

## 「記念講演」

# NISAが拓く資産形成の新時代

稲野 和利

## はじめに

ただいま御紹介にあずかりました日本証券業協会の稲野でございます。本日は、「資本市場を考える会」の講師としてお招きいただき、まことにありがとうございます。

お聞きするところによりますと、この「資本市場を考える会」は、そもそも、昭和三六年に日本証券経済研究所の発足直後からスタートした「講演会」を発端とし、その後、平成六年から「時事

講演会」に、平成一三年から「資本市場を考える会」に名称が変更され、本年度からは年間二〇回の開催が予定されるなど、見直しを進めておられるということですが。この「資本市場を考える会」をはじめとして、日本証券経済研究所の講演会活動が今日の証券界に寄与した功績は、計り知れないものがあると感じています。また、衣替えをした「資本市場を考える会」の第一回スピーカーとしてお招きいただいたことをまことに光栄に感じている次第です。

本日は、「NISAが拓く資産形成の新時代」

というテーマでお話ししたいと思います。資料1ページの目次にありますように、NISA制度のポイントから、導入のねらい、今後の動きを説明し、さらに、現在行われている確定拠出年金の見直しにも触れながら、それらを踏まえて、「資産形成の新时代」とは何かということについてお話しします。

## 一、NISA制度のポイント

まずは、NISA制度のポイントです。NISA制度に関しては、ここにおられる方の大半が知悉されていると思いますが、改めて簡単に御紹介したいと思います。資料2ページをご覧ください。代表的なポイント五点を紹介しています。まとめますと、NISAとは、

一つ目が、満20歳以上の日本国居住者を対象

とし、

二つ目が、NISA口座で買い付けた株式、株式投資信託等から得られる売買益や配当金、分配金を非課税とする制度であり、

三つ目が、投資上限額は年間120万円で、

四つ目が、非課税期間は五年で、

五つ目が、投資総額最大600万円が非課税対象、

という「少額投資非課税制度」のことです。

なお、今のところ、NISA口座の開設期間は二〇二三年までとされています。また、ある年に証券会社、銀行等で開設できるのは一人一口座とされています。さらに、特定口座、一般口座との損益通算の対象にならないという点に注意が必要です。

今の説明をイメージ化したものを資料3ページに載せておりますので、後ほどご覧いただきたい

と思います。

ここで一点、注意喚起をさせていただきます。資料4ページに「配当受取の注意事項」として掲げているものです。N I S A口座で買い付けた上場株式の配当金を非課税とするためには、証券会社で配当金を受け取る「株式数比例配分方式」を選択しなければなりません。逆に言いますと、この方式を選択しない限り、N I S A口座で買い付けた株式であっても、配当金は非課税にならないことに御留意いただく必要があります。

さらに、この株式数比例配分方式を選択した場合、N I S A口座以外の口座で保有している株式も自動的にこの方式の適用対象になり、銀行振り込みあるいは現金受領という形で配当金を受け取ることができなくなる点に注意が必要です。

## 二、N I S A制度導入のねらい

N I S A制度が意図しているところは二つあります。一つは、「自助努力による個人金融資産形成の支援・促進」であり、もう一つが「経済成長に必要な不可欠な成長マネーの供給」です。以下では、この二つの視点から、N I S A制度導入の背景とその目的について説明させていただきます。

### (1) 自助努力による個人金融資産形成の支援・促進

(少子高齢化・社会保障システムの揺らぎ)

まず、「自助努力による個人金融資産形成の支援・促進」という観点から見ていきます。資料6ページでは、問題意識として「少子高齢化・社会保障システムの揺らぎ」を挙げています。

皆様もよく御承知のとおり、現在の公的年金制度は、そのとき働いている現役世代の負担で、引退世代の年金給付を賄うという「賦課方式」が基本になっています。右の図のとおり、一九七〇年代は、九・八人の現役世代が一人の引退世代を支えるという大変余裕のある構造でした。いわゆる人口ボーナス期です。ところが、日本では世界最速のスピードで少子高齢化が進展しており、二〇二五年には、わずか一・九人の現役世代で一人の引退世代を支えなければならないという構造になります。結果的に、現役世代の負担が大変重くなります。現在の年金給付水準を維持しようとしても、年金システムに大きな圧力がかかって、システムそのものが危殆に瀕することになります。したがって、給付開始年齢の引き上げや給付水準の抑制に手を付けざるをえず、現にそのような検討が行われつつあります。

これは、賦課方式の社会保障制度全般に共通の課題と言えます。賦課方式の社会保障システムは当然必要ですが、それだけに頼っている、豊かで幸せな生活を送ることは難しい時代に入っているという認識が必要です。

#### (長引く超低金利)

賦課方式の社会保障制度、あるいは公助、共助といったものだけに頼らず、豊かで幸せな生活を築いていくためには、自ら経済基盤を万全にしていくことが必要になります。しかしながら、現在のような超低金利、あるいは一部マイナス金利に陥っているような金融情勢は、家計の金融資産形成に極めて深刻な影響を与えています。

資料7ページの左のグラフのとおり、一九七〇年から一九九四年の二五年間の一年物定期預金の平均金利は五・二八%でした。五・二八%の金利

で複利運用しますと、元本は一三年半で倍になります。金利八%で複利運用しますと、元本は九年で倍になります。現実にはそのような時代もありました。

一方、一九九五年から二〇一五年に至る期間では、右のグラフのとおり、平均金利はわずか〇・二%にとどまっています。〇・二%の金利で複利運用することによって元本を倍にするためには、三四年間という人の一生以上の時間が必要になります。

ちなみに、直近の代表的一年物定期預金金利は〇・〇二%ですが、これで計算しますと、複利運用で倍にするのに三〇一六年かかることになりました。現下の金利情勢において、預金という手段を用いて金融資産の増殖を図っていくことは、かつてに比べて極めて難しくなっていることがわかりただけだと思います。

公助や共助だけに頼るのではなく、ある程度の金融資産を確保していくためには、自らの努力で金融資産の蓄積、増殖、維持を図らなければなりません。すなわち、自助として資産運用を行っていくことが重要です。そして、自助努力による資産形成という習慣が定着することは、社会保障制度に対する財政支出圧力を弱めることにつながり、ひいては、大きな問題を抱えた我が国の財政再建にも寄与することになると考えています。

#### （金融資産の現預金への偏り）

資料8ページに、各国の家計金融資産のグラフを掲げています。他国に比べて、日本は、預貯金の占める割合が圧倒的に高く、逆に、株式、債券、投資信託といったいわゆる市場性の金融商品の占める割合が低い状態にあることがわかりただけだと思います。もちろん、このようなマク

口の個人金融資産構成について、理論上のあるべき姿といったものは先験的に存在しませんし、今申し上げたような日本の特徴をもって、直ちに悪いことであると断じるべきではないのでしょうか、やはりこのグラフの偏りには一種の違和感を覚えざるをえません。

私たちが銀行に預けた預金は、企業等への貸し出しに回るわけですが、現在、預金量に見合うだけの融資をする十分な機会がないと銀行が認識していることもあって、預金のかなりの部分は国債で運用されています。国債を買い付けることが国の資金調達を助けているという点では意味があるわけですが、その分、企業に回るべきお金が滞っているのではないかという意見も存在します。

このような状態が続きますと、企業が新たな挑戦を行うためのいわゆる「成長マネー」が不足してしまうこととなります。かつて「貯蓄から投資

へ」という言葉が政府によってしきりに唱えられましたのも、あるいは、先般、日本銀行がマイナス金利政策を導入しましたのも、そのような状況に対する問題意識が背景にあったはずです。

個人金融資産は、「豊かで幸せな生活」のための原資です。個人の側から言いますと、「ゆとりある生活を送るためのお金」として資産の形成、増殖に充てるべきかなりの部分が、現預金として保有されています。現下の金利情勢では、預金を使って資産を形成、増殖していくことは極めて難しく、ここには明らかな非効率が存在しています。

NISA制度が導入された背景の一つには、ただ今申し上げた少子高齢化による社会環境の変化、あるいは、それに基づく自助努力の重要性の高まりといった問題意識が存在しています。

(確定拠出年金の資産配分の偏り)

話は少し飛びますが、現預金への偏りという問題は、確定拠出年金の運用においても存在しています。資料9ページをご覧ください。

そもそも確定拠出年金制度とは、賦課方式の公的年金を補うために、加入者個々の自己責任において自らの年金の運用を行う制度です。企業型確定拠出年金が主流であり、多くの企業で、従来の企業年金の代わりに、確定拠出型の企業年金が導入された経緯があります。その掛金を設定する際には、従来の企業年金の実績あるいは目標値である一・五%ないし二・五%程度を「想定利回り」としてはるはずです。そして、そこから逆算して掛金の拠出額を決めていることとなります。

しかし、真ん中のグラフが示すとおり、確定拠出年金の資産配分は、右のグラフの確定給付企業年金の資産配分に比べて、元本確保型の商品、つ

まり、低リスク、低リターンの商品に圧倒的に偏っています。加入者全員の資産を合計したポートフォリオのバランスが必ずしも良くないということです。

さらに問題なのは、二〇歳代の人の確定拠出年金の資産配分です。左のグラフからわかりますように、元本確保型商品を選択している人の割合は、二〇歳代が一番高いというのが実情です。この先、運用期間が三〇年、場合によっては四〇年あるにもかかわらず、そして、長い期間の中で十分なりスク吸収力があるにもかかわらず、まことにもつたいないことです。

元本確保型商品の平均利回りは、今や限りなくゼロに近づこうとしています。これでは、制度設計の前提である一・五%ないし二・五%程度といった目標利回りの達成は極めて困難です。確定拠出年金は、長期的視野でのタイミングを分けた

資産運用が可能な制度です。将来のリターンのために一定のリスクを取るよう、特に若年層においては、資産の配分を見直していくことが必要であり、そのための投資教育が重要であると考えています。

#### （確定拠出年金の現状）

資料10ページの左のグラフは、企業型確定拠出年金の加入者数の推移を示しています。現在まで右肩上がりです。その数は五〇〇万人に達しています。

右のグラフは運用利回りです。金融危機の影響でリターンがマイナスになる時期もありましたが、近年は、証券市場の活性化を受けて、リターンは五％程度まで回復しています。データは一年前のもですが、全体としては良好なリターンになっています。

しかしながら、この円グラフを見ますと、個人の運用成績には二極化ともいうべき現象が発生しています。一・五%ないし二・五%の想定利回りを大きく上回る五%以上のリターンを上げている人が、全体の約四割に上ります。一方で、マイナスの成績の人は一%という低水準にとどまっているものの、想定利回りを下回るゼロ%以上一%未満という成績の人が非常に多く、全体の約四割存在します。元本確保型商品だけを購入していたのであれば、当然の結果とも言えますが、このような事実を見ますと、まことにもったいないと感じます。

運用利回りによって最終的に受領することのできる年金額が変動していくことを考えますと、同じ制度であっても、その利用の仕方によって結果に大きな差が生じてしまうことになるわけです。

(2) 経済成長に必要な不可欠な成長マネーの供給  
(金融・資本市場を通じた資金の流れ)

N I S Aの話に戻ります。N I S Aのねらいの二点目の「経済成長に必要な不可欠な成長マネーの供給」という観点から、制度導入の背景を見ていきます。資料12ページは、いささか教科書的な概念図ですが、家計からマーケットに出ていった資金は、銀行や証券市場を通じて企業や政府に循環していきます。そして、それが公共投資や設備投資といった形で経済を刺激することで、経済成長の源になっているわけです。

銀行が企業に貸し付けている資金は、もとをたどれば家計の預金ということになりますが、預金量に見合うだけの融資をする十分な機会がないと銀行が認識していることもあるため、かなりの部分が国債で運用されていることは先にお話ししたとおりです。その結果、資金の供給が銀行を通じ

た間接金融ルートに偏ったままでは、企業がリスクを取って新たな挑戦をするための「成長マネー」が不足してしまうという問題意識を持っています。

N I S A制度が、上場している株式、そして、株式を組み入れることのできる投資信託など、投資対象をいわゆるリスク資産に限定しているのは、家計の自助努力を促す以外に、日本の金融・資本市場において、証券市場を通じた直接金融ルートを広げることによって、間接金融ルートへの偏りを是正し、企業に新たな成長を促すというねらいがあるためです。

(企業を中心とする経済成長のメカニズム)

資料13ページもいささか教科書的ですが、企業の活性化が、どのような経路で、いかにして経済成長に寄与するかということを見ていきます。

この図では、企業と家計が二つの経路を通じて、好循環メカニズムを形成しているさまが表現されています。本来、このメカニズムがグルグル回っていくことが、あるべきモデルということになるわけですが、我が国においては、このメカニズムのどこかが目詰まりを起こしており、その結果、成長のエンジンが十分機能していなかったのではないかと考えられます。

アベノミクスの「日本再興戦略」では、政府が行えるのはあくまでも環境整備であって、実際に経済成長を牽引するのは企業であり、個人であり、民間であるとした上で、最終的には、「企業経営者自らの大胆な決断」で日本企業の「稼ぐ力」を高めていくことが必要であると述べられています。

#### （伊藤レポートの意義）

こうした考えに基づいて導入されたのが、機関投資家が果たすべき責務について述べたスチュワードシップ・コードと、経営者が果たすべき責務を述べたコーポレートガバナンス・コードです。機関投資家とは、業として投資を行う者の総称であり、年金基金、投資顧問会社、投資信託、銀行、生命保険などが含まれます。スチュワードシップ・コードにおいては、機関投資家は、顧客や受益者の中長期的リターンの拡大のために、投資先企業の企業価値の向上や持続的成長を促す責任を負うとされています。一方、コーポレートガバナンス・コードにおいては、こうした機関投資家からの働きかけに応えるために、企業側のガバナンス強化の素地が整えられました。

これら二つのコードが、車の両輪として企業に対してプラスの作用をもたらし、全体を前進させ

ていくことが重要ですが、前に進むようになったとしても、進むべき道が決まっていなければ意味がありません。その道を示してくれるのが、資料14ページで紹介しているいわゆる「伊藤レポート」です。これは、経済産業省が取り組んでいた「企業の持続的成長に関するプロジェクト」の最終報告書です。このレポートでは、企業と投資家の関係のあり方について幅広く考察されており、特に注目したいのは、「ROE 8%」という具体的な数字が目標として言及されているということです。

(劣後するROE水準)

株式のパフォーマンスは、それを発行する企業の事業活動のパフォーマンスに他なりません。そして、それを測る代表的な指標がROE (Return on Equity)、すなわち自己資本利益率です。ROE

Eは、株主からの投資によって得られた資金を、企業の利益にどれだけ結びつけられたかを示す値です。すなわち、企業にとっては、資金の出し手である株主に対して当期にどれだけのリターンをもたらしたかを表す指標であり、投資家にとっては、最も重要視すべき企業の収益性の指標ということになります。

資料15ページにおいて、一番下の線は日本企業のROEの推移を表わしています。欧米と比較して、歴史的にもずっと低い水準にとどまってきたことがわかりいただけると思います。

「日本再興戦略」においては、「グローバル水準のROEの達成等を目安に、グローバル競争に打ち勝つ経営を後押しする仕組みを強化していくことが重要である」と述べられており、今後、ROE 8%という数字がさらに意識されていくことになると思います。

## (変化する資本政策)

日本企業の資本政策は、近年大きく変化してきています。資料16ページの左のグラフが示しておりますように、配当は、リーマンショック後、右肩上がりて推移し、過去最高の水準に到達しました。ちなみに、二〇一五年度の配当総額は一〇兆五〇〇〇億円程度と計算されています。さらに、企業による自社株買いが増えてくれば、近い将来、総還元額でも過去最高となるのは確実です。

右のグラフは、日本と米国の株主還元状況の比較です。配当と自社株買いを合わせた還元率は、日本の四七％に対して、アメリカは七八％となっており、非常に大きな開きがあります。アメリカのように、毎期八割近い還元が必要かという議論はおくとしても、日米の差の大きな要因の一つは自社株買いの差であると言えます。

日本企業の場合、自社株買いは、株価の過小評

価を是正するシグナル的なメッセージも込めて行われることが多いようですが、アメリカの企業の場合には、株主還元の色彩がより強くなっており、株価の高低にかかわらず行っている企業が少なくありません。

もつとも、最近では、日本企業の自社株買いにも変化が見られます。先ほど触れた二つのコードの導入による影響もあつてか、上場企業は、株主への配当や自社株買いによって株主還元を重視する傾向を強めています。

## (金融庁「フォローアップ会議」意見書)

導入されたばかりの二つのコードですが、そのコードの普及、定着状況のフォローアップと、上場企業全体のコーポレートガバナンスのさらなる充実に向けた議論が既に行われています。

二〇一五年九月には、金融庁と東京証券取引所

が事務局となり、慶応義塾大学の池尾教授を座長として、各方面の有識者で構成される「スチュワードシップ・コード及びコーポレートガバナンス・コードのフォローアップ会議」が発足しました。これまで六回の会合が行われ、既に二回、意見書が出されています。資料17ページでは、取締役会のあり方に関し、二〇一六年二月に発表された意見書の内容を簡単に紹介しています。

意見書では、経営環境の変化、経営上の課題の複雑化に的確に対応し、実効性あるコーポレートガバナンスを実現するための取締役会のあり方に関し、重要と考えられる点について言及しています。具体的には、

一つ目として、CEOの選解任に関して「プロセスの透明性」、

二つ目として、取締役会の構成に関して、「資質・多様性、独立性、客観性」、

三つ目として、取締役会の運営に関して、「戦略的方向づけ、適切な業績評価に対する議論の充実」、

四つ目として、取締役会の実効性の評価に関して、「取締役会の構成、運営状況等の実効性に対する適切な評価と、ステークホルダーへのわかりやすい情報開示、説明」、  
がそれぞれ重視されています。

#### (J P X日経四〇〇の特徴)

こうしたコーポレートガバナンス意識の高まりを受けて、資産運用の世界にも変化が生じています。資料18ページで、J P X日経四〇〇を紹介しています。

これは、二〇一四年一月から導入された、東京証券取引所が計算する新たな指数で、この指数をトラックするインデックス型の投資信託も組成さ

れています。J P X日経四〇〇の特徴は、三年平均のR O Eが指数構成銘柄決定のための基準として取り入れられたことです。R O Eの他にも、経営のクオリティーに関係する項目が幾つか取り入れられており、J P X日経四〇〇に選ばれた四〇〇社の企業は、日本を代表する優良企業という性格を持つことになると言われています。したがいまして、J P X日経四〇〇への上場会社の関心は非常に高く、企業がR O Eの向上や「攻めのガバナンス」への取り組みを推し進める上でのモチベーションの一つになっていると聞いています。

(企業を中心とする経済成長のメカニズム)

資料19ページの図は、資料13ページに掲げた図を再掲したものです。企業の活性化によって家計にもたらされた成果は、成長の原資となる資本となって再び企業へと流れ、その成長をもたらすこ

とになります。このような成長資金の好循環メカニズムが確立されていくためには、家計から企業への資金の流れを活性化していくことが必要不可欠です。そうした活性化策の一つとして期待されているのが、N I S A制度です。

(N I S Aの現状)

ここからは、N I S A制度の現状等について、計数的な側面から見ていきます。

資料20ページのとおり、金融庁が公表したデータによれば、二〇一五年一二月末時点での口座数は九八七万口座、総買付額は六兆四〇〇〇億円超となっています。現時点では、これらの計数はさらに伸びており、口座数は一〇〇〇万口座を突破しています。

総務省の統計によれば、N I S Aの対象となる二〇歳以上の人口は一億四八〇万人ですので、対

象者の一〇%弱、すなわち、約一人に一人がN I S A口座を開設したことになり、浸透のスピードはかなり速かったと評価しています。

#### (N I S A口座開設状況)

以下では、少し古いデータも入ってきますが、全体の傾向は今日でも変わっていないと思います。

年代別で見ますと、資料21ページのとおり、口座開設者の中で、金融資産を豊富に保有する六〇歳代以上の人の比率が高くなっています。しかし、時を経るごとに、五〇歳代以下の人の口座開設が増加傾向にあり、六〇歳代以上の人の比率は低下しています。また、二〇一四年六月末時点で、投資未経験者による口座開設が二〇〇万弱に達していることは特筆すべき成果ではないかと思っ

資料22ページ、23ページのとおり、口座開設数の年代別の伸び率は、高齢者に比べて若年層の方が大きくなっており、また、年代別の買付割合は、年代別の口座開設割合とほぼ平行になっています。

#### (N I S A口座開設状況の評価)

資料24ページに、二〇一四年末のデータから得られる所見を整理しています。

一つ目として、二〇一四年末の平均投資金額は、この当時の枠一〇〇万円に対して約八〇万円です。また、年齢が上がるほど、枠の消化率が高くなる傾向があります。

二つ目として、二〇一四年の一年間で購入した額に対する売却額の割合は一三・五%となっています。その内、投資信託の売却率は五・六%で、株の売却率の方が高くなっています。

三つ目として、二〇一四年の年間総購入額に対して、年末の時価、受取配当金及び投資信託分配金の合計金額は三四九億円の超過となっている。ここで分配金と呼ばれるものの中には、投資信託の元本の払い戻しである特別分配金が含まれていますので、三四五九億円は単純なりターンの合計ではありませんが、投資元本に対して約一二％の比率であり、全体的に投資成果は順調であったと言えると思います。

四つ目として、積立投資契約数はこの時点で五万四口座となり、NISA口座全体の六・六％に達しています。資料25ページに、我々の協会で調査した主要証券会社一〇社ベースの最新のNISA口座の開設・利用状況を掲載しています。この調査では、二〇一六年二月末の状況まで把握することが可能です。二〇一四年末のデータと比較しますと、最近時点で、積立買付契約口座数は五

三％増加し、積立総買付額は約三倍になるなど、非常に大きな伸びを示しています。NISAを活用して、積み立てという形で資産形成をしている人が確実に増えてきていることがわかりいただけると思います。

### 三、NISA制度のこれから

#### (1) 人々の投資行動とNISA (投資の習慣化)

今申し上げたとおり、NISA制度は現時点でもある程度の成果を挙げておりますが、長年の業界全体の目標である「貯蓄から投資へ」という大きな目標を今すぐに達成することは難しいと認識しています。しかしながら、「投資」という言葉の持つイメージを変えていくことはできるのではないかと感じています。

これまで、「投資」という言葉の一般的なイメージは、既に蓄積されたまとまった単位のお金、少なくとも数十万円、一般的に言えば、一〇万円単位のお金になるわけですが、そのようなお金を一時にまとめて金融商品に投じるというものではなかったかと思えます。事実、我々の協会が実施した個人投資家の意識調査によりますと、投資未経験者の約四割の人が、証券投資を行わない理由として「まとまった資金がない」ということを挙げています。この場合の「まとまった資金」のイメージは、おそらく一〇〇万円、あるいはそれ以上ということになるかと思えます。

しかし、N I S A制度が我々に訴えているのは、まとまった資金ができたから投資するのではなく、まとまった資金を作る過程において、投資を大いに活用してもらいたい、活用する余地があるということではないかと思えます。今や、単元

株の見直しや株式分割によって、一〇万円未満で買える株式は多数存在します。あるいは、投資信託においては、一万円や一〇〇〇円単位での買い付けも可能になっています。たとえ月々一万円でも三万円でも、毎月の可処分所得の中から、証券会社等の提供する積立方式を利用するなどして、着実にお金を投じて長い時間をかけながら資産を形成していくスタイル、すなわち「投資の習慣化」こそが待望される姿ではないでしょうか。そのような観点に照らして、N I S Aはこれからさらに貢献する余地があるのではないかと考えています。

#### (損失回避傾向)

ここで、「投資」に付帯する人間の心理に触れたいと思います。資料27ページをご覧ください。

次のような問題を考えて下さい。これは、行動

経済学の教科書には必ず出てくる有名な問題です。「あなたはコイン投げのゲームに誘われました。コインを投げて、裏が出るか、表が出るかを当てるゲームです。確率は半々です。もし裏が出たら、あなたは一万円を支払わなければなりません。もし表が出たら、一万五〇〇〇円もらえます。あなたはこのゲームに参加しますか、しませんか」というものです。

このような問いに対して、確率的な正解は直ちに導けます。資料28ページをご覧ください。一回ゲームをやりますと、マイナス一万円×〇・五＋一万五〇〇〇円×〇・五＝二五〇〇円のプラスとなります。したがって、「参加する」というのが論理的に正しい答えになります。

しかし、現実には、このようなゲームには参加したくないという人が多いのではないかと思いま

す。多くの人にとって、一万円を損するという恐怖感は、一万五〇〇〇円の利益を得るという期待感よりも強いからです。近年の学術的研究では、「損失は利得よりも強く感じられる」ということが分かっており、そうした人間の持つ心理は「損失回避傾向」と呼ばれています。

実験によりみると、多くの人たちは、損失の二倍の利益が見込めないとこのゲームには参加しません。見込まれる損失の何倍の利益で同等とみなすかという数字は「損失回避倍率」と呼ばれています。いろいろな実験を行いますと、一般的には、この数字は一・五倍ないし二・五倍程度のところ分布するようです。

#### (NISA口座を通じた積立投資)

投資の世界において重要なことは、「損失は利得よりも強く感じられる」という、避けがたい、

厄介な人間の心理とどう付き合っていくかということだ。

投資のプロセスで評価損はつきものです。「損をしている状態」は、不快感や不安感を呼びますが、このような痛みあるいは不快感とどのように折り合いをつけるかは、決して簡単なことではありません。

先ほど積立投資に触れました。積立投資は、「投資には痛みがある」ということを踏まえた上での実践的方法論として有効であると感じています。毎月、定時定額で一定の金融商品を買うとしますと、価格が下落しているときには多く買えることになります。他方、価格が上昇しているときには少なく買うことになります。これがいわゆるドル・コスト平均法であり、日々あるいは月々といった短いスパンでの価格変動にとらわれ過ぎないような効果があります。この効果によつ

て、長期投資がより実現しやすくなります。主として投資の初心者に対し、N I S Aを通じて、このような積立投資の手法が浸透しつつあることは大変好ましいことであると思っています。

#### (N I S A口座を通じた投資の特徴)

余談ですが、証券会社一〇社ベースの調査によりますと、二〇一六年一月、N I S A口座を通じた月間の買付額は三七〇〇億円になりました。これは、制度開始以来の最高額となります。また、二月の月間買付額は二二〇〇億円で、引き続き高水準を保っています。

二〇一六年一月、株式市場が大きく下落する中であって、個人投資家は、N I S A口座を通じて積極的に株式あるいは株式投資信託を購入しました。正確なデータは未集計ですが、特に株式の買い付けが目立っていたのではないかと思います。

NISA口座では、特定口座、一般口座と違って損益通算ができないため、「できるだけ安いゾーンで買いたい」という投資行動が現れやすく、一月の実績はこれが顕在化した結果だと思っております。

また、NISA口座による株式の買い付けに関しては、配当利回り重視の傾向があります。一部のネット証券では、NISA口座経由の株式の買付情報を開示していますが、みずほ、三菱UFJ、三井住友のメガバンク三行や三井物産などの銘柄が毎月必ず買い付けの上位に並んでいます。また、二〇一五年の日本郵政グループの上場の際には、日本郵政株の買い付けの約一割がNISA口座経由の買い付けであったと言われています。ここでも、配当重視の投資スタンスが現れているように思います。

さらに、NISAがもたらす非課税の恩典とは

直接関係ありませんが、NISAにおいては、株主優待ねらいの投資家も多いと言われています。

特に初めて投資を行う人にとっては、配当や株主優待といったわかりやすい尺度が投資の基準になることは十分に理解できることです。上場会社側におきましても、NISAを意識した個人株主向けの施策、すなわち、株式分割による最低売買単位の引き下げ、株主優待の見直しや導入、配当政策の透明化、個人投資家向けのIR活動の強化などを検討し、実行する企業が増加しているという感触もあります。このように、NISAは上場会社のビヘービアにも影響を与えているように思います。

## (2) NISA制度の見直し

### (NISAの改善要望)

我々の協会も、NISA制度に関して、さまざま

まな改善要望を行っているところです。

この制度を利用して長期投資を行ってもらうためには、制度の恒久化が必要であり、控え目と言いつても、現行五年の非課税期間の延長が必要です。このままで参りますと、最初の五年の非課税期間が満了する二〇一八年末に向けて、二〇一四年にN I S Aを利用して投資した人たちの間でかなりの混乱が生じることを危惧しています。

五年の非課税期間が満了するに際しては、幾つかの選択肢があります。

値上がりしている場合は、売却して利益を確定することができません。しかし、評価損を抱えている場合に売却するかどうかは、実は深刻な問題です。売却しても評価損は損益通算できません。特定口座、一般口座に移したとしても、その時点の株価で簿価の洗い直しが行われますので、その後、株式等の価額が元の水準に戻ったとき、戻っ

た部分に対して課税されることになってしまします。このように、評価損が生じている場合、投資家は非常に難しい選択を迫られることとなります。

あるいは、翌年に設定される新たな非課税枠を使ってロール・オーバーする、つまり、持っている金融商品を売買せず、翌年の枠にそれを移すことができます。しかし、その場合も、評価額が一〇万円を超えておりますと、一二〇万円を超える部分をどうするかという問題が出てきます。特に一単元当たりの金額が大きい株式においては、この問題を処理するのはかなり難しいこととなります。

御紹介したのは一例ですが、二〇一八年時点での選択肢が多数枝分かれしており、かつ、選択の結果の良否は事後的にしか判明せず、事前には明らかではありません。それは、評価損が発生して

いる場合に特に顕著です。非課税期間が満了する二〇一八年中という特定のタイミングにおいて、純粹な投資判断以外の要素における判断を強いる構造が存在していることは、大きな問題であり一種の不条理であるとも言えるように思います。そのように考えれば、二〇一八年に入る前に、将来に向けて何らかの方向性を打ち出すことが重要であり、現に我々はそのような働きかけを行っておりますが、その結果が恒久化ということになれば申し分ないということになります。

### (ジュニアNISA)

続いて、四月から始まったジュニアNISAについて見ていきます。

ここで制度を簡単に解説します。資料30ページをご覧ください。ジュニアNISAとは、

一つ目が、ゼロ歳から一九歳の未成年者を対象

に、

二つ目が、NISAと同様の金融商品に対する非課税措置を設けた制度であり、

三つ目が、投資上限額は年間八〇万円、非課税期間は五年間、総額四〇〇万円の投資が可能で、

四つ目が、一般的には、子供のために両親や祖父母が資金拠出、運用管理を行って、

五つ目が、子供本人が一八歳に達した時点で、年齢だけを引き出し要件として引き出すことができる制度で、若年層や投資未経験者の資産形成を促進することを目的としています。

引き出し可能になる一八歳という年齢は、大学進学が典型ですが、大きな出費が生じることの多い時期です。一八歳になれば、本人の意思で自由に引き出すことができますので、そうした出費に対応していくことも可能になります。また、二〇歳に達すれば、NISAに自動移管することも可

能とされています。

日本銀行の金融広報中央委員会の調査によりま  
すと、現在、日本では、無貯蓄世帯が三一%を占  
めるとされています。これは深刻な問題ですが、  
ジュニアN I S Aの後押しによって、成人時点で  
一定の金融資産を保有している層ができるという  
点で、金融資産ゼロ世帯の増加という問題の改善  
が期待されます。

なお、N I S Aと同様、現時点では、二〇二三  
年を最後に、新たにジュニアN I S A口座を開設  
することができなくなります。なお、その時点  
で、引き出し制限が解除される一八歳に達してい  
なかつた場合も、一八歳までシームレスに運用で  
きるよう、年間八〇万円を上限に、非課税での運  
用が継続される継続管理勘定という制度が用意さ  
れています。

#### (高等教育資金の円滑な形成)

ジュニアN I S Aの導入には、二つの大きな意  
義があると考えています。

一つは、「高等教育資金の円滑な形成」です。  
資料31ページをご覧ください。「家計の金融行動に  
関する世論調査」によりますと、二〇歳代から四  
〇歳代では、貯蓄目的として、子供の教育資金  
が、住宅関連や病気・不時の災害への備えを上  
回って、最も多く選択されています。このことか  
ら、家計においては、子供の将来のための資産形  
成に対するニーズが多数存在することがうかがえ  
ます。

また、大学進学率が五〇%を超えた現代の日本  
においては、大学教育費をいかに賄っていくか  
が、多くの家計にとって大変重要な課題になって  
います。しかし、多くの家計が、教育費の問題に  
頭を悩ませている一方で、教育費の負担を時間分

散するための手段は、教育ローンや奨学金など、「先に借りて後で払う」ものがほとんどで、「先に貯めて後で払う」ことを支援する制度は、学資保険などを除いて、圧倒的に不足しています。

現在、大学四年間で平均的にかかる費用は、私立文系の自宅通学で七〇〇万円程度と言われています。これが、自宅外通学ですと九八〇万円、私立理系の自宅外通学ですと一一一〇万円程度と試算されています。

これらの費用をどのように賄うかは大変重要な問題です。日本では、大学や専門学校に進学した人たちの約半数が何らかの奨学金を利用しています。最も利用者が多いのが日本学生支援機構の奨学金で、学生の二・六人に一人が利用しています。この奨学金は返済義務がありますので、働かしてから返済しなければなりません。しかし、残念なことですが、現在、三ヶ月以上の返済滞納

者が一七万人に達していると言われます。利用者が全部で三〇〇万人を超えておりますので、割合としてはそれほど高くないのかもしれませんが、一七万人という数字自体はかなり大きな数字であると言わざるをえません。

そのような実情を考え合わせますと、子供が幼い頃から、将来の大学進学に向けて、長い目線で資産形成を促すジュニアNISAは、多くの家計にとって利用価値の高い制度になるのではないかと期待しています。

#### (世代間の資産移転)

ジュニアNISAの意義の第二点目は、「世代間の資産移転」です。資料32ページをご覧ください。

現在、日本の金融資産の多くは高齢者に偏在しています。六〇歳以上の方々が約一〇〇〇兆円、

全体の約六割を保有しているとされています。もちろん、高齢者にはそれまでの蓄えがありますので、他の世代より多くの金融資産を持っていることは全く不思議ではありません。しかしながら、三〇歳代未満の若年世帯を中心に、二〇年前と比較して、世帯収入が低下傾向にあると言われていきます。今の現役世代が、自力で今の高齢者と同程度の資産を形成していくのは難しいのではないかと、具体的な指摘もなされています。

また、日本は世界有数の長寿国です。相続に当たって、被相続人の年齢が八〇歳以上となるケースが約七割を占めています。その場合、相続人となる子自体も五〇歳代以上の「老老相続」となることが想定されます。相続による若年層への資産移転も自然には進みにくいということです。こうした中で、祖父母世代から孫世代、高齢者世代から若年世代に金融資産の移転を促すという点にお

いて、ジュニアNISAの果たす役割は大きいと思っています。

#### (ジュニアNISAの現状と先行き見通し)

現時点において、ジュニアNISAの口座開設状況はまだ公表されていません。しかし、全国各地の証券会社の現場を回って話を聞きますと、出足はかなり鈍いようです。この点は、現時点で既に一〇〇〇万口座に達したと見られる、NISAの二年前の導入時の出足とは対照的です。

出足が鈍い要因を考えますと、

一つ目は、NISAと比較して制度が複雑であることです。説明するにも、理解するにも時間がかかります。

二つ目は、資金の出し手と口座管理者との関係で、家族間の調整が必要であることです。祖父母がお金を出して孫の口座を作り、親がそれを運用

することになりますと、三人の家族がかかわることになり、家族の間で調整が必要になってきます。

三つ目は、いわゆる名義口座を防止するための手続きが厳密に定められておりますので、手続きに時間がかかるということです。つまり、必要書類がたくさんあり、顧客も慣れておりませんので、提出書類に不備が多く、証券会社と顧客の間で郵便が行ったり来たりしているというのが実情のようです。しかし、今後は、開設のペースは徐々にながっていくのではないかと期待してまいります。

NISAにおきましては、対象となる方々のうち約一割弱の人たちが口座を開設した勘定になります。ジュニアNISAの対象となるゼロから一九歳の未成年者は日本に二二〇〇万人存在しており、何年か後に、その一割ぐらいがジュニアNI

SA口座を開設してもおかしくないと思っています。約二〇〇万のジュニアNISA口座が開設され、年間平均投資金額が五〇万円としますと、二〇〇万口座×五〇万円で年間一兆円程度のインパクトを持つ制度に成長することが見込まれます。これは、投資への資金フローとしても大きな意味を持つわけですが、家計における目的を持った資産形成に資する役割は、より大きいものがあるのではないかと思っています。

### (3) 確定拠出年金制度の見直し (見直しの方向性)

以下では、確定拠出年金制度の見直しについて見ていきます。資料33ページをご覧ください。

賦課方式の公的年金をフォローする自助努力の仕組みとして、確定拠出年金制度が存在しています。ただ、現行法制の下では、夫が会社員の主婦

や公務員、あるいは、企業年金がある一部の会社員は加入できない設計になっています。個人のライフコースにおいて、自助努力による資産形成の障害になるような期間を排除するため、専業主婦等であっても加入できるよう制度の見直しが検討され、二〇一五年九月には、改正法案が衆議院を

通過しました。先の国会では、参議院で継続審議となりましたが、今国会では可決されるものと信じています。改正が実現しますと、専業主婦や公務員も個人型年金に入りやすくなります。新たな対象者は約二七〇〇万人と推定されており、新たに非常に大きな母集団が誕生することになるわけです。

現在の制度では、最初から確定拠出年金に入れない人もいますし、また、企業に勤めていて確定拠出年金に入っていた人でも、例えば、公務員になったり、専業主婦になったりしますと、それ以

上の積み立てを行うことはできませんでした。新たな制度では、転職したときに企業年金の資産を移しやすくするための手当てがなされることになっていきます。

#### (イメージ図)

資料34ページに、イメージ図を掲げています。

企業型確定拠出年金の加入者が離職、転職した場合、今までポータブルでなかった確定拠出年金がポータブルになります。なお、六〇歳未満で、当初、企業型確定拠出年金で積み立てを行っていたが、その後、転職によって積み立てができなくなった人は、二〇一四年三月時点で、三三万三〇〇〇人存在しているとされています。働き方が多様化している時代においては、転職などを行った場合も、スムーズに年金資産の移管が行えるようにするため、制度の見直しが必要であり、実際に

そのような手当てが行われているということでは、  
す。

### (女性の活躍促進)

確定拠出年金制度の見直しは、女性の活躍促進という観点からも大変意味があると思います。資料35ページをご覧ください。

左のグラフでは、いわゆるM字カーブが見られます。二五歳から二九歳という層では、約八〇%の女性が就労しています。しかし、結婚、出産を機に離職する女性が存在するため、二五歳から二九歳をピークに、就業率は低下しています。

右のグラフを見ますと、女性の非正規雇用率が加齢につれて上昇していることがわかります。

この二つのデータから、現在の日本では、一度就労した女性が結婚、出産を機に一度離職し、非正規雇用の形で再び就労するというケースが、非

常に多いのではないかと思います。非正規の大部分を占めるのがパート・アルバイトであり、そのほとんどが専業主婦であることを考えますと、このケースの中には、もともとは企業で働いており、企業型確定拠出年金に入っていた人で、離職したために、年金の拠出を継続することができず、いわゆる塩漬けになってしまっている人が多く含まれている可能性があります。

女性がどのような形で離職、転職を行ったとしても、老後の土台をみずからの手でしっかりと固められるようにして、女性の活躍を後押ししていくという点で、確定拠出年金制度の見直しは大変重要であると考えています。

### (国民皆私的年金に向けた課題)

このような見直しが実現しますと、我が国の年金制度は「国民皆私的年金」に向けた一歩を踏み

出すことになると思います。

なお、制度改正が実現して加入が可能になると、実際に加入することとは別のものです。実際、幾つかの課題が残されています。資料36ページをご覧ください。

一つ目は、普及体制の構築です。確定拠出年金制度の有効活用を促進していくためには、ライフ・プランニングを含む投資教育の強化、提供が重要であると思います。

二つ目として、単に確定拠出年金に加入しているだけでなく、運用を改善する必要があることも忘れてはなりません。現在、約六割もの加入者が元本確保型商品で運用を行っている状態です。ポートフォリオ分散という観点から、きちんとした金融商品の選択を行っていくことが重要です。

こうした状態を改善していくためには、今は、元本確保型商品を必ず提示しなければならぬこ

とになっておりますが、そうした義務を廃止することや、欧米で導入されているデフォルト・オプション、つまり、従業員加入者が積極的に金融商品を選択しなかった場合に、企業があらかじめ指定する、バランス型のファンドやターゲットイヤー型のファンドなどを自動的に買い付けることを可能にするといった方策を真剣に考えていく必要があると思います。

三つ目として、拠出限度額の引き上げや、カテゴリーごとに異なっている拠出限度額を統一することによる制度の簡素化も重要です。

四つ目として、現在、確定拠出年金は、六〇歳までしか積み立てができません。この点、いずれ公的年金の支給開始年齢が六五歳になる以上、それまで働き続けるというライフスタイルを選ぶ人も増加してくるでしょうから、最終的には、確定拠出年金の拠出可能期間を六五歳まで引き上げる

べきだと思えます。他方、健康状態の変化なども考慮して、給付自体は現行どおり六〇歳から可能とすることで、抛出と給付が六〇歳から六五歳の間で重複する形ができれば、多様化するシニアの生き方に対応できる制度になるのではないかと思っています。

#### 四、NISAが拓く資産形成の新時代

以上で申し上げてきたことのまとめとして、「NISAが拓く資産形成の新時代」についてお話しします。

NISA制度を活用することによって、人生という長い目線で、一貫した資産形成を行うことが可能になるはずで、ジュニアNISAによって、幼少期から一定程度の資産形成が行われ、そ

こで蓄積された資産が成人後にNISAに引き継がれますと、結婚や住宅といった多額の支出に対する備えとなります。子供ができると、子供の教育費への備えとして、今度は親の立場でジュニアNISAを活用し、子供が成人した後は、自らの老後に備えた資産形成をNISAで行っていくこととなります。老後の土台は、長い期間をかけて、確定拠出年金を通じて積み重ねてきた資産が支えてくれます。このように、NISAを活用して、人生の節目に必要な費用をカバーすることが可能になるはずで、もちろん、そこには、成長マネーの供給がもたらす日本の経済成長の恩恵として、直接、間接のリターンが加わっていくこととなります。

NISA制度の導入をきっかけに、教育、住宅、老後といういわゆる人生の三大支出をはじめとする、ライフステージ、ライフイベントに関す

る出費に対して、個人々がそれぞれの目的やタイミングに従って、さまざまな金融商品を選択しながら、「自助努力」による資産形成を行っていくことが可能になります。それに伴って、「投資の習慣化」ともいえるべき現象が広がっていくことが、「N I S Aが拓く資産形成の新時代」として期待される姿であると思っています。

もちろん、こうした変化は劇的な変化ではなく、長い時間をかけてもたらされる変化です。「ヒタヒタ」とか「じわじわ」といったような擬態語の連続でしか表現されないような様相こそが、大きな変化に結びついていくものです。そうした感覚を大切にしながら、金融・資本市場の発展と、投資家の皆様が、より一層信頼できる投資環境の整備、充実のために、全力を注いでまいりたいと思います。引き続き、皆様の御理解、お力添えをいただければ幸いです。

資料の最後に我々の協会における当面の主要課題を載せましたので、後ほど、参考までにご覧いただければと思います。

御清聴ありがとうございました。(拍手)

**増井理事長** 稲野会長、どうもありがとうございます。N I S Aを中心に、証券界の力強い取り組みについてわかりやすく御説明いただきました。本当に久しぶりに、将来に明るい希望が持てるようなお話を聞かせていただきました。

若干お時間がございます。せっかくの機会でするので、御質問、御意見をお出しただけだと思いますが、いかがでございますでしょうか。すぐに出ないようでしたら、私から二つ質問させていただきます。

一つ目として、新しい資産形成の時代を実現するためには、N I S A、あるいは確定拠出年金な

ど、一つ一つの制度をしっかりと作り上げていくことが重要です。また、そのためには、証券界が声を上げるだけでなく、国民各層にそういう気持ちになってもらわなければなりません。この点は昔からの課題なのかもしれませんが、このようなことも踏まえて、今後、証券界としてどのように取り組んでいかれるのか、会長のお考えをお聞かせいただけないでしょうか。

もう一つ、御講演の中で、コーポレートガバナンスの問題に触れていただきました。今日の新聞にも、ある大企業で、人事を巡る対立から会長がお辞めになるという記事が出ていました。このようなこととも関連しますが、コーポレートガバナンス・コードの実施状況、あるいは、これが企業側でどのように理解されているのかなどについて、会長の御感想をお聞かせいただければと思います。

**稲野** 一つ目については、いろいろな機会を使いながら、証券界の考え方を国民の幅広い層に浸透させていかなければならないと考えています。

その際、「投資」という言葉に伴う偏見や思い込みをいかに排除していくか、これが大きなテーマになるのではないかと思っています。この点に関しては、学校における金融リテラシーを涵養するための投資教育が重要と考えています。

税制の特典が伴うような制度改正を提言しますと、すぐに「金持ち優遇」という批判が出てきます。しかし、例えば、NISA制度は、これを通じて、少額からでも投資ができ、まとまったお金を作るための手段として活用することができるものです。このことを、実際の活用の仕方も含めて、広く訴えていく必要があると考えています。

二つ目のコーポレートガバナンスに関する企業側の状況ですが、企業側の問題意識は非常に高

まっていますし、社外取締役の導入企業数も、二〇一五年には圧倒的に増加し、二〇一六年はさらに増加する見通しです。

コーポレートガバナンス・コード、スチュワードシップ・コードを踏まえ、さまざまな枠組みが整備されることによって、企業経営に規律が働くというのには良い姿だと思います。社外取締役の導入によるガバナンスの強化、機関投資家との対話を通じた規律付けなども重要であると考えています。

しかし、ここで注意しなければならないのは、日本では、外部圧力による規律を理想化しがちであるということです。外部からの規律こそが企業を正しい方向に導くとまで言われますと、それは少し違うのではないかと思います。外部規律だけに頼ることはできませんし、むしろ、外部規律の前に内部規律が働くのが正常な姿であると考えて

います。あまりにも外部規律に焦点を当て過ぎることによって、見過ごしてはならないものがあるはずだということを、あえて申し上げておきたいと思います。

**増井理事長** そのほかに何か御質問はございますでしょうか。

それでは、稲野会長、今日はお忙しいところ、本当にありがとうございます。

最後に拍手をお願いいたします。(拍手)

(いなのかずとし・日本証券業協会会長)

(本稿は、平成二八年四月八日に開催した講演会での講演の要旨を整理したものであり、文責は当研究所にある。)

稲野和利氏

略歴

昭和51年3月 東京大学 法学部 卒業  
昭和51年4月 野村証券株式会社 (入社)  
平成9年6月 野村証券株式会社 取締役  
平成12年6月 野村証券株式会社 専務取締役  
平成14年4月 野村アセットマネジメント株式会社 取締役社長  
兼 野村ホールディングス株式会社 取締役  
平成15年4月 野村ホールディングス株式会社 取締役副社長兼 Co-COO  
兼 野村アセットマネジメント株式会社 取締役社長  
平成17年4月 野村ホールディングス株式会社 取締役 執行役副社長兼 Co-COO  
平成20年4月 野村証券株式会社 執行役副会長  
平成21年4月 野村アセットマネジメント株式会社 取締役会長 代表執行役  
平成23年4月 野村アセットマネジメント株式会社 取締役会議長 代表執行役  
平成25年7月 日本証券業協会 会長

現在に至る

平成21年～25年 公益社団法人 経済同友会 副代表幹事  
平成21年～25年 一般社団法人 投資信託協会 会長  
平成21年～25年 公益社団法人 日本証券アナリスト協会 会長