

株価長期低迷の原因—投資家の利益を大事にしない企業と証券業者

翟 林瑜(大阪市立大学)

直近5年間のダウ平均と日経平均の動きをみると、今現在のダウ平均は5年前の水準に匹敵するのに対して、日経平均は5年前の約 16,000 円から 40%以上も下げている。株価低迷の直接の要因としてはリーマン・ショック、欧州の債務危機、円高と東日本大震災があるが、これらの要因だけでは株価の長期低迷を説明することはできない。多重苦に喘いでいる日本の株式市場の背後にある原因を探るのが本報告の目的である。

1. 弱い株主、強い企業

株式市場の在り方は株主と経営者の間の力関係に大きく依存する。株主、経営者と従業員といった付加価値の創造に参加し、その分配を受けるステークホルダーの中で、権利が最も劣後する株主の利益が実質的にどれだけ尊重されているかによって企業価値が決まる。

日本や中国では、株で得た利益はしょせんあぶく銭であるとの考え方が根強い。このような社会風土の中では、企業とくに大企業の経営者は、自分と従業員こそ汗水を流しているのに、投機家のような株主の利益を軽視しがちである。市場シェアと雇用の維持を優先するが、利益は世間並みであればいいと考える経営者が多い。先日、トヨタ社長は日経新聞の紙面で「トヨタは車を作る会社だ、お金を作る会社ではない」と言いきった。この言い方からは、トヨタはよい車作りに力を入れるが、企業価値の増大に関心が薄い一面を窺い知ることができる。トヨタの株価は PBR が 0.8 倍ぐらいまで最近大きく下落しているが、トヨタは決して自社株買いに動かない。また、リーマン・ショック後、株価が史上最安値近辺にあるときに、自社株買いをしないばかりか、まるで火事場泥棒の如く、その安値で新規株式を発行して投資家からお金を巻き上げる大企業も数多くあった。

2. 増え続ける上場企業数、手数料収入に目が眩む証券業者

日本経済が低成長の時代を迎え、株価が右肩下がりのなか、日本の上場企業数は、2000 年以降、増える傾向にあり、2007 年に最多の 3,897 社にも達した(2010 年末は 3,616 社)。株価が需給関係に大きく依存するので、上場企業数の増加は株価にはマイナスに働く。

投資家と企業を出会わせるのは証券取引所や証券会社である。しかし、これらの証券業者は、安定した手数料収入を目的に、いい加減な企業を上場させるインセンティブが強い。上場企業数の増加は主として東証マザーズやジャスダックなどの新興市場における IPO 数の増加によるものである。証券業者は、成長株と銘打って、投資家とくに一獲千金の夢を見る個人投資家に無責任にゴミのような「投資対象」をばら撒き、猫も杓子も新規上場を目指すという奇異な現象を招いた。

3. 株式市場を遠巻きにして見物する家計

バブル崩壊後、日本の株式保有構造に大きな変化が起こってきた。その大きな変化とは、株式持ち合いの減少と外国人投資家の台頭である。事業法人と銀行の株式保有比率は低下し、外国人投資家の株式保有比率はバブル崩壊後の 4%台から今現在の約 26%に大きく上昇した。個人投資家の直接保有比率は、70 年代の 30%台からバブル期の約 20%に低下し、今現在も約 20%に推移している。1,491 兆円(2011 年 6 月末)にも上る家計の金融資産が株式投資に向かわない一方、ギャンブルに近い FX 取引にうつつを抜かす人が増えている。家計の株式投資が普及しなかったことの原因は、上場企業や証券業者に対する根強い不信が挙げられるであろう。