

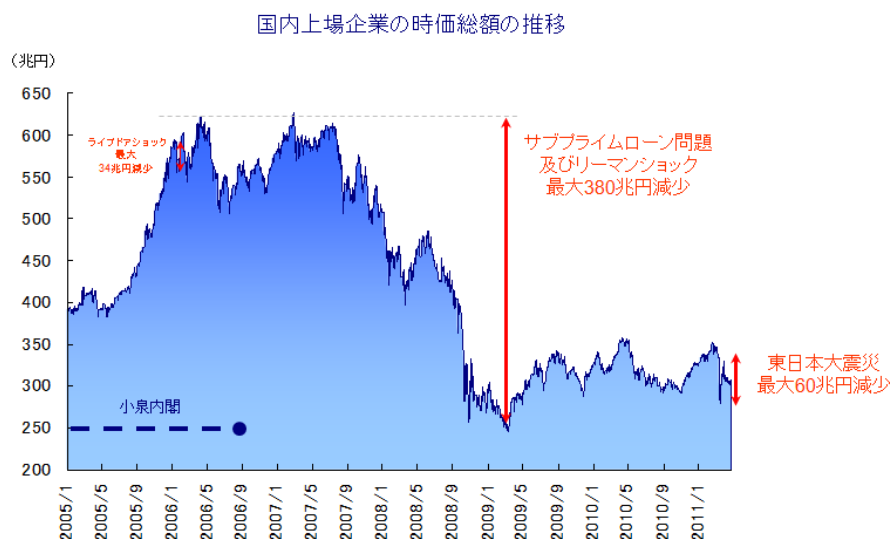
## 日本株式市場活性化に向けて～投資家意見書

一般社団法人 日本取締役協会  
投資家との対話委員会ワーキンググループ

### (骨子)

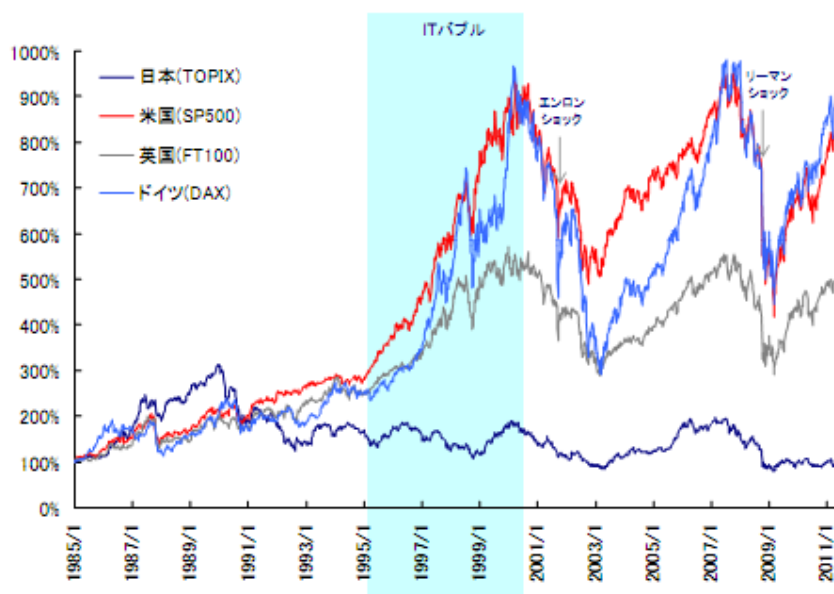
- 日本株式市場が先進国株式市場から「取り残されている」状況は、直近の震災の影響を差し引いたとしても、現実問題として看過できない水準まできている

- 小泉改革と世界的な信用拡大により増大した日本の時価総額は、サブプライムローン問題やリーマンショック等によりその後最大 380 兆円減少し、続く東日本大震災においては、最大 60 兆円の時価総額が減少した。

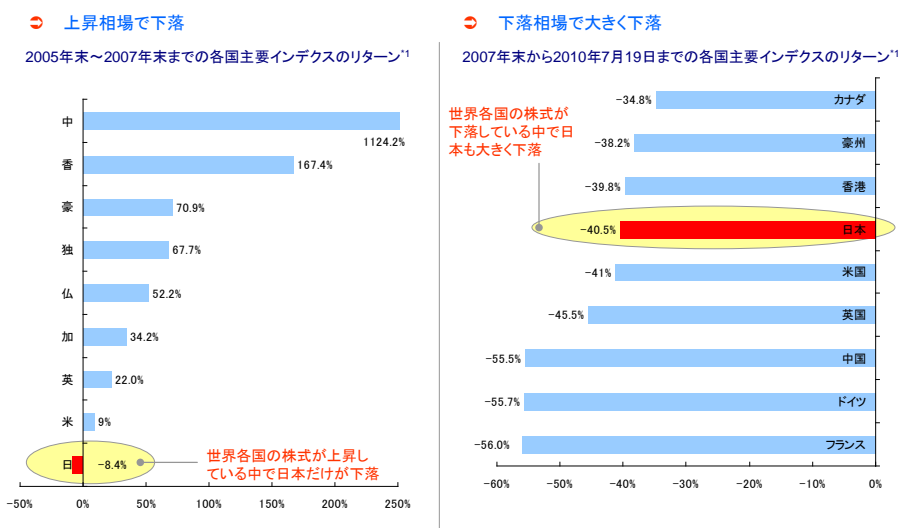


- 超長期の株式指数の推移を見ると、主要先進国の中で日本だけが成長機会を捉えられていない状況が見られる。

失われた 20 年(超長期の株式指数の推移)

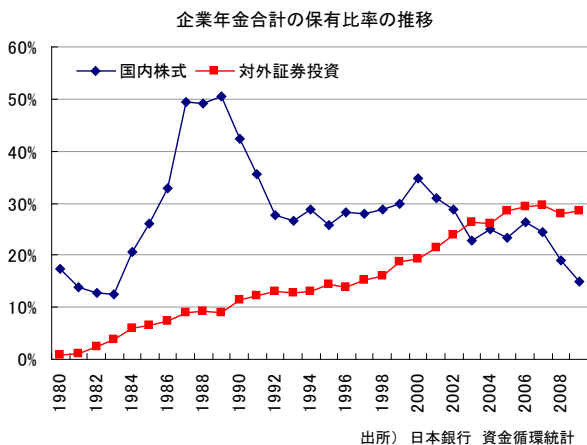


- 海外と比較して過去 5 年の株式市場パフォーマンスをみても、世界的な上昇相場（2005-2007 年）でも日本だけが下落し、2007 年以降の下落相場でも同じように下落している。つまり、日本の時価総額の下落はリーマンショックや地震という外的要因だけではなく、日本自体に対する海外の評価が低下している要因が無視できないということである。

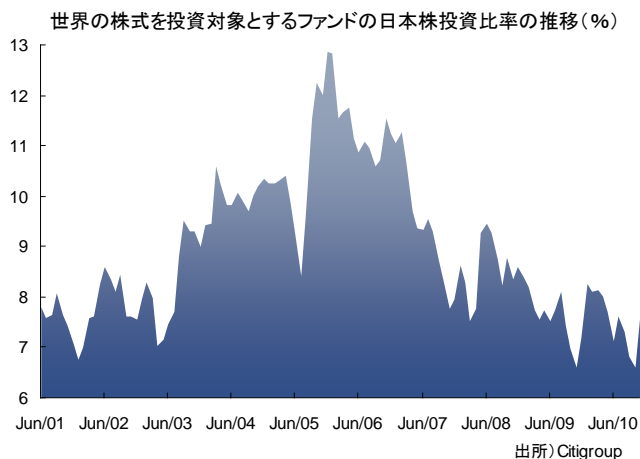


- 結果、過去 5 年間の内外投資家の東京市場への投資活動の引きは止まらず、2009 年には上海市場の売買高が東京市場への売買高を上回る状況となっている。

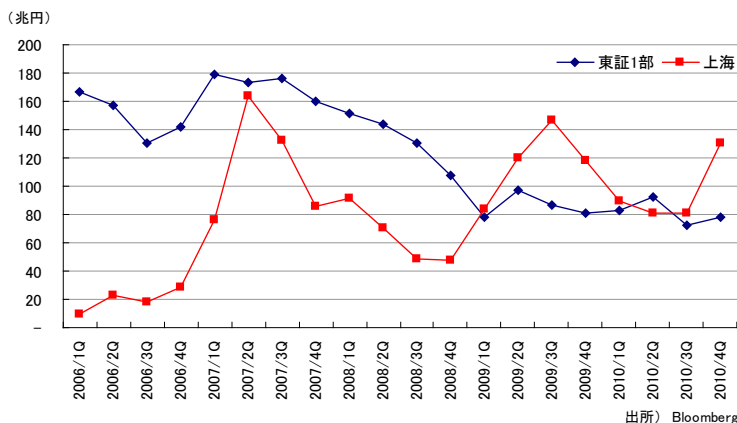
- 企業年金による日本株保有金額急減



- 海外投資家の日本株保有急減



- 東証一部取引残高と上海市場の取引残高の比較

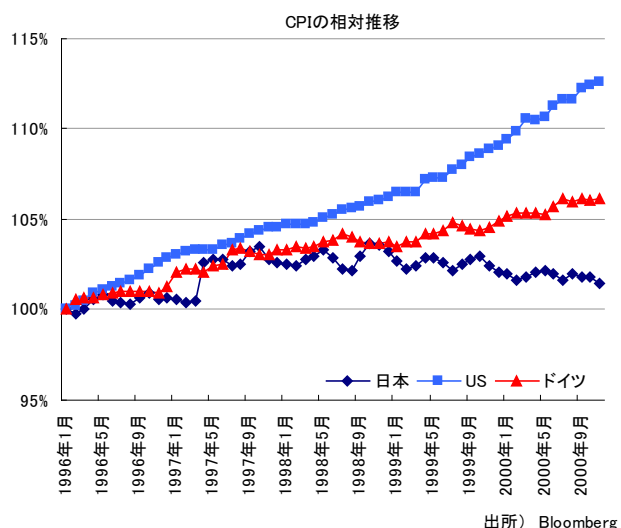
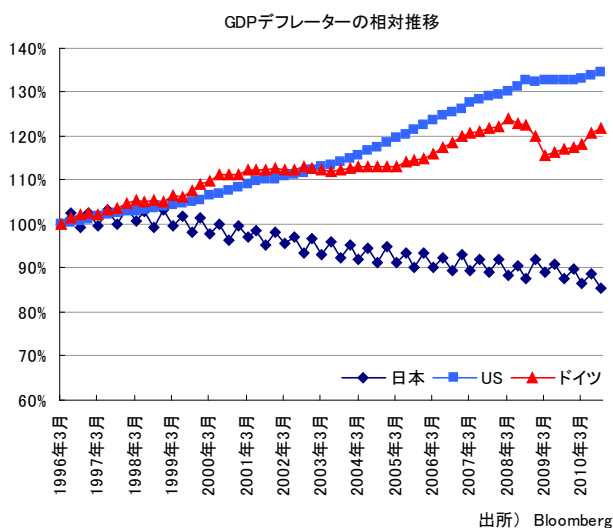


- このように、日本株式市場の縮小均衡が発生している背景には、1) 日本のマクロ的な経済ファンダメンタルズの問題と、2) 日本固有の利益還元スタンスや、法制度・コーポレートガバナンス、結果としての経営者の資質の問題の双方が大きく影響している

(マクロ的な日本経済ファンダメンタルズの問題)

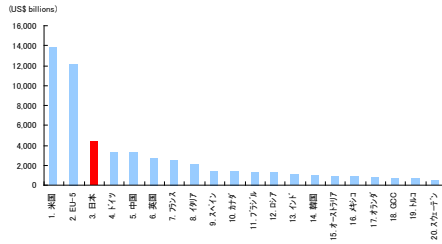
- GDP デフレーター、消費者物価指数等のマクロ指数などの長期経済ファンダメンタルズをみると、過去のトレンド、先行きの見通しどちらを取っても、日本が他の先進国市場と比較して見劣りすることは否定できない

- 1996 年からの GDP デフレーター推移、消費者物価指数の推移をみると、先進国中日本だけが下降曲線

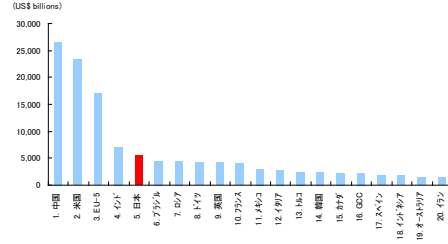


- ある長期 GDP 予想によれば、日本は 2030 年には第 5 位の経済圏、2050 年には 11 位まで転落し中国は日本の 12 倍の経済規模となる

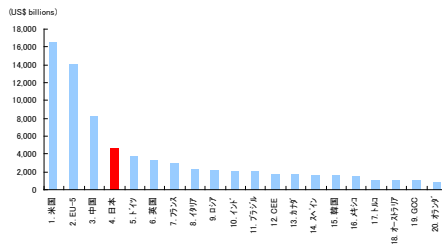
2007年



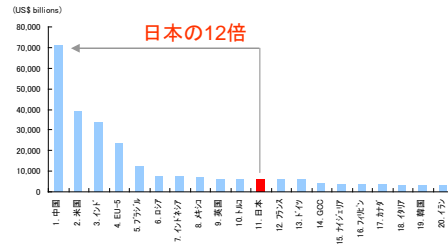
2030年



2015年



2050年



出所)ゴールドマンサックス証券

(日本固有の企業ガバナンス構造による低ROE経営、税制問題)

- とはいえ、マクロ的な経済ファンダメンタルズへの見通しがすべて決めてしまうかという、必ずしもそうではない。もう一つの日本株式市場の構造問題は、日本固有の企業ガバナンス構造、税制に派生する日本企業の ROE の低さにあると考えられる。

- 市場銘柄全体の ROE とPBRには相関関係があるように見え、日本の上場企業のROEが他の先進国市場の半分という実情が、少なからずPBRの相対的低さに繋がっているように見える

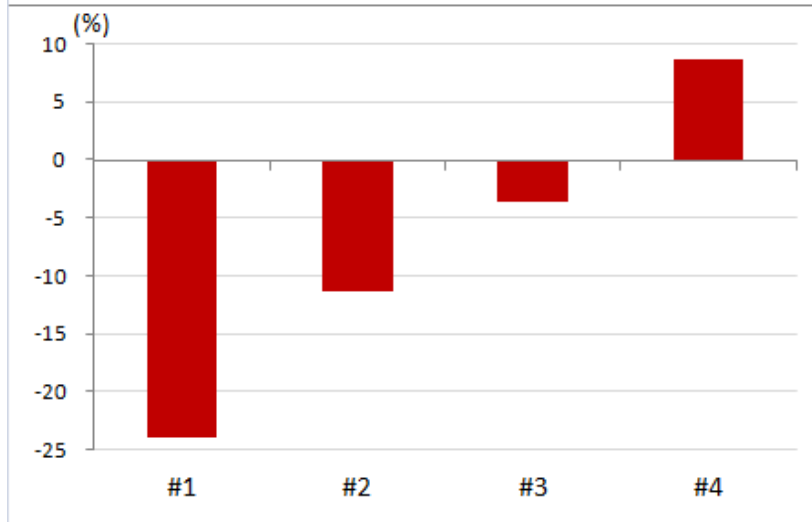
- ① 米 SP 500 ROE 16% PBR2.0
- ② 英 FT100 ROE 16% PBR1.7
- ③ 独 DAX ROE 13% PBR1.4
- ④ 日 TOPIX ROE 6% PBR 1.0

- 実際、同じ日本市場の中でみると、実績 ROE の多寡と株式累積リターンには、正の相関があるようにみられる

ユニバースを東証一部銘柄とし、直近実績ROEの大きさを4分位に分けたときの分位別36ヵ月累積リターン平均

	実績ROE(小)		実績ROE(大)	
	#1	#2	#3	#4
分位別36ヵ月累積リターン(%)	-23.85	-11.90	-3.72	8.65
銘柄数	425	414	409	416

※36ヵ月累積リターンは2011年2月末時点



出所)野村証券

- 日本の上場企業が、平均すると他市場の企業に比べ低ROE経営となってしまっているのは、日本固有の株式保有構造・コーポレートガバナンスが、資本コストを上回る利益率・ROE を上げる経営インセンティブ、意識の希薄さを生んでいる可能性があると考えられる
  - ① 持ち合い株式構造・安定株主工作が続いた結果、「資本コストに対する最低リターン(ハードルレート)を確保する」プレッシャー、インセンティブが希薄化
  - ② 結果的に、株主への利益還元や新規ビジネス・企業買収に待機資金を投入し、思い切ってリスクを取るよりも、「内部留保して有事に備える」経営に
  - ③ リーマンショック以降の経営者の反応をみても、資本効率を「極端に追求する弊害」と資本コストの「ハードルレートを最低限クリアしなければならない基本原則」を混同しがち
  
- 実際、日本のコーポレートガバナンスに対する客観的な評価は厳しく、スコアリング評価(ACGAレポート)では世界水準の80に対して日本は57。香港(67)、シンガポール(65)と比較してもかなり見劣りする水準にある。
  - 特に評価が低いのは、「コーポレートガバナンスのルールと実践」という項目で、日本はアジア11カ国中下から5番目(日本45、シンガポール65、香港59、中国47)
  - 独立取締役役にしても株主総会にしても、「形式だけ整えて終わっている」状態が続いている
  
- さらに日本固有の税制の問題も
  - 実効税率 20%台の欧米国、アジア諸国も多い中、40%以上もの法人税を支払うことは、日本企業の国際競争力・収益成長力を失わせる要因となっている。

- 税率の国際比較に関しては、実効税率のみならず、各国の業種別実質税負担率についても目を向ける必要がある。実効税率では日本と同水準みなされている米国も実質税負担率は低いためである。
- 企業が現状の重い税率を避け海外へ事業シフトを進める事は、国内雇用環境の悪化、日本経済に繋がるリスクがある

(これから現状の問題が続く=「貧国」への道か)

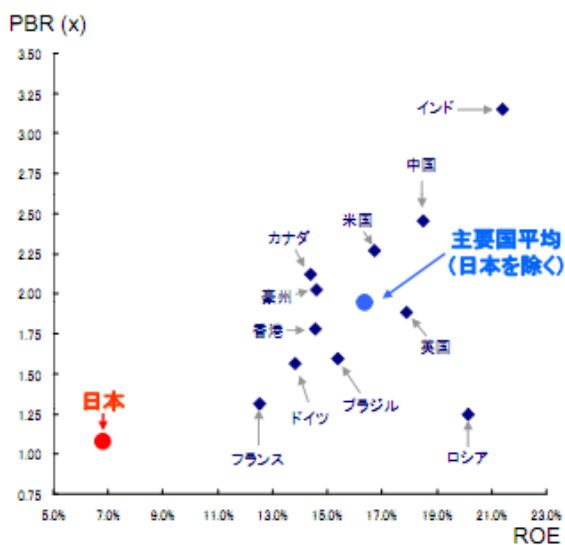
- 問題は、このままの状況が更に 10 年進むと、先進市場だけでなく、海外リスクマネーを取り込み急激にグローバル化していく他のアジア市場からも取り残され、日本市場が究極の縮小均衡の経済発展サイクルに陥る可能性があるということである。  
「貧すれば鈍する」で、これまで日本が行ってきた世界貢献を行う力は大きく喪失するだろうし、年金・社会保障の屋台骨は崩壊、失業率の更なる増加、結果としての治安の悪化にさえも繋がり得るかもしれない。

(一株利益の増加を通じた、「日経平均 20,000 円」を目指す運動を)

- 日本の企業価値は他の主要諸国と比べて極めて割安に評価されていることは事実である。では、どうしたらよいか。  
もちろん、日本株式市場の活性化には、震災復興も含めた国家的な、中長期的、マクロ経済・ファンダメンタルズの抜本的な回復政策が急務である。  
しかし、仮に日本の ROE が世界標準になれば、株価も世界標準の評価を受ける可能性がある。民間経営者がより当事者意識をもち、圧倒的多数の日本企業が資本コストを上回るリターンを出せる市場にする(例えばROE2 桁以上を達成)することは、極めて有効と思われる。

● 日本の極端な割安状況—ROE 半分

主要国株式指数組入れ企業のROEとPBR比較



日本が世界標準となった場合の評価

- 日本が主要国平均の評価となった場合、株価はおよそ57%上昇する可能性があります

国	主要指数	ROE	PBR
日本	日経225	6.5%	1.24
インド	SENSEX	21.0%	3.10
ロシア	RTS	20.1%	1.24
中国	SHANGHAI	18.5%	2.47
英国	FT100	17.9%	1.88
米国	SP500	16.7%	2.28
ブラジル	ボベスバ	15.4%	1.60
豪州	ASX200	14.6%	2.01
香港	HANG SENG	14.5%	1.79
カナダ	TSX	14.4%	2.14
ドイツ	DAX	13.9%	1.55
フランス	CAC40	12.5%	1.29
平均(日本を除く)		16.4%	1.95

57.4%  
上昇

- 具体的には、「一株利益の増加→日経平均 20,000 円を目指す」という分かりやすい指標を掲げた運動を、一国を上げて仕掛けていくべきではないだろうか。アクションアイデアとして、以下のような例を挙げたい。

### 1) 民間主導の「1 株利益増加運動＝日経平均 20000 円へ」

- 高一株利益/ROE 二桁成長を達成する優秀企業の認知、そのランキングに基づく日本株 CG 優秀ファンドの組成による意識改革の浸透
  - 日本取締役協会等の民間団体で、ROE2 ケタ成長を実現し、効率経営とグローバル水準のコーポレートガバナンス実践を体現している企業を毎年認知、表彰
  - 当該表彰企業の銘柄だけを集めた「日本株 CG 優秀ファンド」を組成。通常インデックスとのパフォーマンスの違いを明確化することで、グローバルリスクマネーを呼び込むと同時に、日本企業経営者の意識改革を同時実現
- 取引所の上場基準、維持基準のさらなる見直し
  - 一株利益の低い企業については、必要に応じて(MBO)非上場化を促進
  - 上場、もしくは上場維持支援の必要ない上場企業は前広に上場廃止に

### 2) 「1 株利益増加＝日経平均 20000 円運動」への政・官サポートの可能性

- 持ち合い株式の解消促進に向けたドイツ型法人保有株売却制度の導入
  - 法人保有の株式売却益を非課税にして、売却資金で相互に自社株買いを行う施策を設計
  - 受け皿として日本銀行が一旦株式を購入、市場変動をバランス
  - 売却益が非課税のため、持ち合い株式の売却金額全額を企業が利用可能
  - 資本コストを上回るリターンを上げる経営インセンティブを阻害していた、日本固有の持ち合い株制度の終焉として、象徴的に対外アナウンス。
- JREIT のような制度の企業導入による株主還元促進と国内経済の需要喚起並びに雇用創出
  - 利益の 9 割以上を株主還元すると無税、利益の 7 割以上の株主還元で実効税率 20%とする
  - 企業は設備投資等の事業方針によって株主還元を伴う税制オプションを毎年選択できる
  - 税率の引き下げはWACC<sup>1</sup>の引き上げに繋がるため、企業価値評価を高める効果をもたらす。これにより企業が事業拡大による買収を考える際のハードルが低くなり、収益のある企業への刺激となり、経済を活性化させる。また、海外資本流入効果、消費税問題の解決なども期待できる。
- 配当損金算入方式の導入
  - 法人の配当を損金に算入して法人段階では課税しないことによって、以下の効果を期待。

<sup>1</sup> WACC (Weighted Average Cost of Capital) 加重平均資本コスト。資本コストの代表的な計算方法で、借入にかかるコストと、株式調達にかかるコストを加重平均したもの。

- ① 法人が積極的に配当を実施し、株主は安定して配当を得ることが可能となる。
  - ② 上記の結果、日本国民の株式保有比率の上昇、海外資金の流入により、日本市場の底上げが期待できる。
  - ③ 株主段階でのみ配当に対して課税することによる二重課税の排除
- 一方、①非課税法人および外国人株主に対する課税の機会がなくなり、②政府にとっては二重課税が出来なくなることからそれぞれ対応する策が必要
- これらと同時に、TPP に代表されるように海外との取引の自由度を上げることで、高い意識をもつ企業経営者の行動を後押ししていくべきである

以上

一般社団法人 日本取締役協会

投資家との対話委員会

委員長：高須武男(バンダイナムコホールディングス 取締役相談役)

副委員長：大月博司(早稲田大学商学大学院 教授)

ワーキンググループ

リーダー：佐野順一郎(ダルトン・インベストメンツLLC 日本代表)

佐々木裕子(チェンジウェーブ 代表)

スコット・キャロン(いちごアセットマネジメント 代表取締役社長)

福原理(いちごアセットマネジメント 代表取締役副社長)

水嶋浩雅(シンプレクス・アセット・マネジメント 代表取締役社長)

吉原和仁(UBPインベストメンツ 代表取締役社長)

本件に関する問い合わせ先

一般社団法人 日本取締役協会

〒105-6106東京都港区浜松町2-4-1 世界貿易センタービル6階

電話番号：03-5425-2861

Mail: info@jacd.jp