

荷が重かった4万円台

マーケットエッセンシャル 主筆 **前田 昌孝**



前田 昌孝（まえだ まさたか）
1957年生まれ、1979年東京大学教養学部教養学科卒、日本経済新聞社に入り、2022年1月末に嘱託定年で退職するまで記者、編集委員として主に証券分野の記事を執筆。この間、2010年から13年まで日本経済研究センターに出向。2022年2月に独立して新メディアを立ち上げ。

2024年の東京株式相場を11月中旬時点で振り返ると、日経平均株価や東証株価指数（TOPIX）が1989年の最高値を上回る記念すべき1年ではあった。しかし、年後半は上値も重く、日本経済が新しいステージに入ったとは言い難い面も残っている。株高の一方で円安も進んだため、世界の株式市場に占める東京市場のウエートは大きく変わらず、グロース市場の低迷など別の課題も浮き彫りになった。

<34年ぶりの最高値更新>

2024年に年が切り替わったことを振り返ると、少額投資非課税制度（NISA）の大幅な衣替えに支えられ、個人マネーが株式市場に大量流入するとの期待が高まる一方で、日経平均が2023年に7,369円、率にして28.2%も上昇していたから、そろそろ上昇一服になるのではない

かとの見方もあった。

1月4日の大発会が175円安で始まると、下げ相場への懸念もよぎったが、2024年が前年までと異なるのは、年間投資枠や非課税保有限度額が増え、非課税期限もなくなったNISAのメリットを最大限に享受しようとする個人マネーが活発に動いたことだ。

日経平均は10日に3万4,000円台と、2023年の終値ベースの高値3万3,753円を早くも上

(図表 1) 2024年の日経平均と円相場



(出所) QUICK

回り、11日に3万5,000円台、22日に3万6,000円台と急速に上昇した。2月に入っても13日に3万7,000円台、15日に3万8,000円台とピッチを速めた。そして2月22日に836円52銭高の3万9,098円68銭と、ついに34年前の1989年12月29日に付けた最高値3万8,915円87銭を上回った(図表1)。

その後も3月4日に198円41銭高の4万109円23銭と初めて4万円台に乗せ、一段高への期待が高まった。年初からここまでの株高の背景になったのは円安の進行と、米エヌビディアを中心とする米国の半導体株の動向だった。東京市場でも東京エレクトロンを中心とする値がさハイテク株が全体の相場をリードした。

3月中旬にかけては米半導体株安に加え、日銀が3月18~19日に予定していた金融政策決定会合への警戒感から、日経平均はいったん3万8,000円台まで下落した。日銀会合ではマイナス金利政策の解除や上場投資信託(ETF)の買い入れ停止など、金融政策の正常化への舵を切った。ただ、緩和的な金融政策が続くことも確認され、日経平均は米半導体高も手伝って3月22日に4万888円まで上昇した。

ただ、このとき市場関係者の間で語られていたのは、「日経平均に影響が大きい一部の

値がさ株が値上がりしただけで、まだ34年前の最高値を名実ともに上回ったわけではない」との見方だった。実際、TOPIXは3月時点では1989年12月18日に付けていた最高値2,884.80まで届いていなかった。

4月から6月にかけては日本の長期金利の上昇などを横目にとらみながら、東京市場は調整気分のうちに推移した。再び上昇に転じたのは6月下旬ごろからだ。原動力は一時1ドル=160円台まで進んだ円安に伴う輸出関連企業の収益向上と、エヌビディアを中心とする米半導体株の値上がりだ。

円相場は7月3日に1ドル=161円58銭まで下落した。これを受け、7月4日には日経平均が332円89銭高の4万913円65銭と、3月22日に付けた過去最高値を上回った。TOPIXもこの日、26.29ポイント高の2,898.47で取引を終え、約35年前に付けた最高値をようやく上回った。

<過去最大幅の急落と急騰>

その後、日経平均は7月11日に4万2,224円02銭まで上昇した。この日までの日経平均の年初来上昇率は26.2%だったが、この間に円相場も1ドル=141円40銭から161円63銭へ12.5%下落したため、米ドル換算での日経平均の上昇率は10.4%にすぎない。米ダウ平均の年初来上昇率は5.5%だったから、ドル換算の日経平均が上回ってはいたが、驚くほどアウトパフォームしていたわけでもない。

同じ計算を11月15日現在で実行してみると、この日の日経平均は3万8,642円だったから、円ベースの年初来上昇率は15.5%に低下した。円相場は155円78銭と年初来で9.2%下落したため、ドル換算の上昇率は4.8%にとどまる計算だ。一方で米ダウ平均は2023年末の3万7,689ドルから11月15日の4万3,444ドルまで15.3%上昇したから、日経平均は大幅にアンダーパフォームしていた。

この失速を招いた1つのきっかけは日銀が7月30~31日の金融政策決定会合で決めた追加利上げに端を発した東京株式相場の急落だった。利上げ後の日経平均を振り返ると、当日こそ575円高になったものの翌8月1日には975円安、2日には2,216円安、週が変わって5日には過去最大の4,451円安を記録した。

8月5日の下落幅は図表2に示すように、米国の1987年10月19日のブラックマンデー（暗黒の月曜日）が引き金を引いた世界同時株価暴落時の3,836円安を上回り、過去最大幅だった。下落率も12.4%安と、当時の14.9%安に次ぐ2番目の水準だった。

7月5日に161円58銭まで売られていた円は、日銀の政策変更懸念から利上げに先立ち、

(図表2) 日経平均株価の上昇と下落の記録

順位	年月日	終値	上昇幅	年月日	終値	上昇率
1	2024/8/6	34675.46	3217.04	2008/10/14	9447.57	14.15
2	1990/10/2	22898.41	2676.55	1990/10/2	22898.41	13.24
3	1987/10/21	23947.40	2037.32	1949/12/15	109.62	11.29
4	1994/1/31	20229.12	1471.24	2024/8/6	34675.46	10.23
5	1990/3/26	31840.49	1468.33	2008/10/30	9029.76	9.96
6	2020/3/25	19546.63	1454.28	1987/10/21	23947.40	9.30
7	1990/8/15	28112.12	1439.59	2020/3/25	19546.63	8.04
8	2015/9/9	18770.51	1343.43	1997/11/17	16283.32	7.96
9	2024/8/16	38062.67	1336.03	1994/1/31	20229.12	7.84
10	1992/4/10	17850.66	1252.51	2008/10/29	8211.90	7.74
順位	年月日	終値	下落幅	年月日	終値	下落率
1	2024/8/5	31458.42	▲ 4451.28	1987/10/20	21910.08	▲ 14.90
2	1987/10/20	21910.08	▲ 3836.48	2024/8/5	31458.42	▲ 12.40
3	2024/8/2	35909.70	▲ 2216.63	2008/10/16	8458.45	▲ 11.41
4	1990/4/2	28002.07	▲ 1978.38	2011/3/15	8605.15	▲ 10.55
5	2024/9/30	37919.55	▲ 1910.01	1953/3/5	340.41	▲ 10.00
6	2024/9/4	37047.61	▲ 1638.70	2008/10/10	8276.43	▲ 9.62
7	1990/2/26	33321.87	▲ 1569.10	2008/10/24	7649.08	▲ 9.60
8	1990/8/23	23737.63	▲ 1473.28	2008/10/8	9203.32	▲ 9.38
9	2000/4/17	19008.64	▲ 1426.04	1970/4/30	2114.32	▲ 8.69
10	1991/8/19	21456.76	▲ 1357.61	2016/6/24	14952.02	▲ 7.92
11	1990/3/19	31263.24	▲ 1353.20	1971/8/16	2530.48	▲ 7.68

(注) 単位円、%、▲は下落

(出所) 日本経済新聞社

7月30日に152円79銭まで買われていたが、利上げ後は31日に2円87銭の円高、8月1日に59銭の円高、2日に2円85銭の円高、5日に2円37銭の円高と急騰ぶりを示した。米国の次の金融政策は利下げ方向との見方が一般的だったなかで、日米の金利差が今後、縮小するとの見方が円高につながった。

加えて超低金利の円で資金調達し、世界の株式などリスク資産を購入する「円キャリートレード」が日銀の利上げをきっかけに大規模に巻き戻されたとされている。8月5日の円相場は144円11銭と多くの輸出関連企業が2024年度の業績予想の前提として想定していた1ドル=145円よりも円高になった。急落の過程では多くの輸出関連企業の株価が下落した。

8月5日に3万1,458円42銭まで下落した日経平均は、翌6日には3,217円04銭高の3万

4,675円46銭と急回復した。急落を見て買いに入る内外の投資家が多かったうえに、企業も自社株買いに動いたからだ。その後も8月5日の急落は一過性のことだったとの見方から、東京株式相場の先行きに強気を唱える専門家も目立った。

とはいえ、不安定な日本株の保有をためらう外国人投資家も多く、東証の投資部門別売買状況によると、外国人は9月に東京・名古屋2市場で日本株を2兆9,352億円も売り越した。9月27日には現首相の石破茂氏が自民党総裁に選出されたことを嫌気して、日経平均が1,910円も下落する「石破ショック」も起きた。

米国株は米連邦準備理事会（FRB）が9月18日に0.5%の利下げを決めた後も、11月7日に0.25%の追加利下げに踏み切り、経済の軟着陸期待が高まってダウ平均もS&P500もナスダック総合指数も最高値圏で推移している。

東京市場も日々の値動きは米国株の騰落に呼応してアップダウンしており、11月に入ってから取引時間中の瞬間値として4万円に迫る日もあった。しかし、まだ7月11日に付けた年初来高値を大幅に下回っていて、2024年末に4万円台で終わっているかどうかとも何とも言えない重苦しい雰囲気だ。

<新NISAで若年層動く>

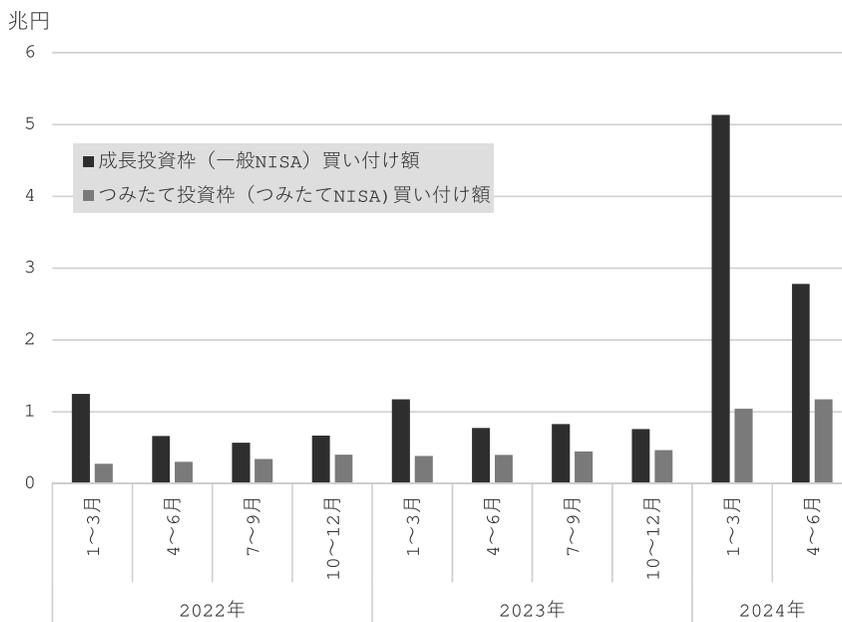
NISAによる株式相場の押し上げ効果は1～3月期が最高で、その後は徐々に押し上げ力が弱まったと思われるが、NISAの大型化が個人投資家の積極姿勢を招いたのは間違いない。金融庁のNISA利用状況調査によると、NISA口座を通じての株式や投資信託の買い付け額は成長投資枠（従来の一般NISA）が1～3月期に5兆1,340億円、4～6月期に2兆7,822億円になった。

若年層に人気があるつみたて投資枠（従来のつみたてNISA）は1～3月期に1兆435億円、4～6月期に1兆1,742億円になった。2023年までは一般NISAでも4半期の買い付け額が1兆円に満たないときが多く、つみたてNISAは多くても4,000億円台にとどまっていたから、図表3に示すように、個人マネーの動員には大きな効果があったことがわかる。

成長投資枠を利用する資金流入は、以前から課税口座（一般口座や特定口座）で保有していた株式をいったん売却し、非課税の恩恵を受けるためにNISA口座で買い直す動きも多かったと思われるため、すべてが預貯金などから新規に移ってきたおカネではないと考えておいたほうがいい。

それでも、成長投資枠の利用は非課税メリットをフルに享受するために1～3月期に集中しやすいことや、つみたて投資枠は時期にかかわらず定期的におカネが入ってきやすい

(図表 3) NISAの四半期ごとの買い付け額



(注) 2023年10~12月までは一般NISAとつみたてNISAの買い付け額、その後は新NISAの成長投資枠とつみたて投資枠の買い付け額

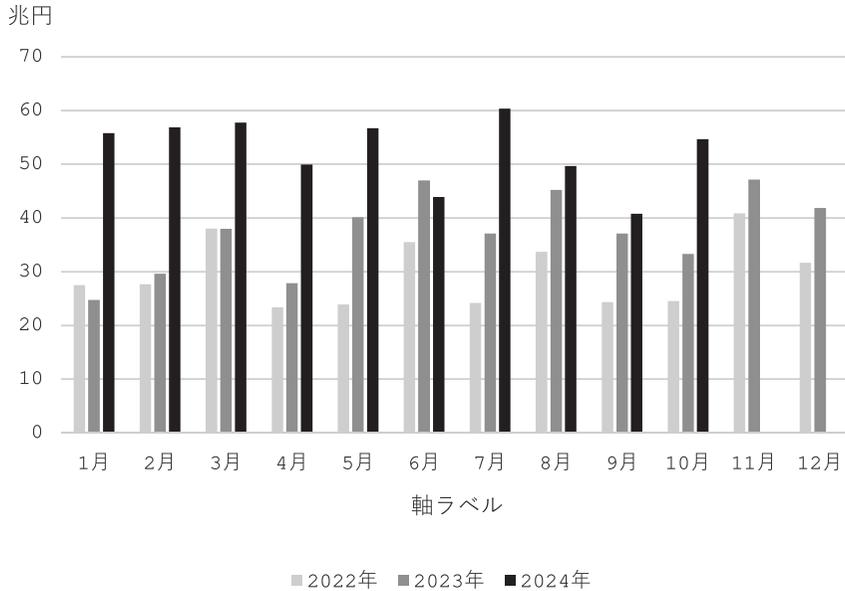
ことを考慮に入れると、2024年は年間で18兆円ほどの個人マネーがNISA口座を通じて証券市場に入ってきてそうだ。

日銀の資金循環統計によると、個人金融資産は2024年6月末現在で過去最高の2,212兆円だった。年間でその1%近いおカネがNISA口座を通じて証券市場に流入することになる。10年で10%動くかどうかはともかくとして、NISAの大型化が「貯蓄から投資へ」(正確には「預貯金から証券へ」)の起爆剤になったことは確かだ。

東京市場の日々の売買は外国人が7割近くを占めているが、委託売買代金に占める個人の割合も2024年は毎月、2023年の年間平均値の25.3%を上回っている。図表4に示すように、個人の売買代金の絶対額も6月を除いて前年同月を上回っている。個人の売買代金は2023年に449兆円と過去最高を記録したが、2024年は10月まででこれを上回る526兆円になっている。

個人マネーが証券市場に動いているのは、2019年6月に金融庁の金融審議会市場ワーキング・グループが公表した「高齢社会における資産形成・管理」と題する報告書も大きなきっかけになっている。老後の生活費が公的年金だけでは約2,000万円不足すると試算した部分が大々的に報道され、若年層に人生プランを早めに立てる必要性を認識させたからだ。

(図表 4) 個人投資家の株式売買代金



(出所) 東証「投資部門別売買状況」のデータをもとに筆者作成

若年層が動いていることに関連しては、証券市場の構造変化につながる以下のような変化が起きている。現時点では資金量が限られるため、株式相場を押し上げるほどの力はないが、徐々に相場にも影響が出てくると思われる。

- (1) 30歳代の3人に1人、20歳代の4人に1人がNISA口座を保有している。
- (2) オンライン証券の単元未満株投資サービスなどを通じて、単元未満株だけを購入して保有する個人投資家が大幅に増えている。
- (3) 20～39歳の人口のうち日本企業の株式を保有している人の割合は、2020年3月期末の4.6%から2024年3月期末の7.3%へ急速に増えている。
- (4) 資金量の少ない若年層にも株主になってもらい、株主層の若返りを進めるために、株式分割を実施する企業が急増している。
- (5) 2023年7月末に1株を25株に分割したNTTでは、2023年3月末に約70万人にすぎなかった個人単元株主数が2024年9月末には約230万人になった。
- (6) 世帯主が34歳以下の2人以上の勤労者世帯では家計の可処分所得のうち、広義の貯蓄に回す割合が4割を超え、なかでもここ数年は将来をにらんで確定拠出年金や個人年金保険、証券投資に振り向ける金額が目立って増えている。

＜相次ぐMBOでの上場廃止＞

2024年の東京株式市場でもう一つ目立ったのが、上場廃止の動きだ。親子上場の解消、つまり、上場子会社を完全子会社にする動きや、MBO（経営陣が参加する買収）によって上場を廃止する例が多かった。11月15日時点の集計では、2024年の上場廃止企業数は88社と、手元にデータがある2015年以降では2021年の86社を上回って最高だ。新規上場企業数は資金調達を伴わない上場を含めて84社なので、2015年以降では初めて上場廃止企業数が新規上場企業数を上回っている。

東証は2022年4月4日に市場区分を変更し、従来の第1部、第2部、ジャスダック、マザーズをプライム、スタンダード、グロースに再編した。市場区分変更前には外国会社を除いて3,764社が上場していたが、11月15日現在では61社多い3,825社になっている。新規上場が市場区分変更の当日に上場した1社を含めて258社、上場廃止企業数が197社だった。

この市場区分変更は大小さまざまな企業が上場していて、市場としての性格が不明確になっていた第1部上場企業を整理し、海外投資家からも投資マネーを引き付けられるような一定の要件を満たした企業に絞るのが目的だった。

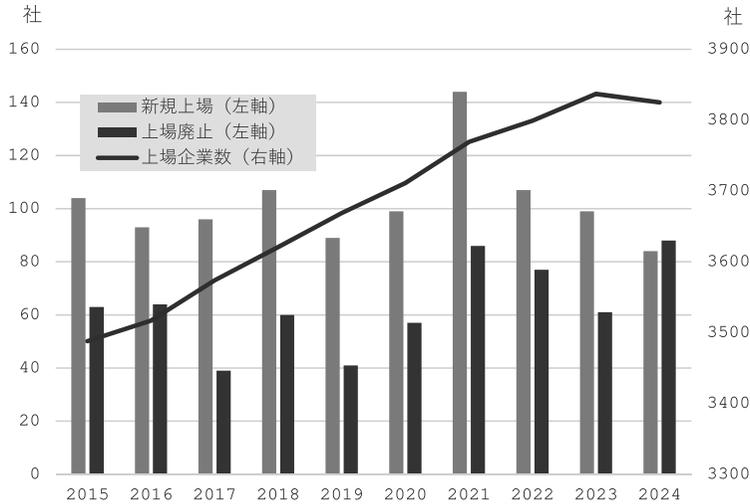
まだ従来、第1部に上場していたとの理由で、プライム市場の上場維持基準を満たしていないのに経過措置でプライム市場に上場している企業が11月15日現在で65社を数えているため、市場区分変更の目的が完全に達成されているわけではない。ただ、第1部の上場企業数2,176社がプライム市場では1,641社に減っている。

この間にプライム市場への新規上場が23社、グロース市場やスタンダード市場からプライム市場に移ってきた企業が25社あったことを踏まえると、583社がプライム市場から去ったことになる。その内訳はスタンダード市場に移ったのが515社、上場を廃止したのが68社だ。こうした経緯は図表6にまとめて示している。

市場区分変更後の上場廃止はスタンダード市場でも102社、グロース市場でも27社を数えており、公表済みの今後の上場廃止予定を含めると、201社に達している。かつては東証は上場企業の誘致に精力的に取り組んでいたこともあったが、現在は上場廃止を希望する企業を必ずしも引き留めようとはしていない。

親子上場の解消など、子会社の少数株主保護の観点からも促進したほうがいい施策もあるし、上場廃止を願う企業をいつまでも引き留めても、必ずしもよい結果を生まなくなっているからだ。情報通信技術の発達や、転職する人の増加を背景に、企業の知名度向上や人材採用のために上場することが有利だという前提が変わってきた面も、企業の判断を尊重せざるをえない要因になっている。

(図表 5) 東証新規上場企業数と上場廃止企業数



(注) 新規上場には資金調達を伴わない上場も含む。2024年は11月15日公表分まで

(出所) 東京証券取引所

(図表 6) 市場区分変更と上場企業数の変化

		新市場区分			
		プライム	スタンダード	グロース	合計
旧市場区分	第一部	1838	338		2176
	第二部		474		474
	JASDAQスタンダード		651		651
	JASDAQグロース			34	34
	マザーズ		1	428	429
市場区分変更当日	当日の新規上場企業			1	1
	当日の上場企業数	1838	1464	463	3765
その後の移動	特例再選択	-177	177		0
	スタンダード⇒プライム	6	-6		0
	グロース⇒プライム	19		-19	0
	グロース⇒スタンダード		4	-4	0
	新規上場	23	54	180	257
	上場廃止	-68	-102	-27	-197
2024年11月15日	上場企業数	1641	1591	593	3825
上場維持基準未滿	改善期間該当銘柄		6	4	10
	経過措置適用銘柄	65	150	47	262
公表済みの今後の移動	区分変更	0	0	0	0
	新規上場	1	2	9	12
	上場廃止	-1	-2	-1	-4

(注) 外国会社は除く。経過措置適用銘柄は11月15日現在

(出所) 東京証券取引所の公表資料をもとに筆者作成

(図表7) MBOによる上場廃止企業

上場廃止日	銘柄名	コード	市場区分
2月7日	システム情報	3677	プライム
3月7日	日住サービス	8854	スタンダード
3月11日	寺岡製作所	4987	スタンダード
3月19日	不二硝子	5212	スタンダード
3月25日	ジャパンベストレスキューシステム	2453	プライム
3月28日	シミックホールディングス	2309	プライム
4月9日	大正製薬ホールディングス	4581	スタンダード
5月2日	アオキスーパー	9977	スタンダード
5月17日	ベネッセホールディングス	9783	プライム
6月6日	アウトソーシング	2427	プライム
6月10日	ペイロール	4489	グロース
6月11日	ウェルビー	6556	プライム
7月9日	スノーピーク	7816	プライム
7月19日	テスク	4349	名証
9月2日	日本ハウズイング	4781	スタンダード
9月3日	ローランド ディー.ジー.	6789	プライム
9月17日	エスライングループ本社	9078	スタンダード
9月27日	永谷園ホールディングス	2899	プライム
10月30日	A P A M A N	8889	スタンダード
未定	トランコム	9058	プライム

(注) 11月15日現在

(出所) 東証「上場廃止銘柄」をもとに筆者作成

図表7はMBO（経営陣が参加する買収）によって2024年に上場が廃止された企業の一覧だ。大正製薬ホールディングスやベネッセホールディングスのように大型MBOの計画が発表されたのは2023年で、株式の公開買い付け（TOB）などさまざまな手続きが進んで、実際に上場が廃止されたのが2024年に入ってからの企業も含んでいる。

MBOによる上場廃止は2010年前後にもブームになったことがあった。当時はルールが十分に整備されていないこともあって、少数株主の利益への配慮を欠いたMBOも多く、事実上の上場廃止を決める臨時株主総会で、詰めかけた個人株主を前に経営陣が土下座をする例もあったという。取引所の首脳も身勝手なMBOに苦言を呈していた。

最近、再びMBOが増えてきたのは、少数株主の利益との均衡にも配慮したルールが整

備されてきたことも一因ではないだろうか。ただ、気になるのは、MBOを実施する側の経営陣は、株式の買い取り資金を確保するために内外の投資ファンドと組むことが多い。これらの投資ファンドはいずれ保有株を売却してリターンを確保する必要があるから、その時点では再び上場する必要も出てくるのではないだろうか。いずれにしてもMBOを実施した後の経営が順調でなければ、始まらない話ではあるが。

<低PBR相場は一巡>

東証が2023年3月末にプライム市場とスタンダード市場に上場する約3,300社に対して「資本コストや株価を意識した経営の実現に向けた対応」を要請し、多くの上場企業が自社株買いに走ると同時に、株価純資産倍率（PBR）が1倍を大きく下回る銘柄への投資ブームが起きていたが、この流れは2024年7月ごろに一巡したようだ。

この要請は一般にPBR向上要請と呼ばれている。東京市場の魅力向上策を議論していた「市場区分の見直しに関するフォローアップ会議」での議論の出発点が、日本には欧米に比べてPBRが1倍を下回っている企業が多すぎ、放置できないとの問題意識だったからだ。

東証は上場企業に対し、資本コストや株価を意識した経営を実現するためにどんな対応をするのかを開示するように求めており、2024年10月末現在、プライム上場企業の88%、スタンダード上場企業の47%が各社のコーポレート・ガバナンス報告書で開示（検討中を含む）をしている。

たとえばPBRが1倍をはさんで行ったり来たりしているトヨタ自動車では「当社は、ステークホルダーの皆様の期待に応えるため、中長期的に持続的な成長を図るとともに、十分な財務安全性を確保しつつ、資本効率の向上を進めることで、継続的かつ安定的に資本コストを上回る資本収益性を確保すべく取り組んでいます。取り組みの詳細については、統合報告書や決算説明会資料等で開示しています」と説明している。

こうした開示は制度を導入した当初の緊張感が薄れるにつれて形骸化していくのが常ではあるが、その傾向はともかくとして、市場参加者に関心があるのは、個々の企業の株価形成にまで踏み込んだ東証のこのような要請が、実際の企業の行動や株価にどんな影響があるかだ。

必ずしも強い相関関係があるわけではないのに、2023年には専門家の間で自己資本利益率（ROE）が高いほうがPBRは向上するとの議論がなされ、ROEを引き上げるには計算上の分母である自己資本を減らすことが有効といった話に発展していった、多くの企業が自社株買いに踏み切った。

株価の点でも、投資家の間に「PBRが1倍を大きく下回る企業は、何らかの対策を講じ

(図表 8) PBRが1倍未満の企業の割合



(注) 2024年11月は15日現在。東証が上場企業にPBR向上を要請したのは2023年3月末

(出所) QUICKのデータをもとに筆者作成

るのではないかと期待感が高まり、低PBR銘柄の物色ブームが起きた。低PBR銘柄を保有するアクティビスト（物言う投資家）らは、増配や自社株買いを求める自らの要求に東証がお墨付きを与えたと喜び、投資先企業に積極的に対応するように圧力を強めた。

図表8はプライム市場とスタンダード市場のそれぞれについて、PBRが1倍未満の企業の割合がどう推移してきたかを調べている。東証が要請をした2023年3月末現在では、プライム上場企業の48.5%、スタンダード上場企業の61.1%が1倍を下回る状態だった。

要請の後にこの比率は低下していき、2024年3月末にプライム市場では39.7%に、スタンダード市場では56.0%になった。その後も7月末までは低水準で推移していて、低PBR銘柄への見直し買いが入り続けているように思われたが、11月15日現在のこの比率はプライム市場では44.6%、スタンダード市場では60.7%になっている。

元の木阿弥になったというのはいいすぎかもしれないが、低PBRだから買うという投資戦

術の賞味期限がすぎたのは確かなようだ。というよりも、低PBR銘柄に人気があった局面では、高PBR銘柄は逆に売られることが多く、同じ投資資金が収益チャンスを求めて高PBR銘柄から低PBR銘柄に一時的に流れただけではないかと想像せざるをえないような状況だった。

取引所から「もっと資本コストや株価を意識した経営をせよ」と言われれば、企業は「そんなことよりも大事なことがあるでしょう」などとは反論しにくい。しかし、企業はさまざまな段階を経て成長していくものであり、何を重視するかもその局面に応じて変わっていく。行司役の東証は、企業に株価対策を求めているのかと思わせるような、誤解を招きやすい要請にはもっと慎重に臨むべきだった。

<狙われたセブン＆アイ>

上場企業がPBRの向上というか、株価の上昇を意識した経営をしなければならないと切実に感じているのは、東証から要請されるからではなく、うかうかしていれば、同業他社や投資ファンドに買収されかねいからだ。

実際、セブン＆アイ・ホールディングスは7月下旬にカナダの同業、アリマントション・クシュタール（ACT）から買収提案を受け、大慌てになっている。図表9は前身のセブンイレブン・ジャパン時代も含めて、セブン＆アイの株価の推移を示している。IT（情報技術）バブルが膨らんだ1999年に急騰するまで、驚くほどの成長銘柄だったのに、その後は相対的に低迷が続いている。

PBRもROEもセブン＆アイを大きく上回り、株価も右肩上がり続けてきたACTから買収提案を受ければ、経営陣が拒絶したいと考えても、株主は買収時の株価の上乗せ幅さえ十分ならば、保有株をACTに売ってしまっても構わないと考えるだろう。

もう株式を政策的に持ち合う時代ではないし、従来は安定株主だった投信などの機関投資家も、受益者（投信の買い手など）の目が厳しいから、甘い対応はできない。資本コストを意識するとか意識しないとかに関係なく、既存の株主が満足するような株価上昇を実現してこなかった経営陣には、逃げ場のないツケが回ってくるのである。

セブン＆アイは10月10日に経営の足を引っ張っていたスーパー事業から距離を置き、コンビニ事業に経営資源を集中することなどを柱とした経営改善策を発表したが、株価を見る限り、市場の評価は得られていない。その後、11月13日に創業家の伊藤家から9兆円規模のMBOの提案を受けたと公表した。

ACTによる買収にしても創業家によるMBOにしても既存株主は保有株を買い付け価格で換金することになるのだから、より高いほうになびくのは自然だ。買い手にとっての間

(図表9) セブン&アイ・ホールディングスの株価



(注) 月間終値 (2024年11月は15日現在)。権利落ち修正済み。2005年8月まではセブンイレブン・ジャパンの株価 (セブン&アイHDに1対1で株式移転)

題は経済的に合理性のある取引になるかどうかだろう。円安が進めば進むほど、ACTにとっては有利なのではないか。そしてもし買収が成立すれば、次はトヨタ自動車など日本を支える大企業にも手を出す外国資本が出てくる可能性がある。

<景気実感と株価が遊離>

外資による大型買収が成立すれば、日本の企業経営者が大慌てになることは想像に難くないが、東京株式相場の上昇要因になることは間違いない。定年まで安泰だろうと想像していた中高年社員がどんな境遇に陥るかはわからないが、経営陣が変われば、もっと効率的な経営ができるのではないかと思わせるような企業も少なくないからだ。

これまで外国人の経営者を据えた企業の多くは、あまりうまくいかなかったことを振り返ると、外資による買収が日本企業の中長期的な発展にとって、本当にプラスかどうかは何とも言えない。しかし、この点を主張して買収攻勢をかわそうとしても、現状では理論武装に欠けていて、説得力のある反論を提示できない。セブン&アイのように、日本のメガバンクが社運を賭けて巨額の融資に踏み切らざるをえないような事態に追い込まれる可能性もある。

筆者が知る限り、店舗のオーナーとの間で多少のトラブルはあったとしても、セブン&アイは日本社会に害悪を及ぼすような企業ではない。便利に利用している国民も多いだろ

(図表10) 日経平均株価と実質賃金指数



(注) 実質賃金指数は季節調整済み

(出所) 厚生労働省「毎月勤労統計調査」、日本経済新聞社

(図表11) 東証の新市場指数



(注) 新市場区分の動向を示す3指数は2022年4月1日を1000として算出されている

うと思われる。しかし、ACTからの買収提案を受けても、日本企業を守ろうという声はほとんど出てこない。セブン&アイを誰が経営しようが、一人ひとりの個人生活には関係がないからだろう。

大企業の経営がうまくいくこと、株価が上昇することと、一人ひとりの生活が改善することの関係が薄れすぎてしまっているからではないか。図表10は物価調整後の平均実質賃金（現金給与総額）と日経平均との関係を示している。これまでも逆相関の関係にあったが、2024年には日経平均が大きく上昇したため、逆行の度合いがますます大きくなった。

人数では若年層の株主が増えているといっても、金額では株式の保有構造はますます高齢者や富裕層に偏っている。たいして売買はしていないが、以前から保有している分が大幅に上昇したからだ。かといってこうした富裕層が経済の活性化に結びつくほど多額の消費をしてくれるわけではない。

2024年11月には国会で年収の壁の引き上げ問題が大きな議論を呼んだ。さまざまな反論を提示して抵抗する財務省に対して、「国民生活のことを考慮していない」といった非難の声も一段と高まっている。日経平均が1989年末の高値を上回って安心感が広まっているといった要素はどこにも感じられない。

株式相場の上昇が日本経済の復活を予感させているわけでもない。図表11は東証が市場区分変更後に導入した新市場指数の推移を示している。2020年4月1日を1,000とすると、11月15日にプライム市場指数は1,395、スタンダード市場指数は1,221に上昇しているのに、グロース市場指数は800にとどまっている。

本来ならば日本の未来を担っているはずの新興企業の株価が低迷しているのは、中途半端な段階で上場してくる、機関投資家が投資先として目を向けないなどさまざまな事情が背景にあるが、基本的には日本社会が新しい企業を育てるだけの意思も意欲も失っているからだと思われる。

世界取引所連盟(WFE)の統計に若干のデータを補って、東京市場の時価総額の世界全体に占める割合を推計すると、1999年末当時に13%強だったのが2020年末には6.30%に低下し、21年末に5.26%、22年末に5.21%、23年末に5.34%、24年9月末に5.27%になっている。

2025年に日本経済が復活ののろしを上げるためには、株価だけ上げて仕方がない。国民の不安感の解消につながるような予算配分をして、将来への希望が持てるような社会に転換する作業に着手することが出発点ではないか。

