

平成 29 年度証券ゼミナール大会

5

第 1 テーマ C ブロック

『今後の国内証券市場の活性化について』

10

立命館大学 証券研究会

15

20

目次

序章

5

第1章 証券市場とは

第1節 証券とは

第2節 発行市場と流通市場

10 第2章 証券市場の現状と課題

第1節 国内証券市場の現状

第2節 国内証券市場の課題

第3章 日本の金融資産に関する現状

15 第1節 個人金融資産の現状

第2節 日本人の貯蓄の歴史

第3節 個人投資家が株式投資に積極的でない理由

第4章 国内証券市場活性化のための提案

20 第1節 現状

第2節 個人投資家

第3節 機関投資家

第4節 外国人投資家

25 終章

参考文献

30

序章

日本では、バブル経済の崩壊を受けて、日本の経済パフォーマンスは大きく悪化し、東京証券市場は大きな危機を迎えた。そうした中で、欧米に遅れをとっていた日本は金融市場を活性化させるために 1996 年に「日本版金融ビッグバン」という金融改革を打ち出した。この政策により、証券市場における規制は緩和、あるいは撤廃された。また、政府は「貯蓄から投資へ」というスローガンのもと、日本の経済を成長させ、個人投資家の資金を証券市場に送り込むため、ゼロ金利政策などの制度がつけられた。しかし、依然として金融商品別の預貯金の割合は 5 割を超えていて、まだ金融ビッグバンや「貯蓄から投資へ」というスローガンから目指した金融構造の変化はあまり進んでおらず、欧米諸国に比べると日本の証券市場は発達に遅れをとっている。

本論文では、1 章で証券市場というものはどういったものであるのかについて述べ、証券市場において、2 つに分類できるとされている「流通市場」と「発行市場」について説明する。次に、2 章では証券市場の現状と課題について必要とされる要因や個人投資家の意義に触れながら説明する。3 章では、国内で貯蓄が多い理由などに触れながら日本の金融資産に関する現状について述べていく。そして、4 章で機関投資家と個人投資家それぞれに対して国内証券市場の活性化に関する提案を述べ、終章でまとめという構成となっている。

日本はバブル崩壊後、経済パフォーマンスが悪化し、日本経済は「失われた 20 年」という長い停滞期間を迎えていた。また、2008 年のリーマンショックでは世界的な金融危機に陥った。そうした中で、2012 年に安倍首相が打ち出した「アベノミクス」により、日本経済のパフォーマンスは好転し、景気は良くなり、物価は上昇している。また、2020 年には東京オリンピックが開かれることが決定していて、日本経済のパフォーマンス向上に向けて大きなチャンスとなっていて、証券市場の構造の転換においても進んでいく機会ではないかと我々は考えており、この論文を作成した。

第 1 章 証券市場とは

本章では今後の証券市場の活性化についてより理解を深めるために、証券市場の基本的な内容を述べる。今回の内容を前提とした構成で第2章以降を述べる。

5 第1節 証券とは

財産上の権利を表すものであり、対象者が何らかの権利を有していることを証券で示している。

10 法律的に有価証券と証拠証券に分類される。反対に証券の保有者はそれによって発生する権利を有していることの裏付けにもなる。

15 先ず始めに有価証券とは財産価値を定める紙媒体の尺であったが近年ネット化が進み紙媒体でなく、電子媒体が取引の主流となっている。また、特徴として元々少口取引にも分けることや簡単に譲渡できる利点が高速通信機器の普及以前よりも上記の利点を生かした取引システムであったことから電子取引化
15 となって高速取引や情報伝達によって短時間取引も可能となった。

20 有価証券は大きく次の3種類に分類される。「貨幣証券」「商品証券」「資本証券」である。貨幣証券は主に手形や小切手で貨幣に対して請求券を有している証券で多くの場合、一定の期限が設けられているため、その期間内のみ効力を発生させる一時的な証券ともいえる。次に商品証券とは名前のとおり商品
20 に対して請求権を発生させることができ、あるサービスについても権利を有していることにもなる。例として、船荷証券、倉庫証券などがある。また、別名物
25 価証券とも言う。最後に資本証券とは、資本提供者の保有している権利にたいして請求することができる。尚、この権利の種類や数などは保有している証券に比例していることは事実である。

25 証拠証券は特に馴染みがないものであるが、書類契約、財産上の権利が記載される法律上の効力を持った内容が記載され、証明に役立つ証券を指す。多くの場合、証拠証券に価値はなく、売買の対象となることはない。取引目的で使用、保有することは考えにくい。証券会社など法人が顧客に発行することが一般顧客であるとみる機会がある。

30

第 2 節 発行市場と流通市場

証券市場とは上記で述べた有価証券の発行と売買が行われている総称である。

証券市場は 2 つの市場、発行市場と流通市場に分類できる。

- 5 発行市場とはその名の通り、資金調達のため株式会社が新たに発行される証券が直接または、証券会社などを通して間接的に取得される市場をさす。

流通市場は発行市場と違い、既に発行済みの証券が投資者から別の投資者に証券が売買される市場である。流通市場をもっとわかりやすく表現すると取引所とも言える。

10

第 2 章 証券市場の現状と課題

第 1 節 国内証券市場の現状

- 15 今の日本の証券市場は、決して望ましい状態にあるとは言えない。発行市場と流通市場が互いに機能している状態が望ましいが、現在はそのような状況ではない。これを解決するためには、まず流通市場での正当な株価形成が必要である。現在日本の株価は、外国人投資家や日本銀行が買い占めることで辛うじて支えられている。アベノミクスなどの効果もあり、2017 年には日経平均株価
- 20 は 20,000 円を回復した。しかしこの状況はまだ十分とは言えず、個人投資家の更なる参入が必要である。



図1：〔出所〕「世界経済のネタ帳」ホームページ<<http://ecodb.net/stock/nikkei.html>> (2017年10月16日最終アクセス)より引用

5

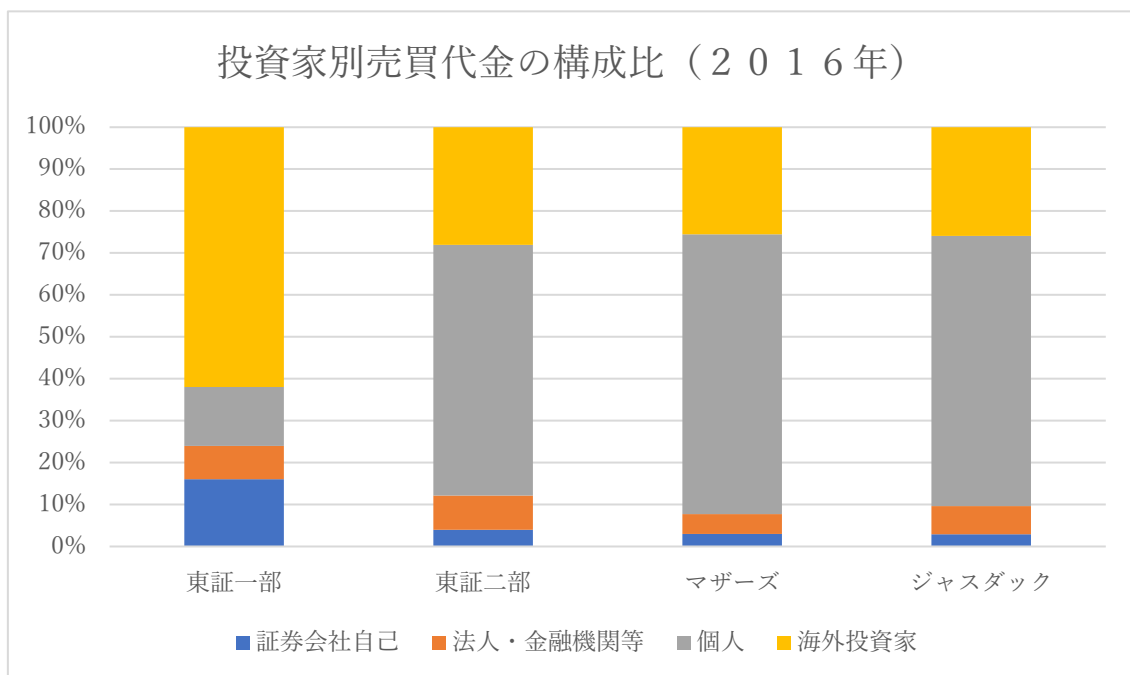


図 2 : [出所] 日本取引所グループ「投資部門別売買状況」ホームページ <
http://www.jpx.co.jp/markets/statistics-equities/investor-type/00-02.html> (2017 年 10 月 16 日
最終アクセス)より作成

- 5 2016 年の投資家別の売買代金を比べてみても、東証一部やマザーズ、ジャス
ダックでは個人投資家の方が多いものの、東証一部では海外投資家が約 6 割を
占めていることが分かる。これでは、株式売却が一時に行われたりした際に市
場に混乱が起こることも懸念される。このことを考慮すると、株式は機関投資
家や個人投資家に分散して保有されるべきだ。分散保有を推し進めるにあたっ
10 ては、絶対数が多い個人投資家は重要な役割を担う。しかし日本は、他国に比
べると家計に占める現金預金の割合が高くなっている。そのため、この資金を
株式投資に回す方法を提案することが重要である。

次に、国内個人投資家の年収を述べてみる。資金に余裕があると思われがち
な、高所得層が圧倒的な割合を占めていると思われがちだが、実際は約半分が
15 300 万円未満で形成されている。また、500 万円未満と考えると全体の約 75%
を占めることになる。図 2 では 700 万円以上が詳細に表示されていないのでこ
こで詳しく述べる。年収 500 万円以上～700 万円未満は 11%、1000 万円未満
は 9%、1000 万円以上は 6%である。中間所得層から高所得層が全くないない
とは言えない。残りの 25%は中間以上の年収を得ている層となる。

20

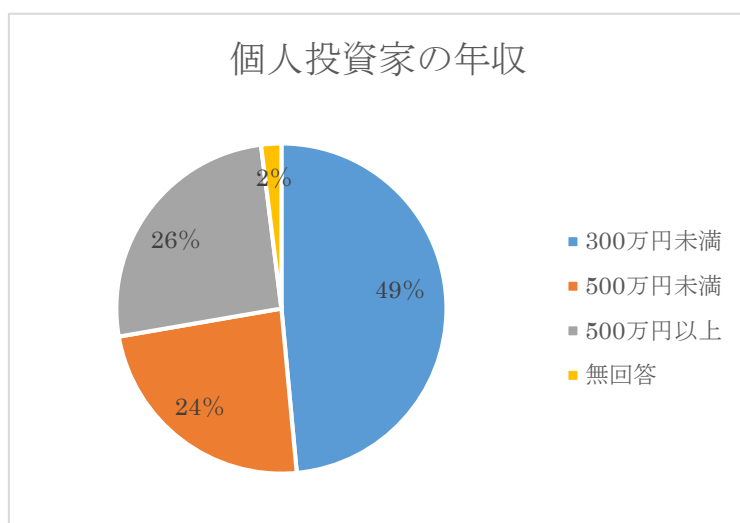
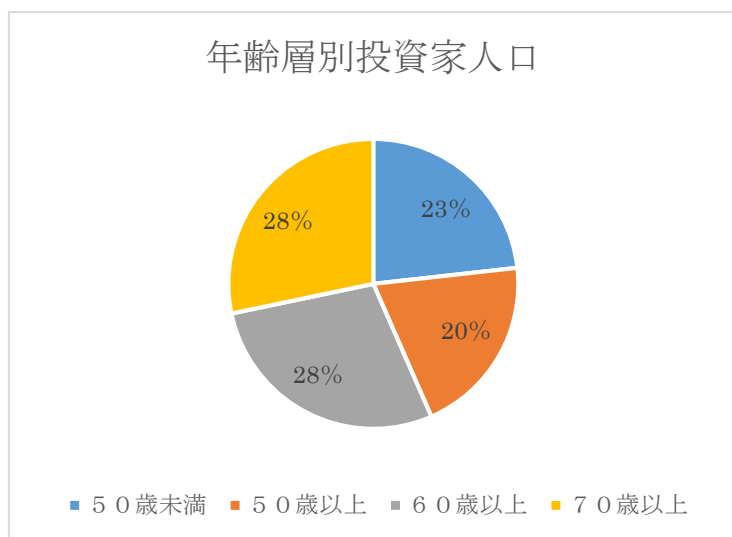


図 3：〔出所〕日本証券業協会「個人投資家の証券投資に関する意識調査」平成 28 年より作成

第 2 節 国内証券市場の課題

- 5 日本の家計で現預金の割合が高くなっているのにはいくつかの理由がある。まずは、米国などに比べて年金などの社会保障制度が充実していることだ。そのため若年層が社会保障に頼ってしまい、投資による自身の資産形成に消極的になっている。



10

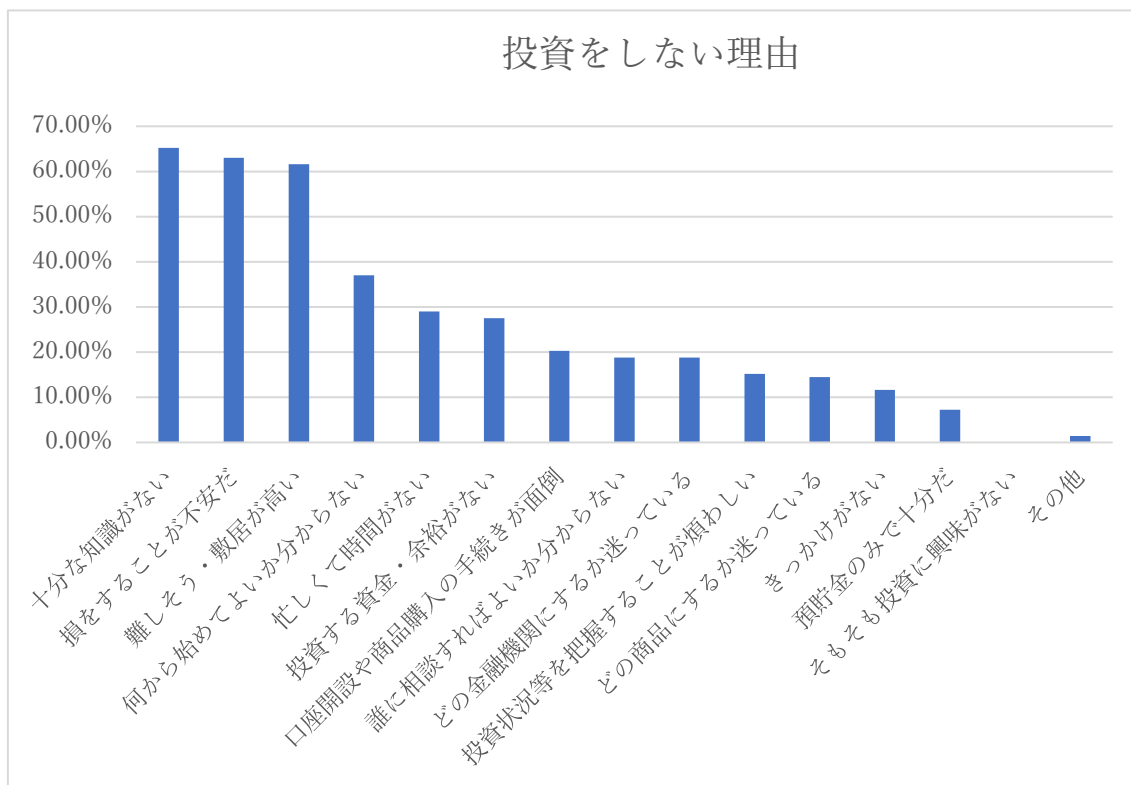
図 4：〔出所〕日本証券業協会「個人投資家の証券投資に関する意識調査」平成 28 年より作成

個人投資家の年齢層については図からも分かるように高年齢の世代が多い。過半数は 60 歳以上のシニア層である。

- 15 50 歳未満の年齢層をさらに細かく砕いてみると 20～30 代は約 8%、40 代は全体の約 16%となっている。ここからわかるように国内の投資市場の個人投資家層はシニア層に依存していることがわかる。

- 20 2014 年には、政府によって「貯蓄から投資へ」を実現するために NISA が導入された。NISA とは、毎年 120 万円までの株式投資にかかる値上がり益、配当金が 5 年分非課税になるという制度だ。しかし、今のところ目立った成果は出ていない。また、日本には金融教育の機会があまりないためそもそも投資

の知識が不足していることも大きな要因だと考えられるだろう。

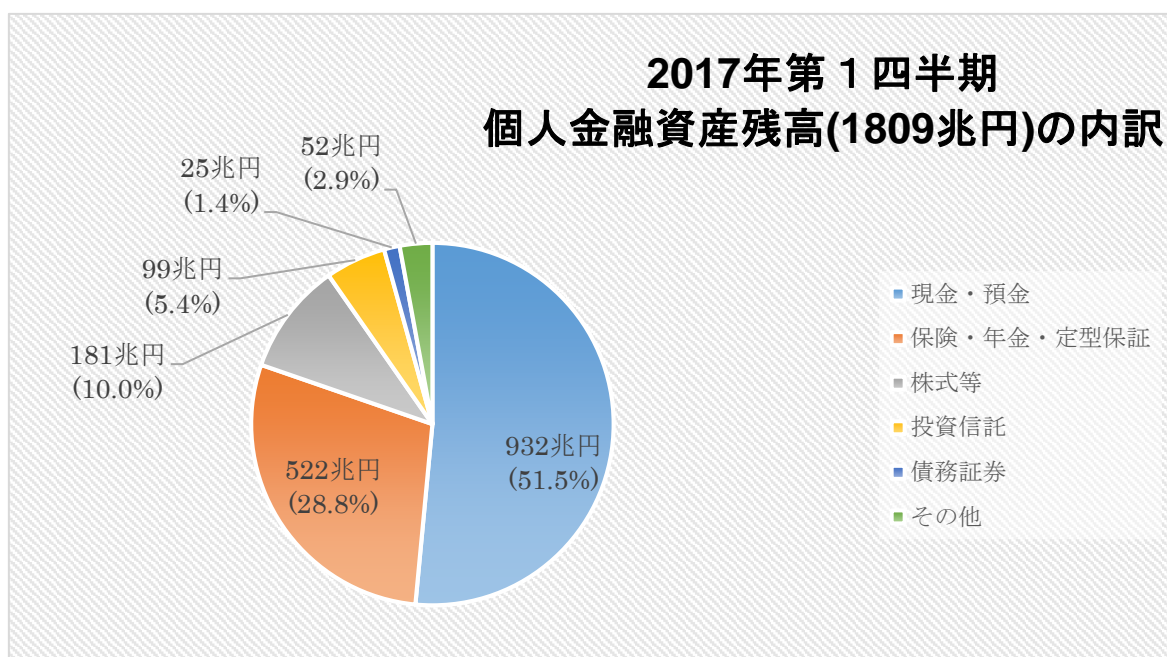


5 図5：〔出所〕野村総合研究所「個人の投資に対する取り組み状況に関する調査（2015年1月）」より作成

しかし近年、平均寿命が長期化し社会保障制度への不安も表面化してきている。この状況の中では、貯蓄による資産形成のみでは限界に達する可能性が高い。そのためにも投資の知識を若いうちから個人レベルで取得することが、今後個人投資家を増やすための課題だと言えるだろう。発行市場の役割を強化するうえで必要とされる要因としては、企業の株式発行による資金調達割合を高めることが挙げられる。多くの日本企業は、資金調達を株式発行よりも銀行借り入れに頼る傾向にある。銀行借り入れによる資金調達は利息の返済義務を伴うため、企業側の負担が大きくなる。上場しやすい市場環境作りを行うことが、今後の企業の発展と市場の活性化の両方にメリットがあると考えている。

第3章 日本の金融資産に関する現状

第1節 個人金融資産の現状



5

図6：〔出所〕日本銀行調査統計局「参考図表 2017年第1四半期の資金循環（速報）」より作成

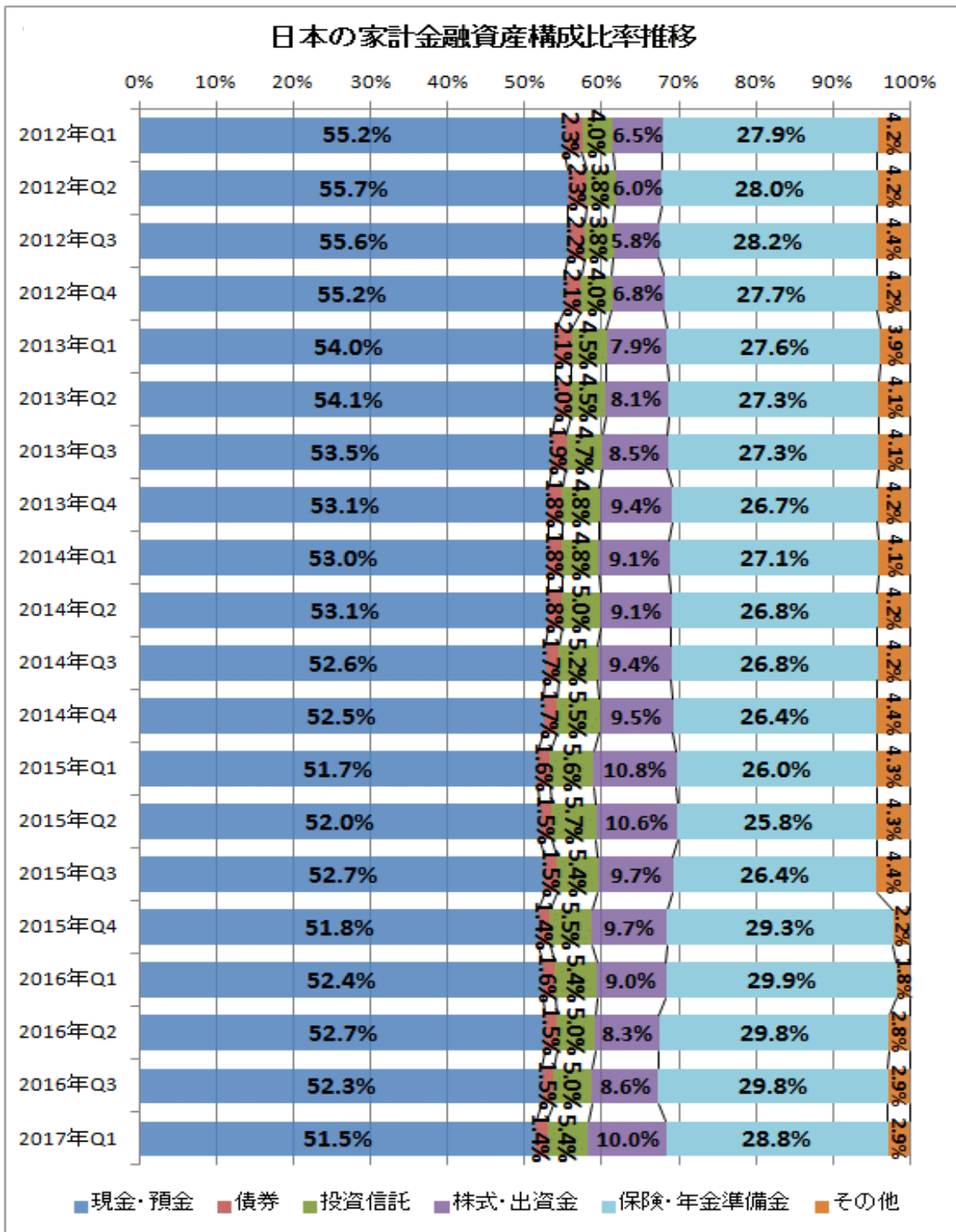


図 7 : [出 所] 「 ガ ベ ー ジ ニ ュ ー ス 」 ホ ー ム ペ ー ジ <
<http://www.garbagenews.net/archives/2067203.html>> (2017年9月16日最終アクセス)より引
 用

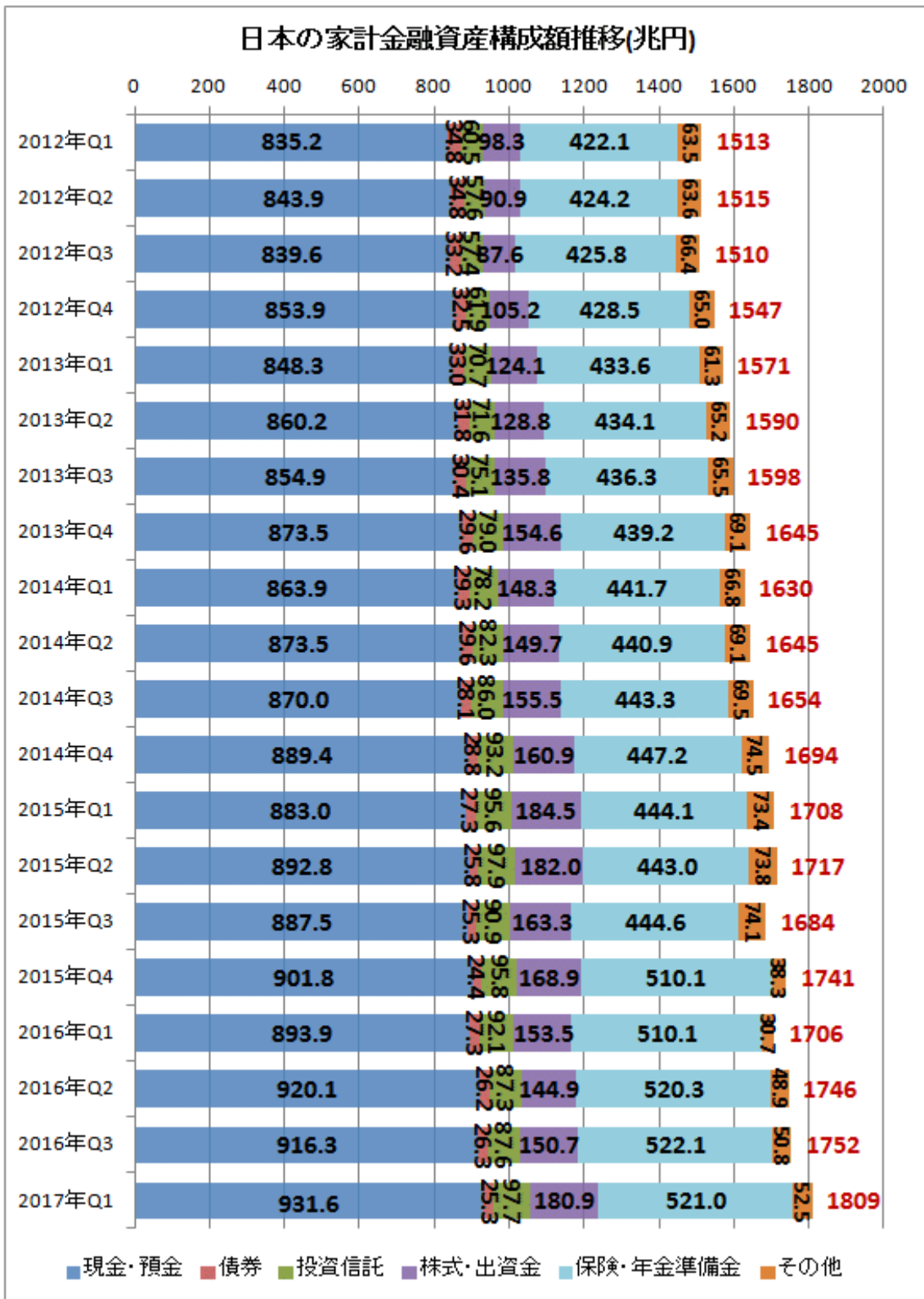


図8：〔出所〕図7に同じ

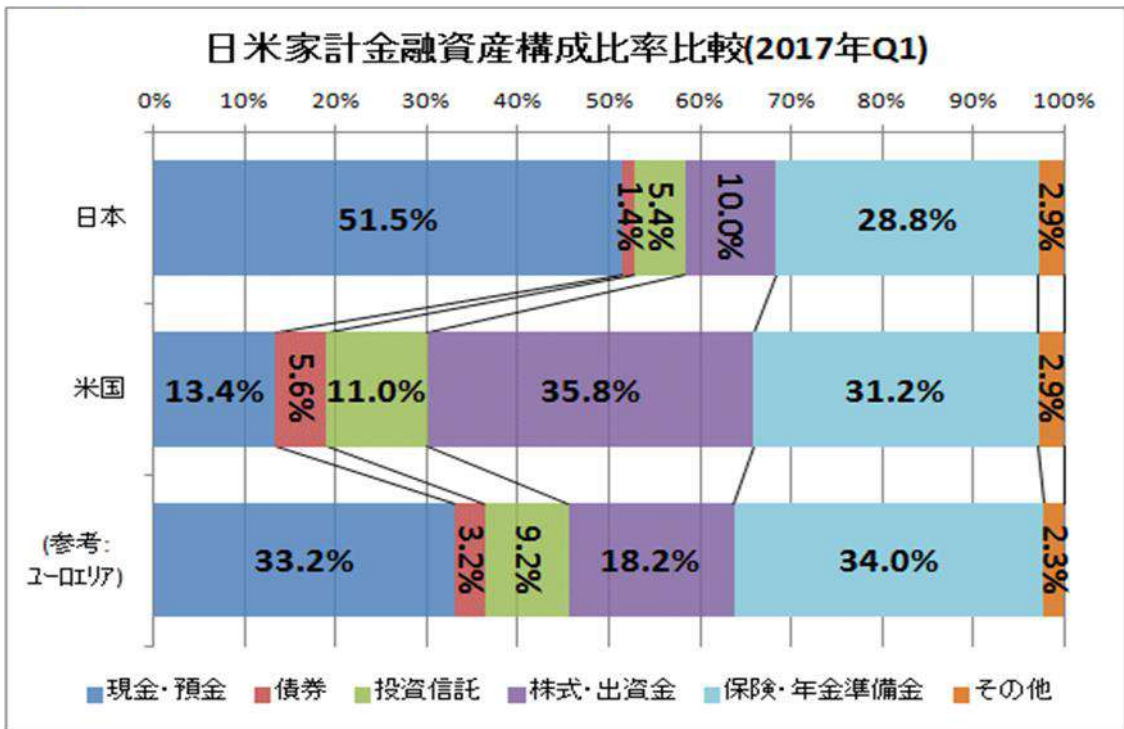


図 9：〔出所〕 図 7 に同じ

5

2017年6月27日に日本銀行から発表された2017年第1四半期の資金循環統計によると、2017年3月末の家計金融資産残高は、1,809兆円となり、その内訳は、現金・預金が51.5%(前年比 +2.3%)の932兆円、債務証券が1.4%(前年比 -3.6%)の25兆円、投資信託が5.4%(前年比 +7.2%)の99兆円、株式等が10.0%(前年比 +7.9%)の181兆円、保険・年金・定型保証が28.8%(前年比 +1.0%)の522兆円、その他が2.9%(前年比 +5.0%)の52兆円となった。図5は、それを円グラフにして表したものである。日本経済新聞は、今回の現預金の前年度末比の伸びは過去最大であり、現預金の残高が前年比で増えるのは41四半期連続であると報じた。図7や図8は、その41四半期のうち、2012年第1四半期から2017年第1四半期(2016年第4四半期を除く)までの、日本の家計金融資産構成比率推移と家計金融資産構成額推移を表したグラフである。また、図8は、日本と欧米の家計金融資産構成比率の比較を表したグラフである。

10

15

図6～図9や日本経済新聞の記事からわかるように、日本人は欧米人に比べ

て、貯蓄を好む傾向があることがわかる。そこで、なぜ日本人は貯蓄を好むのか、なぜ日本人は投資に積極的でないのかを考えていく。

第2節 日本人の貯蓄の歴史

5

この節では、現在の日本人の貯蓄好きが形成される要因となった、高度成長期における郵便貯金の発展と、戦後から行われた貯蓄教育について述べる。

高度成長期における郵便貯金の発展について、伊藤真利子は、「高度成長期郵便貯金の発展とその要因—郵便貯金増強メカニズムの形成をめぐって—」の中で、三つの要因があると述べている。一つ目の要因は、市場である。所得の上昇と貯蓄の増大から、1950年代後半から60年代初めまで、投資信託を中心とした証券投資が著しく高まったが、1965年に証券恐慌が起こったことにより、証券投資の資金が、比較的利殖性の高く、安全性が高い定期性を中心とする預貯金へ向けられるようになったのである。二つ目の要因は、政策である。1955

10

15

20

25

30

年に郵政省・大蔵省・自治三省庁の三者間で郵便貯金増強の基本協定が締結され、「郵便貯金で国土の建設」をスローガンとする「国土建設郵便貯金特別増強運動」が行われたことにより、同年11月末に郵便貯金残高が5,000億円に達するという、前年同期の実績を超える伸長を示した。そして、高度成長期を通じて、郵便貯金は、成長政策の重要な梃子の一つとされる財政投融资の主要原資として、民生、とりわけ住宅・生活環境整備、道路などの社会資本の充実など、高度成長を支えるインフラ整備、地域開発の大きな柱として位置づけられるようになっていったのである。三つ目の要因は、制度である。郵政省によって、1955年度を初年度とする「郵便局舎緊急改善8カ月計画」や、これを修正統合した61年度を初年度とする「郵便局舎5カ年計画」が策定され、老朽化した局舎の増改築や、人口集中や経済発展に伴い、郵便需要が増大していた大都市とその周辺地域の局舎施設の改善が行われたことにより、郵便局の数は、55年度の15,566局から60年度には16,234局、65年度には18,740局に急増した。郵便局では、郵便貯金や保険業務などが行われるため、郵便局の増設は、銀行が支店・出張所開設などを許されない中で、銀行が追随することのできない貯金の吸収網を形成していった。この論文より、市場・政策・制度の三つの

要因から、高度成長期の日本人が、投資に対して後ろ向きの考えを持つようになり、郵便貯金を通じて、貯蓄に対して前向きな考えを持つようになっていった歴史がわかる。

次に、国が行ってきた貯蓄教育について述べていく。その代表的なものが、

5 「こども郵便局」である。これは、日本郵政公社が 1948 年から実施したもので、小中学生が自分で貯金を預けたり引き出したりすることで、貯蓄意識の向上や金融教育に一定の役割を果たしてきた制度である。郵便貯金が財政投融资の資金源の一部になっていることや、1948 年という国が安定していない戦後間もない時期に始まったことから、国が「こども郵便局」によって、子供たちに

10 将来、郵便貯金を貯蓄の手段として活用してもらい、国の立て直しに生かそうと考えていたことがわかる。その後、「こども郵便局」は 2007 年に、ためるだけの金融教育は時代にそぐわず、役目を終えたとして、日本郵政公社によって廃止された。この「こども郵便局」の例からわかるように、日本人は半世紀以上

15 以上にわたって、貯蓄を教育されてきたため、貯蓄に対して前向きな考えを持つようになったのである。

ここまで述べてきた、高度成長期における郵便貯金の発展や、戦後から行われた貯蓄教育から、日本人が貯蓄を政府から推奨・教育されてきたために、投資に対して積極的にならず、貯蓄に対して積極的になってきたことがわかる。

20 第 3 節 個人投資家が株式投資に積極的でない理由

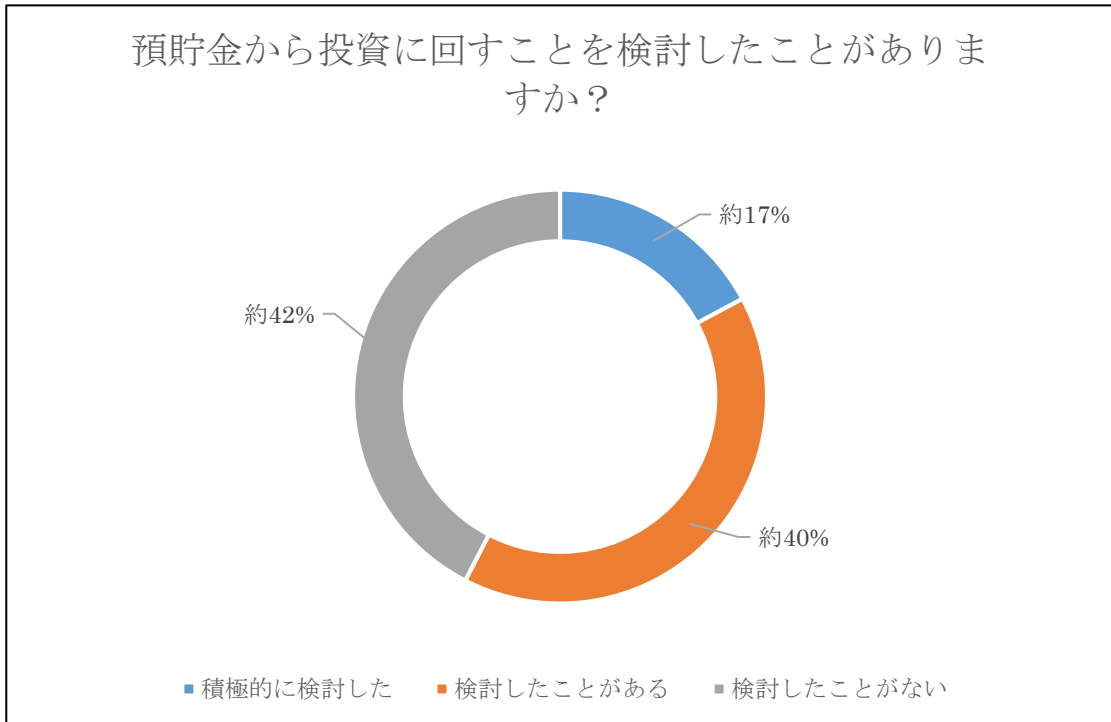


図 10：〔出所〕 2017 BLACKROCK INVESTOR PULSE Japan(投資家動向調査 日本レポート)
 < <https://www.blackrock.com/jp/individual/ja/literature/market-commentary/investor-pulse-survey-2017-jp.pdf>> (2017年10月14日最終アクセス)、8頁より作成。積極的に検討した人の割合と、検討したことがある人の割合の合計は、約60%となった。

5

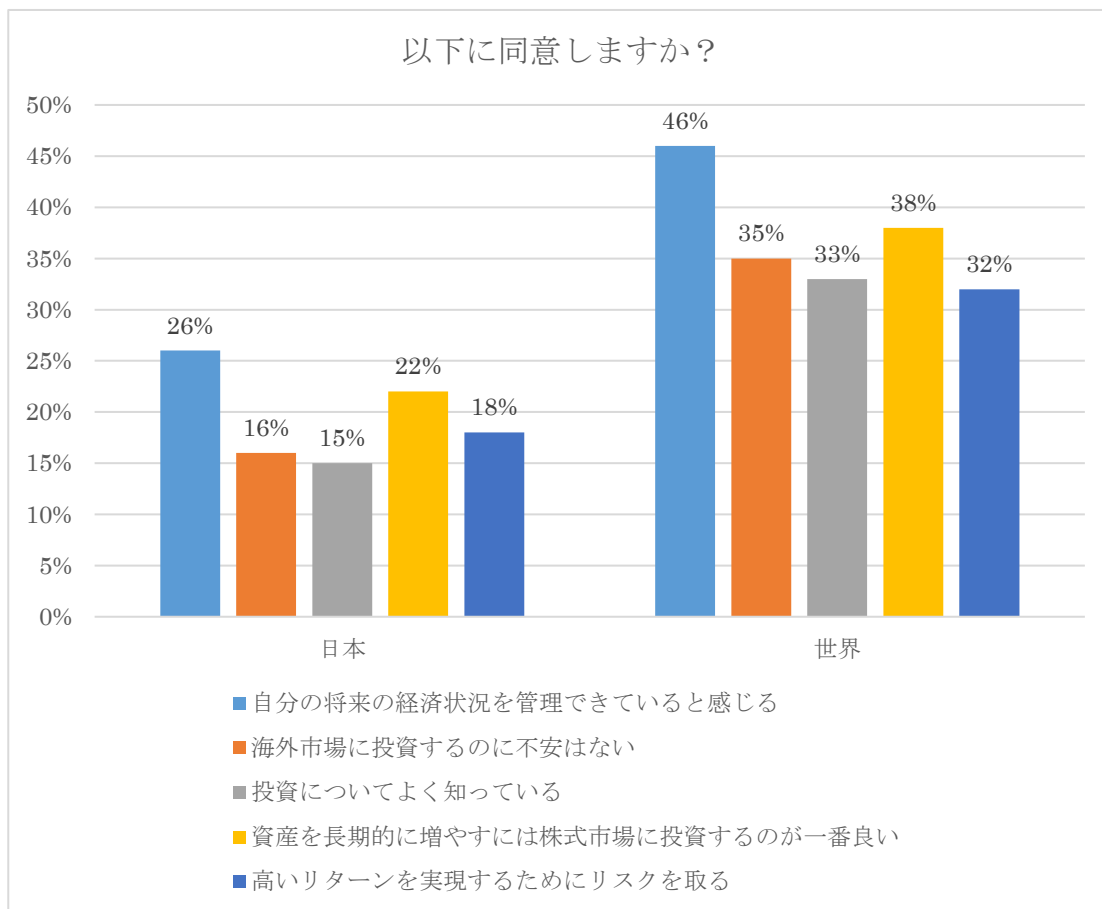


図 11：〔出所〕 図 10 に同じ、8 頁より作成

5 日本経済新聞によると、2017 年にアメリカの資産運用大手ブラックロックが実施したアンケート調査で、対象となった日本人 1000 人の現金の保有比率が、75%と 2015 年の前回調査から 6 ポイント増え、調査を実施した 18 カ国・地域で 2 番目の高さとなったことがわかった。このアンケート結果は、日本人が貯蓄を好むことが、改めて明らかとなったものであるが、同じアンケート調査の

10 中で、次のようなこともわかった。それは、対象となった日本人のうち、「貯蓄から投資」へと資金を動かすことを検討したことのある日本人の個人投資家が約 60% (図 10) となり、アメリカ (45%) やドイツ (35%) などを上回る結果となったことである。「貯蓄から投資」へと資金を動かすことを検討したことのある人の割合が、欧米のような投資に積極的な国々を上回る結果となったにも関わらず、日本人は投資を行わない。その理由を、同じアンケート調査の結果から考

15

える。アンケート調査の結果、将来の経済状況に対して「悲観的」と回答した日本人の個人投資家の割合が71%と、世界全体平均の43%を上回り、今回調査対象とした国・地域の中で最も大きくなったことがわかった。さらに、日本人の投資に関する考えを質問したところ、図11のような結果となった。図11の中で目立っているのは、「投資についてよく知っている」という回答を選択した日本人の割合が、全回答の中で最も小さくなったことである。ここから、日本人の投資に関する知識が世界に比べて低いことがわかる。これらの結果から、日本人は、将来の経済状況に対して悲観的であるため、十分な知識のない投資に手を出すよりも、貯蓄という確実な方法で資産を維持・形成する選択をする傾向があることがわかる。

こんなアンケート結果もある。東京証券取引所が、2017年6月24日～25日に、全国の20代～50代の男性100人に対して行ったインターネット調査を行った。調査対象者に投資の経験を尋ねてみたところ、「ある」と答えた人は47%、「ない」と答えた人は53%と、経験者と未経験者の割合は約半数ずつとなった。投資未経験者に対して、投資を行わない理由としてあてはまる理由を複数回答で選んでもらったところ、「投資に関する知識がないから」(52.6%)という理由が最も多かった。なぜ調査対象者の半数以上が、投資に関する知識がないのか。その答えは、日本で投資教育が進んでいないからである。2005年時点で、アメリカでは、全高校の4校に1校が金融問題を正課に取り入れているが、金融庁が2004年6月～8月に実施した「初等中等教育段階における金融経済教育にかんするアンケート」によると、日本の小学校・中学校・高校とも、金融経済教育に特色ある授業実践例を持っていないという回答が9割以上となったことから、東証の調査対象者が投資に関する知識がなかったのは、十分な投資教育を受けていないことが原因であることがわかる。このことから、日本における投資教育の必要性を理解することができるが、山澤成康(跡見学園女子大学教授)は、投資教育の中でも、銘柄を選ぶ作業や、株価の動きを見守るなどの、他の金融商品と違ってさまざまな予備知識が必要な株式投資教育が重要であると述べている。株式に関する知識は、経済を考える上でも役に立つため、株式投資教育を軸とした投資教育を進める必要があることがわかる。

日本の個人投資家が株式投資に積極的でない理由を、ここまでに述べてきた

アンケート結果やその考察から考えると、株式をはじめとする十分な投資教育を受けていないがために、経済に少しでも不安を感じてしまうと、経済状況の影響を大きく受ける株式に対して消極的な印象を抱いてしまい、貯蓄という確実な手段で資産を維持・形成しようとするからであると言える。個人投資家が積極的に株式投資を行うための環境を作るためには、現在の株式投資を取り巻く状況を変革することが必要であることがわかる。

第4章 国内証券市場活性化のための提案

10 第1節 現状

日本では、1990年代のバブル崩壊以降、新たな金融システムの転換について考えられてきた。それは、従来の日本型システムからグローバルシステムへの転換である。この取り組みは金融市場活性化を目的とされたものだが、この政策転換により国内市場活性化が実現されたとは言えない。

昨今、日本で言われているのは「間接金融から直接金融へのシフト」である。間接金融とは資金の貸し手と借り手との間に銀行が介在するもので、貸し手(個人等)が預けた銀行預金を元手に銀行が企業に貸し出したりする。直接金融とは資金の貸し手と借り手の間に銀行が存在せず貸し手が直接、借り手に資金を供給するものである。ここで上記のように直接金融の存在感がなぜ日本で高まっているのだろうか、という疑問について考えてみる。

まずその理由の一つ目が、日本の大企業などが自己金融力を高めたためである。これは銀行からの借り入れの軽減を意味する。二つ目の理由が証券市場の発達が挙げられる。この発達によって、企業は社債、・株式・CP(コマーシャルペーパー)を発行することが可能になり、機動的に資金を調達できるようになった。そして最後の理由が「貯蓄から投資へ」というスローガンのもと、日本国内で個人の証券投資(直接金融)が奨励されているということである。これらの要因により、日本の市場は間接金融から直接金融へのシフトが国として推進されている。実際に図12を見て世界各国と日本の金融資産内訳を比べてみると、顕著に違いがよくわかる。

少子高齢化や人口減少という問題を抱える日本にとって、金融リスクのほとんどを銀行に背負わせる（間接金融）という体系は将来の日本の人口構造を考えた上で望ましくない。そういった意味で「貯蓄から投資へ」という政策に意義が生まれる。

- 5 では、株式市場ではどのような投資家が取引をしているのだろうか。そして彼ら投資家がまたは、投資未経験者がどうすれば投資を行うようになるのか、の提案を本章では国内投資家である個人投資家と機関投資家、そして外国人投資家に焦点を当てて論じていく。

10 第2節 個人投資家

- 個人投資家とはその名の通り個人の投資家のことであるが、ここ最近ではネット証券の普及に伴い従来の個人投資家とは異なる性質を持つことがある。現在では会社員や公務員、自営業者、企業経営者、主婦、退職者、デイトレーダーなど会社の資金ではなく、個人の資金を使って投資活動を行う人の総称を言う。つまり、「貯蓄から投資へ」というスローガンの対象者はこの個人投資家のことを指すということである。このスローガンを達成するためには第三章で説明した日本における投資教育の必要性について考慮しながら提案していかなければならない。

- 15 国内証券市場の活性化を促す政策の一環として言われている施策が「N I S A」である。これは平成26年1月にスタートした少額からの投資を行うための非課税制度である。（図13）

- さらに、資産形成の新しい制度として2018年1月から開始される「つみたてN I S A」がある。この制度のキーワードは「長期」「積立」「分散投資」である。

- 25 では、「つみたてN I S A」に関する認知状況はどのようなものなのだろうか。図14の結果から見て分かるように、よく知らない、名前も聞いたことがないと答えた人が9割で、概要を知っていると回答したのがたったの1割だった。この統計から判断すると政府の情報発信力という点においても問題点があるように思う。さらに、この認知状況の原因はもう一つあるように思う。それは、

普通の「NISA」もそうだが、この制度を金融知識に乏しい人が理解しようとする際に分かりにくいということである。それが「つみたてNISAに関する認知」の調査の“名前は聞いたことあるが、よく知らない”の割合が38%も存在するという点で説明することができる。そして、この制度内容自体が革新性に欠けるため本当に「貯蓄から投資へ」のスローガンを達成しようとするならば、インパクトが少ないことも挙げられる。

次に、ベンチャー企業の資金調達を容易にして、個人投資家の投資を促進する施策として「エンジェル税制」がある。これは、ベンチャー企業への投資を促進するためにベンチャー企業へ投資を行った個人投資家に対して税制上の優遇措置を行う制度である。ここでは個人向け「エンジェル税制」について考える。この税制の特徴は“①「投資額-2000円」の所得控除。②他のベンチャー株式の購入を条件に、課税を繰り延べ。③通常所得との通算はできない。キャピタルゲインとのみ相殺できる。その年に相殺しきれなかったロスについては、翌年以降3年間にわたって繰り越しできる。”というものである。この日本の「エンジェル税制」の内容は海外のベンチャー税制と比較してもかなり拡充されている。こうした税制が存在しているにも関わらず、欧米諸国にくらべてもベンチャー企業が生まれにくい実態がある。その原因はやはり、ベンチャー教育が浸透していないことと、経済の閉塞感だと私たちは考える。つまり、ベンチャーが育つ土壌が整備されていないために、これらの税制の効果が極めて小規模なものとなってしまっている。日本の教育は受動的な暗記型の体系が主流であり、創造性に富んだ人間が育ちにくいというのが実状だ。高度経済成長の時代は、世界的に、標準化された日本の教育体系が良しとされていたが、技術革新が飽和状態になっている現在は新しいサービス合戦に適応できるような教育体系が望まれている。なので、教育体系の変遷が今の日本には求められている。そしてその変化が日本企業の成長を促し株式市場活性化につながるだろう。

さらに最近では、仮想通貨を使った新たな資金集めの手法「ICO」が話題になっている。「ICO」は新たな事業・サービスを、展開したい企業や個人が、ビットコインやイーサリアムなどの流通量の多い仮想通貨を企業が発行した独自の仮想通貨と交換したりすることで資金を調達する。この資金調達方法の特徴は従来の株式上場などに比べて素早い資金調達が可能となる一方、規制がま

だ完全ではない分、犯罪のリスクが存在する。仕組みとして株式市場と類似して、資金調達のコスト軽減という面から見ても今後、主要な資金調達手段として台頭してくる可能性がある

5 では、次に株式市場における個人投資家の意義について考える。勿論、個人投資家が増えれば市場の売買代金は増加して、企業の設備投資も盛んになる。さらに、株式から得られた利益から税金を支払うことになるので、国家や地方自治体の財政にも貢献することになる。そして個人投資家の観点からみれば、普段教わらないことを能動的に勉強することになるので強制されて勉強する場合よりも金融知識が身につく。

10 しかし、日本は世界の国々に比べて、金融知識、金融教育の分野において遅れている。それは、日本人の金融資産の割合を世界各国の金融資産割合を比べてみるとわかる。(図9)

これらのほかにも証券市場を魅力にする方策は打ち出されているが、「貯蓄から投資へ」というスローガンを本格的に促進していくならば、「NISA」や
15 「エンジェル税制」を含めて決定打には欠ける。やはり、証券市場を魅力的な場所にするためには、先述した通り国民の金融知識（ファイナンシャルインテリジェンス）を総合的に高める必要がある。それを実現するために義務教育や高等教育の授業のカリキュラムの中に「お金」の授業を組み込む。そして、国民全体での正しいファイナンシャルインテリジェンスを高めて少しでも証券や
20 債券などの金融商品について親しみを持ってもらおう。そうすると、また先の世代にその知識を伝えていく。教育者や時間が足りないという批判は承知しているが、こういった正の循環性を日本に行き渡らせる構造的な改革が必要だと私たちは考える。

25 第3節 機関投資家

ここでは、機関投資家を生命保険会社、損害保険会社、信託銀行、信用金庫、年金基金など大量の資金を使って株式で運用を行う大口投資家と定義する。法人投資家などと呼ばれる場合もある。国内証券市場活性化を実現するためには
30 機関投資家の存在が欠かせない。その理由は主に大規模で長期運用の投資を行

う機関投資家は証券市場において大きな影響を与えるからである。株式相場の節目に当たる部分や株式市場の動きの流れが転換するようなどころではよく機関投資家の大量の売りや買い行われているということも多々ある。生命保険会社や信託銀行などの機関投資家の投資スタンスは、基本的に中長期の投資（短期のヘッジファンドも存在するが）であり、企業の業績に注目して将来成長し
5 そうな株を選ぶ成長株投資や本来の価値より低い割安株投資である。つまり、短期間のテクニカル分析に基づく投資ではなく、中長期のファンダメンタルズ分析に基づく投資を行う。

さらに、規模が大きい機関投資家になると、大量の買いや売りが行われるため、買うに買えない、売るに売れないという状態が生じてくる。そのため機関
10 投資家は流動性の高い、比較的大きな株式に投資をしなければならないという面もある。

機関投資家にはこれらの側面が存在するので、実体経済が根底から成長し続けなければ機関投資家は国内投資に控えめな態度をとるといった行動原理が働く。
15

そして機関投資家と個人投資家の最大の違いは、実際に会社のもとに行ってインターネットでは知りえない情報を得られるか得られないかの違いである。つまり、機関投資家は投資先を検討する際に会社の雰囲気、さらにはその企業の企業統治能力を完全ではないが見極める術を持つ。こういった特徴があるので企業側としてはコーポレートガバナンスを徹底する意識が生まれるし、不正も起きにくくなる。個人投資家では知りえない情報なので、機関投資家は日本の企業のコーポレートガバナンス改善に寄与しているともいえる。一方で企業側としてはコーポレートガバナンスを徹底しなければ機関投資家から融資を受けられない。この監視機能による相互作用は証券市場活性化を実現するうえで
20
25 重要であると考えられる。

近年、企業が事業から得た利益のうち、配当や設備投資などに使わずに蓄えとして手元に残している「内部留保」が増加を続けている。全国3万社あまりの企業を調査する財務省の法人企業統計が9月1日に発表されたが、それによると2016年度末の「内部留保」は406兆2348億円と、初めて400兆円を超え、
30 過去最高となった。企業の「内部留保」の増加は、業績回復に加えて設備投資

の抑制が主因であり、日本経済が順調に回復しているとは言えない状態で、尚且つ円高などで輸出環境も厳しい現状では合理的な企業行動である。しかし、他方で日本の賃金が下落し、失業率も高いままで、経済の先行きが不透明な中で企業の「内部留保」増加に対しては、もっと雇用賃金や設備投資に使うべきとの意見も勿論ある。

この「内部留保」増加して実質賃金が上昇しないということは、個人の所得も増えないということなので「内部留保」増加は、通常余剰資金で運用する個人投資家の投資を抑制する要因になりうる。

では、企業の貯蓄でもある「内部留保」をどのようにして活用するのかという
10 うことだが、まず一つ目に挙げられる施策としてマイナス金利政策がある。マイナス金利政策とは日本銀行と金融機関の間の金利をマイナスにすることによって、金融機関の企業への貸し出しを促す政策である。この政策により企業はより設備投資を行いやすい状況が生まれたわけだが、当初の目的であるイールドカーブの引き下げ（短期から超長期までの金利を引き下げ）は達成できたもの、
15 の、企業の設備投資や実質賃金は国民が実感できるほどは増えていない。

もう一つの施策として、「内部留保」に課税することが挙げられるが、この施策にも様々な問題が存在する。一つ目の問題が「二重課税」である。企業は税引き前当期利益から法人税を引いて、配当金を投資家に配って余った利益剰余金を「内部留保」としている
20 のので、二度課税することになる。個人で考えると、預貯金に課税されることと同じで、企業側から猛烈な反対が生まれるのは間違いない。さらに、もう一つの問題は、企業の「内部留保」が現預金だけではないことから生じる。「内部留保」の内訳として挙げられるのは有形固定資産や有価証券などである。つまり、簡単には課税することはできない。

これらの課題から、将来内需に向けた貯蓄である企業の「内部留保」を取り崩すということが如何に難しいことで、企業の競争力を弱めかねない取り組みだということ
25 を留意する必要がある。

第4節 外国人投資家

30 外国人投資家（個人、機関投資家も含む）の日本市場での売買代金は、市場

の約6割を占めていてその動向が市場の大勢を左右するほどの力を持っている。つまり外国人投資家を抜きにして日本証券市場を考察することはできない。アベノミクスによる経済成長をうけて円建て日経平均は急上昇したが、ドル建て日経平均はほとんど上がっていない。つまり、世界経済が改善されると日本株が買われる見込みがある。

5

例えば、アメリカの外国人投資家が日本株を買う際に、ドルを円に換えるので円高になると為替差益を得られ、円安になると為替差損を被る。通常、日本株は輸出関連株が多く占めるので円安になると業績改善が見込まれ円建て日経平均は上昇する。しかし、円高になると、外国人投資家の視点から為替差益が得られることになるので、ドル建て日経平均の上昇要因になる。つまり、為替の観点から日本の株価を俯瞰すると為替がどちらに振れても、ある程度の均衡が保たれることを意味する。

10

外国人投資家の日本株売買の目的は長期保有ではなく、短期で積極的な売買によるキャピタルゲインである。つまり、日本株の短期的な動きは、先物を使って素早く動く海外ヘッジファンドによって決まっているといっても過言ではない。さらに外国人投資家は日本を「少子高齢化の国」として認識しているので、日本株の組み入れ率を低くして、その代わりに中国、インド、ブラジルなど人口増加率の高い国々の株の組み入れ率を高くする傾向がある。ところが、近年、成長率の高かった上記のような新興国の停滞が目立っている。そして、最近のドル建て日経平均のパフォーマンスは他国に比べても高い。この現象の原因は、組み入れ率の高かった新興国から組み入れ率の低かった日本へ資金が流れているからだと考えられる。

15

20

これらの要因は外国人投資家の投資理由の単なる一例に過ぎないが、海外から流入される資金の規模は日本の株式市場にとって無視できない大きさになっている。少子高齢化が進む日本の国内需要が冷え込むことは近い将来、必ず訪れる。なので、日本の経済は盤石であると世界に示し続ける必要がある。そのためには、安定的な長期政権の維持、一貫した経済政策の実施は不可欠である。

25

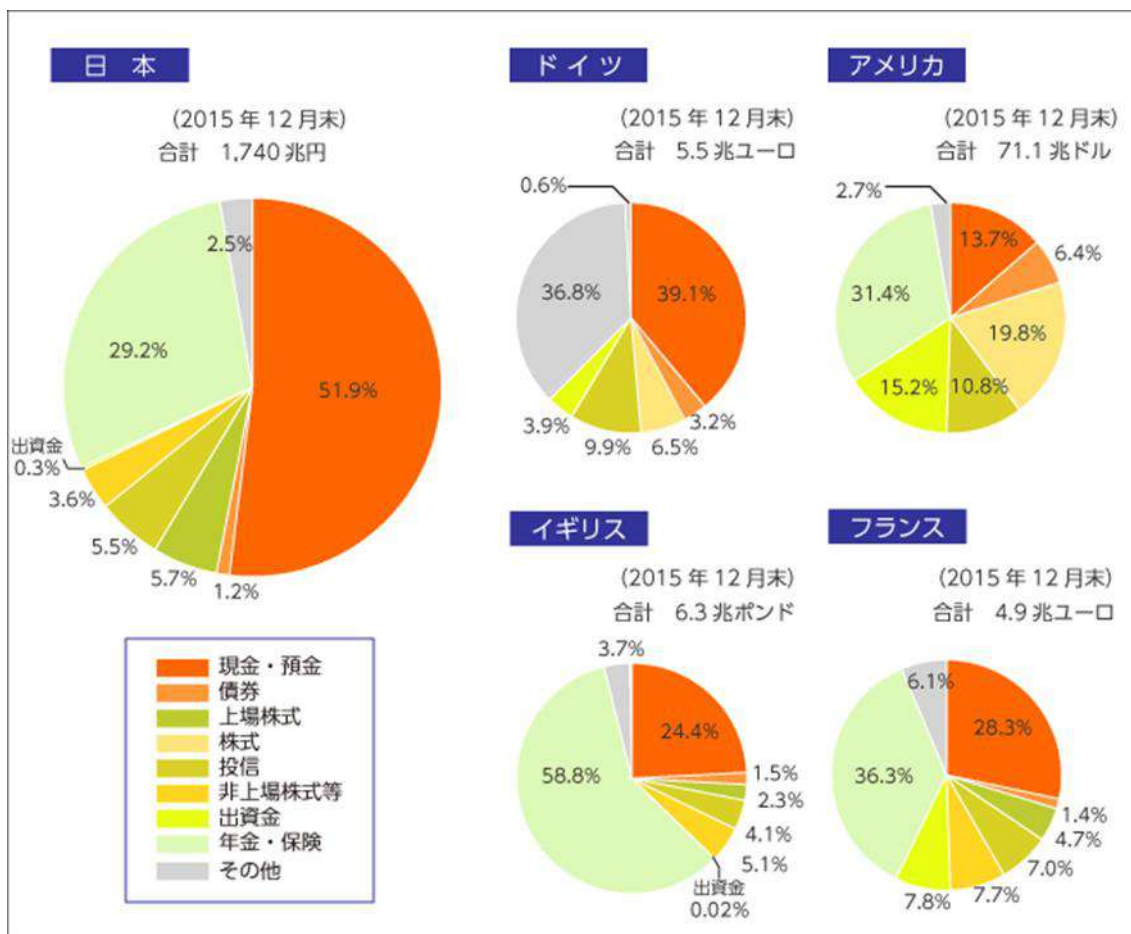
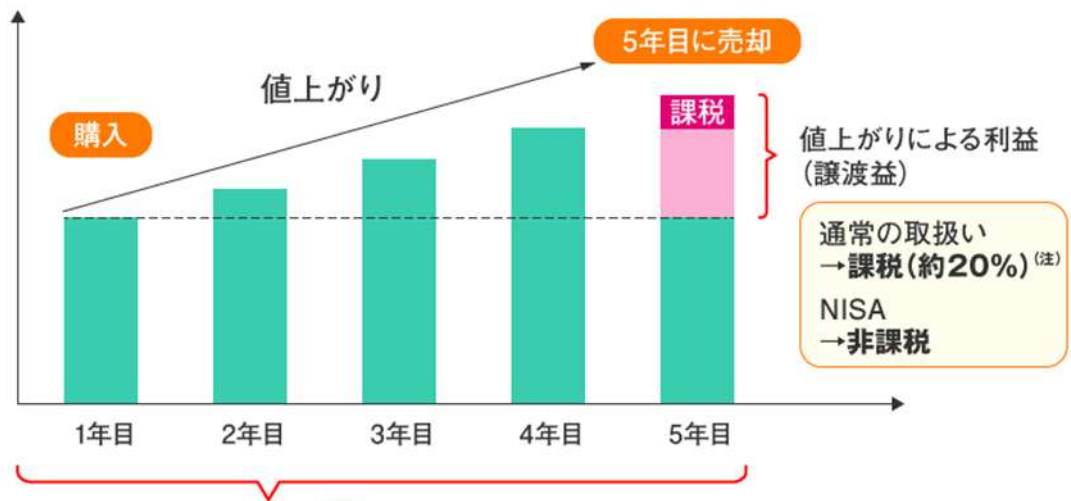


図 12：〔出所〕日本銀行「資金循環統計」、ドイツ：Deutsche Bundesbank "Financial Accounts for Germany"、アメリカ：Federal Reserve Board "Flow of Funds Accounts"、イギリス：Office for National Statistics "United Kingdom Economic Accounts"、フランス：Banque de France "Quarterly financial accounts France"より作成

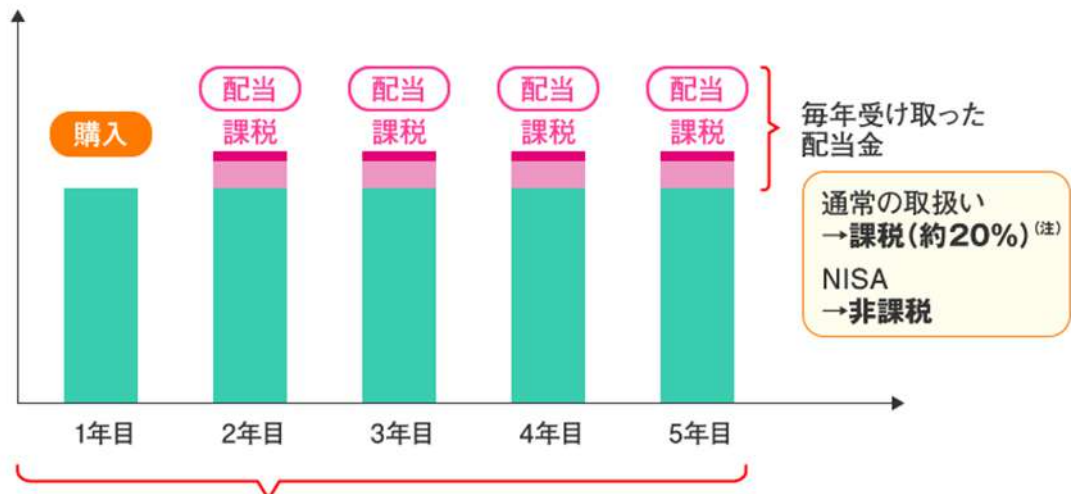
①購入した株式・投資信託等が値上がりした後に売却した場合



非課税期間は**5年間**

(値上がり後に売却したことによる利益が非課税に) (注)復興特別所得税を含めると、20.315%になります。

②購入した株式・投資信託等を保有している間に配当金などを
受け取った場合



非課税期間は**5年間**

(5年の間に受け取った配当金などが非課税に) (注)復興特別所得税を含めると、20.315%になります。

図 13：〔出所〕金融庁より転載

「つみたてNISA」に関する認知状況 (n=11,318)

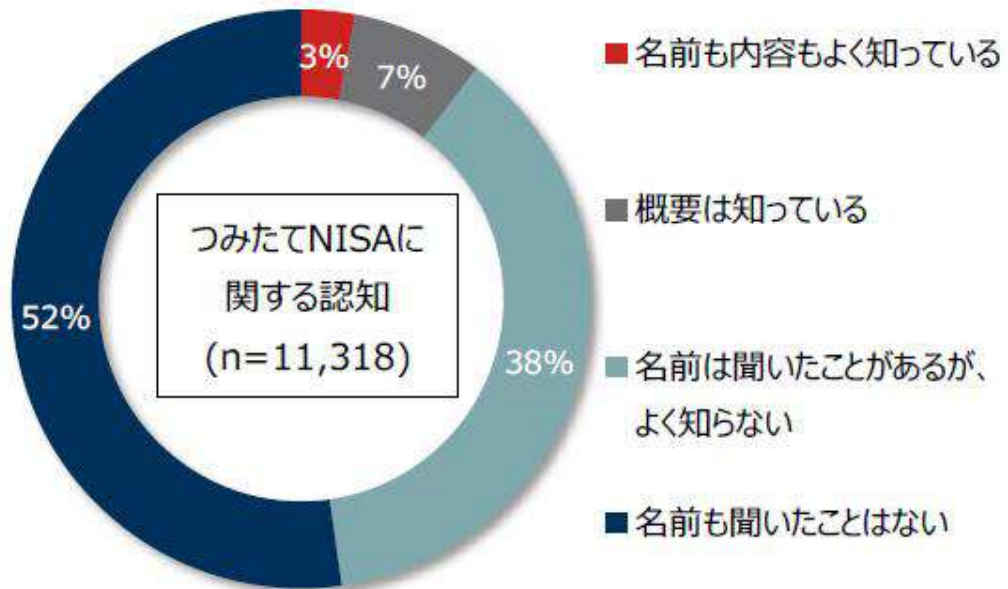


図 14：〔出所〕野村アセットマネジメント調査より転載、「『つみたて NISA』に関する意識調査」というテーマで全国の 20～59 歳の 11,318 人を対象に調査を実施

5

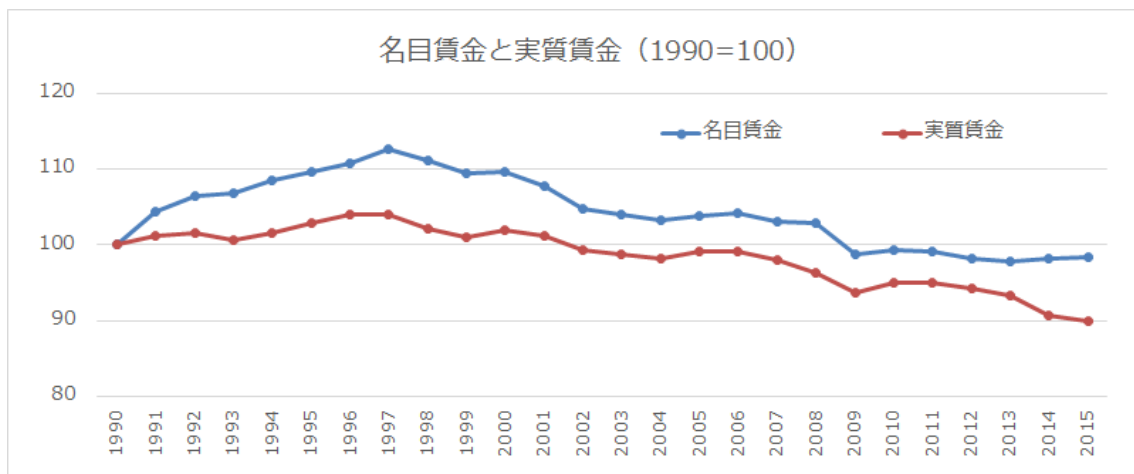


図 15：〔出所〕厚生労働省 毎月勤労統計調査より作成

ここまで述べてきたように、日本において「貯蓄から投資へ」というスローガンのもとで現在行われている政策をもとに私たちなりの国内証券市場活性化へ向けての提案を考えた。

- 5 やはり、日本の金融資産内訳を先進国のそれと比べると、銀行にリスクを負わせる体系は健在である。ただ、この体系は日本の文化といってもいいわけで、安易に間接金融は悪い、直接金融は正しいという意見を受け入れることはいかなものかと思う。勿論、国内証券市場が活性化することは日本の経済を良い方向に導くことは間違いない。しかし、最近の株式市場を見ていると、日経平均は上昇しているのに、国民はその恩恵を受けていないという声をよく聞く。
- 10 つまり、国内証券市場は活性化しているのにも関わらず、労働者の実質賃金が上がっていないという実態がある。恐らく、国内証券市場に参加している富裕層のみが、株価上昇の配当、売却益を享受している。そのため、日本は貧富の差が広がっていく構造が出来上がりつつあるということが言える。もし、この
- 15 構造が出来上がれば、この「国内証券市場の活性化」について議論する以前の話になってくる。

- 少し話がずれてしまったが、「国内証券市場の活性化」を実現するためには国内の個人投資家、機関投資家、そして海外投資家の活発的で持続的な証券市場参入が必要不可欠である。そして、証券市場本来の目的でもある将来の成長企業への資金調達を公正かつ平等に行う場として証券市場はあらなければならない。
- 20 さらに企業に対する株主の監視機能もコーポレートガバナンスに関して、一役買っており市場が活性化するにつれてこの監視機能も強化されていく。そして未来の世代のために、現代の金融教育を普及させることは「お金」に対する知識を正しく吸収することにつながる。この金融教育普及の影響は人間の相互の信頼によって生まれた「お金」が取引される証券市場において、不正を抑制する役割も担うだろう。

- 長期安倍政権の維持や 2020 年に開催される東京オリンピックなどの証券市場にとっての好材料がある一方で、少子高齢化や北朝鮮問題などの悪材料も存在する。これらの現象が将来の証券市場にどのような問題を引き起こすか、私
- 30 たちには皆目見当もつかないが、しばらくこの論文を書く上で得た知識を生か

してもう少し幅広い視点で考えていければと思う。

5

10

15

20

25

30

参考文献

- ・代田 純（2014）『アベノミクスと証券市場－ヘッジファンドとデリバティブの影響を中心に－』中央大学商学研究会
- 5
- ・金子 晶宗（2015）『わが国証券市場における信用取引の変遷と経済的意義』日本財務管理学会
- ・工藤 江記（2006）『証券市場の現状と環境整備』香川大学経済学部
- 10
- ・清水 一（2007）『投資家は本当に自信過剰なのか？』高松大学
- ・岡崎 哲二：浜尾 泰：星 岳雄（2005）『戦前日本における資本市場生成と発展－東京
株式取引所への株式上場を中心として－』東京大学大学院経済学研究科 経済学部：経済研究、56(1)：15－29
- 15
- ・鈴木 淑夫：黒田 晁生；白川 浩道（1988）『日本の金融市場調節方式について』日本銀行金融研究所
- 20
- ・丸山 洋平（2001）『ナスダック・ジャパンと日本証券業界の展望』岩本ゼミナール機関紙 5：7－31
- ・樋口 修（2003）『米国における金融・資本市場改革の展望』レファレンス
- 25
- ・今泉 慎也：安部 誠（2005）『東アジアの企業統治と企業法制改革』アジア経済研究所
- 30
- ・池尾 和人（2010）『金融危機と市場型金融の将来』金融審議会基本問題

懇談会

・石原 定和（1986）『戦後証券市場の構造分析：高度成長期よりスタグフレーション期へ』

5

・金融審議会答申（2002）『中期的に展望した我が国金融システムの将来ビジョン』

10 ・阿部 圭司（2005）『JASDAC 市場における新規株公開の長期パフォーマンス』高崎経済大学論集

・水田 孝信（2012）『金融市場における最新情報技術：1 金融の役割と情報化の進展—市場の高速化と課題—』スパーク・アセット・マネジメント

15 ・日本銀行調査統計局「参考図表 2017 年第 1 四半期の資金循環（速報）」、2017 年 6 月 27 日<<https://www.boj.or.jp/statistics/sj/sjexp.pdf>>（2017 年 9 月 9 日最終アクセス）

20 ・「ガベージニュース」ホームページ<<http://www.garbagenews.net/archives/2067203.html>>（2017 年 9 月 16 日最終アクセス）

・「家計金融資産、最高に、昨年度末 2.7%増」『日本経済新聞』、2017 年 6 月 27 日、夕刊、3 頁

25

・伊藤真利子「高度成長期郵便貯金の発展とその要因—郵便貯金増強メカニズムの形成をめぐって—」（『郵政資料館研究紀要』、2009 年、48 頁～65 頁）

30 ・2017 BLACKROCK INVESTOR PULSE Japan(投資家動向調査 日本レポート)<<https://www.blackrock.com/jp/individual/ja/literature/market->

commentary/investor-pulse-survey-2017-jp.pdf> (2017年10月14日最終アクセス)

- 5 • 工藤昭久「日本郵政公社：「こども郵便局」廃止へ——来年3月末」『毎日新聞』、経済面、2006年10月18日、東京朝刊、9頁

- 細沢礼輝「こども郵便局、来春廃止 公社「ためる教育、役割終えた」」『朝日新聞』、1総合面、2006年10月17日、夕刊、1頁

- 10 • 「日本の個人、投資に二の足、米ブラックロック調査、「経済状況を悲観」7割」『日本経済新聞』2017年8月29日、朝刊、7頁

- 「【イメージ調査】「投資」の印象、経験者と未経験者の間にズレ」明日陽樹、東証マネ部！ホームページ、2017年8月11日<<http://money-bu-jpx.com/news/article003870/>>
- 15 (2017年9月28日最終アクセス)

- 山澤成康「株式投資教育の必要性」(『跡見学園女子大学マネジメント学部紀要 第3号』、2005年、63頁～70頁)
- 20

- 「世界経済のネタ帳」ホームページ<<http://ecodb.net/stock/nikkei.html>> (2017年10月16日最終アクセス)

- 日本取引所グループ「投資部門別売買状況」ホームページ<
- 25 <http://www.jpx.co.jp/markets/statistics-equities/investor-type/00-02.html>> (2017年10月16日最終アクセス)

- 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」平成28年

- 30 • 野村総合研究所「個人の投資に対する取り組み状況に関する調査(2015年1

月)J