

第301回（3月27日開催）

「日本の証券市場の基盤的な欠陥、弱点はいつ克服できるのか」

日本経済新聞社 編集局証券部 編集委員 前田昌孝氏

・日本の市場構造、投資論理は様変わりした

昨今、さまざまな問題が起こっていて、日本の株式市場はどうなっているのかと指弾されるが、必ずしも一方的に否定的に見るべきではない。少なくとも80年代までの日本は本当に資本主義だったのだろうか。持ち合い構造やインサイダー取引など当たり前だった時代を振り返ってみると、この20数年の間に様変わりして随分と進歩したという認識を持っている。

経営は、今は株主の方を向いて進めていく時代になった。市場原理という客観的な力が働き始めていて、内輪の隠れた論理、合理性の欠けた進め方ではものごとが通らなくなっている。そのことは是ではないか。かつては「株式投資」というと、何か後ろめたいものであったが、現在は、資本主義にとっては最も重要な手段として正々堂々とした地位を獲得している。

1999年に株式売買手数料が完全に自由化された。証券会社も免許制から登録制に変わり、新しい証券会社も次々に設立された。従来の「証券村」の論理が通用しない証券会社が増えた。

規制緩和の名の下に、何でも出来るようになったが、そういう中で、なぜホリエモン（ライブドア社の堀江貴文氏）のような者が出てきたのか。

・日本の立法のゆがみ、アメリカとどこが違うか

これほど制度のスキを突く者が跋扈しては、品格のある投資家が現れて欲しいというのもわからない。だが、欲望の世界を品格などという抽象的な概念で律するのは無理だ。品格は心の内部の話であって、欲望の世界ではルールを守らせることが基本だ。

だが、日本はそのルールも抜け道だらけである。わが国の規制当局は、これはルール違反だと言っていないものについては、おかしいと思っても摘発しないという方針だ。だからホリエモンの時間外取引も、これをやってはいけないとは書いてないので違反にならない。アメリカの取引制度を取り入れておきながら、ルールの運用が日本的なのだ。

・TOB－現実には何が起きているか

含み資産を狙って株式を買い集め、内部留保をはき出させる。こんな取引が増えてきた。こうなると、上場企業はうかつに利益を貯めこむのはできないということになる。日本はそういう考え方を突きつけられた。それで実際に、TOBから防衛するために配当を大幅に引き上げた。利益の再投資を計って、より多くの資本収益を実現する。それができなければ株主に配当せざるを得ないだろう。経営者の能力もそれで評価される。

・2社構造へ向かう日本－M&Aが戦略手段に。そして、資本の論理の加速

今日、M&Aについては企業経営者の70%以上が肯定的である。会社の売り買いは当然だと思っている。日本でもようやくM&Aが戦略手段になった。企業の買収・合併は企業の生き残り政策上欠かせない。

M&Aの専門家の話では、おそらく、今後、どの業界も大手2社が市場の大部分を支配して市場が安定化する構造になるという。通信では、いずれKDDIとソフトバンクが一緒になり、NTTと市場を二分する。銀行も同じように大手2行になるという。これから先、大競争は貧富の差をますます拡大すると言う人もいるが、大競争の時代に入るのは確実だ。

「資本の論理で会社が動く」という現実からはもはや誰も逃れられない。受け入れるしかない。その上で、そこから何をすることがわれわれのテーマになる。

・「投資家」が急増している日本－これからどう進むか

日本の投資者人口は 1000 万人と言われる。日銀の資金循環統計によれば個人の保有する株式の総額は 118 兆円。証券会社で株式を売買する顧客の平均年齢は従来は 65 歳であったが、最近は若年化して彼らのオンラインでの投資が急増している。イー・トレード、マネックス、楽天、松井、カブドットコム of オンライン五大証券の取扱口座数は本年 2 月末で 318 万口座、そして 1 日当たり 11000 口座増加している。

オンライン証券に新たに口座をつくる個人投資家の 60% は今まで株式投資をしたことが無い。この「素人投資家」の中には新聞も読まない、株価チャートも見ない、ただトレンドで株を買うという人も多い。若年層が投資するようになったのは、IT もあるが、売買手数料の自由化による低料金化である。

・株の大衆化－買いやすくなった結末はどうか

さて、信用取引は担保金の何倍まで出来るのか。以前は 100 万円分の株式で 1.7 倍まで、計 170 万円まで。今は 100 万円の株式を担保にして合計 366 万円 (元金 100 万円 + 266 万円という意味) まで出来る。デイトレーダーが 100 万円の売買を一日に 20 回行うとすると、1 日当たり 2000 万円となる。

これを取引所の年間営業日数 245 日間に毎日行くと、取引額は年間 49 億円となる。これが 10000 人いたら 49 兆円になる。2005 年の個人の株式売買額は売りと買いの合計で 250 兆円である。

・短期投資と長期保有とのハザマ

しかしながら、このような投資家であっても株主には違いないから議決権を持つ。経営者が、会社のことを何も知らない株主に株主総会で苦言を言われたくないという気持ちを持ったとしても不思議ではない。上場企業経営者の本音は、株式を長期保有している人の議決権を加重する方式を採れないかということである。

ところが投資と投機を区別できる基準がない。失敗した投機を投資と呼ぶという人もいる。だが、もし短期間で売買を禁止したら市場は成り立たなくなる。長期保有の人が安く株式を買えるのは、短期売買の投資家が何かに驚いて投げ売りをしたときだから短期保有も長期保有もお互い様だ。

・TOB－高く買う方に売するという株の市場原則

ドン・キホーテのオリジン東秀に対する敵対的 TOB。もともとドン・キホーテは正当な手段で 30% の株式を取得し、オリジン側に業務提携を申し入れた。だが、ドン・キホーテ傘下に入りたくないオリジン側は、一般投資家がドン・キホーテの TOB に応じるのを避けるために、ホワイトナイトとしてイオンを連れてきた。この事件は、買収防衛するためにはホワイトナイトを連れてくる以外にないということを証明した事件だ。それ以外に一般株主を納得させるのは困難である。

それに対して、ではライブドアは何をしたのかというと、いかにも悪行のように思われているが、実際には、株式の分割にしても株式交換による企業買収にしてもストックオプションにしても、彼らが取った方法は、いずれもここ 5 年以内に規制緩和されたものを上手に使ったのであって、その点で途中までは合法だった。

・では、なぜ規制を緩和したのか

日本の規制緩和は、それまではあまりにも規制が強すぎ、経営者の自由度を奪ってきたために、この間に官民をあげて規制緩和を訴えたのではなかったか。したがって、緩和の法的な間隙をついたからといって、一方的には責められないのではないか。

・上場基準のあいまいさ、もっと厳正な審査が必要

資金は乏しいが会社を大きくしたい。それで出資者を探す。そこへ出資をアレンジする人が登場する。どういう出資者かを聞くと投資事業組合だという。投資事業組合の出資者はよく分らないが、その資金を受け入れる。そしてヘラクレスなどに上場される。

大手証券の場合は慎重に審査するが、上場主幹事をする証券は昨年 25 社もあり、誰が真の出資者かを調べる能力がないところもある。そして上場後、経営に失敗するとおかしい株主が顔を出すことになる。

新規上場企業に本当に収益力や成長力があるのか、一般の投資家にはその見極めは難しいはずだ。だからこそ上場審査はもっとしっかりとされる必要がある。

・ **誰が経営を見張るのか**

株価 20000 円時代は来るか。過去 14 年かけて下がり続けたのだから、13 年ぐらいかけて上がりつつあるといってもいいのではないか。ここに個人投資家の参加がある。経営の監視機能がますます大事である。だが、社外取締役の監視機能は必ずしも十分ではない。

企業統治の方法がばらばらな扱いになっているのが日本である。東証はコーポレートガバナンスの指を出しているが、何か問題がおきたときの社外取締役の機能や責任を明確にすべきである。過去にもいろんな問題を起こした時代があったが、当時は少なくとも最高責任者が責めを負った。だが今は、最高はいても、最終責任者がいなくなっている。