

日本の株式価格形成 —なぜ長期低迷が続くのか—

司会者：松村 勝弘（立命館大学）

二上 季代司（滋賀大学）

1990 年のバブル崩壊以後、日本の株価は長期低迷状態を続けている。例えば、日本証券経済研究所が計測した東証一部の投資期間別市場収益率をみると、東証一部全銘柄（加重平均）を 1990 年に購入し 20 年後の 2010 年に売却しても、依然として年率でマイナス 0.6% である（日本証券経済研究所編『株式投資収益率』2010 年版）。

1970 年代にスタグフレーションに陥ったアメリカで株価が低迷し、「株式の死」と呼ばれたことがあったが、それは 10 年間ほどのことに過ぎない。20 年間も続くこと自体が異例である。加えてまた、この長期低迷は 1980 年代のバブル的な株価高騰の反動という側面もある。このことにも留意する必要がある。

いまひとつ重要なことは、日本で 2000 年ごろから配当利回りが長期国債（10 年もの）利回りを上回るようになったことである。日本を含む主要先進資本主義国で配当利回りが長期公社債利回りを下回る現象（利回り革命）が始まったのは 1958 年ごろからである。それまでは、株式配当は債券利子よりもリスクが高いために配当利回りの方が高かったが、高度成長期に入って 1 株当たり利益が増え増配能力が高まると共に、将来の増配を織り込んで株が買い進められ、株価は上昇して配当利回りの方が低くなってしまった。ところが日本では、これが再び逆転して「利回り反革命」が起こり、しかもその状態が 10 年も続いて今日に至っている。利益成長はもはや期待できないと投資家が判断しているのだろうか？

およそ以上のような問題意識から、本大会共通論題では、我が国の株価形成を取り上げることとした。株価の決定要因はさまざまであるが、その決定主体は、大別すれば発行会社と投資家である。そして投資家は、さらに情報収集能力やスキルの格差から個人投資家と機関投資家に分けて考える必要がある。また、株価が形成される市場構造のあり方も論点になろう。

経営者が株主利益にそった財務行動をとっていないために株価が長期低迷しているとすれば、それはコーポレート・ガバナンスの問題である。あるいは、経営者は経営努力を続けているにもかかわらず、将来の利益見通しが悪い（弱気な）のか、期待（割引率）が大きすぎるのかも知れない。はたまた、ギリシャ国債をはじめとする債券市場の不安定に由来するリスクプレミアムの拡大も株価低迷に寄与しているのかも知れない。

他方、投資家行動については情報開示のあり方が論点のひとつになろう。さらに投資家のうちでも機関投資家は受益者利益のために行動する受託者責任 (fiduciary duty) という新たな論点を抱えている。金融資産を多く保有している高齢者が安全性志向・預貯金志向をもっているにもかかわらず、他面で超低金利の続く今日において高利回りを期待するという矛盾した志向をもっているかに見られるが、機関投資家は証券市場をも念頭に置きつつこれを調整できるのだろうか。関連して金融リテラシーなども問題にされている。また、従来の手数料重視型営業から、顧客からの預り資産を積み上げて、その資産管理からの安定的な収益を目指す資産管理型営業が重視されるなど証券会社の経営も変化してきている。これらは株価形成にどのような影響を及ぼすのだろうか。

最後に、戦後の証券取引所再開時に先物取引が禁止され、大手4社がシナリオ相場を作りうる状況が可能となり、それが1980年代のバブルを過度に進めた背景にあったという仮説も成り立つだろう。そうだとすれば、1980年代後半からのデリバティブ市場の創設や、1990年代の「4社寡占」の崩壊が、水ぶくれしていた株価を本来の水準に戻す役割を果たしたことになる。広い意味でのマーケット・マイクロストラクチャーのあり方・変化が、株価形成に与える影響も論点になるだろう。

この20年間、グローバリゼーションが進行し、外人投資家の売買シェアが上昇の一途をたどり、株価形成の上で外人投資家の影響は無視出来なくなった。投資収益率 (リターン) の長期低迷といった面だけではなく、株価形成 (価格発見) の効率性の観点からも論点整理をする必要があるだろう。

今大会プログラム委員会は、およそ上記のような問題意識から、4人の先生方に、コーポレート・ガバナンス、個人投資家、機関投資家、マーケット・マイクロストラクチャーの観点からのご報告をいただくようお願いした。とはいえ、株価形成に関する論点はきわめて多い。4人の先生方には、上述したことにとどまらず、株価形成の関する幅広い問題点を拾い出して頂きたい。そのことを通じて、証券経済学会員によるこの面での研究深化を期待するものである。