

日本再興戦略と株式市場

一上季代司

第二次安倍内閣の「三本の矢」は、「大胆な金融政策」、「機動的な財政政策」そして「民間投資を喚起する成長戦略」である。その三本目の矢である成長戦略は、平成二五年六月に「日本再興戦略」としてまとめられた。このうち成長への道筋に沿って早期に取り組む必要のある代表的な施策として、①「民間の力を最大限引き出す」ための八施策、②「全員参加・世界で勝てる人材を育てる」ための四施策、③「新たなフロンティアを作り出す」ための四施策、合計一六施策があげられている。

ところで、上記①の「民間活力」を引き出すための施策の中には、株式市場に大きなインパクトを与えるものが含まれている。なかでも第三番目の施策は、「コーポレートガバナンスを見直し、公的資金等の運用の在り方を検討する」とされており、具体的には会社法改正、スチュワードシップ・コード策定、公的年金等の運用改革の三点があげられている。さらに『日本再興戦略』改訂二〇〇四年―未来への挑戦―^②では、これらに関連して「コーポレートガバナンス・コードの策定」が追加されている。

公的年金運用改革、スチュワードシップ・コード、会社法改正、コーポレートガバナンス・コードは、株式の需給関係や企業価値水準を経由して、株価に大きく影響する諸要因である。しかも、これらは所要の検討を経て、原案が公表され、あるいは法改正も終わって、一部はすでに実施に移されているものもある。そこで、以下では、この四点について、その内容ならびに株式市場に与える影響の経路について簡単に整理してみた。

1 公的年金運用改革

成長戦略との関連で、今回、運用見直しの対象とされた公的・準公的資金とは、「公的年金」の運用資産ならびに「独立行政法人等」の余裕金である。その残高は、平成二五年三月末現在、前者は約一五〇兆円、後者は約五〇兆円、合計二〇〇兆円と算定されている。このうち前者は四つの公的年金からなり、①年金積立金管理運用独立行政法人（GPIF）、一二〇・五兆円、②国家公務員共済組合連合会（KKR）、七・八兆円、③地方公務員共済組合連合会、一七・五兆円、④日本私立学校振興・共済事業団、三・六兆円となっている。公的年金とりわけGPIFの運用資産額がダントツに大きく、その運用改革の行く末が注目されるのも当然である。

ところで、平成二五年一月に公表された「公的・準公的資金の運用・リスク管理等の高度化等に関する有識者会議報告書」⁽³⁾は、公的年金等の基本ポートフォリオが、国債をはじめ国内債に大きく偏っていること、また運用にあたって理事長の独任制であることをとりあげて、これを問題視している。

GPIFは厚生年金と国民年金の積立金を管理運用する基金であるが、少子高齢化のもとで積立金の取崩し（キャッシュ・アウト）がすでに始まっている。ところが、保険料の引き上げは限界に近い水準に達しているのである。そこで、有識者会議は、基金の負債特性に応じて積立金の取崩しが当面見込まれる部分以外については、長期的な視点でポートフォリオを構築すべきであること、その際には、デフレからの脱却を図り、適度なインフレ環境へと移行しつつあるわが国経済の状況を踏まえれば、収益率を向上させ、金利リスクを抑制する観点から、国内債の比率を引き下げ、内外の株式や外債等リスク性資産のウェイトを高める方向に変更することが必要だと判断したのである。

また、資金運用の実施にあたっては、業務に関する権限・責任が理事長一人に集中している独任制の下では、

規模・性格によっては、十分な機能発揮が期待できないケースがあることから、常勤の専門家による合議制の理事会に決定権限をゆだねるガバナンス改革を提案している。

この提案に沿って、GPIFは二六年一〇月、基本ポートフォリオを表1のように改訂した。

ちなみに、GPIFの実際の積立金資産構成は、昨年末には表2のように変化している。すなわち、国内債券は一〇・三ポイント低下する反面、国内株は三・九ポイント、外国債券は二・五ポイント、外国株は四・六ポイント、それぞれ上昇している。

なお、別の資料によると(『日本経済新聞』四月三日)、GPIFは、平成二六年度の一年間において、四月～二月の九カ月間に二・六兆円、二七年一～三月の三カ月間に三兆円、合計五・六兆円の株式を購入した、と報じられている。また、国家公務員共済、地方公務員共済、私学共済は本年一〇月に厚生年金に一本化されることから、これらの基本ポートフォリオも、GPIF

表1 GPIF基本ポートフォリオ(平成26年10月31日に変更)

(変更前)

	国内債券	国内株式	外国債券	外国株式	短期資産
資産構成割合	60%	12%	11%	12%	5%
乖離許容幅	±8%	±6%	±5%	±5%	—

(変更後)

	国内債券	国内株式	外国債券	外国株式
資産構成割合	35%	25%	15%	25%
乖離許容幅	±10%	±9%	±4%	±8%

(出所)『証券アナリストジャーナル』平成27年2月、p4より引用
(原資料) GPIFホームページ

表2 GPIFの運用資産別構成割合(年金積立金全体)

	平成26年3月末	平成26年12月末
国内債券	53.43%	43.13%
国内株式	15.88%	19.80%
外国債券	10.66%	13.14%
外国株式	15.03%	19.64%
短期資産	5.00%	4.30%
運用資産額	126兆5,771億円	137兆358億円

(出所) GPIFホームページより作成

IFと同じ割合での変更になるようである。

2 スチュワードシップ・コード

他方、スチュワードシップ・コード、会社法、コーポレートガバナンス・コードは企業のガバナンスを通じて株価に影響を与える要因と考えられる。

まず「スチュワードシップ責任」とは、機関投資家が投資先企業やその事業環境等に関する深い理解に基づく建設的な「目的を持った対話」（エンゲージメント）を通じて、当該企業の価値向上や持続的成長を促すことにより、「顧客・受益者」の中長期的な投資リターン拡大を図る責任を意味する。そして、スチュワードシップ・コードとは、その責任を果たすにあたり有用と考えられる諸原則を定めたものであり、平成二六年二月に公表されている（「責任ある機関投資家の諸原則（日本版スチュワードシップ・コード）」⁽⁴⁾）。

このコードは七つの原則からなっており、とりわけ注目されるのは、第四の原則「目的をもった対話を通じて投資先企業と認識の共有を図るとともに問題の解決を図ること」、第五の原則「議決権の行使と行使結果の公表について明確な方針を持つとともに、議決権行使の方針については投資先企業の持続的成長に資するよう工夫すべきこと」である。

これに関連して、当該コードが公表された半年後の平成二六年八月、経済産業省から「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〜」（伊藤レポート⁽⁵⁾）が公表されている。伊藤レポートによれば、持続的な企業価値創造は、中長期的には資本コストを上回るパフォーマンスを上げることによって実現され、投資家はそうした価値創造に期待して長期投資を行うのである。その意味では、持続的な企業価値創造は企

業と株主との「協創」によるものである。機関投資家と企業との対話においても、企業価値の評価に際しては中長期的に自己資本利益率（ROE）が資本コストをどの程度、上回っているか、が重要となる。

伊藤レポートによると、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七％超であるとの調査結果があることを踏まえ、グローバルな投資家と対話する際の最低ラインは八％であると指摘する。

ちなみに、平成二七年三月現在、同コードを受け入れた機関投資家は、①信託銀行等 六、②投信・投資顧問等 一二九、③生保 一七、④損保 四、⑤年金基金等 一一一、⑥その他（議決権行使助言会社他） 七、合計一八四に上っている（金融庁調べ）。また、議決権行使助言機関であるISS（Institutional Shareholder Services）は、ROEが直近五年間平均で五％未満の会社トップの選任には反対を推奨している。

3 コーポレートガバナンス・コード

平成二六年六月成立の改正会社法は、有価証券報告書提出会社について、社外取締役を最低一名設置し、これを置かない場合には、定時株主総会において社外取締役を置くことが相当ではない理由を説明しなければならない、とされる（三二七条の二）。この改正会社法は一年後の本年五月より施行されるため、六月より本格化する株主総会から適用されることになる。適用対象は有価証券報告書提出会社であり、非上場会社を含む約九五〇〇社である。

これと並行して、「コーポレートガバナンス・コード原案」⁽⁶⁾が二七年三月に公表され、これもこの六月から適用される。適用対象会社は、東証一部・二部企業であり、約二五〇〇社である。先のスチュワードシップ・コードが、受益者利益の観点から企業価値向上のために機関投資家の行動を規律づける原則を整理したものだとするれば、このコーポレートガバナンス・コードは企業側を規律づけるものである。両方のコードは、いずれも遵守せよ、

さもなくば説明しなければならぬ (Comply or Explain) 建前となっており、持続的な企業価値向上のための、いわば「車の両輪」ということになる。

ところで、このコーポレートガバナンス・コードは五つの基本原則（ならびにこれに関連する諸原則、補充原則）からなっている。

基本原則（一）は「株主の権利と平等性の確保」であるが、このなかでは、原則一―四（政策保有株式）が目される。

原則一―四では、いわゆる政策保有株式として上場会社株式を保有する場合には、政策保有に関する方針を開示すべきこと、また毎年、株主総会において主要な政策保有株のリターンとリスクを踏まえた中長期的な経済合理性や将来見通しを検証し、これを反映した保有の狙い・合理性についての具体的な説明を行うべきであること等、としている。

政策保有株についてはバブル崩壊後の不良債権処理の過程で銀行保有分についてはかなり売却されたが、なお、残存している部分もある。今後は、この部分についても保有することの是非を企業価値の観点から絶えず評価し、保有するのであればその理由を株主総会のたびに説明していかなければならない。それを考慮すると、政策保有株は売却される方向にいくであろう。その意味では株価を下押しする要因ではあるが、株価がファンダメンタル要因によって形成されることで企業価値をヨリ正しく反映したものになっていくという意味では、資源の効率的配分の観点から望ましいであろう。

基本原則（四）は取締役会の責務を定めたものである。そのなかで、原則四―八は「独立社外取締役の有効な活用」として、独立社外取締役を二名以上選任すべきこと、とされている。すでに改正会社法や上場規則では一

名以上の設置に関する規定を置いているのだが、独立社外取締役を複数名設置すれば、その存在が十分に活かされる可能性が高まる、という観点からのものである。

4 おわりに

安倍内閣の第三本目の矢（成長戦略）は、第一の矢、第二の矢と比べて進捗が遅いといわれてきたが、株式市場の改革という面からみれば、順調に進んでいるといつてよいように思える。スチュワードシップ・コードやコーポレートガバナンス・コードは、ようやく企業経営者にROEの重要さを認識させ、その向上にむけた財務政策が取られ始めつつある。ROEを高めるには分子の「利益」を向上させるか、あるいは増配や自社株買いによって分母の「自己資本」を削減するしかない。利益成長が期待できないとすれば、それは成長期待の持てない業種であるか、それともマネジメントのやり方が悪いということを意味するのである。そうした企業は配当や自社株買いで資源をいったん株主に戻し、株主がシグナルとしての株価をよりどころにして、より成長期待の高い分野の業種や、マネジメントの優れた企業に資源を再配分すべきなのである。

もっともそのためには、株価がファンダメンタル・ファクターを適切に反映して、的確なシグナルを発するものでなければならぬ。この点で、上場株式の法人間持ち合いや政策的保有は株価形成の面では不適切であった。株価の高低にかかわらず、市場に出てこないからである。コーポレートガバナンス・コードの基本原則（二）は、こうした政策保有株についても説明責任を課すことよって制限をかけていると解釈できるのである。

他方、今回の公的年金改革は国内債券に偏った運用資金を株式市場にシフトさせる効果を持つ。基本ポートフォリオの策定・改定は、一定のマクロ経済の前提のもとで、将来の人口構成の変化や賃金上昇率、インフレ率を

考慮しつつ年金財政の検証のもとで、リスクとリターンを勘案して行われるものであり、今回の基本ポートフォリオ改定は、そうした手順を踏んだものなのであろう。

そうであれば、先の「報告書」にもあるように、運用にあたっては、よほどしっかりしたガバナンス体制が必要である。現行のGPIFは独立行政法人であり、理事長独任制で、理事長が全責任と全権限を持っている。運用委員会は単なるアドバイザーに過ぎない。過去には「PKO」と呼ばれる株価対策があった。株式市場が再びそうした不信の目で見られないようなガバナンス上の仕組みが必要であらう。

注

- (1) http://www.kantei.go.jp/singi/keizaisaisei/pdf/saikou_jpn.pdf この日本再興戦略には、産業の新陳代謝促進、雇用制度改革、科学技術イノベーションの推進、世界最高水準のIT社会実現、立地競争力の強化、中小企業・小規模事業者の革新など、実に幅広い分野の成長戦略が盛り込まれているが、当面、重視されるのは、「早期に取り組む必要のある代表的な施策」である。
- (2) <http://www.kantei.go.jp/singi/keizaisaisei/pdf/honbunJP.pdf>
- (3) http://www.cas.go.jp/jp/seisaku/koutekisikin_unyourisk/houkoku/h251120.pdf
- (4) <http://www.fsa.go.jp/news/25/singi/20140227-2/04.pdf>
- (5) <http://www.meti.go.jp/press/2014/08/20140806002/20140806002-2.pdf>
- (6) <http://www.fsa.go.jp/news/26/sonota/20150305-1/04.pdf>

(にかみ きよし・大阪研究所長)