

## 市場への追い風、生かすとき

日本経済新聞社 編集委員 **前田 昌孝**



**前田 昌孝**（まえだ まさたか）  
1957年生まれ、1979年東京大学  
教養学部教養学科卒、日本経済新  
聞社に入り、産業部、神戸支社、  
証券部、ワシントン支局勤務など  
を経て1997年証券部編集委員、  
2010年日本経済研究センターに出  
向、2013年4月から現職。

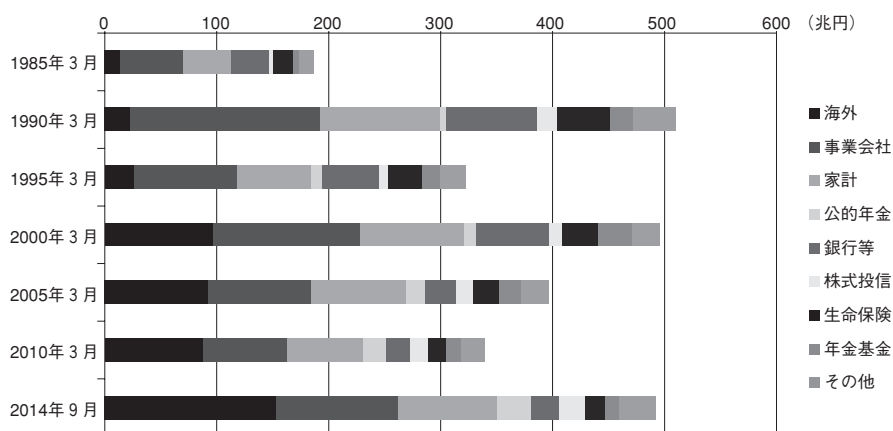
東京株式市場では日経平均株価が15年ぶりの高値圏まで上昇している。上場企業の収益が好調なことに加え、コーポレート・ガバナンス（企業統治）改革によって日本企業の経営が大きく変わることへの期待が買いを呼んでいるようだ。少額投資非課税制度（NISA）の導入など若い投資家を証券市場に誘導する手立ても整った。さまざまな市場活性化策がかみ合えば、長期にわたる上昇相場が実現する可能性もある。

言わずもがなのことだが、株高で恩恵を受けるのは短期的なリターンを求める投機家だけではない。日本銀行の資金循環統計によると、2014年9月末現在で日本株保有が最も多いのは外国人で153兆円、続いて事業会社（民間非金融法人企業）が108兆円、家計が89兆円、公的年金が30兆円、株式投信が24兆円、国内銀行が21兆円、生

命保険が17兆円、証券会社が16兆円、企業年金が12兆円となっている。

なかでも総額で137兆円強（2014年末）の公的年金を運用する年金積立金管理運用独立行政法人（GPIF）は、2014年10月末に日本株への運用比率目標を12%から25%へ引き上げることを決めただけ。年金財政の健全性は株価次第の色彩が濃くなった。少額投資非課税制度（NISA）や確定拠出年金を通じて直接、あるいは間接に株式投資をしている個人も多い。株高の恩恵は国民全体に及ぶ。

(図表1) 投資部門別株式保有額



(注) 日銀「資金循環統計」をもとに作成。その他は証券会社、損害保険、日銀など

振り返れば、これまで日本は株式市場を「リターンを産む場」として育てる努力が不十分だった。確かに、証券市場の活性化策として、例えば2003年には証券軽減税率が導入され、2006年には金融商品取引法が施行された。このほかにも過去10数年、銀行による投資信託の販売解禁、株式の売買委託手数料の完全自由化、上場投資信託（ETF）の導入などそれぞれにインパクトのある制度改革も実施された。

しかし、それで「市場に並ぶ商品、つまり、上場企業の収益体質がどう変わるのか」と問われても、明確な答えはなかった。市場の活性化のためには証券会社が頑張れば良いという発想が底流にあり、政府も上場企業も当事者意識がいま一つだった。2008年のリーマン・ショック後は、投資家が納得する成長シナリオも描けないのに、証券会社の営業攻勢を受けて公募増資などに踏み切り、長年の株主に損害を与える企業も散見された。

企業年金や生命保険会社などの機関投資家も、投資先の企業の自己資本利益率（ROE）が海外企業に比べて大きく見劣りしていても、不満の声を企業に直接伝えたり、議決権行使に反映させたりすることはあまりなかった。上場企業が早くから機関投資家との対話に努め、改善の見込みが乏しい不採算事業などを思い切って整理していれば、今ごろ収益体質はもっと強化されていたはずである。

それどころか機関投資家は現実には「価格が下がる資産を持ち続けるわけにはいかない」と株式の保有比率を減らしてきた。この結果、アベノミクス相場が始まる前には、上場株の7割超が株価純資産倍率（PBR）1倍割れという極端な割安状態に陥っていた。下げが

---

下げを呼ぶ自縄自縛状態に陥っていたといってもいいだろう。

今回の一連の制度改革はこれまでの市場活性化策とはひと味違う。特徴的なのは、企業や機関投資家も巻き込み、ほぼ一斉に旧来の慣習や手法からの脱皮を迫っていることだ。制度変更が部分的ならば、「公的年金は株式を買うけれども、企業は企業価値を高めるために真剣に動かない」「証券会社は回転営業をとがめられるけれども、証券市場にお金が入り込む誘因がない」といった整合性のない状況になっていたと思われる。

この点、今回はさまざまな抜本的な制度変更が「日本の証券市場を再設計する」という観点から、整合性を持って打ち出されている。まずは企業にもっと資本効率を意識する経営を求めることによって、長期投資家が報われやすい環境を整えた。公的年金の運用も、単に日本株への運用比率を高めるだけではなく、経営改善に積極的な企業の株式を買うという観点から、ベンチマークにJPX日経インデックス400を採用したり、運用委託先に海外の「友好的」アクティビスト（行動する投資家）を加えたりした。

アベノミクス相場での株価の推移を振り返れば、日経平均株価は1年目の2013年に56.7%上昇し、2014年も7.1%の上昇と続伸した。2015年に入ってから、2月に日経平均が15年ぶりの高値を回復するなど堅調を保った。2013年はもっぱら大胆な金融政策とそれに伴う円安進行が株価を押し上げ、2014～15年は着実な変化への期待が内外の投資資金を引き寄せたともいえよう。

証券市場の将来につながる変化のなかから、特に意義深いと思われるポイントを3点取り上げ、現状を点検するとともに、今後の可能性を展望してみよう。

第1に証券市場への資金導入施策を考えてみる。金融庁によると、2014年1月にスタートしたNISAの利用実績は、同年末現在、口座開設数で824万口座、投資額ベースでは2兆9,797億円になった。ただ、口座を開設したが投資を始めていない「休眠状態」の口座が半数以上にのぼるため、1口座当たりの投資額を単純に計算すると、36万円強にすぎない。

金融庁は「初年度としてはまずまず」と受け止めている。証券投資に関する過去の内閣府の世論調査などを見ても、元本を失う可能性がある投資行動には拒否感を示す人が多く、株式相場の長期低迷のツケの大きさが浮き彫りになる。個別株投資と投資信託の購入の内訳は不明だが、同年6月末現在では株式が3分の1弱、投信が3分の2強を占めており、年間でもこの延長線上だと思われる。

もっとも、NISAのお手本となった英国の個人貯蓄口座（ISA）でも、預金用と投資用に分かれている（2014年7月に一本化）うち、人数的には預金用を選ぶ人が8割近くを占め、日本のNISAに近い投資用ISAの毎年の利用者数は300万人前後にとどまっている。投

(図表 2) 英国の個人貯蓄口座 (ISA) の年度別利用者数、投資 (預金) 額、残高

利用者数 (万人)				投資 (預金) 額 (億ポンド)				残高 (億ポンド)			
課税年度	預金用	投資用	合計	課税年度	預金用	投資用	合計		預金用	投資用	合計
1999-2000	459.1	468.7	927.8	1999-2000	123.06	161.25	284.31	2000	126.18	160.25	286.43
2000-2001	601.8	524.1	1125.9	2000-2001	144.77	153.01	297.78	2001	355.56	262.71	618.27
2001-2002	759.4	437.0	1196.4	2001-2002	170.58	114.91	285.49	2002	522.17	303.16	825.33
2002-2003	855.6	393.1	1248.7	2002-2003	185.58	94.04	279.62	2003	698.66	344.55	1,043.21
2003-2004	878.9	326.6	1205.5	2003-2004	193.61	83.07	276.68	2004	797.50	468.25	1,265.75
2004-2005	924.2	296.5	1220.7	2004-2005	205.75	76.62	282.37	2005	970.71	550.88	1,521.59
2005-2006	993.9	306.6	1300.5	2005-2006	219.35	91.70	311.05	2006	1,110.24	704.06	1,814.30
2006-2007	1038.7	318.1	1356.8	2006-2007	226.77	103.64	330.41	2007	1,276.61	801.05	2,077.66
2007-2008	1146.8	324.6	1471.4	2007-2008	252.61	104.40	357.01	2008	1,428.01	786.04	2,214.05
2008-2009	1223.4	296.0	1519.4	2008-2009	303.83	97.11	400.94	2009	1,583.84	1,161.05	2,744.89
2009-2010	1142.6	301.1	1443.7	2009-2010	314.37	125.41	439.78	2010	1,693.91	1,735.21	3,429.12
2010-2011	1185.9	338.7	1524.6	2010-2011	381.97	155.15	537.12	2011	1,914.24	1,834.27	3,748.51
2011-2012	1118.7	286.2	1404.9	2011-2012	372.22	155.46	527.68	2012	2,006.07	1,903.14	3,909.21
2012-2013	1168.2	292.4	1460.6	2012-2013	409.01	164.58	573.59	2013	2,206.36	2,221.99	4,428.35
2013-2014	1048.1	299.2	1347.3	2013-2014	388.21	184.39	572.60	2014	2,285.25	2,410.91	4,696.16

(注) 課税年度は4月6日～翌年4月5日  
英国歳入関税庁調べ

(注) 各年4月5日現在

資用への毎年の新規投資額は多い年で184億3,900万ポンド (3兆1,800億円、2013～14課税年度)、少ない年で76億6,300万ポンド (1兆5,500億円、2004～05課税年度) だった。

時価ベースの残高はISA発足から15年経った2014年4月5日 (2013～14課税年度末) 現在で、預金用と投資用を合わせて4,696億1,600万ポンド (約80兆円)。このうち投資用ISAの残高は2,410億9,100万ポンド (約41兆円) だ。

日本の人口が英国の約2倍であることを考えると、年間の利用者数は600万人程度 (稼働口座のみ)、新規投資額は多い年で5兆～6兆円になることが当面の目標となろう。残高は2020年に25兆円というのが、金融庁の設けた目標だ。2016年から年間の拠出上限が120万円に増額されることや、同年4月からジュニアNISAが年間拠出上限80万円ですタートすることも、残高を押し上げる可能性がある。毎月の積立額を給与から天引きする職場積立NISAも本格的に始まろうとしている。将来を見渡すと、日本がデフレ脱却に成功し、制度が恒久化されれば、2030年ごろに残高が英国の投資用ISAの2倍の80兆円前後になっても不思議ではない。

もう1つの資金導入施策は資金を投資信託で運用することが多い確定拠出年金で、これにも前向きな動きがある。具体的には現在、確定拠出年金を持ってない公務員や専業主婦も2016年度から個人型確定拠出年金を持てるようになる。勤務先に企業年金がある会社員も一定の条件下で別途、個人型確定拠出年金に加入できるようになる。従業員数100人以下の小規模企業では、従業員に個人型確定拠出年金に加入してもらい、事業主が助成できる

(図表 3) 利用できる確定拠出年金と年間拠出上限額 (万円)

	企業型DC	個人型DC	
国民年金 1号 (事業主など)		81.6	(注 1)
国民年金 2号 (企業型DCとDBの両方がある場合)	33		(注 2)
	18.6	14.4	
国民年金 2号 (企業型DCがあり、DBがない場合)	66		(注 2)
	42	24	
国民年金 2号 (厚生年金以外に企業年金がない場合)		27.6	
国民年金 2号 (公務員)		14.4	
国民年金 3号 (専業主婦など)		27.6	

(注 1) 国民年金基金への拠出額と合算

(注 2) マッチング拠出をせず、企業型DCの規約に定めがある場合

仕組みも設ける。

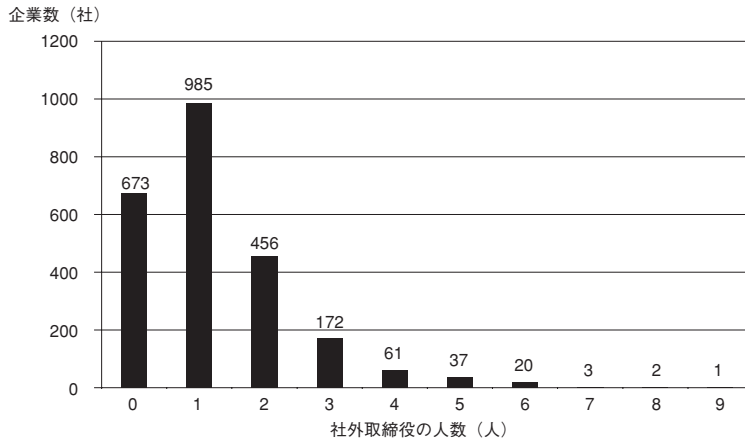
つまり、20歳以上60歳未満のすべての国民が企業型、個人型、あるいはこの両方の確定拠出年金に拠出できるようになる。拠出可能年齢を70歳までに延ばすことも検討されている。年間の拠出上限額は専業主婦が27万6,000円、公務員が14万4,000円、勤務先の企業型確定拠出年金加入者で他に企業年金がなければ24万円、他に企業年金があれば14万4,000円などとなっている。

確定拠出年金はNISAと異なり、60歳まで資金の引き出しができない代わりに、拠出時に所得控除が受けられ、運用時も利息や分配金に課税されない。公的年金が頼りにならないなかで、国民一人ひとりが生涯にわたる資金需要を考えながら、資産形成手段を選ばなければならない時代である。個人の自助努力を税制が応援する仕組みが整うわけで、今後は投資教育の強化などが課題になりそうだ。

第2にコーポレート・ガバナンスの変化を考えてみる。2014年6月20日に成立した改正会社法では有価証券報告書を提出しなければならない大会社の場合、最低1人の社外取締役の選任が事実上、義務付けられたが、上場企業に適用されるハードルはもっと高い。東証は2015年6月から上場規則を改正し、第1部と第2部に上場する企業に対し、原則として最低2人の独立社外取締役の選任を求め、できない場合はその理由を開示してもらうことにしている。

といっても、複数の社外取締役を入れるだけで企業の利益が増えるのなら、誰も苦勞はしない。これまでの内外の研究を振り返っても、社外取締役の存在と株価や企業業績との間に特段の関係はなさそうである。そもそも社外取締役は一般に業務の中身について細かな知識を持っているわけでもないし、売り上げや利益を増やす責任を負わせるわけにはいかないだろう。

(図表 4) 社外取締役の人数別の企業数



(注) 対象は東証1、2部上場企業、東証コーポレート・ガバナンス情報サービスのデータをもとに作成。2015年3月6日現在

それでも、日本では上場企業の約40%で、株価純資産倍率（PBR）が1倍に満たないという特殊な状況にある。ひとえにROEが低すぎるためだ。もちろん、どう稼ぐかは社外取締役の仕事ではないが、プラスを伸ばし、マイナスを抑える、つまり、稼げる経営にしっかり取り組んでいるかどうか、リスク管理がおろそかになっていないかを監督者としてしっかり見張り、企業価値の向上に貢献することが期待されている。

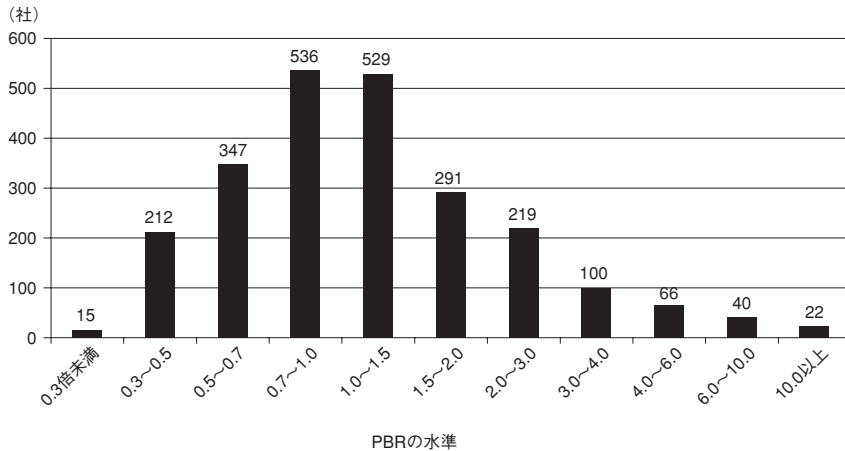
複数の社外取締役といっても、2人程度ならば多勢に無勢ではないかとの指摘もあるかもしれない。しかし、社外取締役が十分に職責を全うできるように、2014年にはさまざまな制度改革が並行して実施されることが決まった。

まずはコーポレート・ガバナンスに関しては非業務執行役員という考え方が導入された。上場企業の大半を占める監査役会の設置会社では、監査役と社外取締役が非業務執行役員ということになり、業務執行を担う社内取締役の監督をするという形態になる。これまで海外の投資家からは「わかりにくい」と評判が悪かった日本企業の監督と執行の分離について、「非業務執行役員が業務執行役員を監督する」という形で整理されたともいえる。

次に企業経営が独りよがりにならないように、機関投資家にゲートキーパー（門番）の役割を持たせることになった。日本版スチュワードシップ・コード（責任ある機関投資家の諸原則）と呼ばれるもので、投資先企業との対話と株主総会での議決権行使を通じて、企業に中長期的な価値向上に取り組むことを促そうという考え方だ。

金融庁によると、同コードの受け入れを表明した機関投資家の数は2015年2月末現在で

(図表5) PBRの水準別企業数



(注) 対象は東証1、2部上場企業

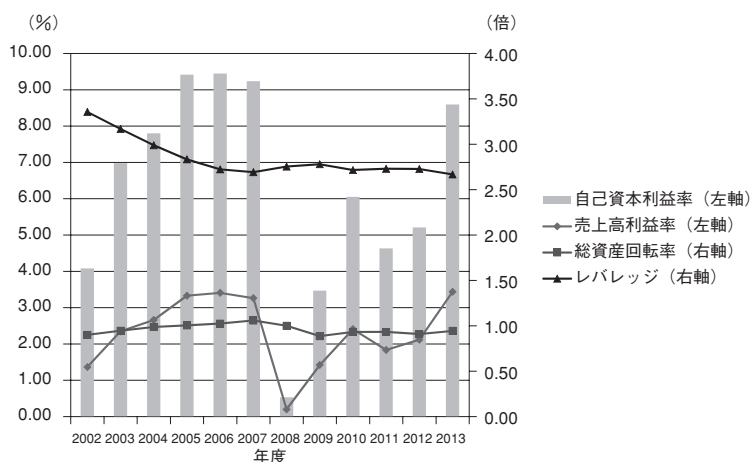
184。これまで営業上の都合で株式を保有することが多かった生命保険会社も17社が受け入れを表明した。議決権行使基準を明確にしたり、議決権の行使状況を公表したりするという。「生保が企業に牙をむく」というのは言い過ぎであろうが、投資家の観点から投資先の企業価値をしっかりと見張ることになる。社外取締役を含む非業務執行役員は、株主の声を踏まえて経営陣に指導・助言をする役割を担うことになる。

企業価値の向上という観点からは「資本コストを意識して経営をする」「中長期的にROEを高める」といった努力が企業に要請されている。これまで日本企業には、利益は売り上げから経費を引いたものといった考え方が強かった。負債コスト、つまり、銀行からの借入金など有利子負債に対する利子は、当然、経費の一部と意識されていた。ところが、資本コストは経費と思われてはいなかった。配当を支払えるだけの十分な利益が確保できれば、合格というわけだ。

これからは資本コストも経費として意識する必要が出てくる。資本コストとは要するに株主から要求されるリターンのこと。といっても、株式市場で投資家が売買を通じて付けた株価に対して、リターンを計算していたらきりが無い。リターンの基準は自己資本に対して何パーセントぐらいの利益を確保すべきか、つまり、どの程度のROEを確保すべきかに置かれている。

そしてこのROEの最低基準を達成するために、どれだけの経費を掛け、どういう市場で何をいくらで売ることが経営戦略のカギを握るはずだ。ライバル企業と同じような製品を

(図表6) 自己資本利益率 (ROE) を分解すると…



(注) 東証1、2部とマザーズの合計、東京証券取引所の決算短信集計をもとに作成

取り扱い、果てしない価格競争を繰り返していたら、ROEが上がるとは思えないため、どれだけ他社と異なる経営をするかが重要になる。

ハードルは5%と8%と10%の3つがある。米国の議決権行使助言会社のインスティテューショナル・シェアホルダー・サービスズは過去5年間の平均ROEが5%未満で、かつ直近決算期のROEも5%未満の企業に対しては、経営トップの再任議案に反対を表明するように助言するという。

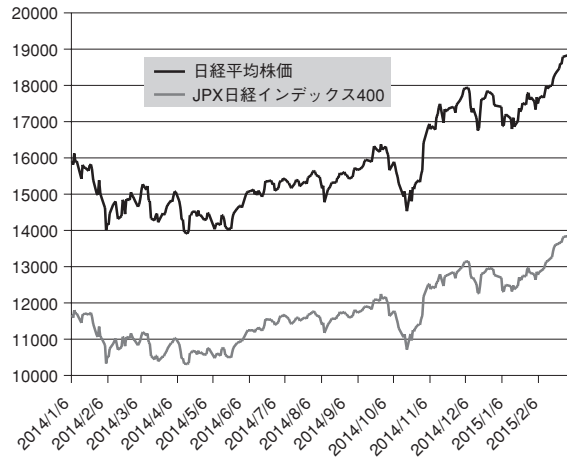
一橋大学の伊藤邦雄教授が座長になり、経済産業省が中心になって2014年8月にまとめた「持続的成長への競争力とインセンティブ～企業と投資家との望ましい関係構築～」と題する報告書、いわゆる伊藤レポートでは、上場企業がまず目指すべきROEの水準として、8%という数字を挙げている。

もう1つは現在、ROEが10%に満たない多くの企業が達成目標として掲げている10%だ。2014年度の上場企業のROEの平均値は8.5%程度だった。直近決算期のデータを集計すると、東証1、2部上場企業のうち7割の企業がROE10%に届かず、改善の必要がある。ROEが改善すれば、機関投資家の中長期マネーが入ってくる仕掛けもある。

2014年1月から算出されている新株価指数、JPX日経インデックス400は全国上場企業のなかから一定の時価総額以上の企業を選び、さらに過去3年間のROEや営業利益を基準に採用銘柄を決めている。公的年金を運用する年金積立金管理運用独立行政法人が資金の一部をこの指数に連動するように運用し始めたほか、上場投資信託 (ETF) も設定さ



(図表 7) 日経平均株価とJPX日経インデックス400



(注) 日経平均は単位円。

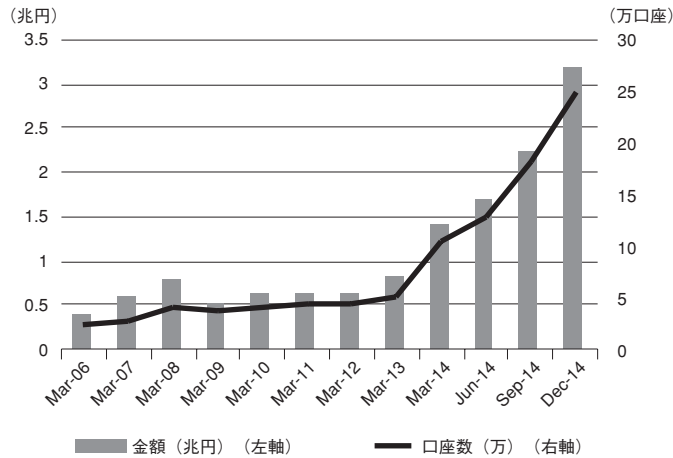
れている。指数の採用銘柄になるだけで、株式に一定の買い注文が入る寸法だ。

ところで、日本企業のROEはなぜ低いのだろうか。ROEは売上高利益率と総資産回転率とレバレッジ（総資産を自己資本で割った値）に分解できる。2000年度以降の上場企業のそれぞれの指標を見ると、①売上高利益率が欧米企業に比べて低い②好景気時には売上高利益率と総資産回転率が上昇してROEが押し上げられる③レバレッジはほぼ一貫して低下傾向——といった特徴を読み取ることができる。

ROEを引き上げるには、まず付加価値の高い商品やサービスの販売に力を入れ、売上高利益率を高めることが最重要ではあるが、増配や自社株買いの増額によってレバレッジを引き上げることも欠かせない。実際、2014年はアマダやNTTなど株主配分の強化を表明した企業は株式市場で高く評価された。分母と分子の両面からROEの改善策を練ることが大切だ。

第3に証券会社の営業姿勢の変化を考えてみる。振り返れば、バブル崩壊後、オンライン証券を別とすると、多くの証券会社は顧客が高齢化して証券投資に消極的になる状況に打つ手もなく、ただ危機感を募らせるだけだった。帝国データバンクの集計によると、アベノミクス相場が始まる前の20年間で147の証券会社が倒産したり、廃業したり、他社に買収されたりして消滅し、大手証券といえども経営の先行きが危ぶまれるほどになっていた。かつては厳しい局面が数年続いても、我慢していればいずれ「神風」が吹くと考える向きも大きかったが、そんな淡い期待も持ちづらくなった。

(図表 8) ラップ口座の契約状況



(注) 日本投資顧問業協会調べ

1999年10月の株式の売買手数料の全面自由化とオンライン証券の台頭を契機に、対面販売の従来型証券会社は販売する商品の主力を個別の日本株から、投資信託や仕組み債、外国株などに移してきた。顧客の絶対数が思うように増えないなかで、残高を積み上げるよりも頻繁に売買をしてもらうことに力を入れてきた。2014年は米国株の店頭取引に取り組む証券会社が目立った。アップル、フェイスブック、テスラモーターズなど値動きのいい銘柄を米国市場の前日終値に一定の手数料を乗せた価格で顧客に「仕切り販売」するのである。円安の進行や米国株の上昇が続いたことも追い風となり、「株式関係の収益の大半は米国株がもたらした」という証券会社も出てきた。

ただ、ここ数年、金融庁は監督指針、証券取引等監視委員会は検査マニュアルなどを通じ、顧客に頻繁に株式や投信の売買を促す営業スタイルからの転換を強力に迫っている。米国の大手証券会社が15年以上の年月を費やして取り組んできた「資産管理型営業への転換」を求めているのである。

証券の取引ごとに受け取る手数料への依存度を下げ、投信の信託報酬やラップ口座の管理手数料など、顧客からの預かり資産の残高に応じて受け取る収入を重視せよというわけだ。実際、公募投信への資金流入をみると、2015年2月まで20カ月連続して流入が流出を上回り、2月末の純資産残高は95兆8,571億円と9カ月連続で過去最高を更新した。

大手証券を中心に、個人顧客と投資一任契約を結び、内外の株式や投資信託に分散投資をするラップ口座の獲得に取り組むところも増えた。日本投資顧問業協会によると、2014

---

年12月末現在のラップ口座の契約状況は24万9,055口座、3兆1,280億円となっている。9月末には18万3,596口座、2兆2,192億円だったから、3カ月間の伸び率は口座数で36%、金額で41%にもなる。この勢いで増えていけば、2015年中には4兆円を突破する可能性もある。

「手数料ビジネスから残高ビジネスへの転換」は証券界の数十年来の課題でありながら、営業効率の低さから、なかなか定着してこなかった。資産管理型営業では、顧客の資産全体を銀行預金や生命保険契約なども含めて把握し、さまざまなライフイベントを念頭に置きながら適切なポートフォリオを組み立てていくような営業スタイルが理想だ。

例えば中高年齢層相手の仕事を例にとると、単に残高を積み上げればいいといった単純なビジネスではなく、毎月の生活費のねん出や資産の相続などもにらんだ退職後の資金計画をきちんと助言できなければ、高い顧客満足度は得られない。このためには商品や制度への知識だけではなく、一人ひとりの顧客ごとに異なる人生設計についての深い理解が必要だ。顧客の人生への満足度を高めながら、証券会社としての信頼を勝ち取り、適切な収益を確保するという、レベルの高い仕事ぶりが要請されるだろう。

また、NISAは若い顧客を獲得する糸口になっている。システム経費や勧誘費用を考えると、採算に合うビジネスではないとの指摘もあるが、年間の投資上限が2016年には120万円に引き上げられ、同年4月からは教育資金を貯めるためのジュニアNISAも子ども1人当たりの年間投資上限80万円が始まる。実現すれば、夫婦と子ども2人の世帯で年間400万円の積み立てが可能になる。

投資残高が徐々に積みあがっていくことや、他の商品の販売に結び付く期待があることも考慮に入れば、若い顧客を取りこぼすことは得策ではない。生涯にわたって資産形成のパートナーとして活用してもらうために、丁寧な営業努力が求められる局面であろう。NISAの導入で証券業が人口の高齢化とともに消えるビジネスではなくなったという意義は大きい。

株式市場には追い風が吹いている。洗練された投資家が増え、企業経営が前向きになり、証券会社の営業姿勢が顧客重視に変わることで、株式市場への信頼が高まり、株価が長期にわたって上昇することが理想だ。投資家の裾野の拡大はデフレ脱却機運の高まりに加え、公的年金の財政悪化が引き金を引いている。退職後の生活資金の確保は、公助から自助へと向かわざるをえない。NISAや確定拠出年金などの新たな制度が、国民に結婚、住宅取得、退職などのライフイベントを見据えた積み立て型の資産形成を促している。

企業は資本コストを意識した経営を求められている。東証第1、2部上場でROEが10

---

%に満たない企業は2月末現在、全体の70%に当たる1548社もある。これらの企業が懸命な努力によってROEを10%まで持って行けば、市場全体のROEの平均値は12%ぐらいになるだろう。平均ROEが12%になり、株価収益率（PER）が20倍になれば、日経平均は3万円前後まで上昇するとの試算もできる。

NISAや確定拠出年金を通じた資金の多くが、投信への長期投資を通じて企業の株式を買うことを考えると、投資家と企業との関係はおのずと変わるだろう。コーポレート・ガバナンス改革や日本版スチュワードシップ・コードの導入など他の制度改革と相まって、投信などの機関投資家の声が大きくなり、企業経営に変化を促すと思われる。

2014年には東京をニューヨークやロンドンと並ぶ国際的な金融センターにするという、いったん諦めかけていた構想も動き出した。東京が都市としての魅力を高めるだけではなく、制度的な安定性、コスト面の優位性、情報の集積などさまざまな要件を整えなければ、金融センターにはなれない。金融サービス業の従事者が市場の担い手として高い志を持ち、魅力的な商品やサービスを提供することも不可欠だ。日本の金融・資本市場の長期の発展を確実にするには、追い風を有効に生かさなければならない。

