

平成 29 年度 証券ゼミナール大会

第 1 テーマ B ブロック

「今後の国内証券市場の活性化について」

関西学院大学 岡村ゼミナール B

目次

序章	1
5 第1章 証券市場とは	1
第1節 証券市場の役割	
第2節 株式市場の現状	
第3節 債券市場の現状	
10 第2章 企業のあり方	13
第1節 中長期的成長	
第2節 情報開示方法の現状	
第3節 確定拠出年金の現状	
15 第3章 投資家の現状	25
第1節 個人投資家	
第2節 機関投資家	
第3節 海外投資家	
20 第4章 目指すべき証券市場に向けた改善案	33
第1節 市場改変に向けた提案	
第2節 企業のあり方改善に向けた提案	
第3節 投資家拡大に向けた提案	
25 おわりに	45

序章

「貯蓄から投資へ」というスローガンは、日本版金融ビッグバンやアベノミクスの第三の矢を通じて幾度も打ち出されたが、今や新鮮さを失っている。それにもかかわらず、家計金融資産の現金・預金は依然として50%以上の高い割合を占めている。低金利時代に突入している現在、資産を増加させるには投資

5 による自助努力が求められる。その点で、「企業・経済の持続的成長と安定的な資産形成等による国民の厚生増大」が目下の急務だと言える。また、伊藤レポートにおいても、成熟化している日本経済における企業の収益性低下を指摘し、持続的成長に取り組むよう促している。

10 上記の背景から、我々は企業の資金調達手段としてだけでなく、投資家の資産形成手段としての役割を持つ証券市場の活性化が求められると考える。本論文では活性化の定義を「取引参加者数の増加に伴う証券売買高の増加」と「国内企業の証券発行による資金調達額の増加」として議論を展開する。取引参加者数が増加すれば、多様なリスク許容度の投資家層が拡大し、証券売買の活

15 化、すなわち流動性向上の観点から流通市場の活性化につながると考えられる。また、このような資金供給主体の増加が実現すれば、証券発行による資金調達環境が改善し、発行市場の活性化も期待できる。また、我々は、証券市場活性化は「日本経済を更なる成長へと導く証券市場」の構築を実現し、家計の資産形成の実現、企業の永続的な成長を通じた所得水準の向上や消費拡大による

20 経済の好循環を生み出すと考える。

以下、第1章では証券市場の役割を確認した上で、株式市場および債券市場の現状について、改善すべき点を踏まえながら検討する。第2章では企業の現状を分析した上で、企業の成長および投資家拡大を促進するために改善すべき点について論じていく。第3章では投資家を特徴に応じて三つに大別し、それ

25 ぞれの現状を分析していく。第4章では、第1章から第3章で取り上げた課題を改善するための提案を行う。

第1章 証券市場とは

本章では、証券市場の実態を把握することを目的とした議論を展開する。そのため

30 のために第1節では、証券市場が果たす役割を述べる。第2節では株式市場、

第3節では債券市場についてそれぞれの現状を分析する。

第1節 証券市場の役割

証券市場は、金融市場を構成する市場の一つである。金融市場の役割は、資金余剰主体から資金不足主体への円滑な資金の移転を行う場を提供することである。また、この資金の移転手段によって間接金融と直接金融に分類される。間接金融では、銀行などの金融機関を通じて資金が融通され、資産変換の行われる点の特徴である。一方、直接金融では、株式や債券等の本源的証券が、資金余剰主体から資金不足主体に資産変換されずに移転され、資金融通が行われる。証券市場は、直接金融が行われる市場の一つであり、公正性が確保され、効率的な価格形成が行われることによって、既発行証券の投資家間での売買や証券の新規発行による企業・政府等の資金調達を実現する重要な役割を担う。また、証券市場を通じた金融取引が活発に行われるためには、証券投資による継続的リターンの実現、そしてその裏付けとなる企業の永続的な成長が必要となる。二つ目に、投資家層の拡大が挙げられる。つまり、証券市場の流動性を向上させるためには、多様なリスク選好を持つ投資家が市場に参入することで、市場参加者の厚みが増し、売買が活発になることが必要である。その際、効率的な価格形成のためには、取引ルール、取引システム、情報開示・伝達システム等の整備が重要となることは言うまでもない。

20

① 発行市場

発行市場とは、上場制度の基で株式会社が証券を発行することによって資金調達を行う市場である。発行市場の果たす役割とは、IPOを機に成長に繋がる場を提供し、投資家のニーズに適切に対応した供給を行うことである。IPOによって企業は、資金調達手段が多様化し、不特定多数の人から資金提供を受けることで、安定した資金調達を行うことが可能となる。加えて、日々の株価、会社名、事業内容、商品名、経営方針など、会社に関するさまざまな情報がマスメディアで報道されることから、認知度や知名度の向上を見込めること、将来性のある会社として評価されることにより優秀な人材を獲得できること、経営管理能力の強化等といった企業が成長する上で必要になる環境が整う面で、

30

5 メリットが大きい。一方、デメリットとしては、幅広い株主の台頭によって、企業は様々な株主から意見を聞き、経営に反映させる手間がかかることが挙げられる。しかし、これを怠る企業のうち持続的成長を行えるケースは少なく、IPOを実施し、その後の成長を止めないためにも株主の声も経営に反映すべきだろう。

② 流通市場

10 流通市場とは既に発行された証券が売買されることで流動性が与えられ、投資家間で取引が行われる市場である。流通市場には高い流動性が求められる。高い流動性とは、迅速に証券売買が可能な環境であり、マーケットインパクトを与えずにファンダメンタルズと大きく乖離しない価格が形成されることである。これは企業にとってもメリットが大きい。例えば、持続的な株価上昇により、売買高増加が期待され、発行市場における好条件での資金調達が容易になる。さらに、流通市場に参入している企業は、株価によって適切な評価を受けられる。また、情報開示を求められるために、企業は自社の健全性や強みをアピールする機会を持つ。

15 国内市場においても、アルゴリズム高速取引(HFT)は流動性を支える売買の手法となっていたが、2017年5月に規制の導入が成立した。規制の内容は、「高速取引行為者に対する登録制の導入」である。これについて我々は、イコール・フットイングが確保され、かつ公正な価格形成や取引システムの安定という観点で有効であると理解している。

第2節 株式市場の現状

25 国内株式市場は、投資家の資産形成および企業の資金調達において重要な役割を持つ市場である。この市場は公正性が確保され、高い質の情報の反映が行われることで流動性を向上させることが求められる。また、これにより証券発行を行う環境が整備されることで、「車の両輪」が機能的に働く。

しかし、現状としては、国内企業の安定的成長が滞っていることを指摘できる。下記において、その詳細を述べていく。

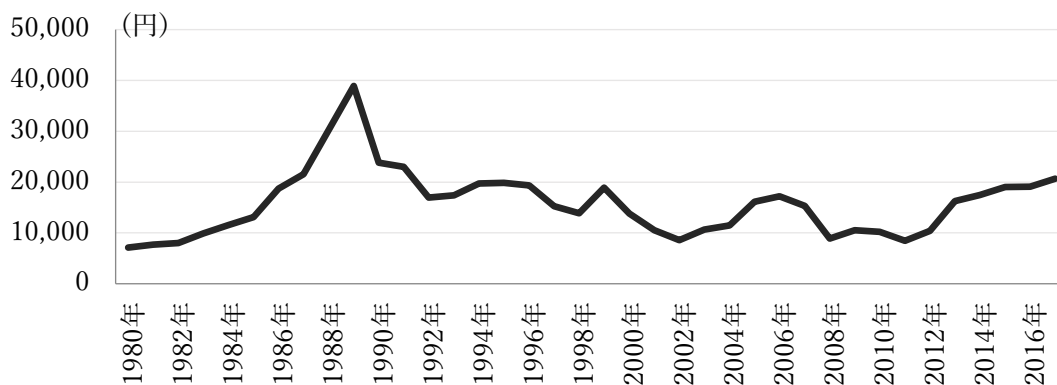
① 株価

戦後、日本の株価は40年に渡って右肩上がりに推移し、1989年12月には約3800倍にもなったが、1990年代のバブル崩壊を機に停滞してしまっている。

【図表 1-1】に示したが、このバブル崩壊から日本経済は「失われた20年」と

5 呼ばれる長期のデフレに陥った。

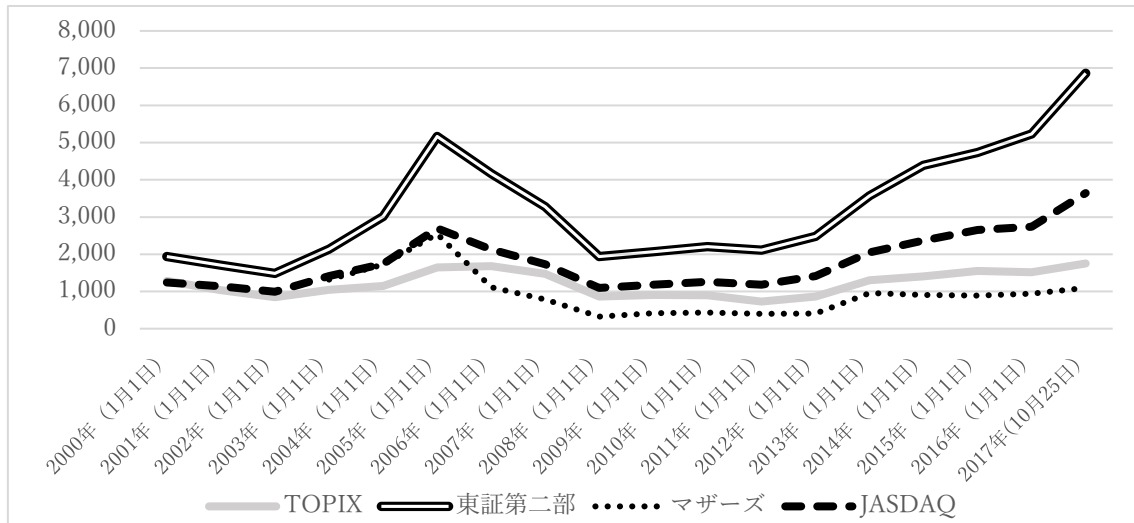
【図表 1-1】日経平均株価の推移(1980年～2017年)



10 出所：日経平均プロフィール HP(<https://indexes.nikkei.co.jp/nkave>)より著者作成

15 【図表 1-2】にて東京証券取引所の市場ごとに見てみると、東証第二部の株価は比較的大きな上昇を示しているが、東証第一部、マザーズ、JASDAQの株価の伸びは小さく、停滞している。投資家の成長期待を反映した企業価値である株価が停滞しているということから、東証第一部上場企業の多くが成熟化によって成長が止まっていること、マザーズ、JASDAQにおいては新興企業の育成が未発達・停滞していることが現状の問題であると考えられる。新興企業・中小企業などがより積極的に証券市場で資金調達を行うためにもそれぞれの市場の活発化が必要である。成熟化企業を再度成長に向ける提案と、新興市場の
20 活性化に向けた提案を、それぞれ第4章第1節で行う。

【図表 1-2】 各株価指数の推移(2000年～2017年)



出所：株探 HP(<https://kabutan.jp/>)より著者作成

- 5 また、投資家が中長期的成長企業を評価する指標として、高い収益率を持続させているかという点が挙げられる。しかし、その収益率については、日本の株価が低迷していた20年間で上場企業1600社のうち、株式のリターン(配当込みの株価上昇率)がプラスとなった企業は約200社だったという事実がある¹。長期的リターンを上げて市場参加者を増やすためにも、企業価値向上は必要条件である。

10 長年日本では、個人投資家がリターンの獲得を目指して株式投資を行っているのに対し、機関投資家は企業の系列化や業務連携等を目的として株式投資を行っていた。そのため、機関投資家は長期的かつ固定的であり、利回りを無視したものになる傾向が強かったため、株式の利回りは低下した。その結果、利
15 回り基準の個人投資家の持ち株比率が低下するという結果を招いた²。しかし、バブル崩壊後は日本市場の株価低迷によって機関投資家の持ち株比率は低下し、近年、コーポレートガバナンスへの意識の高まりから、さらなる持ち株比率の低下が進んでいる。

¹ 経済産業省(2014)「『持続的成長への競争力とインセンティブ～企業と投資家の望ましい関係構築～』プロジェクト(伊藤レポート) 最終報告書」p.11 (<http://www.meti.go.jp/press/2014/08/20140806002/20140806002-2.pdf>)参照。

² 日本証券経済研究所(2016)『図説 日本の証券市場 2016年版』p.50参照。

さらに、スチュワードシップ・コードを受け入れ表明する機関投資家も増加していることから、日本企業の持続的成長を目的として行動する「物言う株主」が増加し、固定的な「物言わぬ株主」が減少していると言える。

よって、長期的な利回り基準の個人投資家を再度呼び戻せる可能性があり、
5 これの実現により個人投資家が拡大すれば、安定的に株価が形成され、株価上昇が期待できる。ここに個人投資家を拡大する可能性と意義がある。

② ベンチャーと資金調達

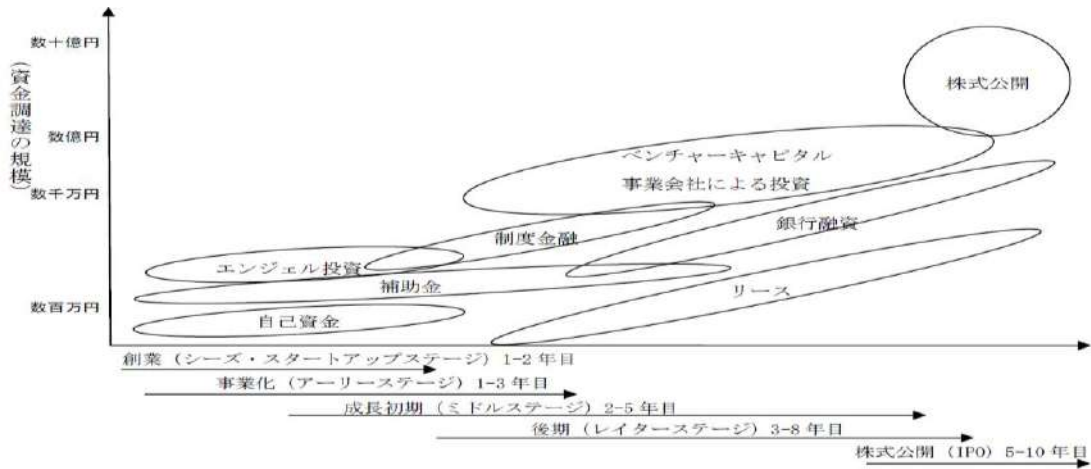
ベンチャー企業とは「創業からの時間が短く、新技術や新事業を背景に、成長及び拡大意欲のある企業」であり、これらの企業の IPO が多く果たされることは証券市場に良い影響をもたらされると推測される。ベンチャー企業の資金調達手段は成長段階によって異なり、【図表 1-3】に示している。尚、ベンチャー企業にとっては、後期まで成長することが困難とされる。ベンチャー企業は成長段階によって経営ニーズが異なり、創業期から成長初期までは資金調達が最も困難となっており、成長初期から後期にかけては人材確保や組織作りが課題となる。また、ベンチャー企業の成長が日本において少ないとされる原因として、日本人の起業に対するイメージの悪さや、起業にかかるコストが高いことによって開業率が低いことが挙げられる³。

20

25

³ 中小企業庁(2017)『2017年版中小企業白書』pp.106-119 参照。

【図表 1-3】ベンチャー企業の成長段階に応じた資金調達手法



出所：奥谷貴彦(2012)「ベンチャー企業の資金調達」 p.2

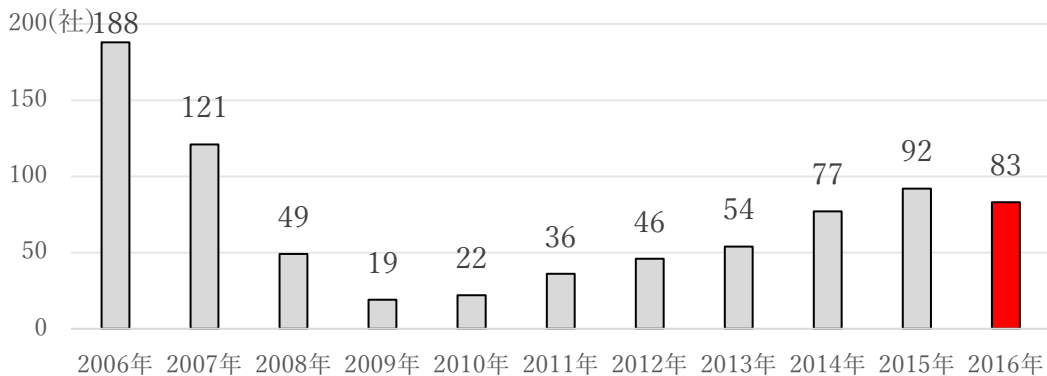
(<https://www.dir.co.jp/souken/research/report/capital->

5 [mkt/12030201capitalmkt.pdf](https://www.dir.co.jp/souken/research/report/capital-mkt/12030201capitalmkt.pdf))より引用

③ IPO 後のパフォーマンス

IPO 件数は 2008 年のリーマンショックの影響で翌 2009 年に最低を記録し、以降着々と回復している。2016 年の IPO 件数が減少を記録したことを【図表 10 1-4】で示している。企業にとって IPO は、公募増資による多額の資金調達機会となる。これについて忽那(2008)は、パフォーマンスが極めて高い銘柄を除くと、IPO 後 36 ヶ月が経過した企業のパフォーマンスが約 30%~50%も低下すると算出している。そこで、我々は IPO 後の「事業の基盤整備」を行うことで現状の変化がもたらされると考える。証券会社の公開引受部門では、企業の上場準備期間を対象にコンサルティング業務を行っている。この役割を証券会社が継続することで、IPO 後のパフォーマンスの安定化が見込めると考えられることから、それに関する提案を第 4 章第 1 節にて行うものとする。

【図表 1-4】 新規上場会社数(2006 年～2016 年)



出所：市川隆治(2015)「ベンチャー白書 2015 発表資料」 p.4

(http://www.vec.or.jp/wordpress/wp-content/files/WP2015_PR.pdf)、

5 KPMG(2015)「2014 年年間 IPO レポート(総括)」

(<https://home.kpmg.com/jp/ja/home/insights/2015/01/2014-ipo-report.html>)、

同上(2016)「2016 年の IPO 動向について」 p.1

([https://assets.kpmg.com/content/dam/kpmg/jp/pdf/jp-ipo-report-](https://assets.kpmg.com/content/dam/kpmg/jp/pdf/jp-ipo-report-201612.pdf)

10 201612.pdf)より著者作成

また株式流通市場において、池田(2015)によると、IPO 後の流動性を確保することが長期株価パフォーマンスの向上に関係することが分析されており、この流動性の向上に証券会社の特徴が起因していると述べられている。具体的には、売買業務におけるシェアの高い証券会社が引受主幹事を務める IPO については公開後の流動性が高まり、加えて、これが IPO を行った企業の公開後の資本コストの低下をもたらすことが実証されている。

日本において IPO の引受主幹事を務める証券会社は、引受業務だけでなく、売買業務も行うことから、総合証券会社とも呼ばれる。引受主幹事が売買業務を兼業することのメリットとして、セルサイド・アナリストを多く率いている売買業務シェアの高い証券会社が引受主幹事となる状況を生み出し、彼らが提供するレポートによって顧客との情報の非対称性が緩和されることが挙げられる。従って我々は、IPO 後のパフォーマンス低下傾向を打開することは、実現可能であるとして、その提案を第 4 章第 1 節で述べるものとする。

④ 市場間競争

公正性が確保され、流動性が向上することで様々な投資家や企業がそれぞれの需要に従って市場を選ぶ選択肢が増えるとともに、市場同士が切磋琢磨し競争することで、証券市場システム全体の機能強化・効率化を図っていくことが必要となる⁴。しかし【図表 1-5】を見てもわかるように、現実では東証への取引が一極集中しており、上場企業側からしても、東証以外の市場での取引が成立しにくいという状況が一極集中を加速させている。そこで、市場間競争を促進する観点から PTS(私設取引システム)制度が導入された。そもそも取引には取引所取引と取引所外取引があり、PTS 制度は取引所外取引に該当する。しかし現状、現物取引に関する取引施設毎のシェアを見ると、東証のシェアが 9 割程度占める一方、PTS のシェアは 5%程度となっている⁵。

また、東証内でも、売買高・売買代金において東証第一部が 9 割ほどのシェアを占めており、流動性に格差があり、上場企業数を見ても発行体が第一部に集中しており、市場間競争が行われているとは言い難いことが【図表 1-6】からも読み取れる。この市場間競争を活発化させる提案を第 4 章第 1 節で行う⁶。

20

⁴ 金融庁総務企画局(2016)「説明資料(市場間取引と取引所外取引)」p.1

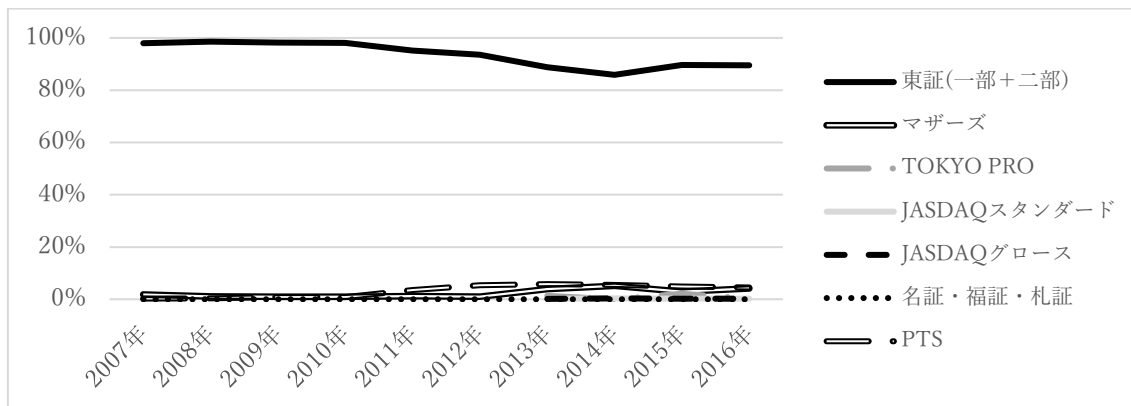
(http://www.fsa.go.jp/singi/singi_kinyu/market_wg/siryou/20160615/01.pdf)参照。

⁵ 金融審議会(2016)「報告～国民の安定的な資産形成に向けた取組みと市場・取引所を巡る制度整備について～」p.16

(http://www.fsa.go.jp/singi/singi_kinyu/tosin/20161222-1/01.pdf)参照。

⁶ 「注文が注文を呼ぶ」と言われるように、現状の東証への取引一極化が売買高を向上させる側面がある一方で、市場間競争の必要性が問われている。

【図表 1-5】 取引所毎の現物取引シェア(2007年～2016年)



出所：金融庁総務企画局(2016)「説明資料(市場間取引と取引所外取引)」p.4
 (http://www.fsa.go.jp/singi/singi_kinyu/market_wg/siryou/20160615/01.pdf)

5 より著者作成

【図表 1-6】 国内株式市場規模(2017年)

	売買高(千株)	売買代金(百万円)	時価総額(百万円)	上場企業(社)
国内株式市場	47,380,466	60,924,611	643,265,396	3,678
東証合計	47,355,722	60,889,846	643,102,610	3,560
第一部	39,038,768	56,444,420	617,595,582	2,029
第二部	4,336,224	1,181,485	10,623,567	523
マザーズ	1,142,582	1,630,096	4,548,668	241
JASDAQ	2,838,144	1,633,842	10,297,235	748

出所：大和総研データバンク課(2017)「グラフと表で見る株式市場(2017年10月号)」p.1 (http://www.dir.co.jp/InfoManage/pdf/DI02_STOCK.pdf)より筆者

10 作成

2013年に、国際競争力強化を目的として、現物取引に強い東京証券取引所とデリバティブに強い大阪証券取引所⁷を傘下とするグループが発足した。デリバティブの三つの機能は、リスクヘッジ機能、価格発見機能、市場の流動性補完機能である。価格発見機能とは、価格形成の過程において、デリバティブと原

⁷ 統合後に「大阪取引所」という名称に変更された。

資産の間でも相互に影響を与え合って、適正な価格を見つけ出そうとする力が働くことである。市場の流動性補完機能とは、裁定取引が行われることで、現物とデリバティブ両市場の流動性が高まるという効果のことである。よって、現物市場とデリバティブ市場は裁定取引を通じて繋がり、証券市場を形成している。例えば、現物取引だけでなく、デリバティブ取引でも使用されている株価指数が挙げられる。ファンドやETF(上場投資信託)は株価指数を使って運用される。この株価指数のうち認知度の高いものは、使用されやすい。よって、構成銘柄(企業)の株価や経営、また運用機関や個人のリターンなど多くの主体や市場に影響を与えやすい。この株価指数の指標によって、成長意志のある企業や社会貢献をしている企業を株価指数として、世間に示すことも出来る。この証券市場に影響を与える株価指数の機関投資家との関わりを第3章第2節で説明し、提案を第4章第1節で行う。

第3節 債券市場の現状

債券市場において、証券市場を通して本章第1節で挙げた役割に大きく貢献する主体は企業である。その手段として、社債を本論文における債券市場活性化の論点とする。

日本の社債市場の特徴として、発行体が限定的であることや価格が効率的に形成されているかが不透明であること、市場の流動性が限られること、ロット⁸が大きいこと、リスク分析等を行う体制にコストがかかること、情報開示が不十分であることなどが挙げられる。これでは効率的かつ公正な市場とは言えない。企業の資金調達手段の多様化や、投資家が分散投資を行う際に国内社債の組入れを可能にするためにも社債市場の整備は必要である。

① 社債発行市場の現状

2016年2月に日本銀行が行ったマイナス金利政策は企業にとって負債調達コストの低下につながるはずだったが、その効果は限定的なものであった⁹。

⁸ 一注文で売買できる量のこと。

⁹ 太田珠美(2017)「マイナス金利が企業の資金調達に与えた影響」p.2
(http://www.dir.co.jp/research/report/capital-mkt/20170127_011645.pdf)参照。

マイナス金利に後押しされ、発行額の一部が自己資本とみなされる劣後債の発行ニーズが増加した。2016年の社債発行額は10兆6159億円と10兆円を超えたが、発行体は大企業に限られた。

5 大企業は格付が高いために低コストで資金を集めることが出来る一方で、中堅・中小企業では運転資金・設備投資ともに資金需要が増え続けているが、依然として資金調達には銀行借入に偏っており¹⁰、社債の新規発行体が増加していないのが現状である。社債市場が未発達であるが故に社債発行コストが高くつくことも発行に至らない要因の一つである。例えば、欧米などでは、迅速に発行条件を決めることのできる「POT方式¹¹」が社債発行において確立されている。また、「MTNプログラム¹²」により低コストで機動的な発行が可能となっているが、日本ではいまだ社債発行手段が標準化されておらず、「MTNプログラム」も存在しない。これらが確立されれば、透明性の向上や円滑な起債が可能となり、発行コストが下がる可能性がある。

10 ハイ・イールド債については、2016年の社債発行に占めるBBB格企業の発行割合は7.7%にとどまり、ここ数年で見ても4~9%程度で推移している¹³。更に、BB格以下のハイ・イールド債については企業の発行実績は皆無に等しい。国内の低格付け社債等のハイ・イールド債は、情報の非対称性が大きいために、投資家にとって大きなリスクに見合ったりターンが見込めないことも、現状の社債市場にとって問題である。

20

② 社債流通市場の現状

太田(2015)によると、社債の売買高・売買回転率は横ばいであり、株式市場と国債市場を比較すると、社債市場は流動性が低く、非常に市場規模が小さい

¹⁰ 太田珠美(2017)「マイナス金利が企業の資金調達に与えた影響」p.1

(http://www.dir.co.jp/research/report/capital-mkt/20170127_011645.pdf)参照。

¹¹ POT方式とは、投資家からの重複・カラ需要が排除され条件決定する方法である。米国では、透明性が高まるとともに、社債の発行手続きが標準化、起債期間の短縮化が図られ、起債が円滑に進むようになったとされている。

¹² MTNプログラムとは、発行体が証券会社とMTN契約を交わすことで、MTN発行限度枠の範囲内で債券を随時発行できるようになっているプログラムのこと。

¹³ 佐藤淳(2017)「2016年社債発行市場の回顧」p.15参照。

とされる。また社債市場は店頭販売がほとんどであり、日本証券業協会が把握している分しか統計に反映されていないため不透明である。

流動性が低く、利回りが効率的であるかどうか判断が難しいが故に、日本では投資信託や ETF を通じた国内社債の設定が少ない。さらに NISA(少額非課税制度)のモデルとなった ISA が、社債なども非課税対象範囲としているのに対し、NISA では社債は対象となっていない。これらは、個人投資家の社債市場への参入を促進する余地であると言える。2014 年度は、社債発行額全体の 2 割程度を占める個人投資家向け社債が発行されたが、うち 75%がソフトバンク 1 社で占めている。社債市場の活性化には発行体が乏しいが、個人投資家を証券市場への参入を促すきっかけになっただろう。

国内外の機関投資家が日本の社債の購入に向かわない要因として、機関投資家向けのロットが大きいこと、情報が不透明であるためリスク分析にコストがかかることや、リスクの割に日本の社債スプレッドが海外と比べて小さいことなどが挙げられる。

流動性の低さから、市場参加者は長期保有を前提とする。しかしながら、価格形成や情報開示における標準が確立しておらず、流動性プレミアム、成長性、制限条件などが価格に反映されないために、投資家に知らされることなく購入に至ってしまっている。公平な取引を行うためにも、情報開示の標準を設けるべきである。

20

第 2 章 企業のあり方

本章では、企業が求められている行動のあり方を示し、現状がそれに伴っているかを確認していく。第 1 節では、国内企業が持続的成長を行えていない現状から、その要因を考察していく。第 2 節では、中長期に亘って企業の資金調達を支える投資家の獲得に必要不可欠となる情報開示の現状と、改善可能性について確認する。第 3 節では、企業型の確定拠出年金(以下 DC)の現状について述べていく。

第 1 節 中長期的成長

国内証券市場の活性化には企業の持続的成長が必要不可欠である。企業が中

長期的に株価を向上させることができれば、投資家たちも長期的リターンを求めて証券市場に集う。そうした良好な循環を作り出すことができれば、証券市場のみならず、日本社会が活性化されるだろう。しかし、現実でそれができてはいない。

5

① 付加価値創造力

企業が企業価値を向上させるには付加価値創造が必要である。企業の業績拡大の要因として、主に円安などによる見かけ上の売上高・利益増加と、付加価値の創造が挙げられる。しかし、過去 10 年の PBR の推移を見ると、欧米では PBR が 2.5 倍前後で推移しているのに対し、日本ではリーマンショック後、1 10 倍前後で推移しており、日本の企業は付加価値創造がほとんど出来ていないことが【図表 2-1】で示されている。企業が実質的に生み出す富がほとんど増加していない現状では、なかなか企業は賃上げを実施しようとは思わない。実際、民間平均賃金はリーマン前の水準に至っていないことが【図表 2-2】からもわかる。これによって、賃金が上昇し、消費が促進され、経済が成長するためにも、企業の付加価値創造が必要である。そのためには、効率的投資や積極的な情報開示が課題となる。

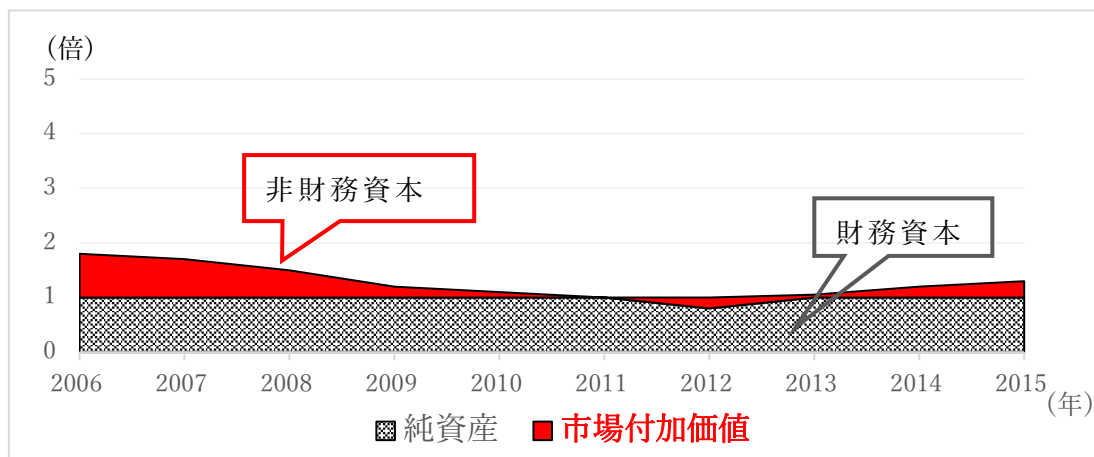
国内経済成長に結びつくためには、ROIC(投下資本利益率)を重視した設備投資や研究開発や人的投資、M&A や事業拡大、株主還元などによる効率的活用が必要である。実際、2015 年までの過去 10 年間の米国と日本の ROIC の推移を比較すると、米国の平均値が 10.2%であるのに対して、日本の平均値は 4.2%と半分以下の水準となっている¹⁴。この投資パフォーマンスが低い要因として、ポートフォリオマネジメントが適切に行われず、成長事業ではなく成熟事業に資源配分が偏っており、非効率な投資が行われていることなどが挙げられる。付加価値を創造し、停滞していた成長を取り戻すためにも、効率的な成長投資が必要である。

市場の付加価値部分に関連する企業理念、本源的な研究開発の価値、意欲的で優秀な人材などの「非財務資本(目に見えない価値)」において、日本の企業

¹⁴ 中美尋(2016)「日本の上場企業の稼ぐ力に対する評価」pp.69-70 参照。

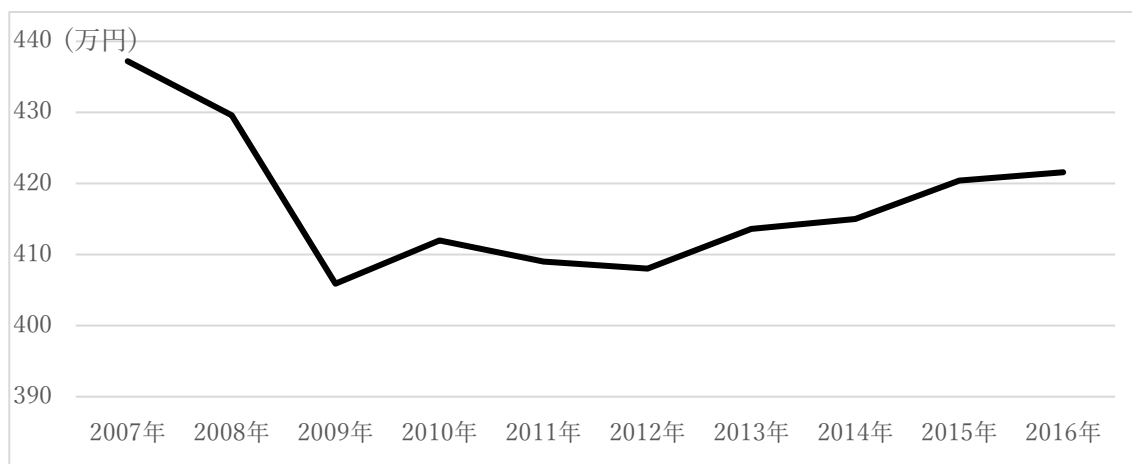
はより大きな潜在価値を有している。そこで日本企業の企業評価(PBR)向上のために、非財務情報を開示し理解してもらうことによって、非財務資本(ESG)を将来の財務資本(ROE)へと転換すべきである。

5 【図表 2-1】 TOPIX PBR 推移(2006 年～2015 年)



出所：柳良平(2017)『ROE 経営と見えない価値—高付加価値経営を目指して』
p.5 より著者作成

10 【図表 2-2】 1 年を通じて勤務した給与所得者の 1 人当たりの平均給与
(2007 年～2016 年)



出所：国税庁企画課(2016)「平成 27 年分民間給与実態統計調査結果について」
(<http://www.nta.go.jp/kohyo/press/press/2016/minkan/>)より著者作成

② ROE(株主資本利益率)

そもそも株価が思うように上昇しない原因としてROEの低さが挙げられる。ROEとはアベノミクス第三の矢として注目された経営指標であり、投資家が投下した資本がどれほど効率的に事業活動に使われ、成果を上げているかという資本効率を測る指標のことである。ROEを要素分解すると、日本企業が他国と劣っている点として、売上高利益率が問題として挙げられ、これが収益率の低さを示している。2014年の伊藤レポートによると、グローバルに投資を呼び込むためにはROEを最低でも8%以上にすべきであると提言されている。2016年度には8.3%を記録したが、リーマン以前の9%台には届かず、米国の平均12%とは大きく差をつけられている状況である。また、ROEのみならず、資本コストにも注視しなければならない。なぜなら、ROEが資本コストを上回っていることは、企業価値を創造していることを意味するからである。しかし、投資家の57%が下回っていると回答している。資本コストを抑えるためには、情報開示やエンゲージメントが有効である¹⁵。

15

③ 経営者報酬体系

我々は経営者の報酬体系について改善の余地があると考え。【図表2-3】を参照すると、欧米諸国の報酬形態では中長期的業績向上インセンティブ(株式報酬等)が大きな割合を占めているが、日本では固定報酬が全体の58%と一番大きな割合を占めている。年次インセンティブの割合に関しては欧米諸国と比べても遜色はないが、現状中長期的業績向上のインセンティブの割合が極端に少ない状況に陥っている。これまで株式報酬が普及しなかった原因として会社法上、無償で株式を発行することや労務出資が認められていなかったこと、株式報酬を導入するための仕組みが十分に整備されていなかったことなどが挙げられる¹⁶。

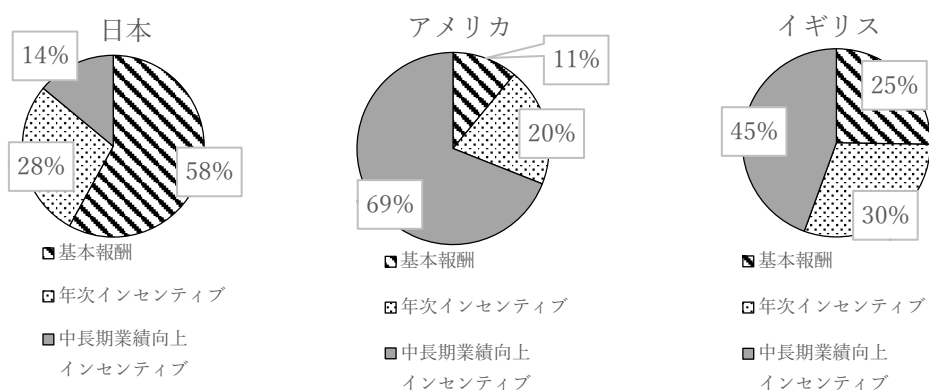
25

¹⁵ 三菱UFJ信託銀行資産運用部(2015)「資本コストと企業価値」pp.1-16
(http://www.tr.mufig.jp/houjin/jutaku/pdf/u201506_1.pdf)参照。

¹⁶ 経済産業省産業組織課(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～」p.10
(<http://www.meti.go.jp/press/2017/04/20170428007/20170428007-1.pdf>)参照。

そして業績と関係なく取締役平均在任期間は 3.7 年となっており、比較的任期が短いにも関わらず固定給の割合が大きいので経営者が中長期的な成長を目指してリスクを取るインセンティブを低下させている。経営者に中長期的に企業価値を向上させるインセンティブを付与し、日本企業の収益性を向上させるためには、現状の経営者の報酬体系では不十分である。

【図表 2-3】 経営者報酬の比較(2016 年)



出所：楠笥隆亮(2016)「経営者報酬の現状と課題認識」 p.4

10 (http://www.meti.go.jp/committee/kenkyukai/sansei/cgs_kenkyukai/pdf/006_05_00.pdf)より著者作成

④ 社外取締役

2015 年に「コーポレートガバナンス・コード(以下 CGC)」が適用されて以来、企業のガバナンス改革が進捗し、社外取締役の導入が活発になった。現在では東証上場企業の約 9 割が社外取締役を導入している。しかし日本の取締役会のうち社外取締役が占める割合は 27.3%に留まっているのに対し、アメリカの社外取締役の割合の 85%と比べて大きく差が開いているという現状が【図表 2-4】で明らかとなっている。さらに社外取締役のうち「事業会社出身者」の割合がアメリカでは 61%に対し、日本では 47%と差が開いていることが【図表 2-5】に示されている。これにより、日本の社外取締役はアメリカに比べて、経営経験を持つ人材が少ないことがわかる。これらの解釈から、日本では社外取締役に適した人材が不足しているという現状があると考えられる。

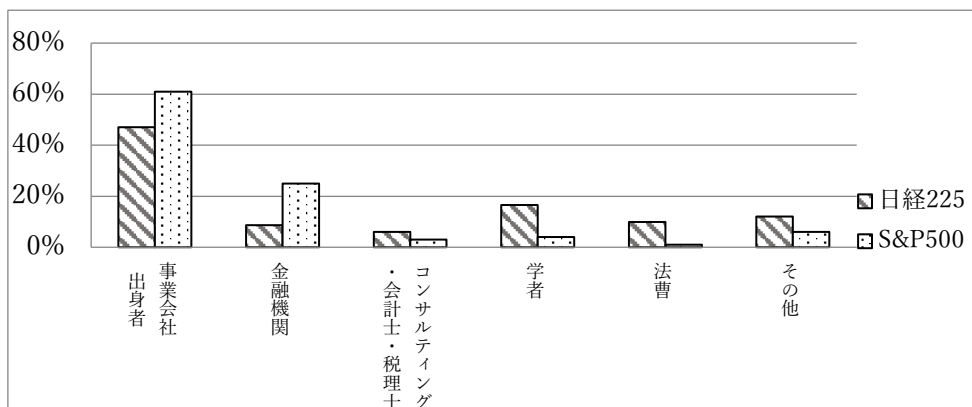
【図表 2-4】日経 225 と S&P500 採用企業の社外取締役の比率の平均(2014 年)



出所：火浦俊彦、石川順也(2016)「日本企業の社外取締役とガバナンス：現状と今後のあり方」 p.6

- 5 (http://www.bain.com/offices/tokyo/ja/Images/BAIN_REPORT_Corporate_Governance_in_Japan_JP.pdf)より著者作成

【図表 2-5】社外取締役の構成割合(2016 年)



- 10 出所：Spencer Stuart(2016)「Spencer Stuart Board Index 2016」 p.13
 (https://www.spencerstuart.com/~media/pdf%20files/research%20and%20insight%20pdfs/spencer-stuart-us-board-index-2016_july2017.pdf?la=en)、
 Spencer Stuart(2017)「Japan Board Index 2016」 p.14
 (<https://www.spencerstuart.jp/~media/pdf%20files/research%20and%20insight%20pdfs/japanbi2016-jp-final.pdf>)より著者作成
- 15

第 2 節 情報開示方法の現状

- 企業は CGC において、適切な情報開示と透明性の確保が求められる。それは、ただ単に企業の情報を開示すれば良いというものではなく、企業は投資家とのエンゲージメントを通じて記載すべき情報を判断する必要がある。また受
- 20

動的に汲み取るだけでなく、企業側からも本当に投資家に伝えたい情報は何なのか、特に理解してほしい投資家はどの投資家なのか等を考慮した上で発信できるよう、積極的なエンゲージメントを行うべきである¹⁷。投資家が企業とのエンゲージメントを行う上で、情報開示は重要なコミュニケーションツールとなる。その中でも近年、機関投資家を中心に非財務情報を重視する動きが進んでいる。リーマンショック後、国際的に従来からある財務情報から企業の将来的なリスクや収益性を評価する方法だけでは、正確に企業価値を評価できていないという考えが普及し、企業側の非財務情報の開示を自発的に促す動きを加速させた¹⁸。以下では非財務情報の開示ツールの1つである中期経営計画(以下、中計)と、非財務情報の中でも中核的な役割を果たす ESG 情報についての現状を分析する。

① 中期経営計画

企業が中長期の経営計画・ビジョンを開示する際に用いる中計は、「企業として目指す方針」、「ビジネスモデルに関する企業の見解」、「経営戦略」など非財務情報の開示が重要視されており、投資家はこれらの開示情報を企業の将来の業績予想に役立てる¹⁹。即ち適切な中計の開示は、投資家による企業の将来業績の期待値に影響を与えるため、株価の変動にも大きく影響するのである。また大型株よりも中小型株のほうが中計開示に対する株式市場の反応が大きくなる傾向があると、実際に分析されている²⁰。これは新興市場で取引を行う中堅・中小企業が、投資家とのエンゲージメント内容を吟味した結果、中計において企業の将来的な経営ビジョン・スタンスを開示し、投資家に評価されれば株価上昇につながるという企業・投資家双方にとって好ましい関係が形成されることを意味する。大企業だけでなく、中堅・中小企業も率先して中計を開示し、

¹⁷ 三瓶祐喜(2014)「機関投資家からみた情報開示の現状と問題点—製造コスト逓減が得意な日本企業がまだ本格的に取り組んでいない資本コスト逓減—」 p.11 参照。

¹⁸ 生田孝史(2017)「非財務情報開示の要請と標準化」

(<http://www.fujitsu.com/jp/group/fri/report/newsletter/2017/no17-001.html>)参照。

¹⁹ 林寿和(2014)「中期経営計画の開示行為に対する株式市場の反応の検証」 pp.144-145 参照。

²⁰ 同上 p.150 参照。

その過程で経営ビジョン・スタンスを明確に意識することは、中堅・中小企業が持続的に成長していく上で重要となる。

しかし、投資家が最も改善すべき点として「長期的な経営ビジョン・スタンスの説明²¹」が挙げられている。つまり、未だに投資家とのエンゲージメント責任を果たすための必要条件を満たせていない。【図表 2-6】を参照すると、投資家は経営目標として企業が重視すべき指標について「ROE」との回答が最も多く、加えて「ROIC」等の指標を重視する回答も一定程度見られるため、投資家は特に資本効率性を重視していることが読み取れる。一方企業は、中計において開示している指標として「利益額・利益の伸び率」「売上高・売上高の伸び率」との回答が多く、資本効率性を重視する投資家と、売上・利益を重視する企業との認識ギャップが大きいことが分かる²²。現状企業が行う中計開示は、投資家にとって不十分であることが窺える。

また中計において設定される財務目標の達成率の低さも指摘されている。これは、企業が現実的な目標設定ではなく、従業員の士気向上を理由として単なる社内目標と捉えているからであり、こういった傾向を持つ企業は約半数に及ぶ²³。このような投資家を重視していない中計は、投資家にとって企業とのエンゲージメントにおける重要なコミュニケーションツールとはならず、双方にプラスの影響を与えない。企業は中計を開示する上で、CGCでも述べられているように株主にわかりやすい言葉・論理で明確に説明を行う必要がある。その結果、株主と企業の相互理解が深まり、企業の持続的成長につながる意味のあるエンゲージメントが果たされる。

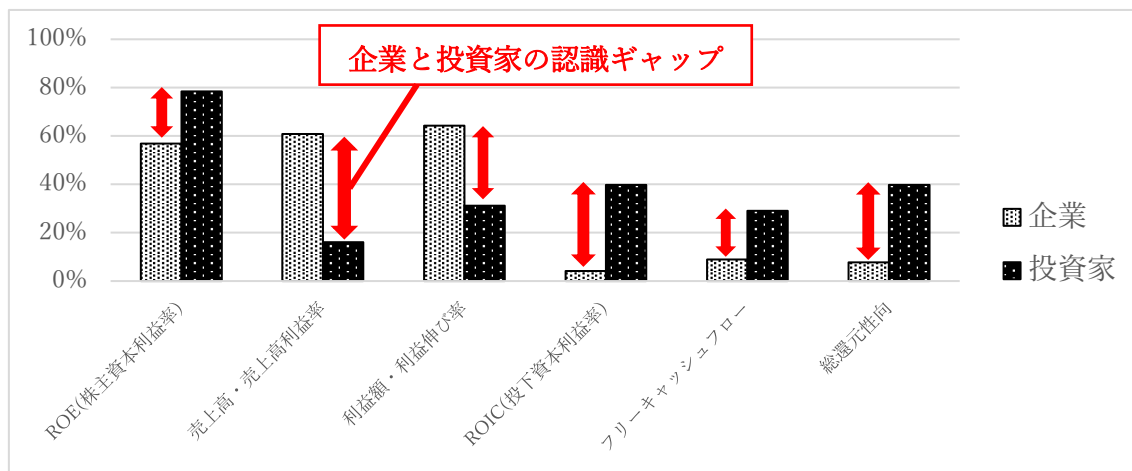
²¹ 生命保険協会(2016)「株式価値向上に向けた取り組みについて」p.15
(http://www.seiho.or.jp/info/news/2016/pdf/20170321_3.pdf)参照。

²² 同上 p.17

(http://www.seiho.or.jp/info/news/2016/pdf/20170321_3.pdf)参照。

²³ 浅田一成、山本零(2016)「企業の中期経営計画に関する特性及び株主価値との関連性について—中期経営計画データを用いた実証分析—」p.71 参照。

【図表 2-6】 中期経営計画で公表している指標(企業)・経営目標として重視すべき指標(投資家)(2016年)



出所：生命保険協会(2016)「株式価値向上に向けた取り組みについて」 p.18
 (http://www.seiho.or.jp/info/news/2016/pdf/20170321_3.pdf)より著者作成

5

② ESG 情報

企業が持続的に企業価値を向上させていく上で、非財務情報に含まれる ESG 情報開示の重要性が高まっている。これは 2015 年 9 月に GPIF(年金積立金管理運用独立行政法人)が PRI(責任投資原則)への署名を発表したことにより、日本でも ESG 投資に対する関心の高まったことがきっかけである。ESG 情報とは環境(E)、社会(S)、ガバナンス(G)に関する内容を複合した非財務情報のことであり、ESG 評価の高い企業は持続的成長に対する投資家の確信度が高まり、将来においても強めの業績予想が行われる傾向にある²⁴。即ち中計と同じく、ESG 評価の高い企業は、投資家の将来業績の期待値が高まり、株価の変動に大きな影響を与え得ると言える。

15

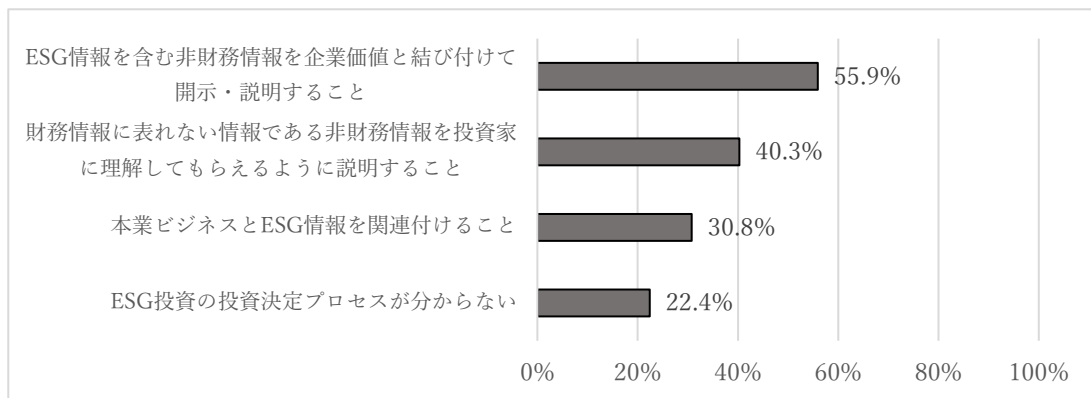
しかし ESG が長期的な企業価値創造とどのように結びついているかの理解が難しい側面がある。実際、日本企業の ESG の開示や説明に関する投資家アンケートの集計結果を参照すると、全体の半数近くが ROE と ESG の価値関連性を示してほしいと回答している²⁵。また【図表 2-7】を参照すると、企業側も ESG

²⁴ 井口譲二(2017)「非財務情報が将来業績予想・投資判断に与える影響」 p.49 参照。

²⁵ 柳良平(2017)『ROE 経営と見えない価値—高付加価値経営を目指して』 p.11 参照。

情報を含む非財務情報に関し、どのように企業価値と関連づけて開示・説明するか等の、非財務情報を開示する上で重要な項目に対して課題や懸念を感じている²⁶。

5 【図表 2-7】 ESG 情報を含む非財務情報の開示に関する課題や懸念(2017 年)



出所：日本 IR 協議会(2017)「2017 年度「IR 活動の実態調査」結果まとまる」p.4(https://www.jira.or.jp/file/topics_file1_41.pdf)より著者作成

10 ESG がどのように企業価値創造に結びつくのかが十分に示されず、説明責任の果たされない開示は、投資家とのエンゲージメントの活性化に寄与するとは言えない。企業は自らの自発的な意思に基づいて、ESG 情報がどのように企業価値を創造するのかを体系的に整理して分かり易く説明するといった、企業・投資家双方に意味のある開示が必要となる²⁷。

15

第 3 節 確定拠出年金の現状

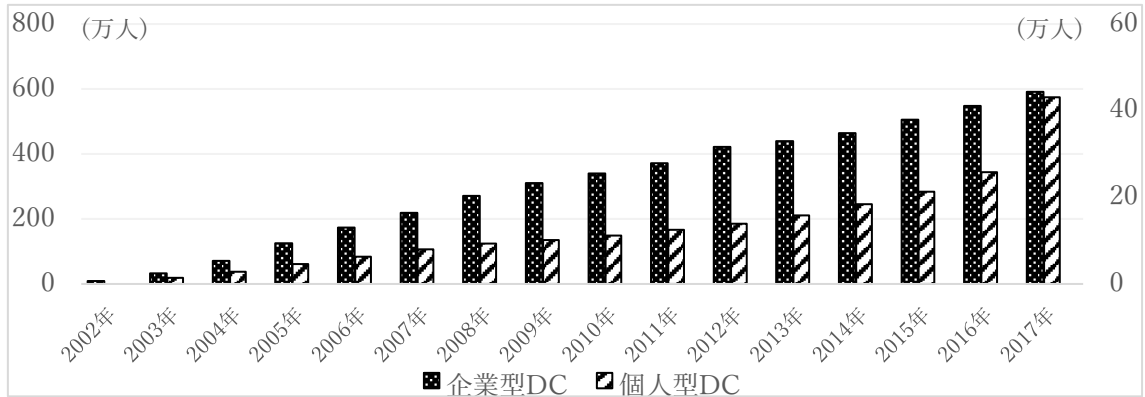
2001 年の確定拠出年金法制定によって、個人型・企業型の DC がスタートされた。加入者は企業型・個人型共に年々増加していることが【図表 2-8】からもわかり、2017 年 3 月末の企業型 DC 加入者は約 600 万人にも上った。

²⁶ 日本 IR 協議会(2017)「2017 年度「IR 活動の実態調査」結果まとまる」p.4 (https://www.jira.or.jp/file/topics_file1_41.pdf)参照。

²⁷ 企業活力研究所(2012)「企業における非財務情報の開示のあり方に関する調査研究報告書(概要版)」p.18 (http://www.meti.go.jp/english/policy/economy/corporate_accounting/pdf/120713_PC1_5.pdf)参照。

また DC は、2017 年 1 月から個人型 DC の加入対象者が拡大したことで注目が高まり、加入者が急増した。

【図表 2-8】 企業型・個人型 DC の加入者数の推移(2002 年～2017 年)



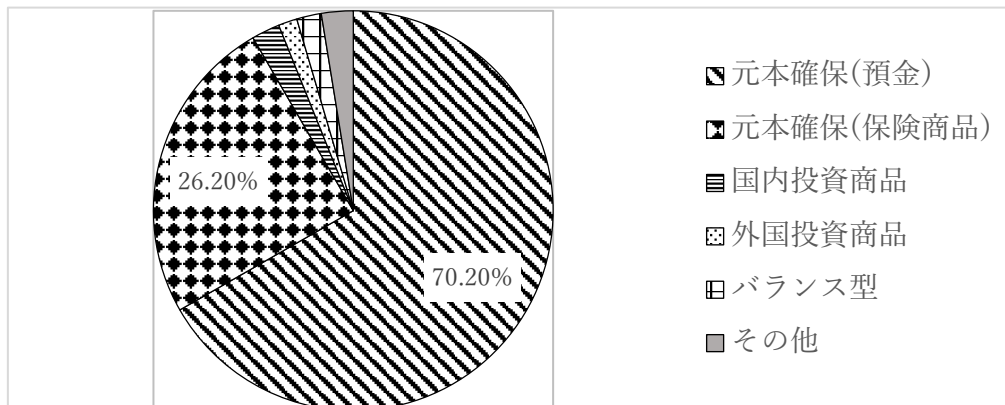
5

出所：厚生労働省 HP「規約数等の推移」

(<http://www.mhlw.go.jp/stf/seisakunitsuite/bunya/nenkin/nenkin/kyoshutsu/kiyakusu.html>)より著者作成

- 10 DC における現状の問題点として、指定運用商品の多くが元本保証型に設定されている点、認知度が低い点が挙げられる。指定運用商品とは、企業型 DC 加入後最初の掛金納付日から起算して 3 ヶ月以上が経過してもなお運用指図を行わないときに、レコードキーパー(記録関連運営管理機関等)から通知が行われ、その通知を受けた者がさらに 2 週間以上経過しても指図を行わないときに、
- 15 自動的に全額を企業の定めた指定運用方法に充てるというものである。この運用商品の割合は【図表 2-9】でも示しているように、90%以上が元本確保型のものとなっている。これによって、自己の DC に関心がない層は運用状況を意識することなく自動的に元本確保型商品を選択することになる。また、認知度が低いことも一因し、自己の運用状況を把握できていない層が約 4 割も存在する
- 20 ことが【図表 2-10】から読み取れる。従って、DC における指定運用商品の改善、それに伴う認知度の拡大を行うことが必要となると考える。これについて、第 4 章第 2 節にて提案を行う。

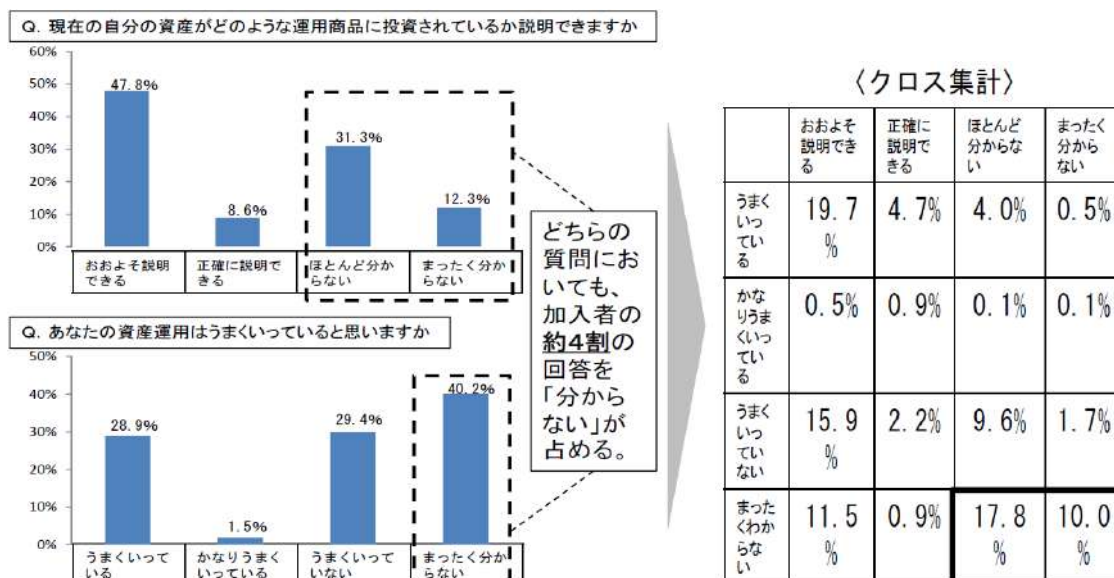
【図表 2-9】 指定運用商品(2014 年)



出所：厚生労働省(2017)「確定拠出年金における運用の改善について(運用商品提供数の上限・指定運用方法の基準)」 p.35

5 (http://www.mhlw.go.jp/file/05-Shingikai-12601000-Seisakutoukatsukan-Sanjikanshitsu_Shakaihoshoutantou/0000151510.pdf)より著者作成

【図表 2-10】 DC 加入者自らの資産運用の把握状況(2014 年)



10 出所：厚生労働省(2017)「確定拠出年金における運用の改善について(運用商品提供数の上限・指定運用方法の基準)」 p.14

(http://www.mhlw.go.jp/file/05-Shingikai-12601000-Seisakutoukatsukan-Sanjikanshitsu_Shakaihoshoutantou/0000151510.pdf)より引用

第3章 投資家の現状

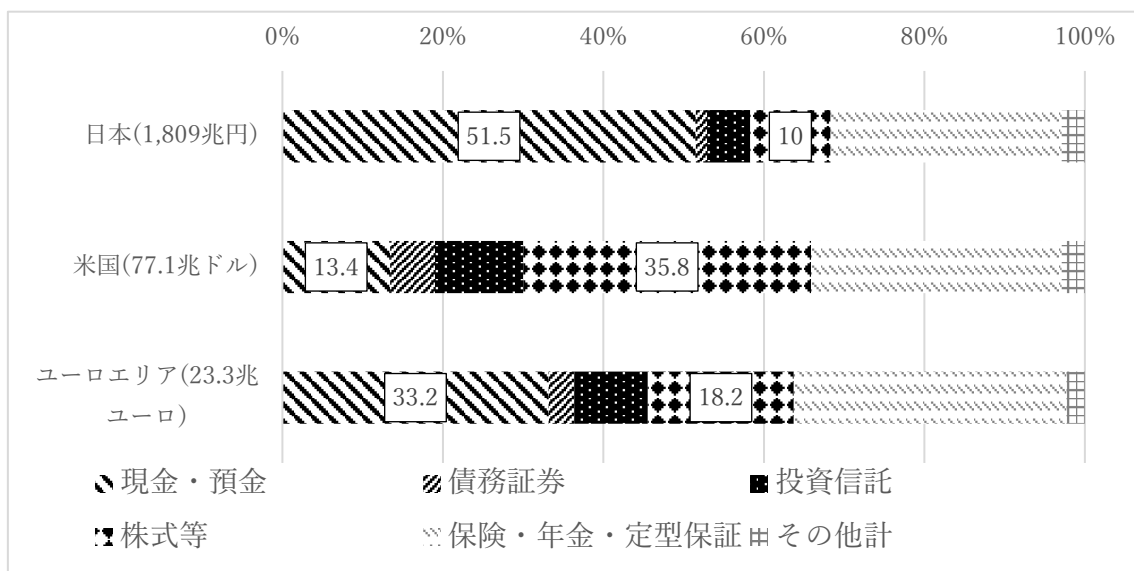
本章では、証券市場における資金供給者となる投資家に焦点を当てて議論を展開していくものとする。第1節では、個人投資家の現状について述べ、拡大の意義を示しながら述べていく。第2節では、機関投資家の現状や実態を分析する。第3節では、海外投資家の特徴を述べていく。

第1節 個人投資家

個人投資家とは、個人資産から証券投資を行う者である。個人投資家拡大の意義は、第1章第2節で簡潔に述べたが、更なる問題点として、個人投資家は預貯金として眠らせている資金が多いことも挙げられる。国内の金融資産は年々増加しており、ついに1800兆円を超えた。しかし、この増加によって株式投資の割合が大きく増えることもなく、依然として日本では現金・預金の割合が50%を超えていることが【図表3-1】からわかる。このように、投資の余地の大きいことが個人投資家拡大の意義と言える。

15

【図表3-1】家計の金融資産構成(2017年3月)



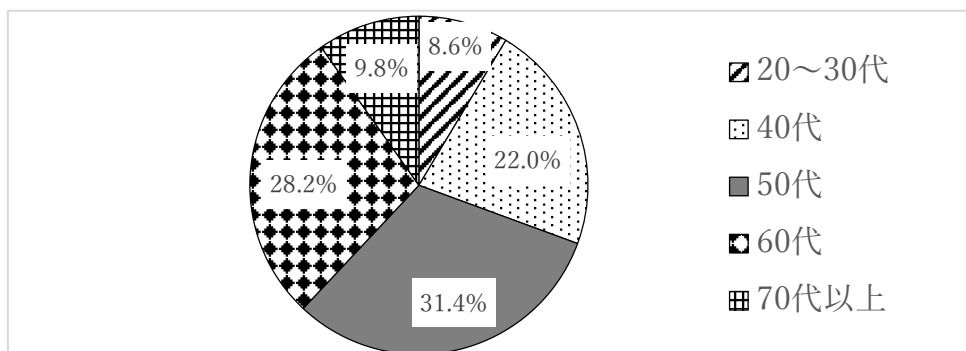
出所：日本銀行調査統計局(2017)「資金循環の日米欧比較」p.2

(<http://www.boj.or.jp/statistics/sj/sjhiq.pdf>)より著者作成

20 現状、個人投資家には偏りが生じており、抱える負債が少ない高齢者層が多

いことが【図表 3-2】から読み取れる。しかし近年、少子高齢化という日本国内の現状を見ると、2017年には総人口のうち27.7%が高齢者となっており、毎年過去最高を更新している²⁸。これにより、年金の積立不足が問題として顕著に現れている。そのため個人投資家は、自分の老後資金を自助努力によって作り
5 出さなければならないという状況にある。また、NISAを始めとした資産形成手段として証券投資の注目度が高まり、個人投資家の数も増加傾向にあることが【図表 3-3】から読み取れる。

【図表 3-2】投資家の年齢層(2017年)



10

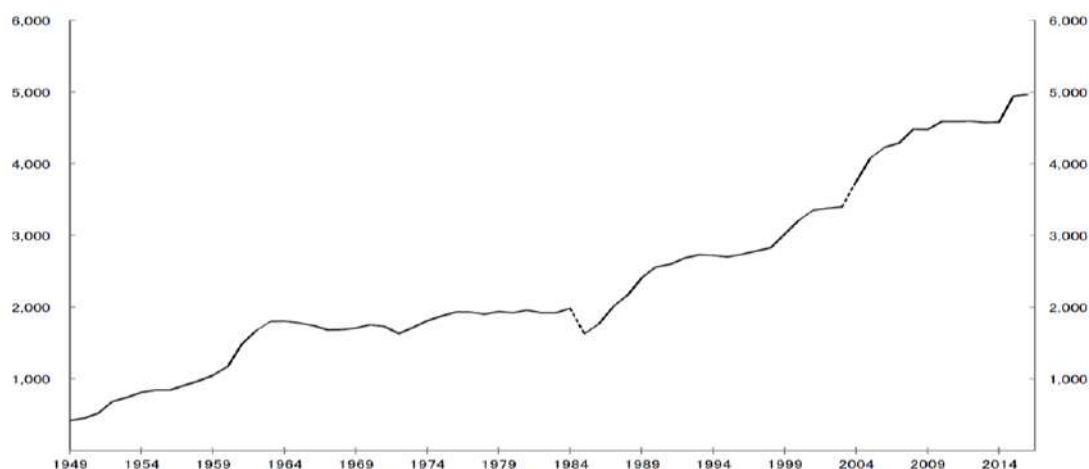
出所：日本証券業協会(2017)「個人投資家の証券投資に関する意識調査」p.3
(http://www.jsda.or.jp/shiryō/chousa/kojn_isiki/files/20171017_ishikichousa.pdf)より著者作成

15

20

²⁸ 総務省統計局(2017)「高齢者の人口」
(<http://www.stat.go.jp/data/topics/topi1031.htm>)参照。

【図表 3-3】 個人株主数(延べ人数)の推移(1949 年～2016 年)(縦軸の単位：万人)



出所：日本取引所グループ(2017a)「2016 年度株式分布状況調査の調査結果について」 p.2

(<http://www.nse.or.jp/market/statistics/table/files/j-bunpu2016.pdf>)

より引用

また、株主になることで得られる権利は【図表 3-4】に整理されている。一方、【図表 3-5】に示されているように、投資のイメージは良くないと見られる。投資経験者に比べて投資関心層および投資無関心層は投資に対して、「不安・心配」や「怖い」というイメージを持つ人が多い。加えて「素人には難しい」「リスクが高い」「お金に余裕がある人向け」という回答が多いことから、投資信託や長期積立分散の効果を理解していない人も多いことが考えられる。また、投資無関心層については、「自分とは関係ない」「興味がない」と回答している者が非常に多い。国内投資家が株式投資に積極的でない理由は、このような投資へのマイナスイメージが存在するからであり、これらを払拭するために、投資の必要性も然ることながら投資を身近に感じられる環境が必要になるだろう。

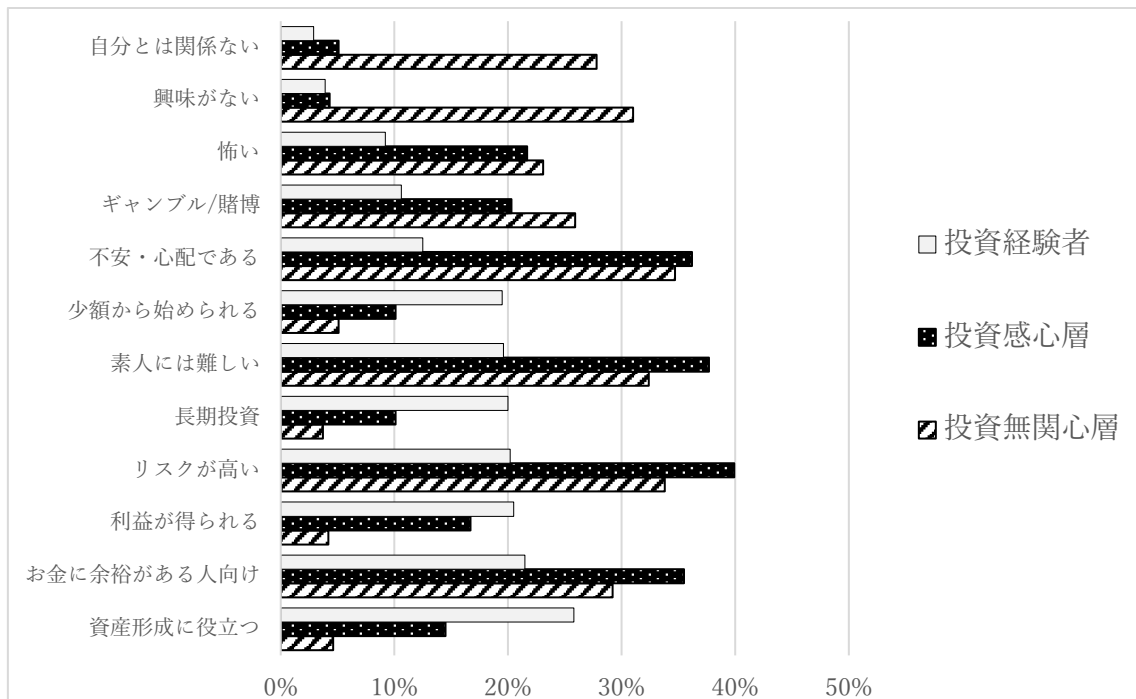
【図表 3-4】 主な株主の権利(2016 年)

自益権 (財産的利益に関する権利)	共益権 (経営への参加に関する権利)
<ul style="list-style-type: none"> ・ 剰余金配当請求権 ・ 残余財産分配請求権 ・ 株式買取請求権 	<ul style="list-style-type: none"> ・ 新株引受権 ・ 名簿名義書換請求権 ・ 総会議決権 ・ 総会招集権 ・ 株主提案権 ・ 役員解任請求権
	<ul style="list-style-type: none"> ・ 代表訴訟提起権 ・ 取締役の違法行為差止請求権 ・ 解散請求権 ・ 閲覧等請求権

出所：日本証券経済研究所(2016)『図説 日本の証券市場 2016 年版』 p.35 より引用

5

【図表 3-5】 投資に対するイメージ(2015 年)



出所：野村総合研究所(2015)「若年層を中心とした個人による投資の現状とNISA の利用促進に向けた課題に関する調査」 pp.14-15

10 (http://www.fsa.go.jp/common/about/research/20151001-1/02.pdf) より 著者作成

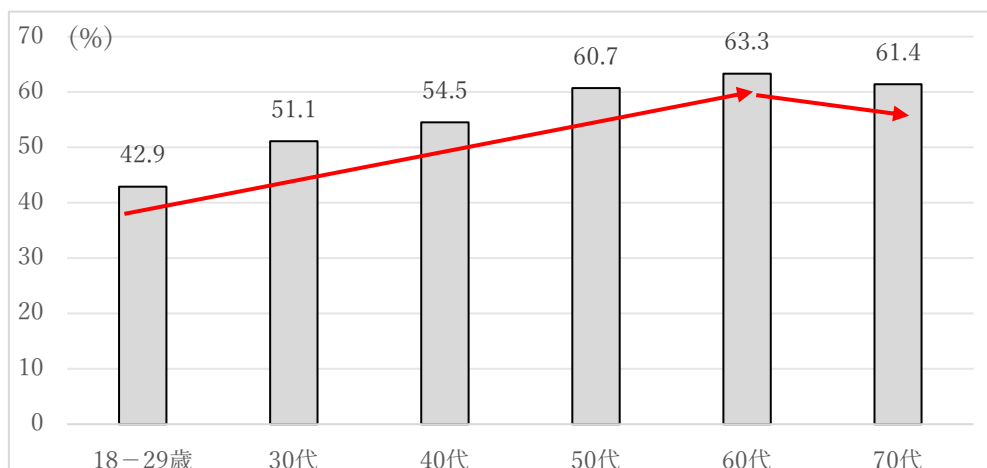
これらの投資イメージが悪い背景に、金融リテラシーの低さが挙げられる。

15 【図表 3-6】 からもわかるように、特に若年層の金融リテラシーが低い水準となっている。加えて、若年層は給与所得に対する生活費等の負担が大きいことや、「持ち家志向」による負債を抱えるケースがあることが、金融リテラシーの

乏しい若年層の投資を更に遠ざけてしまっているだろう。

加えて、金融リテラシー不足は、日本人の貯蓄が多い理由にも関係する。一つ目の理由は、比較的金融リテラシーの低い女性が、家計の管理を行うケースが日本で一般的であることである。二つ目の理由として、リスク許容度に適した投資を行えていないからであることが考えられる。日本では、ライフサイクルファンドに対する認知度が低く、ライフイベントの支出を考慮して貯蓄を行う傾向にある。これらの要因を解決するためにも、金融リテラシーを身に付けること、ライフサイクルと投資を結びつけて考える環境の整備は必要となる。

10 【図表 3-6】 正誤問題²⁹の正答率(年齢層別) (2016 年)



出所：金融広報中央委員会(2016)「金融リテラシー調査」の結果」 p.5

(https://www.shiruporuto.jp/public/document/container/literacy_chosa/2016/pdf/16literacy.pdf)より著者作成

15

投資資金に余裕が無いと感じている層に対しても投資を促すべくジュニア NISA、NISA が導入され、2018 年 1 月から「つみたて NISA」が開始される。ジュニア NISA、NISA 共に、口座開設数は年々増加しており、投資未経験者への投資の視野拡大効果があったとされるが、現在においても 50%以上が非稼働口座となっている点が問題である。また各種 NISA の特徴の差異につ

20

²⁹ 金融広報中央委員会(2016)「金融リテラシー調査」の結果」 pp.37-50

(https://www.shiruporuto.jp/public/document/container/literacy_chosa/2016/pdf/16literacy.pdf)に問題内容あり。

いても金融リテラシーが無い現状、理解が十分とは言えない。これらを改善すべく、我々は金融リテラシーが低く、投資資金への余裕をあまり感じていない層に対してはつみたて NISA を、短期投資も視野に入れた資産形成を積極的に行うことのできる金融リテラシーの高い層には NISA を利用しやすい形にすることでそれぞれの特徴を明確化すべきと考える。また、ジュニア NISA の口座開設は、名義人となる子どもが証券口座も持つ点から、早期から金融リテラシーを身に着けることが推測されるために有意であるが、現状の 18 歳未満での払出し規制への懸念が少なくない。これについても変更すべきと考える。

10 第 2 節 機関投資家

国内機関投資家は、約 29% もの日本上場株式を保有していることが【図表 3-7】からわかる。また、家計などの第三者から集めた大規模な資金を運用しリターン最大化に努め、大株主として議決権行使やエンゲージメントなどを通じ企業経営に影響を与える。よって、機関投資家は、日本の証券市場活性化と日本経済に大きな影響を与えるため、責任ある行動が求められる。

2014 年に機関投資家が投資とエンゲージメントを通じて、当該企業の企業価値の向上や持続的成長を促すことにより、顧客・受益者の中長期的な投資のリターンの拡大を図る責任を持つことを目的として、「日本版スチュワードシップ・コード」が発表された。現在では 214 もの機関が受入れ表明をしている³⁰。

20 株式市場最大の投資家である GPIF は、企業の収益性の低さを改善し経済を活性化しようと、この受入れと同時に GPIF の運用改革を実行した。投資内容の変更として、従来の TOPIX 連動型のパッシブと伝統的アクティブの 2 元的株式投資から、多様なベンチマークを目標とするパッシブ、ファクター特化型、エンハンスドインデックス³¹、特徴あるアクティブなど多様な指標を用い、コスト効率性を考慮した分散投資を、投資方法として採用した。JPX 日経 400 が多様なベンチマークを目標とするパッシブの例として挙げられるが、TOPIX か

³⁰ 金融庁(2016)「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」(<http://www.fsa.go.jp/news/27/sonota/20160315-1.html>)参照。

³¹ インデックス運用と比較して若干のアクティブリスクを取り、ベンチマークより高いリターンを目指すというもの。

らベンチマークを変更することにより資本生産性の低い企業の銘柄を売却することが出来、これが経営者にとって脅威となり、経営規律を高めさせる効果も期待できる³²。また、GPIFは2014年3月にエンゲージメントファンドを採用し、2015年4月には5ヵ月中期投資計画にESG投資の検討を盛り込んだ³³。

5 このように、間接的な方法としては、伝統的な時価総額型インデックスのみならず、スピルオーバー効果³⁴のある多様な指標を用いたベンチマークを採用し、分散投資することで顧客の収益拡大を図るとともに、企業の収益性改善に貢献すべきである。

また直接的な方法としては、エンゲージメント付きファンドが主体となって、
10 個別企業の事業・財務戦略、社外取締役や情報開示などのガバナンスを中心としたESG、中計内容、利益剰余金用途や資本効率等のテーマについてエンゲージメントを行い、投資先企業の社長を対象とした社長会や、経理・広報などの責任者を対象とした勉強会などを通じて、関係構築、情報提供、業界分析、人材育成の面から統合的にサポートを行い、企業の収益性改善に貢献すべきである。
15 実際、【図表3-8】からも分かるように、ESGなどの非財務情報を今後重要になると感じている機関投資家は半数いることから、成長性や企業の長期的将来価値を評価して運用する機関投資家は増えていくだろう。

どのアプローチで経済成長に貢献するかは、運用機関の運用手法や方針、資産規模などに合わせて各機関投資家が選択すべきである。どのアプローチを
20 選択したにせよ、スチュワードシップ・コードを受け入れたからには、長期的な企業価値の向上を促すような活動を通じた運用をしなければならない。

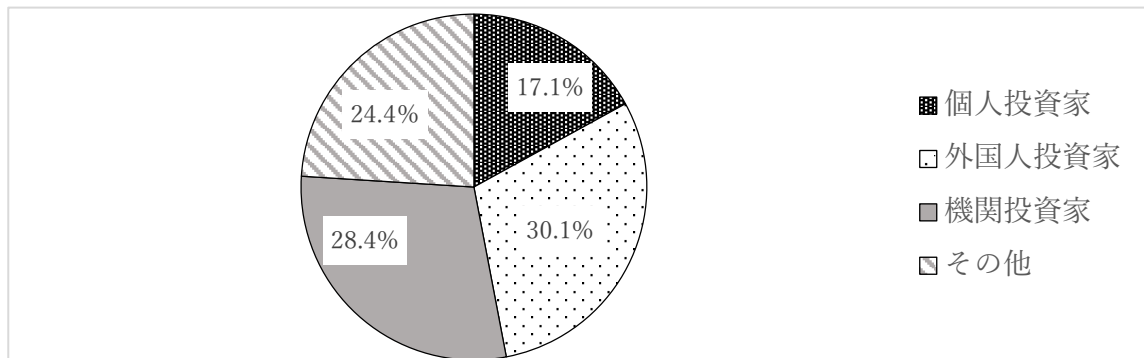
また、上場会社にガバナンス向上を求めるならば、独立社外取締役を最低1名採用し、運用方針を分かりやすく開示するなど、自らのガバナンスを正し、資産運用会社とファンドの両方のガバナンス強化を目指すべきである。

³² 神作裕之、小野傑、小泉宣親(2017)『資産運用の高度化に向けて～インベストメント・チェーンを通じた経済成長～』pp.194-195 参照。

³³ 三和裕美子(2016)「機関投資家のエンゲージメントとはなにかー国内外の機関投資家の調査をもとにー」p.4 (http://www.sess.jp/publish/annual_sv/pdf/sv50/m84_08.pdf) 参照。

³⁴ 市場に影響力の高い問題に取り組むことによって、ほかの市場参加者にも拡散され、その便益を教授することができる。

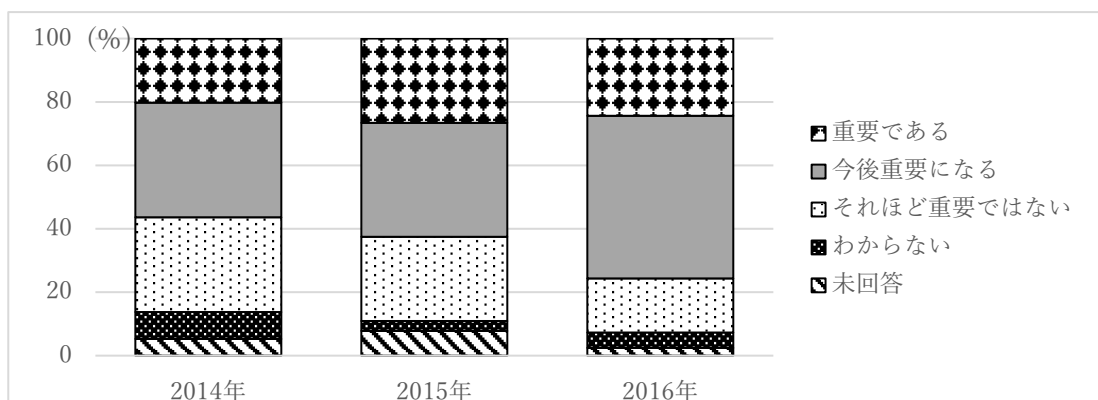
【図表 3-7】 投資部門別株式保有比率(2016 年度)



出所：日本取引所グループ(2017a)「2016 年度株式分布状況調査の調査結果について」 p.4

- 5 (<http://www.nse.or.jp/market/statistics/table/files/j-bunpu2016.pdf>) より 著者作成

【図表 3-8】 ESG など非財務情報の重要性(2014 年～2016 年)



- 10 出所：野村インベスター・リレーションズ業務企画部(2017)「企業が行う IR 活動に関する調査 2016」 p.30
 (http://www.nomura-ir.co.jp/research_topics/institutional_investor/pdf/201702.pdf) より 著者作成

15 第 3 節 海外投資家

日本の株式市場において、海外投資家は、約 3 割もの上場株式を保有していることが【図表 3-7】で示されている。また、売買シェアは約 6 割を占め、売買回転率が高いことから、流動性を高めていると言える。一方で海外投資家は、

ホームカンパニーバイアス³⁵があり、経済情勢に反応しやすいことから、安定株主になりにくい。

- 市場参加者を増やす意味で、海外投資家を呼び込むためには、市場全体の ROE を上げることや、ESG 銘柄を増やすこと、独立社外取締役や株主との利害一致の報酬体系などのコーポレートガバナンスを整備することが挙げられる。
- 5 また、統合報告書の英文化や議決権電子行使プラットフォームの参加企業数拡大も有効的である。

第 4 章 目指すべき証券市場に向けた改善案

- 10 本章では、これまで確認してきた証券市場の各プレイヤーが抱える現状の問題点を改善すべく、提案を行っていく。第 1 節では、市場が成熟化・停滞している点、IPO が企業の成長に結びつくイベントになっていないという点について、改善を検討していく。第 2 節では、永続的成長に向かうべき企業を目指すべきにも関わらず、成長を怠る企業を改善すべく提案を行う。第 3 節では、
- 15 個人投資家拡大を妨げる要因となる金融リテラシー不足や、各種 NISA の改善を提案する。

第 1 節 市場改変に向けた提案

① 東証第一部の上位市場の創設

- 20 第 1 章第 2 節で述べたように、東証第一部上場企業の成長は停滞し、成熟化している。本節④にて後述するが、東証第一部にも時価総額 20 億円～165 億円の企業が 345 社存在するのに対し、5000 億円以上の企業も 265 社存在する³⁶。このように東証第一部内で、企業規模に大きく格差があり、市場の特徴は不明瞭になっている。
- 25 一部上場企業にとって、ステップアップの目標がない上に、2000 社を超える様々な規模・特性の企業のなかに埋もれてしまう懸念がある。企業の成長意欲

³⁵ 資産運用において、自国中心になること。つまり、投資家が市場環境や経済状況など様々な理由によって、国際分散投資に慎重になり、自国市場(国内資産)への投資が厚くなる傾向のこと。これは、どの国の投資家にも適用するとされている。

³⁶ Yahoo!ファイナンス HP(<https://finance.yahoo.co.jp/>)参照。

を引き出し、市場を活性化させるために、第一部の次のステージとなる市場の創設を提案する。昇格基準は以下のとおりである。

【図表 4-1】 東証第一部の上位市場における昇格基準(提案)

(i)時価総額 5000 億円以上
(ii)一部直接上場の上場審査基準における、(3)(6)以外の項目の適用

5 * (3)…時価総額(6)…利益の額又は時価総額に関する項目

TOPIX や日経 225 は今まで通り第一部と上記の市場で構成されるものとする。

出所：著者作成

10 この市場を創設することにより、この市場へ昇格を目指す企業が企業価値向上へ努力することが期待される。また、市場の特徴が明確になることで、個人投資家も各市場での銘柄選択がしやすくなる。投資家が企業規模別に市場を選択し、銘柄比較をすることで、大企業間での競争も促され、成長への努力をすることが期待される。

15 ② 大手証券会社による上場引受、上場後サポート

我々は、IPO 後のパフォーマンス低下を改善するために、新興市場に参入している企業の公開引受業務の役割の継続、セルサイド・アナリストのカバー率上昇の二点を促すために、上場後の証券会社によるフォローアップの継続を提案する。

20 現状、上場後のフォローアップは市場によって行われている。その内容としては、各『2017 新規上場ガイドブック³⁷』に記載されている。しかし、ヒアリング調査を行ったところ、「必要に応じて上場会社や主幹事証券会社に対して照会・ヒアリング等」を行うことは稀であり、機能しているとは言えない状態であった。そのため我々は、上場前のサポートを担う証券会社による上場後
25 の継続したフォローアップによって機能させようとする。具体的には、公開

³⁷ 東京証券取引所(2017)『2017 新規上場ガイドブック(市場第一部・第二部編)』『2017 新規上場ガイドブック(マザーズ編)』『2017 新規上場ガイドブック(JASDAQ 編)』『2017 新規上場ガイドブック(TOKYO PRO MARKET 編)』

引受部門が IPO 後も継続したフォローアップを行うこと、セルサイド・アナリストのカバレッジ率を向上させるべきだと考える。

- 前者によって、IPO 後間もない新興市場における「事業の基盤整備」が可能となり、これがパフォーマンスの低下を改善すると考える。また、後者によって、投資家の取引を活発化させることが IPO 後の流動性の向上をもたらす。日本の新興市場のアナリストカバレッジ率は 9.4%³⁸と低い水準となっており、この向上が株式の流動性を高めると推測できる。現実問題として、市場で株式売買が少ない企業にアナリストの関心を引き付けるのが困難とされるが、上場後のフォローアップを証券会社が行うという形式を採ることによって、アナリストを新興企業と結びつけることが容易になるだろう。これにより、大手証券会社が新興市場を支えることで IPO 後の長期株価パフォーマンスの低下を改善することができる。

③ 「CGC 原則・補充原則」の新興市場への適用

- 第 1 章第 2 節で述べたように、東証第一部とその他の市場は流動性において、大きく差が開いている。市場間競争を活発化させるためにも、新興市場の透明性の向上が必要である。また、第 2 章第 2 節で述べたように、中小型株は中計開示に対する株式市場の反応が大きいことから、新興市場が開示することは企業にとってもメリットである。

- 現在、CGC は 5 個の基本原則、30 個の原則、38 個の補充原則によって構成されている。しかし、73 原則全てに適用されるのは東証第一部と第二部であり、マザーズと JASDAQ・スタンダードに関しては基本原則のみである。

- 上場審査基準によると、マザーズ上場企業は最低でも時価総額 10 億円以上の企業であり、JASDAQ 上場企業も、利益 1 億円以上もしくは時価総額 50 億円以上の企業である。また、金融商品取引法の第 24 条の 4 の 4 では、全上場企業を対象に、公認会計士か監査法人の監査証明を受けなければならない内部統制報告書と有価証券報告書の提出が義務づけられている。これらのことから、

³⁸ 日本証券業協会(2009)「新興市場のあり方を考える委員会報告書～新興市場の機能と信頼の回復に向けて～【資料編】」 p.35

(http://www.jsda.or.jp/shiryo/houkokusyo/h21/files/shinkou_report.pdf)参照。

新興企業とはいえ、上場している企業は、上場時に求められる内部統制と規模を満たしている。

5 実際、東証第一部、第二部でも実施率約 40%³⁹の原則が存在し、実施できないから適用出来ないということはない。この項目があることから導入を検討し、結果資本コストが下がり、企業価値が向上する企業のことを考慮すると、適用ささえせないという選択は適切ではない。

しかし、補充原則 1-2④、3-1②、4-10①、5-1②の(ii)、原則 4-8 に関してはコストの観点から、CGC の注意書きで、「新興市場においては導入見込みがあるかどうかを問う目的とする」等の記載をするといった考慮をすべきである。

10 よって、新興市場の透明性向上のために、マザーズ、JASDAQ・スタンダードに対して、一部例外項目を設置した上で、CGC の原則と補充原則を適用させるべきである。透明性が向上することで、市場参加者が増えると伴に流動性が向上し、新興市場の活性化に繋がるだろう。

15 ④ JPX 日経超小型株指数の開発

2013 年に JPX 日経 400 が開発され、2016 年には新たに JPX 日経中小型株指数が開発された。JPX と日経の共同開発により、知名度の獲得に成功し、これに連動するデリバティブやファンド、ETF も作られたため、活用されやすい株価指数となった。これらが開発されるまで、日本株指数は時価総額や売買代金によるものであり、資本の効率性や財務状況などの観点で銘柄選択を行う指標はほとんどなかった⁴⁰。JPX 日経 400 については、直近 3 年間の売買代金選定と基準日時点における時価総額を勘定したうち上位 1000 銘柄を選定することから大型株を対象としていることが分かる。JPX 日経中小株指数についても、基準日における時価総額順位が上位 20%⁴¹以内となる大型銘柄を除外している

³⁹ 日本取引所グループ(2017b)「コーポレートガバナンス・コードへの対応状況(2016年12月末時点)」p.4

(<http://www.jpx.co.jp/news/1020/nlsgeu0000027kxe-att/nlsgeu0000027kzz.pdf>)参照。

⁴⁰ 日本取引所グループ(2017c)「JPX 日経 400・JPX 日経中小型」

(<http://www.jpx.co.jp/markets/indices/jpx-nikkei400/01.html>)参照。

⁴¹ ただし、基準日において JPX 日経中小型株指数算出対象銘柄については、上位 18%以内の銘柄のみを除外。

ものの、時価総額が 100 億円以下の企業を除外しており、構成銘柄のうち約 9 割⁴²が東証第一部の銘柄であることから新興市場を対象としていないことが分かる。しかし、日本における上場企業の約 48%⁴³が時価総額 165 億円以下のマイクロキャップ銘柄⁴⁴であり、東証第一部の中でも 345 社⁴⁵がこれにあたる。

5

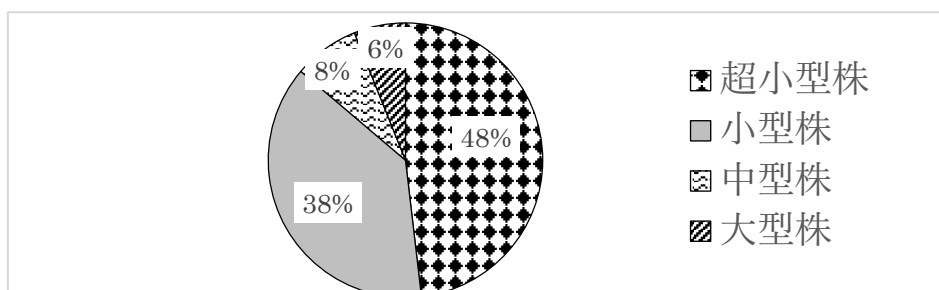
【図表 4-2】 マイクロキャップの定義

大型株	時価総額合計の上位 70% 以上	時価総額約 5,593 億円以上
中型株	時価総額合計の下位 15~30%	時価総額約 1,736~5,593 億円
小型株	時価総額合計の下位 2~15% 以下	時価総額約 165~1,736 億円 以下
超小型株 (マイクロキャップ)	時価総額合計の下位 2% 以下	時価総額 165 億円以下

出所：スパークス HP「中小型株とは」

(<https://www.sparx.co.jp/special/kachi/index.html>)より著者作成

10 【図表 4-3】 日本株式市場の規模別銘柄数



出所：スパークス HP「中小型株とは」

(<https://www.sparx.co.jp/special/kachi/index.html>)より著者作成

⁴² 日本取引所グループ(2017d)「JPX日経中小型株指数構成銘柄一覧(2017年9月29日時点)」pp.1-4 (http://www.jpx.co.jp/markets/indices/jpx-nikkei400/nlsgeu0000022snl-att/data_j.pdf)参照。

⁴³ スパークス HP「中小型株とは」(<https://www.sparx.co.jp/special/kachi/index.html>)より算出。

⁴⁴ 超小型株のこと。

⁴⁵ Yahoo!ファイナンス HP (<https://finance.yahoo.co.jp/>)、日本取引所グループ(2017e)「上場会社数・上場株式数」(<http://www.jpx.co.jp/listing/co/index.html>)より算出。

また、大型株より小型株の方が、長期的リターンが高く、優良な銘柄選びでリスクが低減できるという分析⁴⁶も多くある。

よって、我々はマイクロキャップ銘柄を中心とし、優良な銘柄の選定基準を掛け合わせた指数を提案する。優良な銘柄の選定基準を、統合報告書や IR など

5 の非財務情報の充実性、EPS、PER や PBR、経営方針(経営者哲学、経営戦略、市場成長性、企業収益の質)などの指標を用いることとする。

【図表 4-4】日本取引所への提案

対象銘柄	時価総額 165 億円以下のマイクロキャップ銘柄
スコアリング	<ul style="list-style-type: none"> ・ 非財務情報の充実性 ・ EPS ・ PER や PBR ・ 経営方針
スクリーニング	<ul style="list-style-type: none"> ・ ネガティブスクリーニング ・ 上場後 3 年以上 ・ 財務レバレッジの<u>上限以下であること</u> ・ 流通株式数の比率約 14% 以上 ・ 過去 3 期いずれかの期で債務超過でないこと ・ 過去 3 期のすべてで営業赤字、最終赤字でないこと
リバランス	半年に 1 回

出所：著者作成

10

このようなマイクロキャップ銘柄で構成される指数ができれば、既存の上場マイクロキャップ企業にとって、指数に構成されるかもしれないという動機から士気向上に繋がり、選定基準を満たそうと行動し、まだ上場していない中小企業にとっても上場の魅力となるだろう。

15

第 3 章第 2 節で述べた、間接的に企業の成長に貢献するパッシブ運用を行う機関投資家は、この指数を採用することによって、日本の経済成長に寄与できる。また、長期リターンが高ければ、個人投資家の参加拡大も見込める。さらに、この指数により機関投資家の新興市場参入を促進し、新興市場の売買高増

⁴⁶ バートン・マルキール(2016)『ウォール街のランダム・ウォーカー』p.333 参照。

加に伴う株価上昇も見込めるだろう。よって、市場の質が高まり、市場参加者が増え、流動性が向上することで新興市場の活性化に繋がることが期待できる。

第2節 企業のあり方改善に向けた提案

5 ① 経営者報酬の改革

第2章第1節で述べたように、日本の経営者報酬は依然として固定報酬の割合が大部分を占めており、現状中長期インセンティブ報酬の割合は高くない。この状態では経営者に中長期的な企業価値向上のインセンティブを与え、日本企業の収益性の向上につなげることが困難である。

10 そこで我々は、経営者に中長期企業価値向上のインセンティブを付与するため「株式報酬の拡充」を提言する。以下では株式報酬を拡充させていく上で必要となる条件を述べていく。

まず株式報酬において、従来から一般的に採用されてきた「ストックオプション」とは、自社の株式をあらかじめ決められた行使価格で購入する権利を付与することであり、権利者は株価上昇のインセンティブを持つと言える。しかし成熟企業等における株価停滞・下落局面では、経営者に対するインセンティブ付与機能が不十分である。また株価が権利行使価格を下回った場合でも、権利を行使しなければ経営者が損害を被ることはないため、株式のダウンサイドリスクを投資家と共有できないという問題を持つ⁴⁷。そのため「株式交付信託」
15 の導入を促進する必要がある。株式交付信託とは、企業が報酬相当額を信託に
20 拠出し、信託が市場から買付けにより取得した株式を報酬として交付する制度である⁴⁸。株式交付信託では「リストラクテッド・ストック⁴⁹」や「パフォーマンス・シェア⁵⁰」等の性質に対応した柔軟な設計ができるため、経営者に株式保有のインセンティブや、中長期的な業績・株価向上へのインセンティブを付与

⁴⁷ 神田秀樹、武井一浩、内ヶ崎茂(2013)『日本経済復活の処方箋 役員報酬改革論』p.81 参照。

⁴⁸ 小林一樹(2016)「特定譲渡制限付株式(日本版リストラクテッド・ストック)が変える日本企業の役員報酬」
(https://www.dir.co.jp/consulting/insight/personnel/20160622_010992.html)参照。

⁴⁹ 事前に株式を交付し、一定期間の勤務条件の達成を無償取得の条件とする株式報酬。

⁵⁰ 中長期的な業績目標の達成度合いによって交付される株式報酬。

することができる。

株式報酬として自社株式を交付する場合、通常新株や自己株式が使用されるため、大量に発行・処分すると株式価値の希薄化を招くとの機関投資家から批判があるが⁵¹、株式交付信託では市場買付けによる株式取得が可能となるため、株式価値の希薄化が生じず、株主の観点も考慮した有効なスキームである。しかし株式交付信託の問題点として、報酬相当額を信託会社に拠出する必要性や、信託報酬等のコストが相対的に高いことなどが挙げられるが、資金に余裕のある大企業にとっては費用対効果の点でも十分メリットがあると考えられる。

一方で資金に余裕がない成長段階の中堅・中小企業では株価上昇の可能性が高く、ストックオプションが有効な報酬となりえることに加え、2016年度・2017年度の税制改正により、リストラクテッド・ストックおよびパフォーマンス・シェア(のうち業績連動発行型)を導入する仕組みが整備されたため、企業は株主に説明責任を果たした上で積極的に導入するべきである。

また業績達成の指標として中計を設定することで、中計に掲げた目標を達成するインセンティブを向上させるため、開示内容の質的な改善だけでなく、掲げた目標の達成確度を上げ、第2章第2節で述べた中計の課題を改善する有効な手段になりえる。指標は各企業の戦略を反映するべきであるが、一つの指標として十分に検討の余地があると考えられる。

株式報酬の拡充により、経営者の自社株保有数を増加させ、株式のアップサイドポテンシャルに加え、ダウンサイドリスクを経営者が投資家と利害共有できる。これにより経営者に株主目線での経営を促し、中長期業績向上のインセンティブを与える⁵²。従って、株式報酬の拡充は、海外を含めた機関投資家など様々な投資家のニーズに即したものとなる。

株式報酬の拡充に加え、本章第1節①で述べた東証第一部の上位市場の創設は、日本企業をローリスク・ローリターン経営から脱却させ、収益性の向上への戦略的経営を促すきっかけとなる。日本企業の競争力が高まることで、持続

⁵¹ 神田秀樹、武井一浩、内ヶ崎茂(2016)『日本経済復活の処方箋 役員報酬改革論』p.140 参照。

⁵² 投資家との対話委員会(2016)「経営者報酬ガイドライン(第四版)ー経営者報酬ガバナンスのいっそうの進展をー」p.8 (http://www.jacd.jp/news/comp/161026_01.pdf)参照。

的低収益性を指摘されている成熟企業同士でも新陳代謝が生まれ、積極的な経営戦略の結果、企業価値向上へとつながる。即ち、企業価値向上は投資家にとってリターン向上を意味し、証券市場全体の魅力拡大につながることを期待される。

5

②「ESG 対話プラットフォーム」への登録

第2章第2節で述べたように、企業が行う ESG 情報開示において、ESG がどのように企業価値創造に関連しているのか投資家が理解しにくい面がある。また企業側でも ESG 情報を含む非財務情報をどのように企業価値と関連づけて開示・説明するか等の、非財務情報を開示する上で重要な項目に対して課題や懸念を感じているのが現状である。企業の ESG 情報開示の質を向上させ、企業と投資家が ESG に関する積極的な対話を行う環境を形成するために、「ESG 対話プラットフォーム」への登録を提言する。

ESG 対話プラットフォームとは環境省が 2013 年から実施されている事業であり、環境情報を中心とした実質的な対話を行うシステムである。これにより環境活動等に積極的に取り組む企業が投資家から適切な評価を受けられる。その結果、投資家にとっては ESG の観点から優良と判断される企業の情報を受信しやすくなり、企業にとっては ESG 情報を評価してもらう環境が生まれる。このような企業と投資家間の豊かな ESG 対話を促進するツールを提供する⁵³。

企業は WEB 上で CSR 報告書、統合報告書等を登録する。投資家はそれらの情報を WEB、PDF で閲覧することができ、不明な点などについては企業とチャット形式で直接対話を行うことができる⁵⁴。加えて企業は ESG 対話プラットフォームに登録することで、「ステップアッププログラム」を受講することができる。ステップアッププログラムとは、「投資家が本当に知りたい ESG 情報」等の講座を受けながら、並行して ESG 対話プラットフォームを活用し、年間を通じて段階的に ESG 情報開示・対話のレベルアップを図る実践プログラムで

⁵³ 環境省(2017a)「平成 29 年度環境情報開示基盤整備事業～ESG 対話プラットフォーム～」(<http://www.env.go.jp/press/files/jp/106548.pdf>)参照。

⁵⁴ 同上。

ある⁵⁵。ESGに関心はあっても、開示や投資家との対話方法が分からず、ESG情報の開示に不安を抱いていた中堅・中小企業も積極的に当プラットフォームに登録し、ESG情報開示の質を向上させていくことで、日本の証券市場全体での魅了につながる。ESG情報開示の質的な向上は、国内投資家のESG投資を

5 含む長期投資を促すきっかけとなり、ひいてはESGに高い関心を持つ海外投資家の新たな国内市場への参入が期待される。また既存の投資家だけでなく、第3章第1節の【図表3-5】に記載されている投資に対してイメージが悪いと感じる個人がESGの普及を通じて、投資における社会貢献の側面を理解することで、投資イメージが改善し、新たな個人投資家の増加に繋がるだろう。

10 環境省は2020年を目途に実証事業から本格運用を目指しており、当プラットフォームが企業・投資家双方にとって有用なシステムとなるためにも、大企業だけでなく、中堅・中小企業など幅広い企業の参加が必要不可欠である。

③指定運用商品にターゲットデットファンドを普及、IFAの拡大

15 我々は、DCの問題点として挙げた、指定運用商品の多くが元本確保型に設定されている点、認知度が低い点を改善するために、指定運用商品として投資信託およびターゲットデットファンドを普及させることを提案する。これにより、指定運用となるまでに自己の資産運用を見直す層が拡大することで、これまで自己の運用状況を理解していなかった層の改善を見込むことができる。更

20 に、必然的にDCの認知度は高まりを見せるだろう。また、ここでターゲットデットファンドを提案している理由は、ライフサイクルファンドの認知度の低さを改善することによる個人投資家の拡大が期待できるからである。近年増加傾向にある企業型DCの普及に伴って投資信託およびこのファンドが普及することが、個人投資家にとって新たな商品の発見につながる。加えて、若年層の

25 投資資金不足という投資促進の障壁についても、ライフサイクルファンドの有用性を理解することで改善できる点があるだろう。

企業が指定運用商品に投資信託を利用するメリットとして、個人投資家の投

⁵⁵ 環境省(2017b)「平成29年度環境情報開示基盤整備事業」参加企業及び投資家等の募集について」(<http://www.env.go.jp/press/104373.html>)参照。

資促進による資産形成の充実を招き、消費の拡大等を経た経済の活性化が企業の成長となることが挙げられる。これは長期的な視点での恩恵になることは間違いないが、元本確保型の運用を提供することに比較すれば企業への恩恵は大きいと言える。

- 5 また、現状の指定運用商品の選択は、運営管理機関による提案をそのまま企業が採用していることが多い。この点について、指定運用商品の選択を行う企業が意図を持って投資信託を選択することが求められる。その上で懸念される問題の一つとして、運用の損失を企業のせいにする企業型 DC 加入者の存在が挙げられるかもしれない。ただし、この問題についても、セーフ・ハーバー・
- 10 ルールによって企業に損失が被ることはない。

- 他の懸念材料としては、企業型 DC 加入者にとって、将来受け取れる年金の額が減額する可能性のある提案をされるため、重要な選択を迫られることになるだろう。加えて、企業にとっては投資信託商品を利用させたいという状況においては、企業との相談が加入者のためになるかどうかとも判断が難しい。したがって我々は、指定運用商品に投資信託を設定する企業が、IFA(独立系ファイナンシャルアドバイザー)の紹介を義務化することも加えて提案する。これにより、投資信託商品の選択に関する不安や困惑を解消し、また真に顧客本位の商品を選択できる点で顧客のメリットは大きいだろう。現状の投資信託商品販売会社は手数料収入が主な点から、フィデューシャリー・デューティーが果たされにくいという問題が発生していた。しかし、真に独立した IFA は報酬体系の違いにより投資商品の購入を強要する必要がない。つまり、投資をすべきでない企業型 DC 加入者に対しては元本確保型商品が勧められ、継続的なサポートを希望すれば、適切なタイミングでの運用商品の変更も可能となる。
- 15
- 20

25 第3節 投資家拡大に向けた提案

第3章第1節において個人投資家の拡大には、金融リテラシー不足と投資資金の不足を解消することが求められるとした。我々は本節においてそれらの解決を検討する。

① ファイナンシャルアカデミーとの提携校拡大

我々が個人投資家の金融リテラシー改善のために提案するのが、ファイナンシャルアカデミーとの提携による金融教育実施の拡大である。ファイナンシャルアカデミーとは、「お金の教養を身につけるための日本唯一の総合マネースクール」であり、受講者に対して、お金の使い方、貯め方から投資などの資産形成としての活用まで様々な教養を与える組織である。

現在、金融教育を中学校、高等学校において実施する上で、教育者自身の知識不足や、生徒用の教材不足が障壁となっていた⁵⁶。しかし、ファイナンシャルアカデミーが学校と提携することによって、学校に対して提供される副教材を利用することによる金融教育を可能にしている。これは無償で行われていることから、学校が負担するコストを考えると実施が可能である。また、教育者の金融知識不足を助けるための教材と、生徒用の教材が提供されることによって上記の障壁を解消することが可能である。

つみたて NISA について、投資未経験者の非投資理由⁵⁷として「まとまった資金がないから」、「少額では意味がないから」、「投資は損しそう怖いから」、「投資の知識がないから」といった回答が挙げられた。つまり、個人投資家のリテラシー不足からなる長期積立分散効果の不認知によって、制度の有効活用ができていない可能性が考えられる。また、自分の年金について、受け取れる金額を把握していない割合が 63.4%にも上ることから、資産形成の重要性を理解していない層が多くいると推測できる。これらの課題もファイナンシャルアカデミーの導入によって改善されることが望ましい。

② ジュニア NISA、つみたて NISA、NISA の制度変更

我々は、各種 NISA の差別化による口座稼働率の上昇のための提案を行う。ただ共通して、これらの制度の恒久化を提案する。各種 NISA の利用者は少な

⁵⁶ 金融経済教育を促進する研究会(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.32

(http://www.jsda.or.jp/manabu/kenkyukai/content/report_jittai.pdf)参照。

⁵⁷ 野村アセットマネジメント(2017)「「つみたて NISA」に関する意識調査の結果について」p.4

(http://www.nomura-am.co.jp/nisa/common/pdf/20170630_B7D47D46.pdf)参照。

くなく、今後も個人投資家の資産形成を促進していく上で必要性は高いと考えられる。

5 加えて、ジュニア NISA については非課税が対象となる払い出しの年齢を 18 歳から 15 歳に引き下げることを提案する。15 歳という年齢の設定は、一般的に高等教育が開始される年齢であり、人生の三大費用の一つである教育費のための有効な投資手段とする意図がある。

次に、つみたて NISA については、10 年間利用した後の非課税投資枠を拡大することを提案する。これは、長期の資産形成に幅をもたせる狙いがある。初めから非課税枠を拡大しないことの意図とは、少額でも投資が可能であるという意識を逃さないためである。現状のつみたて NISA が NISA と比較して非課税投資枠が小さいのは上記の意図があるためであり、我々はそれを残しながら、積立額を増加できるライフステージを迎えることに合わせて非課税枠を引き上げるとい

10 う提案に至った。さらに、非課税枠を早い段階から増やしたいという者は、より若い段階からのつみたて NISA 加入が必要となり、これが若年からの投資を広める可能性を高めるだろう。

15

また NISA については、公社債を投資選択対象に加えること、運用収益からの再投資額を非課税枠の上限に関与しないようにすることを提案する。まず、公社債を投資対象に含める意図とは、投資上級者の運用幅を狭めないことが目的である。これにより、社債といった債権を購入する者が増加すれば、流動性の確保にも起因するだろう。また公社債が対象に加わることによって、分散投資の幅が広がる

20 のことが、投資家にとってより優れた制度となると考える。さらに、運用収益からの再投資を可能にすることによって、投資上級者の更なる証券投資の可能性が期待できる。これらの制度変更によって、NISA の改善が求められている点についても解決されることから、新規 NISA 利用者の拡大と、

25 既存 NISA 利用者の運用の多様化が期待できる。

おわりに

我々は本論文において、「日本経済を更なる成長へと導く証券市場の構築」を目的とした「取引参加者数の増加に伴う証券売買高の増加」と「国内企業の証券発行による資金調達額の増加」による証券市場の活性化を検討してきた。そ

30

の上で、証券市場の現状として、市場が成熟化・停滞している点、企業の成長意欲が低い点、非財務情報の開示が不十分な点、個人投資家の金融リテラシーが低水準であり、「貯蓄から投資へ」と促す環境が未整備な点を問題として指摘した。その上でそれらについて、第4章において9つの提案を行った。これら
5 の提案は、より良い証券市場を構築する上での有効性に加えて、実現可能性を考慮したものである。

最後に、我々の提案を通じて証券市場が改善され、「今後の国内証券市場の活性化」につながることを願っている。

10 参考文献

- 浅田一成、山本零(2016)「企業の中期経営計画に関する特性及び株主価値との関連性について—中期経営計画データを用いた実証分析—」、『証券アナリストジャーナル』第54巻、第10号、pp.67-78。
- 井口譲二(2017)「非財務情報が将来業績予想・投資判断に与える影響」、『企業会計』Vol.69、No.9、pp.45-52。
- 15 池田直史(2015)『IPOの理論・実証分析—過小値付けと長期パフォーマンス—』、三菱経済研究所。
- 太田珠美(2015)「わが国社債市場の位置づけと活性化策[1]～日本社債市場の構造的な問題～」、『大和総研調査季報』2015年、秋季号、Vol.20、pp.26-47。
- 20 神作裕之、小野傑、小泉宣親(2017)『資産運用の高度化に向けて～インベストメント・チェーンを通じた経済成長～』、金融財政事情研究会。
- 神田秀樹、武井一浩、内ヶ崎茂(2013)『日本経済復活の処方箋 役員報酬改革論』、商事法務。
- 神田秀樹、武井一浩、内ヶ崎茂(2016)『日本経済復活の処方箋 役員報酬改革
25 論』、商事法務；増補改訂版。
- 忽那憲治(2008)『IPO市場の価格形成』、中央経済社。
- 佐藤淳(2017)「2016年社債発行市場の回顧」、『野村資本市場クォーターリー』2017 Winter、pp.1-20。
- 三瓶祐喜(2014)「機関投資家からみた情報開示の現状と問題点—製造コスト逡
30 減が得意な日本企業がまだ本格的に取り組んでいない資本コスト逡減—」、

- 『証券アナリストジャーナル』第52巻、第12号、pp.6-17。
中小企業庁(2017)『2017年版中小企業白書』。
東京証券取引所(2017)『2017新規上場ガイドブック(市場第一部・第二部編)』。
同上(2017)『2017新規上場ガイドブック(マザーズ編)』。
5 同上(2017)『2017新規上場ガイドブック(JASDAQ編)』。
同上(2017)『2017新規上場ガイドブック(TOKYO PRO MARKET編)』。
中美尋(2016)「日本の上場企業の稼ぐ力に対する評価」、『証券アナリストジャーナル』第52巻、第12号、pp.66-71。
日本証券経済研究所(2016)『図説 日本の証券市場 2016年版』。
10 バートン・マルキール(2016)『ウォール街のランダム・ウォーカー』、日本経済新聞出版社。
林寿和(2014)「中期経営計画の開示行為に対する株式市場の反応の検証」、『企業会計』Vol.66、No.7、pp.144-152。
柳良平(2017)『ROE経営と見えない価値—高付加価値経営を目指して』、中央
15 経済社。

参考 URL

- 生田孝史(2017)「非財務情報開示の要請と標準化」、富士通総研
(<http://www.fujitsu.com/jp/group/fri/report/newsletter/2017/no17-001.html>、2017年10月23日閲覧)
20 市川隆治(2015)「ベンチャー白書 2015 発表資料」、ベンチャーエンタープライズセンター
(http://www.vec.or.jp/wordpress/wp-content/files/WP2015_PR.pdf、2017年10月6日閲覧)
25 太田珠美(2017)「マイナス金利が企業の資金調達に与えた影響」、大和総研
(http://www.dir.co.jp/research/report/capital-mkt/20170127_011645.pdf、2017年10月23日閲覧)
奥谷貴彦(2012)「ベンチャー企業の資金調達」、大和総研
(<https://www.dir.co.jp/souken/research/report/capital-mkt/12030201capital-mkt.pdf>、2017年10月5日閲覧)
30

- 株探 HP(<https://kabutan.jp/>、2017年10月25日閲覧)
- 環境省(2017a)「平成29年度環境情報開示基盤整備事業～ESG対話プラットフォーム～」(<http://www.env.go.jp/press/files/jp/106548.pdf>、2017年10月12日閲覧)
- 5 同上(2017b)「平成29年度環境情報開示基盤整備事業」参加企業及び投資家等の募集について」(<http://www.env.go.jp/press/104373.html>、2017年10月5日閲覧)
- 企業活力研究所(2012)「企業における非財務情報の開示のあり方に関する調査研究報告書(概要版)」
- 10 (http://www.meti.go.jp/english/policy/economy/corporate_accounting/pdf/120713_PC1_5.pdf、2017年10月12日閲覧)
- 金融経済教育を促進する研究会(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」、日本証券業協会
- (http://www.jsda.or.jp/manabu/kenkyukai/content/report_jittai.pdf、2017
- 15 年10月23日閲覧)
- 金融広報中央委員会(2016)「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、2017年10月10日閲覧)
- 金融審議会(2016)「報告～国民の安定的な資産形成に向けた取組みと市場・取引所を巡る制度整備について～」
- 20 (http://www.fsa.go.jp/singi/singi_kinyu/tosin/20161222-1/01.pdf、2017年10月10日閲覧)
- 金融庁(2016)「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」
- 25 (<http://www.fsa.go.jp/news/27/sonota/20160315-1.html>、2017年10月9日閲覧)
- 金融庁総務企画局(2016)「説明資料(市場間取引と取引所外取引)」
- (http://www.fsa.go.jp/singi/singi_kinyu/market_wg/siryoku/20160615/01.pdf、2017年9月25日閲覧)
- 30 榎筥隆亮(2016)「経営者報酬の現状と課題認識」、ウイリス・タワーズワトソン

- (http://www.meti.go.jp/committee/kenkyukai/sansei/cgs_kenkyukai/pdf/006_05_00.pdf、2017年10月10日閲覧)
- 経済産業省(2014)「「持続的成長への競争力とインセンティブ～企業と投資家の望ましい関係構築～」プロジェクト(伊藤レポート) 最終報告書」
- 5 (<http://www.meti.go.jp/press/2014/08/20140806002/20140806002-2.pdf>、2017年9月20日閲覧)
- 経済産業省産業組織課(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～」
- 10 (<http://www.meti.go.jp/press/2017/04/20170428007/20170428007-1.pdf>、2017年10月5日閲覧)
- 厚生労働省(2017)「確定拠出年金における運用の改善について(運用商品提供数の上限・指定運用方法の基準)」
- 15 (http://www.mhlw.go.jp/file/05-Shingikai-12601000-Seisakutoukatsukan-Sanjikanshitsu_Shakaihoshoutantou/0000151510.pdf、2017年10月2日閲覧)
- 厚生労働省 HP「規約数等の推移」
- (<http://www.mhlw.go.jp/stf/seisakunitsuite/bunya/nenkin/nenkin/kyoshutsu/kiyakusu.html>、2017年10月2日閲覧)
- 国税庁企画課(2016)「平成27年分民間給与実態統計調査結果について」
- 20 (<http://www.nta.go.jp/kohyo/press/press/2016/minkan/>、2017年10月20日閲覧)
- 小林一樹(2016)「特定譲渡制限付株式(日本版リストリクテッド・ストック)が変える日本企業の役員報酬」、大和総研
- 25 (https://www.dir.co.jp/consulting/insight/personnel/20160622_010992.html、2017年10月25日閲覧)
- スパークス HP(2017)「中小型株とは」
- (<https://www.sparx.co.jp/special/kachi/index.html>、2017年10月25日閲覧)
- 生命保険協会(2016)「株式価値向上に向けた取り組みについて」
- 30 (http://www.seiho.or.jp/info/news/2016/pdf/20170321_3.pdf、2017年10月

- 1 日閲覧)
- 総務省統計局(2017)「高齢者の人口」
(<http://www.stat.go.jp/data/topics/topi1031.htm>、2017年10月23日閲覧)
- 大和総研データバンク課(2017)「グラフと表で見る株式市場(2017年10月号)」、
5 (http://www.dir.co.jp/InfoManage/pdf/DI02_STOCK.pdf、2017年10月25日閲覧)
- 投資家との対話委員会(2016)「経営者報酬ガイドライン(第四版)ー経営者報酬ガバナンスのいっそうの進展をー」、日本取締役協会
(http://www.jacd.jp/news/comp/161026_01.pdf、2017年10月25日閲覧)
- 10 日経平均プロフィール HP(<https://indexes.nikkei.co.jp/nkave>、2017年10月9日閲覧)
- 日本銀行調査統計局(2017)「資金循環の日米欧比較」
(<http://www.boj.or.jp/statistics/sj/sjhiq.pdf>、2017年9月10日閲覧)
- 日本証券業協会(2009)「新興市場のあり方を考える委員会報告書～新興市場の
15 機能と信頼の回復に向けて～【資料編】」
(http://www.jsda.or.jp/shiryo/houkokusyo/h21/files/shinkou_report.pdf、
2017年10月23日閲覧)
- 同上(2017)「個人投資家の証券投資に関する意識調査」
(http://www.jsda.or.jp/shiryo/chousa/kojn_isiki/files/20171017_ishikichou_sda.pdf、2017年10月19日閲覧)
- 20 日本取引所グループ(2017a)「2016年度株式分布状況調査の調査結果について」
(<http://www.nse.or.jp/market/statistics/table/files/j-bunpu2016.pdf>、2017年10月24日閲覧)
- 同上(2017b)「コーポレートガバナンス・コードへの対応状況(2016年12月末
25 時点)」
(<http://www.jpx.co.jp/news/1020/nlsgeu0000027kxe-att/nlsgeu0000027kzz.pdf>、2017年10月7日閲覧)
- 同上(2017c)「JPX日経400・JPX日経中小型」
(<http://www.jpx.co.jp/markets/indices/jpx-nikkei400/01.html>、2017年10月
30 7日)

- 同上(2017d)「JPX 日経中小型株指数構成銘柄一覧(2017年9月29日時点)」
(http://www.jpx.co.jp/markets/indices/jpx-nikkei400/nlsgeu0000022snl-att/data_j.pdf、2017年10月1日閲覧)
- 同上(2017e)「上場会社数・上場株式数」
- 5 (<http://www.jpx.co.jp/listing/co/index.html>、2017年10月25日閲覧)
- 日本 IR 協議会(2017)「2017年度「IR活動の実態調査」結果まとまる」
(https://www.jira.or.jp/file/topics_file1_41.pdf、2017年10月2日閲覧)
- 野村アセットマネジメント(2017)「「つみたて NISA」に関する意識調査の結果
について」
- 10 (http://www.nomura-am.co.jp/nisa/common/pdf/20170630_B7D47D46.pdf、
2017年10月22日閲覧)
- 野村インベスター・リレーションズ業務企画部(2017)「企業が行う IR 活動に関
する調査 2016」
([http://www.nomura-](http://www.nomura-ir.co.jp/research_topics/institutional_investor/pdf/201702.pdf)
- 15 [ir.co.jp/research_topics/institutional_investor/pdf/201702.pdf](http://www.nomura-ir.co.jp/research_topics/institutional_investor/pdf/201702.pdf)、2017年10
月1日閲覧)
- 野村総合研究所(2015)「若年層を中心とした個人による投資の現状と NISA の
利用促進に向けた課題に関する調査」
(<http://www.fsa.go.jp/common/about/research/20151001-1/02.pdf>、2017年
- 20 10月4日閲覧)
- 火浦俊彦、石川順也(2016)「日本企業の社外取締役とガバナンス：現状と今後
のあり方」、Bain & Company
([http://www.bain.com/offices/tokyo/ja/Images/BAIN_REPORT_Corporate](http://www.bain.com/offices/tokyo/ja/Images/BAIN_REPORT_Corporate_Governance_in_Japan_JP.pdf)
[_Governance_in_Japan_JP.pdf](http://www.bain.com/offices/tokyo/ja/Images/BAIN_REPORT_Corporate_Governance_in_Japan_JP.pdf)、2017年10月24日閲覧)
- 25 三菱 UFJ 信託銀行資産運用部(2015)「資本コストと企業価値」
(http://www.tr.mufg.jp/houjin/jutaku/pdf/u201506_1.pdf、2017年10月22
日閲覧)
- 三和裕美子(2016)「機関投資家のエンゲージメントとはなにかー国内外の機関
投資家の調査をもとにー」、『証券経済学会年報』第50号別冊
- 30 (http://www.sess.jp/publish/annual_sv/pdf/sv50/m84_08.pdf、2017年10月

25 日閲覧)

KPMG(2015)「2014 年年間 IPO レポート(総括)」

(<https://home.kpmg.com/jp/ja/home/insights/2015/01/2014-ipo-report.html>、2017 年 10 月 10 日閲覧)

5 同上(2016)「2016 年の IPO 動向について」

(<https://assets.kpmg.com/content/dam/kpmg/jp/pdf/jp-ipo-report-201612.pdf>、2017 年 10 月 10 日閲覧)

Spencer Stuart(2016)「Spencer Stuart Board Index 2016」

10 (https://www.spencerstuart.com/~media/pdf%20files/research%20and%200insight%20pdfs/spencer-stuart-us-board-index-2016_july2017.pdf?la=en、2017 年 10 月 26 日閲覧)

同上(2017)「Japan Board Index 2016」

(<https://www.spencerstuart.jp/~media/pdf%20files/research%20and%20insight%20pdfs/japanbi2016-jp-final.pdf>、2017 年 10 月 26 日閲覧)

15 Yahoo!ファイナンス HP(<https://finance.yahoo.co.jp/>、2017 年 10 月 25 日閲覧)