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

名城大学　柳田ゼミナール　近藤班

目次

序章 1
第１章　証券市場 2
　第１節　証券市場の仕組み 2
　第２節　証券の種類 3
　第３節　取引の意義・目的 5
第２章　証券市場の現状 5
　第１節　証券市場のプレイヤー 5
　第２節　新興市場 9
　第３節　企業統治 12
　第４節　対米比較 15
第３章　家計の現状と課題 17
　第１節　家計の貯蓄動機 18
　第２節　若年者層 18
　第３節　高齢者層 21
　第４節　NISA 24
　第５節　確定拠出年金 25
第４章　提案 28
　第１節　機関投資家への提案 28
　第２節　市場への提案 30
　第３節　企業への提案 31
　第４節　家計への提案 32
終章 38
〈参考文献〉 39

序章

2000 年代初頭、「貯蓄から投資へ」とスローガンが掲げられ、確定拠出年金制度の導入、NISA 導入など家計金融資産を市場へ流入させるためのアプローチはされているが、今現在において家計の金融資産構成は預金及び現金資産が 52.4%と他国と比べると高い水準であり、「貯蓄から投資へ」のスローガンは達成されているとは言い難く、未だ道半ばといえよう。

また、2014 年に日本版スチュワードシップ・コード、2015 年に企業統治指針(コーポレートガバナンス・コード)が導入された。コーポレートガバナンス・コードとスチュワードシップ・コードはいわば「車の両輪」であり、両コードが定める責務を企業・機関投資家が適切に相まって質の高い企業統治、企業価値向上及び企業の持続的な成長に繋がり、中長期的な投資リターンの確保が図られていくことが期待されている。加えて、「伊藤レポート[1]」により企業は資本効率を意識した企業価値経営が求められており、投資家が出資した資金をいかに効率的に活用できたかを表す ROE(株主資本利益率)への注目度が高まっている。機関投資家においては「目的を持った対話(エンゲージメント)」の促進が謳われている。こうした対話を通じた企業と投資家の「協創」は企業の持続的価値創造は、市場の活性化という観点からみても意義のあるものといえる。

本論文では、まず第 1 章で証券市場の仕組み、取り扱われる証券の種類、取引の意義目的を述べる。第 2 章では証券市場の現状として市場の担い手や新興市場の概要などを述べる。第 3 章では家計の貯蓄動機、若年者・高齢者層の現状など家計における現状と課題を述べる。最後に第 4 章ではこれまで述べたことを踏まえ、証券流通市場の活性化への提案に論を進める。

[1] 「持続的成長への競争力とインセンティブ～企業と投資家の望ましい関係構築～」

第１章 証券市場

本章第１節では証券市場の仕組みを述べ、第２節では証券市場で主に取り扱われる証券、第３節では証券取引の意義・目的について述べていく。

第１節 証券市場の仕組み

証券市場とは有価証券の発行が行われる発行市場とそれらの売買が行われる流通市場の総称である。発行市場とは発行体が資金調達の目的で新規に有価証券を発行し、直接あるいは仲介者である銀行や証券会社等を通して投資家に一次取得される市場のことであり、プライマリーマーケットとも呼ばれる。これに対し、流通市場とは発行済有価証券が投資家から投資家へ流通・売買される市場のことであり、セカンダリーマーケットとも呼ばれる。また証券市場を対象証券から株式市場・債券市場などに分類することができる。株式・債券市場共に発行市場と流通市場があるが、本節ではテーマに則り以下、株式流通市場・債券流通市場について述べたい。

株式を扱う株式流通市場では証券取引所が開設する市場の取引所取引と私設取引システム（Proprietary Trading System：以下 PTS）等の取引所外取引から構成されている。取引所取引は市場流通性を高めるとともに、公正な価格形成を図るために証券取引所で行われている。我が国には日本取引所グループ、名古屋証券取引所、札幌証券取引所、福岡証券取引所がある。

債券を扱う債券流通市場では債券の売買取引のほとんどが店頭取引であるのが特徴である。理由として債券は発行銘柄数が非常に多く、一部は年々償還、新規発行されるなど常に入れ替わっており、取引所で売買するのは物理的に不可能であるからである。また、債券は銘柄別の利回り格差がほとんどなく、機関投資家の売買が流通市場の大半を占めるため取引単位が大きい等の理由も挙げられる。

また、証券市場の仕組みを論ずるにあたり、証券会社の役割は無視できない。証券会社は発行市場及び流通市場において証券取引を仲介する重要な役割を担っている。証券会社の中心となる業務は次の４つである。投資家から株式や債券の売買注文を流通市場に取り次ぐ委託売買（ブローカー）業務、証券会社自

ら資金を用いて有価証券を売買する自己売買（ディーラー）業務、企業等の新規発行証券を売り出す目的により、その総額または一部を買い取る引受及び売り出し（アンダーライター）業務、新規発行証券や既発行証券等を広く投資家に買い入れを勧誘する募集・売り出しの取り扱い（セリング）業務が挙げられる。以上の４つの業務により証券会社は証券取引を適切かつ公正に仲介し、証券の流通を促進する役割を担っている。

第２節　証券の種類

証券とは法律により財産権を表す証書のことである。また、証券は「証拠証券」と「有価証券」に分類され、そこから更に貨幣証券・商品証券・資本証券の３つに分類することができる。一般的に有価証券のなかの資本証券を使用されることが多い。本節では、資本証券で主に取引される株式・債券・投資信託の３つについて述べる。

A）株式

株式とは、複数の株主から資金を出資してもらうために株式会社が発行する証券である。株主にはそれぞれ義務と権利が存在する。株主の義務とは株主の引受価価額を限度とした出資である。一方、株主の権利は自益権と共益権があり、代表的なものとして株主が自分の所持する株数に応じて配当を受けることができる配当請求権や、会社が解散した際に債権者への返済の後にさらに残余財産がある場合、株主はこの残余財産を持ち株数に応じて分配を受けることができる残余財産請求権等の権利がある。また、株主総会に出席し議案の賛否を唱えるなどの経営に参加する議決権等もある。株式の種類としては大きくわけて２つに分類される。第１に普通株式である。これは一般的に所有されている株のことであり、株式に与えられる権利は原則全て平等である。また権利としては保有する株数に応じた権利となるものである。第２に種類株式である。これは普通株式とは別に権利内容が異なる株式のことを指す。具体的な株式として利益の配当や残余財産の分配が普通株に比べ優先的に受取ることを可能にする優先株式や、株主総会の全部また一部の事項で議決権の行使ができない議決権制限株式等の劣後株式がある。

B） 債券

債券とは、政府や企業が一時的に一般に投資家からまとまった資金の調達を目的として発行する証券である。資金調達を発行する点では株式と同じ目的だが確定利子の給付や返済期限の有無、経営に参加する権利を所持しない等の点で株式とは異なる。また、債券は発行体としては国が発行する国債、都道府県又は市町村など地方公共団体が発行する地方債、株式会社など事業が発行する社債に分類される。利払い方法に関しては、定期的に利払いが行われる利付債、あらかじめ利子相当分を差し引いた価格で発行され満期時に額面金額で償還される割引債に分類される。通貨では円貨建て債券や外貨建て債券、二重通貨建て債券などがある。

また、債券投資には３点特徴が挙げられる。第１に収益性。債券は満期日までに一定の利子を支払われる証券であり通常金利変動に関係なく利子を受け取ることが可能である。第２に安全性。債券には格付けが存在し、投資家は債券を購入する際にこの格付けにより信用度を図り選択することが可能になる。また、格付けの基準は Aaa から C までで表現され、一般的に Baa 以上が投資的確債となっている。第３に流動性。投資家は満期日より前に途中で売却・返還を行うことが可能であるが、売却時の債券価格は市場の状況により変動し、債券購入者が存在しないと売却することはできない。以上３点の特徴が窺える。

C） 投資信託

投資信託とは投資初心者や知識不足の投資家向けに専門家が株式や債券などを運用する金融商品である。専門家に任せて投資するため、国内外の株式や債券等、様々な金融商品への投資が可能となる。専門家を通しての投資のため購入時手数料や信託報酬などの費用が掛かる。

投資信託の特徴として３点挙げられる。第１に複数の投資家から資金を募りファンドを組成し、様々な資産に分散投資するため、少額からでも分散投資の効果を享受することができる点である。第２に分散投資によるリスク分散が可能な点である。第３に専門家（ファンドマネージャー）による運用・投資が行われることで個人では購入が厳しい海外の株式や債券への投資も可能な点である。また、投資信託の分類として形態・購入期間・募集対象・約款記載による

４つに分類され、この４つからもそれぞれ分類されており、このような種類の豊富さも投資信託の利点と考えられる。近年では安全性の高い国内外の公社債や短期の金融商品を中心に運用する公社債投資信託（Money Reserve Fund：以下 MRF)や日経平均株価や東証株式指数などの指標に連動し運用される上場投資信託（Exchange Trade Fund：以下 ETF）などがあり、投資信託の需要性が高まってきている。

第３節　取引の意義・目的

証券市場における取引は、資金余剰主体から資金不足主体へ資金を移転する機能を果たしている。また、流通市場での取引が活発に行われることが、発行市場の拡大につながると考えられる。

取引の目的はその取引を行う主体により異なる。国や企業にとっては、経済活動を行うために株式や債券を発行することは資金調達手段である。一方、個人投資家や機関投資家にとっては、自己資金を増やすための方法である。つまり、証券市場で証券を取引することによりキャピタルゲイン（売買差益）やインカムゲイン（配当金、利子）を得ることができ、資産を増やすことができるのである。

投資家による投資が増加することにより、企業等の調達資金が増加し、更なる企業の成長が見込まれ、投資家においては得た利益の一部を配当金として還元されるという相互関係にある。

第２章 証券市場の現状

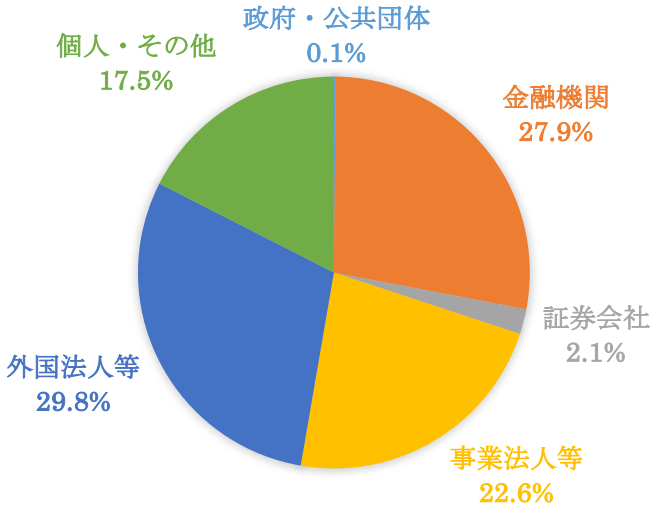
本章では証券市場における４つの要素から現状を述べる。第１節では証券市場におけるプレイヤーについて、第２節では新興市場、第３節では企業統治、第４節では米国との比較についてそれぞれ述べていく。

第１節　証券市場のプレイヤー

現在の日本の証券市場における投資部門ごとの割合は図１のようになっており、証券市場のプレイヤーは大きく分けて個人投資家、機関投資家、外国人投

資家の３つに分類することができる。

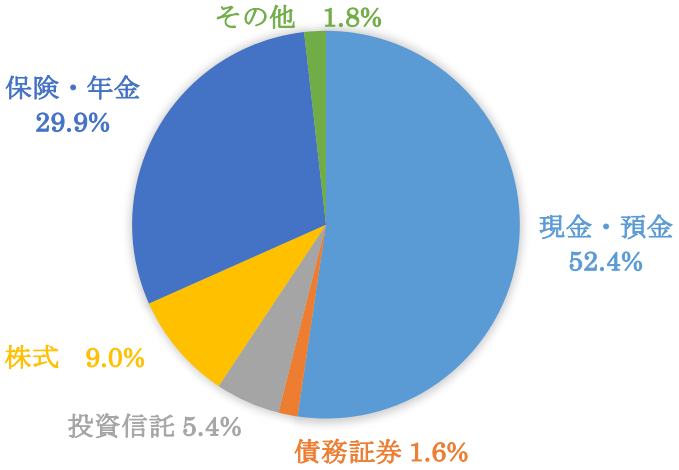
図１　投資部門別株式保有状況（2015 年版）



（出所：東京証券取引所「2015 年度株式分布状況調査の調査結果について」データより筆者編集）

第１に、個人投資家である。個人投資家とは個人で投資を行っている投資家を指す。個人投資家は図１から読み取れるように投資を行っている割合が低く、その要因として家計の金融資産構成が考えられる。

図２　家計の金融資産構成（2016 年）

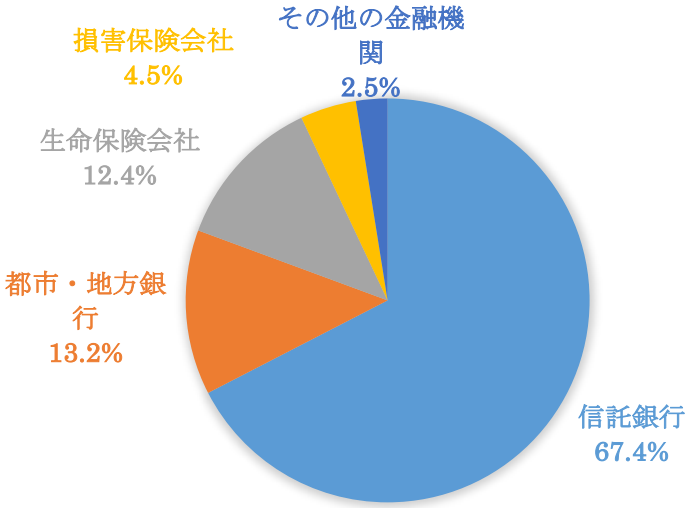


（出所：日本銀行調査統計局「資金循環の日米欧比較 2016」データより筆者編集）

図２を参照すると家計の資産構成において現金・預金が５割を越え、株式や投資信託等は少数の割合なっており、家計において投資は主要ではないといえる。また、家計が投資を積極的に行わない要因としては 2000 年代初頭にアメリカで起きた IT バブル崩壊による金融危機から預金を行う家計が増えたことや、「投資を行う方法がわからない[2]」などの金融リテラシーの欠如が挙げられる。家計の現状に関しては次章第１節で詳しく述べていく。

第２に機関投資家である。機関投資家とは団体や会社で投資を行っている機関のことを指す。機関投資家は集約した資金での運用を行っており、個人投資家に対して巨額の投資を行っているため市場に大きな影響を与える。機関投資家には生命保険会社・信託銀行・投資信託会社・年金基金などが挙げられる。

図３　投資部門株式保有状況　金融機関内訳（2015 年）



（出所：東京証券取引所「2015 年度株式分布状況調査の調査結果について」データより筆者編集）

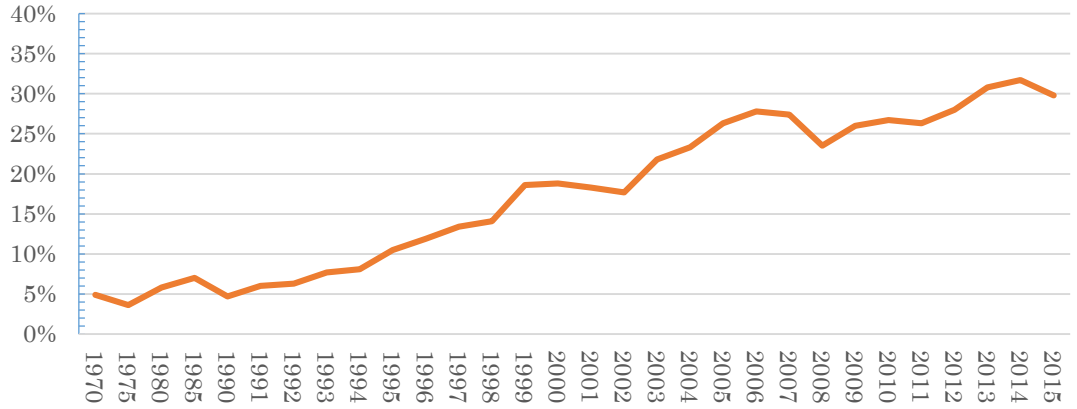
資金調達方法はそれぞれの機関ごとに異なっており、生命保険会社は生命保険加入者から、年金基金は年金加入者から株の発券や社債の発行、国内 CP（コマーシャル・ペーパー）など様々な方法で資金を調達する。機関投資家は更に適格機関投資家に分類することができる。この適格機関投資家とは金融商品取

[2] 金融広報中央委員会「金融リテラシー調査の結果」

引法で有価証券に対し投資に係る専門的知識および経験を有するものとして規定された機関投資家のことを指す。適格機関投資家には学校法人上智や三菱UFJリース株式会社などが認定されており、適格機関投資家に認証された機関投資家は金融庁のホームページより確認することができる。

第3に外国人投資家である。外国人投資家とは日本に居住しておらず、外国籍で日本の投資を行っている個人・機関投資家のことを指す。外国人投資家は近年日本の証券市場に大きな影響を与えている投資家でもある。その特徴として国内の投資家より多額の投資を行うことや、アクティビスト（物言う株主）と呼ばれる日本の企業経営に対して積極的に発言をする投資家が多いことが挙げられる。

図4　主要部門別株式保有比率の推移（外国人法人 2015 年）



（出所：東京証券取引所　「2015 年度株式分布状況調査の調査結果について」データより筆者作成）

近年の外国人投資家の増加要因を図4のグラフから読み取っていく。初めに1980年代から徐々に増加傾向にあることがわかる。これは1980年12月に「外国為替および外国貿易法」の改正により資本取引等がこれまで認可制だったものが事前届出制に改正され、原則自由化になったことが要因だといえる。更に、1998年には事前届出制も撤廃され金融取引が完全自由化となった。このことから外国人投資家が日本の投資に積極的になったことから、徐々に増加傾向とな

った。2001 年から 2002 年にかけてアメリカでの IT バブルの崩壊から一時保有比率も減少したが、2002 年に「銀行株式保有制限法」の施行により株式持合い比率が減少し、これにより外国人投資家は更に投資を行いやすい市場となった。更に、2012 年では民主党から自民党に政権が移行しアベノミクスによる異次元緩和が実施されたことで円安傾向となり、外国人投資家が更に日本で投資を行うようになった。以上述べたような事が、外国人投資家が日本の市場に年々増加している要因だといえる。

第２節 新興市場

新興市場とは大企業などではなく新興企業（ベンチャー企業）が多く上場する市場のことである。第１部市場や第２部市場に比べ、上場基準を緩和することで、実績は乏しいが将来の成長性が見込める新興企業に資金を調達する場を提供することができる。現在日本にはジャスダック、マザーズ、セントレックス、アンビシャス、Q-board、TOKYO PRO Market という６つの新興市場がある。その中でも、国内で圧倒的な規模を誇るジャスダックと、それに次ぐマザーズについて論じていく。まず、ジャスダックについて説明する。ジャスダックとは 2010 年に大証ヘラクレスとジャスダック、NEO の三つの市場が統合して形成された新興市場である。ジャスダックは①信頼性、②革新性、③地域・国際性という３つのコンセプトを掲げる市場である。また、市場は一定の事業規模を有し、事業の拡大が見込まれる企業群を対象とする「ジャスダックスタンダード」と特色ある技術やビジネスモデルを有し将来の成長可能性に富んだ企業群を対象とする「ジャスダックグロース」の２つに区分されている。

次にマザーズについて説明する。マザーズは近い将来、第１部市場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。そのため、申請会社には「高い成長可能性」を有することが求められる。申請会社が高い成長性を有しているか否かについては、主幹事証券会社がビジネスモデルや事業環境などを基に評価判断を行う。多くの成長企業に資金の供給をするという観点から、その上場を対象とする企業については、規模や業種などによる制限を設けられていない。

新興市場の上場審査基準には市場第１部・第２部と同様、形式要件と実質要

件で構成されている。証券取引所は新興市場へ上場を希望する会社から申請を受けて、形式要件および実質要件の適合性の審査を行っている。

「マザーズは、近い将来の第１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。そのため、新規上場を希望する会社には、『高い成長性』を有することを適合要件の１つとし、幹事証券会社にその旨を記載した『推薦書』の提出を求めている。マザーズの新規上場基準には、市場第１部、第２部と同様、形式要件として、株主数や流通株式、時価総額などの流動性に係わる基準、事業継続年数や上場会社監査事務所による監査などの継続的な事業活動や、適正な企業内容の開示確保に係わる基準が定められている。この他、特徴的な点として新規上場時に 500 単位以上の公募を求めること、そして、利益の額および純資産の額に係わる基準がないことなどが挙げられる。実質要件には、マザーズの市場コンセプトを踏まえ、『企業内容、リスク情報等の開示を適切に行うことができる状況にあること』、『相応に合理的な事業計画を策定しており、当該事業計画を遂行するために必要な事業基盤を整備していること、または整備する合理的な見込みのあること』などが定められている。[3]」

「ジャスダックの新規上場基準には、市場第１部・第２部同様、形式要件として株主数や流通株式時価総額、純資産の額、利益の額などを求めている。なお、上場日の流通株式時価総額は５億円以上とし、流通株式数や流通株式比率に係わる基準は設けていない。また、純資産の額、利益の額は、『ジャスダックスタンダード』、『ジャスダックグロース』の市場特性を踏まえ、異なる基準を設けている。実質要件も、『ジャスダックスタンダード』、『ジャスダックグロース』の市場特性を踏まえ、『事業活動の存続に支障を来す状況にないこと』や、『成長可能性を有していること』などが定められている。[4]」これらの要件から市場第１部・第２部に比べジャスダック・マザーズは上場しやすい環境にあるといえる。

---

[3]図説　日本の証券市場 2016 年版・日本証券経済研究所・2016 年・164 ページより引用

[4]図説　日本の証券市場 2016 年版・日本証券経済研究所・2016 年・164 ページより引用

図 5　マザーズ・ジャスダックの上場の形式要件（2015 年 9 月現在）

<table>
<tr><th colspan="4">形式要件</th></tr>
<tr><th rowspan="2"></th><th>マザーズ</th><th colspan="2">ジャスダック</th></tr>
<tr><th></th><th>スタンダード</th><th>グロース</th></tr>
<tr><td>純資産の額
（上場時見込み）</td><td>－</td><td>2億円以上</td><td>正であること</td></tr>
<tr><td>利益の額
（又は上場時時価総額）</td><td>－</td><td>〈連結〉
最近1年間における利益の額が1億円以上
（又は時価総額が50億円以上）</td><td>－</td></tr>
<tr><td>株主数[1)]
（上場時見込み）</td><td colspan="3">300人以上</td></tr>
<tr><td>流通株式[2)]
（上場時見込み）</td><td>次のaからcまでに適合すること
a 流通株式数：2,000単位以上
b 流通株式時価総額：5億円以上
c 流通株式比率：上場株券等の25%以上</td><td colspan="2">流通株式時価総額：5億円以上</td></tr>
<tr><td>公募または売出しの実施</td><td>上場時までに500単位[3)]以上の公募</td><td colspan="2">上場日時までに1,000単位又は上場株券等の数の10%のいずれか多い株式数以上の公募または売出し</td></tr>
<tr><td>時価総額
（上場時見込み）</td><td>10億円以上</td><td colspan="2">－</td></tr>
<tr><td>事業継続数年</td><td>新規上場申請日から起算して1年前より前から取締役会を設置して事業活動を継続</td><td colspan="2">－</td></tr>
<tr><td>財務諸表等</td><td colspan="3">直前2期「虚偽記載」なし</td></tr>
<tr><td>監査意見</td><td colspan="3">直前2期「無限定適正」または「限定付適正」
直前期「無限定適正」</td></tr>
<tr><td>その他</td><td colspan="3">上場会社監査事務所による監査[4)]、株式事務代行機関の設置、単元株式数、株券の種類、株式の譲渡制限、指定振替機関における取扱い</td></tr>
</table>

（注）　1、株主数とは、1 単位以上の株式を所有する者の数を言う。

2、流通株式とは、上場株券等の 10%以上を保有する株主、役員等及び自己（自己株式を所有している場合）以外が所有する株式をいう。

3、1 単位とは、単元株主制度を採用する場合には 1 単元の株式の数をいい、単元株制度を採用しない場合には 1 株をいう。

4、日本公認会計士協会の上場会社監査事務所登録制度に基づき、上場会社監査事務所名簿に登録されている監査事務所（同協会の品質管理レビューを受けた準登録事務所を含む）をいう。

（出所：公益財団法人　日本証券経済研究所　『図説　日本の証券市場 2016 年度版』）

図 6　マザーズ・ジャスダックの上場の実質要件（2015 年 9 月現在）

<table>
<tr><th colspan="3">実質要件</th></tr>
<tr><th>マザーズ</th><th>ジャスダックスタンダード</th><th>ジャスダックグロース</th></tr>
<tr><td>【事業計画の合理性】
相応に合理的な事業計画を策定しており、当該事業計画を遂行するために必要な事業基盤を準備していること又は整備する合理的な見込みのあること</td><td>【企業の存続性】
事業活動の存続に支障を来す状況にないこと</td><td>【企業の成長可能性】
成長可能性を有していること</td></tr>
<tr><td>【企業経営の健全性】
事業を公平かつ忠実に遂行していること</td><td colspan="2">【企業行動の信頼性】
市場を混乱させる企業行動を起こす見込みのないこと</td></tr>
<tr><td>【企業のコーポレート･ガバナンス及び内部管理体制の有効性】
コーポレート･ガバナンス及び内部体管理制が、企業の規模や成熟度等に応じて整備され、適切に機能していること</td><td>【健全な企業統治及び有効な内部管理体制の確立】
企業規模に応じた企業統治及び内部管理体制が確立し、有効に機能していること</td><td>【成長段階に応じた健全な企業当時及び有効な内部管理体制の確立】
成長の段階に応じた企業統治及び内部管理体制を確立し、有効に機能していること</td></tr>
<tr><td>【企業内容、リスク情報等の開示の適切性】
企業内容、リスク情報等の開示を適切に行うことができる状況にあること</td><td colspan="2">【企業内容等の開示の適切性】
企業内容等の開示を適切に行うことができる状況にあること</td></tr>
<tr><td colspan="3">その他公益または投資者保護の観点から当取引所が必要と認める事項</td></tr>
</table>

（出所：公益財団法人　日本証券経済研究所　『図説　日本の証券市場 2016 年度版』）

第 3 節 企業統治

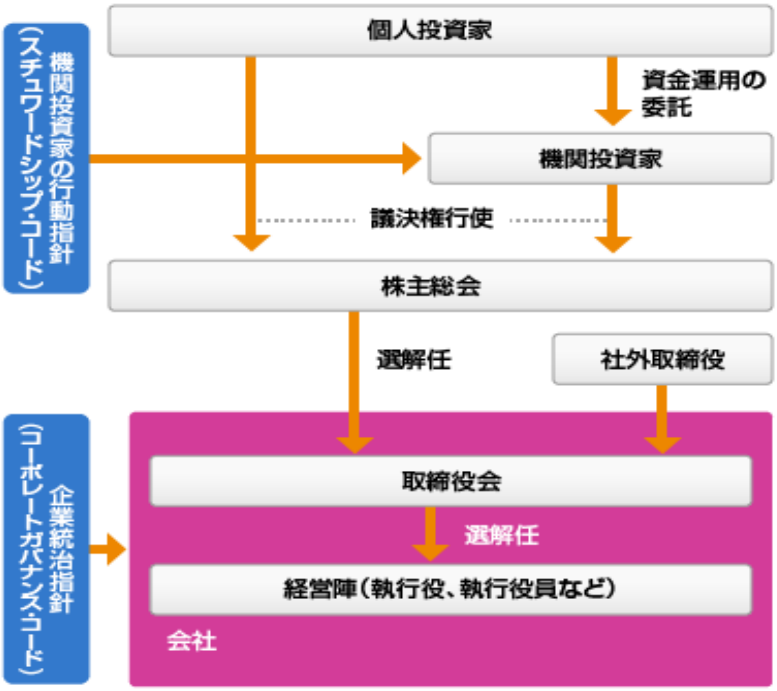
我が国では近年企業の制度改革が続けられており、制度改革の基礎として企業の業績不振や不正行為などにより株主や消費者、従業員などの利害が大きく損なわれることがないよう、経営者に対する規律付けとモニタリングを行うシステム、コーポレート・ガバナンス（企業統治）の制度が構築された。今日、コーポレート・ガバナンスとは企業価値を維持・向上させるために経営陣を監視し、不祥事の防止、収益性や競争力向上など株主観点からの意見を経営に反映させる仕組みのことを指す。コーポレート・ガバナンスによる施策では日本版スチュワードシップ・コードや改正会社法、コーポレートガバナンス・コードなどが存在する。本節では上記 3 つをとりあげる。

第 1 に 2015 年 6 月に企業統治指針として施行されたコーポレートガバナンス・コードである。本コードは大きく 5 つの基本原則で構成されている。①株

主の権利・平等性の確保、②株主以外のステークホルダー[5]との適切な協働、③適切な情報の開示と透明性の確保、④取締役会等の責務、⑤株主との対話、上記５つに関する指針が示されている。本コードでは上場企業を対象に適用される。コーポレートガバナンス・コードは施策２つ目でとりあげる日本版スチュワードシップ・コードと同様「Comply or Explain」ルールの基で施行される。本コードを適切に実施することで持続的な成長と中長期的な企業価値の向上が見込めるとされる。

第２に 2014 年 2 月に執行され「責任ある機関投資家」の諸原則といわれている日本版スチュワードシップ・コードである。スチュワードシップ・コードは「目的を持った対話」(以下エンゲージメント)を通じて適切な資源配分や持続的な成長を促すことを目的として構築されており、施策第１であるコーポレートガバナンス・コードが上場企業を対象としていたのに対し、本コードでは日本株に投資している国内外の機関投資家を対象としている。

図７　企業統治の新たな仕組み



（出所：日本経済新聞　2014-12-08 朝刊　p.17 より引用）

[5] 企業の利害関係者のことを指す。株主や債権者、取引先など。

このエンゲージメントでは議決権行使や株主提案、個別の議論や提案などが行われる。議決権行使でのエンゲージメントでは株主総会においての企業提案に対して賛否を表示することができるなどの特徴がある。（図８参照）

図８　エンゲージメント（目的を持った対話）の主な活動内容と特徴

主な エンゲージメント活動	内容・特徴	公開 非公開
①　議決権行使	・株主総会において、企業の提案に対して賛否を表示	公開
②　株主提案	・株主自ら株主総会において議案を提出 ・議決権行使よりもアクティブな行動と考えられる。	公開
③　個別の議論・提案	・個別に企業経営者が、経営理念や経営戦略について議論 ・エンゲージメント活動の中では最もアクティブな活動内容 ・専門的で、専門性を持った人的資源が必要	非公開が 中心

（出所：野村総合研究所「日本版スチュワードシップ・コードの現状と課題」2014 年より筆者編集）

エンゲージメントはプリンシプル（原則）ベースと「Comply or Explain」という大きくわけて２つの特徴がある。プリンシプルベースとは法的な拘束力はないことを指し、英国版スチュワードシップ・コードを参考にし、運用戦略等に応じた様々なタイプの機関投資家に対応する。「Comply or Explain」ルールとは順守することを原則とし、順守しないのであればその理由を明確に説明することが義務付けられる。

第３に 2015 年 5 月に施行された改正会社法である。改正会社法では社会経済情勢から会社の内部の自治強化を目的として、社外取締役等による株式会社等の経営に対する監督機能の強化や監査等委員会設置会社制度の新設などの改正が行われた。

図 9　社会取締役等の要件厳格化

社外取締役等の要件の厳格化	業務施行者等の近親社		業務施行者等	
	改正前	改正後	改正前	改正後
株式会社　A社	○	×	×	×
親会社			○	×
子会社			×	×
兄弟会社			○	×

（出所：法務省大臣官房　秘書課広報室「会社法が改正されました」より筆者編集）

第４節　対米比較

本節では日本の証券市場と米国の証券市場を比較していく。

日本の証券取引所は東京（日本取引所グループ）、名古屋、札幌、福岡の４取引所が存在する。それに対して、米国はニューヨーク証券取引所（New York Stock Exchange 以下 NYSE）、ナスダック市場(The Nasdaq Stock Market 以下 Nasdaq)、BATS Exchange など１３取引所が存在する。

図 10　上場株式売買構成比（2014 年）

取引所	売買構成比
東京	99.974%
名古屋	0.020%
福岡	0.004%
札幌	0.002%
合計	100%

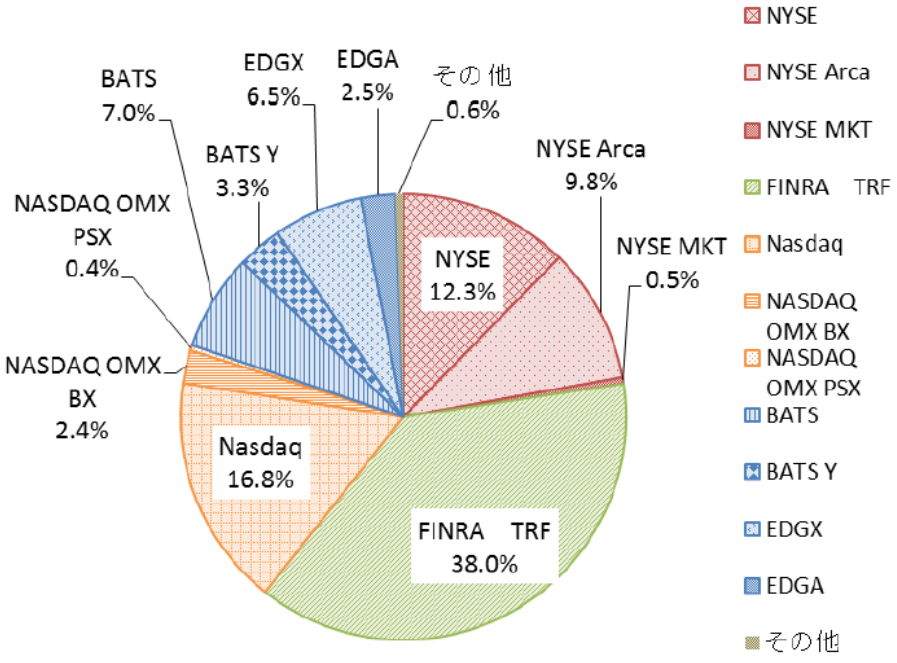
（出所：公益財団法人　日本証券経済研究所　『図説　日本の証券市場 2016 年度版』より編集）

図１０を見てもわかるように、日本の取引は東京証券取引所に一極集中している。それに対して、米国では取引の場を単一としてそこにすべての需要を集中させるのではなく、取引の場を複数に分散させ互いに競争させることで、イ

ノベーションを促進させる方針を採用してきた。その中で整備されてきた特徴的な制度として、非上場証券取引特権と全米市場システム（National Market System、以下 NMS ）の２つが挙げられる。

非上場証券取引特権とは、国法証券取引所であれば、他の国法証券取引所に上場している証券を自らが審査せずとも取扱うことができるという制度である。米国において主要企業が上場するのは NYSE と Nasdaq に二分化されており、上場企業数は NYSE が 1,867 社、Nasdaq が 2,637 社となっている 。これらの株式の売買は必ずしも上場している証券取引所で行われているわけではなく、図表２にあるように売買シェアは NYSE で 12.3%、Nasdaq で 16.6%という低い割合になっている。この非上場証券取引特権は日本にはない制度であり、日本では上場先でしかその株式は売買できない。

図 11　米国証券取引所の売買高シェア（2014 年 6 月の 1 日平均売買高）



（注）全米中の国法証券取引所に上場している銘柄の出来高のうち、どの市場で何%の取引が執行されたかを計算したもの。

（出所：大和総研　「日米株式市場の相違点　株式市場構造と取引手法」）

NSM とは「米国の主要株式市場を緩やかに連結し、各市場間での競争を喚起して、より効率的な株式市場を目指すというコンセプト、あるいはこの仕組みの総称[6]」である。NMS が導入された背景には 1960 年代に生じた市場の分裂があり、NMS はその解決策として導入されることになった。NMS は各市場の取引情報を統合する CTS（Consolidated Tape System)、各市場の最良気配を統合す CQS(Consolidated Quote System)、より良い気配を表示している市場へ注文を回送する ITS(Inter Market Trading System)により、複数の市場が提示している気配の中で、より良い気配を表示している市場に注文を回送する仕組みである。日本では市場がすべて独立しているのに対し、米国では複数の市場が接続されており 1 つの市場のように機能しているのである。

またエンジェル投資家の存在も特徴といえる。エンジェル投資家とは、創業間もない企業に対して資金を供給する資産家のことで、その見返りとして企業は社債や株式を出資者に提供する。エンジェル投資家の多くは元起業家や経営者などであるため、単なる資金提供者に留まらず、経験の少ない起業家のアドバイザーになることもある。日本と米国でエンジェル投資家の出資額を比べてみると、日本が約 9 億 9000 万円であるのに対し、米国は 229 億ドル、日本円で約 2.3 兆円となっており、日本と圧倒的な差が存在していることがわかる。米国の新興市場において、エンジェル投資家の存在は非常に大きいものであると考える。

第３章　家計の現状と課題

本章では国内において投資に対し積極的でない家計の現状について述べる。第 1 節では家計の貯蓄動機について、第 2 、3 節では若年層と高齢者層に分け、現状を述べる。第 4 、5 節では NISA と確定拠出年金の制度面について述べる。

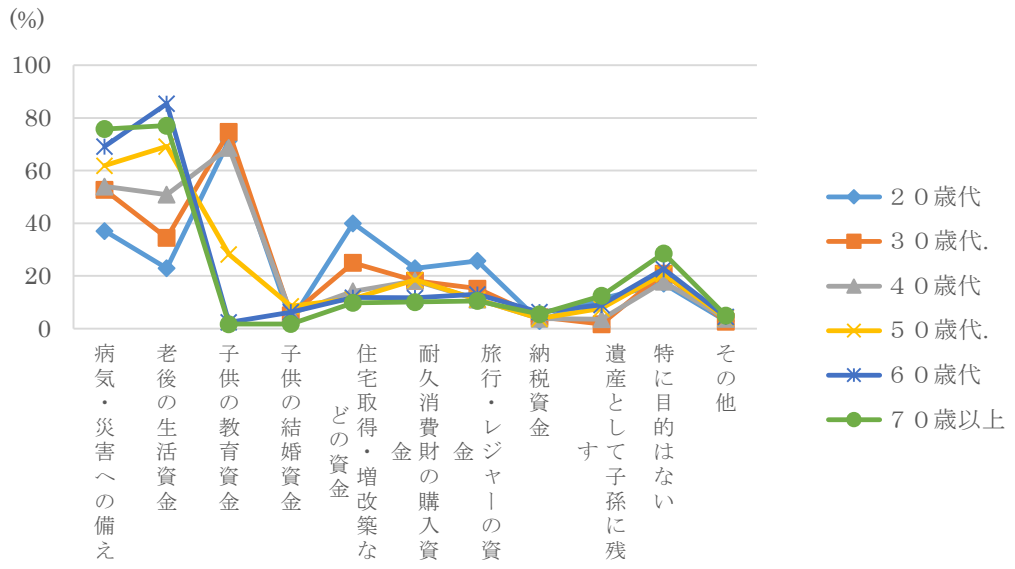
[6] 大和総研 2014 年 7 月 26 日「日米株式市場の相違点　株式市場構造と取引手法」

第１節 家計の貯蓄動機

日本家計の金融資産構成の割合として、現金・預金が 52.4%となっている[7]。これを踏まえたうえで家計の年齢別の貯蓄目的について述べていく。

まず 20 代では「子供の教育資金」が 71.4%、「住宅の取得・増改築などの資金」が 40%となっている。30 代でも「子供の教育資金」が 74.７%と高い数字になっているが、次に多いのが「病気や不時の災害への備え」で 52.7%となっている。40 代でも「子供の教育資金」が 68.7%と高いが、「老後の生活資金」が 50.9%にまで増加する。50 代以降は「病気や不時の災害への備え」と「老後の生活資金」が７、８割といった高い割合を占めている。

図 12　家計の金融資産保有目的（2015）



（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[8]）

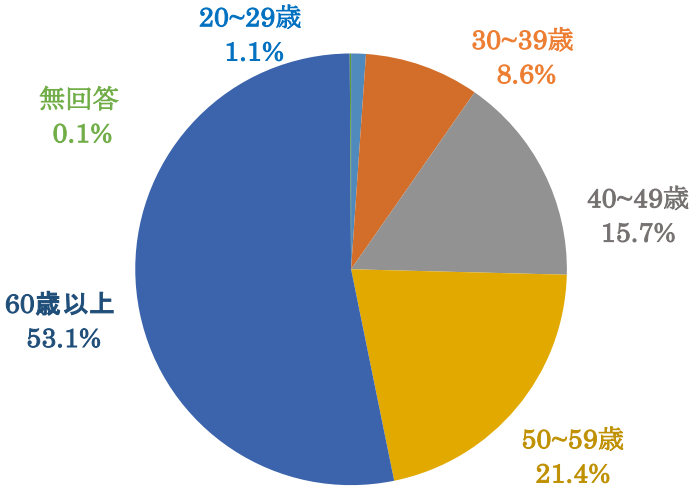
第２節 若年者層

現在日本の投資家年齢層は過半数が６０歳以上となっている。対して、若年

[7] 日本銀行調査統計局（2016 年 6 月 22 日）「資金循環の日米欧比較」参照
[8] 二人以上世帯調査。３つまでの複数回答。

者層投資家は全体の約 1.1%程度である。[9]下図は個人投資家の年齢層を示したものである。

図 13　個人投資家の年齢層



（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」より筆者作成）

若年者層が投資しない理由として「損をしそう」・「投資に回す資金がない」・「商品や取引の仕組みがわからない」など投資に対する負の印象が強いことや、若者の資金不足などがあげられる。また、投資に対する知識不足や金融リテラシーの低さが原因として伺える。そこで余裕資金不足と知識不足の面から若年者層の現状を述べていく。

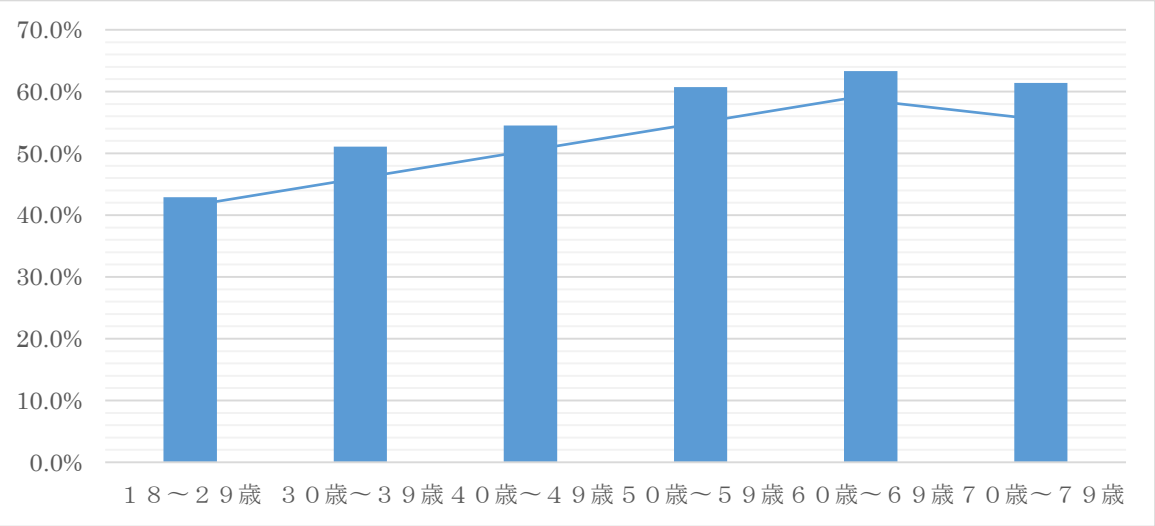
第 1 に余裕資金の不足があげられる。若年層の余裕資金不足の原因として奨学金返済・ライフプラン必要額・給与不足の 3 つがあげられる。日本学生支援機構によると大学 4 年間を第一種奨学金で貸与された場合、例として 180 回払い・15 年返済計画が立てられる。これは、月額でいうと 14,400 円もの負債を背負う状態で社会人を迎えることとなる。次にライフプラン必要資金として住宅購入や結婚・出産費用、子供の教育費、更に車購入や趣味へのお金、緊急時資金、年金への加入も必要となり総額 5000 万円程度の資金が必要となってくる。

[9] 「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』」

最後に給与の不足があげられる。現在、新入社員の平均月給は約 20 万円前後とされておりここから保険料や所得税・奨学金・家賃光熱費・食費などを考慮した結果、一月に趣味・娯楽費に回せる資金が約 5 万から 6 万円程度となっている。これは学生アルバイトの平均給与（約 5 万弱）とおおよそ変わりがない状況である。以上 3 点から若年層は投資に回すだけの余裕資金が不足していると考える。

第 2 に知識不足があげられる。金融広報中央委員会が実施した「金融リテラシー調査」による金融リテラシーアンケートクイズの正解率では年齢が上がるにつれ正解率が上がっている傾向がある。つまり、若年層になるほど正解率が低いのが現状である。また、総合平均が 55.6%の正解率だったのに対し、若年層は 42.9%と総合平均よりも 10%以上も低い。このように現代の若年層は金融リテラシー不足を原因として投資に対する知識不足が生じている。

図 14　金融リテラシー正誤問題



（出所：中央広報委員会「金融リテラシー調査報告書」より筆者作成）

上記 2 点から若年層は投資に対する知識と資金が不足しており、投資を行う流れにいたらないとされている。若年層を投資に積極的に取り込むことで、投資家層の拡大が図れる。また市場に資金が流入することにより資金の流通量も増加するという高プロセスが期待でき、証券市場の活性化に繋がると考える。

第３節 高齢者層

65 歳以上の高齢者段階では、定年を迎え給与による所得がなくなる世帯が多く、生活における公的年金の重要性が高まる段階である。図１５は高齢者世帯の所得の内訳を示したものであり、その内容を見ると、公的年金・恩給が総所得の 67.6%を占めており、また、図１６のように、所得を公的年金・恩給のみに頼り生活している高齢者世帯の割合は 55.5%と、高齢者世帯にとって公的年金がいかに重要な役割を占めているかが窺える。

生命保険文化センターによると、老後にかかる最低生活費は月平均 22.0 万円とされており、また、旅行やレジャー費などを含めた「ゆとりある老後生活[10]」を送るためには月平均 35.4 万円が必要とされている。しかし、この「ゆとりある老後生活」は、図１５の総所得の月平均額である 25.0 万円を大きく上回る金額であり、この水準の生活を実現するためには、退職時までに形成した貯蓄などを切り崩し生活する必要性が生じる。

日本の公的年金制度は、現役世代の払い込む保険料によって、年金受給者である高齢者の年金を賄う「賦課方式」の形をとっているが、平均寿命の伸び（男性 80.79 歳、女性 87.05 歳[11]）や出生率の低下（合計特殊出生率 1.42[12]）などによる少子高齢化により、制度自体の維持が困難になるのではないかと危惧されており、「平成 28 年版少子化社会対策白書」のデータによると、高齢者一人に対し支えている現役世代の人数が 12.1 人であった 1950 年に対し、2015 年では 2.3 人、2050 年時点の推計値では 1.3 人とされており、世代間扶養を前提とする「賦課方式」の課題に直面しているといえる。

---

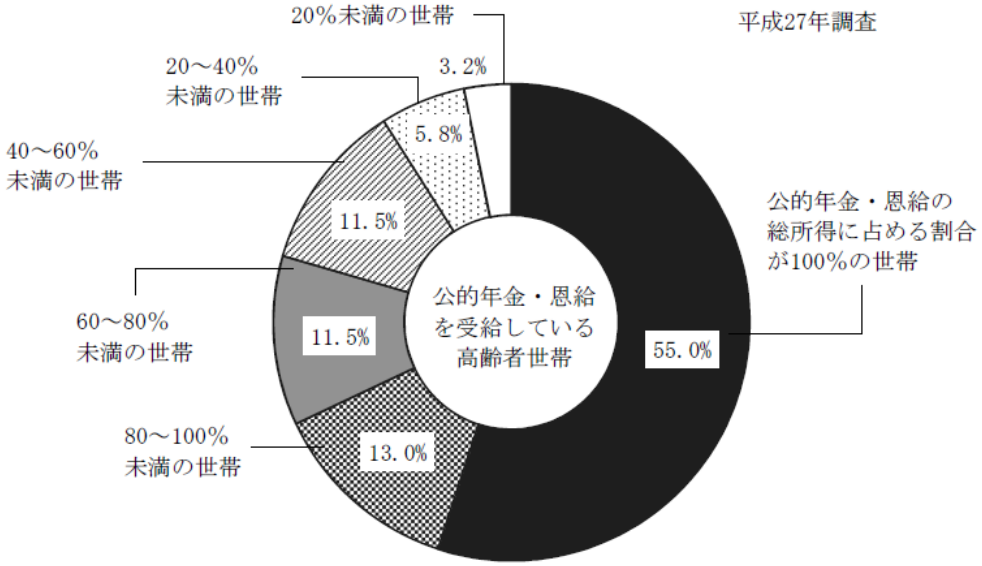
[10] 生命保険文化センター
[11] 厚生労働省「平成 27 年簡易生命表」
[12] 内閣府「平成 28 年版少子化社会対策白書」

図 15　高齢者世帯の所得

区分	平均所得金額			
	一世帯当たり			世帯人員一人当たり（平均世帯人員）
高齢者世帯	総所得	300.5万円		192.8万円（1.56人）
	稼働所得	55.0万円	（18.3%）	
	公的年金・恩給	203.3万円	（67.6%）	
	財産所得	22.9万円	（7.6%）	
	年金以外の社会保障給付金	3.4万円	（1.1%）	
	仕送り・その他の所得	16.0万円	（5.3%）	
全世帯	総所得	528.9万円		205.3万円（2.58人）
資料：厚生労働省「国民生活基礎調査」（平成26年）（同調査における平成25年1年間の所得）				
（注）高齢者世帯とは、65歳以上の者のみで構成するか、又はこれに18歳未満の未婚の者が加わった世帯をいう。				

（出所：内閣府「平成 28 年度版高齢社会白書」）

図 16　公的年金・恩給を受給している高齢者世帯における
公的年金・恩給の総所得に占める割合別世帯数の構成割合

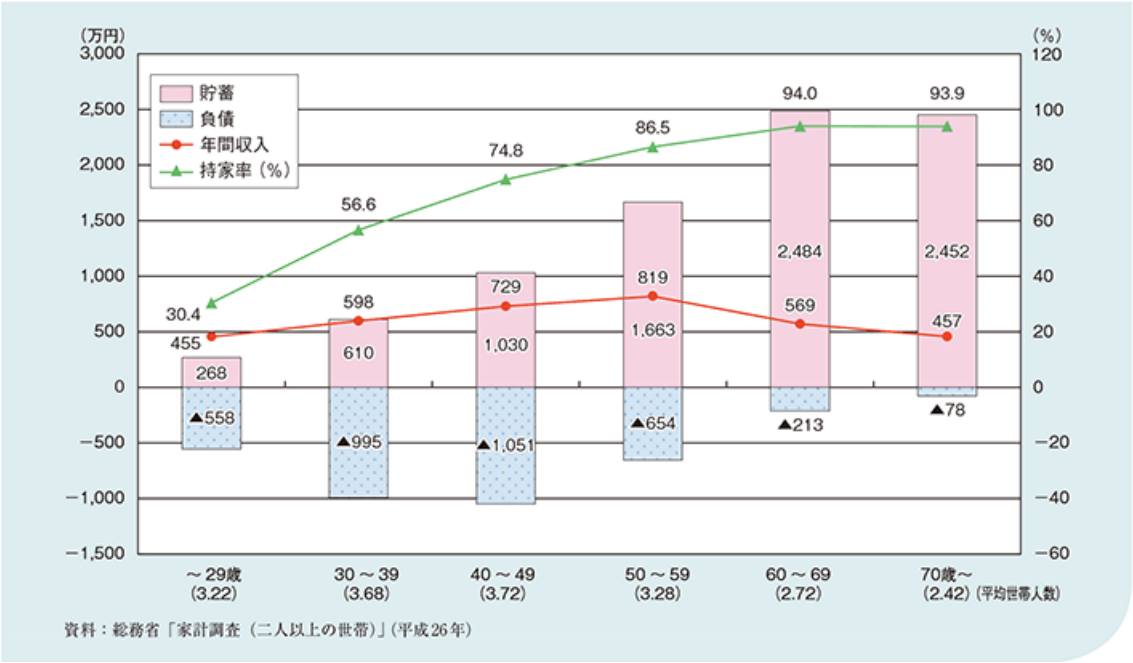


（出所：厚生労働省「平成 27 年国民生活基礎調査の概況」）

図 17 は、家計の収支バランスを年齢階級別に見たものである。図からもわかるように、60 歳以上の家計では多くの貯蓄を保有しており、車や住宅ローンな

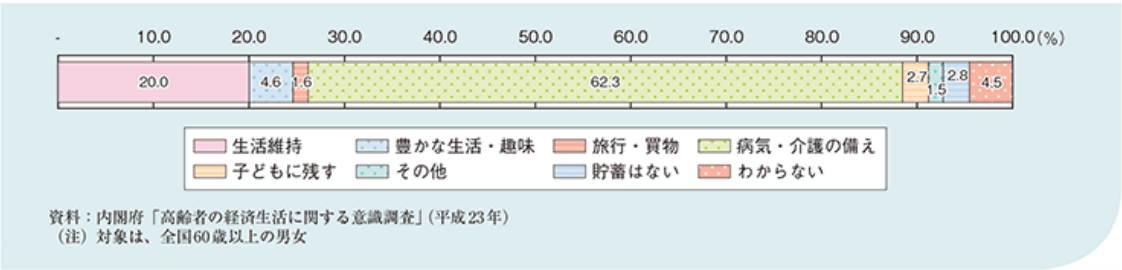
どの負債を払い終わっている場合が多いため、ある程度の余裕資金を保有しているが、一般的に高齢者世帯はリスク回避傾向にあり、図 18 の高齢者世帯の貯蓄の目的からもわかるように、高齢者世帯では、病気や介護などの不測の事態に対する備えとして貯蓄を行っているため、将来の必要資金を蓄えることを念頭に置いた若年世代の資産運用から、比較的安全性の高い運用へと転換していくことが望ましいのではないかと考えられる。

図 17　世帯主の年齢階級別一世帯当たりの貯蓄・負債現残高、年間収入、持家率



（出所：内閣府「平成 28 年度版高齢社会白書」）

図 18　高齢者世帯の貯蓄目的



（出所：内閣府「平成 28 年度版高齢社会白書」）

第４節 NISA

『貯蓄から投資へ』を促す政策の１つとして、2014 年１月から始まったのが NISA である。NISA は、英国の Individual Savings Account(以下英国 ISA と記述）をモデルにしており、毎年 120 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。図１９は NISA の制度概要をまとめたものである。

図 19　NISA の概要

制度対象者	20 歳以上の日本国内居住者
非課税対象	上場株式・公募株式投資信託などの配当や譲渡益
非課税投資枠	新規投資額で年間 120 万円が上限（最大 600 万円）
非課税期間	最長５年間 ※期間終了後、新たな非課税枠への移行による継続保有が可能
投資可能期間	平成 26 年～平成 35 年（10 年間）
口座開設数	１人につき１口座 ※一年ごとに、金融機関の変更が可能

（出所:政府広報オンライン HP より筆者作成）

NISA の導入によって、今まで投資を経験したことのない人々に投資を行うきっかけを与え、貯蓄から投資への流れが進み、市場に資金が流入することが期待されている。実際、投資未経験者による NISA 口座開設数は、約 194 万口座であり、全体の 23.5%を占めている[13]ことから、国内投資家層の拡大に一役買っているといえる。また、NISA 口座における買付額の合計金額は約６億４千万円に上り、そのうち 33.6%は上場株式が占めている[14]。このことから、NISA 口座は国内投資家層の拡大に加え、取引量の増加にも貢献しているといえるの

[13] 「NISA 口座の利用状況について」　金融庁　平成 27 年４月
[14] 「NISA 口座の開設・利用状況調査」　金融庁　平成 27 年 12 月

ではないだろうか。今後は、さらなる投資を呼び込むためにも長期積み立て枠による若年層への普及や、上限金額、期間の再考など NISA 制度の整備が一層必要となってくると考えられる。

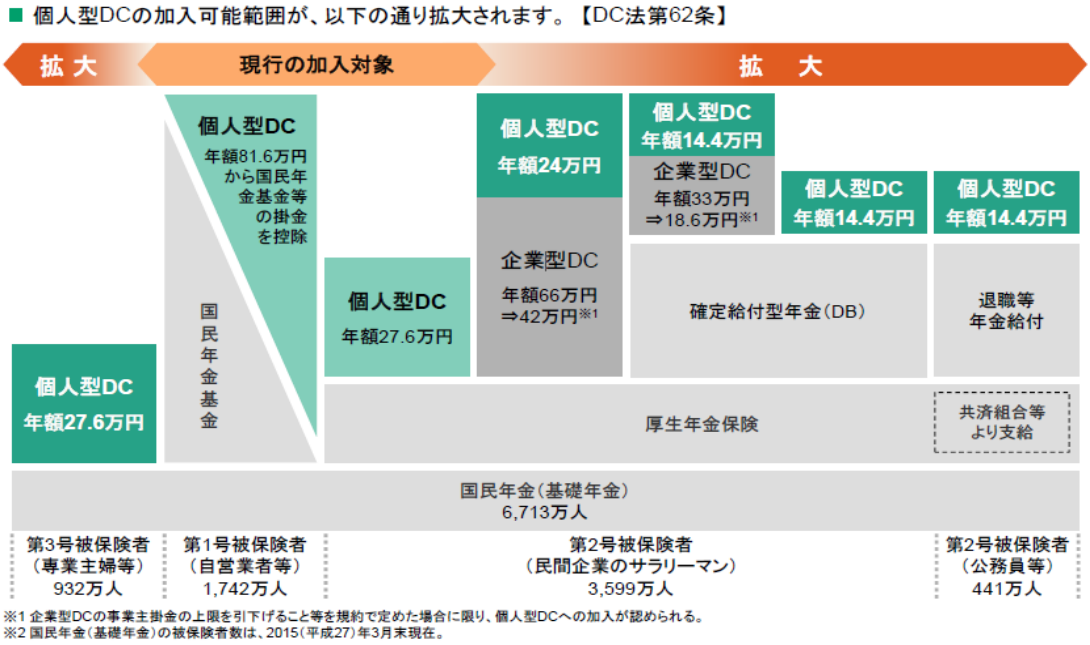
第５節 確定拠出年金

現在、日本の公的年金制度は賦課方式を採用しているため、少子高齢化により現役世代の負荷が増加している。その結果、昨今の日本の公的年金を巡る環境の変化として給付水準の引き下げ、支給開始年齢の引き上げなどが行われており、自助努力の必要性が高まっている。また、雇用を巡る環境も変化しており、終身雇用制から能力主義へ移行し、雇用の流動化・多様化等の傾向にある。この流動化・多様化に対応できる退職給付制度の必要性も出てきた。このような少子高齢化の進展や自助努力の必要性の高まり、雇用の流動化・多様化等の社会情勢の変化が従来の年金制度に影響を与えるようになったため、こうした様々な問題に対応する形で 2001 年 10 月に確定拠出年金制度が導入された。

確定拠出年金制度（Defined Contribution Plan：以下 DC）とは「拠出された掛金が個人ごとに明確に区分され、掛金とその運用収益との合計額をもとに年金給付額が決定される年金制度[15]」である。DC 制度は大きく分けて会社が掛金を負担する「企業型年金」と個人が掛金を負担する「個人型年金」の 2 つがあり、掛金を積み立てられる金額の上限（拠出限度額）が定められ細分化されている。また、主な特徴として①資産の運用や年金の受け取り方などを自ら判断できる点、②掛金が所得控除、運用益が非課税など税制上のメリットがある点、③転職の際、年金資産を持ち運べる点などが挙げられる。これまで専業主婦、公務員等は個人型 DC の加入対象に含まれてなかったが、2016 年 5 月 24 日に確定拠出年金改正法が成立し、専業主婦や公務員も加入できるようになり、原則、誰でも DC 制度に加入できるようになった。加えて転職の際の年金資産の持ち運び（ポータビリティ）も拡充された。

[15] 厚生労働省ＨＰより

図 20　法改正後の DC の加入対象者

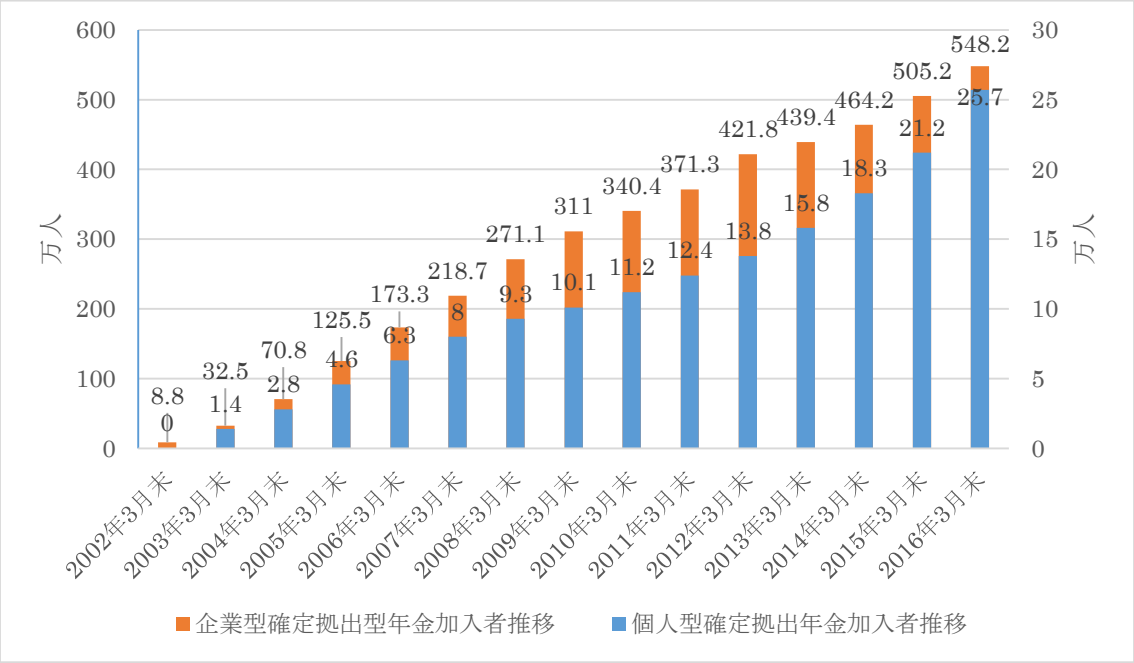


（出所：りそな年金研究所）

2001 年 10 月より始まった DC は図２１からわかるように 2016 年 3 月末時点で個人型 DC は 25.7 万人、企業型 DC は 548.2 万人といずれも年々増加している。また、前述した通り確定拠出年金改正法により 2017 年 1 月から個人型 DC の加入対象者に専業主婦、公務員等が含まれることになった。野村総合研究所の『確定拠出年金の利用実態調査（2015/3）報告』によると専業主婦の利用により加入者は最大で 264 万人増加し、年間拠出額は 3200 億円、公務員等の利用により加入者は最大で 132 万人増加し、年間拠出額は 1600 億円と DC マーケットへの資金流入額は年最大 4800 億円にも及ぶ（図２２参照）。

DC 制度の発展・普及は政府が掲げる「貯蓄から投資へ」を後押しし、また DC 制度を起点とし、加入者が自発的に株式投資等を始める可能性もある。こうした意味でも証券流通市場の活性化に繋がるのではないかと考える。

図 21　確定拠出年金加入者数推移



（出所：厚生労働省ＨＰより筆者作成）

図 22　専業主婦・公務員等の DC 制度加入による効果

	対象者数[注1)]		加入意向者の割合		平均掛金[注2)]		年間拠出額
専業主婦・主夫	945万人	×	28%	×	9982円/月	＝	3200億円／年
公務員・公立学校教員・私立学校教員	440万人	×	30%	×	10041円/月	＝	1600億円／年

注1）専業主婦および公務員等の対象者数の出所は厚生労働省「確定拠出年金法等の一部を改正する法律案（平成27年4月3日提出）概要」。
注2）平均掛金は本調査で回答を得た拠出希望額（DC改正法案で規定している上限を上回る希望額については上限額）の平均。

（出所：野村総合研究所『確定拠出年金の利用実態調査（2015/3）報告』）

第４章　提案

本章ではこれまで述べた証券市場の現状及び課題に対し、具体的な提案を述べたい。第１節では機関投資家に対する施策、第２節では市場に対する提案、第３節では企業に対する施策、第４節では家計に対する施策を述べる。

第１節　機関投資家への提案

日本版スチュワードシップ・コードにおいて、スチュワードシップ責任は「機関投資家が、投資先企業やその事業環境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)」などを通して、当該企業の企業価値向上や持続的成長を促すことにより、「顧客・受益者」の中長期的なリターンの拡大を図る責任を意味する[16]」と定義されている。企業価値向上や企業の持続的成長を促すためにも企業と機関投資家間の「目的を持った対話(エンゲージメント)」は重要であると考える。そこで本節では、企業と機関投資家とのエンゲージメントを通じた企業価値向上と持続的成長の促進のために、日本版スチュワードシップ・コードに「集団的エンゲージメント」を原則化することを提案する。

第２章第３節でも述べたように 2014 年２月に日本版スチュワードシップ・コードが導入された。しかし、モデルとなった英国スチュワードシップ・コードに明記されている集団的エンゲージメントに関しては日本版では触れられておらず、否定的な立場もとられていない。原則７の指針７－３は「必要に応じ、機関投資家が、他の投資家との意見交換を行うことやそのための場を設けることも有益である[17]」と記述し、状況に応じて投資家同士が協調行動を行うことの有効性を述べる表現に留まっている。

集団的エンゲージメントとは、複数の機関投資家が連携し、投資先企業や取引所におけるトータルの株式保有割合を高めることで、共同で企業や取引所と対話に臨むことである。この際、機関投資家は互いの意見が一致しているかを確認する必要がある。エンゲージメントを共同で行うことは時間・事務等のコ

[16] 金融庁「日本版スチュワードシップ・コード」参照
[17] 金融庁「日本版スチュワードシップ・コード」参照

スト削減に繋がるだけでなく、エンゲージメントが共有財(相互排他的でない)であるため理に適っていると考える。また、『ESG 投資におけるエンゲージメントに関する考察－内外の事例を基に－[18]』における先行研究とヒアリング調査によると、国内年金基金は集団的エンゲージメントについては日本版スチュワードシップ・コードに触れられていない状況のため、「投資判断は基本的に各運用会社が行うので、投資判断は独立しているため、共同エンゲージメントについては懐疑的である」、「共同エンゲージメントについては未定である」という見解を示している。対し、英国をはじめとする欧州機関投資家は「企業との対話(直接の対話、国際電話会議)」、「議決権行使」、「集団的エンゲージメント」、「取引所や規制当局との対話」などのエンゲージメントの方法の中で、最も効果的であるものとして「集団的エンゲージメント」を挙げている。

現在の国内株式市場では、外国人持ち株比率が最も高く、次いで信託銀行、生損保、公的年金など国内の資産保有機関や運用機関の持ち株比率が高い状況にある。[19]企業は持ち株比率の高い所有者を優先するインセンティブを持つことが想定されるため、外国人投資家は国内企業にとって軽視できない存在であるといえる。また、国内・海外機関投資家は議決権行使ガイドラインを策定している機関もあり、加えて海外に至ってはエンゲージメント専門部署を配置している機関投資家が多い状況にある。すなわち、このような株主による規律付けと株式持ち株比率の状況を勘案すれば、上場企業は株主を優先するインセンティブを持つと考えられる。

国内機関投資家と持ち株比率の高い海外機関投資家、もしくは国内機関投資家同士が連携し、共同でエンゲージメントを行うことで投資先企業におけるトータルの株式保有割合を高めることとなり、企業が投資家を優先するインセンティブを持つことから効果的なエンゲージメントが行えるのではないだろうか。そのため、株主による規律付け効果の高い集団的エンゲージメントを今後国内において普及・発展させるため、日本版スチュワードシップ・コードへの原則化が必要だと考える。

---

[18] 『ESG 投資におけるエンゲージメントに関する考察－内外の事例を基に－』杉浦康之(日興フィナンシャル・インテリジェンス株式会社)

[19] 「2015 年度株式分布状況調査の調査結果について」参照

効果的な集団エンゲージメントを通じ、企業価値向上、企業と投資家の「協創(協調)」による持続的成長の促進は、投資家の中長期的なリターンの拡大に資するのではないか。また、企業価値向上、企業の持続的成長は金融資本市場全体の活性化にも繋がり、延いては日本経済全体の成長に寄与すると考える。

第２節　市場への提案

近年、海外取引所では商品先物などの幅広いデリバティブ（金融派生商品）を扱う「総合取引所」編成の気運が高まっている。2012 年の香港取引所によるロンドン金属取引所の買収や、2013 年のアメリカ大手取引所であるインターコンチネンタル取引所（ICE）による、ニューヨーク証券取引所を傘下に持つ NYSE ユーロネクストの買収など、取引所間の統合が盛んに行われている。

我が国では 2007 年の「経済財政改革の基本方針 2007」の中で総合取引所の創設が提言された。2009 年、金融商品取引所と東京商品取引所の相互参入を後押しする形で金融商品取引法の改正がなされたが、両取引所の相互参入はあまり進展しなかったとの指摘もある。その原因としては、証券・金融を規制する金融商品取引法と商品先物取引を規制する商品先物取引法が並存する形となったことや、工業品は経済産業省の管轄であり農産物は農林水産省の管轄であるため、取引所は金融庁との二重の監督を受けるという形となり、相当な負荷を担うことになったためだと考えられる。2012 年「総合取引所」の構想を巡る二度目の改正では、一部を除く商品（コモディティ）が金融商品取引上のデリバティブ商品として扱われるなどの改正が行われた。

このような法改正の背景に加え、2013 年には東京証券取引所と大阪証券取引所の統合により日本取引所グループ（JPX）が発足した。東京証券取引所が現物株、大阪取引所（旧大阪証券取引所）がデリバティブをそれぞれ扱っている。貴金属や農作物などの商品先物は東京商品取引所が担っており、東京商品取引所は経済産業省や農林水産省の管轄である。大阪取引所が取り扱うデリバティブは、日経平均株価や東証株価指数（TOPIX）などに限られており、先述したように各省庁間のいわゆる縦割りの構造があるため、「総合取引所」の実現に至っていないのが現状である。

今後期待されるプロセスとしては、金融商品取引所と商品取引所が統合する

ことで、投資家の立場からは利便性の向上が見込まれ、仮に一元化された口座のもとで証券・金融・商品の取引や損益通算などが可能となれば、投資家はより効率的な投資手段を得るのではないかと考える。また、取引所の立場からは各々の利点が共有できればコスト削減にも繋がり、延いては投資家の負担するコストの削減など長期的な日本市場の発展に繋がるのではないかと期待される。

第３節　企業への提案

投資家保護の観点からは、公平な情報開示や監査体制の整備などが行われることが、健全な市場の発展に繋がるのではないかと考える。投資家や機関投資家などの市場関係者が、適切かつ十分に機能を果たすためには、企業の内部統制機能を強化することで、企業に法令の順守を促し、市場全体の公平性・透明性を向上させていくことが重要だと考える。

そのための施策の１つとして、上場会社に対する J-IRISS（ジェイ・アイリス、Japan Insider Registration & Identification Support System）の原則化を提案したい。J-IRISS とは、日本証券業協会が 2009 年より運営するネットワークシステムのことである。上場会社が役員等の情報を事前にデータベースに登録しておくことで証券会社は、顧客の売買注文に際して自社の顧客リストと J-IRISS 上の役員等のデータベースとの照合を行い、内部者取引の危険性がないか役員等に注意喚起を行うというものである。また、証券会社はこの制度を利用し、自社の内部者登録カード上の顧客データとの照合を行い、人事異動等による顧客情報の更新に対処している。

金融商品取引法では、取締役や執行役、監査役、会見参与、役員の同居者や退職後１年以内の元役員、その他重要事実について知り得る可能性のある者が内部者取引の規制の対象とされており、特に役員の同居者や退職後１年以内の元役員等は、売買報告書の提出義務（金商法 163 条）や短期売買による利益還元（金商法 164 条）などの法令に反してしまう可能性があるため、制度の拡充が意図しない不正取引の防止に繋がるのではないかと考えられる。

2016 年 10 月 24 日現在、この制度の登録会社数は 3,025 社 [20]であり、これは全上場会社の 82.97％に相当する。金融庁及び証券取引監視委員会によると、

[20] 日本証券業協会 2016 年

「登録が促進されることが強く望まれます」との見解を示しており、多くの上場企業が採用しているとはいえ、登録は必ずしも適用されていないのが現状である。

そこで、J-IRISS への登録を上場基準及び上場廃止基準の必要項目として加えることを提案する。上場会社を対象に原則化とすることで、新たに登録される企業は、前述の登録状況から約 620 社と概算され、上場基準に加えることで、今後上場する企業にも浸透していくことが見込まれる。また、当制度は登録範囲に関する厳格な規定は定められておらず、実際に登録するかについては企業の裁量次第であるのが現状である。そのため、役員等の登録該当者への登録の厳格化なども同時に検討すべきではないかと考える。

第４節　家計への提案

家計に眠っている資金を市場へ流入させるためには、家計の金融リテラシーを高めるとともに NISA や DC 制度を加入者にとって、より身近で利用しやすいものとする必要があると考える。そのために、この節では、家計における課題を解消するための方策をいくつか提案し、それらが証券市場の活性化にどのような影響を与えるかについて考察していく。

（1）金融経済教育

本大会においても「学校段階における金融リテラシー教育のあり方について」をはじめとし、金融リテラシーに関するテーマは長年取り扱われている。わが国において金融リテラシーの向上の必須は周知の事実である。背景として昨今、少子高齢化社会の進展に伴い社会保障制度の脆弱化が叫ばれる中、老後の生活設計は年金だけでは十分とはいえなくなってきている。これにより老後の生活設計のためにリスク資産投資による資産運用が重要となる。そうした中で必要とされるのが金融知識や金融経済事情及び金融商品の選択、外部の知見の適切な活用といった金融リテラシーであり、そのための金融経済教育は非常に必要とされてきている。

図表１、２が示すように金融教育を受けたと回答した人は、投資を行う人が

多い。また、商品性を理解したうえで株式等を購入しているのがわかる。加えて、第３章第１節で述べたように、日本の家計の金融資産構成の割合は現金・預金が 52.4%である。このことから推察するに、金融経済教育の推進は今後家計の預貯金を市場へ流入させることにつながり、且つ国内における個人投資家の増加も見込まれる。そこで次節でも述べるが、確定拠出年金での導入時教育・継続教育の強化をはじめ、高等教育段階でキャリア教育の一環として金融経済教育を導入することはどうだろうか。

図表１　金融教育と投資行動

		全サンプル	金融教育を受けた人
投資している人の割合	株式	31.6	52.3
	投資信託	25.8	43.8
	外貨預金等	17.3	35

出所）「金融リテラシー調査の結果」金融広報中央委員会

図表２　金融教育と投資行動

		全サンプル	金融教育を受けた人
商品性を理解して購入している人の割合	株式	75.7	85.5
	投資信託	67.8	75.5
	外貨預金等	74.4	75.5

出所）「金融リテラシー調査の結果」金融広報中央委員会

（2）確定拠出年金（DC）制度の改善提案

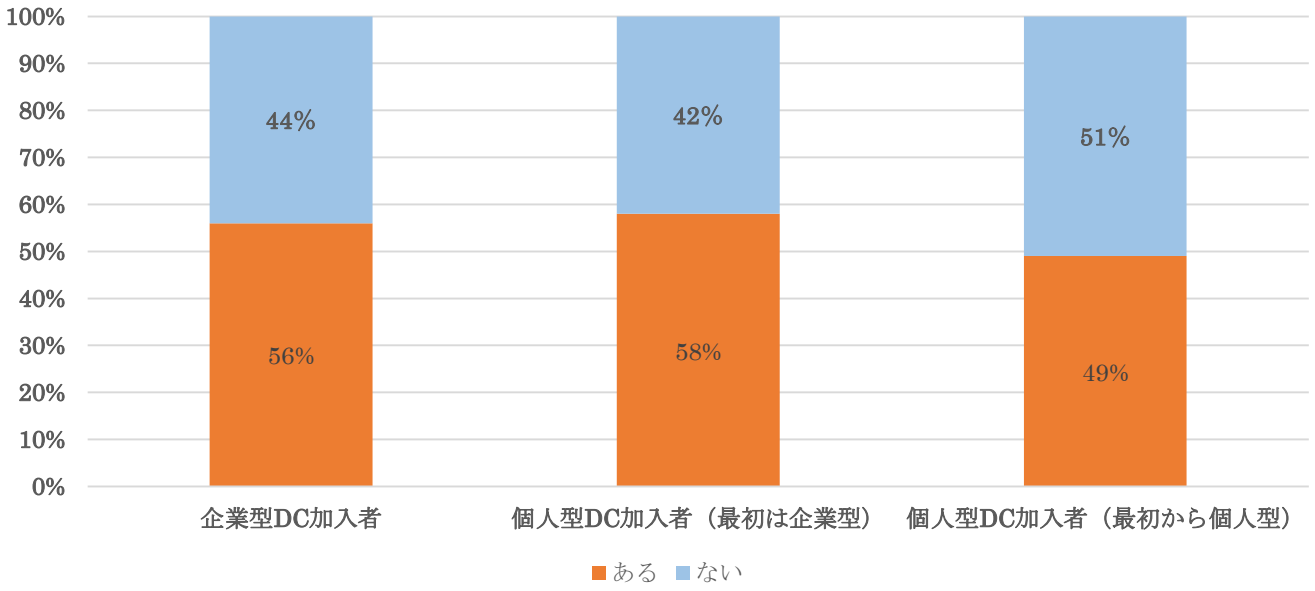
ここでは、DC 制度改善の施策を提言していきたい。DC 制度は、第３章第５節で述べたように公的年金を補うため、加入者個々の自己責任において自ら年金の運用を行う私的年金制度である。日本の若年層では、資産運用を行えない要因の１つとして、「余裕資金の不足」があるが、ゆとりある老後を過ごすためにも、若年層から長期的な資産運用を行う必要があり、自助努力による資産形

成の手段として確定拠出年金を活用したい。2016 年 5 月 24 日には、確定拠出年金改正法が成立し、個人型 DC の加入可能範囲拡大やポータビリティの拡充が図られることとなったが、DC 制度には低い認知度や商品選択の難しさ等といった課題が山積しており、こうした課題解決のための施策が急務である。

Ⅰ 導入時教育・継続教育の強化

DC 制度における課題として、商品選択の難しさという点があることから、導入時教育と継続教育における商品性の説明強化を提案する。DC 制度の投資教育メニューの中には「金融商品の仕組みと特徴」という内容があるものの、DC 加入者によるアンケート結果によると「DC の商品の選択や組み合わせを決めるのに困った経験があるか」という質問に対し、あると答えた加入者は企業型加入者が 56%、個人型加入者（最初は企業型）が 58%、個人型加入者（最初から個人型）が 49%にも上り、加入者の多くが商品選択に関する投資アドバイスを求めていることがわかる。[21]

図 1　DC 商品の選択や組み合わせを決めるのに困った経験があるか



（出所：野村総合研究所 2015 年 3 月 「確定拠出年金の利用実態調査」より筆者作成）

[21] 野村総合研究所（2015 年 3 月）「確定拠出年金の利用実態調査」

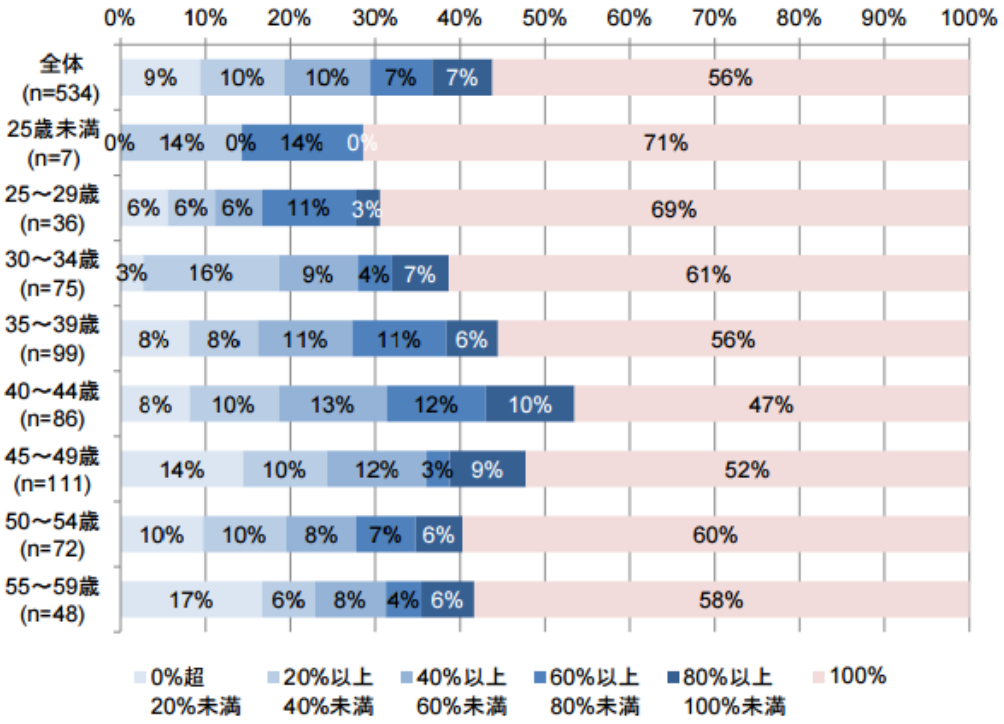
DC 制度では、加入者自身でポートフォリオを組成し、自己責任の下で資産運用を行うため、導入時教育において、商品選択について考慮する際、FP 等のアドバイザーによるサポートを受けることも有効な手法であると考えられる。また、2018 年 1 月より拠出規制単位の年単位化が施行されるため、1 年を区切りとし、事業主は定期的に継続教育を行い、従業員のライフプランやリスク許容度に合わせた商品選択を勧めることが望ましいだろう。導入時教育と継続教育は、どちらも事業主にとって負担となることが懸念されるが、制度の趣旨を踏まえ、加入者の利益のためにも、事業主としてコンプライアンスの観点からも、事業主は従業員に対して投資教育を積極的に行うべきではないだろうか。

Ⅱ マッチング拠出制度の制限緩和・拡充

DC 制度は「長期・分散・積立」という３つの特徴を生かし、老後に向けた資産形成を促進する制度であり、とりわけ若年層であるほど長期運用の恩恵を享受することができるだろう。そこで、若年層に DC 制度を最大限活用してもらうため、マッチング拠出制度の制限緩和と拡充を提案する。マッチング拠出制度は、DC 加入者による上乗せ拠出を可能とした制度であり、2012 年 1 月の法改正により誕生した。現在、マッチング拠出制度の拠出額には「事業主拠出以下」かつ「合算で拠出限度額まで」という制限が設けられており、拠出限度額が決められている。しかし、マッチング拠出を行っている加入者アンケートによると、半数以上が企業拠出額と同額のマッチング拠出を行っており、中でも 44 歳未満の層に着目すると、こうした傾向が若い世代ほど顕著である。[22]

[22] 野村総合研究所 2015 年 3 月 「確定拠出年金の利用実態調査」

図 2　マッチング拠出額÷会社拠出額の比率の分布



（出所：野村総合研究所 2015 年 3 月 「確定拠出年金の利用実態調査」より筆者作成）

そこで、拠出上限金額において「事業主拠出以下」という制限の緩和を行ってはどうだろうか。緩和を行うことでマッチング拠出による運用額を今以上に増やす加入者は相当数存在すると考えられる。結果、若年層を中心とした潜在的なニーズを引き出すとともに、家計に眠る金融資産を市場へ流入させることが可能となるだろう。

加えて、企業型 DC 導入企業に対し、マッチング拠出制度の規定義務化も有効な手法ではないだろうか。義務化することで、マッチング拠出制度の認知度向上と企業型 DC 導入企業間における公平性も確保することができるだろう。また、企業年金でありながら自ら拠出するマッチング拠出制度は自助努力の要素が強く、先程提案した投資教育の重要性も高まり、協働することで相乗効果も望めるだろう。事業主がマッチング拠出を導入することは、各種手続きやコストの増加が懸念されることが考えられる。しかし、企業が負担する人件費等の費用とは異なり、マッチング拠出制度自体は加入者が掛け金を負担する仕組

みであるため、企業は低コストで福利厚生の拡充を図ることが可能である。また、同制度を導入することは、自社の企業型 DC 制度の運営状況を考え直す契機ともなり、事業主にとって導入の意義は十分にあるのではないだろうか。

家計において DC 制度の普及を推し進めるためには、上述したように制度面における諸課題を解決し、利便性を高めた上で、DC 制度を普及させることが望ましいだろう。そのためにⅠ導入時教育・継続教育の強化、Ⅱマッチング拠出制度の制限緩和・拡充を先決し、その先で DC 制度普及のために制度への自動加入など、強制力を持った施策を行っていくことが望ましいと考える。官民一体となって家計に資産運用を行いやすい環境づくりを行うことは、証券流通市場への継続的な資金の流入を促し、各主体に良い影響をもたらすことができるだろう。

終章

本稿では、機関投資家、企業、家計の各課題点や改善点について考察し、それに基づく証券市場活性化の方策について論じてきた。

1996 年の大幅な金融制度改革や、2006 年の会社法の施行、近年では企業と投資家の望ましいあり方の行動指針を示したスチュワードシップ・コードの制定や、企業の統制機能の強化を図るコーポレートガバナンス・コードの制定など、現在我が国の企業や市場を取り巻く環境は多様な変化の時代を迎えている。

家計においては、少子高齢化に伴う社会保障制度の脆弱化など、日本の構造的な問題から家計は将来への備えとして、自助努力による資産形成の必要性が高まってきた。こうした背景により、2001 年の確定拠出年金制度の導入や 2014 年の NISA の導入など、これまで様々な資産形成手段が拡充されてきたが、現在においても家計の金融資産構成は現金預金の割合が高く、「貯蓄から投資へ」が達成されるためには、市場の環境整備等を実施することにより、家計に眠る潤沢な資金を市場に流入していくことが求められている。

我々は、個人投資家層の拡大支援策として、確定拠出年金における導入時教育・継続教育等をはじめとした金融教育の推進や、確定拠出年金制度のマッチング拠出の拡充等により市場への資金流入を図る。また、企業と機関投資家とのエンゲージメントを通じた「協創」により、中長期的な企業価値を高めることができると考える。また、企業の内部統制を強化することで公正性の向上が見込まれる。更に取引所の改革を行うことで、市場に厚みを持たせることが可能となり日本市場の長期的な発展が期待される。

これらの提案が今後日本の証券市場の活性化、延いては日本経済の好循環に寄与することを願っている。

〈参考文献〉

高橋文朗 日本証券業協会『新・証券市場 2012』

日本証券経済研究所 2016 年 『図説　日本の証券市場』

近藤光男・志谷匡史等 2015 年『基礎から学べる金融商品取引法』

吉川真裕 2013 年 『第 6 章 株式流通市場 全米市場システム（NMS)』

公益財団法人日本証券経済研究所 2013 年 『図説 アメリカの証券市場 』

みずほ総合研究所 2016 年

『確定拠出年金改正法が成立～更なる普及のための 3 つの課題』

野村総合研究所 2015 年 『確定拠出年金の利用実態調査（2015/3)』

りそな年金研究所 2015 年

『確定拠出年金の制度改正に係る解説～改正ＤＣ法の可決・成立を受けて～』

内閣府 2016 年 「平成 28 年版少子化社会対策白書」

内閣府 2016 年 「平成 28 年度版高齢社会白書」

厚生労働省 2015 年 「平成 27 年国民生活基礎調査の概況」

厚生労働省 2015 年 「平成 27 年簡易生命表」

日本銀行調査統計局 2016 年 「資金循環の日米欧比較」

池尾和人 2010 年 『現代の金融入門』筑摩書房

「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≫

～投資と対話を通じて企業の持続的成長を促すために～ 2014 年

株式会社 野村総合研究所 2015 年

「平成 26 年度 起業･ベンチャー支援に関する調査　エンジェル投資家等を中心としたベンチャーエコシステムについて　最終報告書」

大和総研　太田珠美 2014 年

「日米株式市場の相違点　株式市場構造と取引手法」

二上李代司 2012 年「総合取引所の意義について考える」

国立国会図書館 2007 年「総合証券取引所の現状と課題」

大和証券 2012 年「総合取引所に関する金商法改正案」

野村相互研究所 2013 年「日本取引所グループの発足の意義と今後の課題」

野村総合研究所 2016 年「総合取引所：再論」～早期実現に向けて～

日本証券業協会 2010 年 「証券投資についてのアンケート」調査結果報告書

証券経済学会年報 第 50 号別冊 2016 年
「機関投資家のエンゲージメントとはなにか」
大和総研 横山淳 2014 年
「日本版スチュワードシップ・コードと金融商品取引法②、③」
日興ファイナンシャル・インテリジェンス 杉浦康之 2015 年
「欧州機関投資家によるエンゲージメント事例の紹介と日本への示唆」
「ESG 投資におけるエンゲージメントに関する考察 -内外の事例を基に-」
2013 年 「英国スチュワードシップ・コード（仮訳）」
経済産業省 2015 年 「議論のための基礎資料」
大和総研 2014 年 7 月 26 日「日米株式市場の相違点 株式市場構造と取引手法」

〈参考 HP〉

金融広報中央委員会ＨＰ（www.shiruporuto.jp/）
日本証券業協会 HP（http://www.jsda.or.jp/index.html）
公益財団法人 生命保険文化センターHP（https://www.jili.or.jp/）
金融大学 HP（www.findai.com/）
SMBC 日興証券 HP（www.smbcnikko.co.jp/）
日本取引所グループ HP（www.jpx.co.jp/）
投資信託協会 HP（http://www.toushin.or.jp/）
野村証券 HP(http://www.nomura.co.jp/)
松井証券 HP(http://www.matsui.co.jp/service/stock/)
大和証券 HP（http://www.daiwa.jp/beginner/asset/needs.html）
楽天証券 HP(https://www.rakuten-sec.co.jp/)
公益財団法人資本市場研究会 HP(www.camri.or.jp/)
野村資本市場研究所 HP(http://www.nicmr.com/nicmr/)
企業年金連合会 HP(https://www.pfa.or.jp/)
労働金庫連合会 HP
（www.rokinren.com/kigyonenkin-support/company_dc/matching.html）
政府広報オンライン HP
（www.gov-online.go.jp）

金融広報中央委員会 知るぽると HP
（https://www.shiruporuto.jp/finance/chosa/kyoron_futari/）
モーニングスターHP
（http://www.morningstar.co.jp/moneyschool/pension/dc/dc4.html）
日本年金機構 HP
（http://www.nenkin.go.jp/service/seidozenpan/yakuwari/20150518.html）
三菱東京 UFJ 銀行 HP
（http://www.bk.mufg.jp/sonaeru/401k/chishiki/401k_2.html）
朝日新聞デジタル
（http://www.asahi.com/money/pension/wakaru/TKY200306020174.html）
内閣府 HP 平成 27 年度版高齢社会白書
（http://www8.cao.go.jp/kourei/whitepaper/w-2015/html/gaiyou/s1_2_2.html）
公益財団法人 HP 生命保険文化センター
（http://www.jili.or.jp/lifeplan/lifesecurity/oldage/7.html）