

2015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。

2015年の証券市場は長年の課題であったコーポレートガバナンス（企業統治）の強化に向けて、大きな進歩が見られた1年だった。独立社外取締役を選任する企業が増え、経営目標として自己資本利益率（ROE）を採用する企業も目立った。政策保有株の売却に向けての準備も始まった。

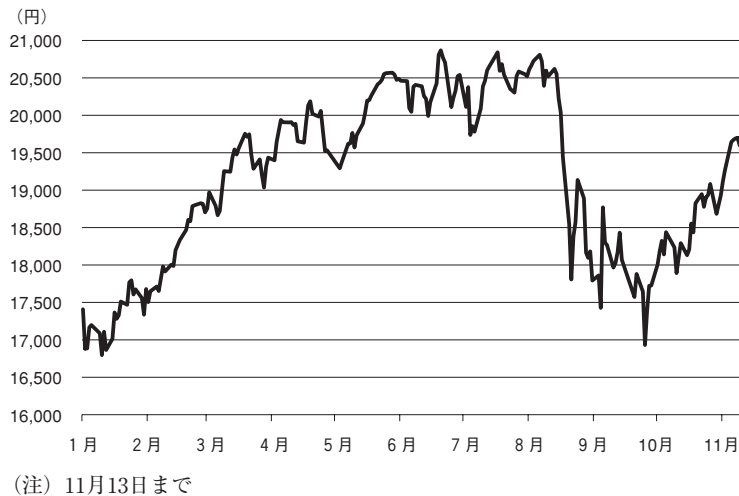
株式相場も堅調に推移し、日経平均株価は6月に2万0,868円と1996年12月5日（2万0,943円）以来の高値を付けた。少額投資非課税制度（NISA）を活用して証券投資に取り組む人が増えるなど、貯蓄から投資への流れも見えてきた。日本郵政グループ3社をはじめ、新規上場企業も着実に増えた。

ただ、なお全国上場企業の3分の2はROEが10%未満にとどまり、全体の2社に1社は株価純資産倍率（PBR）が1倍に満たない。コーポレートガバナンスの強化も体裁だけで実質が伴わないとの指摘も多い。その端的な例が、5月に表面化した東芝の不適切会計問題だった。証券市場が真の国民の資産形成の場として発展するためには、関係者のさらなる努力が必要であろう。

〈中国懸念で伸び悩む〉

2015年の東京株式相場を振り返ると、前半の好調を維持できず、後半は中国の景気減速

(図表1) 2015年の日経平均



懸念や米国の利上げ懸念などを受けて上値の重い展開になった(図表1)。日経平均株価の年間高値は6月24日に記録した2万0,868円93銭、年間安値は1月14日に記録した1万6,795円96銭だった(11月26日現在)。

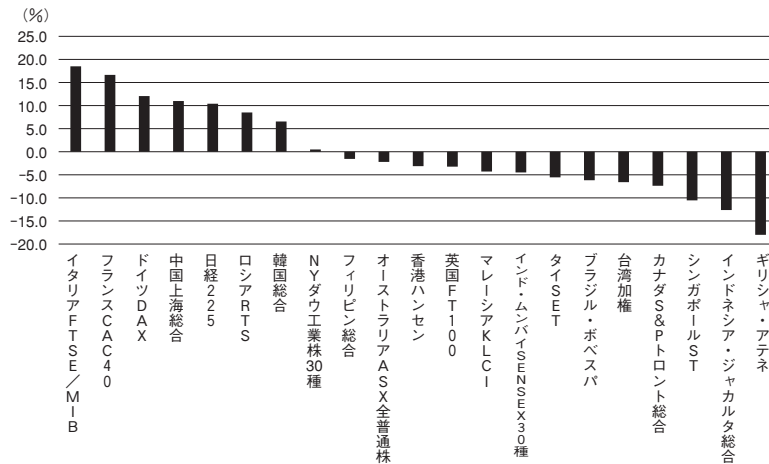
日経平均は年初に軟調に始まった後、企業業績への期待などから上昇基調に転じ、4月22日に2万円を超えた。さらに6月24日には2000年のIT(情報技術)バブル期につけた2万0,833円を上回る2万0,868円をつけた。1996年12月以来の高値水準だった。その後も2万円台で一進一退を繰り返した。

こんななかで、急騰していた上海総合指数が6月8日の5,131を境に下げ始め、中国政府が大規模買い支えを軸とした株価対策に乗り出した。8月11日には中国が予想外の元切り下げに乗り出し、中国経済の実態に対して世界の市場参加者が警戒感を強めた。

米国の利上げへの警戒感と中国経済の減速懸念などから8月21日から25日にかけて世界の株式相場が大きく下がり、日経平均も3営業日で2,227円急落し、17,806円まで下げた。その後は1万8,000円前後で推移したが、9月29日には世界経済の減速懸念とオイルマネーによる株式売却などから715円安の1万6,930円と、1月16日以来の1万7,000円割れとなり、市場には一段と弱気心理が広がった。

10月に入ってから中国経済に対する悲観的な見方が薄らいだことから、内外の株式相場は急速に戻し、日経平均は10月30日には8月28日以来の1万9,000円乗せを達成した。10月の日経平均の上昇幅は1,694円と、1カ月の上昇幅としては1995年7月の2,160円以来

(図表 2) 世界の主要市場の株価指数の年初来騰落率



(注) 11月 6 日現在

約20年ぶりの大きさを記録した。

海外の株式市場と比べると、株価指数の年初来上昇率は11月 6 日現在で10.4%（日経平均）と90市場中23位に位置している（図表 2）。2005年度以降の株価指数上昇率ランキングを見ると、2005年度に29位になったあとは真ん中よりも下位で推移することが多かったが、2012年度19位、2013年度 5 位、2014年度41位と、アベノミクス経済の下では真ん中よりも常に上位を保っている。日本経済のデフレ脱却への動きが内外の投資家から評価されているのかもしれない。

〈公的年金と日銀の買い〉

株式の需給面では、2015年は個人が 3 兆9,746億円の売り越し（10月末まで）となったのに続き、外国人投資家が9,495億円の売り越し（同）と低迷した。外国人に代わって買い手として伸びてきているのが事業法人と信託銀行だ。10月末までに事業法人は 1 兆 9,852億円の買い越し、信託銀行は 1 兆7,190億円の買い越しをそれぞれ記録した。事業法人は自社株買いの活発化が原因であり、信託銀行は公的年金の買いなどを反映している。

事業法人の買いは2014年に 1 兆1,017億円に膨らんだ後、2015年も年に 2 兆円を超えるペースで続いている。持ち合い解消に伴う売りを吸収して買い越しになっており、今後も信託銀行と並ぶ買い主体になりそうだ。野村證券リサーチアナリストの西山賢吾氏によると、2015年 4 ～ 9 月期の自社株買いの実施額は約 2 兆2,000億円と、前年同期に比べて57

%増加したという。

公的年金の買いは年金積立金管理運用独立行政法人が2014年10月末に基本ポートフォリオに占める国内株の割合を従来の12%から25%に引き上げた影響が大きい。国内株の保有額（時価）は2013年3月末の17兆5,575億円から2014年3月末に20兆8,466億円に、2015年3月末に31兆6,704億円になった。年金積立金全体に占める割合は2015年3月末で22.0%だった。

10月に厚生年金に統合された3共済年金（国家公務員共済組合連合会、地方公務員共済組合連合会、日本私立学校振興・共済事業団）も2015年3月にはポートフォリオを公的年金に合わせる方針を打ち出した。それぞれ3月末現在の国内株の保有額（時価）と運用資産に対する割合は9,791億円（12.5%）、4兆5,441億円（21.6%）、6,408億円（15.3%）となっていた。

このほか、ゆうちょ銀行やかんぽ生命の買いが「準公的資金」として市場の下支え役になった。ゆうちょ銀行は9月末現在で204兆9,881億円の運用資産のうち1.69%に当たる3兆4,796億円が「金銭の信託」で、この過半が株式になっている。かんぽ生命は83兆5,108億円（3月末）の運用資産のうち、1兆489億円が株式だ。株式の上場後、独自の収益源を育てる必要があるので、今後、株式のウエートが高まるだろう。

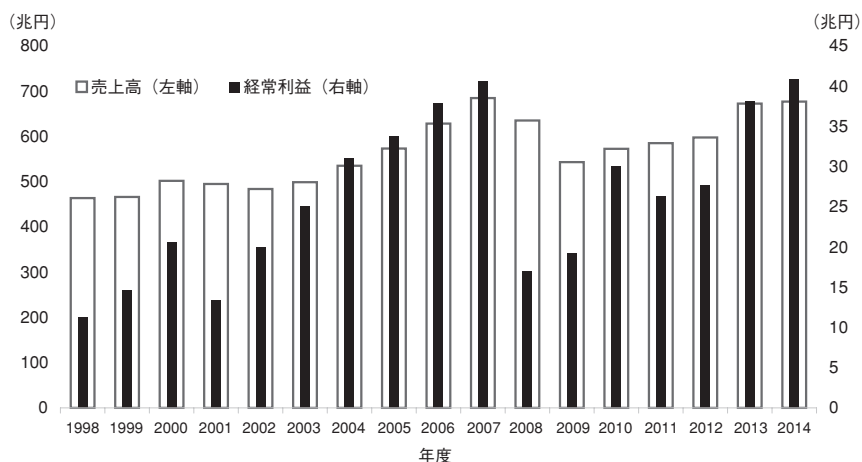
株価の下支えになったという点では、日銀が金融政策の一環として買い付けている上場投資信託（ETF）も一定の役割を果たした。2013年4月から年間約1兆円に相当するペースで買い入れ、2014年10月末には買い入れペースを年間約3兆円に増額した。2015年の日経平均株価が上昇基調をたどったのは、公的年金などの買いに加えて日銀がETFを買い入れていたためでもある。

〈企業業績は好調続く〉

企業業績は好調だった。東京証券取引所によると、全国上場企業（金融を除く）3,052社の2014年度の合計経常利益は、前年度比5.85%増の40兆7,880億円となり、2007年度の40兆5,320億円を上回って過去最高を更新した（図表3）。自動車、電機などが円安メリットを受けて大幅増益を記録したためだ。

2015年度についても、日本経済新聞社の3月期決算会社（金融、電力を除く）を対象にした集計では、7%前後の経常増益になるもようだ。「中国関連銘柄に減益が目立つものの、米国関連や内需関連は上方修正が相次いでいる」（オンライン証券のストラテジスト）という。2015年4～9月期決算も経常利益が前年同期比11.1%増になった。

(図表 3) 上場企業の売上高と経常利益



(注) 東京証券取引所調べ

2012年までの円高局面で固定費の削減に取り組んだ成果が出てきたかたちで、円安メリットや原油安メリットを取り込んだ企業が多かった。百貨店や鉄道、消費財メーカーのなかには、訪日外国人需要が業績を押し上げたところも目立った。

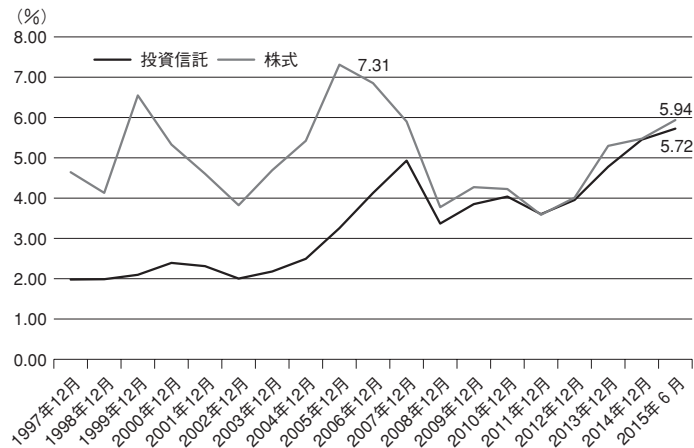
〈進む「貯蓄から投資へ」〉

「貯蓄から投資へ」の資金移動は着々と進んだ。日銀の資金循環統計によると、2015年6月末現在で家計が保有する株式は101兆9,274億円と、リーマン・ショック前の2007年6月に記録した109兆7,344億円以来8年ぶりの100兆円乗せ。個人金融資産の1,717兆645億円に占める割合も5.94%に達した(図表4)。投資信託は98兆2,872億円と、初の100兆円乗せに迫り、個人金融資産に占める割合も5.72%に高まった。

現預金は892兆8,804億円でおお個人金融資産の52.0%を占めるが、1年前の2014年6月末と比べると、この比率は1.1ポイント低下した。株式、投信ともに個人金融資産中の比率は0.7ポイントずつ上昇しており、わずかながらではあるが、家計が証券保有のリスクをとることに前向きになっている様子がうかがえる。

少額投資非課税制度(NISA)の貢献も大きい。NISAは導入2年目を迎え、利用者が着々と伸びている。金融庁の集計では2015年6月末現在の口座数は921万2,167、買い付け額は5兆1,936億4,434万円に達していた。商品別では上場株式が1兆6,332億7,356万円、投資信託が3兆4,477億8,901万円、上場投信(ETF)が656億6,435万円、不動産投信(REIT)が

(図表 4) 株式と投資信託の個人金融資産に占める割合



469億1,742万円となっていた。

証券会社などに資産運用を一任するラップ口座の契約数は急増した。ラップ口座とは個人が証券会社や信託銀行と投資一任契約を結んで、資金の運用から管理までを任せることができるサービスだ。もともと富裕層向けのサービスだったが、最低投資金額が300万～500万円に引き下げられ、幅広い層が使えるようになっている。

日本投資顧問業協会によると、2015年6月末現在で契約件数は36万9,673、契約金額は4兆7,541億円になった。2014年3月末には契約件数が10万5,706、契約金額が1兆3,760億円だったから、1年3カ月の間に件数、金額とも約3.5倍になったことになる。一部の信託銀行や証券会社は資産管理型営業の主軸として積極的にこのサービスを売り込んでいる。

〈日本郵政グループの株式上場〉

日本郵政、ゆうちょ銀行、かんぽ生命の郵政グループ3社の上場も「貯蓄から投資へ」の動きを支えた。3社合計の株主数は170万人超と、第一生命保険の約90万人を大幅に上回る。

政府が100%の株式を持つ日本郵政と、その子会社のゆうちょ銀行、かんぽ生命の同時上場で11月4日に東京証券取引所第1部に上場した。売り出したのはそれぞれの発行済み株式の11%だ。政府は最終的に日本郵政の株式を3分の1超残して売却し、日本郵政はゆうちょ銀行とかんぽ生命の50%強の株式売却をする計画で、今回はその第1弾となった。

売り出し価格は日本郵政が1,400円、ゆうちょ銀行が1,450円、かんぽ生命が2,200円といずれも仮条件の上限で決まった。初値は日本郵政が売り出し価格を16.5%上回る1,631円、ゆうちょ銀行が同15.9%上回る1,680円、かんぽ生命が同33.1%上回る2,929円だった。

3社とも事業の成長性が見込みにくい分、株式の配当利回りが2～3%と高く、個人投資家らの注目を集めた。9月10日に公表した3社の2016年3月期の予想純利益は日本郵政が前期比23%減の3,700億円、ゆうちょ銀行が13%減の3,200億円、かんぽ生命が3%増の840億円となっていた。

3社の初値で計算した時価総額を単純に合計すると、16兆6,000億円強となり、これを3社合計の予想純利益7,740億円で割ると、株価収益率（PER）は21.4倍と、東証1部の平均値の16倍強に比べて割高だ。11月25日現在の時価総額18兆4,000億円弱で計算すると、PERは23.8倍とさらに割高になる。

投資家をひき付け続けるためには、明快な成長戦略が欠かせない。2015年に入り、日本郵政の子会社の日本郵便が豪州の物流大手トール・ホールディングスを買収したり、ゆうちょ銀行が三井住友信託銀行や野村ホールディングスと共同で資産運用会社を設立したりするなど、新たな動きも見えるが、ゆうちょ銀行やかんぽ生命は持ち株会社の日本郵政が50%超の株式を売らない限り、自由な経営はできない。

現行の郵政民営化計画では、2022年までに3回に分けて株式を売却し、総額4兆円の震災復興財源を確保する方針だが、株式市場にとっては、そのプロセスを少しでも前倒しにすることが望ましいといえるだろう。

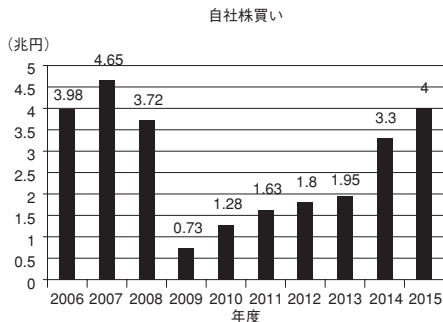
〈株主重視に動く企業〉

株主の利益を重視する経営に取り組む企業が増えたのも、2015年の特徴だ。一例をあげれば、産業用ロボットなどのメーカー、ファナックの変身だ。同社はアナリストから「投資家への対応の悪い会社」としていつもやり玉に挙げられていた。株式を取得し、手元資金の有効活用を要求したのが、著名投資家のダニエル・ローブ氏が率いる米国のアクティビストファンド、サードポイントだった。

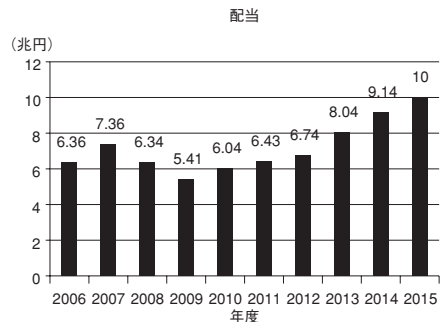
サードポイントが投資家に送った書簡では、ファナックについて「株主のために何もしない不合理な資本構造を持つ」などと指摘し、1兆円規模の手元資金を有効活用するために定期的な自社株買いをするように要求したとしていた。

これに対し、ファナックは3月24日には株主との対話窓口になる部署を4月に新設すると発表。4月27日には株主への利益配分を大幅に強化すると発表した。その内容は①連結

(図表 5) 自社株買いと配当



(注) 野村証券、アイ・エヌ情報センター調べ、
2015年度は予想



(注) 東京証券取引所調べ、2015年度は予想

の配当性向を現行の30%から60%へ引き上げる、②2015年3月期から5年間の平均で、配当と自社株買いを合わせて利益の80%を株主に配分する、③保有する自社株のうち、発行済み株式の5%を超える分は消却する——などとなっていた。

株主への配分を強化しているのは、同社だけではない。アイ・エヌ情報センターによると自社株買い実施額は2013年度が約1兆9,500億円、2014年度が3兆3,000億円強と急増し、2015年度も前年を上回るペースが続いている(図表5)。

上場企業の配当総額は2014年度が約9兆1,400億円、2015年度が10兆円前後になる見通しで、自社株買いを合わせた株主への総還元額は2014年度が約12兆5,000億円、15年度が14兆円近くになる見込みだ。

各社が株主還元に向きなのは、外国人投資家の保有比率が高まっているためでもある。東証などの集計では2014年度のこの比率は31.7%と前年度の30.8%を0.9ポイント上回った。2011年度の26.3%と比較すると5.4ポイントも大きくなり、上場企業も増配や自社株買いを求める株主の声を尊重せざるをえない。

経営目標として自己資本利益率(ROE)重視の流れができつつある点も、株主還元を増やす一因だ。増配や自社株買いに取り組めば、その分、ROEの計算上の分母である自己資本が減るため、例えば金属加工機大手のアマダホールディングスは2016年3月期まで、純利益をすべて株主還元に向け振り向ける方針を持っている。

〈総会にかかるROE 5%〉

2015年の株主総会では自己資本利益率(ROE)が5%に満たない企業のトップ再任議案への反対票が目立った。議決権行使助言会社の米インスティテューショナル・シェアホ

ルダー・サービシーズが過去5年間の平均ROEが5%未満かつ直近決算期のROEも5%未満の企業のトップ選任議案に反対するよう推奨したためだ。

例えばROEが3.0%（2014年12月期）の麒麟ビールはトップ選任議案に対する賛成票の割合が78%だったのをはじめ、赤字（2015年3月期）のソニーが88%、ROEが3.7%（同）の任天堂が83%だった。否決されたわけではないものの、一般に取締役選任議案の賛成率は97～98%に達することから比べると、反対票の多さが浮き彫りになっている。

ROE重視の流れは、2014年8月に経済産業省が公表した伊藤レポート（「持続的成長への競争力とインセンティブ～企業と投資家の望ましい関係構築～」プロジェクト「最終報告書」）などがきっかけになっている。同レポートは8%をROEの最低ラインと打ち出し、上場企業に努力を求めている。

〈コーポレートガバナンス・コード〉

コーポレートガバナンスに関しては、大きな進展があった。きっかけになったのは、5月1日に施行された改正会社法と、6月1日から適用になったコーポレートガバナンス・コードだ。同コードは日本の全上場企業に対して適用する東京証券取引所の上場規則で、5つの基本原則、30の原則、38の補充原則で構成されている。

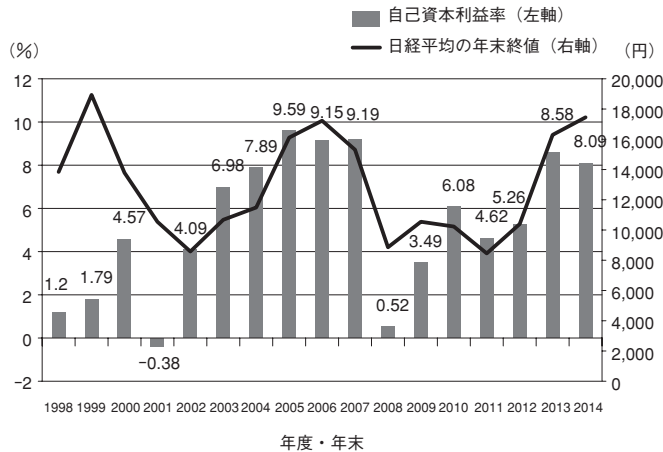
同コードではコーポレートガバナンスを、中長期的に収益力を高め企業価値を向上させるための意思決定の仕組みと位置づけている。また、すべての項目を厳格に守らせるハードローではなく、「コンプライ・オア・エクスプレイン」（順守か説明か）に基づくソフトローであることが特徴で、全部で73の原則のうち、自社に適用しないものがあれば、その理由をコーポレートガバナンス報告書で開示すればいい仕組みになっている。

例えば、社外取締役に関しては、改正会社法では「社外取締役を置くことが相応でない」と株主に説明できる企業を除いて、最低1人の社外取締役の選任を義務付けている。コーポレートガバナンス・コードでは、理由を説明できる場合を除いて、独立性の高い社外取締役を2人以上置くように求めている。

この結果、日本取締役協会の集計では8月1日現在、東証1部で独立取締役を選任した企業の割合は87.7%と前年に比べて26%増え、2人以上の独立取締役を選任した企業も59.4%と前年に比べて27.5%増えたという。

同コードでは「収益力・資本効率等に関する目標」を掲げることも要請している（図表6）。日立製作所や三菱重工業が10%超のROEを目指すことにしたなど、経営目標にROEを採用する企業が増えているのも、このためだ。

(図表 6) 自己資本利益率 (ROE) と日経平均



同コードは2014年2月に公表され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）と対になっている。スチュワードシップ・コードは2015年8月末現在で197の機関投資家などが受け入れを表明した。機関投資家に対し、投資先企業との間で建設的な「目的を持った対話」（エンゲージメント）をすることを促すとともに、議決権行使と行使結果の公表について明確な方針を持つことを定めている。

〈政策保有株の売却に着手〉

コーポレートガバナンス・コードに基づいていわゆる株式持ち合いの解消に取り組んでいる企業も出てきた。政策保有株式については毎年、保有することの合理性を取締役会で検討することや、議決権行使の方針を策定・開示することを求めている。要は、特別の事情がない限り、他の上場企業の株式は持つべきではないという趣旨である。

さっそくみずほフィナンシャルグループは6月1日に東証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式を基本的に保有しない方針を打ち出した。「保有する株式について、個別銘柄ごとに、定期的、継続的に保有の意義を検証し、その意義が乏しいと判断される銘柄については、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を行う」と書いている。

三井住友フィナンシャルグループも7月3日に提出したコーポレートガバナンス報告書で「原則として、政策保有株式を保有しない」とするとともに、合理性があって保有する株式に対する議決権の行使についても「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、議案ごとに賛否の判断をする」と述べている。

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」と表明。具体的に経済合理性を検証する基準として「総合取引RORA（リターン・オン・リスク・アセット）」を目標値にするとし、目標値を下回る約2割の政策保有株式については「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する」と述べている。

さらに11月13日には、3メガバンクが政策保有株の削減目標を発表した。三菱UFJは保有株の3割に当たる約8,000億円を売却し、中核的自己資本に対する割合を19%から10%に下げる。三井住友も保有株の3割に当たる約5,000億円を削減し、普通株など狭義の中核的自己資本に対する割合を28%から14%に下げる。みずほは保有株の4割（約7,800億円）を削減必要額と定義し、このうち7割に当たる5,500億円を2018年度末までに売却する方針だ。

UBS証券の推計によると、いわゆる政策保有株の保有額（時価ベース）は、2015年3月末現在で事業会社が約69兆円、大手銀行が約16兆円に達するという。上場株式の時価総額に対する割合は14%ほどだ。この比率は1990年ごろには50%前後に達していたから、これまでも持ち合い解消はかなり進んできたのだが、コーポレートガバナンス・コードの適用でいよいよ最終段階に入ったことになる。

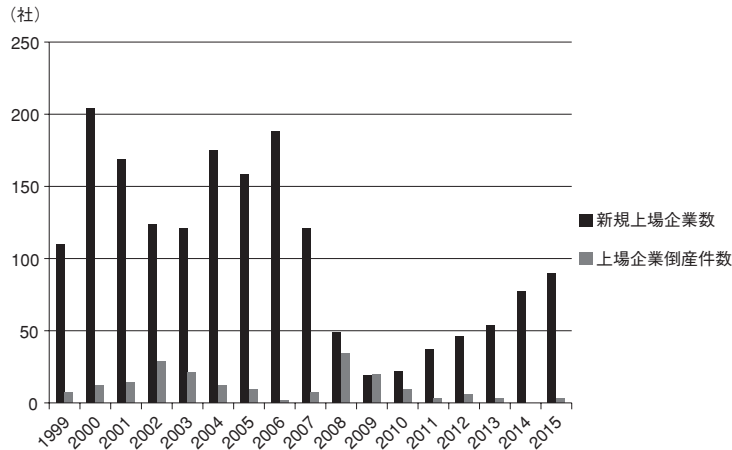
〈100社に迫る新規上場〉

2006年には188社を数えていた新規上場企業数は、2009年に19社まで落ち込んだ後、着実に回復し、2014年には77社となった（図表7）。2015年には93社が上場する見通しだ。最大の案件は日本郵政グループ3社だった。ただ、なかには投資家の利益を軽視する案件もあり、取引所が警告を発する一幕もあった。

日本取引所グループが3月末に発した「最近の新規公開を巡る問題と対応について」と題する警告書がそれだ。①新規公開会社の経営者による不適切な取引（上場前からの会社資産の私的な流用や上場後に独断で無謀な取引を実施など）への上場審査を強化する、②上場直後に業績予想を大幅に修正する場合は、前提条件やその根拠について特に丁寧な説明を要求する、③上場時期の集中緩和を要請する——などを柱とする対応策を打ち出した。

2014年12月に東証1部に上場したスマートフォンゲームの会社グミが3月5日に公表した業績予想の下方修正が投資家の期待を大きく裏切ったからだ。修正の内容は2015年4月期の売上高が当初予想の309億円から265億円へ、営業損益が13億円の黒字から4億円の赤

(図表 7) 新規上場企業数と上場企業の倒産数



字へということで、上場して2カ月半後のことだった。大手証券が主幹事だったことも市場を失望させた。

一方、上場会社の倒産は11月26日現在でスカイマーク、江守グループホールディングス、第一中央汽船の3社だった。

〈東芝の不適切会計問題〉

東芝は指名委員会等設置会社という米国型の機関設計で運営されてきたが、数年にわたって不適切会計が繰り返されていたのをチェックできなかった。同社の不適切会計問題はいくらコーポレートガバナンスの体裁を整えても、中身が伴わなければ無意味であることを浮き彫りにした。

発端は証券取引等監視委員会が2月12日に内部通報を受けて検査をしたことだった。4月3日には社内の特別調査委員会で調査を始め、5月15日には元東京高等検察庁検事長の上田広一弁護士を長とする第三者委員会が設置された。

7月20日に第三者委員会が提出した調査報告書によると、不適切会計の総額は2008年度から2014年度第3四半期までで1,518億円に達していた。内訳は①工事進行基準の会計処理で477億円、②映像事業とパソコン事業の部品取引にかかる会計処理で592億円、③映像事業とパソコン事業の経費計上にかかる会計処理で88億円、④半導体事業の在庫の評価にかかる会計処理で360億円——となっており、これに自主調査でチェックした分を加えると、利益の水増し額は1,562億円になったという。

さらに同社は8月18日に1,562億円とは別に、パソコンや半導体などの減損処理をしたため、過年度の税引き前損益の修正額が2,130億円にのぼると発表。9月7日にも新たな水増し事案の発覚で118億円の修正が必要になったと発表したため、最終的に2009年3月期から2014年4～12月期までの税引き前損益の下方修正額は2,248億円になった。

報告書では「コーポレートの経営トップらの関与等に基づいて、不適切な会計処理が多くのカンパニーにおいて同時並行的かつ組織的に実行または継続された不適切な会計処理については、経営判断として行われたものと言うべく、これを是正することは事実上不可能であった」と述べている。

不適切会計が起きた直接的な原因として①経営トップらを含めた組織的な関与、②当期利益市場主義と目標必達のプレッシャー、③上司の意向に逆らえない企業風土、④適切な会計処理に向けての経営者の意識や知識の欠如、⑤東芝が定めている会計処理基準やその運用に問題があったこと——を指摘している。

特に当期利益至上主義と目標必達のプレッシャーに関しては「社長月例等においては、P（社長）から各CP（カンパニー社長）に対し、チャレンジと称して設定した収益改善の目標値が示され、その目標達成を強く迫っており、業績不振のカンパニーに対しては、収益が改善しなければ当該担当カンパニーの事業からの撤退を示唆することもあった」と述べている。

間接的な原因としては社内の各部門、レベルでの内部統制が機能していなかったことを問題視しており、強力な内部統制部門の新設などハード面の改革と併せ、社外取締役の増員や構成員の見直しなどソフト面の改革を実施するように提言した。新体制では11人の取締役のうち7人を社外取締役にした。

〈2016年の課題と展望〉

コーポレートガバナンス改革は不祥事の防止など「守りの経営」のためだけに実施するのではない。2014年6月24日に政府が発表した「日本再興戦略・改定2014」では、日本企業の中長期的な収益性・生産性を高めるために、「まずは、コーポレートガバナンスの強化により、経営者のマインドを変革し、グローバル水準のROEの達成等を一つの目安に、グローバル競争に打ち勝つ攻めの経営判断を後押しする仕組みを強化していくことが重要である」と述べている。

すべての上場企業は2015年末までにコーポレートガバナンス報告書を東証に提出し、新たなガバナンスの実践段階に入る。再興戦略では「特に、数年ぶりの好決算を実現した企

業については、内部留保をため込むのではなく、新規の設備投資や大胆な事業再編、M&Aなどに積極的に活用していくことが期待される」という。攻めの経営に取り組むことが何よりも上場企業に求められるであろう。

もう1つの変化は世界最大の機関投資家でもある年金積立金管理運用独立行政法人が、2015年9月に国連の責任投資原則に署名したことだ。投資先の企業を選定するにあたって、ESG（環境、社会、ガバナンス）の観点を取り入れることを意味している。上場企業はESGに配慮した経営をしないと、公的年金の投資対象から外れる恐れがある。企業は持続的成長のために、経営の質を一段と高める必要が出てくる。

緩和マネーによって支えられてきた世界の株式相場は、米国の金融引き締めという新たな事態に対処する必要が出てくる。中国経済の減速が続くことへの準備も必要だ。主要国の超金融緩和政策を背景に金融市場にマネーがあふれ出て、株式や低格付け債などのリスク商品の価格が押し上げられる局面は終わりつつある。優れたコーポレートガバナンスの仕組みを作り、ESG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だけが株式市場で高く評価されるのではないだろうか。

