

投資指標の推移と日本の株価形成

福田 徹

日本の株価は、一九八九年末を頂点に、多少の戻り局面があつたものの、基本的に下げ基調であり、昨年一月一四日の日経平均は、終値ベースで一九八三年三月の水準にまで下落した。けれども、株価水準が一九六〇年代後半以来の割安圏にあると、いくつかの投資指標が示しているのに、株式市場では、底入れ感が未だに見えないと判断されているようである。この状況は、あらゆる説明を付けようにも割高としか評価出来なかつた一方で、株価が上昇を続けた一九八〇年代後半と好対照を成していると言えるだろう。これは、日本

の株式市場が、たかだか一〇年強の間で、企業の価値に対し、天と地程に違う判断を下していると考えられることも出来る。但し、このような市場の価格形成に対して、ファンダメンタルを反映するメカニズムが十分に機能しているかとの疑問を差し挟まずにいられないと言つのが、筆者個人の素直な感想である。本稿では、一九五〇年代頃から現在まで、大きく変化する主な投資指標の推移を眺め、簡単な株価評価モデル、及び海外市場との比較を利用しながら、日本の株価形成の問題点について論じて行きたいと思う。

一、主な投資指標の意味付け

最初に、一般的に利用される投資指標に関して、株価評価モデルとの関係を示しながら、その意味を考えたい。ここで紹介するのは、配当利回り、PER、そしてPBRである。それらの計算式、及び株価モデルとの関連性を図表1に示す。配当還元モデルでは、配当が定率で成長し、要求収益率（リスクフリー・レート＋リスクプレミアム）が将来にわたって一定であると仮定したものを利用している。なお、要求収益率とは、投資家が株式に対して、毎年得られると想定している収益率である。これによると、株価は、今期予想一株当配当金を要求収益率と予想一株当配当金成長率の差で除したものと表される。そして、配当還元モデルの式を変形すれば、配当利回りは、

図表1 投資指標と株価評価モデル

<p>・投資指標 配当利回り = D/P P：株価、D：(今期予想)一株当配当金 PER (株価収益率) = P/E P：株価、E：(今期予想)一株当利益金 PBR (株価純資産倍率) = P/B P：株価、B：(今期予想)一株当純資産</p> <p>・株価評価モデル $P = D / (r_f + RP - g)$・・・配当還元モデル P：株価、D：今期予想一株当配当金、r_f：リスクフリー・レート、 RP：リスクプレミアム、g：予想一株当配当金成長率 $P = E(1 - b) / (r_f + RP - ROE \times b)$・・・ゴードン・モデル P：株価、E：今期予想一株当利益金、b：内部留保率、 r_f：リスクフリー・レート、RP：リスクプレミアム、 ROE：自己資本利益率</p> <p>・投資指標と株価評価モデルの関係 $D/P = r_f + RP - g$・・・配当利回りと配当還元モデル $= E(1 - b) / P = r_f + RP - ROE \times b$・・・配当利回りとゴードン・モデル $E/P = r_f + RP + b(r_f + RP - ROE) / (1 - b)$ ・・・株式益回り (PER の逆数) とゴードン・モデル</p>

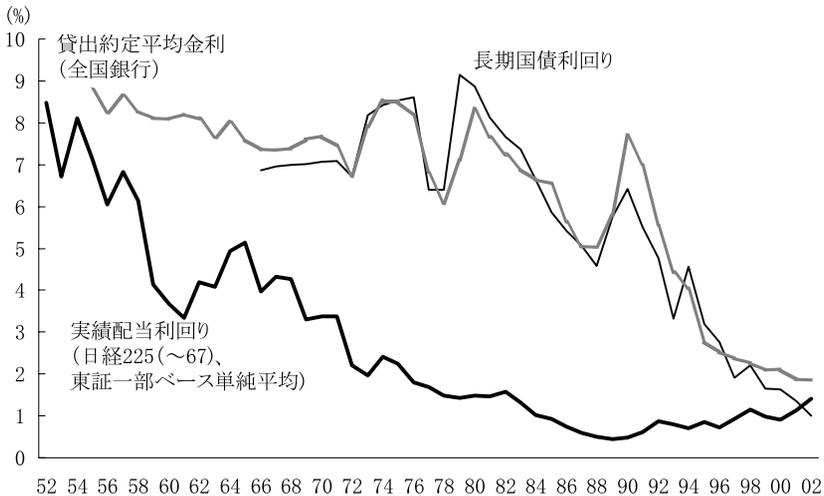
投資指標の推移と日本の株価形成

要求収益率から予想一株当配当金成長率を差し引いたものとなる。次に、ゴードン・モデルについて説明しよう。これは、設備投資資金を内部留保のみによって賄うと限定し、将来にわたって要求収益率、配当性向、及びROE（自己資本利益率）が一定とする前提のもとに導かれたものである。このモデルを用いて、株式益回り（PERの逆数）を表すと、要求収益率に、要求収益率とROEの差を配当性向で調整した値を加えたものになる。

二、各投資指標の歴史的な推移、及び海外各国との比較

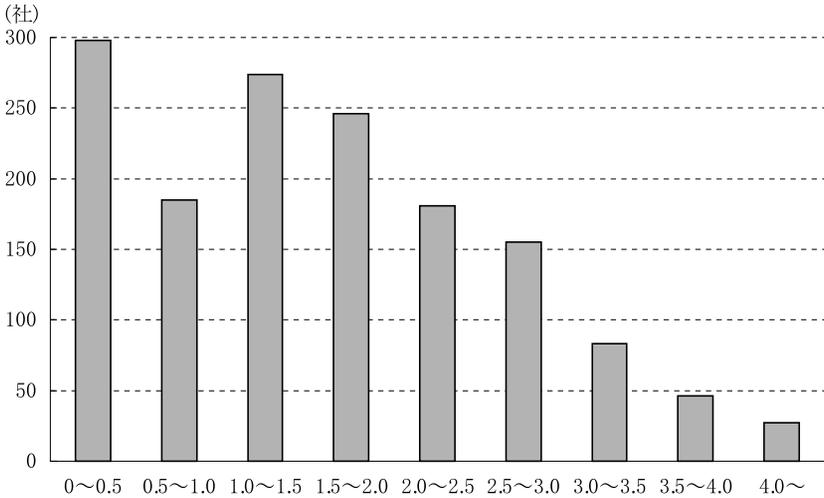
まず、図表2で示される配当利回りの推移を眺める。これによると、配当利回りは一九五〇年代において、金利水準を下回っていた。そして、一九九〇年前後まで、配当利回りと金利の差は一層

図表2 配当利回りと主要金利の推移



(出所) 日銀、大和総研のデータを利用し作成

図表3 東証一部銘柄の配当利回り分布 (2003年1月15日)

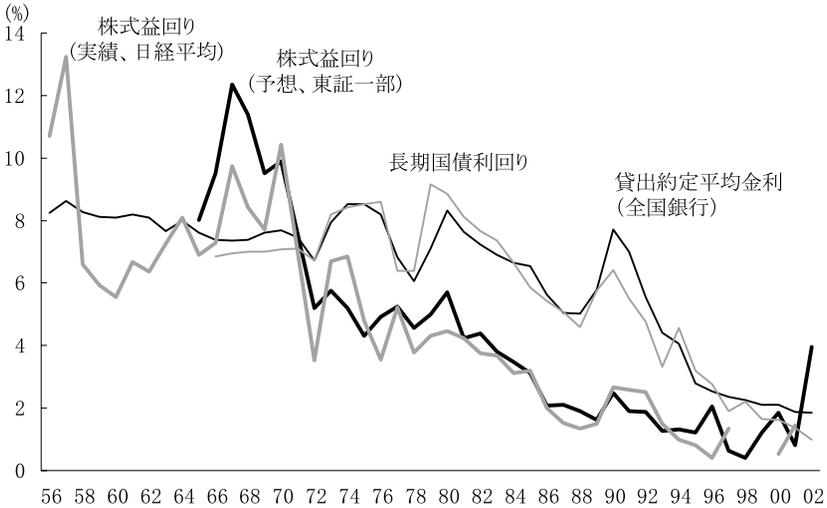


(出所) ブルームバーグのデータを利用し作成

拡大し続けた。その後、この差の急速な縮小が始まり、二〇〇二年末になって初めて、配当利回りは、国債のそれを上回り、貸出約定平均金利に最も接近している。なお、金利の変動に対する、配当利回りの連動性が見られないのも特徴である。図表3は、現時点における東証一部上場銘柄の配当利回りの分布をグラフ化したものである。確かにいくらかは、実力に見合わない高水準の配当を出している企業を含んでいるかもしれないが、二〇〇二年末の国債利回りどころか、貸出約定平均金利(一・六二%)を上回る配当利回りを提供する企業が、全体の三分の一近くに達している。これは、株価の下落が無ければ、資金を借り、株式に投資を行い、配当を得ることのみで、差益を稼ぐ投資家が存在する可能性を示唆している。また、配当還元モデルを通して、現状を解釈すれば、投資家は、これまで過去五〇年間に無いほど将来の

投資指標の推移と日本の株価形成

図表 4 株式益回りと主要金利の推移

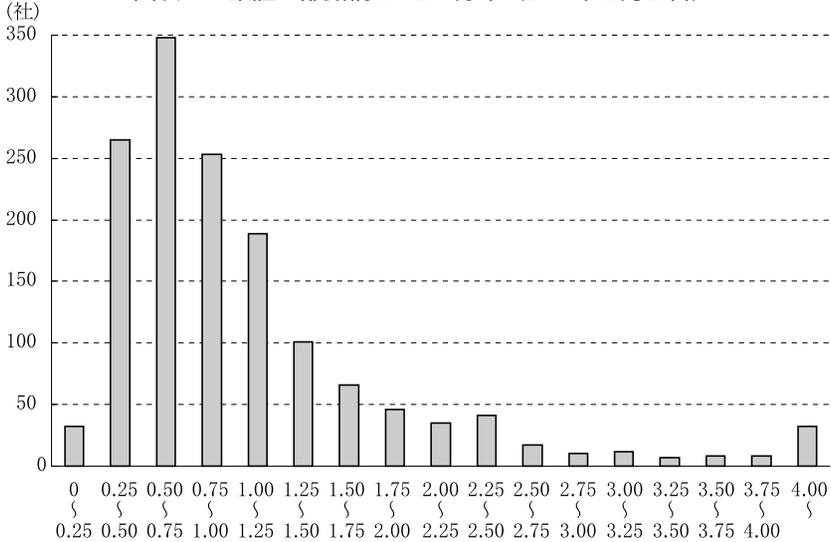


(出所) 日銀、大和総研のデータを利用し作成

配当の成長に対して悲観的であるか、株価へ相当高いリスクプレミアムを課していると言えるだろう。

次に、図表 4 の株式益回りを見る。このグラフでは、一九七〇年くらいまで、株式益回りは、金利水準を中心にして上下しているように思われた。それ以降、株式益回りは、金利水準を常に下回りながら、低下を続けた。その間、配当利回りの場合と異なり、金利の変動に対して幾分かの連動性を示していることが観察される。そして、株式益回りは、二〇〇〇年代に再び金利以上の水準まで押し上げられた。この動きをゴードン・モデルに当てはめるならば、一九七〇年以降、主にリスクプレミアムの低下によって、要求収益率は、ROEを下回り続けたと考えられよう。ところが最近になって、要求収益率はROEと同等、または上回るように変化したと解釈することが可能か

図表5 東証一部銘柄のPBR分布 (2003年1月15日)



(出所) ブルームバーグのデータを利用し作成

もしれない。また、株式益回りと金利水準の格差は、ここ一〇年間で大きく変化していると指摘出来るよう。

PBRについては、図表5に東証一部銘柄を対象とした分布を提示している。これによると、全体の六割の銘柄は、株価がその解散価値を下回ることを意味する一未満になっており、二割のそれが〇・五以下となっている。なお、歴史的な推移において、最高で五を越えていた平均PBRは、二〇〇二年末時点で、一前半の値となっており、一九六〇年代後半以来の低い水準まで落ち込んでいる。このような状況の背景にあるのは、会計システムに対する不信感の強さの現れであるかもしれない。あるいは、企業買収の実行によって裁定取引を行うことに関するコストの高さを意味しているとも考えられよう。

現在の日本の株価は、代表的な投資指標から見

て歴史的な低水準にあることが、わかった。次に、海外各国の指標と比較しよう。まず、図表6で示されている先進五カ国のイールド・レシオの推移を眺めてみる。イールド・レシオとは、金利を株式益回りで除したものである。折れ線グラフが上方にある時、株価が割高、逆の場合を割安と解釈することが出来る。なお、ゴードン・モデルに当てはめるならば、一を超える場合、要求収益率がROEを下回る、一未満となる場合、要求収益率がROEを上回る水準にあると見なせる。図表6から、際立つ特徴として見出せるのは、日本のイールド・レシオの変動が、他国のそれに比して、かなり大きいことである。標準偏差を用いてそれを表すと、日本が〇・九二であるのに対し、他国のそれは、〇・一一から〇・一九の間に収まっている。そして、この期間内における最高値三・三三二（一九九〇年一月）、最低値〇・一八

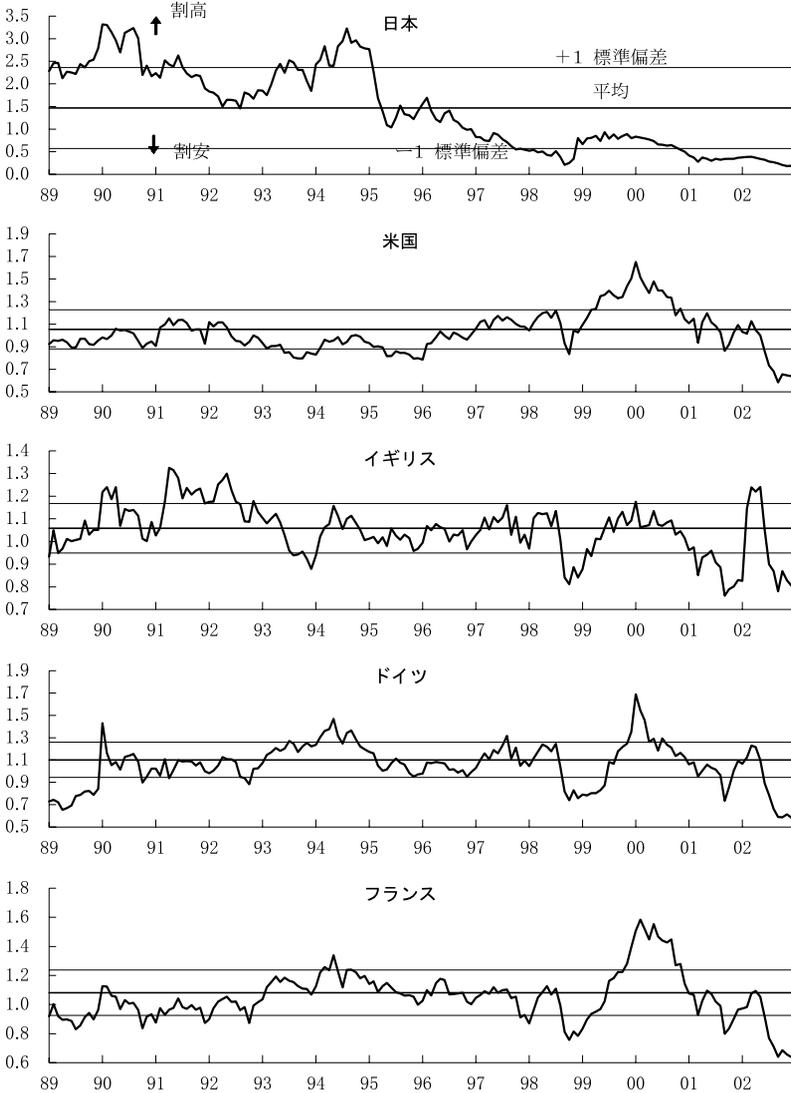
（二〇〇二年一月）、はいずれも日本のものである。この結果を若干の無理を覚悟で、ゴードン・モデルを用いて説明するならば、この間の要求収益率、その要素であるリスクプレミアムの上昇、及びROEの低下がかなり激しかったと推察される。また、現在のイールド・レシオの水準のみからは、他国で過去一〇年強の間見られない程、日本の株価が割安に放置されていると読み取ることが可能である。

次に、株価の大幅な下落を経験している米国の現状を示そう。日本の場合と同様に、S & P 500採用銘柄を対象にした配当利回りの分布を作成する。それによると、二〇〇二年末における一〇年物国債利回り三・八三%を超える配当利回りを提供する銘柄は、全体の二割に満たない。これを配当還元モデルで意味付けすれば、投資家は、ほとんどの銘柄に関して、リスクプレミアムを上回

図表6 各国のイールド・レシオの推移

金利:各国長期債指標銘柄利回り
P/E:IBESの12ヶ月予想PERを利用

02/12/12現在



(出所) 大和証券投資情報部

る配当の成長率を想定していることになる。次に、同様の対象について、PBRの分布を描いてみる。これを観察すると、株価がその解散価値を下回ると理解される一以下の銘柄は、全体の一割に達していないことがわかる。米国においても、会計の問題が注目されているが、投資家は、日本ほどに、神経質で無いのかもしれない。

三、振れやすい投資家マインド に問題あり？

これまで、歴史的、及び海外各国との比較と言う観点に基づき、日本の投資指標、及び株価水準を論じて来た。歴史的に見た場合、金利との比較において、配当利回りは過去五〇年間に無いほど、益回りが一九六〇年半ば以来の高水準にあることがわかった。つまり、これだけ見ると株価は割安になっているのである。そして、株価評価も

デルを通して推察されることは、投資家が課すりスクプレミアムの上昇、及び配当成長率、ROEの低下であり、それらがここ一〇年強の間で急速に起こり、株価を押し下げていると考えられる。

次に、海外各国との比較では、日本のイールド・レシオの水準が大幅に変化しており、かなり大きい標準偏差が算出されることがわかった。これは、日本のリスクプレミアムの上昇、及びROEの低下がかなり急激であることを意味していると受け取ることが出来る。また、大幅に株価が下落している米国に関して、現状を眺めれば、配当利回りが国債利回りを上回る銘柄、及びPBRが一以下の銘柄は、それぞれ全体の二割に満たないものである。一方、日本の場合、この条件にあてはまる銘柄は、全体の半分以上になっている。

これら投資指標、及び株価水準の変化の背景を、いくつか挙げて見よう。まず、第一に考えら

れるのが、日本企業のファンダメンタルの急速な悪化である。株価評価モデルの変数で言えば、投資家が期待する配当成長率、及びROEの大幅な低下が指摘されよう。もう一つ示されるのは、リスクプレミアムの状態からもうかがうことの出来る、投資家マインドの悪化であろう。最初に挙げた背景については、ある程度の影響を否定することが出来ないものの、高々一〇年間で日本企業のファンダメンタルが大幅に悪化するとは考えづらい。よって、主因となるのは、後者であると考えられる。現在の配当利回り、PBRの水準を見ても、この要因を導くことが可能である。つまり、明らかに割安と見られる銘柄に投資を行うことを躊躇するほど、マインドの落ち込みが厳しいと予想されるのである。

投資家マインドが、ここ一〇年間で急激に変化したと考えるのは、実感とも一致するであろう。

一九八〇年代後半、ほとんど全ての投資指標が株価水準の割高感を訴えているにもかかわらず、株式はさしたる理由も無く買い上げられた。一方、現時点において、持ち合い解消の売り等を言い訳にして、投資家は、市場へ参入することに対して尻込みしている状態にあると思える。そして、この間の投資家マインドの変動が、他国の市場と比較して大きいことも、日本の特徴と言える。これは、投資家が、他者の動向を必要以上に気にする傾向を持つために、マインドが一方向に振れやすくなることが一因になっているためであると推察されよう。よって、異質な価値観を持つために日本の投資家動向に左右されず、市場の方向性を持たせるきっかけを作りやすい外国人買いに対し、株式市場が非常に注意を払うのも頷ける。なお、投資家がこのような傾向を持つ背景として、彼らが企業収益の配分についての発言権から遠ざけら

れて来たことが挙げられよう。つまり、一九七〇年頃から顕在化した株式持ち合いによって、現実世界での企業収益と、市場における株価水準をすり合わせるのに必要な行動（議決権行使、企業買収等）を利用出来ず、それらの確認作業を行わなのままに、単なる業績動向と言うシグナルが、資金需給で増幅されることによって、株価変動が発生していたのかもしれない。よって、過剰流動性が出現した後、日本企業にとって良いニュースの続いた一九九〇年前後まで、投資家マインドの自己強化プロセスが出現し、株価の上方へのズレが最大になったのだろう。これに対して、現在は、多くの銘柄に割安感が見られても、他の投資家の動向に確信が持てないため、マインドが回復しない状態にあるものと見られる。

但し、株式持ち合いの解消は進展しており、すり合わせるのに必要な行動を起こしやすくなって

いるのも確かであろう。今後、これらの行動のコストを低下させるためのノウハウを試行錯誤しながら作り上げていくことが、株式市場にとって重要であると思う。そのためには、会計の問題を含めた情報開示の充実も必要であろうし、投資家と経営者が互いの妥協点を探るのに必要な効率的な方法も学ぶべきであろう。これらの進展により、ファンダメンタルに着目し、他者の動向にそれ程左右されない投資家が出現し、マインドの状態にかかわらず、投資活動を行うようになるだろう。また、ガバナンス活動を通じて配当成長率、ROEの改善も期待出来よう。

四、ファンダメンタルと株価をつなぐもの

どの投資家も、均一化されたプライステーカーで無いことは、市場関係者ならわかるだろう。市

場で生き残っているものは、自分の優位性を最大限に利用している。いくつかの例を挙げてみよう。情報収集するコストを賄いきれない個人投資家は、自分の行う売買が市場を動かす程大きくないことを知っており、バンドワゴンの後を歩くメリットを持っていると思われる。一方、巨額な資金を運用する機関投資家は、柔軟な売買が難しいものの、十分な調査コストを支払うことが可能である。そして、場合によっては、その発言力を背景にして経営にコミットし、ガバナンスのためのコストを上回る収益を上げるよう行動することが可能であるかもしれない。また、企業買収により、製品市場での価格支配力を高めることの出来る同業他社が株式市場へ参入することもあるだろう。このような多様な投資家が、有機的に結びつくことで、流動性があり、かつファンダメンタルから大きく離脱しない価格形成を行う市場をかた

ち作ることが出来ると思われる。日本の株式市場は、その中の重要なピースを忘れていることに、今気付きつつあるのかもしれない。

筆者は、過去一〇年近く米国株式市場の動向を見てきた。その時、興味を覚えたのは、現実世界での企業収益と、市場における株価水準をすり合わせる行動が頻繁に行われていることであった。

例えば、議決権行使、企業買収、コングロマリット・ディスカウントを解消するための株式のスピノフなど様々なアイデアが実行されていた。確かにこれらのいくつかは、株価の変動性を一層増大させる場合もあったのかもしれない。また、社会的なコストを支払わなければならないこともあるだろう。しかしながら、これらの行動は、株式市場にとって、現実における企業価値を株価に結びつける努力を行う投資家の存在を印象づけることに大きな意味を持つ。そして、こう言った投資

投資指標の推移と日本の株価形成

家の参入の可能性を信じていることが、企業価値を評価する上でのアンカーとなり、他人の動向にさほど神経質とならずに、投資活動を行うことが出来る環境を作り出すようになると思われる。今後、日本においても、このような投資家の意義を見直し、一定の評価を与えるべきであるまいか。

(参考文献)

西村清彦・三輪芳朗編、『日本の株価・地価』東京大学出版会、一九九〇年

青木昌彦著、瀧澤弘和、谷口和弘訳『比較制度分析に向けて』ネット出版、二〇〇一年

Michael C. Jensen (2000), *A Theory of the Firm*, Harvard University Press

Robert D. Arnott, and Peter L. Bernstein. (2002) "What Risk Premium I, "Normal"? *Financial Analyst Journal*, vol.58, no.2 (March/April)

(ふくた とおる・当研究所主任研究員)