■コラム――■

2016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**

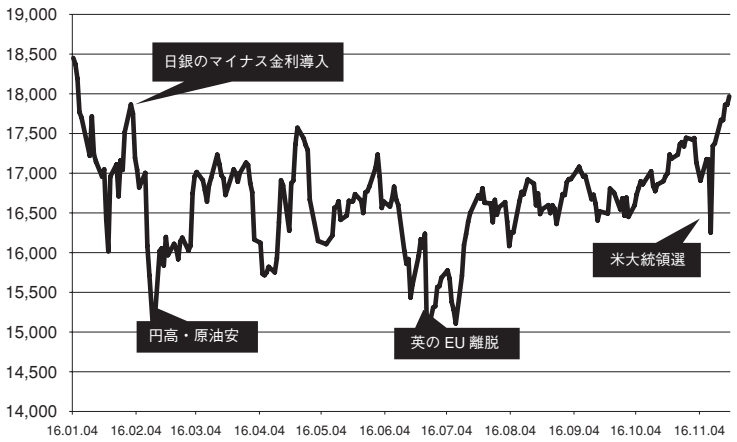
前田　昌孝（まえだ　まさたか）
1957年生まれ、1979年東京大学教養学部教養学科卒、日本経済新聞社に入り、産業部、神戸支社、証券部、ワシントン支局勤務などを経て1997年証券部編集委員、2010年日本経済研究センターに出向、2013年4月から現職。

2016年の東京株式相場は年初の急落後、下値を固める展開だった。円高の進行に加え、原油安や英国の欧州連合（EU）離脱問題が株価の足を引っ張った。11月に米大統領選でドナルド・トランプ氏が勝利すると、リフレ政策への期待から株価は回復基調に転じた。外国人投資家が年初から10月末までに日本株を約5兆7,000億円売り越し、これに対して信託銀行が約3兆5,000億円、事業法人が約1兆9,000億円買い越した。

2015年6月に導入されたコーポレートガバナンス・コード（企業統治指針）が2年目を迎え、さまざまなかたちで企業統治を強化する上場企業が増えた。公平な情報開示に向けてアナリストの行動指針が打ち出されたほか、高頻度取引（HFT）に対する規制論が検討された。海外の空売りファンドの上陸も話題になった。

株式市場では日銀など公的な買い手の存在感が高まり、公的マネーは東証1部上場企業の4社に1社の実質的な筆頭株主になった。4月から少額投資非課税制度（NISA）の未成年者版のジュニアNISAの取り扱いが始まったほか、新しいサービスとしてロボ・アドバイザーや個人版確定拠出年金（iDeCo）の売り込みが活発化した。

（図表１）2016年の日経平均株価の動き



〈11月までの株式相場〉

2016年は日経平均株価が年初から２月12日にかけて大きく下げた後、１万5,000円割れの水準を底値に一進一退を繰り返した。11月25日現在、年間高値は１月４日に付けた１万8,450円98銭、年間安値は６月24日に付けた１万4,952円02銭だった。円高による収益悪化懸念が株価の頭を押さえた。

少し詳しく2016年を振り返ると、１月から荒れて始まった。大発会では中東情勢の悪化による地政学的リスクの高まりに加え、中国株の下落を受けて、日経平均が582円安の１万8,450円と急落した。その後も１月６日には北朝鮮が核実験を実施し、東アジアの緊張の高まりを懸念したリスク回避の売りが広がった。

１月29日に日銀がマイナス金利の導入を決定し、直後には一時、日経平均が上昇した。しかし、２月に入り、欧米株式相場や原油価格の下落に加え、急激な円高で日本企業の業績悪化懸念が高まり、下げ基調を強めた。２月12日終値は１万4,952円61銭と１年４カ月ぶりの安値水準になった。ニューヨーク・ダウ工業株30種平均も２月11日には１万5,660ドルと2014年２月以来の安値を付けた。

２月26～27日に中国・上海で開かれた20カ国（G20）財務相・中央銀行総裁会議で、世界市場を安定させるために政策を総動員することで合意し、世界経済の先行き不安は和らいだ。しかし、４月に入ると日経平均はアベノミクス相場下で初の７日連続安に。円高による輸出企業の収益悪化懸念が足を引っ張った。その後、４月下旬にかけ、日銀の金融緩和期待で株式が買われたが、４月28日の金融政策決定会合で緩和見送りが決まると、失望

感から円高・株安が進んだ。

5月に入ると、中旬に3月期決算企業の決算発表が一巡し、26、27日の主要国首脳会議（伊勢志摩サミット）に向けて財政出動への期待が高まった。月末には円安進行もあって日経平均が1万7,000円を回復した。6月は英国が国民投票で欧州連合（EU）離脱を決めたのを受け、24日に日経平均は過去8番目の下げ幅に当たる1,286円33円安を記録した。同日終値は1万4,952円02銭と年初来安値を更新した。

7月も軟調スタートとなったが、8日発表の6月の米雇用統計が予想以上に好調だったことと、10日の参院選での与党の勝利を受けて株高基調を取り戻した。12日はニューヨーク・ダウが約1年ぶりに過去最高値を更新した。29日には日銀が上場投資信託（ETF）の買い入れ額を年3兆3,000億円から6兆円に増額し、株式相場も小高くなった。

8月は円高・株安でスタートしたが、日銀のETF買い入れにも支えられて、底堅く推移した。26日にイエレン米連邦準備理事会（FRB）議長がワイオミング州ジャクソンホールで講演し、「追加利上げの条件が整ってきた」と発言。これを受けて円安・株高が進行し、輸出の主力銘柄など大型株が上昇した。

9月は一時1万7,000円を回復したが、円高もあって高値は続かず、1万6,000円台半ばで一進一退となった。10月に入り、米国の製造業や非製造業の景気指標が好調なことから、12月に米国が利上げに踏み切るとの観測が強まり、円安・株高に結びついた。10月11日には日経平均が約1カ月ぶりに1万7,000円台を回復した。

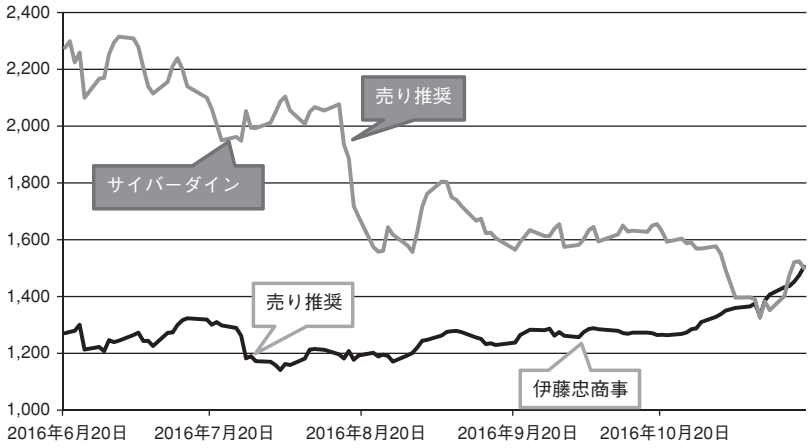
日経平均は外国人買いなどを支えに、10月28日に1万7,446円まで上昇した。11月8日に予定されていた米大統領選への不透明感から再び円高基調が強まると、売り物がちになり、11月4日には1万7,000円を割った。大統領選で大方の予想に反してトランプ候補が勝利すると、日経平均は一時、1,000円近く急落したが、米国株の大幅続伸などを受けてすぐに上昇に転じ、25日には1万8,381円と1月4日以来10カ月半ぶりの高値を付けた。

〈空売りファンドが登場〉

企業の不正会計を調査し、空売りを仕掛けたうえでリポートを公表する空売りファンドが日本に初めて登場した。最初に出てきたのは米グラウカス・リサーチ・グループで、7月27日に伊藤忠商事をやり玉に挙げ、過年度決算で利益の水増しを行っているとする調査リポートを公表。目標株価を前日終値の半値に当たる631円に設定し、「強い売り」を推奨した。

グラウカスが不正会計だと主張したのは3点だ。1つ目はコロンビアの石炭事業で、採

（図表２）伊藤忠商事とサイバーダインの株価



算が悪化したのに、銅鉱山への出資分を「関連会社投資」から「その他の投資」に変更し、1,531億円相当の損失の認識を回避したと指摘した。

２つ目は中国最大の国有複合企業、中国中信集団（CITIC）への投資に関して、CITICは中国の国営企業であり、伊藤忠は経営に対して影響力がないのに、持ち分法適用会社として連結決算に取り込むのはおかしいという主張だ。

３つ目は持ち分法適用会社である中国食品・流通大手の頂新グループの持ち株会社、頂新（ケイマン）ホールディングに関するものだ。伊藤忠は2015年３月期に連結対象から外し、約600億円の再評価益を計上したが、グラウカスは「会計上の利益は発生したが、経済実態的にも伊藤忠と頂新の関係に変化は生まれていない」と指摘した。

グラウカスのリポートは有価証券報告書や決算説明資料など公表済みの資料に基づいているという。伊藤忠の株価はリポート公表当日に一時10%下落した。伊藤忠は急きょ、27日の昼、「当社は適切な会計処理を実施しており、当社の見解とはまったく異なる」と反論するコメントを発表した。

さらに伊藤忠は４～６月期の決算を発表した８月２日の記者会見で、グラウカスの指摘に１つ１つ反論した。例えばコロンビアの石炭事業については「資源安のリスクを考えて（伊藤忠は）追加投資に応じなかった。（他の出資者が追加投資に応じ）株式の希薄化が起きる見込みとなったため、持ち分法投資から外した」という具合だ。

伊藤忠の反論が奏功したのか、９月５日には株価が1,263円と７月27日に急落する直前の1,262円を約１カ月ぶりに回復し、グラウカスの思惑は外れたかたちになった。11月に

は４～９月期決算の堅調を受け、株価は一段高になっている。

８月15日にサイバーダインの株価を「過大評価だ」と批判したのは、別の米国の空売りファンド、シトロン・リサーチだった。シトロンは①装着型ロボットの競争環境は厳しい②米食品医薬品局（FDA）の承認が遅れている③知的財産を保有していない、などと主張し、当時の株価（８月15日終値2,077円）を大幅に下回る目標株価300円を提示した。

これに対し、サイバーダインは８月19日に声明を発表し、シトロンのリポートの事実誤認をいくつか指摘した。例えば、シトロンがサイバーダインの装着型ロボット「HAL医療用」について、この市場で突出した競争力がないと述べた点について、サイバーダインは同製品をロボット医療機器と位置付けており、他社製品とは機能や目的、市場が違うなどと反論した。

シトロンのリポートに対しては「扇情的な表現や、当社を不当におとしめる品位に欠けた表現が多数用いられている」と批判し、「誤解があればこれを解いていく努力を惜しまないが、事実と異なる情報をことさらに発信する行為には、市場を惑わすものとして毅然として対応していく」と述べた。

その後もシトロンとサイバーダインとのやりとりは続いている。シトロンのリポート公表前には2,000円以上で推移していたサイバーダインの株価は下落基調となり、11月９日には1,281円の年初来安値圏を付けた。シトロンの成功を見て、続々と日本に空売りファンドが進出してくるとの見方もある。

空売りファンドの投資手法に対して眉をひそめる市場参加者も多そうだ。ただ、基本的には公開された財務情報に基づいて意見を述べているだけなので、「インサイダー取引」には当たらないし、誤った情報を意図的に流す「風説の流布」にも該当しない。大量に売買注文を出したり引っ込めたりして、株式などの取引が頻繁に行われているように誤解させる「相場操縦」にも当たらない。

今後も極端な売り推奨リポートが出てくる可能性がある。それを信じるかどうかも投資家の自己責任ということになる。2001年に破綻した米国のエネルギー大手エンロンの粉飾事件に、最初に警鐘を鳴らしたのも空売りファンドだったことを踏まえれば、空売りファンドには「市場をただす積極的な存在意義がある」といえるのかもしれない。

企業の情報開示が不十分で決算内容に疑問点が多いと、空売りファンドが収益チャンスと見て寄ってくる可能性がある。空売りファンドに対抗するには、企業が日ごろから正確な情報公開に努め、投資家との間で信頼感をはぐくんでおくことが不可欠だ。投資家も企業を見る目を養う必要があろう。

〈HFT規制〉

高頻度取引（HFT）に対する規制のあり方が2016年に金融審議会の市場ワーキング・グループで集中的に検討された。１秒間に何千回もの頻度で株式売買を繰り返すHFTについて、「相場急変動の要因の１つになっているのではないか」（麻生太郎財務・金融相）との問題意識が広がったためだ。

HFTは「アルゴリズム」と呼ばれるプログラムで自動的に執行される取引で、日本では東京証券取引所が2010年に次世代売買システム「アローヘッド」を導入し、注文処理にかかる時間を大幅に短縮したことで利用が拡大した。東証で注文の７割、成立する取引の４～５割がHFTになっているとされる。

HFTには市場に流動性や効率性をもたらし、適正な株価形成に資すると前向きに評価する声がある一方、相場の不安定化をもたらし、ボラティリティーを過度に高めるとの批判がついて回る。米国市場で2010年５月６日にニューヨーク・ダウ工業株30種平均が数分間で約1,000ドル下落してすぐに元の水準にまで戻る「フラッシュ・クラッシュ」が起きた。当初、HFTとの関係が取り沙汰されたことも規制論に結びついた。

規制は欧米が先行する。欧州では2014年４月に金融商品市場指令の大幅見直しが欧州議会で承認され、そのなかでHFT規制が盛り込まれた。規制のポイントは①通知義務や情報提供義務②システム整備とリスク管理③マーケットメーク規制④コロケーション規制――の４点。例えば①の通知義務に関しては、当局にアルゴリズム取引に従事することを通知するほか、必要情報の定期的、あるいは随時の報告、さらに発注、キャンセル、執行などに関する記録の作成・保存が求められている。

欧州連合（EU）加盟各国はこの第２次金融商品市場指令に基づく国内法を整備し、2018年１月３日に施行する段取りだ。

米国では商品先物取引委員会（CFTC）が2015年11月にレギュレーションATと呼ぶ新たな規則案を公表した。規制対象としてCFTC登録業者だけでなく、先物取引業者が提供する電子取引執行システムを用いて取引所に直接注文を出す（DMA）業者に広げ、リスク管理体制の整備や必要情報の報告を求めている。

金融庁では事業者を登録制とし、十分なシステム能力や誤発注対策を求めるほか、取引記録を一定期間保存することも義務付ける新ルールの導入を検討している。

〈アナリストの行動指針〉

日本証券業協会は９月20日、「協会員のアナリストによる発行体への取材等及び情報伝

達行為に関するガイドライン」を作成した。未公表の業績に関する情報収集を禁じるほか、意図せずに取得した場合も投資家に伝達せずに社内で適切に管理することなどが盛り込まれている。早耳情報の収集や伝達はアナリストの本来の仕事ではないというわけだ。

問題の発端は、１つは証券会社のアナリストらによる不適切行為だ。ドイツ証券は2014年12月ごろ、アナリストが東証１部上場企業から営業利益に関する概算の情報を入手し、電子メールで営業担当者や顧客に伝達していた。営業担当者はこの情報に基づいて３顧客に売買を勧誘し、すべての顧客が売買に応じていたという。

クレディ・スイス証券のアナリストは2015年９月に東証１部上場企業が業績予想を上方修正するという情報を入手し、営業担当者や顧客に伝えていた。営業担当者はこの情報に基づいて30以上の顧客を勧誘した。ともに証券取引等監視委員会が行政処分を勧告し、金融庁が業務改善命令を出した。その後、東京証券取引所と日本証券業協会が過怠金を科した。

こうした行為に対し、日本証券業協会には証券会社などから「個別企業の分析、評価等を行いアナリスト・リポートを執筆するというアナリスト本来の姿から乖離（かいり）し、市場の透明性・公平性の確保の点から問題となりうるプラクティスではないか」との声が寄せられたという。

もう１つは企業の情報開示のあり方を検討してきた金融審議会のディスクロージャー・ワーキング・グループから、「日本でもフェア・ディスクロージャー・ルール（公平情報開示規則）の導入を具体的に検討する必要がある」との検討結果が報告されたことだ。

まとまったガイドラインでは、まず発行体からの情報取得のあり方についての考え方を示し、次に顧客への情報伝達行為についての考え方を示している。

情報取得のあり方に関しては「未公表の決算期の業績に関する情報の取材等は例外を除き行わないこととする」「未公表の決算期の業績以外に関する定量的な情報（公表もしくは公開・公知となった情報を除く）のうち、業績が容易に推測できることとなるものは取材等しないこととする」と規定している。

逆にいえば、取材可能な情報は①定量的情報のうち、未公表の決算期の業績と無関係な情報②公表済みの決算期の情報③未公表の決算期の情報であって業績以外に関する定性的な情報④来期以降の通期・中期計画や将来予想など――となっている。

発行会社からの自発的提供やラージミーティングでの説明など、意図せずに取得した未公表の重要情報については、審査担当者や管理部門に報告することによって、社内で適切に管理しなければならないという。

情報伝達行為については、「公表済みのアナリスト・リポートに記載がなく、投資判断に影響を与える可能性がある情報などは、（アナリスト・リポート以外の方法で）伝達してはならない」「公表済みのアナリスト・リポートと矛盾せず、かつ投資判断に影響のない範囲の情報は伝達してよい」との考え方を示している。

要は、業績に関する早耳情報は取材してはならないし、アナリスト・リポートの内容と異なる情報を一部の顧客に選択的に提供してはならないというわけだ。

このガイドラインの制定に合わせて、金融庁では10月21日に金融審議会・市場ワーキング・グループの「フェア・ディスクロージャー・ルール・タスクフォース」の初回の会合を開き、公平情報開示規則の策定に向けて議論を始めた。米国でレギュレーションFDの名で2000年に導入された規則の日本版を考えている。

上場会社に順守を求めるもので、上場会社がアナリストなど特定の人に未公開の重要情報を提供した場合、ホームページなどで速やかに同じ内容の公表を求めるのが柱だ。一部からは上場企業がアナリストらの取材に応じるのに消極的になり、市場に生きた情報が流れなくなるとの懸念も寄せられるが、欧米ではフェア・ディスクロージャーのほうが重要だと割り切っている。2017年の通常国会に金融商品取引法の改正案を提出して2018年にも導入する考えだという。

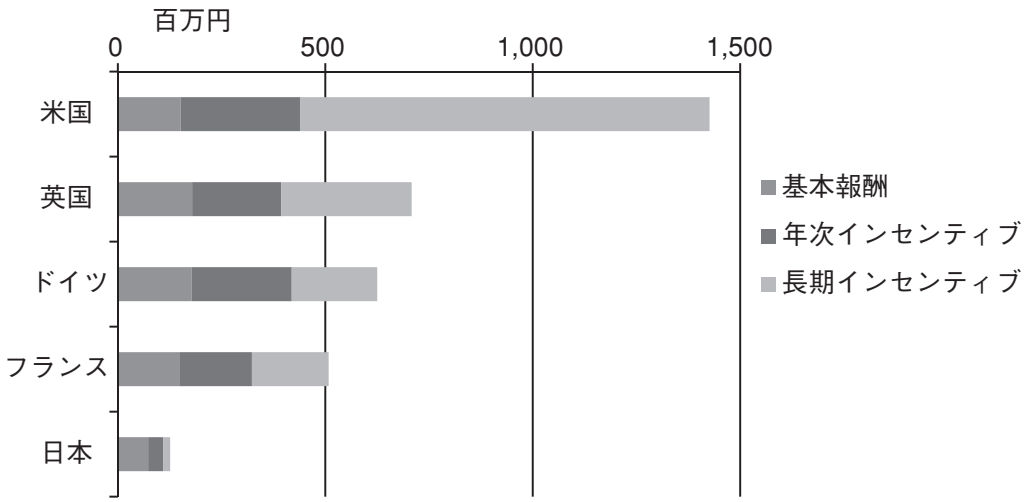
〈コーポレート・ガバナンス〉

コーポレートガバナンス・コード（企業統治指針）が2015年６月に導入され、同年はガバナンス元年といわれたが、２年目の2016年は制度の定着に重点が置かれている。金融庁も「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」を2015年９月から2016年11月にかけて10回開催し、実のある改革に結びつけようとしている。

１つ目の変化は企業統治指針の73項目のすべてに取り組む企業の割合が高まったことだ。QUICK・ESG研究所が日経平均株価の採用企業のうち３月期決算の193社を対象に調べたところ、2016年７月時点で全73項目を順守したのは全体の60％に当たる115社で、2015年12月時点の30社から大幅に増えた。なかでも、取締役会が機能しているかどうかを自社や外部機関がチェックする企業が82％と、2015年12月の47％から急増したという。

２つ目の変化は、報酬委員会を設けて役員報酬の決定手続きを透明にする企業が増えたことだ。企業統治指針では原則４－２で「中長期的な会社の業績や潜在的リスクを反映させ、健全な企業家精神の発揮に資するようなインセンティブ付けを行うべきである」と規

（図表３）日米欧CEO報酬比較



（注）売上高１兆円以上の企業の報酬。ウイリス・タワーズワトソン調べ

定している。

報酬委員会には２種類ある。１つは指名委員会等設置会社が作る報酬委員会で、会社法で設置が義務付けられており、決定には法的拘束力がある。もう１つは企業が任意に設ける報酬委員会で、法的な拘束力を持たない。急増しているのは後者のケースだ。

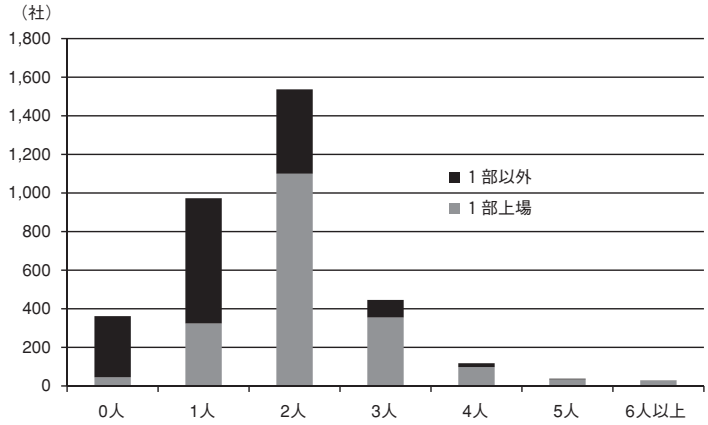
任意の報酬委員会は2016年８月までで591社が設けた。法定の報酬委員会を合わせると、導入企業は660社と2015年の約３倍に増えた。報酬委員会の設置と合わせて株式報酬制度を導入する企業が多く、欧米に比べて低いといわれる日本の役員報酬の引き上げにつながる動きとして注目される。

実際、自社株を役員に直接付与する株式報酬制度を導入する企業が急増している。三菱UFJ信託銀行によると、2015年６月末に約70社だった株式報酬制度の導入企業数が2016年６月末には230社前後に増え、2017年は累計500社を超える見通しだという。

一定期間、第三者へ売却できない譲渡制限付き株式を報酬として導入する企業も出てきた。自己資本利益率（ROE）や純利益など中期計画で定めた目標の達成度合いに応じて譲渡制限が解除される仕組みで、未達分は無償で会社に返還する。2016年４月に解禁されたばかりだが、すでに三菱地所や横河電機など７社が導入を表明した。

３つ目の変化は、株式持ち合いの解消に取り組んだ企業が増えたことだ。企業統治指針では原則１－４で「いわゆる政策保有株式として上場株式を保有する場合には、政策保有

（図表４）独立取締役の人数別の企業数



（出所）東京証券取引所「コーポレート・ガバナンス情報サービス」

に関する方針を開示すべきである」などと規定し、保有の狙いや合理性を具体的に説明するように求めている。

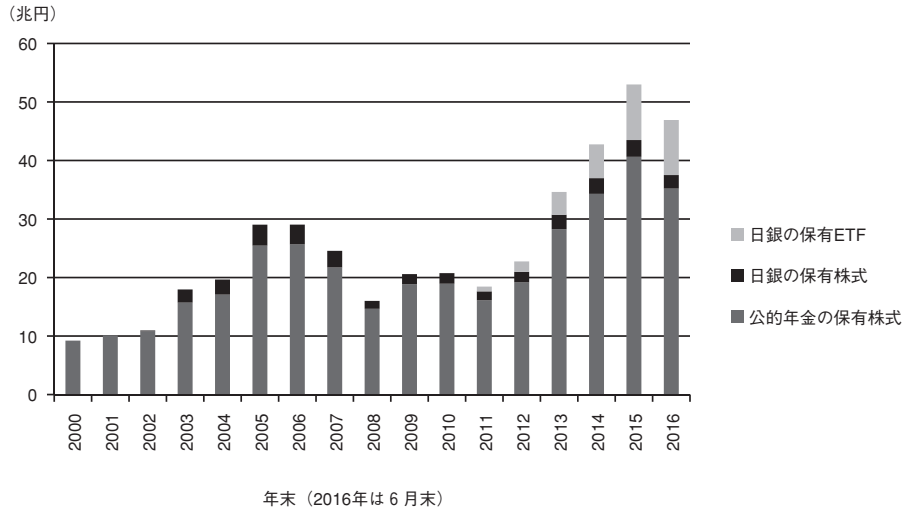
日本経済新聞社が2006年以降の状況を継続比較できる３月期決算の2,194社を調べたところ、2015年度末の保有株（子会社・関連会社株を除く）の合計は46兆5,000億円で、2014年度末の54兆4,900億円から８兆円近く減少した。

2015年度は東証株価指数（TOPIX）が約13%下落したため、株安による目減り分を除いた実質的な売却額は１兆600億円になったと試算している。株式を減らしたと見られる企業は1,024社と全体の47%になった。

４つ目の変化は社外取締役の導入が進んだことだ。企業統治指針では原則４－８で、独立性の高い社外取締役を２人以上選任するように求めている。東京証券取引所によると、独立取締役数は11月15日時点で6,245人と、全取締役の20%強になった。全企業の89.7%が独立取締役を選任し、２人以上選任する企業も61.9%に達する。東証１部上場企業に限れば、81.4%の企業が２人以上選任している。

ただ、まだ企業統治の体裁が整っただけで、中身の改革はこれからだとの指摘も多い。増配や自社株買いに取り組む企業が増えたこと、中期経営計画にROEの目標を設定する企業が増えたこと、不採算事業や非中核事業の売却に乗り出す企業が増えたことなど、前向きの変化は見えている。良い流れが上場企業全体に広がることが今後の課題といえるだろう。

（図表５）公的資金の株式保有



（出所）日本銀行「資金循環統計」

〈公的マネーの存在感〉

日本経済新聞社の試算では、公的年金を運用する年金積立金管理運用独立法人（GPIF）と日銀を合わせた公的マネーが、東証１部上場企業の４社に１社の実質的な筆頭株主になっている。

GPIFの基本ポートフォリオは運用資産約130兆円のうち、25%を日本株に振り向けることになっている。日銀は金融緩和策の一環として、2010年12月から上場投資信託（ETF）を買い入れているが、７月29日の金融政策決定会合で年間の買い入れ額を３兆3,000億円から６兆円へと増額した。

GPIFと日銀は信託銀行などを通じて間接的に株式を保有しているため、株主名簿には記載されないが、GPIFによる保有銘柄の公表データや、日銀が購入するETFの銘柄構成比を組み合わせて日本経済新聞が独自に試算したところ、公的マネーは東証１部1,970社のうち474社の筆頭株主になっているという。

公的マネーは東証１部の時価総額の７％強を占めている。銘柄別に保有比率が特に高いのは、TDK（17%）、アドバンテスト（16.5%）、トレンドマイクロ（15.0%）、横河電機（14.2%）、日東電工（14.2%）などだ。

日銀は毎日12億円ずつ、「設備投資や人材投資に積極的な企業を支援するためのETF」を購入しているほか、株式相場が下落した日を中心に、東証株価指数（TOPIX）などの

株価指数連動型ETFを１回700億円強、購入している。

このため、株式市場では毎日、「今日は日銀のETF買いが入るかどうか」が話題になる。2016年８月には総額で3,786億円、９月には総額で8,303億円、10月には総額で3,068億円のETFを購入した。日銀の元本ベースの保有額は10月末現在で10兆2,067億円に達する。

東証１部の売買代金は１日平均２兆円強だから、日銀の買いの株式需給への影響は大きく、先回り買いなどが入ることもある。大手証券では年間６兆円の買い入れで、日経平均が2,000～3,000円押し上げられると試算している。

大量の公的マネーの存在で株式市場の機能が損なわれるとの懸念もある。特に問題になるのは、GPIFも日銀も個々の企業の業績などに関係なく、株価指数連動型で大量の資金を投じていることだ。自由な市場で形成されるはずの株価がゆがむ、つまり、市場の価格発見機能が損なわれる恐れがある。

株価指数に採用されているという理由だけで資金が投じられるため、業績が悪い企業でも株式が買われ、市場による選別が働かないことも問題だ。「企業を甘やかしていることになる」と語るストラテジストもいる。

将来、日銀が買い手から売り手になった場合に、円滑に売れるかどうかを懸念する声もある。「ETFをスムーズに売れる環境にならなければ、売らないだろうから、心配する必要はない」との声も出ていたが、大丈夫だろうか。

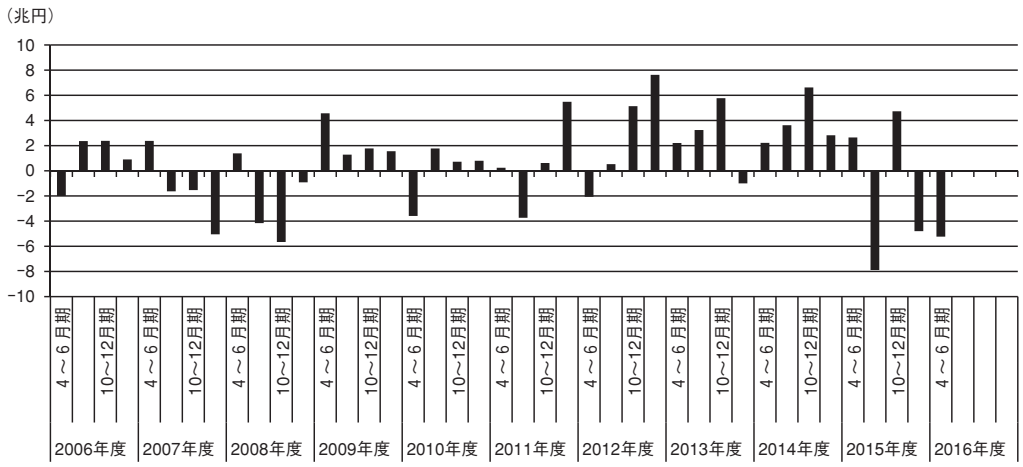
実は日銀は2016年４月から、過去に銀行の経営不安を和らげるために買い取った株式１兆3,500億円弱（簿価）の売却に取り組んでいる。営業毎旬報告によると、10月31日時点の残高は１兆2,480億円弱（同）だから、７カ月で元本が1,000億円ほど減った計算だ。今後10年かけてゆっくり売る計画である。

ETFも売却の際には細心の注意が払われるのだろうが、銘柄によっては「日銀の売りが控えている」というだけで、株価の天井が低くなってしまう恐れがある。購入時よりも売却時のほうが株式市場に与える影響は大きいのではないだろうか。

〈公的年金の運用損失〉

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）の2016年４～６月期の運用実績は、５兆2,342億円の赤字となった。１～３月期に続いて２期連続の赤字で、英国による欧州連合（EU）からの離脱決定などで加速した円高・株安が響いたという。2001年度に市場運用を始めてからの累積収益は40兆1,898億円の黒字だが、2014年10月に資産構成に占める株式の割合を２倍に増やして以降の累積損益では１兆962億円のマイナ

（図表６）年金積立金の運用損益



（出所）年金積立金管理運用独立行政法人

スと、残念な「途中経過」になっている。

４～６月期は資産別では国内株が２兆2,574億円、外国株が２兆4,107億円の赤字となった。外債も円高が響いて１兆5,193億円の赤字となり、国内債だけが9,383億円の黒字を確保した。この結果、６月末時点の運用資産は129兆7,012億円と、１年前の2015年６月末の141兆1,209億円と比較して11兆4,197億円減少した。

2014年10月31日に発表した運用改革は、国内債券に偏った運用を改め、年金給付の原資を増やすことを狙っていた。具体的には基本ポートフォリオ（資産構成割合）を見直し、国内株式と外国株式の割合をそれぞれ従前の12%から25%に引き上げた。外国債券も11%から15%に引き上げ、国内債券を60%から35%に大幅に引き下げた。

長期的に積立金の実質的な運用利回り（積立金の運用利回りから名目賃金上昇率を引いたもの）1.7%を最低限のリスクで確保することを目標とし、このような資産構成を定めたというのが、2014年10月時点での説明だ。

過去を振り返ると、四半期の運用実績で最も悪かったのは、2015年７～９月期で７兆8,899億円の損失だった。リーマン・ショック後の2008年10～12月期に計上した５兆6,601億円の損失を上回った。基本ポートフォリオを見直し、積極的にリスクをとる運用に乗り出しているのだから、損益の振れが大きくなるのはやむを得ないが、将来、挽回できないと、結局は将来の公的年金の支給額に跳ね返ってくる。

2015年度の公的年金は初めてマクロ経済スライドが適用された支給率になった。本来な

らば支給額は物価の上昇に合わせて2.3%の増加となるところだったが、ここからマクロ経済スライドによる0.9%（現役世代の減少や平均余命の伸び率から算出）と、過去の物価下落時に年金額を下げなかった「払いすぎ」の特例措置の解消に向けた0.5%をそれぞれ差し引いて、0.9%の増額に抑えたのである。

2016年度は消費者物価の上昇率が鈍り、賃金も減少したため、マクロ経済スライドの実施要件を満たさなかった。ただ11月に衆議院で審議が始まった年金制度改革関連法案には、年金の支給額を減額する新ルールが盛り込まれた。現行では物価が上がって賃金が下がった場合、年金は据え置かれた。双方とも下落して賃金の下落幅が大きい場合は、下落率の小さい物価に合わせて年金額を改定してきた。新ルールではどちらのケースも賃金の下落幅に合わせて減額するという。

公的年金に多額の運用損失が出たからといって、ただちに年金の支給額に反映するわけではない。年金財政の安定に必要なのは、長期的なリターンの確保であり、四半期ごとの数字に振り回される必要はない。多額の運用損失もルールを守ってきちんと運用した結果ならば、納得せざるをえないだろう。

とはいえ、少子高齢化が急速に進むなか、公的年金制度の持続可能性は揺らいでいる。GPIFは2016年、初めて保有銘柄リストを公表するなど、資産運用の透明性向上に力を入れ始めた。課題だったガバナンス改革は公的年金制度等改革法案に盛り込まれた。GPIFによる株式のインハウス運用も検討課題になっている。制度の安定に向け、アカウンタビリティー（説明責任）を果たすことが何よりも重要だ。

〈iDeCoめぐり資金獲得競争〉

銀行や証券会社はマイナス金利の導入やインフレ期待の高まりを背景に、預貯金から投資信託や株式などに資金をシフトする個人投資家が増えると見ている。特に、2017年１月から公務員や専業主婦も含め、60歳未満ならば誰でも個人型確定拠出年金「iDeCo（イデコ）」に加入できるようになるため、この資金獲得競争が熱を帯びそうな気配だ。

iDeCoは60歳になるまで引き出せない代わりに、掛け金が全額、所得控除の対象になり、運用期間中の利息、分配金、値上がり益が非課税になる。受け取り時にも一時金で受け取る場合は退職所得控除、年金で受け取る場合は公的年金等控除が受けられるという有利な資産形成手段だ。

ただ、開設時に加入手数料として国民年金基金連合会に2,777円支払う必要があるほか、開設後も国民年金基金連合会に年1,236円（月103円）、事務委託先金融機関（信託銀行）

に年768円（月64円）、運営管理機関（金融機関など202社）に月０～700円の手数料を支払う必要がある。

手数料のうち、運営管理機関の手数料は金融機関によって大きく異なっており、iDeCoへの取り組み姿勢の違いが明確に表れている。例えばスルガ銀行では個人別管理資産が50万円以上の場合、月額270円の手数料がゼロになる。SBI証券も個人別管理資産が50万円以上の場合、月額324円の手数料をゼロにしている。

新しくiDeCoを取り扱う楽天証券は個人別管理資産が10万円以上の場合、月額226円の手数料をゼロにする。アセットマネジメントOneの低コスト投信シリーズなどを運用対象の商品群に加え、トータルで運用コストを引き下げることを狙っている。

対面営業の金融機関も新制度の開始に備え始めた。例えば三井住友銀行は９月１日から全国の本支店窓口、ホームページ、コールセンターで「SMBC個人型プラン」の取り扱いを始めた。バランス型５本など合計16本の運用商品を用意し、多様な運用ニーズに応えられる体制を整えた。定期的に加入者向けセミナーを開催するなど、継続教育にも力を入れるという。

りそな銀行は2017年１月から、月額316円の運営管理機関手数料を２年間、ゼロにするキャンペーンを開始する予定だ。２年間の無料期間終了後も掛け金の引き落とし口座をりそなグループの金融機関に指定するなど、一定の条件を満たす場合は毎月の手数料を54円割り引きする。

2007年１月に新制度が始まると、同様のキャンペーンに取り組む金融機関がさらに増えると思われる。投資家がどこに口座を開くかを選択するポイントは、運営管理機関手数料が安いことと、運用対象の商品群に低コスト投信がそろっているかどうかだ。長期間の運用なので、わずかな手数料の差が大きな受け取り金額の差になって表れる。顧客の囲い込み競争が激しくなりそうだ。

〈ロボ・アドバイザー元年〉

証券投資の初心者を取り込もうと、ロボ・アドバイザーによる投資指南も本格的に始まった。富裕層向けに信託銀行や証券会社が提供しているラップ口座の廉価版だ。１万～10万円程度の少額から投資でき、運用コストも安いサービスに若い投資家の関心が集まっているという。

みずほ銀行は2015年10月から「スマートフォリオ」の名称で、顧客が年齢・年収・金融知識などの質問に答えていくと、コンピューターがリスク許容度を分析のうえ、適切な投

信ポートフォリオを提示するという無料サービスの提供を始めた。同行の狙い通り、利用者全体の65%を24～54歳の資産形成層が占めているという。

自動運用（一任勘定での運用）は付いていない。提示された分散投資のアイデアに沿って自分で投信の購入を申し込む。みずほ銀行のオンラインサービス「みずほダイレクト」に加入していれば、複数の投信の購入や解約が一括で注文できるという。

「お金のデザイン」という社名の金融ベンチャーが提供しているロボ・アドバイザー「THEO（テオ）」は、顧客が９つの質問に答えると、海外の上場投資信託（ETF）を通じて、世界86カ国62通貨圏の11,000銘柄から最適な運用対象を選び出し、実際に一任勘定で運用する仕組みだ。運用報酬は預かり資産の１%に当たる投資一任報酬プラス組み入れたETFの信託報酬。最低投資金額は10万円という。

楽天証券は「楽ラップ」の名称で７月２日からロボ・アドバイザーによる運用サービスに乗り出した。インターネット上で15個前後の質問に答えると、新興フィンテック企業と共同開発した診断ツールが、最適な投資スタイルを提示するという。その後、顧客と投資一任契約を結び、低コストのインデックスファンドへ分散投資をする仕組みだ。運用報酬は投信の信託報酬を含めて年１%を切る水準に、最低投資金額は10万円に設定した。

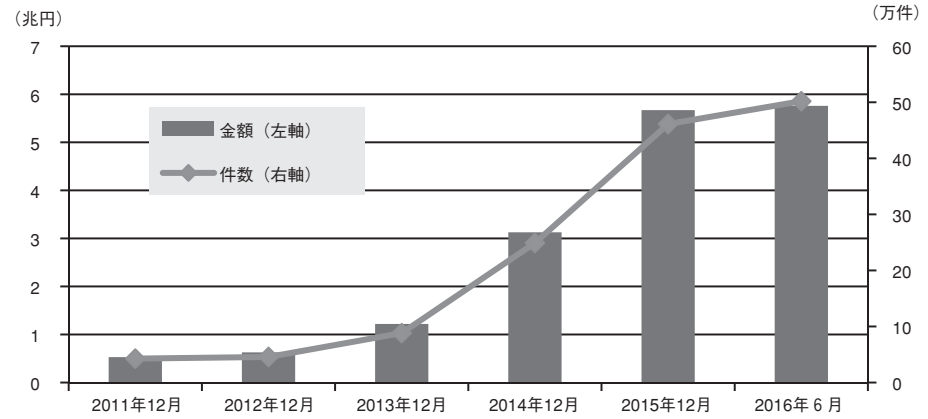
マネックス証券も９月17日からロボ・アドバイザー「MSV LIFE」の提供を始めた。マネックスグループが2015年８月にクレディセゾン、米バンガード・グループとともに設立した「マネックス・セゾン・バンガード投資顧問」が運用に当たり、バンガードのETFなどを組み入れる。運用報酬は投信の信託報酬を含めて１%を切る水準に、最低投資金額は投信並みの１万円に設定した。

野村證券も11月14日からロボ・アドバイザー事業に参入した。平日に支店に来られない会社員や投資に関心のある若年層の利用を見込むという。支店で個人投資家に資産運用を提案するときの支援ツールとしても活用する計画だ。

このほか類似のサービスを提供するところが相次いで登場している。問題はコストを上回るパフォーマンスが達成できるかどうかだ。オンライン証券によると、「お試しで少額から始める人が多い」という。「会社としては、契約残高が数百億円にならないと、採算が合わない」としているが、残高の増加はパフォーマンス次第でもある。大型商品に育つかどうか、まだ何ともいえない。

一方、ここ数年、契約が急増していた対面営業でのラップ口座は、2016年に入って伸び悩んでいる。６月末現在で契約件数が前年末比8.8%増の50万1,977件、金額が同1.6%増の５兆7,596億円となった。2015年末まで件数、金額とも毎年倍々ゲームで伸びており、こ

（図表７）ラップ口座の契約件数と金額



（注）一任契約のみ、日本投資顧問業協会調べ

こにきて急ブレーキがかかったかっこうだ。

対面営業でのラップ口座は、口座管理や一任運用の手数料と、組み入れる投信の信託報酬を合わせると、毎年、残高の２～４％の手数料を徴収されることが多く、低コストを目指しているロボ・アドバイザーとは対極のサービスだ。富裕層を意識し、最低契約金額も300万～1,000万円に設定しているところが多い。

証券会社などの営業担当者が介在することによる「安心料」を払うか、ロボ・アドバイザーの提案に従って低コスト運用を目指すかは、投資家一人ひとりの好みの問題だが、いずれにしても顧客が受け取るリターンが支払う手数料を上回らなければ、ビジネスとして長続きしない。

米国では対面営業でのラップ口座は主に富裕層向けサービスとして活用されており、大手証券会社の主力商品といえるところまで育っている。一方、ロボ・アドバイザーには20社強が参入し、有償サービスを提供しているが、単独で黒字を計上しているところはないといわれる。日本でもしばらくは手探り状態が続くかもしれない。

〈2017年に向けて〉

米国の大統領選では大方の予想に反してトランプ氏が勝利した。米国の株式相場は同氏が唱える大型減税やインフラ投資、規制緩和をはやして最高値に進んだが、財政上の制約もあり、公約の実行は容易ではないだろう。移民政策や通商政策に排外主義・保護主義が持ち込まれれば、世界の景気が冷える恐れもある。

欧州でも３月までに英国が欧州連合（EU）離脱を正式に通告し、離脱交渉がスタートする。ポピュリズム（大衆迎合主義）が台頭するなか、４～５月にはフランスの大統領選挙、６月にはフランスの国民議会選挙、９月にはドイツの連邦議会選挙が予定され、場合によってはEU崩壊の危機に直面するかもしれない。

中国の成長鈍化も引き続き懸念される。新興国の景気回復はまだ軌道に乗っていない。海外からの逆風を跳ね返すためにも、日本はデフレ脱却を急がなければならない。「所得・雇用環境は堅調」（内閣府）というが、社会保障負担の増加と将来不安を背景に個人消費の伸びは鈍く、消費者物価の押し上げに至っていない。

2017年の日本経済が前に進むためには、企業が攻めの経営に取り組むことが欠かせない。2016年も非コア事業を売却するなど、「選択と集中」によって勝ち残りを目指す企業が相次いだ。これからも自己資本利益率（ROE）の10%乗せを目標に、設備投資やM＆A（合併・買収）と株主還元に積極的に動く必要がある。

株式市場が高く評価するのは、ESG（環境、社会、ガバナンス）に配慮しながら、前向きで透明度の高い経営に取り組む企業群だ。2018年３月期に上場企業の純利益が10%伸びるのならば、日経平均が２万円を超えても不思議ではない。大幅な円高が回避できれば、その可能性は十分にあるだろう。