

# 日本の証券市場の活性化について

## はじめに

日本ではバブル崩壊後、東京の証券・金融市場が世界の三大市場の一つとして危機を迎える中、1996年、当時の橋本龍太郎内閣の下、ロンドンの金融街シティのビッグバンに倣った「日本版ビッグバン」が実施された。このビッグバン構想は、戦後の日本の金融構造が、銀行による貸し出しなどの間接金融中心となっており、直接金融による資金調達の舞台である証券市場が、その効能を十分に生かすことができないままであったため、日本の間接金融優位を直接金融優位の金融構造へと移行することを目指した改革であった。

しかしながら、日本版ビッグバンが完了した後も、個人金融資産の過半が依然として預貯金に留まっているなど、ビッグバンが目指した金融構造の転換は進んでいない。

むしろ、アメリカ発の金融危機による不況の直撃、深刻なデフレ経済等により、国民は消費を抑えその資産を預貯金に回す動きが強まり、間接金融優位に拍車がかかっているのが現状である。

そこで、この預貯金の形をとっている大量の金融資産を証券市場に投入する事ができれば、企業は不足なく直接金融での資金調達が可能となり、日本企業の一層の成長が見込めると私たちは考える。間接金融から直接金融というシフトに対応するように、預貯金から株式、債券というシフトが起こる事が望ましいのは当然であると言える。個人の大量の金融資産が証券市場に流れ込むことによって、証券市場の機能の強化、活性化も見込めると考える。

また、従来の個人の貯蓄スタイルは年功賃金を背景とした積立貯蓄が一般的であるが、少子高齢化に伴って、従来型の運用スタイルを守っているだけでは資産形成の成果が上がらない時代がやってくる。つまり、家計貯蓄率が趨勢的に低下し、積立貯蓄では資産が増えない状況である。今後更に少子高齢化が進む社会においては個々人が証券市場に積極的に参加をし、証券投資を中心に資産形成の道を模索するしかないのではないだろうか。

この論文では、今日、我が国の証券市場の活性化が必要な理由や活性化のための具体的な方策について述べていきたいと思う。第一章で、日本の証券市場の仕組みや現状、問題点について整理することから始めたいと思う。続いて、第二章以下で、証券市場における活性化の目的、それに関連して、海外の証券市場との比較を論じ、最後に、証券市場活性化の具体的な方策について述べる。

## 第一章 日本の証券市場の現状

### 1. 証券とは

証券という言葉は、日常いろいろな意味で使われているが、法律的には、有価証券と証拠証券の2種類に分類される。

- ・ 証拠証券：預金証書や保険証券、受取証などの財産法上意味のある事実が記載され、その証明に役立つ書面のことで、証明書ともいう。
- ・ 有価証券：財産的価値のある私権を表章する証券で、権利の移転・行使が証券によってなされるものをいう。有価証券は、さらに次の3つに大きく分類される。
  - ① 貨幣証券…手形、小切手などの、貨幣に対する請求権を表章するもの
  - ② 商品証券…倉荷証券、船荷証券、貨物引換証などの物権的請求権を表章するもの
  - ③ 資本証券…債券、株式などの、資本および利子や配当に対する権利を表章するものこれらのうち、証券市場で取引される有価証券は、③のグループのもので、一般的な投資対象となっている。金融商品取引法では「一般大衆の投資対象となり、かつ市場性を持ち大量の取引ができるもの」と定義している。

### 2. 証券市場の仕組みと制度

証券市場と一口に言っても様々な種類があるため、全てを論じようとするとは議論が散漫してしまうので、ここでは最も大衆性の高い資本証券とりわけ株式市場に焦点を絞って述べていく。

株式市場は直接金融である。直接金融とは、資金が最終的な貸し手から最終的な借り手へと直接的に流れることである。最終的な借り手の発行する金融負債は、本源的証券と呼ばれるが、直接金融とは、最終的な貸し手が、そうした本源的証券をそのままの形で取得する取引のことである。直接金融では、最終的な貸し手と最終的な借り手の間に立って本源的証券の売買を媒介するのが通常、証券会社である。売買をスムーズに行うには売買したい人々の注文を一箇所に集める必要があり、そのようなマーケットとしての機能を担うのが証券取引所である。証券取引所には次の2つの機能がある。

- ① 発行市場…新たな有価証券（株券や債券など）で投資家を募集する場
- ② 流通市場…既に発行された有価証券の売買を行う場

また、投資家が安心して取引をするためには対象となる企業の信頼は欠かせない。上場する企業の審査をするのも証券取引所の役目である。

#### ・ 上場の基準

<審査基準>には次のようなものがある。

株式数・株主数・純資産額・利益額などである。そして以下の2つが重要となる。

## I. 財務の健全性

会社が上場した後も、収益を増やして業績を伸ばすことで、株主に利益を還元できるかどうか、財務の健全性が求められる。

- ・純資産が 10 億円以上であること
- ・直近一年間で利益が 4 億円以上あること
- ・会社設立後 3 年以上経過していること

## II. 株式の流動性

財務状況がよくても株式の流通量が少なければ、買い占めなどで株価も乱高下しやすくなり、投資家に不測の損害を与えることが出てくることから上場株式数や株主数に基準値を求めている。

- ・上場時に 4,000 単位以上の株式が上場されていること
- ・上場時に株主数が最低でも 800 人以上いること
- ・流通株式数が 30%以上であること

(出所：東京証券取引所)

企業にとってみれば上場することにより資金を調達しやすくなり、ひいては財務体質の強化につながるといったメリットや会社の知名度や社会的信用度が増し、有能な人材確保や業務拡大の可能性が高まる。一方で、上場により常に情報を開示しなければならないといったものや企業買収が行われたり経営が左右されやすくなったりといったデメリットもある。上場の基準が厳しくベンチャー企業などの新興企業による上場に時間がかかる要因となっていることも考えられる。確固たるビジネスモデルをもっているが資金調達が難航しているのであれば非常にもったいない。上場基準の引き下げも考慮すべきではないだろうか。もちろんやみくもに企業を上場させていたのでは投資家が安心して取引することができない。ただし、上場する企業が増えれば投資先が増えることにつながり、投資家にとっては選択肢が増える。つまり、企業の質を上げつつ上場企業も増やしていくことが理想である。また、海外の企業が日本で上場できるようにすべきではないだろうか。その為には日本で上場するメリットを提示していかなければならない。(法人税の減税など・・・)外国人投資家はもとより、外資企業も積極的に取り込み日本の企業と互いに切磋琢磨して企業の質を向上させていくべきであろう。

## 3. 現在の税制

平成 21 年 1 月 1 日から平成 23 年 12 月 31 日までの間の上場株式等の配当等及び譲渡益に対する税率が 10%軽減税率(所得税 7%、住民税 3%)となる。(平成 21 年度税制改正)

## 上場株式等の配当等及び譲渡益の課税について

### 【改正前】

	~H20. 12	H21	H22	H23	H24.1~
税率	10%	<b>【原則】</b> 20% <b>【特例措置】</b> 上場株式等の配当等 (100万円以下の部分) 10% 上場株式等の譲渡益 (500万円以下の部分) 10%			20%
損益通算	-	上場株式等の譲渡損と配当等の損益通算 H21.1~ 確定申告による対応 H22.1~ 源泉徴収口座内における損益通算を可能に			



### 【改正後】

	~H20. 12	H21	H22	H23	H24.1~
税率	10%	10%			20%
損益通算	-	上場株式等の譲渡損と配当等の損益通算 H21.1~ 確定申告による対応 H22.1~ 源泉徴収口座内における損益通算を可能に			

(注) 恒久的施設を有しない非居住者並びに内国法人及び外国法人が支払を受ける上場株式等の配当等に対する軽減税率(7%)は、平成23年12月31日まで延長(【改正前】平成21年3月31日まで適用)。

(出所：金融庁)

10%軽減税率の導入により、株式や投資信託の割合は上昇した。軽減税率の効果は少なからず現れているといえる。ただし、同期間の株式等の保有金額が42.16%増加したのに対し、日経平均は39.1%上昇、TOPIXは24.21%上昇となっており価格上昇の影響が大で株式等は数量的にはそれほど増加していないともいえる。本格的な軽減税率の効果が出てくるのはむしろこれからではないか。

(参考) 2002年末軽減税率導入前 株式：4.0% 投資信託：2.1%  
 2009度末 株式：7.1% 投資信託：3.8%

平成24年において税率が10%から20%へと引き上げることが予定されているが、せっかく盛り上がりを見せつつある直接金融の芽をつんでしまうことになるのではないだろうか。

ちなみに成長著しい次の表の国々では株式譲渡益課税は限りなくゼロに近いのである。

<各国の株式譲渡益課税>

日本	中国	香港	シンガポール	韓国
<p><b>10%</b> (2012 年末まで)</p> <p>※2013 年から <b>20%</b> (申告分離)</p>	<p><b>課税免除</b></p> <p>財政部・国家税務 総局規定 (本則 20%)</p> <p>株式売買時に 印紙税 0.3%の 課税</p>	<p><b>非課税</b></p> <p>株式売買時に 印紙税 0.1%の 課税</p>	<p><b>原則非課税</b></p> <p>取引所以外の 売買に 印紙税 0.05%</p>	<p>上場・KOSDAQ <b>非課税</b> (注 1)</p> <p>非上場 10%~20%</p> <p>(総合課税)</p>

4. 個人投資家

そもそも個人投資家とは機関投資家（企業体で投資を行っている大口の投資）の対義語である。現在ではネットでの証券取引により比較的増加傾向にある。野村総合研究所の調査によれば現在では個人投資家の 8 割が年収 1,000 万円に満たない人々で構成されている。日本の家計による金融資産は 1,400 兆円程度の規模であるが、現状では 55%が預貯金や保険といった比較的安定している資産へ流れている。投資への比率は 10%程度である。つまり、これから他の金融資産に転換できる余地のある預貯金の額は極めて大きいといえる。預金をしている人々は証券市場にとって潜在顧客であるといえる。潜在顧客である人々を証券市場へ向かわせ、個人投資家を今以上に増加させていき、市場規模を拡大させる必要があるのではないか。

5. マーケットの現状

世界第 2 位の経済力、大きな個人金融資産と対外資産のストック等が備わっており、単一民族・単一国家そしてジオグラフィカルに欧米の中心地から離れた地域にこれだけのものが存在している。英語対応力を基盤に国際金融政策を国策とする香港・シンガポールと環境は異なっている。先進国としての規制環境法制面での充実は、比較優位にあると思われる。日本人投資家のグローバルマーケットに対する関心は決して低くはない。制度・商品・ドキュメンテーション面での成熟と質的のグローバル化は相当程度進んでいる。日本の証券市場が活性化されていないわけではない。しかし、個人投資家の所でも述べたように、預貯金をいかに投資へ向かわせ、確固たる金融大国の地位を確立し今以上に証券市場を活性化させる上で家計における投資比率の上昇は必要不可欠であるといえる。経済力で日本をしのぎつつある中国、準英語圏で大きな存在力を秘めたインド等、急成長の新興市

場、国際金融センターとしての地位を確立しつつあるシンガポール・香港との競争・連携をしながらグローバルな市場の中でのポジショニングを見つけていかなければ世界における日本の存在感は希薄なものになっていくであろう。また、リーマンショック以降の不況により日本の経済は停滞している。日本経済の再生・回復には、次世代産業を担う企業に資金を供給することが欠かせない。さらに、少子高齢化が進んでいく中で日本の年金システムにも脆さが見えはじめている。私たちの世代は自分の老後資金を自分で蓄えられるような準備もしておかなければならないのではないのか。その為には金融教育が今まで以上に必要になってくるであろう。これらについては第二章でも詳しく述べていきたい。

## 第二章 活性化の目的

### 1. そもそも活性化とは何をもって達成されるか

- ・「活性化」という言葉自体が曖昧かつ広義である。

活性化…沈滞していた機能が活発に働くようになること。また、そのようにすること。

(広辞苑より)

- ・辞書的な意味から解釈からすると、日本の証券市場の活性化とは証券市場において沈滞、停滞している機能を活発に働くようになる、また、そのようにすること。

→証券取引所で有価証券の売買が積極的に行われること。

- ・では、グローバルな視点で見た場合、日本の証券市場、また、とりわけ最も代表的な東京証券取引所において有価証券の売買は活発ではないのか。

→株式時価総額、取引総額を各国、また世界の主要証券市場と比較してみる。

#### <各国の株式時価総額>

	国名	株式時価総額	対世界比率	対 GDP 比率
1	アメリカ	13,740,063	29.9%	74.7%
2	日本	3,466,596	7.54%	66.5%
3	中国(香港除く)	3,302,938	7.19%	41.0%
4	イギリス	2,989,900	6.51%	75.4%
5	香港	2,305,031	5.02%	617.1%
6	フランス	1,894,761	4.12%	52.3%
7	カナダ	1,611,321	3.51%	71.9%
8	ドイツ	1,366,889	2.97%	29.5%

9	ブラジル	1,340,868	2.92%	36.5%
10	インド	1,301,152	2.83%	52.3%
11	オーストラリア	1,259,534	2.74%	64.6%
12	スイス	1,075,480	2.34%	174.4%
13	韓国	822,139	1.79%	52.1%
14	スペイン	784,324	1.71%	39.7%
15	台湾	733,052	1.60%	148.9%
16	イタリア	681,404	1.48%	23.7%
17	アルゼンチン	577,009	1.26%	107.3%
18	ロシア	470,561	1.02%	16.5%
19	スウェーデン	450,866	0.98%	56.2%
20	シンガポール	448,314	0.98%	136.3%
	世界全体	45,958,132	100.0%	53.0%

- ・2009 年末時点の世界の株式時価総額は約 45 兆 9600 億ドル、日本円で 4,500 兆円という規模である。
- ・アメリカが約 30%を占め、日本は 7.5%程度を占めて世界第 2 位の株式市場である。しかし、中国本土（上海・深セン）と香港を合わせれば、時価総額は約 5.6 兆ドルと世界の 12%強となり、日本を抜く規模になる。  
→上記の表からわかるように、時価総額を世界各国と単純比較してみても日本の証券市場は世界で未だ上位に位置し、活発でないとは言い難い。
- ・では、なぜ世間では日本の証券市場は活性化されていないと謳われているのか。  
→理由の一つとして国内における個人投資家の割合が挙げられる。
- ・「活性化」の基準が明確でない以上、自分たちで基準を定めなければならない。  
→私たちはこの「活性化」の基準を家計の金融資産における投資の割合に定める。

## 2. 国民経済における証券市場の役割

- ・時代は「貯蓄」から「投資」へと移った。  
→戦後日本は「銀行」を中心とした貸し借りを行ってきたため、個人の貯蓄手段は、銀行の「預金」を利用するのが当たり前だった。

- ・この背景には日本政府による銀行中心の制度があり、日本の経済を発展させる上で、大変大きな役割を果たす。

→しかし、経済が成熟していく中で、この仕組みに限界が出る。
- ・1990年代後半「金融ビッグバン」と呼ばれる金融制度の大改革が実施される。

→株式売買の手数料の自由化、ベンチャー企業のための証券市場の整備、銀行での投資信託業務の解禁など。
- ・今の時代、個人が投資家としての役割を果たす必要がある。

→理由の一つとして少子高齢化が挙げられる。
- ・これまでの日本は、老後の生活資金は公的年金を中心とする考えが一般的。

→日本の公的年金制度は、働く現役世代から保険料を集め、それを高齢者の年金給付にあてる「世代間扶養」というしくみをとる。
- ・しかし、働く世代と年金を受け取る世代の人口のバランスが変化すれば、現状の給付水準を維持するのが難しくなっていく。

→もちろん国の年金制度がなくなることは考えにくいですが、私たちは年金だけに頼るのではなく自助努力によって老後の生活資金を確保していく発想が求められる。
- ・そこで必要なのは、戦後日本政府が銀行中心の金融制度を作り上げ、日本経済に大きな影響を与えたように、また、90年代後半に打ち出された「金融ビッグバン」による大胆な規制緩和で、日本経済が新たな発展段階に導かれたように、証券市場が日本経済を活性化させる起爆剤となることだろう。
- ・金融のグローバル化に伴い市場間競争が激化したため、世界中からより多くの投資家上場企業を集めなくてはならない。

→投資家や企業に集まってもらうためには、大量の売買注文を素早く円滑に処理できるシステム増強が不可欠。

→巨額のシステム投資を賄うためには規模の拡大が有効。
- ・欧米を中心に世界的な取引所の買収、統合が加速。

→2007年4月、NYSEグループ（アメリカ）とユーロネクストの正式統合。

→日本においても東京証券取引所が2007年に入ってからニューヨーク証券取引所やロンドン証券取引所と業務提携するも、依然として国際的な競争力は高めていかなければならない。



- ・結局は、市場が国民に対して投資を求める以上、市場はその需要に見合った供給をしなければならない  
→投資家にとって魅力的な市場づくりや、豊富な金融商品をそろえる必要がある。

### 3. 活性化するメリット

- ・活性化する（ここでは、私たちは個人投資家の増大、家計の金融資産における投資の割合の増加とした）ことによって生まれる日本経済へのメリットは？

- ① 貯蓄（預金）にまわっていた 700 兆円以上の資金が市場に出回ること、法人は今まで以上に莫大な資金が調達できる
- ② 調達した資金を新たな事業へ投資できる
- ③ その結果、雇用が生まれる
- ④ 雇用が生まれれば、そこには新たに消費や投資も生まれる
- ⑤ ②へ

- ・あくまで理想論ではあるが、市場が活性化されれば、①→②→③→④→⑤→②…という正のサイクルができると考える。

→市場に流通する資金は家計で滞っていたものであるため、実現は十分に可能であると推測する。

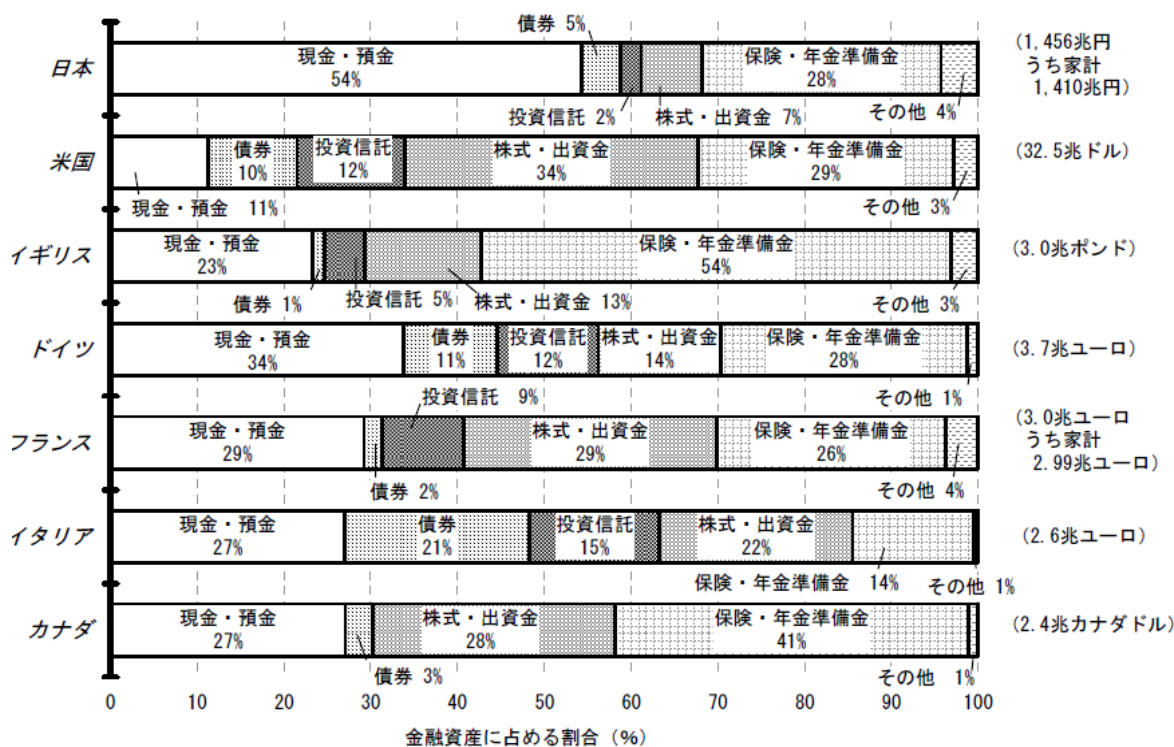
### 4. 手段としての活性化

- ・前段落でも述べたように、活性化は目的ではなく、あくまで手段である。  
→市場を活性化することにより、雇用を創出し、日本の経済を回復させることが目的。

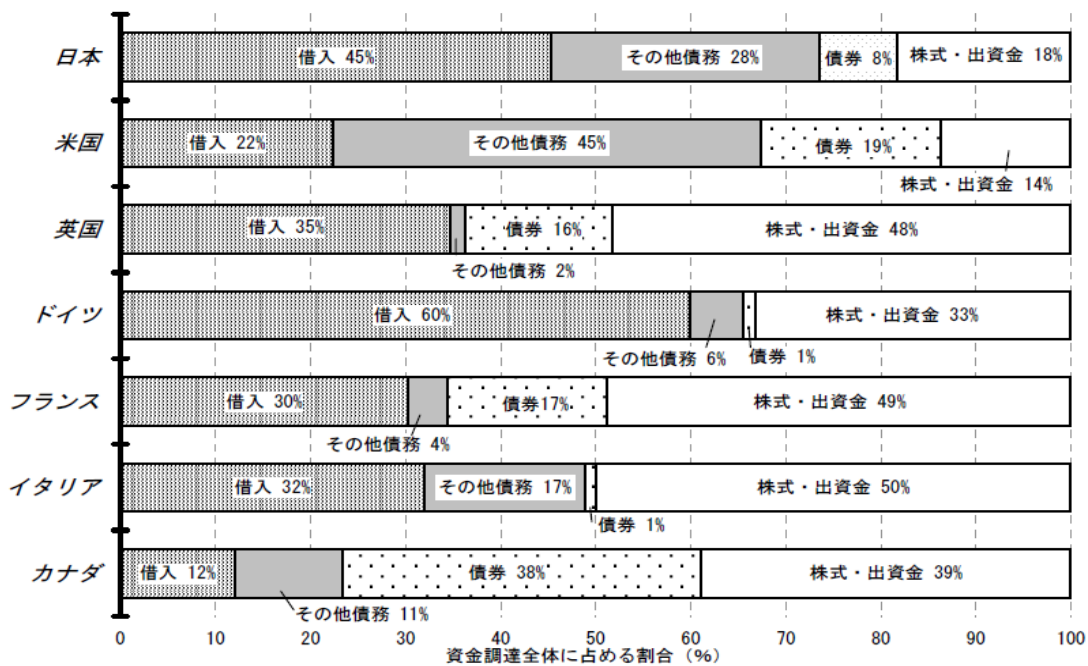
## 第三章 各国の証券市場との比較

一国の資金の流れをみる場合、“家計の余剰資金が金融機関による金融仲介機能を通じて企業の資金調達の原資となっている”ということがよく言われる。ここでは、こうした家計、企業等を中心とした資金の流れを各国と比較しながら見てみる。

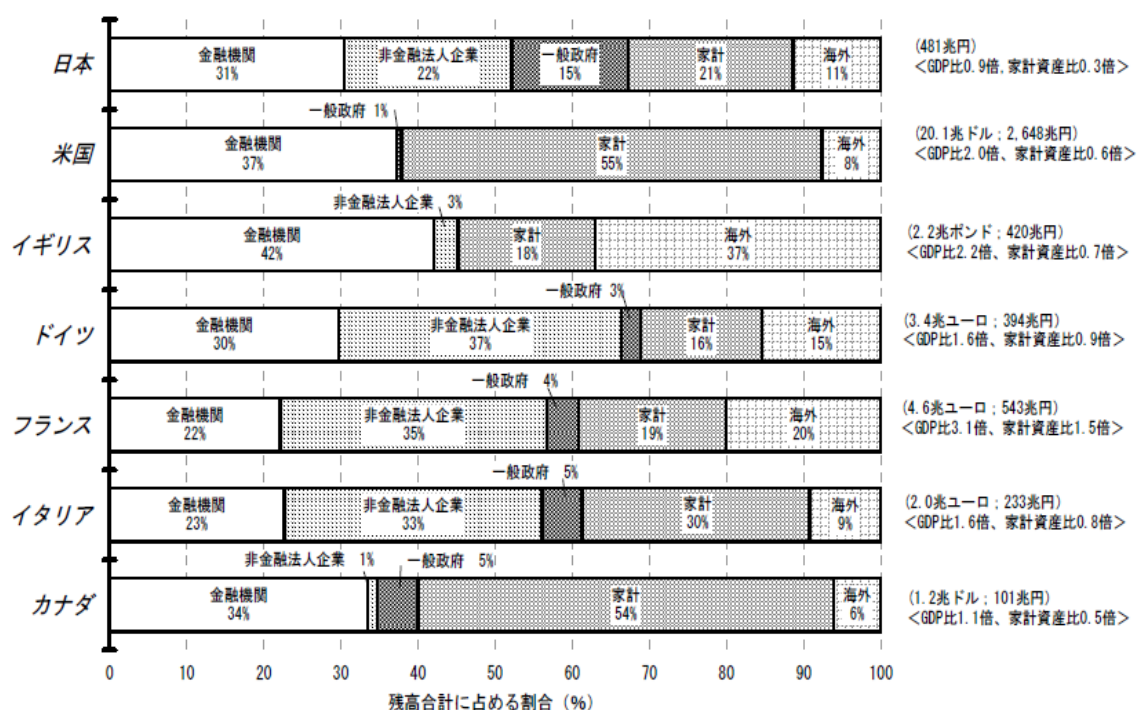
(図表 I) 主要各国の家計の金融資産構成



(図表 II) 主要各国の企業の資金調達



(図表Ⅲ) 主要各国の株式・出資金の保有者別内訳



(出所：日本銀行)

・我が国の家計の保有資産全体に占める現金・預金の比率が50%を越えており、その比率は欧米主要国と比べて極めて高い。流動性に乏しく、証券市場の機能は十分に果たせていない。

一方、株式・出資金の割合は10%に満たず、その比率は欧米主要国と比べてかなり低いことがわかる。このことから、我が国の家計の資産選択が欧米主要国に比べてリスク回避的であることが窺われる。(図表Ⅰ)

・家計の金融資産の中心をなす現金・預金が、預金取扱機関の貸し出しを通じて、企業における借り入れ中心の資金調達に繋がっている。

一方、借り入れ以外の資金調達手段として株式・出資金やその他債務も一定のウェイトを占めているが、家計部門はこれらの資金の主な出し手となっているとは言いがたい。実態としては、金融機関や企業部門が主な出し手となっている。(図表Ⅱ)

・米国は、家計の金融資産に占める株式・出資金あるいは投資信託のウェイトが高く、これが企業における株式・出資金中心の資金調達に繋がっている一方で、家計の現金・預金および企業の借り入れのウェイトはかなり小さい。

その他の国々についても、国ごとに幅があるものの家計の金融資産に占める株式・出資金あるいは投資信託のウェイトは、総じて我が国より大きい。(図表Ⅱ)

・イギリスやカナダでは、保険・年金準備金のウェイトが非常に大きい。(図表Ⅰ)

また、カナダの企業の資金調達においては、株式・出資金の占めるウェイトが最も高くなっており、借り入れのウェイトが最も高い我が国とは異なる。(図表Ⅱ)

・我が国は、ドイツと並んで、資金調達に占める借り入れの割合が主要国の中で高いことが分かる。(図表Ⅱ)

・各国の株式・出資金の保有者別内訳をみると、我が国では、家計のウェイトは20%程度にとどまっている一方、米国やカナダでは、家計が過半を超える最大の保有者となっており、大きな違いがみてとれる。欧州諸国については、イタリアにおいて、家計のウェイトがやや高めとなっているが、イギリス、ドイツ、フランスは、我が国と概ね同様となっている。(図表Ⅲ)

⇒金融資産における割合において非流動的な体系に偏重した我が国においては、この預貯金に振り向けられた資産を証券市場に流す努力が求められている。個人金融資産に関しては、投資単位の引き下げ、またはインターネット証券の普及等の環境整備により、年々個人投資家が徐々に増加しているのは事実ではある。しかし、その増加幅はさほど大きくはなく、また個人投資家の数が増加しているとは言っても、小口の投資が増加しているという状態なので、証券市場に投入される総金融資産額としてもそれ程増加していないのが現状である。日本政府として、初めて実行に動いた橋本内閣の「金融ビッグバン」以降、政府による大々的な実行がないままになっている。そのため、いかに預貯金に眠る資産を市場に流すか、その方策が問題となる。

#### 第四章 活性化のための具体的方策

証券市場の活性化、「貯蓄から投資へと流れが生じ、個人投資家の増加という状態」をつくるための具体的方策に以下のことを提案したい。

・投資教育の必要性

証券市場活性化のために必要不可欠なものの一つとして投資教育が挙げられる。例えば、われわれ個人が証券に投資しようと考えた時、証券に関してあまりに無知であり、証券が身近な存在でないことに気づかされる。そのため、より多くの個人が貯蓄から投資

に回るためには投資教育が必要ではないかと考えた。

アメリカ・イギリスは義務教育期間から投資教育を十分に行っている。特にアメリカの場合は小学校から高校までに一通り投資について教育しており、投資に関して触れる機会も多く、投資も貯蓄と比較しても非常に多い。

一方、日本においては、投資教育はカリキュラムに取り入れられていないというのが現状で、消費者教育機関、金融業界の団体等が金融に関する消費者教育に取り組んでいるが、行政により『教育』という形では行われておらず、投資教育の環境は整っていないと言えるだろう。

投資というのは生涯、私たちの暮らしに関わってくることなので、日本の投資教育もアメリカやイギリスと同じように幼少期から身につけることが重要と考え、義務教育期間からの投資教育を提案する。

- ・大学での投資教育の充実

学部、学科問わず、社会に出れば必ず必要になってくるため証券会社などが積極的に介入して投資教育を行うべきである。

- ・税制の改革

軽減税率

一時的に下げて貯蓄から投資を増加させるためのものだから2012年に戻すのはどうか・・・。

- ・情報の浸透性

## おわりに

本論文において、日本証券市場の活性化について、世界の証券市場の状況、個人金融資産の比率等を通して考察、活性化への方策を提案した。しかしながら、証券市場の活性化は、以前より叫ばれる「貯蓄から投資へ」という流れの中のひとつの結果に過ぎないことを忘れてはならない。

## 参考文献

- ・金融庁ホームページ：<http://www.fsa.go.jp/>
- ・財務省ホームページ：<http://www.mof.go.jp/>
- ・日本銀行ホームページ：<http://www.boj.or.jp/>