

2017年の証券市場を振り返る

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。

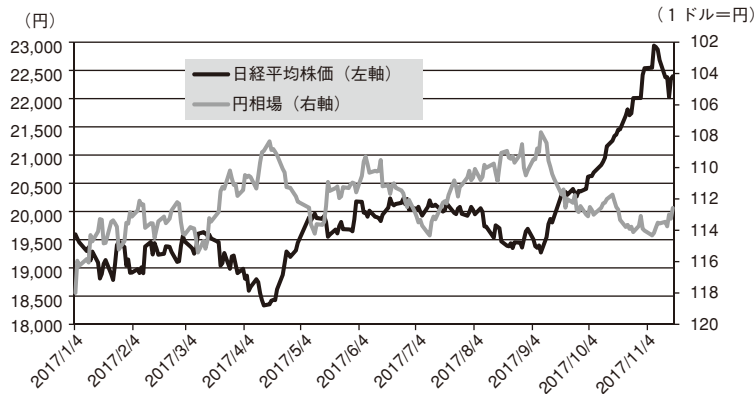
2017年は世界的な景気回復が続き、東京株式相場は堅調に推移した。日経平均株価は11月7日に2万2,937円と1996年6月に付けた2万2,666円を上回り、1992年1月以来、約25年10カ月ぶりの高値を付けた。1989年末に付けた最高値3万8,915円からの下げ幅に対する半値戻しの水準（2万2,985円）まであと一步に迫った。年初来安値は4月14日の1万8,335円だった。

北朝鮮をめぐる地政学リスクで上値を抑えられる局面もあったが、秋口からは上場企業の業績好調に触発された外国人買いが増えた。米国もダウ工業株30種平均が11月21日に2万3,590ドルの過去最高値を付けるなど、2017年は世界的な株高が続いた。日本では機関投資家の議決権行使の個別開示が始まるなど、コーポレート・ガバナンス（企業統治）が強化された1年でもあった。

〈北朝鮮リスクが下げ要因〉

2017年の株式相場を振り返ると、米国株式相場が過去最高値圏で推移し、欧州株式相場も堅調な展開となるなかで、東京株式相場は秋口まで上値の重さを感じさせた。年初から9月29日までの騰落率をみると、ニューヨーク・ダウ工業株30種平均が13.4%、ドイツ株式指数DAXが11.7%と順調に上昇したのに対し、日経平均の上昇率は6.5%と出遅れが目

(図表 1) 2017年の日経平均株価と円相場



立っていた。

米国では1月20日にドナルド・トランプ氏が第45代大統領に就任した。米株式市場は大幅減税とインフラ投資を唱えるトランプ政権が景気を浮揚させるとの期待から、1月25日にダウ平均が初めて2万ドルを突破するなど、幸先のいいスタートを切った。ダウ平均は3月1日には2万1,000ドル台、8月2日には2万2,000ドル台、10月18日には2万3,000ドル台に乗せるなど、節目を次々と突破した。

医療保険制度改革（オバマケア）の見直しが難航したり、2016年の大統領選でトランプ陣営とロシア政府とが共謀し影響力を行使したのではないかという「ロシアゲート疑惑」が浮上したりしたが、米国経済の先行きに対する楽観的な見方が米国株高を支えた。秋口からはトランプ政権と与党・共和党が打ち出した法人税率の大幅引き下げなどの税制改革案が好感され、株価を押し上げた。

一方、日経平均は円高の進行やトランプ米大統領の保護主義への懸念などから、1月から下げて始まった。4月には北朝鮮リスクが相場の重荷となり、14日に1万8,335円まで下げた。円相場も4月17日には1ドル＝108円13銭まで上昇した。それでも4月下旬から5月にかけては欧州の政治リスクの後退や好調な企業決算を好感して、堅調な展開となった。日経平均は6月20日に2万0,230円の年初来高値を付けた。

ところが7月の日経平均は円高に加え、安倍晋三内閣の支持率低下が嫌気されて上値の重い展開になった。安倍首相や昭恵夫人が友人に便宜を図ったのではないかとする森友・加計学園問題や、自民党議員が絡む数々のスキャンダルが支持率低下に結びついた。7月から9月にかけては北朝鮮をめぐる地政学リスクも加わって、外国人投資家が日本株買い

に慎重になった。9月8日には円相場が一時、1ドル＝107円台に突入し、日経平均は1万9,274円まで下落した（図表1）。

〈衆院選で市場心理が一変〉

9月は米朝間で威嚇合戦が続いたが、外国為替市場では米トランプ政権が税制改革に動き出したことを手掛かりに、急速にドル高・円安が進んだ。9月19日には衆院解散・総選挙に踏み切ることが報じられ、「選挙は買い」との思惑から、日経平均は389円高の2万0,299円と6月20日以来、約3カ月ぶりに年初来高値を更新した。

米国では9月27日に連邦法人税率を35%から20%へ引き下げることなどを盛り込んだ税制改革案が発表され、米株式相場は経済活性化への期待を背景に上昇基調を強めた。日経平均は衆院選で与党の優勢が伝えられたことから、10月2日から24日にかけて史上初の16日続伸を記録した。

10月11日には2015年6月に付けていた「アベノミクス相場」の高値2万0,868円を上回り、1996年以来約21年ぶりの高値水準を付けた。さらに11月7日には2万2,937円と1996年6月26日に付けたバブル崩壊後の戻り高値2万2,666円を上回り、1992年1月9日の2万3,113円以来、およそ25年10カ月ぶりの高値を付けた。

安値を付けた9月8日から年初来高値を付けた11月7日までの2カ月間の日経平均の上昇幅は3,662円、上昇率は19%に達した。外国人買いが主導した上げ相場で、9月25日から11月10日までの外国人の株式買越額は2兆5,540億円になった。3月期決算上場企業の2018年3月期の予想連結純利益は前期比17%増と2年連続で過去最高を更新する公算が大きくなり、市場参加者を強気にさせた。

〈議決権行使の個別開示〉

2017年は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）が改訂され、株主総会で議決権をどう行使したか、機関投資家に個別開示を求めることになった。

スチュワードシップ・コード指針5-3は「機関投資家は、議決権の行使結果を、少なくとも議案の主な種類ごとに整理・集計して公表すべきである」としたうえで、「機関投資家がスチュワードシップ責任を果たすための方針に沿って適切に議決権を行使しているか否かについての可視性をさらに高める観点から、機関投資家は、議決権の行使結果を、個別の投資先企業及び議案ごとに公表すべきである」と踏み込んだ。

さらに「それぞれの機関投資家の置かれた状況により、個別の投資先企業及び議案ごと

に議決権の行使結果を公表することが必ずしも適切でないと考えられる場合には、その理由を積極的に説明すべきである」と、個別開示をしない機関投資家にはコンプライ・オア・エクスプレイン（順守せよ・さもなければ理由を説明せよ）の対応を促した。「議決権の行使結果を公表する際、機関投資家が議決権行使の賛否の理由について対外的に明確に説明することも、可視性を高めることに資すると考えられる」との記述もある。

新指針を受けて、多くの投資家が議決権行使の個別開示に踏み切った。例えば、野村アセットマネジメントが7月18日に発表した4～6月開催の株主総会での議決権行使結果の個別開示によると、買収防衛策の導入や更新に関する議案にはすべて反対したことが明らかになった。退職慰労金の支給に関する議案の過半に反対したほか、キーエンスや日清製粉グループ本社など株主還元が不十分とみられる企業の剰余金処分議案にも反対した。

野村アセットは東芝の綱川智社長と平田政善専務の選任に反対したほか、富士フィルムホールディングスの古森重隆会長、助野健児社長、三菱自動車の益子修最高経営責任者（CEO）の選任にも反対した。株主提案議案に関しても、みずほフィナンシャルグループの配当決定機関の変更と役員報酬の個別開示に賛成したほか、武田薬品工業の相談役・顧問の廃止の提案に賛成した。

7月26日に株主総会での議案の賛否結果を公表した三井住友信託銀行では、東芝や富士フィルムホールディングスの全議案に賛成票を投じた。東芝に賛成票を投じた理由について「秋の臨時株主総会までの『暫定政権』であり、否決によって混乱が起きれば株主価値の毀損につながる」と説明した。

8月1日に株主総会議案の賛否結果を開示した大和証券投資信託委託では、営業上のつながりが深い企業の議案にも一部で反対票を投じた。大和証券が主幹事を務める京セラの総会では、配当額を決める剰余金処分や経営トップの再任に反対した。自社投信の販売契約を結ぶ日本郵政や地方銀行の役員選任議案でも、一部に反対した。

アセットマネジメントOneは親会社であるみずほフィナンシャルグループやグループ会社のオリエントコーポレーションの議案判断では、第三者の議決権行使助言会社のアドバイスに従った。この結果、みずほフィナンシャルグループの株主総会では、経営陣が反対を表明した役員報酬の個別開示など複数の株主提案について、賛成票を投じた。

もっともすべての機関投資家が個別開示をしたわけではない。生命保険会社では第一生命保険と住友生命保険が個別開示に全面的に応じる一方、日本生命保険は開示を見送った。開示内容自体が株式の売買材料になる懸念があるからだという。例えば投資先A社の会社提案議案に反対したとわかれば、「日本生命は近くA社株を売るのはないか」との臆測

を招きかねない。他の投資家が先に売り抜けようとしてA社の株価が下がって損失を被ったり、企業価値を落としたりする事態を懸念している。

スパークス・アセット・マネジメントは「議決権行使のすべてを開示すると、保有銘柄がわかってしまう」との懸念から、会社議案に反対票を投じた投資先と、株主提案に賛成票を投じた投資先だけを個別開示した。

〈相談役・顧問の透明化〉

コーポレート・ガバナンス上の役割が不明確だといわれている相談役や顧問についても、2018年1月から情報開示が進展することになった。東京証券取引所は8月2日、上場企業が相談役・顧問の役割を開示する制度を設けると発表した。東証に提出する「コーポレート・ガバナンスに関する報告書」で氏名や業務内容、報酬の有無などの開示を促すという。常勤・非常勤といった勤務形態のほか、報酬の総額や個人別の支給額を記入できるようにする方針だ。

ただ、いずれの項目も開示するかどうかは企業の判断に任されており、強制ではない。開示の対象も社長や最高経営責任者（CEO）など経営トップの経験者に限定しており、副社長や子会社トップらは対象から外れる。非開示でも罰則はないが、開示しない場合は投資家から理由の説明などを求められる可能性がある。

相談役・顧問に関する透明性を高めることにしたのは、内外の投資家から「院政を敷いているのではないか」との懸念が高まっているためだ。東芝の会計不祥事などをきっかけに、株主から正式な信任を得ていない相談役・顧問が経営の意思決定に関わることに對して、不透明だとの批判が強まっていた。

議決権行使助言会社は相談役・顧問の廃止に賛意を示している。米議決権行使助言会社、インスティテューショナル・シェアホルダー・サービシーズ（ISS）は2017年6月の株主総会で、武田薬品工業の相談役・顧問廃止など、株主が提案した議案に対して賛成を推奨した。株主提案議案は相談役などの役職を置かず、設置する場合は総会に付議するように定款を変更するという内容だ。

日本経済新聞社が2017年7月にまとめた「社長100人アンケート」では相談役・顧問の今後について、2.8%が「制度を廃止する」、5.6%が「削減する」と答えていた。「制度を変えない」との回答が68.4%と最も多かったが、投資家からの圧力もあり、今後、見直す企業が増えるかもしれない。

2017年3月に経済産業省が策定した「コーポレート・ガバナンス・システムに関する実

務指針（CGSガイドライン）」では、「社長・CEO経験者を相談役・顧問として会社にご置く場合には、自主的に、社長・CEO経験者で相談役・顧問に就任している者の人数、役割、処遇等について外部に情報発信することは意義がある」と提言している。

相談役・顧問は会社法に規定がなく、慣習的に認められてきた日本企業特有の役職だが、今後はトップ経験者は自社の相談役・顧問に就任するのではなく、他社の社外取締役に就くことによって、経営者としての知見を生かしてもらうほうがよさそうだ。

〈財団株主の是非話題に〉

一方で財団株主が増加するなど、ガバナンス改革に逆行する動きも出てきた。財団が大株主になっている上場企業数は2016年末に176社と、2012年3月末から19社増えた。企業側は社会貢献を訴えるが、外国人投資家は「公益性を隠れみのにした安定株主づくりだ」と批判している。財団を割り当て先にした1株1円などの極端な安値での自社株の有利発行も、株主平等の原則に反するとの立場だ。

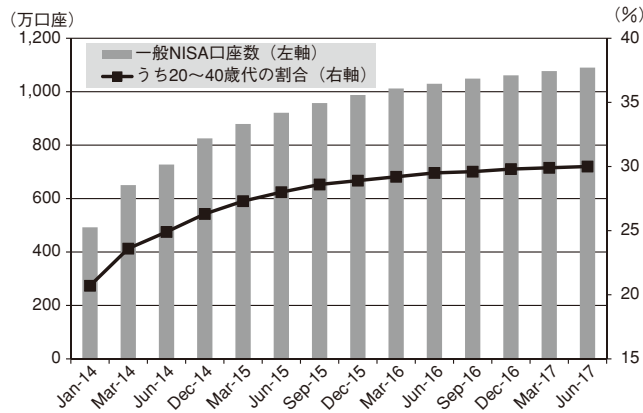
DMG森精機は2017年3月22日に開いた定時株主総会で、森雅彦社長が代表理事を務める財団に自社株を実質的に譲渡する会社側提案議案を審議した。第三者割り当てによる自己株式の処分の募集事項の決定を取締役に委任するという提案で、承認されれば、森記念製造技術研究財団に対し、自社株350万株（発行済み株式の3%弱）を1株1円で割り当てることになっていた。

米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・サービスーズ（ISS）が安定株主づくりだとして反対し、機関投資家に反対票を投じるように働きかけた。会社側は大学への寄付などの財団活動は企業の社会貢献の一環だとして、ぎりぎりまで電話で個人株主に賛同を働きかけた。安定株主づくりとの批判に対しても、信託銀行を通じて信託を設定し、自己株を割り当てる枠組みなので、「議決権行使の指示は当社や財団からはできない」と反論した。結局、議案は可決に必要な3分の2をわずかに上回る67.02%の賛成票を集め、承認された。

ISSは2016年の久光製薬やフクダ電子の株主総会でも、財団への自社株割り当て提案に反対を表明したが、どちらも会社側の提案が承認された。2017年に入ってからキユーピーや小林製薬が財団を設立し、自社株を1株1円で割り当てた。

国内の機関投資家も2017年から議決権行使の個別開示が求められることもあり、財団への株式譲渡を、基準を設けてけん制し始めた。三菱UFJ信託銀行は、安定株主づくりとの懸念があったり、大幅に株式の価値が低下したりする場合は反対するという。三井住友信

(図表 2) 一般NISAの口座数と20～40歳代の割合



(出所) 金融庁

託銀行では5%以上の希薄化につながる場合に反対する方針だ。

〈iDeCoとつみたてNISA〉

公的年金が先細りになるなかで、退職貯蓄は自助努力で形成してもらう方向に税制が大きくかじを切っている。2017年1月から個人型確定拠出年金(DC)「iDeCo(イデコ)」の加入対象が大幅に広がったのに続き、2018年1月からは積み立て型の少額投資非課税制度「つみたてNISA」がスタートする。

iDeCoは従来、自営業者と勤務先に企業年金がない会社員の約4,000万人が対象だったが、2017年から公務員や専業主婦、勤務先に企業年金がある会社員も加入できるようになった。対象が20歳以上60歳未満の約6,700万人へと広がった。

国民年金基金連合会によると、iDeCoの加入者数は2017年9月末現在で65万2,181人となった。加入対象が広がる前の2016年12月末現在の加入者数は30万6,314人だったので、早くも2倍を超えた。しかし、加入対象者は約6,700万人もいるわけで、公的年金が先細りになることを考えると、もっと急速に普及してもよさそうだ。

iDeCoは米国の個人退職勘定(IRA)と似た制度だが、IRAは10%のペナルティー税を支払えば、59.5歳以前でも積立金を引き出すことができる。初めて住宅を購入するときや高等教育資金目的、失業中に健康保険の代金を支払うときには、ペナルティー税なしで引き出すこともできる。iDeCoもIRAにならって引き出し規制が緩和されれば、使い勝手が向上しそうだ。

つみたてNISAは2018年1月からスタートする制度で、多くの金融機関は2017年10月から口座開設の申し込み受け付けを開始した。2014年に始まった一般NISAは、個別株でも株式投資信託でも年間上限120万円の範囲内で自由に非課税投資ができるが、つみたてNISAで購入できるのは、積み立て投資にふさわしいとして金融庁が定めた基準に合致した投資信託に限られ、購入方法も積立預金のように、定期的に買い付けなければならない。年間購入上限は40万円となっている。

金融庁によると、一般NISAの口座数は2017年6月末現在で1,090万口座となっており、買い付け額の総額は11兆1,879億円に達する（図表2）。商品別では上場株式が37.1%に当たる4兆1,483億円、投信が60.4%に当たる6兆7,529億円となっている。年代別では60歳代の買い付け額が30.2%に当たる3兆3,802億円と最も多く、次いで70歳代、50歳代の順だ。つみたてNISAの導入によって、20～40歳代の若い投資家が増えるかどうか問われている。

〈アナリスト冬の時代〉

2018年1月から欧州連合で第2次金融商品市場指令（MiFID2）と呼ぶ新規制が適用され、証券アナリストの仕事に大きな影響が及ぶといわれている。これまで機関投資家は証券会社に対し、売買執行手数料とアナリストのリサーチ費用を一体で支払ってきたが、これからは両者を区分しなければならない。欧州の機関投資家に対して日本株の売買執行サービスを提供する日本の証券会社も、両者の区分が求められる。リサーチに独自の価値がないと、対価が得られなくなりそうだ。

株式などの売買執行手数料とリサーチ手数料との分離（アンバンドリング）の慣行はCSA（コミッション・シェアリング・アレンジメント）と呼ばれ、米国や欧州ではこの10年間で定着してきた。CSAのもとでは、機関投資家は株式などの売買注文を執行してもらう証券会社に対し、総手数料を支払う。証券会社は総手数料のうち3分の1を売買執行の対価として受け取り、3分の2はリサーチ費用としてプールする。そしてこのプールしたリサーチ費用を機関投資家の指示に基づき、自社も含むさまざまなリサーチ提供会社に割り振って支払う。

2018年1月から適用されるMiFID2は売買執行手数料とリサーチ費用とのアンバンドリングをさらに強力に推し進める内容だ。MiFID2ではリサーチが「別売」になる。この結果、リサーチ費用は調査資料を実際にどれだけ利用したか、運用成績の向上にどれだけ寄与したか、という観点から決められるようになる。

欧州の機関投資家の多くがMiFID2の適用を機に、証券会社に支払うリサーチ費用を大幅に削減しようと考えている。代わりに自社所属のアナリストによる調査を強化したり、独立系リサーチ会社から調査を購入したりするなどの対応を検討している。

日本への影響は、ふたを開けてみなければわからない。ただ、日本では証券界が進める規制強化によってアナリストによる企業調査が難しくなり、2016年秋からは決算発表の直前に状況取材ができなくなった。2018年4月1日には企業がアナリストに未公表の重要情報を伝えた場合、直ちにホームページなどで公表を求めるルール（公平情報開示規制）も導入される。アナリストは企業から情報を得にくくなるかもしれない。

世界では証券会社所属のアナリストの手で、1日に平均で8,000もの調査リポートが執筆され、投資家向けに配信されているが、読まれているのはほんの数%だけだという。アナリストにとっては厳しい選別の時代が始まったのは間違いない。

〈もの言う株主〉

米投資ファンドのコールバーグ・クラビス・ロバーツ（KKR）は4月にTOB（株式公開買い付け）によって日立国際電気の株式の全株取得をすると発表した。しかし、その後に株価がTOB価格の2,503円を超えて推移したため、買い付けが延期になっていた。なぜ株価が2,503円にさや寄せしないのか不思議に思われていたが、9月になって「もの言う株主」として知られる米ヘッジファンドのエリオット・マネジメントが日立国際株を5%超保有したことが明らかになった。

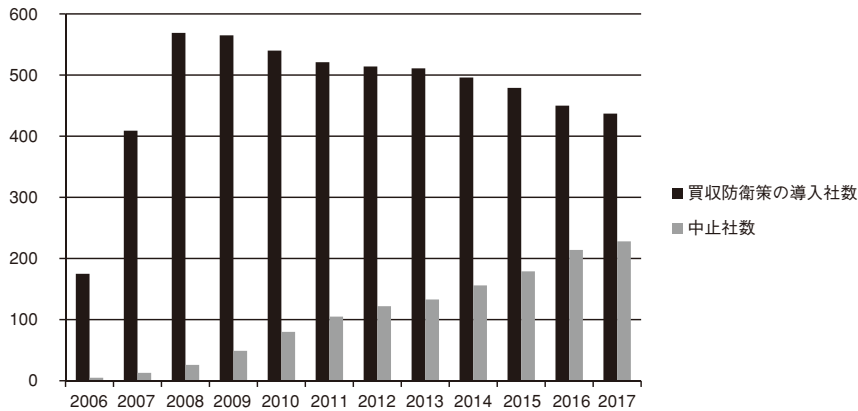
エリオットは332億ドル（約3兆6,000億円）の運用資産を持ち、世界の名だたる企業を相手に戦ってきた筋金入りのアクティビストだ。これまで韓国サムスン電子に巨額の特別配当の支払いや分社化を求めるなど、積極的に行動してきた。

9月11日に提出された大量保有報告書によると、取得したのは日立国際の発行済み株式の5.01%で、平均取得価格は2,570円とTOB価格を上回っていた。TOB価格を引き上げさせてさや取りを狙う「バンプトラージ」ではないかと受け止める向きもある。

大株主として名乗り出た後も株式を買い増し、10月12日までに保有割合を8.59%に引き上げた。一方、KKRは10月11日に2,503円だったTOB価格を2,900円に引き上げ、再び買い付けに乗り出した。その後の株価は3,000円を上回ったため、KKRは11月24日、TOB価格を3,132円に再び引き上げた。

このほか英シルチェスター・インターナショナル・インベスターズはアサツーディ・ケイ（ADK）株の17%を保有し、米投資ファンドのベインキャピタルが進めているTOBに

(図表 3) 買収防衛策の導入企業と中止企業



(出所) レコフデータ

反対を表明している。ベインキャピタルは10月3日から買い付け価格3,660円でADKに対し、TOBを実施している。

香港に拠点を置くヘッジファンドのオアシス・マネジメントは一時、パナホームの株式を9.2%保有し、パナソニックによる完全子会社化に反対した。パナソニックはオアシスの反対を受け、4月21日に完全子会社化の計画を株式交換から、TOBに変更した。オアシスはほかにも10月30日に、アルプス電気による車載機器大手アルパインの完全子会社化計画について、「買収価格が不公正」と反対を表明した。発行済み株式の約5%を保有するパナソニックグループに対しても11月にコスト管理の徹底などを求めた経営改善提案書を送った。

日本ではアクティビストというと、サッポロホールディングスに敵対的買収を仕掛けたスティーラー・パートナーズや、村上ファンドの村上世彰氏、Jパワー（電源開発）の株式を買い集めた英投資ファンドのザ・チルドレンズ・インベストメント・ファンド（TCI）を思い浮かべる人が多い。ここ数年はエリオットや、ソニーに経営再編を提案したサード・ポイントなど米国の洗練されたファンドが収益機会を求めて参入している。

当初、東京市場に登場したアクティビストは株式を買い集め、対象会社に敵対的TOBを仕掛けたり、委任状争奪戦に持ち込んだりするなど、揺さぶりをかける手法を取っていた。最近のアクティビストは経営陣にレターを送って経営改善を促すなど、企業経営陣との対話を重視し、中長期的な企業価値の向上を求めている。

アクティビストの行動に対する理解も広がってきた。株主総会での議決権行使の個別開

示が始まり、投資価値を引き上げるような株主提案ならば、国内の機関投資家も賛成票を投じるようになった。買収防衛策を廃止する企業も増えてきた。M&A助言会社のレコフによると、ピーク時の2008年末に569社を数えた買収防衛策の導入企業は、2017年4月末には437社まで減少した（図表3）。

アクティビストに狙われたときに慌てないようにするためには、日ごろから機関投資家との関係を重視し、味方に付けておくことが欠かせない。機関投資家からの対話要請に積極的に応じ、説得力のある成長戦略を共有していれば、いざというときに機関投資家がアクティビスト側に立つリスクも減るだろう。買収防衛策や株式持ち合いの強化で経営権を守る時代ではなくなったことは確かだ。

〈じわり広がるESG投資〉

環境（E）、社会（S）、ガバナンス（G）を重視するESG投資が日本でも徐々に広がってきた。ESG投資は欧州や米国、カナダで先行しており、世界の投資残高は約23兆ドル（約2,600兆円）と世界の運用資産の3割に迫っている。日本では投資リターンとの関係が明確でないとの理由で取り組みが遅れてきたが、ここにくて企業、機関投資家とも機運が高まっている。

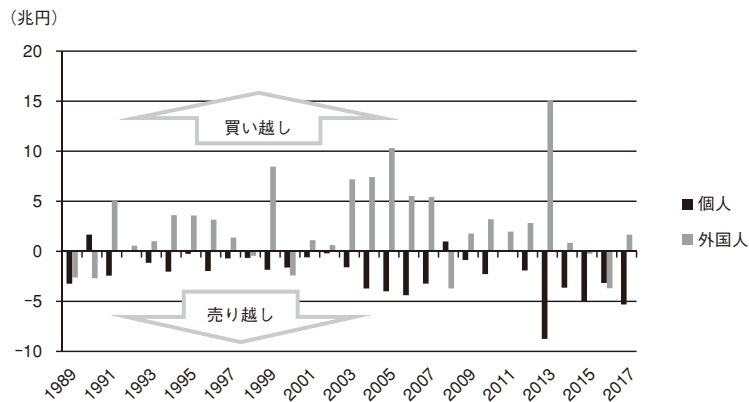
ESGの観点を経営に取り入れていない企業は、大きなリスクを抱えており、長期的に成長ができないというのが、ESG投資の発想だ。投資の手法には特定の企業を投資から除外する「ネガティブ・スクリーニング」、ESG評価の高い企業に投資する「ポジティブ・スクリーニング」など7種類があり、いずれも長期的なリターンの向上を目指している。

日本では2014年に機関投資家に責任ある行動を求める「スチュワードシップ・コード」が導入され、2015年9月には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）が国連責任投資原則（PRI）に署名してESG投資を重視する姿勢を打ち出した。

GPIFは国内株式で2017年6月末までに1兆円をESG投資に振り向け、将来は3兆円まで増やす方針だ。ポジティブ・スクリーニングの考え方にに基づき、MSCI日本株女性活躍指数、MSCIジャパンESGセレクト・リーダーズ指数、FTSEブロッサム・ジャパン・インデックスの3つの指数に連動するように運用する。

個人投資家もESGへの関心を高めている。野村證券が10月に発表した「ノムラ個人投資家サーベイ（2017年10月）」によると、45.2%が「株式市場は投資収益率が重要ではあるが、ESG要因もある程度考慮する必要がある」、21.0%が「株式市場においてESG要因を考慮することは、持続可能な成長を達成するうえで重要であり、投資収益率以上に考慮する必

(図表 4) 個人と外国人の株式売買



(注) 2004年までは東証1部のみ。2017年は11月第2週まで

要がある」を選んでいた。

9月には東京証券取引所にESG投資を目指す上場投資信託（ETF）が3本、上場された。「ダイワ上場投信－MSCI日本株女性活躍指数」「ダイワ上場投信－MSCIジャパンESGセレクト・リーダーズ指数」「ダイワ上場投信－FTSEブロッサム・ジャパン・インデックス」で、純資産総額は10月末現在で3本合わせて55億円となった。

機関投資家向けだが、8月にはアセットマネジメントOneがESGに着目した国内債券ファンドを設定した。潜在的なリスクを持つ投資先を排除するなどして、ダウンサイドリスクの低減を目指すという。

ESG投資に取り組む投資家が広がっているのを受け、財務情報と、経営戦略や社会貢献などの非財務情報を一体化した統合報告書を発行する企業が増えている。KPMGジャパンによると、2016年は前年を27%上回る279社が統合報告書を発行した。2017年はさらに多くの企業が発行を予定している。ESG指数に組み込まれ、投資の対象にしてもらうためには、ESGへの取り組みを積極的に開示することが欠かせない。

〈2018年に向けて〉

日経平均株価は1996年6月に付けたバブル崩壊後の戻り高値2万2,666円を上回り、株式相場には先高観が戻ってきている。上場企業の純利益は2018年3月期に続き、2019年3月期も過去最高を更新するとの見方が強く、PER（株価収益率）が15倍程度でも、日経平均は2万5,000円に届くとの見方がある。

ただ、株価が上昇しても、果実の多くは外国人投資家に持っていかれ、個人投資家など国内勢が受ける恩恵は限られている。バブル崩壊後の株式の投資部門別売買状況を振り返ると、外国人が累計で78兆円の買い越しになる一方で、個人の売り越し額は累計で58兆円に達した。個人の株式保有比率は2016年度に17.1%と過去最低になった（図表4）。

2018年は個人投資家の育成が改めて証券市場の課題になるのではないだろうか。なかでも重要なのは、30～40歳代の資産形成層の株主だ。2018年1月からはつみたてNISAがスタートする。投資信託を通じて多くの若手投資家の資金が株式市場に流入すると思われる。新しい投資家層が大きく育つことを期待したい。

2018年10月1日には全上場企業の株式の売買単位が100株に統一され、個別株投資がわかりやすくなる。売買単位の統一に合わせて、投資単位を東京証券取引所が望ましいとする5万～50万円の範囲に収めようと努力する企業が増えそうだ。

もっとも日本企業の国際競争力が徐々に低下しているのは、気になる。電気自動車（EV）や自動運転技術の開発、人工知能（AI）の導入、再生可能エネルギーの実用化など未来産業の分野で日本は先頭集団にいない。日本経済新聞社が日米独中韓の5カ国について、革新力を示す4つの指標（基礎研究力、応用開発力、稼ぐ力、新陳代謝力）を選び、2006年と2016年とを比較すると、日本の革新力は1.06倍と5カ国のなかで最も低い伸びにとどまった。

投資家がリスクマナーを株式に振り向けるには、投資先企業の成長ストーリーが必要だ。企業は過去最高の利益を上げても、多くを内部留保に回し、将来に向けての設備投資や人的投資に消極的だといわれている。2018年の株式相場の力強い上昇のためには、日本の将来を切り開く企業の積極的な行動が欠かせない。

