

個人株主を重視する時代に

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。

株式の持ち合い解消が最終章を迎えつつある。銀行をはじめ、多くの企業が経済合理性を基準に、残る政策保有株の売却に乗り出したためだ。代わって各社が取り組んでいるのが、個人株主づくりだ。個人投資家向けIRを実施したり、株主優待を新設・拡充したりとさまざまな工夫が試みられている。株式保有構造のゆがみが是正されれば、企業は株主に誠実に向き合わざるをえなくなる。収益力を高め、株主に還元することがますます重要になりそうだ。

2015年6月から適用が始まったコーポレートガバナンス・コード（企業統治指針）では、いわゆる政策保有株について①政策保有に関する方針の開示②中長期的な経済合理性や将来の見通しの検証と説明③議決権行使基準の策定・開示——を求めている。これを受けてメガバン

クはそろって政策保有株の削減方針を打ち出した。一般事業会社でも積極的に売却に動くところが増えている。

〈新指針が促す持ち合い解消〉

メガバンクで真っ先に動いたのがみずほフィナンシャルグループだった。2015年6月1日にコーポレートガバナンス報告書を提出し、そのなかで政策保有株について「保有の意

(図表1) メガバンクの方針

	三菱UFJ	みずほ	三井住友
基本方針	残高削減	保有しない	保有しない
保有を認めるのは	総合取引RORAが目標値を上回る場合（約8割が目標値を上回る）	取引先および当社グループの企業価値の維持・向上に資する	当社グループの企業価値の向上につながる場合
保有の妥当性が認められない場合の対応	採算改善を目指す、一定期間内に改善されない場合には売却を検討	市場への影響やその他考慮すべき事情にも配慮しつつ売却	市場に与える影響や発行体の財務戦略など、様々な事情を考慮したうえで、売却
削減目標	今後5年をメドに、取得原価対Tier 1比率を現在の約19%から10%程度への縮小を目指す	保有する国内上場株式1兆9,629億円（取得原価ベース）のうち約4割を売却対象とし、このうち4～5割を2017年3月末までに、7割を2019年3月末までに削減	今後5年程度で現在、普通株等Tier 1（CET1）比で28%ある保有株を半減する
議決権行使	（1）取引先企業の中長期的な企業価値を高め、持続的成長に資するか （2）当社及びグループ銀行の中長期的な経済的利益が増大するか——を確認のうえ総合判断	発行会社との対話や専門部署による検証等を通じ、議案の賛否を検討。会社議案に賛成できないと判断する際は、売却の可否について検討	すべての議案に対して議決権を行使。政策保有先の中長期的な企業価値向上の観点から、当該企業の経営状況も勘案し、議案ごとの賛否を判断

義が認められる場合を除き、保有しないことを基本方針とする」と明言した（図表1）。

9月9日にはこの基本方針に基づき、売却基準を策定した。株式保有企業との取引で得られる利益と配当金から引当金を控除したメリットと、資本コストや株価変動などのリスクを比較し、採算性が認められず、さらに改善の見込みが低いと判断した株式については、対象企業と売却交渉を開始するという内容だ。

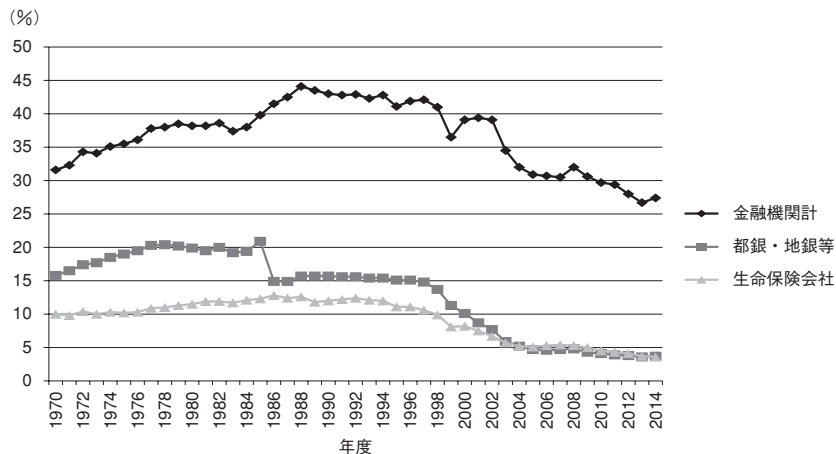
さらに11月13日には現在の政策保有株のうち、採算基準に乗っていない先が約4割あるとし、このうちの7割を2019年3月期までに売却する考えを示した。

三井住友フィナンシャルグループも7月3日にコーポレートガバナンス報告書を提出し、そのなかで持ち合いなどの政策保有株は「保有の合理性が認められる場合を除き、原則として保有しない」と明記した。11月13日には普通株等Tier 1（CET1）対比で28%ある政策保有株を、5年程度をかけて半分に減らす方針を公表した。

三菱UFJフィナンシャル・グループは7月31日に提出したコーポレートガバナンス報告書で「残高削減を基本方針とする」と述べ、具体的に総合取引RORA（リターン・オン・リスクアセット）で一定基準に満たない政策保有株を売却の対象とすることを明らかにした。

RORAは融資利息や株式の配当などの収益を保有株や貸し出しなどのリスク資産で割って算出する。この基準を満たさない株式は政策保有株3兆8,000億円（2015年3月期末の時価）の約2割の7,000億円超に上るといふ。さらに11月13日にはTier 1に占める政策保有株の比率を今後5年をメドに現在の19%から10%に落とす方針を示した。

(図表 2) 金融機関の株式保有割合



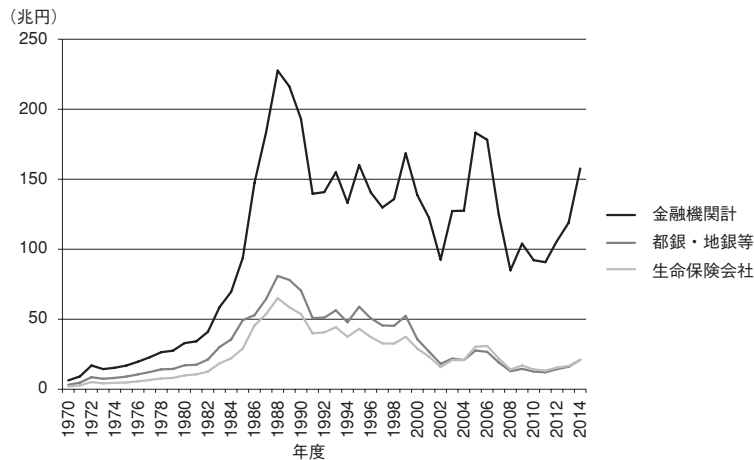
東京証券取引所の株式分布状況調査によると、銀行や生命保険会社など日本の金融機関は1988年度末には金額ベースで上場株の44.1%を保有していた（図表2）。金額では227兆5,793億円（図表3）。それが2014年度末には27.4%、157兆6,600億円に減少しており、これまでも着実に保有株を売却してきたことがわかる。

特に、かつて日本の株式保有の中心だった都市銀行は、メインバンク制と株式持ち合いによって事業会社と密接な関係を保ち、場合によってはお目付け役として役員を派遣するなどコーポレートガバナンスでも一定の役割を果たしていた。ところが、バブル崩壊とともに、巨額の保有株が経営のお荷物になってきた。株式相場下落に連動して、銀行の経営体質が悪化する状況に至ったのだった。銀行の経営体質の悪化は、企業への貸し渋りを招くなど、社会的にも大きな問題を引き起こしていた。

そこで政府は銀行への公的資金の投入などと並行して、2001年11月に銀行等株式保有制限法を制定し、2006年9月末から銀行の株式保有額は中核的自己資本（Tier 1）の範囲内に制限することになった。同法に基づく認可法人として2002年1月には銀行等保有株式取得機構も設立し、銀行保有株の肩代わりに乗り出した。日銀も2002年11月から2004年9月までと、2009年2月から2010年4月まで、銀行が保有する株式を買い入れた。

この結果、メガバンクが保有する株式は時価ベースでピーク時の3分の1ほどに減少した。それでもまだ保有の合理性が感じられない政策保有株も多く、売却して銀行本体の資本効率を向上させることが課題になっている。

(図表 3) 金融機関の株式保有金額



〈一般事業会社も解消に動く〉

一般事業会社も持ち合い解消に動いている。たとえば大林組は2015年12月10日に東京証券取引所に提出したコーポレートガバナンス報告書のなかで、「保有意義が薄れた株式は売却する」との方針を示した。具体的には「顧客との取引関係の維持強化を目的として保有する取引先の主要な株式については、取締役会において当該株式評価損益を定期的に報告し、株価下落等のリスクや取引関係の維持強化による事業上のリターンを勘案したうえで、中長期的な経済合理性を検証します。検証の結果、営業上の保有意義が希薄化した株式については適宜売却し、保有資産の有効活用に努めます」と記述している。

同社はこれまで工事の受注など取引関係の強化につなげるため、不動産や電力、鉄道、メーカーなどとの間で多数の持ち合い株を保有してきた。過去10年間で不採算銘柄を中心に持ち合い株を1,000億円程度売却した。それでも2015年9月末時点でなお約300銘柄、時価3,600億円の株式を保有しているという。売却で得る資金は、再生可能エネルギー事業や賃貸不動産の取得などに充てる方針。受注実績に加えて株式の配当利回り、評価損益などを考慮して優位性が失われた銘柄の売却をさらに進めるという。

このほか日本経済新聞の2015年6月20日付報道によると、新日鉄住金は向こう3年間で持ち合い株や関係会社株を約1,500億円売却する。三菱地所は2016年3月期に政策保有株の売却益を150億円計上する。コマツは2009年3月末に34銘柄あった持ち合い株などが9銘柄に減ったという。コマツはコーポレートガバナンス報告書で「取引先との事業上の関係や当社との協業に必要な場合を除き、上場株式を保有しません」と書いている。

2015年7月16日付の報道でも日経株価指数300の構成銘柄をみると、持ち合い株を保有する281社のうち168社が2014年度中に保有銘柄の数を減らしていたという

このように、金融機関でも事業会社でも、事業上の必要性や保有の合理性がない政策保有株を売却し、株価変動によるリスクを回避することと、資本効率の向上を図ることが大きなトレンドになりつつある。一般株主の利益など二の次にして、持ち合い先などの安定株主に守られて経営してきた日本企業が、純投資を目的とする多様な株主からのさまざまな要請に正面から答えなければならない時代を迎えたといえるだろう。

〈法人資本主義のゆがみ〉

昔を振り返れば、株式持ち合いは戦後からバブル期まで3回に分けて形成された。第1期は1949年の戦後の取引所再開から1965年の不況期までで、財閥解体によって放出された株式が従業員を中心とする個人に売却され、個人が持ちきれなくて手放した株式が銀行やグループ内企業に引き取られていった。

第2期は1965年の不況期から1970年代の石油ショックまでだ。投信ブームの反動で株式市場の需給バランスが崩れ、株式の買い上げ機関として1964年に日本共同証券が、1965年に日本証券保有組合が設立された。両機関が買い入れた株式は上場株の5%に当たり、その後の保有株の放出に当たって売却先として銀行やグループ企業に依存した。1967年からの資本自由化で、外国資本による国内企業の買収が危惧され、大型合併や安定株主工作が進んだのもこのころだ。

第3期は石油ショックから1980年代のバブル期までだ。公募増資や新株引受権付社債の発行などエクイティファイナンス（株価を利用した資金調達）が盛んに実施され、銀行がその買い手となった。1980年代後半には銀行の公募増資に対して事業会社が買い手となることも多かった。

野村證券によると、政策保有株は1988年度に上場企業の株式時価総額の51%を占めることになるが、奥村宏・元中央大学教授は、持ち合いという独特の株式所有構造に支えられた日本経済の特徴を「法人資本主義」と名付け、そのゆがみを指摘した。

相互に株式を保有し合うことで資金負担なしに議決権を持てるようになり、株式所有の空洞化や、法人が法人を支配する無責任資本主義がはびこるようになったと主張した。それだけではない。人為的に作られたにすぎない法人が、人間を働かせたり、人間に忠誠を誓わせたり、人々の生活に大きな影響を及ぼす存在になっているのが、法人資本主義の特徴だと論じた。株式の持ち合いがその根本に横たわっているという。

〈企業の資産効率が向上〉

ところが、変化を好まない日本社会のなかでは盤石に思えた株式の持ち合い構造が、バブル崩壊とともに大きく揺らいだのである。相互会社である保険会社の保有分も含めた「広義の持ち合い比率」は、野村証券のシニアストラテジスト、西山賢吾氏によると、1990年ごろの約50%から1998年には40%を割り、2000年には約30%となり、2004年には20%を下回った。

簿価の低い持ち合い株を売ってすぐに買い戻す「クロス取引」によって、含み益を実現益に変え、売却益を計上する行為は、銀行や事業会社の決算対策の常とう手段だった。しかし、バブル崩壊後、株価が下落するにつれ、持ち合い株は含み益どころか含み損を抱えてしまい、企業にとっては不採算の持ち合い株の処理が大きな課題になった。2002年3月期から適用が始まった金融商品会計によって、持ち合い株を貸借対照表上、「その他有価証券」として時価評価することが義務付けられ、一段と売却が加速した。

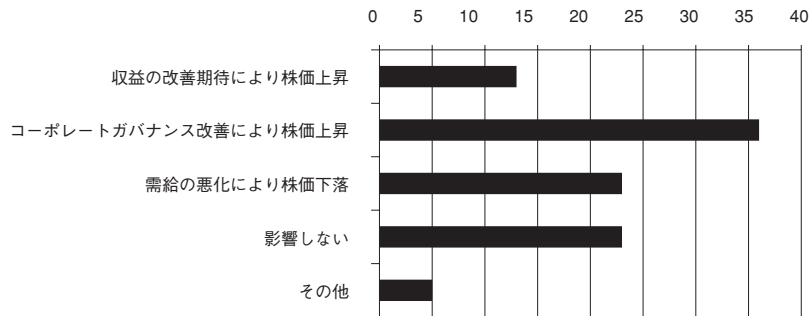
損益計算書に評価損益を計上する必要はないにしても、貸借対照表の純資産の部に「その他有価証券評価差額金」として取得価格との差を税効果を調整のうえで計上することが求められ、その多寡に応じて純資産が大きく変動するなど、持ち合い株の時価の変動が企業の経営指標に大きな影響を及ぼし始めた。

昨今の株式市場では持ち合い解消や政策保有株売却のニュースを好材料と受け止めて、株価が上昇するケースが増えている。大林組のケースでも、コーポレートガバナンス報告書の提出翌日の2015年12月11日の株価は、32円（2.9%）高の1,143円と上昇し、市場が好意的に評価したことが示された。

QUICKが証券会社や機関投資家を対象に2015年12月に実施した調査では、「事業会社の株式持ち合い解消は必要だと思うか」という問いに対し、「できれば解消した方がいい」が64%、「早期に解消すべき」が22%となり、持ち合い解消に賛成する声が全体の86%を占めていた。

持ち合い解消の株式市場への影響を聞いた問いでは、「収益の改善期待により株価上昇」が13%、「コーポレートガバナンスの改善により株価上昇」が36%と、合わせて49%が株価にプラスと答え、「需給の悪化により株価下落」（23%）、「影響しない」（23%）などの回答を上回っていた（図表4）。売却代金を成長分野に回したり、自社株買いの原資にしたりするなど、企業の資産効率が向上すると予想されるからであろう。

(図表4) 持ち合い解消の株式市場への影響は



(注) 証券会社と機関投資家の株式担当者174人が回答

(出典) QUICK月次調査2015年12月

〈持ち合い解消の受け皿〉

ところで持ち合い株や政策保有株が売却される側の企業にとっては、売却された株式のゆくえが気になる。海外のアクティビスト系ファンドなどが購入し、経営にさまざまな注文を付けられるのは、日本企業の経営陣に意識改革を促すという点では好ましい話だが、経営陣にとっては避けたいシナリオだ。そこで多くの企業が前向きに取り組み始めたのが、個人株主の育成である。

いくつかのアプローチがある。企業ができるものとしては、収益力を高めて増配するという真正面からの対応のほか、個人向けIR（インベスター・リレーションズ）活動の強化や株主優遇制度の導入・見直し、さらに株式の最低購入単価を引き下げて個人が買いやすくなるなどの手法があろう。

個人投資家向け会社説明会などを開催している企業は増えている。トヨタ自動車も2015年3月29日に初の大規模な個人向け説明会を名古屋市港区の展示場「ポートメッセ名古屋」で開催し、豊田章男社長が約3,500人の来場者を前に「トヨタの株を持っていて良かったといっただけのように、精一杯努力していく」などと語った。

トヨタ自動車が7月に発行した議決権のある譲渡制限付種類株式「AA型種類株式」も1つの工夫といえる。この種類株は5年間の譲渡制限が付いている代わりに、5年後には発行価格の1万598円（2015年7月2日の終値8,153円を30%上回る水準）での買い取りをトヨタが保証するという特殊な議決権付株式で、配当利回りは1年目が0.5%、以後毎年0.5%ずつ増えて5年目以降は2.5%で固定する仕組みだ。

ただ、この種類株の発行は論議を呼んだ。株主総会での定款変更議案の表決に先立って

「投資家の選択肢が増えるのはいいことだ」（大手生命保険会社）と賛成派がいえば、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) が「安定株主が増えると経営の規律が損なわれる」との理由で反対を表明。米カリフォルニア州教職員退職年金基金（カルスターズ）も「海外の投資家に閉ざされている」として反対した。

結局、定款変更議案は可決に必要な3分の2を上回る約75%の賛成を得て承認された。トヨタではAA型種類株式を毎年1回ずつ5回発行する予定で、5回合計の発行規模を普通株も含む総議決権の5%までと定めて、主に個人投資家に販売していくことにしている。

〈最高の1,227社が株主優待〉

株式の投資単位引き下げに取り組んだ企業もあった。オリエンタルランド、参天製薬などがこれに当たる。オリエンタルランドは2015年3月31日現在の株主に対し、1株を4株にする株式分割を実施し、300万円台だった最小購入単位を100万円以下に引き下げた。併せて株主優待を長期保有の投資家を優遇する仕組みに衣替えした。

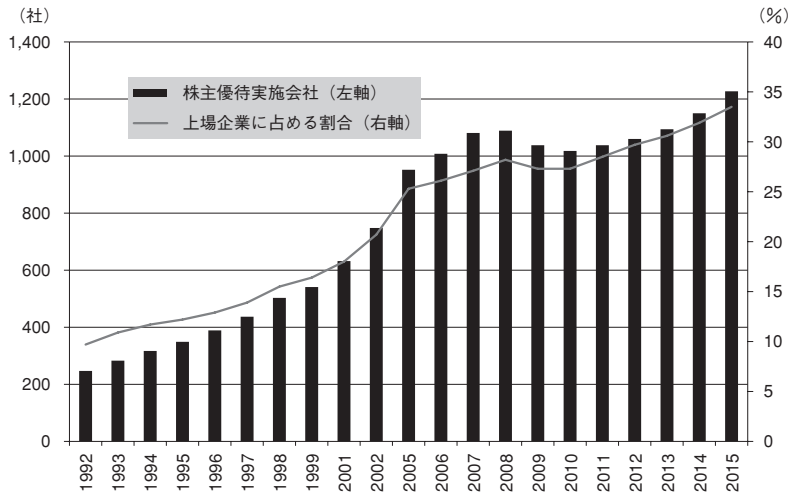
具体的には東京ディズニーランドなどのテーマパークに入場できる株主優待券を80万円弱の投資で受け取れるようになったほか、長期保有の優遇制度も創設。2018年の東京ディズニーリゾート35周年に向けて、2015年9月末から3年間継続保有した株主には3年後に一律でワンデーパスポートが2枚追加され、さらに2023年の40周年に向けて18年9月末から5年間継続保有した株主には2023年に4枚を追加するという。一連の措置が奏功し、同社の株主数は3月末から9月末にかけて約8万人増と8割も増加した。

参天製薬も2015年3月末現在の株主に対し、1株を5株にする株式分割を実施し、投資単位をそれまでの70万円台から10万円台に引き下げた。このほか、東京証券取引所によると、2014年度には105社が単元株式数を1,000株から100株に引き下げたが、うち77%の会社は「投資単位の引き下げを避けるための株式併合」を実施しなかった。投資単位を10分の1にしながらか株式併合をしなかった会社の86%は「100株への移行によって個人株主数が増えた」（東証）という。

株主優待の導入や拡充に取り組んで企業は増えている。大和インベスター・リレーションズの「株主優待ガイド2016年版」によると、2015年8月末時点で株主優待実施企業数は1,227社、実施率も上場企業3,663社のうち33.5%となり、実施企業数、実施率ともに過去最高となったという（図表5）。

特に最近目立つのは長期保有株主の優遇だ。保有期間が長い株主に株主優待を手厚くす

(図表 5) 株主優待実施会社の推移



(注) 大和インベスター・リレーションズ調べ

る制度を採用する企業は、2015年12月現在で190社と、昨年末から5割増増加した。長期保有者に追加してワンデースポットを配布するオリエンタルランドなど、優待券の割り当て枚数を増やす企業が多いが、たとえばマブチモーターでは1,000株以上を3年以上保有する株主は、地域の名産品や社会貢献活動への寄付など、用意された優待メニューを1つ多く選択できる仕組みを導入した。

〈税制で株式投資を後押し〉

ただ、こうした企業の努力だけでは、個人投資家の買いは持ち合い解消売りを吸収するだけの力を持ちにくい。やはり少額投資非課税制度（NISA）の使い勝手の改善など、個人が株式を保有しやすくする制度の導入が求められる。相続税法を改正し、株式で相続した場合の相続税評価額を引き下げるなどの工夫も必要だ。

NISAの問題点は非課税措置を受けられる期間が購入から5年目の年末までと限られていることと、購入した株式や株式投資信託を売却したら、そこで非課税が打ち切りになってしまうことだ。NISAのモデルとなった英国の個人貯蓄勘定（ISA）では非課税は無期限だし、購入した株式や株式投信を売却して他の株式や株式投信に乗り換えても、口座からお金を引き出さない限り、非課税措置が続く。

NISAは購入した株式や株式投信などを5年以内に売却するようにせかしているよう

で、個人の株式の中長期投資を促しているようにはみえない。5年間持ち続けた株式や株式投信を6年目の非課税枠を使ってロールオーバーをすることも可能だが、そのためには投資家が証券会社などで一定の手続きをしなければならないし、6年目の非課税枠を食ってしまうため、6年目に新たな投資を始めるインセンティブを失ってしまう。

売却をしたら非課税は打ち切りというルールも、投資判断の幅を狭めている。株式も株式投信も価格が動く金融商品だから、売り時や買い時の判断は投資の成否を左右する。ところがこれに税制上の損得が絡むと、売り時を見逃すなど、投資に対する適切な判断ができなくなる恐れがある。運用対象のリバランスなどをしやすくするためにも、商品を取り換えても非課税が継続するようにすべきではないだろうか。

株式や株式投信で相続をする場合の評価額の引き下げも、株式投資の裾野を広げる点で役に立つだろう。現在は上場株の場合、相続日（被相続人の死亡日）の終値か、相続日が属する月の終値の平均値か、その前月の終値の平均値か、その前々月の終値の平均値のうち、最も安い価格で評価する決まりになっている。相続税の納付期限（被相続人の死亡日の翌日から数えて10カ月目）までに株価が下落しても、救済されない。

不動産で相続する場合には一般に時価の2割引で評価されるし、最近さらなる評価減を狙ってタワーマンション節税などもやっている。株式での相続は不動産での相続に比べて不利なため、相続財産として株式を選ぶインセンティブがない。証券界は「相続税の評価額が相続日の時価の3割引になれば、納付期限までに株価が動いても、大半のケースで救済される」（大和総研）と主張し、税制改正を求めている。

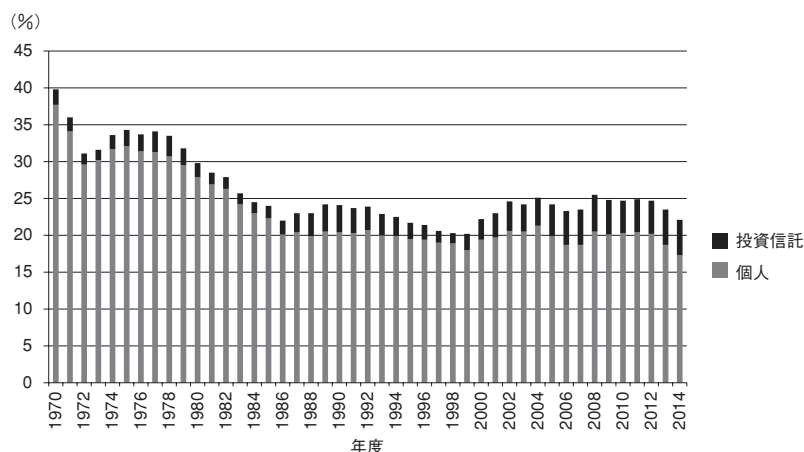
現在は株式で相続してもメリットがないため、相続人は被相続人が保有していた株式を受け取っても、売却してしまうケースが多いという。「相続は株が有利」ということになれば、相続人は相続した株式をそのまま保有し続ける可能性が大きくなるし、新たな株式の購入も予想される。

〈投信は割高なコストが課題〉

投資信託を通じて個人の間接的な株式保有を促すことも重要だ。投信の購入層が広がっているといっても、投信が保有する国内株式は2014年度で全上場株式の4.8%（金額ベース）にとどまっている。1998年度の1.4%に比べて増えたが、ここ10年ほどは4.3%から5.0%の間で横ばいだ（図表6）。

この点、米国では上場株式の25.7%を投信が保有している。1990年の7.1%から着実に増えてきた。この間、個人が直接保有する株式の割合は1990年の55.5%から2015年に37.3%

(図表 6) 個人と投資信託の株式保有割合



に減っており、代わりに投信を通じた間接保有が増加している。

日本でも投信の役割が高まる可能性はある。日銀が1月29日にマイナス金利の導入を決め、個人の銀行預金も軒並み利率が下がった。大手銀行では定期預金で年0.01%、普通預金で年0.001%まで低下した。100万円を預けても年10~100円しか利息が受け取れない計算だ。証券会社にとっては「個人マネーを貯蓄から投資へ動かす大きなチャンス」(大手証券)がめぐってきたことになる。

といっても、従来型の株式投信は販売手数料も信託報酬も割高で、その分、個人投資家が受け取る運用成果は目減りしてしまう。米モーニングスターの調査によると、株式投信の運用コストの平均値は米国が運用残高の1%未満なのに対して、日本は香港、韓国、英国、フランスなどと並んで1.5%以上1.75%未満のグループに入っている。

ここにきて一部の運用会社から販売手数料を無料にしたり、信託報酬を低廉に抑えたりするファンドが売り出されており、投信市場の活性化につながるかどうか関心を呼んでいる。たとえばDIAMアセットマネジメントは昨年12月にインターネット専用の投信として「たわらノーロード」シリーズを6本設定した。購入時手数料と換金手数料が不要なうえに、信託報酬も業界最低水準に抑えたのが特徴だ。

ピクテ投信投資顧問も2月にアクティブ運用ながら、販売手数料をゼロに、信託報酬を低廉に抑えたインターネット専用の投信を3種類(世界株投信、バイオ、ロボティクス)設定した。日興アセットマネジメントも3月末に販売手数料をゼロにしたアクティブ運用の投信を売り出すという。

投信運用会社の努力によって、若い投資家が証券市場に入ってくることは大いに歓迎できる。まず投信で証券投資に慣れ、経験を積んだら個別株投資を試してみるというのは、自然の流れだ。現在、証券の投資家は65歳以上の高齢者が過半を占めている。上場企業にとっても若い株主を増やすことは大きな課題だ。

〈資本コストを意識した経営〉

東証などの株式分布状況調査によると、個人の株式保有比率（金額ベース）は2014年度に17.3%と過去最低を更新した。従来の過去最低は情報技術（IT）株バブルが膨らんだ1999年度に記録した18.0%だった。中長期的にみると、保有シェアが増えているのは外国人投資家だけで、2014年度には31.7%と過去最高を更新した。

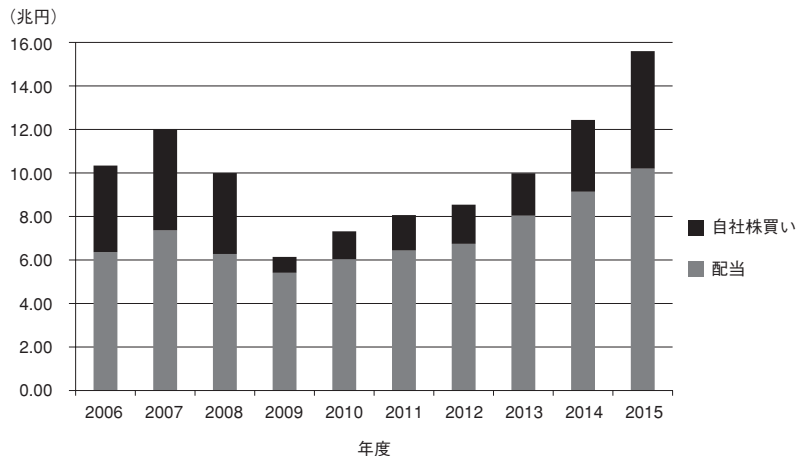
個人投資家の株式保有比率の低下は、アベノミクス下の上昇相場のなかで長年、塩漬けにしてきた株式を個人が大量に売却したことを示している。投資家の年齢が若ければ、保有株を売却した後、別の株式を購入することも考えられるが、投資家層も高齢化し、売りっぱなしになったことも多かったのではないだろうか。個人株主の延べ人数は2012年度の4,596万人を境に減少し、2014年度には4,582万人になった。

株式投資に興味を持つ個人が決して少ないわけではない。証券会社などが主催する大小の資産運用セミナーなどはどこも盛況だし、アンケート調査ではボーナスの使い道として株式投資をあげる人は多い。上場企業の側も少しでも個人株主を増やしたいと思っている。それでも個人の株式保有比率が下がるのは、「株式投資は怖いという意識が拭えないからではないか」とベテランアナリストは指摘する。分散投資の重要性などを啓蒙する必要があるようだ。

以前と異なり、上場企業は増配や自社株買いなどの株主還元に積極的に取り組んでいる（図表7）。大手証券の推計では、2015年度は配当金総額が前年度を1兆円強上回る10兆2,000億円程度に、自社株買い総額が前年度を2兆円強上回る5兆4,000億円程度になりそうだ。合わせて15兆6,000億円と、時価増額の3%強に達する。

1980年代までの株式の持ち合いが多かったころには、株式の額面（50円）に対して1割、つまり年5円の配当をしていれば一人前だといわれていた。バブル相場のピークだった1989年度には、日経平均は3万円を上回っていたのに、上場企業の配当金総額は2兆8,206億円にすぎなかった。時価総額の0.5%ぐらいだ。当時は企業が株式を持ち合っていたため、持ち合い先以外の株主の利益などは眼中になく、お互いに配当を最低限にとどめて、利益の社外流出を防いでいた。

(図表 7) 上場企業の配当と自社株買い



(注) 2015年度は予想

現在は投資収益を求める株主の声に真摯に耳を傾けないと、上場企業としての存在意義が問われかねない。日本インベスター・リレーションズ協議会のアンケート調査によると、回答を寄せた997社のうち、何らかのかたちでIR活動をしている企業が94.9%に達する。うち83.7%の企業が個人投資家向けのIR活動をしている。具体的には「株主向け報告書の充実」「ウェブサイトを個人投資家を意識したつくりにする」などだ。

上場企業が個人投資家をひき付け続けるには、企業が持続的に成長する必要があることはいうまでもない。コーポレートガバナンスが強化されるなかで、株主の代理人ともいえる社外取締役のめがねにかなう経営も重要になる。株式の持ち合いが減れば、収益向上への圧力は一段と高くなる。株式の投資収益に対する投資家の期待値、つまり、資本コストを意識した経営に本気になって取り組まないと、個人株主は静かに去って行くだろう。

