

日本の資本市場改革と 海外投資家

日本経済悲観論を戒める

2023年10月

シンビオ社会研究会

森純一

Investment Policy How to Win the Loser's Game

Ellis, Charles D.

経歴

- 1973年 東京銀行に入社
 - 為替ディーリング（ドイツ）
 - デリバティブ取引（ニューヨーク・東京・ドイツ）
 - 証券取引（東京、ドイツ）
 - 大企業取引・調査（東京）
- 2000年 国際通貨研究所
- 2004年 京都大学 国際交流センター
- 2016年 ダナン大学
- 2018年 京都橘大学

本日の内容

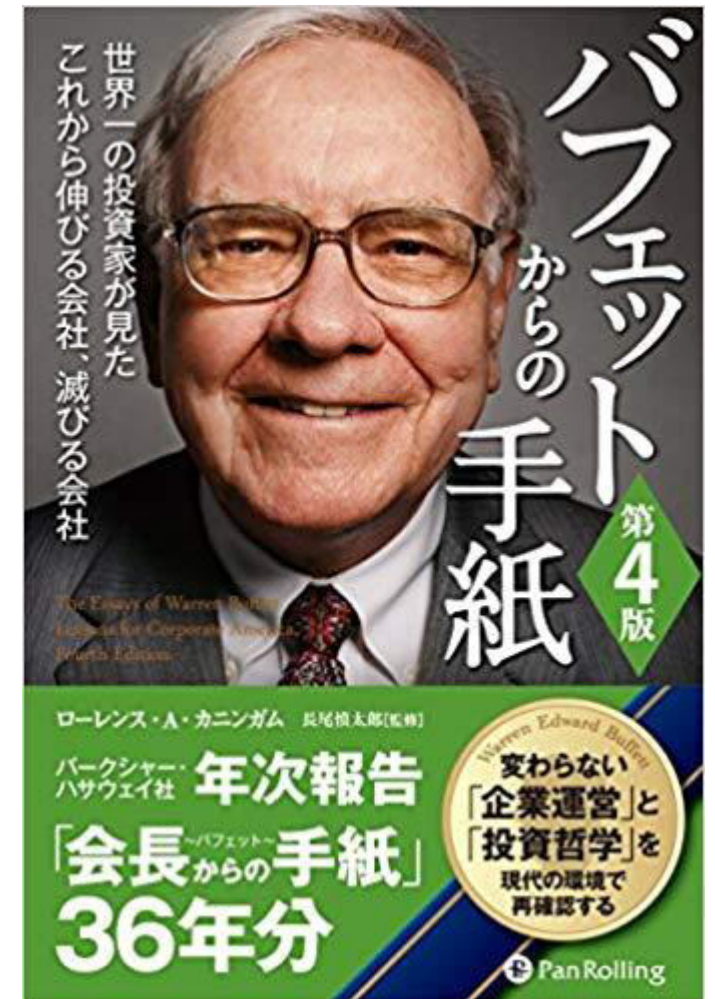
- 長期投資とは？
- 日本にとって失われた20年（30年）だったか
- 外国人投資家の日本への投資
- 世界の年金基金や資金運用会社
- 日本の改革
 - 新NISAと証券市場改革
- ESG投資の進展
- まとめ

お金の話を許していただきたい

- ある授業のとき、工学部の学生の質問
- 先生、なぜ経済学を学ぶのですか？資源配分の最適化のためですか？
- とっさの私の回答
- 「皆さんが健全な家計を営めるようにです」

長期投資家の考え方

- 日本の商社株への投資(各社の8%超)
- バフェット
 - 93才、2023年の長者番付世界5位
 - 長期投資家で一度買った株は簡単には売らない
- 「バフェットからの手紙」を読んで、私が驚いたこと
 - 「株価が下がることは良い」
 - 自分が食べるハンバーガーの値段が上がって喜ぶ人はいない



(写真：紀伊國屋書店)

1950年にトヨタ株を買っていたら…

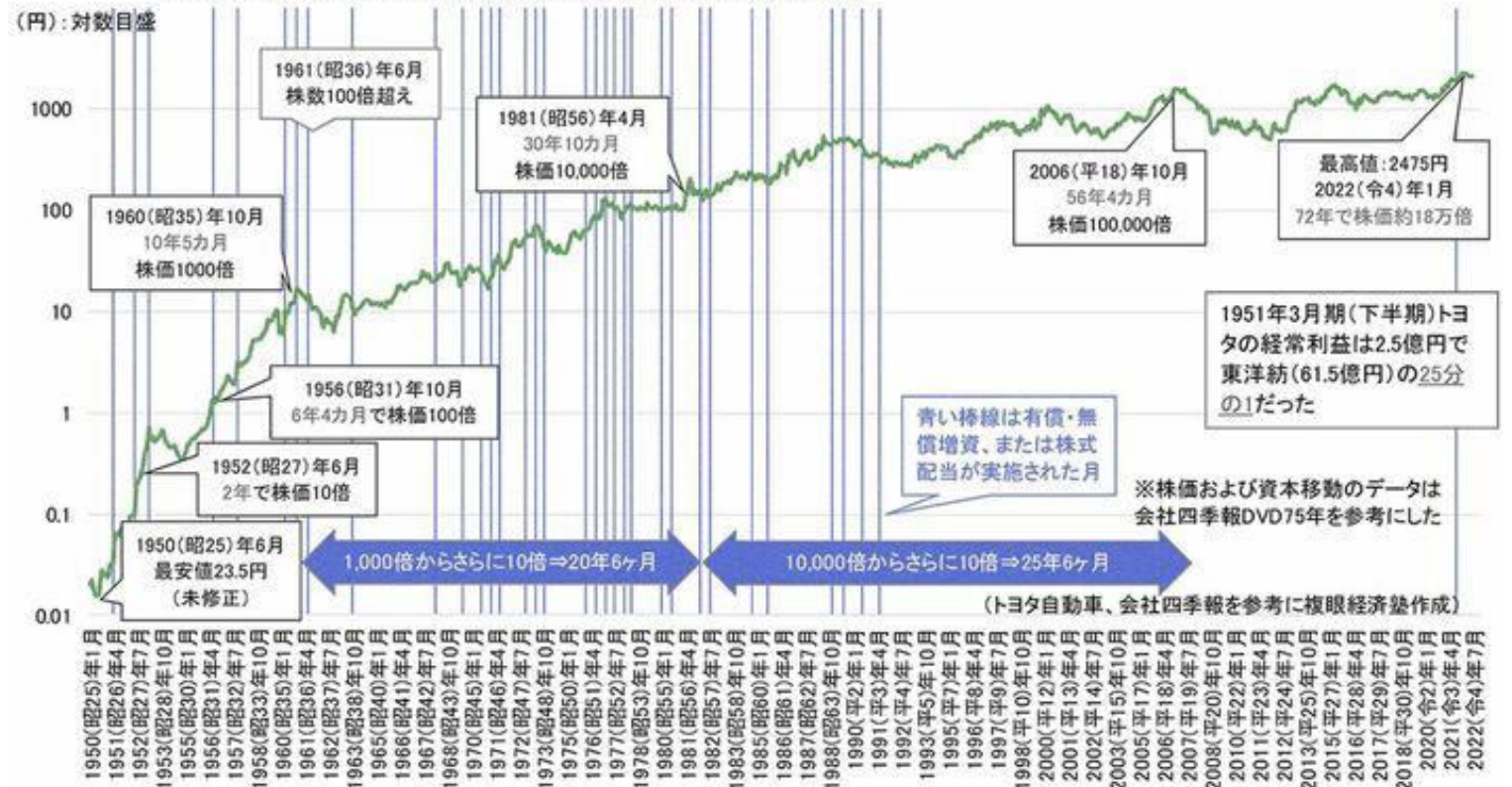
- 同社の修正株価（無償増資や株式分割を考慮した株価）は18万倍
- 物価を考慮して約1万1700倍

グラフ：澤上篤人・渡部清二（2023）

2023/10/12

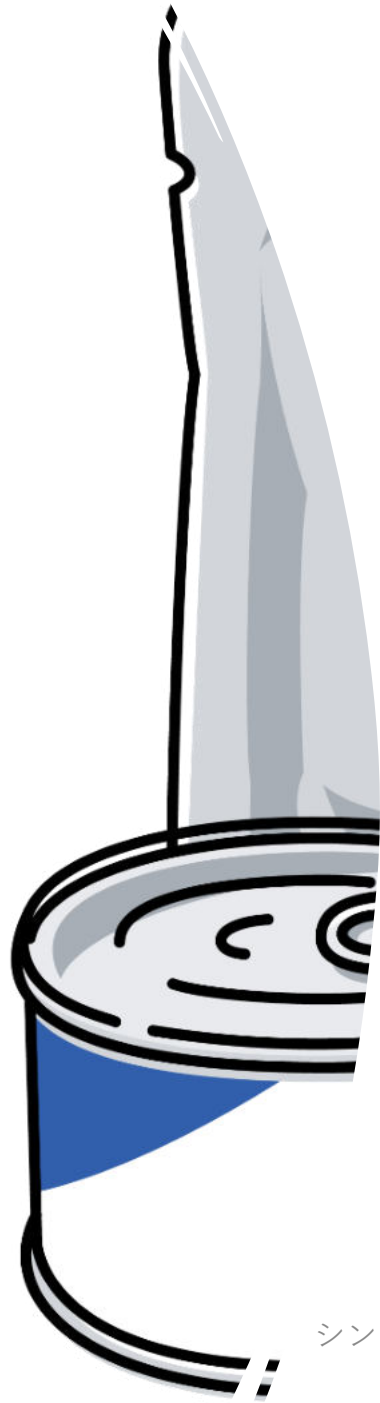
図表2 トヨタ自動車の戦後の修正株価チャート（1950年-2022年、対数グラフ）

※有償・無償増資、株式配当、株式分割を全て修正している



なぜ長期の株式投資は成功するのか

- 株式会社は利益の缶詰
- 財務諸表の話
- 沢山の人が働いて利益を上げてくれる

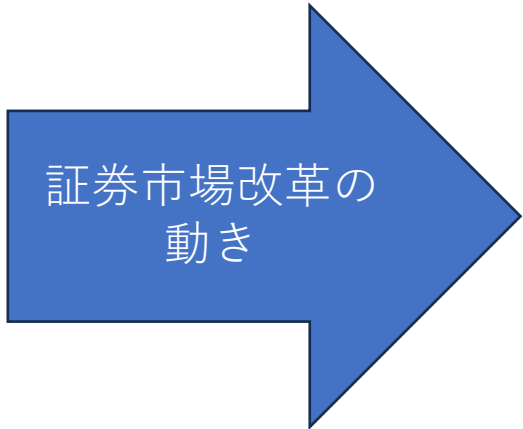


長期投資：外国人教授たちと共通のテーマ

- バスのなかで、資産運用の話
- もっとも盛り上がったテーマの一つだった
- アクティブな年金運用が当然の話

疑問：なぜ日本人は長期の株式投資が出来なかった？

- ① 証券会社は顧客の短期回転売買だけで稼ぐ
- ② 企業会計への理解がなかった
- ③ 国の税制が長期投資を促さなかった



証券市場改革の
動き

日本の株価の推移

- 株価は経済のバロメーター
- 2000年代に様々な変化があり、日本には失われた時ではない
- 海外投資家は日本への投資を続けていた



海外投資家の 日本株・ファンド投資

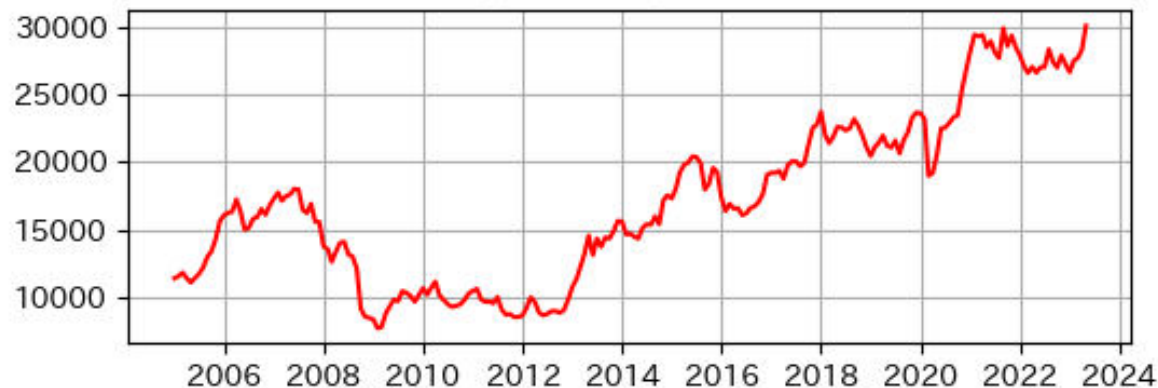
- 国際収支統計を使い、2005年からの累積投資額と評価益を計算



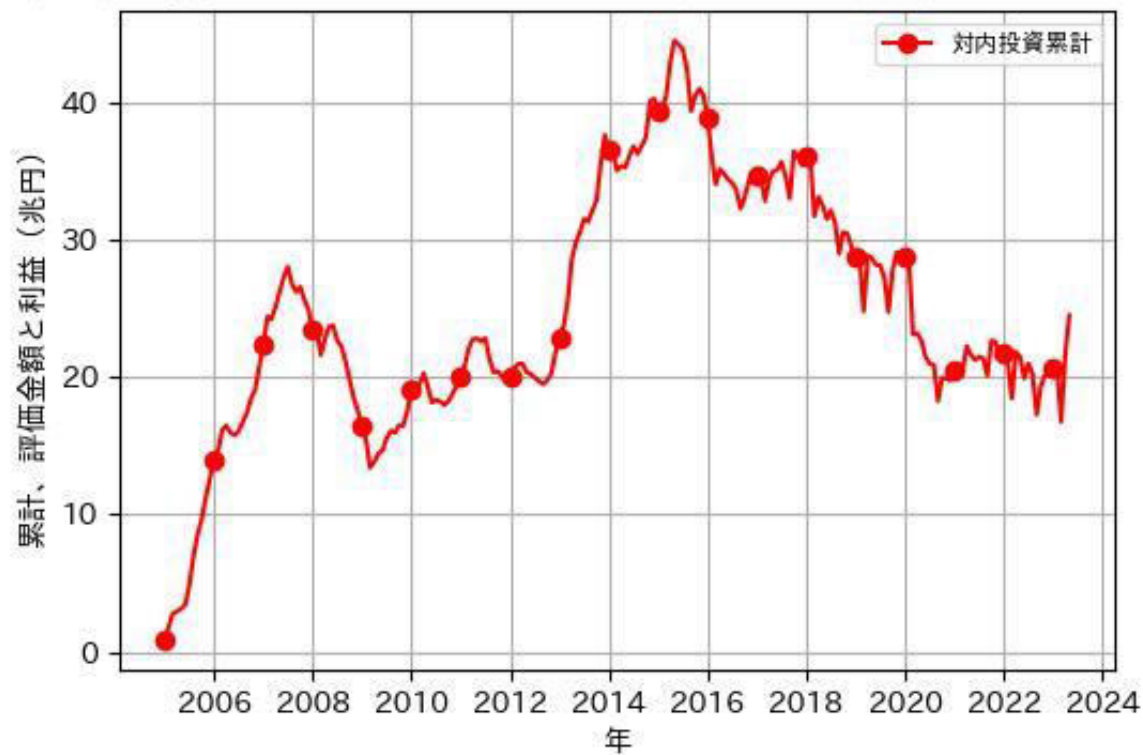
- 例えば2013年のアベノミクスで海外投資家は積極的に投資
- 2015年からその大半を売却したように見えるが。。。

森 (2023)

日経平均株価の推移



対内証券投資（株式・ファンド）2005年1月からの累計部分（円貨ベース）



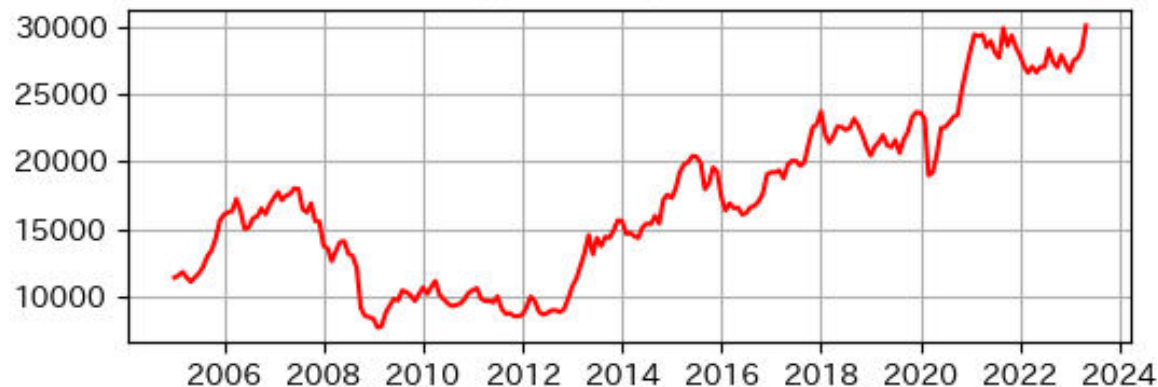
海外投資家の 日本株・ファンド投資

- 2013年以降の株価上昇と国際収支統計を合わせて見ると



- 投資した半分は、売って利益を確定している
- しかし半分は、そのまま日本への投資として存続
- **しっかりと投資を継続している**

日経平均株価の推移

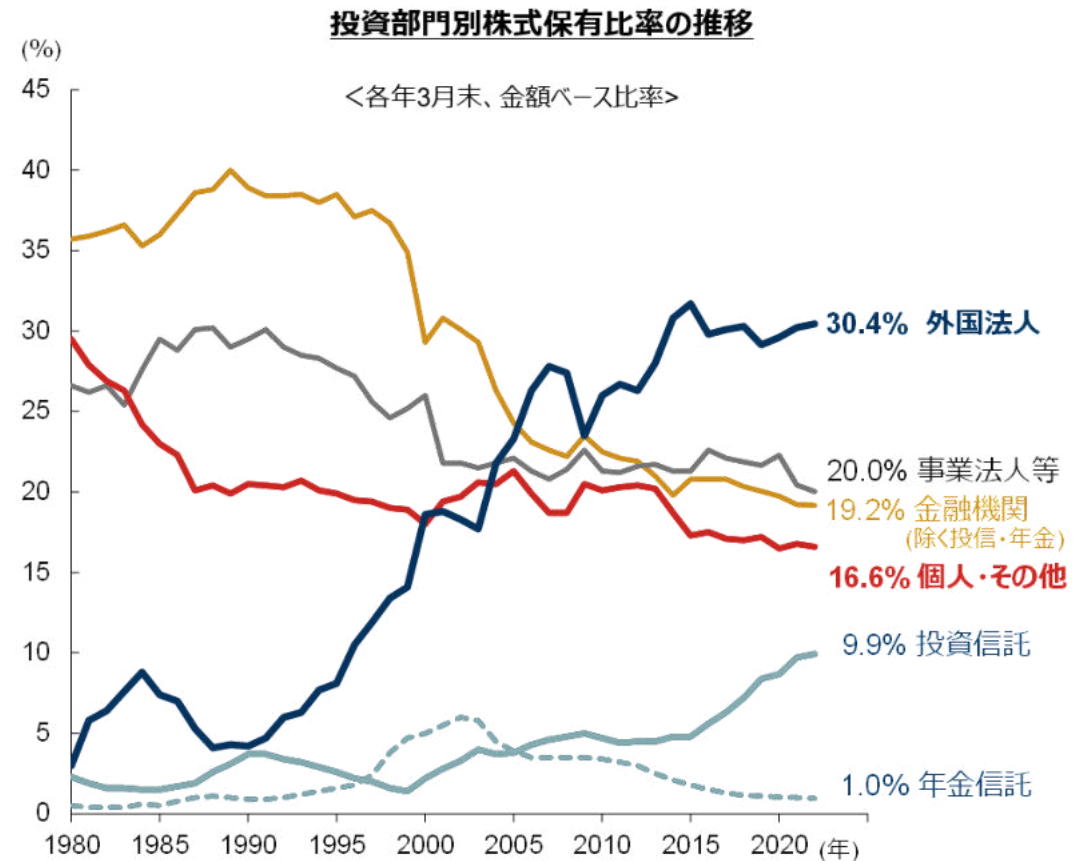


対内証券投資（株式・ファンド）2005年1月からの累計部分（円貨ベース）



日本の株式市場の主体別保有状況

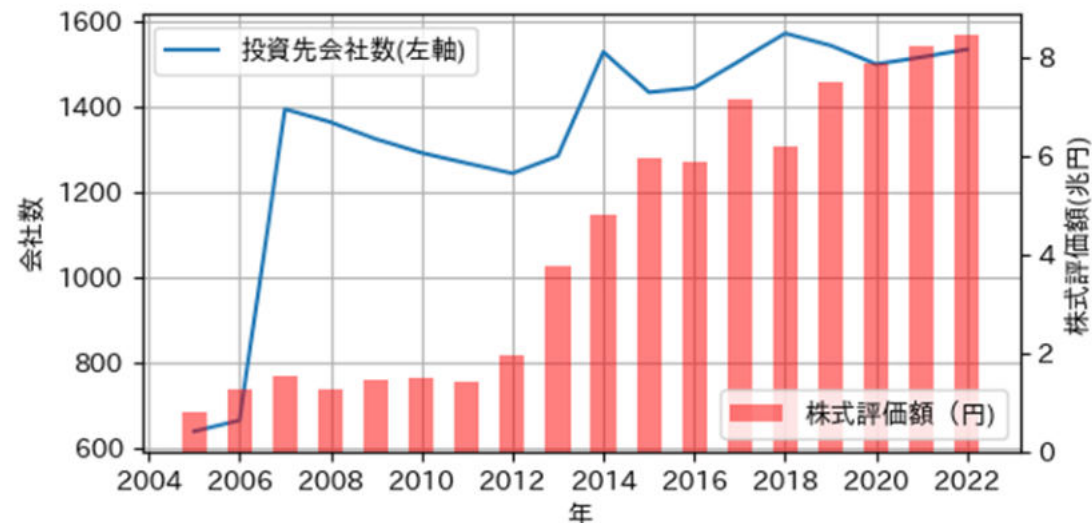
- 個人投資家の株式保有比率は漸減
- 悲観論のなかで、日本の個人投資家は大きなチャンスを失った
(森の推定では X X 兆円)



ノルウェー年金基金の日本株投資

- ノルウェー年金基金は世界の代表的な長期投資家
- 日本株投資の評価額は継続的に増加している
- 日本経済新聞の運営責任者のインタビューでも明確な長期投資へのスタンスが語られている

日本経済新聞(2023b)

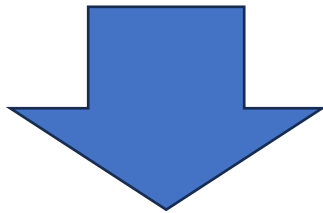


外国人投資家が日本の会社を変える大きな力

- 銀行・企業間の株式の相互持ち合いの減少
- 外国人投資家の比率増加が企業経営に大きな影響
- 経営陣のもっとも大事な仕事の一つが投資家との対話（IR）

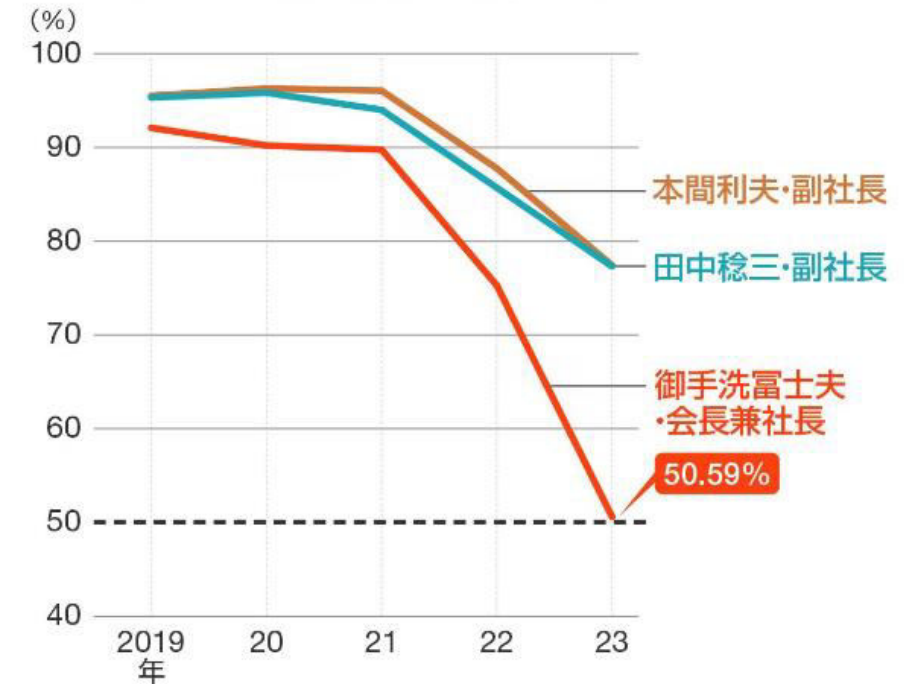
投資家との対話

- 大きく変わった株主総会
- 利益の拡大、株価の上昇は当然として
- より広範な企業運営についての対話
- 会社提案の役員人事への反対が増えている
- 「取締役の多様性の欠如」が反対の理由



企業経営の改革の進展

キャノンの株主総会での賛成票



(注) 定時株主総会での賛成率。2023年4月時点の社内取締役のみ掲載
(出所) キャノンの開示資料を基に東洋経済作成

グラフ：東洋経済
<https://toyokeizai.net/articles/-/666776>

日本の二つの改革

- 個人投資家のための改革
 - NISAの導入（2014年）
 - 新型NISAの導入（2024年1月）
- 証券市場改革
 - 「プライム」「スタンダード」「グロース」の3市場に再編（2022年4月）
 - 東京証券取引所の「PBR（株価純資産倍率）1倍割れ」上場企業に対する改善策の要請（2023年3月）

新NISA 2024年から導入

- 合計1800万円までの非課税投資が可能になる
- 一生に亘る、自己責任での資産形成が容易となる

	つみたて投資枠	併用可	成長投資枠
年間投資枠	120万円		240万円
非課税保有期間 (注1)	無期限化		無期限化
非課税保有限度額 (総枠) (注2)	1,800万円 ※ 簿価残高方式で管理(枠の再利用が可能)		
口座開設期間	恒久化		恒久化
投資対象商品	長期の積立・分散投資に適した 一定の投資信託 〔 現行のつみたてNISA対象商品と同様 〕		上場株式・投資信託等 (注3) ①整理・監理銘柄②信託期間20年未満、毎月分配型の投資信託及びデリバティブ取引を用いた一定の投資信託等を除外
対象年齢	18歳以上		18歳以上
現行制度との関係	2023年末までに現行の一般NISA及びつみたてNISA制度において投資した商品は、新しい制度の外枠で、現行制度における非課税措置を適用 ※ 現行制度から新しい制度へのロールオーバーは不可		

(注1)非課税保有期間の無期限化に伴い、現行のつみたてNISAと同様、定期的に利用者の住所等を確認し、制度の適正な運用を担保

(注2)利用者それぞれの非課税保有限度額については、金融機関から一定のクラウドを利用して提供された情報を国税庁において管理

(注3)金融機関による「成長投資枠」を使った回転売買への勧誘行為に対し、金融庁が監督指針を改正し、法令に基づき金融庁外(2023)

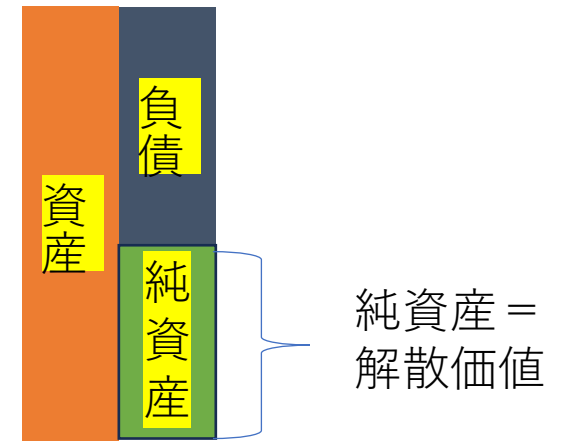
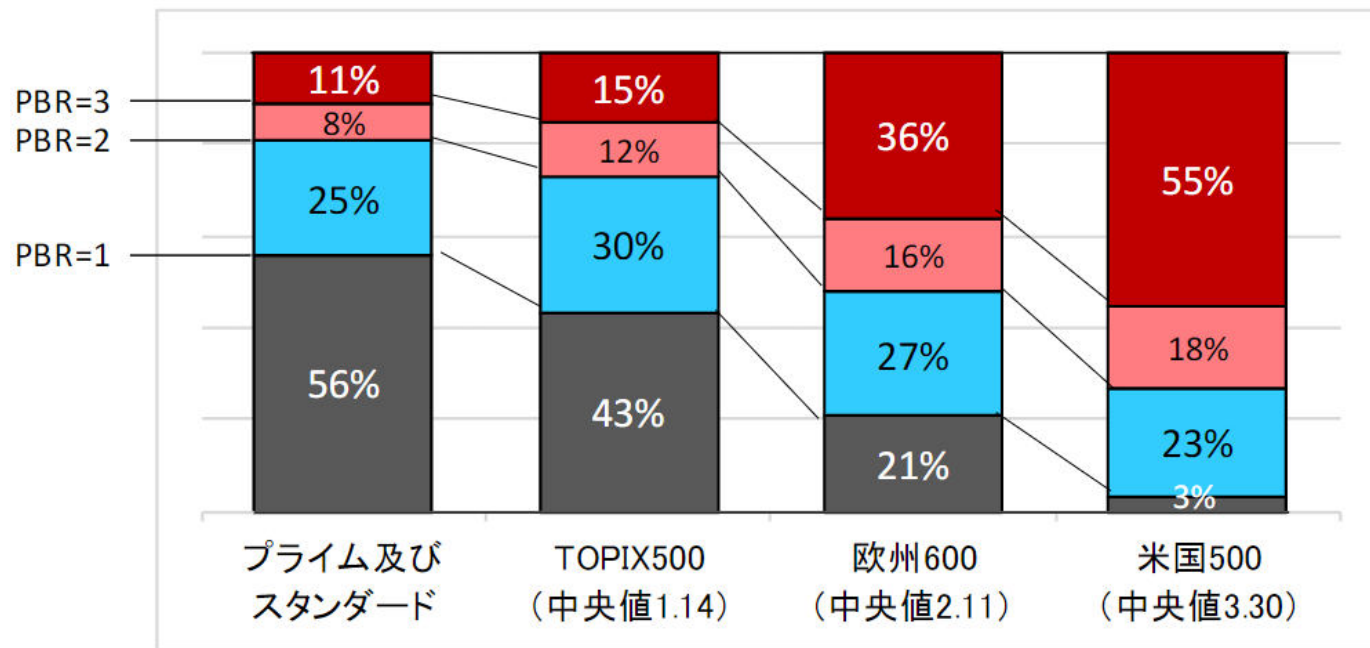
(注4)2023年末までにジュニアNISAにおいて投資した商品は、5年間の非課税期間が終了しても、所定の手続きを経ることで、18歳になるまでは非課税措置が受けられることとなっているが、今回、その手続きを省略することとし、利用者の利便性向上を手当て

NISAの利用状況 各年代の利用者数

	NISA総口座数 2023年3月末時点	年代別比率	10歳以上人口 (千人)	対人口割合
総数	1873万5320口座	100.0%	115,482	16.2%
10歳代	6万3311口座	0.3%	10,787	0.6%
20歳代	192万2968口座	10.3%	12,646	15.2%
30歳代	326万5737口座	17.4%	13,557	24.1%
40歳代	352万8761口座	18.8%	17,183	20.5%
50歳代	333万6548口座	17.8%	17,654	18.9%
60歳代	284万8359口座	15.2%	14,888	19.1%
70歳代	248万5246口座	13.3%	16,333	15.2%
80歳代以上	128万4390口座	6.9%	12,434	10.3%

23年3月 東京証券取引所の要請

- 全ての上場企業、特に「PBR（株価純資産倍率）1倍割れ」の上場企業に対して改善策を要請



$$PBR = \frac{\text{株価（一株当り）}}{\text{純資産（一株当り）}} < 1.0$$

(注) 欧州600はSTOXX EURO600、米国500はS&P500、PBR計測は2023年第1四半期

[出所] FACTSETデータベースより筆者作成

私は72才ですが。 。 。 。




- ひょっとすると100才まで生きるかもしれない
- 1800万円が7%の利回りなら：

10年で倍

次の10年で倍

1800万円 x 4倍

Rule of 70 Formula


$$\text{Doubling Time} = \frac{70}{\% \text{ of Growth Rate}}$$


<https://www.wallstreetmojo.com/rule-of-70/>

ESG投資



- 日経のセミナー「資産運用会社の未来像を考えるプロジェクト」（2023年9月15日）
<https://channel.nikkei.co.jp/202309asset/>
- 世界と日本の資産運用会社がSDGsと資産運用について議論
- 海外の資産運用会社が、運用体制を説明
 - Blackrock （総運用資産：1600兆円）など
- ノルウェー年金基金も「ESG投資の旗振り役」（日本経済新聞2023)

世界の資産運用会社

資産規模

- 世界の最大規模の資産運用会社は

順位	運用会社名	国	総資産額
1.	BlackRock	米国	\$10,010,143
2.	Vanguard Group	米国	\$8,466,372
3.	Fidelity Investments	米国	\$4,233,825
4.	State Street Global	米国	\$4,138,172
5.	J.P. Morgan Chase	米国	\$3,113,000
6.	Allianz Group	ドイツ	\$2,954,432
7.	Capital Group	米国	\$2,715,178
8.	Goldman Sachs Group	米国	\$2,470,000
9.	BNY Mellon	米国	\$2,434,330
10.	Amundi	フランス	\$2,332,454

WTW (2022)

まとめ

- 日本企業の経営はよりプロフェッショナルに
- 新NISAと証券市場改革の進展は新段階
- 資産運用は日本経済復活のキー
- 健全な投資文化を醸成するには：
 - 投資教育の必要性
 - マスコミの論調に左右されない情報収集と判断
 - データを見ながら考える
- 新しい動向 SDGsと資産運用
 - 世界の投資家がSDGsを支援

参考文献

- Forbes(2023), “World’s Billionaires List”, Forbes, Forbes website, (accessed on 2023/09/30), <https://www.forbes.com/billionaires/>
- Norges Bank Investment Management , “About the fund”, NBIM website (accessed on September 12, 2023), <https://www.nbim.no/>
- WTW(2022)、 「世界の運用資産規模トップ500社の運用会社ランキングの公表： 運用資産残高の総額は過去最高の131兆米ドル」, WTW website, 2022/10/27, (2023/9/30アクセス)、 <https://www.wtwco.com/ja-jp/news/2022/10/top-500-asset-managers-reach-new-us-dollar-131-trillion-record>
- 金融庁(2023a)、 「新しいNISA」、 金融庁ホームページ (2023/09/12アクセス) <https://www.fsa.go.jp/policy/nisa2/about/nisa2024/index.html>
- 金融庁(2023b)、 「NISA・ジュニアNISA利用状況調査」、 金融庁ホームページ (2023/09/12アクセス) <https://www.fsa.go.jp/policy/nisa2/datacollection/index.html>
- 明田雅昭 (2023)、 「『「PBR 1・2・3 目標」の提唱：』」、 日本証券経済研究所、同研究所ホームページ、 (2023/09/12アクセス)、 https://www.jsri.or.jp/publish/topics/pdf/2304_02.pdf
- 野村アセットマネジメント(2023)、 「全ての上場企業、特に「PBR (株価純資産倍率) 1倍割れ」の上場企業に対して改善策を要請」、 野村アセットマネジメント「日本株の旬をお届けします Vol1」、 2023年7月、同社ホームページ (2023/9/12アクセス) <https://www.nomura-am.co.jp/news/20230719HaQijPor.pdf>

- 澤上篤人・渡部清二（2023）、「これから日本株の黄金時代がやって来る・・・「日本株は儲からない」という人が知らない長期投資の醍醐味」、プレジデントオンラインのホームページ（2023/09/12アクセス）
<https://president.jp/articles/-/72369?page=2>
- 日本経済新聞（2023）、「ノルウェー政府年金基金とは ESG投資の旗振り役」、日本経済新聞、2023/4/20
<https://www.nikkei.com/article/DGXZQOUB195SM0Z10C23A4000000/>
- 日本経済新聞（2023b）、「ノルウェー銀行ヒルデ氏「日本株に埋もれた価値」」、日本経済新聞、2023/08/22、
<https://www.nikkei.com/article/DGXZQOUB122B70S3A810C2000000/>
- 日本経済新聞（2023c）、「バフェット氏の米投資会社、商社株の保有比率8%超え」、日本経済新聞、2023/6/19、
<https://www.nikkei.com/article/DGXZQOUB196P00Z10C23A6000000/>
- ニッセイ基礎研究所（2023）、「2023年8月投資部門別売買動向～海外投資家は5カ月連続で買い越しも7月と比較して小規模に～」ニッセイ基礎研究所、ウェブサイト（2023/09/28アクセス） <https://www.nli-research.co.jp/report/detail/id=76061?site=nli>
- 森純一（2022）、「金融教育の経験から — 「君も資本家になろう」」、国際通貨研究所、2022/9/12、
<https://www.iima.or.jp/docs/newsletter/2023/nl2023.23.pdf>
- 森純一（2023）、「海外投資家は日本株の安定所有者 — 統計から考える実像」、国際通貨研究所、2023/7/3、
<https://www.iima.or.jp/docs/newsletter/2023/nl2023.23.pdf>