

投資家から見た日本の株価低迷

川北 英隆 (京都大学)

日本の株価は1989年の大納会をピークに、20年間以上も下落過程にある。1980年代後半には株価や地価がバブル的に急騰しており、1990年代はそのバブルが崩壊するプロセスだったから、株価の10年間強に及ぶ下落はある意味、当然の帰結だったと考えられる。しかし、それ以降も日本の株価は冴えない。2008年のリーマン・ショック、2011年の東日本大震災を経験したとはいえ、同じ先進国である欧米と比較しても日本の株価は低迷している。

この株価低迷の究極の原因は企業側にある。株式投資家が4%のリスクプレミアムを要求すると想定し、2000年以降の大企業の企業業績を分析すると、日本の平均的な大企業は資本コストをまかなえていない。ちなみに、2%のリスクプレミアムを想定すると資本コストをまかなえている。しかし、たかだか2%のリスクプレミアムで投資家が満足するとはどうい思えない。この現実が株価の低迷として表現されていると結論づけていいのではないか。要するに、日本の平均的な大企業は価値破壊的な事業しか行えていないのである。

ただし、2005年から2008年前半までは、4%のリスクプレミアムを前提とした資本コストをまかなえていた。よく考えないといけないのは、この期間は、アメリカのサブプライムローンに象徴的だが、世界経済全体が過熱していたことである。景気が過熱状態になってはじめて、日本企業は投資家を満足させられるのである。

日本銀行がゼロ金利政策をはじめとして超低金利政策を採用していたにもかかわらず、何故このような低収益の状態が続いているのだろうか。資本構成の問題（株主資本が過剰）、資産回転率の問題（現金・現金同等物の過剰）も原因だろうが、根本的には売上高営業利益率が低すぎることに尽きる。多くの企業が一箇所に群がって事業展開するため、国内での競争が過剰となり、売上高営業利益率が低迷している。上場企業であれば、事業に創意工夫を施し、いわゆる選択と集中を徹底することが重要となる。

企業は株主のためだけのものではなく、従業員のためにも、社会のためにも事業を営むと主張する企業も多い。しかし、人件費を削減し、何とか営業利益を確保してきた企業に「従業員のために」と主張する資格はないだろう。また、人件費の削減が消費の低迷の最大の要因となっている日本において、「社会のために」と主張するのも不適切である。

一方、投資家も反省すべき点が多い。2000年以降、インデックス運用を多用してきたことが、株式市場や企業経営に何をもたらしたのかである。インデックス運用では長期的に資本コストをまかなえていない企業の株式も購入するから、結果としてその企業の経営者を支援し、事業の存続を支えてきた。上場企業の平均値から離れ、分析すると、長期的に資本コストをまかなってきた企業も多数存在する。投資家として、株主総会での議決権行使もいいが、その以前に、個々の企業への株式投資の是非を長期投資の視点から再検討すべきである。