

日本市場や 日本企業の再認識と 情報発信を考える懇談会

我が国の経済を支える証券市場の活性化は急務であり、
そのためには個人金融資産など民間の活力を生かすこと
が重要です。我が国には優れた技術を持つ企業、産業が
多く存在するなど、資産運用の場としての証券市場は引
き続き魅力的であると考えています。

当懇談会は、日本市場や日本企業の重要性や魅力を再認
識し、資産運用の大切さや株式投資の魅力について投資
家に情報発信を行う目的で設置しました。



第2回懇談会

投資家層拡大のための 情報発信活動の考え方 日本の証券市場インフラ： 国際競争力の視点から

平成25年1月25日



出席者



座長
翁 百合
日本総合研究所
理事



副座長
岡野 進
大和総研
常務執行役員



委員
宇野 淳
早稲田大学大学院
ファイナンス研究科
教授



委員
佐藤 淑子
日本IR協議会
事務局長・首席研究員



委員
野尻 哲史
フィデリティ投信
フィデリティ退職・
投資教育研究所所長



委員
松岡 真宏
フロンティア・
マネジメント
代表取締役



委員
ロバート・アラン・
フェルドマン
モルガン・スタンレー・MUFG証券
マネージング・ディレクター
チーフ・エコノミスト
債券調査本部長

オブザーバー

木野内 栄治
楠 雄治
多賀谷 彰

大和証券 投資戦略部部長
楽天証券 代表取締役社長
日本取引所グループ
広報・IR部長

田村 浩道
村上 雅昭

野村證券 チーフストラテジスト
東海東京証券
営業戦略本部副本部長 執行役員

第2回
懇談会投資家層拡大のための情報発信活動の考え方
日本の証券市場インフラ:国際競争力の視点から

平成25年1月25日

日本市場をより魅力的なものにしていくためには、市場を支える投資家層をいかに拡大していくか、証券市場の機能をいかに進化させていくかが重要なカギとなります。第2回懇談会では、フィデリティ退職・投資教育研究所所長の野尻哲史氏が、投資家層拡大に向けた情報発信をどのように考えるべきかを提言しました。早稲田大学大学院ファイナンス研究科教授の宇野淳氏は、取引の高速化や高頻度取引(HFT)が進む証券市場インフラについて、国内市場が現在どのような状況に置かれ、国際競争力を高めるために何が必要かを話しました。

野尻氏が所長を務めるフィデリティ退職・投資教育研究所は、投資信託の運用会社であるフィデリティ投信が、投資に対する理解をより多くの人に広めていく目的で設立しました。同研究所では、投資未経験者を含む幅広い層を対象としたアンケート調査などにに基づき、どのような層にどんな情報を発信すべきかを考察しました。

投資から遠い「未投資家層」に
なぜ投資すべきかを伝える

金融機関の販売員が投資信託などの金融商品を販売する際に、商品の内容についてはきちんと理解して話しますが、投資家のことを理解して話をする方はそれほど多くはないのではないのでしょうか。投資家の属性や行動についてのデータをきちんと集め、その内容を販売員や投資家自身にわかっていただくことが、投資家層の拡大に向けた投資家教育のスタートラインになればいいと思います。

まず「投資をしている人」はどのくらいいるのか。我々が2010年2月に実施した「サラリーマン1万人アンケート」では34.0%で、日本証券業協会が2009年に実施した「証券投資に関する全国調査」によると19.1%という結果でした。投資家層に対する「未投資家層」と呼ぶべき層が、全体の7割から8割存在するのです。

投資をしない理由で未投資家層を分けると、例えば「貯蓄で十分」という方は投資には遠い気がしますが、「魅力的な商品がない」という方は、もう少し何かをすれば投資に近づいてくれそうです。未投資家層の中で、投資までの道のりが遠い層に対してはAwareness、つまり「なぜ投資をしなければいけないか」を理解するところからアプローチすることが重要だと感じています。

確定拠出年金を使った時間分散の訴求
日本版ISAは投資家層の拡大に非常に有効

確定拠出年金の加入者の投資行動をマーケティングの視点から見るために、加入者1212人を対象として2011年12月にアンケートを行いました。質問の答えと、確定拠出年金における元本確保型商品の比率との関係を見てみると、「DC(確定拠出型年金)とDB(確定給付型年金)の違いがわかる」と答えたのは42.5%で、その大半が「口座情報の入手方法を知っている」「拠出額、残高を知っている」

と答えています。実際にAwarenessが取れている層の多くが、すでに投資につながる行動を取っているわけです。

「サラリーマン1万人アンケート」では、「老後資金を用意するために国や政府に期待したいサポート」についても尋ねています。最も多い回答が「雇用の安定」で、次が「預金金利の引き上げ」。いずれも投資のきっかけからは遠いものです。この層にこそAwarenessという一石を投じる必要があると思います。一方で、3割程度

の方が「老後資金の準備を目的とした積立に対する国からの補助金」や「非課税貯蓄制度の拡充」を挙げています。興味深いのは、どの年収層も同様に非課税貯蓄制度を必要としていることです。今後、日本版ISA(日本版ISAは、最大500万円までの投資額にかかる配当・譲渡益が非課税となる制度で、平成26年から導入されます。)をソリューションとして提供できることは非常に有効だと考えます。

投資教育を進めるために有効だと考えるのは、ひとつは家庭での教育。もうひとつは確定拠出年金制度の活用です。アンケートの結果から、長期投資、分散投資、時間分散という投資の3つの原則のうち、時間分散への認知度が低い傾向があるため、確定拠出年金を通じてその意義を訴求していければと思います。

投資へのネガティブな印象の払拭を考える必要もあると思います。テレビや映画で証券マンはヒーローとして描かれておらず、どちらかといえば悪いイメージがついている。そのイメージを変えていくことも必要ではないでしょうか。若い方を対象として、投資教育をブランディングやマーケティング活動と考えれば、今と違ったことができるのではないのでしょうか。



野尻委員



投資家層拡大のための情報発信活動の考え方 日本の証券市場インフラ:国際競争力の視点から

平成25年1月25日

種類株の活用で投資への垣根を下げる 清潔な市場の確保も重要



フェルドマン委員

松岡委員 テレビで放送される株式投資の番組は、いずれも入り口としては敷居が高いように感じます。芸人に出てもらうなどして、より柔らかい内容の情報提供番組があると良いのではないのでしょうか。

また、株式投資を少額で行う人は、どちらかというと株主総会での議決権よりも、株式から得られる配当の方に興味があるように思います。したがって、投資への入り口を低くする意味では、議決権がないかわりに配当が多くもらえるような種類株のマーケットを拡げ、少額で投資を行う人のニーズに応えるのも有効だと思います。

佐藤委員 大学院で授業を受け持っていますが、受講する学生には2つのタイプがいるように思います。ひとつは、金融理論に基づいて投資家の視点を学ぼうという層。前者の層には、自身も積極的にリスクを取っていこうという傾向が見られます。もうひとつは、CSR（企業の社会的責任）の観点で、世の中の役に立つような投資に興味があるという層です。後者の層には、元本確定型や配当を重視する人が多いようです。

議決権のない株式の発行は、企業側にも株主総会の事務コストを抑えられるメリットがあります。議決権行使を必要としない個人投資家が、種類株を通じて株式の流動性を高めてくれることは、市場にとってもプラスになります。

フェルドマン委員 ヒーローは悪を倒す人です。証券マンがヒーローになるためには、投資家を襲うさまざまな問題に対して、投資という方法で解決手段を提示することが大切だと思います。もうひとつ重要なのはフェアであること。インサイダー取引や情報の漏洩を許さない、清潔な市場をつくることも重要な条件ではないでしょうか。

相続された資産を投資に向けるには 税制などのインセンティブが必要

村上オブザーバー これからIPO（新規株式公開）が増えると考えられる中で、個人投資家にとってもわかりやすい情報提供が必要だと思います。ただし、証券会社だけですべての銘柄をカバーするのは難しいため、日本証券業協会などがIR活動をサポートし、個人投資家を支援していくことも必要ではないでしょうか。

楠オブザーバー 投資信託の積立を始めた人が、2年経つと3割から4割が辞めているという現実があります。相場が悪くなると、怖くなって投資を辞めてしまうのです。ドルコスト平均法の考え方では、価格が下がったときに買っておけば後で有利になるのですが、それを理解していない投資家が少なくありません。基本的な投資理論の教育は非常に重要だと実感しているのですが、まだ十分にできていないのが現状です。

岡野副座長 金融資産額が多くなるほど「損が怖い」と答える人の割合が高いのは、大きな問題だと思います。相続や不動産の売却などの自らの事業以外の要因で高額の金融資産を所有するようになった人たちの多くは、それまで株式投資をしたことがない。金融資産はあるが、リスクを取る行為について経験や知見を持っていない人が多いのではないかと思います。この層に投資を理解してもらうことが大切だと思います。

翁座長 ライフサイクルでみても、海外と比較すると日本では退職金というまとまった資金を得て初めて株式などの投資を始める層が多いという特徴がありますが、そうしたことも個人投資家がリスクテイクに慣れていない背景になっていると思います。

野尻委員 2012年の春に相続人を対象としたアンケートを行ったところ、預金を受け取った方の中で、そのお金を使って投資をしたと答えた方はわずか6.6%でした。親からもらったお金を投資に使いたくないという気持ちもわかりますが、本来、相続のお金と自分が稼いだお金に色はついていないはず。このお金を投資に向けるためには、何かインセンティブを生むような税制が有効だと思います。



岡野副座長

投資家層拡大のための情報発信活動の考え方 日本の証券市場インフラ:国際競争力の視点から

平成25年1月25日

株式市場のグローバル化、アジア新興国の成長とITの進歩により、国内の証券取引所に求められる役割は変わりつつあります。証券市場インフラの現状とアジアにおける日本市場の強み、今後の展開について、早稲田大学大学院ファイナンス研究科教授の宇野氏が語りました。

流動性の優位は変わらない日本市場 アジアの取引所との提携を視野に

マーケットの国際競争力は、次の5つの要因によって測られます。1点目はガバナンス。投資家が安心して投資に参加できるような制度運営がされているかどうか。2点目は海外企業の重複上場。この点で日本は苦戦しています。3点目は上場企業の国際性。4点目は市場間競争に対する監督官庁の姿勢で、国ごとにさまざまな特色があります。5点目は市場の流動性、売買の活発さです。これらの基準をもとに、アジアにおける日本市場の位置づけを見てみたいと思います。

ガバナンスに関して、市場運営の透明性について調べた論文があります。論文では各国の取引所が持っている取引ルールやインサイダー取引など、規制をウェブサイト上でどのくらい明文化しているかを調査しており、これによると東京市場は明示されたルールが最も少ない市場と見られています。海外の投資家に対しては、たとえ金融商品取引法で示されたルールであっても、取引所のウェブサイトで一括してわかるような情報の提供が必要ではないかと考えます。

次に流動性について。流動性を示す指標をアジアで比較すると、日本市場はシンガポール、香港、オーストラリアの各市場に追いつかれているように見えます。しかし、この指標はMSCIのインデックス（MSCI社が算出・公表している世界的な株価指数）に採用されている銘柄を対象としており、小型株から大型株までまんべんなく採用されている日本市場の流動性が、主に大型株が採用されている他の国より相対的に低くなるために起きたことです。日本市場の流動性は現在も十分高いといえます。



宇野委員

アジア株に対する投資家の関心は高まっています。アジアではすでに「ASEANトレーディング・リンク」という形で、シンガポールとマレーシア、タイの取引所間で注文のやり取りができるシステムが実現しようとしています。これに日本やオーストラリアが参加し、東証でもアジアの中心銘柄を売買できるようになると、中国、インドという巨大なマーケットに対する一大勢力として、より大きな存在感を発揮できるのではないのでしょうか。



市場に流動性を供給する 高頻度取引の重要な役割

続いて市場の高速化というテーマについてお話しします。2010年に東証がarrowheadを稼働させてから、売買の小口化と高頻度化が顕著になりました。ただし売買回転率については、2010年から11年末は日本株市場が停滞した時期でもあったため、大きな影響は見られませんでした。ボラティリティについても高速取引によって顕著な変化は起きていません。

変化が見られたのは投資主体です。arrowheadの稼働後、証券会社自己部門や個人投資家が売買全体に占める割合は減少し、代わって外国人投資家の割合が増えています。つまり、市場に流動性を提供する主体が証券会社から、HFT（高頻度取引）を行う投資家に置き換わってきているのです。

もうひとつ注目すべき現象が市場のフラグメンテーション（分裂）です。中でもPTS（私設取引システム）と呼ばれる電子的な市場と、従来の取引所との競争は大きなテーマです。高速取引を行う投資家にとって、複数の市場が存在すれば市場間裁定取引ができるため、より活発な取引が可能になります。PTS市場が活発化すれば、短期売買の流動性が供給されやすくなると考えられます。

一方で、2010年に米国市場で株価が暴落した「フラッシュ・クラッシュ」とHFTとの関係も指摘されます。直接の原因はミューチュアルファンドが大口の売り注文を出したことと言われていますが、価格が下落する中でHFTがポジションの解消を行ったことが価格の下落に拍車をかけました。HFTはいつでも流動性を供給するわけではなく、リスクが高まると手を引いてしまうこともあります。

欧米ではHFT憎しという基調で規制を強化する方向に走っていますが、私はHFTには流動性の供給者としての役割をしっかりと果たしてもらい、市場インフラの強化に結びつけていくべきだと思います。

投資家層拡大のための情報発信活動の考え方 日本の証券市場インフラ:国際競争力の視点から

平成25年1月25日



PTSの信用取引解禁で 個人投資家を呼び込みたい

多賀谷オブザーバー HFTに対していろいろな評価がありますが、私どもの見方では、HFTは1日の終わりにポジションをフラットにする特性があるため、大きな相場の流れにはあまり影響を与えないと考えています。彼らの流動性提供機能を活用し、さまざまな銘柄に流動性を与えることが日本市場の競争力につながると思います。

楠オブザーバー 今年1月からの信用取引の規制緩和後、当社の株取引の量も大幅に増えています。市場環境の好転もあり、非常に良い循環になっています。一方で、PTSでは個人投資家の信用取引は現在も禁止されています。PTSを代替市場として育てるためには、信用取引の解禁によってアクティブな投資家を市場に呼び込んでいくことが重要ではないでしょうか。

松岡委員 日本市場は中型株の層が厚く、バラエティに富んでいるというプラス面があるものの、大企業の時価総額が減り、韓国におけるサムスン電子のようなシンボリックな企業がなくなっているという負の側面もあるように思います。外国人投資家を呼ぶためには大型株が必要で、個人投資家には小型の成長株が必要だと思います。

産業再編を通じて大型株をどうつくっていくか、新しい会社をどう市場に取り込んでいくかが問われるのではないのでしょうか。

宇野委員 日本がASEANとともに新しい市場をつくるという議論になったとき、日本からもそういったマーケットにふさわしい、アジアで通用するスター銘柄を育てていくという姿勢が必要だと思います。



翁座長

楠オブザーバー アジアはこれからの成長が期待される市場です。日本株で信用取引を行うお客さんでも、ASEANや香港の株式に投資するときは長期保有の傾向が強くなります。日本株と異なる投資スタイルで投資できる市場をつくることは、個人投資家のすそ野を拡大する手段となります。

宇野委員 アジア新興国の株式は成長が期待できる一方で、情報開示に関する国ごとの制度の違いやガバナンスがリスク要因となります。一方で、アジアには欧米の市場に上場し、欧米のスタンダードにできるだけ近づこうという姿勢を持っている企業もあります。

取引の高速化は特定の投資家のためではなく 市場の機能を高めるために用いるべき

翁座長 東証のarrowheadと比較して、米国の高速取引の方がはるかに速いという現実があります。日本市場もインフラの高速化をさらに進めていく必要はあるのでしょうか。

宇野委員 arrowheadは現在も世界のマーケットの高速化競争に伍していけるレベルにあると思います。もちろん、市場によっては日本より速いところもあります。問われるべきは、速さは誰にとってのアドバンテージなのかという点です。一部の機関投資家や証券会社のようなインフラ投資ができる人たちだけが恩恵を享受できれば良いのか、あるいはその速さを使って流動性の提供に貢献する投資家を対象とすべきなのか。

スピードだけを追い求めるのはコストがかかります。これ以上スピードを上げることで、市場の価格発見機能が実際に高まるのかどうかを、きちんと検討する必要があります。

田村オブザーバー 東証の規制に関して、海外の顧客から問い合わせが来しました。なぜこんな簡単なことを聞くのかと思ったら、ウェブサイトに日本語で記載されている規制が、英語では記載されていないようでした。

多賀谷オブザーバー この点は東証でも問題意識を持って、できるだけ英語でも日本語と同等の情報を提供するように進めているところです。規制に関しては、金融商取引法などの解釈に踏み込む部分もあるので取引所のウェブでどこまで伝えられるのかは難しいのですが、できる限り工夫していきたいと思います。

宇野委員 日本の取引ルールに対して、海外の投資家は「日本は特殊なルールが多く、他の国の常識で考えると間違えることがある」と評しています。日本市場の国際競争力を高めるためには、金融庁など監督官庁とともに、こうした認識を一掃していく必要もあるのではないのでしょうか。