

東京市場の残された課題

マーケットエッセンシャル 主筆 **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、2022年1月末に嘱託定年で退職するまで記者、編集委員として主に証券分野の記事を執筆。この間、2010年から13年まで日本経済研究センターに出向。2022年2月に独立して新メディアを立ち上げ。

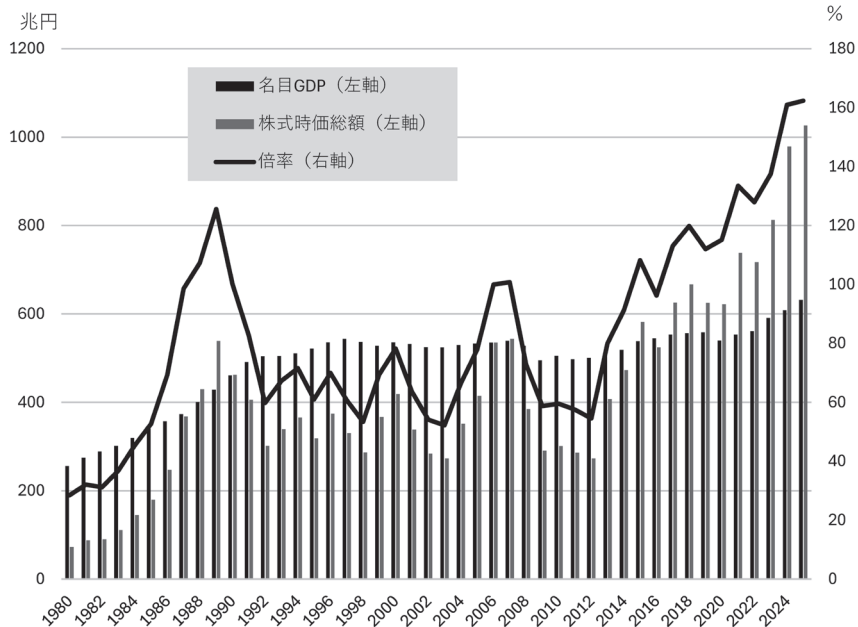
2025年の東京株式相場を振り返ると、日経平均株価が初めて5万円台に乗せ、売買代金も過去最高になるなど、記録づくめだった。しかし、日本の景況感が好転したわけではなく、株式相場と実体経済との乖離は、経済と市場の両方の歪みを浮き彫りにしている。上場廃止企業が過去最高になったのも、ご都合主義で市場を整備してきたツケが回ってきたからではないだろうか。

＜実体経済の鏡のはずなのに＞

図表1は東京株式市場の時価総額と日本の名目国内総生産（GDP）の推移を示している。時価総額の月末値の年平均値と年間のGDP（暦年）との比較だが、2025年は時価総額が1026兆円、GDPが632兆円で、時価総額をGDPで割った倍率は162%と過去最高になっていた。

時価総額を名目GDPで割った値は、米国の著名投資家ウォーレン・バフェット氏が株式相場の過熱度を測る数値として注目していることから、「バフェット指標」とも呼ばれている。100%超を過熱領域だと判定するが、米株式市場のバフェット指標は200%を超えているため、東京市場の過熱度は米国ほどではない。時価総額もGDPも一応、右肩上がりで伸びていて、矛盾が拡大しているわけではない。

(図表 1) 株式時価総額と名目GDP



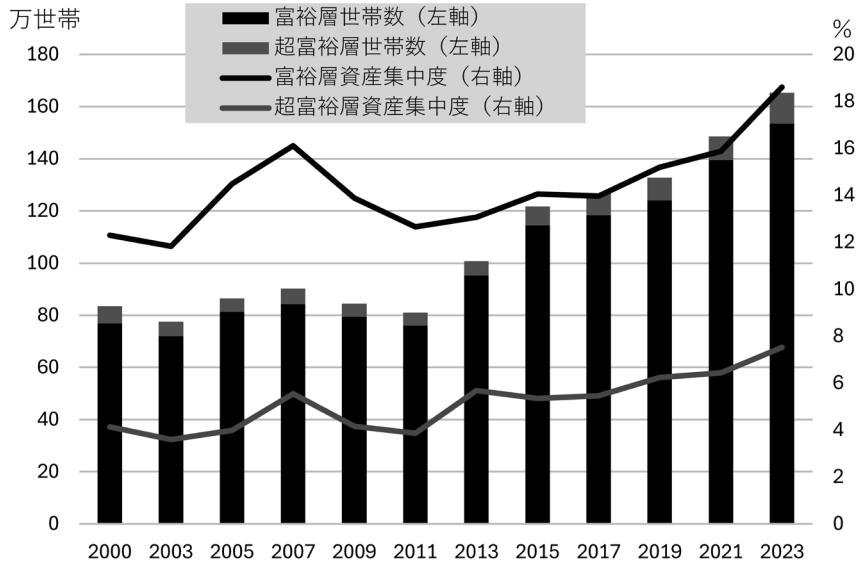
そうはいつても、人々の景況感との差は大きい。街角の景況感ともいわれる内閣府の景気ウォッチャー調査の現状判断指数 (DI) は11月11日に公表された10月調査の値が49.1と、「良い」と「悪い」の境目とされる50を引き続き下回った。簡単な調査ながら速報性が高い内閣府の消費者マインドアンケート調査では、11月25日公表の11月分の結果を見ると、回答を寄せた63人のうち31人 (49.2%) が半年後の暮らし向きは悪化方向だと答え、57人 (90.4%) が1年後の物価は上昇していると答えていた。

景況感の問題だけでなく、厚生労働省が11月6日に公表した9月の毎月勤労統計調査でも、実質賃金は前年同月比1.4%減と9カ月連続のマイナスを記録していた。多少の賃上げがあったとしても、物価の上昇には追い付かず、国民生活の厳しさが増していることを意味している。

<株高は何を映しているのか>

なぜ株高と景況感のもたつきが同居しているのだろうか。その1つの説明は、株高は実体経済の一部しか映していないのではないかということだ。平均的な勤労者の実質賃金はマイナスが続いているのに、東京都心部の新築マンションの分譲価格が1億円を超えて上

(図表2) 富裕層・超富裕層の世帯数と資産集中度



昇していることが示すように、資金の偏在が特定の資産価格を押し上げている。

金融資産の多寡と景況感とは直接の関係がないかもしれないが、野村総合研究所が2月13日に公表した2023年の「国内の金融資産に関する調査」によると、前回の2021年時点の調査に比べ、富裕層・超富裕層の世帯数は11.3%増の165万3000世帯に、純金融資産保有額は28.8%増の469兆円になったという。

隔年に実施しているこの調査のデータは2000年にさかのぼることができる。図表2に示すように、リーマンショック（2008年）の影響が残った年などを除いて、富裕層・超富裕層の世帯数も純金融資産集中度も右肩上がりに増えている。なお野村総研では富裕層は家計の金融資産から住宅ローンなどの負債を引いた純金融資産保有額が1億円以上5億円未満の世帯、超富裕層は5億円以上の世帯と定義している。

富裕層・超富裕層の増加の理由として、野村総研では株式相場の上昇を受けて「いつの間にか富裕層」になった人たちと、都市部居住で世帯年収3000万円以上の大企業共働き世帯に代表される「スーパーパワーファミリー」の増加を反映していると分析している。

株式相場は2025年にかけてさらに大幅に上昇しているため、次回2027年春に公表される2025年時点の調査では「いつの間にか富裕層」は一段と増加しているであろう。本来ならば株高に伴う資産効果は消費増につながり、景気を浮揚させるはずだが、「いつの間にか

富裕層」は以前からの消費パターンを大きく変えるわけではないし、「スーパーパワーファミリー」も将来不安を抱え、消費の拡大には限度がある。

消費に回らない余剰な資金は、必ずしも直接、株式市場に向かわなくても、金融機関に預け入れられることで金利上昇を抑制し、株式相場の押し上げ要因になっていく。将来不安が資産効果の発揮を抑え、株高が株高を呼ぶ構図を築き上げているようなものだ。都心のマンション価格の高騰も将来不安の裏返し現象かもしれない。

<米国型社会への道を歩む>

株高と景況感のもたつきの同居は、決して矛盾しているのではなく、景況感もたっているからこそ株式相場が上昇しているのではないかという説明も可能だ。

株式相場と実体経済とのかい離は日本よりも米国のほうが著しいとの指摘もある。米国では中間層の没落が1970年代から始まったと言われている。1969年末のニューヨーク・ダウ工業株30種平均は800.36ドル、1979年末は838.74ドルだったから、当時はボックス相場の10年間だった。

それからほぼ半世紀が過ぎ、ダウ平均は約50倍にもなったが、中間層の没落はなお続いている。11月6日には電気自動車大手テスラが年次株主総会で、イーロン・マスク最高経営責任者（CEO）に対する約1兆ドル（約153兆円）規模の報酬パッケージを承認した。株式資本主義の行き着く先がどうなるかを如実に示している。

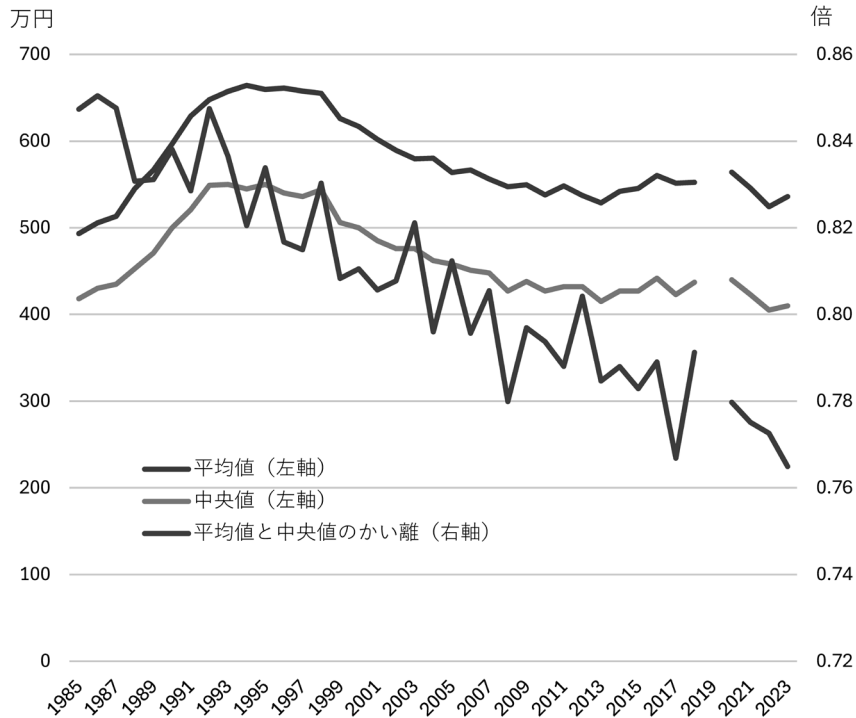
米国の格差社会のひどさについてはさまざまな情報があり、本稿では繰り返さないが、日本社会が米国型にじわじわと向かっていることは間違いなさそうだ。図表3は厚生労働省の「国民生活基礎調査」のデータに基づき、世帯所得の平均値と中央値の推移を1985年にさかのぼって描いている。

1980年代後半の資産バブルの余韻が残る1990年代前半をピークに、平均所得の水準が低下し続けていることも大きな問題だが、中央値を平均値で割った倍率の低下も見逃せない。中央値は調査対象世帯を多いほうから順番に並べて、ちょうど中央にくる世帯の所得額だ。

この倍率の低下は2つのことを示唆している。1つは世帯数の分布がますます所得の低い部分に偏ってきたこと、もう1つは一部の世帯がますます多額の所得を確保するようになり、平均所得を引っ張り上げていることだ。

こうした構造を加速させながら、株式相場が上昇していることは、単に株価の実体経済からの遊離を示しているだけではなく、中間層や低所得者層から富裕層への富の移転が株

(図表3) 世帯所得の平均値と中央値



高要因になっていることを意味しているようにも思える。おカネを直接、渡すわけではないが、賃金の上昇を抑え、配当や自社株買いなどの株主配分を増やすことが結局は富の移転になっている。

米国に比べればまだとの指摘もあろう。しかし、介護崩壊、医療崩壊、シングルマザーの生活苦、社会インフラの機能不全、市街地に出没する熊の犠牲者の増加など放置できない問題が次々と表面化しながら、そんなことは無関係だと言わんばかりに株式相場が上昇する姿は、肯定的に受け入れられるものではない。

< 株価指数の歪みも問題 >

株式相場の強弱は一般に株価指数によって語られるが、日本では代表的な株価指数である日経平均株価の歪みが、株式相場の強さを実態以上に大きく見せている。

個々の銘柄の株価の高低は企業規模などとは無関係に決まるため、株価の平均値に指標としてどれだけの意味があるのか不明だが、日経平均はコンピューターなどが発達してい

(図表 4) 日経平均株価の歴史

年月	できごと	名称	計算方式	算出主体	
1949年 5月	戦後の取引再開	東証第1部修正平均株価	ダウ式	東京証券取引所	
1950年 6月	採用銘柄数を227から225に				
1950年 9月	算出開始（取引再開時まで遡及算出）				
1970年 7月	日経グループが算出・公表を引き継ぎ	NSB225種修正平均株価	ダウ式	日本経済新聞社	
1971年 7月	日本短波放送＝現ラジオNIKKEI＝が算出・公表				
1975年 5月	米ダウ・ジョーンズと提携	日経ダウ平均株価			
1985年 5月	米ダウ・ジョーンズが先物取引に難色	日経平均株価	ダウ式		
1986年 9月	先物取引がシンガポールでスタート				
2000年 4月	30銘柄を一気に入れ替え				
2005年 6月	ダウ式からみなし額面方式へ				みなし額面方式
2021年10月	みなし額面方式から株価換算係数方式へ				株価換算係数方式

(出所) 各種資料をもとに筆者作成

なかったころからの株価指数なので、米国のダウ平均同様、対象銘柄の株価の合計値を特定の除数で割るだけの平均値となっている。

日経平均の沿革は図表4の通りだ。もともとは東京証券取引所が算出していたが、東証が株価指数は上場全銘柄の株価を反映させたいとの理由で1969年に東証株価指数(TOPIX)の算出を開始し、日経平均を算出・公表する業務を手離した経緯がある。

あくまでも「平均」株価だから時価総額は大きい(発行済み株式数が多い)が株価水準は低い銘柄よりも、時価総額は小さい(発行済み株式数が少ない)が株価水準は高い銘柄のほうが、日経平均への影響度が大きいのは仕方がないことだ。

一般にハイテク企業などの株価は値がさで、重厚長大企業などの株価は中低位だから、日経平均が大きく動いたときに「値がさハイテク株が買われた」「値がさハイテク株が売られた」などと解説されるのは、おかしくはない。

問題はそこではない。対象銘柄が株式分割をした場合に、株価指数としての継続性を維持するための調整をしなければならないが、その方式を2005年6月に大きく変えたことだ。

平均株価の計算のもとになる対象銘柄の合計株価は、株式分割をした銘柄が1銘柄でもあると小さくなってしまうから、合計株価をそのまま対象銘柄数で割って平均株価を算出

すると、株式相場が下落したと誤解される恐れがある。

従来のダウ式の場合、誤解を防ぎ、指数としての継続性を維持するための工夫は、合計株価から平均株価を算出するときの除数（割り算の分母）を少しずつ変えていくことだった。実際、現在の除数は29.91719460だ。

1950年9月に東京証券取引所が現在の日経平均に当たる東証1部修正平均株価の算出を始めたときは、除数は対象銘柄数と同じ225だった。株式分割があったときのほか、銘柄入れ替えのときにも除数を変える必要があるから、その積み重ねで30弱になったのである。

ちなみに30銘柄で構成する米ダウ平均の除数は0.151987となっている。30銘柄の合計株価よりもダウ平均のほうが大きいのは、算出開始の1886年から今日までの株式分割や銘柄入れ替えの積み重ねの結果だ。

ところが、日本経済新聞社が採用した新方式は、対象銘柄が株式分割をしても「分割をしなかった」という前提で平均株価を計算し続けるというやり方だった。それならば除数を変更しなくてもすむ。しかし、合計株価を計算するとき、株式分割後の株価をそのまま足し合わせるのではなく、株式分割後の株価に分割倍率を掛け合わせた株価を足し合わせなければならなくなったのである。

< 3銘柄で3分の2を押し上げ >

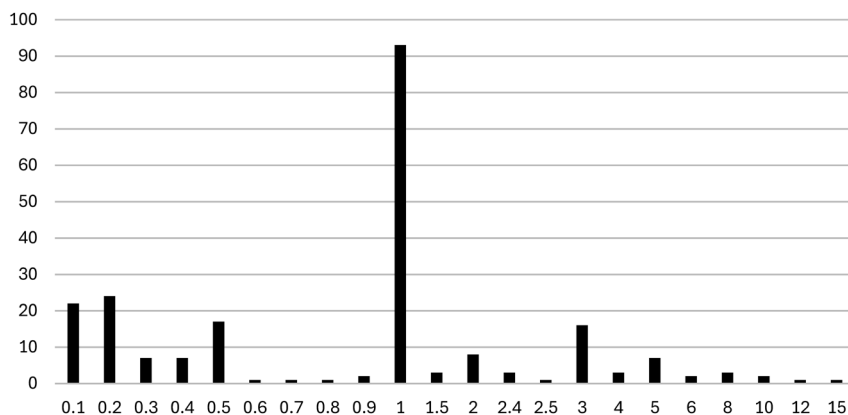
対象銘柄のなかには株式分割などまったくしない銘柄もあれば、何度も繰り返す銘柄もある。合計株価を計算するとき実際の株価を何倍にして足し合わせるかの係数は「株価換算係数」と呼ばれている。日本経済新聞社のホームページを検索すると一覧表が出てくるが、図表5に示す通り、最低0.1（キーエンスなど22銘柄）から最高15（TDK）まで150倍もの開きがあることがわかる。

この計算方式が2025年の株式相場に何をもたらしたかは、図表6が端的に示している。上段の2025年10月の状況を見ると、東京エレクトロンは月間で株価が7820円、アドバンテスは8485円、ソフトバンクグループ（SBG）は8380円それぞれ上昇した。

日経平均の計算のもとになる合計株価を計算するときには、そのままの株価ではなく、これに株価換算係数を掛けた株価を足し合わせる必要がある。株価換算係数はそれぞれ3倍、8倍、6倍になるから、掛け算後の株価はそれぞれ2万3460円、6万7880円、5万280円と計算できる。3銘柄の合計では14万1620円だ。

日経平均の除数は約29.92だから、合計値を除数で割ると、3銘柄で日経平均をどれだ

(図表5) 株価換算係数別の日経平均株価採用銘柄数



(図表6) 値がさ3銘柄と日経平均株価

<2025年10月1カ月間>

	東京 エレクトロン	アドバン テスト	ソフトバンク グループ	合計
10月の上昇幅 (円)	7,820	8,485	8,380	
株価換算係数	3	8	6	
日経平均の計算上の 上昇幅 (円)	23,460	67,880	50,280	141,620
除数	29.92			
日経平均をいくら 押し上げたか (円)	784	2,269	1,680	4,733
日経平均の上昇幅 (円)	7,478			
日経平均の上昇幅に 対する寄与度 (%)	10.5	30.3	22.5	63.3

<2025年年初から10月末まで>

	東京 エレクトロン	アドバン テスト	ソフトバンク グループ	合計
年初からの上昇幅 (円)	9,995	13,937	17,880	
株価換算係数	3	8	6	
日経平均の計算上の 上昇幅 (円)	29,985	111,496	107,280	248,761
除数	29.92			
日経平均をいくら 押し上げたか (円)	1,002	3,726	3,586	8,314
日経平均の上昇幅 (円)	12,517			
日経平均の上昇幅に 対する寄与度 (%)	8.0	29.8	28.6	66.4

(出所) 日本経済新聞、QUICKのデータをもとに筆者試算

け押し上げたかが計算でき、実行すると4733円になる。10月の日経平均の上昇幅は7478円だったから、この63.3%はわずか3銘柄によって押し上げられたことになる。

同様の計算を2025年年初から10月末までについても実施してみると、図表6の下段の表が示す通り、日経平均の上昇幅1万2517円のうち66.4%に相当する8314円が、この3銘柄によって押し上げられたことがわかる。

株式市場では日経平均の5万円乗せについて、初の女性首相に就いた高市早苗氏の手腕に期待した「高市トレード」とか「サナエノミクス相場」といった感想も聞かれるが、少なくとも日経平均の動きに関しては、米国のハイテク株高に連動した株高といった側面のほうがずっと大きいように思える。

<歪みを是正できない深刻さ>

本当にこの3銘柄の日本経済や東京株式相場への影響が大きくて、日経平均の上昇幅の3分の2を支えているのならば、日経平均が歪んでいるとはいえない。しかし、現実の2025年の東京株式相場は、投資家が実感する強さがさほどではなかったのに、日経平均だけが大きく上昇していた。

年初から10月末までの日経平均の上昇率は31.4%だが、TOPIXの上昇率は19.6%にとどまっている。個人株主が30万人以上いる38社の株価の年初来上昇率の平均値は15.9%にすぎなかった。日経平均と体感株価とがいかにも異なるかがわかるのではないだろうか。

株価換算係数の格差が150倍にも広がらないように、日経平均の計算方法を修正すればいいのではないかと指摘もある。しかし、日経平均に連動するように運用している機関投資家の資金は何十兆円もある。

現在の計算方式は株式分割があっても投資家は何もする必要がないが、計算方式を元に戻すと、株式分割をした銘柄を売却して、その代金で他の224銘柄を買わなければならなくなる。その株価へのインパクトは小さくないだろう。

株式分割を実施するのは株価が上昇して投資単位が大きくなり、個人投資家が買いにくくなっている状況を是正するためなのに、株価上昇に向けての経営努力を罰するように、指数連動の投資家から売りが出てくるのも違和感がある。投資単位の引き下げが要請されているときに、株式分割をすると機械的な売りが出てくるような計算方式に戻すのは、好ましくないとの見方もある。

かといって現行の株価換算係数方式を維持すれば、現実の株価と計算上の株価との格差がますます広がり、日経平均がいったい何を表現する指数なのかがわからなくなってしま

う。にっちもさっちもいかない状況から脱するには、歪んだ指数がだんだんと市場参加者が注目しなくなり、フェードアウトしていくことが理想ではあろう。

ところが、本来、指数の歪みなどを指摘しなければならない経済紙が指数の算出・公表主体になっていて、指数の使用権ビジネスで多額のライセンス収入を受け取っている構図だから、多くの関係者が問題点を認識しているのに事態は動かない。株式相場の強弱を判断するために多くの人々が参照している株価指数をこのまま放置することは、算出主体である新聞社の問題であることを超え、市場インフラが適切かどうかの問題ではないか。

<失われる上場メリット>

2022年4月に実施した市場区分の変更を皮切りに、東証はさまざまな市場改革に乗り出したが、結局、株式の上場はもうたくさんだといわんばかりに上場を廃止する企業が相次いでいる。市場区分変更後の上場企業数の変化は図表7に示す通りだ。

すでに新規上場や上場廃止が予定されている企業も含め、11月10日現在までの公表分を集計すると、上場企業数は3つの市場区分を合わせて3780社と、市場区分変更前日の上場企業数3764社から16社増加しただけになっている。市場区分変更後に新規上場が332社あった一方で、上場廃止が316社を数えている。

特に2025年は上場廃止が109社と、新規上場53社の2倍以上になっている。上場企業数は2024年に1社減と減少に転じたが、2025年は11月10日現在の公表分までで53社の減少が決まっている。

東証が上場企業の数を追う姿勢を転換し、質を重視するとの考え方から、上場廃止を引き留めない戦略に出ていることもあるが、上場企業側からも「上場をし続けるための人的、金銭的な負担が重く、メリットを大きく上回っている」との声が増えているのが実情だ。

上場廃止といってもその理由はさまざまだ。経営破綻や投資家保護上の問題による上場廃止はごく少なく、多くは完全子会社化、支配株主による買収、同業他社などによる戦略的な買収、投資ファンドによる買収、MBO（経営陣が参加する買収）などが占めている。

完全子会社化も支配株主による買収も大半は親子上場の解消が目的で、子会社の少数株主が子会社株の代わりに受け取るものが親会社株（または新設持ち株会社株）か現金かの違いがあるだけだが、いずれにしても、利益相反が起りやすい子会社上場をやめるのは前向きな動きと考えてもいいだろう。

問題は経営陣が意図して上場をやめるMBOの増加と、新規上場企業の減少だ。2025年

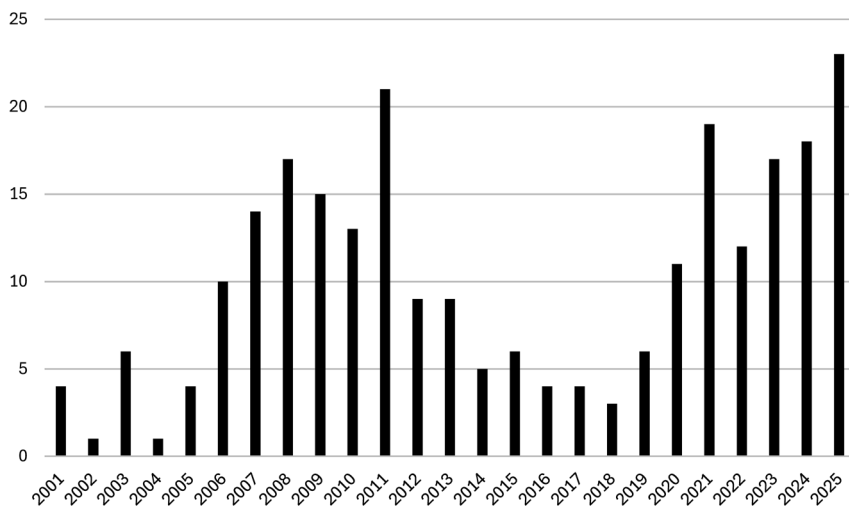
(図表7) 市場区分変更と上場企業数の変化

		新市場区分			
		プライム	スタンダード	グロース	合計
旧市場区分	第一部	1838	338		2176
	第二部		474		474
	JASDAQスタンダード		651		651
	JASDAQグロース			34	34
	マザーズ		1	428	429
市場区分変更当日 (2022年4月4日)	当日の新規上場企業			1	1
	当日の上場企業数	1838	1464	463	3765
2022年4月5日以降	グロース⇒プライム	4		-4	0
	グロース⇒スタンダード		2	-2	0
	新規上場	9	16	61	86
	上場廃止	-14	-33	-5	-52
2022年末		1837	1449	513	3799
2023年の移動	特例再選択	-177	177		0
	スタンダード⇒プライム	4	-4		0
	グロース⇒プライム	11		-11	0
	新規上場	8	23	68	99
	上場廃止	-27	-26	-8	-61
2023年末		1656	1619	562	3837
2024年の移動	スタンダード⇒プライム	2	-2		0
	グロース⇒プライム	4		-4	0
	グロース⇒スタンダード		2	-2	0
	新規上場	7	19	67	93
	上場廃止	-30	-48	-16	-94
2024年末		1639	1590	607	3836
2025年の移動	プライム⇒スタンダード	-10	10		0
	スタンダード⇒プライム	4	-4		0
	グロース⇒プライム	4		-4	0
	グロース⇒スタンダード		7	-7	0
	新規上場	6	11	36	53
	上場廃止	-36	-55	-18	-109
2025年12月12日		1607	1559	614	3780
上場維持基準未滿	改善期間該当銘柄	24	49	28	101
	経過措置適用銘柄	14	41	25	80

(注) 2025年11月10日現在(公表済みの今後の予定を含む)。外国会社は除く。改善期間該当銘柄と経過措置適用銘柄は2025年11月6日現在

(出所) 東京証券取引所の公表資料をもとに筆者作成

(図表 8) MBOで上場が廃止された件数



に入ってからMBOを理由に上場を廃止した企業は東証のカウントでは23社と、2011年の21社を上回り、14年ぶりに過去最高になっている。

図表8はレコフデータが過去に公表したデータをもとに、MBOによって上場を廃止した企業数がどう推移してきたかを2001年にさかのぼって描いている。25年間の合計で252社がMBOによって市場から消えた。今後も高水準で推移しそうだ。

新規上場企業数は2025年に入って急減している。特にグロース市場への上場企業数は2024年に67社だったのが、2025年は11月10日公表分までで36社にとどまっている。東証がグロース市場の上場維持基準を強化することになり、敬遠された面もあろうが、いずれにしても上場の意義を見出せないという経営判断が見え隠れする。

<上場するのは何のため>

つい最近まで「何のために上場しているのかわからない」と陰口をたたかれていた上場企業も多かったから、こうした企業がMBOによる上場廃止に動くのは好ましい流れといっているのかもしれない。しかし、ではたとえばトヨタ自動車は何のために上場しているのかという設問に、説得力のある回答ができるのだろうか。

一般に未公開時代に投資をしてくれたベンチャーキャピタルに出口を提供しなければならない、あるいは自社株以外にたいした資産を保有していない創業経営者が創業者利益を確保したいといった理由はあるのかもしれない。ただ、本当に将来性がある企業ならば、上

場しなくても、プライベートエクイティ（もっぱら未上場株に投資するファンド）が株式を肩代わりすると言って寄ってくるだろう。

かつては優秀な人材を確保するためには、株式の上場が武器になっていた。しかし、いまや人材は業務を通じて獲得したほうが効率がいいし、上場しているかどうかよりも、大きなビルのきれいなオフィスでかっこよく働けることのほうが重視される時代でもある。

長い間、株式上場の第一の目的は資金調達のためだった。しかし、現在は新株発行の情報に機械的に反応して株式を売却する機関投資家も多いから、企業はおいそれと公募増資などには踏み切れない。新株発行は経営的に追い詰められ、銀行からも資金を借りられなくなった企業が最終手段として実施するようなイメージだ。

だとすると、残る上場のメリットは経営陣や従業員に株価連動報酬を与えることぐらいではないだろうか。実際、米国の企業のなかには期間利益を上回るほど自社株買いや配当を実施して株主に還元し、株価を押し上げてその信用力を武器にさらに資金を調達して自社株買いなどを実施する企業もある。日本企業もその方向に動きつつある。

上場企業になれば、理念的には投資家から経営戦略が適切かどうかのチェックを受けたり、さまざまな情報公開をすることで社会的にも監視され、経営が独りよがりになるのを防いだりするというメリットはもちろんある。しかし、アクティビスト（物言う株主）への対応を迫られたり、同業他社や投資ファンドに買収されたりする恐れもある。

しかも、金融庁や取引所が上場企業に課す義務はますます複雑になり、上場企業が「なぜそんなことをする必要があるのか」と感じるようなものも少なくない。MBOの増加は上場し続けるコストがメリットを上回っているからだけではない。コストがかさんでも株式の上場に社会的意義があるのならば、企業は上場廃止の選択をためらうだろう。

ある市場関係者は「そのうちトヨタ自動車がMBOに踏み切るのではないかと」予言していた。実際、トヨタグループの源流企業で1949年から上場していた豊田自動織機は、定義的にはMBOではないものの、MBOと同じ考え方の下で、上場を廃止することになった。トヨタ自動車は何のために上場しているのかという設問に答えられるかどうかは、東京市場の将来を占ううえでも重要なポイントだ。

<歪んだ税制を正すとき>

証券市場が個人の健全な資産形成の場として活用されるためには、税制が適切であることも重要な要素だ。所得税制には公平・中立・簡素の原則を守りつつ、所得の再分配効果を持たせることが重要ではあるが、現実に適用されている金融所得税制は公平でも中立で

もないし、仕組みも複雑だ。一律の税率が適用される分離課税だから、所得の再分配にも結び付いていない。

ただでさえ勤労所得に対する税制と異なり、株式の譲渡益に対する税制は譲渡益を発生させるタイミングが投資家に任されている。せめて個人の資産運用の選択には中立な税制であってほしいと考えるが、当局が「貯蓄から投資へ」の資金移動を促すという政策効果をもたらそうと考えるあまり、税制優遇する金融商品と対象外の金融商品に、あまり意味がない区別を設けるなど、わけが分からない税制になっている。

特に2024年から大型化され恒久税制になった少額投資非課税制度（NISA）はさまざまな問題を抱えている。日本の企業に成長資金を提供したり、国内の証券市場を活性化したりするために活用してほしいとの社会的要請とは裏腹に、投資家もっばら全世界株型や米国株型のインデックス投信にばかり資金を振り向けている点は、国会などでも問題点として指摘されているところだが、ほかにも重要な問題がある。

1つは個別株や株式投信だけを非課税の対象にしているから、資産分散が必要な家計のポートフォリオの構築を歪めるものになっている。資産分散とは投資先を全世界の株式に分散させることではなく、適切な割合で資金を内外の株式、債券、預金など価格特性が異なる金融資産に振り向けることなのだが、全世界株式型投信を買い続けることがベストな資産運用だと誤解している家計も多いのではないだろうか。

NISAがモデルにしている英国のISA（個人貯蓄口座）のように、預金を含む幅広い金融商品を対象にした非課税制度にすべきである。

NISAの口座が開設できるのを1人1金融機関に限っていることも問題だ。政府が資産運用立国の実現を目標にしているのにもかかわらず、資産運用ビジネスに従事している業者は基本的に商品を販売会社に卸さなければ、売りたいくても売れない構図になっていて、誰が自らの商品の買い手なのかを直接、把握することができない。

資産運用ビジネスの仕事はリターンを提供することだけではなく、最終投資家が自分のおカネを大切に運用している実感が得られるように、さまざまなサービスを提供することであろう。2025年末に第一線から引退することになったが、米国の著名投資家のバフェット氏が高い評価を集めているのは、単に長期的に納得感のある運用成績を確保しているからだけではなく、「株主への手紙」や大規模な株主総会を通じて長年、投資家と積極的なコミュニケーションをとってきたからである。

もっばら運用成績だけで商品の良しあしを判断され、販売会社のご機嫌をうかがうだけのビジネスならば、資産運用業は証券市場の一つの部品にすぎない。資産運用業が自立で

きるようにするためには、NISAの口座を複数の金融機関で開けるようにする工夫は欠かせない。

<死亡時にみなし譲渡益課税>

ほかにもNISAにはいろいろな問題点があるが、そもそもの譲渡益課税も今後、金融所得に対する税率を引き上げていくとすると、さまざまな矛盾が表面化することになる。現在は税率が20%（復興特別所得税を加えると20.315%）だから、富裕層も税負担を容認して保有株を売却することが多いが、税率が25%、30%と高まってくると、売却をためらう人が増える可能性がある。

そのまま死亡しても相続人が株式を売却したときに、被相続人の取得費を引き継いで譲渡益を計算して納税するから、当局として税金を取りはぐれる恐れはないという見方もあるかもしれない。しかし、課税のタイミングは遅れることになるし、そもそも保有株がいつまでも売却されないことは、資本市場で投資資金が生産性の低い企業から高い企業に移るといふ資産再配分機能が働きにくくなることを意味している。

そもそも相続税を支払いながら、相続した株式の取得費を被相続人の取得費にしたままにする仕組みには二重課税のイメージがあるし、相続人間での遺産分割協議を複雑にする。金融所得に対する税率の引き上げと、市場の資産再配分機能の維持と、課税タイミングが遅れないようにすることと、二重課税批判の回避のすべてを解消するためには、少なくとも上場株式や投信に限っては、被相続人の死亡時にみなし譲渡益に対して課税する制度の導入が望ましいのではないだろうか。

税制には税率もさることながら、多くの国民に納得感が持たれることが重要である。納得感のある税制の導入は政府への信頼感向上に結びつき、納税義務に対する国民の意識を高め、税収を増加させ、財政赤字を減少させて、財政破綻への不安を和らげ、将来不安の軽減が国民の財布のひもを緩め、景気を浮揚させ、企業業績が伸びて株価を押し上げる力になるであろう。

風が吹けば桶屋が儲かるような話ではあるが、風が吹かなければ何も始まらない。2015年から続けてきた連載を終えるに当たり、思い付きではあるが、証券市場に残された課題をまとめてみた。



* 「コラム」は本号にて連載を終了いたします。長きにわたりありがとうございました。