

**平成 28 年度
証券ゼミナール大会**

第 3 テーマ

**今後の国内証券流通市場の
活性化について**

C ブロック

**立教大学 池田ゼミナール
(田中班)**

目次

	はじめに	3
	第 1 章 株式流通市場	3
5	第 1 節 証券流通市場が果たすべき役割	3
	第 2 節 証券会社の役割	5
	第 3 節 諸外国との比較	6
	第 2 章 証券投資の担い手	7
	第 1 節 家計資産の現状	7
10	第 2 節 リスク許容度	11
	第 3 節 証券投資が積極的でない理由	12
	第 4 節 個人投資家が増えるメリット	13
	第 5 節 証券取引所について	14
	第 3 章 株式市場について	17
15	第 1 節 株式市場の現状	17
	第 2 節 株式市場の取り組み	19
	第 3 節 NISA について	21
	第 4 節 信用取引について	23
	第 4 章 コーポレート・ガバナンスと機関化現象	24
20	第 1 節 株式保有構造の変遷-アメリカの例-	24
	第 2 節 株式所有構造の変遷-日本の例-	26
	第 5 章 今後の国内証券流通市場を活性化するための方策	29
	第 1 節 金融リテラシーの向上	29

第2節 確定拠出年金(=DC)を通じた投資信託の普及	31
第3節 損益通算制度の拡充・損失繰越控除期間の変更	36
おわりに	40
参考文献	42

5

10

15

20

25

はじめに

戦後の日本では、銀行の主導による間接金融によって経済が発展してきたため、私たちは資産を貯蓄という形で保有してきた。しかし日本経済の発展に伴って、徐々にこの仕組みに限界がみられるようになり、貯蓄から投資への変換が求められるようになったのである。そこで、1990年代後半から2000年代前半にかけて日本版金融ビッグバンが実施され、株式委託手数料の自由化、ネット証券の参入、私設取引システム(PTS)などが導入された。これによって株式投資の数は若干増加したが、現在でも諸外国に比べると少なく、家計の金融資産構成比をみても日本がまだ投資に積極的ではないことが分かる。しかし、貯蓄に回っている資金が投資に流れて証券市場をより活発に機能させることによって、日本経済のさらなる発展につながると言える。

本論文では、第一章でまず株式流通市場における定義などを述べ、第二章で流通市場が現在のように至るまでの経緯、また諸外国との比較を行う。第三章で証券投資の担い手について詳しく見ていき、第四章ではこれまでに行われてきた取り組みについて述べ、第五章で株式流通市場の活性化を目指す方策を提言する。なお、本論文では対象とする証券は国内投資家層の拡大では株式のみに絞る。

20 第1章 株式流通市場

第1節 証券流通市場が果たすべき役割

はじめに第1節では証券流通市場が果たすべき役割について述べていく。証券市場は、発行市場と流通市場と大きく2つに分けることができる。この2つの市場は、『車の車輪』と呼ばれることもあり、密接に関わっている。発行市場が存在しなければ証券は投資家に取得されることはなく、証券が流通市場に出回ることもない。また流通市場が存在しなければ、新たな証券の発行もままならなくなる。

発行市場とは、株式会社の資金調達を目的で新しく発行される証券が発行者から直接、または証券会社や銀行などを通じて投資家が取得する第一市場である。また、発行市場の場合は当事者間で行う取引のため取引所のようなものが

なく抽象的な市場でもある。企業にとっての発行市場は、資金調達の間として重要な存在であり、企業が円滑な資金調達を行うためには、適切な価格で取引できることが求められる。また投資家は、企業価値を正に判断した上で適切な価格での取引が求められている。そのため望ましい発行市場のあり方は企業が資金調達を必要とする際に適切な額を調達できる状態である。

5

では次に流通市場について見ていきたいと思う。流通市場は発行市場とは異なり、すでに発行された証券が投資家から投資家へと流通または売買される市場のことである。そのため流通市場は、具体的市場、2次市場とも言うことができるのである。流通市場は取引所を通じて投資家間で株式の売買が行われる2次市場である。流通市場では、発行された証券と資金との取引を投資家同士で円滑に行うように促し、流動性を付与する役割を持っている。そのため投資家が円滑に資産運用を行うためには、必要とするときに証券を現金化することができる流動性が必要であると考えられる。そのため望ましい流通市場の役割として、証券を保有する投資家が、必要とするときに適切な価格で現金化することができる状態であることが求められる。

10

15

このようなことから発行市場と流通市場を合わせて考えると証券流通市場の役割は、大きく分けて二つあると言える。まず1つ目はリスク配分である。リスク配分とは、流通市場における投資家間の証券の転売によって、リスクの高い証券がより適切なリスク許容度を持った投資家に移転されることを示している。2つ目は、資金の再配分である。資金の配分は流通市場において、証券の買い手である投資家は証券を保有するメリットを反映した価格を支払うため、評価の高い企業の証券のほうが売り手により多くの資金が流れる。このような資金分配の際の企業の評価は、発行市場における新規発行証券の価格にも反映する。

20

25

また、これら二つには、“価格”と“情報の対称性”が大きな要因として存在している。価格は市場における需要と供給の動向を示すものであり、投資家たちはこの価格に基づいて行動するため、価格が適正に決まることは前述した二つの機能に与える影響は大きい。また“情報の対称性”とは、取引を行う際、それぞれが持っている情報に当事者間で格差がないということであり、これも二つの機能を十分に果たすために重要であるといえる。

30

第2節 証券会社の役割

第2節では証券会社の業務内容をもとに証券会社が果たしている役割について考察していく。証券会社はお金を貸したい人とお金を必要としている人との仲介役を担っている。また株式、公社債、投資信託などを利用して利益を上げた分は投資を行った本人の利益にそのまま繋がるいわゆる直接金融である。このような仲介役の役割を果たすために証券会社には大きく分けて4つの業務が存在する。その4つの業務とは、発行市場の下で行われている引受業務（アンダーライティング）、募集業務（セリング）、流通市場の下で行われている委託売買業務（ブローカー業務）、自己売買業務（ディーリング）とまとめることができる。以下では、特に流通市場関連の業務である委託売買業務と自己売買業務について見ていく。

委託売買業務とは投資家（顧客）から委託手数料を受け取り、有価証券（株式や債券）の売買を行う役割を担っている。証券取引所で取引できるのは正会員の資格をもった証券会社だけである。一般の投資家は証券会社に取り次いでもらうことにより株式を売買している。売買銘柄、売買の時期、数量などを決めるのは投資家である。さらに証券会社は投資家の注文を仲介するだけでその銘柄の値上がりや値下がりの結果生じる責任はすべて投資家が負うこととなっている。日本では手数料自由化による競争激化とネット取引の普及が同時進行しており、ネット取引による格安手数料の提供や数多くのネット証券会社の登場が見られた。金融は現物のデリバリーが不要なためネットとの相性が良く、証券よりネット取引の方が手数料はかからないための効果が大きいと考えられる。このようにして証券会社の二極化が進み、ITサービス特化の低価格戦略型と対面サービスによるアドバイス重視・付加価値提供型とに分かれた。このようにして競争激化が起これ委託売買手数料率は低下傾向に陥り個人の株取引の90%以上はネット取引で行われているのが現状である。

自己売買業務では、証券会社が自己の資金で自己の利益のために有価証券（株式や債券）を売買する業務であり。株式取引所での売買の約10~20%が証券会社の自己売買である。

このように証券会社は大きく分けて4つの業務を行うことにより市場で直接取引を行うための役割を果たしているのである。

第3節 諸外国との比較

5 ここでは、日本、アメリカ、欧州を比較していく。まず、日本の現在に至るまでの経緯について述べていく。日本の証券市場は戦後の高度経済成長とともに発展してきた。しかし、1990年代初頭のバブル崩壊やリーマンショックなどの金融危機により、金融機関の合併・倒産などにより、日本の国内流通市場は停滞している。これを端的に示すのが、日本では家計資産が現金に比重を
10 置かれているのが日本の市場の特徴である。これについては証券投資の担い手として第3章で取り上げることにはしたい。

一方、企業の資金調達の観点から見ていくと、日本では欧米諸国に比べ、企業の資金調達に占める銀行借入の割合が高く、銀行の投融资行動の及ぼす影響が相対的に大きい。一方で企業間信用、社債、株式といった調達方法も存在す
15 る。借入、企業間信用の割合が高く、一方で債券の割合が低いという日本の資金調達の構造については、90年代以降も大きな変化は見られない。また、企業への資金供給部門構成も、資金調達手段によって差異があるにせよ、金融機関全体で5割弱を占めている状態が続き、大きな変化は見られない。借入以外の資金調達手段は、その調達手段特有の性質、あるいは持ち合い株式解消とい
20 った90年代に一時的に生じた問題により、十分に補完的な役割を担うことができなかつた。銀行には、リスク許容度に限界があるとすれば、多種多様な主体が企業または事業をチェックし、多様なルートで資金を供給していくシステムが発展していくことが望ましいと考えられる。

次にアメリカの流通市場について見ていく。アメリカの流通市場は高度に発達し、参加者も多様で取引される証券の種類・取引量ともにきわめて大規模である点に特徴がある。活動的な金融市場の存在は、連邦準備制度が公開市場操作等を通じて金融政策を行う前提でもある。証券市場の参加者は、連邦・州政府、地方自治体、政府機関、企業、個人、機関投資家及び、金融機関と幅広い。市場では資金の需要者と供給者は比較的固定的で、流通市場については、
25 純需要者は連邦政府、純供給者は保険・年金基金等である。証券市場での資金
30

のやり取りは、短資会社、債券ディーラー、投資銀行といった専門の金融業者によって仲介される。専門仲介業者の存在意義は、資金取引にかかわる取引費用を削減し円滑な取引を行うことにある。

5 アメリカの金融機関は数が多く平均的に規模が小さいことが特徴であり、このため市場は一般に非常に競争的である。また日本とアメリカとの違いとして、機関投資家の存在があげられる。機関投資家とは、個人ではなく企業体で投資を行っている大口の投資家のことで生命保険会社や信託銀行などである。アメリカでは、機関投資家が家計の小口資金をうまく集約し、運用を行なっている。アメリカでは機関投資家の中でも特に年金基金による投資信託での運用
10 が、家計のリスクマネー供給を促進し、株式市場が発達してきた。

また、資金調達方法にも違いがある。アメリカでは、自己資金、家族・親戚・友人・以前の雇用主からの借金、贈与・株式投資エンジェル（ローンまたは株式投資）、ベンチャーキャピタル、銀行またはその他の金融機関などがあり、事業形態などによって資金調達先が違う。初期の段階では最もポピュラー
15 な方法は自己資金であるが、近年では創業間もない企業に対して資金を提供する裕福な個人のことを指すエンジェル投資家による資金提供も増加している。

次に、欧州諸国を見ていく。欧州の資産構成における証券の比率は30%程度であり、欧州諸国は預金や保険・年金準備金等とのバランスがうまく取れており、理想的な資産構成である。欧州の資産調達の特徴としては、債券市場で
20 調達した資金が銀行からの調達資金よりも多くなってきたことである。これは金融危機の開始とともに始まった顕著な動きである。債券市場へのシフトが持続すれば、欧州での企業の資金調達方法に重要な意味合いを持つことになり、買収から投資、自社株買い戻しまで、全ての企業活動のための資金調達がこれまでよりも容易になり、しかも安上がりになる可能性もある。市場からの借り
25 入れは銀行融資よりも安い傾向があり、起債は融資よりも手早くまとめることができる。

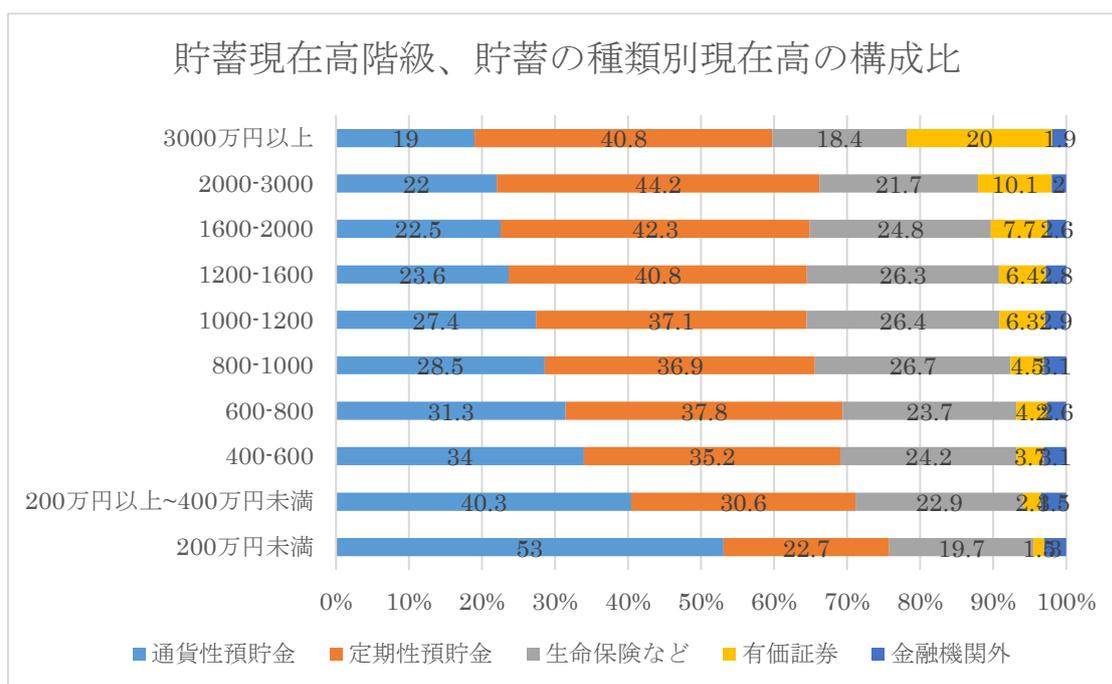
第2章 証券投資の担い手

第1節 家計資産の現状

本節では、家計資産の現状について分析し、年金についても触れつつ証券投資の担い手がどれほどの投資をしているかを確認する。

貯蓄現在高階級別に貯蓄の種類別現在高の構成比をみていくと、通貨性預貯金、つまり私たちが普通にお金を預け、引き出している預金口座の貯蓄高は貯蓄の合計が低い人たちにおいては割合が高く合計が高くなっていくにつれて低くなっていく。その代わりに貯蓄合計が高くなればなるほど定期性預貯金の割合が大きくなっていき、通貨性預貯金の割合を超える。

そして、有価証券の割合は、貯蓄合計が低い人たちにおいては、ほとんどなにに等しいが、貯蓄合計が1000万円を超えている人たちは、有価証券を比較的多く所持しているといえる。そうはいっても割合は低く、3000万円以上貯蓄があっても有価証券の割合は20%ほどしかない。



(家計調査報告(貯蓄・負債編) - 平成27年(2015年)平均結果速報 -

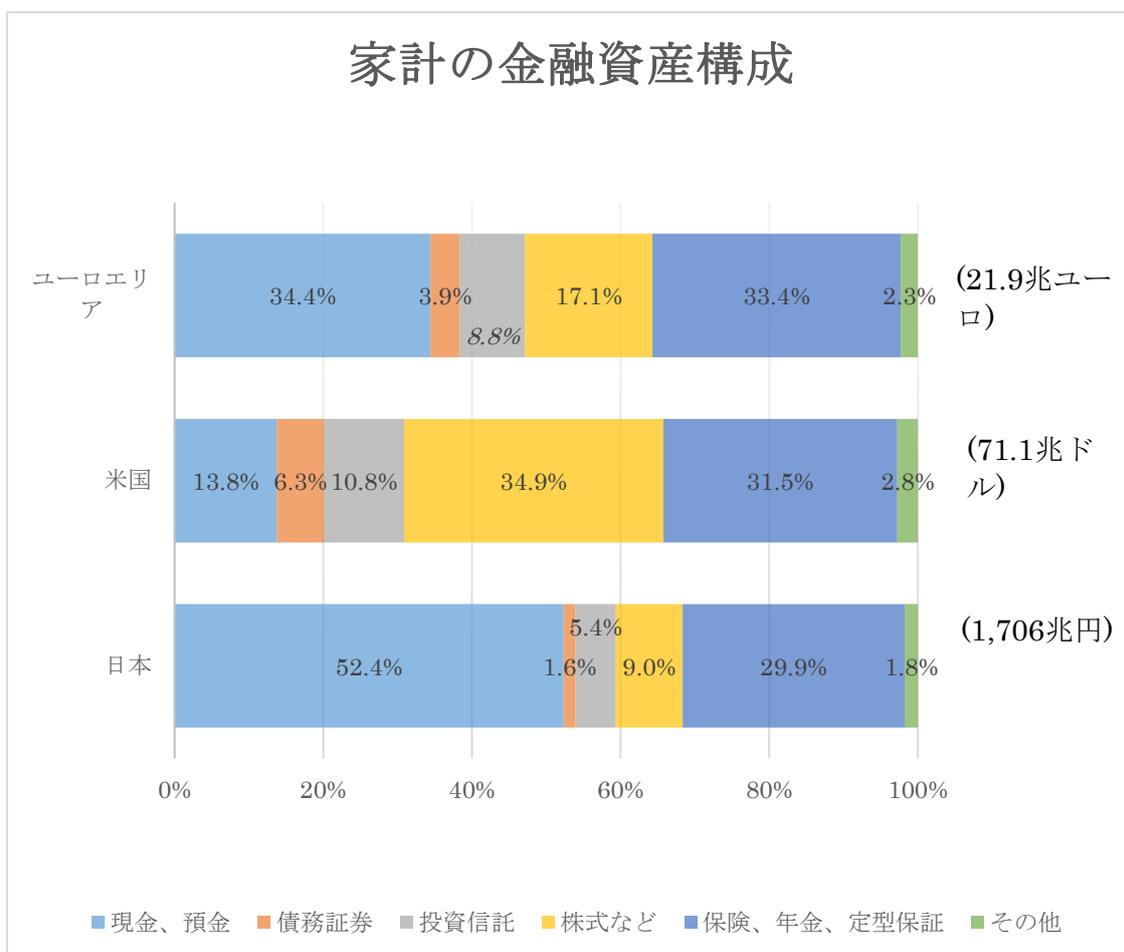
15 (二人以上の世帯) より筆者作成)

また、下のグラフは日本と米国とユーロエリアにおける家計の金融資産構成をグラフに表したものである。見てのとおり、日本は金融資産を現金、預金で保持する傾向が強くみられる。対照的に、米国は現金、預金ではあまり保持せ

ず、家計の金融資産の多くを株式として保持している。ユーロエリアはその中間の割合である。

この結果から、米国は長期債券に付与される流動性プレミアムを重視する傾向にあると言える。その反対に日本は安全性を重視するあまり、流動性プレミアムを放棄してしまっていると考えられる。言い換えると日本の家計は流動性を好んでいるともいえる。

5



(出所：日本銀行調査統計局「資金循環の日米欧比較 2016年6月22日」)

10 より筆者作成)

そして、下の図表①は日本における金融資産の保有目的のグラフである。このグラフを見ても、最も高い値を示しているのが「老後の生活資金」であるため、日本人がいかに慎重に家計を運営しているかがうかがい知れる。

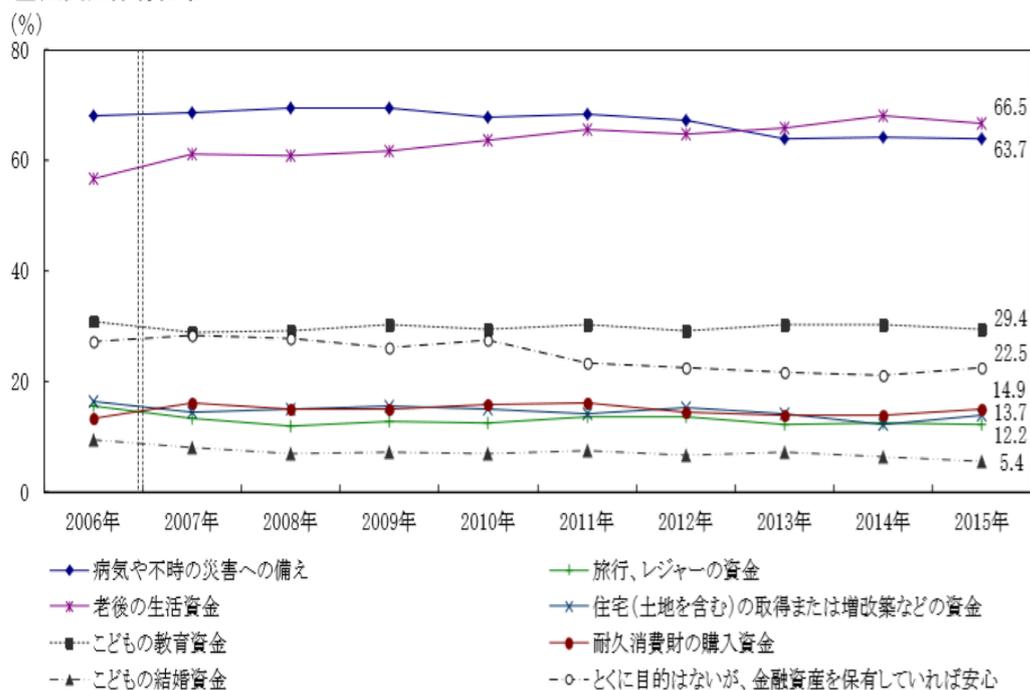
また、下の図表②は65歳以上の対総人口比のグラフである。このグラフを見ると、2050年には総人口の約40%が65歳以上になってしまう見通しである。

5 少子高齢化が進む現代、年金を受け取る高齢者が徐々に増え、それを支える若年世代が減ってきている。公的年金制度がなくなることや、若年世代の負担が大きく増えることは現時点ではないが、公的年金に頼り切らず、自助努力をおこなうべきである。つまり、積極的に投資をすることで老後の資金を確保していくことが理想である。

10 図表①

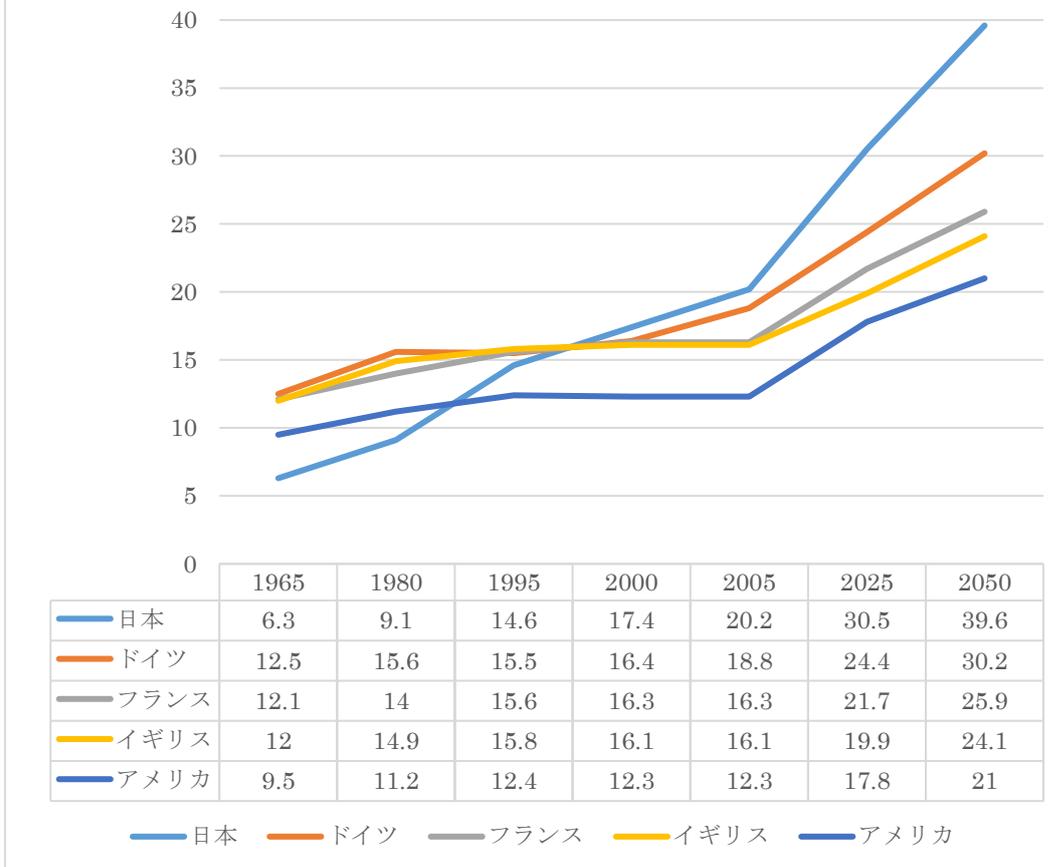
(図表8) 金融資産の保有目的(3つまでの複数回答) <問9>

<金融資産保有世帯>



(出所；家計の金融行動に関する世論調査 [二人以上世帯調査] 平成27年調査結果)

図表② 65歳以上の対総人口比<単位：%>



(出所：財務省 パンフレット「日本の財政を考える 平成20年9月」より
筆者作成)

5 第2節 リスク許容度

本節では、リスク許容度の観点から家計について分析する。

まず、リスク許容度とは、「資産運用する際にリスクをどの程度とることができるのかという尺度」と説明されるもので、要因としては「年齢、資産、収入、知識」があげられる。

- 10 最初に、年齢については、どれくらい長い時間働くことができるのかという考えとのかかわりが強い。将来長い時間労働できる人ほどキャッシュフローを生み出すことができる能力を持っているとされ、金融資産にリスクアセットを組み入れやすいとされる。つまり、年齢が低いほどリスク許容度は大きい。

知識については、安易にリスク許容度の大きさと結びつけることができない

が、知識をより持っている人ほどその人にとってより適しているリスクテイク
の選択が可能になると考えられる。

資産については、資産規模が大きいほど投資に回せるお金も多くなるため、
リスク許容度も大きくなる傾向にある。

5 また、収入についてもおなじことが言え、収入が大きい人は投資に回せる額
が大きいためリスク許容度も大きい。

これらの中でも最も大きな要因として挙げられるのが年齢だと考えられる。
低年齢では、資産保有額や収入は少ないが、将来収入を得る機会が多い。その
ためリスクテイクがライフプランニングに与える影響は限定的だと考えられ

10 る。

その反面、高年齢者の保有資産は大きい傾向にあるが、その用途は老後資金
としてのものであり、この貯蓄は、リスクをとるのには望ましくないと言え
る。

このことから、給与などの定期的な所得が期待されにくい高年齢者層に資産
15 が減少するリスクをとることは適切ではないと言える。つまり、家計のリスク
許容度は年齢を最も重視し、次いで資産や収入を考慮して決めるべきである。
このことについては、第5章の独自案で触れていく。

第3節 証券投資が積極的でない理由

20 本節では日本の証券投資が積極的ではない理由を考察していく。

〈日本の家計の金融資産選択行動 “－日本の家計はなぜリスク資産投資に消
極的であるのか？－1999年11月 日本銀行調査統計局 中川 忍*・片
桐 智子**）では、総務省「貯蓄動向調査」、貯蓄広報中央委員会「貯蓄と消費
に関する世論調査」などといった家計の金融資産に関する様々なデータを用い
25 て主に米国との対比（水準が低い理由）から分析しているのので、それに沿って
日本が証券投資に積極的でない理由について考察していく。

米国との対比については本章の第1節の最後に述べたとおり、日本は金融
資産を現金、預金で保持する傾向が強くみられる。対照的に、米国は現金、預
金ではあまり保持せず、家計の金融資産の多くを株式として保持しているの
30 ある。これをふまえると、証券投資を消極化させてしまう何らかの「構造的要

困」が存在していると考えられる。

構造的要因の中身を調べるため、まず、金融資産選択に関する情報の制約という問題を考えた。近年、家計が投資情報を入手する機会は徐々に増えてきていると思われるが、家計の金融機関に対する要望をみると、投資に必要な情報が質・量ともに不足しているとの意見が、足許にかけてむしろ増加している。こうした状況下、リスク商品（株式、投信等）に対する家計の見方や理解度をみても、「関心がない」、「十分な知識がない」といった回答が多くみられ、リスク資産の商品性（魅力）が認識されていないのが実情である。これについては、金融リテラシーの不足ということで、第5章で取り上げる。

5
10
15
また、〈日本の家計の金融資産選択行動 “－日本の家計はなぜリスク資産投資に消極的であるのか？－1999年11月 日本銀行調査統計局 中川 忍*・片桐 智子**〉では、証券投資のなかで代表的な株式投資を例に挙げると、これまでの売買委託手数料体系の下では、少額投資はデメリットが大きく（＝「手軽」な投資ではなく）、株式投資が利便性に優れているとは言い難いという指摘もある。

第4節 個人投資家が増えるメリット

本節では個人投資家が増えるメリットを挙げ、個人投資家の意義を考察していく。

近年個人投資家は増えている傾向にある。そもそも個人投資家というものは年金加入者や投信購入者の資金を運用する機関投資家とは異なり、自己資金で運用を行う投資家のことを呼ぶ。そのため、個人投資家というものはリスクテーク志向と考えられている。逆に、機関投資家というものは運用をその他の人から任されているということもあるためリスク管理などに取り組みリスクを負わないよう努力している。そのため、機関投資家はリスクテークに消極的であり、ベンチャー企業への投資、株価下落局面での買いに動かないと考えられているのである。一方個人投資家というものは自己資金によって運用しているためリスクテークには積極的であると考えられるのである。そのため、個人投資家がリスクテークに恐れず積極的に運用してくれるため、証券市場を

活発にしてくれるだろうという期待が生まれるのである。

今現在日本人は株主になることがあまりなく、多くの資産を銀行預金にあてている。これではただ国債に流れるだけである。国際は絶対に返ってくるという側面を持っているが、ローリスクローリターンである。

- 5 そこで、個人投資家になり、積極的に将来性のある企業に資金を流していくことで個人企業の成長につながる。また、コーポレートガバナンス的な視点に立つと、個人投資家たちは株主になっている企業に意見することができ、企業もその意見を反映させることから、ここに企業統治の民主主義が成立する。

- 10 また、米国に比べて、日本は証券投資の敷居が高く、富裕層向けのイメージが強いことから、より気軽に投資ができるというイメージづくりが必要とされる。

第5節 証券取引所について

- 15 証券取引所は、証券の売買取引を行う施設であり、日本経済の中心機関でもある。その特徴として、証券取引法上認められた特別法人であり、法にのっとった行動をしていることと、様々な規制が設けられており、証券取引所は会員制であり、会員として認められた証券業者しか取引に参加できないことや、組織面での規制もあり、戦後、50年近い間、会員が集まって証券取引所を運営する会員制組織以外の組織形態は禁止されていたことが挙げられる。

- 20 しかし、証券取引所は経営判断の迅速化や経営のスマート化を求められたことにより、1999年、証券取引法の改正がされ、取引所は株式会社が進んだ。その対象となったのが東京証券取引所、大阪証券取引所、名古屋証券取引所、そしてほかにも新興企業向けに開設されたジャスダック証券取引所が挙げられる。また、福岡証券取引所と札幌証券取引所は会員制のままである。このよう
25 に、日本はこれら6つの証券取引所で成り立っているのである。

東京証券取引所は国内最大の証券取引所であり、ニューヨーク商品取引所とロンドン証券取引所をあわせて世界三大取引所と呼ばれる。

○世界主要取引所の時価総額(百万米ドル)TOP10(2015年2月末)

No.	取引所名(英文)	取引所名(和文)	時価総額	対世界比
1	NYSE	ニューヨーク証券取引所	19,490,633	29.55%
2	NASDAQ OMX	ナスダックOMX	7,291,379	11.06%
3	Tokyo Stock Exchange	東京証券取引所	4,751,890	7.21%
4	Shanghai Stock Exchange	上海証券取引所	4,146,401	6.29%
5	Euronext	ユーロネクスト	3,544,319	5.37%
6	Hong Kong Stock Exchange	香港証券取引所	3,383,507	5.13%
7	Shenzhen Stock Exchange	深セン証券取引所	2,478,214	3.76%
8	TMX Group	トロント証券取引所	2,020,924	3.06%
9	Deutsche Börse	ドイツ証券取引所	1,859,639	2.82%
10	BSE India	ボンベイ証券取引所	1,696,822	2.57%
上位10取引所合計			50,663,729	76.82%
世界合計			65,950,784	

(出典:WFE(国際取引所連合)の公開データをもとに楽天証券が作成)

(出所：世界の時価総額ランキングを発表！（楽天証券取扱銘柄内））

このうえの図は世界主要取引所の時価総額のTOP10である。これをみると、3位に位置付けてはいるが、国別で占める割合で比べてみると、米国はニューヨークとナスダックを含めて40%を超え、中国は上海、深セン、香港を合わせて15.1%で国別2位である。それと比べると日本の東京証券取引所の7.21%は低い数値であり、日本の証券取引所は国際的におくれを取っているといえる。

10 また、イギリスの金融ビッグバンや、米国でのニューヨーク市場における証券市場の大規模な改革などにみられるように、世界では金融のグローバル化が進み、株式取引が高度化していった。

そうした中、各国で低迷している国内市場で行われているのが、証券取引所の経営統合である。日本でも、2013年、東京証券取引所と大阪証券取引所の

統合が行われた。なぜなら、アジアでの東京証券取引所の地位が揺らいでいたからである。海外では、現物株とデリバティブのバランスが取れた取引所が高く評価されている。しかし、東京証券取引所は現物株に特化しているため、あまり評価されなかったのである。そこで、デリバティブに特化していた大阪証券取引所と統合することでうまく海外のニーズに合わせていったのである。その結果、取引システムが一本化され大幅な取引費用削減につながったことや、片方の取引所のみを上場していた企業や証券会社は、統合することでもう片方の投資家からも資金を得られるようになったことによる上場商品の充実、投資機会の増加につながったことから、この統合はプラスに働いたといえる。

5
10 ここまでは、取引所内取引について述べてきた。さらに、取引所外取引についても述べていく。そもそも、取引所外取引とは、投資家が証券取引所を介さずに株式や債券といった証券を売買する私設取引システム（PTS）と、未公開株式市場の2種類に大別される。

15 PTSは、取引所を介さずに取引を可能にした電子取引システムであり、第一種金融商品取引業としての証券会社の業務の一つである。日本版金融ビッグバンが実施されるまで、PTSは取引集中義務によって禁止されていたが、取引所の立ち会い時間外の取引ニーズの増加に伴い、1998年に解禁となった。しかし、PTSはあくまでも取引の場であり、取引される証券は証券所の審査を経て上場されたものである。また、PTSの運営業者は自主規制機能がないため、上場審査が認められていない。

20 PTSには3つのメリットがある。1つ目は夜間でも取引が可能なので、取引時間が取引所よりも長いことである。2つ目は、取引手数料が取引所よりも安いことである。そして3つ目は取引銘柄が細分化されているため、高頻度取引に適していることである。

25 PTSにもデメリットはある。信用取引が禁止されていることである。信用取引とは、投資家が保証金を証券会社に担保として預託し、買付資金または売付証券を証券会社から借りて売買を行う取引であり、個人投資家にとっては主流の取引のひとつである。

30 つぎに、未公開株式市場について述べていこうと思う。通常、証券会社は投資家に未公開株の投資勧誘をすることを禁止しているが、この原則は、未公開

企業は上場企業と比べて、ディスクロージャーが十分に行われていない場合が多く投資家が予想外の損害を防ぐためにある。

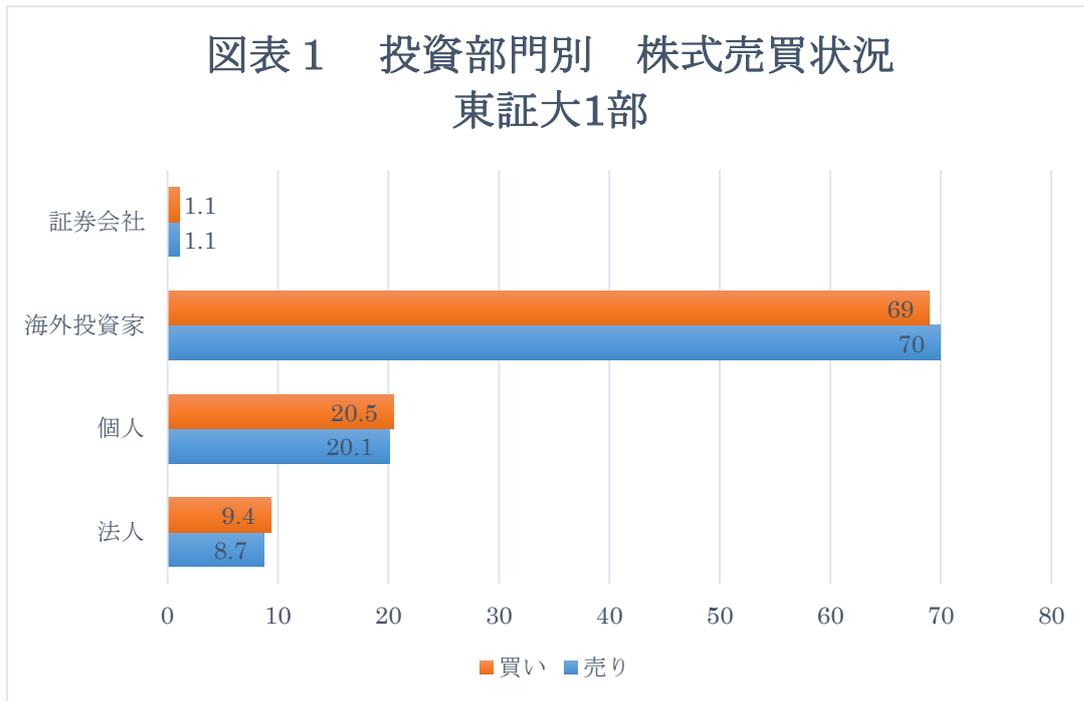
しかし、①投資勧誘を行うための一定条件を満たした有価証券であること②証券会社が日本証券協会に届け出をすること③届け出を行った証券会社が継続的に売り気配、買い気配を提示すること。これら3つの条件を満たせば例外的に未公開株式を取引所外取引として店頭取引を行うことができる。これをグリーンシート銘柄制度という。この制度は日本経済の将来を担う新興企業をはじめとする幅広い企業の参入を可能とする。しかし、この制度はうまくいかず、廃止予定である。しかし、この制度の仕組み自体は悪いものではないので、さらなる改善の見込みはある。

第3章 株式市場について

第1節 株式市場の現状

この第3第1節では株式市場の現状について述べていく。現在日本の株式市場で取引している人物が、外国人投資家が半数を占めているということがあげられる。日本取引所グループの投資部門売買状況による調べを見るとさらに分かる。図表1のグラフは日本取引所グループの投資部門売買状況における2016年8月の第5週の株の売買状況の割合を示したグラフである。図表1の数値を見ても分かるように外国人投資家の割合は6割以上を占めており、近年日本の株式市場において外国人投資家が活発に日本の株を買い、運用しているのである。

図表1 投資部門別 株式売買状況
東証大1部



(出所：日本取引所 2016年8月第5週株式習慣売買状況より 筆者作成)

そのため現在の日本において外国人投資家の動向が株価形成に大きな影響を与える重要な存在と考えることができるのである。このように日本の株式市場はネット証券が普及し、外国人投資家の存在など様々の事柄によって働いているのである。

さらに、近年ネット証券を利用する個人投資家が増えている。ネット証券の始まりとしては1990年代以降に委託手数料自由化と同時にネット取引が個人投資家向けにつくられ普及した。そこにはネットで自分の口座を開設し、ネット経由で取引できるというような手軽にできるところも広がった原因の1つと言えるだろう。また、ネットによる取引は営業スタッフが対応するものではないため、人件費を安くしコストを削減することができるのである。そのことによって委託手数料を安く提供できるため、近年の市場で広く取り扱う投資家が増えたと言える。

また、個人投資家といっても売買を頻繁におこなうデイトレーダーという投資家も現れてきた。そのためデイトレーダーに向けてネット証券では1日に何回売買しても定額の委託手数料になるデイ・パスというものを導入されたことによって信用取引なども拡大しているのが現状なのである。

2 節 株式市場の取り組み

- 5 第 2 節では第 1 節の現状にいたるまでどのような政策が掲げられてきたかについてみていくことにする。証券市場を活性化させる取り組みとして日本は 1996 年から 2001 年の間、金融ビッグバンという政策を行ってきた。この金融ビッグバンが誕生したきっかけというのが、1996 年に「21 世紀を迎える 5 年後の 2001 年までに、不良債権処理を進めるとともに、わが国の金融市場がニューヨーク、ロンドン並みの国際金融市場となって再生すること」と橋本首相
- 10 が述べ、金融システム改革を目指す方針になったのが始まりである。また、このビッグバンとは英国のビッグバンから由来している。さらにこの政策は、大規模な金融規制制度改革とも言われており、金融ビッグバンを行うことによって大胆な規制改革を行う目的で実施された。具体的な政策内容として以下のま
- 15 とめた表のような様々な政策が行われ規制緩和などを行うことによって間接金融から直接金融へ移行させようという目的もあった。

具体的政策内容

- ・証券総合口座の導入
- ・外国為替法改正（一般個人向け外貨預金解禁）
 - ・銀行における投資信託窓口販売
 - ・ネット証券の参入
 - ・ラップ口座解禁
 - ・金融持ち株会社の解禁
 - ・株式の委託手数料の自由化
- ・施設取引システム（PTS）導入
 - ・ディスクロージャーの整備

さらにこのような政策の中で日本の金融ビックバンでは3つの原則があげられて実施されていた。その原則とは **Free・Fair・Global** の3つである。これらの3つは日本の金融市場に不足していることや問題点として挙げられたことを集約した考えとなっている。まず1つ目が **Free** (市場原理が働く自由な市場) つまり参入、商品、価格の自由化のことである。そのために具体的な検討として、銀行、証券、保険分野などに参入促進することで新しい活力を導入すること、幅広いニーズに応える商品やサービスを作るために長短分離などに基づく商品規制の撤廃、さらには銀行の取引業務拡大なども挙げられる。

5

10

15

その他にも、手数料を自由化することによって様々なサービスを多様化するということなども挙げられたのである。2つ目の原則として **Fair** (透明で信頼できる市場) つまりルールが明確的で透明、さらには投資家を保護しようという考えである。この原則ではルールを違反したものに対しての徹底的処分やディスクロージャーの充実・徹底を行うことで自己責任原則確立を目指したのである。最後の3つ目の原則が **Global** (国際的で時代を先取りする市場) つまりグローバル化に対応した法制度、会計制度、監督体制の整備である。この点ではデリバティブなどに対する法制度を国際基準にすることや、グローバルな監督協力体制の確立が目指されたのである。

ではそもそもなぜ金融ビックバンが起こったのかということである。日本が

20

金融ビックバンを行うきっかけとなった経緯として、金融庁は21世紀の高齢化社会問題を述べており、金融市場の空洞化を防ぐためには市場機能を活性化させる必要があるとも言われている。そのために、市場の透明性・信頼性を確保しつつ大胆な規制緩和などを行うことが重要であると考えられたのである。さらには、市場機能が低下し、ニューヨーク、ロンドン、シンガポールと

25

いったアジア市場に取引が流れてしまっているというような状態であったことも原因の1つとして考えられる。取引が流れた背景として、手数料や税制などが海外に比べて割高、さらには不合理であったため、投資家のコスト負担が大きくなってしまうこと。欧米などの国際基準とはかけ離れた規制や慣行が存在してしまっていること。大蔵省の行政指導が硬直的で時代の変化に対応しきれ

30

ていなかったこと。利用者のための市場として機能していなかったなどの様々

な事柄が積もりに積もった結果金融ビックバン政策があげられ、実施されたのである。しかしながらこのような様々な政策を行ってきたが、大きな効果は得られなかったのが現実問題なのである。

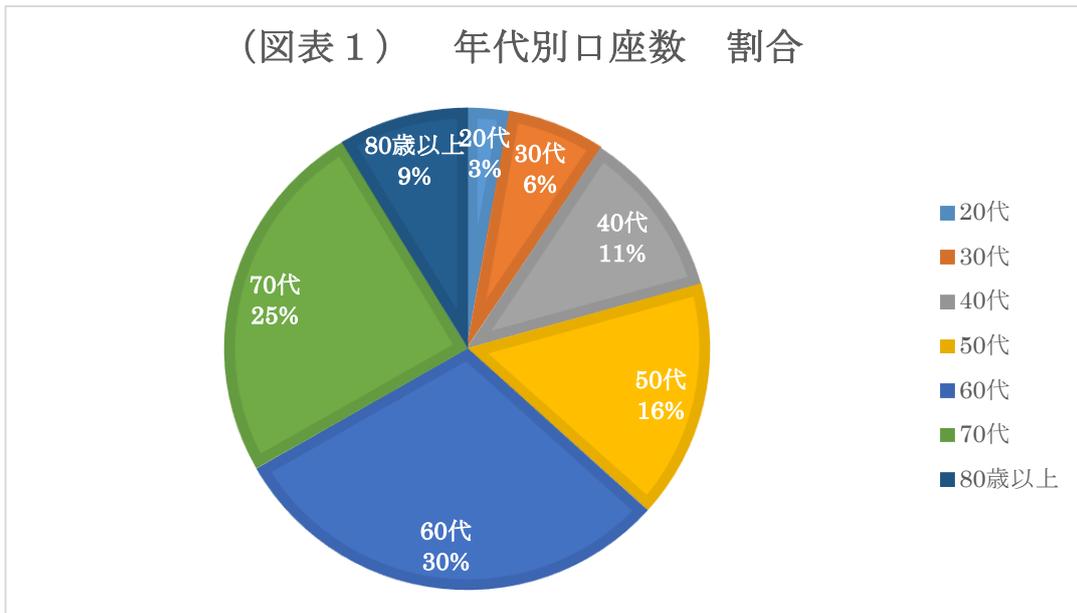
5 第3節 NISAについて

近年、日本でも投資を増やしてもらおうという新たな取り組みとしてNISAというものを開始している。この節ではそのNISAについて触れていく。

NISAの狙いとしては投資を始める人を増やそうということが狙いであり、少額からスタートでき、非課税という手軽に始められることを売りとしたものである。詳しく述べると、配当金や売買益が非課税であるため、税金がかからない。また、投資資金が少額からスタートできる。商品としては1万以内の少額で購入できる上場株式、株式投資信託などもあるため手軽に始めることができるのである。さらには、年間120万円を上限に投資をした年から最大5年間非課税として取り扱うことができるのである。また、2016年には0歳から19歳の未成年者を対象としたジュニアNISAがスタートした。こちらは毎年80万円までの投資が可能であり、配当金や売買益などももちろん非課税であるため未成年の子供でも簡単に安心して投資を始めることができるというメリットがある。このように若年層に向けた取り組みが日本では行われており、小さなころから投資に親しみを持ってもらおうという取り組みが進められているのである。

今現在NISAを活用しているのは金融庁の「NISA口座の開設・利用状況等調査」によるとNISAの口座を開設している世代で1番多いのが60年代の人々であり30.1%を占めており、次いで70代の24.7%となっている。若年層世代である20代では一桁の2.8%、次いで30代でも6.5%と圧倒的に低い数値となっている。このことから分かるように今現在NISAを利用しているのは狙いとした若年層より高齢者世代が中心に利用しているのである。(図表1)

(図表 1) 年代別口座数 割合

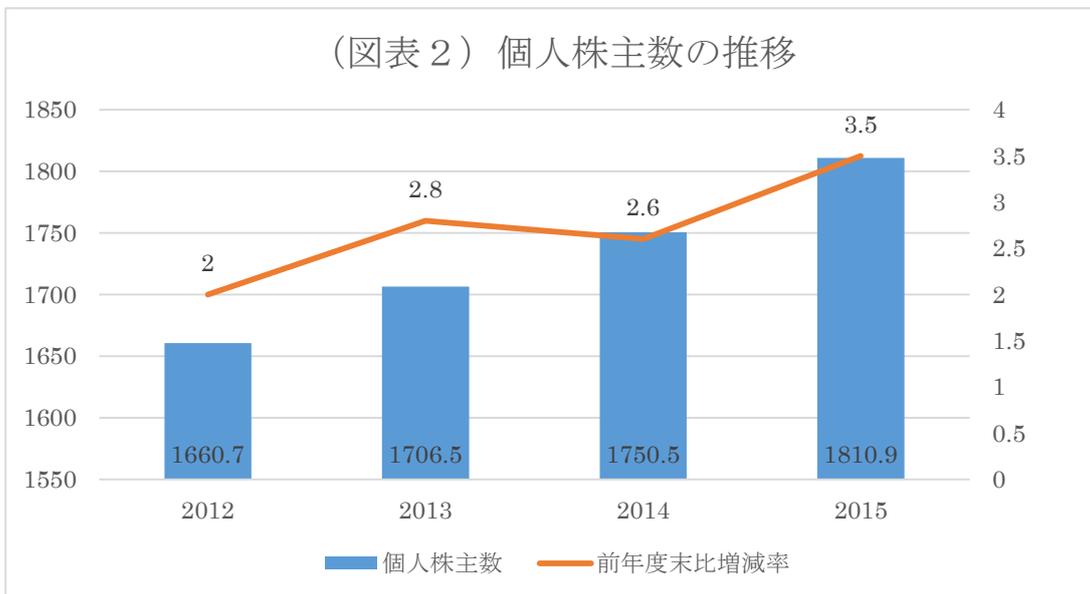


(出所：平成 26 年 6 月 金融庁 NISA 口座の利用状況等についてより
筆者作成)

しかしながら、NISA が開始されたことによって個人株主数が数年の前年

5 度よりも増加傾向にあることが分かった。(図表 2)

(図表 2) 個人株主数の推移



(出所：日本証券業協会「平成 28 年個人株主数の動向」についてより 筆
者作成)

第4節 信用取引について

また、ここで通常の取引方法とは異なる取引についてもここで触れておく。通常の取引では買い付け時には投資家には現金を用意し、売り付け時に投資家は株式を保有している状態である。しかし、投資家の現金が不足している状況、さらには売り付け時に株式を保有していない場合は証券会社が現金や株式を貸し付けるのである。このような取引を信用取引と呼び、この信用取引を行うのは法人による利用もあるが、圧倒的に自分の資金で運用を行う個人投資家が多いのである。

信用取引が成立した場合、投資家は証券会社に委託保証金を預ける必要がある。その理由としては、資金などがなくても資金や株券を借りて売買できる取引ができるため“本人の信用”というものが必要なのである。そして、売りつけた株式が値上がりまたは買い付けた株式が値下がりした場合の担保としての働きも備えているのである。しかしながら、この担保に加えてさらに担保が必要となる場合投資家は証券会社に「追い証」という追加の保証金を預けなくてはならない。

証券会社は投資家が必要としている信用取引の資金や株券などを用意できない場合には証券金融会社から借りて補う。この証券会社と証券金融会社の違いというのは、証券会社は証券売買を仲介する会社であり、証券金融会社は証券を担保にしてお金を貸す会社を指している。さらにこの証券金融会社にも貸す担保が存在しない場合、証券金融会社は入札によって証券会社や機関投資家から資金を調達するのである。さらに信用取引には一般信用取引と制度信用取引の2つが存在する。一般信用取引では決済期限や逆日歩を自由に投資家と証券会社の間で取引することができる。しかしながら一般信用取引の場合は証券会社ごとにルールが設定されているため取引可能な銘柄、さらには期限が証券会社毎に異なる。また、一般信用取引の場合、取引期限が3年から無期限といった比較的長い期間取引可能という良い点も挙げられるが、証券会社によっては空売りできる銘柄に差が生まれてしまうというような特徴もある。一方、制度信用取引では決済期限や逆日歩が取引所の規則で決められている。そのためどの証券会社でも共通した取引となり制度信用取引の期限は一般信用都市弾きと比べて短く6ヶ月となっているのである。

5 このように信用取引は実際に資金がなくても投資を行うことが能であり、逆に持っている資産以上の取引をすることも可能なのである。そのため信用取引はハイリスクハイリターンであるので初心者が行うにはあまり向いてはいないものと言える。しかしながら、仮に個人投資家が運用する機会があった場合には資金がなくても架空の資金で運用できるということは知っておくのは重要なことである。

第4章 コーポレート・ガバナンスと機関化現象

10 株式市場における主なプレイヤーは各企業の株式を保有し、取引を行っている株主たちである。この株主たちの行動は絶えず変化を繰り返しており、その変化は色々な影響を及ぼすこととなる。例えば、コーポレート・ガバナンスの問題や、機関化現象などがそれである。今節では、その株主の行動や株式の所有構造の変遷という視点から、その諸問題についてみていく。

15 第1節 株式保有構造の変遷-アメリカの例-

株式の所有構造は、時期によって大きく変化し、また企業の在り方にも影響を与える。株式の所有者である株主には様々な権利が与えられており、この権利は市場で円滑な取引が行われるために重要なものである。株主の権利は、自益権と共益権の二つに分けることができる。自益権とは、経済的利益に関する権利のことであり、剰余金の配当を受ける権利、残余財産の分配を受ける権利、株式買い取り請求権などが含まれる。また共益権とは、経営への参加に関する権利のことであり、株主総会における議決権などが中心である。また、一株の株主でも行使できる単独株主権と、一定数以上の株の株主のみ行使できる数株主権の二つに分類することもできる。さらに、株主はその保有する株式の数に応じて平等に扱われなければならない、という株主平等の原則がある。これは、個々の株主の権利は保有する株式の数に応じて増大することを示しており、企業が特定の大株主にのみ配当することを防ぐという点で重視されている原則である。

30 株主には議決権が保証されているため、特定の大株主が株式を保有している場合は株主が経営に積極的に関与した際の相対的なリターンは大きく、いわゆ

る株主支配の状態となる。一方で特定の大株主が存在せず、株式が広く分散している場合は、経営に関与した際のコストに比べリターンが小さくなってしまいうため、株主は企業の経営に関して消極的になる。この状態を経営者支配という。

5 次に、株式の所有構造の変遷について、アメリカを例にとって見ていく。

一般的に、個人の創業者が自己資本で会社を設立し企業を育てる場合は、創業者が大株主でありかつ経営者であるため、株主支配の状態となる。しかし株式を発行し資本を幅広く集めていく過程で株主が分散し、株主支配は薄まって

10 徐々に経営者支配の状態になっていくのである。こういった傾向は、アドルフ・バーリとガーディナー・ミーンズによってアメリカ企業全般に見られるということが指摘され、いわゆる「所有と経営の分離」として広く知られることとなった。

このような「所有と経営の分離」の状態では、株主と経営者の利害は必ずしも一致するわけではない。株主は企業の業績が上がることによる配当の増加や

15 株価上昇を重視するが、経営者は地位の維持や名声のため利益に直結しない事業をする可能性があり、また株主と経営者の間には情報の非対称性が存在する。この場合、株主は経営者の行動を警戒し、より高い配当利益を求めることがある(=エージェンシーコスト)。このようなコストを引き下げ、経営者に正しい経営を行わせる管理・監督の仕方の問題をコーポレート・ガバナンスとい

20 う。

しかし、1950年代から株価が上昇し始めたことを契機に、機関投資家による株式投資が拡大した。これを機関化現象という。機関投資家とは、投資信託、年金基金、生命保険、財団、投資ファンドなどであり、個人の資金を集めて株式投資等に運用する機関である。このような機関投資家は巨額の投資をす

25 るとともに、相互に運用のパフォーマンスを競っているため、経営者に対する監視を強め、経営に積極的に関与するため株主支配の側面を持っている。また、機関投資家はリスクの少ない投資を選択する傾向にあるため、結果的に類似した投資方法を選択するようになり、相場が一定の傾向を見せるようになる。

30 1980年代に入ると、レバレッジド・バイアウト(LBO)が活発化した。LBO

とは、投資ファンドが低コストの借入れによって資金調達を行い、優良企業を買収する動きのことで、M&A ブームの中で盛んにおこなわれた。このような M&A のなかでは、会社支配権が証券市場で売買され、それによって被買収企業の株式所有構造は大きく変化する。このように、株式所有構造は時期によって大きく変化する。このように、株式所有構造は時期によって大きく変化する。また企業にも影響を与えているのである。

5

前述した機関化現象は、コーポレート・ガバナンスへ影響を与えている。少数の大口機関投資家が増加することで、「所有と経営の分離」が解消する。企業の業績が思わしくない場合は株式を売却するのが基本的なルール(=ウォールストリート・ルール)であるが、持ち株比率が大きい場合、自分の売り注文で株価が大きく下落してしまう可能性があるため、株式を売却するのではなく発言権・議決権を行使し経営改善を求める。その結果コーポレート・ガバナンスの強化につながるのである。

10

第 2 節 株式所有構造の変遷-日本の例-

15

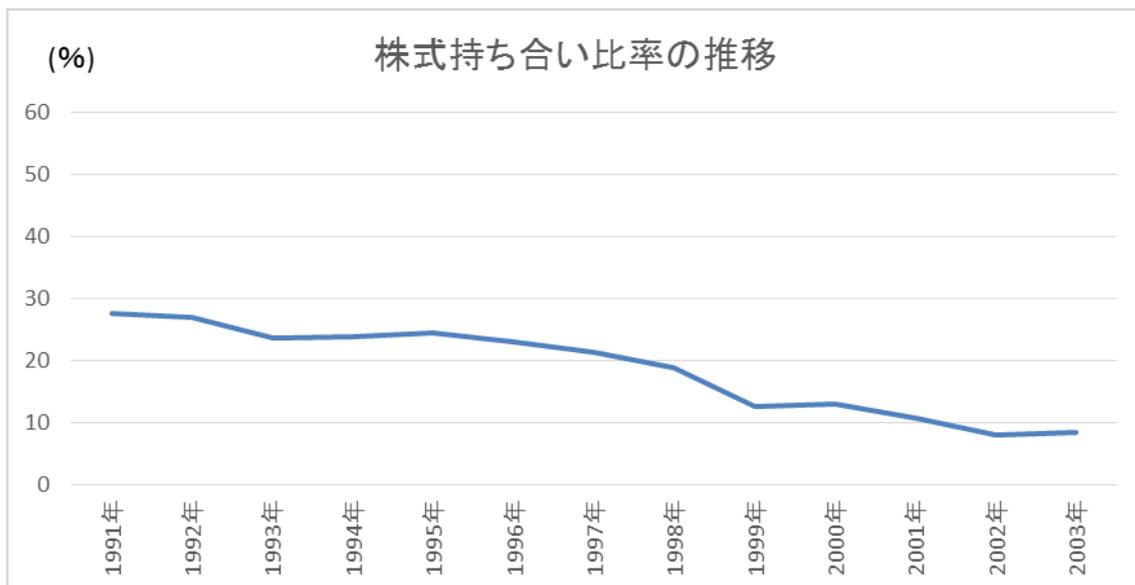
では次に、日本の株式の所有構造について見ていく。

戦後の日本では、買収防衛策としての株式持合いが大きく進展していき、後には日本型経済システムを特徴づける重要な構成要素になっていた。持合い関係の中では、相互に安定株主となっており、互いの経営に参加する権利が与えられていた。しかし相手企業の経営に積極的関与すると、逆に相手企業からも自社の経営に干渉されてしまう恐れがあるため、互いに経営改善を求めることを避ける傾向にあり、いわゆる「モノ言わぬ株主」の状態に陥っていたのである。したがって日本の証券市場では株主によるコーポレート・ガバナンスの不在が生じ、経営者の裁量が重視されていた。

20

1990 年に入りバブル経済が崩壊すると、株価の下落・低迷による含み損の発生を背景に、持合いは徐々に低下する傾向をみせた。依然として解消されてはいないが、図 1 のグラフを見るとバブル経済期以前と比べその割合は大きく減少していることが分かる。

25



(出所)大株主データ、保有株明細データ等より筆者作成

この持ち合い関係の低下が起こった結果、いくつかの変化が見られた。

- 5 まず、外国人投資家や国内機関投資家の持ち株比率が上昇し、純粋な投資目的による株式保有が増加したことが挙げられる。特に外国人投資家の持ち株比率の上昇は著しく、このことは外国人投資家が持ち合い解消によって売却された株式の主要な保有者となり、その売買動向に株価が左右されることを示している。外国人投資家や国内機関投資家は、高い投資収益率を実現しようとするため、増配要求や経営への関与を積極的に行おうとするのである。この結果、
- 10 コーポレート・ガバナンスの在り方の変化をもたらし、経営効率化や株主還元重視の要求が高まった。

- また、持ち合い関係の低下により、自社株買いが増加した。自社株買いの目的は低迷する相場環境の中での株価対策、持ち合い低下による株式の受け皿、株主への余剰金の還元、敵対的買収への対応策など、さまざまであった。株価と自社株買いを無関係とみる場合もあるが、実際に自社株買いを行った企業の株価
- 15 上昇も見られていた。また、自社株買いは株主への余剰金の還元であり、配当と同じ効果を持つとともに、一株当たり利益や株主資本利益率(ROE)の上昇が期待された。

- 20 さらに、アクティビストと言われる投資家の台頭も促した。アクティビスト

とは、投資先企業の経営陣に対して積極的に提言し、企業価値向上を目指す投資家のことである。このアクティビストによって敵対的買収が仕掛けられる場合があり、近年ではライブドアによるニッポン放送の買収が注目された。



5

(出所)日経平均プロフィールより筆者作成 (2016)

上図は、日経平均株価の推移を表すグラフである。従来の日本企業の株式は株式の持合いや銀行の介入などが存在していたため、低配当や剰余金の内部留保を行っていても株価への影響は少なく高値を維持しており、また個人投資家の比率も低かった。高度経済成長が持続するに伴って人々は配当の上昇を期待し株式購入を積極的に行ったが、実際の配当に変化はなかったため株価のみが上がり続け、それに伴い配当利回りは低下していった。やがて配当利回りが国債利回りを下回る、いわゆる「利回り革命」の状態となった。しかしバブルが崩壊し不景気になると、投資家たちは企業の業績悪化を見込んで配当上昇の期待をしなくなり、2000年代初めから配当利回りが国債利回りを上回り、「利回り革命」は終わりを告げた。それから長きにわたってデフレの状態に陥っているため、投資家たちは日本企業に対して業績が改善されるという期待を持つことはなくなり、このことによって日本の株価は低迷を続けているのである。

10

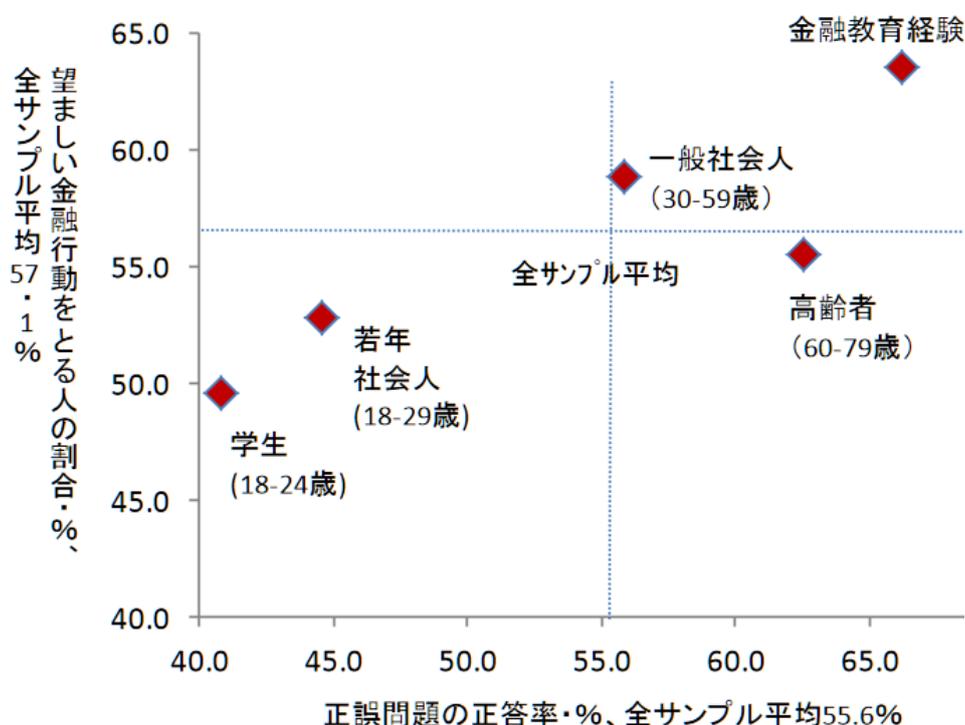
15

第5章 今後の国内証券流通市場を活性化するための方策

第1節 金融リテラシーの向上

第5章ではどのような政策を行えば証券流通市場を活性化できるかについての
5 独自の案を述べていきたいと思う。私たちの班では次の3つの独自の案を考えた。
第1節では1つ目の独自の案として金融リテラシー向上を挙げる。私たちの班では、
若年層を対象に若いうちから複利で運用することは投資をするうえで有利になる
という認識を持たせること。また、投資信託を経験したのちに個人投資家に移行
させるための金融リテラシーを備えるべきだと考えた。現在若者の金融リテラ
10 シーは不足していると言える。金融広報中央委員会の2016年の「金融リテラシー
調査」では学生、若年社会人は正当率が低く、さらに望ましい金融行動をとる
人の割合も図表1から低いことが分かった。

(図表1) 望ましい金融行動をとる人の割合



15

(出所：金融中央委員会 2016年金融リテラシー調査)

また、同じく金融広報中央委員会の2016年の「金融リテラシー調査」調査結

果からも金融教育を行ったほうが良いと考えられる調査結果があった。その調査によると株式投資を行っている人の割合の約 5 割が金融教育を受けた人が行っており、投資信託でも約 4 割の人が金融教育を受けているのである。

(図表 2) 金融リテラシー別株式・投資信託に投資している人の割合

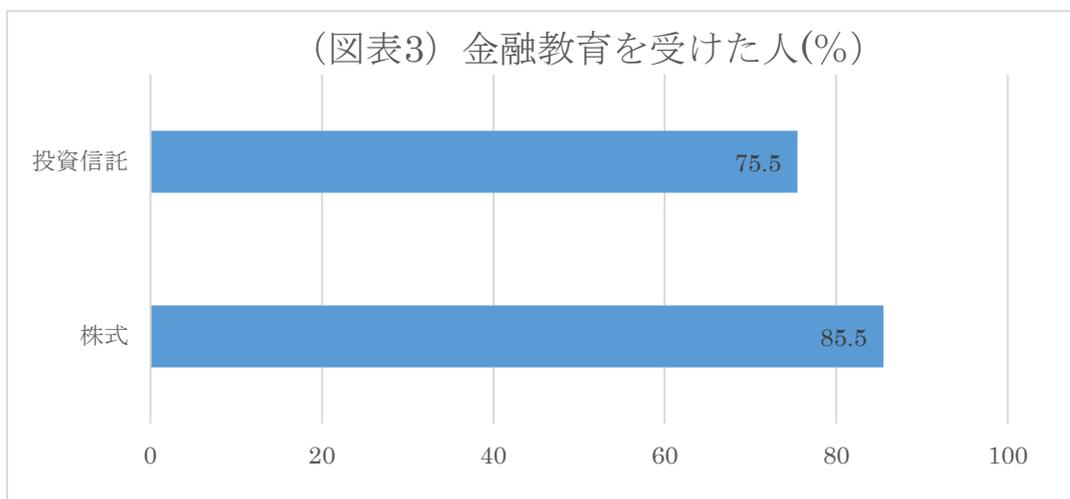
	低リテラシー		中リテラシー		高リテラシー
	第1層	第2層	第3層	第4層	第5層
株式に投資している人の割合	11.3	24.2	27.1	37.4	55.3
投資信託に投資している人の割合	7.9	18.7	22	31.6	46.3

5

(出所：金融中央委員会 2016 年金融リテラシー調査より 筆者作成)

さらには、金融教育を受けることでその金融商品の内容を理解し、購入できるためリスクを負う心配が薄れ、投資に対してマイナスの意識を持たなくなり投資をする自信にもつながると期待することができる。実際にリテラシーが低い人よりもリテラシーが高い人の方が株式投資や投資信託を行っている割合が高いことも調査の結果明らかになっているのである。(図表 3)

10



15

(出所：金融中央委員会 2016 年金融リテラシー調査より 筆者作成)

さらに、平成 27 年日本証券業協会が証券投資に関する全国調査（個人調査）での株式非購入理由として「買えるほど十分な知識をまだ持っていないと思ったから」が 25.8%、「値下がりの危険があるから」22.5%となっている。こ

の数値を見るとリスクがあるから投資をしないという人よりも知識がないからという理由から株式を購入しない人も 20%以上存在しているということが分かった。最も多かった回答は、「購入しなかった理由を考えたことがない」が 43.2%と株式を購入する必要性や興味がない人たちが多くことが分かった。このことから、金融教育を向上することによって購入しようと思っていなかった人、知識がないからできないと考えている人、そもそも金融というものに興味がなかった人たちにも若年層段階から金融教育を行うことによって興味を持たせ、興味を持ち出した人々は積極的に知識を身に付けようとすることも期待できる。

- 10 そのため私たちの班では、次のような事柄を学ぶことを提案する。まず、若年層に投資をすることによってどのようなメリットがあるのかということ伝えていかなくてはならない。そのために学生時代の期間に必要な最低限の投資に関する言葉の意味などを教育することがよいのではないかと考える。例えば株式投資や投資信託などの内容説明、どのような資産運用方法があるのかといった基礎的な内容を教える。そのことをふまえたうえで投資がいかに大切であるか、また投資を行うことでどのようなメリットが受けられるかといったことを伝えていく。このことによって、若年層のうちから投資を行うことで将来の資産保有率が大幅に変わり、投資を行う意義を見出してもらえるのではないかと考えた。第2章でも述べたように年齢が低いほどリスク許容度が低くなる。その
- 15
- 20
- 25
- 30
- のため知識が備わることによって、投資信託などを始めるきっかけを作り出し、投資信託の経験したのち個人投資家としてもチャレンジしてみようかという自信にもつなげられるのではないかと考える。

第2節 確定拠出年金(=DC)を通じた投資信託の普及

- 25 次に、私たちは確定拠出年金(=DC)を通じた投資信託の普及の必要性を主張する。投資信託は最低投資額が1万円からと少額投資が可能なこと、株式などに分散投資できるためリスクの軽減につながること、専門家により運用されるため深い知識や手法を必要としないこと、透明性が高いことなどから、投資にあまり馴染みがない人でも比較的手軽に挑戦できる金融商品といえる。私たちは
- 30
- はこの投資信託を通して多くの人々が投資に触れることで証券市場における

レイヤーの層が拡充し、証券市場の活性化につながると考える。

確定拠出年金とは公的年金に上乗せして給付を受ける私的年金の一つで、掛け金を定めて事業主や加入者が拠出し、加入者自らが運用して掛け金とその運用益との合計額をもとに将来の給付額が決定されるという仕組みになっている。

- 5 国民年金基金などの確定給付型年金と組み合わせることによって老後の所得保証の一層の充実が可能となる。

- 10 DC は事業主が実施する企業型 DC と個人で加入する個人型 DC の二種類がある。個人型 DC の加入はこれまで、自営業者などに限られていたが、平成 29 年 1 月より、企業年金を実施している企業に勤めている人や公務員、専業主婦を含めたほぼすべての人が加入できるようになる。

日本で DC が導入されたのは 2001 年のことで、この制度はすでにアメリカで実施されていた 401K プランを手本としていたため「日本版 401K プラン」とも呼ばれていた。ではまず、この手本とされたアメリカにおける 401K プランについて見ていく。

- 15 当初、アメリカでの確定拠出型年金は確定給付型年金を補完するものとして生まれたが、加入が任意であるが故の非加入者の存在や、加入したが運用がうまくできないなど様々な問題もあった。そこで、2006 年にそのような問題を解決するため年金保護法が成立し、これによって自動加入と自動運用という二つの仕組みが取り入れられた。自動加入とは、いったんすべての社員を加入させ、
- 20 それ嫌な場合は自らの意思で非加入にするというものである。また、自動運用とは資産運用の仕方がわからない人のために、会社が選んだ分散投資商品に掛け金を自動的に配分するというものである。この二つの仕組みによってアメリカの確定拠出年金加入者の数は増加し、運用状況の改善も進み、2013 年時点で DC 加入者の数は確定給付型の加入者の 5 倍ほどに達するまでになった。こ
- 25 れはアメリカの労働人口の約 50% に達する水準となっている。このことによつて、多くの人々にとって長期資産保有がより身近になったといえる。DC が始まる以前の 1980 年代には投資信託の家計保有比率は 6% 弱と低かったが、それから 20 年で 46% まで増加したのである。また、投信を保有する家計のうち、
- 30 職場が提供する DC 制度を利用して初めて投信を購入した割合は 6 割を超えている。ここから DC は人々が投資に触れるきっかけとなっていることがわかる。

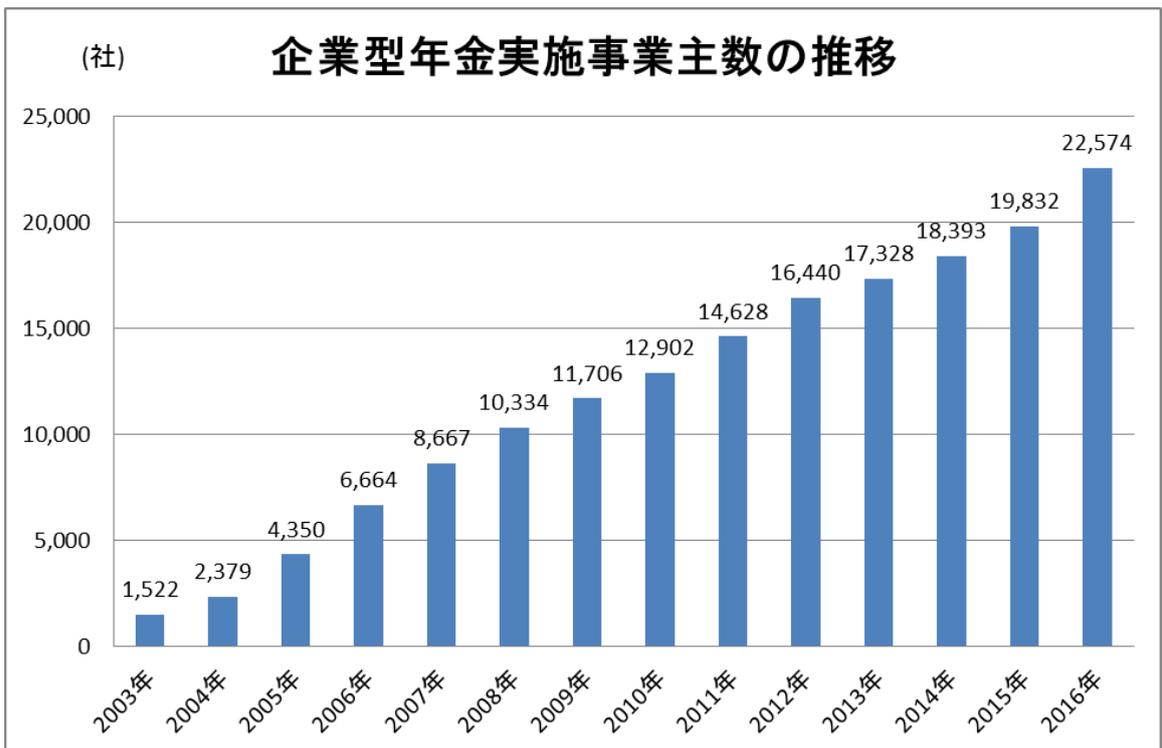
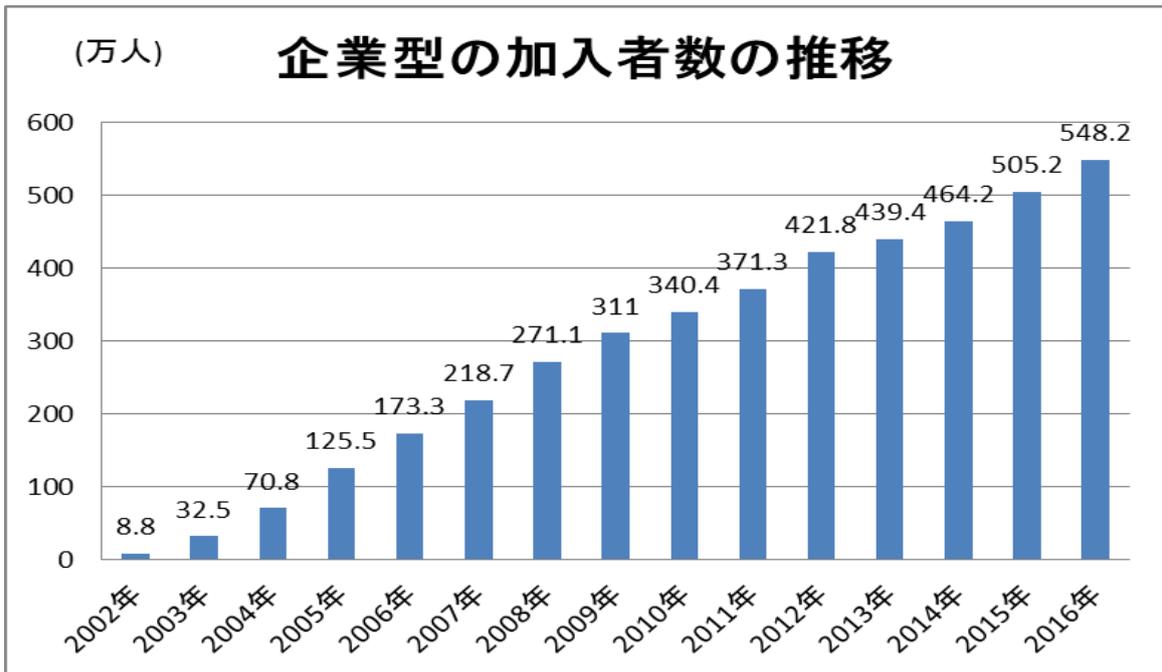
以上のことから現在のアメリカで投資信託市場が大きく発展しているのは、この確定拠出年金の普及が一因にあったといえよう。

では次に日本における確定拠出年金の現状についてみていく。日本の年金制度は3階層の構造になっており、1階層は国民年金、2階層は厚生年金、そして3階層に企業年金となっている。しかし、少子高齢化が進む日本では将来安定して公的年金を受給することが難しくなるといわれており、老後の資産形成について不安を持つ人も少なくない。そこで公的年金を補完する役割を担う確定給付型年金が生まれたのである。この制度では企業などから拠出された掛け金を加入者自身が運用し、その掛け金と運用収益との合計額をもとに年金額が決まるというものであるため確定拠出型年金と組み合わせて使うことで老後の所得保障のより一層の充実が可能となる。支払われた掛け金については全額所得控除の対象となるため所得税・住民税が軽減され、運用益についても非課税であるなど、税制面で大きな優遇措置がある。

また、確定給付型年金では掛け金の拠出から運用・給付まですべて企業が行い、損益が出れば企業が負担するものであるが、確定拠出型年金はこうした運用リスクを企業から加入者に移転できるという点では企業にメリットがあり、一方で年金給付額が企業業績の変動の影響を受けにくいという点では加入者にもメリットがある。

20

25



(出所)厚生労働省 確定拠出定拠出年金制度 (2016) より筆者作成

上の二つのグラフは、企業型確定拠出年金の加入者数の推移と企業型を実施している事業主の推移のグラフである。これを見ると、確定拠出年金制度導入当初に比べ加入者数、実施事業主数ともに大きく増加していることがわかる。

5 日本の場合、企業が確定拠出年金制度を導入すると対象者はすべて自動加入となるため、加入率という点では問題がないが、その運用先は預貯金や保険など元本保証型のものに大きく偏っており、低金利のため長期的観点からみれば資産の成長はあまり期待できず、日本では運用の仕方という点で改善が必要である。しかし従来の確定拠出年金法では、加入しても運用商品の選択をしない人のためのデフォルト商品は最低三つ以上用意し、うち一つは元本保証型であることとされていたが、2015年の法改正によってデフォルト商品の設計内容が
10 変更されたため、元本保証商品に偏った運用が解消されることが期待できるだろう。

以上のことを踏まえた上で、確定拠出年金をさらに拡充させるための施策について述べる。まず、企業型確定拠出年金制度をさらに普及させるには、この
15 制度を導入する中小企業を増やすことが必要であるといえる。確定拠出年金の導入状況をみると実施事業主は従業員数300人未満の中小企業が多いことがわかるが、適格退職年金の全体規模からみると確定拠出年金への移行は全体の1割程度にとどまっており、中小企業ではあまり普及していないことがわかる。また、厚生労働省の「就労条件総合調査」によると、2008年から2013年の間
20 で従業員数300人以下の中小企業における企業年金実施率は10ポイント以上も減少している。中小企業に普及しない理由としては手続きが複雑であること、コストが高いことなどがあげられる。しかし前者に関しては、2015年の確定拠出年金法等の改正案において、100人以下の中小企業向けに手続きを簡略化した「簡易型DC制度」の創設が示された。また、コストが高いことに関しては
25 選択制確定拠出年金が解決に有効である。現在の確定拠出年金を導入している企業では原則全社員が強制加入であったが、選択制確定拠出年金は希望する社員のみが加入となり、拠出金も実質加入者自身が負担するため企業側の負担は手数料のみとなる。まずは確定拠出年金制度を実施する中小企業数を増やすことが重要であると考えるので、選択制確定拠出年金によって制度に理解をもち、
30 それから段階的に全社員加入へとシフトしていくことも可能であろう。

次に個人型確定拠出年金についてである。2015年8月末時点で個人型の加入者は23万人で、これは加入が可能な人の0.6%ほどであり、その普及率は大変低い。2015年の確定拠出年金法等の改正によって、個人型確定拠出年金に加入できる対象者が公務員・主婦等にまで広がることや、個人型に加入する人に
5 事業主拠出を追加できる「個人型DCへの小規模事業主掛金納付制度」の導入が決定され、普及率の上昇が期待できる面もある。

しかしながら、依然として問題も多くある。企業型では、加入者は企業からの投資教育を受けることができるが、個人型ではそれがないために、仮に加入したとしても効率の悪い運用しかできず十分な資産形成をすることができない。
10 よって個人型加入者向けの投資教育を行う機関の設置が不可欠である。また、デフォルト商品の設計内容をより充実させることで加入者の運用商品の選択肢を広げ、偏った投資を解消する必要もある。

少子高齢化に伴って公的年金制度は不安定になり、誰もが老後の資産形成について不安を抱える今、私的年金、特に確定拠出年金は大変重要な存在である。
15 この制度に触れることで、私たちにとって投資というものが身近なものとなり証券市場の活性化につながっていくと考える。

第3節 損益通算制度の拡充・損失繰越控除期間の変更

20

第1節、2節では国内投資家層の拡大を狙った政策を提案してきた。第3節では、証券の取引量の増加を促すための政策を提案していく。

私たちの班では、証券の取引量を増加させるために、既存の投資家に向けた政策を考えた。その理由として、既存の個人投資家の場合、投資を行っていない人々と違い、ある程度のリスク許容度があると考えられ、そのため、さらに
25 証券投資を拡大させることに対する抵抗は小さいと考えられる。したがって、既存の個人投資家の1人当たりの取引量を増すことによって、証券の取引量全体も増加させることができると考えられる。投資家たちがさらに取引をしたいと思うインセンティブを作ることによって取引利用を増加できるのである。

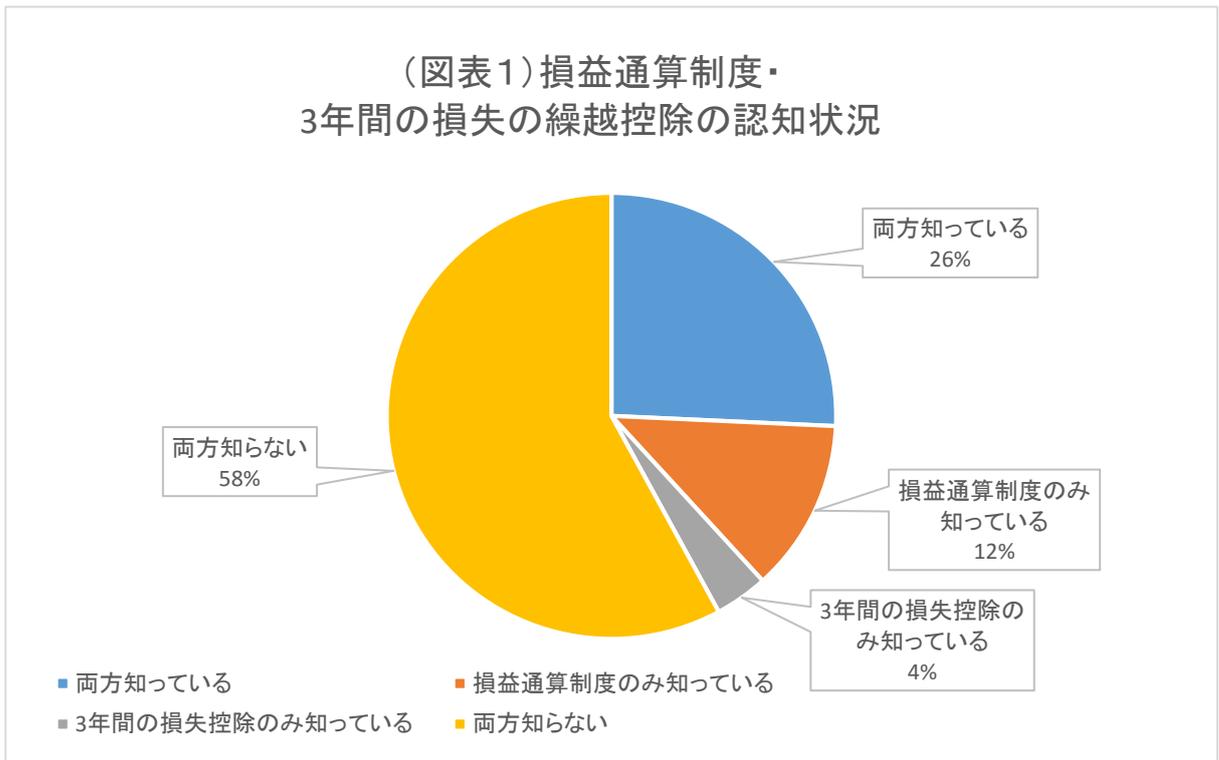
30 こうした観点から私たちは、損益通算制度と譲渡損失の繰越控除の認知度向

上、および、損益通算範囲の拡充と繰越期間変更を提案する。証券投資の利益には当然ながら課税がなされる。一般に金融所得への日本の課税率は20%（さらに現在はプラス復興税の7%があるが、ここでは省略する）であるため、証券投資で100万の利益が出ても20万は税金として差し引かれ、手元には80万円しか残らない。しかし一方で、他の金融所得での損失や、翌年の証券投資で損失が出た場合、損益通算制度と繰越控除を利用することで節税をすることが可能になるのである。損益通算制度、譲渡損失の繰越控除とは1月から12月まで行われた売買を計算し、最終的に利益が出たか、損失がでたかを算出することである。そして、損益通算を行ってその年にマイナス、つまり損失が出たと判断されるとその年に発生したマイナス分の金額までは利益が出ても税金が引かれないという制度である。しかしながら日本では繰越控除の期間が3年と決められている。

まず、損益通算制度と譲渡損失の繰越控除の認知度を上げることについて述べていく。投資を実際に行っている個人投資家に対して平成27年に日本証券業協会が「個人投資家に対する証券投資に関する意識調査」を行ったとき、損益通算制度、3年間の損失の繰越控除の認知状況では両方とも知っているというのはわずか25.5%であった。（図表1）

これは一つには、いわゆる「源泉徴収ありの特定口座」、すなわち、証券会社が代わりに税金を収める口座が広く普及しているため、損益通算や繰越控除に必要な「確定申告」を行っていないことが影響していると考えられる。確かに、通常、確定申告をする必要がないサラリーマン等の個人投資家にとっては、毎年の確定申告は煩雑な作業であり、経済学的には機会費用を伴うものであり、その意味では、「源泉徴収ありの特定口座」は便利なものではある。しかしながら、現在では確定申告書の作成も国税庁のHPを通じてネットで簡単に入力、作成できるようになっており、普通のサラリーマンであれば容易にこなせるような作業である。また、医療費控除や住宅ローン控除など、普通のサラリーマンであればいずれは確定申告する必要性に直面することにもなる。

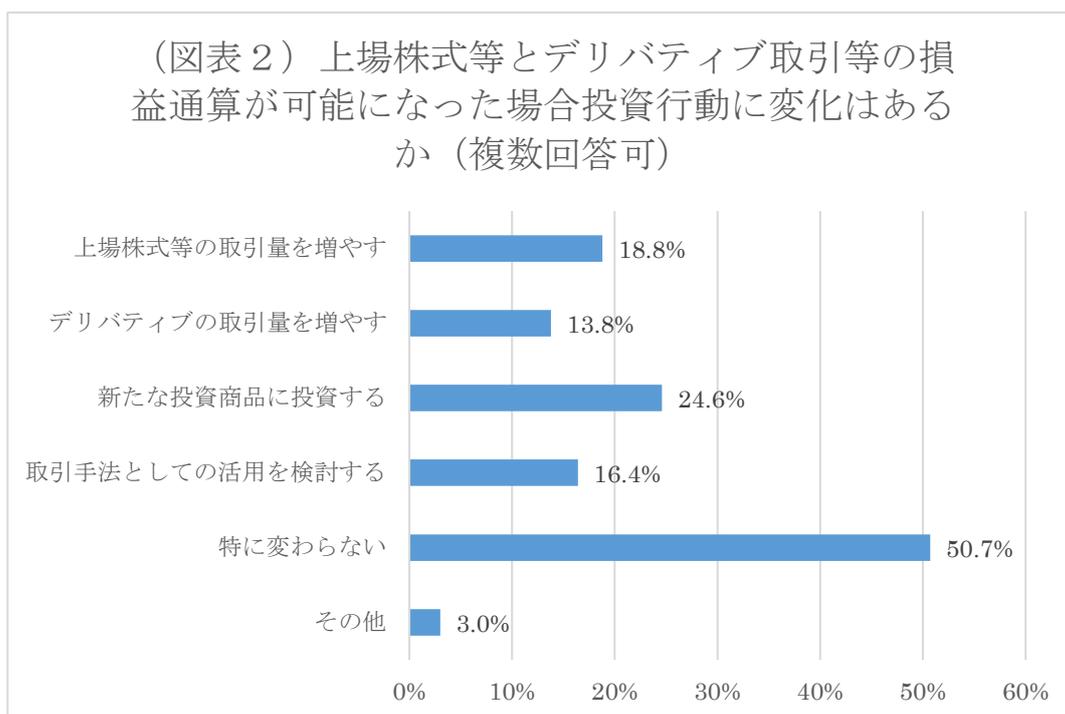
(図表1) 損益通算制度・
3年間の損失の繰越控除の認知状況



(出所：日本証券業協会 平成 27 年個人投資家に対しての証券投資に関する意識調査より 筆者作成)

- 5 このことから、まずは損益通算制度と譲渡損失の繰越控除の認知度を高める必要がある。実際に繰越控除を利用しない理由としてやり方が分からないという個人投資家も存在しているため、個人投資家に対して投資を行うときに口座を開くときに説明を行ったり、パンフレットを作製したり、セミナーを開催した際に説明するなど様々な面で認知させることができると考える。
- 10 次に、損益通算範囲の拡充と繰越期間変更について述べていく。日本では金融所得課税の一体化によって、今年から「公社債等」も税制上「上場株式等」と同様の取り扱いに統一、「上場株式等」と「公社債等」の損益通算が可能、「公社債等」も特定口座で取り扱い可能と以前よりも利便性が上がった。だが、まだデリバティブ取引・預貯金までは統一されていない。さらに日本の繰越控除
- 15 期間は損益通算範囲で損失が出た場合3年間のみ繰越が可能である。そのため損失が出た場合3年で損失分を取り戻さなくてはならない。しかし、アメリカの場合、譲渡所得の損失は無期限の繰越が可能である。

このことから、1 つ目に損益通算範囲をさらに拡大させること、2 つ目に繰越期間を無期限に変更することを提案する。1 つ目の損益通算範囲を拡大することによって投資家はさらにリスクの分散が可能となり、リスク許容度を拡大させることによって、今現在行っている投資の他にも新たな金融商品に挑戦する機会が増えるのではないかと考える。株式会社 SBI 証券が平成 27 年に「金融所得課税一体化の範囲拡大」についてのアンケートを行った際、「上場株式等とデリバティブ取引等の損益通算が可能となった場合、ご自身の投資行動に変化はあると思いますか。」という質問に対しては取引量を増やす、新たな投資商品に投資するといった回答が少なからずあった。また、今よりもデリバティブの取引量を増やすという回答も 13.8%あることからこの政策は効果的ではないかと考える。(図表 2)



(出所：株式会社 SBI 証券「個人投資家向け税制に関するアンケート」より筆者作成) (2015)

15

また、繰越期間の無期限化については、実際に平成 27 年度に日本証券業協会が投資を行っている個人投資家に対して「損益の 3 年間での繰越控除の可否」について調査したところ「3 年で控除できた」が 53.4%、「3 年で控除できな

った」が 41.9%であり、約半数の個人投資家が 3 年で取り戻せなかったと回答している。仮に繰越期間が無期限であれば、この取り戻せなかった分を補うための取引は継続されるであろうし、また、近年の行動経済学では、損失回避の選択において少しでも損失を減らしたいという手堅い選択よりも、リスクを取って損失そのものをなくしたいという、よりリスク愛好的な選択になることが知られている。したがって、3 年間という期限付きの制度は場合によっては、過剰なリスク選択を強いることにもなりかねず、この意味では無期限化によってそうした弊害も除去されるであろうと考えられる。

ちなみに、こうした節税効果によるインセンティブが大きいことは NISA に関する調査でもよく表れている。NISA で改善してほしいと思う 1 番の意見も「非課税期間（5 年間）の拡充（延長又は恒久化）」が 51.3%と約半数以上の個人投資家が期間について要望している。こうした点からも、損益通算範囲の拡充と繰越期間変更という 2 つの政策によって既存の個人投資家から取引量を増やすインセンティブを引き出すことが可能であると考えられる。

15

おわりに

本論文で明らかにしてきたことは、日本の証券市場は戦後の高度経済成長期からの発展とともに発展してきたが、景気の動向などによって人々の投資を行う機会が減少、リスク許容度を持たない人々も増加したことによって、滞傾向に陥ってしまった。そのため国内証券市場を活性化しようと様々な政策が取られているのだが、未だに家計資産の 50%以上が現金・貯蓄で占められており市場を活性化させるために「貯蓄から投資」へと変更していくことが課題として挙げられている。

この課題を解決するためには、日本人のリスク許容度をいかになくすかというものが重要になる。まず、リスク許容度をなくすためには若年層時代からの金融教育が必要であり、一人一人の金融リテラシーを向上させていかななくてはならないと考える。そして金融知識を身に付けたうえで投資に触れさせる機会を提供することで、国内の個人投資家を拡大させることが可能になると考える。そうした機会の 1 つが DC である。また、証券市場を活性化するうえで、逆にリスク許容度がある既存の投資家に対しても対策をとることでさらに証券市場

30

を活性化することが可能なのではないか。そのためには、既存の投資家に対してさらに投資を行うことによって何かしらのメリットがあることが必要である。そこで、損益通算制度の拡充と期間を変更することで投資にかかる税金を節約でき、投資を行う上で様々な種類の投資にも手を出してもらえ、取引量を増やすことによっても証券市場を活性化には繋がるものと考える。

5

参考文献（HP）

- ・ 個人型確定拠出年金
<http://www.npfa.or.jp/401K/index.html>
- ・ 株式会社 SBI 証券 「個人投資家向け税制に関するアンケート」（2015）
- 5 https://www.sbisec.co.jp/ETGate/WPLETmgR001Control?OutSide=on&getFlg=on&burl=search_home&cat1=home&cat2=corporate&dir=corporate&file=irpress/prestory151125.html
- ・ 金融広報中央委員会 「家計の金融行動に関する世論調査〔二人以上世帯調査〕」（2015）
- 10 <https://www.shiruporuto.jp/finance/chosa/yoron2015fut/pdf/yoronf15.pdf>
- ・ 金融広報中央委員会 「金融リテラシー調査結果」（2016）
- <https://shiruporuto.jp/finance/chosa/literacy2016/pdf/16literacy.pdf>
- ・ 金融庁 NISA 口座の利用状況等について（2014）
- <http://www.fsa.go.jp/policy/nisa/20140623-1/01.pdf>
- 15
- ・ 厚生労働省 個人型確定拠出年金に関するご案内
- <http://www.mhlw.go.jp/file/06-Seisakujouhou12500000Nenkinkyoku/0000127172.pdf>
- ・ 国税庁 上場株式等に係る譲渡損失の損益通算及び繰越控除
- <http://www.nta.go.jp/taxanswer/shotoku/1474.htm>
- 20
- ・ 個人型確定拠出年金
- <http://www.npfa.or.jp/401K/index.html>
- ・ 財務省 パンフレット「日本の財政を考える 平成 20 年 9 月」（2008）
- http://www.mof.go.jp/budget/fiscal_condition/related_data/sy014/index.htm
- 25
- ・ 総務省統計局 「家計調査報告（貯蓄・負債編）平均結果速報－（二人以上の世帯）」（2015）
- http://www.stat.go.jp/data/sav/sokuhou/nen/pdf/h27_gai2.pdf
- ・ 投資信託協会
- <https://www.toushin.or.jp/>
- 30
- ・ 東洋経済 DATA Services

- http://dbs.toyokeizai.net/products/list.php?category_id=11
 ・日経平均プロフィール
- <http://indexes.nikkei.co.jp/nkave/>
 ・日本証券業協会 「個人株主の動向について」(2016)
- 5 http://www.jsda.or.jp/shiryochousa/files/20160916_kojindoukou.pdf
 ・日本証券業協会 「個人投資家の証券投資に関する意識調査報告」
 (2016)
- http://www.jsda.or.jp/shiryochousa/kojn_isiki/files/20160930_isikichousa.pdf
- 10 ・日本証券業協会 「証券投資に関する全国調査(個人調査)」(2015)
<http://www.jsda.or.jp/shiryochousa/data/files/h27/H27honbun.pdf>
 ・日本証券取引所 証券税制
<http://www.jpx.co.jp/learning/basics/tax/>
 ・日本証券取引所 投資部門別 株式売買状況 東証第1部 (2016年8
 15 月第5週)
- http://www.jpx.co.jp/markets/statistics-equities/investor-type/nlsgeu000001x0f7-att/stock_vol_1_160805.pdf
 ・日本証券業協会 「復興特別所得税に関するQ&A」(2012)
<http://www.jsda.or.jp/sonaeru/oshirase/files/fukkouqa120606.pdf>
- 20 ・日本銀行調査統計局 「資金循環の日米欧比較」(2016)
<http://www.boj.or.jp/statistics/sj/sjhiq.pdf>
 ・マイナビニュース 「確定拠出年金」の超基本
<http://news.mynavi.jp/column/dc/001/>
 ・三菱UFJ信託銀行 「株式報酬の導入状況」(2016)
- 25 http://www.tr.mufg.jp/houjin/daikou/pdf/governancecode_ja_201601.pdf
 ・やさしい株のはじめ方
<http://kabukiso.com/basics/tax/tusan.html>
 ・大和総研 「戦後日本の株式持合いとその解消(早分かり版)」
<http://www.dir.co.jp/souken/research/report/lawresearch/securities/05031801securities.pdf>
- 30

- ・楽天証券 世界の時価総額ランキングを発表！（楽天証券取扱銘柄内）

<https://www.rakuten-sec.co.jp/web/special/worldcaprank/>

- ・ろうきんの企業年金に係る役割発揮宣言

<http://www.rokinren.com/kigyonenkin-support/index.html>

5 ・NRI

<http://fis.nri.co.jp/ja-JP/index.html>

- ・OJO 特集 「証券市場活性化プロジェクト」で見えてきた個人投資家拡大の意義と課題

<http://adv.yomiuri.co.jp/ojo/02number/200501/01toku5.html>

10 ・REITI

<http://www.rieti.go.jp/jp/>

- ・SMBC 日興証券 金融所得課税の一体化

https://www.smbcnikko.co.jp/service/tax_sys/kinyu/ittai/index.html

15 参考文献

- ・坂下晃・外島健嗣・田村香月子 『証券市場の基礎知識』晃洋書房（2010年06月発行）

- ・二上季代司・代田純 『証券市場論』有斐閣ブックス（2015年4月発行）

- ・日本証券新聞社編集局 『今世紀最後のチャンス 証券ビックバン株式投資はこう変わる!!』日本証券新聞社（1997年3月発行）

20

- ・野間敏克 『証券市場と私たちの経済』放送大学教材（2015年3月発行）

参考新聞

- ・日本経済新聞 夕刊「報酬に自社株」同に最高ストックオプション（2015/1/31）

25