

平成 28 年度「証券ゼミナール大会」

第 3 テーマ C ブロック

「今後の国内証券流通市場の活性化について」

関西学院大学 岡村ゼミナール

中西梨奈 西尾和樹 西岡春陽 丹羽悠太 正岡優花

目次

| | | |
|----|----------------------------|----|
| | 序章 | 3 |
| | 第 1 章 証券市場 | |
| | 第 1 節 証券市場の仕組み | 4 |
| 5 | 第 2 節 証券取引所と証券会社 | 5 |
| | 第 3 節 証券流通市場が果たすべき役割 | 6 |
| | 第 2 章 証券流通市場 | |
| | 第 1 節 証券市場のプレイヤー | 7 |
| | 第 2 節 取引所外取引の変遷 | 8 |
| 10 | 第 3 節 取引所取引の現状・課題 | 9 |
| | 第 3 章 家計 | |
| | 第 1 節 家計の分析 | 13 |
| | 第 2 節 家計における余剰資産 | 15 |
| | 第 3 節 自助努力の必要性 | 17 |
| 15 | 第 4 章 企業 | |
| | 第 1 節 国内企業の現状 | 21 |
| | 第 2 節 コーポレート・ガバナンス | 25 |
| | 第 5 章 提案 | |
| | 第 1 節 取引所への提案 | 30 |
| 20 | 第 2 節 家計への提案 | 32 |
| | 第 3 節 企業への提案 | 35 |
| | 終章 | 38 |
| | 参考文献・資料 | 39 |

25

30

序章

我が国では、1989年12月に日経平均株価で史上最高額の38,957円となったが、1990年以降バブル崩壊と呼ばれる株価の大幅な下落が続いた。さらに2008年には世界的な金融危機が起こり、日本の証券市場は停滞した状態にある。

5

かつての高度成長期や安定期のもとにある経済では、銀行を介して家計の貯蓄を企業の投資に結び付ける間接金融方式は有効に機能してきた。しかし、バブル崩壊後は不良債権問題により銀行に過剰なリスクを負わせられず、直接金融の比重を高め、間接金融と直接金融をバランスよく機能させることが必要になった。この背景から、1996年に当時の橋本龍太郎内閣において「日本版金融ビッグバン」と呼ばれる大規模な金融システム改革が行われ、証券市場における規制緩和が進められた。そうした中で、「貯蓄から投資へ」の動きが促進されたが、家計の保有金融資産のうち現預金は約5割を占め、欧米と比較しても依然として貯蓄に偏っているのが現状である。

10

また、少子高齢化社会の日本では、年々社会保障費が増加し、国の歳出に占める比率が高くなってきている。現在の人口構造のもとでは、世代間扶養を基軸とした社会保障制度の持続可能性はおろか、必要となる給付サービスの確保も難しくなるため、自助努力による老後の資産形成が不可欠である。

15

貯蓄から投資へ流れた家計の資金は、企業の成長マネーになり、日本経済の成長に寄与し、また、将来の日本の社会保障を支えるだろう。その資金を作っていくためには、流通市場で活発な取引が行われ、証券市場全体が発展していく形が求められると考える。

20

本論では、まず第1章で証券市場を踏まえ、証券流通市場の役割について触れる。第2章では証券流通市場の現状や課題を分析し、第3章では家計を、第4章では企業についてそれぞれ分析する。そして、第5章で取引所、家計、企業に対して、証券流通市場を活性化させるための施策を提案していく。

25

第 1 章 証券市場

本章では、証券市場の仕組みについて述べた後、証券取引所と証券会社との関係について明らかにし、証券流通市場が果たすべき役割、またその上で必要とされる要因について述べる。

5

第 1 節 証券市場の仕組み

証券市場について触れる前に、その前提となる金融市場について述べる。金融市場は国民経済における金融的な資金の流れの全体であり、金融資産が売買される場である。金融市場は間接金融と直接金融に分類される。間接金融とは、
10 資金余剰主体から資金不足主体への資金の流れが、銀行などの金融仲介機関によって仲介される形で行われる金融である。一方、直接金融とは、資金不足主体が資本を調達するために株式や債券などの証券を発行し、証券会社を通じて、資金余剰主体がその発行された証券を購入する形で行われる金融である。そして、この直接金融が行われる場が証券市場である。

15 次に、証券市場について述べる。まず、証券市場は発行市場と流通市場に分類される。発行市場とは、資本を取得するために企業が株式や債券を新たに発行する市場である。一方、流通市場とは、既に発行された証券が売買される市場である。投資家にとって売買しやすい流通市場が存在することで、発行市場において新たな証券が発行されやすくなる。また、流通市場で形成された証券
20 の価格は、その証券に対する投資家の需給動向を端的に示すため、新規に証券を発行する際、その価格を基準として発行される。このように、発行市場と流通市場には密接な関係がある。

さらに、証券流通市場は証券の種類によって株式流通市場と債券流通市場に分類される。株式流通市場とは、株式が市場参加者間で売買される市場であり、
25 取引所を利用するか否かで、取引所取引と取引所外取引に分類される。取引所は日本取引所、札幌取引所、名古屋取引所、福岡取引所と国内に数か所あり、日本取引所は東証一部、東証二部、JASDAQ、マザーズ、TOKYO PRO Market から構成されている。一方、取引所外取引とは投資家が取引所を介さずに株式を売買する取引のことであり、証券会社内で行う取引や、私設取引システム(以下
30 下 PTS)を通じた取引などが該当する。

また、以降我々は「国内投資家層の拡大という点に関しては、対象となる証券を株式に絞る」という主旨文の意向に従い、本論においては債券流通市場について言及せず、株式流通市場に絞って議論を進める。

5 第2節 証券取引所と証券会社

先述したように、証券流通市場には証券取引所がいくつか存在する。そして、証券取引所を利用する証券会社が多数存在する。そこで本節では、証券取引所における取引、証券会社における業務内容について述べ、証券取引所と証券会社の関係性を明らかにする。

10 まず、証券取引所における取引は、一定の上場基準を満たした上場銘柄に対して、定められた立会時間にオークション方式で行われる。また、証券取引所は取引の公正性を図るために、取引や証券会社の業務内容について自主規制機関として管理・監督にあっている。

次に、証券会社の業務について述べる。株式を売買したい人は全国に多く存在するため、自ら売買相手を見つけることは容易ではない。そこで、株式を売買する際に必要となるのが証券会社である。証券会社には、委託売買業務、自己売買業務、引受業務、分売業務の4つの業務がある。委託売買業務とは、顧客から委託された注文の執行を代行する業務のことである。自己売買業務とは、証券会社が自己勘定で売買することにより、売買差益を稼ぐ業務である。引受業務とは、企業が証券を発行したい場合に、その総額を買い取ってこれを投資家に販売する、あるいは、それを投資家に販売できなかった場合に、その総額を買い取る業務である。分売業務とは、新規に発行される証券を多数の投資家に売りさばく業務である。

25 これらの業務を持つ証券会社では、多くの人の売買注文を取りまとめて証券取引所に持ち込み、全国の株の売買注文を証券会社を通じて証券取引所に集めることができる。このように、証券取引所と証券会社の密接な関係によって、企業が必要とする資金を長期にわたって安定的に供給する役割を果たしているのである。

第3節 証券流通市場が果たすべき役割

第3節を述べるにあたり、ここで「証券流通市場の活性化」の定義を確認しておく。今回の主旨文において定義されているように、活性化とは「国内投資家層の拡大」と「我が国における証券の取引量の増加」を意味する。そこで本
5 節では、活性化のために必要な、証券流通市場が果たすべき役割について言及する。

経済学的観点での証券流通市場の役割は主に2つある。第一に、市場に多くの需要と供給を集中させることにより、その需要と供給を反映した公正で適切な価格の株価を発見・決定することである。第二に、市場で競争的に成立する
10 公正な価格をシグナルとして、資本を需要している資金不足主体に効率的に資金を配分することである。すなわち、適切な価格形成、効率的な資源配分が証券流通市場の果たすべき役割である。

また、これらの役割を果たす上で必要とされる要因として、高い流動性が挙げられる。流動性とは、「買いたい時に買え、売りたい時に売れる」ということ
15 を意味する。そして、流動性が高まるということは取引量や取引回数の増加を意味し、取引がしやすくなることにつながる。したがって、適切な価格形成、効率的な資源配分といった証券流通市場が果たすべき役割を達成するためには、流動性の向上が必要なのである。

そして、高い流動性を得るためには、投資家からの信用を得ることが必要な
20 ため、取引所の自主規制機関としての監督、監査、上場基準、法制度の充実など、取引しやすい環境を整えておくことが重要である。加えて、投資家に対する情報開示を積極的にするなど、投資家保護を図ることも必要である。

また、流動性が高い資産も存在すれば、低い資産も存在する。低い資産においては、期待収益率、いわゆる利回りが高くなる。この利回り差を流動性プレミアムという。こういった資産は、現金化に必要な時間と費用が余分にかかる
25 ため、この不都合を償うための報奨として流動性プレミアムが付けられるのである。

第2章 証券流通市場

本章では証券流通市場において取引主体となる投資家について述べ、その後、取引所外取引の変遷、また、取引所取引の現状・課題について分析する。

5 第1節 証券市場のプレイヤー

(1)個人投資家

個人投資家とは、個人の資産を株式や債券に投資する一般の投資家のことをいう。株式市場における個人投資家の意義は、流動性の源泉となりうることである。流動性は、個人投資家数や取引量が増加することで向上する。

10 個人投資家の中には、デイトレーダーなど投資のプロから小口の投資を行う家計まで、様々な種類の投資家が存在する。我々はその中でも、証券流通市場の活性化の担い手として、家計に焦点をあてる。その理由として、保有金融資産の過半が現預金で構成されておりリスク資産に投資する余力があるということ、将来の資産形成において自助努力する必要があるということが挙げられる。

15 詳しくは第3章で述べていく。

(2)機関投資家

機関投資家とは、生命保険会社、年金基金など、大量の資金を使って株式や債券で運用を行う大口投資家のことをいう。また、機関投資家の株式保有比率

20 が高まることを機関化現象といい、欧米企業においてはこの現象が進行している。機関化現象は、機関投資家の「物言う投資家」としての役割を強めることが考えられる。機関投資家が企業の経営にモニタリングを働きかけることにより、ディスクロージャーが促進され、投資家との情報の非対称性が緩和される¹。また、そこから生まれる透明性に期待した個人投資家が市場に参加し、流動

25 性が高まることが想定される。我々はこれを機関化現象による効果だと考える。

¹ 生方・坂和(2007)の研究により、東証上場企業においては、四半期情報が開示された方が投資家間の情報の非対称性が緩和されるということが示されている

第 2 節 取引所外取引の変遷

本節では、取引所外取引における変遷を述べる。

株式流通市場は当初、取引所集中義務のもと、伝統的な取引所が主であった。その目的は、市場の厚みと流動性の向上であり、これらがなされることにより
5 公正な価格形成につながるとされていたからである。しかし、市場間競争の促進²や投資家の取引ニーズの多様化³、コンピューターや通信技術の発達から、1998年12月に日本版金融ビッグバンにより取引所集中義務が撤廃された。これによって、PTSや取引所外取引が可能になったのである。

その後、証券会社と取引所のシステムダウン、誤発注、また見せ玉⁴などの不正行為が相次いだため、東京証券取引所は市場の信頼性を高めるために、2010
10 年1月に高速性能を有する新システムである「アローヘッド」を導入した。このような変化から、HFT⁵の参入が本格化し、相次ぐ規制緩和により、PTSの利用は増加した。このHFTには流動性を向上させるという役割がある。しかし、HFTは一部の投資家に有利となるため、公平性に欠けるという問題が生じてい
15 るのも事実である。この問題に対して、米国ではスピードバンプを利用したIEX⁶がある。そして、日本でPTSを運営するチャイェックス・ジャパンが、2016年10月17日から主に機関投資家向けの新たな株式取引市場であるKai-X(カイエックス)を設立した。これは、東京証券取引所と比較して売買のスピー
20 ドを意図的に遅らせ、HFTを実質的に排除し、公平な市場環境の提供を目指してのものである。

また、先述した取引所集中義務の撤廃を受け、取引所の代替機能として現れた取引所外取引のPTSであるが、現在の日本と欧米の市場を比較すると、日本でのPTSの市場シェアは5%程度であるのに対し、欧米においては30%であり、

² 証券市場の公平性と効率性を高めるにあたり、証券市場における競争を促進することは必要で、競争は市場仲介者間だけでなく市場間においても行われるべきであるということ

³ 取引注文の大口化、バスケット化などのこと

⁴ 約定の意図なく、特定の株式等の売買状況に関し大量の注文を発注・取消・訂正し、あたかも取引が活発であると見せかけ第三者の取引を誘引する注文のこと

⁵ High Frequency Trading。超高速取引または高頻度取引のこと

⁶ IEXグループのブラッド・カツヤマ最高経営責任者(CEO)率いるダークプール(私設取引システム)の運営会社のこと

日本の市場は著しく低いことがわかる。

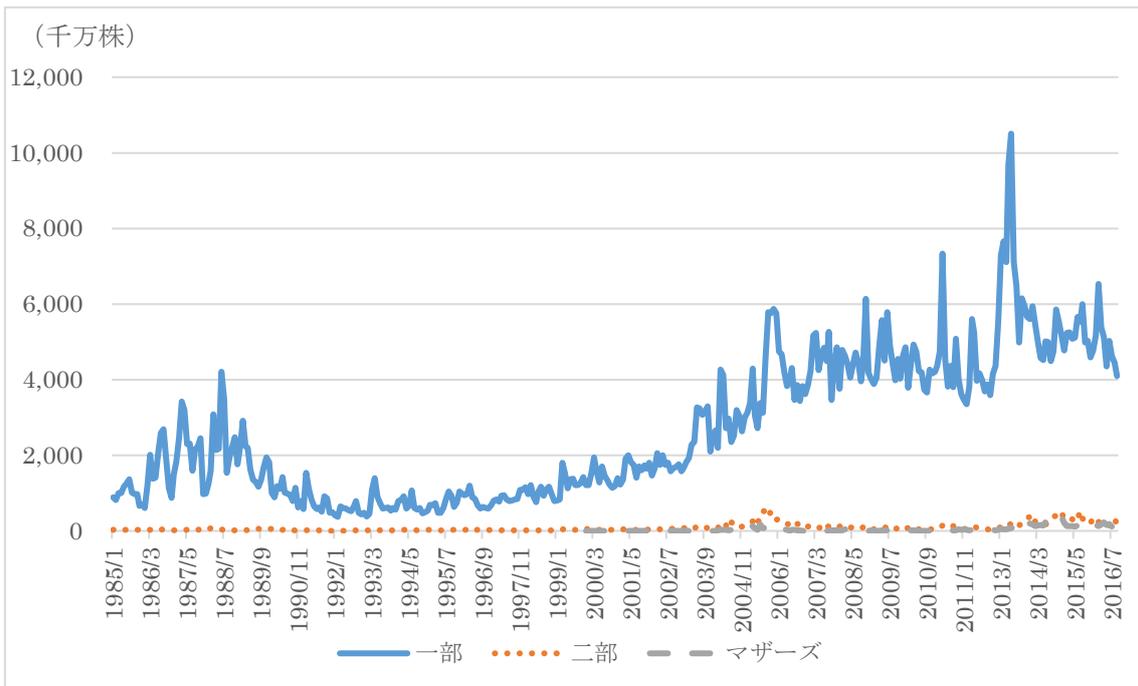
以上のことを踏まえて、日本の取引所外取引には、今後改善する余地はあると考えられる。

5 第3節 取引所取引の現状・課題

本節では、取引所取引における現状を分析し、課題点を述べる。

10 図表 2-1、2-2 はそれぞれ 1985 年から 2016 年にかけて、東証一部、二部、マザーズにおける売買高、売買代金を比較したものである。これらの図表から、近年では東証一部への割合が大きく偏っていることが読み取れる。売買高、売買代金の割合が大きいということは、その市場に対する取引量、取引回数が多いということを示す。よって、東証一部の流動性は東証二部、マザーズと比較して高いといえる。

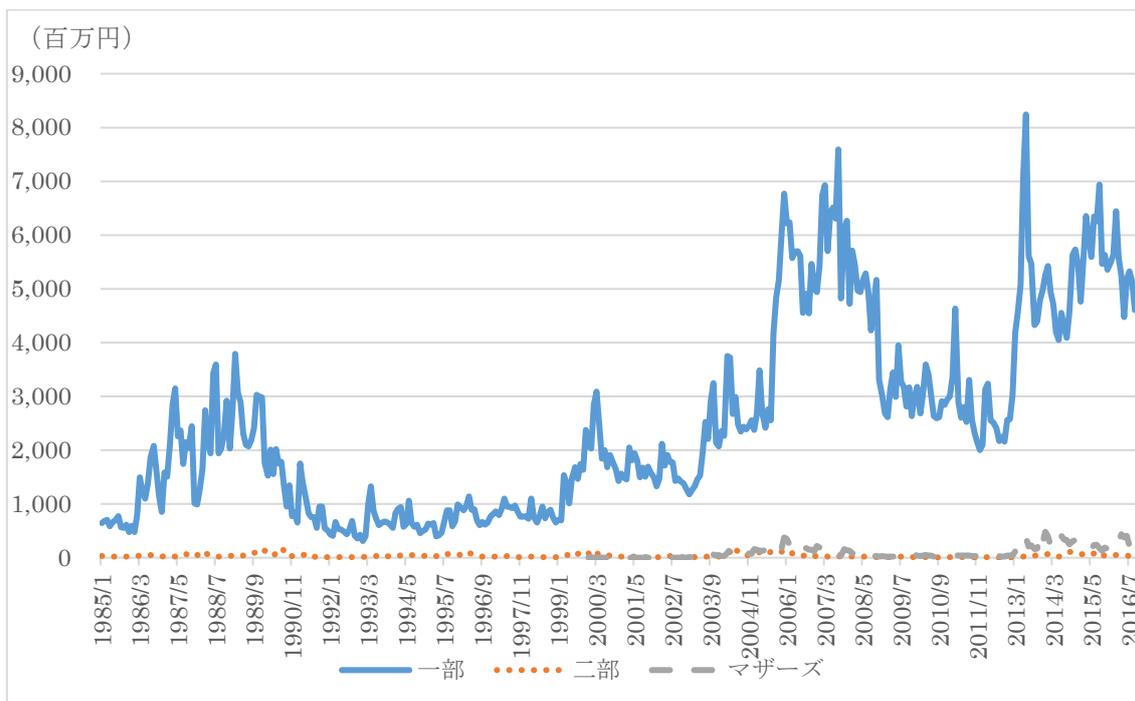
【図表 2-1】市場別の売買高



15

出所：「東京証券取引所 HP」より筆者作成

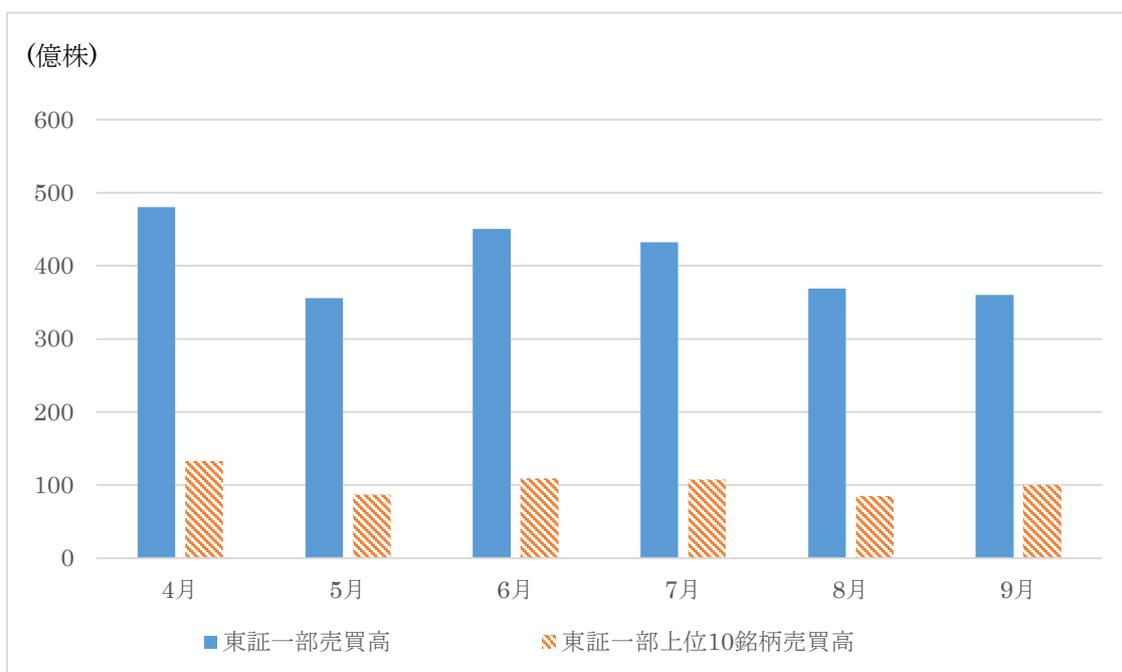
【図表 2-2】 市場別の売買代金



出所：「東京証券取引所 HP」より筆者作成

- 5 図表 2-3 は、東証一部売買高と東証一部上位 10 銘柄による売買高を、2016 年 4 月から 9 月末の期間にかけて示したものである。9 月の日本取引所グループの調査によると、我が国の東証一部における上場企業数は 1,982 社ある。そのうちのわずか 10 銘柄で売買高の 3 割弱を占める。すなわち、1,972 社で残りの 7 割を占めているということになる。この偏りの原因は、東証一部において
- 10 約 3 割を占めるマイクロキャップが存在しているためである。

【図表 2-3】 東証一部売買高に占める上位 10 銘柄売買高の割合の図



出所：「日本経済新聞紙朝刊 市場体温計」（2016/4-2016/9）より筆者作成

- 5 マイクロキャップとは、SEC⁷の基準によると時価総額 2.5~3 億ドル未満、現在のドル円レートで換算すると時価総額 250~300 億円の企業を指し、一般的に投資リスクが高いと考えられる。さらに、時価総額が 100 億円未満の企業になると、ディスクロージャーの質に懸念がある企業も見受けられるようになる。
- 10 2013 年中における会計監査人の交代状況を見ると、会計監査人の交代の 7 割が時価総額 100 億円未満の企業で生じており、このうち 4 割が大手監査人から中小監査法人や個人会計事務所への交代となっている。このことが必ずしも監査の質の低下を意味するものではないが、大手監査法人からの意見表明を得られず、開示書類の訂正遅延に至った末、新任監査人から適正意見を得るといった事例は実際に発生している。
- 15 このリスクの高いマイクロキャップが、我が国の上場企業のおよそ 7 割弱を占め、さらに、時価総額 100 億円未満の企業はおよそ 4 割にも及ぶ。対して、米国、英国におけるマイクロキャップ数はそれぞれ全上場企業数の 33%、25%

⁷ 米国証券取引委員会

となっており、100億円未満の企業数はおよそ18%、13%に過ぎない。

次に、各国のマイクロキャップの上場先について述べる。まず米国では、マイクロキャップの多くは、ニューヨーク証券取引所ではなく、ナスダック、特にナスダック・キャピタル・マーケット及び、NYSE MKT で取引されている。

- 5 この他、非上場である OTC マーケッツがあり、ここで多くのマイクロキャップが取引されている。また英国では、AIM 市場⁸にマイクロキャップが集中している。

- 一方で、我が国では東証一部に時価総額100億円未満の企業が170社以上上場しており、新興企業セクションであるマザーズにおける時価総額100億円未満の企業数よりも多い。また東証二部の7割、マザーズの6割、ジャスダックの8割が時価総額100億円未満の企業である。
- 10

- 以上のことから、米英と比較し、我が国では多数のマイクロキャップが東証一部だけでなく、様々な市場に上場しているという現状が読み取れる。すなわち、マイクロキャップの棲み分けができておらず、各市場のコンセプトが明確
- 15
- になっていないのである。このような状態は、投資家にとって投資がしやすい環境ではないと考えられる。

しかし、ここで述べたマイクロキャップの全てが投資対象となりえないわけではないことは、留意すべき点である。

20

25

⁸ イギリスの新興市場。中小ベンチャー企業のIPOの場として世界的な地位を確立している

第3章 家計

第2章で触れたように、我々は家計を証券流通市場の活性化の担い手と考える。本章では、家計が証券流通市場の活性化となりうる背景について詳しく述べていく。少子高齢化が進む中で、家計は将来の資産形成のために自助努力をする必要に迫られている。その手段として投資を活用することが望ましい。そのような家計の行動によって国内投資家層が拡大し、結果として証券流通市場の活性化につながると考える。

第1節 家計の分析

10 本節では、家計の分析を行う。

図表 3-1 は日本・米国・ユーロエリアの家計における保有金融資産の構成比を比較したものである。図表 3-1 のように、我が国の家計における保有金融資産の過半は現預金で構成されており、2016年10月時点の保有金融資産 1,746兆円のうち、およそ 920兆円にも上る資産が現預金に相当するといわれている。

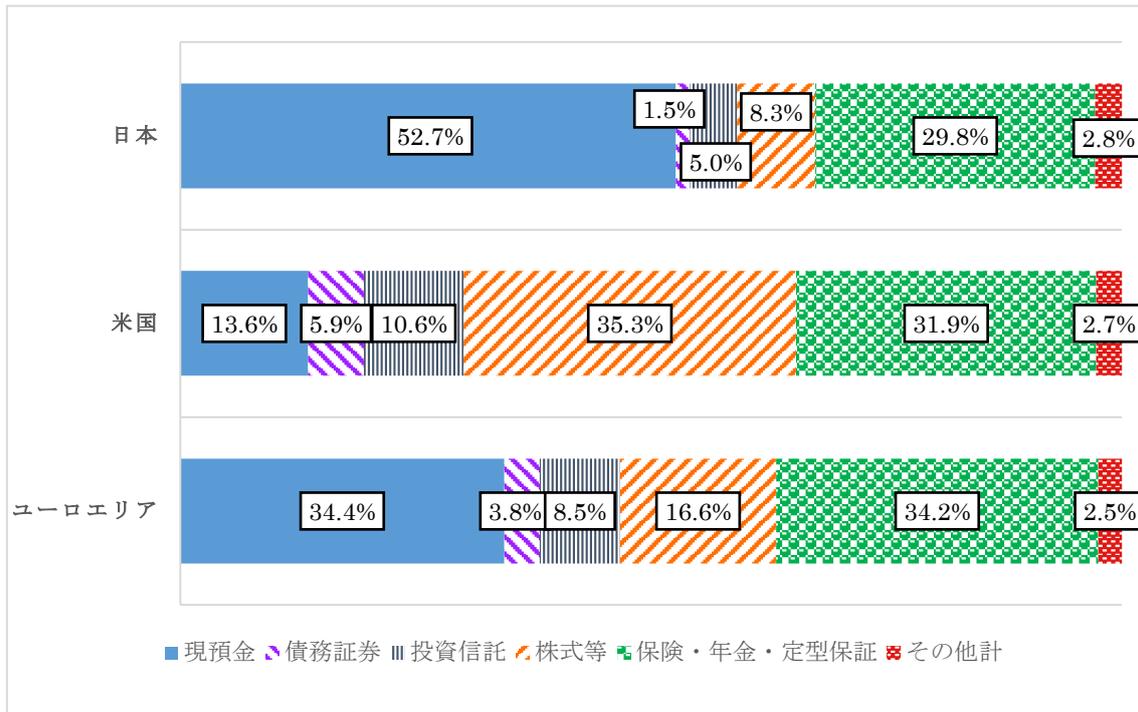
15 このような現預金の偏重は果たして妥当なのだろうか。図表 3-1 を見ると、日本では現預金が 52.7%を占める一方、米国、ユーロエリアはそれぞれ 13.6%、34.4%となっている。また、「債務証券」、「投資信託」、「株式等」といったリスク資産の保有比率の合計は、日本 14.8%、米国 51.8%、ユーロエリア 28.9%となっており、日本ではリスク資産の保有比率が低いことがわかる。

20 これらのことから、我が国の家計の保有金融資産は現預金に偏重しており、本来リスク資産に割り振ってもよい資産を蓄え続けているといえる。よって、我が国の家計には余力があり、証券流通市場の活性化の担い手になりうると思われる。

25

30

【図表 3-1】 家計の金融資産日米欧比較

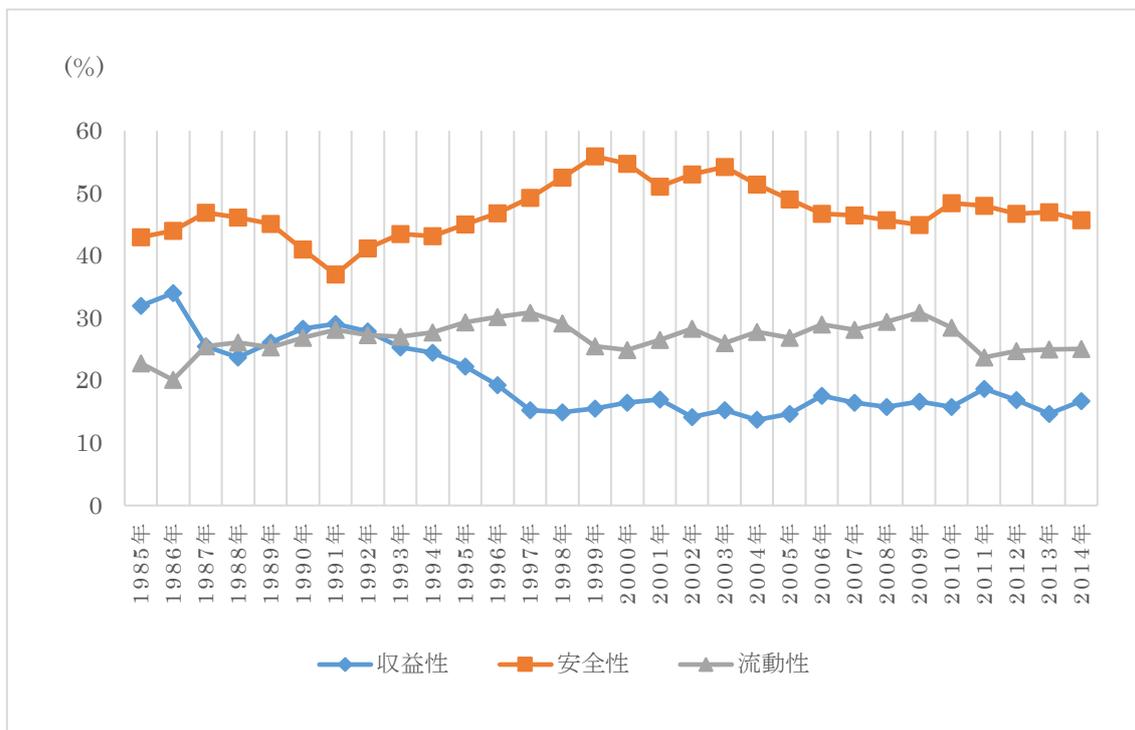


出所：日本銀行調査統計局(2016)「資金循環の日米欧比較」より筆者作成

- 5 では、なぜこれほどまでに家計のリスク資産への投資が少ないのか。これは、家計の金融資産保有世帯における金融商品選択基準で説明することができる。図表 3-2 は、2006 年から 2015 年にかけて、家計が金融商品を選択する際に重視する点についてアンケートをとったものである。図表 3-2 が示すように、「収益性」、「安全性」、「流動性」のうち、最も高い割合が「安全性」である。
- 10 一方「収益性」に関しては、バブル崩壊後、その重要性が急激に低下した。これは、バブル崩壊時に家計が投資に対してマイナスのイメージをもったためであると考えられる。これらのことから、家計はリスクを負ってまで投資することを選好せず、安全性が高い現預金を保有し続けることを重視し始めたといえる。
- 15 また、2 番目に重視されているのが「流動性」である。その理由として、必要なときにいつでも換金することができるという点が挙げられる。
- このように、収益性よりも安全性・流動性重視の傾向が続いたため、現時点において、家計の保有金融資産 1,746 兆円のうち、現預金がおよそ 920 兆円も

の金額を占めていると考えられる。

【図表 3-2】 金融商品選択において重視する項目⁹



5 出所：金融広報中央委員会(2015)「家計の金融行動に関する世論調査」より筆者作成

第2節 家計における余剰資産

10 本節では、第1節で述べた状況を踏まえ、主なライフイベントについてどのくらいの費用がかかるかを分析し、貯蓄残高の観点から適切なリスクテイクを求めるべき層を明確にする。

図表 3-3 が示すように、生涯には様々なライフイベントがある。そのため、多くの資金を必要とし、安全性、流動性のある現預金を一定以上保持しておく必要があると考えられる。

15

⁹ 二人以上世帯調査

【図表 3-3】 主なライフイベントにかかる費用の目安

| ライフイベント | 結婚費用 | 出産費用 | 教育資金 | 住宅購入費 | 介護費用 | 緊急資金 |
|---------|-------|------|-------|---------|------|------|
| 費用 | 461万円 | 49万円 | 969万円 | 3,320万円 | 16万円 | 60万円 |

出所：日本 FP 協会「主なライフイベントにかかる費用の目安」より筆者作成

5 上記のライフイベントで使うであろう費用を踏まえた上で、家計にどのくらいの余剰資金が眠っているのかを分析する。まず、貯蓄額の観点から家計を分類し、余剰資金のある家計がどのくらい存在するのかを明らかにする。その判断基準¹⁰として、純貯蓄¹¹が年間消費額を上回る層については、投資に回しうる余剰資金があると想定する。家計調査(2015)によると、貯蓄額 1,000 万円以上の層では、平均年間消費額である 380 万円程度を上回る純貯蓄を保有していることがわかり、投資できる余力があるといえる。

一方、1,000 万円以下の層では 380 万円を下回る純貯蓄しかなく、積極的に投資できる余力がないといえる。これらのことから、貯蓄を 1,000 万円以上保有している家計の層は、この余剰資金をもって投資の新規参入者となりうる。

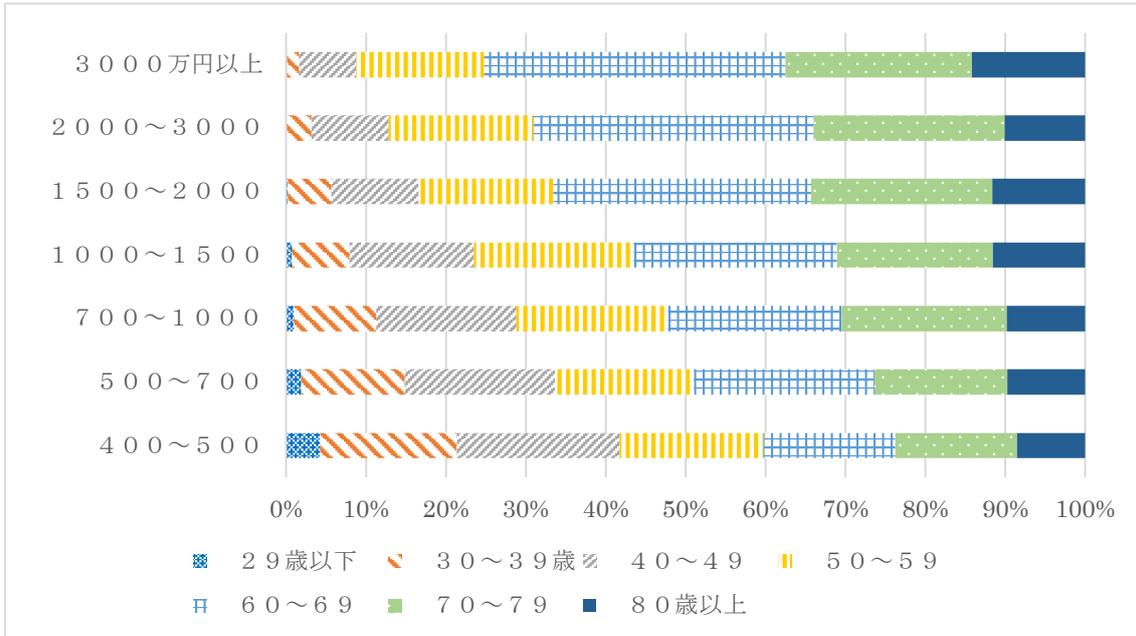
15 次に、貯蓄額が 1,000 万円以上ある家計の年齢比率を分析する。ここで、29 歳未満を若年層、30~59 歳を中年層、60 歳以上を高年齢層とする。図表 3-4 が示すように、1,000~1,500 万円の貯蓄がある層では若年層の割合が最も低く、投資に必要な貯蓄を保有している人が限られていることがわかる。しかし、この世代は老後に至るまでの時間が多くあるため、リスクを取って投資することが可能である。

25 また、中年層は年齢が上がるにつれて貯蓄額が増加しているが、高年齢層の 70 歳以上では減少している。これは退職して収入が少なくなり、貯蓄を切り崩していることが影響していると考えられる。そのため、高年齢層が高いリスクをとることは望ましくない。以上を踏まえて、それぞれの層に見合った投資方法を提供することが必要である。

¹⁰ 本論では小池(2008)の基準を用いる

¹¹ 貯蓄額－負債

【図表 3-4】貯蓄額別年齢比率



出所：総務省(2014)「家計調査(貯蓄・負債編)」より筆者作成

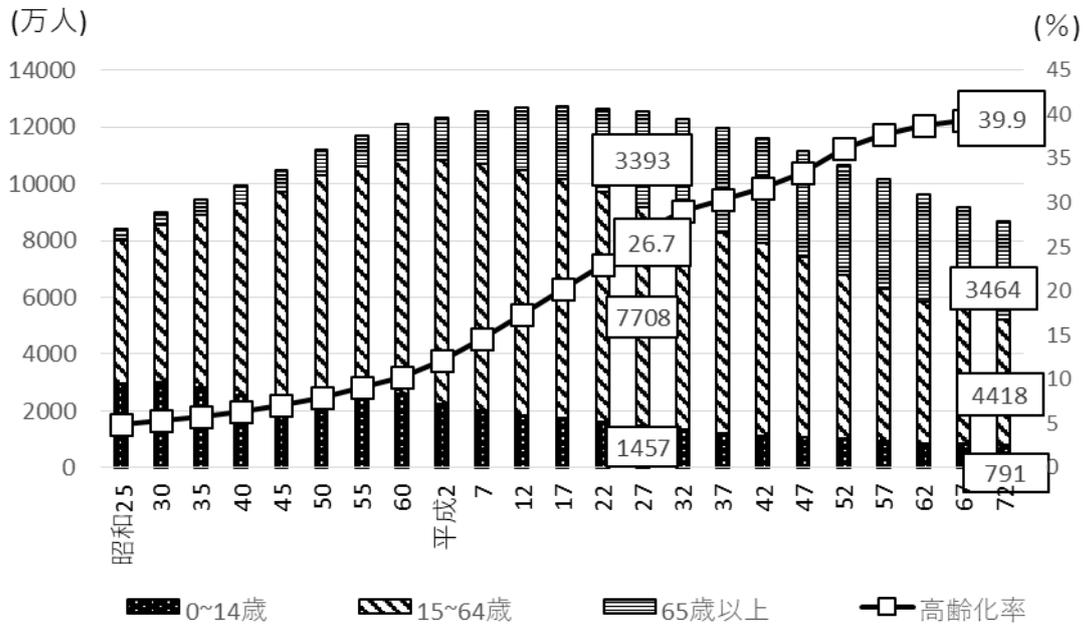
5 第3節 自助努力の必要性

本節では我が国の少子高齢化の進展と、老後の生活にかかる費用について述べ、将来における自助努力の必要性を述べる。

図表 3-5 に示すように、総人口が減少する中で高齢化率は上昇しており、我が国における少子高齢化は今後もとどまる兆しが見えない。このまま進行すると、2060年には高齢化率は39.9%に達し、2.5人に1人が65歳以上となる。また図表 3-6 のように、現在は現役世代¹²2.3人で高齢者1人を支えているが、2060年には1.3人になるとされている。

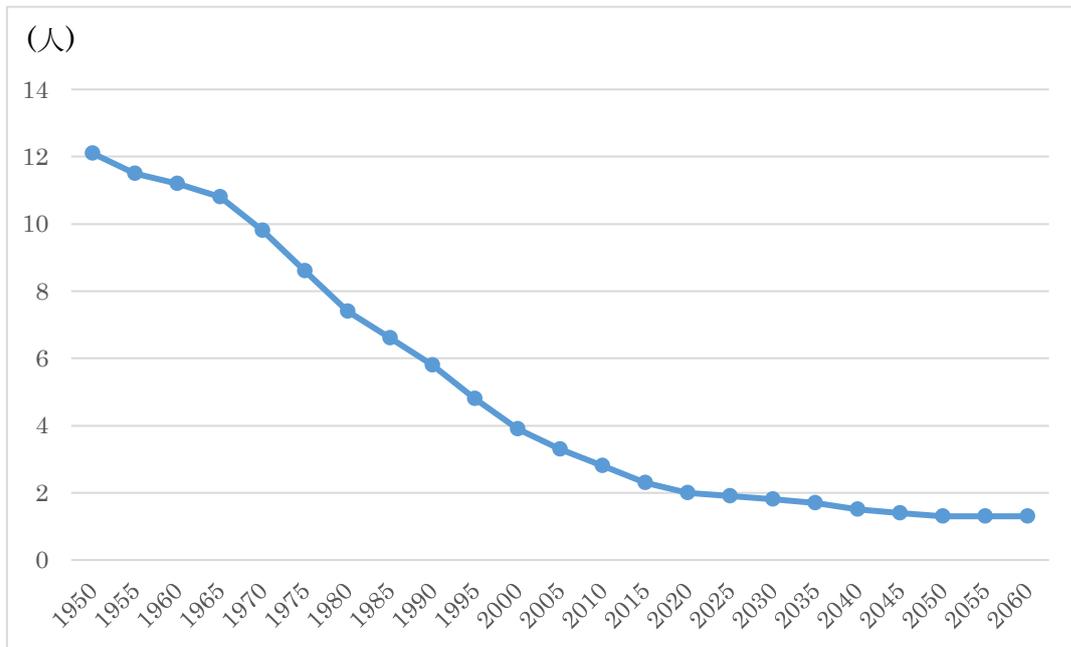
¹² 15~64歳を指す

【図表 3-5】 高齢化の推移と将来統計 高齢化率



出所：内閣府(2015)「高齢社会白書(全体版)」より筆者作成

5 【図表 3-6】 65歳以上 1人あたりを支える 15~64歳の人数

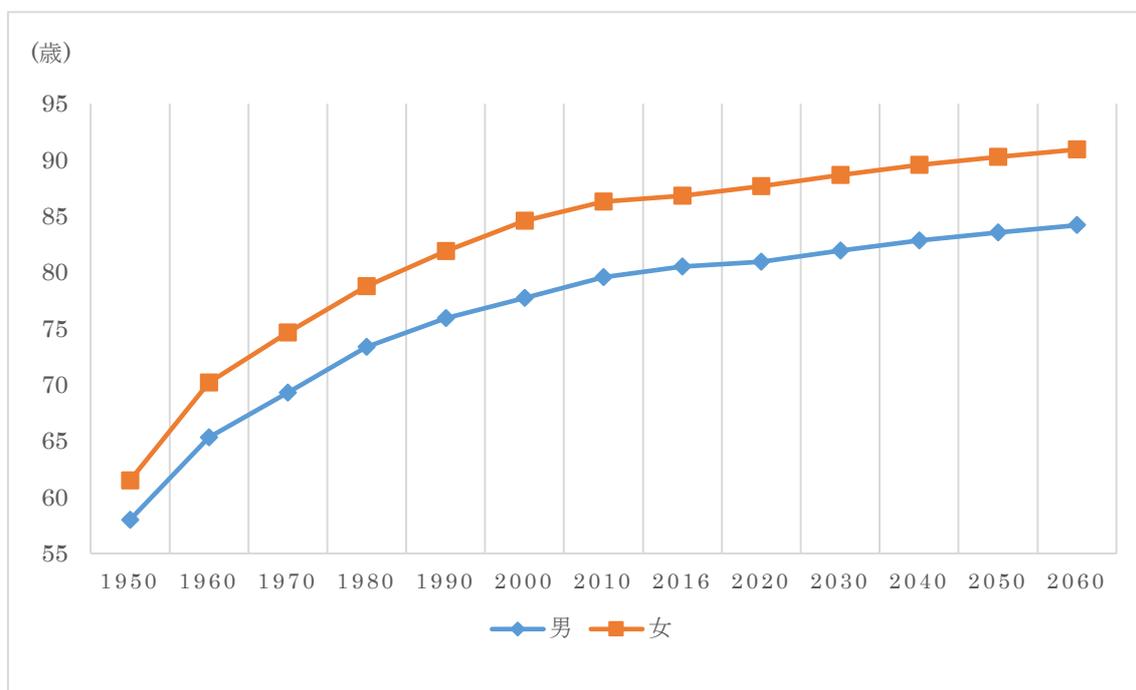


出所：内閣府(2015)「高齢社会白書(全体版)」より筆者作成

次に、我が国の平均寿命の推移について見ていく。図表 3-7 が示すように、平均寿命は 2016 年現在 83.7 歳であり、男女別にみると男性 80.5 歳、女性 86.8 歳となっている。2060 年には男性 84.2 歳、女性 90.9 歳となる試算である。

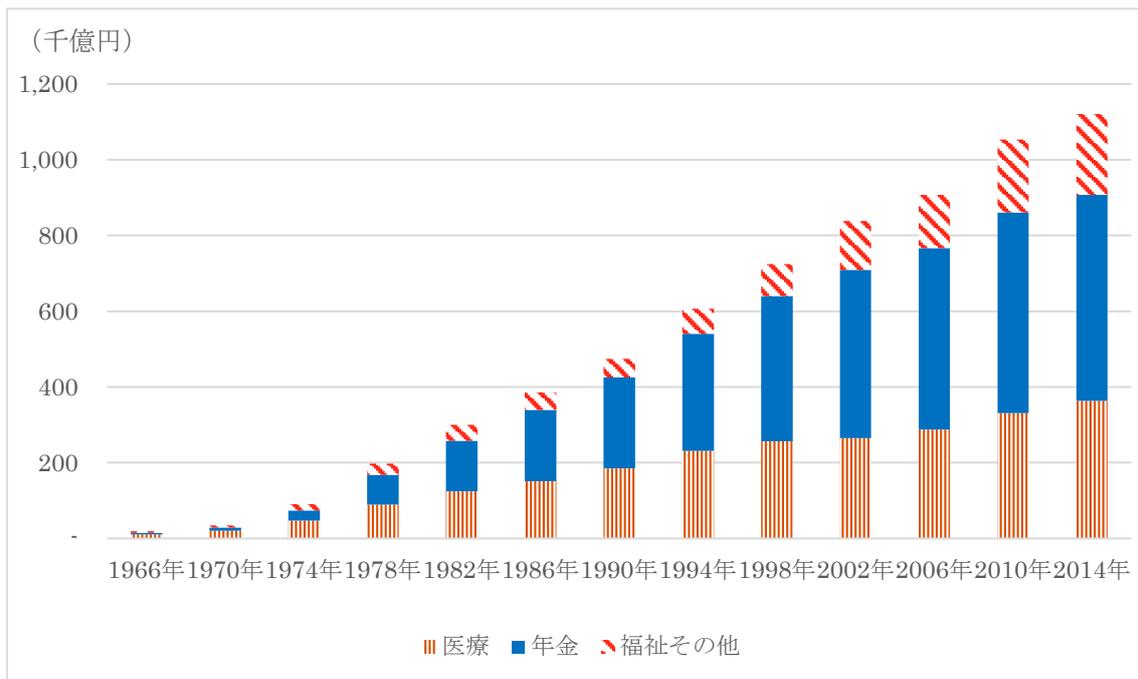
5 このような少子高齢化の進行は、我が国の公的年金制度に大きな影響を与えている。我が国の年金制度は、現役世代が納めた保険料を原資として、高齢者世代の受け取る給付を賄う「賦課方式」を用いている。それゆえ、高齢者世代を支える現役世代の人数が減少すると、現在の年金制度を維持することは困難となる。さらに、図表 3-8 に示すように年金の給付額そのものが一貫して拡大しており、保険料収入のみでは足りず、差額は税金や公的年金積立金の運用収益により賄われているのが現状である。よって、我が国の公的年金制度は不安定であり、今後もこの制度が維持できるかは疑問である。

【図表 3-7】 平均寿命の推移と将来統計



15 出所：内閣府(2015)「高齢社会白書(全体版)」より筆者作成

【図表 3-8】年金の給付額の拡大



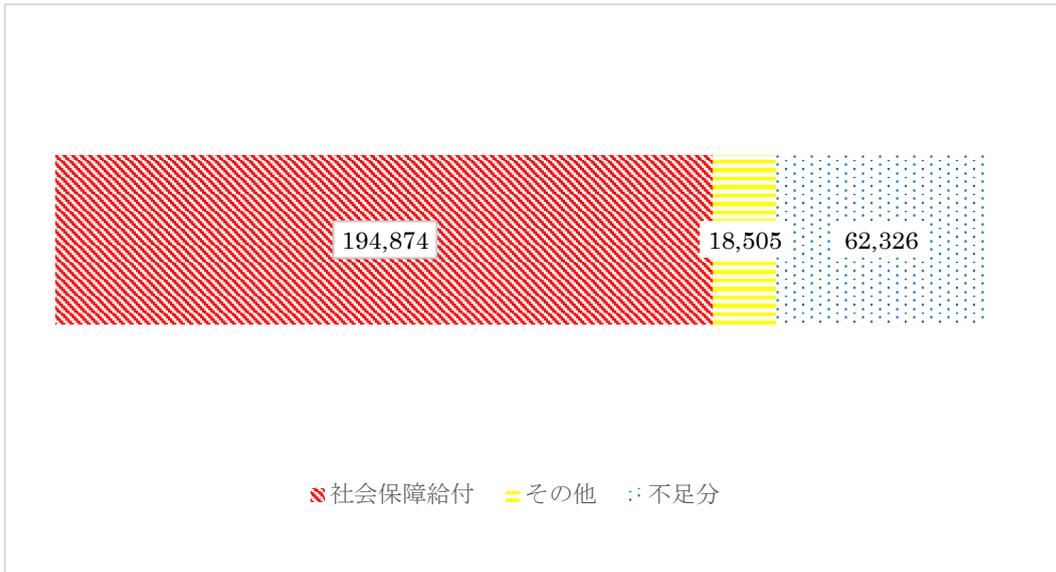
出所：厚生労働省「社会保障制度改革の全体像」より筆者作成

- 5 また、図表 3-9 は高齢夫婦無職世帯の 1 ヶ月における実際の収入及び支出に関して分析したものである。高齢者には退職した後に社会保障給付が賄われ、これが収入に割り当てられるわけだが、図表 3-9 に示すように、支出に対して不足分が生じることは明らかである。

10 先述したように、2016 年現在の我が国の平均寿命は 83.7 歳であるため、60 歳で退職し、その後およそ 23 年間生きると考えると、生じる不足金額は 62,326 円×12 か月×23 年≒1,720 万円と多額である。また、生命保険文化センターの「平成 28 年度、生活保障に関する調査」によると、ゆとりある老後生活を夫婦 2 人で暮らしていくためには月額約 35 万円が必要となっており、23 年間では約 3,780 万円の貯蓄が必要となる。この事実をどれほどの人が知っているだろ
15 うか。こういった知識、いわゆるリテラシーが高い人ほど、老後に備えることができるであろう。

以上、本節で述べた少子高齢化が進展しているという現状、また、老後の生活に多額の不足額が生じるという事実を踏まえると、家計は多少のリスクを負ってでも自助努力する必要がある。

【図表 3-9】 高齢夫婦無職世帯の家計収支(単位：円)¹³



出所：総務省(2015)「家計調査報告(家計収支編)」より筆者作成

5 第4章 企業

株式投資を魅力的にするためには企業の成長が不可欠である。本章第1節では国内企業の成長が停滞している現状を確認し、それを打開するために発表されたコーポレートガバナンス・コードについて第2節で分析を行う。我々は、企業が成長することで株式の魅力が高まり、取引量が増えることで証券流通市場の活性化に繋がると考える。

第1節 国内企業の現状

1980年代中盤から起こった日本におけるバブル景気によって、国内企業は急激に成長し、株価は暴騰した。しかしバブル崩壊後の1990年代以降20年間、我が国の金融・資本市場は低迷を続け、日本経済の成長は停滞していた。また、20年の間にITバブルを経験し、サブプライム問題から始まった世界金融危機という大きな困難に襲われながらも、経済の担い手である企業は生き残るために多くの努力を行ってきた。しかし、その努力はデフレ経済環境下において、また円高による海外企業との激しい競争に打ち勝つために、リスク・テイキン

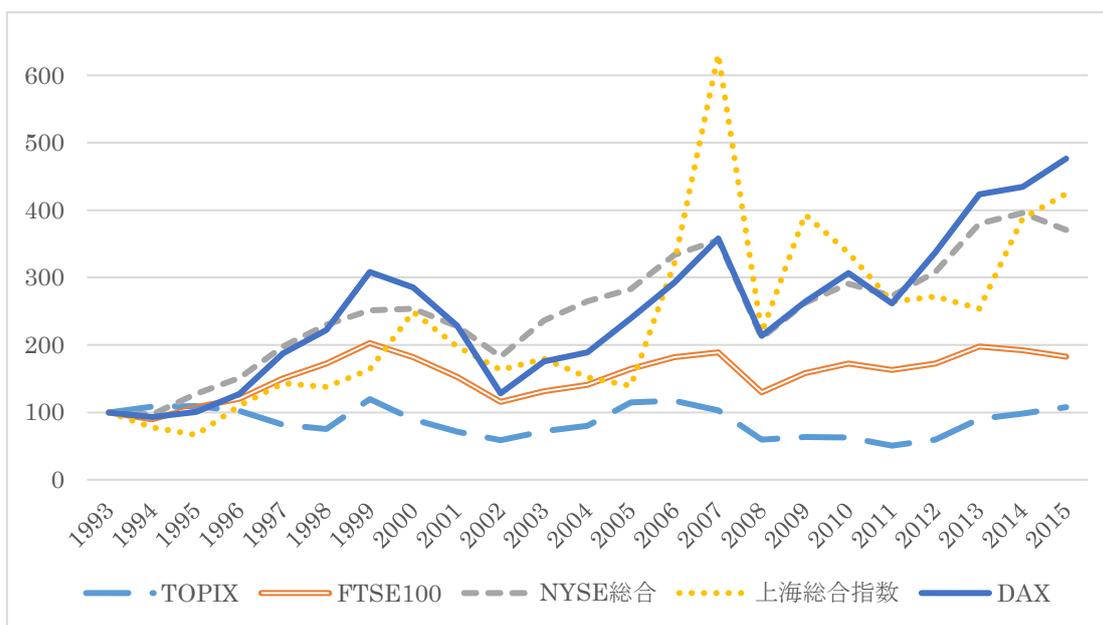
¹³ 高齢夫婦無職世帯とは、夫65歳以上、妻60歳以上の夫婦のみの無職世帯である

グを行わず守りの体制固めに重点が置かれていた。よって、国内企業の成長は停滞し、投資家は株式投資に対して魅力を感じられなくなっていた。さらに、投資家からの評価が得られないことによって、国内企業の株価は長い間伸び悩んでいる。

- 5 図表 4-1 は 1994 年から 2015 年までの世界の主要株価指数の推移だが、どの株価指数も 20 年間で見ると右肩上がりなのに対し、この長い間で株価水準が上昇しておらず横ばいなのは日本の TOPIX のみである。さらに、諸外国に比べて株式インデックスのリターンは著しく低くなっており、日本の株式市場ではリスクを取っても適切なリターンが得られない状況が長く続いている¹⁴。

10

【図表 4-1】世界の主要株価指数の推移



出所：「Yahoo!ファイナンス」より筆者作成¹⁵

- 15 株価が上がらない原因として、国内企業の収益率の低さが挙げられる。企業の収益率を示す指標として、今回は ROE を使う。ROE とは株主が所有する資本に対してどれくらいの利益を上げられるかの指標であり、重視する経営項目

¹⁴ 日興リサーチセンター(2016)「日本経済と資本市場」30 頁参照

¹⁵ 1993 年 12 月 31 日の終値を 100 とし算出

として約 8 割の投資家が ROE を挙げている¹⁶。図表 4-2 は ROE とそれを分解した 3 要素の米国との比較である。デュボン分析によって ROE を売上高純利益率、総資産回転率、財務レバレッジに分解して比較すると、その原因は日本の低い売上高純利益率にあることがわかり、日米での ROE はこれによって差が生まれていると考えられる。投資家が中長期的に望ましいと考える ROE 水準は「8~10%」が 31.0%、「10~12%」が 36.9%と最も多く¹⁷、現在の水準は投資家を満足させるものとは言い難い。

【図表 4-2】 ROE の日米比較

| | | 日本 | 米国 |
|-----|---------|------|-------|
| ROE | | 8.0% | 15.3% |
| | 売上高純利益率 | 3.6% | 8.8% |
| | 総資産回転率 | 0.9 | 0.8 |
| | 財務レバレッジ | 2.6 | 2.2 |

10

出所：生命保険協会(2016)「株式価値向上に向けた取り組みについて」より筆者作成

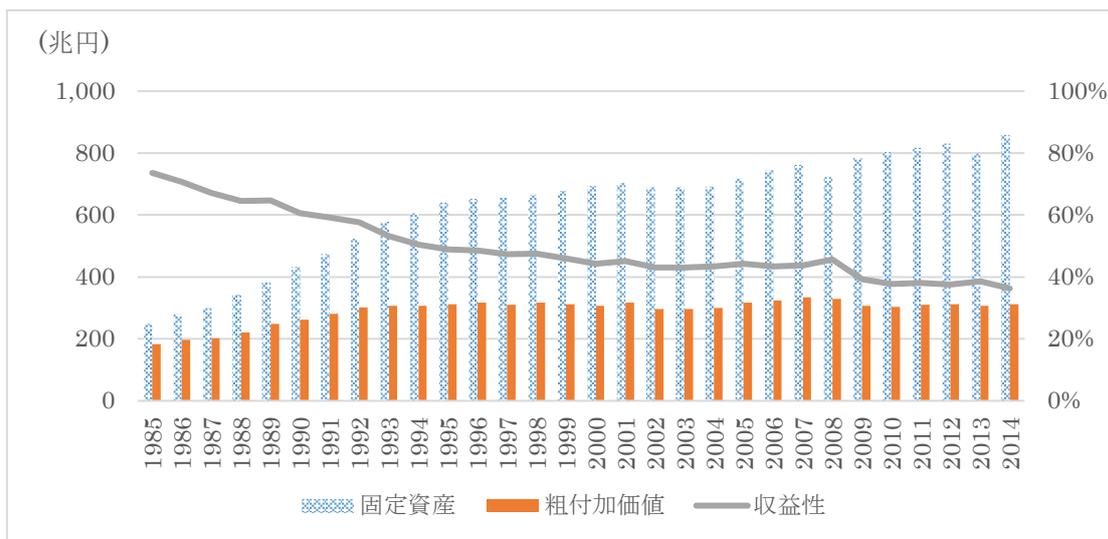
低い売上高純利益率には、企業のリスク・テイキングが適切に行われていないことが原因として挙げられる。図表 4-3 は企業の投資効率を表すグラフである。このグラフが示すように、設備投資を示す固定資産の規模は増えているにも関わらず、生み出す付加価値は減少し続けている。高度経済成長期の日本企業では設備投資が活発に行われ、企業の規模拡大に貢献していたが、その流れが収益性に結びつかなくなった今でもまだ続いているものだと考えられる。

20

¹⁶ 生命保険協会(2016)「株式価値向上に向けた取り組みについて」

¹⁷ 同上

【図表 4-3】 企業の企業投資効率(粗付加価値/固定資産)¹⁸



出所：財務省(1985-2014)「法人企業統計年報」より筆者作成

- 5 このような状況から抜け出し、日本経済を成長させるために、2012年に発足した安倍政権は日本再興戦略を打ち出した。2014年発表の日本再興戦略では、コーポレートガバナンス・コードとステュワードシップ・コードによって民間企業の力を最大限に引き出すということが具体的なプランとして書かれている。
- 10 コーポレートガバナンス・コードは、「企業において持続的な成長と中長期的な企業価値の向上のための自律的な対応が図られることを通じて、会社、投資家、ひいては経済全体の発展にも寄与する」ことが目的とされている¹⁹。また、ステュワードシップ・コードは「機関投資家が、投資先企業やその事業環境等に関する深い理解に基づく建設的な『目的を持った対話』(エンゲージメント)などを通じて、当該企業の企業価値の向上や持続的成長を促すことにより、『顧客・受益者²⁰』の中長期的な投資リターンの拡大を図る」ことが目的とされている²¹。

¹⁸ 対象は全規模全産業。粗付加価値=付加価値+減価償却費。「付加価値」=人件費+動産・不動産賃貸料+支払利息・割引料+租税公課+営業利益。収益性=粗付加価値/固定資産

¹⁹ 東京証券取引所「コーポレートガバナンス・コード」2頁参照

²⁰ 最終受益者を含む

²¹ 金融庁「『責任ある機関投資家』の諸原則<<日本版ステュワードシップ・コード>>」1頁参照

つまり、2つのコードのもとで、企業が中長期の観点で成長に向けて適切にリスク・テイキングを行い、流通市場を通じて「稼ぐ力」を取り戻せるように改革を推し進めている。次節では、2つのコードのうち、国内企業により密接に関わっているコーポレート・ガバナンスについて詳しく述べていく。

5

第2節 コーポレート・ガバナンス

我が国におけるコーポレート・ガバナンスを巡る取り組みは近年大きく加速しており、2015年6月には日本でもコーポレートガバナンス・コードが策定された。このコードは、適切な企業統治などの「守りのガバナンス」はもちろん、

10 企業のリスク・テイキングなど「攻めのガバナンス」を実現することによって、企業成長を後押しするためのものとして位置づけられている。また、日本再興戦略²²の中では、「内部留保を貯め込むのではなく、新規の設備投資や、大胆な事業再編、M&Aなどに積極的に活用していくことが期待される」との考え方が示されており、国内企業が積極的な成長戦略をとることが期待されている。

15 この考えのもとで企業が成長を続ければ、投資家へのリターンも大きくなり株式投資は魅力的なものになる。現在よりもリターンの多い市場になり株式の取引量が増えれば、流通市場は活性化するだろう。

しかし、コーポレートガバナンス・コード策定後も、国内企業の成長は停滞したままである。このことから、我々はコーポレートガバナンス・コードがうまく機能していないと考え、その原因として(1)独立社外取締役の質が十分でないこと、(2)株主の権利が確保されていないことの2点を挙げる。独立した社外

20 取締役や株主の権利を有する機関投資家は客観的な視点から、企業に適切なリスク・テイキングを業界の常識に囚われることなく提案することができるため、企業の成長に大きく貢献すると考えられる。

25

(1)独立社外取締役の質が十分でないこと

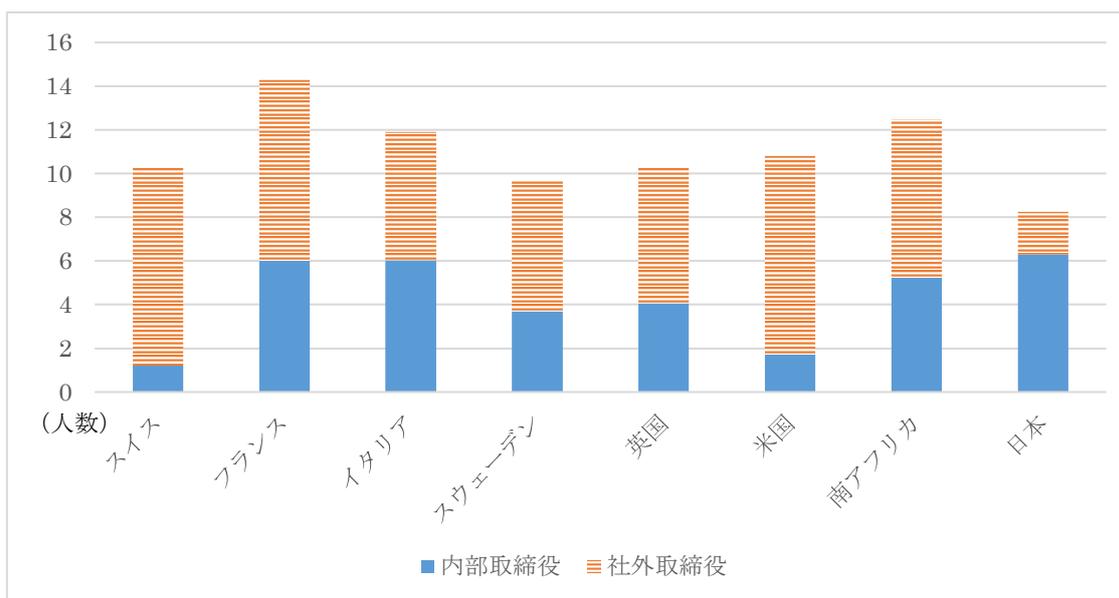
社外取締役とは、会社の最高権限者である代表取締役などと直接の利害関係がない、独立した有識者や経営者などから選任する取締役のことである。その

²²「日本再興戦略」改訂 2014

役割は経営者に対する助言、経営全般の監督、利益相反の監督、取締役会の透明性向上の4点とされている。取締役会では企業の業務執行の監督、代表取締役含む取締役の業務執行の監督、選解任を行うが、社外取締役の存在はその機能をより強めると考えられる。企業の内部だけでは偏った考えに陥りがちであるが、外部からの視点があることでそれを防ぎ、適切なリスク・テイキングを促すことができる。そして独立社外取締役を通じて、株主利益を追求する観点を企業内部に意識付けることで守りの経営姿勢から脱却し、大胆かつ迅速な意思決定を実現させる。また、企業との利害関係がない立場を活かし、企業と投資家をつなぐことが期待されるため、透明性の向上に貢献する。

5
10 会社法の改正²³、またコーポレートガバナンス・コードの策定により、国内上場企業1社あたりの独立社外取締役の平均人数は、1.97人²⁴となっている。独立社外取締役を選任する企業の割合は近年大幅に増加しているものの、図表4-4のように諸外国と比較するとまだまだ比率は低い。

15 【図表 4-4】 各国の取締役会の状況



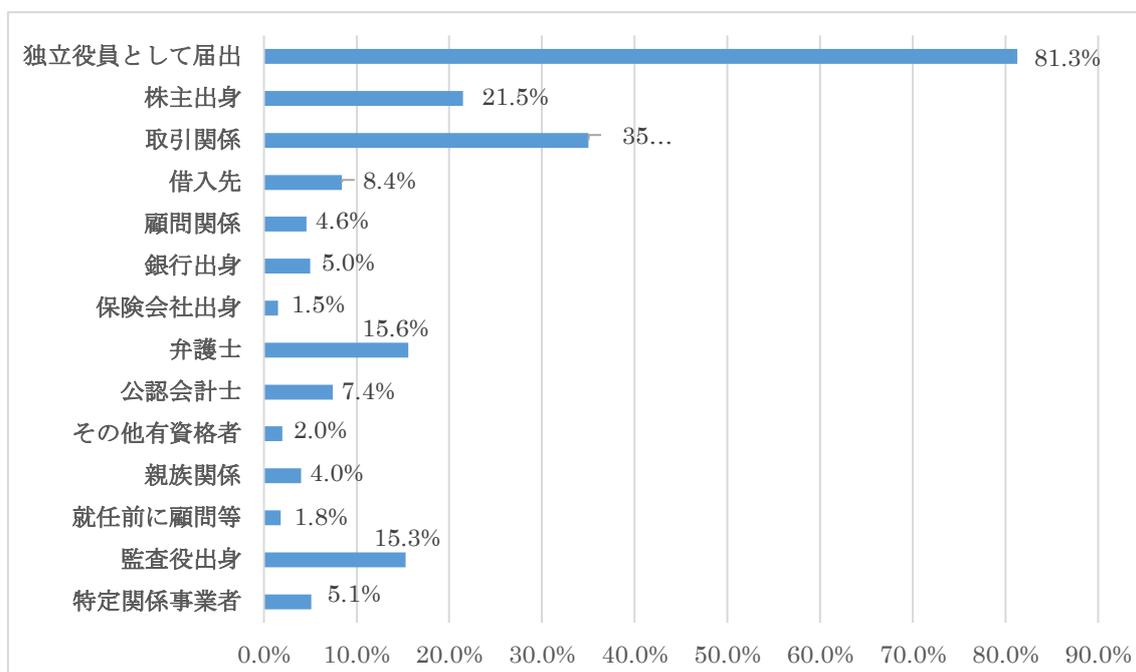
出所：Spencer Stuart(2015)「2015 UK Board Index」より筆者作成

²³ 2014年6月20日可決、成立

²⁴ 東京証券取引所(2016)「東証上場会社における独立社外取締役の選任状況」

国内上場企業のうち 8 割弱を占める²⁵監査役設置会社では、独立社外取締役の選任時に経営者が関与することができる。よって、国内の独立社外取締役は企業となんらかの関係性を持つ者が多く、企業の経営者にとって都合のよい独立社外取締役員を選任することが可能となっている。実際に図表 4-5 が示すとおり、企業との取引関係を持つ社外取締役の割合が約 3 割を占めている。また、株主出身や借入先等、利害関係がみられる者も社外取締役として採用されている。このような結果から、社外取締役において投資家の求める独立性が確保されていないことがわかる。

10 【図表 4-5】社外取締役の経歴



出所：日本投資環境研究所(2016)「企業と投資家との対話促進の観点からのコーポレートガバナンス・コードの課題」より筆者作成

15 独立性の問題に加え、独立社外取締役の情報不足等の問題も存在し、実効性の評価はまだ完全ではない。独立社外取締役は形式的に導入すればよいだけでなく、コーポレートガバナンス・コードの原則で具体的に示されている内容を

²⁵ 日本取締役協会(2016)「上場企業のコーポレート・ガバナンス調査」参照

踏まえてその役割をしっかりと定義し、実行性を持たせるための考え方を整理した上で導入を図ることが必要である。

(2)株主の権利が確保されていないこと

- 5 前提として、企業にとって資本提供者は必要不可欠なものであり、株主なくしては企業が持続的に成長することは非常に難しいといえる。今回策定されたコーポレートガバナンス・コードでは、「上場会社はこれらを確保するために適切な対応を行うとともに、株主がその権利を適切に行使することができる環境の整備を行うべきである」とされている²⁶。
- 10 しかし、現在の我が国では株主の権利が確保されているとは言い難い。その理由として、上場会社も株主も、賛成多数で可決された議案に対し、投じられた少数の反対票の反対理由や原因について、十分な関心が払われていないことが挙げられる。反対票に対しての分析や課題意識もなければ、責任ある投資家の重要な意見が経営に反映されておらず、株主の権利が十分に守られていると
- 15 はいえない。個人株主の場合、議決権行使書に反対理由などを余事記載して事前行使することが可能であるが、機関投資家の利用する電子行使システムには理由記入欄はないため、反対理由を記載し事前行使することができない。確かに、現実的には政策保有株主や個人株主からは多くの賛成票が投じられるため、反対票はごくわずかなものであり、重要視されてこなかったというのも理解で
- 20 きる。

- しかし近年では、議決権行使で反対票を投じる機関投資家の存在が大きくなってきた。議決権行使ガイドラインを公表する機関投資家が増加していることに加え、2010年には内閣政府によって上場会社等に総会の議決権行使結果の臨時報告書での開示が義務化された。こうした動きによって、議案に対する反対
- 25 票も株主からの重要な意見であると捉え、その反対理由と原因を分析し、必要に応じて経営体制や取り組みを再考することが求められる。

2015年6月にスチュワードシップ・コードが打ち出されてから、機関投資家の企業に対する姿勢は変わってきた。対話を通して企業と投資家との関係性を

²⁶ 東京証券取引所「コーポレートガバナンス・コード」基本原則1参照

深め、適切なリスク・テイキングを行うことで企業は中長期的な成長を目指すべきである。

我々は独立社外取締役の独立性の確保が甘く、期待されている機能が発揮されにくい点、株主の権利がないがしろにされる点を問題として挙げた。これらの問題が攻めのガバナンス実現の壁となっており、日本企業の成長が停滞している要因の一部であると考える。

コーポレートガバナンス・コード、およびスチュワードシップ・コードは、「車の両輪」となって株主と企業との間での建設的な対話を促すものであり、それによって「攻めのガバナンス」を行わせ、「稼ぐ力」を向上させることを目的として策定されたものである。

これらの問題を解消し、攻めのガバナンスが実現することで国内企業が成長すれば、株式投資が魅力的になっていくだろう。国内企業の中長期的な成長なくして、日本の証券流通市場の活性化は成しえない。

15

20

25

30

第5章 提案

本章では第2~4章で分析した現状、課題を踏まえて、取引所に対しては投資家が投資しやすい環境づくり、家計に対しては「国内投資家層の拡大」、企業に対しては「我が国における証券の取引量の増加」を目的とした提案をする。

5

第1節 取引所への提案

取引所に対する施策として、市場の棲み分けを提案する。市場の棲み分けとは、各市場の本来のコンセプトを明確にし、その基準にしたがって、銘柄を適切に分類することである。第2章で述べたように、我が国の市場にはマイクロキャップが多数存在し、新興市場のみでなく、東証一部にも上場している。マイクロキャップが様々な市場に上場している場合は、各市場のコンセプトが明確になりにくい。市場の特徴を明確にし、投資家が各々の目的に合った投資を行いやすくする環境を整えることで新規参入がしやすくなり、また取引量も増えるだろう。

10

15

そこで、我々は、各市場のコンセプトを明確にし、市場の再編を行うことを提案する。

(1)東証一部

東証一部は我が国の株式市場において最上位であり、「国内外を代表する大手企業が上場する市場」である。そのため、その市場に多数のマイクロキャップが存在する現状は望ましくないといえる。そこで、我々は、東証一部上場基準における時価総額基準の引き上げを提案したい。引き上げ額の目安としては、第2章で示した欧米で用いられる基準に合わせて、時価総額3億ドル、すなわち300億円とする。また現在、審査基準の時価総額250億円に対して上場廃止基準が10億円とかなり低く定められている。時価総額10億円を東証一部の企業が割ることは限りなく少ないと考えられ、一度上場すればそのまま居座り続けることができるので、一部上場がゴールとなってしまう企業もある。

20

25

そのようなことを避け、企業が成長に対して努力を怠らないようにするために、東証二部への降格基準を定めることも提案する。上場審査基準が時価総額 250 億円であるにも関わらず、その数値を割っている企業は 660 社も存在する。一時的な時価総額の減少は多々あることだが、継続して縮小し続ける場合

5 には市場変更も考えなければならないのではないだろうか。上場基準を引き上げ、ボラティリティの高い時価総額の銘柄を省くことで、投資家はより目的に合った投資ができるようになるだろう。

(2)東証二部

10 東証二部は「国内外を代表する中堅企業が上場する市場」である。我々は、ここを一部からの受け皿とした。また、役割のわかりにくい JASDAQ 市場のスタンダード市場²⁷を、東証二部と統合することを提案する。日本にはマザーズが存在しているため JASDAQ の役割がわかりにくくなっているが、この 2

15 JASDAQ スタンダードは売買高が近く、一定の事業規模と実績を有しながらもどちらもステップアップを目的としている。そのため統合は可能であると考ええる。

(3)新興市場

20 マザーズは、「近い将来の東証一部へのステップアップを視野に入れた成長企業向けの市場」である。また JASDAQ には先ほど述べたスタンダードとは別に、グロース²⁸という市場があり、グロースは規模が小さくても成長性が見込まれれば上場可能である。しかし、銘柄数が少なく、売買高、売買代金がかなり少ない。このような市場には投資しにくく、売買も成立しにくいと考えら

25 れるので、マザーズとの統合を提案する。また、市場の性質も似ていることから、統合は適していると考えられる。JASDAQ を二部とマザーズに統合することで市場を減らし、市場毎の取引を活発にすることができる。二部とマザー

²⁷ 一定の事業規模と実績を有する成長企業向けの市場

²⁸ 特色ある技術やビジネスモデルを有し、より将来可能性に富んだ企業向けの市場

ズは機関投資家による HFT 等の高度な取引手法には巻き込まれにくいという特徴もあり、個人投資家にとってよりわかりやすく、魅力的な市場になるだろう。

5 第 2 節 家計

本節では、第 3 章で分類したように家計を「若年層」、「中年層」、「高齢者層」の 3 つの対象層に分け、それぞれに対する投資制度を提案し、その投資制度に対する改善案を提示していく。

10 (1)若年層に対する提案

「若年層」は、第 3 章で示した貯蓄残高からもわかるように、資産保有額の少なさが顕著であり、多額の投資を促進させることは困難である。しかし、老後に至るまでの時間が他の世代に比べて長く、長期的な視点で将来への資産形成に取り組むことができる。実際に、少額で投資経験を積み、将来の資産形成に活かすということを目的とした少額投資非課税制度 NISA が、2014 年 1 月に導入された。これは、本来 20%課税される株式や投資信託の配当金、または値上がり益を非課税とするものである。また、購入できる金額は年間 120 万円を上限としており、非課税期間は 5 年である。

しかし、5 年の非課税期間という現行の制度では、長期的な視点で資産形成に取り組むという若年層のあるべき投資スタイルにそぐわない。そこで我々は、現行の NISA に代わる改善案として、「積立 NISA」を推奨する。

積立 NISA とは、金融庁が 2017 年度の税制改正要望として創設を考えているものであり、積立投資を NISA 口座で行うことである。毎月決められた日に設定した額を積み立てていく投資方法であり、年間 60 万円の投資を上限とし、非課税期間は 20 年である。現行の NISA と比較すると、より少額で長期の投資が可能という点において、若年層の将来に向けての資産形成手段として適していると考えられる。本制度はこれから開始される可能性があるものであり、今後の政府や金融機関による対応に期待しつつ、普及していくことを望む。

30

(2) 中年層に対する提案

「中年層」に対しては、老後へ向けた自助努力を促すことを目的とした提案を行う。第3章で示したように、我が国では少子高齢化が進行し、公的年金制度の持続可能性には疑問が残る。また、老後の生活には莫大な費用が必要となるため、中年層の資産形成は必要不可欠である。

資産形成手段として、我々は「確定拠出年金」を提案する。確定拠出年金(以下 DC)とは、毎月一定の掛金を運用し、60歳以降に受け取る年金制度である。DCは、個人が任意に加入し自ら掛金を支払う個人型と、企業が従業員のために掛金を拠出する企業型に分類される。個人型においては、対象者が自営業や企業年金のない会社員に限られていたが、2017年1月から加入範囲が拡大され、主婦や公務員など対象者がおよそ2,600万人増加し、ほぼ全ての現役世代が加入可能となる。ゆえに、今後個人型DCの加入者はより増えると思定される。企業型においては、2016年3月末時点での加入者数はおよそ548.2万人であり、加入者数は年々増加傾向にある。

DCが中年層に対する資産形成手段として有効である根拠は、2点挙げられる。第一に、60歳まで掛金を受け取ることができない点である。引き出しに年齢制限が設けられているため、老後を補う十分な資産形成を行うことができると考えられる。第二に、企業型に関しては、企業が口座を用意してくれるという点である。そのため、投資に関心のない層に対しても、受動的に投資機会を与えることが可能であると考えられる。よって、老後までの期間が短く、将来の資産形成のために自助努力せざるをえない中年層にとって、DCは非常に適した制度であるといえる。

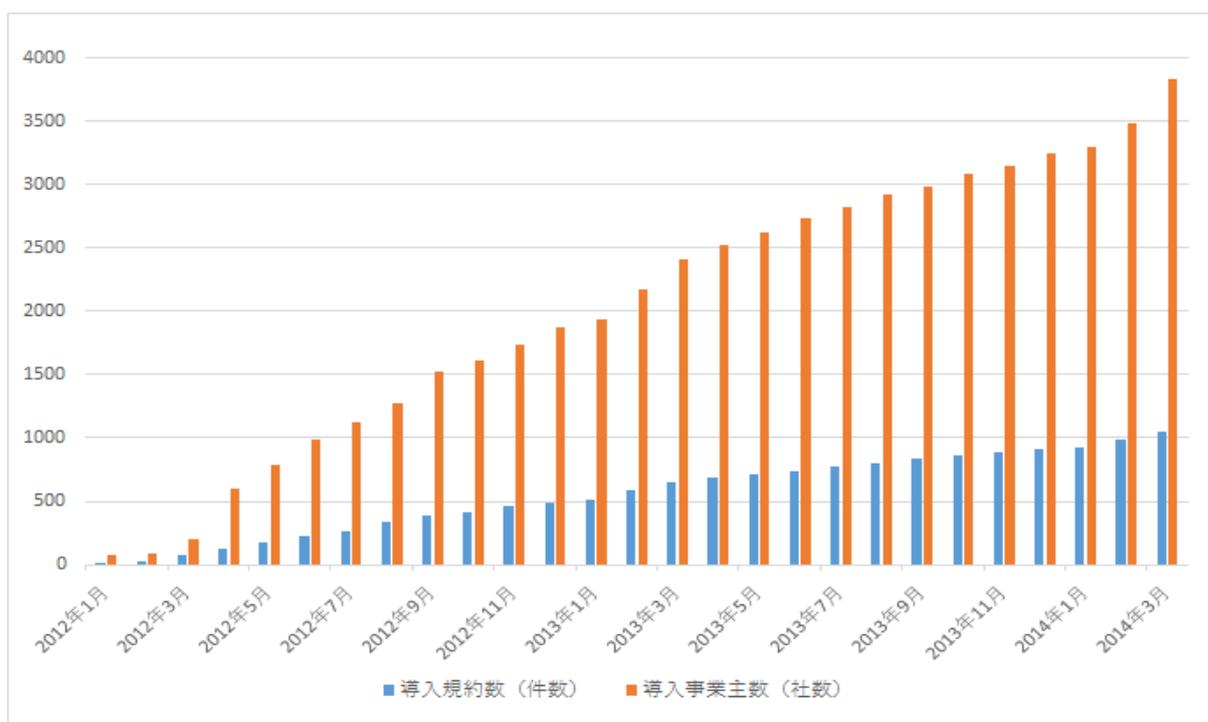
DCの利点として、拠出金を所得控除できる点が挙げられる。また、企業型に関しては「マッチング拠出」による拠出金を所得から全額控除することも可能である。このような税制優遇の面で、マッチング拠出は優れているといえる。

図表5-1が示すように、マッチング拠出の実施状況は、2012年1月の法改正から順調に増加しており、今後も増加する見込みである。だが、現行のマッチング拠出の拠出額には上限が設けられており、会社の掛金との合計で月額55,000円を超えることはできない。また、会社の掛金を加入者本人の掛金が

上回ることもできない。つまり、企業拠出の少ない従業員は、多い企業の従業員に比べて、自助努力をしようとしても自助努力の枠が限られてしまうことになる。よって、このような問題を解決するために上限額を緩和するなど、より自助努力を促すことができる制度に改善すべきではないだろうか。

5

【図表 5-1】 マッチング拠出の実施状況



出所：厚生労働省(2014)「企業年金制度の現状等について」より筆者作成

10 (3)高齢者層に対する提案

「高齢者層」は第3章で述べたように、若年層に比べ、大きなリスクをとることが望ましくない。そのため、十分な老後資金を保有する高齢者に焦点を絞り提案を行う。このような高齢者層は多額の資金を保有していると考えられ、個人における投資というより、次世代を担う子や孫への資産移転をすることが望まれる。実際に、信託協会(2015)「相続・贈与・投資に関する意識調査 今後の生前贈与の意向について」によると、「贈与したい、贈与する予定がある」「機会があれば贈与してもよい」との回答が7割弱に上る。資産移転をす

15

ることによって、リスクをとって投資できる若年層に資金が供給され、将来の資産形成に活かすことができると想定される。

そこで我々は高齢者層に対して「ジュニア NISA」を提案する。ジュニア NISA とは、未成年者向けの NISA であるが、原則として親や祖父母等が代理して投資を行う子や孫への将来に向けた資産運用手段である。現行の NISA と概要はさほど変わらないが、年間 80 万円の投資を上限とし、18 歳まで払い出すことができないという点が特徴である。

しかし、現在の制度では子や孫が中学生、高校生時点で資金が必要になったときに適宜引き出すことができない。このままでは、本来目的としている、子や孫に向けた資産運用手段としての役割を十分に果たすことができなくなる。

そこで、この制度に対する改善案として、払い出しの年齢制限を緩和することを提案したい。一例として年齢制限を 18 歳から 12 歳に引き下げた場合を想定すると、大学資金だけでなく、中学校や高校の入学資金にあてることも可能となる。

15

第 3 節 企業への提案

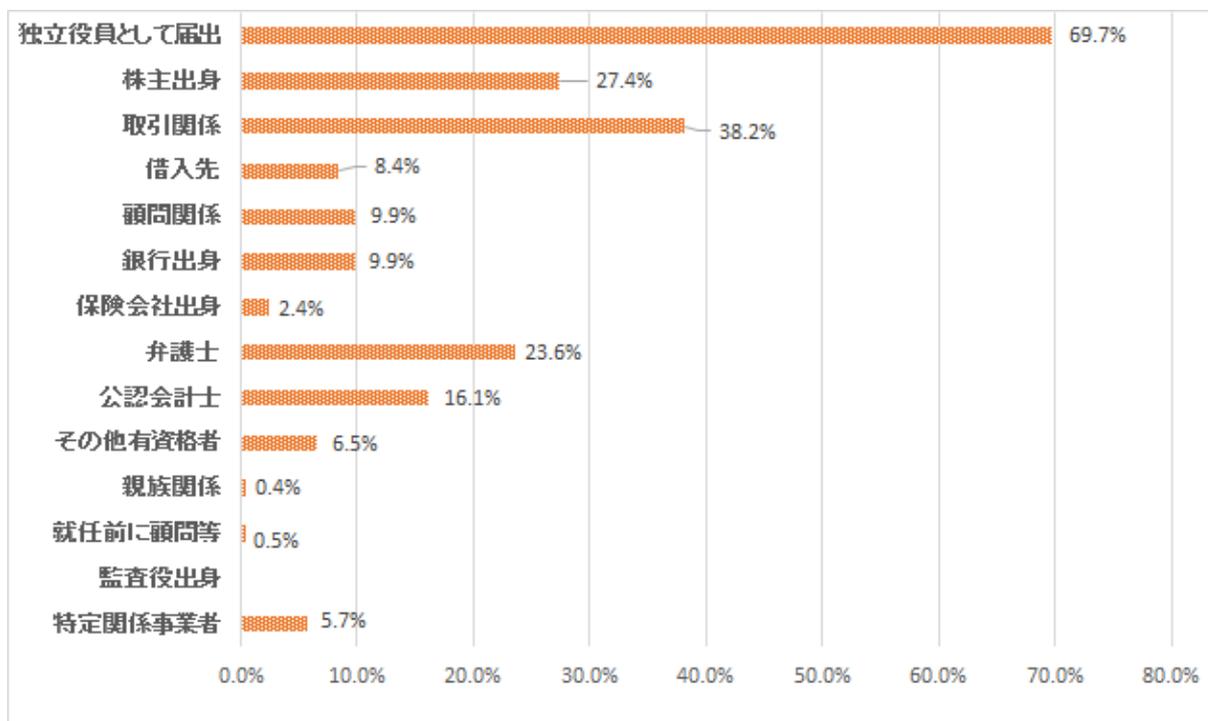
(1)独立社外取締役の質の向上

日本企業の課題は他国と比較して収益性が劣っていることであり、その理由が適切なリスク・テイキングができていないためであることは、第 4 章で指摘したとおりである。この課題を解決するための施策として我々が提案するのは、東証一部への指名委員会等設置会社の義務化、加えて独立社外取締役を過半数設置することの義務化である。それぞれ 1 年後、3 年後の達成を目標とし、東証一部の上場基準に定めることを目指す。2014 年から 2016 年の間に委員会等設置会社に移行した企業は、ほとんどが決定から半年以内に移行が実施されているため、1 年以内の以降が妥当である。取締役の半数を独立社外取締役にするという上場規則は、アメリカの NYSE の例にならい猶予期間 2 年²⁹で可能であると考ええる。上場基準に定めることで、東証一部はより透明性の高い、安全な市場となるだろう。

²⁹ 経済産業省(2002)「経済産業ジャーナル」参照

第4章でも述べたように、現在、国内企業の社外取締役の独立性が確保されているとはいえず、本来の役割を果たせていない。その理由として、国内上場企業のうち8割弱を占める監査役会設置会社では、独立社外取締役の選任時に経営者が関与できることが挙げられる。社外監査役の選任についても同様であり、そのことから図表5-2のように社外監査役に企業と利害関係のある者も選任されていることが多い。2015年5月の商法改正で選択可能になった監査等委員会設置会社においても、監査役会設置会社からの社外監査役の横滑りが可能であり、同様に独立性が確保されていない。社外取締役、監査役の選任プロセスから経営者を排除する必要があるため、我々はそれが可能である指名委員会等設置会社の義務付けが有効であると考えた。

【図表 5-2】 社外監査役の経歴



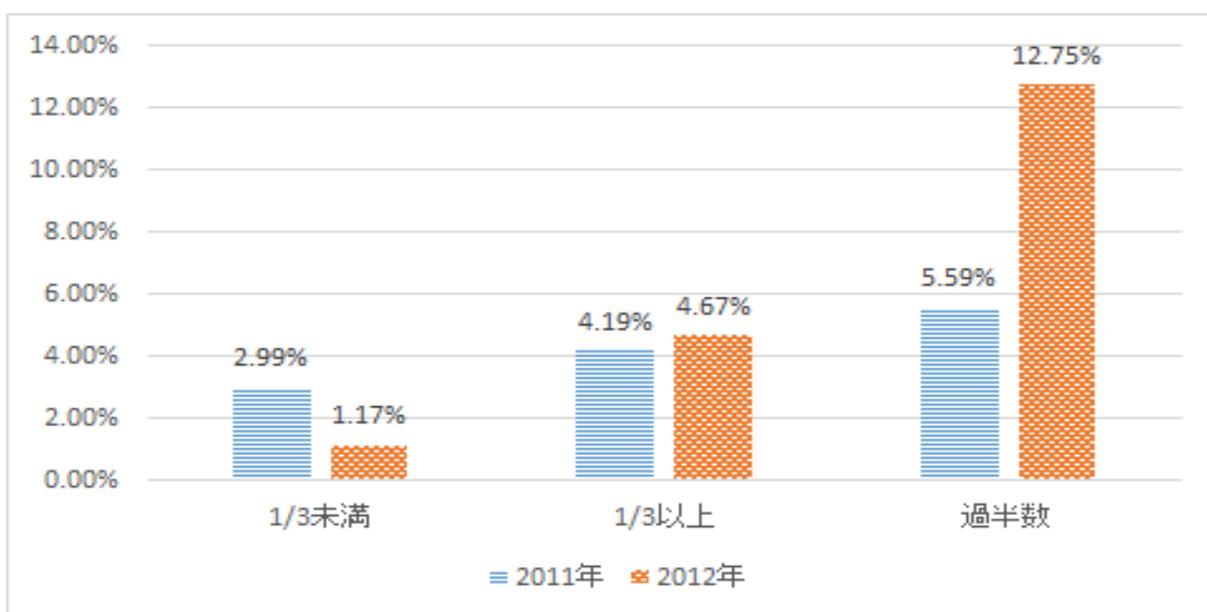
出所：日本投資環境研究所(2016)「企業と投資家との対話促進の観点からのコーポレートガバナンスの課題」より筆者作成

日本企業の ROE は海外と比較して低く、その事が問題視されているが、これを高めることは企業価値の向上に繋がる。図表 5-3 からわかるように、東証

上場企業において独立社外取締役が多いほど ROE が高くなっている。社外取締役が多くなるにつれ取締役会での発言力が強まるので、企業の経営に新たな視点加わり、そのことが企業の収益向上に結びついていると考えられる。

- 5 また投資家の多くも ROE を投資判断の指標としており、ROE の向上は投資家・企業どちらにとっても重要な事項である。独立社外取締役をより多く選任することで企業の「稼ぐ力」が向上すれば、株式投資が魅力的なものになり投資家からより多くの資金が証券流通市場に流れるだろう。

【図表 5-3】独立社外取締役と ROE の関係



10

出典：渡邊浩司(2013)「独立社外取締役の選任と ROE の関係」『商事法務』より筆者作成

(2)電子行使システムの改善

- 15 第 4 章でも記述したように、機関投資家が利用する電子行使システムには賛否を選ぶ項目しかなく、余事記載できる部分がない。それによって、企業は個別に対話を行わない機関投資家の反対理由を知ることができない。そこで我々は、電子行使システムに理由記入欄を作ることを提案する。近年、存在が大きくなってきた機関投資家の反対意見は、企業の成長にとって重要であるといえる。
- 20

終章

我々は、主旨文で述べられているように、証券流通市場の活性化を、国内投資家層の拡大と我が国における証券の取引量の増加と定義して本論を進めてきた。

5 第1章では証券市場の概要を述べた。第1節では証券市場の仕組み、第2節では証券取引所と証券会社との関係、第3節では証券流通市場が果たすべき役割、またその役割を果たす上で必要とされる要因について述べた。

第2章では証券流通市場の分析を行った。第1節では証券市場のプレイヤーとなる投資家について述べた。第2節では取引所外取引の変遷を示した。

10 第3節では取引所取引の現状・課題について分析した。特に、マイクロキャップが多数の市場に存在し、棲み分けができていない状態を示し、投資家にとって投資がしにくい環境となっていることを述べた。

第3章では家計の分析を行った。第1節では他国との比較を用い、我が国が現預金過多である現状を述べた。第2節では家計に余っている資産を明らかにし、投資できる可能性を示した。第3節では少子高齢化が進む現状から、老後の資産形成が必要であり、自助努力すべきであることを示した。

第4章では国内企業の分析を行った。第1節では国内企業の現状について様々な指標を用いて分析し、第2節ではコーポレート・ガバナンス発表の経緯、役割や問題点について詳しく述べた。独立社外取締役の独立性の確保が甘い点、株主の権利がおろそかになっている点を提示し、その改善が必要であることを示した。

第5章では取引所、家計、企業においてそれぞれの提案を述べた。取引所においては市場の棲み分け、家計においては、若年層、中年層、高齢者層それぞれに適した投資制度を述べ、適宜改善が必要な点を指摘した。企業においては、社外取締役の独立性を高め、質を高くするための方策を中心に提案した。

我々が本論で主張したように、証券流通市場、及び企業のガバナンスにおける問題点を解決し、株式投資の魅力の家計に伝えることによって、我が国の証券流通市場を活性化させることができるだろう。

参考文献・資料

- 上田亮子(2016)「2016年株主総会の課題―株主は今何を望んでいるのか」『ビジネス法務』Vol.13, No.3, 10-16頁
- 金融広報中央委員会(2015)「家計の金融行動に関する世論調査」
- 5 金融庁(2016)「NISA口座の利用状況に関する調査結果の公表について」
_____ (2016)「『責任ある機関投資家』の諸原則 <日本版スチュワードシップ・コード>」
- 経済産業省(2002)「経済産業ジャーナル」
_____ (2014)「伊藤レポート」
- 10 財務省(1985-2014)「法人企業統計年報」
- 信託協会(2015)「相続・贈与・投資に関する意識調査今後の生前贈与の意向について」
- 生命保険協会(2016)「株式価値向上に向けた取り組みについて」
- 総務省(2014)「家計調査(貯蓄・負債編)」
- 15 _____ (2015)「家計調査報告(家計収支編)」
- 東京証券取引所(2015)「コーポレートガバナンス・コード」
_____ (2016)「東証上場会社における独立社外取締役の選任状況」
- 内閣府(2014)「日本再興戦略改訂 2014」
_____ (2015)「高齢社会白書(全体版)」
- 20 日本銀行(2016)「資金循環統計 確報」
- 日本銀行調査統計局(2016)「資金循環の日米欧比較」
- 日本経済団体連合会(2008)「国民全員で支えあう社会保障制度を目指して」
- 日本投資環境研究所(2016)「企業と投資家との対話促進の観点からのコードの課題」
- 25 日本取締役協会(2016)「上場企業のコーポレート・ガバナンス調査」
- 淵田康之(2014a)「我が国株式市場のマイクロ・キャップ問題と解決への指針」『月間資本市場』No350, 18-26頁
- _____ (2014b)「日本のマイクロキャップ市場」『野村資本市場クォーターリー』Vol17-3 WINTER 63-78頁

- _____ (2015) 「わが国の小規模企業向け株式市場制度の在り方について」『証券経済学会年報』第 49 号別冊 1-10 頁
- 松中学(2016) 「任意の委員会の意義と法的課題」『ビジネス法務』
Vol.16, No.9, 22-27 頁
- 5 三菱 UFJ 投資銀行(2015) 「投資指標としての ROE」
渡邊浩司(2013) 「独立社外取締役の選任と ROE との関係」『商事法務』
No.2006, 55-65 頁
- Spencer Stuart(2015) 「2015 UK Board Index」
河北博光・山崎直実(2015) 『株主に響くコーポレートガバナンス・コードの実務』同文館出版
- 10 榊原茂樹・城下賢吾・姜喜永・福田司文・岡村秀夫(2013) 『入門証券論』有斐閣
坂和秀晃・渡辺直樹(2016) 『金融自由化で日本の証券市場はどう変わったか』
ミネルヴァ書房
- 15 手島直樹(2015) 『ROE が奪う競争力』日本経済新聞出版社
二上季代司(2011) 『証券市場論』有斐閣
日興リサーチセンター(2016) 『日本経済と資本主義』日興リサーチセンター
日本証券経済研究所(2014) 『図説 イギリスの証券市場 2014 年版』日本証券経済研究所
- 20 _____ (2016a) 『図説 アメリカの証券市場 2016 年版』日本証券経済研究所
_____ (2016b) 『図説 日本の証券市場 2016 年版』日本証券経済研究所
広田真一(2012) 『株主主権を超えて』東洋経済新報社
藤田勉(2016) 『ROE 戦略』中央経済社
山を動かす研究会(2014) 『ROE 最貧国日本を変える』日本経済新聞新報社
- 25 EY Japan(2015) 『Q&A コーポレートガバナンス・コードとスチュワードシップ・コード』EY Japan
『日本経済新聞』2016 年 4 月 1 日-9 月 30 日 朝刊 市場体温計
『日本経済新聞』2016 年 10 月 28 日 電子版 「金融庁 一般投資家に積み立てアピール 投信伸び悩み、9 月レポートで」
- 30 金融広報中央委員会 HP(<http://www.shiruporuto.jp/>)

金融庁 HP(<http://www.fsa.go.jp/>)

厚生労働省 HP(<http://www.mhlw.go.jp/>)

国民年金基金連合会 HP(<http://www.npfa.or.jp/>)

財務省 HP(<http://www.mof.go.jp/>)

5 生命保険協会 HP(<http://www.seiho.or.jp/>)

総務省 HP(<http://www.soumu.go.jp/>)

大和総研グループ HP(<http://www.dir.co.jp/>)

内閣府 HP(<http://www.cao.go.jp/>)

日本銀行 HP(<http://www.boj.or.jp/>)

10 日本経済新聞 HP(<http://www.nikkei.com/>)

日本証券業協会 HP(<http://www.jsda.or.jp/>)

日本取引所グループ HP(<http://www.jpx.co.jp/>)

日本FP協会 HP(<https://www.jafp.or.jp/>)

野村資本市場研究所 HP(<http://www.nicmr.com/nicmr/>)

15 労働金庫連合会 HP(<http://www.rokinren.com/>)

Yahoo!ファイナンス (<http://finance.yahoo.co.jp/>)

20

25

30