任ある機関投資家として行動するために、機関投資家は、企業との癒着を絶ち、株主利益を優先し  
25 た投資行動をとる必要がある。

## 第 2 節 企業に対する提案

現在、日本企業において内部留保が年々増加している。企業が、収益増大を  
30 設備投資や配当や賃金による株主や従業員へ還元にししゅつせず、内部留保と

して自己資本に組み込むため、企業成長だけでなく日本経済全体の成長にも抑制的に作用することになっている。

この課題に対しても、機関投資家が投資家らしく株主など投資家を優先した行動をとることが必要である。内部留保を行う企業の経営者には、資本を収益資産に投資し企業価値を高めるようにすべきことを迫るか、配当率を高める必要を訴えるべきである。そのような経営戦略をとらない企業に対しては、経営陣の退陣を迫るか、最後の手段として当該企業の株を売却すべきである。

### 第3節 証券会社に対する提案

10 証券会社に対しては、新規投資家層の拡大および既存投資家の取引量増加を行うために、第1に、フィデューシャリーデューティの徹底とそれに伴う販売姿勢の点数化方式導入、第2に、証券会社の営業姿勢の変化、が求められる。

第1の『フィデューシャリーデューティの徹底とそれに伴う販売姿勢の点数化方式導入』について、金融機関が「フィデューシャリーデューティ」の徹底を宣言することで、数多く存在する金融サービス提供者の中から投資家や企業から信頼を得るための一種の指標となることを目的とする。投資家や企業から選ばれる金融機関のスタートラインとして、宣言をすることが前提となることで金融機関の販売姿勢の改善が期待される。また、形だけの宣言を防止するために従来の監督体制に加え、金融庁・一般投資家・FPなどによって販売姿勢の20 評価を行いその結果を公表するという方策も導入すると効果を高めると思われる。

第2に、従来、証券会社は回転売買という手法を用いて個人投資家の利益を既存してきたと言われている。すなわち、個人投資家が証券会社に株式や投信の購入の相談を行った際、証券会社の利益向上につながるように金融商品の短期25 売買を勧めることにより、個人投資家の利益を阻害するというケースがあった。その結果、投資や証券会社に対するマイナスイメージは現在も強く根強い。そのためもあって、現在でも、個人投資家は、リスク証券の運用を忌避し、銀行預金で資産を保有する傾向が続いている。証券会社の金融商品の販売態度も近年変化を見せているとはいえ、過去の回転売買のイメージを払拭するにはい30 たっておらず、新規投資家の拡大を見込むことは難しい。新規投資家の拡大に

よるリスク証券の投資する投資家層の拡大のためには、証券会社間の競争環境を整備するとともに、各証券会社の経営方針として顧客本位の営業姿勢を徹底させる必要がある。

5

## むすび

最後に、次の点にもふれておきたい。今日の日本経済は、メガバンクを中心とする強固な銀行システムに支えられてきたことは間違いない。しかし、銀行システムに依存したままでは、活性化による証券市場の強化、そして証券市場の強化を通じた日本経済の活性化が必要である。

10

そのためには、証券市場の日本株市場の魅力を世界に発信することで海外からの支持を狙うだけでなく、地方の中小企業の情報公開・開示の積極化や地方証券会社の合併・育成など地方経済の活性化と結びついた取り組みによって証券取引の足腰を強化することも必要である。

15

## 参考文献

20 イッカツ HP 「【業界研究】証券業界の現状・動向・課題について」  
(<https://media.ikatsu.jp/archives/857>、2018年10月20日閲覧)

日本電子計算株式会社 HP 「JIP's DIRECT」  
(<https://www.jip.co.jp/report/detail.php?report=00171>、2018年10月20日閲覧)

25

三菱UFJモルガン・スタンレー証券 HP 「マーケットの歴史」  
(<http://www.sc.mufg.jp/products/sp/intro201712/index.html>、2018年10

月 21 日閲覧)

「CREIVE」(<https://creive.me/archives/2028/>、2018 年 10 月 21 日閲覧)

- 5 あがたグローバル経営グループ HP「内部留保の使い方」(<http://www.ag-tax.or.jp/column/2018/03/post-70.php>、2018 年 10 月 22 日閲覧)

みずほ証券 HP「みずほ証券のフィデューシャリー・デューティーの実践に向けた取組方針について」([https://www.mizuho-](https://www.mizuho-sc.com/company/management_policy/fiduciary/index.html)

- 10 [sc.com/company/management\\_policy/fiduciary/index.html](https://www.mizuho-sc.com/company/management_policy/fiduciary/index.html)、2018 年 10 月 22 日閲覧)

IFA online HP「フィデューシャリー・デューティーが徹底されると何が起きるのか？」(<https://ifaonline.jp/asset-utilisation/1972>、2018 年 10 月 21

- 15 日閲覧)