

## 日本における株価水準とその変動要因

米 澤 康 博

### はじめに

ただいま紹介にあずかりました早稲田大学の米澤です。

今日は、今、御紹介にあずかりましたように、「日本における株価水準とその変動要因」という大層なタイトルのもとで御報告をさせていただきますと思います。

今もここへ来る前に、高橋理事長の部屋で雑談していたのですが、以前は株価水準ないし

はその変動に関して、アカデミックなサイドからも議論がされていたかと思います。その中で最も有名なのは、この証券経済研究所がバブルのころに出した報告書で、あれはいろいろ毀誉褒貶があったかもしれませんが、非常に話題になった。そういう報告書が少なからずあったかと思いますが、気がついてみますと、ストラテジストの方々からの議論は豊富ですが、大学、研究所等のアカデミックなほうからの株価水準、あるいは変動に関しての議論が非常に少なくなっているのではないだろうかと思っております。

一つは、先ほど言ったバブルのころは少なからず、株が高過ぎるのではないだろうか、大丈夫かなということ、「大丈夫」というお墨付きを第三者からもらいたいということがあったのでしょう。それに対して現在は、そういう心配も全くないほど低い水準にありますので、そういう方面からの議論が少なくなっているのかなと思っております。

それから、バブルのころの議論がすべて外れましたように、結局のところ、株式市場に代表されるような、きちとしたマーケットがあるところで、価格が高過ぎるのか安過ぎるのかという議論はそもそもそぐわない。今ついている価格が、あらゆる利用可能な情報をもとにしてついているのだから、それが現状のもとでは一番正しいものにはかならない、要するに、それに対して高いとか低いとかというのは、議論、理論としては適当で

ないということが、アカデミックのサイドからの認識ではないかと思っております。

## 一、バブル崩壊後の株価の低迷

今日の最初のモチベーションとしては、失われた二〇年。失われた一〇年でなくて、もう二〇年ですね。特に「株式市場の閉塞感が強い」と書きましたけれど、それをどう理解したらいいのか。ただし、最近、株価は多少堅調ですが、そうは言いつても、バブルのころと比較するのは無理としましても、企業業績が順調に回復しても、株価が上昇し始めていますが、やはりその力は余り強くないのではないだろうか。どのぐらい前から比較するかによりますけれども、企業の業績回復に比べて株価の戻りが弱いのではないだろうか、私自身も今の足元を見てもそういうふうに感

じております。

先ほど、学者は、高過ぎるとか安過ぎるとか言わないと言いましたけれども、主観的には、少なくとも前と比べれば、どうも低いのではないだろうか。もう少し高くなってもいいのではないだろうかという感を持っています。仮にそういうことが認められたとしますと、何が原因だろうかということを探っていくというのが今日のテーマの趣旨です。繰り返しますけれども、結構大層なことをやっていますので、どのぐらい皆さん方に対して説得力があるかどうか、やや危ういところは自分でも感じていますけれども、そうは言いながら、少し見ていこうと思います。

議論を整理するために、大きく企業側と言いますか、供給側とも言っていますけれども、企業側の問題、それから、個人投資家も含めた投資家、需要サイドの問題、それからその他の要因もある

かと思っていますので、このような格好で少し分けて見ていこうと思っております。

## 二、株価の決定

### (1) DDMによる株価

図表1で、いきなり式が出てくるのですけれども、式はここだけなのでお許しください。普通、株価はどのようにして決まるのであろうかという理論に関しましては、どの教科書も、このDDMという理論によって株価は決まりますということが書かれております。DDMというのはデイビッド・デイスカウント・モデルの略称で、配当割引モデルと我々は呼んでいます。その意味では、DDMというのは、グローバルスタンダードになっている株価の決定の式なわけです。株式を途中で売却してキャピタルゲインをねらいますけれ

図表1

## 株価の決定

### • DDMによる株価

$$p = \frac{d}{r - g} \approx \frac{EPS}{r}$$

### • 配当利回り

$$\frac{d}{p} = r - g$$

・ $d$ : 配当,  $g$ : 配当成長率

$r$ : 要求利回り

$EPS$ : 一株当たり利益

・これらの値はTOPIXに対応する連続値に修正する必要がある。

ども、結局株式を買って、そこから何がもらえるかといえますと、配当なわけです。ごく一部の株主を除いて、議決権とかというのはほとんど必要がないわけですので、配当なわけです。

配当が一株当たり  $d$  円から将来どのように伸びていくであろうかということを想定して、ここでは、それは  $g$  という一定率で伸びていく。 $g$  はゼロでもいいわけです。ゼロであれば、今の配当でコンスタントになるということですけれども、このように伸びていくと仮定します。そのような将来の配当に対して投資家が要求する利回りが  $r$  であり、年率3%ぐらいは欲しいとなれば、それで割り引いて、現在価値したものとして株価が決まってくるという式になっております。

この式から見てわかりますように、配当が高まれば、その分、株価もちろん上がります。それから、現在の配当が変わらなくても、将来ふえて

いくだろうということ、 $g$ が高まれば、これは分母が小さくなりますので、やはり株価は上がります。それから、最後に投資家が、金利も低くなったので要求利回りも少し下げようということ、 $r$ が低くなれば、これも株価を上げます。このような三要素で株価が決まってくるというのが  $DDM$  です。

これには多少の追加的な仮定が必要ですが、これも、単なる  $EPS$ （一株当たりの利益）を同じ  $r$  で割り引いたものとしても、近似ですけれども同じ株価を導くことができます。 $EPS$  を使った式は、よく皆さん方、むしろ益利回りという表現で用いられることがあるかもしれませんが、これは同じ  $DDM$  から導かれるものです。以上のことを準備として、見ていきたいと思えます。

## (2) 配当利回り

それから、配当利回りはこの式からどのように決まるのかなというと、配当利回りは  $p$  を  $d$  で割った比率ですので、これは  $r$  から  $g$  を引いた水準になります。このように式を変形するだけで簡単に出てきます。あとは  $d$  がどうなるのか、 $g$  がどうなるのか、 $r$  がどうなるのかということ、そういうものが仮にわかれば、株価はこういうような水準で決まりますよということが出てくるというのが、繰り返しですが、 $DDM$  理論です。

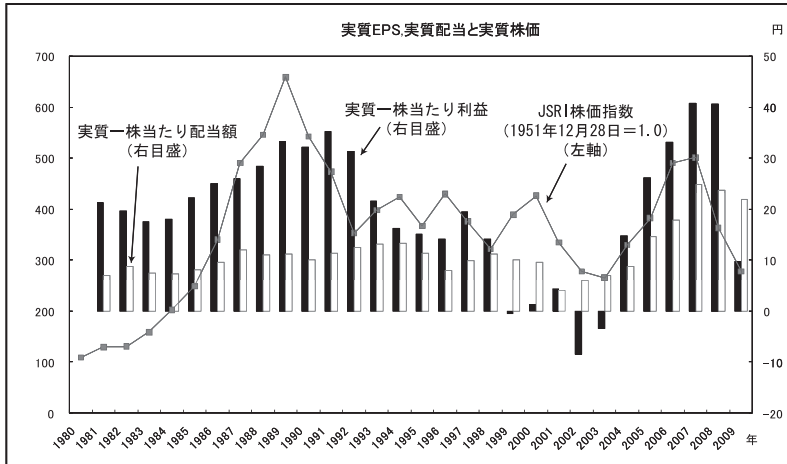
## 三、株価の低迷は何が原因か

### (1) 企業（供給側）の分析

まず先ほどの企業側（供給側）に関して、一九八〇年ごろから、直近といってもやや古いのです

図表2

# 東証1部上場企業実態と株価



出所：日本銀行「金融経済統計月報」

実質EPS、実質株価は証券経済年報の公表データをもとに筆者が計算

けれども、二〇〇九年ごろまで、どうなっているのかを見ていこうと思います。以下、特に断りのない限りは、東証一部を対象にして議論させていただきます。

## ① 東証一部上場企業実態と株価

図表2には、一九八〇年から、二〇〇九年までの棒グラフが二本あります。黒色の棒グラフがEPS（一株当たり利益）になっています。それから白色の棒グラフが配当額になります。五円とか一〇円とか、最近ですと二〇円の水準になります。

棒グラフに関しましては、右の軸が対応します。それから折れ線グラフがTOPIXに対応しますが、ここでは配当を込みにした株価指数になってきます。配当込みのTOPIXというデータがそれですが、無料では配当込みのTOPIX

のデータがとれません。しかし日本証券経済研究所が、J S R I 株価指数とし全く同じものを出していただいておりますので、それを使って、いわゆる株価水準を示す目的で記入されているのがこの折れ線グラフです。これは左の軸になりますけれども、これは指数ですので、円とか、そういう単位ではありませんので、相対的な動きを御参照くださいということです。

まず T O P I X の株価水準から見ますと、左上の高いところがバブルの最後のところですよ。一九八九年です。そこから暴落になって、あと乱高下して、以下、失われた一〇年とか二〇年とかいわれているところに入るわけです。二〇〇五年、二〇〇六年、二〇〇七年ころは、株価が非常に上昇しまして、かなりバブルのころに近づいてきております。

ただし、配当を含まない T O P I X ベースで見

ますと、ここまでは回復していません。最近は、企業が配当を多く支払ってくれていますので、配当を込みにするか込みにしないかによって随分違ってきております。皆さん方の親しみやすい日経平均も配当が入っていませんので、バブルのころに比べてここまでは回復してないということかと思えます。意外と言って良いと思いますが、二〇〇五年、二〇〇六年からの景気の回復においては、株価は、配当を込みにすれば随分戻っていることをひとつ御確認いただきたいと思えます。

その基礎になっている企業業績に相当します E P S とか配当ですが、このデータはよりとりにくくなっています。このような株価の問題を少し長期的に議論する際には、企業の一株当たりの基礎的なデータも、株価指数に対応するような基準でとっていく必要があるわけです。よく I B E S さんなんか、指数に対応する E P S とかという言葉

で出ているかと思えますけれども、それが必要です。例えば、株式分割をした場合には、EPSは減ってしまうわけです。でも、それは権利としては、もし株数が二倍になれば、株価は半分になりますけれども、今までの一株に関して二株持てるわけですから、実質的なEPSは減らないわけですので、その調整を指数と同じように行う必要があります。その調整を行ったものが、このEPSおよび配当になっております。「実質」と書いてあるのは、このような連続性を保つような調整を行ったという意味で実質なわけです。

繰り返しますけれども、単に一株当たりの利益の推移を見た場合にはこれと違います。最近は株式分割が良く行われるのもっと低いです。実質ベースで見えていきますと、何とこの二〇〇六、二〇〇七、二〇〇八年ころは、バブルのころよりも企業利益が多くなっているということがおわか

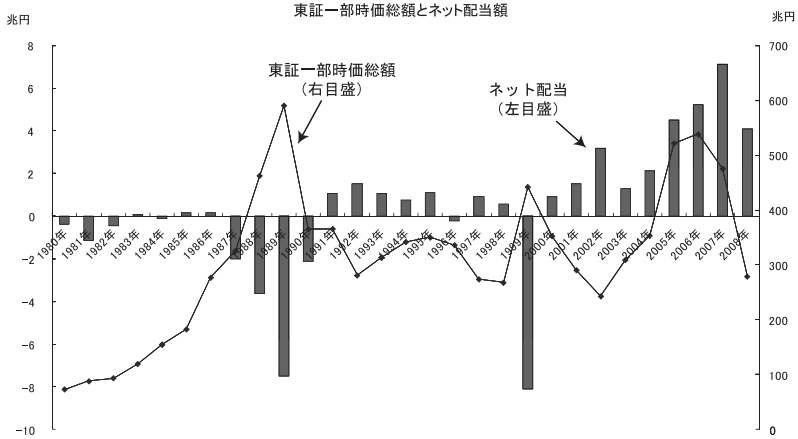
りになるかと思えます。さらに配当に関しまして、企業のEPSと連動し始めて、配当も非常に高くなっていることがわかるかと思えます。この配当には、自社株買いは入っておりません。いわゆる普通の配当ですので、企業全体の、いわゆるペイアウトという格好で見れば、より投資家に支払われていることになります。

他方、二〇〇〇年以降の非常に低迷しているときは、利益はマイナスになっておりますけれども、配当は結構維持していたということもおわかりになるのではないかと思います。株価と企業業績との関係を単純に見ますと、リーマンショック前の景気回復時期のときは、企業業績は非常によかったですけれども、株価は前のバブルのときほどにはついてこなかったことがおわかりになるかと思えます。それから、バブルとその間の日本経済が非常に厳しかったところは、やはり企業業績も悪



図表3

## 増資と株価



出所：東京証券取引所「証券統計年報」

かつたし、株価も低いところを推移していたということがおわかりになるかと思います。ただ、何か所か、どうもよくわからない株価の動きをしているところもあります。

### ② 増資と株価

企業の供給側の話をもう少し続けるために、ネットの配当がどのくらい行われたか見ていきましょうというのが図表3の棒グラフです。ここでのネットの配当というのは、配当から同じ年の増資を引いたものです。配当マイナス増資です。それから、この折れ線グラフは、東証一部の時価総額をあらわしています。時価総額ですから、株価とは異なりますけれども、似たような変動をしていることはおわかりになるかと思います。

ここから見ますと、一つは、バブルのころは、先ほどの配当もふえていたのですけれども、それ

以上に、大企業を中心として多額の増資をしていて、この期間は、ネットで見ますと、大きなマイナスになっているということがわかりになるかと思えます。増資していますから、その瞬間は定義によって株式時価総額がふえます。ふえますけれども、多額の増資をして、株価が維持できなくなつて下がってきたということが、折れ線グラフから見てとれるのではないかと思います。

もう一つ、ここで見てびっくりするのは、一九九九年に多額の増資をしております。これはこの業界の人だったらご存じかと思えますけれども、銀行の救済で、優先株をたくさん銀行に発行させたということで、多額の増資を行っています。配当額はそんなに大きく振れませんので、この棒グラフの変動要因は専ら増資のほうです。信じられないくらい多額の増資をしたわけです。ですから、その瞬間は、時価総額は定義によってふえて

いますが、その後大きく値を下げています。

運用の世界ですと、二〇〇〇年からの三年間連続のマイナスリターンが有名です。すなわち、二〇〇〇年、二〇〇一年、二〇〇二年の三年間は、年レベルで見てマイナスの年が続いていたのです。年金基金などの危機感は、リーマンショックの時よりも、むしろそちらのときのほうが大きかったようです。基本的にやはり日本経済の業績が非常に悪かったというのが第一ですが、それに加えること、これだけ多額の増資を行ったことによる下落ということが考えられます。もちろん株式の一部は国が引き受けているので、全部が市場に出てきているわけではないのでしょうか。でも、この点も見逃すことはできないということです。

リーマンショック後のいわゆる新BIS規制等に関して、銀行のみならず、大手の証券会社も、

自己資本を充実させなくてはいけないということ  
で多額の増資をしました。株式市場は幾らでも増  
資はのみ込んでくれるようなイメージで増資をし  
ていて、日本の金融機関も随分やったわけです  
し、これからも予定されているのかもしれない  
が、それはやはり幾らでも増資できるというわけ  
ではなくて、少なくともここで見る限り、その後  
遺症は相当あるということです。

## (2) 市場全体の動き

### ① 国債と地価、株価

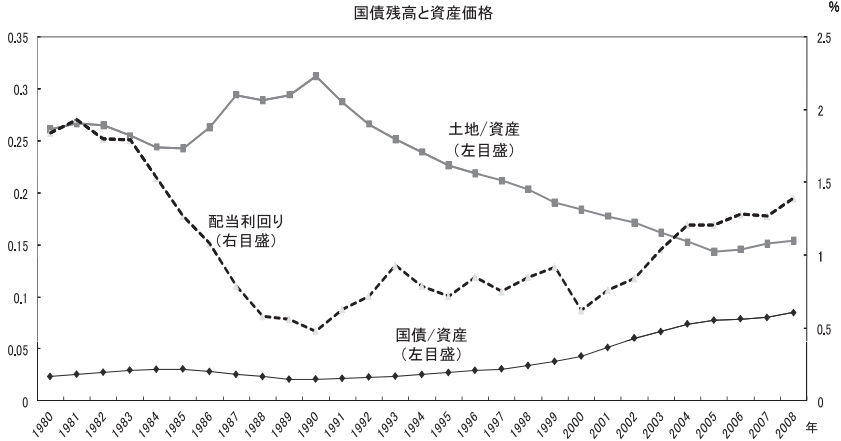
次は、需要になるのか、供給になるのか、市場  
全体という話で見ましょう。ここでは国債の話が  
突然登場してきます。実は今日の話の切り口が国  
債ですけれども、ご存じのように国債がこの失わ  
れた二〇年間で多額に発行されたわけです。今に  
至るまで、よくこんなに多額のものが消化できて

いるなど思うぐらい、ほとんどトラブルなく消化  
されているように見えています。それは少なから  
ず、やはりじわじわと影響を及ぼしている。格  
下げになったとか、今後金利が急上昇するとか、  
そういう話ではなくて、現に知らないところで、  
じわじわとマイナスの要因が働いているのではな  
いだろうかということを言いたいのがこの図表4  
です。

これは同じ期間の、SNAの国富統計から持つ  
てきたデータが中心です。日本の国富の全体を資  
産であらわして、それ分の土地の時価総額、すな  
わち、土地の時価総額がどのぐらいの割合を示し  
ているかが、一番上の折れ線グラフです。それか  
ら一番下の折れ線が、国債も一応、資産だとみな  
して、国債の残高の時価ベースがどのぐらいのウ  
ェイトになっているかを表しています。少し見に  
くいのですが、真ん中あたりの点線で書か

図表4

# 国債と地価，株価



出所：内閣府「国民経済計算年報」  
東京証券取引所「証券統計年報」

れているのが、東証一部の配当利回りになっております。

ここから何を言いたいかといいますと、間違いなく確実に言えることは、国債の残高はじわじわと上がってきていますということです。特に二〇〇〇年に入ってから上がってきています。それから、それと相對してと言うか、ミラー状態になつてと言うと少し言い過ぎかもしれませんが、土地のシェアが下がってきていることがおわかりになるかと思ひます。

土地の専門家は、何で土地はずつと下がりつ放しなのか。バブルが崩壊して下がるのはわかったとしても、以降、何ですつと下がりつ放しなのかというのは、非常に困っているし、理解に苦しんでいるようです。ここでは、地価そのものではなくて、時価総額の国富に占める割合ですので、少し距離がある数値ですけども、それはあたかも

国債残高が上がるのと相反して、下がってきていると見てとれるかと思います。

それから、株式市場に関しては、先ほど株価理論のところでお話ししました配当利回りで見ますと、この二〇〇〇年以降、急速に上がってきています。同様に一九八〇年代前半も高かったわけですが、それでも、その後大きく低下しているのは、配当が余りふえなかった割に、株価がどんどん高くなっていったので、配当利回りが低くなったからです。このことから、配当利回りという指数は見向きもされなくなったわけです。配当利回りで株を買っている人はだれもないという状況で、その裏を返せば、皆キャピタルゲインねらいだということになっていたわけです。

ところが、最近では、ご存じのように、配当利回りがほどほどの水準まで戻ってきておりまして、リスクのところは目をつぶれば、国債を買うより

かは、株式のほうが幾分有利になってきているところまで配当利回りが高くなってきたということです。

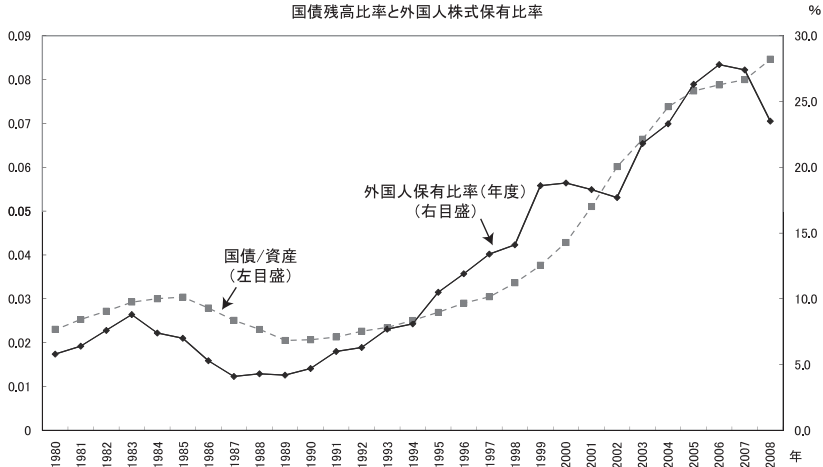
配当利回りが高くなってきたというのは、それはいいのかもしれませんが、裏で見ますと、配当がふえてきた割には、株価が高くてついていないことになるわけです。その原因としては、将来の配当の伸びである  $g$  を、投資家が昔ほどには高目に予想しなくなったのではないかと考えるわけです。ところが、実際には既に述べたように配当の伸び率は高くなっているのです。ですから、 $g$  が減ってきて、配当利回りが高くなったというわけではないのです。

そうすると、あと可能性としては、投資家の要求利回り  $r$  が高くなった。みんなリスクが嫌いになったので、要求利回りが高くなったのだでしょうというのが残ります。これは今日の話で、最後まで

図表 5

# 国債残高と外国人株式保有

国債残高比率と外国人株式保有比率



出所：内閣府「国民経済計算年報」  
東京証券取引所「証券統計年報」

で否定できない一つの重要な可能性です。要するに、投資家が株式に対して、よりリスクプレミアムを要求する。簡単に言いますと、日本の国内の投資家全体が、リスクをより避けるようになってきたということ、その可能性はあります。その可能性はあるにしろ、土地、株式も、国債の残高がふえるに従って、どうもアンダーバリュエーション、前ほどプライスがついてきていないということがまず見てとれるのではないだろうかというふうに勝手に解釈しております。

## ② 国債残高と外国人株式保有

次に図表5を見てください。点線は、先ほどと同じ、資産のうちに占める国債の割合です。但し少し大きく動くように縦軸を調整してあります。同時に、東証一部における外国人の株式保有比率を記入してあります。これが折れ線グラフになっ

ております。両者は皆さん方の予想の通り右上がりになっていくわけですので単なる見せかけの相関の可能性はありますが、両者とも上がっていきすねということを御確認いただきたいと思うわけです。

マーケットがグローバル化しているので、外人投資家がふえるのは単なるグローバル化の一環として見ることもできるかもしれませんが、たまたまこの二つのグラフを合わせると、似たような変動で動いているということです。ただ、こういう右上がりトレンド関係は、単に回帰分析すると、見せかけの相関を報告する可能性があるのです、注意深く分析する必要があることが知られています。

### ③ TOPIXと為替レート

次に、外人投資家動向の視点ないしは為替レ

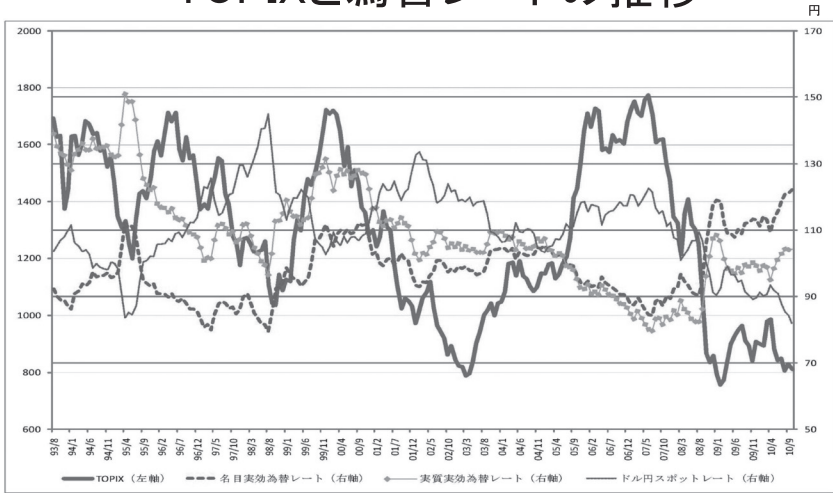
ートの視点に少し目を転じたいと思います。図表6のグラフをご覧ください。一番太い折れ線グラフがTOPIXです。これは配当なしです。ただし、スタート時点が最近の一九九三年からです。ですので、今までお見せした図のうちの、大体右三分の一のところを見ております。最近のリーマンショック前の景気回復というところは、その右で大きく上がっているところです。下げているのはリーマンショックになっていくかと思えます。

非常に見にくいのですけれども、一番細い線で、でも実線になっているのが、円ドル・レートになっています。右が縦軸になっております。上に行きますと、円安になります。ここで確認しますと、今回の景気回復は、非常に円安に助けられた景気回復だということがわかりになるかと思えます。

他方、点線で書かれている折れ線グラフが二種

図表6

## TOPIXと為替レートの推移



出所: 日本銀行「金融経済統計月報」

類ほどあります。太い点線の折れ線グラフは名目実効為替レートで、◆の折れ線グラフが実質実効為替レートになっています。これらは単に円ドル・レートだけではなくて、日本の輸出入のいろいろな国を、アメリカだけでなくユーロ等も含めてウェイトして計算した平均レートです。それが名目の実効為替レートです。さらに、そのときの両国の物価水準も考慮して平均したレートを実質実効為替レートといって、輸出競争力をあらわす指数として一番良く用いられます。これら両者は縦軸のとり方が異なっており、下に行けば行くほど、日本が輸出に対して有利になると御理解ください。

もう一度まとめてみますと、今回の景気回復のところでは、実質為替レートは下になっていますので、日本に対して非常に有利になっているというところで、実際に輸出のドライブによって景気が



回復して、それで株価も高くなったというのがこの時期なわけです。これはまた後ほどコメントしたいと思いますが、円ドル・レートで言いますと、一二〇円台ぐらい円安に推移していましたが、実はこの時期の日本の財務省による円売り・ドル買い介入はすごかった時期です。三〇兆円以上使っているのです。余りメディアに出てこなかったのですが、現在、鳥根県知事である溝口さんが財務官のときに、強いドルが必要だったということでアメリカの合意もあって、円売り・ドル買い介入をやった。もちろんそれをもってこれだけの円安を誘導できたかどうか、それはわからないわけですが、少なくともそういう介入も加わって生じた景気の回復、それから株価の回復があったということになっています。

#### 四、為替レートの変動が株価に与える影響

##### (1) 為替レートが産業別株式投資収益率に与える効果

この後は、実際の計測結果等の話で、やや専門的でわかり難いかもしれませんが、この期間、為替レートは、各株価に対してどのような影響を与えたかについて見ておきましょう。以下の諸結果は三井住友アセットマネジメントから早稲田大学大学院ファイナンス研究科に学生として来られています渡辺義朋さんが最近まとめられたレポートから引用させていただいております。

結果を一言で言いますと、円が安くなると、大半の企業は、株価が上昇するということです。これは個別企業ではなくて、東証の業種分類での業

図表7

## 為替レートが産業別株式投資収益率に与える効果

| #  | 業種     | TOPIX収益率       | 実質実効為替<br>レート変化率     | Value-Growth<br>ファクター |
|----|--------|----------------|----------------------|-----------------------|
| 1  | 電気機器   | 1.158255(0)*** | -0.20456(0.0502)*    | -0.272581(0.0096)***  |
| 2  | ガラス・土石 | 1.109813(0)*** | -0.255473(0.0281)**  | 0.333235(0.0045)***   |
| 3  | 銀行業    | 1.243471(0)*** | 0.649816(0)***       | 0.388614(0.0044)***   |
| 4  | ゴム製品   | 0.771855(0)*** | -0.534548(0.0023)*** | 0.161328(0.3536)      |
| 5  | 情報通信業  | 1.002689(0)*** | 0.442588(0.0012)***  | -1.046415(0)***       |
| 6  | 海運業    | 1.086313(0)*** | -0.389878(0.0451)**  | 0.545355(0.0054)***   |
| 7  | 機械     | 1.147709(0)*** | -0.249054(0.0022)*** | 0.117989(0.1455)      |
| 8  | 小売業    | 0.860784(0)*** | 0.40216(0.0008)***   | -0.5604(0)***         |
| 9  | サービス業  | 0.969655(0)*** | 0.301758(0.0015)***  | -0.86903(0)***        |
| 10 | 精密機器   | 0.955582(0)*** | -0.468893(0)***      | -0.128271(0.2361)     |
| 11 | その他製造  | 0.797602(0)*** | -0.418684(0.0002)*** | -0.234337(0.0335)**   |
| 12 | 鉄鋼     | 1.258235(0)*** | -0.310829(0.0354)**  | 0.726527(0)***        |
| 13 | 輸送用機器  | 0.909549(0)*** | -0.566691(0)***      | 0.582846(0)***        |

出所: 早稲田大学大学院ファイナンス研究科 渡辺義朋氏のレポート(2011)より引用

\*期間: 1993年8月から2010年3月まで、効果は有意な産業のみ記述

種別データを用いて、その各業種に対して為替レート、ここでは実質実効為替レートがどういう影響を与えたかを見ています。その際に、まずその業種の収益率をTOPIX、およびバリュエーションのファクターで一回回帰させて、同時にこの為替レートでも回帰しているという重回帰をしており、そのときの為替レートがどのぐらい影響があるかということを見ています。

結果は図表7の真ん中の列になっていますが、星印が二つ、あるいは三つついている、いわゆる有意なもののみをピックアップしています。有意なものが案外と少ないのかなと思われるかもしれませんが、これに準ずる水準で有意な産業はもつとたくさんあったのですが、その辺は落としてきております。

マイナスになっているということは、円安がリターン(株価)を上げていたということを意味し

図表8 為替レート等が「TOPIX収益率」及び「外国人買越額」に与える効果

表 1

| 期間                  | 外国人買越額                | 実質実効為替レート変化率         |
|---------------------|-----------------------|----------------------|
| 1993/08-2010/03     | 0.00000521(0)***      | -0.177258(0.1285)    |
| A期間:1993/08-1997/12 | 0.00000695(0.0001)*** | -0.194473(0.413)     |
| B期間:1998/01-2002/12 | 0.00000715(0)***      | 0.145095(0.4549)     |
| C期間:2003/01-2007/12 | 0.00000499(0)***      | -0.248971(0.2594)    |
| D期間:2008/01-2010/03 | 0.00000259(0.0327)**  | -1.032753(0.0043)*** |

( )内は、Prob 値。\*\*\*1%有意水準、\*\*5%有意水準、\*10%有意水準。

表 2

| 期間                  | 実質実効為替レート変化率        |
|---------------------|---------------------|
| 1993/08-2010/03     | -39232.67(0.0125)** |
| A期間:1993/08-1997/12 | -4166.47(0.8419)    |
| B期間:1998/01-2002/12 | 14885.15(0.4875)    |
| C期間:2003/01-2007/12 | -38939.23(0.3125)   |
| D期間:2008/01-2010/03 | -135417.3(0.0129)** |

( )内は、Prob 値。\*\*\*1%有意水準、\*\*5%有意水準、\*10%有意水準。

出所：早稲田大学大学院ファイナンス研究科 渡辺義明氏のレポート（2011）より引用

ております。プラスというのは、逆に円安のときにリターン（株価）が下がったということで、銀行業とか情報通信とか、幾つかの産業では、なぜか逆になってきております。真ん中のところを見ますと、やはり大体予想どおり、輸出関連株が、円安になるとリターン（株価）が高くなることわかります。ただし、大半の企業がそうなるかというと、必ずしもそうではないということも御理解ください。

## (2) 為替レート等が「TOPIX収益率」及び「外国人買越額」に与える影響

これは図表8の表1と2をご覧ください。表1にお話を戻しますと、今度は各業種ではなくて、TOPIX全体が為替レートからどのような影響を受けて変動しているかを見ましょう。と同時に、いわゆる外国人の買越額も同じように説明変

数として加えてみます。表1での被説明変数はT O P I Xの収益率です。

一番上が一九九三年の八月から二〇一〇年の三月までということ、この分析の中での全期間ということになります。以下はA、B、C、Dということ、四つの期間に分けて見ていくということをやつてきております。

最初に全期間である表1の一番上の一九九三年の八月から二〇一〇年の三月までのところを見てください。実質実効為替レートの変化率はマイナスになっていきますので、マクロ的にも、円安になると、株式投資収益率が高まります、株価が上がります、という性質を持つことがわかりますが、統計的には有意ではありません。星印がついていません。それに対して外国人の買越額は、これは買ってくれば株価が高まりますということと有意になっていきます。

以下、期間を区切ったところを見ますと、一番下のD期間は、まさにリーマンショックで生じた、株価がどんどん下がっていく状況です。このときは、為替も円安から円高に反転しているわけです。反転して株価が下がってきているということですので、為替レートも効いています。急に効き出しました。もう一度言いますが、このときは円高に転じたときです。円高に転じて、株価も下がっているときなので、符号としてはマイナスで同じですけれども、急に有意性が出てきました。それ以外のときは、マクロ全体で見ますと、円安が株高になっているかという、必ずしもそう明確には出てきていません。

それに比して外国人の買越額は、いつでもかなり強く株価を上昇させるという結果が出てきております。これは時期に限らず、いつも安定して、買ってくれば株価が上がるということで、そんな

ことは言われなくてもわかっているよというのが皆さん方大半かと思いますが、そういうことが改めて確認できましたということです。

表2は、外国人のほうを、説明変数から落として、為替のほうだけ見た場合です。外国人を落としますと、全期間はなぜかマイナスで有意水準が戻ってきますが、期間で区切ると、やはり最後の期間が一番有意性が高く、そのところの影響によって全体の期間も有意になったのかなということです。

外国人株主がネットで買ってくると、株価は高くなる。買う人がふえるのだから、上がるのだろうと思うかもしれませんが、外国人が買う裏には、だれか売っているわけですね。ですから、ある売買主体が買い越して、必ず株価は上がるというのは自明ではありません。機関投資家とか、個人投資家とか、全部のデータがとれるわけですの

で調べてみれば良いのですが、どこが買い越したときに、必ず株価が上昇するかと問えば、恐らく外国人以外は上がらないと思います。すなわち、外国人だけは、買いに出たときは株価が上がるというごく特殊な状況にあると思います。

では、外国人が買うと、何故、株価が上がるのかということですか。一つは、多少理論的な話だと、外国人のほうが、リスクに対して、日本人よりも回避度が低い、悪い言い方をしますとやや鈍感となりますと、より高い株価で買う可能性はあると思います。

もう一つは、外国人は、日本の投資家よりも、企業の将来情報に関してより確実にとれる、ないしは鋭く判断できて、要するに、上がる株式を早めにつけているという可能性も否定できません。でも、それだったら、何で日本の機関投資家がそれをできないのか。できなければ、少なくとも外

図表9

## 国債増大の効果

- 株式市場、不動産市場へのクラウディングアウト効果
- 短期的には金利上昇効果、円高効果
- この間、海外からの資金流入でクラウディングアウト効果を抑制：資産価格上昇効果
- 長期的には累積的な国債残高による円安効果？
- 過剰貯蓄下、過剰投資を抑制する効果もある

人に追隨していけばいいのではないだろうかということになるかもしれません。しかし、両方の可能性は否定できないかと思います。

### 五、株価低迷の要因としての国債残高増加

今までお話ししてきたことをやや強引にまとめに入ろうかと思うのですが、前半の話として、やはり国債の残高の増加というのがボディーブローのようになって、株式市場とか不動産の市場に影響を与えているのではないだろうか（図表9）。このような現象をアカデミックな用語ではクラウディング・アウトと呼んでいます。これまで説明してきた効果もその一種と考えることができる。

標準的な理論に従えば、国債残高の増加がいつ

も株価等を下げるといわけではないです。場合によつては、国債の残高がふえて、株価が上がるというケースも、理論的には幾らでもあり得ます。でも、見てきた感じとしては、やはり下げる方向に行っているのではないだろうかということです。そこにもし日本の国内の投資家しかいなければ、国債がどんどん発行されると、それを日本国内の投資家が買うわけです。少しアカデミックな表現ではありませんが、もうそれ以外の資産価格をサポートできない状況に近づいて、その結果、株式を少し売って、ないしは不動産を少し売って、国債を買っているという状況になってきているのではないだろうかということです。

何で国債を売らないで、株式とか不動産を売っているのか、そこところの理屈はやや苦しいのですけれども、現実売り始めているということですから、そうすると、価格が下がるわけですから、

リターンから見れば上がるわけですね。上がるけれども、国内の投資家ですと、そこに買いに行く余力がないということです。ここで海外との資本移動が自由であれば、そういうところに海外から資金が入ってくるわけです。少なくとも株式の場合は、そのようなプロセスのもとで、上昇というか、下がるところを下支えしてくれているのではないだろうか。もしこれが、海外の投資家が入ってこなければ、株価はもっと大きく下がっているところを、海外の投資家が入ってきて、それを下支えしてくれているのではないだろうかということです。

今までの理論からはやや離れますけれども、日本の投資家が、国債は売らないで、それは持っていて、株式とか不動産を売っていくわけですから、でも、国債は大丈夫なのかと。国債は今後暴落しないのかというのは、皆さんご存じのように、

多々心配なことがあるということで、国債を安全資産と思っていると、痛い目に遭う可能性もありうるのであるが、とりあえず今のところは、日本の投資家は、国債を中心として、そちらのほうにシフトして、それで持ち切れなくなつた他資産を、海外からの資金の流入によってサポートされているのではないだろうかということです。もし完全な代替が起きれば、日本の投資家がシフトしても、一〇〇%海外からの投資家で代替されるので、冒頭の問題意識、すなわち株価の弱含みといった問題は起きないかもしれません。実際には一〇〇%代替してくれてなくて、海外から入ってきてても、不完全なレベルでしかサポートできていないというふうに解釈するのが一番正しいのかなということです。

## 六、需給構造変化

### (1) 供給面

多少の追加の点もございますので、述べたいと思います（図表10）。冒頭も言いましたけれども、供給面（企業）のほうから見ますと、過去一〇年間ぐらい、かなりの勢いで株主の権利が強くなりました。これは法律の面ではなくて、全体の雰囲気として、コーポレートガバナンスのもとで、企業経営者と言ったほうがいいのか、資本家と言ったほうがいいのか、そちらのほうが優遇されるようになってきています。

同じことですが、企業はROAとかROEも随分回復してきていますし、配当もふえています。ですので、株式の魅力度としては確実に上がっています。その上がる過程でリーマンショック



図表10

## 需給構造変化

### ・ 供給面

- 株主権の強化によってROA,ROEの上昇、配当の増加、まだ十分ではない？
- 企業は持ち合いの解消
- BIS規制は金融機関の増資を促進:EPSの低下

### ・ 需要面

- 金融機関は株式から国債へ
- 最近は貸出しから国債へ
- BIS規制、時価会計が株式売却を促進
- 年金資金運用もピークアウト

クに遭遇したわけですが、その後も今に至って、やはり供給面（企業側）からの面で見た場合には、非常に魅力度は高まっているかと思っています。

ただ、その過程で、あるいはより以前からですが、企業の持ち合いは崩れてきていますし、銀行もBIS規制によって増資を行っている。株式持ち合いの解消と増資の促進という、この二つは株価に対してネガティブ要因かと思っています。「株主権の強化」はプラス面ですけれども、あとの二つは、供給がふえるという面で株価を下げるような方向になっているかと思っています。

#### (2) 需要面

他方、需要面で見ますと、先ほど述べたように国内では、株式から国債へ、ないしは不動産から国債へ、というような資金シフトが生じています。金融機関を見るとこのシフトが良くわかると

図表11

## 今後の株式市場動向

- 需給関係から株価は弱い
- 株価は外国人投資家次第
- 企業業績は
  - 国内は「デフレの正体」、
  - 2006 - 07年は円安バブル？
  - 海外から利益の還流が必要
- 成熟経済では企業はより配当を
- キャピタルゲインから配当収益に

思います。加えて最近は一時的に貸し出しからも国債へ資金をシフトしております。BIS規制、場合によっては時価会計が、株式売却をより促進させているということで、需要面から見ますと、国内の投資家は、株式に関する需要はますます減らしていくでしょう。さらに年金資金などのいわゆる機関投資家を通して流入する資金も、もう人口年齢構成から見てもピークアウトしていますので、どうも国内の需要面から見ると、力強いものはないということかと思っています。

### 七、今後の株式市場動向

図表11にお示ししているように、ミクロ的にはこのような要因があつて、国債残高がふえたのとほぼ歩調を合わせて、株式とか不動産などの価格が下がっているというのは、国債がふえたことと

同時に、このように需要に大きな変化があったのではないかと思っています。需給関係から株価は弱含みではないだろうかということです。従って今までの話から言いますと、株価は、外人投資家頼みというか、外人投資家次第ということです。

それから、企業は、対株主に対しての分配比率を高めてきており、その結果、ROAとかROEは高まってきていますが、全体としての付加価値に関しては余り明るい面は見えてこないと思います。

皆さん方は日本政策投資銀行の藻谷浩介さんが書かれた『デフレの正体』という文庫本を読みましたか。その本によれば、ここ何年間か、百貨店の売り上げが下がっている等の停滞は経済政策の失敗というよりは、ほとんど人口構成変化、すなわち生産人口減少で説明できるということです。団塊の世代周辺の生産人口がリタイアして、そこ

で需要が落ちているということです。ほとんどのことが人口動向で説明できてしまうということは、当面というか、これから将来も右下がり状態が続くということです。

何か政策があるとするれば、リタイア（引退）した人にお金を使ってもらうかを考えるぐらいいかないのではないか。その人たちがお金を持っているからです。あるいは、彼らから若い人に何か合法的な方法でお金をシフトさせる。若い人はそもそもお金を持っていないということで、そこで需要が生まれるわけがないということです。そのところで少し需要を喚起させるような方向で、何か新しい政策をするしかないという、なかなかつらい話です。

ただし、あの本は、人口動向でほとんど説明できるといえるのですけれども、失われた一〇年、二〇年には相当額のデフレギャップもあるのが事実

です。ですから、その部分は、マクロ的な政策で改善していただかなければいけないということであります。

今日言いたいのは、例えば地価等は生産人口が減り始める以前から下がり続けているので、人口構成要因もあるけれども、それ以外の要因もあるわけで、それを探す必要があるでしょう、と云う点です。その要因として国債の残高は避けて通れないのではないのでしょうかというのが主張なわけです。

それから次は、先ほどから盛んに二〇〇五年、二〇〇六年からの景気の回復、リーマンショックに至るまでの景気の回復に関する点です。あれはバブルだという人がいるのです。かなり有力な経済学者で、齊藤誠さんです。これもやはり文庫本ですが、『競争の作法』という本に盛んに書かれており、あれは円安バブルだと言うのです。ファ

ンダメンタルから見ても説明できないほど円安にシフトしていたので、日本経済はリーマンショックが来なくたって、あんなに円安が続くわけではないので、景気の後退は不可避だ。だから、日本経済がリーマンショックの時、諸外国に比して景気の後退が大きかったのは、円安バブルがはじけたのと、リーマンショックと両方があったからだということなんです。一時的にせよ景気の後退が本来はなかったとすると、失われた二〇年は、もつとつらい二〇年になってしまふかと思えます。そういうような説もありますということです。

最後ですが、どうも人口構成から見ても、またここまでの議論である国債残高の増加から見ても、今後日本の経済が大きく成長する、ないしは株価が大きく回復することを見込むのは、なかなか難しいなということだと思えます。そうすると、企業は何をすべきか、何をしてくれたら良い

かというところ、一言で言うと「成熟社会、成熟経済へ入っているわけですから、企業の利益は、原則としては配当として、投資家により大きく還元される必要がある」と思います。もちろん設備投資を否定するわけではありませんし、成長戦略だつて必要かもしれませんが、ただ、基本的には、もうそれ程大化けすることはないとしますと、そのところをほどほどに考えていただいて、不要なところで、キャッシュを積むのいかなものかと思ひますので、配当で投資家にどんどん還元していく必要があると思ひます。そうしますと、株式の大半の保有者であるリタイアされた方に対して、フローとして入ってくる配当がふえますので、年金の給付がふえるのと同じような意味合いで、もう少しいろいろ物を買ってくれるのかもしれないということですね。

それから、先ほど齊藤誠さんの話をしましたけ

れども、彼によると日本企業は、設備投資をし過ぎだ、となります。株価最大化という経済から見て最適な投資水準以上に設備投資をしてしまつて、結果として株価が低くなつてると主張しています。企業は常に利益のうちのほとんどをまた次の設備投資に回していますが、一たん冷静になつて、そんな投資をする必要があるのかどうか考える必要があります。

ですから、少し設備投資の水準を落として、配当をふやしたほうが、日本全体がより豊かになりますよということですね。日本は、過少の設備投資か、過大の設備投資かといいますと、ずっと過大に設備投資してきた。戦後の高度成長、ないしは人口がまだふえている間は、それ程に弊害はなかったかもしれないけれども、今となつては、ますますそれをやる必要は余りないのではないだろうかと思ひます。

特に海外の現地法人とか子会社からの利益が日本に戻ってこないというのが一番大きな原因です。日本の企業が連結で見ても配当が少ない、ないしは連結で見てもキャッシュの割合が多いというのは、つい最近まで、海外で上がってきた利益を日本の親会社に戻すと、追加的な法人税が取られるので、それが嫌だから残しておくわけです。キャッシュで残しておく。ないしは海外でどんどん設備投資をやっていくことなので、税制の面から、不要に設備投資を促進させていた、ないしはキャッシュを持ち過ぎていたということです。

それが、ここ一、二年、戻してくるときに、追加の法人税がかからなくなったということになっていまして、実際に還流し始めているかと思えますので、このように、もっと利益を還流して、配当をふやす必要があるかと思えます。

最初の話に戻りますが、今後株価が大化けすることはもうないのではないかと思います。では、株式の魅力はなくなったかと言えば、キャピタルゲインは期待できないが、今度はインカムゲイン（配当）が期待でき、収益源は、当てにならないキャピタルゲインから、比較的当てになるインカムゲインに移るということで、株式の魅力度はむしろ上がるのではないだろうかということです。

以上、メインのところは、必ずしもきちっとした実証で裏づけたわけではありませんけれども、印象、感想も含めまして、私の考えていることをお話しさせていただきました。多少質問の時間があるかと思うので、もし質問がありましたら、そこで受け付けたいと思います。

どうもありがとうございます。（拍手）

**若林常務理事** 米澤先生、どうもありがとうございます

いました。我が国の株式市場の動向につきまして、多面的な分析をしていただき、大変示唆に富む話を伺うことができました。

それでは、お時間をいただいておりますので、ここで皆様方から御意見や御質問等ございましたらお受けしたいと思いますが、いかがでございますでしょうか。

**質問者1** 図表1の株価の決定要因についてちょっと御質問したいのです。この算式の中の指数で、要求利回り、これはそのときの例えば銀行預金の金利というか、そういうのがある程度基準になるのでしょうか。

**米澤** むしろ国債の利回りプラス・リスクプレミアムかと思います。

**質問者1** 一般投資家はどっちかというと、預金のほうがなじみが深いのですけれども、ここで見

ているのは国債の利回りですか。

**米澤** 預金でもいいかもしれません。個人投資家だったら預金かもしれませんね。預金金利プラス・アルファを要求していくと思います。アルファというのは、株式はリスクがあるから、その分はもらわないと割が合わないよなという意味で、アルファですね。

**若林常務理事** では、ほかにございませんでしょうか。いかがでしょうか。

それでは、私のほうから質問させていただきますと思います。図表7で、これは米澤先生御自身もおっしゃっていたのですが、円安に振れたときの効果が、大体予想される業種は有効に数字が出ている。ただ、金融業と情報通信業が逆の方向に数字が出ている・・・

**米澤** ここで予想されるというのは、マイナスがついているものは円安・株高ですね。プラスのもの

のが円安・株安なので、大体輸出型のものはマイナスがついていますよね。だから大体いいのかな。ただ、銀行なんかはよくわからなかったのだ。

**若林常務理事** 今まさに先生おっしゃいましたように、金融機関とか情報通信業というのはむしろ中立的といえますか。

**米澤** そのような理解で良いかと思います。

**若林常務理事** 円安になったとき、ほかの業種の輸出銘柄が買われて、逆に相対的には売られるというふうな理解でよろしいのでしょうか。

**米澤** そうですね。

**若林常務理事** わかりました。ありがとうございます。

ほかにございませんでしょうか。

**米澤** 何でも構いませんよ。わからないものはわかりませんけど。

**質問者2** 図表11ですが、「今後の株式市場動向」

というところで、企業業績は明るいものが見えてこないという話もあったと思うのですけれども、例えば先ほどの円安云々のところもそうなんですが、輸出企業と内需の企業ではその方向感が大分違うように思っています、例えば日本の製造業はほとんど海外に出ていきますので、グローバルな成長にシフトしていくのかな。国内の企業は当分厳しそうではあるのですけれども、そうした場合に、何でもかんでも、一番最後みたいに、「キャピタルゲインから配当収益に」というわけではなくて、大化けする企業もあれば、もちろん配当収益中心に還元をしていかなければいけない企業もあって、その部分では今後はますます二極化していくのかなと考えているのですけれども、そこら辺はいかがでしょうか。

**米澤** 大きくグローバルで展開している企業は、



業績はかなり期待が込められるかと思えます。ですから、株価はついてくるのでしょうかね。ただし、そういう企業は、GDPに関しては余り貢献していないのです。海外ですからね。それから、国内の雇用に関しても余り貢献していないので、いわゆる国内の内需を喚起させるという意味では、余り影響はないのかなということです。

話はややそれますがけれども、海外まで逃げなくても、もう少し日本の地方にとどまるようなうまい税制とか制度をつくっていくことが必要ではないだろうか。急速に円高になって、九州ではなくて、いきなり中国まで飛んでいっちゃったわけですから、せめて九州とか四国あたりにとどまるような仕組みをやると、日本全体として、もう少しうまくいくのではないだろうか。そういうような仕組みをつくっていく必要があるのではないだろうかということです。

それから、先ほど、税制の面として、海外からの配当に関して、追加の法人税がかからないようにしてあると言ったのですけれども、それは裏を返すと、もつとどんどん海外に逃げていったほうがいいですよということになります。今そこで追加の税金を取られるから、実は税制面からは海外へ出ていったほうがいいですよということではないんですよ。結局海外へ行っちゃって、利益を日本に還流する際には、日本の法人税がかかることになっていきますので、それをかからないようにしたら、もつとみんな海外に飛んでいっちゃうので、両極あつて悩ましいところなのです。ただ、今言ったように、海外に出ていける企業は、もう少し違って、いろいろ絵がかけられるかと思えます。

それから、最近盛んに言われているのは、やはり日本の企業は、企業の数が多い。その結果、過当競争をやっていて、ユーザー、消費者から見れ

ば、非常にありがたいのですけれども、企業は利益が出ない。あつという間に利益がなくなるとい  
う問題があります。よく言われるのは電気機器  
で、韓国にはサムスン、LGなのに対し、日本は  
幾つあるのか、一〇社以上あるわけですね。そこ  
で戦っていると、いろいろな面でつらい点がある  
のかなということ、もう少し業界再編が必要なの  
かなという感じがします。

**若林常務理事** ほかにございませんでしょうか。

それでは、時間も参りましたので、本日の「証  
券セミナー」はこれで閉会とさせていただきます  
と思います。

米澤先生、どうもありがとうございました。

(拍手)

(よねざわ やすひろ・早稲田大学大学院ファイナンス研究科教授  
当研究所客員研究員)

(この講演は、平成二三年一月十七日に開催されました。)

米 澤 康 博 氏

略 歴

学歴

- 1974年 3 月 横浜国立大学経営学部卒業
- 1976年 3 月 東京大学大学院経済学研究科修士課程終了  
経済学修士（東京大学） 3 月29日
- 1981年 3 月 東京大学大学院経済学研究科博士課程退学

職歴

- 1980年11月 （財）日本証券経済研究所研究員
- 1984年 4 月 筑波大学社会学系講師
- 1988年 5 月 筑波大学社会学系助教授
- 1989年 4 月 筑波大学社会学系経営システム科学専攻（東京大塚）に移転
- 1995年 4 月
- －1996年 3 月 大阪大学大学院国際公共政策研究科客員助教授
- 1996年 4 月 筑波大学社会学系経営システム科学専攻教授
- 1998年 4 月 横浜国立大学経営学部教授
- 2005年 4 月 早稲田大学大学院ファイナンス研究科教授

学位

- 1996年 4 月 経済学博士（大阪大学） 4 月19日