

平成 28 年度「証券ゼミナール大会」

第 3 テーマ B ブロック

「今後の国内証券流通市場の活性化について」

拓殖大学 高橋ゼミナール 寺島班

目次

はじめに	3
第1章 証券市場の意義	5
1節 証券とは	5
2節 証券市場とは	5
3節 証券市場の機能	6
第2章 証券市場の現状	8
1節 日本の証券市場の歴史と現状	8
2節 アメリカの証券市場の現状	13
3節 日本とアメリカの証券市場の対比	18
第3章 現在の問題点	20
第4章 証券市場を活性化させるための方策	24
1節 活性化の定義	23
2節 金融政策としてのインフレ	23
3節 FinTech	29
終わりに	34
参考文献	35

はじめに

まずこちらのグラフをご覧ください。

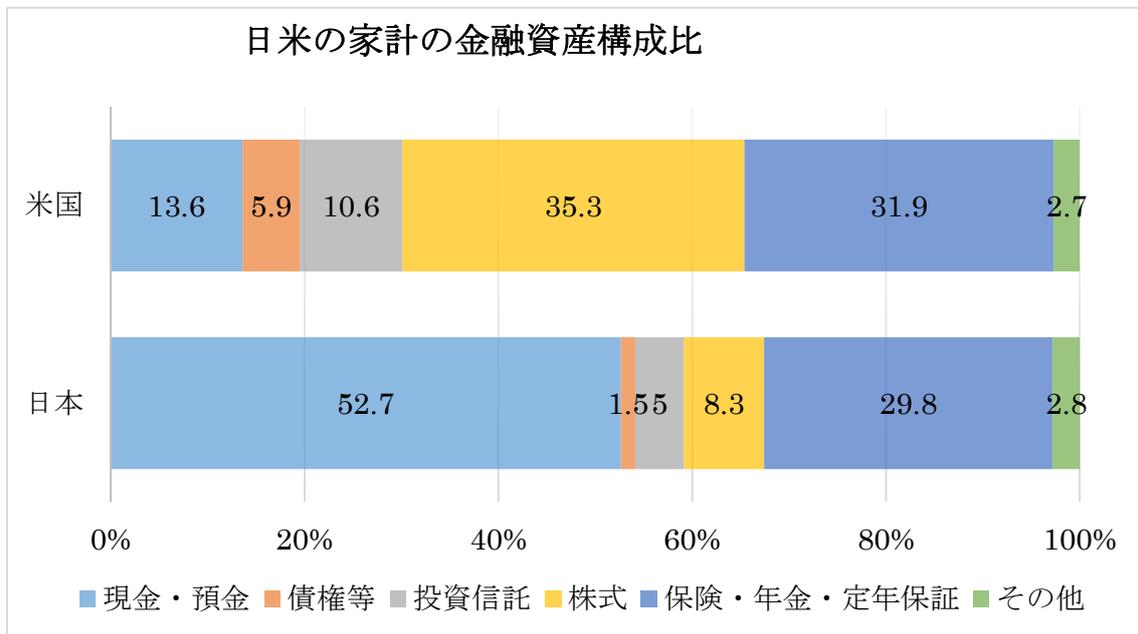
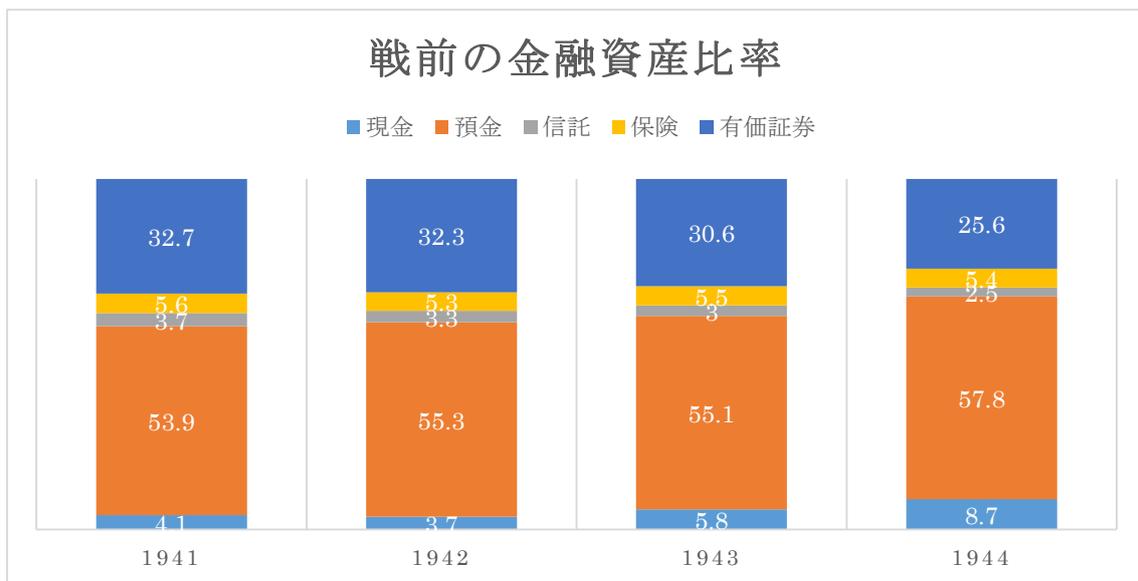


図 1 出典 日本銀行調査統計局 資金循環の日米欧比較 を参考に筆者作成

このデータは現在の日本の金融資産の比率を表したものである。このデータからも分かるように現在の日本では、証券への比率が非常に低くなっている。しかし、日本に株式が浸透してからずっとこうだったわけではない。



10 図 2 出典 戦前の資産比率 宇都宮 2013 を参考に筆者作成

戦前では日本は株式比率が非常に高い国であった。このデータからも分かるように、日本人が株を買わないのは、よく言われる国民性だとか、安全志向といった理由が原因ではないのだ。対して、アメリカはどうなっているのか。再び図 1 をご覧いただきたい。アメリカは 1970 年代～80 年代までは現在のような金融資産に比重を置いた資産構成ではなかった。預貯金比率が今よりもずっと高かったのだ。しかし、1980 年代から金融資産に偏った資産構成になっていった。なぜ日本では株が買われなくなり、アメリカでは買われるようになったのか。一体、日本とアメリカに何が起こったのか。

本論文では日本の経済や株式市場の歴史とアメリカとの対比を通じて、どのようにすれば日本の株式流通市場が活性化するのかを考えていきたい。

本論文の構成は以下の通りとなっている。まず第一章で、証券と証券市場について説明する。そして第二章で、証券市場の現状について説明する。第三章では、第二章の説明から現在の問題点を明らかにし、第四章でそれらを解決するための方策を提案する。

15

20

25

30

・1章 証券市場の意義

本章では証券と証券市場についてその特性などをまとめていきたい。証券市場の活性化を議論するうえで証券や証券市場の知識は不可欠なものである。この章では、それらを確認し、そのうえで第2章以降へつなげていく。

5

1節 証券とは

証券とは金銭や不動産商品などの権利や義務を証明する紙面のことを指すものである。また、その証券は有価証券と証拠証券に分類される。有価証券とは、その紙面自体に価値があるものである。例としては、株式・債権・小切手などがあげられる。また、他人に譲渡することでその財産的権利を譲渡することが可能なのも特徴である。その他にも販売額を小口にして他人へ譲渡することも可能なのが特徴に挙げられる。更にその有価証券にも商品証券、資本証券、貨幣証券がある。ただ、証券取引法第2条1項によると教義では資本証券を有価証券と定義する。以降、証券は資本証券を指すものとする。次に証券が発行される目的について説明していきたいと思う。証券は、政府や地方自治体、企業などが発行主体となる。赤字主体は活動のための資金を調達するために後述する発行市場において株式を発行する。発行された株式を購入する黒字主体は家計などが中心となる。

20 2節 証券市場とは

まず、証券市場を知る前に金融市場について知らなくてはならない。金融市場とは、売り手から買い手へと資金を融通する場所のことを指し、大きく分けて、短期金融市場と長期金融市場に分類される。短期金融市場は、期間一年未満の金融取引が行われている市場のことをいい、インターバンク市場(銀行間限定)とオープン市場(一般事業法人向け)がある。一方、長期金融市場(証券市場)は、期間一年以上の金融取引が行われる市場のことをいい、発行市場と流通市場がある。発行市場とは、資金調達の目的で新規発行される証券が、発行者から直接または仲介者である証券会社を介して投資者に取得される市場のことを指す。証券には株式のほかにも社債や国債などの債券も含まれる。これに対し、流通市場とは、すでに発行されている株式や債券などの既発行証券を投資家同

士が時価で売買するものである。私たちが普通に株式の売買を行う時はこの流通市場での株の売買のことを指す。買いたい投資家と売りたい投資家が、この流通市場に注文を出すことで、注文をまとめて、公正でスムーズな取引の成立を目的としている。二つの市場は、取引の内容や方法などが異なってくるが、

5 これらは互いに密接な関係を持っている。株式や債券などはまず発行市場であたらしく発行される。そしてその発行された株や債券などはその後、投資した投資家が自由に処分します。その処分する市場が流通市場となるわけである。その順番から発行市場のことを「一次市場」、流通市場のことを「二次市場」とも呼ぶ。

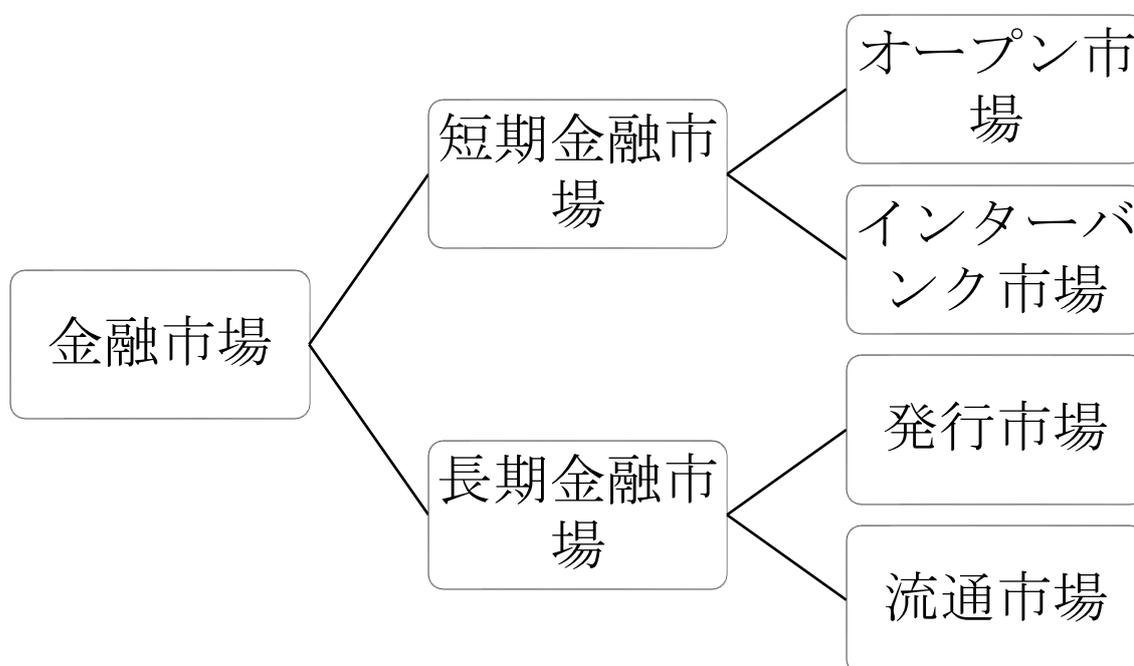


図 3 筆者作成

3 節 証券市場の機能

証券市場は資金配分やリスク配分の機能をはじめ、いくつかの機能を持っている。それらの機能が発揮されるためには、投資家が合理的で証券市場が効率的であることが重要である。証券市場は預金者や投資家と会社、家計、政府をつなぐところに位置し、日本の場合は銀行による間接的な運用も多い。ここでは証券市場の機能を主に資金配分機能、リスク配分機能、情報発信・価格決定機能の3つに分けて説明していきたいと思う。ではまず資金配分機能とは、証

券市場には売り手と買い手が存在し、証券が発行されると買い手である投資家が買い、その資金が売り手である発行企業に移転される。買い手は、その証券を保有することのメリットを反映した価格を支払うから、評価が高い企業はより買われる。そのため、企業価値がそのまま証券価格に反映され高くなりより

5 多くの資金を調達することが可能になる。このように証券価格を1つの指標にすることで運用したい人の資金がより良い企業に移転、配分されることが証券市場の重要な機能である。次にリスク配分機能とは、証券の収益、リターンがリスクを反映して決まることをいう。安全利子率にリスクプレミアム（リスクのある投資に対して、投資家はそのリスク分に対して求める超過収益）が上乘

10 せされるのである。証券市場では情報は完全とはいえず、同じ情報を共有しても人によってリスク判断は異なる。たとえリスク判断が同じだったとしても投資家のリスク許容度によって行動は異なる。リスク許容度が高い投資家はリスクが高い資産の保有比率が高くなり、逆にリスク許容度が低い投資家はリスクが低い資産の保有比率が高くなる。証券を発行する企業の抱えていたリスクが、

15 リスクを負うのにふさわしい許容度の高い投資家に吸収される。証券市場はこのような社会的に望ましいリスク配分という機能を持っている。最後に情報発信・価格決定機能について説明していく。証券市場は証券価格が決まり、その価格がすぐに発信され市場参加者に共有される必要がある。証券価格は金融市場の動きも表していて、その価格に基づいて企業も買い手も発行や購入を決め

20 る。例えばある買い手が某企業の良い情報を得たとする。その買い手が多くの株式を購入すれば株価は値上がりするだろう。この株価の価格変動により情報を知らなかった買い手までも何かあったことという情報を得ることができる。そうして企業を調べて情報の中身にたどりつくかもしれない。つまり価格はいろんな情報を含んでいる。このように証券市場は価格発見、情報発信をする機

25 能を持っている。

・2章.証券市場の現状

1節 日本の証券市場の歴史と現状

5 日本の証券市場は戦争、恐慌、インフレ、バブル、デフレ、リーマンショックなど、様々なところを経た。なぜ証券市場は長期低迷の状態になるのでしょうか。ここで説明したい

1節-1 戦前の証券市場

10 日本の証券市場は、初めての証券発行時点にそれをおけば、ロンドンで9分利付け外国公債が発行された1870年となり、株式市場の始まりは、株式取引所条例が制定され、東京と大阪に株式取引所が開設された。日本の証券市場が誕生してから、約140年の歴史がある。1886年頃から鉄道業、紡績業を始まり時期から株式売買が活発化した。しかし、日本では、第一次世界大戦後、日本全体の物価が下落し、失業率が上昇するデフレ不況となった。

15

1節-2 第一次高度成長期と第二次高度成長期（1955－1974）

1964年後半から1965年に掛けておきた不況である。証券恐慌とも呼ばれる。高度経済成長期のとき、東京オリンピックや新幹線の整備などによる総需要の増加で、日本経済は高い経済成長を達成していた。経済成長は同時に証券市場の成長も促し、投資信託の残高は1961年に4年前の約10倍となる1兆円を突破した。

25 しかし、1964年に東京オリンピックが終わったら、金融引き締めも重なると、企業業績の悪化が顕在化した。1964年は西ドイツ発行外債の内訳において、金融債が前年比で大幅に伸びていた。日銀は公定歩合が1%以上を下げた。しかし効果は薄く、政府は不況拡大を防ぐために、1965年5月に山一証券への日銀特融を決める。無担保、無制限の日銀特融を山一証券へおこなうことを発表した。7月には戦後初である赤字国債の発行を決めた。これを受け、同月を底値に株価は上昇し、結果、当時の政財界の関係者が危惧していた昭和恐慌の再来にならないに防ぎ、高度経済成長を持続した。

30 証券不況の影響受け、従来の額面増資から時価発行増資へと移行した。また、

証券会社は登録制から免許制となった。

3 節-3 バブル経済前後の発展と日本版金融ビッグバン

日本は 1956 年から 1973 年までのいわゆる高度経済成長期の間、年平均成長
5 率は+9.1%に達している。この高度経済成長期を止めたのが、2度の石油危機で
ある。日本の成長率は戦後初めてマイナス成長を記録した。石油危機はその当
時、世界的な規模で起こったインフレによって引き起こされた。そして世界的
なインフレの原因は、アメリカのベトナム戦争にたどりつく。日本の経済成長
の陰には常にアメリカの存在がある。石油危機により成長率は 3%~4%代と緩
10 やかになっていった。その後、円安ドル高を是正するため出されたプラザ合意
により円高が進んで行く。この状況をなんとかするために公定歩合を下げる政
策を行う。金融緩和政策である。金融緩和政策により安い金利で銀行からお金
を借りられるので、企業は喜んでお金を借り、そのお金を株や土地に投資する
ようになった。日本のバブルが起こった背景には土地と株式を対象として投機
15 熱が高まったことが挙げられる。地価と株価の高騰をもたらした原動力は、日
本の銀行業界に伝統的にあった土地担保融資に基づくメカニズムだ。土地を担
保に資金を借りて、その資金で新たに土地や株式を買う。新たに買った土地や
株式が値上がりすることを当て込んで、それを担保にしてまた資金を借りて土
地や株式を買う。その間に最初に買った土地が値上がりしているので、値上が
20 り分を担保にまた資金を借りて土地を買う、という無限のループが 80 年代末
の日本では起こった。借金の返済は後回しにされ、資金を貸す方も借りる方も、
とにかく値上がりする前にできるだけたくさんの土地や株式を買うことに猛進
した。日本の公示地価を見ると東京都は、前年比の上昇が極めて大きかったた
めに（1988 年は+61.1%）1989 年は+3.0%にとどまっているが、全国の商業地は
25 1988 年の+21.9%に続いて 1989 年も+10.3%上昇している。日経平均株価も見て
みると、1987 年末の 2 万 1564 円が、1988 年末には 3 万 0159 円、そして 1989 年
末には 3 万 8915 円とかなりの高値になっている。

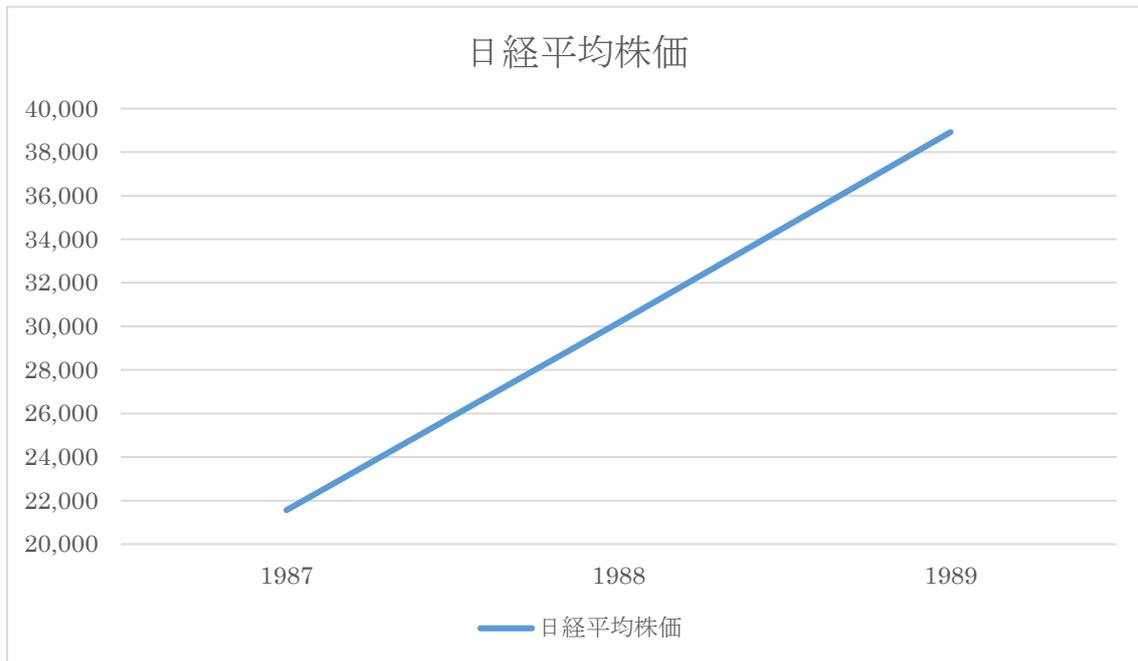


図 4 出典：松井証券 を参考に筆者作成

上の図を見てももらえれば分かる通り、今の二倍ちかくになっている。

- 5 バブルの発生と崩壊は日本の金融システムの欠陥をさらけ出した、最大の問題点は、金融システムが投資家保護と信用秩序維持を最大目的とする結果、それへの対策が競争制限を行い続けてきたことである。

バブル崩壊の時期に証券市場は新たな取引手法を導入去れた。債権先物取引やオプション取引をスタートにより、日本市場は現物、先物、オプション取引ができる市場となった。

- 10 一方、1989年から1990年には、日本では急激な利上げと総量規制による貸出の制限で、マネーサプライの伸びがマイナスになるほどの引締め政策でバブル崩壊が起き、1992年以降デフレーションの傾向を示すようになった。日本は企業物価指数で1991年11月以降、GDPデフレーターで1994年第4半
- 15 期以降、消費者物価指数で1998年9月以降デフレとなった。それを回復するため、日銀が無担保コールレートの引き下げ、ゼロ金利政策、公定歩合の引き下げや量的緩和政策などの金融政策を実施した。実は、金融政策の失敗であると言われる。アジア通貨危機の混乱が安定すると、1999年以降景気は回復し、ITを中心に好調な展開となったために日銀は2000年8月の政策決定会合で

ロ金利政策を政府と対立しながらも解除した。しかし、ITバブルの崩壊のために2001年3月にはゼロ金利に回帰するのみならず、量的緩和を採用した。バブルの崩壊によって落ち込んだ景気を回復させようと打ち出されたのが、日本版金融ビッグバンである。

- 5 日本版金融ビッグバンとは、アメリカに遅れをとっていた日本の金融市場を活性化するため、橋本龍太郎内閣が1996年末に打ち出した金融大改革である。金融ビッグバンは、金融市場の規制を緩和・撤廃して、金融市場の活性化や証券業界の国際化をはかろうというものである。これにより、銀行での外貨預金やインターネット証券会社の参入、保険価格の自由化などが認められたことで、
- 10 金融商品やサービスの向上という効果があった。

1 節-4 リーマンショック時期

- 2007年リーマン・ブラザーズが破産したことによって、引き起こされた世界的金融危機である。そのとき日本の金融機関は欧米金融機関に比べると損失が
- 15 少ないが、確かに、日本の経済に影響を与えた。『図説日本の証券市場』によれば、2008年秋、株価は暴落を繰り返し、2015年7月末までのTOPIXの対前日騰落率の下落記録上位10位のうち、4回がこの時に記録された。

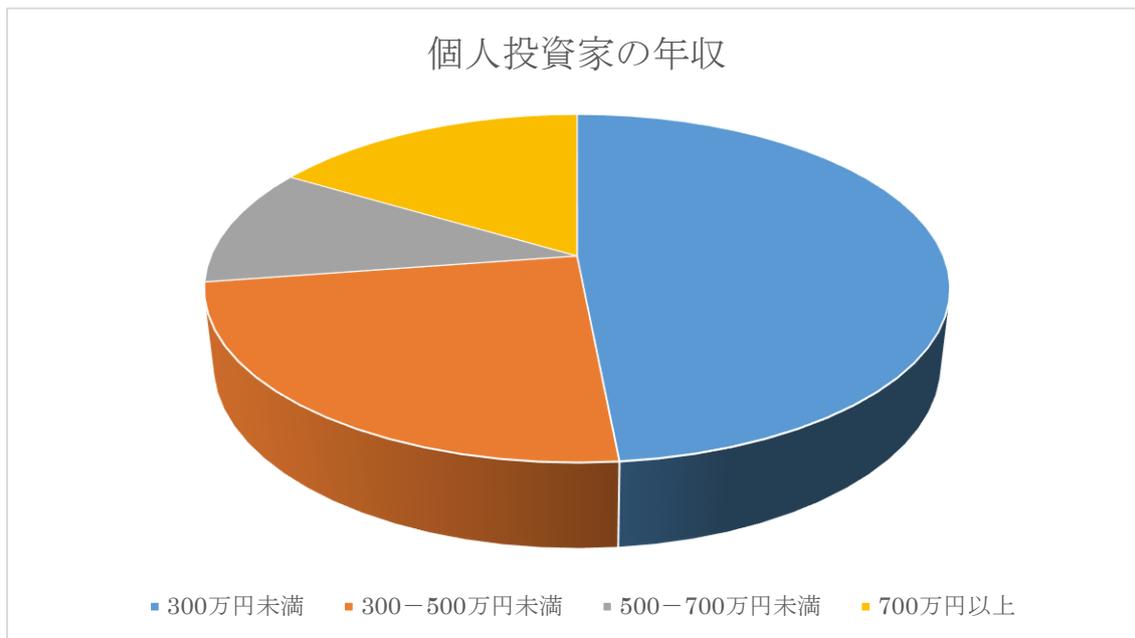
- 2008年の世界金融危機とそれに伴う不況により、デフレの再来を防ぐために日銀は総需要を増加して、自国の市場に大量の資金を入れたが日銀は金融緩和余地の少なさの原因で量的緩和をあまり実施しなかった。そのため、2009年日本
- 20 が軽くデフレ状況になる。そして、いろいろな症状にはっきりと示す。日本はデフレ状態である。

1 節-5 日本の証券市場の現状

- 25 バブル崩壊から日本が長い間デフレを続いた。そのため投資意欲や消費意欲が落ちている。近年、日本は高齢少子化を進め、関東大震災の復興需要により供給力が弱い。また、大量の不良債権を持っている。したがって、現在の日本はまだデフレを続いている状態である。その状態を抜き出すため、日本の証券市場も構造変化が起きている。日本市場の国際競争力強化と利便性向上を目指して、2013年1月に東京証券取引所と大阪証券取引所が経営統合し、日本取
- 30

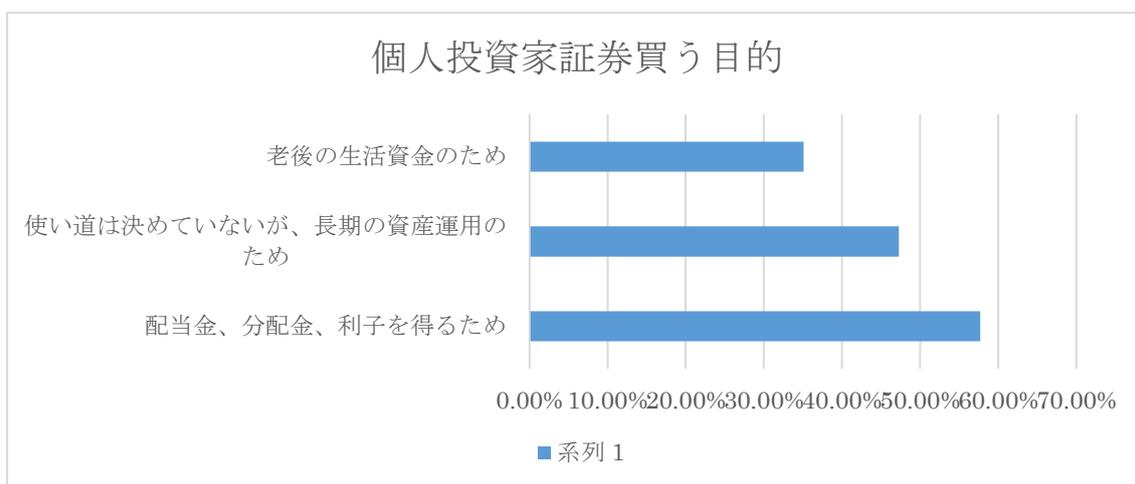
引所グループが誕生した。

また、株式委託売買手数料自由化後、委託手数料収入がなかなか伸びられないことが悩んでいる。2014年度末での投資信託の純資産額は100兆円（前年比25%増）、大手証券中心に資産管理型営業への転換が本格化し始めている。



5

図 5 出典 日本証券業界協会により「個人投資家の証券投資に関する意識調査報告書」を参考に筆者作成



10

図 6 出典 日本証券業界協会により「個人投資家の証券投資に関する意識調査報告書」を参考に筆者作成

個人投資家の証券投資に関する意識調査報告書により、個人投資家自身の年収は、「300万円未満」(48.5%)が最も高く、続いて「300～500万円未満」(24.1%)となっており、72.6%が“500万円未満”である。個人投資家が証券の購入目的としては、「配当金、分配金、利子を得るため」が53.5%と最も高い。次いで「使い道は決めていないが、長期の資産運用のため」(42.0%)、「老後の生活資金のため」(37.3%)であった。「使い道は決めていないが、長期の資産運用のため」は、平成24年(47.3%)と比べると5.3ポイント低下し、「子供や孫の将来のため」が5.3ポイント上昇した。

10 2節 アメリカの証券市場の現状

ここではアメリカの現状を話す上でアメリカの証券市場の起源と、日本がいわゆる「失われた20年」と称されるバブルが崩壊した90年代から今に至るまでを説明していきたい。

15 2節-1 アメリカの証券市場の起源

世界の金融地区として知られる「ウォール街」は、18世紀初頭には商人がこの街に移住し、貿易業や問屋などを営むようになった。

1792年にコーヒーハウスにて競売ブローカーが集まり、新連邦政府の債権を対象とした競売の立会いが定期的に行われ、この年の5月に過当競争や積極的でない競売人を取り締まるため協定を結び組合を結成した。これがいわゆる「すずかけ協定」であり、後のニューヨーク証券取引所を創設した協定である。この協定は主に2つの決まりがあり、1つ目が、仲買人たちの間でのみ取引を行うこと。2つ目が、手数料は0.25%とすることである。1975年5月1日に委託手数料が自由化されるまで、固定手数料制の根拠となった。

25

2節-2 1960年代からのインフレ

アメリカは1960年代からの相場の過熱つまりインフレや、出来高が増加していた。これにより株や証券取引をする投資家が急増した。だが、1960年代のアメリカはニューヨーク証券取引所会が、同取引所上場株を、会員権を持つ他の証券取引所で扱うことを禁止されていた。つまり、取引所以外での取引は禁止

30

されるということだ。さらに固定手数料が高かった。これらの市場取引規制の撤廃することにより市場が活性化されると考え、1975年5月1日、機関投資家などの大口顧客を中心に手数料を引き下げ。これにより取引高が増加。さらに1976年にはSEC（Securities and Exchange Commission）によりニューヨーク証券取引所とアメリカン証券取引所が、上場株の重複上場、重複取引が禁止されていた措置を是正した。加えて、1970年以降のアメリカはベトナム戦争などの戦争特需や石油危機により高インフレの時代に入った。インフレは物価の値段が上がり、お金の価値が下がるから、株などの資産への投資がますます増えた。これに伴い、利益が少なくなった銀行業と証券業が新しいサービスや商品の開発のため規制緩和を求めた。規制から解放されて銀行業と証券業が競争した結果、銀行業が苦境に陥り、証券業が主流になっていった。アメリカは高インフレにより預貯金から株を資産とする動きになっていったと言える。

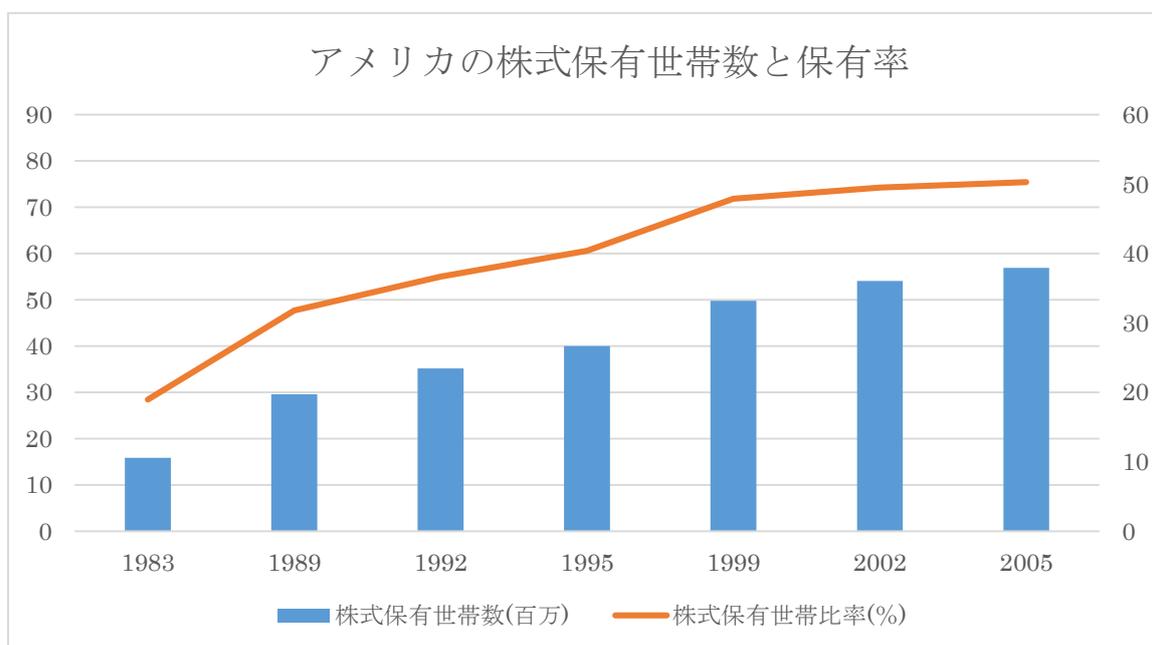


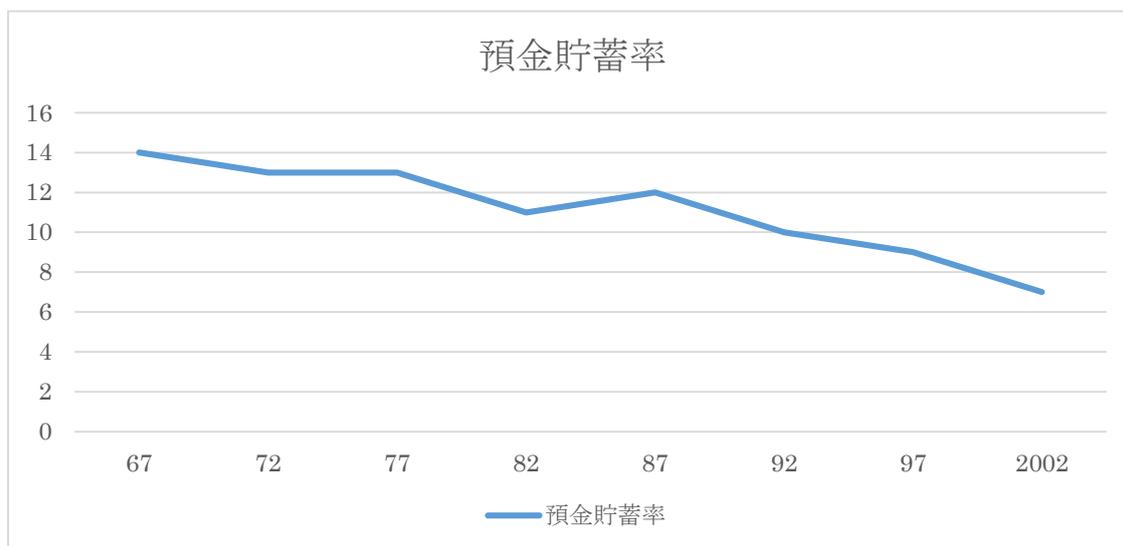
図 7 出典 日本証券経済研究所 「米国の個人株主実態調査」 p.3

15

を参考に筆者作成

上の図を見てもらえれば分かる通り、株式保有世帯比率が1983年は19.0%だったのに対し、2005年には50.3%と半数を超えるまでに浸透していった。上述したように投資家が増えたのはインフレが原因だと言える。インフレが起

こると物価が上昇し、お金の価値が下がり、所得が増える。この流れだとお金を銀行に貯蓄するよりも株や金融商品に投資した方が儲けられると考えられる。実際、1970年以前までは預金貯蓄率は高かったがインフレ以降株や金融商品への投資が増えたことにより減少していった。



5

図 8 出典 みずほ総研論集 創刊号 「米国家計貯蓄率の行方」 p 7
を参考に筆者作成

アメリカの消費者物価指数を見ると、リーマンショックの起こった2008年から2010年の時期を除いて緩やかに上昇しているのが分かる。消費者物価指数が上がるということはつまり、インフレが続いているといえる。

10

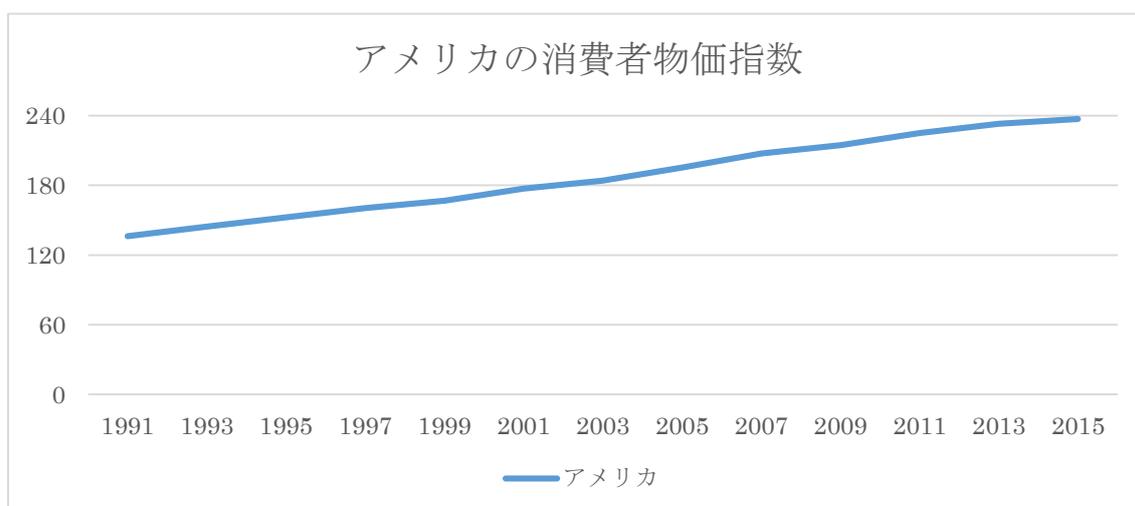


図 9 出典 各国経済指標データ 2016年米国 を参考に筆者作成

2節-3 エンロン社とサーベンス・オクスリー法

2001年12月3日、アメリカのエネルギー大手企業、エンロン社が倒産した。

世界大手の多国籍企業が倒産したことによりウォール街はパニックに陥りアメリカ全土に衝撃が走った。エンロン社は実際の利益よりも水増しして計上して

- 5 いたことが問題となり経営破綻に陥り、日本円で約7兆円が水の泡となった。これはアメリカ史上最大の経営破綻の1つと言われる。エンロン幹部は公聴会に召喚され、脱税や資金の不正流用など数々の違法行為が暴かれ、これによりエンロンの従業員約5000人が解雇され、路頭に迷った。エンロン社破綻の影響を受けて、大手監視法人のアーサーアンダーセンなど様々な企業の不正行為が
- 10 明るみとなり一企業から多くの企業へと影響を及ぼす異常事態となった。この一連の事件によりコーポレートガバナンスの重要性が問われ始めできたのがサーベンス・オクスリー法である。サーベンス・オクスリー法はSOX (Public Company Accounting Reform and Investor Protection Act of 2002) 法とも呼ばれ、日本語で内部統制監査制度という。内部統制とは不正や不祥事を未然に防
- 15 止、または事後的に発見することをいう。例えば、売上と入金、仕入と出金が一致しているかのチェック、第三者による事務内容のチェックといったことが挙げられる。この内部統制には大きく分けて業務の有効性・効率性のアップ、資産の保全、法定順守の促進、財務報告の信頼性確保の4つの目的がある。これらを実現することにより企業内部に対してお互いがお互いを尊重しながら情
- 20 報を共有し、不正を牽制しつつ、良い緊張感を持って仕事に励める。企業外部に対しては不正や不祥事を未然に防ぐ活動を通し、企業の信頼感やお客様の安心感を得て企業価値を高めていくことができる。サーベンス・オクスリー法は米国に本社のある上場企業だけでなく、米国で上場（米証券取引委員会に登録）している外国の企業も対象である。

25

2節-4 リーマンショックによる影響

なぜアメリカの大手証券会社であるリーマン・ブラザーズが破綻してしまったのか。その原因は当時流行していたサブプライムローンというものである。

- 30 サブプライムローンとは普通ではローンを組めない信用度の低い低所得者向けの住宅融資のことである。2000年代前半、住宅バブルに沸いていたアメリカで

は、土地や住宅の値段がどんどん上がり買っては売りを繰り返す人もあらわれた。結果、サブプライムローンによる利益を上げる金融機関が出現した。2006年末には利用者が600万人を超え、金額は日本円で約150兆円に上った。サブプライムローンを販売する住宅ローン会社は、返済金を受け取る権利を証券化で

5 MBS（不動産担保証券）という有価証券にし、金融機関に販売した。さらに、一部のMBSは格付け会社が最上位の格付けをし、優良証券として世界中に広がった。このバブルが一転したのは2004年のFRB（連邦準備制度理事会）による利上げだった。政策金利が1%だった低金利政策を転換し、金利が上げられてい

10 った。この影響を受け、住宅価格の上昇は鈍化し、2005年8月をピークに下落に転じる。住宅価格の上昇を見込んでいたサブプライムローン利用者は返済できない人が続出した。サブプライムローンはもともと返済能力の低い人へのローンであるため利上げが進むとローンの完済などできるはずもなく赤字になり、住宅を売ろうにも買い手がないから安く販売せざるを得ずまた赤字。この悪循環によりローンを組んでいた人は自己破産し、貸してである金融機関も

15 巨額の損失が表面化した。さらに、上で説明したように、サブプライムローンは証券化されており、それを買った投資家や銀行は資産を失う事態となった。結果、サブプライムローンが焦げ付き、MBSなどの証券化商品の価格が暴落し、アメリカだけでなく世界中の金融機関が影響を受け大混乱に陥った。この一連の流れを受け2008年9月にリーマン・ブラザーズは破綻してしまったので

20 ある。この大手証券会社の破綻により信用不安を一挙に高め、金融市場での資金供給が停滞し、銀行の貸し渋りが多発した。これにより企業の業績が悪化し、倒産破綻が増加し、多くの人が職を失ったことにより消費が落ち込み景気が悪化した。

25 2節-5 アメリカの現状

アメリカ政府はこれ以上の景気の悪化を防ぐために2つの対応策をとった。1つめが金融機関へ公的資金の供給である。金融機関に資金供給することにより、資金繰りに苦しみ貸し渋りがしていた金融機関は企業に十分な資金を供給することが可能になった。2つめは金融機関の債権の買取りである。この先不良債権となる可能性が高いと考え、これ以上不良債権を増やさないように政府

30

が買い取った。アメリカはこれらの政策をすぐに行ったため緩やかに景気回復している。リーマンショックから立ち直ろうとしている最中に大統領に就任したオバマ大統領。オバマ大統領は金融の改革を政府の最優先課題に掲げ、2010年7月、金融規制改革法（通称ドッド＝フランク法）を成立させた。その柱となるのが、ボルカールールである。ボルカールールとは、金融システムの安定を図るため、投資銀行や証券会社のハイリスク商品を自己資金で売買をしたり、ヘッジファンドへの出資を禁止するというものである。ボルカールールは2012年7月21日に施行され、2年間の経過措置の期間経て2014年7月21日から完全に適応されることを求めることが法律に規定されている。だが、FRBの裁量によって適応期限を1年ずつ最大3回まで延長されることが認められている。つまり、最大で2017年7月21日まで延長できる。結果的にFRBは完全適応の期限を2017年7月21日に先送りする方針を明らかにした。

3節 日本とアメリカの証券市場の対比

3節-1 インフレとデフレ

70年代からのアメリカのインフレと、日本のバブル後のデフレの対比アメリカはインフレにより株が金融資産として認識されている。70年代からの長いインフレにより投資が投資を呼び株＝安全な資産という認識が広まった。日本は、バブルからの停滞により預貯金することが一番安全と考えられて、預貯金が好きであり、比率は90%を超える。デフレは物価が下がり、お金の価値が上がり、所得が減るのだからそもそも株式投資は向いていない。だが、デフレのまま続くのもいいことでは無い。株がギャンブルの一種だと思われる。少ない所得でギャンブルをしようとする人はあまりいない。日本の株売買を増やすなら、アメリカのようにインフレを起こし、株が安全な資産だということ認識させる必要がある。日本は今のゼロ金利政策下やNISAを推進しているにもかかわらず成果がでてないから尚更景気を過熱させる必要がある。

3節-2 バブルの崩壊やリーマンショック後の対策の違い

日本は1989年から1990年に急激な利上げと総量規制による貸出の制限で、マネーサプライの伸びがマイナスになるほどの引締め政策でバブル崩壊が起き、

1992年以降ディスインフレーションの傾向を示すようになった。日本は企業物価指数で1991年11月以降、GDPデフレーターで1994年第4半期以降、消費者物価指数で1998年9月以降デフレとなった。それを回復するため、日銀が無担保コールレートの引き下げ、ゼロ金利政策、公定歩合の引き下げや量的緩和政策などの金融政策を実施した。実は、金融政策の失敗であると言われる。上述から分かるようにバブル崩壊から金融政策を行うまでが遅いと言える。この間に日本は景気が落ち込みデフレを辿っていくことになる。アメリカはどうだろうか。アメリカ政府はリーマンショックによるこれ以上の景気の悪化を防ぐために2つの対応策をとった。1つめが金融機関へ公的資金の供給である。金融機関に資金供給することにより、資金繰りに苦しみ貸し渋りがしていた金融機関は企業に十分な資金を供給することが可能になった。2つめは金融機関の債権の買取りである。この先不良債権となる可能性が高いと考え、これ以上不良債権を増やさないように政府が買い取った。アメリカはこれらの政策をすぐに行ったため緩やかに景気回復している。リーマンショックから立ち直ろうとしている最中に大統領に就任したオバマ大統領。オバマ大統領は金融の改革を政府の最優先課題に掲げ、2010年7月、金融規制改革法（通称ドッド＝フランク法）を成立させた。その柱となるのが、ボルカールールである。ボルカールールとは、金融システムの安定を図るため、投資銀行や証券会社のハイリスク商品を自己資金で売買するおよび、ヘッジファンドへの出資を禁止するというものである。リーマンショックからわずか一年余りでこのような政策をとったのである。100年に一度と言われた世界恐慌にもすぐに対応できたいアメリカは住宅信託もリーマンショック以前の数値に戻っている。このように日本とアメリカでは景気が落ち込んだ後の対応が異なっている。遅れた日本はデフレが続き、すぐさま対応したアメリカは景気回復にある。

25

・ 3章 現在の問題点

まずはアメリカの問題点について話したい。アメリカの今の景気にも影響を及ぼしているリーマンショック。リーマンショックが発生した原因はサブプライムローン問題にある。サブプライムローンとは普通ではローンを組めない信用度の低い低所得者向けの住宅融資のことである。2000年代前半、住宅バブルに沸いていたアメリカでは、土地や住宅の値段がどんどん上がり買っては売りを繰り返す人もあらわれた。結果、サブプライムローンによる利益を上げる金融機関が出現した。2006年末には利用者が600万人を超え、金額は日本円で約150兆円に上った。サブプライムローンを販売する住宅ローン会社は、返済金を受け取る権利を証券化でMBS（不動産担保証券）という有価証券にし、金融機関に販売した。さらに、一部のMBSは格付け会社が最上位の格付けをし、優良証券として世界中に広がった。このバブルが一転したのは2004年のFRB（連邦準備制度理事会）による利上げだった。政策金利が1%だった低金利政策を転換し、金利が上げられていった。この影響を受け、住宅価格の上昇は鈍化し、2005年8月をピークに下落に転じる。住宅価格の上昇を見込んでいたサブプライムローン利用者は返済できない人が続出した。サブプライムローンはもともと返済能力の低い人へのローンであるため利上げが進むとローンの完済などできるはずもなく赤字になり、住宅を売ろうにも買い手がいないから安く販売せざるを得ずまた赤字。この悪循環によりローンを組んでいた人は自己破産し、貸してである金融機関も巨額の損失が表面化した。さらに、上で説明したように、サブプライムローンは証券化されており、それを買った投資家や銀行は資産を失う事態となった。結果、サブプライムローンが焦げ付き、MBSなどの証券化商品の価格が暴落し、アメリカだけでなく世界中の金融機関が影響を受け大混乱に陥った。これは日本も例外ではない。大手証券会社の破綻により信用不安を一挙に高め、金融市場での資金供給が停滞し、銀行の貸し渋りが多発した。これにより企業の業績が悪化し、倒産破綻が増加し、多くの人々が職を失ったことにより消費が落ち込み景気が悪化した。つまり、デフレの状態に陥ったのである。デフレになると物価の価格は下がりお金の価値が上がる。

インフレが長く続いてきたアメリカは日本と比べても株式の保有率が高くデ

フレの影響による経済の悪化も大きい。

では日本はどうだろうか。1989年から1990年には、日本では急激な利上げと総量規制による貸出の制限で、マネーサプライの伸びがマイナスになるほどの引締め政策でバブル崩壊が起き、1992年以降ディスインフレーションの傾向を示すようになった。日本は企業物価指数で1991年11月以降、GDPデフレーターで1994年第4半期以降、消費者物価指数で1998年9月以降デフレとなった。それを回復するため、日銀が無担保コールレートの引き下げ、ゼロ金利政策、公定歩合の引き下げや量的緩和政策などの金融政策を実施した。実は、金融政策の失敗であると言われる。バブルが崩壊して金融政策をおこなうまで5年近くかかっている。つまり、バブル崩壊から金融政策を行うまでが遅いと言える。この間に日本は景気が落ち込みデフレを辿っていくことになる。

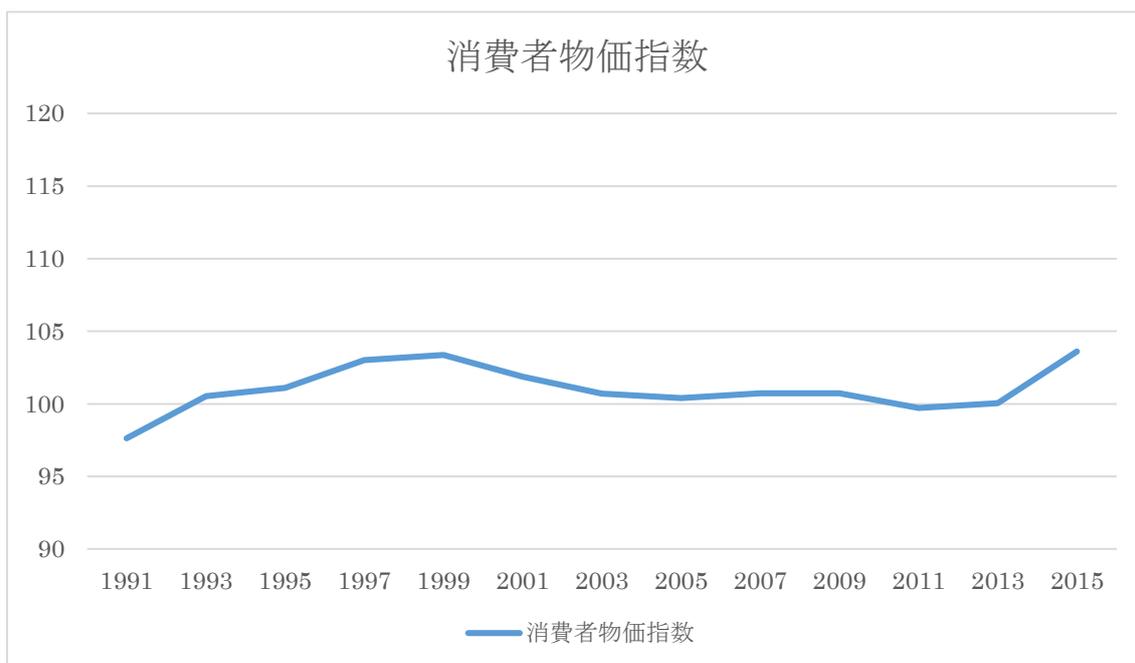


図 10 出典 総務省統計局 消費者物価指数 を参考に筆者作成

このグラフの数値から読み取れるように、バブル崩壊後から日本の消費者物価指数はほとんど上がっていない。つまり、経済成長してないと言える。

日本人が株式投資をしないのはデフレによって株が安全な資産であるということが認識されていないというものがあるが、根本的に日本人の金融知識不足が他国と比べて顕著であり金融教育が遅れていることが挙げられる。日本は授業

で金融に関して学ぶのは公立だと少なくとも中学校からだ。大学生でも商、経済学部以外の学部は金融に関して学ばないため未知の存在だ。さらに学校以外で学ぶ場が無いのも大きな問題だ。セミナーなどは開催されているがお金を払ってまで行く人は少ない。一方、金融教育の進んでいるアメリカはどうだろうか。

- 5 か。アメリカの金融教育は1960代からの消費者教育の経験、70年代からの全国規模での経済教育の発展により幼少期から金融教育に触れ合ってきた。さらに学校での経済教育や金融教育を地域の企業が支援するシステムも以前から存在していた。このように株式投資が盛んに行われている国は学べる環境が整っているのだ。もうひとつ、株式投資は高額になることが多々ある。確かに株や金融商品は1単位あたりのお金が高く、手が出しづらい。
- 10

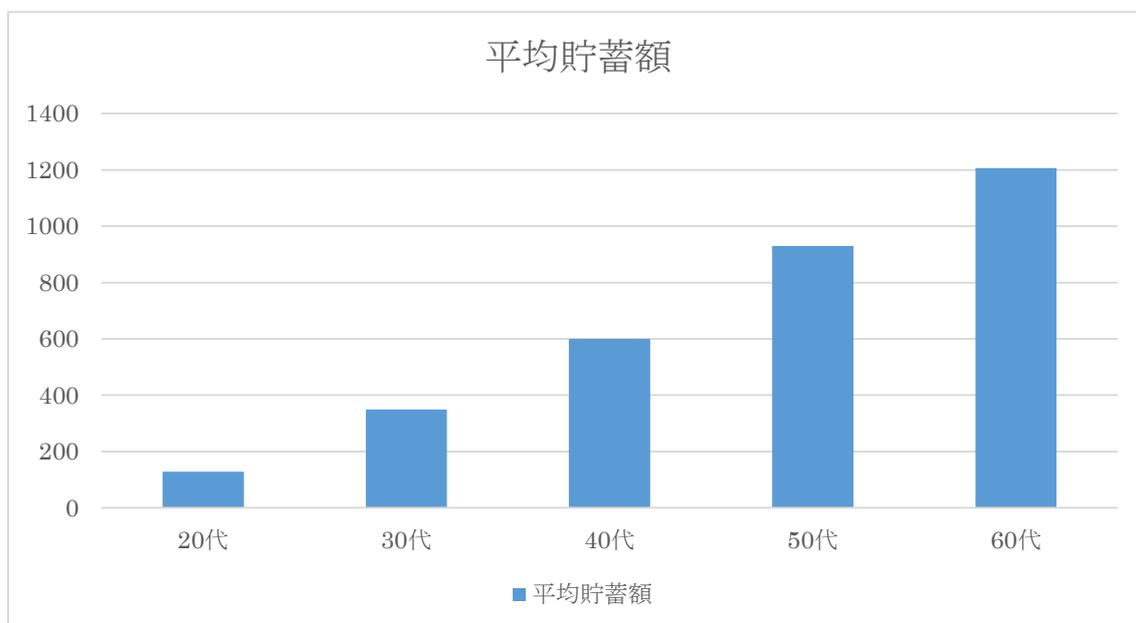


図 11 出典 金融広報中央委員会 知るぽると を参考に筆者作成

- 上記図を見てもらっても分かるように、日本人の20代の平均貯蓄額からしても手が出しづらいだろう。学生の私たちには尚更手が出せないだろう。
- 15

・4章 証券市場を活性化させるための方策

1節 活性化の定義

まず、活性化の定義を行いたいと思う。本論文では、活性化を「1989年3月の日経平均株価ならびに現在の2倍の出来高の水準に達すること」と「家計の金融資産比率において証券比率が1989年3月の水準に達する」定義したい。これら

5 これら

10

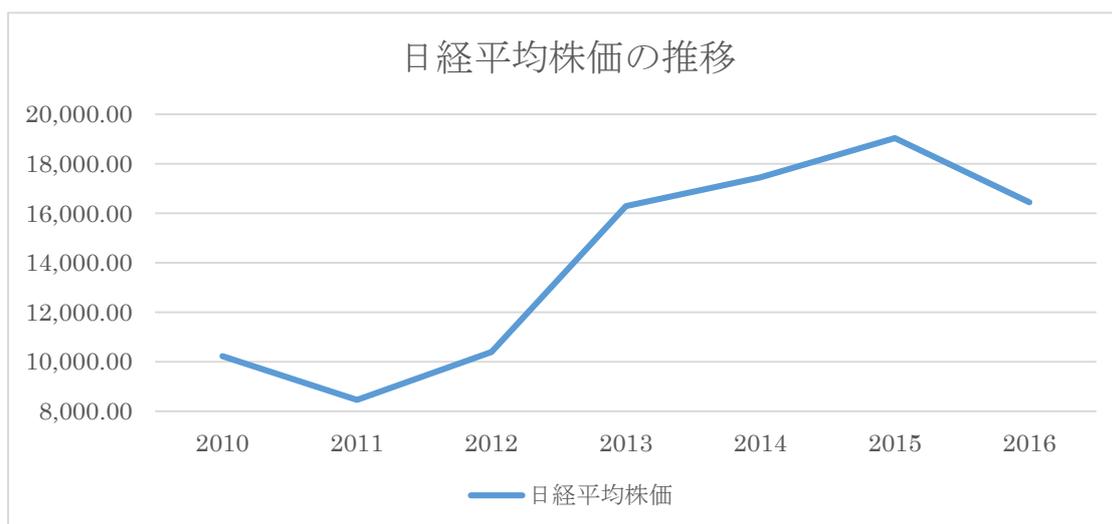
15

活性化の定義に用いた理由として、出来高は売買数を表しており、一般的に流通市場の活性具合を表す指標であること。また、デフレ時などの継続的な投資を行うインセンティブを削がれたような状況下においても空売りなどにより出来高は増加する傾向があるため、日経平均株価を合わせて定義としている。金融資産比率に関しては、証券比率が増加した状況は証券の取引が盛んに行われた事を表すため定義に盛り込んだ。また、1989年3月を基準としたのは、株価・資産比率ともに現在のおよそ2倍を記録しており、当時は証券取引が活発だったといえるからである。具体的な数値目標としては、出来高がおよそ。日経平均株価がおよそ40,000円。金融資産比率は30%強を目標とする。

2節 金融政策としてのインフレ

株式市場を活性化させるための方策として、有効なのが金融政策だ。

この節では金融政策と株式市場の関係を見ていく。



20 図12 出典 日経平均プロフィール ヒストリカルデータを参考に 筆者作成

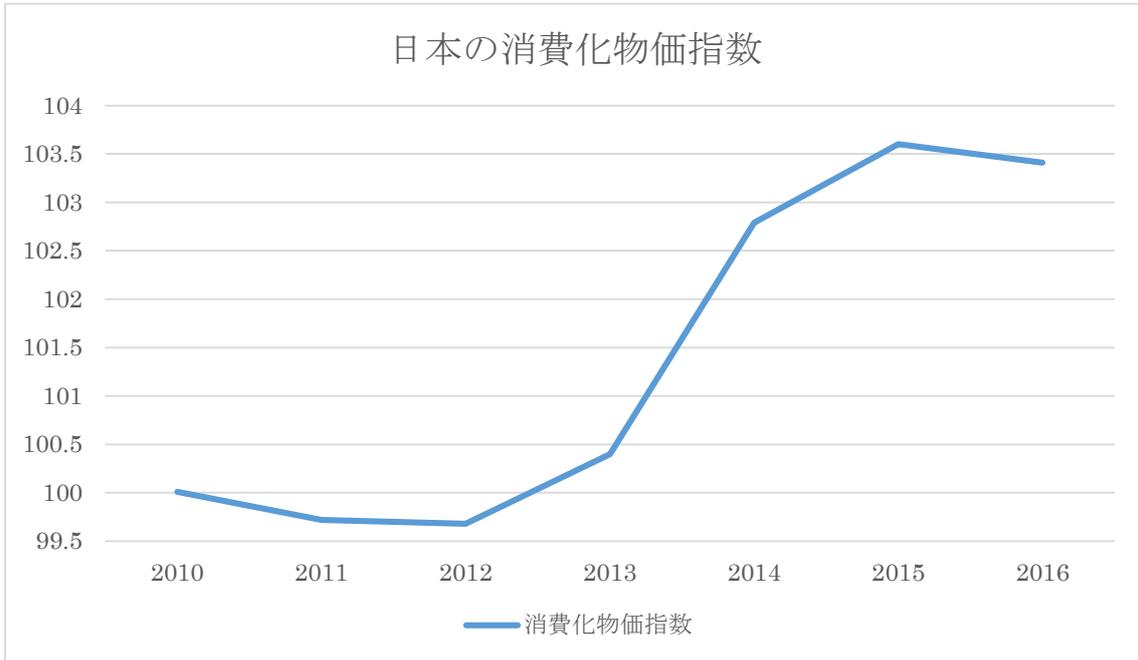
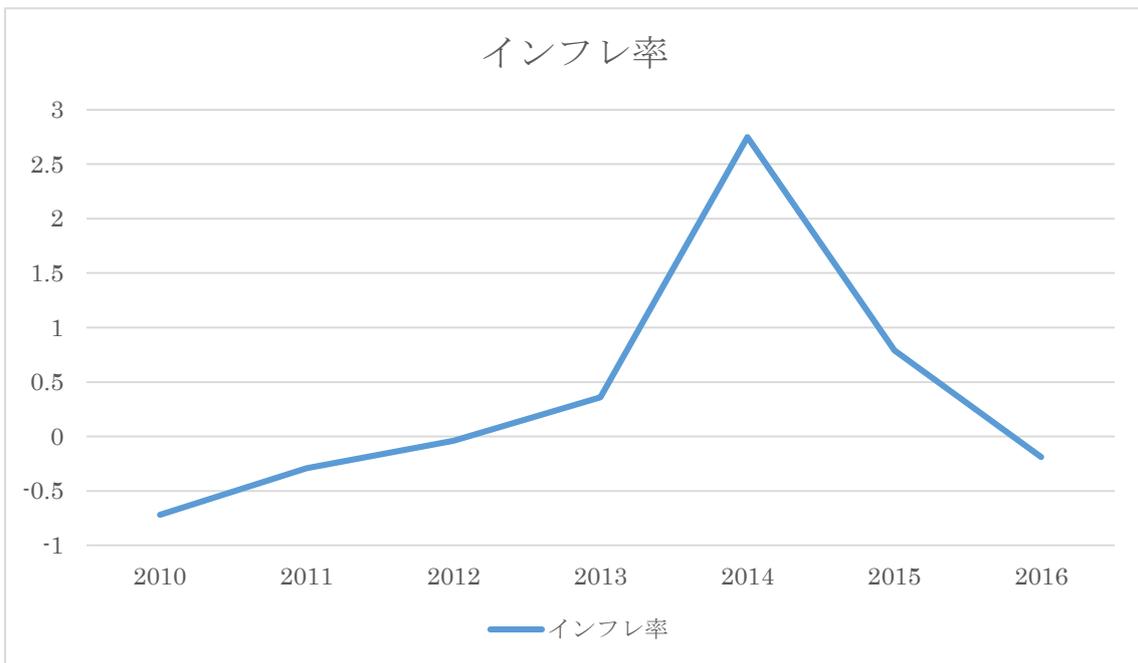


図 13 出典 総務省統計局 消費者物価指数を参考に筆者作成



5 図 14 出典 IMF World Economic Outlook Databases を参考に
筆者作成

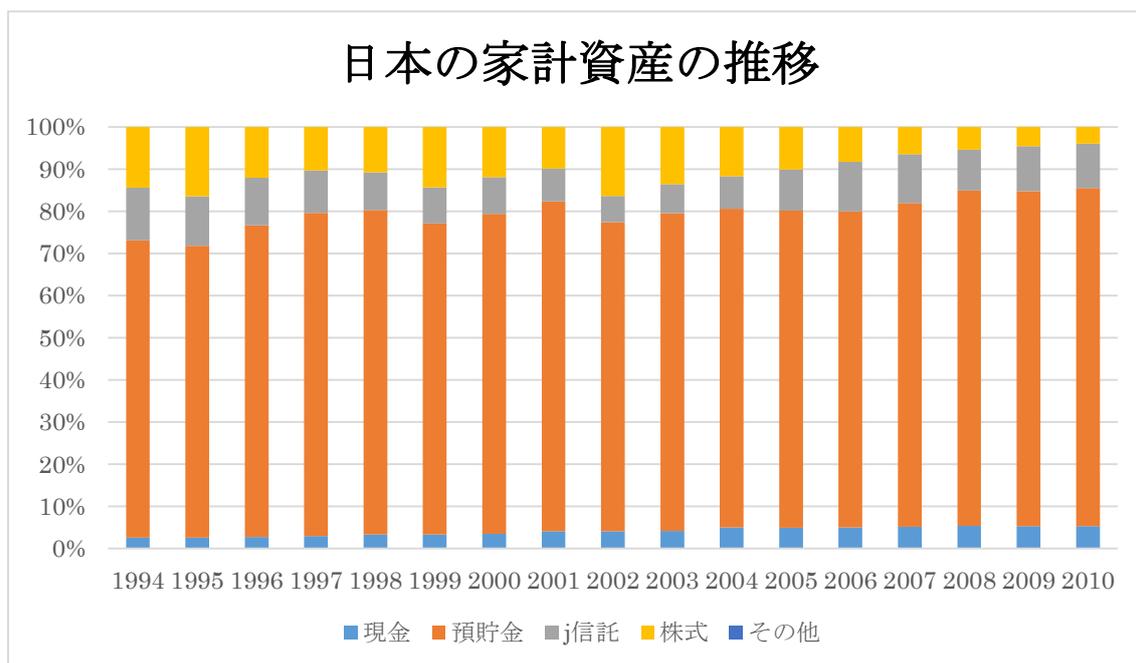
これらの図に共通していることは、2013年から急激に上昇し始めたということだ。2013年に一体何があったのか。それはアベノミクス（アベノミクスとは経済回復デフレ脱却を最大の目標とした第二次阿部内閣の政策）の第一の矢である大胆な金融政策である。第一の矢である金融緩和の中身は大胆な量的緩和、

5 2 パーセントのインフレ目標、円高是正である。金融政策は黒田総裁率いる日本銀行とともに進められた。

アベノミクスによってどのように株価は上昇したのか。

アベノミクスによる金融政策により、図が示すように消費者物価指数が上昇し、インフレ率が高まった。インフレが進むということは物価が上昇し、お金の価値が下がるということである。1989年のバブル崩壊以降デフレーション（注釈 物価が持続的に下落し相対的にお金の価値が上がることである）が進みお金の価値が上がっていたわが国では国民の金融資産における株の比率は低下した。

10



15 図 15 出典 日本銀行 資金循環 を参考に筆者作成

では、逆にインフレーションが進むとどうなるのか。インフレーションが進むと、物価が上昇し、お金の価値が下がる。預貯金に回されていたお金はこれから値が上がるだろうものに移されるようになる。こういった経緯からインフ

レーションが進むと株式が買われるようになる。またアベノミクスによる量的緩和政策による円高是正も大きく影響する。量的緩和政策により資金供給量が増加し、市中に流れるお金の量が多くなる。そうなると、インフレーションが起こり、円の価値が下落する。その結果、投資家たちは円の売ることになり、

5 他の通貨が買われるので、円安になる。

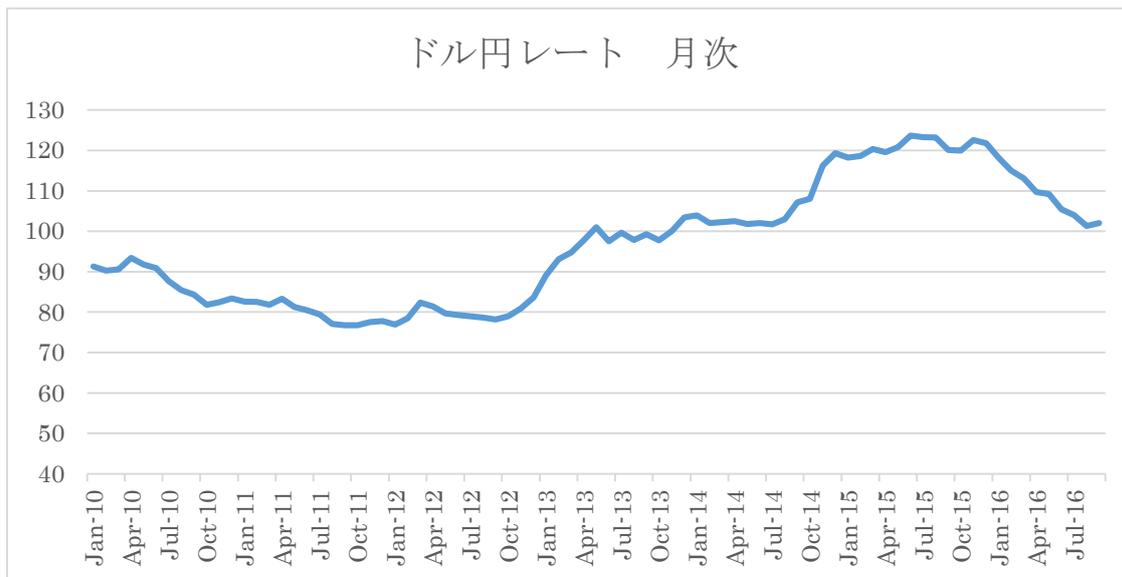


図 16 出典 日本銀行 時系列統計データ 為替 を参考に筆者作成



10 図 17 出典 日経平均プロフィール ヒストリカルデータ を参考に筆者作成

日経 225 には製品を海外に輸出する企業が多く、円安になると業績が好調になるため、そのような企業の株は買われることになり、株式市場は活性化することになる。

このように、アベノミクスの第一の矢である金融政策は成功し、日本の株式市場は活性化した。この結果から金融政策によるインフレは株式市場を活性化させる方策として非常に有効だということがわかる。しかし現状を見てみると金融政策だけでは株式市場を持続的に活性化することは難しいようである。世界経済はグローバル化しており、ある国の経済危機が他国にも大きな影響を与えるようになってきている。『原油価格の下落、消費税増税後の消費停滞、新興国経済の減速と国際金融市場の不安定化』（日経新聞 2016 年 9 月 21 日から引用）。これらは 9 月 21 日の金融政策決定会合で物価 2 パーセント回復を達成できなかった理由として説明されたものである。

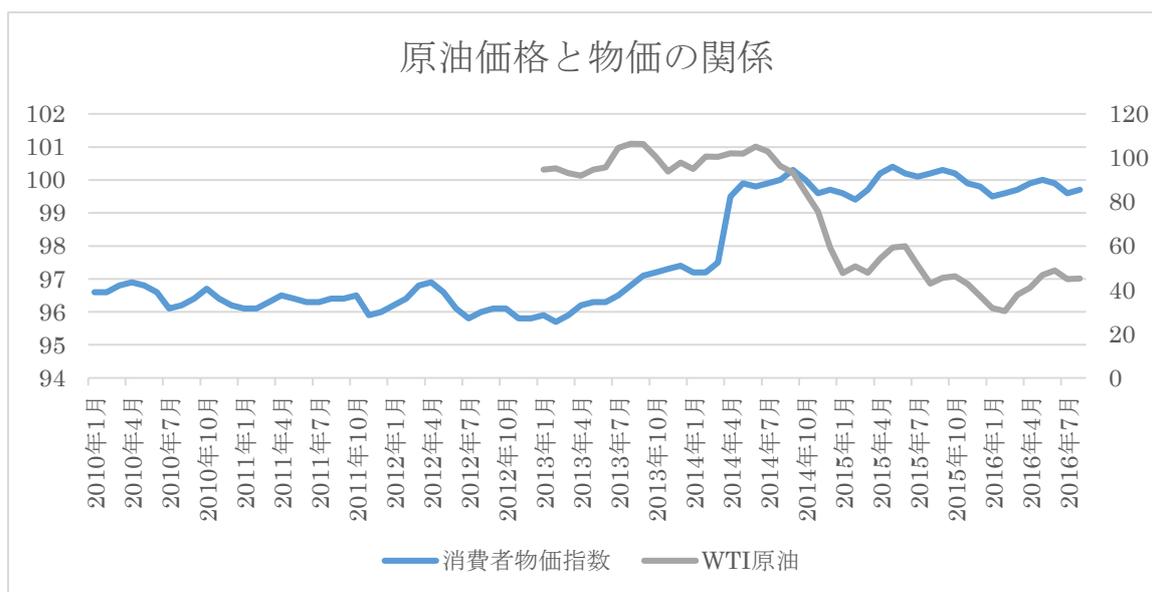
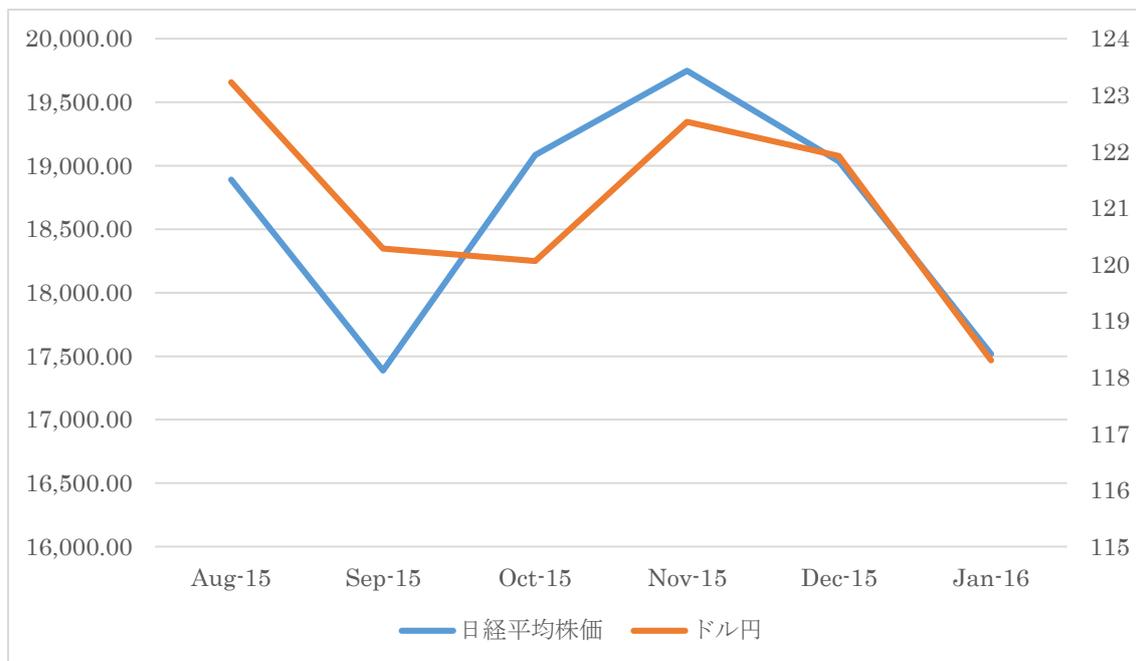


図 18 出典 EIA、Energy Information Administration・Official Energy Statistics from the U.S. Government と日本銀行 時系列統計データ 物価を参考に筆者作成

原油は全商品の一定割合をしめるので原油価格が下がってしまうと、後追いで物価が下落する。また増税が行われると、消費意欲が減退する。新興国経済、特に中国経済の日本に与える影響は大きい。2015年に起こったチャイナシ

ショック（2015年8月24日起こった中国を引き金とする同時株安。8月24日は中国の8月の製造業の景況感を表す製造業購買担当者指数が47.1とり、リーマンショック以降最悪の結果となった）では日経平均株価が急落し円相場は急激な円高になった。



5

図 19 出典 日経平均プロフィール ヒストリカルデータと日本銀行
時系列統計データ 為替 を参考に筆者作成

イギリスの EU 離脱でも円相場は矯激な円高になり、日経平均株価は急落し

10 た。

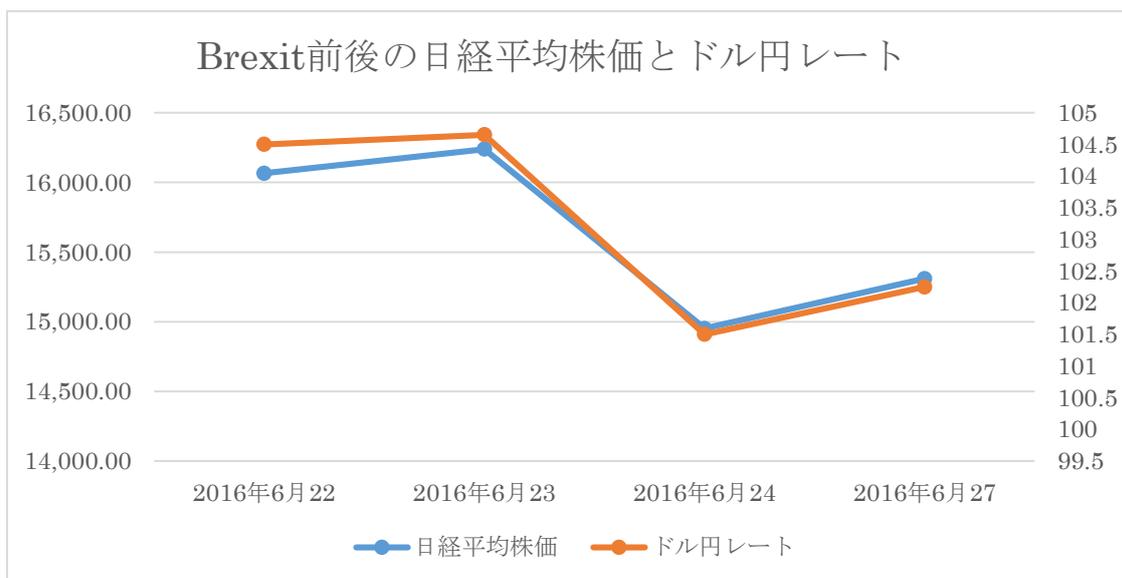


図 20 出典 日経平均プロフィール ヒストリカルデータと日本銀行 時系列統計データ 為替 を参考に筆者作成

5 このように日本の株式市場は世界経済の動向に左右される。グローバル化が進んでいるので他国の経済動向が自国の株式市場に影響を与えるのは自然なことではある。しかしそれが原因で金融政策によって回復した株式の市場の活性化をまた停滞させてしまってはならない。そうならないためにもアベノミクスの2本目の矢である財政政策と3本目の矢である成長戦略によって日本の経済

10 状況を底上げし、企業の稼ぐ力をより強固なものにし、国際経済に対して今以上に影響されなくすることが重要である。アベノミクスによる金融政策は成功したが、日本の株式市場を持続的に活性化させることは現在の政策では達成できてない。今以上の金融政策の深堀、又は今までとは違った新しい金融政策によるインフレーションや円安、財政政策や成長戦略が今後の株式市場の持続的

15 な活性化に必要である。

3節 フィンテック

フィンテックとは、金融(ファイナンス)と技術(テクノロジー)の造語で、金融と技術を融合させた言葉のことである。フィンテックは、仮想通貨を含めた決済機能やATを使って市場予測ができる資産運用、マネーフォワードを使った

20 資産管理など様々なIT技術が使われている。中でも資産運用の技術は証券市

場と深く関連している。

『フィンテックの資産運用は、一部の機関投資家や富裕層しか利用できなかったグローバル投資による資産運用サービスを一般の方々にも低コストで提供することができる新しいサービス(ロボアドバイザー)がある。ロボアドバイザーとは、手数料を減らすことはできないのかという課題に対して、フィンテックが導き出した一つの解決法の中で、ロボアドバイザーは与えられた情報を元に独自のアルゴリズムの計算を行い、自動的にベストなポートフォリオを作成しそれに応じた運用を行う。ポートフォリオを作成する方法は、パソコンやスマートフォンでいくつかの簡単な質問に答え、それに応じて金融商品の売買と運用の委託を行うことまで可能になるシステムである。』(Fintech 入門 日経 BP 社 辻庸介 瀧俊雄 2016年 74項)

我々が考えた証券市場を活性化させる方策の一つとして、フィンテックの技術と NISA の制度を合わせることで前述したインフレによる投資活性化をより一層補強することができる。では、その NISA とはこういったものなのだろうか。NISA(少額投資非課税制度)とは、日本版 IAS といい、英国で普及している ISA(Individual Savings Account(個人貯蓄口座))を参考にして、2014年1月から導入される新しい証券優遇税制である。通常、株式や投資信託などから得られた配当や譲渡益は所得税や住民税の課税対象となる。NISA は、毎年100万円を上限とする新規購入分を対象に、その配当や譲渡益を最長5年間、非課税にする制度である。NISA は、主に国内株式、投資信託、外国株式・海外ETFを対象商品として行っている。そして、2015年度税制改正によって、今年、ジュニア NISA という未成年者口座内の少額上場株式等に係る配当所得及び譲渡所得等の非課税措置が創設された。以前毎年100万円を上限とする新規購入分の対象から、毎年120万円を上限とするに変更した。ジュニア NISA は子供の将来に向けた資産運用のための制度である。以前の NISA の違いは、まず、日本に住む0~19歳の未成年者が口座開設することができる。非課税期間は NISA と同じ5年間である。20歳以降は自動的に NISA 口座が創設される。

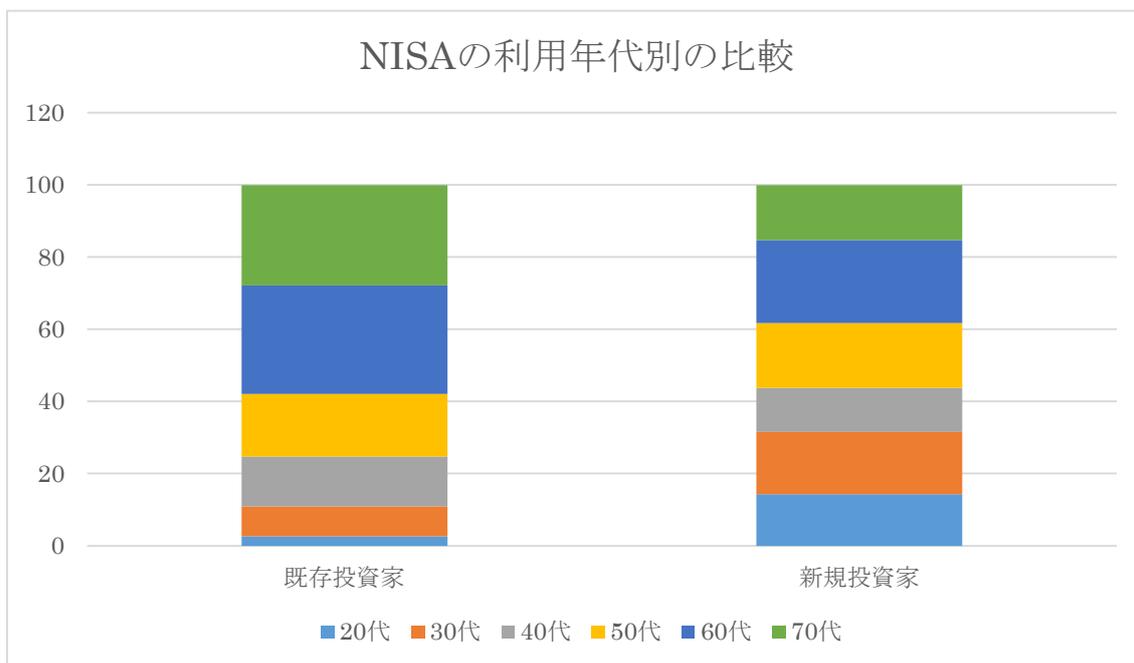


図 21 出典 野村総合研究所 NISA 口座開設者の調査 を参考に筆者作成

	NISA口座数3月末時点	平成27年12月末からの増加率	年代別比率	平成27年12月末時点	
総数	1,012万809口座	2.50%	100.00%	987万6,361口座	100.00%
20年代	46万235口座	2.60%	4.50%	44万8,724口座	4.50%
30年代	100万5,123口座	3.60%	9.90%	97万585口座	9.80%
40年代	149万2,935口座	3.80%	14.80%	143万7,632口座	14.60%
50年代	171万7,492口座	1.30%	17.00%	169万5,716口座	17.20%
60年代	264万2,539口座	1.90%	26.10%	259万3,165口座	26.30%
70年代	195万4,893口座	1.10%	19.30%	193万4,143口座	19.60%
80年代以上	84万7,592口座	6.40%	8.40%	79万6,396口座	8.10%

5 表 1 出典 金融庁「NISA 口座の開設・利用状況調査 2015年6月末」を参考に筆者作成

2014年時点でNISAの利用状況について調査した。NISA口座開設者を投資経験別（既存投資家・新規投資家）、年齢階層別に見ると、既存投資家は60代以上が過半数（57.8%）を占めているのに対し、新規投資家は50代以下が過半数（61.7%）を占めている。その中でも、新規投資家における20代、30代の占

める比率はそれぞれ 14.3%、17.2%で、既存投資家の 2.6%、8.3%よりもそれぞれ 10 ポイント前後高くなっている。NISA 利用に関しては、投資経験のある高齢者層が先行しているが、今後、若年層が NISA をきっかけに投資を始めることが期待できる結果となっている。NISA 口座を開設した人の年代別比率（既存投資家・新規投資家別）金融庁の「NISA 口座の開設・利用状況調査(2015 年 6 月末)」によると、口座数や利用する各年齢層を増えて行く。仕事や家事、育児と並行して進めていくには、少額から積み立てる投資信託を NISA 口座で運用するのが、投資の入り口として適している。

三章で述べた金融知識の問題点については、AI による資産運用で金融知識不足を補う。従来その資産運用によって発生していた税金は、NISA により非課税となる。また NISA の対象商品の幅を広げることや、一株の値段を下げることによって、金融知識や資金の少ない若い世代の人々にも積極的に株式に参加しやすくする。

15

20

25

・おわりに

本論文ではまず、第一章で証券について説明し、第2章では日本とアメリカを過去から比較し、現状について言及した。第三章では第2章から日本の株式市場が抱える問題点を指摘し、第4章で祖霊についての解決策を示した。

5 日本という国は、株式市場がアメリカほどは活性化していない。アメリカと比べると株式の保有率は格段に低い。しかし、それははじめに言及したように日本の国民性などが影響をそうさせているわけではない。日本も戦前は株式の保有率が高かった。

10 そこで我々は現在、株式の保有率が高いアメリカという国と株式の保有率が低い日本という国とを両国の過去から比較することにより、なにか解決策が見えてくるのではないかと考え、検証した。

その結果、私たちが導きだした答えの一つがインフレーションである。アメリカは1970年から1980年代にインフレーションが起り、そのインフレーションが長期間続いた。その結果、アメリカでは物価が上昇し、株式も上昇することになった。

15 現在、我が国もこれと同じことをやろうとしている最中である。2012年に始まった第二次安倍内閣は、デフレ脱却を掲げ、アベノミクスという政策を打った。アベノミクスの第一の矢である大胆な金融政策によって、長く続いたデフレインフレーションは一時的に回復した。しかし世界経済の影響により持続的なインフレーションまでにはいたらなかった。持続的なインフレーションのためにも、より深堀した金融政策やアベノミクスの継続が必要だ。それによって、日本人の資産は株に流れ、株式市場はより活性化するだろう。

またNISAと最近注目されているフィンテックとを組み合わせることによって、日本人の金融知識不足や、若者の資金不足を解決することができる。

25 フィンテックを用いることで、金融機関に行かなくても、スマートフォンやパソコンで、簡単に資産運用ができ、利便性に富んでいる。これにより、株を身近に感じる人が増え、日本の株式市場の活性化に役立つだろう。

注釈

注1 日経新聞9月21日

注2 Fintech 入門 2016年

5 参考文献

「証券市場と私たちの経済」 放送大学教育振興会 2015年

「図説 アメリカの証券市場」 日本証券経済研究所 2016年

「金融機関マネージメント」 東京経済新報社 2015年

「金融システム」 有斐閣アルマ 2012年

10 「Fintech 入門」 日経BP社 2016年

「図説 日本の証券市場」 日本証券経済研究所 2016年

図表

図1 出典 日本銀行調査統計局 資金循環の日米欧比較

15 図2 出典 戦前の資産比率 宇都宮 2013

図4 出典 松井証券

図5 出典 日本証券業界協会により「個人投資家の証券投資に関する意識調査報告書」

20 図6 出典 日本証券業界協会により「個人投資家の証券投資に関する意識調査報告書」

図7 出典 日本証券経済研究所 「米国の個人株主実態調査」 p.3

図8 出典 みずほ総研論集 創刊号 「米国家計貯蓄率の行方」 p.7

図9 出典 各国経済指標データ 2016年米国

図10 出典 総務省統計局 消費者物価指数

25 図11 出典 金融広報中央委員会 知るぽると

図12 出典 日経平均プロフィール ヒストリカルデータ

図13 出典 総務省統計局 消費者物価指数

図14 出典 IMF World Economic Outlook Databases

図15 出典 日本銀行 資金循環

30 図16 出典 日本銀行 時系列統計データ 為替

- 図 17 出典 日経平均プロフィール ヒストリカルデータ
- 図 18 出典 EIA、Energy Information Administration・Official Energy Statistics
from the U.S. Government と
日本銀行時系列統計データ 物価
- 5 図 19 出典 日経平均プロフィール ヒストリカルデータと日本銀行
時系列統計データ 為替
- 図 20 出典 日経平均プロフィール ヒストリカルデータと日本銀行
時系列統計データ 為替
- 図 21 出典 野村総合研究所 NISA 口座開設者の調査
- 10 表 1 出典 金融庁「NISA 口座の開設・利用状況調査 2015 年 6 月末

参考資料

金融庁ジュニア NISA 基礎知識

<http://www.fsa.go.jp/policy/nisa2/about/junior/index.html>

- 15 金融庁の「NISA 口座の開設・利用状況調査(2015 年 6 月末)」

<http://www.fsa.go.jp/policy/nisa/20150915-1.html>

図説 日本の証券市場 2016 年版 個人投資家の証券投資に関する意識調査報告書

金融用語辞典

- 20 <http://www.findai.com/yogo/0071.htm>

金融用語辞典

<http://www.findai.com/yogo/0233.htm>

とはサーチ

<http://www.toha-search.com/keizai/abenomics.htm>

- 25 株初心者のための株式投資講座

<http://www.stock-traderz.com/>

首相官邸

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

優しい株の始め方

- 30 <http://kabukiso.com/>

NISA の始め方

<https://nisakabu.com/>

金融大学

<http://www.findai.com/>

5 日本証券業協会

<http://www.jsda.or.jp/>

さようなら、憂鬱な木曜日

<http://www.goodbyebluethursday.com/entry/2015/12/15/183000>

内閣府 世界経済の潮流

10 http://www5.cao.go.jp/j-j/sekai_chouryuu/sh14-01/s1_14_1_2_1.html

野村資本市場クォーターリー

<http://www.nicmr.com/nicmr/report/repo/2015/2015spr01web.pdf>

iFinance

<http://www.ifinance.ne.jp/glossary/market/mar034.html>

15 世界史の窓

<http://www.y-history.net/appendix/wh1604-028.html>

週刊エコノミスト

<http://hrp-newsfile.jp/2013/1036/>

エコノ探偵団

20 <http://style.nikkei.com/article/DGXDZO51744900V10C13A2W14001?channel=DF130120166122>

RICOH Communication Club

<http://www.rcc.ricoh-japan.co.jp/rcc/special/0609-01/>

FX トレード LAB

25 <http://www.fxtrade-lab.com/6096>

あずさ監査法人

<https://assets.kpmg.com/content/dam/kpmg/pdf/2016/03/jp-the-volcker-rule-201503.pdf>