

# 平成 28 年度「証券ゼミナール大会」

5

## 第 3 テーマ      B ブロック

「今後の国内証券流通市場の活性化について」

10



# 東洋大学

東洋大学 中澤ゼミナール

15

## 目次

	第1章 証券市場とは	・・・P3
	第1節 発行市場と流通市場	
5	第2節 証券取引のプレイヤー	
	第3節 証券市場で取引されている主要な金融商品	
	第2章 国内証券流通市場の活性化	・・・P10
	第1節 国内証券流通市場の活性化とは	
	第2節 国内証券流通市場の活性化の必要性	
10	第3章 国内株式流通市場の現状と課題	・・・P17
	第1節 国内株式流通市場の現状	
	第2節 国内株式流通市場の課題	
	第4章 活性化のための ROE8% 基準	・・・P25
	第1節 ROE とは	
15	第2節 ROE 向上の必要性	
	第3節 ROE8% 基準とは	
	第5章 政策提言	・・・P37
	第1節 企業への政策提言	
	第2節 家計への政策提言	
20		

## 第1章 証券市場とは

本章では、「今後の国内証券流通市場の活性化」について政策提言を行うにあたる証券市場について説明していく。第1節では、証券市場を構成している発行市場と流通市場を見ていく。第2節では、証券市場におけるプレイヤーを述べていく。第3節では、証券について説明し、証券市場に流通する金融商品に焦点を当て説明する。

### 第1節 発行市場と流通市場

10

発行市場とは、企業や政府が資金を調達するために証券の発行・取得が行われる場である。企業や政府によって発行が行われた証券は、発行体から直接、あるいは証券会社や銀行を通して取引されている。発行市場において企業は、事業を行うための資金を集めるために、新規公開株（IPO株）や社債の発行、公募増資などを行っている。すなわち、企業にとってこの発行市場は必要不可欠なものと言える。私たちの考える望ましい発行市場とは、企業が必要としているだけの資金を必要なときに調達できることである。

次に、流通市場とは、発行市場で発行された証券がさまざまなプレイヤーを通して売買される場である。流通市場があることで、プレイヤー同士の売買に流動性が生まれる。流動性が高まれば、企業は資金を調達しやすくなり、また投資家にとっても資産形成が行いやすくなる。したがって、私たちの考える望ましい流通市場とは、様々なプレイヤーの証券の売買に高い流動性があることである。

これら2つの市場は密接に関係していて、「車の両輪」とも呼ばれている。発行市場が存在しなければ、流通市場は存在しない。反対に流通市場が存在しなければ、証券市場そのものが流動性の低いものになってしまう。これら2つの市場を活性化させるためには、発行市場と流通市場の要である企業の魅力を高めることとプレイヤー間の売買の流動性を高めるための環境を整備していくことが大切である。

30

## 第 2 節 証券市場におけるプレイヤー

証券取引所におけるプレイヤーは主に「投資家」「企業」「証券取引所」「政府」がある。

5

### (1) 投資家

まず、投資家についてであるが、投資家は主に「個人投資家」「機関投資家」「海外投資家」の 3 種類に分けることができる。

10 個人投資家とは、家計の金融資産によって投資を行っている投資家のことである。日本取引所グループの 2015 年度株式分布調査によると、個人投資家の数は昨年度より増加しており、前年度比 362 万人増の 4944 万人となった。また、その増加幅は、調査開始以来最高となった。このことから、今後も個人投資家の増加が見込まれる。増加の主な要因として、NISA<sup>1</sup>をきっかけに幅広い年代の個人投資家が株式の買い付けを行っていることなどが推測される。

15 次に機関投資家である。機関投資家とは、顧客から拠出された資金を運用・管理する法人投資家の総称である。一般に機関投資家と呼ばれるグループをいくつか挙げると、「投資顧問会社」、「生命保険会社」、「損害保険会社」、「信託銀行」、「投資信託会社」、「年金基金」などが主なものである。生命保険会社や損害保険会社であれば、加入者の保険料収入であり、投資信託会社であれば、投資信託を購入した人たちの提供した資金が元手になる。機関投資家は大量の資金をまとめて運用するので、市場に与える影響も大きい。機関投資家の中でも、GPIF<sup>2</sup>は世界最大の日本株投資家である。GPIF は、厚生労働省から委託を受け、年金積立の管理・運用を行っており、140 兆円もの資産を運用している。そのうち、2 割を株式へ投資している。

25 最後に海外投資家とは、海外の年金基金、投資信託、保険会社、ヘッジファンドなどのことをいう。海外投資家の売買シェアは東証の約 6 割を握っており、現在、日本の取引市場で最も影響力を持った勢力となっている。このため、投資を行うにあたっては海外投資家の動向に注視する必要がある。

---

<sup>1</sup> 少額投資非課税制度

<sup>2</sup> 年金積立金管理運用独立行政法人

## (2) 企業

企業は、ビジネスを行うために発行市場で株式、社債を発行し、資金調達をしている。企業は上場企業と非上場とに分類できる。

5 上場企業とは、株式が証券取引所で売買されるようになることを上場といい、  
上場された企業のことをいう。証券取引所は細かな上場基準を定めており、上  
場している企業はそうした条件をクリアしている。上場企業のメリットとして、  
ステータスや知名度が高くなり世間の信用が上昇すること、低コストで資金調  
達が可能になることが挙げられる。その一方で、上場すると常に情報開示が求  
められるなど、多くの社会的責任や義務を負うことになる。さらに、株式を公  
10 開しているため、買い占められると会社を乗っ取られることもある。また、上場企  
業の経営が危うくなるなどして、上場基準を満たさなくなった場合には、上場  
が廃止される。そのため、近年では上場企業に対し、ガバナンスが必要となっ  
てきている。具体的には、社外取締役や最高財務責任者の設置である。社外取  
締役や最高財務責任者を設置することで、企業経営を客観視できる。そのよう  
15 にガバナンスを強化することにより、企業の問題点を指摘でき、より良い経営  
ができるようになる。

非上場企業とは、証券取引所に上場していない企業のことをいう。非上場会  
社の株式は、一般的に「役員や社員、関連会社、ベンチャーキャピタルという投資  
会社」などが保有しているケースが大半である。これら公開されていない株式を  
20 「未公開株」という。上場されていないので、証券取引所を通じて取引はできな  
いが、当事者間での売買は可能である。また、未公開株を売買するグリーンシート市  
場というのがあるが、「買い手や売り手が付き難い」、「価格が流動しやすい」など  
の理由で取引が難しい。未上場企業は、投資家から資金調達が出来ないため、銀行  
などから資金を調達することになり、金利や見返りをつけて返済しなければなら  
25 ない。ただし、株式売買が無い場合、会社を乗っ取られるといった心配がない。

## (3) 証券取引場

証券取引所とは、株式などの売買で投資家と企業をつなぐ役割を果たしてい  
る。証券取引所において売買されているものは、株式の他に債権や投資信託が  
30 ある。証券取引所は、投資家や証券会社自身の株式等の売買注文を市場に集中

させることにより、株式等の市場流動性を高めているとともに、公正な価格形成を行っている。

わが国には、株式の売買を行う証券取引所が東京・名古屋・福岡・札幌の 4 か所にある。その中でも東京証券取引所は大きな存在となっている。特に、株式市場における東京証券取引への集中度が極めて高く、上場銘柄数では 88.3% を占め、他の証券取引所の単独上場銘柄は全体でも 124 銘柄に止まっている。また、売買代金でみてもほとんどが東京証券取引所で行われている。このように東証への一極集中が進んでいるのは、株式市場が東証 1 部を頂点としたヒエラルキー構造になっており、企業が社会的なステータスが高い東証 1 部上場を経営目標とする傾向が強いことが指摘できる。したがって、優良企業は東証 1 部に集中する傾向が強い。また、東京証券取引上株式市場の中でも東証 1 部は、2 部やジャスダック、マザーズと比較して売買高が極めて大きい。そのため、売買高が大きいところを活性化できれば、国内流通市場の活性化に大きく繋がる。

15

#### (4) 政府

政府は、財政上の関係、または発行市場の活性化を背景に国債を発行している。国債には固定利子付債、変動利子債の 2 種類があり、固定利付債には、満期が 2 年・5 年・10 年・20 年・30 年・40 年の固定利付国債及び 3 年・5 年固定型個人向け国債が存在する。政府は多様な国債を発行市場に供給している。

流通市場においては、株式市場を活性化させるために、NISA などの株や投資信託の配当金や値上がり益を非課税にする制度を設けている。この制度は、毎年 100 万円（2016 年より 120 万円）を上限に、投資で生まれた利益や配当に税金がかからないものとなっており、個人投資家の増加を目的としている。

また、政府は NISA などの制度づくりの他に、企業を魅力的することによる市場の活性化の政策も行っている。それは「コーポレートガバナンスの強化」である。「日本再興戦略 2014」でもこのことは掲げられている。コーポレートガバナンスの強化は、具体的に「コーポレートガバナンスの強化により、

30

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」とされている。そして社外取締役に関しては、「各企業が、社外取締役の積極的な活用を具体的に経営戦略の進化に結びつけていくとともに、長期的にどのような価値創造を行い、どのようにして『稼ぐ力』を強化してグローバル競争に打ち勝とうとしているのか、その方針を明確に指し示し、投資家との対話を積極化していく必要がある」と指摘されている。

### 第 3 節 証券市場で取引されている金融商品

10

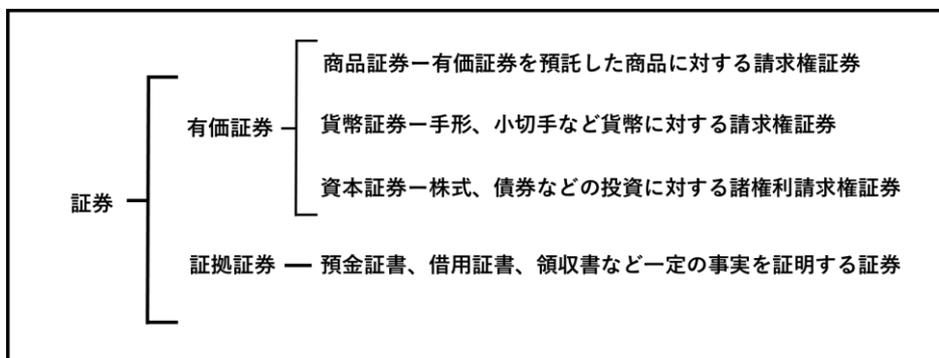
はじめに、証券とは何か説明する。証券とは主に証拠証券と有価証券に分けられる。証拠証券とは証券そのものに価値がないので、財産の証明として使われる。一方、有価証券とは一般に無形の権利の譲渡を容易にするため当該権利を表した証券をいい、権利と証券が結びついているのに特徴がある。また、有価証券は「商品証券」「貨幣証券」「資本証券」の 3 種類に分類できる。

15

商品証券は、商品に対する請求権を示すものであり、船荷証券や倉庫証券がある。貨幣証券は貨幣に対する請求権を表すもので、為替手形、約束手形、小切手がある。最後に資本証券であるが、これは資本提供者の権利に対する請求権を表すものであり、株式や公社債、投資信託がある。資本証券が流通市場で取引されている主要な金融商品となっている。

20

図表 1-1 証券の分類



(出所) 日本証券業協会(2012)「新・証券市場 2012」P.76 より著者作成

次に、流通市場において主要な金融商品となっている株式、公社債、投資信託について順に詳しく見ていく。

## 5 (1) 株式

株式とは、企業が資金調達を行う際に発行する証券である。株式会社が発行する株式は、出資者に対して地位や権利を与える。そのように企業に対して出資した人を株主という。株主は出資することにより、経営参加権、余剰金配当請求権、残余財産分配請求権、代表訴訟定提起権などの権利を有することができる。

その中でも、経営参加権について説明していく。経営参加権とは、株主総会へ参加し、持ち株数に応じて議決権を行使できる権利である。つまり、株主は株式を保有することで、企業の経営に対して発言することが可能になる。

## 15 (2) 公社債

公社債は、政府や地方自治体などの公的機関や企業が発行する社債の総称である。発行体は資金調達を目的としている。公社債は発行体を別に国債、地方債、政府関係機関債、金融債、社債、外国債がある。その中でも国債について焦点を当てる。

国債はまず2種類に分けられる。1つ目が利付国債である。利付国債は半年ごとに利子の支払いを受けることができ、満時期に額面金額が支払われる。2つ目が割引国債である。割引国債の特徴としては、利子の支払いがない。満期が決められており、満時期に額面金額が支払われる。すなわち、割引国債においては発行価格と額面金額の差が投資家の利益となる。

25

## (3) 投資信託

投資信託は、複数の投資者から資金を集めて大きな基金をつくり、投資の専門機関が株式や債券など様々な資産で運用し、その収益を投資額に応じて投資者に分配する仕組みの商品である。投資信託の大きなメリットは、少額から分散投資を行える方法であることだ。個別の株で分散投資を行うには多くの資金が

30

必要である。その一方、分散投資を利用すれば1万円からでも分散投資が可能である。

投資信託の主な商品として挙げられるのが、ETFとREITである。

5 ETFは、値動きが株価指数など各種インデックスに連動する株式指数連動型上場信託である。上場しているため、株式と同様な売買が可能となっている。そのため、リアルな売買が可能になり、価格はリアルタイムで確認できる。ETFは1995年に日本に誕生し、規制緩和が行われるに伴い、商品の多様化が進んでいる。現在ETFは比較的成本が安く、株式と同じように売買ができるなどわかりやすい商品である。

10 特に、JPX日経400は、「投資家にとって投資魅力の高い会社」の400銘柄で構成される。これは日本取引所グループ、東証と日本経済新聞社が算出する。

JPX日経400の選定方法であるが、適格基準と市場流動性により、1000銘柄が選定され、その後、定量的な指標によるスコアリング（3年平均ROE：40%、3年累積営業利益：40%、選定基準日時点における時価総額：20%）と定性的な  
15 要素（独立取締役2人以上選任、IFRS採用、決算期情報英文資料のTDnet開示）による加点が行われる。そして、スコアが高い順に400銘柄が選定される。そのように選定されているため、JPX日経400はROEに対する重要度は高いと言えよう。

三菱UFJ信託銀行発行している「投資指標のROE」のレポートによると、JPX  
20 日経400の取引は増加傾向にあり、パフォーマンスについても比較的堅調に推移している。図1-2はインデックス発足来からの対TOPIXのリターン推移を示したものである。JPX日経400のリターンはTOPIXに近い動きをしているが、この間、JPX日経400は比較的安定的にTOPIXを上回ってきたことが分かる。

25 図1-2 JPX日経400の対TOPIXパフォーマンスの推移(2014年1月～12月)

	2014年1～3月	2014年4～6月	2014年7～9月	2014年10月～12月	年初来	年度通期
①JPX日経400	▲6.5%	5.4%	5.9%	6.1%	10.7%	18.5%
②TOPIX	▲6.7%	5.1%	5.8%	6.3%	10.3%	18.2%
①-②	0.2%	0.3%	0.1%	▲0.2%	0.5%	0.2%

(出所) 三菱UFJ信託銀行「投資指標としてのROE」より著者作成

JPX 日経 400 の比較的堅調なパフォーマンスの実績等についてみてきた。そのため、企業が経営指標として ROE を見直す機運が高まっており、今後 ROE 重視の経営が軌道に乗れば、ROE が投資指標としても有効性が高まっていくことが期待できよう。企業サイドでも JPX 日経 400 に採用されることをステータスと認識し、資本効率を引き上げようとする動きがみられる。

次に REIT である。REIT は多くの投資家から集めた資金で、オフィスビルや商業施設、マンションなど複数の不動産などを購入し、その賃貸収入や売買益を投資家に分配する商品である。不動産は株式や債券と比べると流動性が低く、取引価格もわかりにくい商品である。しかし、証券取引所に上場することによって売買が可能となり、市場の流動性が確保されている。

## 第 2 章 国内流通市場の活性化

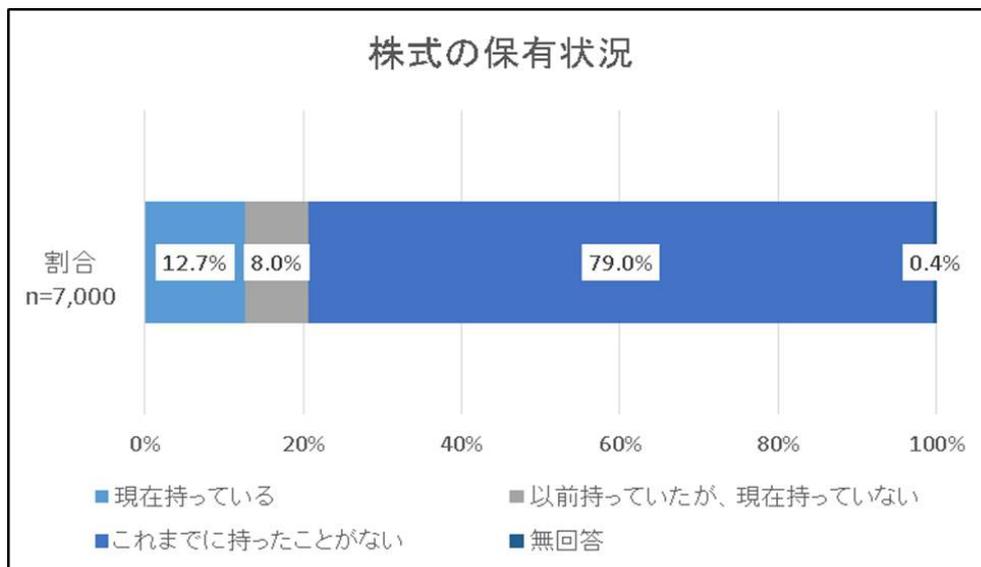
本大会の主旨文にも記述されているように、国内証券市場の活性化を「国内投資家層の拡大」と「我が国における証券の取引量の増加」の 2 点に定義していく。特に、国内投資家層の拡大という点に関しては、対象となる証券を株式に絞る。上記の 2 点に着目して、国内市場の活性化に向けて言及していく。

### 第 1 節 国内流通市場の活性化とは

まず、はじめに私たちが考える活性化のための定義に対する解釈を述べていく。

「国内投資家層の拡大」という点について、特に株式投資家層の拡大には、家計を国内投資家として新規参入させることが必要不可欠である。図 2-1 からわかるように家計の多くは株式を保有した経験がなく、今後、この層を株式市場に取り込んでいくことが投資家層の拡大につながると考えられる。

図 2-1 株式の保有状況



(出所) 証券投資に関する全国調査 (個人調査) (2015)

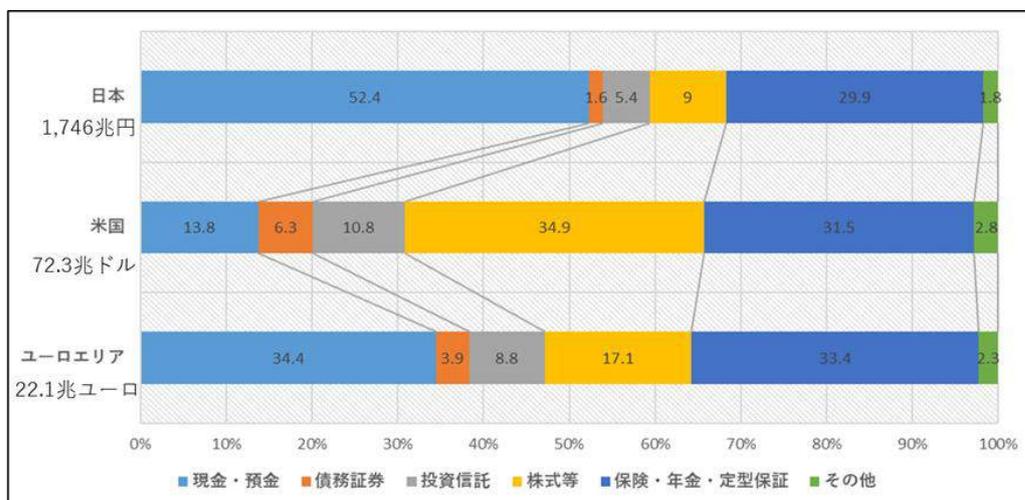
5 また、家計は多くの金融資産を保有しており、かつ、その多くを現金・預金によって保有していることがわかる。(図 2-2 参照) 具体的な数値を出すと、日本の家計は、金融資産の 52.4%を現金・預金として保有している。この数字は、米国やユーロエリアといった欧米諸国と比べてもかなり高い値であることがわかる。それに対して、資産構成における株式の割合は、米国と比較して約 1/4、

10 ユーロエリアと比較すると約 1/2 といずれも低い値である。このことは、現状として問題ではあるが、今後、日本の家計が株式市場に参入していくための、のび代であるともいえるのではないだろうか。

今後、「国内投資家層の拡大」を行っていく上で、いかにして、家計の現金・預金を株式へと回していくかが重要である。家計が株式市場に新規参入を行い

15 やすくする政策が求められる。

図 2-2 家計金融資産構成の日米欧比較



(出所) 日本銀行統計局「資金循環統計の日米欧比較」2016より著者作成

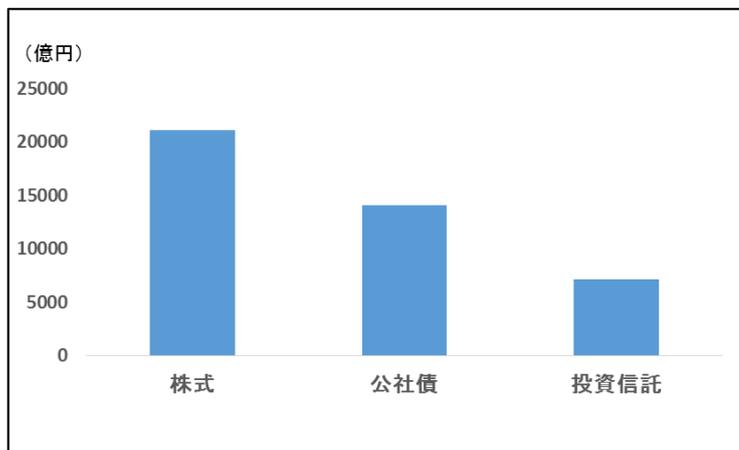
5 次に、「我が国における証券の取引量の増加」について考えていく。第1章で説明したように証券とは、法律上、「証拠証券」と「有価証券」とに分類され、さらに「有価証券」は「商品証券」、「貨幣証券」と「資本証券」に分類される。その中でも一般的に、「資本証券」のことを「有価証券」や単に「証券」と呼ぶことが多いため、「我が国における証券の取引量の増加」を考えていく際も資本証券の取引量増加について考えていくものとする。

また、図2-3からもわかるように、資本証券の中でも株式の取引量が圧倒的に多いことがわかる。そのため私たちは、株式の取引量の増加こそが、「我が国における証券の取引量の増加」につながると考える。

15

20

図 2-3 株式・公社債・投資信託の取引高比較（2015 年度）



(出所) 日本証券協会「情報統計」より著者作成

- 5     そして、株式の発行体である企業の魅力向上こそが、株式の取引量の増加には必要不可欠である。企業の価値や創造性といった魅力を高めていくような政策が求められる。

## 第2節 国内証券流通市場の活性化の必要性

10

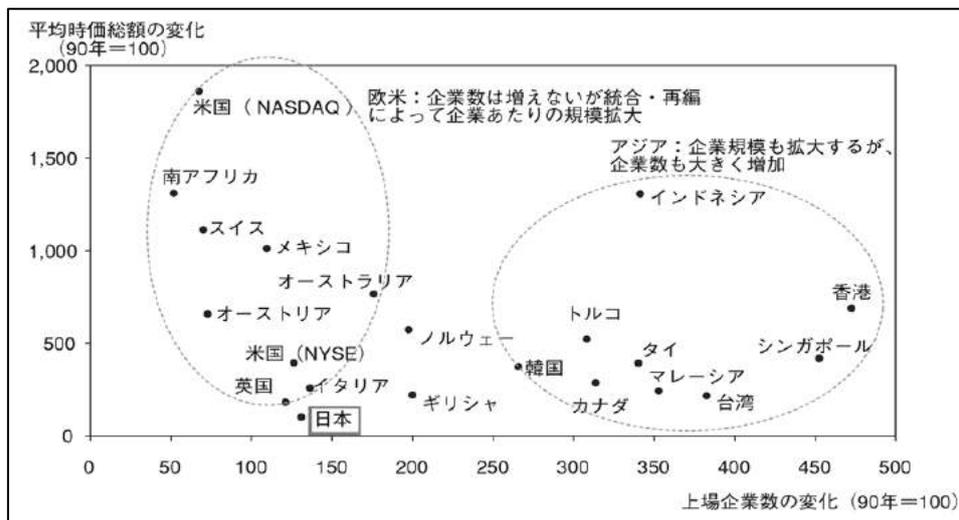
この節では、そもそも国内証券流通市場を活性化させることが必要なのかについて検証していく。私たちは今回、経済的な視点から活性化の必要性を考えてみた。

- 15     はじめに、ミクロの視点から国内証券流通市場活性化の必要性についてみていく。株式市場の役割は、上場している企業のための「資金調達の間」という役割だけでなく、成熟国家においては、年金をはじめとする投資家のための「資金運用・還元の間」としての役割にもなる。

- 20     低成長下で事業機会を見出しづらくなった個別企業は積極的に資金を投資家に還元し、投資家は還元された資金をもとに新たな企業や事業機会に再投資していく。この循環をベースにして、資源の再分配を行い、結果として成長企業・成長産業を育てていくことに、成熟した経済における株式市場の大きな存在意義がある。資本市場の働きが、競争力を失った企業からの資金引き揚げと優れた企業への資金投下につながり、成長産業・成長企業を生育するのである。

この資本市場の仕組みを見るために、世界各国の上場企業数の増減と、1社当たりの平均時価総額の変化をみていく。

図 2-4 世界主要市場の上場企業数と平均時価総額（1社当たり）の変化



5

(出所) Bloomberg「中神分析」より引用

図 2-4 からわかるように、アジアでは企業数が増加すると伴に時価総額も大きくなっている。一方、欧米先進国では上場企業数事態は伸びていない、むしろ減っている国も存在する。しかし、1社当たり時価総額では5-10倍になっている国も多い。欧米先進国では、企業間の優勝劣敗が明らかになり、厳しい整理・統合・淘汰が起きた結果とみてとれる。

上場企業数が2倍程度になった日本は、先進国の中では企業数が増えた部類に入るが、1社当たり時価総額はほとんど変わっていない。それは、新たに上場した企業は大きく成長できず、他方で既存企業は整理・統合・淘汰されることがなく市場に居残っていることがわかる。すなわち、日本の株式市場においては新陳代謝が起きにくくなっている。

世界中の中央銀行は今、金融資本市場に大量の流動性を供給し、世の中に資金はあふれている。一方、その資金は世界を駆け巡り、資本生産性の高い企業やそのような企業を数多く持つ国に集中している。資本生産性に優れた企業は高い時価評価を獲得し、それを利用して事業の整理・統合や買収による規模の拡大を推し進めているのである。

20

他方、資本生産性の低い企業・国には、潤沢にあふれる資金は集まらず、一時的な株高も持続しない。結果として、M&Aによる規模の拡大を目指そうにも、有利な条件でファイナンスすることができない。

資本生産性の向上は、決して投資家のためだけでなく、グローバルな資金獲得競争を生き抜いていくという企業経営にも直結しているのである。日本の株式市場がこのままであると、日本企業が米国などの先進国と比べ劣り続けてしまう。その結果として、私たちは資産を増やすことが困難になってしまう。

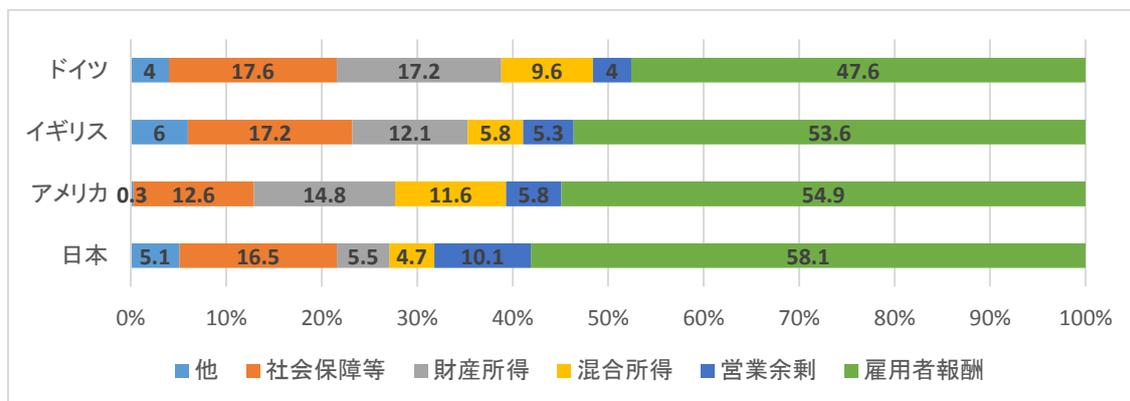
次に、マクロの視点から国内証券流通市場活性化の必要性についてみていく。日本企業の資本生産性が4-5%にとどまっているという問題を放置することは、長期的には国民生活や日本経済全体の観点からも大きな悪影響を及ぼす。

国民生活向上の原動力は経済成長であり、「成長戦略」によって、経済成長率を向上させることは、日本経済政策の大目標である。株式市場において投資リターンが長期的に低い状態であるということは、日本企業の資本生産性が低いということであり、日本経済の成長率が長期的に低いままであるということの意味している。このことを家計から捉えれば、賃金所得も配当などの財産所得もおしなべて低くなる。

例えば、わが国の問題点として、家計収入構造の脆弱性が挙げられる。図2-5、図2-6は先進各国の家計収入を比較したものだが、わが国の家計収入の特徴は、「所得財産」の比率が極端に低いことである。

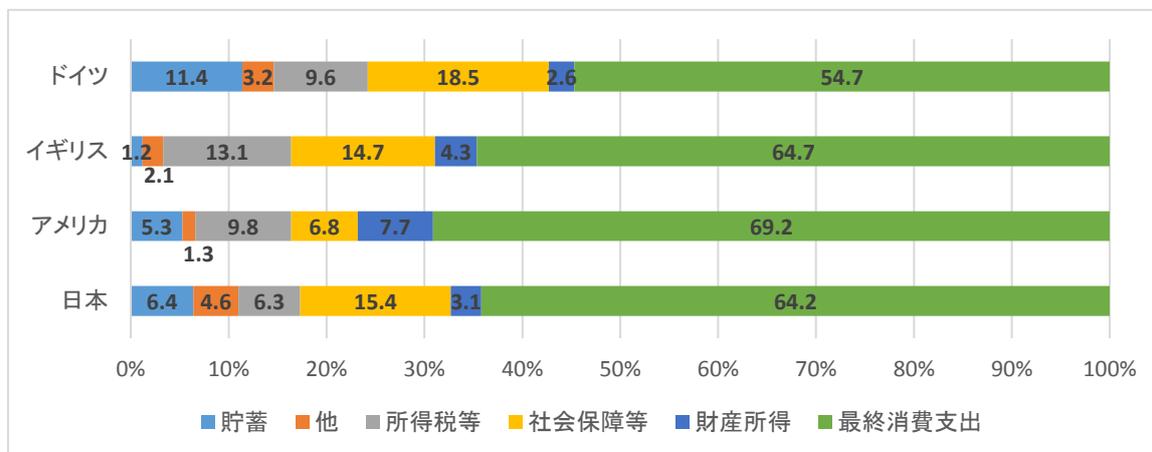
20

図 2-5 先進主要国の家計収入構造 - 1



(出所) ROE 最貧国日本を変える「先進主要国の家計収入構造」より著者作成

図 2-6 先進主要国の家計収入構造-2



(出所) ROE 最貧国日本を変える「先進主要国の家計収入構造」より著者作成

5 アメリカ、イギリス、ドイツなどの先進国では家計収入に占める財産所得は15%前後となっている一方、わが国では5%を超える程度しかない。

現在の家計収入は雇用者所得という「バッファー」が極端に薄い状態となっている。今後、製造業の生産拠点の海外移転や、相対的に賃金が低いサービス産業への雇用シフトが一段と進めば、雇用者報酬への依存度が高い現在の収入構造は、より深刻な問題となる可能性がある。

問題はどのようにして財産所得の厚みを増すかである。金利水準が現在の超低金利から1980年代の水準まで上昇すれば事態は大きく改善するだろうが、日銀が異次元緩和を強力に続けている中では名目金利が大きく上昇することとは考えにくい。また、今後、アベノミクスでインフレ経済になったとしても、巨

15 大な国債を考えれば簡単には金利を引き上げられないだろう。  
結局、マクロ経済的にみて、わが国の家計収入構造を強靱化するには、上場企業が資本生産性を上げ、配当を増やすことを通じて家計の財産所得を増やすことをメインシナリオに置く必要がある。

なぜなら、年金や生命保険などを通じて、家計の貯蓄が株式市場に投資されている。そして、株式投資に回っている資産の大半はすでに年金マネーであり、資本生産性や株式リターンを上げることは、家計の資産を増やすことに直結しているのである。

### 第3章 市場の現状の現状と課題

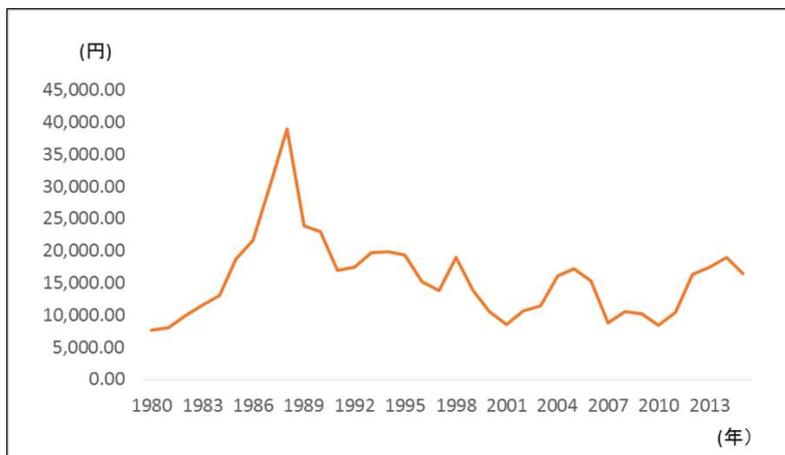
第3章においては、国内流通株式市場の現状と課題について述べていく。

5 第1節では、株式市場の現状を把握するために、世界の主要株価指数、株式の出来高に焦点を当てる。第2節では、第1節の国内流通株式市場の現状から課題を分析する。

#### 第1節 国内株式流通市場の現状

10 日経平均株価は戦後の復興に伴って、40年間に渡り上昇した。頂点に渡ったのが1989年のバブル期である。当時の日経平均価格が3万8915円である。しかし、バブル崩壊後、日経平均株価は下落を続けていた。2009年にはリーマンショックなどの金融危機により、バブル崩壊後の最安値の7054円となっている。ここで転機を迎えたのが2012年に誕生した第2次安倍政権である。安倍政権が発足した「アベノミクス」によって金融緩和政策が行われた。その結果、2015年4月に日経平均は15年ぶりに2万円台に回復した。しかし、2万円台に回復したといってもバブル崩壊時との株価と比較したらまだまだ低水準にあり、約20 2万円の差がある。そのことから更なる株価上昇が必要である。

20 図3-1 日経平均株価推移

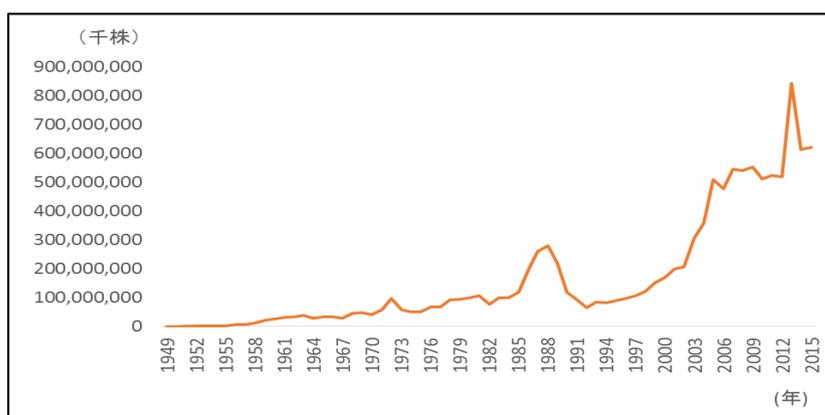


(出所) 日本経済新聞社「プロフィール」より著者作成

次に東京証券取引所の株式取引高についてみていきたい。このグラフを見れば分かるように、2000年以降になり取引量が増加した。なぜなら、金融のIT化が進んだからである。IT化により、証券取引場に足を運ぶ必要がなくなった。個人投資家、海外投資家はネット証券などを經由して取引ができるようになったため、投資家が増えたと考えられる。また、機関投資家はコンピュータによる取引を行うようになったため、取引量が増えたと推測できよう。

また、2012年になって取引量が急増している。これは、上記でも述べたがアベノミクスによる影響であると考えられる。金融政策を行い、全体的な企業の株価を上昇させたとともに、NISAによる非課税制度を行うことによって、投資家の投資環境が良好になった。

図 3-2 東京証券取引所 取引量



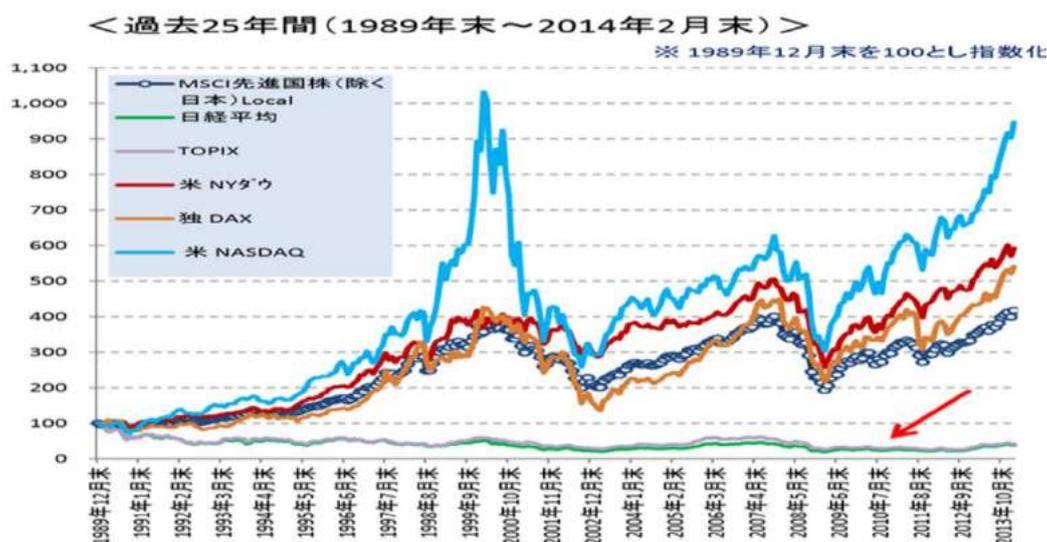
(出所) 日本取引所グループ「統計情報」より著者作成

15

日本の株式市場は長期低迷している。日本の資本市場の活性化が必要と言われて久しい。活性化によって達成されるべきは、市場全体のリターンを持続的に上げることだが、日本の株式市場の長期パフォーマンスは衝撃的である。アベノミクスを機に日本の株式市場は大きく上昇したが、実は長期で見るとその低迷ぶりは際立っている。この10年で見ると、欧米の多くの国では時価総額が2-3倍になっているのに対し、日本ではほとんど上昇していないのである。

20

図 3-3 世界の主要株価指数の推移



(出所)ブルーバードより

## 5 第2節 国内株式流通市場の課題

第1節では、国内株式流通市場が、長期にわたって低迷しており、活性化できていないという現状を見てきた。では、そのような現状から導かれる課題とはどのようなものなのだろうか。本節では、活性化の課題について検証していく。

はじめに、課題を発見していくために国内産業構造と国内株式保有比率の変化を見ていく。バブルの崩壊やリーマンショックといった経済危機や時代の流れの中で、日本の産業構造は、大きく様変わりしてきたと言える。図3-4は、業種別時価総額を金額の大きい順に並べたものである。左は1990年末、右は2015年6月末のものを示している。1990年当時、金融・保険業は圧倒的な時価総額を誇っており、その額は2位の電機機器の約2.5倍とまさに日本の産業の中心であったと言える。それに対して、2015年のデータでは、金融・保険業は3位に後退しており、時価総額も半分近くにまで減少していることが見て取れる。このことから、1990年代のバブル期以降に日本の産業構造が変化していることがわかる。このことは、今まで、日本産業の中心であった金融・保険業が社会に与えていた影響力が減少したことを意味している。

図 3-4 業種別時価総額

業種別時価総額 1990年末 (単位:10億円)

業種名	社数	時価総額
金融・保険業	150	108,233
電機機器	171	38,965
商業	183	30,556
化学・医薬品	163	25,632
輸送用機器	74	20,881
建設業	119	18,828
電気・ガス業	15	18,131
機械	138	13,744
鉄鋼	51	13,158
陸運業	34	10,841
その他	529	80,262
合計	1627	379,231

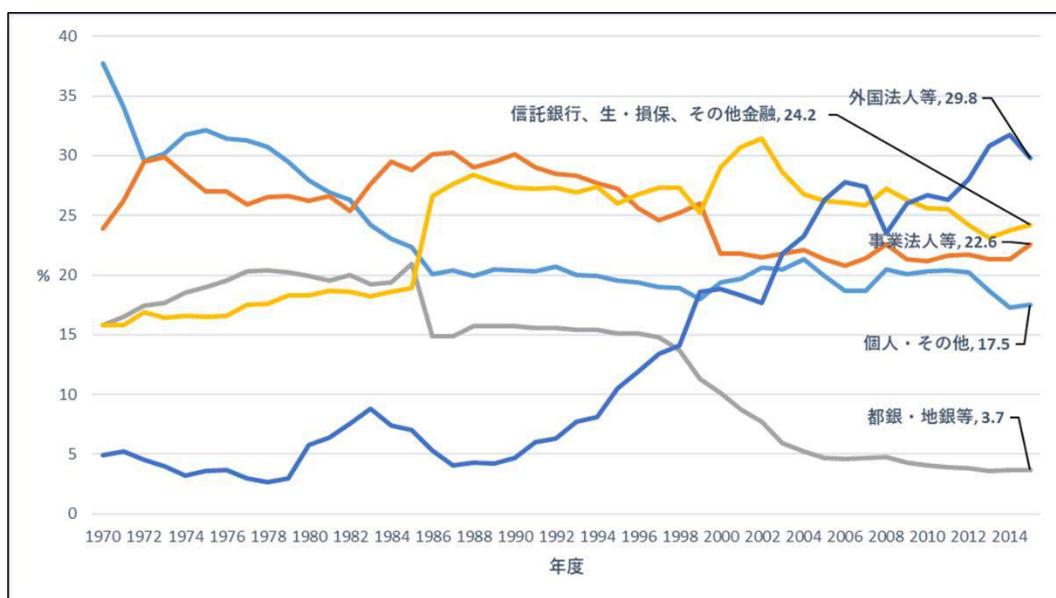
業種別時価総額 2015年6月末 (単位:10億円)

業種名	社数	時価総額
電機機器	158	70,789
輸送用機器	66	69,973
金融・保険業	116	66,885
化学・医薬品	173	61,300
商業	334	57,589
情報・通信業	141	50,999
機械	126	27,917
食料品	75	24,459
陸運業	40	22,210
サービス業	139	22,139
その他	518	111,881
合計	1886	586,141

(出所) 日本取引所グループ「業種別時価総額 (東証1部)」より筆者作成

- 5 では、このような産業構造の変化が、株式市場にどのような影響をもたらしたのだろうか。図 3-5 は、主要投資部門別株式保有率の推移を表したものである。グラフの動きを見てわかるように、バブル崩壊後の 1990 年代後半以降、都銀・地銀等や信託銀行、生・損保、その他金融といった金融機関が大きく保有比率を下げている。もちろん、金融機関が保有比率を下げているのは、産業構造の
- 10 変化によるものだけでなく、バブル崩壊後の持合い株解消という新たな規制によるところも大きい。その証拠として、事業法人等の保有率がバブル崩壊以降、大きく下がっている。それに対して、外国法人等が急激に保有比率を増やしている。また、個人・その他は、保有率 20%前後で推移しているが、金融機関などが保有比率を下げたことにより、相対的な立ち位置を高めていることがわか
- 15 る。

図 3-5 主要投資部門別株式保有比率の推移



(出所) 日本取引所グループ「2015年度株式分布状況調査」より著者作成

5 以上のような産業構造の変化や保有比率の推移からみてとれるように、今後、金融機関が多く株式を保有するといった旧来の株式市場の構造を維持、復活させることは不可能である。そのことは、持ち合い解消といった昨今の流れからもいえる。

10 以上のことから今後、新規の投資家を市場に供給していくことが、国内株式流通市場の課題であるといえる。そしてこの課題を解決していくためには、家計の金融資産を株式市場へと導いていくことが必要となる。このことは、前述したように家計の持つ金融資産の量からも必要であるといえるが、日本の経済構造からも必要であるということを示した。

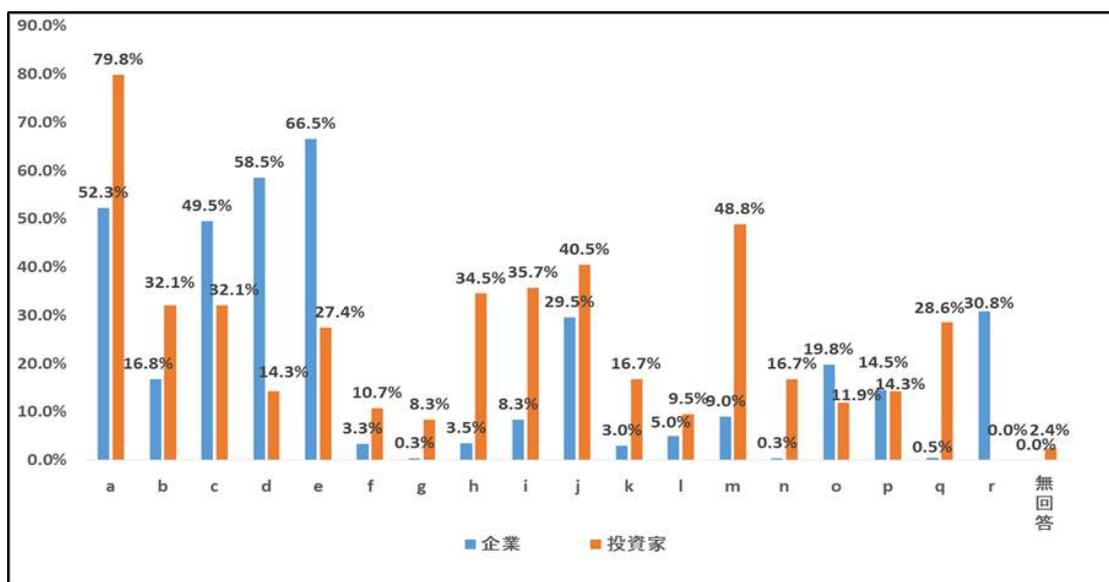
15 それでは今後、家計の預金・現金を株式へ移すにはどのような課題があるのだろうか。私たちは、家計の預金・現金を株式に移すための課題として家計だけでなく、株式の発行体である企業にも課題があるとして、企業と家計それぞれに課題を設定した。

20 まず、1つ目の課題として、企業と投資家の間に経営計画を考える上でのズレが存在し、それを解消していかなければならないということがあげられる。

企業は、投資家から集めた資金を利用し、投資家が要求する資本コストを上回る収益性を上げることで、持続的に株式価値や企業価値を高めることが求められている。

図 3-6 は、中期経営計画で企業が公表している指標と投資家が企業に対して、経営目標として重視すべき指標を表している。投資家は、経営目標として企業が重視することが望ましい指標について ROE との回答が最も多かった。このことから、投資家が効率性を重視している様子がわかる。それに対して、企業が中期経営計画において公表している指標は「利益額・利益の伸びる率」「売上高・売上高の伸び率」との回答が最も多く、企業と投資家のズレが大きいことがわかる。

図 3-6 中期経営計画で公表されている指標（企業）・経営目標として重視すべき指標（投資家）



- |                  |                     |
|------------------|---------------------|
| a. ROE(株主資本利益率)  | j. 配当性向             |
| b. ROA(総資本利益率)   | k. 株主資本配当率 (DOE)    |
| c. 売上高利益率        | l. 配当総額または1株当たりの配当額 |
| d. 売上高・売上高の伸び率   | m. 総還元性向            |
| e. 利益額・利益の伸び率    | n. 配当利回り            |
| f. 市場占有率(シェア)    | o. 自己資本比率           |
| g. 経済付加価値(EVA)   | p. DEレシオ            |
| h. ROIC(投下資本利益率) | q. 資本コスト            |
| i. フローキャッシュフロー   | r. その他              |

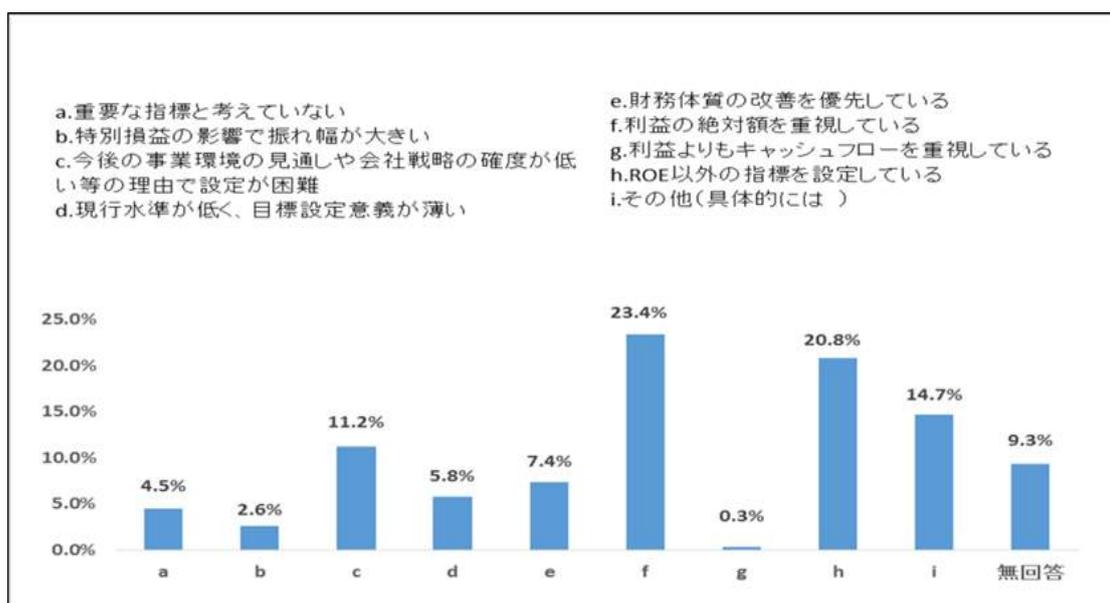
15

(出所) 生命保険協会「株式価値向上に向けた取り組みについて」より著者作成

ROE を経営計画として公表していない企業は、その理由として、「利益の絶対額を重視している」「ROE 以外の指標を設定している」ことをあげており、効率性を重視する投資家と売り上げ・利益の絶対額を重視する企業の姿勢のズレは大きいといえる。(図 3-7)

5

図 3-7 ROE 目標を設定・公表しない理由(企業)



(出所) 生命保険協会「株式価値向上に向けた取り組みについて」より著者作成

10

このズレが、投資家が企業に魅力を感じない理由であり、企業の株式を購入しようと思わない原因である。このズレを解消しなければ、家計の預金・現金を株式市場に持っていくことは困難であると私たちは考える。そこで、このズレを解消するための政策を私たちは提言していく。

15

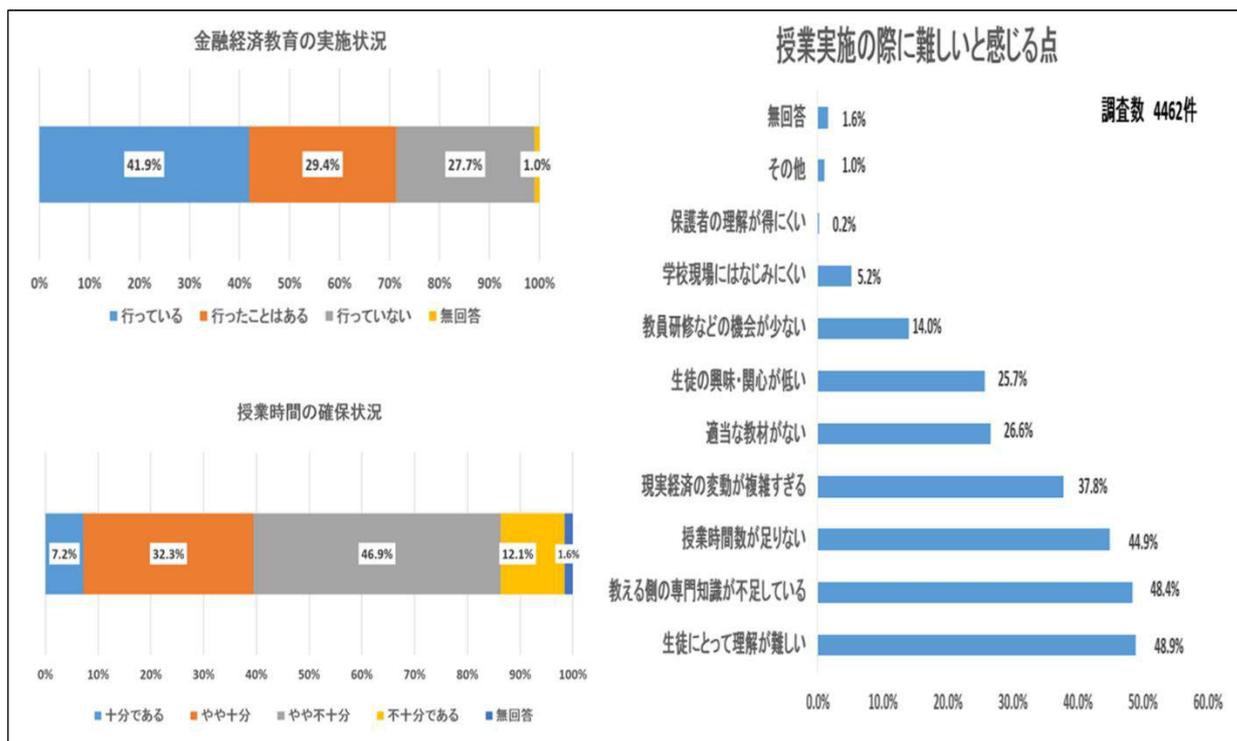
次に、2 つ目の課題として金融教育不足による株式への正しい理解が家計に成されていないことに対する対応が挙げられる。

図 3-8 は、中学校・高等学校における金融教育の実態について調査したグラフである。金融経済教育の実施状況に関して、約 3 割の教員が金融経済教育を実施できていない状況にある。また、授業時間についても「やや不十分」という回答も合わせると半数以上の教員が不足していると感じている。それ

20

に加えて、多くの教員が金融経済教育を実施する上で、生徒にとっての理解が難しいことや教える側の専門知識不足などの問題を抱えていることが窺える。

5 図 3-8 金融教育の実態調査



(出所) 金融経済教育を推進する研究会「中学校・高等学校における金融経済教育の実態調査報告書」より著者作成

10 このことから、日本の教育現場において金融教育は十分になされていないことがわかる。十分な金融教育がなされていないことは、株式の購入や売買を行う際に大きな障壁となっていることは明らかである。今後、この問題を解決していくことが、課題となっていく。

15 上述した2つの課題を政策によって解決することが、家計の預金・現金を株式市場へと導くことにつながると私たちは考える。このことは、国内投資家層の拡大につながり、延いては我が国における証券の取引量の増加にもつながっていくと考える。

## 第4章 ROE8%基準

第4章では、第1章2節で述べた課題を解決するためのツールとして私たちが重要だと考える「ROE8%基準」について言及していく。第1節ではROEとはそもそもどのような指標であるのかについて説明する。第2節ではROE向上の必要性について述べ、第3節ではROE8%基準を用いる根拠について説明する。

### 第1節 ROEとは

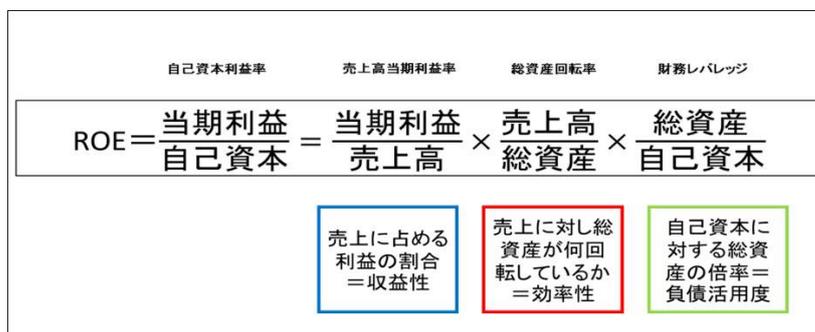
10

ROEとは、Return On Equityの略称で和訳は自己資本利益率であり、企業の自己資本（株主資本）に対する当期純利益の割合を表す。計算式から、収益性と効率性、負債活用度を掛けたものとわかる。米国では株主構成に機関投資家が増加し、これらの投資家が「投下した資本に対し、企業がどれだけの利潤を効率よく上げられるのか」という点を重視したことによって、最も重要視される財務指標となった。企業は、株主資本（自己資本）と他人資本（負債）を投下して事業を行い、そこから得られた収益の中から、他人資本には利子を支払い、税金を差し引いて最後に残った税引利益が株主に帰属する。したがって、自己資本利益率は、株主の持分に対する投資収益率を表すことになる。そのため、経営者が株主に対して果たすべき責務を表した指標と見ることができる。また、それは株主に帰属する配当可能利益の源となるものであり、配当能力を測定する指標として使われる。自己資本収益率は株式の投資尺度としても重要である。

25

30

図 4-1 ROE の構造分解



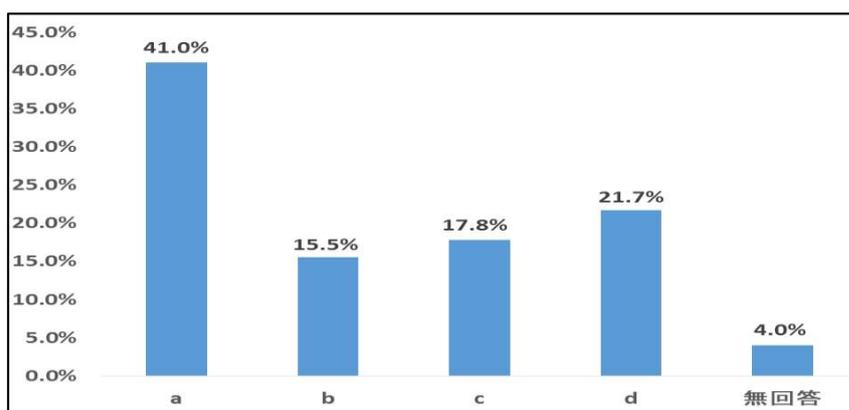
(出所) 三菱 UFJ 信託銀行 「投資指標としての ROE」 より著者作成

## 5 第 2 節 ROE 向上の必要性

前章でも述べたように、投資家と企業との間には重視している経営指標にズレが生じている。

10 企業の ROE 目標設定の設定・公表状況（図 4-2）を見てみると、投資家の回答が最も多かった ROE について（図 3-6）は、中長期的な計画のみならず経営目標・計画全体を通じて、目標値を設定・公表している企業の割合は全体の 4 割程度に留まる。

図 4-2 ROE 目標の設定・公表状況



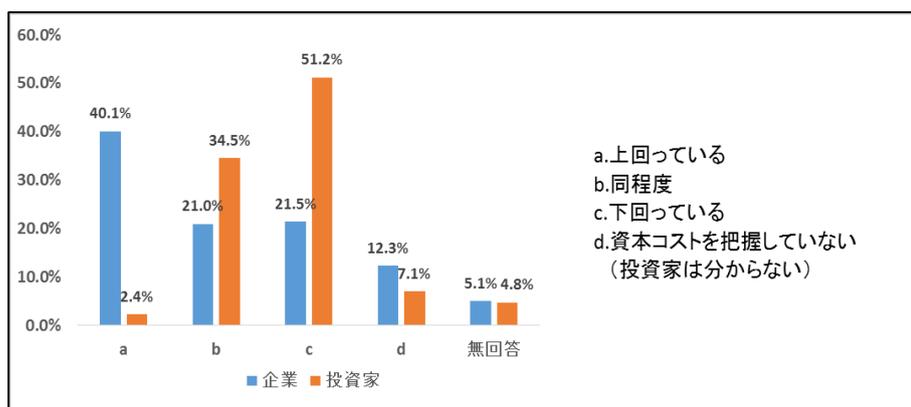
15

- a. 目標値を設定して、公表している
- b. 目標値は設定しているが、公表していない
- c. 目標値は設定していないが、設定の検討をしている
- d. 目標値は設定しておらず、設定の検討もしていない

(出所) 生命保険協会「株式価値向上に向けた取り組みについて」より  
著者作成

ROE を目標とした経営を行わないということは、投資家が期待している資本コストを意識できていないということである。図 4-3 を見れば分かるように、投資家の多くは資本コストを下回っていると回答している。資本コストを意識した経営ができなければ、調達した資金を効率的に活用し収益性を高めることができない。

図 4-3 資本コストに対する ROE 水準の見方（企業・投資家）



(出所) 生命保険協会「株式価値向上に向けた取り組みについて」より著者作成

10

そのことは、ROE の国際比較をみてもわかる。次の図は日米欧で ROE を分解し、構成要素ごとに表した図である。日米欧の ROE 要素別比較を見てみると、回転率、レバレッジで、日欧米に大きな差はない。日本と欧米の企業で大きな違いを生んでいるのは利益率である。日本の利益率は 3.8%であるのに対し、米

15 国は 10.5%、欧州は 8.9%である。その結果、日本の ROE は、約 5%なのに対して、米国は約 20%、欧州は約 15%といった高い水準にある。このことから、日本は欧米企業と比べ大幅に収益性、いわゆる「稼ぐ力」が失われていると言える。

20

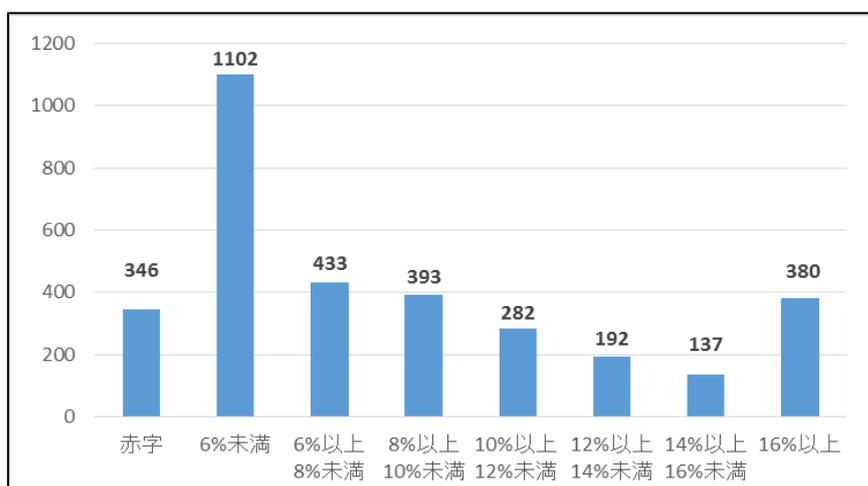
図 4-5 ROE 構成要素別比較（日・米・欧）

		ROE	利益率	回転率	レバレッジ
日本	製造業	4.6%	3.70%	0.92%	2.32
	非製造業	6.30%	4.00%	1.01%	2.8
	合計	5.30%	3.80%	0.96%	2.51
米国	製造業	28.90%	11.60%	0.86%	2.47
	非製造業	17.60%	9.70%	1.03%	2.88
	合計	22.60%	10.50%	0.96%	2.69
欧州	製造業	15.20%	9.20%	0.80%	2.58
	非製造業	14.80%	8.60%	0.93%	3.08
	合計	15.00%	8.90%	0.87%	2.86

（出所）みさき投資株式会社分析より著者作成

- 5 さらに、ここで日本企業の ROE の分布に注目する。日本企業の ROE 水準は、ばらつきが見られるものの「6%未満」が最も多く、山になっていることが分かる。

図 4-6 日本企業の ROE 分布



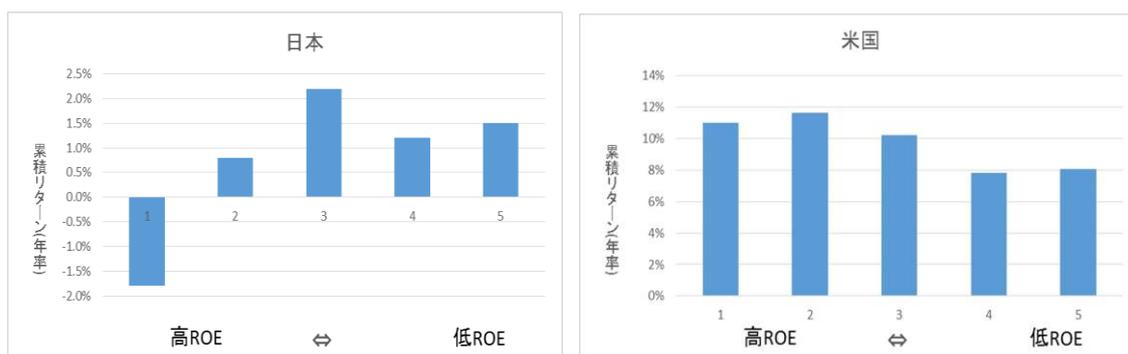
- 10 （出所）生命保険協会「株式価値向上に向けた取り組みについて」より著者作成

日本企業は国際的に見ても、低 ROE であり、日本企業には低 ROE 企業が山積していることが明らかになった。これは投資家から見てみると、日本企業の魅力に欠けている。

5 これまで相対的に ROE が低水準で推移してきた日本企業が、資本市場において国際的に高い評価を受け、国内外から更なる投資資金を呼び込む上で、ROE 向上の必要性は大きい。

また、ROE の有効性から ROE 向上が必要であると言える。次に行われた実証実験は三菱 UFJ 信託銀行が公表したものである。ROE の有効性を分析するにあたってまず、日米の ROE 有効性を比較し、その違いの要因について考察していく。図表 4-7 は日米の実績 ROE の水準とリターンの関係をみたものである。米  
10 国は高 ROE 銘柄ほどリターンが高い。一方、日本は高 ROE 銘柄ほどリターンが低いという逆の結果となっている。高 ROE の実績数値は、既に市場で織り込み済みの情報であり、効果がないのは当然との見方もあろうが、それではなぜ米国ではリターンが高いのか。日米の違いは、ROE の水準が理由のひとつである  
15 ことは既に述べたが、それ以外に考えられることは、高 ROE の継続性の違いである。

図 4-7 実績 ROE の水準による 5 分位とリターン

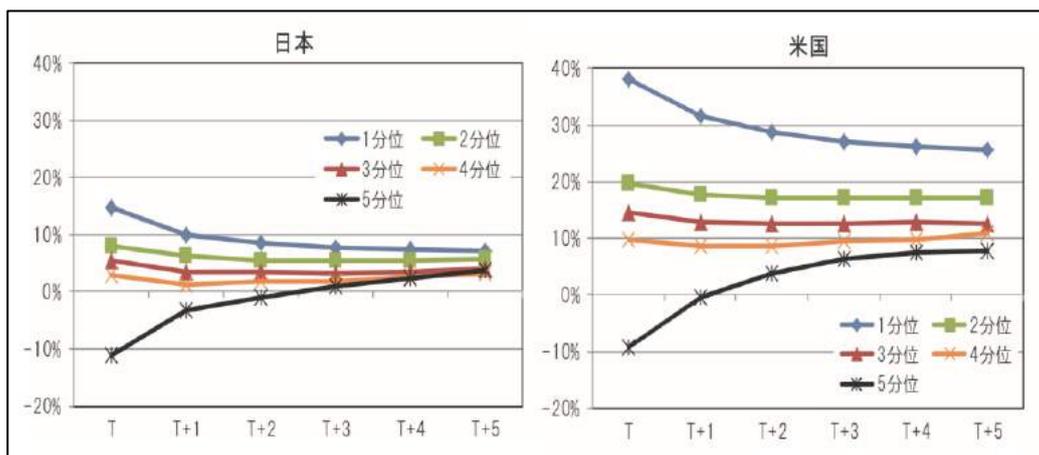


20 (出所) 三菱 UFJ 信託銀行「投資指標としての ROE」より著者作成

図表 4-8 は、ROE の平均回帰性をみたものである。ある年度の ROE 水準で銘柄数が均等になるように 5 分位に分け、その分位の ROE の平均値が 1 年後、2 年後でどう変化していくかをみたものである。ここで注目したいのは、平均値  
25 に 5 年後に収斂する大きさである。日本は全ての分位において平均値に大きく

収斂していて、1分位と5分位の差はほとんどないにも関わらず、米国は1分位と5分位の差はおよそ20%ある。また、米国の1分位は日本と比べて20%以上もの高ROEを保っている。

5 図 4-8 日米平均回帰性



(出所) 三菱UFJ信託銀行「投資指標としてのROE」より

さらに図表 4-9 は、高 ROE 分位(1分位、2分位)の水準の変化に着目したものである。米国の1分位の2年間でのROE低下率は24%であった。それに対して日本は、41%とROE低下のスピードが速い。つまり、日本企業は米国企業に比べROEの水準が低い上に高い水準を長く保つことができる企業が少

図表 4-9 日米 ROE 1、2 分位の低下率

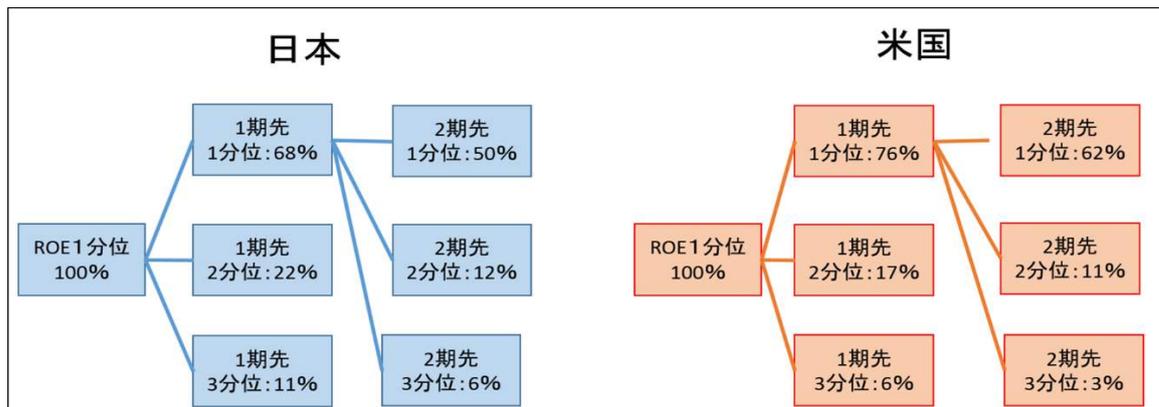
国名	分位	当初	1年後	2年後	低下率	
					1年後	2年後
米国	1分位	38%	32%	29%	▲17%	▲24%
	2分位	20%	18%	17%	▲10%	▲13%
日本	1分位	15%	10%	9%	▲33%	▲41%
	2分位	8%	6%	5%	▲21%	▲33%

(出所) 三菱UFJ信託銀行「投資指標としてのROE」より 著者作成

日米企業でROE水準の維持に差があることがわかったが、次に高ROE企業の

うちどのくらいの企業がその水準を保っているのか見ていきたい。図表 4-10 がそのことを示しているものである。ROE を高い順に 3 分位に分け、ある時点の ROE1 分位が 1 年後、2 年後どの分位に移動したか見たものである。日本の企業は、2 年後も 1 分位を保っている企業が 50%なのに対して、米国は 62%にも上る。米国は日本よりも高 ROE を保てる企業が多いということなる。

図 4-10 日米 ROE 分位割合の推移



(出所) 三菱 UFJ 信託銀行「投資指標としての ROE」より著者作成

10

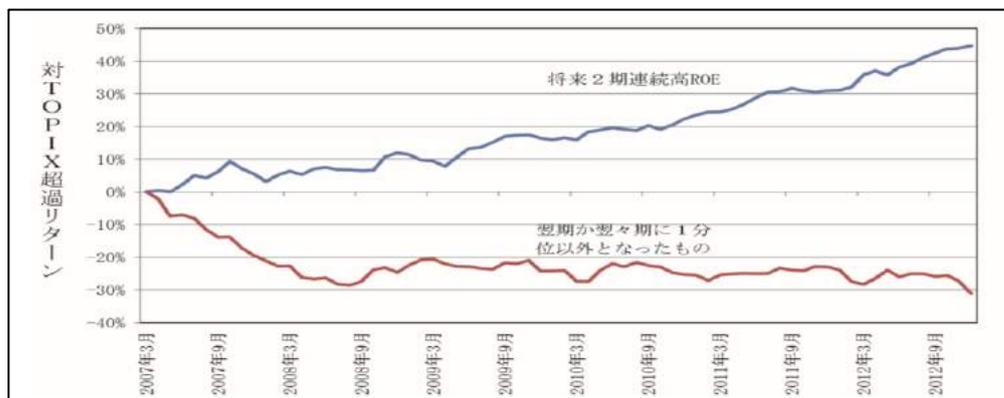
しかし、日本にも米国同様、高 ROE を保つことができている企業は存在する。そこで、高 ROE を継続している企業のリターンがどうなっているかみてみたい。図 4-11 では、今期の高 ROE 企業のうち、翌期、翌々期の 2 期連続で高 ROE を継続した企業と翌期もしくは翌々期に 1 分位から外れた企業のパフォーマンスを比較した。その結果、高 ROE を維持できている企業は超過リターンも維持でき

15

ているものの、高 ROE の分位から外れてしまった企業はマイナスリターンになってしまっていることが明らかになった。つまり、企業にとって高 ROE を維持できることが重要であるといえよう。

20

図 4-11 高 ROE の継続性の違いによる累積リターンの推移



(出所) 三菱 UFJ 信託銀行「投資指標としての ROE」より引用

5 ROE 投資で高いリターンを確保するには、その継続性が重要であることがわかった。しかし、そのような企業は一体どんな企業であろうか。そこで 3 期連続で高 ROE を継続する企業とそうでない企業の財務面からみた違いを焙りだすため財務データを用いて比較を行った。財務指標は、高 ROE を継続する企業の条件と考えられる 4 つの指標に焦点を絞った。すなわち、①企業の総合的な収益力である ROA(総資産経常利益率)、②事業の安定性を示す利益変動性(営業利益成長率の過去 5 年標準偏差)、③財務健全性を示す自己資本比率、④資産の効率性を示す総資産回転率である。

15 図 4-12 は、2007 年 4 月～2012 年 10 月を分析期間とし、今期の高 ROE 企業のうち、翌期、翌々期の 2 期連続で高 ROE を継続した企業と翌期もしくは翌々期に 1 分位から外れた企業の 4 つの財務指標の平均値を比較したものである。②の利益変動性を除き、各指標とも 3 期連続高 ROE の方が高い数値になっていることが分かる。②は変動性を表しているため数値が低い方が高 ROE を継続しやすいという結果は納得できる。③の自己資本比率は、財務レバレッジの逆数であり、計算上は財務レバレッジを高めると ROE も高くなるが、実際はレバレッジを低下、つまり自己資本比率を高めた方が高 ROE の継続に寄与している。

20 これは一時的な高レバレッジによる ROE の上昇では、その後の景気変動などで高 ROE を維持できなくなることを示唆している。①と④は高い方が高 ROE 企業として優れていることはいうまでもないだろう。

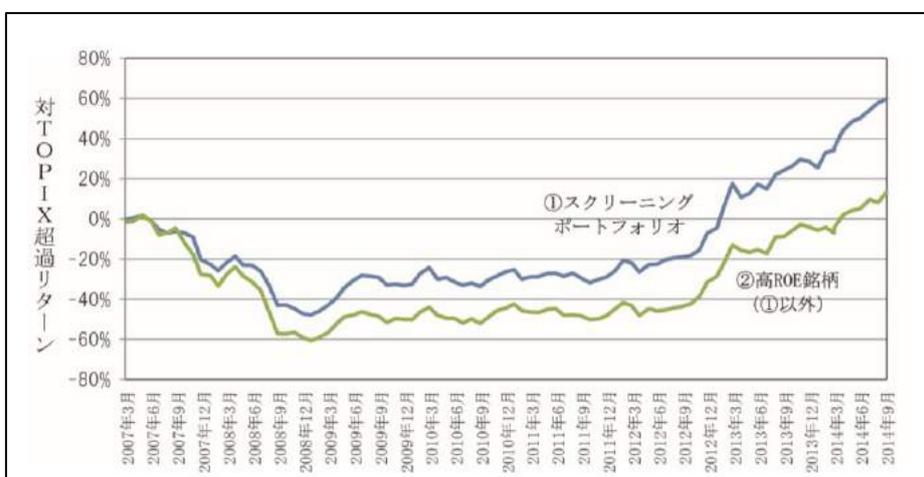
図 4-12 ROE の有効性を高める指標

	収益性	安定性	健全性	効率性
	①ROA	②利益成長 変動性	③自己資本 比率	④総資産 回転率
将来2期連続高ROE	12%	39%	46%	137%
翌期、翌々期に1分 位以外となったもの	8%	47%	44%	120%

(出所) 三菱 UFJ 信託銀行「投資指標としての ROE」より著者作成

- 5 次に、上記の指標を用いて、高 ROE と組み合わせることで、相対的に高いリターンを獲得できるかを検証してみたい。具体的には、高 ROE 銘柄群の中から、前述の 4 つの指標のそれぞれ上位 50% でスクリーニングを行い、残った銘柄で等金額ポートフォリオを月次で作成し、そのポートフォリオを毎月リバランスしてパフォーマンスを計測する。ちなみにできあがったスクリーニングポート
- 10 フォリオの銘柄数は、平均すると 40 銘柄程度であった。図 4-11 は、スクリーニングポートフォリオ(①)と高 ROE から①の銘柄を除外したポートフォリオ(②)の対 TOPIX の累積超過リターンである。①のスクリーニングポートフォリオは 2008 年のリーマンショック以降、安定的に超過リターンを獲得し
- 15 い局面であったので、それを反映した結果となったと思われる。

図 4-12 スクリーニングポートフォリオのリターンの推移



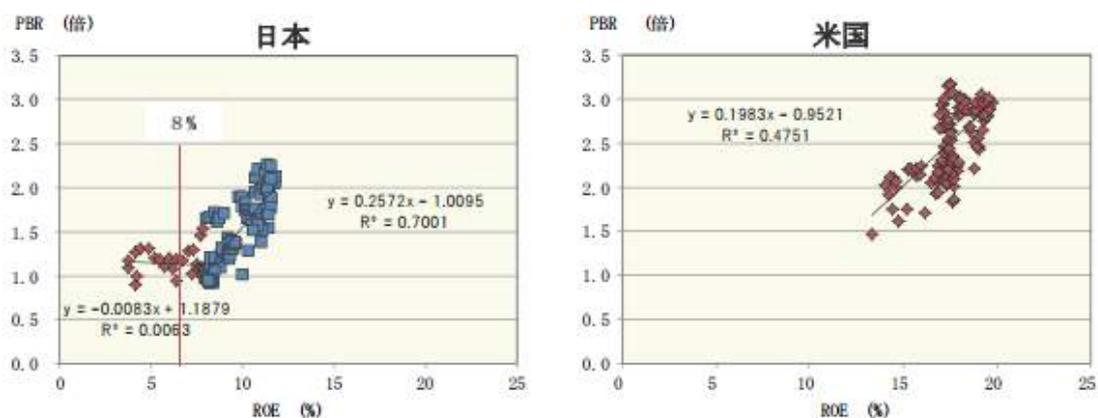
(出所) 三菱 UFJ 信託銀行「投資指標としての ROE」より著者作成

### 第3節 ROE 8%基準とは

ROE8%基準とは、国内証券流通市場を活性化するためのツールである。ROE8%基準を利用し、企業には魅力増加を、投資家には株式投資増加を試みる。

- 5 ROE8%基準は、2007年に企業年金連合会によって制定された。その内容としては、「3期連続ROEが8%を下回った企業に対して一定の条件下、取締役再任議案に反対する」とするといったものだ。これには当時、賛否両論があったが、投資家、企業に対しROEの水準が重要であることを認識させた意味では画期的なものであった。
- 10 しかし、なぜROEを8%としなければならないのか。図表2-3を見てみよう。日本と米国の毎月末の予想ROEとPBR（株価純資産倍率）をプロットしたものである。米国では、収益力を表すROEと株価の評価を表すPBRに相関がみられ、ROEの上昇とともにPBRも上昇している。欧米においてROEは投資指標として定着しており、それが両者の関係に現れているとみられる。一方、日本では、
- 15 ROEが高い時期はPBRとの相関がみられるが、ROEが低い時期は、PBRは1倍程度で横這いとなっている。これは、ROEが低い時期は、純資産価値による下支え効果が働き、両者の間に明確な相関がなくなるためと考えられる。

図4-13 ROEとPBRの分布日米比較



20

(出所) FACTSET より三菱 UFJ 信託銀行作成

また、日本の場合、ROE がおよそ 8% 以上の水準になると PBR との相関が強

まる傾向がある。つまり、日本では、ROEが8%を超えてはじめてその水準が株式市場で評価されているのである。

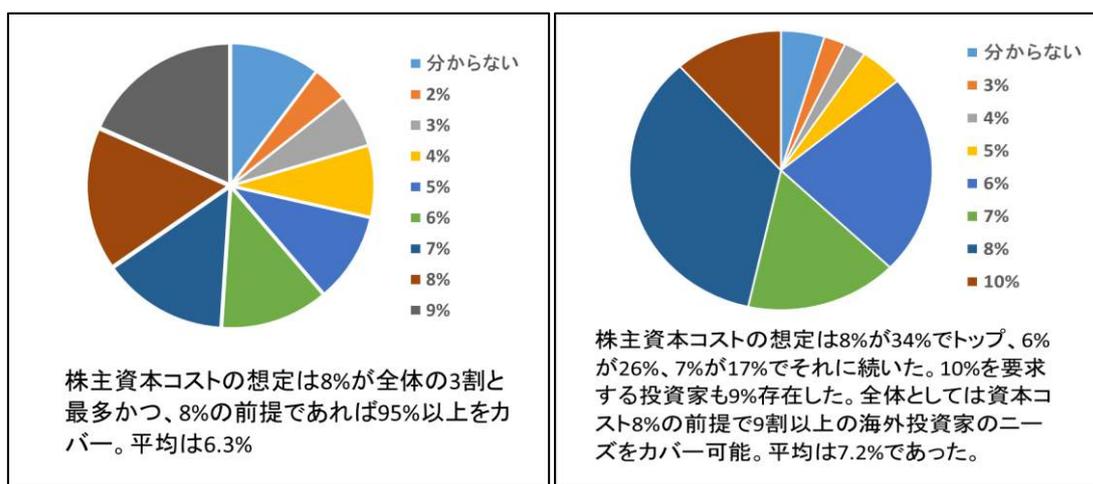
また、この8%の水準は、投資家(株式市場)が期待する最低限の投資利回りを示していると考えられ、資本コストと呼ばれている。(図4-15, 図4-16参照)

5 これに関して伊藤レポートにおいては、「長期的に資本コストを上回る利益を生む企業こそが価値創造企業であることを日本の経営陣は再認識し、理解を深めるべきである。本プロジェクトでは、グローバルな機関投資家が日本企業に期待する資本コストの平均が7%超との調査結果が示された。これによれば、ROEが8%を超える水準で約9割のグローバル投資家が想定する資本コストを

10 上回ることになる。個々の企業の資本コストの水準は異なるが、グローバルな投資家との対話する際の最低ラインとして8%を上回るROEを達成することに各企業はコミットすべきである。さらに自社に適した形で水準を高め、持続的な成長につなげていくことが重要である。」(伊藤レポート・伊藤邦雄・2014・P44-45)と述べられている。

15

図4-14 日本株にどの程度の資本コストを想定するか(国内機関投資家)(海外投資家)



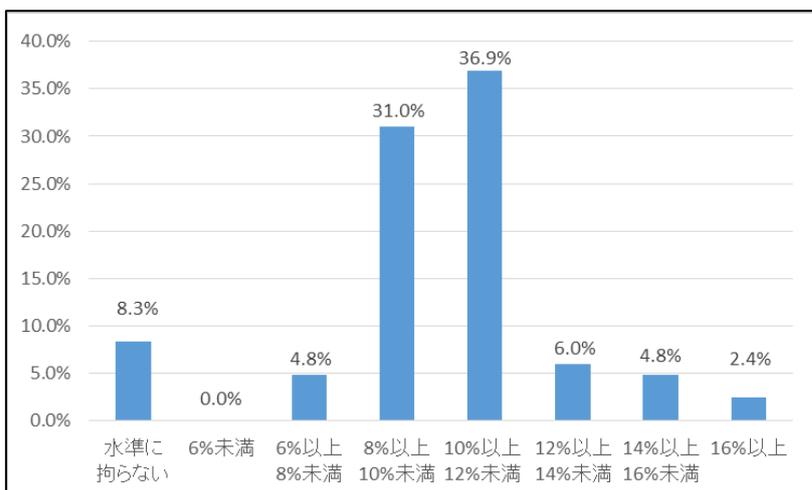
(出所)柳良平「Equity Spreadの開示と対話の提言」より引用

20

さらに、投資家が中長期的に望ましいと考えるROE水準としては、「10%以上12%未満」との回答が最も多く、次いで「8%以上 10%未満」となり、平均値は

10.5%となった。投資家は、中長期的に望ましい水準として、2桁の ROE を期待していることが窺える。

図 4-15：中長期的に望ましい ROE 水準（投資家）



5

(出所)生命保険協会「株式価値向上に向けた取り組みについて」より著者作成

すなわち、企業が市場で高い評価が得るためには ROE8%以上が必要であるため、ROE は 8%を基準とされた。

10 しかし、企業は市場での評価を得るために、大きなリスクを冒して ROE を 8%まで向上させようとする。具体的には、自社株買いや増配を行い、自己資本を圧縮させ、レバレッジを上げている。レバレッジを上げることで、ROE を上昇させることは簡単なことであるが、当然ながらそのような ROE の上げ方には、リスクが孕んでいる。

15 そのリスクとは、成長原資が減少し、機会損失コストが生じるリスクである。外部からの資金調達には時間がかかり、予期せぬチャンスを逃す恐れがある。

そのようにリスクを冒して ROE を向上させている企業は価値創造企業とは言えない。経営者は過度なリスクを冒さず、企業価値創造を行うために、ROE を根底として様々な指標を基に企業価値創造をしていく必要がある、投資家は過度なリスクを冒している企業に気づかなければならない。

20

そこで、企業価値創造の指標として有用性をもつのが ROIC(投下資本利益率)である。ROIC の利点は 2つあり、1つは企業の本業の稼ぐ力を表しやすいこと

である。2つ目が、自己資本ではなく、投下資本で計算が求められているため、財務レバレッジを高めても、ROICは上がらない。つまり、ROICは、財務レバレッジの影響を受ける前の利益率と考えることができる。

5 実際には ROIC を用いて ROE を向上させている企業がある。三菱電機や横河電機は事業セグメント別に ROIC を導入し、全体の ROE の底上げを行っている。

そのように ROIC という指標を ROE と組み合わせることで、企業価値創造ができ、財務の健全化が可能になる。ROE という指標を向上させる際に、単純に表面的な ROE の数字を伸ばしていくのではなく、ROIC のような指標を交えながら利益率を改善していくことが重要である。

10 もう一つ企業価値創造を行うのに有用な指標がある。それは残余利益だ。残余利益は  $(ROE - \text{株主資本コスト}) \times \text{期首自己資本}$  で計算される。つまり、エクイティスプレッドに期首自己資本を掛け合わせた指標である。エクイティスプレッドはプラス（マイナス）であれば企業価値が創造（破壊）されたことを意味する。エクイティスプレッドは企業価値創造の判断を助けるものであるが、  
15 企業価値創造の水準を絶対額で判断できない。しかし、これを可能にするのが残余利益であり、期首に株主から託された資金から株主資本コストを上回る利益をどれだけ生み出せたかを意味する。残余利益の長所として、過度な自己資本圧縮による ROE 改善の歯止めとなることが期待できる。

20 企業はそれらの指標を用いて、リスク管理をしつつ経営すべきであるし、投資家はこれらの指標を用いて、企業を評価すべきである。

## 第 5 章 政策提言

第 4 章で ROE 向上の必要性が明らかになった。第 5 章では、ROE8% 基準をツ  
25 ールに政策提言を行う。第 1 節では、企業への政策提言を、第 2 節では、家計への政策提言を行う。

### 第 1 節 企業への政策提言

第 4 章では、ROE は有効な指標であり、ROE8% 基準というツールが株式市場  
30 活性化に効果的であることが分かった。そこで、私たちは ROE8% 基準をツール

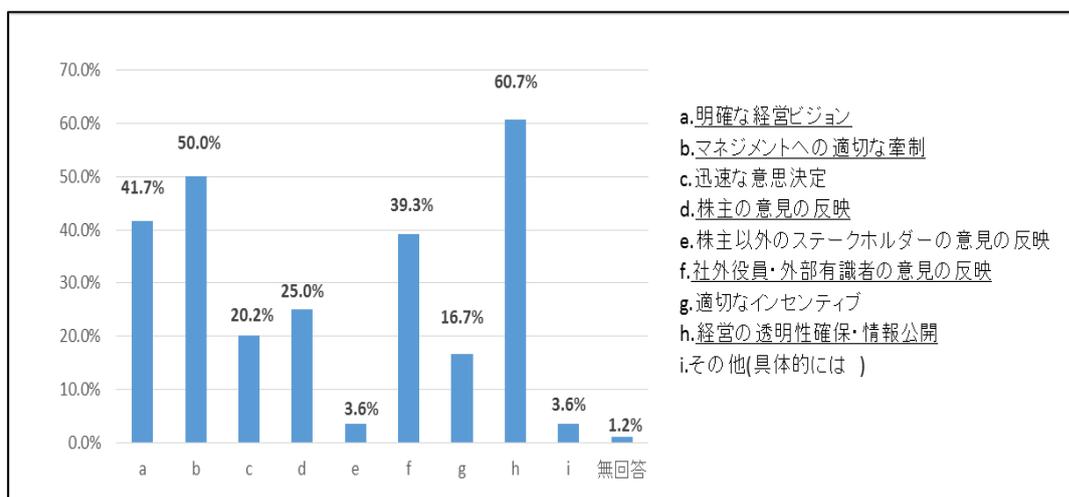
に企業に対して政策提言を行う。つまり、企業には ROE8%以上を求める。

企業の ROE を 8%以上するために、私たちは企業に対し、コーポレートガバナンスの強化を提言する。なぜなら、企業と投資家の意識の間にズレが生じてしまっているからだ。コーポレートガバナンスとは、会社が、株主をはじめ顧客・従業員・地域社会等の立場を踏まえた上で、透明・公正かつ迅速・果敢な意思決定を行うための仕組みを意味する。投資家などのステークホルダーを考慮して意思決定できる仕組みづくりを強化できれば、企業と投資家の意識のズレを解消することができる。

コーポレートガバナンスを行った際に、投資家が、日本企業のコーポレートガバナンス向上における課題を「経営の透明性確保・情報開示」「マネジメントへの適切な牽制」「明確な経営ビジョン」等と捉えていることが明らかとなった(図 5-1)。投資家は、中長期的な経営ビジョン・スタンスが明確になり経営の透明性が確保されることや、株主や社外取締役など外部の視点が経営に反映されマネジメントに適切な牽制が働くことを望んでいることが窺える。

15

図 5-1 日本企業のコーポレートガバナンス向上における課題(投資家)



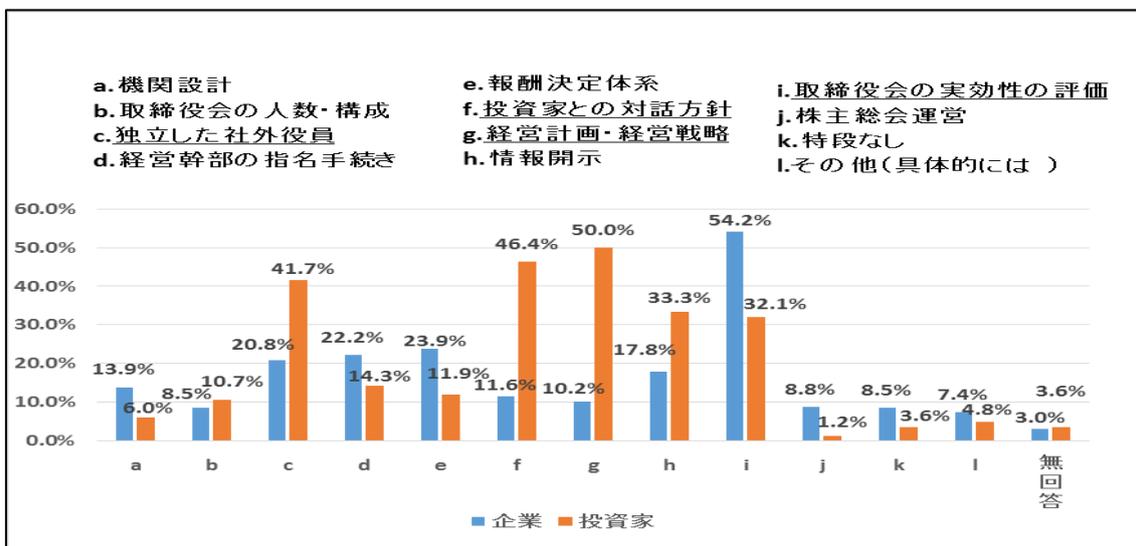
(出所)生命保険協会「株式価値向上に向けた取り組みについて」より著者作成

また、コーポレートガバナンスコードの策定を受けて、企業は今後「取締役会の実効性の評価」について取り組むことを重視しているものの、投資家は「経営戦略・経営計画」や「投資家との対話方針」、「独立した社外役員」を期待し

20

ていることが明らかになった。(図 5-2)

図 5-2 コーポレートガバナンス・コードを受け変更予定の事項(企業)・変更を期待する事項(投資家)



5

(出所)生命保険協会「株式価値向上に向けた取り組みについて」より著者作成

投資家が、コーポレートガバナンス・コードの策定を受けて企業に変更や見直しを期待していることは、「経営計画・経営戦略」との回答が最も多く、企業とのズレも最も大きかった(図 5-2)。多くの投資家が経営ビジョンの明確化や経営の透明性向上に課題意識を抱いている点を踏まえると(図 5-1)、投資家は中長期的な視点から実効性ある経営計画・経営戦略が策定され、経営の方向性が明確に示されることを望んでいるものと捉えられる。

10

それでは、企業と投資家の間でズレが大きい「経営計画・経営戦略」の意識を是正していくにはどうしたらよいだろうか。投資家が重視する経営計画・経営戦略に関しては、コーポレートファイナンス理論を正しく理解する人材を設置することである。投資家は中長期的な経営ビジョン・経営戦略を重視している。そのような人材を設置すれば、経営戦略に透明性をもたらすことができる。コーポレートファイナンス理論は投資家と建設的な対話を行うための共通言語であり、従業員に対して企業価値向上に向けた正しい目標設定を行う根拠とな

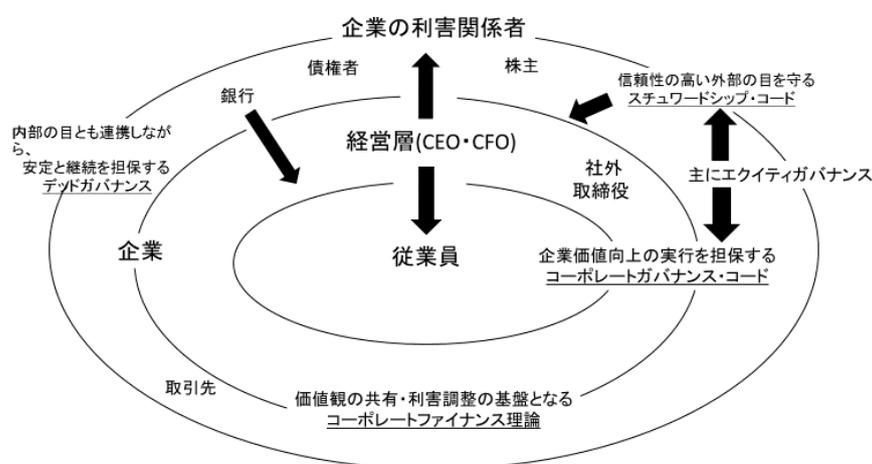
20

る。コーポレートファイナンス理論の有効性と限界を理解した上で、現場の行動に生かしていく努力が必要である。

コーポレートガバナンスとコーポレートファイナンス理論はつながっている。それらの内容を十分に理解し、経営に生かす鍵となるのが、CFO であろう。図

5-1 は企業を巡るガバナンスの構造を表したものである。

図 5-3 企業を巡るガバナンスの構造



(出所) みずほ証券を基に作成

10

CEO は株主・債権者と従業員の双方に向けて活発なコミュニケーションを保つことが求められている。コーポレートガバナンスの目的や考え方をしっかりと把握し、コーポレートファイナンス理論も理解することで社内外とのコミュニケーションを円滑化し、企業価値向上の動きを加速することが期待されている。

15

しかし、CEO は極めて多忙であり、単独でこれら全ての責任を担うことは困難である。上の図で示したように、CEO の業務の中で特に財務に関わる内容において社内外とのコミュニケーションの円滑化を図る部分の責務を負うのが CFO である。CFO は最高財務責任者と訳されることが多いが企業において「財務」が意味するところは一般的に広い。「財務」という言葉には、「経理」の概念を含んでいる。

20

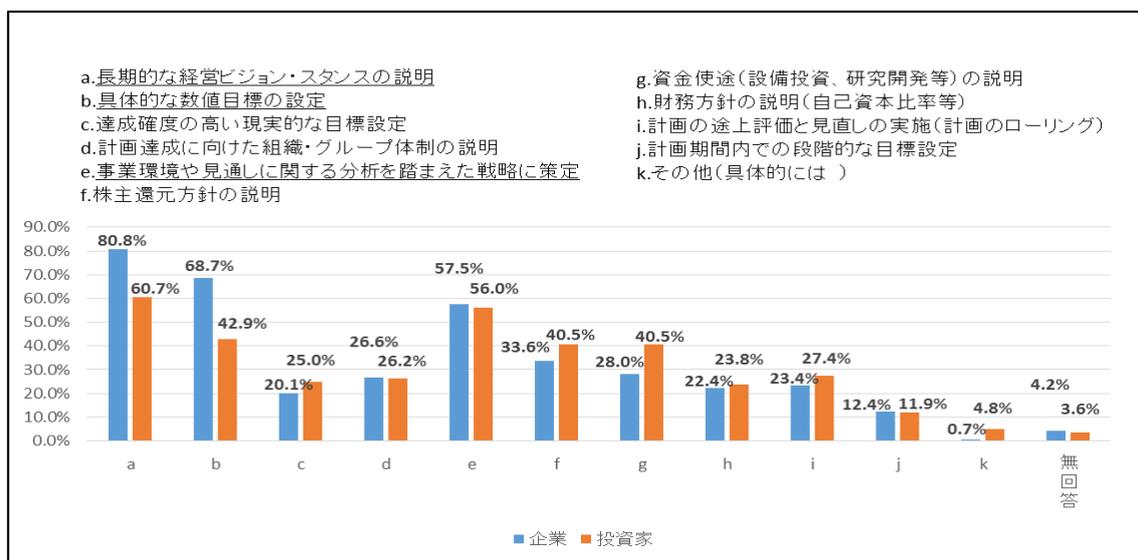
財務のトップである CFO は、不確実な将来を CEO と共に見通しながら経営方針や経営戦略を策定する責任を共有し、常に変化する経営環境のもとで CEO に対して財務を軸として目標達成の可能性を高める適切な手段を

提示し、その遂行を全力で支えることが期待されている。

CF0 は、社外に対しては会社理念・経営方針に沿った中長期的な経営戦略が、実現性の高いものであることを論理的に説明する責任を持ち、社内に対しては広い意味での財務的思考を浸透させ、社員が戦略実行に向けて一丸となるような目標を設定する工夫が求められている。そのため、CF0 は「投資家との対話」にも繋がる。CF0 が IR 活動を行う社員に対して財務的思考を浸透できれば、社員は投資家との対話でも財務的知識を交えた経営ビジョンを伝えられることができる。CF0 は CEO の実質的なパートナーであり、企業価値向上に不可欠な存在と言える。企業の中長期的ビジョンに基づいた経営戦略・経営計画に透明性をもたらし、企業には CF0 の設置が求められる。

さらに、透明性のある経営戦略を行うためには、具体的な数値の目標を持つことが投資家にとっても分かりやすい経営と言える。下図を見れば分かるように、企業、投資家共に中期経営の内容充実に向けて、具体的な数値の設定を重視している。

図 5-4 中期経営計画の内容充実に向けて重視するもの（企業）・改善すべきもの（投資家）



(出所) 生命保険協会「株式価値向上に向けた取り組みについて」より著者作成

それでは、具体的な数値と言ってもどのような経営指標を持つべきであろうか。上記で説明した通り、企業は ROE を採用すべきである。ROE は投資家が最も重視する経営指標であるとともに、高 ROE を中長期で継続できれば高パフォーマンスを得られる可能性が高くなることを証明した有効な指標であるからだ。

5 他方、図 5-2 から投資家と企業のズレをなくすために、企業には社外取締役の設置が必要であろう。社外取締役は株主をはじめとする社外の利害関係者の考え方を適切に経営に反映される要となる。社外から社内を見通す窓を開ける存在とも言える。企業内における実際の議論は必ずしも社外から期待する内容と一致しないかもしれない。社外取締役の存在は、そのギャップを明らかにし、  
10 縮小できる。また、経営陣は外部からの意見を経営に生かすべきかどうか、中立的な意見を聞くことができる。内部者とは異なる視点、活発な意見交換を期待するのであれば、当然社外取締役には高い独立性も期待できる。

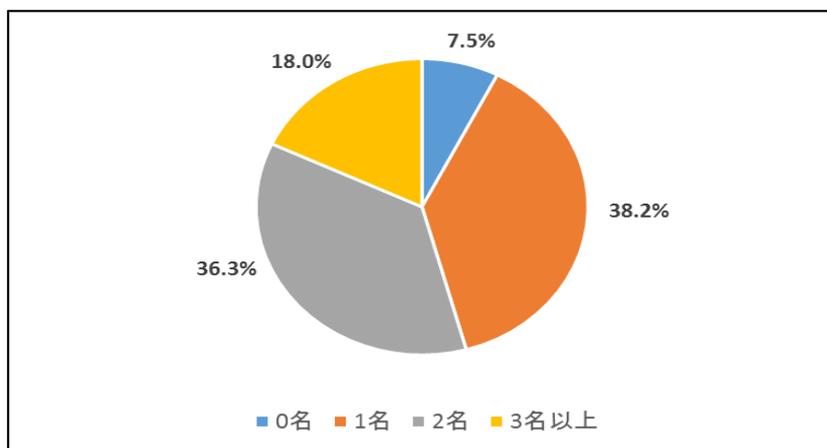
また、社外取締役を採用することによって、日本企業におけるコーポレートガバナンスはリスクを低減させるブレーキとしての役割のみならず、適切な方法  
15 法でリスクを管理しつつ会社の資本生産性を向上させるアクセルとしても役立つものでなければならない。取締役会において資本生産性向上に関する議論が活発に行われることを担保するには、急激な社外取締役への需要増加に追いつくようにコーポレートガバナンスの目的やコーポレートファイナンス理論を十分に理解する社会取締役を育てる基盤を整備していく必要がある。

20 それでは実際に日本企業においてどの程度社外取締役が設置されているのだろうか。コーポレートガバナンス・コードにおいて、2 名以上の独立社外取締役の選任が推奨されている一方、平成 27 年 7 月時点では、半数弱の企業において複数名の社外取締役が十分に選任されている状況にない。

25

30

図 5-5 東証 1 部上場企業社外取締役の選任状況

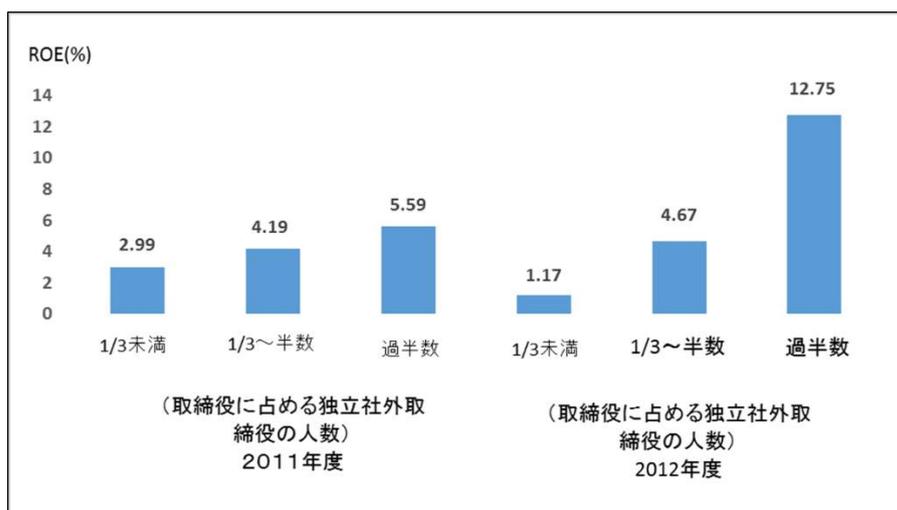


(出所) 生命保険協会「株式価値向上に向けた取り組みについて」より著者作成

- 5      しかし、実際に社外取締役の割合が増加するにつれて、ROE が上がるという傾向がある。直ちに社外取締役と ROE の連関を示すものではないが、事実として社外取締役の比率が高いほど ROE が向上しているということを指摘する意義はあると思われる。したがって、投資家の期待が大きい社外取締役の拡充を今後一層進めていくべきである。

10

図 5-6 独立性の高い社外取締役と ROE の連関



(出所) 山を動かす研究会(2014)「ROE 最貧国日本を変える」より著者作成

15

それでは、実効性のある社外取締役を拡充するためにはどのようにしたらよいだろうか。私たちは機関投資家の働きこそが重要であると考え。また、機関投資家の中でも GPIF に注目する。

一部試算<sup>3</sup>によると 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 社の実質筆頭株主となっている。社外取締役は株主総会で選任が成されるため、筆頭株主の意見は大きい。GPIF が積極的に社外取締役の提案を行っていくことによって実効性のある社外取締役を企業にもたらすべきと考える。

なぜなら、GPIF の株式運用の多くは、株式指標に沿ったパッシブ運用であるため、「市場の「価格発見機能」が低下し、業績や経営に難のある企業の株価も下支えされて資金調達などを続けやすくなる恐れがある。市場からの退出圧力が働きにくくなれば、経営規律が弱まり、企業統治の面でも問題が大きい」<sup>4</sup>との指摘がある。そのため、GPIF は積極的に社外取締役の提案を行い、企業のコーポレートガバナンスを引き締めていかなければならないのである。

しかし、このことには、乗り越えなければいけない課題も存在する。現在、GPIF は、制度上、直接投資を行うことができないため議決権の保有をしていない。そのため、株主総会において直接意見を通していくことができないのである。このことについては、早急に制度を改革することを望む。

機関投資家が、企業に対して積極的な社外取締役の提案を行い、それを企業が取り入れていくことが、実効性のある社外取締役の拡充につながると私たちは考える。

社外取締役の設置などのコーポレートガバナンスを行うことで企業と投資家のズレはなくなり、ROE 向上へと繋がる。ROE8%基準を企業が満たすことができれば、投資家から高い評価を受けやすくなる。さらに、ROE 8%基準を中長期的に成し遂げることで、企業は高いパフォーマンスを行うことができる。さらに JPX 日経 400 に選ばれる可能性が高くなり、企業は更なる資金調達が可能である。そのようになれば、企業はイノベーションを起こしやすく、高い収益性を得ることができる。

---

<sup>3</sup> 日本経済新聞社による独自試算

<sup>4</sup> 三菱 UFJ モルガン・スタンレー証券 芳賀沼チーフストラテジスト

## 第2節 家計への政策提言

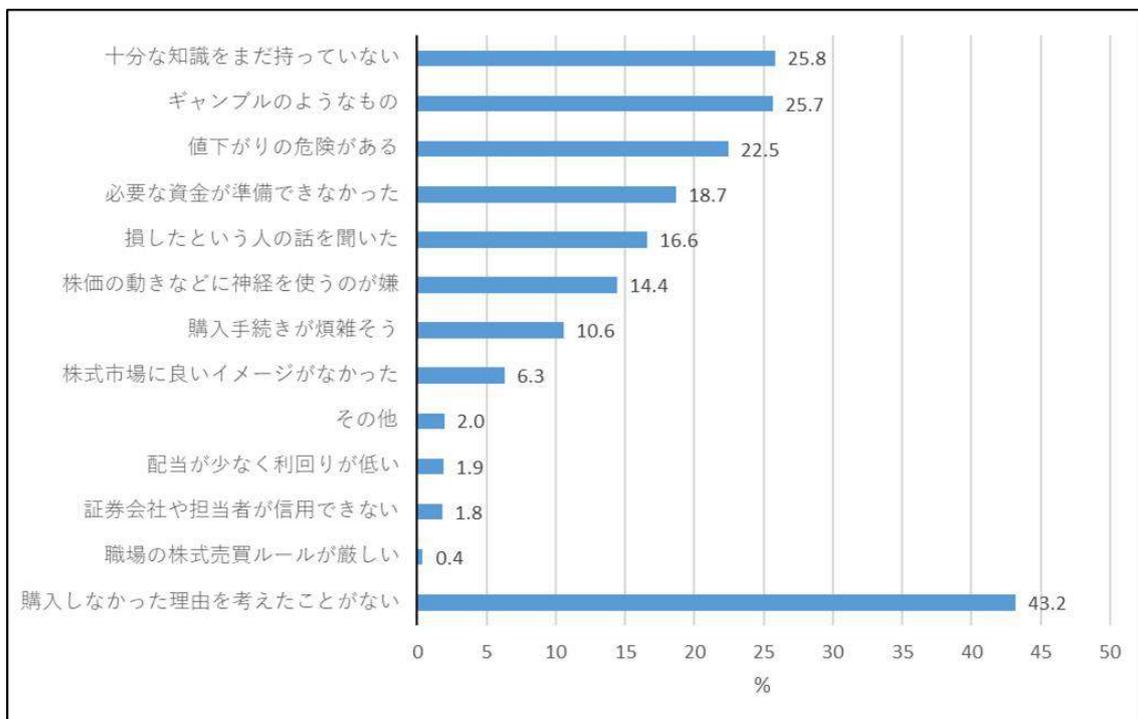
この節では、ROE8%基準を利用した「個人投資家層の拡大」のための政策提言を行っていく。

- 5 今まで見てきたように、個人投資家の拡大は国内証券流通市場の活性化には必要不可欠なものであり、そのために家計の預金・現金を株式流通市場に流入させることは、喫緊の課題である。要するに、家計の株式投資を進めていかなければいけないのである。

- 10 では、どのように家計に株式投資をさせていけばよいのであろうか。図 5-6 は、株式保有未経験者の株式非購入の理由を割合ごとに表したグラフである。図を見てみると、非購入の理由として1番に十分な知識をまだ持っていない、2番目にギャンブルのようなものという理由を挙げている。このことから、多くの家計が正しい金知識を持っておらず、知識不足が家計の株式投資への足かせとなっているといえる。

15

図 5-6 【株式保有未経験者】株式非購入の理由



(出所) 証券投資に関する全国調査 (個人調査) (2015)

そのため、正しい金融リテラシーを身に着けるための金融教育が必要となってくる。だが、第3章でみてきたように現行の教育制度の中では、教育計画に余裕がないため授業時間が不足していることや教員の知識不足などにより直ちに教育制度を変えることは困難であるといえる。

- 5 多くの株式投資知識がなくとも明確な指標で株式投資が行えるような仕組みを作ることが、家計の株式投資につながるのではないだろうか。

そこで私たちは、ROE8%基準を利用した株式投資指標の開発を提案し、家計の新規株式投資を補助していくことを提案する。この提案では、ROE8%基準を一種のブランドと捉え、新規投資家でも一目で分かるような基準を設定する。ROE 8%以上を10年以上連続して達成した企業を金賞、5年連続して達成した企業を銀賞などとし、それぞれの企業にロゴマークを進呈。証券会社などには、インターネットサイトなどに企業の株価などを載せる際、基準を達成している企業の情報を載せる場合には、ロゴマークも必ず掲載させるといった制約を設ける。このブランドのロゴはモンドセレクション®を参考イメージとして使用する。(図5-7)

10

15

図5-7 モンドセレクション 優秀品質ラベル



(出所) モンドセレクション HP より

20 このようなロゴを作成することによって、金融リテラシーのない投資家であってもROEに関する知識さえ習得すれば、ある一定基準で投資を行うことができるようになる。また、ロゴを頼りに投資判断を行えばいいので、情報収集を行うコストが必要なくなり、投資を始めやすいといったメリットにもつながる。

それだけでなく、企業の選定基準に連続した年数を設定しているため、単年度のみレバレッジを上げて ROE を高く見せるといった ROE の弱点も補うことができると考える。

5 また、このブランドは、家計の株式投資を促すだけでなく、投資される側の企業にとってもメリットになると考える。このブランドを獲得することは、企業にとって株式価値を創造している企業であるというアピールをおこなうことができ、企業の財やサービスを販売する際の販売促進ツールにもなりうるのではないだろうか。企業の経営目標としてもこのブランドを設定することによって投資家に明確な基準を示すことができる。

10 このブランドの選定基準として ROE を使用したことの正当性は、今まで、述べてきたように高 ROE を継続してだし続けている企業は株式価値を創造している企業であることからいえよう。また、多くの投資家が投資判断として ROE を使っていることから正当であるといえる。

15 それに加えて、近年 ROE を利用した金融商品の開発も行われている。第 1 章で述べた JPX 日経インデックス 400 は、企業の選定基準に ROE を使っている点で、今注目されている指標である。この指標を利用した ETF や投資信託といった金融商品が続々と登場しており、毎年の純資産総額を更新し続けている。(図 5-8)

図 5-8 : JPX 日経 400 に連動する投資信託及び ETF 純資産総額の推移



20

(出所) 三菱 UFJ 信託銀行「投資指標としての ROE」より著者作成

このことから、今後も ROE は投資指標として有用性を発揮していくと考える。

このブランドを生み出し、利用していくことこそが、家計の預金・現金を株式市場にもっていくための手段であると私たちは考える。

5

10

15

20

25

30

## <参考文献>

- 日本証券経済研究所 (2016) 「図説 日本の証券市場」
- 日本証券経済研究所 (2016) 「アメリカの証券市場」
- 日本取引所グループ (2016) 「東証公式 ETF・ETN ガイドブック」
- 5 日本取引所グループ (2015.1990) 「業種別時価総額 (東証1部)」
- 日本取引所グループ (2016) 「2015年度株式分布状況調査」
- 東京証券取引所 (2015) 「コーポレートガバナンス・コード」
- 日本銀行 (2016) 「金融システムレポート」
- 日本証券業協会 (2012) 「新・証券市場 2012」
- 10 日本証券業協会 (2015) 「平成 27 年度 証券投資に関する全国調査 (個人調査)」
- 金融経済教育を推進する研究会 (2014) 「中学校・高等学校における 金融経済教育の実態調査報告書」
- 藤田勉 (2016) 「コーポレートガバナンス改革時代の ROE 戦略効用と限界」
- 『山を動かす』研究会 (2014) 「ROE 最貧国日本を変える」
- 15 西川友恵 (2015) 「コーポレートガバナンス改革における取締役の重要性」
- 日本銀行統計局 (2016) 「資金循環統計の日米欧比較」
- 総務省統計局 (2015) 「家計調査報告 (貯蓄・負債編)」
- 野村アセットマネジメント株式会社 (2014) 「第 8 回投資信託に対する意識調査にみる個人金融資産」
- 20 伊藤邦雄 (2014) 「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)
- インフォバンク株式会社 マネー百科 「発行市場と流通市場」
- 若園智明 (2016) 「家計の金融資産保有」 8-9 頁
- 川崎勝彦 (2016) 「個人金融資産の運用」 218-219 頁
- 25 株式会社東京証券取引所金融リテラシーサポート部 (2016) 「現預金が高位を維持している背景」「個人投資家の投資環境の変化」『証券流通市場の活性化について』 24-25 頁
- 投資信託協会 (2016) 「資産運用の必要性」
- 金融庁 (2016) 「若年層を中心とした個人による投資の現状と NISA の利用促進
- 30 に向けた課題に関する調査報告書」

- 総務省統計局(2016)「家計調査(貯蓄・負債編)調査結果」
- 日本取引所グループ(2016)「東証公式ETF・ETNガイドブック」
- 生命保険協会(2015)「株式価値向上に向けた取り組みについて」
- 三菱UFJ信託銀行(2015)「投資指標としてのROE」
- 5 年金積立金管理運用独立行政法人(2016)「前年度の運用状況ハイライト」
- 産経ニュース(2014)「『コーポレートガバナンス・コード』って何?金融庁、東証が12日に最終案策定」
- 野村資本市場研究所(2016)「主要取引所株式時価総額推移」
- 日本銀行(2016)「金融システムレポート」
- 10 浅野幸弘(2016)「ROE、EVAと企業評価」
- 宮永雅好(2012)「わが国株式投資の活性化に向けた「株主資本コスト」の活用について」
- 日本経済新聞(2016/6/22)「米助言ISS、400社に反対推奨 株主総会の取締役選任議案で」
- 15 日本経済新聞(2016/9/27)「挑む機関投資家」
- 日本経済新聞(2016/8/29)「4社に1社、公的マネーが筆頭株主 東証1部市場機能低下も」
- Institutional Shareholder Services Inc. (2016)「Japan proxy Voting Guidelines」
- 20 <参考URL>
- 日本証券業協会 HP (<http://www.jsda.or.jp/>)
- 日本取引所グループ HP (<http://www.jpx.co.jp/>)
- 日本銀行 HP (<http://www.boj.or.jp/>)
- 金融庁 HP (<http://www.fsa.go.jp/>)
- 25 財務省 HP (<http://www.mof.go.jp/>)
- ブルームバーグ HP (<https://www.bloomberg.co.jp/>)
- みさき投資株式会社 HP (<http://www.misaki-capital.com/>)
- 日本証券経済研究所 HP (<http://www.jsri.or.jp/>)
- 日本経済新聞社 HP (<http://www.nikkei.com/>)
- 30 Institutional Shareholder Services Inc. HP(<https://www.issgovernance.com/>)