

平成 27 年度 証券ゼミナール大会

第 6 テーマ A ブロック
「我が国の証券流通市場の活性化について」

石巻専修大学 関口ゼミナール

目次

	第1章	はじめに	3
	第1節	日本再興戦略について	3
	第2節	女性の活躍の必要性	4
5	第2章	証券化	7
	第1節	証券化とは	7
	第2節	我が国の証券市場	9
	第3節	証券市場を活性化させるために	14
	第3章	コンセッション方式に関する証券化	19
10	第1節	PFI法	19
	第2節	コンセッション方式	22
	第3節	ファイナンス手法	24
	第4章	政策提言	28
	第1節	インフラ投資を証券化へ	28
15	第2節	仙台空港の事例	30
	まとめ	31
	参考文献	32

第1章 はじめに

「我が国の証券流通市場の活性化について」というテーマにおいて、証券流通市場が活性化していない大きな原因として、証券に投資する側と証券を発行する側との「情報の非対称性」が前々から挙げられている。「情報の非対称性」から投資するための費用や運営面において多くのコストがかかる。また、これまでも「貯蓄から投資へ」と述べられ続けている。その対策としてNISAなどの「貯蓄から投資へ」の資産の流動を促す制度が導入された。しかし、NISAは投資を行う際の非課税措置であるので、「情報の非対称性」を解消することはできていない。「情報の非対称性」により、情報を仕入れることにコストがかかり、投資へのコストあるいは不安の増大につながっている。これを解消するための方法を考えることが証券流通市場の活性化にとって極めて重要である。

私たちは、本稿の中で、安定的な収益を確保することと、リスクの最小化を同時に達成することができ、直接、「情報の非対称性」の解消が行える提案をしていく。ただ「貯蓄から投資へ」の流動を促すような制度ではなく、生活環境などの改善にも行うことのでき、「情報の非対称性」の解消へとつなげられ、証券流通市場の活性化に大きく貢献することができる提案を本稿で述べていく。

本稿の構成は次のとおりである

第1章ではアベノミクスの成長戦略の日本再興戦略による雇用の促進と有価証券保有比率の関係性を見ていく。次ぐ第2章では、証券化、証券流通市場の現状を確認する。そして私たちの考える証券流通市場の活性化について述べ、第3章では、私たちが考える提案に向け、どのような方法で行うか、また、それに関連した重要な制度を述べ、第4章では、これまでに述べてきたことを踏まえ、どのような方法で証券流通市場の活性化を行うかについての提案について述べていく。

第1節 日本再興戦略について

今から2年半前、安倍政権が始動された時、日本経済は、需要不足から来るデフレ経済の泥沼から抜けきれず、企業も国民もこの先への展望を描ききれない状態にあった。こうした状況を打破すべく、政権発足後、矢継ぎ早に、大胆

な金融緩和政策という第一の矢、機動的な財政政策という第二の矢を放ち、マクロ面から需要を支え、喚起するための策を講じたところである。最近は、企業や国民のデフレマインドを払拭するための構造改革として、第三の矢の成長戦略を大胆かつスピード感を持って「実行している最中」にある。

- 5 農業、医療、エネルギー、雇用など岩盤規制が残る分野で「戦後以来の大改革」を断行する一方で、法人税改革やコーポレートガバナンス強化、経済連携交渉への本格的な試みなど、企業経営者による「攻めの経営」を後押しするための対策を次々と決断し、実行に移してきた。更には、国民や企業の中に蔓延するデフレマインドの払拭を狙って、「政労使会議」を活用した賃上げ要請・価格転嫁対策を展開してきた。この結果、企業収益は過去最高を記録し、その収益が2年連続で賃上げに振り向けられ、凍り付いていた消費もようやく持ち直しの兆しを見せ始めている。失業率は3%台前半まで低下し、有効求人倍率も23年ぶりの高水準に達し、雇用者数が90万人も増加した。今後、労働需給はさらにタイト化し、GDPギャップが急速に縮小するとともに、デフレからの脱却が実現していくことが予想される。経済の好循環は着実に回り始めているのである。
- 10
- 15

第2節 女性の活躍の必要性

- 日本において、「いま」注目しなければいけないのは「女性の活躍の場」を増やすことである。この問題は、アベノミクスでも世界的レベルでも取り上げられているが、さほど注目はされていない。「女性の活躍の場」を増やすことは日本の将来や世界の将来に影響するのではないかと考えている。なぜ、女性の活躍の場を増やすことが重要なのか。
- 20

- ここで、女性の活躍を「女性の就業」とらえることとしよう。つまり、女性が家で家事や子育てををするのではなく、有業人員として外に出て仕事をしてもらうということである。なぜ女性の活躍、すなわち女性の就業が重要なのか、とりわけ本研究のテーマである証券流通市場の活性化にとって重要なのかを平成21年消費実態調査統計から考えてみよう。
- 25

- 本研究の結論を先に述べると、「インフラ投資を証券化することで証券流通市場は活性化する」というものである。世帯あたりの有業人員が増えると、世帯
- 30

収入が上がっていくことが図表 1①及び図表 3 の有業人員と世帯収入の関係に示す消費実態調査の解析から分かった。図表 1 を見るとわずかながら、右肩上がりのグラフが描かれており、正の相関が伺える。さらに、図表 1②及び図表 4 では貯蓄現在高と世帯収入の関係を解析することができた。その結果、世帯収入が増えることにより貯蓄現在高が増えることが確認された。また、図表 1③及び図表 5 では貯蓄現在高が増加すると有価証券に投資をするという割合が高くなることを確認できる。貯蓄現在高が高ければ高い程、有価証券に投資をする割合が高いことが解析から分かった。以上のことをまとめた図表 1④より女性

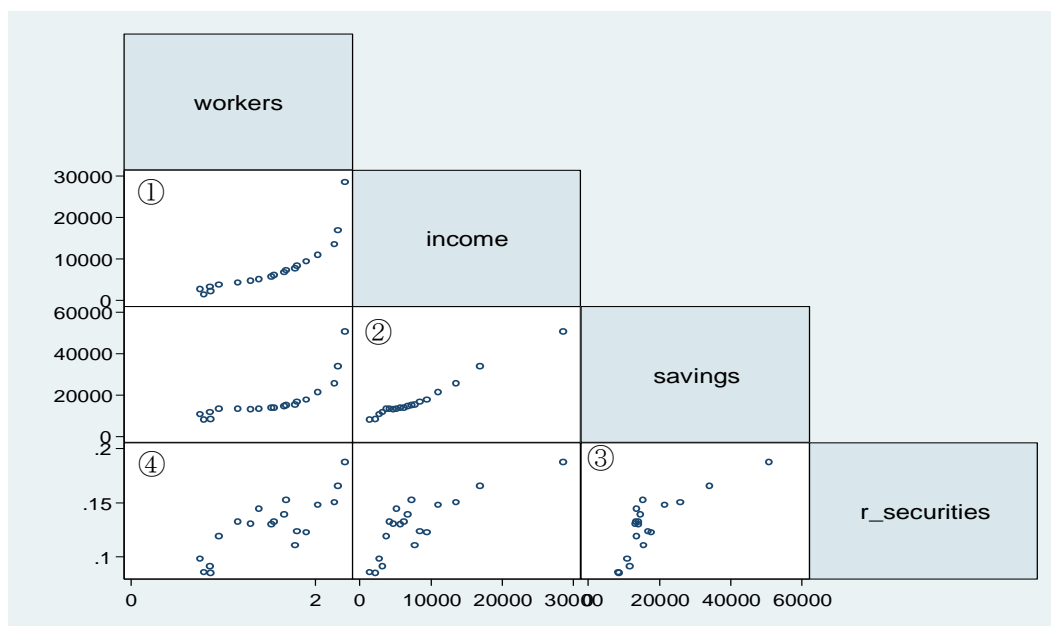
5 収入が増えることにより貯蓄現在高が増えることが確認された。また、図表 1③及び図表 5 では貯蓄現在高が増加すると有価証券に投資をするという割合が高くなることを確認できる。貯蓄現在高が高ければ高い程、有価証券に投資をする割合が高いことが解析から分かった。以上のことをまとめた図表 1④より女性

10 は、有価証券保有比率を高めることにつながる。このことは証券流通市場の活性化にとって重要な「貯蓄から投資へ」という考えを促すものと言える。とはいえ、これは中長期的なマクロ政策であり、即効性を期待することはできない。

そこで、本研究では、「貯蓄から投資へ」及び、「間接金融から直接金融」というこれまで通説としてあたりまえのように受け入れられてきた概念の見直しから始め、証券流通市場を抜本的に活性化させる方策を導出することを目的とする。

15

図表 1 女性の社会進出が有価証券保有比率に与える影響



20 出典：総務省統計局 「平成 21 年消費実態調査」より筆者作成

図表 2 記述統計

変数名		観測数19		最小値	最大値
		平均値	標準偏差		
有業人員	workers	1.513	0.514	0.75	2.32
世帯収入	income	7844.737	6380.923	1387	28584
貯蓄現在高	savings	17580.32	10034.45	8321	50711
有価証券	r_securities	0.1290	0.27	0.850	0.188

出典：総務省統計局 「平成 21 年消費実態調査」より筆者作成

5 図表 3 有業人員と世帯収入の関係

説明変数	被説明変数 income
workers	10331.84 (2378.817)***
定数項	-7783.529 (2994.865)**
F-value	18.86
prob>f	0.000
R-squared	0.693
Number of observations	19

図表 4 貯蓄現在高と世帯収入の関係

説明変数	被説明変数 savings
income	1.557 (0.481) ***
定数項	5367.204 (460.262) ***
F-value	1046.71
prob>f	0.000
R-squared	0.9801
Number of observations	19

出典：総務省統計局 「平成 21 年消費実態調査」より筆者作成

図表 5 有価証券と貯蓄現在高の関係

説明変数	被説明変数 r_securities
savings	2.16E-06 (3.40e-07)***
定数項	0.910 (0.008) ***
F-value	40.42
prob>f	0.000
R-squared	0.642
Number of observations	19

10

出典：総務省統計局 「平成 21 年消費実態調査」より筆者作成

注 1：括弧内は White 一致性を満たす標準誤差である

注 2：***は有意水準 1%であることを示す

注 3：workers は有業人員を、income は世帯収入を、savings は貯蓄現在高を

15

表す。また、r_は貯蓄現在高に占める有価証券の比率を表す。

第2章 証券化

この章では、証券化、証券市場とは何かを整理し、我が国の現在の証券市場の現状をみていく。そして、本稿のテーマである「証券流通市場の活性化」において私たちが考える活性化の定義を示す。

5

第1節 証券化とは

2-1-1 証拠証券と有価証券

まず証券には証拠証券と有価証券とがある。証拠証券とは、預金証書・保険証券・受取証などの財産法上意味のある事実が記載されているもので、その証明に役立つ書面のことで証明書とも言える。有価証券は債券や株券、投資信託など、財産的価値のある権利を表す証券や証書のこと。金融商品取引法(2006)第2条で、国債、社債、株券、新株予約権証券、投資信託の受益証券など有価証券として具体的に定義されている。有価証券は財産価値のある紙であり、取引金額を小口にわけることができ、簡単に譲渡ができるなどの利点が存在する。証券化された商品は資産証券化商品と呼ばれ、資産の生み出すキャッシュフローを受け取る権利を当初の債権者(オリジネーター)から証券の投資家に移転させる特徴をもった金融商品の一形態である。不動産、資産担保証券(以下ABSとする)、RMBS、CMBSなどがあり多様な資産を対象としている。証券化は特定の保有資産について、そのキャッシュフローを裏付けにした有価証券を発行し、市場で流通することである。簡単に言うと、有価証券を利用して金融資産を流動化させることによって、お金の流れを活発にさせることを目的とした動きのことである。証明書にもなる証拠証券でなく、証券流通市場で流通する有価証券を本稿では取り扱うことにしていく。

25 2-1-2 間接金融と直接金融

証券化が金融市場へ与える影響の1つとして企業の資金調達方法を、間接金融から直接金融に移行させることがある。まず、間接金融と直接金融は金融における融通方法である。間接金融は、銀行が預金の形で個人から資金を集め、企業にお金の融通をする方法である。金融機関がリスク(損益が発生する可能性)を負担することで預金者は自分自身で元金が割れるリスクを負担しなくて

- 済むので、銀行が貸し付けた企業が仮に倒産しても、銀行が破綻しない限り資金の安全性は確保されるなどのメリットがある。直接金融は、主に国や企業が株式・債券を発行して個人から直接的に資金を調達する。直接金融の方法としては、企業が、株式や債券（社債）を発行して投資家に買ってもらい、事業を行うために必要な資金を得るやり方がある。株式や債券等を発行した企業や国などを投資家自身が選択し、購入した資金がこれらの企業に直接流れているので直接金融という。株式や債券が売買されるところを証券市場といい、ここで大きな役割を果たしているのが証券会社である。証券会社は、株式や債券などの証券の発行にあたって、企業や国などの手助けをして、購入する投資家の募集の取り扱いを行っている。証券会社は、投資家から受け取った購入代金を証券を発行した企業に支払い、投資家には発行された証券を引き渡す。直接金融は、個人が企業に直接お金を融通する方法である。個人からすると、
- ・銀行預金（間接金融）よりも平均的な利回りは高い
 - ・自分で投資先が選べる
- 15
- ・好きな企業、成長してもらいたい企業を応援できる
- というメリットがある。一方で、
- ・リスクを個人が負うことになる
 - ・市場取引において買い手と売り手の当事者同士が保有する情報が不均衡（情報の非対称性）
- 20
- というデメリットも存在する。

2-1-3 株式・債券の流動化

- 証券化が金融市場へ与える影響のもう一つは、株式・債権の流動化を促進させることである。債権とは国や地方公共団体、民間企業などが資金調達のために発行する有価証券の一種である。企業が保有する債権を、市場で流通させることを債権の流動化という。これにより企業が銀行に保有する貸付債権も、投資家に売却することができ、新たな資金を得ることが可能になる。そして、銀行では借り手との契約は継続しつつ、借り手から返済を受けたときと同じ効果を得られる。銀行にとっては資金の長期固定化を避けることができ貸し倒れの
- 30
- リスクをなくすことができる。

2-1-4 証券流通市場活性化の定義

以上述べてきたことから私たちは本稿のテーマである「証券流通市場活性化」をさせるため、“個人に限らず”投資家が株式・債権の売買をする機会を増やし、また資産を証券化し金融商品へと変えていく必要があると考えた。証券の取引量の増加こそが私たちの考える証券流通市場活性化の定義である。

2-1-5 直接金融に限る必要はない

前項で“個人に限らず”と述べたのには次の理由がある。それは間接金融と直接金融による証券の購入方法のどちらにおいても、最終的には証券を購入することが可能だからだ。「間接金融から直接金融へ」とよく言われているが、私たちはどちらかの手法にこだわらず証券化によって金融商品を増やし、取引量を活発にすることこそが必要だと考えている。このことより、家計部門が金融部門に対して預貯金としておよそ 800 兆円以上保有している資産を、高リスクを伴う直接金融へ誘導するだけでなく、その資金で金融部門が証券化された商品を購入することも、本稿の活性化の定義に合致するものといえる。

次節では我が国の証券市場の現状を考察し課題をみていくことにする。

第 2 節 我が国の証券市場

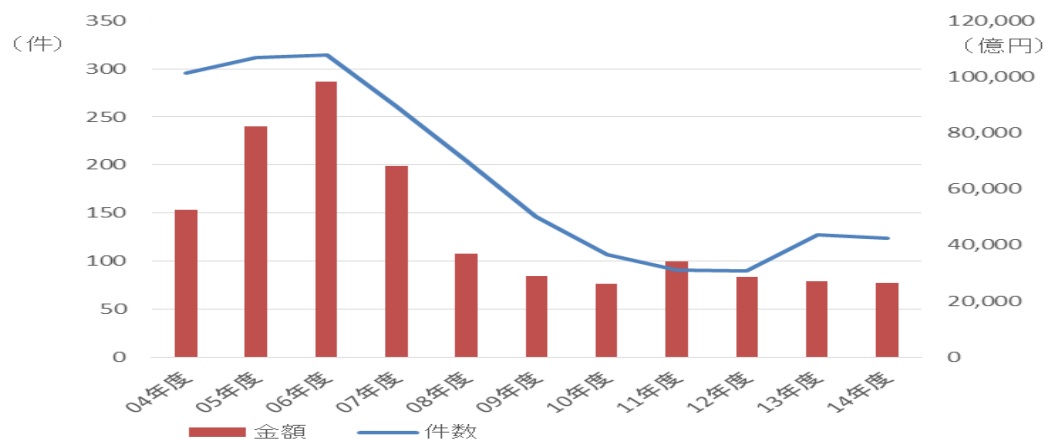
本節では証券市場の現状を取りあげる。また日本の部門別資金過不足の推移を分析していく。私たちは“個人に限らず”投資家が株式・債権の売買をする機会を増やし、また資産を証券化し金融商品へと変えていくことが活性化に必要であると考えている。よって現状の証券市場の規模を考察・分析して改善策を見出したい。

2-2-1 証券化商品の規模

図表 6 は 2004 年度から 2014 年度までの証券化商品の発行金額と発行件数を表したものである。発行金額、発行件数ともに 2006 年度をピークに下降している。一度は 2011 年度、12 年度に上昇したものの日本の証券市場にある証券化商品が少数であることが分かる。2014 年度とピーク時を比較すると発行金額では約三分の一、発行件数では約二分の一に縮小している。背景として 2007

年にサブプライムローン問題を機に、2008年にアメリカ合衆国の投資銀行リーマン・ブラザーズ破綻による世界的金融危機が考えられる。

図表 6 証券化商品の発行金額・件数



5

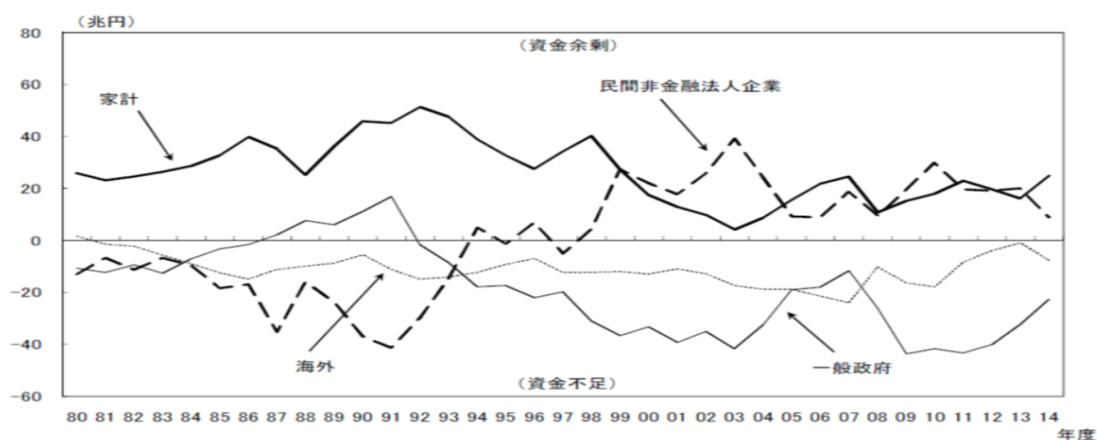
出典：日本証券業協会 FACT BOOK 2015「証券化市場の動向調査のとりまとめ」を参考に筆者作成

2-2-2 部門別資産保有

- 10 次に証券を購入する投資家側について考察していく。図表 7 は日本銀行が公表している「資金循環統計」から各部門別の資産過不足状況を表している。各部門の資産から負債を控除した差額は、「資金過不足」と呼ばれ、その部門がその取引期間中に資金過剰主体（貯蓄超過、投資不足）だったのか、資金不足主体（投資超過、貯蓄不足）だったのかが分かる。統計調査の開始された 1980
- 15 年から 2014 年の家計部門の資産は資金余剰の状態が継続されている。つまり、家計には 1990 年代初めのバブル経済崩壊により資産の減少はあったものの、家計部門では資産を保有している個人が多く、現在資産保有が一番であることがわかる。資産の変遷として戦後の長期間、資金・資本の国際取引は原則禁止
- 20 されていた。しかし、1980 年 12 月の「外国為替及び外国貿易法」改正（新外為法）により、海外との資金・資本取引が基本的に認可制から事前届出制に変わり、原則自由となった。さらに、1998 年 4 月には日本版ビッグバンの第 1 弾として改正外為法が施行されたことにより、外為取引の事前届出制度も廃止され、海外との直接的な金融取引が完全に自由化された。ストック（負債）の

動向を見ると、まず株式については 1999 年に前年より急増したが、IT バブルの崩壊による株式市場の低迷を受けて 2002 年末にかけて残高は減少した。2003 年から市場の回復を背景に 2006 年末には 149 兆円まで増加したものの、リーマンショックの影響から 2010 年には約 88 兆円まで減少した。その後 2012 年 11 月からの株式市場の急騰とともに残高は増えつつある。

図表 7 部門別の資金過不足の推移



出典：日本銀行調査統計局「資金循環統計(2015年第2四半期速報):参考図表」

10 より引用

2-2-3 家計の金融資産

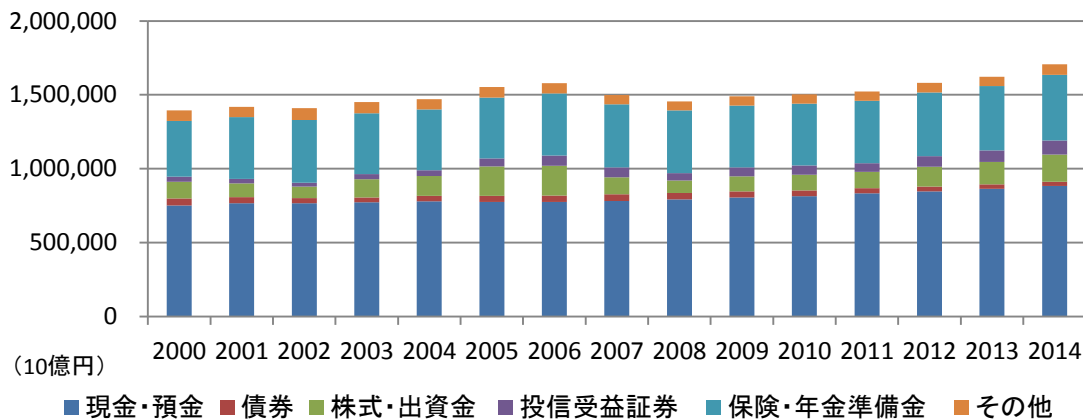
図表 8 では家計部門の金融資産残高の増減を表している。金融資産残高の金額が 2000 年から年々増加している。2014 年に所有している残高はおよそ 1,700 兆円に達する。この金融資産の内訳として「現金・預金」「債権」「投資信託」「株式・出資金」「保険・年金準備金」「その他」の項目がある。どの年代においても「現金・預金」「保険・年金準備金」の金額が大きくおおむね 7 割を占めている。図表 7、図表 8 から分かるように家計部門は資金余剰で、その運用を貯蓄にする傾向がある。それに比べ「債権」「株式・出資金」は少なく、証券を保有することに大きなリスクを感じていることが予想される。

15

一方でかつての日本はバブルによる高金利で、銀行や郵便局に資産を預けているだけで貯金が増加した。しかし、バブル崩壊以降低金利の時代となってい

る。ただ銀行や郵便局に預けていては資産が増加しない時代となったことを意味する。しかし、家計の現金・預金約 800 兆円をそのままストックせず、それを活用し証券市場への参加を促すことができれば、証券流通市場は活性化すると考えられる。しかし、続く第 3 節において記述する通り、家計部門においては情報の非対称性の問題が強く存在し、貯蓄から投資への誘導は容易ではない。

図表 8 家計の金融資産残高動向

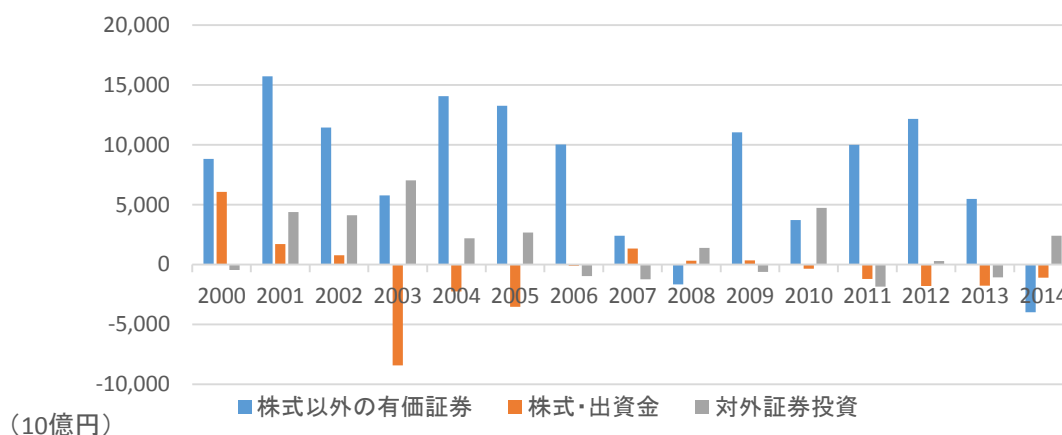


出典：日本証券業協会 FACT BOOK 2015「証券化市場の動向調査のとりまとめ」を参考に筆者作成

2-2-4 投資家の動向

第 2 節 2-2-3 では家計部門の金融資産残高の図表 8 から「債権」「株式・出資金」の金融資産が少ないことを述べてきた。ここでは機関投資家と個人投資家の資金運用の動向をみていく。

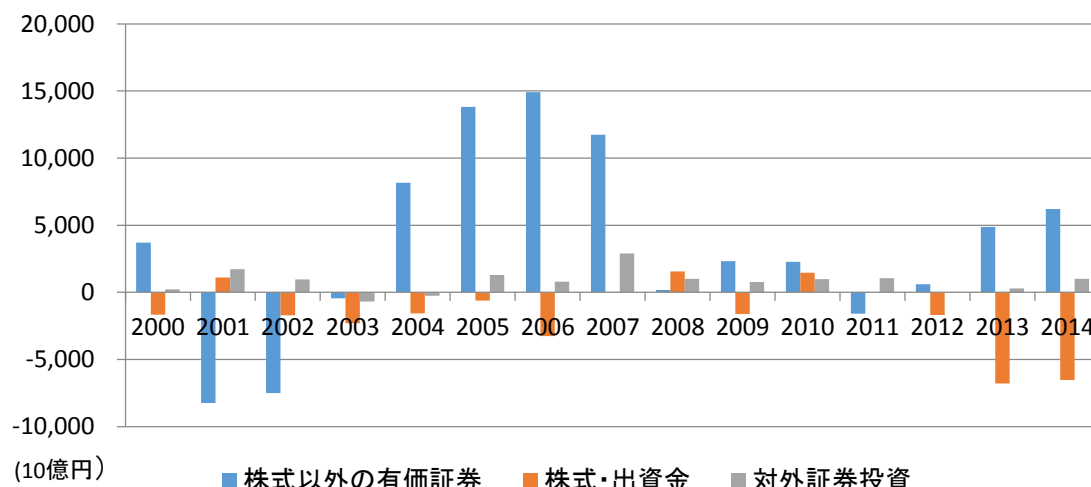
図表 9 機関投資家（生損保・年金基金）の資金運用動向



出典：日本証券業協会 FACT BOOK 2015「証券化市場の動向調査のとりまとめ」を参考に筆者作成

5

図表 10 個人投資家（家計）の資金運用動向



出典：日本証券業協会 FACT BOOK 2015「証券化市場の動向調査のとりまとめ」を参考に筆者作成

10

これまで家計部門のみを考察し、株式・出資金が低いと述べてきたが図表 9 を見ると機関投資家の資金運用動向においてもここ数年金額が減少していることがわかる。機関投資家や個人投資家に関係なく「株式・出資金」は減少しているため、証券流通市場の取引が滞っていることが我が国の証券流通市場の現

状である。

第3節 証券市場を活性化させるために

2-3-1 家計のリスク

- 5 第2節で述べてきたように家計部門は金融資産の多くを現金・預金などの形で貯蓄してあり、いわゆる資産が眠った状態になっているのが現状であった。そして、間接金融・直接金融に関係なく資金運用の動向自体が減少していることがわかった。証券流通市場を活性化させるためには取引量を増加させることが必要不可欠である。これを解決するために政府では2014年に開始された
- 10 NISA（株式や投資信託の投資に対して、税制上20%かかる売却益と配当への課税を、年間100万円を上限に非課税とする制度）によって少額で出資することができるようにした。家計部門の金融資産を有効活用しようとする動きである。しかし、家計が投資し、資産運用をしていくにはコストがかかる。デメリットとしてのコストの一つとして、金融機関に比べ投資先の情報を仕入れること
- 15 が難しくまた手間がかかるというのが挙げられる。いわゆる「情報の非対称性」という問題もあり、現状分析からは直接金融を通じた証券流通市場の活性化は難しいと私たちは考える。

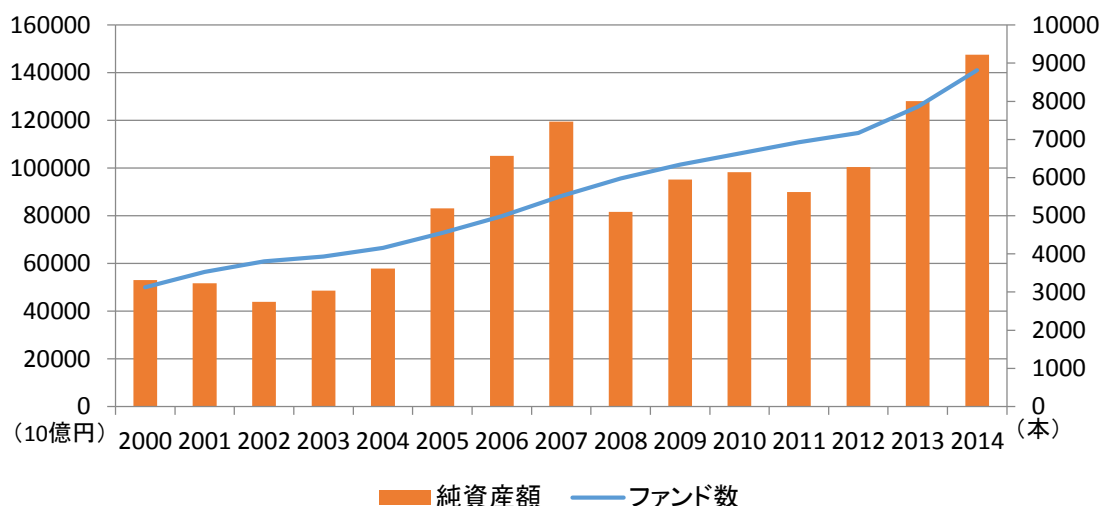
- ではどのようにすれば解決することができるのだろうか。よく言われるNISAが解決するのだろうか。答えは「否」である。政府が開始したNISAは
- 20 「情報の非対称性」を解決することにはならない。家計部門の金融資産を有効活用するには、安定した収益性とリスクを最小化した金融商品が必要である。NISAの内容はこれらと独立しており、私たちの考える証券流通市場活性化には関係ないからである。NISAがだめならば何が解決のカギとなるのだろうか。それは「情報の非対称性」そのものにある。安全性・保証性の高い証券、金融
- 25 商品があれば、「情報の非対称性」そのものを克服するのではなく、安定した収益性とリスクを最小限にすることが可能となり、取引量が増加すると考えられる。もちろん投資をするには第1章第2節で明らかにした通り資金に余剰がある人が運用するだろう。こうした人に安定した収益性と最小化されたリスクの金融商品を提供することが証券流通市場の活性化のカギとなる。

30

2-3-2 投資信託市場

図表 11 は投資信託市場の動向を純資産額とファンド数の本数を表したものである。まず投資信託とは何か。投資信託は（ファンド）とも呼ばれ投資家から集めた資金を一つにまとめ、資産運用のプロ（以下ファンドマネージャー）が運用していく金融商品である。委託されたファンドマネージャーが株式や債券などに投資・運用をし、その成果で得られた利益を出資者の投資家に還元するものである。2007年まで上昇していた純資産額は一度減少はしたものの、ここ数年では上昇しており 2014年には 147兆 5,126億円となり過去最高の水準となった。ファンド数をみると 2000年以降その数を伸ばし続けていることがわかる。投資家の動向が滞っているとこれまで述べてきたが、実際には資産運用をしている投資家が増加していることがわかる。この要因には投資信託の特徴が関係していることがあると私たちは考える。特徴として 1.少額で始められる、2.ファンドマネージャーに任せることができる、3.分散投資で損失（リスク）を軽減できる、4.個人投資しにくい国・地域・資産に投資できることが挙げられる。つまり、個人のリスクが少なければ投資家が投資・資産運用に資金を使用することが分析できる。

図表 11 投資信託の純資産額等の推移



20 出典：日本証券業協会 FACT BOOK 2015「証券化市場の動向調査のとりまとめ」を参考に筆者作成

これまで論じてきた論点をまとめると

- ・証券化商品の発行金額は数年減少しており、件数も少し上昇したが減少傾向にある。
- ・家計部門の金融資産は年々増加しているが「債権」「株式・出資金」には利用されない。
- ・投資家は個人のリスクが少なければ投資・資産運用する可能性がある。

以上のことから安全性・保証性が高い資産を証券化することで、投資家が証券の取引を活発に行うことになると思う。そこで私たちは公共のインフラ資産の証券化に視点を向けた。

10

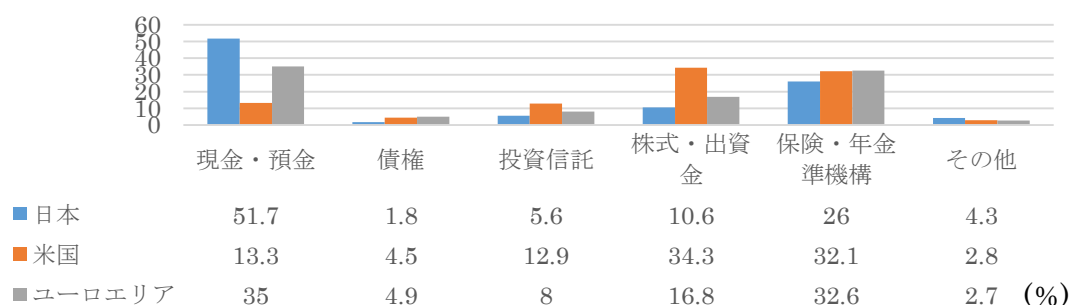
2-3-3 安全性・流動性

図表 12 を見ると日本の家計の資金構成は半分以上の 51.7%が現金・預金に充てられている。対してアメリカの資金構成は現金・預金が 13.3%と日本と比較すると少ない。その分アメリカは株式・出資金、投資信託、債券に運用していることが分かる。比較してみると日本の株式・出資金、投資信託、債券の割合が 18.0%と十分に運用されているとは言えない。では、なぜ日本の家計はリスク性のある投資信託、株式の金融資産を保有していないか。図表 13 を見ると日本の家計が重視しているのは安全性が 45.7%と一番高く、次いで流動性が 25.1%、収益性が 16.7%となっている。このことから日本の家計は、収益性よりも安全性や流動性がある現金・預金を重視していることになる。

15

20

図表 12 日米欧の家計資産比較



出典：証券統計ポータルサイト「家計の資産構成の日米比較」を参考に筆者作

25

成

図表 13 金融商品を選択する際に重視すること

		2014年(%)
収益性	利回りが良い	16.7
	将来の値上がりが期待できる	4.9
安全性	元本が保証されている	45.7
	取り扱い期間が信用できて安心	29.5
流動性	現金に換えやすい	16.3
	少額でも預け入れや引き出しができる	25.1
商品内容が理解しやすい		6
その他		19.1
無回答		3.1
		7.2
		1.5

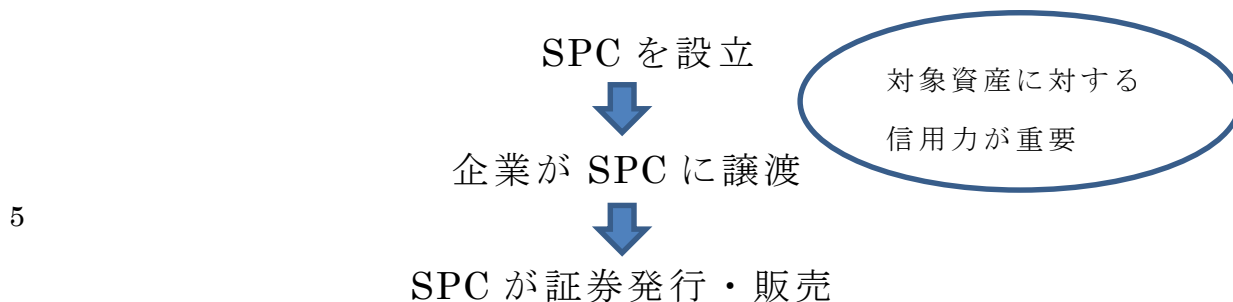
出典：金融広報中央委員会 「家計の金融行動に関する世論調査」を参考に筆者
5 作成

2-3-4 証券化手法

ここでは資産を証券化するために資産・債権を資産担保証券（以下 ABS）に変え、証券市場で流通させる手法を紹介する。

- 10 ABS とは企業の資産を流動化させる新しい手法であり、企業が保有する債権や不動産などの資産を企業から分離させ、その資産から生じるキャッシュフローをもとに発行される証券のことである。ABS は 1970 年代にアメリカで開発されたモーゲージ担保証券がはじまりである。モーゲージ担保証券は住宅ローン債権を集め、これを裏付けに証券を発行して投資家に売却したものである。
- 15 ABS を発行するためには資産を企業から分離するために特別目的会社（以下 SPC）を設立する必要がある。そして企業は SPC に資産を譲渡する。SPC とは、譲渡された資産を裏付けに証券を発行して投資家に販売する目的がある。資産が企業と切り離されているため、元の企業が営業不振に陥り倒産の事態にあっても、SPC が保有する資産が健全であることが保障されるのであれば投資
- 20 家は安心して証券の支払いを受けることができる仕組みとなっている。この証券は元の企業などの信用力ではなく、対象となる資産の信用力に対して投資されるものとなっている。現在では、ABS の活用により銀行の不良債権処理の解決策、資産の流動化をはかろうとする動きがある。

図表 14 ABS 手法の概念図



2-3-5 インフラ資産へ

10 2-3-4 で述べた ABS による証券化手法は企業のケースでの説明であった。しかし、企業を国に置き換えることが可能である。公共インフラという安全性・保証性が高い信用のある資産が対象資産として評価をされ、その信用力によって投資される ABS で証券化することで投資家にとって安心して取引することができる金融商品となるのである。

第3章 コンセッション方式に関する証券化

現在の日本のインフラなどを含めた社会資本の総額は、2010年の国土交通省の発表によると約800兆円となっている。これらを証券化し、証券市場に取り込むことができれば、証券市場の取引量の大幅な拡大を図ることができる。

- 5 それに加え、これから紹介するコンセッション方式の導入や、さらなる民間事業者の介入が可能となる法律の改正、または、新たな法律の制定が行われることによって、日本の証券市場の活性化のための大きな課題と言われているプレイヤーの確保につなげることができる。これを実現することができれば、日本の経済においてもさらなる躍進へとつなげることが可能であろう。約800兆円
- 10 もの資本がまだ日本に眠っているとしたら、これを活用する他はないと考える。これらの資本を活用するために本章ではPFI法の種類や、それがどういったものかということ述べ、証券化において最も重要であるコンセッション方式についても述べた上、第4章の政策提言につなげていく。

15 第1節 PFI法

3-1-1 PFIの基本概念

- PFI (Private Finance Initiative) とは、公共施設等の創設、保持管理、運営、整備等に至るまでの全工程に携わり民間事業者の資金、運営能力等の技術を活用することにより同じレベルのサービスを安く、または、同じ価格でより
- 20 良いサービスを提供する手法である。1992年にイギリスで「小さな政府」の試みの中から誕生し、整備の手法の1つとして、世界各国でも相似した公共事業に民間事業者が参加するといった事例が多く見られる。

- PFI手法を利用し、民間事業者の資金、運営能力、技術力を活用することにより、公的機関が執り行うよりも民間事業者の観点から見ることによって、効
- 25 率的かつ効果的に公共施設等のサービスの向上へとつなげることが期待できる。民間事業者が全工程を請負うことに加え、経営改善などの努力することで、従来の請負業者という形式よりも高収益を得ることが可能である。

- また、PFIにおいてVFM (Value For Money) の最大化が最も重要な概念の一つであるがこれは、支払いや税金などの Money に対して最も価値のあるサ
- 30 ービス (Value) を提供するという考え方に基づいた概念である。VFMを計算

する場合には、PSC（Public Sector Comparator、従来型公共事業コスト）とPFIのLCC（Life Cycle Cost）を比較し、効果が見られると判断した場合にPFI手法が利用される。

5 3-1-2 PFIの原則

PFIは事業を行う段階を評価する場合における客観性、公共と民間が交わした明確な内容の契約、PFI事業者の法人や事業区分や財務上の独立性というものが重要となってくる。また、PFIには確実に成果を上げるために5つの基本とされる原則がある。

10

図表 15 PFIの5つの原則

- | |
|---|
| 1. 公共性：公共性のあるものに活用される |
| 2. 民間経営資源：民間事業者の資金や経営能力や技術力を活用する |
| 3. 効率性：民間事業者の自主性と発想力により、効率的かつ効果的に運用することができる |
| 4. 公平性：事業選定や事業者選定では公平性が保たれる |
| 5. 透明性：事業の計画から事業終了までの透明性の確保 |

出典：「PFIインフォメーション 原則と主義」をもとに筆者作成

3-1-3 PFIの事業形態と事業方式

15 PFIの事業形態は、独立採算型とサービス提供型と官民協調型の3つに分かれており、独立採算型は民間事業者側が資金調達、建設、管理を行い、利用者からの料金の徴収により運営するものである。これは民間事業者が建設、運営のリスクを負うこととなる。次にサービス提供型は民間が資金調達、建設、管理を行い、公共側がそのサービスを購入するというものである。これも民間事業者側が建設、運営のリスクを負うことになるが、公共側からの料金徴収となる。続いて、官民協調型は官民両方の資金を利用し建設や運営を行うが、主体は民間事業者であり、コストの回収が難しい状況であっても民間へリスク移転が行われるものである。

20

次に事業方式について述べる。PFIの事業方式は、BTO（Build Transfer and

Operate) 方式、BOT (Build Operate and Transfer) 方式、BOO (Build Operate and Own) 方式、RO (Rehabilitate Operate) 方式などいくつかの方式に分かれています。BTO 方式は民間事業者が建設、運営などを行うが、所有権を公共に移すもの。BOT 方式は民間事業者が建設、運営を行い、事業終了後に公共へ所有権を移すもの。BOO 方式はこれらの民間事業者が建設、運営を行い、公共への所有権は移さないもの。RO 方式は民間事業者が自ら資金調達を行い既存の施設の改善、補修し運営するものである。これらの違いとして、RO 方式を除いた3つの方式は所有者が異なっており、BTO 方式では地方公共団体が保有し、BOT 方式並びに BOO 方式は民間事業者が保有するという形になっている。

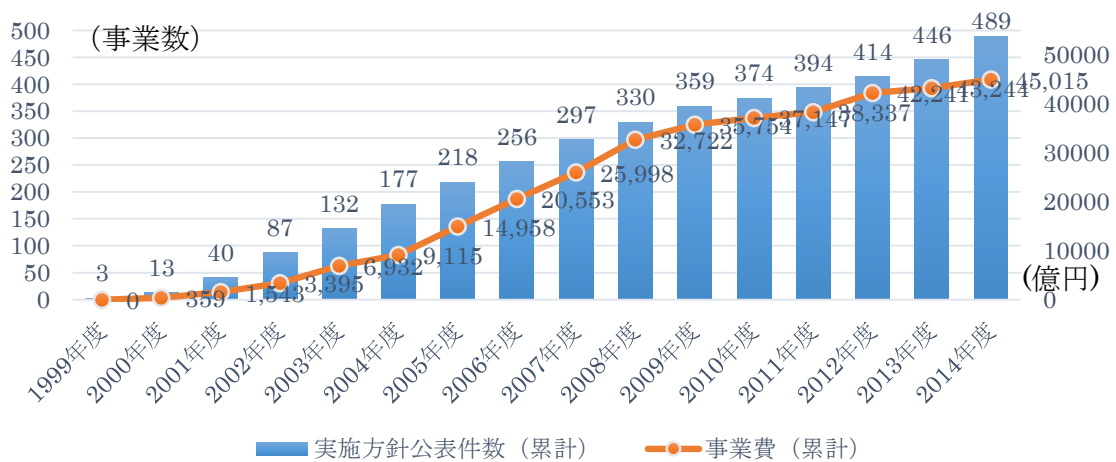
10

3-1-4 現在の日本の PFI 事業

日本は現在、高度経済成長期に整備、開発した社会資本の更改時期に直面している。人口減少による税収の縮減や、高齢化による社会福祉など数多くの問題を抱えている日本だが、この問題も大きな課題の1つであると言える。このような状況の中で、1999年にPFI法（民間資金等の活用による公共施設等の整備、管理等の促進に関する法律）が制定され、このPFI法に基づきPFIが実施されており、現在もなお事業規模の拡大が続いている。2014年度のPFIの事業数を見ると489件となっており総額で見ると4兆5000億円を超えている。

15

20 図表 16 事業数及び事業費の推移（累計）



出典：内閣府 HP「参考資料」PFI 事業の実施状況より著者作成

3-1-5 PFI 事業と従来 of 公共事業の比較

これまで PFI 事業について述べてきたが、ここでは従来 of 公共事業と比較することで 2 つの事業の違いを明確にしたい。それを踏まえ、第 2 節ではコンセッション方式におけるメリットを見ていき、最終章で従来 of 公共事業では見ることのできなかった市場の活性化への方向性を示していきたい。

図表 17 PFI 事業と従来 of 公共事業の比較

	PFI 方式	従来 of 公共事業
事業企画	民間が提案の場合もある	国、地方などの公共部門が行う
施工管理	民間事業者が直接、または委託により行う	公共部門が直接、または委託により行う
資金調達	民間事業者が調達(公的補助を併用する場合あり)	財政資金
リスク	管理者と民間事業者の両方で分担	公共部門がすべて負担
事業範囲	建設から運営まで一体的に行う	建設、運営、管理などを独立して行う

出典：「PFI インフォメーション 他事業との比較」より筆者作成

10 3-1-6 PFI と PPP

PFI と共によく知られている言葉として PPP(Public Private Partnership) というものがある。これは官と民がパートナーとして協力し、1 つの事業を行うことである。PFI と PPP の違いとして、PFI では基本的な計画を公共部門が作るが、PPP では、基本的な計画の段階から民間事業者が参入するなどより多くの部分を民間に任せる手法となっている。

第 2 節 コンセッション方式

3-2-1 コンセッション方式とは

この節では、安倍政権が打ち出した成長戦略の中で、インフラなどの事業を民間に開放し、その中でもサービス購入型でなく、コンセッション方式(独立

採算型)で行うという方針に注目し、コンセッション方式について述べていく。

コンセッション方式とは、2011年のPFI法の改正時に導入されたものであり、インフラや水道などの料金の収集を行う公共施設などの所有権を公共部門に残したまま、運営、管理等を民間事業者が行うことを指す。つまり、民間事業者側が公共部門側から運営する権利を購入し、利用者からの料金の収集により利益を得るというものである。これを独立採算型といい、民間事業者側はある程度、自由に運営を行うことが可能である。しかし、現在の日本のコンセッション方式は海外のコンセッション方式とは異なる部分が多い。ここでコンセッションの対象とされている事例の日本と海外の違いを見てみると、日本のコンセッションの対象としているのは、主に上下水道や賃貸住宅、空港、道路であるのに対し、海外では主にエネルギー施設、再生可能エネルギー施設、交通施設などを対象としている。この状況からも分かるように海外ではコンセッション方式が浸透してきており、日本よりも一歩先にいることがわかる。つまり、十分にコンセッション方式を活用できていない状況にある。その原因として挙げられるのは、日本のPFI法である。2013年に政府は成長戦略の中で16年末までに空港や水道、有料道路などを中心に2～3兆円規模のコンセッション方式を実施するという方針を示している。現在のPFI法では対象となるものに制限などがなされている。さらにコンセッション方式を活用していくためにはPFI法を改正していき、より多くの民間事業者の参加へとつなげていかなくてはならない。

3-2-2 コンセッション方式における民間と他者との関係

コンセッション方式を行うには、公共部門などの発注者と民間事業者の間にコンセッション契約を締結する必要がある。その契約の中で事業期間、事業範囲、民間事業者が公共部門に支払う運営権に対する金額などを決定する。出資者においては、運転資金や運営権に対する支払いのために出資し、公共施設の料金として収集される収入の中から配当として出資の対価を受け取る。事業は、費用が大きくなることが多く、出資者から受け取った資金だけでは賅えなくなってしまふ場合は金融機関から融資を受けることとなる。コンセッション方式(独立採算型)のような場合はプロジェクトファイナンスが使用されることが

多い。ここで新たにプロジェクトファイナンスという言葉が出てきたが次節で詳しく述べていく。

3-2-3 コンセッション方式の実施によるメリット

5 コンセッション方式は事業を行う中で、発注する公共部門側、運営権を受け取る民間事業者側のどちらにもメリットがある。

10 初めに公共部門側のメリットとしては、運営権を売却することによって得た資金を負債やその他の運用金として活用することができる。さらに、公共部門側は財政的な負担をすることなく公共施設の運営を行うことができる。それはマーケットリスクを民間事業者へ移すことができるということになり、公共部門側のメリットであると言える。

15 次に民間事業者側のメリットとして、自分たちの工夫しだいで、責任は伴うが、自由に公共施設の運営をすることができる。これまでの日本の制度では民間事業者は公共部門から一部の事業を引き受けることしかできなかったが、コンセッション方式の導入が行われたことにより民間事業者の事業市場の拡大へとつながったと言える。本章の冒頭でも述べたように、国土交通省の発表では、現在の日本の社会資本は約 800 兆円あると言われており、コンセッション方式の活用が進んでいくことにより証券市場の取引量が増加し、さらなる市場の活性化へとつなげることが可能である。

20

第3節 ファイナンス手法

25 コンセッション方式では民間事業者の資金では賅えないほどの資金が必要であることが多い。この場合、プロジェクトファイナンスを活用することでコンセッションに必要な多額の融資を受けることができ、民間事業者は、資金を賅うことができる。つまり、コンセッション方式を利用するためにはプロジェクトファイナンスは欠かせないものと言える。コンセッション方式がさらに普及していくためには、プロジェクトファイナンスの普及が必要不可欠である。ここでは、それを踏まえ、従来から活用されているコーポレートファイナンスとプロジェクトファイナンスの違いやメリットなどについて述べていく。

30

3-3-1 コーポレートファイナンス (Corporate Finance)

5 コーポレートファイナンスとは企業の財務活動の中で、事業や投資に必要な資金を金融市場から調達するための活動の総称のことを指す場合と、企業の価値を上げるために活動する中で、どのように資金調達をし、投資へとつなげられるかということを経済的な面から検討し、実行していく活動を指す場合とがある。

10 コーポレートファイナンスを行う目的として、企業価値を最大限に上げるために財務諸表を考察していくことが挙げられる。企業価値は企業が現在から将来にかけて生み出すとされるキャッシュフローを現在の価値に換算し求める。このような企業価値を求める方法や理論、資金調達の手段やその費用に関する方法や理論がコーポレートファイナンスの基になる。

15 企業価値を求める方法は金銭の時間に換算した価値を考察する、NPV（正味現在価値）、DCF（Discounted Cash Flow）法、IRR（内部収益率）などがある。NPVとは、投資する対象の事業、事業計画が産出するキャッシュフロー現在価値（DCF）の総和のことである。DCF法は、毎年のキャッシュフローの正しい変化の予測、将来の価格の的確な予測、割引率、最終還元利回りの精密な適用を行うことができる。また、不動産の所持している期間に得ることのできる純利益を現在価値に換算したものと、所持している期間が終了したときに売却することによって得られると予想される価格を現在価値へと換算したものを
20 合わせることにより不動産自体の収益を求めることのできる手法である。普段の融資では、企業が返済できる可能性などを信用力や担保の価値に依存し、審査を進めるコーポレートファイナンスが行われているのが現状と考える。

3-3-2 プロジェクトファイナンス (Project Finance)

25 プロジェクトファイナンスとはある特定の事業やプロジェクトにおける資金調達のために行われる融資で、プロジェクトから生み出されるキャッシュフロー（事業から得る収益など）のみを返済の原資としている。一方のプロジェクトファイナンスでは、特定のプロジェクトのキャッシュフローを分析し、そのプロジェクトの資産価値を担保として審査し、プロジェクトを行う企業やスポンサーへの債務保証を要求しないノンリコースローンとなっている。
30

ノンリコースローンとは、ローンなどの返済のために、プロジェクトが原資を生み出し、その生み出した範囲内で返済を行う融資の方法である。その分、借り手は無制限の返済を行う必要がなく、従来のファイナンス手法では負いきれないような大規模な資金調達が可能となるが、銀行側がリスクを背負うことになる。そのため、通常、ノンリコースローンが利用される場合には金利プレミアム（上乘せ金利）が掛けられ、融資するための審査が厳しくされている。

5 また、プロジェクトファイナンスは、主に多額な資金を必要とする大きなプロジェクトに使用されるため、プロジェクトを遂行する SPC（Special Purpose Company）を立ち上げ、企業やスポンサーから独立を図り資金調達を行うこともある。それに加え、インフラなどの公共事業を行う民間の事業においてプロジェクトファイナンスが使用されることが多く、その場合においても PFI 事業会社（SPC）を立ち上げることが多い。

10

また、借り手側のデメリットとして、コーポレートファイナンスよりも高い金利の場合が多いことや、契約に時間がかかり、融資を受けるまでの期間が長いなどがあげられる。それに対し、貸し手側は、建設や開発が予定通り進まないという完工リスク、操業を開始したものの期待通りの運営等ができない操業リスク、操業はできているものの販売面で期待通りにいかない販売リスクなどがある。貸し手側は大きなリスクを背負うことになるが、その分、リターンも大きい。リスクはなるべく小さいほうが良いため、こうしたリスクを軽減、またはなくすために、貸し手側もいくつかに分けられ、事前に借り手側や貸し手側ともに様々な契約がなされている。

15

20

図表 18 プロジェクトファイナンスにおけるメリット

借り手側	貸し手側
<ul style="list-style-type: none">● 従来のファイナンスでは背負いきれないような大規模な資金調達が可能● プロジェクトの返済が滞った場合でも返済の義務を負わない● 借入金などをバランスシート（貸借対照表）に記述しなくてもよい	<ul style="list-style-type: none">● プロジェクトを企業やスポンサーなどの事業主が負うリスクから遠ざけることができる● コーポレートファイナンスよりも金利が高いため収益が大きい

出典：筆者作成

第4章 政策提言

これまでに日本再興戦略から今日の日本の経済状況などを踏まえ、これからの日本再興戦略改訂 2015 の経済対策などを見てきた。その上で、私たちは「情報の非対称性」の部分から、間接金融を通じた証券流通市場の活性化は難しいと考えた。また、私たちは証券流通市場で流通している有価証券を軸に、証券市場活性化を定義し、投資する側のリスクのひとつ「情報の非対称性」を克服するためにコンセッション方式などを取り上げてきた。本章では家計部門における情報の非対称性を克服し、加えて 800 兆円もの眠った社会資本を証券流通市場活性化に活用するため、私たちは「インフラ投資の証券化」を提言する。

10

第1節 インフラ投資を証券化へ

ここまで、日本の社会資本は約 800 兆円あり、これを活用する他はないと幾度も述べてきた。それを現実にするものとしてインフラ整備などを行うと同時に、PFI 方式や所有権のみを公共部門に残すコンセッション方式を取り入れ、民間事業者に引き渡す際に、証券を発行する。そうすることで証券化がなされ、証券流通市場の活性化が進む。ここで、インフラの一つである、不動産の証券化という面でのグローバル化が、証券流通市場においてどのような影響を与えるかということを見ていこう。

15

20 4-1-1 グローバル市場への転換

インフラ証券化の中でも細かい、1つの例として、不動産の証券化によってどのような効果が得られるのかを見ていこう。まずは不動産証券市場がどのようなものであるかを見ていく。不動産を買うことで損はしないという土地神話の崩壊から不動産証券市場の自由化が行われ、より身近なものになったが、バブル崩壊による不動産価値の下落で市場が衰退したと言える。なぜ、不動産価値の下落が市場に大きな影響を与えたのかということ、日本独自ともいえる土地本位制と呼ばれるものが存在しているためである。次の項で土地本位制と呼ばれるものについて述べていく。

25

4-1-2 土地本位制

土地本位制とは、銀行から融資を受ける際に、事業収益性に関係なく、保有している土地の値段や価値に対し、融資の金額が決定されるというものである。また、土地本位制は日本独自に発達した制度といえる。海外では金本位制¹を活用することがほとんどである。海外で融資をする際に重要視されるのは事業収益性であり、その事業でどれだけ利益を出すことができるかが重要になっている。それに対し土地本位制を取り入れている日本は、いくらの価値を持つ土地をいくつ持っているかに重点が置かれるという違いがある。そのため、土地を担保に融資を受け、その資金でさらに土地を買い、その土地を担保に融資を受けるということが繰り返され、土地の値段が上昇し続けた。それが日本におけるバブル期である。

しかし、バブルがはじけると土地の値段は一気に下落し、返金されない金が不良債権となり、銀行の経営を悪化させたという背景がある。

15 図表 19 不動産市場の転換

- | |
|---------------------------------|
| ➤ 土地本位制＝土地担保金融システムの崩壊 |
| ➤ 土地保有リスクの顕在化 |
| ➤ 不動産の流動化、価値評価：取引事例から収益還元 |
| ➤ 外貨系投資家の参入 |
| ➔ 流動性が高まり不動産市場がグローバル市場への転換が起こった |

4-1-3 市場のグローバル化におけるインフラ証券について

不動産の市場がグローバル化したように、インフラ事業の証券化によって、証券流通市場が活性化され、流動化が起こり、グローバル化していくことが不動産の証券化の例から予想できる。グローバル化が進行していくことで、海外の投資家の参入も可能となり、証券市場における流通量の増加やプレイヤーの増加が見込まれる。これにより、我が国の証券流通市場の活性化が確実なものになると言える。

¹ 為替市場における金本位制とは異なり、ファイナンス市場におけるものである

第2節 仙台空港の事例

ここでは、公共インフラを民間に委ねる大規模なコンセッション方式の国内最初の採用例として仙台空港の事例をあげ、これからの見通しや課題などについて述べていく。

5

4-2-1 仙台空港の民営化

仙台空港は、東日本大震災からの完全な復旧と収益向上を目的として民営化案が打ち出され、コンセッション方式により所有権を国に残したまま、運営権を民間事業者に委ねられることが発表された。今回、国土交通省が優先交渉企業に東急前田豊通グループ（主に東急電鉄）を選定した。2015年12月に国と契約を結び、2016年6月に事業の引継ぎを完全に終わらせる予定である。今回の仙台空港のコンセッション方式による事例では、関西国際空港などのように売却価格を重視するのではなく、空港の活性化が重視された。東急前田豊通グループは、鉄道やバスなどの交通業の事業者との連携や格安航空会社（LCC）のための施設整備、施設案内の充実などを提案している。

4-2-2 仙台空港民営化による展望

仙台空港は、2014年の国内線利用者が307万2541人となっている。また、アクセス数も334万人超となっており、将来的に600万人を超えると予想されている。そのため、今回の仙台空港民営化がされることで空港内の商業施設等の充実がなされ、東北で最も活気のある空港になると予想できる。また、仙台空港は仙台駅から20~30分とアクセスも良く、観光やレジャー施設に近いような利用の方法もある。さらに、空港内や周辺にホテルを充実させると共に、空港内に地域の特産品売り場などを設けることにより、地域産業の活性化や設備の充実により更なる雇用の増加が見込める。今回の仙台空港の事例を皮切りに、公共施設等のコンセッション方式の活用が増えていくと予想できる。さらに、民間事業者を引き継ぐ際に証券を活用できれば証券流通市場の活性化につながっていくと考えられる。これからの日本において見逃すことのできない制度であり、更なる促進の為に法の整備などを進めていく必要がある。

30

まとめ

ここまで日本再興戦略から日本の状況や政府の考える政策などを見てきた。また、そこから女性の社会進出の必要性について述べ、女性の社会進出が証券流通市場の活性化において必要とされる要素であるとした。さらに証券化についてどういったものかを述べ、本稿では、証券流通市場で流通する有価証券を取り扱い、投資家は安全性・保証性を重視するということから社会資本などのインフラを証券化することで証券流通市場の活性化を行うことを提案した。証券化するためには、特定の保有資産（キャッシュフローを生み出す資産）について、そのキャッシュフローを裏付けした有価証券を発行し、証券市場で流通させる必要がある。それにより市場での売買が不可能だった資産などを売却することが可能となる。その際に PFI 方式やコンセッション方式による民間事業者の公共部門への参入を行い、インフラなどの社会資本を証券化することで、情報の流通も身近になり、情報の仕入れも容易に行うことができ、「情報の非対称性」という投資における大きな問題の克服にもつながる。これにより家計部門からのプレイヤー増加を見込めるとともに、証券化することによって海外の投資家の参入もさらに増加すると考えられることから、家計部門だけでなく、海外部門のプレイヤーの増加を期待できる。また、人口減少が進む日本の現状において、税収の減少は免れない。コンセッション方式を活用し、民間事業者

5

10

15

20

に運営を委ねることで税金の節約につながり、少ない税収を他の使い道に有効活用することができる。結果的に、プレイヤー増加により証券市場の流通量が増加し、証券によって得た資金でコンセッションを進めるなど民間事業者がさらに活用していくという好循環が生まれる。これにより証券流通市場が拡大していき、インフラを証券化することで証券流通市場の大きな活性化につながると私たちは考える。

参考文献

- ・大橋和彦「証券化の知識」日本経済新聞出版社 2001年
- ・田淵直也「入門実践金融 証券化のすべて」日本実業出版社 2012年
- ・福島隆則、菅健彦「よくわかるインフラ投資ビジネス 需要を読む、リスクを知る、戦略を練る」日経BP社 2014年
- 5 中京大学 増田ゼミ B 班「直接金融と間接金融 ~今後日本はどうか~」2014年
- ・日本証券業協会「FACT BOOK 2015」
- ・FXCM 楽天証券
- 10 <http://www.fxcm.co.jp/support/word/k1pgmk000000qdf1.html>
- ・iFinance 金融情報サイト
<http://www.ifinance.ne.jp/glossary/finance/fin014.html>
- ・JFC 日本政策金融公庫
<https://www.jfc.go.jp/n/company/sme/securitisation.html>
- 15 家計の資産構成 日米欧比較
<http://www.boj.or.jp/statistics/sj/sjhiq.pdf>
- ・株式会社ジャパンウォーター
http://www.japanwater.co.jp/concession/basic/basic_4
- ・金融庁 金融商品取引法について
- 20 <http://www.fsa.go.jp/policy/kinyusyohin/>
- ・国土交通省
<http://www.mlit.go.jp/common/001003171.pdf>
- ・これまでの主な成果と新たな取り組み
https://www.kantei.go.jp/jp/singi/keizaisaisei/pdf/seika_torikumi.pdf
- 25 参議院ホームページ 議案情報
<http://www.sangiin.go.jp/japanese/joho1/kousei/gian/189/meisai/m18903189055.htm>
- ・首相官邸ホームページ
http://www.kantei.go.jp/jp/headline/seicho_senryaku2013.html

30

- ・ 内閣府 民間資金等活用事業推進室
<http://www8.cao.go.jp/pfi/index.html>
- ・ 日本 PFI・PPP 協会
<http://pfikyokai.or.jp/about/index.html>
- 5 ・ 日本銀行 資金循環
<http://www.boj.or.jp/statistics/sj/index.htm/>
- ・ 日本広報中央委員会 世論調査
<http://www.shiruporuto.jp/finance/chosa/yoron2013fut/pdf/yoronf13.pdf>
- ・ 日本再興戦略
<https://www.kantei.go.jp/jp/singi/keizaisaisei/pdf/dailjp.pdf#search=%27%E6%97%A5%E6%9C%AC%E5%86%8D%E8%88%88%E6%88%A6%E7%95%A5%27>
- 10 ・ 「日本再興戦略改訂版 2015年 これまでの成果と新たな改革」
https://www.kantei.go.jp/jp/singi/keizaisaisei/pdf/new_seika_torikumi.pdf
- 15 ・ 日本証券業協会
http://www.jsda.or.jp/manabu/securities/level1/sec1_01.html
- ・ 日本証券経済研究所
http://www.jsri.or.jp/publish/market/market_25.html
- 20 ・ 野村証券
<https://www.nomura.co.jp/terms/japan/si/securiti.html>
- ・ 楽天証券
<https://www.rakuten-sec.co.jp/web/fund/learn/about/>
- ・ わかりやすい DCF 法の話
<http://nsk-network.co.jp/n-031002.htm>
- 25