平成 30 年度 証券ゼミナール大会 第 1 テーマ

「今後の国内証券市場の活性化について ~特に株式流通市場を中心に~」

関西学院大学 阿萬ゼミナール 西條班

目次

	序章		3
	第1章 証券	き市場とは	
	第1節	証券市場の概要	$\cdots 4$
5	第 2 節	主な金融商品	$\cdots 4$
	第3節	証券市場の役割	$\cdots 4$
	第4節	取引所のあり方	$\cdots 5$
	第2章 今後	その証券市場のあり方	
	第1節	証券市場をとりまく動向	11
10	第 2 節	活性化の必要性	· · · 12
	第3節	目指すべき証券市場の姿	14
	第3章 家計	一の現状分析と課題	
	第1節	貯蓄から資産形成へ	15
	第2節	家計における資産形成手段	17
15	第3節	NISA・確定拠出年金の課題点	20
	第4章 企業	きの現状分析と課題	
	第1節	伸び悩む日経平均株価	24
	第2節	日本の株価が持続的に上がらない理由	$\cdots 27$
	第3節	無形資産投資への取り組み	30
20	第 4 節	企業の情報開示	34
	第5章 機関	投資家の現状分析と課題	
	第1節	機関投資家の動向	36
	第2節	ESG 投資の現状と存在意義	38
	第6章 証券	市場活性化のための提言	
25	第1節	家計に対する提言	41
	第2節	企業に対する提言	$\cdots 45$
	第3節	機関投資家に対する提言	48
	終章		$\cdots 49$

序章

バブル崩壊以降、日本経済は停滞状態に陥った。その状態は「失われた 20 年」 と言われている。失われた20年を脱却するため、政府は様々な政策を打ち出し てきた。「貯蓄から投資へ」のスローガンを改め、「貯蓄から資産形成へ」の新 スローガンを掲げた。これは、人生 100 年時代と言われている現在、個人の金 5 融資産を預貯金ではなく、投資へ促そうという考えと、「投資」という言葉を噛 み砕き、国民にとって受け入れやすい言葉に変更するという政府の配慮である。 これまでに、スローガンに沿った経済政策が施行されてきた。アベノミクスに 含まれる低金利政策や ETF 買い入れ、確定拠出年金の法改正、NISA 制度改革な 10 どが挙げられる。その努力から近年は景気が回復傾向にあるが、他国と比べる と、その成長率はかなり低いという現状にある。また、政府の積極的な投資促 進の行動とは裏腹に国民の投資行動は積極的とは言い難く、それが株価上昇を 成し得ない結果となっている。超少子高齢化社会に突入した日本は公的年金制 度や低金利政策などの問題や弊害が強まる一方であり、老後における資産を増 15 加させるには家計における自助努力が必要不可欠であるとともに、日本の持続 的な成長には証券市場が重要なファクターとなっていると、我々は考える。つ まり、今後、日本の証券市場を活性化させることは企業の持続的な成長を可能 にし、家計における資産形成を促進させることができる。

以上の点を踏まえ、我々は「今後の国内証券市場の活性化」、主に株式流通市場を中心に論じる。しかし、証券市場を捉える多様な視点を度外視しては本末転倒であるため、機能面・商品面においてそれぞれの役割を理解した上で株式流通市場に焦点を絞って論じる。

本稿では第1章に証券市場の概要と活性化させるにあたっての定義を述べ、第 2章では取引所のあり方について検討する。証券市場の現状を確認した上で、

第3章では家計における資産形成の現状と問題点を把握し、第4章では日本の株価が伸び悩む原因と企業の在り方を示し、第5章では機関投資家のあるべき姿を把握する。第6章では第1章と第2章の内容を理解し、第3章から第5章の問題点を解決し、最終的に株式流通市場が活性化されるための提言を行う。

20

25

第1章 証券市場とは

第1節 証券市場の概要

5

10

15

20

金融市場とは、貸し手である「資金余剰主体」と借り手である「資金不足主体」が資金の融通を行う場であり、仲介手段により「直接金融」と「間接金融」の二つに分類される。資金の需要者と供給者の間に第三者である金融機関を介して資金調達を行う方法を間接金融と呼ぶのに対して、第三者を介さずに資金の需要者が供給者から直接資金調達を行う方法を直接金融と呼ぶ。本稿のテーマである証券市場は直接金融に属し、さらに証券市場は機能面で「発行市場」と「流通市場」に分類される。

発行市場とは、資金調達を目的とした新規の株式や債券などの有価証券を、発行者から直接、あるいは仲介者を通して投資家たちが取得する市場である。一方、流通市場とは、証券を保有する投資家同士が売買を行う市場を指す。発行市場では、主な取引が当事者間で行われるため取引所のような具体的な市場は存在しないが、流通市場は取引所取引と取引所外取引といった具体的な市場が存在する。発行市場と流通市場は「車の両輪」に例えられるように、相互に依存している。例えば、投資家間での証券の流動性が確保されなければ証券の発行が行われず、新たな証券が発行されなければ投資家間での売買も行われない。つまり、証券市場を活性化するには、両市場がうまく機能することが必要となる。

第2節 主な金融商品

(1) 債券

25 債券とは、発行元が投資家から資金を借り入れるために発行する有価証券である。予め利率と返還期間が定められており、株式と比べ安定的に収益を見込むことができる。公社債とは債券の総称であり、国や地方公共団体が資金調達のために発行する国債や地方債などといった「公共債」や民間企業が発行する金融債や社債といった「民間債」が存在する。

(2)株式

5

25

株式とは、企業が多様な投資家からの資金調達を目的として発行する有価証券である。債券とは異なり、発行して得た資金への返済義務はないが、株主に対して利益に応じた配当金を支払う必要がある。また、債券は負債として計上されるのに対し、株式は資本に計上されるため自己資本比率が向上し財務基盤の強化が可能となる。

(3)投資信託

投資信託とは、複数の投資家から資金を集めて大きな資金をつくり、専門家 10 が株式や債券といった資産に投資・運用する仕組みの商品である。運用によっ て得られる収益は、投資額に応じて投資家に分配される。収益は運用成績によって変動するため元本は保証されないが、投資家は少額の資金での投資や効率 的な分散投資が可能になる。また、専門家による運用のため知識が乏しい投資 初心者にとっても始めやすく、「貯蓄から資産形成へ」の流れを促進する中心商 15 品として成長が期待されている。

第3節 証券市場の役割

(1)発行市場の役割

20 発行市場は、資金調達を行う場である。新たに発行された証券を投資家が最初に取得する市場であることから、一次市場(プライマリーマーケット)と呼ばれている。基本的に、企業が証券を発行するためには上場する必要がある。

上場するには、投資家保護の観点から証券取引所が設けた審査基準を満たす必要があり、上場の条件は決して容易ではない。しかし上場することで、公募による時価発行増資や新株予約権付社債の発行など多様な資金調達に可能になり、長期安定的な資金を確保できる。また、情報開示によって企業の魅力を伝えることが可能になり、新規株主の増加が期待できる。さらに新聞報道などの機会も増え、知名度や信用度の向上や優秀な人材の確保へ繋がる。

その一方で、株主の意見を反映した経営が求められるため、自由な経営は困 30 難になるだろう。また、市場での自由な株式売買が可能になるため投機的取引 の対象となる可能性や株式の買い占めによる経営権の侵害などの恐れが生じる。 上場を目標とする企業も多いが、上場の準備に膨大な時間や費用が必要となる ため、成長性はあるが資金面ではまだまだ乏しいベンチャー企業にとっては大 きな負担となる。

5 これより、上場におけるメリットとデメリットが存在することを経営者は理解したうえで、上場への意思決定を行うことが重要となる。多くの企業が上場し、資金調達が行われることで発行市場が成り立つ。

(2)流通市場の役割

10 流通市場では、すでに発行された証券は投資家同士で売買されることで価格 形成が行われる。債券価格は、金利や信用リスクにより価格が決定される。ま た株価は、投資家が企業の将来性を見極め、企業価値の評価を行うことで適正 な価格が決定される。投資家間における株式の売買は、権利の移転といえ、そ の権利は株主が所持する。株主の権利は「自益権」と「共益権」の二つに分け 5 わる。自益権とは、財産的利益に関する権利であり、剰余金配当請求権や残 余財産分配請求権などが挙げられる。共益権とは、経営への参加に関する権利 であり、総会議決権や代表訴訟提起権などが挙げられる。

流通市場には、発行市場とは異なり具体的な証券取引所が存在し、その証券 取引所が重要な役割を担っている。

20

第4節 取引所のあり方

(1)証券取引所の役割

証券取引所は、証券の公正な価格形成や投資家と上場企業を繋ぐ役割を果た している。日本は、東京証券取引所と大阪証券取引所の現物市場が統合した日本証券取引所、名古屋、札幌、福岡の四種類の取引所が存在している。しかし 【図表 1】が示すように、上場株式売買代金の構成比率のうち 99.978%を東京証券取引所(以下、東証)が占めている東証一極集中の構造である。また【図表 2】からも、日本における証券取引は売買高と上場会社数が東証一部に偏っていることが分かる。

【図表 1】上場株式売買代金における構成比率

取引所	構成比
東京	99. 978%
名古屋	0.012%
福岡	0.002%
札幌	0.007%
合計	100%

5 出所:公益財団法人 日本証券経済研究所「図説日本の証券市場 2018 年版」 (2018) P. 49 より著者作成

【図表 2】取引所における売買高と上場会社数

取引所/市場	売買高(千株)	上場会社数(社)
第一部	29, 950, 198	2, 109
第二部	1, 620, 968	504
マザーズ	1, 622, 084	270
JASDAQ スタンダード	1, 537, 282	692
JASDAQ グロース	246, 806	37
国内株式合計	34, 977, 338	3, 540

10 ※売買高は 2018 年 9 月時点での累計値、上場会社数は 2018 年 10 月 23 日時点の累計値

出所:日本取引所グループ HP「統計資料」・「株式会社数・上場株式数」

<https://www.jpx.co.jp/markets/statistics-equities/misc/index.html>

より著者作成

その要因としては、①日本の企業は東証一部上場を成し遂げることが社会的ステータスの高さを示すと考える傾向がある②東証一部が証券市場の頂点であるというヒエラルキー構造が構築されている③売買高、株式流動性の高さは取引が成立しやすい環境であるため、さらに取引が集中していく」以上の理由が考えられる。

また、第一部へ直接上場するには【図表 3】のような選定基準を満たさなければならず、その基準は非常に厳しいものになっている。しかし、【図表 4】からわかる通り、マザーズから東証一部への上場選定基準は、直接上場に比べて非常に容易なものとなっている。そのため、同じ東証一部に上場している企業であっても、その規模は様々であるという現状が挙げられる。

【図表 3】上場審査基準

5

10

2012年3月9日時点

項目	新規上場に係る市場一部銘柄への指定		
埃 日	(市場一部に直接上場する要件)		
(1)株主数	2,200 人以上		
(上場時見込み)	2,200 八以上		
(2)流通株式	a. 流通株式数 2万単位以上		
(上場時見込み)	b. 流通株式数(比率) 上場株券等の 35%以上		
(3)時価総額	250 億円以上		
(上場時見込み)	200 1息 门 以 工		

15 出所:日本取引所グループ HP「上場審査基準」

より著者作成

¹ 日本証券経済研究所(2018)『図説 日本の証券市場 2018 年版』日本証券経済研究所 P. 48 参照

項目	マザーズから市場一部に市場変更する場合の指定	
(1)株主数 (上場時見込み)	2,200 人以上	
	次の a, b, c 全てに適合すること	
(2)流通株式	a. 流通株式数 2万単位以上	
(上場時見込み)	b. 流通株式時価総額 20 億円以上	
	c. 流通株式数(比率) 上場株券等の 35%以上	
(3)時価総額	40 億円以上	
(上場時見込み)		

出所:日本取引所グループ HP「上場審査基準」

5 〈https://www.jpx.co.jp/equities/listing/criteria/listing/〉より著者作成

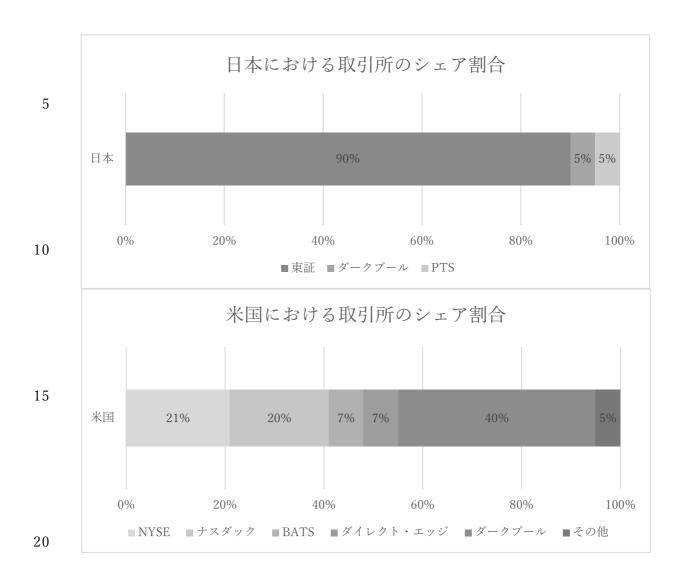
(2) PTS とダークプールの評価

近年、ダークプール取引や PTS (私設電子取引) といった取引所外での取引 10 数は伸びつつある。

ダークプール取引とは機関投資家をターゲットとした秘匿性の高い取引であり、PTSとは夜間の取引が可能な時間外取引である。

【図表 5】が示すように、日本では東証でのシェアが約 9 割を占め、残り 1 割をダークプールと PTS が分け合っている。米国と比較すると、日本がいかに 15 東証一極集中なのかがわかる。しかし、今後日本で最良価格での取引が確立されると、ダークプールや PTS のシェアは拡大するだろう。

【図表 5】日米における取引所のシェア割合



出所:日本経済新聞(2018)『個人の株売買、東証通さず ネット証券「最良価格で」 松井、銭単位で約定可能 楽天、私設システム活用』

<https://www.nikkei.com/article/DGKKZ027147480Q8A220C1EE9000/>

25 より著者作成

第2章 今後の証券市場のあり方

本章では、目指すべき証券市場の姿の定義づけを行う。第1節では前述した 証券市場の概要や役割を理解したうえで、証券市場をとりまく動向を考察し、 第2節では証券市場の活性化をする意義について明確にする。これらを踏まえ て第3節において我々が考える目指すべき証券市場の姿を定義する。

第1節 証券市場をとりまく動向

(1) IPO の発達

5

20

企業の資金調達の手段の一つとして IPO がある。IPO とは、企業が新たに 証券市場にて上場を果たすことであり、近年では世界的にも IPO への関心が高まっている。日本では IPO 企業の資金調達額が増加しており、2018 年上半期(1~6月) に新規上場した企業の IPO 時の調達額は 834 億円となり、前年同期の 2.5 倍に膨らんだ。2 その背景には、メルカリの東証マザーズへの上場が関係しており、半期ベースで調達資金が 500 億円を超えたのは 2016 年 7 月に LINE が 東証 1 部に上場して 1155 億円を調達した以来である。また、2018 年 4~6 月期の IPO (新規公開株) 件数が 23 件と前年同期に比べてほぼ倍増した。それにより、日本取引所の上場関連収益が伸び連結決算 (国際会計基準) における純利益の前年同期比 7%増にもつながり IPO による好影響が見受けられた。3

これより、資金調達手段として IPO がさらに活発化することが見込まれ、証券市場の活性化へも大きく貢献すると期待できる。

(2)Fintech への高まり

Fintech とは金融を意味する「Finance (ファイナンス)」と技術を意味す 25 る「Technology (テクノロジー)」を掛け合わせたものであり、ビッグデータ、AI (人工知能)、などの最新技術を駆使した金融サービスのことである。

²日本経済新聞(2018年6.28朝刊)「IPO企業調達額2.5倍、上半期834億円、メルカリ1社で544億円。」

³日本経済新聞(2018年7.31朝刊)「日本取引所、純利益7%増、4~6月、IP0増。」

ICT が急速に進展したことで業務の効率化や利便性の向上などの多様なサービスが生まれ、Fintech による金融業の変革が進んでいる。証券市場における Fintech の一つとして arrowhead (アローヘッド)が挙げられ、2010 年から東証で導入されている。arrowhead とは、高速性と信頼性を兼ね備えた株式売買システムであり、HFT などのアルゴリズム取引が活性化している。アルゴリズム取引は、より有利な価格で約定できるための証券会社独自のノウハウをプログラミングとして盛り込んでいるのが特徴で、当初は米国の機関投資家を中心に広まり、今では日本国内の機関投資家にも普及している。4

また、資産運用サービスとしてロボアドバイザーへも注目が高まっている。 10 ロボアドバイザーとは、AI(人工知能)を利用して資産管理や資産運用のアドバイスを行うサービスである。ロボアドバイザーを利用することで、投資知識が十分でない人でも効率的に投資を行いやすくなり、新たな投資家層拡大に大きく貢献すると期待できる。

Fintech による変革が進む一方で、大半の Fintech 関連サービスがインター ネット上で行われているため、情報漏洩などのセキュリティ管理が重要となってくる。また、2018 年 10 月にはメリルリンチが東証に大量のデータを送信したことが原因で株式取引のシステム障害が発生した。東証の担当者は今回のシステム障害の背景には直接的な原因ではないが高速取引業者 (HFT) の存在があったと述べ、高速取引が市場に与える影響を考慮しなければならない。5

20 このように、Fintech における課題点は存在するが、今後の証券市場の活性 化には Fintech の発展が不可欠であると言える。

第2節 活性化の必要性

5

第1章で述べた通り、証券市場は企業にとって資金調達の場であるとともに 25 家計にとって資産形成の場となる。近年、少子高齢化により公的年金制度は揺 らいでいる。そのため、家計は自助努力で将来に向けた資産形成を行う必要性

⁴ 野村証券、「アルゴリズム取引」

⁽²⁰¹⁸⁾ https://www.nomura.co.jp/terms/japan/a/algorithmic.html

⁵ 日経速報ニュース(2018年10.23)「東証システム障害「メリルが原因」金融庁に報告書」、「東証、システム障害「金融庁が高速取引について報告を指示」

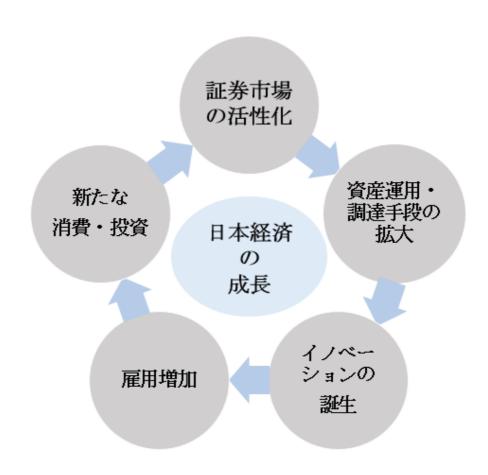
が高まっている。前述したような Fintech による新たなサービスの活用や、資産形成制度の普及により、証券市場は日々進化を遂げている。

証券市場が活性化することで、家計の貯蓄が企業の資金に回り、新たな事業への投資につながる。つまり、企業の成長を促し、株価の上昇にもつながる。 また雇用も生まれ、家計においての消費が増加し、さらには新たな投資へと好

これより、証券市場の活性化は、最終的に日本経済の成長に大きな影響をもたらすといえる。

10 【図表 6】活性化がもたらす影響

循環が創り出される。



出所:著者作成

15

5

第3節 目指すべき証券市場の姿

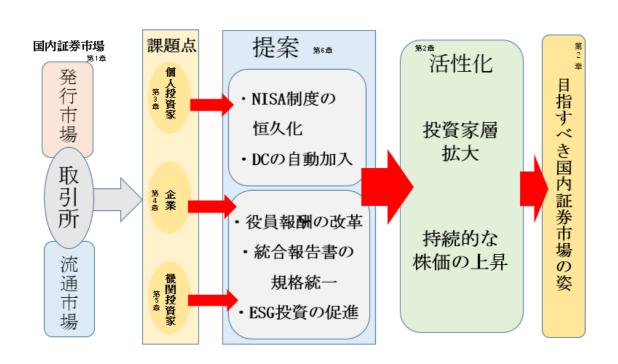
ここまで証券市場の定義と役割を確認し、証券市場を活性化させる意義について述べてきた。本節では、我々の考える目指すべき証券市場の姿を明確にし、証券市場の活性化に必要な要因を示す。

5 世界的なグローバル化が進み、金融市場においても国際競争力強化に取り組まなければならない。そのためには国内証券市場の魅力を高め、活性化させる必要がある。そこで我々は「株価の持続的な上昇」と「投資家層の拡大」を目指すべき証券市場の姿と定義する。

第1章で述べたとおり、発行市場と流通市場は相互に依存している関係であり、証券市場の活性化には両市場の発展が望ましい。なかでも、株式流通市場の活性化が証券市場全体に大きな影響を与えると考え、本稿では特に株式流通市場の活性化について論じていく。次章から、目指すべき証券市場の姿の実現に向けて、個人投資家・企業・機関投資家の視点から課題を分析し、それを解決するための提言を行う。

15

【図表7】本稿の流れ



20 出所:著者作成

第3章 家計の現状分析と課題

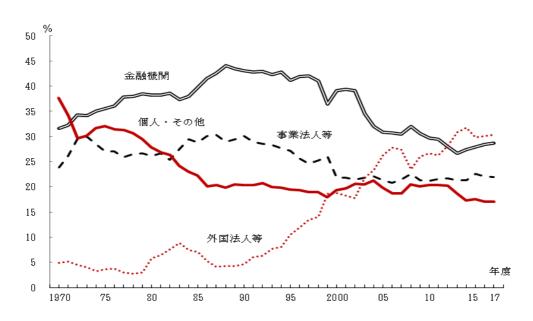
本章では、「投資家層の拡大」において重要な役割を果たす家計に焦点を絞って述べていく。第1節では、自助努力の必要性について述べ、第2節では家計に投資を促す制度の現状を分析していく。現状を踏まえたうえで、第3章では課題点を明らかにしていく。

第1節 貯蓄から資産形成へ

5

個人投資家とは、個人の資金から投資活動を行う者である。【図表 8】が示すように、個人投資家の株式保有率は、17.0%と機関投資家や外国人投資家と比 べると少ない⁶。個人投資家の株式保有率が低迷している要因として、家計の貯蓄が投資に回っていないことが挙げられ、家計での投資促進が求められる。

【図表8】主な投資部門別株式保有比率(市場価格ベース)



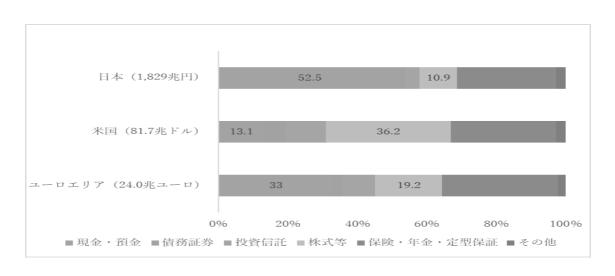
15 出所:独立行政法人労働政策研究・研修機構、「主な投資部門別株式保有比率 (市場価格ベース)」より引用

https://www.jil.go.jp/kokunai/statistics/timeseries/html/g0705.html

⁶ 日本取引所グループ (2018)「2017 年度株式分布状況調査の調査結果について」P.5https://www.jpx.co.jp/markets/statistics-equities/examination/nlsgeu0000036n2d-att/j-bunpu2017.pdf

【図表 9】からわかるように、米国や欧州に比べ、日本の家計における金融資産の構成比率は現金・預金に偏っている。しかし、2016年2月から導入されたマイナス金利政策により、現在の普通預金の平均年利率は 0.001%と極めて低く⁷、預金による資産形成は困難である。こうしたなか、株式や投資信託などのリスク性資産への投資による資産形成が重要視されている。

【図表 9】日米欧における家計の金融資産構成(2018 年 3 月)



10

5

出所:日本銀行調査統計局(2018)「資金循環の日欧米比較」P.2 https://www.boj.or.jp/statistics/sj/sjhiq.pdf とり著者作成

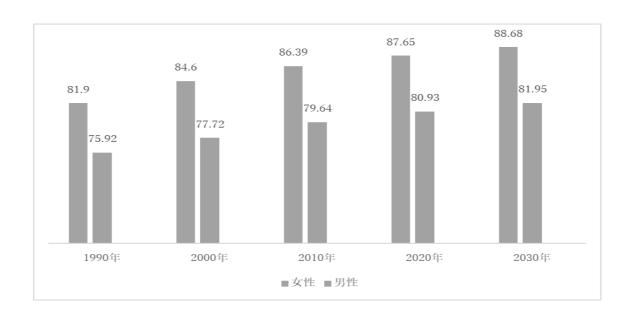
現在、日本の公的年金制度は、世代間扶養である賦課方式で成り立っている。 15 しかし、【図表 10】が示すように平均寿命は年々伸長しており、少子高齢化に 拍車をかけている。それ故に、近年では公的年金制度の不安定さが問題視され ている。そのため、家計は自分の老後の所得確保に向けた自助努力を行う必要 がある。

20

⁷ 日本銀行金融機構局 HP (2018)「2018 年 10 月 17 日預金種類別店頭表示金利の平均年利率等について」

を参照

【図表 10】日本の平均寿命の推移



5 出所: 內閣府 (2018)「平成 30 年度版高齢社会白書」P.5

http://www8.cao.go.jp/kourei/whitepaper/w-

2018/zenbun/pdf/1s1s_01.pdf>より著者作成

第2節 家計における資産形成手段

10

15

20

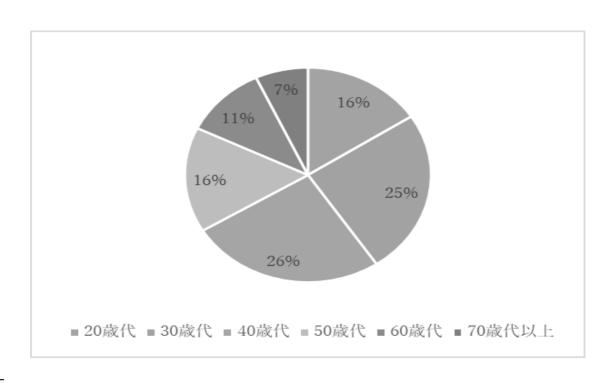
(1)少額投資非課税制度(NISA)

少額投資非課税制度(以下、NISA)とは、英国の ISA に倣って、2014年1月から導入された個人投資家のための税制優遇制度であり、株式、投資信託等の配当、譲渡益等が毎年120万円まで非課税となる。非課税期間は最長5年であるが、ロールオーバーを行うことにより最大で10年間、総額にして600万円の税制優遇を受けることができる。投資対象商品は、上場株式や株式投資信託、REIT、ETFなどである。2018年1月からは、少額からの長期・積立・分散投資を支援する制度として、最長20年間、毎年40万円までが非課税となるつみたてNISAが導入された。一般NISAと異なりロールオーバーを行うことはできない。つみたてNISAの対象商品は、長期・積立・分散に適した公募株式投資信託と上場株式投資信託(ETF)のうち一定の要件を満たすものに限られており、投

資初心者にとって始めやすい制度となっている。しかし、一般 NISA とつみたて NISA の併用はできず、個人投資家は自分のライフプランに適した NISA 口座の 開設が求められる。

NISA 口座の開設数は、1,167 万 9,355 口座に達し、そのうち 50 万 7,462 口座がつみたて NISA の口座である⁸。一般 NISA の口座開設割合は高齢者が多いのに対し、つみたて NISA の口座開設割合は 20~40 歳代が全体の 7 割を占めていることが【図表 11】から読み取れる。このことから、つみたて NISA は投資未経験者が多い若年層への投資促進に効果があったといえる。また、金融庁では職場つみたて NISA の導入を促進しており、職場を通してつみたて NISA の普及を目標としている。

【図表 11】世代別つみたて NISA 口座開設者の傾向について(平成 30 年 3 月末)



15

5

10

出所:金融庁 (2018)「NISA(一般・つみたて)の現状」P.3

より著者作成

⁸ 金融庁 (2018)「平成 30 年 3 月末時点 NISA・ジュニア NISA の利用状況調査」P. 3https://www.fsa.go.jp/policy/nisa/20180702-3/01.pdf

(2)確定拠出年金

確定拠出年金(以下、DC)とは、予め設定した掛け金をもとに加入者自身が資産の運用・管理を行う、老後資金形成を目的とした制度である。その運用収益によって将来給付される年金額が変動する。DC は iDeCo と呼ばれる個人型 DC と企業型 DC に区別できる。とりわけ、企業型 DC は運用金融機関・運用商品ともに企業が指定・選定しているため、投資家参入の拡大を図ることが可能である。

DCのほかに企業年金制度として確定給付年金がある。確定給付年金は給付額を先に決定し、企業が年金資産を一括して運用・管理するため、将来受給される年金が決まっている。

DC の規約数は 5,948 件、加入者数は約 686 万 1 千人である。確定給付年金基金型・規約型を合わせて合計件数は 13,160 件、加入者数は 901 万人である。⁹ 現在、確定給付年金を採用している企業・加入者が多いが、【図表 12】からは、近年、企業型 DC を採用している企業・加入者が急速に増加していることがわかる。今後も企業型 DC を導入する企業は増加すると見込まれる。

20

5

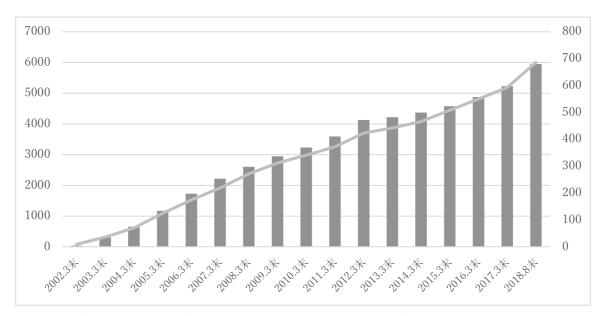
10

15

25

⁹ 企業年金連合会(2018)「企業年金の現状(平成 30 年度 10 月 1 日現在)」 <<u>https://www.pfa.or.jp/activity/tokei/nenkin/files/genkyo.pdf</u>>

【図表 12】確定拠出年金規約数と加入者数 (左軸:規約数 右軸:加入者数)



出所:運営管理期間連絡協議会 HP「確定拠出年金統計資料 2002 年 3 月末~ 2017 年 3 月末」P.5

https://www.pfa.or.jp/activity/tokei/files/dc_toukei_2016.pdf

企業年金連合会 HP「企業年金の現況 平成 30年 10月 1日現在」

 より著者作成

10

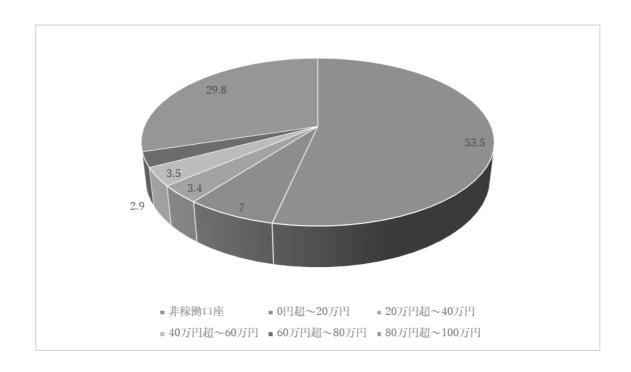
15

5

第3節 NISA・確定拠出年金の課題点

本章第 2 節で述べたように NISA の口座数は、制度導入以降年々増加している。ここで問題となるのが、NISA 口座の稼働率の低さだ。【図表 13】を見ても分かるように、開設された NISA 口座のうち約半数を、口座を開設したものの一度も運用がされていない非稼働口座が占めている。

【図表 13】非課税投資枠の使用状況(平成 27 年度 12 月末)



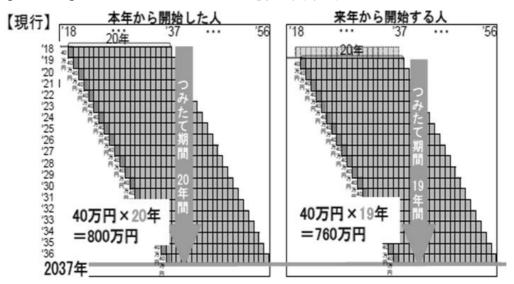
理由として、口座開設を申し込んでから買い付けまでに時間がかかることや 10 購入できる商品数が多く運用まで至らないことなどが挙げられる。こうした状況を踏まえ、商品数が限定されたつみたて NISA の導入や平成 31 年度 1 月より NISA 口座の即日開設、即日買い付けを可能とする税制改正が施行される予定である¹⁰。即日開設、即日買い付けが可能になれば、申込から開設までに時間がかかるために購入意欲を失い非稼働のままである口座を減少させることにつなが 3 と考えられる。しかし、現行 NISA は一般 NISA が 2023 年、つみたて NISA が 2037 年までの時限措置である。そのため、制度導入開始当初から NISA を利用

¹⁰ 金融庁 (2018)「変革期における金融サービスの向上にむけて〜金融行政のこれまでの実践と今後の方針(平成 30 事務年度)〜」P. 43 https://www.fsa.go.jp/news/30/For_Providing_Better_Financial_Services.pdf>参照

している人とそれ以降で NISA の利用を始める人の間につみたて期間の差が生じてしまう。特につみたて NISA では、それが顕著に表れていることを【図表14】が示している。制度が時限措置のため、投資家の制度に対する安心感につながらず、口座数は 2016 年に 1000 万口座を突破してから伸び悩んでいる¹¹。

5

【図表 14】つみたて NISA における積立期間の差



出所:金融庁(2018)「平成31年度税制改正要望項目」P.4

https://www.fsa.go.jp/news/30/sonota/180831.pdf より引用

10 DCにおいてもNISAと同様に加入者数は年々増加している。その背景として、時代の変化における国民の公的年金に対する不安や税金面で優遇がされるなどの理由が挙げられる。また、DCの商品や運用方法が多様であり、自分の好みで選定できる点も魅力の一つである。しかし、商品や運用方法の多様性は魅力的である反面、その種類の多さから、金融リテラシーが不足している投資初心者とってはそれが大きな負担になっているという問題が存在する。運用方法においても規制が少ないため、投資初心者は運用について戸惑いを生じる。これを踏まえて、【図表 15】で示しているように確定拠出年金法が改正された。

_

¹¹ 是枝俊悟(2017)「NISA の有効活用における課題 金融機関に求められる役割」『金融ジャーナル』vol.58 No.9

【図表 15】確定拠出年金の法改正内容

現行	法改正内容
○少なくとも3つ以上の商品を提示し、	① 選択への支援
そのうち1つは元本確保型商品でなけ	・運用商品提供数の抑制
ればならないといった商品提供規制	(上限 35 本*1)
	・商品除外規定の整備
	・提示商品はリスク、リターン特性の
	異なる3つ以上*2のものに定義
○運用資産の選択をしない者への対応	② 選択しない者への支援
	・指定運用方法の規定整備
○投資教育や運用資産の状況を加入者	③ 運用中の支援強化
に知らせる義務等	・継続投資教育の努力義務化

注1 施行日において運用商品提供数が35本を上回っている場合、施行日から 5年を超えない期間は、施行日時点の運用商品提供数を上限とする。

注2 簡易企業年金においては2つ以上。

5 出所:厚生労働省 HP「確定拠出年金制度等の一部を改正する法律の主な概要 (平成 30 年 5 月 1 日施行)」

より著者作成

10

15

【図表 15】の法改正内容は DC の利用者が運用しやすくなっただけではなく、DC 利用者を増加させる作用もあると考えられる。①における政府が行った配慮は商品が多すぎて選べない者のためであり、②は DC に加入したが、運用しない者への規制、③は投資に対してリテラシーが不足している人々に対しての配慮である。このように DC は加入者の増加と共に制度の規制・整備が強化されている。

しかし、法規制では投資家を大幅に増加させることは厳しいとも言える。法 規制内容は強制力を持たない、あくまで確定拠出年金制度の規制・整備である。 本章第1節で述べたように、今後日本はさらに超高齢社会が進行し、公的年金 制度への不安がより一層強まる恐れがある。こうした中、自助努力で老後の資産形成を行うことは必至である。それだけではなく、近年転職が多くなっているため、ポータビリティの拡充がなされている DC を運用することが重要である。これらにより、法改正だけでなく制度を改正する必要があると考える。

5

家計に「貯蓄から資産形成へ」を促す制度として導入された NISA・DC は、家計の資産形成手段として徐々に浸透してきている。その一方で、本節で述べたような課題点も存在している。こうした課題点を改善するための提言を第6章にて行う。

10

15

第4章 企業の現状分析と課題

本章では、第 1 節で戦後からの日経平均株価を日本経済の動向とともに分析する。第 2 節と第 3 節では株価低迷の要因を収益性の低さとし、無形資産投資について言及する。そして、第 4 節では企業の取り組みとして情報開示について述べる。

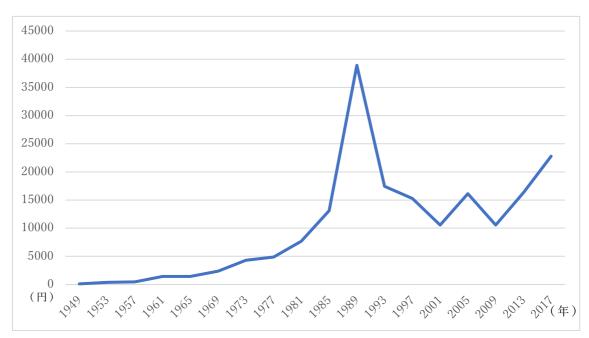
第1節 伸び悩む日経平均株価

世界的に株価が上昇している中、バブル崩壊以降日本の株価は低迷し続けてきた。今年の9月には2万3000円台の高値を記録し¹²回復傾向にみられたが、20 海外と比較すると上昇率は低く十分に株価が回復したとは言い切れない。株価とは、投資家の企業に対する評価と将来への期待を反映させたものであり、企業価値の創出こそが株価上昇につながる。そして、持続的に株価が上昇することで証券市場の活性化にとどまらず、日本経済の持続的な成長につながると言える。本節ではこのことを踏まえ、日経平均株価の推移をもとに日本経済の動向を分析する。

¹² 日本経済新聞(2018年9.14)「日経平均、2万3000円台回復 約7カ月ぶり 高値 業績堅調で株価に割安感、買い戻し広がる」

<https://www.nikkei.com/article/DGXMZ035387650U8A910C1EA1000/>

【図表 16】日経平均株価の推移



出所:ヒストリカルデーター日経プロフィル

(https://indexes.nikkei.co.jp/nkave/archives/data?list=annually) より

5 筆者作成

戦後から現在にかけて、日本の株価は世界経済を揺るがす出来事に合わせて変動してきた。主な出来事としてバブル崩壊とリーマンショックが挙げられ、 大きく3つの時期に分けて日本経済の動向を説明していく。

10

15

戦後~高度経済成長期

第二次世界大戦の敗戦国となり、日本経済は不況に陥っていた。しかし、1950年の朝鮮戦争に伴った特需景気により日本経済は回復するきっかけを掴むこととなった。そして1955年からは高度経済成長期に突入し年平均10%に近い高成長を実現した。その背景として、家計の預金が企業に供給され設備投資が促進されたことが挙げられ、間接金融による高度経済成長期への貢献は大きかったと言える。

しかし 1973 年のオイルショック発生により高度経済成長期は終わり、戦後 初めてのマイナス成長と共に日経平均株価は落ち込んだ。その後も世界の経済 状況に伴い日本の株価は上下に変動しながら、株価の上昇傾向は続いた。

安定成長期~バブル期

5

10

高度経済成長期を終えた後も、軽薄短小産業の急速な成長により日本は 4~5%の成長率を維持し安定成長期へ移行した。そのなか、1985 年のプラザ合意をきっかけに円高・ドル安が進行し日本経済は大きく揺れ動いた。この円高不況を回避するため、日本銀行は公定歩合を 2.5%まで引き下げる金融緩和政策を行った。これにより、資金を調達しやすくなり、当時の企業は財テクと呼ばれる本業以外で資産を増やす手法をとっていたため多額の資金が株や不動産に流れた。その結果、株価や地価の高騰が発生しバブル景気となる。

それに伴い日経平均株価は大幅に上昇し、1989年12月29日に史上最高値である3万8,957円87銭を記録したが、株価は経済の実態とは関係なく上昇したため日本経済の成長とは言い切れない。

15 バブル崩壊~現在

バブル景気による行き過ぎた株価や地価の高騰を懸念した日本銀行は、不動産融資総量規制や公定歩合の引き上げをすることで金融引き締め政策を行った。これが予想を上回るほどの急激な景気後退をもたらす結果となり、バブル崩壊へ導いた。

20 1990年のバブル崩壊以降、「失われた 20年」と呼ばれる長い経済停滞の時代に突入し、日経平均株価も低迷し続けた。また、バブル期の過剰融資による回収困難な不良債権問題が発生し金融機関の破綻が相次いだ。1996年には国際的な金融・証券市場を目指すための「金融ビックバン構想」が打ち出されたが、不良債権の処理に追われていたため余力のある金融機関はなく、日本経済への25 効果は十分でなかったと言える。

2000 年代初めには IT バブル崩壊の影響を受けつつも、株価は上昇した。しかし、2008 年のリーマンショックの影響で株価が最安値である 6994 円 9 銭を記録するなど深刻な景気後退に陥ることとなった。それ以降、株価はリーマンショック前の値を上回るまで回復しているが、日銀の ETF 買入枠を年間 6 兆円

に増額¹³するといったアベノミクスによる政策が大いに関係していると考えられる。そのため、現在の株価上昇は日本経済の成長によるものであるとは言い切れない。

次節で日本の株価がなぜ伸び悩んでいるのかを検証し、また持続的な株価上 5 昇における必要な要因を示す。

第2節 日本の株価が持続的に上がらない理由

投資家の重視する指標の一つとして、ROE(自己資本利益率)が挙げられる。 ROEとは「当期純利益÷自己資本」で算出され、企業が株主から預かった資本をいかに効率よく使い、利益を上げているかを示す「収益性」を測る指標である¹⁴。ROEが高いほど優良な企業と見なされ、投資家へのリターン増加が期待されることで株価の上昇につながると考えられる。

本節では、ROE への意識の高まりと、日本の株価低迷の原因が国内企業の低い収益性、すなわち ROE の低さにあるということを述べる。また、その要因について米国と比較して分析する。

(1) ROE 経営への注目の高まり

10

15

これまで ROE を重視する国内企業は少なかったが、アベノミクスの第三の矢として ROE 重視のマネジメントが注目され ROE への意識が年々高まっている。
20 2014年に資本の効率的活用や投資者を意識した経営観点など、グローバルな投資基準に求められる諸要件を満たした、「投資者にとって投資魅力の高い会社」で構成される新しい株価指数¹⁵である JPX 日経インデックス 400 が登場した。 銘柄選考のスコアを決める指標の一つに 3 年間の平均 ROE が用いられたことで企業側も ROE を重要な指標として認識するようになった。

<https://r.nikkei.com/article/DGKKZ031462820W8A600C1L91000?unlock=1&s=
1>

¹³ 日本経済新聞(2016年7.29)「日銀が追加緩和、上場投信買い入れ6兆円に」https://www.nikkei.com/article/DGXLASGC29H0E_Z20C16A7MM0000>">https://www.nikkei.com/article/DGXLASGC29H0E_Z20C16A7MM00000>">https://www.nikkei.com/article/DGXLASGC29H0E_Z20C16A7MM00000>">https://www.nikkei.com/article/DGXLASGC29H0E_Z20C16A7MM00000>">https://www.nikkei.com/article/DGXLASGC29H0E_Z20C16A7MM00000>">https://www.nikkei.com/article/DGXLASGC29H0E_Z20C16A7MM00000>">https://www.nikkei.com/article/DGXLASGC29H0E_Z20C16A7MM00000>">https://www.nikkei.com/article/DGXLASGC29H0E_Z20C16A7MM000000>">https://www.nikkei.com/article/DGXLASGC29H0E_Z20C16A7MM000000>">

¹⁴ 日本経済新聞(2018年6.7)「ROEとは」

2014年に発表された伊藤レポートにおいては、日本経済の持続的成長の阻害要因として、企業の低収益性が本質的な問題点であると指摘した。「投資家が考える長期投資できる企業とは、持続的な競争優位により、長期的・持続的に資本コストを上回る利益が創出できると見込まれる企業であり」¹⁶、また「グローバルな機関投資家が日本企業に期待する資本コストの平均が 7%超であることから、最低でも 8%以上を上回る ROE を目指す経営を行うべき」¹⁷と提唱したことからも ROE への期待が大きいことがわかる。また、2015年にはコーポレートガバナンス・コードが策定され、経営目標として ROE を重視する企業が 2012年度の 51.0%から、2015年度には 63.6%にまで増加した¹⁸。2018年にはコーポレートガバナンス改革を形式から実質に深化させるために¹⁹、中長期的な企業価値向上に向けてコーポレートガバナンス・コードが改訂された。

(2)国内企業の低い収益性

5

10

15

【図表 17】を見てわかるとおり近年、日本企業の ROE は上昇傾向にあるが、 未だ米国と比較すると差が存在する。なぜ、日本企業の ROE は米国と同水準あ るいは上回る水準まで上昇しないのだろうか。その原因について売上高純利益 率、純資産回転率、財務レバレッジの三つの構成要素に分解して考察する。

【図表 17】より純資産回転率と財務レバレッジは米国と同水準であることから、日本企業の ROE の低さは売上高純利益率、つまりは収益性の低さ²⁰が主な

¹⁶ 経済産業省(2014)「伊藤レポート持続的成長への競争とインセンティブ〜企業と望ましい関係構築〜 プロジェクト 最終報告書 P.26

http://www.meti.go.jp/policy/economy/keiei_innovation/kigyoukaikei/pdf/itoreport.pdf>を参照

¹⁷ 経済産業省(2014)「伊藤レポート持続的成長への競争とインセンティブ〜 企業と望ましい関係構築〜 プロジェクト 最終報告書」P.13

http://www.meti.go.jp/policy/economy/keiei_innovation/kigyoukaikei/pdf/itoreport.pdf>を参照

¹⁸ 日経ビジネス ONLINE(2016)「ROE とコーポレートガバナンス」4月 22 日発刊〈<u>https://business.nikkeibp.co.jp/atcl/skillup/15/275626/041800013/</u>〉を参照

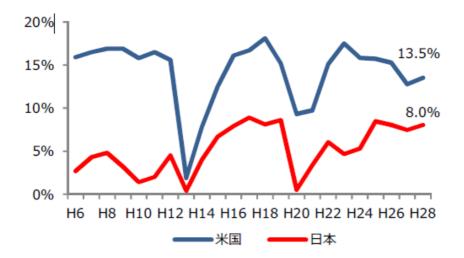
¹⁹ 上田亮子(2018.7)「英国コーポレートガバナンス・コード改訂と日本への示唆」『月刊資本市場』No. 395、p. 24、

http://www.camri.or.jp/files/libs/1129/201808021002545227.pdf

²⁰ 売上高純利益率=収益性、純資産回転率=効率性、財務レバレッジ=安全性を表す

要因であるとわかる。

【図表 17】日米企業の ROE 推移



出所:平成 29 年度 生命保険協会調査 株式価値向上に向けた取り組みについて、p24、(http://www.seiho.or.jp/info/news/2018/pdf/20180420_3.pdf) より引用

10 【図表 18】日米企業の ROE の構成要素別比較

			日本	米国
ROE			8.0%	13.5%
	ROA		3.4%	5.5%
		売上高純利益率	4.4%	8.7%
		純資産回転率	0.8	0.6
財務レバレッジ		レバレッジ	2. 4	2.4

出所: 平成 29 年度 生命保険協会調査 株式価値向上に向けた取り組みについて、p24、(http://www.seiho.or.jp/info/news/2018/pdf/20180420_3.pdf) より筆者作成

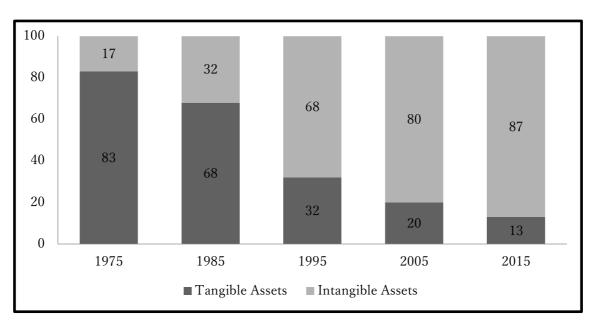
15

5

第3節 無形資産投資への取り組み

5

2017年に経済産業省より公表された「伊藤レポート 2.0」において企業価値を高めるために、施設や設備等の「有形資産」の量を増やすことよりも、経営人材を含む「人的資源」、ブランドといった無形資産を確保し、それらに投資を行うことが重要になってきている²¹。その原因として企業の「稼ぐ力」の源泉が有形資産から無形資産に変化してきている現状があげられる。



【図表 19】S&P500 の市場価値に占める無形資産の割合 (単位%)

10 出所:経済産業省(2017)持続的成長に向けた長期投資(ESG・無形資産投資)研究会 報告書(伊藤レポート 2.0) P.10

 より著者作成

15 【図表 19】は米国に上場する主要 500 銘柄指数である S&P500 で占める無形、有形資産の市場価値を示している。年々、無形資産が持つ市場価値の割合が多くなっていることが分かる。1975 年と 2015 年ではその割合は逆転し、現

²¹経済産業省(2017)「伊藤レポート 2.0 持続的成長に向けた長期投資(ESG・無 形資産投資)研究会報告書」p10

<http://www.meti.go.jp/press/2017/10/20171026001/20171026001-1.pdf>

代において無形資産が米国市場に強い影響を与えており、米国企業も重点的に 投資していることが予想できる。

一方、日本企業による無形資産への投資額は 90 年代から 2007 年まで増加し続け、約 50 兆円にまで上ったが、それ以降の投資額は減少傾向にある。特に人材育成・組織再編投資においては、1998 年の約 6 兆円をピークに減額しはじめ、2012 年にはピーク時の 6 割程度になった²²。

Corrado, Hulten, and Sichel (2005) によると、【図表 20】のように無形資産は情報化資産 (Computerised information)、革新的資産 (Innovative property)、経済的競争 (Economic competencies) に分類することができる²³。

【図表 20】無形資産の分類と内容

分類	情報化資産	革新的資産	経済的競争
無形資産の内容	ソフトウェア資	科学及び工学的	企業固有の人的
	産(受注ソフトウ	研究開発、鉱物	資本、組織変革
	エア、パッケー	探查、著作権及	に対する費用、
	ジソフトウェ	び商標権、その	企業のブランド
	ア、自社開発ソ	他の製品開発、	の価値を高める
	フトウェア)	デザイン及び研	広告などへの支
		究への支出	出

31

_

5

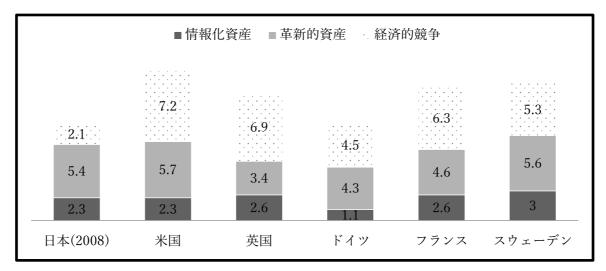
10

²² 経済産業省(2017)「伊藤レポート 持続的成長に向けた長期投資(ESG・無形 資産投資)研究会報告書」P.11、

[〈]http://www.meti.go.jp/press/2017/10/20171026001/20171026001-1.pdf〉

²³ 総務省(2014)「平成 26 年版情報通信白書」P. 18、





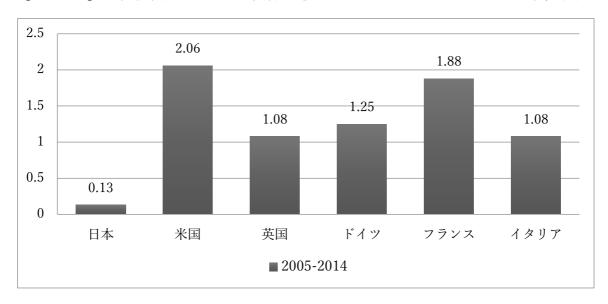
出所:板津直孝(2017)「持続的な企業価値の向上に不可欠な無形資産投資」 『野村資本市場クォータリー』P.5、

5 〈http://www.nicmr.com/nicmr/report/repo/2017/2017win09web.pdf〉より著者作成

また【図表 21】で示しているように、付加価値に占める情報化資産と革新 的資産において、日本は他の欧米諸国と比較して同水準の投資が行われてい 10 る。しかし、経済的競争に対しては他国に比べ圧倒的に低い数値を記録してい る。

15

20



出所:宮川努(2018.1)「生産性向上と日本経済」『月刊資本市場』P.18より著者作成

5

10

15

【図表 22】から、日本企業は経済的競争に含まれている人的投資の GDP 比率において欧米各国と大きな差がある。日本企業が把握している人材投資の主な経費は、外部講習の会社負担分、社会の資格取得等の補助、集合研修の講師料等、採用に関する諸経費であり、その一人あたりの支出額は年間 1 万円以上10 万円未満と答えた企業が過半数であった²⁴。国内企業の人材にかける費用と意識の低さがうかがえる。さらに、人材投資の効果として、一人当たり 1%の増額をすることで、企業の労働生産性が 0.6%ほど上昇するという推計が出された²⁵。人材投資を通して社員の能力が向上することで、企業が創り出す付加価値も増加する。今後、日本企業はグローバル競争を勝ち抜くため、経済的競争を含めた無形資産への投資を促進させ、中長期的に企業価値と収益性を引き上げなければならない。

_

²⁴ 経済産業省(2017)「伊藤レポート 2.0 持続的成長に向けた長期投資(ESG・ 無形資産投資)研究会報告書 P.17、

[〈]http://www.meti.go.jp/press/2017/10/20171026001/20171026001-1.pdf〉
25 日本経済新聞(2016年6.28発刊)「人材投資 生産性に直結 経済白書

²⁵ 日本経済新聞(2016 年 6.28 発刊)「人材投資、生産性に直結、経済白書「1%増額なら 0.6%向上」、高度な IT 活用、企業に育成促す。」

第4節 企業の情報開示

企業が情報開示をする目的として、投資家の投資判断に資する情報の提供と、企業と投資家、さらには投資家間の情報の非対称性を緩和することで、市場における公平性の確保を通じた投資家保護が挙げられる²⁶。公平性の視点から、平成30年4月1日から金商法改正法に基づくフェア・ディスクロージャー・ルールが施行された。

【図表 23】フェア・ディスクロージャー・ルールの大枠

「上場会社等、上場投資法人等の資産運用会社、それらの役員等」が、その業務に関して、金融商品取引業者などといった「取引関係者」に、その上場会社等の(未公表の)「重要情報」の伝達を行う場合には、その伝達と同時に、その重要情報を「公表」しなければならない。

10

5

出所:大和総研(2018)「フェア・ディスクロージャー・ルール細則の概論」
P.2 https://www.dir.co.jp/report/research/law-
research/securities/20180216_012748.pdf>より著者作成

第3節で述べた企業の「稼ぐ力」である無形資産は財務情報に表れにくい。 企業はそれらの投資をどのように評価し意思決定するのか、また、それを投資 家にどのように伝え理解を得るかが重要になってくる。²⁷つまり、企業は投資 家に向けて積極的な対話と非財務情報開示をしなければならない。非財務情報 の内容は多様であり、ガバナンス情報、サステナビリティ情報、経営理念や経 営戦略に関する情報等が含まれる。国際的には、非財務情報の強制的な開示の 整備が進んでいる。欧州では非財務開示指令や米国の紛争鉱物開示規制といっ た法律が策定されている他、上場企業に非財務情報の開示を義務付ける証券取

²⁶ 湯原心一(2016)「証券市場における情報開示の理論」PP.163-174

²⁷ 経済産業省(2017)「伊藤レポート 持続的成長に向けた長期投資(ESG・無形 資産投資)研究会報告書」P.17、

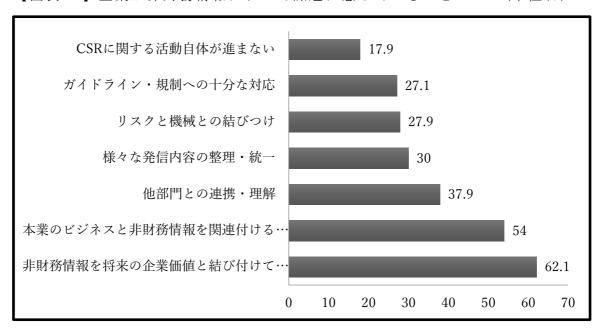
<http://www.meti.go.jp/press/2017/10/20171026001/20171026001-1.pdf>

引所も増加している28。

5

現在、日本の公開企業は、金融商品取引法や会社法に基づく法定開示(有価 証券報告書等)、証券取引所規則などの上場規則による適時開示(決算短信 等)、企業による自主的な任意開示(アニュアルレポート、CSR報告書等)など の情報を公開している。これらの報告書を個別に開示している企業が多数であ るが、近年、投資家を主な対象として財務情報と非財務情報が一体化した統合 報告書を発行する企業が増加している。2011年の約30社に対し2017年の発 行企業数は約400社に上った29。

10 【図表 24】企業が非財務情報において課題に感じていること (単位%)



出所:企業研究所(2018)「新時代の非財務情報開示のあり方に関する調査研究 報告書~多様なステークホルダーとのより良い関係構築に向けて~」P.43よ り著者作成、

15 <http://www.bpfj.jp/act/download_file/98193838/70652841.pdf>

しかし、【図表 24】から、企業の過半数において非財務情報を「本業のビジ ネス」と「将来の企業価値」へ関連付けることに課題を呈している。この状態

²⁸ 新時代の非財務情報開示のあり方に関する調査研究報告書~多様なステー クホルダーとのより良い関係構築に向けて~、企業研究所、2018、P.11、 <http://www.bpfj.jp/act/download_file/98193838/70652841.pdf>

²⁹ 同上、P.6、

<http://www.bpfj.jp/act/download_file/98193838/70652841.pdf>

では企業と投資家の間で関心事への差異が生じ、企業の統合報告書が適正に判断されない場合や投資家が求めている情報が得られない可能性がある。

企業が非財務情報の開示に積極的になる要因として、世界の投資家で企業に対する ESG に関する投資拡大が挙げられる。ESG とは環境 (Environment)、社会 (Social)、ガバナンス (Governance)を指した非財務情報である。投資家向け情報提供機関である FTSE Russell によると、ESG 評価で日本企業が世界平均より良いスコアを付けたのは 14 項目中、環境の 1 つのみであった。評価が低くなる原因として、先行する欧米中心に作られてきた ESG 情報開示のルールに、多数の企業が対応できておらず「情報開示力」の不足にある 30。毎年規模が拡大している ESG 投資市場において、企業は情報開示の水準を引き上げ、透明性の高い報告書の作成が必要である。

第5章 機関投資家の現状分析と課題

本章では、第1節で機関投資家の定義と現状について述べ、第2節では ESG 15 投資について言及する。

第1節 機関投資家の動向

5

10

20

機関投資家とは、一般的に「投資顧問会社」、「生命保険会社」、「損害保険会社」、「信託銀行」、「投資信託会社」、「年金基金」などを指し、巨額の資金を株式や債券といった有価証券で運用することから大口投資家と言われている。

機関投資家はあまり短期間での売買を行わず、長期的に企業の成長や経済状況を見たうえで運用を行う。また、個人や法人から資金を集めて管理・運用するため、自己責任のみならず、資金提供者に対しても責任を負わなければならない。

25 第3章の【図表8】からわかるように、機関投資家の株式保有比率は低迷している。しかし、巨額な資金を扱う機関投資家の動向は、今後の証券市場にとって重要な鍵になると考えられる。

次に、機関投資家の動向を歴史に沿って述べていく。1967年の資本の自由化

³⁰ 日経 ESG(2018.5)「日本的経営は通用しない」P. 20-21 を参照

以降、外国人投資家が日本の証券市場において注目されるようになった。資本の自由化が段階的に進められていく過程において、日本企業が外国資本に買収されることの懸念が高まった。それにより日本企業は株式の持ち合いをさらに強化することで、銀行や企業がほかの第三者に株式を買収されにくくする安定株主としての役割を果たしていた。しかし、1990年代に入ると、株式の持ち合いの関係に変化が起こり始めた。特にバブル経済崩壊後の株価低迷により、株式を多く保有していた事業法人や都市銀行等が所有比率を低下させたのだ。その売却された株式の受け皿として、内外の機関投資家の株式所有比率が増加した。2000年半ばには機関投資家の株式所有比率が半数を占めることもあり、証券市場において存在が大きかった。

5

10

15

20

25

近年ではスチュワードシップ・コードに沿った投資が機関投資家に求められ ている。スチュワードシップ・コードとは、金融機関による投資先企業の経営 監視などコーポレート・ガバナンスへの取り組みが不十分であったことが、リ ーマンショックによる金融危機を深刻化させたとの反省に立ち、英国で 2010 年 に金融機関を中心とした機関投資家のあるべき姿を規定したガイダンスのこと である。2014年2月に日本でも日本版スチュワードシップ・コードが金融庁に より制定された。これはアベノミクスの「第三の矢」としての成長戦略を定め る「日本再興戦略」において、企業の持続的な成長を促す観点から、幅広く機 関投資家が企業との建設的な対話を行い、適切に受託者責任を果たすための原 則を定めたものである。金融庁によると、平成30年8月31日時点でスチュワ ードシップ・コードの「受入れ表明」をしている機関投資家は信託銀行等6社、 投信・投資顧問会社等 166、年金基金等 32、生命保険・損害保険会社 22、その 他(議決権行使助言会社他)7の合計223となっている。31このように機関投資 家が投資先企業をより深く理解し、エンゲージメントなどを通して、企業の企 業価値の向上や持続的な成長を促すことにより、受益者への中長期的なリター ンを拡大する動きが広まってきている。

また、数値的な面でみると 2017 年の部門別株式保有比率のしめる機関投資

³¹野村インベスター・リレーションズ <u>http://www2.nomura-</u>ir.co.jp/irweb/column/dialogue03.html より引用

家の割合は30.8%全体の約3分の1を占めている。近年では信託銀行と投資信託の保有比率が増加している傾向にある。32

第2節 ESG 投資の現状と存在意義

まず、ESG 投資とは何かについて述べる。ESG 投資とは、企業の活動において、環境 (Environment)、社会問題 (Society)、企業統治 (Governance) を重視して投資を行う手法である。

通常の株式投資では企業の財務的な面からのみ投資を行うが、ESG 投資ではそれに加えて、非財務面である、環境や地域社会や利害関係者に対して、いかに企業が CSR を果たしているかをチェックして投資を行う。33

ESG 投資は、日本企業が危機的状況にさらされ始めてから注目を浴びるようになった。バブル経済以来日本企業の低迷が続く中で、それに拍車をかけるように 2007 年にサブプライムローンを発端とした世界金融危機、2011 年に起こった東日本大震災、相次ぐ企業の不祥事などによる、日本企業の国際的競争力が低下してから注目を浴びるようになった。34また 2015 年 9 月世界最大級の機関投資家で年金積立金を管理運用する、GPIF(年金積立管理運用独立行政法人)が、世界の機関投資家に ESG 投資を呼びかける PRI (国連責任投資原則) に著名したことでさらに国内機関投資家の間でも ESG 投資が認識されるようになった。また、GPIF は ESG 全般を考慮した「総合型」指数を 2 つ女性活躍に着目した「テーマ型」指数 1 つの合計 3 つの ESG 指数を選定し、その指数をもとに運用を開始した。35【図表 25】をみればわかるように通常の指数よりローリスクハイリターンであることがわかる。

.

5

10

15

20

³² 金融庁 HP

³³ 環 境 ビ ジ ネ ス オ ン ラ イ ン 用 語 集 https://www.kankyo-business.jp/dictionary/010100.php より引用

³⁵ 年金積立金管理運用独立行政法人 HP 「ESG 指数を選定しました」 参照

【図表 25】各 ESG 指数のリターンとリスク

	リターン			リスク		
指数名	当該指	親指数	差 (A)-	当該指	親指数	差 (C)-
	数(A)	(B)	(B)	数(C)	(D)	(D)
① FTSE Blossom Japan	14.69%	14.26%	0.42%	18.01%	18.14%	-0.13%
Index						
②MSCI ジャパン ESG	14.90%	13.80%	1.10%	17.77%	18.16%	-0.39%
セレクト・リーダーズ指						
数						
③MSCI 日本女性活躍指	14.95%	13.80%	1.15%	16.97%	18.16%	-1.19%
数						
ESG ポートフォリオ全	14.83%	14.43%*	0.39%	17.62%	17.78%*	-0.16%
体※						

(注 1)リターン、リスクは過去 5 年間(2012/4~2017/3)の年率。親指数は①については

- 5 FTSE Japan 指数、②及び③については MSCI ジャパン IMI500 指数。
 (注 2) ※ESG ポートフォリオ全体については、①、②、③に仮に 2 対 2 対 1 の 割合(総合型各「2」、テーマ型「1」)で配分した場合の試算。*は TOPIX のリタ ーンとリスク
- 10 出所)ESG 指数選定結果について、年金積立金管理運用独立行政法人、2017、p.18

https://www.gpif.go.jp/investment/esg/pdf/esg_selection.pdf より著者作成

15

上述した GPIF による PRI への著名をきっかけにさらに注目されるようになり、 【図表 26】を見ればわかるように、欧米諸国には劣るものの近年圧倒的な成長 を成し遂げていることは一目瞭然である。

上述したスチュワードシップ・コードの導入による、エンゲージメントの実践や、2015年に上場企業に対して適用された、「コーポレートガバナンス・コード」など、欧米に比べ遅れをとっていた企業統治の行動規範が定められるなどにより、国内の ESG 投資も加速している。

【図表 26】世界の ESG 投資額

5

	2014 年	2016 年	成長率
ヨーロッパ	10,775 億米ドル	120,400 億米ドル	11.70%
アメリカ	65,720 億米ドル	87,230 億米ドル	32.70%
カナダ	7,290 億米ドル	10,680 億米ドル	49.00%
アースとラリア	1,480 億米ドル	5,160 億米ドル	247.50%
アジア	450 億米ドル	520 億米ドル	15.70%
日本	70 億米ドル	4,740 億米ドル	6689.60%
合計	182,760 米億ドル	228,900 米億ドル	25.20%

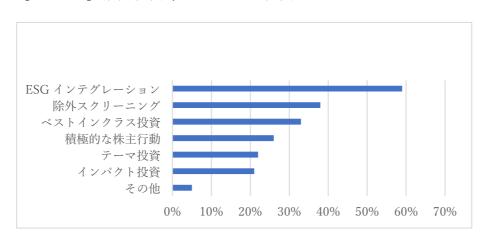
出所) GSIA 2016 Global Sustainable Investment Review P7より筆者作成

10 また、近年、機関投資家の ESG 投資の方法として主流になりつつあるのが「ESG インテグレーション」という方法である。【図表 27】を見ればわかるように ESG 投資の約 60%がこの手法で行われていることがわかる。これは、投資先企業の中長期的な価値創出力を評価するのに、ESG 要因の評価を融合していくアプローチ方法である。単純に不祥事の件数や CSR 活動の内容によるスクリーニング やスコアリングをしてしまうと、ESG への取り組みが本当にその企業の経営戦略や事業領域に沿ったものなのか適切に判断できないことや、個別の部門や事業所での局所的な取り組みであるという懸念があるため投資家側の評価が限定

的になってしまう可能性がある。そのため、機関投資家はその企業の経営視点でのコミットメントに対しての投資が重要になってくる。³⁶機関投資家による積極的な ESG インテグレーションがより進めば、企業の中長期的視点での成長と投資家に対しての大きなリターンを見込めるのではないか。

5

【図表 27】機関投資家による ESG 投資の手法



出所:米 CFA 協会が実施した「2017 年 ESG 調査」の結果より著者作成

10

第6章 証券市場活性化のための提言

本章では、先述した課題点を踏まえたうえで証券市場の活性化に向けた提言を行う。第1節では家計、第2節では企業、第3節では機関投資家といった3つの視点から提案する。

15

第1節 家計に対する提言

(1)NISA制度の恒久化

第3章で述べたように、NISA制度の普及に従って制度の持続性確保を求める 20 声が増加している³⁷。また、2018年から始まったつみたて NISA では、来年以降

³⁶ Nikkei ESG 2018.5 P45 引用

³⁷ 金融庁(2018)「平成30年度税制改正要望」

p. 2p. 2https://www.mof.go.jp/tax_policy/tax_reform/outline/fy2019/request

つみたて期間が逓減していくため、長期積み立てを支援する制度であるにも関わらず、20年のつみたて期間が確保されないという矛盾が生じる。こうした現状を踏まえて、金融庁の平成31年度税制改正要望においてNISA制度の恒久化が検討されている。我々もNISA制度を恒久化することで、こうした問題点を改善し、制度の更なる普及・利用促進が見込めると考え、NISA制度の恒久化を提言とする。

NISAのモデルとなった英国の ISA も、制度開始当初の口座開設期間は 10 年とされていた。しかし、ISA が低所得者層や若年層も含めた英国民に広く普及したことが高く評価され、導入開始から 7 年後に恒久化された。これにより、翌年の ISA 口座数は前年から約 300 万口座増加し、新たな個人投資家の参入に大きな影響を与えたといえる。

NISAにおいても、【図表 28】が示すように時限措置であることを懸念する投資家は多く、恒久化によりこうした懸念を払拭し、新規投資家の獲得につながると考える。また【図表 28】では、非課税期間の拡充も改善すべき点として挙げられている。しかし、つみたて NISA は導入が開始されたばかりで、今後どのように機能していくか現段階では明確な見通しがつかない。今後、一般 NISA やつみたて NISA の効果検証を行ったうえで、非課税枠の拡充についても検討が必要である。

20

5

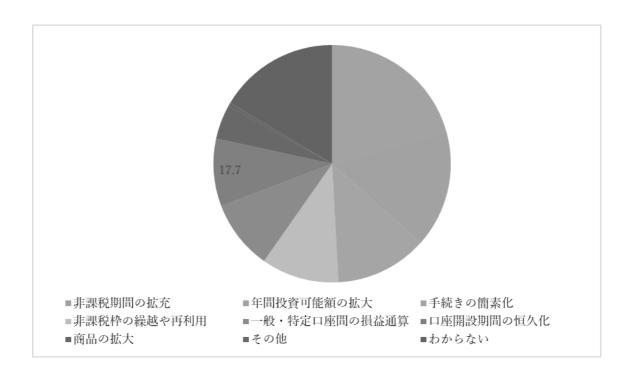
10

15

25

[/]fsa/31y_fsa_k.pdf>

【図表 28】NISAの改善点



5 出所:日本証券業協会(2017)「個人投資家の証券投資に関する意識調査」
P. 12<http://www.jsda.or.jp/shiryo/chousa/kojn_isiki/files/20171017_ish
ikichousa.pdf>より著者作成

(2)確定拠出年金の自動加入

- 10 我々は、企業型確定拠出年金について、自動加入制度を提言する。自動加入制度とは、企業型確定拠出年金を導入している企業に入社すると強制的に企業型確定拠出年金の加入者になるという制度である。現在、確定拠出年金は選択性を採用し、従業員に加入の判断を任せる企業も存在している。自動加入制度を行うことで確定拠出年金の加入者は増加する。
- 15 自動加入はイギリスやアメリカでは既に導入されている制度である。とりわけ、イギリスでは自動加入方式が年金制度の基盤となっている。『英国は雇用主に対し従業員を的確な年金制度に自動加入させることが義務付けられており、2012 年 10 月から 2018 年 2 月にかけて、大企業から順次適用されている。2016 年 10 月までに 29.4 万の雇用主経由で 687 万人が自動加入してお

り、同年3月までに8.6万の雇用主経由で320万人が受け皿制度のNESTに加入した』(野村、2017)。しかし、確定拠出年金の自動加入を導入しているアメリカでは、自動加入制度により加入者の運用への関心度合いが低く、未指図となる可能性が高いと予想している³⁸。その原因としては、自動的に運用されるため、自分は何もしなくて良いという考えから関心がなくなるという点が考えられる。それでは、本当の意味での投資家参入とは言えない。また、現在の日本のデフォルト商品は元本確保型が9割³⁹であり、低リスク重視の傾向がある。それは、老後の資金形成としては最良とは言い難い。スウェーデンの確定拠出年金における論文では、『デフォルト・ファンドは債券中心の低リスク運用が望ましいという意見もあったが、低所得者ほど未指図となる可能性が高く、デフォルト・ファンドに資産の成長の期待しづらい低リスク・低リターン商品を設定すると、結果的に分散投資を実践できる所得層との格差拡大につながることが懸念された』(野村、2017)という発表がある。必ずしも低リスクだから良いというわけではないのだ。

5

10

15 自動加入制度を導入しただけでは元本確保型選定者と未指図者の割合が増加する懸念があるため、自動加入の際、デフォルト商品の初期設定はライフサイクルファンドを設定する。自動加入初期は市場の混乱により加入者が不安を覚え、脱退することを防ぐために、若年時は低リスクで投資を行い、その後、積極的な運用をし、最終的に退職時に向けてリスク資産の割合を減少させていく。また、個人が確定拠出年金への加入を望まない場合は、オプトアウトを可能にする。実際、オプトアウトを取り入れている英国では、『NEST からのオプトアウト率は約7%にとどまっている』(野村、2017)ため、日本でのオプトア

自動加入制度を導入するにあたり、確定拠出年金加入者に対しての投資に対 25 するサポートを行うことは必至である。

ウト率は低いと考える。

継続投資教育の充実化は最重要事項だろう。日本は金融インフラが発達してい

³⁸ 野村亜紀子(2017)「諸外国の DC デフォルト・ファンドをめぐる動向と日本の示唆」『年金と経済』Vol. 36 No. 2、p. 29

³⁹ 野村亜紀子(2017)「諸外国の DC デフォルト・ファンドをめぐる動向と日本の示唆」『年金と経済』Vol. 36 No. 2、p. 34

るにも関わらず、諸外国人の金融リテラシーと比較するとその数字は日本人の金融リテラシーが他国よりも遅れていることがわかる。確定拠出年金法では平成30年5月1日に継続投資教育が「配慮義務」から「努力義務」へと変更された⁴⁰。これは企業が加入者に行う継続投資教育の必要性をさらに強めたものである。しかし、確定拠出年金を自動加入にするならば、それだけでは不十分と言える。従業員への継続投資教育をより一層積極的に行う必要がある。その一環として報告書の提出義務化を取り入れるべきだと考える。このように、自動加入制度を取り入れるにあたって、デフォルト・ファンドの設定やそのサポートを充実させることにより、投資家が参入しやすい状況を創出することができる。それは、株式流通市場が活性化することに繋がる。

第2節 企業に関する提言

(1)役員報酬の改革

株価を押し上げる企業の収益性を高めるためには、無形資産投資や ESG への 15 取り組みが重要だと述べた。企業が積極的な投資を行うためには、経営層のコ ミットメントが必要である。そこで、中長期パフォーマンス連動型の株式報酬 の導入と拡大を提言にあげる。

20

5

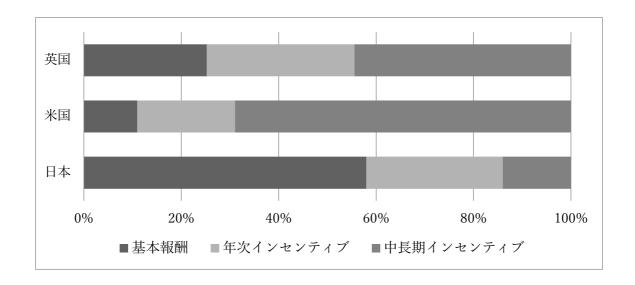
10

25

⁴⁰ 厚生労働省 HP「確定拠出年金制度等の一部を改正する法律の主な概要(平成30年5月1日施行)」

[〈]https://www.mhlw.go.jp/stf/seisakunitsuite/bunya/0000192886.html〉 2018年10月25日アクセス

【図表 29】各国の CEO 報酬比較(売上高等1兆円以上企業)(2015年度)



5 出所:経済産業省(2017)「「攻めの経営」を促す役員報酬~企業の持続的成長の ためのインセンティブ導入の手引き~」p.6より著者作成

<http://www.meti.go.jp/press/2017/04/20170428007/20170428007-1.pdf>

【図表 29】より、日本の CEO 報酬は米国と英国に比べ基本報酬が大部分を占 30 おり、中長期インセンティブの割合が圧倒的に低く、この体制では企業の 経営者に中長期的な企業価値を向上させるための経営を促すことは困難だろう。 例えばオムロンでは、2017年より役員報酬の制度を改定し、基本報酬、短期 業績連動報酬と中長期インセンティブの構成比を 1:1:1.5 に定めた。さらに、 中長期インセンティブを構成する指標に中長期計画における売買高、EPS や ROE 30 目標達成度という財務情報と共に非財務情報であるサステナビリティ評価を 導入した。この評価として第三者機関の DJSI(ダウ・ジョーンズ・サステナビ リティ・インデックス)を採用した。またオムロンは DJSI ワールドの選定銘柄 になることを中長期計画に掲げている。41

このように、企業の収益性を表す ROE と「稼ぐ力」の源泉である長期投資の

⁴¹ オムロン(2017)、報酬ガバナンスの進化-持続的な企業価値の向上を目指して-、p. 62-67

⁽https://www.omron.co.jp/ir/irlib/pdfs/ar17j/ar17_23.pdf)

評価をインセンティブ報酬に組み合わせ比率を拡充することで、役員による持続的な企業価値向上の積極的な経営が促せる。経営陣としても報酬評価に中長期パフォーマンス評定があることで、企業の継続した価値上昇に対する動機付けを可能にし、経営方針に沿ったそれぞれの責任と役割が明確となる。また、役員報酬の詳細を投資家に示すことで投資対象として注目を集められると同時に、企業のコーポレートガバナンス強化にもつながる。

報酬制度として、パフォーマンス・シェア・ユニットの採用を推奨する。パフォーマンス・シェア・ユニットとは、対象期間初年度に一定数のユニットが設定され、対象期間終了後、業績成績や株価等の達成度合いに応じてユニット数が確定し、それに対応した株式が割当てられる株式報酬である。42この制度の導入で企業の業績と株価を両立した向上が期待でき、また、経営層に自社株を報酬として交付することで株主と利害を一致させ、中長期的投資や施策を促すことを可能にする。2017年時点で、パフォーマンス・シェア・ユニットを導入している企業はわずか14社であった。2016年、2017年で税制改正が行われ、インセンティブ制度の整備が進んでいる。今後、企業が株主から理解を受け、率先してパフォーマンス・シェア・ユニットの採用をすべきだ。

(2)統合報告書作成の規格統一

5

10

15

企業による非財務情報の情報開示への課題と欧米企業に比べ不足していることを述べた。日本における統合報告書の発行率は比較的に高水準であり、日経225 構成銘柄のうち、57%にあたる129 社、JPX400 の構成銘柄では、177 社 44%の企業が作成企業としてリストされている。43開示される多くの統合報告書は国際統合報告評議会の統合報告フレームワークを元に作成されているが、従来の財務報告書とCSR報告書を単に組み合わせただけという印象が強いのも事実

⁴² 三菱 UF I 信託銀行(2017)「株式報酬の導入状況」P. 6

 $[\]langle \underline{\text{https://www.tr.mufg.jp/houjin/hr_consulting/pdf/governancecode_ja_20} | 1708.pdf \rangle$

⁴³ KPMG(2017)、日本企業の統合報告書に関する調査 2017、p. 20

 $[\]langle https://assets.kpmg.com/content/dam/kpmg/jp/pdf/jp-integrated-reporting-20180323.pdf \rangle$

である。44

それゆえ、統合報告書作成をサステナビリティ情報、ガバナンス情報のガイドラインである GRI スタンダードに統一することを提言とする。GRI スタンダードは、3 つの共通スタンダード(基礎、一般開示事項、マネジメント手法)と 33 項目別のスタンダードで構成される。この 33 項目別スタンダードは、経済、環境、社会に分別され、企業はそれぞれからマテリアルと特定した項目を選択して報告する。GRI スタンダードは世界で最も利用されており、国際基準の統合報告書を作成することで企業における情報開示力の引き上げを図る。また、ESG 投資の評価機関は GRI の指標と評価項目の大部分を連動させているため、海外の投資家や評価機関に向けた報告書としても効果的である。45さらに、開示形式を一律にすることで投資比較を容易にする。

GRI スタンダードを準拠として統合報告書を作成することで、国内における情報開示の水準を高め、加えて年々高まる ESG 投資を呼び込み企業の中長期的な企業価値向上に繋がる。

15

20

10

5

第3節 機関投資家に関する提言

(1) ESG 評価を基にしたエンゲージメント

GPIF が選定した ESG 指数の全体ポートフォリオが、TOPIX より安全で収益性が高いと示した。また、その3つの指数における株価も親指数よりも高い水準で推移している事実がある。46また、2017 年に公表されたスチュワードシップ・コードの改訂版で、投資先企業の状況を把握する内容に ESG 要素が明記された。47そこで、機関投資家による ESG 評価の面からのエンゲージメントを提唱する。

実際に、アセットマネジメント 0ne は某企業に 2015 年から 2018 年にかけて

⁴⁴ 冨田秀実(2017)、「良い会社」示すだけでは不十分、p. 32、

⁴⁵冨田秀実(2017)、「良い会社」示すだけでは不十分、p. 32

⁴⁶ 年金積立金管理運用独立行政法人(2017)「ESG 指数選定結果について、年金 積立金管理運用独立行政法人」P.18

[\]langle https://www.gpif.go.jp/investment/esg/pdf/esg_selection.pdf\rangle

⁴⁷ 伊東正晴(2017)、受託者責任を満たすには ESG 要因の考慮が必須か~ESG 投資と 21 世紀の受託者責任~、p. 17、大和総研調査季報 2017 vol. 28

6回エンゲージメントを通して、ESG 改善を促し、3年で TOPIX を上回る株価にまで上昇した。48機関投資家は、ESG において改善の余地がある投資先企業に、積極的なエンゲージメントを通して企業の中長期的な企業価値向上を促し、株式市場の底上げとなる。

5

10

15

20

終章

我々は、本稿にて「国内証券市場の活性化」について論じてきた。国内証券市場を活性化させるには、「投資参入者の促進」と「株価の上昇」が必要だと考え、市場のプレーヤーとなる家計・企業・機関投資家の現状を分析し、課題点を明確にした。個々の現状と課題を把握した上で、課題を解決し、証券市場を活性化させるための提言を行った。

まず、家計においては公的年金に対する不安や少子高齢化といった社会情勢の悪化から自助努力による資金形成が必要であることを述べた。投資に対して消極的である家計は証券市場に参入しやすい制度を作る必要がある。そこで 我々は、「NISA制度の恒久化」、「確定拠出年金の自動加入」を提言した。

次に、企業においては、日本経済の歴史を辿り、株価が上昇しない原因を解明した。中長期的な企業価値の向上することを通し、株価の上昇に繋げる。それを成すために、「経営者報酬の改革」と「統合報告書作成の規格統一」を提言とした。

最後に、機関投資家に関しては、現状と動向に触れつつ、投資の鍵となるであろう ESG について述べた。提言として、「ESG 評価をもとにした機関投資家のエンゲージメント」を挙げた。これが促進されることで、株式市場の底上げを期待する。

25 以上より、我々の提言によって証券市場の課題が解決され、証券市場を活性 化し、日本経済が今後さらに発展することを切に願い、本論文の結びとする。

⁴⁸ 馬場未希(2018)、世界の運用資産は 3000 兆円に「主流化」する ESG 投資、p. 24-25、日経 ESG 11 月号

【参考文献】

伊東正晴(2017)、受託者責任を満たすには ESG 要因の考慮が必須か~ESG 投 5 資と 21 世紀の受託者責任~、p. 17、大和総研調査季報 2017 vol. 28

梅山俊樹・松下雅幸(2017)「実質価値の維持に着目したデフォルト商品選定について」『年金と経済』Vol. 36 No2、PP. 34-37

10 後藤順一郎(2016)「第2回:デフォルト商品とターゲット・イヤー・ファンド」『投資信託事情』、PP. 4-7

是枝俊悟(2017)「NISA の有効活用における課題 金融機関に求められる役割」 『金融ジャーナル』vol.58 No.9、PP.18-21

15

新谷弘人(2017)「積立 NISA 対象投信にみる「資産形成」の考え方」『金融市場』7月号第 27 巻、第 28 号、PP. 32-33

冨田秀実(2017)「「良い会社」示すだけでは不十分」『日経エコロジー』10 月20 号 P. 32

丹生健吾、荒井友里恵(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、PP. 42-51

25 日経速報ニュース(2018)「東証システム障害「メリルが原因」金融庁に報告書」、「東証、システム障害「金融庁が高速取引について報告を指示」」10.23 発行

日本経済新聞(2016)「人材投資、生産性に直結、経済白書「1%増額なら 0.6% 30 向上」、高度な IT 活用、企業に育成促す」6月28日発刊 日本経済新聞(2018)「IPO 企業調達額 2.5 倍、上半期 834 億円、メルカリ 1 社で 544 億円 | 6 月 28 日発行 朝刊

日本経済新聞(2018)「日本取引所、純利益 7%増、4~6月、IP0 増」7月 31 5 日発行 朝刊

日本証券経済研究所(2018)『図説 日本の証券市場 2018 年版』日本証券経済研究所 P. 48

10野村亜紀子(2017)「諸外国の DC デフォルト・ファンドをめぐる動向と日本の示唆」『年金と経済』 Vol. 36 No. 2、PP. 28-33

馬場未希(2018)、世界の運用資産は3000兆円に「主流化」するESG投資、p. 24-25、日経ESG 11月号

15

藤田香・半澤智 (2018)「日本的経営は通用しない」『日経 ESG』5 月号 PP. 20-21

宮川努(2018)「生産性向上と日本経済」『月刊資本市場』P.18

20

湯原心一(2016)「証券市場における情報開示の理論」PP. 163-174

Global Reporting Initiative(2016)「GRI STANDARDS 日本語版」GRI

25

【参考 URL】

板津直孝(2017)「持続的な企業価値の向上に不可欠な無形資産投資」『野村 資本市場クォータリー』

30 〈http://www.nicmr.com/nicmr/report/repo/2017/2017win09web.pdf>2018 年 10 月 25 日アクセス

一般財団法人「確定拠出年金ではどんな運用商品が用意されている?」

2018 年 10 月 25 日アクセス 上田亮子(2018.7)「英国コーポレートガバナンス・コード改訂と日本への示唆」『月刊資本市場』No. 395

5 〈http://www.camri.or.jp/files/libs/1129/201808021002545227.pdf>2018 年 10 月 25 日アクセス

運営管理期間連絡協議会「確定拠出年金統計資料 2002年3月末~2017年3月末」

2018 年

10 10月25日アクセス

オムロン(2017)「統合レポート 2017」

〈<u>https://www.omron.co.jp/ir/irlib/pdfs/ar17j/ar17_23.pdf</u>>2018 年 10 月 25 日アクセス

確定拠出年金教育協会「iDeCoナビ(個人型確定拠出年金ナビ)」

15 〈 https://www.dcnenkin.jp/401k/> 2018 年 10 月 25 日アクセス

確定拠出年金総合研究所(2019.9)「企業型確定拠出年金導入企業対象「第 10回:企業型確定拠出年金制度の 制度運営管理に関する調査」」

http://www.dcri.or.jp/files-usr/file_5269f639deea1.pdf>2018 年 10 月 25 日アクセス

20 金子久(2003)「個人投資家の投資行動と普及への展望」野村総合研究所 金融ナレッジ研究部

https://www.saa.or.jp/journal/prize/pdf/kaneko.pdf>2018年10月25日アクセス

企業研究所(2018)「新時代の非財務情報開示のあり方に関する調査研究報告 25 書~多様なステークホルダーとのより良い関係構築に向けて~」 http://www.bpfj.jp/act/download_file/98193838/70652841.pdf

2018年10月25日アクセス

企業年金連合会(2018)「2016(平成 28)年度決算 確定拠出年金実態調査結果 (概要)」

30 〈https://www.pfa.or.jp/activity/tokei/files/dc_chosa_kessan2016_1.pdf〉
2018 年 10 月 25 日アクセス

企業年金連合会「企業年金の現況 平成30年10月1日現在」

2018年 10月25日アクセス

金融庁「NISA (一般・つみたて) の現状」

https://www.fsa.go.jp/policy/nisa/20180702-1/01.pdf>2018 年 10 月 25 日アクセス

同上「平成30年3月末時点NISA・ジュニアNISAの利用状況調査」

5 〈https://www.fsa.go.jp/policy/nisa/20180702-3/01.pdf>2018 年 10 月 25 日アクセス

同上「NISA 制度の効果検証結果」

https://www.fsa.go.jp/policy/nisa/20161021-1/01.pdf>2018 年 10 月 25 日アクセス

10 同上「変革期における金融サービスの向上にむけて〜金融行政のこれまでの 実践と今後の方針(平成 30 事務年度)〜」

https://www.fsa.go.jp/news/30/For_Providing_Better_Financial_Services
.pdf>2018 年 10 月 25 日アクセス

同上「平成31年度税制改正要望項目」

15 〈<u>https://www.fsa.go.jp/news/30/sonota/180831.pdf</u>〉2018 年 10 月 25 日アクセス

経済産業省(2017)「伊藤レポート 2.0 持続的成長に向けた長期投資(ESG・無形資産投資)研究会報告書」

<http://www.meti.go.jp/press/2017/10/20171026001/20171026001-1.pdf>

20 2018年10月25日アクセス

経済産業省(2014)「伊藤レポート持続的成長への競争とインセンティブ〜企業と望ましい関係構築〜 プロジェクト 最終報告書」

http://www.meti.go.jp/policy/economy/keiei_innovation/kigyoukaikei/pdf/itoreport.pdf>2018 年 10 月 25 日アクセス

25 厚生労働省「確定拠出年金制度」

https://www.mhlw.go.jp/stf/seisakunitsuite/bunya/nenkin/nenkin/kyoshu
tsu/index.html>2018 年 10 月 25 日アクセス

厚生労働省「確定拠出年金制度等の一部を改正する法律の主な概要(平成30年5月1日施行)」

30 〈https://www.mhlw.go.jp/stf/seisakunitsuite/bunya/0000192886.html〉2018 年 10 月 25 日アクセス

佐川あぐり (2016)「DC 法改正におけるデフォルト商品の考察 海外で普及するライフ・サイクル・ファンドが参考となるだろう」『金融資本市場』大和総研7月号

<https://www.dir.co.jp/report/research/capital-</pre>

mkt/asset/20160707_011051.pdf>2018年10月25日アクセス

佐川あぐり(2018)「DCにおける投信運用はどこまで広がるか」大和総研

<https://www.dir.co.jp/report/column/20180731_010087.html>2018 年 10 月

5 25 日アクセス

杉田浩治(2015)「確定拠出年金(DC)をめぐる世界の動き」日本証券経済研究 所

http://www.jsri.or.jp/publish/topics/pdf/1505_01.pdf>2018年10月25日アクセス

10 生命保険協会(2017)「平成29年度 生命保険協会調査 株式価値向上に向けた取り組みについて」

2018年10月25日アクセス

関雄太(2014)「投資運用等を巡る国内外の状況」野村資本市場研究所

15 https://www.fsa.go.jp/singi/singi_kinyu/toushi_wg/siryou/20141010/02.

pdf>2018年10月25日アクセス

総務省統計局「家計の貯蓄額の現状」

2018 年 10月 25日アクセス

20 総務省(2014)「平成26年版情報通信白書」

<http://www.soumu.go.jp/johotsusintokei/whitepaper/ja/h26/pdf/n2100000
.pdf>

2018年10月25日アクセス

大和総研(2018)「フェア・ディスクロージャー・ルール細則の概論」

25 https://www.dir.co.jp/report/research/law-research/securities/20180216_012748.pdf>2018 年 10 月 25 日アクセス 内閣府「高齢者の経済状況」

http://www8.cao.go.jp/kourei/whitepaper/w-

2017/html/gaiyou/s1_2_2.html>2018 年 10 月 25 日アクセス

30 同上「平成30年度版高齢社会白書」

http://www8.cao.go.jp/kourei/whitepaper/w-

2018/zenbun/pdf/1s1s_01.pdf>2018 年 10 月 25 日アクセス

日経平均プロフィル(2018)「ヒストリカルデータ」

2018">https://indexes.nikkei.co.jp/nkave/archives/data?list=annually>2018

35 年 10 月 25 日アクセス

日経ビジネス ONLINE(2016)「ROE とコーポレートガバナンス」4月 22 日発刊 https://business.nikkeibp.co.jp/atcl/skillup/15/275626/041800013/>2018年 10月 25日アクセス

5 日本銀行金融機構局「2018 年 10 月 18 日預金種類別店頭表示金利の平均年利率等について」

https://www.boj.or.jp/statistics/dl/depo/tento/te171018.pdf>2018 年 10月 25日アクセス

日本銀行調査統計局「資金循環の日欧米比較」

10 <https://www.boj.or.jp/statistics/sj/sjhiq.pdf>2018 年 10 月 25 日アクセス

日本経済新聞(2016)「日銀が追加緩和、上場投信買い入れ 6 兆円に」7月 29 日発行

<https://www.nikkei.com/article/DGXLASGC29H0E_Z20C16A7MM0000/>

15 2018年10月25日アクセス

日本経済新聞(2018)「日経平均、2万3000円台回復 約7カ月ぶり高値 業績堅調で株価に割安感、買い戻し広がる」9.14発行

https://www.nikkei.com/article/DGXMZ035387650U8A910C1EA1000/>2018 年10 月 25 日アクセス

20 日本経済新聞(2018)『個人の株売買、東証通さず ネット証券「最良価格 で」 松井、銭単位で約定可能 楽天、私設システム活用』

https://www.nikkei.com/article/DGKKZ027147480Q8A220C1EE9000/>2018 年 10 月 25 日アクセス

日本経済新聞(2018)「ROE とは」6月7日発行

25 〈https://r.nikkei.com/article/DGKKZ031462820W8A600C1L91000?unlock=1&s=1>2018 年 10 月 25 日アクセス

日本証券業協会「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」

<http://www.jsda.or.jp/shiryo/houkokusyo/files/kaigai_houkokusyo_16062</pre>

30 3. pdf>2018 年 10 月 25 日アクセス

同上「NISA 口座開設・利用状況調査結果(平成30年6月30日現在)について」

http://www.jsda.or.jp/shiryo/chousa/nisajoukyou/nisaall.pdf>2018 年 10月 25日アクセス

同上「個人投資家の証券投資に関する意識調査報告書 平成 29 年」

http://www.jsda.or.jp/shiryo/chousa/kojn_isiki/files/20180131ishikich ousa. pdf>2018 年 10 月 25 日アクセス

日本生命(2018)「第100回 日本で金融リテラシーのある成人の割合は43%」

5 https://www.nissay.co.jp/enjoy/keizai/100.html

2018年10月25日

日本取引所グループ「2017年度株式分布状況調査の調査結果について」

<https://www.jpx.co.jp/markets/statistics-</pre>

equities/examination/nlsgeu0000036n2d-att/j-bunpu2017.pdf>018年10月25

10 日アクセス

日本取引所グループ「統計資料」・「株式会社数・上場株式数」

https://www.jpx.co.jp/markets/statistics-

equities/misc/index.html>2018年10月25日アクセス

https://www.jpx.co.jp/listing/co/index.html>2018年10月25日アクセス

15 日本取引所グループ「上場審査基準」

2018年10月25日アクセス

日本取引所グループ「上場審査基準」

2018年10月

20 25 日アクセス

日本取引所グループ(2018)「JPX 日経インデックス 400」 2018 年 10 月 25日アクセス

野村亜紀子(2017)「確定拠出年金(DC)の運用制度改革の方向性-DC 運用専門

25 委員会の成果と課題-」『野村資本市場クォータリー』

<http://www.nicmr.com/nicmr/report/repo/2017/2017sum10web.pdf>

2018年10月25日アクセス

野村証券

 ${\rm https://www.\,nomura.\,co.\,jp/terms/japan/a/algorithmic.\,html} \ge 2018$ 年 10 月

30 25 日アクセス

野村総合研究所「全ての現役世代が利用可能となる確定拠出年金」『金融 IT フォーカス』7月号

<http://fis.nri.co.jp/~/media/Files/publication/special/2016/fitfsp201</pre>

607. ashx>2018 年 10 月 25 日アクセス

三菱 UFJ 信託銀行(2017)「株式報酬の導入状況」

<https://www.tr.mufg.jp/houjin/hr_consulting/pdf/governancecode_ja_201
708.pdf>

2018年10月25日アクセス

5

りそな銀行「確定拠出年金の「個人型」と「企業型」何が違うの?」

<https://www.resona-tb.co.jp/401k/begin/difference-of-individual-</pre>

<u>corporate.html</u>>2018年10月25日日アクセス

10 KPMG(2017)「日本企業の統合報告書に関する調査 2017」

<https://assets.kpmg.com/content/dam/kpmg/jp/pdf/jp-integrated-</pre>

<u>reporting-20180323.pdf</u>>2018年10月25日アクセス

NRI FinancialSolutions 「個人の資産運用への影響力を高める確定拠出年金」

15 http://fis.nri.co.jp/ja-

JP/publication/kinyu_itf/backnumber/2018/03/201803_4.html>2018 年 10 月 25 日

NRI FinancialSolutions「確定拠出年金」

<http://fis.nri.co.jp/ja-JP/service/keyword/2015/201509.html>2018年10

20 月 25 日アクセス