



多様な投資家層が参加する厚みのある資本市場の構築

- 長期投資する個人の参加促進に向けて -

2004年4月22日
社団法人経済同友会

はじめに

経済のグローバル化が益々進展するなかで、ボーダーレスな金融証券取引が活発に行われている。この先、日本経済が確固たるプレゼンスを保ち続けるためには、健全で活気ある透明性の高い資本市場を擁することが益々重要になってくる。

近年、日本企業を取り巻く経営環境は大きく変化しており、金融機関や事業法人は、政策的な投資から収益優先の投資へとその行動を変化させ、株式持合いの解消や、株式保有比率を縮小する動きが顕著になっている。

本来、資本市場は、産業や企業を選別し、成長が期待される分野に必要な資金を効率的に供給するという、資本主義経済における極めて重要な役割を担っている。

とりわけ個人の金融資産が、証券投資を中心に資金需要の旺盛な企業に円滑に流れ、その収益向上により企業価値が上昇し、経済全体が活性化するという好循環を実現する必要がある。

さらに、多様な価値観やリスク選好を有する幅広い投資家層が競って証券市場に参加することで、より価格形成機能が高まるとともに、中長期の時間軸でも安心して投資が行えるような、活力と厚みが加わる。

経済同友会では、こうした問題意識に基づき、特に株式投資の魅力を一層高めるなど長期投資を行う個人の市場参加を促進する方策について、企業経営者の視点で検討し、ここに提言することとした。

本稿では、長期投資する個人、すなわち資産形成の目的をもって長期的時間軸で企業に投資する個人の資本市場への参加促進に向けた方策を提言するが、その前提として、個人が、証券市場に直接参加するケース、運用専門家を通じて証券市場に間接的に参加するケース、の両方を想定している。

長期投資する個人の参加を促すためには、投資対象としての株式そのものの魅力を高めること、証券市場に対する信頼性を高めること、個人投資家の市場参加を促すための環境を整備すること、が必要である。

・長期的な投資対象としての「株式」の魅力を高めるために

1. 「企業価値」のさらなる向上を目指した経営の実践

「企業価値」を評価し、長期的に投資する個人投資家へのインセンティブとして、まず何よりも発行企業が経営力を高め、業績を着実に向上させることが重要である。

さらに、資本効率を高め株式価値の増大を図るなど、株主資本へのリターンを意識した経営の実践が求められる。

換言すれば、経営トップが経営全体を俯瞰した上で、優れた資本政策を実現していくことが重要である。

2. 株主に対する適正な利益還元

もとより、企業の配当政策については、基本的には個々の企業の成長性や利益率などを踏まえた上で、経営判断に基づいて対応すべきである。

その一方で、日本企業の配当性向が他の先進諸国に比して低水準となっていることに鑑みて、我が国企業は、総じて利益還元に対する考え方が保守的な傾向にあると言わざるを得ない。¹

• 日本企業が株主に対してより適正な利益還元を行うことで、株式の魅力を一層高めていくために、発行企業に対して以下の点を提言する。

(1) 株主が期待する配当水準を意識しながら資本政策を取るよう、経営トップが社内の意識改革に向けてリーダーシップを発揮する。

(2) 株主への利益還元の手段としては、配当支払いと自己株式の取得およ

¹ 参考：10p. 「日米企業の配当性向の推移」「主要国の配当性向と実質 GDP 見通し」

び消却を適切に組み合わせて行う(自己株式取得に際しては、消却計画を具体的に示すなど、株主還元目的であることを投資家に伝えることが望ましい)。

- (3) 配当政策について明確な方針を策定し、具体的かつわかりやすい表現で投資家に公表する²(できる限り定量的な目標値を示すことが望ましい)。

3. 発行企業によるコーポレート・ガバナンスのさらなる推進

企業価値の維持・増大に向けてコーポレート・ガバナンスに取り組むことが重要であることは説明を要しない。とりわけ、法令違反行為の未然防止を目的に社内コンプライアンス体制の充実を図ることは、企業の評価を安定させ企業価値の維持・増大を図る上で不可欠である。

4. 大手機関投資家等が担うガバナンスに対する期待

株式持合いの解消が進み、メインバンクによる経営監視機能が低下するなかで、機関投資家等が担うガバナンスの重要性が高まっている。こうした状況を踏まえ、以下の点を提言する。

- (1) 大手機関投資家等³は、長期投資の対象である企業に対して、経営者との対話やモニタリングを通じて、その役割を着実に発揮する。
- (2) 特に、運用会社は、委託者の議決権行使の意向を尊重し、議決権行使についての方針やガイドラインの策定等により、受託者責任を確実に果たすよう努める。

5. 個人投資家とのコミュニケーションの拡充

発行企業によるIR活動は上場企業の間で相当程度浸透しているが、その対象を機関投資家とするものが大半を占め、自社に長期投資する個人を明確なターゲットと位置づけて取り組む企業は少数にとどまっている。

発行企業は、長期投資する個人の反応や満足度を意識しつつ、Shareholder Satisfaction(S.S.)の拡充に取り組むとともに、株主総会や投資家説明会などにおいて、経営トップが個人投資家と直接対話し意見(Voice)を聴き入れる2way-Communicationの仕組みづくりを推進すべきである。

² 現在、多くの上場企業は決算短信等に配当政策に関する基本方針を記載しているものの、具体基準を設定している企業は多くはない(参考:11p.「配当政策の基準設定と公表の状況」)。

³ 投資信託委託会社や保険会社などの運用機関、企業年金などの大口運用委託者

．証券市場の信頼性向上に向けて

1. インベスター・コンフィデンスの確保

インベスター・コンフィデンス、すなわち市場に対する投資家の信頼を高めるために、市場関係者がそれぞれの役割を着実に果たすことが不可欠である。その主な例として以下の点が挙げられる。

- 発行企業においては、証券市場において公正で円滑な価格形成が行われることを確保すべく、重要な会社情報を適時かつ適切に開示するよう不断の取り組みを行う。
- 証券取引所は、上場基準、上場廃止基準及び指定替え基準について、引き続き厳格な運用を行うなど、市場の品質管理機能を高い次元で実現させていく（なお、上場廃止基準における株主数基準に関しては、機関投資家は、個人投資家と同様に一株主と扱われているが、多くの個人投資家を代表し、より大きなプレゼンスを有することを考慮し、見直しに向けた検討が必要と考える）。
- 証券会社等の仲介企業においては、業界に対する信頼の一層の向上のために、職員が高い職業倫理観を維持していくことを求められており、経営トップのリーダーシップの下で、これを着実に実践する。

2. 市場監視機能・体制の強化（アンダー・エンフォースメントからの脱却）

我が国の証券市場はアンダー・エンフォースメントの状態、すなわち、最適な形でのルール執行がなされていない状態にある。

金融審議会金融分科会第一部会においても、同様の問題認識の下で市場監視機能・体制の強化に向けた検討がなされ、法令改正を含めた所要の対応がなされることとなった。⁴

- 経済同友会は、このような方向性を基本的に支持するとともに、特に以下の点については、早期実施と実効性のある運用がなされることを期待する。
 - （１）さまざまな違反行為の程度や態様に対処するための課徴金制度と差止・是正命令制度
 - （２）金融当局と自主規制機関⁵の役割分担明確化と連携強化
 - （３）証券取引等監視委員会の要員増強ならびに専門能力向上

⁴ 具体的には、金融審議会金融分科会第一部会報告「市場機能を中核とする金融システムに向けて」（平成15年12月24日）を参照されたい。

⁵ 証券取引所、証券業協会、投資信託協会、証券投資顧問業協会

個人投資家の証券市場への参加を促すための環境整備

1. 仲介企業のサービス・商品の魅力向上

- 仲介企業各社⁶においては、多様なライフスタイルとリスク選好を有する個人のニーズに応え、魅力ある商品（運用対象）を的確なサービスとともに提供するように、継続的な創意工夫と企業努力を期待する。
- 特に投資信託は、商品特性上の優位性⁷を最大限に活かし投資対象としての魅力をアピールするとともに、運用パフォーマンスの改善に取り組むことが必要である。
- また、運用方針や運用哲学において特色あるファンドやファンドマネージャー（いわゆるブティック型運用機関）が出現し、様々な価値観を持った個人層の多様なニーズに応じて、ユニークな投資サービスを提案することが望まれる。また、参入規制の緩和等これに必要な環境整備のさらなる推進を期待する。

2. 個人がアクセス可能な投資情報の充実 ～アナリスト情報の活用～

従来、証券アナリストの主たる顧客は機関投資家であったが、近年、個人がネット上でアナリスト・レポートにアクセスし、投資情報として活用する機会が増えている。

- 個人が利用できる投資情報が充実することは歓迎すべきであり、今後もこの種の投資情報の活用が健全に行われるよう、関係者の努力を促したい。
- 例えば、証券会社は、アナリスト・レポートの作成・使用が適正に行われるよう配慮する⁸とともに、個人投資家に対して、特定のアナリストが提供する情報に過度に依存しないよう注意喚起することが想定される。

3. 株式の最低投資単位の統一によるわかりやすい投資環境の整備

- 株券不発行制度の完全実施⁹を前提に、上場銘柄を対象に最低投資単位を

⁶ 証券会社、投資信託委託会社、投資顧問会社等

⁷ 具体的には、規模の経済性を活かせること、効率的な分散投資が可能なこと、専門家のノウハウ活用が可能なこと、流動性が高いこと等が挙げられる。

⁸ 日本証券業協会は、「アナリスト・レポートの取扱い等について」（平成14年1月25日理事会決議）において、社内管理体制の整備やアナリストの意見の独立性の確保など、アナリスト・レポートの取扱い等に関し会員が遵守すべき事項を定めている。

⁹ 株券不発行制度は、関係法案の成立を経て、2009年までの実施が見込まれている。

統一し、投資家や発行会社にとってわかり易く利便性の高い仕組みの実現を図ることを提案する（例えば、一投資単位を 100 株とし、これが最大でも 50 万円程度となるよう、株式のくくり直し〔分割・併合による調整〕を行う方法が考えられる）¹⁰

4. 証券投資についての意識啓蒙と教育プログラム整備の推進

資本主義経済の基本メカニズムである「資本市場への投資のリスクとリターン」や「自己責任原則」に対する理解を促すには、学校から社会人にかけての教育が不可欠である。

- 現在進められている各段階における経済・金融・投資教育のプログラム整備を推進させるべきである。
- また、経営者は、企業価値の向上に積極的に取り組むとともに、前述の経済・金融・投資教育の機会をとらえて直接金融の意義を説くなど、証券市場の活性化に向けて、自ら主体的な役割を果たしていくべきである。
- 一方、経営者は、現行のインサイダー取引規制の解釈が不明確な部分の是正を前提に、積極的に市場に参加することも期待される。

5. 確定拠出年金制度の普及促進

個人の金融資産を証券市場に呼び込む上で、確定拠出年金制度が重要な受け皿になることは論を待たない。

- 若年層による長期投資は年金を通じて拡大することが期待され、企業は、確定拠出年金制度（日本版 401k）の採用と従業員教育に向けた取組みを一層推進することが必要である。
- 経済同友会は本年度の年金改革委員会において、持続可能な新しい年金制度を構築する観点から、厚生年金報酬比例部分の民営化（新拠出建年金制度）¹¹を提言したが、確定拠出年金制度の普及に向けその早期実現を要請する。

6. 公的金融の縮小に向けた改革の推進

- これまで個人の資金が資本市場に向かわなかった大きな要因の一つに、公的資金の肥大化¹²の問題がある。こうしたことに鑑み、郵貯改革など公的金融

¹⁰ ニューヨーク証券取引所(NYSE)においても売買単位が100株に統一され同様の運用がなされている。

¹¹ この具体的な内容については、年金改革委員会の本年度の提言を参照されたい。

¹² 具体的には、個人資産の郵貯・簡保への集中やこれらの資金を通じた巨額の国債消化など

の縮小に向けた改革を推進させる必要がある。¹³

7. 証券税制のさらなる見直し

- 長期資産として株式等の保有を奨励する観点から、以下の3点を要望する。
 - (1) 2003年度税制改正により、株式配当・譲渡益税の税率は10%になっており¹⁴、これを継続すること
 - (2) 将来的には、勤労所得等との損益通算を可能とする(総合所得課税)こと¹⁵
 - (3) 親子間等の株式等の贈与・相続について、その評価額を「現行制度の70%相当額」または「直近1年間のうち最も低い最終価格」のいずれかにより選択できるようにすること

¹³ 具体的な改革の姿については、郵政公社民営化推進委員会の本年度の提言を参照されたい。

¹⁴ 適用税率10%は2008年3月までの時限措置となっている。

¹⁵ この点に関しては、行財政改革委員会の本年度の提言を参照されたい。

おわりに

我が国は、世界第二位の経済力と個人金融資産を有する国であり、経済や国民生活の基盤をなす証券市場の重要性が指摘されて久しい。

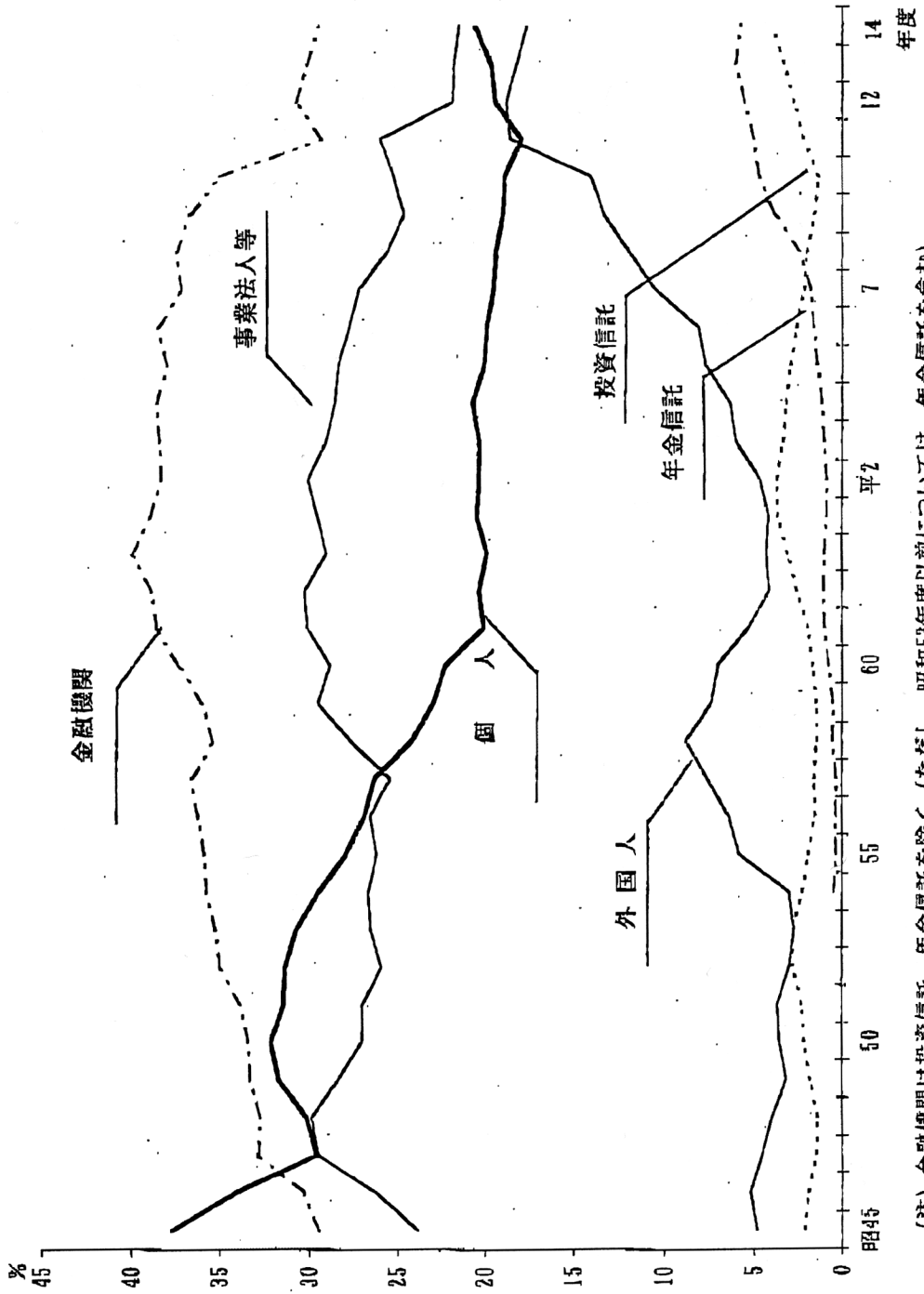
当委員会では、長期投資する個人が証券市場に積極的に参加することを目指して議論を重ねてきたが、その過程では、相当多岐にわたる課題や対応策が俎上に上った。

今回の提言では、これらのうち、市場で中心となる役割を果たす企業等（発行企業、市場開設者、仲介企業）の経営者が担う改革に焦点を当て、比較的短期に取り組むべき事項を中心にまとめた。

市場関係者、経営者が、この提言の実現に努めることはもとより、「証券市場は家計の資金運用と企業の資金調達を結ぶ機能を担う『国民の共有財産』である」との認識を広めることで、社会全体が一体となって意識改革と自助努力に取り組むことが不可欠である。

以上

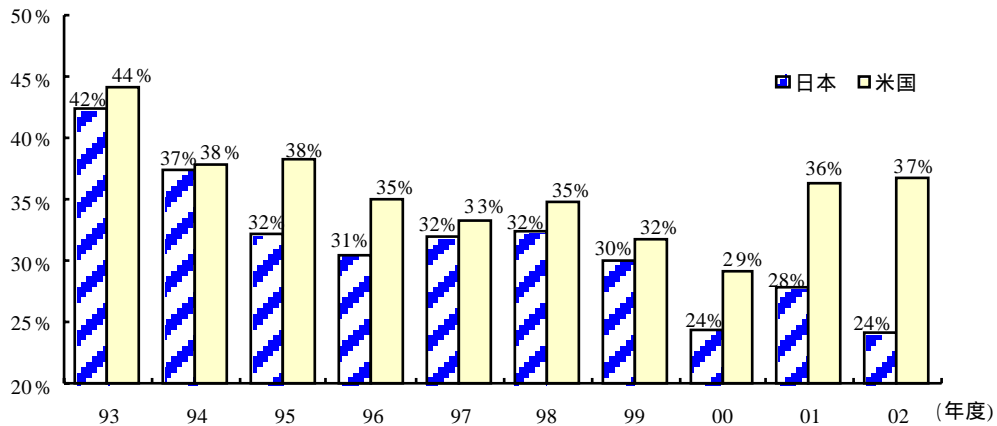
投資部門別株式保有比率の推移 (出所：東京証券取引所「平成14年度株式分布状況調査」)



(注) 金融機関は投資信託、年金信託を除く (ただし、昭和53年度以前については、年金信託を含む)。

日米企業の配当性向の推移

(出所:生命保険協会「平成 15 年度 株主への利益還元状況等について」)



出所：生保協会調べ

【対象企業】 (日本) TOPIX 構成銘柄 (赤字企業除く)

(米国) S&P500 構成銘柄 (赤字企業除く)

ともに 93 年度～02 年度まで継続してデータ取得可能な企業

主要国の配当性向と実質 GDP 見通し

(出所：同上)

(単位：%)

国名	指数	配当性向 (03年)	実質 GDP 成長率	
			(03年)	(04年)
日 本	TOPIX	22	2.0	1.4
アメリカ	S&P500	38	2.6	3.9
イギリス	FT100	45	1.7	2.4
ド イ ツ	DAX	40	0.0	1.5
フランス	CAC40	32	0.5	2.0

出所：

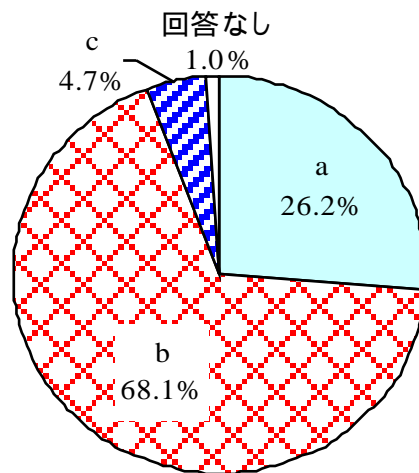
(配当性向) 米国は S&P 予想、日本、英、
仏、独は個別企業のコンセンサ
ス予想等より生保協会推計

(実質 GDP 成長率) IMF 見通し

配当政策の基準設定と公表の状況

(出所：同左)

【配当政策の具体基準
の設定の有無(企業)】



- a. 設定している
- b. 特に設定していない
- c. その他

(数値基準の公表状況)

