

第1章 証券市場と国民経済

1. 証券とは 金融市場は、一国経済において、資金余剰部門（貸手）から資金不足部門（借手）へと資金が融通される場であり、仲介手段の観点から間接金融と直接金融に分類される。間接金融は、金融機関が貸手に対して間接証券（預金証書、保険証書等）を発行することによって調達した資金を基に、借手が発行した本源的証券（借用証書、手形等）を取得するという形で資金仲介を行うことである。一方、直接金融とは、借手が貸手に対して直接に本源的証券（株式、債券等）を発行することによって、資金仲介がなされることである。この直接金融が行われる場が証券市場であり、発行市場（証券の発行・取得が行われる場）と流通市場（証券の売買が行われる場）に分けられる。

一般に有価証券とは無形の権利の譲渡を容易にするため当該権利を表した証券をいい、権利と証券とが結びついている点に特徴がある。具体的には、会社が発行する株券や社債券、手形、小切手や船荷証券、国が発行する国債証券や地方自治体が発行する地方債証券など様々なものがある。その中で、証券市場で取引される証券は「金融商品取引法上の有価証券」であり、同法2条1項で掲げるとともに2項で規定している。1項では権利を表す証券・証書が発行されている有価証券を規定しており、右表に示したものが列挙されている。

2条2項はみなし有価証券について定めている。その前段では、1項に掲げた有価証券に表示されるべき権利について、有価証券が発行されていない場合でも当該権利を有価証券とみなすとしている。2項の後段は、証券・証書に表示されるべき権利以外の権利を有価証券とみなすための規定であり、右表に示したものが掲げられている。この規定は旧法より大幅に拡充され、特に5号は各種のファンドに金融商品取引法を適用するための包括規定になっている。なお、金融商品取引法の適用範囲には、有価証券の外に市場・店頭・外国市場に係る各デリバティブ取引が含まれている。

同法2条3項に加えられた電子記録移転権利とは電子プラットフォームを用いて移転可能な財産的価値に表示される2条各項の権利であり、第一項有価証券となる。さらに内閣府令により、電子プラットフォームで移転されるみなし有価証券等を含めた財産的価値は電子記録移転有価証券表示権利等とされた。

金融商品取引法2条1項・2項で定義される「有価証券」

[2条1項] 有価証券

1. 国債証券
2. 地方債証券
3. 特殊法人債券
4. 資産流動化法上の特定社債券
5. 社債券
6. 特殊法人に関する出資証券
7. 協同組織金融機関の優先出資証券
8. 資産流動化法上の優先出資証券・新優先出資引受権証券
9. 株券・新株予約権証券
10. 投資信託・外国投資信託の受益証券
11. 投資法人の投資証券, 新投資口予約証券・投資法人債券, 外国投資法人の投資証券
12. 貸付信託の受益証券
13. 資産流動化法上の特定目的信託の受益証券
14. 信託法上の受益証券発行信託の受益証券
15. コマーシャルペーパー
16. 抵当証券
17. 外国証券・証書で1号から9号または12号から16号までの性質を有するもの
18. 外国貸付債権信託の受益証券
19. (金融) オプション証券・証書
20. 外国預託証券・証書
21. 政令指定証券・証書

[2条2項] みなし有価証券

柱書(前段): 2条1項(有価証券)で証券が発行されていない場合
(以下後段)

1. 信託の受益券
2. 外国信託の受益券
3. 合名会社・合資会社の社員権(政令で定めるもの), 合同会社の社員権
4. 外国法人の社員権で上記3号の性質を有するもの
5. 集団投資スキーム持分<包括定義>
6. 外国集団投資スキーム持分
7. 政令指定権利

[出所] 上柳敏郎・石戸谷豊・桜井健夫『新・金融商品取引法ハンドブックー消費者の立場からみた金商法・金販法と関連法の解説』日本評論社, 2006年, 黒沼悦郎『金融商品取引法入門』日本経済新聞社, 2006年, e-Govの法令データ提供サービスに掲載の「金融商品取引法」から作成

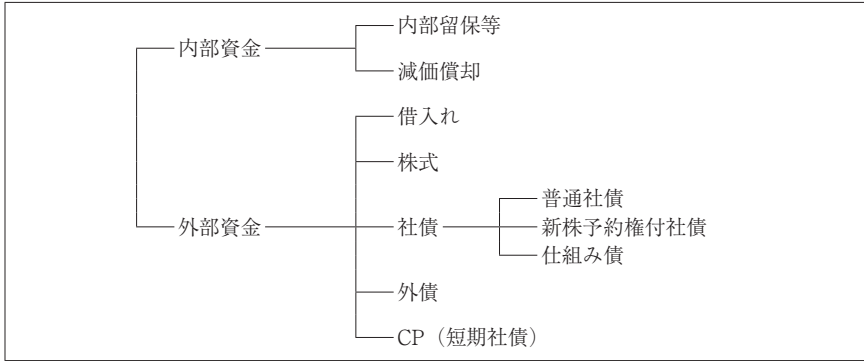
2. 企業の資金調達 金融業を除く法人企業（以下、企業）は、財やサービスの生産・販売など多様な活動を通じて利潤獲得を目的とする経済主体である。企業は継続的に生産・販売活動をするために設備や在庫製商品といった実物資産への投資を行うが、それに必要な資金を様々な手段で調達している。

企業が調達した資金は、その調達方法によって内部資金（通常の生産・販売活動を通じて生み出した資金）と外部資金（外部から調達した資金）とに分けられる。会計上、内部資金には内部留保等と減価償却とが含まれ、これらの資金は返済や利子・配当金の支払いが必要ないことから企業財務上は最も安定的な調達手段とされている。しかし、実際には内部資金だけで企業の資金需要は賄いきれず、その多くは外部資金に依存している。外部資金は、その調達方法によって主に借入れ、株式、社債の3つに大別される。借入れは主として金融機関からの資金調達であり、間接金融方式による調達手段と言われる。株式は企業設立時のほか、業容拡張時などに追加発行（増資）され、株式発行によって調達された資金は返済および利子の支払いが不要であることから外部資金の中で最も安定的な資金である。社債発行も株式と同様に資本市場からの調達手段だが、償還期限の定めがあり、確定的な利子の支払いが必要となる。社債は普通社債、新株予約権付社債、仕組み債に大別することができる（後二者については第5章を参照）。なお、株式または社債の発行は直接金融方式による調達手段と言われている。

企業の外部資金調達の推移を金融負債残高の構成比で見ると、借入れは金融の自由化・国際化を受けて株式・社債市場における取引が活発化した結果、1980年代から趨勢的に低下した後に安定している。00年代以降は有価証券が借入れを超過しており、わが国の資金調達構造は直接金融が主体となっている。調達額の合計額は、08年の金融危機により一時的に低下したが増加傾向にあり、有価証券による調達は全体の約6割となっている。特に株式による調達額が近年は過半を占める。社債による調達は新型コロナ禍下の金融緩和により増加した後、金融政策修正の思惑により23年7月から活発になっている。

新興市場の充実や社債諸規制の緩和・撤廃により、大企業のみならず中小規模の企業に対しても資本市場を通じた資金調達ルートが整備されたため、有価証券発行による資金調達の優位性は今後も安定的に推移すると予想される。

企業の資金調達手段



(注) 内部留保等とは、企業の税引後利益から配当金、役員賞与等を除いたもの。また、減価償却費は、建物・機械などの有形固定資産について、その経済価値の年々の減少分を費用として計上したものであり、わかりやすく言えば設備更新のための積立金である。

法人企業部門の資金調達・運用の構成比（残高ベース・年度末）

	1980	1985	1990	1995	2000	2005	2010	2014	2016	2018	2020	2021	2022
[運用]													
現金・預金	10.0	7.6	6.6	9.1	13.3	15.5	18.4	15.4	14.8	15.9	19.2	19.1	18.6
定期性預金	14.5	14.8	12.8	10.8	7.7	4.1	6.3	5.0	6.0	4.3	5.4	5.5	0.2
CD	0.1	1.2	1.1	2.6	3.3	1.5	1.8	1.3	1.5	1.2	1.3	1.1	5.3
信託	1.3	1.4	0.7	1.3	0.3	0.3	0.3	0.3	0.4	0.5	0.6	0.5	0.5
投資信託	0.1	0.6	0.2	0.4	1.0	0.7	1.8	0.5	1.2	0.1	0.2	0.2	0.2
有価証券	15.7	25.9	30.9	24.2	22.9	36.4	19.4	32.1	32.3	34.3	31.9	29.3	29.8
(株式)	13.5	23.5	28.1	22.6	19.6	33.4	16.3	30.2	30.3	32.4	29.5	26.9	27.4
(債券等)	2.2	2.3	2.8	1.6	3.3	3.0	3.1	1.9	2.0	1.9	2.3	2.4	2.3
企業間信用	45.5	35.2	30.5	35.3	33.5	24.4	27.1	20.2	19.4	20.1	17.1	18.5	18.1
その他	12.7	13.2	17.2	16.3	18.2	17.1	24.9	25.2	24.4	23.5	24.4	25.7	27.4
合計額	312.4	483.5	835.7	783.2	738.9	950.3	792.6	1,110.9	1,146.1	1,192.0	1,229.6	1,256.3	1,363.1
[調達]													
借入れ	42.2	39.5	36.5	40.2	36.2	22.4	31.3	22.7	24.4	23.6	24.5	25.3	25.0
有価証券	27.1	38.1	43.1	38.6	42.0	58.2	42.5	58.1	54.8	58.2	60.0	58.6	59.2
(株式)	23.1	33.9	37.3	32.7	35.2	52.9	35.2	52.9	50.0	53.3	54.7	52.9	53.7
(社債等)	2.2	2.6	2.3	3.8	5.3	4.1	5.8	3.8	3.6	3.9	4.4	4.6	4.4
(外債)	1.8	1.6	2.6	1.5	0.6	0.8	0.8	1.0	1.1	0.7	0.6	0.7	0.7
(CP)	-	-	0.8	0.6	0.9	0.4	0.7	0.4	0.1	0.2	0.3	0.4	0.3
企業間信用	24.3	17.0	14.6	15.4	16.2	12.8	15.4	11.1	11.9	12.2	9.8	11.0	11.0
その他	6.4	5.5	5.8	5.8	5.6	6.6	10.8	8.1	8.9	6.0	5.7	5.1	4.8
合計額	477.4	760.6	1,358.7	1,351.7	1,198.0	1,421.8	1,056.7	1,521.3	1,658.8	1,748.5	1,871.5	1,853.1	1,955.6

(注) 1. 構成比の単位は%, 合計額の単位は兆円。
 2. 定期性預金には外貨預金を含む。
 3. カッコ内は有価証券の内訳。株式には出資金を含む。
 4. 株式評価は「運用」では時価ベース、「調達」では90年度以前は資本金+資本準備金ベース、95年度以降は時価ベース。

〔出所〕 日本銀行ホームページ掲載の統計（資金循環表）から作成

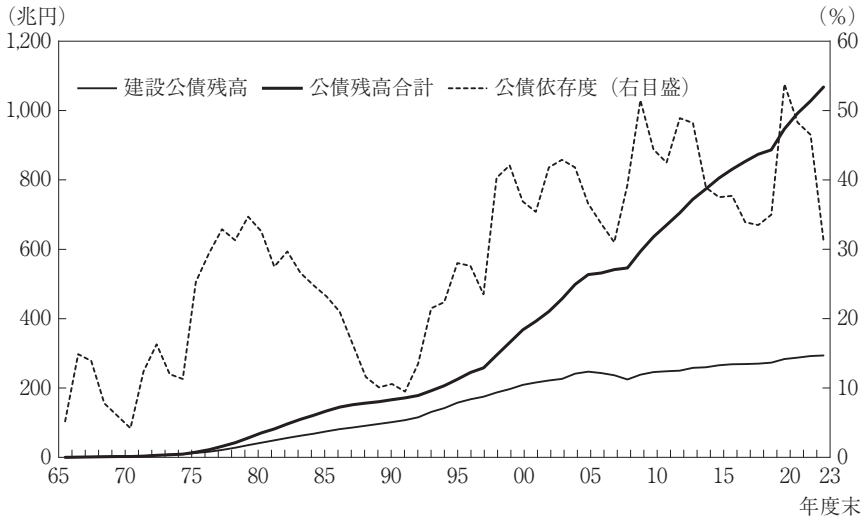
3. 証券市場と財政 財政とは政府（国や地方公共団体）が行う経済活動のことであり、具体的には、租税等による収入（歳入）に基づき、警察、教育など行政サービスの提供や公共投資（歳出）を行う。現実の財政運営では、景気動向に応じた財政政策が行われ、その結果、歳出が歳入を上回る場合には、その不足額は主として公債（国債や地方債）の発行によって賄われる。

わが国の中央政府部門について公債残高と公債依存度の推移を見ると、1965年度の補正予算で不況対策として戦後初の特例国債（赤字国債）が発行され、66年度以降は建設国債が継続して発行されるようになったが、70年代前半までは公債依存度、公債残高ともに低水準に止まっていた。しかし、70年代後半からの経済成長率鈍化に伴い税収が伸び悩んだことから、政府は国債の大量発行を余儀なくされ、発行残高も80年度末には71兆円へと急増した。この結果、証券市場において国債が重要な地位を占めるに至り、政府の財政政策がそれにおよぼす影響も大きくなった。こうした財政状況を改善すべく81年度以降「財政再建」路線が打ち出され、一旦は公債依存度が低下し公債残高の増加が抑制されたものの、90年代以降の長期不況に応じた景気対策や08年の金融危機への対応は公債発行を増加させた。その後公債依存度は低下したが、新型コロナ対応の財政出動を受けて20年の53.8%まで急上昇した。21年より依存度は低下基調にあるものの公債残高の急激な増加は続き、23年度末で約1,068兆円に達する見込みである。

次に右下表でわが国における国債等の保有構造をみると、かつては主たる保有者であった銀行等（ゆうちょ銀行を含む）の保有比率は減少傾向にあったが、13年4月に導入された日本銀行の量的・質的金融緩和（異次元緩和）より顕著に減少している。対して日本銀行の保有比率は大きく増加し、22年末時点で46.3%を占める突出した保有主体となっている。

長期投資を前提する安定的な保有者であった公的年金は、年金積立金管理運用独立行政法人（GPIF）が14年10月に運用資産構成を見直し、国内債券への投資比率自体を引き下げた結果、公的年金の保有比率は減少し22年末で3.7%となっている。その一方で、海外投資家の保有比率は近年増加傾向にあり22年末では13.8%となった。日本の財政赤字問題を考えるにあたり、海外投資家の日本国債の保有動向は無視できない水準となっている。

公債残高と公債依存度の推移



(注) 1. 2023年度は見込み。
2. 普通国債ベース。

〔出所〕 財務省資料から作成

国債及び国債短期証券の保有者別保有比率内訳の推移

(単位：%)

保有者	2009年度末	2011年度末	2013年度末	2015年度末	2017年度末	2018年度末	2019年度末	2020年度末	2021年度末	2022年12月末
一般政府(除く公的年金)	1.9	1.9	2.4	0.4	0.3	0.3	0.3	0.2	0.2	0.1
公的年金	9.2	7.9	7.0	4.9	4.0	3.8	3.3	3.3	3.7	3.7
財政融資資金	0.2	0.1	0.1	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
日本銀行	8.8	9.6	20.0	33.8	41.8	43.2	44.2	44.4	43.3	46.3
銀行等	47.2	45.4	35.5	24.6	18.4	15.6	15.2	16.6	17.3	14.6
生損保等	18.0	19.1	19.6	20.5	19.6	19.5	19.5	18.0	17.6	17.0
年金基金	3.4	3.2	3.3	3.0	2.7	2.8	2.6	2.4	2.5	2.5
海外	5.6	8.3	8.2	10.3	11.0	12.7	12.9	13.2	13.6	13.8
家計	4.0	2.9	2.0	1.1	1.1	1.2	1.2	1.1	1.0	1.1
その他	1.9	1.6	1.8	1.4	1.0	0.9	0.9	0.7	0.7	0.8

(注) 1. 2022年12月末は速報値。
2. 「国債」は「財投債」を含む。
3. 「銀行等」には「ゆうちょ銀行」、「証券投資信託」および「証券会社」を含む。
4. 「生損保等」には「かんぽ生命」を含む。
5. 「その他」は「非金融法人企業」および「対家計民間非営利団体」。

〔出所〕 財務省『債務管理レポート2023』、日本銀行「資金循環統計」

4. 家計の金融資産保有 わが国の家計が保有する金融資産は2023年6月末時点で2,115兆円まで積み上がっている。家計部門の資金余剰（貯蓄超過）を資金循環でみると、1990年代半ばをピークに低下した後に比較的安定に推移していたが、20年の新型コロナ禍において家計が流動性の確保に動いた結果、現金・預金での保有が急増した。その後、22年度にかけて資金余剰は平年並みまで減少しているが、現金・預金の保有は依然として高い水準にある。

家計の金融資産運用の推移を見ると、次のような特徴が指摘できる。第1に、現金・要求払預金の構成比は上昇する一方で、かつて最大の比重を占めていた定期性預金は80年代以降趨勢的に低下傾向にある。この構成比の基調は、日本銀行の低金利政策や量的・質的金融緩和（異次元緩和）などによるものであろう。第2に、保険・年金の構成比は00年度末まではほぼ一貫して上昇したあと比較的安定している。これは、わが国が高齢化社会に入っていることを反映したものであろう。第3に有価証券の構成比は、バブル経済の崩壊による株式市場の低迷や08年の金融危機による株価急落を受けて株式を中心にその構成比を大幅に低下させていた。しかしながら、20年前半期は新型コロナ禍を受けた株式市場の乱高下があったものの、12年末からの市場の回復傾向もあり、22年度末には12.8%まで回復している。

次に、23年3月末時点での家計の金融資産運用を国際比較すると（日本は対家計民間非営利団体を含まない）、依然として資産選択の内容（選好）に大きな差があることがわかる。わが国の場合、現預金で54.2%の資産が運用され、投資信託を含めた有価証券による運用比率は16.7%に過ぎないのに対して、アメリカでは資産の12.6%を前者で、56.2%を後者で運用している。また欧州ではそれぞれ35.5%と33.3%である。社会保障制度などの違いを考慮する必要があるが、わが国の家計は資産選択で元本保証型を好む傾向にあり、アメリカの家計は運用成果型を好み、欧州は中間的な傾向にあると言えよう。

しかしながらわが国でも、確定拠出型年金制度や、個人型確定拠出年金制度（iDeCo）の加入対象の拡大、2024年からのNISA（少額投資非課税制度）の抜本的拡充・恒久化などで家計と証券市場との直接的な結びつきは強くなっている。投資信託やETF（上場投資信託）の充実なども合わせて、家計向けの良質なサービスの提供とともに、有用な金融知識の普及啓発が求められるよう。

個人部門の金融資産残高の構成比（年度末）

	1980	1985	1990	1995	2000	2005	2010	2015	2020	2021	2022
現金・預金	9.8	7.7	7.2	8.2	11.6	21.0	23.6	26.0	33.2	34.6	35.4
定期性預金	48.7	44.9	40.2	41.9	42.5	29.7	31.6	26.4	21.1	19.6	18.4
信託	4.5	4.0	3.7	3.4	1.5	0.4	0.2	0.2	0.2	0.3	0.3
保険・年金	13.4	16.3	20.8	25.4	27.2	25.8	28.4	29.6	27.4	26.8	25.9
投資信託	1.2	2.3	3.4	2.3	2.4	3.4	3.6	4.2	4.3	4.5	4.4
有価証券	16.1	19.7	19.6	13.9	9.7	15.3	8.6	11.0	11.1	11.3	12.8
（株式）	13.2	16.0	16.9	11.5	7.7	13.0	6.2	9.8	10.0	10.3	11.7
（債券等）	2.8	3.7	2.6	2.5	2.0	2.3	2.4	1.2	1.1	1.0	1.0
その他	6.3	5.2	5.2	4.9	5.1	4.4	4.1	2.7	2.7	2.8	2.8
合計額	372.0	626.8	1,017.5	1,256.5	1,388.8	1,516.6	1,480.6	1,754.4	1,945.8	2,004.5	2,055.9

- (注) 1. 構成比の単位は%, 合計額の単位は兆円。
 2. 定期性預金には譲渡性預金および外貨預金を含む。
 3. カッコ内は有価証券の内訳。株式には出資金を含む。
 4. 株式は時価ベース。

[出所] 日本銀行ホームページ掲載の統計（資金循環表）から作成

家計資産構成の日米欧比較（2023年3月末）

	日本	アメリカ	ユーロエリア
現金・預金	54.2%	12.6%	35.5%
債券	1.3%	4.9%	2.2%
投資信託	4.4%	11.9%	10.1%
株式等	11.0%	39.4%	21.0%
保険・年金	26.2%	28.6%	29.1%
その他	2.9%	2.7%	2.1%

[出所] 日本銀行『資金循環の日米欧比較2023年8月25日』から作成

5. 外国人の投資行動（対内証券投資） 戦後の長期間、資金・資本の国際取引は原則禁止されていた。しかし、1980年12月の「外国為替及び外国貿易法」改正（新外為法）により、海外との資金・資本取引が基本的に認可制から事前届出制に変わり、原則自由となった。さらに、98年4月には日本版ビッグバンの第1弾として改正外為法が施行されたことにより、外為取引の事前届出制度も廃止され、海外との直接的な金融取引が完全に自由化された。

近年の対内証券投資の動向を見ると、株式投資については02年の株安期以降は買い越しが続いていたが08年の金融危機時に売り越しとなり、12年末からの大幅な株価上昇を受けて買い越しとなったものの、14年以降は比較的小幅な買い越しもしくは売り越しが続いていた。ただし、取得額および処分額の水準は99年以降急上昇し、その結果として両者の差額である純増減額の振れも大きくなっている。特に20年から22年にかけては、新型コロナの感染拡大による株価急落後に大幅な財政出動を受けた株価回復があり、取得額および処分額はともに過去最高額を更新している。

一方で債券（中・長期債）投資は、有価証券取引税撤廃（99年）、円安（02・03年）や金融不安（08・09年）による海外投資家の裁定解消等、13年の日本銀行の異次元緩和の実施などの年で売り越しとなっている。中期国債（2・5年利付国債）の充実化などの制度的な要因の他に、海外のファンド等による裁定取引の活発化などを背景に債券売買は高い水準で推移し、14年以降は買い越し基調が続いていた。株式と同様に債券取引も20年からは取得額および処分額が急増するとともに純増減額の振幅も非常に大きくなっている。

ストック（負債）の動向を見ると、まず株式については03年から市場の回復を背景に06年末には約149兆円まで増加したものの、金融危機の影響から10年から12年まで低迷した。新型コロナ後の株式市場の回復を受けて、22年末には約226兆円まで増加している。債券（中・長期債）の対内投資残高も順調に増え、22年末で約129兆円となっている。次に、地域別の保有構成比を見ると、株式ではアメリカが22年末で52.3%と高い水準を維持している。一方の債券は、アメリカが22年末時点で27.4%であるが、ヨーロッパは50.5%と過半を占めている。アジアの債券保有は、かつてはアメリカに近い構成比であったが徐々に低下し、22年末時点では13.6%に留まっている。

対内証券投資の状況

(単位：億円)

暦年	株式・投資ファンド持ち分			公社債等(短期証券を除く)			ネット計
	取得	処分	ネット	取得	処分	ネット	
2000	835,593	837,932	▲2,339	571,013	470,246	100,767	98,429
01	779,015	741,061	37,954	522,905	504,878	18,027	55,981
02	644,372	657,039	▲12,667	582,775	618,928	▲36,153	▲48,819
03	790,641	692,870	97,771	619,163	641,269	▲22,106	75,666
04	1,161,630	1,056,357	105,273	727,773	683,161	44,612	149,885
05	1,675,176	1,548,934	126,241	873,775	811,451	62,324	188,565
06	2,671,452	2,590,472	80,981	1,035,501	970,532	64,969	145,950
07	3,371,648	3,330,228	41,419	1,123,120	1,023,129	99,991	141,360
08	2,640,366	2,714,152	▲73,786	895,747	933,021	▲37,274	▲11,060
09	1,453,977	1,453,694	283	504,203	574,104	▲69,900	▲69,617
10	1,736,099	1,717,710	18,389	695,100	688,976	6,125	24,513
11	1,974,084	1,971,556	2,528	884,363	838,985	45,379	47,906
12	1,867,789	1,846,517	21,272	811,683	790,007	21,676	42,948
13	3,942,020	3,783,603	158,416	838,677	873,965	▲35,288	123,128
14	4,115,951	4,089,468	26,483	762,694	676,154	86,540	113,022
15	5,231,108	5,228,502	2,606	802,426	727,168	75,258	77,865
16	4,955,097	5,011,755	▲56,658	965,053	921,289	43,764	▲12,894
17	5,167,744	5,162,228	5,515	803,430	761,290	42,140	47,655
18	5,817,386	5,877,281	▲59,896	841,269	817,331	23,938	▲35,958
19	4,776,114	4,779,757	▲3,643	1,081,377	981,491	99,886	96,243
20	5,712,328	5,805,004	▲92,676	1,043,869	1,069,475	▲25,607	▲118,283
21	6,267,370	6,252,711	14,659	1,290,942	1,166,715	124,227	138,886
22	6,884,092	6,892,983	▲8,891	1,713,749	1,821,620	▲107,871	▲116,762

(注) 2004年までは「対内及び対外証券投資の状況(決済ベース)」, 05年以降は「対外及び対内証券売買契約との状況(指定報告機関ベース)」に基づいている。

[出所] 財務省ホームページに掲載の資料より作成

対内証券投資残高と関連指標

年末	株式 (10億円)		債券 (10億円)		TOPIX	金利 (%)	円/ドル (円)
2000	63,222	(30.4)	32,981	(15.8)	1,283.67	1.640	114.90
01	49,563	(24.7)	33,546	(16.7)	1,032.14	1.365	131.47
02	40,757	(21.4)	27,799	(14.6)	843.29	0.900	119.37
03	60,085	(28.2)	27,108	(12.7)	1,043.69	1.360	106.97
04	77,393	(31.2)	33,846	(13.6)	1,149.63	1.435	103.78
05	132,842	(40.8)	41,428	(12.7)	1,649.76	1.470	117.48
06	149,277	(43.5)	49,579	(14.5)	1,681.07	1.675	118.92
07	142,031	(39.4)	60,203	(16.7)	1,475.68	1.500	113.12
08	68,625	(23.4)	50,650	(17.3)	859.24	1.165	90.28
09	76,372	(26.6)	42,236	(14.7)	907.59	1.285	92.13
10	80,537	(26.4)	42,877	(14.0)	898.80	1.110	81.51
11	65,841	(20.7)	45,730	(14.4)	728.61	0.980	77.57
12	83,556	(23.2)	49,504	(13.8)	859.80	0.795	86.32
13	152,323	(32.3)	50,168	(10.6)	1,302.29	0.740	105.37
14	169,144	(29.2)	64,434	(11.1)	1,407.51	0.320	119.80
15	186,919	(30.7)	72,623	(11.9)	1,547.30	0.265	120.42
16	181,530	(28.0)	83,001	(12.8)	1,518.61	0.040	117.11
17	219,841	(32.1)	95,167	(13.9)	1,817.56	0.045	112.65
18	176,300	(26.1)	102,615	(15.2)	1,494.09	▲0.005	110.40
19	209,923	(28.6)	118,340	(16.1)	1,721.36	▲0.025	109.15
20	219,657	(27.8)	117,051	(14.8)	1,804.68	0.020	103.33
21	243,602	(29.0)	135,946	(16.2)	1,992.33	0.070	115.12
22	226,339	(24.6)	128,558	(14.0)	1,891.71	0.410	132.14

(注) 1. 債券は中長期債のみ。
 2. ()内は海外に対する総負債に占める構成比。単位は%。
 3. 金利は長期国債(10年)新発流通利回り。
 4. 為替は東京・スポットレートの終値。

[出所] 財務省および日本銀行資料から作成

本邦株式と債券の地域別保有構成比

(単位：%)

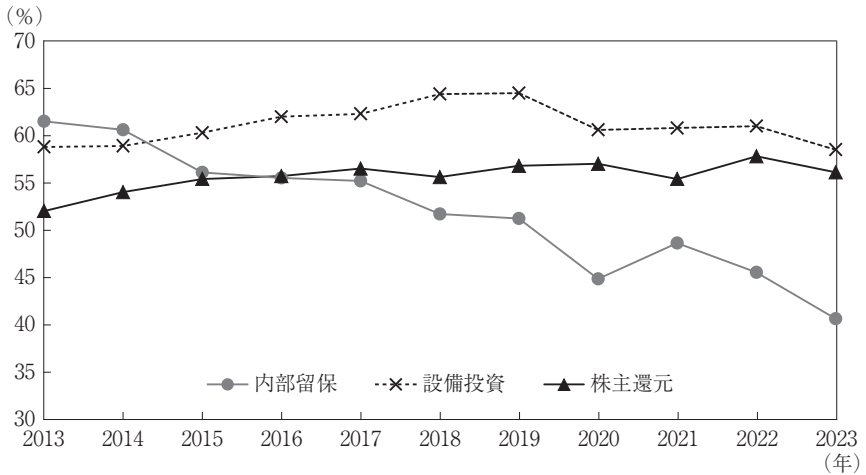
年末	アメリカ	ヨーロッパ	アジア	ケイマン諸島	その他
【株式】					
2014	47.4	36.9	5.4	0.6	9.8
15	49.1	36.0	5.7	0.7	8.4
16	49.9	34.9	6.2	1.0	8.1
17	50.2	34.0	7.3	0.9	7.5
18	52.6	32.5	6.4	0.9	7.6
19	54.2	30.9	6.7	0.9	7.3
20	51.7	33.1	7.1	0.7	7.5
21	52.0	32.9	7.0	0.6	7.5
22	52.3	33.3	6.9	0.7	6.8
【債券】					
2014	21.9	33.7	21.6	6.1	16.6
15	22.6	40.0	19.3	6.2	11.9
16	20.4	40.7	22.0	5.8	11.2
17	22.9	42.9	22.3	4.1	7.8
18	23.1	47.9	17.8	4.3	7.0
19	21.3	50.1	16.9	4.2	7.5
20	23.7	54.0	12.7	3.2	6.4
21	25.5	53.6	12.2	3.1	5.6
22	27.4	50.5	13.6	1.1	7.4

(注) 株式は株式および投資ファンド持分, 債券は中長期債。
 [出所] 財務省資料から作成

6. 東京証券取引所による資本効率の改善要請 2022年4月に実施された東京証券取引所の市場区分の見直しは、18年12月に金融審議会市場ワーキング・グループが公表した報告書が必要性を指摘した①市場区分のコンセプトの明確化とともに、②上場会社への持続的な企業価値向上の動機付けが目的であった。後者に関して、資本金10億円以上の大企業に利益配分の使途を尋ねた右上図をみると、かつては成長への投資よりも将来のリスクに備えた内部留保を重視する企業が多かったことがわかる。新たな市場区分の発足後を検証すべく22年7月より計10回開催された東証「市場区分の見直しに関するフォローアップ会議」では、中長期的な企業価値の向上に向けた取組の動機付けとして、①上場企業のPBR（株価純資産倍率）1倍割れの改善、②上場企業が自律性をもってバランスシート（BS）経営およびキャッシュフロー経営へと移行する必要性とともに、③東証に対して経営者の資本コストや株価に対する意識改革・リテラシー向上を促す等の提言が出された。

フォローアップ会議の議論を踏まえて東証は、23年1月に「中長期的な企業価値向上に向けた取組の動機付け」を公表し、プライム市場とスタンダード市場に株式を上場する企業の経営陣や取締役会に対して、同年春に資本コストや資本収益性の的確な把握と改善に向けた方針や具体的な取組や進捗状況などの開示を求め、特にPBRが1倍を割れている企業には強く要請した。さらに東証は、同年3月に公開した「資本コストや株価を意識した経営の実現に向けた対応について」において、プライム市場の約半数、スタンダード市場の約6割の上場会社がROE8%未満、PBR1倍割れであり資本収益性や成長性の観点から課題があると指摘し、要請内容として①取締役会での現状分析（資本コスト・資本収益性）、②計画策定・開示（取締役会で検討した具体的な取組み等）、③取組の実行（資本コストや株価を意識した経営の推進や投資者との対話）を求めている。金融商品取引所（証券取引所）は、新規上場基準や上場維持基準などにより取引される有価証券の品質を確保しているが（第10章）、今回の資本効率の改善要請は流通市場の機能からみて異例と言えよう。このような東証の要請を受けて、増配や自社株買いなどにより株主還元を積極化させている上場企業が増えているように見えるが、今回の要請が中長期的な資本効率の向上に繋がるかは不明である。

大企業（資本金10億円以上）（全産業）の利益配分のスタンス



(注) 10項目中3項目以内の複数選択。数値は回答者数構成比。

〔出所〕 財務総合政策研究所「法人企業景気予測調査」

資本コストや株価への意識改革・リテラシー向上

	対応	実施期間	対象の市場区分
a	経営陣や取締役会において、自社の資本コストや資本収益性を的確に把握し、その状況や株価・時価総額の評価を議論のうえ、必要に応じて改善に向けた方針や具体的な取組、その進捗状況などを開示することを要請 > 継続的にPBRが1倍を割れている会社には、開示を強く要請 ※コーポレートガバナンス・コード原則5-2の趣旨を踏まえたプリンシプルベースの対応として、上場会社に通知 (注) (注) グロース市場上場会社については、その特性を踏まえて今後議論	2023年春	プライム・スタンダード
b	企業行動規範等について、資本コストへの意識や株主の権利の尊重、とりわけ少数株主の権利保護など、上場会社の責務を明確化するとともに、実効性確保などの観点から全体的に点検を行い、必要な見直しを実施	2023年度中	全市場
c	その他、経営者（上場会社）の意識づけに資するため、株式報酬制度に関する理解の促進や推奨、資本市場やコーポレート・ガバナンスに関するeラーニングなどの研修コンテンツの点検・アップデート、事例の取りまとめ・公表など	2023年春から順次実施	全市場

〔出所〕 東証証券取引所「論点整理を踏まえた今後の東証の対応」(2023年1月30日)

7. 国家戦略としての金融経済教育 わが国では、2005年のペイオフ解禁の拡大を機として金融経済に対する社会的関心が高まったことから、政府・日本銀行は2005年を「金融教育元年」と定めた。同年はいわゆるライブドア事件などもあり、金融リテラシーの向上が社会的に重要な課題として台頭していた。金融教育の重要性が改めて認識され、内閣府、文部科学省、金融庁等の関係官庁をはじめ、日銀の金融広報中央委員会、日本証券取引所、日本証券業協会等の金融関係団体、民間の金融機関等による幅広い金融教育活動が展開されている。

その一方で、これまでの金融経済教育活動は互いの連携関係も構築されているものの、金融・資本市場関係諸団体や民間の金融機関等が独自のアイデアやカリキュラムをもって金融経済教育の普及に臨んでいた。このような活動では、包括的な教育の推進は容易ではなく、また、人的・物的資源も限定されているため、十分な教育の効果が発揮できていないとの指摘もあった。

現岸田政権が2020年に掲げた「金融所得倍増プラン」では、家計の労働所得に加えて金融資産所得を増やしていくとの考えの下で、2024年の少額投資非課税制度（NISA）の拡充・恒久化などを実施している。また、現金や預貯金に偏重する家計保有資産を有効な投資に活用することで、わが国の経済成長を高めることも期待されている。この金融所得倍増プランが提示する7本の柱の1つが「安定的な資産形成の重要性を浸透させていくための金融経済教育の充実」であり、政府が金融経済教育を国家戦略として認識し、国が主導して金融経済教育を充実していくことを表明している。この政権の方針を受けて金融庁は2023年度の「金融行政方針」において、金融経済教育を重点課題として盛り込むとともに、第212回国会で成立した「金融商品取引法等の一部を改正する法律案」において、「金融サービスの提供に関する法律」を「金融サービスの提供および利用環境の整備等に関する法律」に改称し、①国民の安定的な資産形成の支援に関する施策を総合的に推進するための基本的な方針を策定（82条1項）し、②2024年に金融経済教育を中立的な立場で戦略的に推進する「金融経済教育推進機構」を設立（86条）することを定めた。この金融経済教育推進機構は、真に官民一体による金融経済教育を統括するわが国初の認可法人として期待されている。

金融経済教育に関する金融商品取引法等の一部を改正する法律案の概要

金融リテラシーの向上

- 資産形成の支援に関する施策を総合的に推進するため、「基本方針」を策定
- 利用者の立場に立って、金融経済教育を広く提供するため、「金融経済教育推進機構」を創設
 - 〔業務〕 金融経済教育の教材・コンテンツの作成、学校や企業等への講座の展開、個人に対する個別相談等
 - 〔形態〕 認可法人
 - 〔役員〕 理事長（1人）、理事（3人以内）等
 - 〔ガバナンス〕 運営委員会（委員、理事長、理事）を設置、金融庁が認可・監督
 - （参考） 上記のほか、機構は、資産形成等に係る相談・助言を容易に受けられる環境を整備

〔出所〕 金融庁「金融商品取引法等の一部を改正する法律案説明資料」（2023）

金融庁の金融経済教育に関する取組み

- 中立的な組織として金融経済教育推進機構を設立する。
（関連法案の成立・施行を前提に、2024年中の設立を目指す。）
- 国全体として総合的かつ計画的に推進すべく、国家戦略としての「基本的な方針」を策定する。

（注）金融経済教育推進機構の設立や「基本的な方針」の策定については、関連法案が参議院で継続審議中。

<課題>

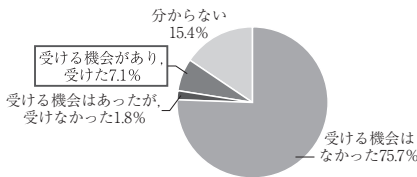
- 官民による様々な取組みが行われているが、資産形成に関する金融経済教育が国民の隅々まで行き届いていない。
- 中心的な担い手である業界団体は、販売目当てと思われ敬遠。
- 政府一丸となって、省庁横断的に、家計の安定的な資産形成を実現するための施策を総合的に推進していくことが重要

<金融経済教育の充実>

- 中立的な立場から金融経済教育を提供する「金融経済教育推進機構」を、法律に基づき設置（2024年中）。
- その際、金融広報中央委員会（事務局：日本銀行）の機能を移管・承継するほか、運営体制の整備や設立・運営経費の確保に当たっては、政府・日銀に加え、全銀協・日証協等の民間団体からの協力も得る。
- 適切な役割分担の下、官民一体となって、金融経済教育を戦略的に実施。
- 機構の具体的な業務としては、以下などを想定。
 - ①金融経済教育の教材・コンテンツの作成
 - ②学校や企業等への講座の展開
 - ③個人に対する個別相談
 - ④資産形成等に係る相談・助言を容易に受けられる環境整備
（顧客の立場に立ったアドバイザー）

<省庁横断的な取組みの推進>

- 資産形成支援に関連する施策を関係省庁や地方自治体・民間団体等が連携して、国全体として総合的かつ計画的に推進すべく、国家戦略としての「基本的な方針」を策定する。



〔出典〕 金融広報中央委員会「金融リテラシー調査2022年」

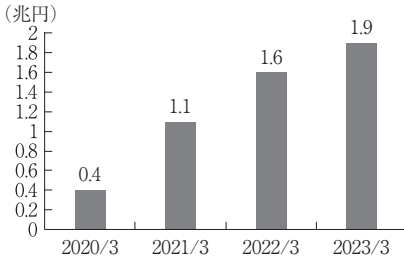
〔出所〕 金融庁「資産所得倍増プランと資産形成支援に関する取組み」（2023）

8. ESG 投資の隆盛と問題 2006年に国連が機関投資家に対して提唱した「責任投資原則 (PRI)」を契機として、国際的に環境・社会・ガバナンスの要素を資産配分やリスクの決定に組み込み、持続可能で長期的な財務リターンを生み出す投資アプローチである ESG 投資が始まった。例えば、わが国の年金積立金管理運用独立行政法人 (GPIF) は15年に投資原則の改訂とともに PRI に加盟し、ESG 投資を増加させている。ESG 投資は、投資形態や戦略によって、社会的責任投資 (SRI)、統合投資、テーマ投資、インパクト投資などに分類され、GPIF が保有する ESG 投資債も右図のように様々である。

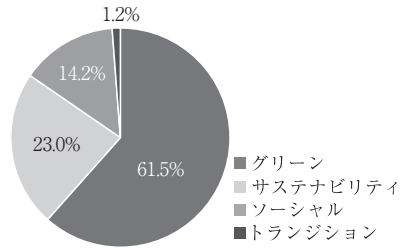
世界的にみて ESG 投資は増加傾向にあったが、わが国も含めて21年夏頃をピークとして ESG 投信の設定などが減少したことが報告されている。その理由の1つが「グリーン・ウォッシュ」の問題である。グリーンを標榜しながらもその投資実態が ESG にそぐわないファンド等の存在が問題視された。背景にあるのは、ESG に関する発行体の開示に必ずしも明確な基準が整備されていないことがある。また、投資判断に用いる ESG 格付けの問題もある。各格付けプロバイダーが独自の格付けフレームワーク、尺度、主要指標、測定基準を用いて企業を格付けするため、格付けの一貫性に欠けている。

これらの問題に対応すべく、金融庁は22年12月に「ESG 評価・データ提供機関に係る行動規範」を公表し、ESG 格付け等の品質を確保するための6つの原則を提示し、ESG 評価・データ提供機関に行動規範の受け入れを求めた。また23年3月には、ESG 投信に関する「金融商品取引業者等向けの総合的な監督指針」の一部改正を公表した。この監督指針の改定では、「ESG 投信に関する留意事項」が追加され、ESG 投資として認められるための要件を明記するとともに、ESG のチェック事項が記載された。さらに発行体のサステナビリティ情報等の開示に関して、金融庁は23年1月に企業内容等の開示に関する府令を改正し有価証券報告書におけるサステナビリティ情報の「記載欄」において、TCFD 提言に沿って全ての企業に「ガバナンス」および「リスク管理」の開示を求めるとともに、「戦略」および「指標及び目標」については、各企業が重要性を判断して開示することを求めた。25年までにサステナビリティ基準委員会 (SSBJ) による新たなサステナビリティ開示基準も公開予定である。

ESG 債への投資額の推移

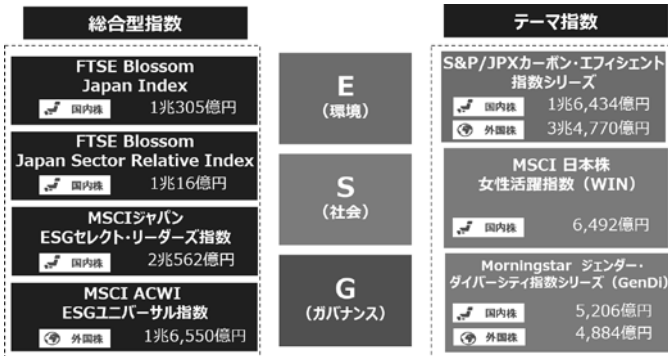


GPIF が保有する ESG 債の内訳 (種類別)



〔出所〕 年金積立金管理運用独立行政法人「2022年度 ESG 活動報告」

ESG 債への投資額の推移



〔出所〕 年金積立金管理運用独立行政法人ホームページより

金融庁の行動規範が示す6つの原則

<p>原則1：品質の確保 ESG 評価・データ提供機関は、提供する ESG 評価・データの品質確保を図るべきであり、このために必要な基本的手続き等を定めるべきである。</p>
<p>原則2：人材の育成</p>
<p>原則3：独立性の確保・利益相反の管理 ESG 評価・データ提供機関は、独立して意思決定を行い、…… 利益相反に適切に対処できるよう、実効的な方針を定めるべきである。 利益相反については、自ら、業務の独立性・客観性・中立性を損なう可能性のある業務・場面を特定し、潜在的な利益相反を回避し、又はリスクを適切に管理・低減するべきである。</p>
<p>原則4：透明性の確保 ESG 評価・データ提供機関は、透明性の確保を本質的かつ優先的な課題と認識して、評価等の目的・基本的方法論等、サービス提供に当たっての基本的考え方を一般に明らかにするべきである。また、提供するサービスの策定方法・プロセス等について、十分な開示を行うべきである。</p>
<p>原則5：守秘義務</p>
<p>原則6：企業とのコミュニケーション</p>

〔出所〕 金融庁「ESG 評価・データ提供機関に係る行動規範」(2022年12月)