

## 日経平均にみる株価形成の分析 — 実務家としての考察 —

佐々木 英 憲

### はじめに

本稿の研究目的は株価に影響を与える要因をバブル<sup>1)</sup>期から振り返り考察することである。そもそもの動機は、なぜ1980年代後半に世界の中で日本だけが特異な株価バブルを形成したのか、そしてその後「失われた30年」を経た現在、多くの主力企業が過去最高の利益を計上しているにもかかわらず、なぜ先進国の中で日本株式だけが過去最高値を更新できずにいるのかを明らかにしたいという思いからである。株価と理論の関係について語るのは論題が大きすぎることから、筆者の実務経験から得た範囲で、研究対象を日経平均株価225に絞り、バブル形成前の1985年からのデータを基に、配当利回り、PBR（株価純資産倍率）、PER（株価収益率）、金利の指標を使って、理論に対して実態はどうだったのかを検証してみた。バブルの振り返りに加えて、第4次産業革命で周回遅れとまで言われる現状の日本株式市場の立ち位置についても言及したい。銀行員時代のファンドマネージャーと金融商品販売の実務経験を踏まえ、知見を加えてバブル期からの日経平均株価を分析する。経験則を無視した理論はあり得ないし、実務経験からの課題アプローチは、理論の研究だけではカバーできない有意義なものがあると信じている。一方で基本的な理論を知らずに経験だけで賢い投資家には絶対になることできない。投資家教育などとおこがましいことを主張するつもりはないが、理論だけでなく資産形成の観点から現実に即した株式市場の実態を伝えることは金融リテラシー<sup>2)</sup>向上のためにも必要なことだと考える。日本の株式投資についてはダイヤモンドや東洋経

済などの雑誌から数多くの特集記事が出ているが、論文の先行研究はそれほど多くはない。日経平均株価に関する先行研究については、PERの測定手段<sup>3)</sup>、PERの具体的な水準、配当利回りの意味、株式投資における会計情報の重要性<sup>4)</sup>、決算短信を利用した株式投資のやり方<sup>5)</sup>、アノマリー<sup>6)</sup>の存在と市場参加者が合理的でないこと<sup>7)</sup>、カナダの株式市場と中国の株式市場におけるバリュート投資の有効性<sup>8)</sup>等について言及されている事例があるが、いずれも常に変動する株式相場を論じる宿命で、結果として普遍的な評価が定まるものではない。

日本株式におけるバブル形成時期から現在に至るまでの長期間を研究対象としたこと、実務家として理論と実態の乖離を個別の要素毎に言及したこと、そこに本論文のオリジナリティがあることを強調しておきたい。

## 第1章：株式投資のリターンとリスク

### 1. ギャンブル、投機、投資の違い

「株式投資はギャンブルだ」、このように思っている日本人がかなりいる。また、「投資は良いが投機は悪い」のような解説が多いが、その差はなにか、実態はどうなのだろうか？ 株式投資について、先ずギャンブルとの違い、次に投資と投機について整理してみたい。

ギャンブルとはそもそも期待利回りがマイナスで経済的に合理的な行為ではなく、やればやるほど胴元だけが儲かる仕組みで、資産形成とは無縁なものである。ギャンブルと聞くと多くの人は競馬や競輪などの賭け事を思い描き決して良いイメージではない。では宝くじはどうだろうか？ 宝くじは合法化された公営ギャンブルである。毎日数多くのCMが流れ、「買わなきゃ当たらない」当り前の言葉で購買意欲を煽っている。庶民の夢実現の一手段として、競馬や競輪と比較してイメージはさほど悪くはない。しかし宝くじほど確率が悪い賭け事はない。還元率（投資した額に対して配分される金額）でみると、競馬や競輪が75%なのに対して、宝くじは約

47%程度と買った時点で半分以上元金を失っている。仮に10回続けて購入すると確率的には当初の1,000万円が1万円以下になってしまう計算になる。宝くじは最も期待収益率が悪く、同じギャンブルでも競馬の方がまだましということになり、世の中のイメージ洗脳の怖さがある。但し宝くじには高い倍率への期待があり、例えば1枚300円が数億円になる可能性があるので、一攫千金の夢をみるレジャーとの割り切りで楽しめばそれで良い。ちなみに競馬でも2021年に不人気の馬の3連単で100円の馬券が2,983万円になった事例がある。いずれにせよ、仮に個人に財務諸表があるとしたならば、競馬や宝くじへの支出は費用であり、ギャンブルへの費用は投資や投機のように資産計上はできないものである。では、投資と投機の違いはなんだろうか？

表1 投資と投機の比較

投資	投機	コメント
長期、時間を味方	短期売買、デイトレード	実現損を嫌がり長期投資だとの言い訳になりがち
資産形成	思惑で儲ける	利益追求という目的は同じ
ファンダメンタルズ分析 会社の内容を重視	テクニカル分析 株価の値動きを重視	現実には業績だけで株価は決まらない。 そもそも投資にも投機にも絶対はない。
リスク小さい	リスク大きい	長期分散投資効果でリスク軽減が期待できる。
インカムゲイン重視	キャピタルゲイン重視	運用スタイルによる。成長株は敢えて配当しない。
身の丈にあった運用	レバレッジ運用	信用取引は投資額以上の損失の可能性あり

投資と投機の違いは案外難しく、運用で資産を増やすという目的は同じである。経済学で「安く買って高く売る」ことを「投機」としており、貨幣需要の説明では国債を保有する代わりに貨幣を保有することを「投機的動機による貨幣需要」とも説明している。経済学においても投機のイメージは意外と幅広くとらわれているのではないだろうか。

リスクの取り方によって投資と投機を区別することができる。例えば、投資した金額以上に損失を負わないのが「株主の有限責任」<sup>9)</sup>であり、生

活を脅かすわけではなく資産に余裕がある人が半分あるいは最悪ゼロになっても良いとの覚悟で行うのなら、それは投資と言える。ところが投資初心者や資産の乏しい者が分不相応なリスクを取ること、例えば借金をしての投資、レバレッジ運用<sup>10)</sup>の証拠金取引に誘導されるような金融商品、株式の信用取引、商品先物、FX取引、暗号資産（仮想通貨）の類のほとんどは、自分の投資した額以上に損失を被る可能性があり、極めてリスクが高いので投機と言える。リスク許容度の面から、最悪の場合の損失の影響が不明な場合や生活を脅かすような取引は投機である。また単に値動きの激しさから投資と投機に区別するのは、同じ市場を相手にしているのだからナンセンスであり、資産に余裕があり財産が半分になる覚悟で行っているのは、それはリスクテイクであり投機ではないというのが筆者の見解である。多くの株式投資家は長期投資と短期投資を併用しており、運良く短期間で当初予定の収益が獲得できたのであれば当然利回りは向上するわけだし、必ずしも「投機は悪」と定義するのは正しくはない。投機する人がいるからこそ相場の流動性が確保されるという良い側面もある。むしろ「Investment is the end of speculation（投資とは投機のなれの果て）」という諺通り、投資家の中には短期で儲ける思惑がはずれ、でも実現損を出したくない心理から、長期投資と称して含み損を抱えてしまうパターンに陥っている人が非常に多い。一方、長期にわたる時間分散（積立）によるコスト平準化は、リスク軽減効果になり理にかなっている。資産運用者が、株価が下がってきても動揺せず、むしろ安く追加で買えるので嬉しいという心境になれるのが「投資」であり、株価が下がって不安になるのは、元々が「投機」だったからと考えられる。

平均的なパフォーマンスからすると、長期の株式投資は報われると言われるが、現に日経平均やTOPIXは未だに1989年の高値を更新できていない。個別でみるとテンバガーと呼ばれ株価が10倍以上になる銘柄は数多くあり、ファーストリテイリング、ヤフーは100倍以上になった。一方で

NTT（配当は加味していないが1987年最高値318万円に対し現在は80%以上も下落の株価水準）や多くの銀行株のように30年以上経った今でも市場最高値に遠く及ばない銘柄も多くある。したがって「長期投資は必ず報われる」とも軽々しくは言えないのである。バブル形成の過程で政府売出し公募NTT株を購入した一般投資家の行為を一括りに「投機」とは言えないし、「投資」と称してBuy & Holdすることが必ずしも正解ではない。「投資＝長期＝確実に儲かる」、「投機＝短期＝ギャンブル」の発想は捨て方が良い。結局、投資と投機の違いは、時間軸や投資スタイルの違いであり、極めて概念的なもので「投資は善で投機は悪」と世間に横行している解説は正しくない。

## 2. 株式投資のリターン

株式投資の是非の前に、資本主義という仕組みが崩壊すると考えるのであれば株式など保有すべきではないというのが大前提であり、今後も株式と市場という基本的な枠組みが維持されるのなら、株式は資産形成において積極的に選択されるべき金融商品である。株主の権利は、①議決権、②剰余金分配請求権、③残余財産分配請求権の3つである。その中で、M&A目的すなわち会社支配の為の①の議決権は一般の株式投資家には無関係であり、健全な上場企業を投資対象にするならば③の残余財産分配請求権も無関係である。一般の投資家にとって、株式投資の動機は運用で資産を増やすことであり、そのリターンは売買益（キャピタルゲイン）、配当金（インカムゲイン）、株主優待の3つである。「売買益＝株価の値上がり分」は明確であるが、②の剰余金分配請求権について言及する。配当は多い方が良くと思われがちだが、成長株の投資家は配当で社外流出するよりも無配当でも構わないから、さらなる成長に資金を振り向けその分株価の値上りを期待している。株主優待は日本の株式会社独自のもので海外の株式ではほとんど見られず、会社の業績と直接連動するものではない。また単元株

(100株)未満の株主を無視したリターンである。

### 3. 株式投資のリスクと損失の程度

株式投資のリスクとして、①価格変動リスク、②信用リスク、③流動性リスクの3点について言及する。多くの投資家が一番意識するのは①の価格変動リスクで、当然元本保証ではないこと、かつ投資した時点からの株価下落次第で損失がどんどん膨らむことである。次に②の信用リスクであるが、当該会社の信用力が低下すれば当然に株価下落につながるのも、それも含めて価格変動リスクであると言える。さらに③の流動性リスクは、上場株式の場合は流通市場があるので、大きなリスクとは言い難いが、出来高の少ない会社への投資については、上場銘柄であっても執行面で思ったような取引ができないケースもあり相応にリスクはある。次に損失の程度についても考える必要がある。暴落の時にどの程度の損失が予想されるのか、リスク対策としては非常に重要になるのだが、理論的に説明されることもあまりなく、次の買い場を探すチャートによる下値目途が語られることがほとんどである。価格変動については、「株式の有限責任」から現物取引（信用取引は別）をしている限り、投資した金額以上に損失を負うことはなく、これは株式投資において最も重要な点である。ちなみにリスクを変動率とした場合、日経平均株価で1日の最大下落率は1987年の14.9%であるが、それを含めて日経平均株価が10%を超えたのは過去4回しかない。個別株では1日で10%を超えるような下落やストップ安（値幅制限）は日常茶飯事である。これは日経平均株価が指数であり、分散投資効果が働いていることに他ならない。

### 4. リスクに対する認識のギャップ

先ほど述べた通り多くの一般の投資家にとってのリスクとは元本を棄損することである。英語のCrisis（経済上の危機、損失）やDamage（損害）

に近い感覚である。これに対して証券分析における投資のリスクとはRisk（不確実性）のことである。銀行で金融商品の販売をした経験からすると、銀行の取引先（特に個人投資家）に対して、学問上のRiskを説いてもなかなか理解してもらえない。次にリスク軽減の為の分散投資についてであるが、金融商品販売業者がリスクを説明する際に、「卵は一つのカゴに盛るな」のセールストークが分散投資を勧める常套文句である。ポートフォリオ（資産の組合せ）のRiskは標準偏差で示され、分散投資効果も相関係数に依存しており、そこまで理解している投資家はさほど多くはいない。さらに実際の相場においては、いくら分散投資をしたところで、損失は避けられないというのが現実である。CAPM（Capital asset Pricing model: 資本資産価格モデル）によると、分散投資によりリスクを軽減できるアンシステマテックリスクの他に、市場の変動そのものを表すシステムテックリスクが存在するからである<sup>11)</sup>。そして多くの場合このシステムテックリスク（分散投資では除去できない市場変動のリスク）の影響を受けるからであり、これをきちんと説明している金融商品取引業者はおらず、ましてやほとんどの投資家も理解していない。しかしこれを金融リテラシーの欠如と呼ぶには少し酷なような感じがする。そんなことよりも一般投資家にとってのリスクは損失であり、投資した金額以上に損失が拡大することはない（株式の有限責任）のに対し、レバレッジ効果を期待する信用取引は、投資金額を上回る損失になる可能性があり極めてリスクが高くなるので投機であることを理解させることの方が有益である。分散投資の有効性の効果と限界を知ることが重要で、その意味では銘柄分散よりも時間の分散の方がより効果的である。だからこそ株式投資は、余裕資金で行うべきであり、長期・分散・積立が資産形成にとって基本だと教える方が現実的である。

## 5. 投資尺度と割安・割高の考え方

株式投資を行う際に参考にする投資尺度のうち、ここではPER、PBR、

ROE、配当利回りについての定義を整理し、第4章への展開とする。

- ① PER (Price Earnings Ratio株価収益率：倍) = 株価 ÷ 1株当り純利益 (EPS)

株価が分子であり、利益が分母なので、倍率が低いほど割安

- ② PBR (Price Book-value Ratio 株価純資産倍率：倍) = 株価 ÷ 1株当り純資産

株価が分子であり、純資産（利益の蓄積）が分母なので、倍率が低いほど割安

- ③ 配当利回り (%) = 1株当り年間配当額 ÷ 株価

当然利回りが高いとリターンが大きいので良い。

- ④ ROE (Return On Equity株主資本利益率：%) = 税引き利益 ÷ 株主資本

これは悩ましい指標で株主と債権者で異なる結果となる。株主にとってはROEが高いほど良いが、ROEは自己資本比率の逆数であるので債権者には安全性の低下になる。エクイティ（株主）とデット（債権者）の比率は「最適資本構成」<sup>12)</sup>としてコーポレートガバナンスの領域になる。

そもそもなぜ投資尺度が重要かと言うと、株価の適正水準を知り、割安か割高の判断材料とするからである。「安く買って高く売る」、これは投資だけでなく商売にとって普遍的なものである。では、それを実践する為に「割安を買って割高を売る」のはどうだろうか？ 割安、割高の意味は極めて主観的かつ曖昧であり、投資判断の一助に過ぎない。結論から言うと、「割安を買って割高を売る」を実践しても必ず儲かるわけではない。なぜなら割安や割高は相対的かつ主観的なものであり、絶対的な指標ではないからである。「価値 > 現在の価格 ⇒ 買う」、「価値 < 現在の価格 ⇒ 売る」の価値観は人それぞれである。結局、割安か割高の判断は人によって異なり、市場は不特定多数の相場観の集大成である。だからこそこうあるべき論



(理論) と実際のマーケットの動きに乖離が生じるのである。市場を紹介している以上、銘柄を選択する基準も人それぞれである。大多数の投資家から人気を集めると予想される銘柄に投資する行為が賢いということになり、いわゆるケインズの「美人投票」<sup>13)</sup>は本当に説得力がある。市場で勝つためには「美人投票」に基づき行動するのが正解であるが、ではそれをどのように予想し、いつ実現されるのかという時間軸の問題もあり、簡単なことではない。投資ではマーケットに真摯に向き合うことが重要で、自分が正しく市場価格がおかしいと異議を唱えても所詮独りよがりのたわごとでしかない。

## 第2章：株式市場

### 1. 時価総額

時価総額は株式市場と株価を理解する基本なのだが、学生だけでなく社会人でも株価と時価総額の間接関係を理解できていない人が意外に多い。株式の講義の最初に、「良い会社の株価は悪い会社の株価より高い。これは正しいか？」と問うことにしているが、多くの学生が「株価の高い会社は良い会社であり、株価が低い会社は悪い会社である」と答える。「時価総額＝株価×発行済株式数」であり、当然、株価だけで判断することは間違いである。例えば無償増資で発行済株式数が2倍になれば、理論上の株価は半分になる。だから企業同士や市場を比較するには株価ではなく時価総額で見なければならない。厳密には時価総額は企業価値と完全にイコールではないが当該会社に対する株式市場からの信任度合であり株主価値である。

時価総額とGDPの関係についても触れておきたい。「株価は経済（景気）を写す鏡」と言われており、投資の神様と呼ばれるバフェットも「バフェット指標＝時価総額÷名目GDP」を投資の目安にしている。「時価総額>名目GDP」の場合は割高というわかりやすい指標である。しかし長期的には株式時価総額と名目GDPは連動する傾向はあるものの、短期的には

時価総額の変動が大きく、その乖離率は大きくなる局面があり、参考程度に留めたい。

## 2. 日経平均株価とTOPIX

日経平均とTOPIXの違いと指数に対する影響度は表2と表3の通りである。

表2 日経平均株価とTOPIXの比較

	日経平均株価	TOPIX (東証株価指数)
算出・公表主体	日本経済新聞社	東京証券取引所
算出対象	東証1部上場株のうちの代表的な225銘柄	東証1部の全銘柄 <sup>14)</sup>
算出方法 ※日経の除数調整は下記	株価を平均して指数化 (株価単純平均型 ※除数調整)	時価総額で加重平均し指数化 (時価総額型)
指数への影響 (最大影響銘柄)	株価の高い銘柄の影響大 例／ファーストリテイリング	時価総額の高い銘柄の影響大 例／トヨタ自動車
算出開始、基準	1950年9月7日	1968年1月4日を100とする
過去最高値 (終値ベース)	38,915.87円 (1989年12月27日)	2,884.8ポイント (1989年12月18日)
2022年2月28日値	26,526.82円	1,886.93ポイント

参考：日経平均の除数とは、指数の連続性を保つ為に、増減資や銘柄入替が生じた場合に調整するもの。

例／A株が100円、B株が200円、C株が300円の時、単純平均株価は200円  $(600 \div 3)$  になる。

仮にC株で100%無償増資が行われた場合にはC株の理論値は150円になる。

(発行済株式数が2倍になったので株価は2分の1) そうすると平均株価は450円になるので、増資前の200円との連続性を持たせる為に除数は  $450 \div 200 = 2.25$  になる。

留意すべき点は日経平均株価が225銘柄の単純平均、TOPIXが東証1部全銘柄時価総額の加重平均であることで、機関投資家のポートフォリオ（資産配分）はTOPIXに近いのだが、市場全体を語る際には世間の認知度から日経平均株価が使われることが多い。

表3 トヨタ自動車、ファーストリテイリング、三菱UFJの比較

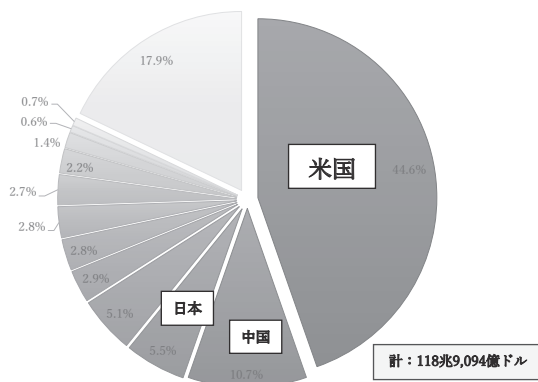
2022年2月28日時点	株価	発行済株式数	時価総額
トヨタ自動車	2,138.5円	16,314百万円	34兆3,267億円
三菱UFJファイナンシャルグループ	712.8円	13,281百万円	9兆3,957億円
ファーストリテイリング	61,830円	106百万円	6兆5,500億円

2022年2月28日の数値で説明する。日本で時価総額が一番大きいのはトヨタ自動車で約34兆円強、株価が一番高いのはファーストリテイリングで61,830円、時価総額を指数化したTOPIXでは三菱UFJの方がファーストリテイリングより寄与度は大きい、日経平均株価となると単純平均の比較となり、ファーストリテイリング株価の方が高い為に、日経平均への寄与度は三菱UFJよりも圧倒的に高いということになる。上記のことからも、株価だけで企業を比較することが無意味であることが良くわかる。ちなみに東証は2022年4月から、現在の東証1部、東証2部、マザーズ、JASDAQ（スタンダードとグロース）の5つの市場を、①プライム、②スタンダード、③グロースの3つに再編された。（ここでは詳細は割愛する）新たに3つの新指標ができ、日経平均株価とTOPIXは指数として存続するが、再編後にどのようなメルクマールとして使われていくかは現時点では不明である。

### 3. 海外の株式市場

世界各国の株式市場時価総額は資料によりかなりばらつきがあるが、ここではBloombergデータを参考にした。世界株式の時価総額（浮動株調整後：2021年11月末）は118兆9,094億ドルである。日本株式の現在の立ち位置を確認すると、2022年2月末の日本株式の時価総額は688兆円、2021年10月の名目GDP（IMF集計）は553兆円である。パフエット指標では割高である。

図1 世界株式市場時価総額シェア（2021年11月末）



国	シェア	イギリス	2.9%	オーストラリア	1.4%
米国	44.6%	インド	2.8%	ロシア	0.7%
中国	10.7%	フランス	2.8%	ブラジル	0.6%
日本	5.5%	カナダ	2.7%	その他	17.9%
香港	5.1%	ドイツ	2.2%	合計	100%

出所：Bloomberg社

圧倒的に高いシェア（44.6%）を占めているのは米国、中国（10.7%、香港の5.1%を合わせると15.1%）、日本は3番目で5.5%のシェアで、GDPの順位と同じとなる。

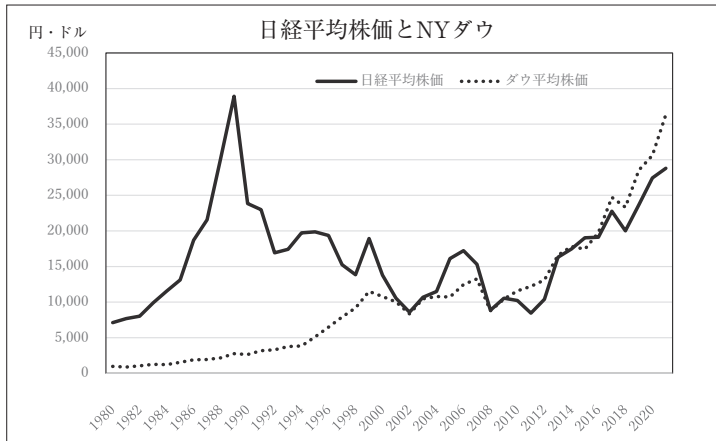
主要国の投資尺度を比較したものが表4である。各国に特有の事情があるのは当然であるが、日本の数値を先進主要国と比較してみると、主要先進国のPERは20倍～30倍、PBRも概ね2倍以上であり、現時点ではPER、PBRとも日本は割安であり、日本株への評価が低い水準にあるということがわかる。東証1部の売買高の7割は外国人投資家だと言われている。「ケインズの美人投資家」の理論でいくと、外国人投資家が何を考えているのかを無視することはできない。当然グローバルな視点で投資しているはずだし、日本の成長期待が剥落していると言われる中で日本株式に対して先行き強気になるような明るい材料が必要である。

表4 各国のPER, PBR、配当利回り（2022年1月末時点）

国	PER (実績値)	PBR (実績値)	配当利回り (実績値)
米国	31.8倍	4.9倍	1.34%
中国	13.6倍	1.7倍	1.97%
日本	<b>17.0倍</b>	<b>1.4倍</b>	<b>2.23%</b>
香港	31.3倍	1.3倍	2.82%
英国	33.4倍	2.2倍	3.18%
インド	32.7倍	3.7倍	1.21%
フランス	33.6倍	2.2倍	2.24%
カナダ	21.3倍	2.3倍	2.84%
ドイツ	24.4倍	1.9倍	2.26%
オーストラリア	23.5倍	2.3倍	2.92%
ブラジル	19.3倍	2.0倍	7.45%
ロシア	9.8倍	0.8倍	7.07%

出所：my INDEX社

図2 日米の株価指数の推移（1980年～2021年12月末ベースでの比較）



出所：Google社世界の経済のネタ帳のデータより筆者作

日米の株価のパフォーマンス比較をしたのが図2であり、以下のことがわかる。

- ① 1980年代の日本株式のバブルが凄まじかったこと
- ② 米国株式が極めて順調に上昇していること

- ③ 平成の30年間（1989年～2019年）のパフォーマンスで歴然と差がついていること（NYダウが10倍強になっているのに対し日経平均は約マイナス40%）
- ④ 平成だけでなく令和になっても日米株価の格差が広がっていること

#### 4. 株式市場の特性

市場の特性として、以下の3点を指摘しておきたい。

- (1) 一時的に値動きが激しく行き過ぎの局面がある。

市場はそもそも売り手と買い手の交換の場であり、市場参加者の上昇期待の欲望と相場下落への恐怖が集約された場である。そして株価は不特定多数の売買結果であり、まさにこれも「ケインズの美人投票」である。中長期的には市場の結果は正しいが、短期的には集団心理から相場が一方に傾きやすく相場の振れを増幅しやすい面があり、理論から乖離している相場をおかしいと主張する人々は、時として正しいこともあるが、市場のコンセンサスからするとその主張が陳腐化している可能性もある。市場が新しい何を示唆していることも多く、市場の結果に真摯に向き合う姿勢が大事である。

- (2) 株価には先行性があり将来の期待で動いている。

株価は景気の先行指標であり、予想（期待）で動くという特性がある。2020年の春（2020年3月19日の日経平均株価：16,552円の安値）以降、コロナで企業の業績落込み、GDPマイナス成長の中で、株価だけが上がるのをバブルと言っていた多くの人々は、この株価の先行性を理解していなかったということになる。特に短期的な売買では、どんなに好決算であっても事前の予想範囲内であれば、株価は上がらず、むしろ材料出尽くしで売られることが非常に多い。「Buy the rumor Sell the fact」は市場参加者が理解すべき基本である。この現象を教えずに、ただ当たり前のように「業績が良い銘柄を買え」と初心者に対しセールスする金融

販売業者がなんと多いことか、とても残念である。市場の特性が理解せずに、日々のニュースや材料だけを真に受けて株式投資を繰り返している人が非常に多く、これは相場の特性を十分に理解しておらず教科書や相場観以前の問題である。

(3) サプライズには強く反応する。

想定外の出来事、予想外の数値発表には敏感に反応する。事前の予想以上に収益が下振れるという発表に対して株価は当然下落するが、特に黒字予想が一転して赤字になる（逆も然り）などのニュースにはより大きく反応する。日々、相場解説者から色々なリスクシナリオが語られているが、話題に上っている事項は程度の差こそあれ、リスク要因として既に認識（相場に織込済）されているのである。したがって筆者の経験からすると、相場の変動率を大きくする一番のリスク要因は想定外の出来事とも言える。

## 5. 株式市場の効率性

効率的市場仮説は米国の経済学者であるファーマが2013年に発表した理論<sup>15)</sup>であり、ノーベル経済学賞を受賞している。ところが、運用の実務を行なう者としてこの仮説は全く腑に落ちない理論である。株式投資で成功している人々がはたしてこの理論を支持するだろうか、答えはNoである。この点については、本浪「効率的市場仮説に対する私的考察」（2011年12月近畿大学短大論集第44巻）他、多くの学者も否定しているところである。ファーマの理論を整理すると、以下のようになる。

効率性	定義	意味するところ
①ウィーク型	過去の情報から平均以上のリターンをあげることは出来ない	テクニカル分析（チャート分析）は無効
②セミストロング型	全ての公開情報を用いても平均以上のリターンをあげることは出来ない	ファンダメンタルズ分析も（企業分析）も無効
③ストロング型	インサイダー（内部）情報を用いても平均以上のリターンをあげることは不可能	企業が情報を公開する前に全て価格に織り込まれる

株価はどこまでの材料を織込んでいるのか？ これは非常に難しい問題である。この効率的市場仮説は、いろいろな情報がどこまで株価に織り込まれているのか分類したものであるが、全て株価に織り込まれているのが強い効率性であるという結論では、身も蓋もない話になってしまう。この理論が相場の実態から乖離している理由は、先ずそもそも本当に効率的市場仮説が成り立っているとするならば、情報はすべて市場価格に反映されているので、ファンダメンタルズを超えたバブルは生じないはずである。次に明らかにインサイダー情報、これを入手して売買する行為自体が非合法なのは言うまでもないが、現実にはやってはいけないインサイダー情報で儲ける輩がおり、だからこそ規制があるので、③のストロング型でインサイダー情報も価格に織り込まれているという仮説がありえないことは明白である。さらに、①ウィーク型のテクニカル分析は無意味であるならば、プロの専門家含め、なぜ多くの人がチャート分析などを参考しているのだろうか？ チャートは過去の値動きの推移にすぎないが、平均約定コストなど市場参加者の心理状態を示しており、経験則として相場の次の動きを予想するのに役立つと信じているのである。チャートは人の欲望と恐怖を表していると言われ、これが相場の変動を大きくする要因となり、個別企業の業績とは関係のない値動きとなることがある。ウィーク型のテクニカル分析を否定することは、「これから起こることは未知なことであり、歴史や心理学を学ぶことは意味を持たない」と主張しているようにも聞こえる。また、「アノマリー（理論では説明できないが経験的に観測できる規則性）の存在は多くの研究がなされており、現実の株式市場はそれほど効率的ではない」、「市場参加者は合理的、賢明でない」と、本浪は「効率的市場仮説に対する私的考察」（2011年12月近畿大学短大論集第44巻）で述べている。最後に②セミストロング型のファンダメンタル分析まで否定するのであれば、企業分析を行う意味はないことになる。現実問題として、公開された情報だけでは簡単には市場の勝者にはなれないが、よりの確に



企業を分析して将来の業績を予想した者には、ご褒美として超過リターンがもたらされる。周知の情報だけでは儲けられないのは当然であり、収集した情報を基にそこからの確に当該企業の将来の業績を定性面や定量面から分析することを、財務担当者や証券アナリスト他、市場関係者は日々しのぎを削っているのである。したがって、「市場は合法的な情報収集（インサイダーではない）面においてはセミストロングに効率的であり、情報分析等により超過リターンを得ることは可能である」と解釈するべきである。少なくとも株価にあらゆる情報が全て織り込まれているという理論は実務としては現実的ではないし、改めて仮に市場が本当に効率的ならばバブルなど生じないはずである。以上から、アノマリーやどこまでの情報をどれだけ株価に織り込んでいるのかなどを合理的に説明することは基本的には困難である。パフエットも「もし市場が常に効率的だったら、私は今頃街角に座り込んで物乞いをしているはずです」との名言を残している。ここはノーベル経済学者ファーマよりも実績で示している相場の神様パフエットの主張を支持したい。

## 6. 相場解説は後講釈

多くの専門家の解説は都合の良い部分だけを切り取った後講釈が多い。株式の専門家ですら、先行きの株価見通しは様々であり、どんなにそれらしい理論を唱えても最終的には市場が出した現実の株価を甘受しなければならない。結果的にいつか必ず市場が正しい水準に収束する。としか言いようがないのである。ではそれがいつなのか？ 時間軸については誰もわからない。また、誰（例えば外国人投資家）かが買っている、売っているとかというセールストークは良く語られるが、需給と供給だけで株価を解説するのは意味がない。その背景を知りたいのだ。経済学の初歩でもある、需要（買い）が供給（売り）を上回っているから上昇、逆に供給が需要を上回っているから下落するといった当り前の解説をしても無益である。重

要なのは、市場参加者の注文が、なぜ需要が上回るのか。供給が上回るのか、その要因を分析する必要がある。株式投資において多くの専門家の解説は後追いの解釈であり、何とでも理屈づけられる。

## 7. 政策当局の市場介入

国家資本主義<sup>16)</sup>とも言われる中国の株式に多額の資金をつぎ込めるであろうか？ ポートフォリオの一部ならともかく、いつ何時に中国共産党の規制や介入の恐れのある市場はどこか安心できないものがあり、多額の投資は躊躇せざるを得ない。アベノミクスの異次元緩和で、2010年12月から日銀が大量にETF（Exchange Traded Fund上場投信）の購入を開始して現在も続いている。中央銀行による間接的な株式購入の是非は別に譲るとして、株価上昇の効果は確かにあった。当初は日経平均連動のETFを購入しており、超低金利政策もあり、その後は総じて順調に日経平均は上昇している。日銀の購入で需給は好転したものの、反対に日銀の大量購入で主要企業の大株主になったことによる悪影響が指摘されるようになり、そのためETF購入は、2021年度には対象銘柄の少ない日経平均型からTOPIX型へ購入対象が変更されている。ロイターによると、先進国で株を保有しているのは日銀とスイスの中銀、ECB（ヨーロッパ中央銀行）だけであり、金融政策の域を超えた過剰なリスクを抱えていると言われる。一方米国のFRBは株式購入の考えは全く念頭にないことを明言している。経済の状況が良く株式市場も順調に上昇していることから、FRBは金利をマイナスにしていないし、株式も購入していない、極めて上手く金融政策を行っている。

もし仮に日銀のETF購入がなかったらどうなっているのか、日本株式の本当の実力が誰もわからなくなっている。日本市場が世界に対して開かれた市場である為には、規制がなるべく少なく自由で透明性のある市場であることが前提で、ディスクロージャー（情報開示）も重要な要素である。

国家の介入の可能性、情報開示が十分とは言えない中国株に大きな投資をしようとは思わない。一方日本はどうだろうか？ 今や日本株は異次元緩和と称してETFで買い支えてきた日銀が実質的に多くの主要企業で筆頭株主になってしまった。やはり異常な事態である。下がれば日銀が購入する安心感と引換に、中央銀行がリスク資産である株式を購入し大株主になっているという今の状況は、開かれた市場として疑問が残る。例えばイールドカーブコントロール<sup>17)</sup>と称した日銀による強引な長期国債の価格形成も同様であり、不特定多数の需要と供給により市場価格が決まるという大原則から逸脱した形は、市場の透明性と機能不全の観点からも心配である。

### 第3章：投資スタイル

投資の行動と投資手法は様々であり、投資家にとってどれが正解というものはない。長期運用か短期運用か、インカムゲイン重視かキャピタルゲイン重視か、これは投資と投機の違いで述べた通りである。長期で少しずつ資産形成を目指す人もいれば、余裕資金による短期売買でスペキュレーションに近い人もいる。同じ投資家でも時として使い分けている。対比される以下の投資スタイルについて、実務経験からのコメントも加えて分類した。

#### 1. アクティブ運用 vs. パッシブ運用

ここで言うアクティブ運用とは、裁量によりパッシブ運用を上回る成果を目指すものである。投信のアクティブファンドだけでなく自身で個別銘柄を研究して投資することも含めている。運用者の力量が問われ、その分手数料はパッシブより高い。株式投資を行うこと自体が楽しみであり、色々な投資経験を積んでスキルアップを考えている人は、アクティブ運用が良い。一方、パッシブ運用とは市場全体あるいは指数の動きと同様の投

資成果を目指す運用のことでインデックス運用と同義である。投資に割ける時間がなく平均的なリターンを求めるならばインデックスファンドの方が良いと考える。指数を上回るアクティブ運用が現実には少ないこと、手数料もパッシブ運用の方が少ないこと、あれこれと考えなくても良いこと、インデックス型のETFであれば市場が開かれている間いつでも売買できるので流動性が高いこと、分散投資の効果があること、ケインズの「美人投票」の考え等が、パッシブ運用（インデックスファンド）を後押しして急増している要因である。

## 2. バリュース株 vs. グロース株

（論点整理のために筆者作成）

バリュース株	<ul style="list-style-type: none"> <li>・資産性や収益性からみて本来の企業価値に比べて、市場で割安に放置されている株式を買うこと</li> <li>・低PER、低PBR、高い配当利回り</li> <li>・インカムゲイン重視であり、株価の変動率は比較的低い</li> <li>・例／時価総額が大きい伝統的な大企業、銀行、商社、電力、自動車他</li> </ul>
グロース株	<ul style="list-style-type: none"> <li>・将来の高い成長性に着目し、市場で多少割高に評価されるのを容認し、大きな値上がり益を期待して株式を買うこと</li> <li>・高PER、高PBR、低い配当利回り</li> <li>・キャピタルゲイン重視、株価の変動率は比較的高い</li> <li>・例／時価総額が小さい新興の中小型企業、IT、新技術、マザーズ銘柄等</li> </ul>

この比較も非常に悩ましい問題である。突き詰めるとどこまでが割安でどこからが割高かという程度の問題に行き着く。グロース株は、テンバガー（10倍になる株）狙いで、株式投資の醍醐味とを感じる投資家が多い。成長株には敢えて配当を出さない新興企業が多いし、次世代の有望なテーマに適っているということ、現時点での利益は少ない（もしくは赤字）でPERが異常に高い銘柄が数多く存在する。そのために株価の値動きも激しくリスクが高いと言える。どんなに高い成長が見込まれる企業の株式であってもその成長に見合う妥当な水準があるはずだが、その算定が各々の投資家の価値観や株価の勢いということになり難しい。それに対してバリュース株の投資基準は比較的分かり易い。あまり人気がないのでPERは低く、成

熟した企業なので配当も比較的高い。よってあまり値上りは期待できないが安定した配当は期待できる。例えばトヨタ自動車株が破綻することは想定しづらいが、逆に今から10倍になる可能性も小さい。金利の上昇は株式全体にとって逆風なのだが、金利上昇で真っ先に売られるのはグロース株であり、代わりにバリュー株へとポートフォリオの入れ替えが行われる。但し、急激な金利上昇や資源高のような有事になれば、バリュー株も売られ株価全面安になる。この辺が投資初心者だけでなくベテランにとっても難しいところである。

### 3. 順張り vs. 逆張り

ランダムウォークとは株価の値動きは規則性がなく過去の変動とは一切関係ないとする仮説であり、テクニカル分析の有効性を否定しているのは効率的市場仮説（ウィーク型）に似ている。しかし現実には上昇相場や下落相場があり、多くの投資家がチャート分析を用いている。そして相場は一方的に動くのではなく日々上下を繰り返しながらトレンド（長期的な趨勢、方向性）を形成していく。

（論点整理のために筆者作成）

順張り	<ul style="list-style-type: none"> <li>・トレンドに合わせた売買をすること</li> <li>・例えば上昇相場でとにかく相場に参加するスタンスなので儲けやすい。</li> <li>・上昇の100%を享受できないなど、機動的な売買が裏目に出ることもあり</li> <li>・相場が下落に転じたと判断したら損切も行う。</li> </ul>
逆張り	<ul style="list-style-type: none"> <li>・トレンドと逆の売買をすること</li> <li>・下がった所で少しでも安く買おうとする行動が裏目に出て、バブル崩壊などの底値が見えづらい下落相場で大きな含み損を抱えやすい。</li> </ul>

上昇相場で儲けやすいのは当然で、下落相場の場合に現物取引だけで儲けるのは難しい。最安値で買って最高値で売ることが出来ればベストで、逆張りが上手くいくと非常に気持ち良いが、それは簡単ではない。「頭と尻尾はくれてやれ」という相場の格言がある。買値にこだわらず、順張りで「損切りは早く、益出しは遅く」が出来れば理想だが、人間の心理として、

「実現損は出したくない、含み益は実現したい」となりがちである。

#### 4. テクニカル分析 vs. ファンダメンタルズ分析

ほとんどの投資家や市場関係者は、テクニカル分析とファンダメンタルズ分析を併用しており、この比較もバランスの問題だと考える。

(論点整理のために筆者作成)

テクニカル分析	<ul style="list-style-type: none"><li>・企業価値とは無関係に過去の値動きを参考にする手法</li><li>・投資のタイミングを重視し視覚的に判断する。</li><li>・データや経験則などから将来の株価を予測する。</li><li>・専門家との情報格差がない。</li><li>・チャート分析が代表だが、トレンド分析の他、買われ過ぎや売られ過ぎのオシレータ分析など多くのお種類がある。</li><li>・ケインズの美人投票に基づき収益を追求する。</li></ul>
ファンダメンタルズ分析	<ul style="list-style-type: none"><li>・企業業績と財務状況を分析して投資判断をする。</li><li>・企業の本質的な価値と市場価格（株価）のギャップに着目</li><li>・ミクロだけでなく経済指標などマクロ経済も分析対象</li><li>・長期投資が基本（短期的な値動きやトレンドにとらわれない）で、結果が直ぐに表れにくい。</li><li>・PER、PBR、配当利回りなどの指標を参考にする。</li></ul>

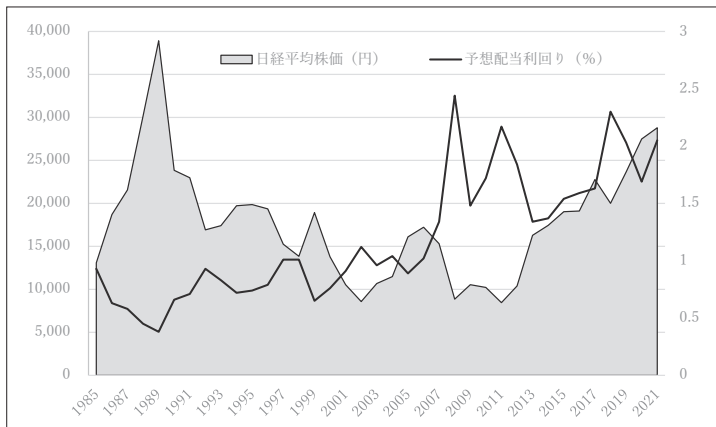
### 第4章：日経平均株価の実態と分析

#### 1. 配当利回りと株価の関係

配当利回りは債券の利回りと比較されることが多く、経済学の理論でも金利が高い時はわざわざリスクの高い株式よりも、より安全な債券が選好されることになる。金利との裁定で株価の下落局面では下値抵抗の目安として配当利回りが意識される。では、予想配当利回りと株価の因果関係はどうだったのだろうか？

「予想配当利回り = 1株当り予想配当金額 ÷ 現在の株価」の利回りである。日経平均株価の予想配当利回りは1989年の年末に0.38%と最低利回りを記録し、その後は徐々に上昇傾向にあり、2008年以降は2%前後で推移している。1989年の大納会は日経平均株価が38,916円とまさにバブルの最高値にあり、1985年から1989年のバブル形成過程の局面を捉えると、日経

図3 日経平均株価と予想配当利回り



出所：日経新聞投資指標データより筆者作成

平均株価と予想配当利回りはむしろ逆相関（配当利回りが低下しているのに株価が上昇する）の関係であったことがわかる。バブル崩壊後は下値を切り上げる形で推移しているが、株価がダブルボトムを付けた2008年の日経平均株価：8,860円、予想配当利回り：2.44%、2011年の日経平均株価：8,455円、予想配当利回り：2.17%であり、この局面においても「予想配当利回りの上昇が株価上昇」にはなっておらず、逆相関になっている。その理由は当時の日本企業は株価の値動きよりも安定した配当が優先していたためである。

一方で株式市場のグローバル化が進み、株式の持ち合いや株主還元の観点から、日本の配当利回りの低さが指摘され、その結果株主還元の一環として配当利回りの上昇を余儀なくされ、トレンドとして現在まで配当利回りが向上している。したがって予想配当利回りは金利との裁定が働き株価の下値目途と言われるが、現実には株価および金利との相関関係はほとんどなかった。金利と株価の関係は次項目で言及する。配当利回りで留意すべき点は、業績が好調で増配するケースは問題がないが、業績が不調で株価

が下落しているのに配当を維持しているケースである。いずれ減配に追い込まれる可能性が高く、そのために事後的にわかる配当性向（当期純利益をどれだけ配当金の支払いに充てたか、つまり「1株当配当額÷1株当り当期純利益」）の検証も必要になる。配当性向が低すぎる企業は株主還元が不十分ということになる。

## 2. 金利と株価の関係

次に金利と株価の関係を検証してみたい。企業の業績を内部要因とすると、株式を変動させる外部要因は何かというと金利であり、金利の上昇は株式の天敵であると言われる。金利と言ってもどの年限の金利かが問題だが、政策的に操作される短期金利ではなく通常は長期金利（10年）のことを指す。

「金利上昇＝株価の下落」あるいは「金利低下＝株価の上昇」は理論的にも経験則からも信じられているが、実際のところはどうだったのだろうか？ 株式評価モデルは、①配当割引モデル、②定率成長モデル、③割引キャッシュフロー法（DCF法）モデル、④残余利益モデル等がある。分子のリターン、分母の割引率に何を使うかの差異はあるが、株式評価モデルのほとんどは基本的に「将来見込まれる1株当りの現在価値である」という考えに基づいており、将来価値を現在価値に引き直す際に使用する割引率は金利そのものであり、その意味するところは「高い金利で割り引けば現在価値は小さく算出される」、すなわち金利上昇は株式の価値を低く評価することになる。株式評価モデル式の例は下記の通りである。



$$\textcircled{1}\text{配当割引モデル：} P_0 = \sum_{n=1}^{\infty} \frac{D_n}{(1+r_E)^n}$$

$$\textcircled{2}\text{定率成長モデル：} P_0 = \sum_{n=1}^{\infty} \frac{D_n(1+g)^{n-1}}{(1+r_E)^n}$$

$$\textcircled{3}\text{DCF 法モデル：} P_0 = \sum_{n=1}^{\infty} \frac{CF_n}{(1+WACC)^n}$$

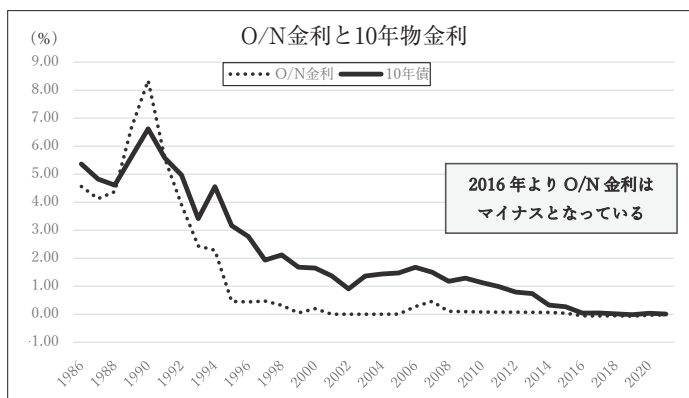
$$\textcircled{4}\text{残余利益モデル：} P_0 = B_0 + \sum_{n=1}^{\infty} \frac{ROE_n - r_E B_{n-1}}{(1+r_E)^n}$$

$P_0$ ：株価の現在価値  
 $D_n$ ：配当金額  
 $r_E$ ：株主資本コスト（期待収益率）  
 $g$ ：成長率  
 $CF_n$ ：NOPAT（税引後事業利益）  
     －（有利子負債＋株主資本）  
     × WACC  
 $WACC$ ：株主資本コストと負債コスト  
     の加重平均  
 $ROE$ ：株主資本利益率  
 $B_n$ ：純資産

以上よりモデルの理論上からも金利上昇は株式相場への逆風になる。また、割引率は個別案件や銘柄によりマチマチであり、どんなに予測を重ねた評価であるとしても、どうしても主観性を排除することはできず確実に絶対的な水準はない。ただし「不確実性」や「期待する利回り」が高い案件や銘柄ほど高い割引率を用いるので、その結果、現在価値が低い評価になるという方向性は正しい。加えて言うとも金利上昇は銘柄によって影響度かなり異なるという現実がある。特に株主資本が少なく財務が盤石ではないグロース株にとっての悪影響は大きく、直近では2021年後半からの米国金利上昇シナリオ過程では、日本株においてもグロース株を売りバリュース株を買うというポートフォリオの入替えが鮮明になった。

図4は1985年からの短期金利（オーバーナイト）と長期金利（10年国債）を示したものである。1989年のバブル絶頂期までは「金利上昇＝株価上昇」で理論通りの逆相関ではない。1990年末から長期金利（10年国債）も短期金利（翌日物）も急速に低下、特に短期が長期を先導しており金融緩和の政策的意図が現れている。短期金利は1995年に0%台になり、2016年以降はマイナス金利になり現在も継続している。長期金利も緩やかに低下し2019年にマイナス金利になった。結局株価下落局面においては長期および短期金利の低下の効果はなく「金利低下＝株価低下」という結果で逆

図4 O/N金利と10年金利の推移（12月末時点）



出所：無担保コール翌日物金利は日本銀行、10年国債は財務省データより筆者作成

相関ではない。金利上昇は株価の天敵だが、1985年からの日本株式を見た場合、金利低下は株価上昇とは長期間無縁な状況であった。2000年辺りまではバブル崩壊という理由で「金利下落＝株価上昇」にはならないと説明がつくが、「金利下落あるいは低利安定＝株価上昇」となったのは2012年以降であり、金融緩和の効果としてはかなりのタイムラグがある。確かに株式市場は金利低下を好感し、金利上昇の悪影響を受けるというのは常識に近いが、過去のデータの長期トレンドでは単純に長期金利と株価が逆相関であるとは言い切れない。なぜこんな結果になっているのだろうか？

その答えはバブルと日銀の金融引締め政策にある。「平成の鬼平」インフレファイターと呼ばれた三重野康第26代日銀総裁が就任したのが1989年の12月で、まさに日経平均株価の最高値の時期である。その後三重野総裁は公定歩合を3.75%⇒4.25%⇒5.25%⇒6%（1990年8月）へと短期間で急激に政策金利を上げ、併せて不動産融資への総量規制も行いバブル潰しを行った。不動産と共に株価も下落したが、その間に金利も急低下して理論通りに逆相関にならなかったのは、それだけバブルの後遺症が激しかった

ということなのだろう。これも理論と実態から大きく乖離している事例である。結果として、日銀は低金利でバブルを生み出し、その後も低金利を放置し、最後はバブル処理の急激な引締めで株価大幅下落とその後の長期低迷にしてしまった。その反省からも機動的な金融政策を求められるのは言うまでもなく、現在のマイナス金利の出口戦略が気になるところである。伝統的な金融政策の中で伝家の宝刀と言われた公定歩合であるが、超低金利継続で昔の役割を終えている。1978年末の第2次石油ショック、インフレへの対応から金融引締め政策で1980年は公定歩合を9%にした時代があったなんて隔世の感がする。参考までに公定歩合の山と谷を示しておく。

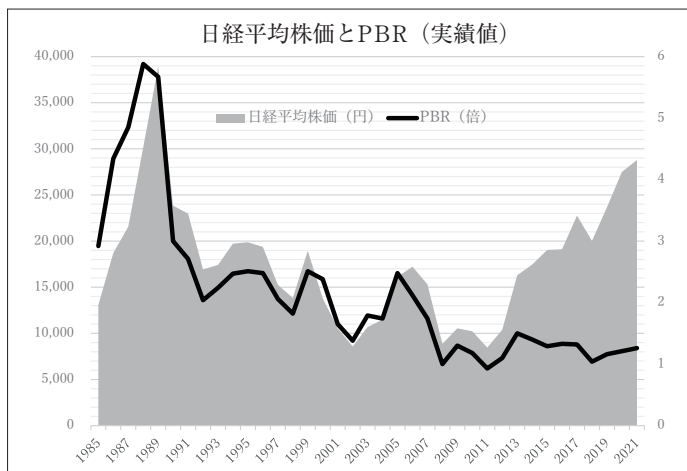
公定歩合の推移	1980年：9.0%⇒1987年：2.5%⇒1990年：6.0%⇒1995年：0.5%
---------	---

バブル形成から崩壊そして2002年の日経平均10,000円割れの辺りまでは、金利低下は株式市場にとって追い風にはならなかったという事実を認識しておかなければいけない。

### 3. PBR と株価の関係

株価の下値の目途と言われるPBRについて図5で検証してみた。「PBR（株価純資産倍率）＝株価÷1株当たり純資産」で求められる。PBRが高ければ割高でPBRが低ければ割安を示し、特にPBRの1倍割れとは当該企業の本来価値よりも安い値段で株価が売買されており、具体的には株を買って占めてその後純資産を売却すると儲かることを意味しており、理論的には株価の下値目途と言われている。確かに2008年には日本国内上場銘柄の約6割がPBR1倍未満となり割安で、その後の株価上昇につながったとも言えるが、株価上昇とPBR低下が相関しているわけではない。PBRは業種や銘柄によって異なり、例えば多くの銀行がPBR1倍割れの水準に放置されたまま（未だにメガバンクのPBRは0.5倍前後）だったことを考えると必ずしも下値目途とも言えない。PBRではなくむしろ配当利回りが下値目

図5 日経平均株価とPBR



出所：日経新聞投資指標データより筆者作成

途で意識されるのが実態である。理論上では下値の目途と言われるPBRであるが、図5を見ると意外なことがわかる。1985年から2013年頃まではPBRと株価は極めて連動性が高い。(PBR上昇が株価上昇を、PBR下落が株価下落となっている) 1988年から1989年のPBRは5倍台後半であり、今から思えば資産バブルにより、日本企業には多額の含み益が存在するという暗黙の了解で、株価もPBRも異常値であったこと、その後2013年頃まではPBRの下落に合わせるように株価も下落している。その後株価は上昇に転じているが、そこからはPBRは上昇せずに横這いが続いている。明らかに2013年以降は株価とPBRの連動性はなくなっている。少なくとも平時からPBRを主な目安として株式売買を行っている投資家はほとんどいない。

#### 4. PERと株価の関係

最後にPERと株価の関係について検証する。最終的に株価を決定するのは基本的にはファンダメンタルズとも言えるが、PERの変動が株価形成す

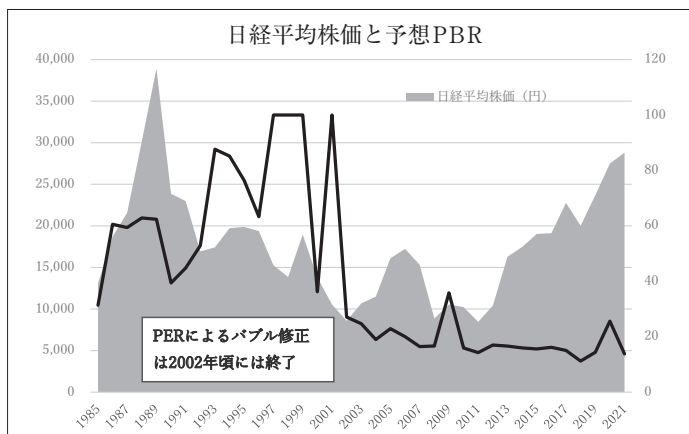
るファクターそのものであり、多くの投資家が投資判断としてPERを意識している。「株価＝EPS（1株当り当期純利益）×PER（株価収益率）」この式から、行き過ぎた高いPERがまさにファンダメンタルズから乖離したバブルとすることができ、このPERの分析こそがバブルの本質を解く鍵となる。PERは期待される利益に対して何倍の水準まで株価を評価しているかを示す指標である。当然、PERが高いということは株価を割高に評価していることになるが、裏返しで言うと投資家は割高でも当該株式を買っているということで、PERの高さは人気を示すバロメーターでもある。ここで特に強調しておきたいのは、EPS（Earning Per Share）もPERも将来に予測に基づいて株価が動いているということである。今回の論文で必要なデータを収集する際に統計上記載されている事後的な実績値ではなく予想PERや予想配当利回り等の数値を収集する為に、結局は過去1985年からの日本経済新聞マーケットデータ欄の投資指標から拾うしか手段がなかった。事後的な数値による論評ではなく、「実際に株価を動かしていたのは何だったのか」が本稿のテーマであるから、配当利回り、EPS、PERは予想の数値を使う必要があったのである。

EPSは企業の来期予想が出る度に、PERはその日の終値から逆算され、日々変化している。EPSとPER、どちらも現時点ではなく将来の業績予想と先々の期待が相場を動かしていることになる。このPERの正体を知ることが株式を理解する上での大きな課題となる。EPSの予想も難しいが、PERの予想はもっと難しい。なぜならPERは投資家の気分の問題であり、PERの絶対的な基準はないからである。本浪は「企業価値を決定するため会計情報」（2006年12月近畿大学短大論集第39巻）で、益利回り（PERの逆数）が5%＝PER20倍程度が妥当と述べているが根拠はない。PERは市場からの期待値であり、過去や他との比較しながら、市場と謙虚に対話していかなければならない。利益水準も大事だが、PERを何倍に予測することこそ株式投資の一番の肝である。日経平均株価のEPSが過去最高になっ

ているのに、日経平均株価が最高値に達していないのはなぜか？ その答えはPERが最高値時よりも低いからである。2021年8月6日の予想EPSは2120.43円と過去最高値を更新したが、同日の日経平均株価は27,820円で1989年の最高値38,915円の3割弱も下落した水準である。先進国の中で唯一日経平均株価だけが未だに最高値を更新出来ずにいるのは、EPS（≒業績）ではなくPERの水準がバブル期と比べて大幅に低くなっているからであるという事実を認識しなければならない。

図6から言えることは、予想PERの最高値が1989年のバブル時ではなかったということである。図ではPERの最大値を便宜上100として取り扱っているが、予想PERが100を超えていたのは1997年～1999年と2001年（PER：710倍強）であり、異常なPERの高さは実はバブル崩壊の過程の終盤で、株価下落以上に予想EPSが落ち込んだ為に起こった事象と言える。確かにバブル期のPERは60倍強で、これも高い水準であるが、それよりも高いPERになったのはバブル崩壊の終盤に起きた事象であったというのは新しい発見で驚きである。その後日本の高いPERは解消され、結論として

図6 日経平均株価と予想PERの関係

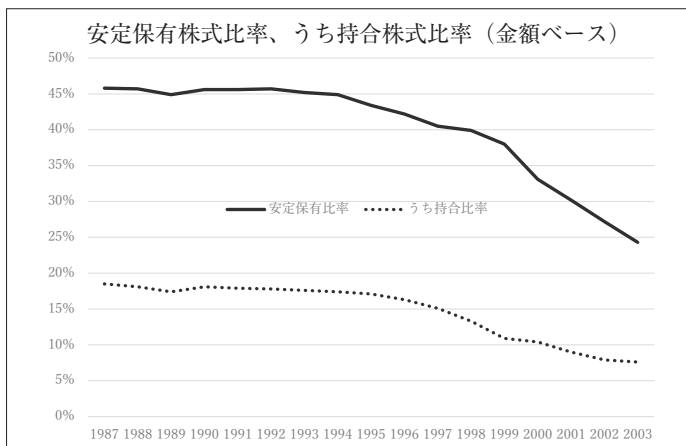


出所：日経新聞投資指標データより筆者作成 ※便宜上PERの上限を100として作図

2002年頃にはPERは20倍台に低下し、すなわちPER面からの分析では2002年頃には概ねバブルの処理は終了したものと考えられる。

図7で株式の持ち合いについて検証した。バブル崩壊の終盤でPERが一時的に高止まりしていた時期を経て、その後のPER低下には株式の安定保有比率の低下、持ち合い解消が大きく起因していることがわかった。金融機関と事業会社間の関係強化のための政策的な持ち合いを止め、株価下落がそれに拍車をかけたものとも考えられる。持ち合いはお互い様なので、バブル崩壊までは文句も言わずに高いPERを容認していたのである。これは日本企業が関連会社や取引先による株式持ち合い、馴れ合いの経営が行われていて、グローバルスタンダードとは程遠い日本独自の現象だったと言える。図6と図7の2つを併せ考察すると、バブル崩壊の過程で日本独自の安定保有比率・持ち合いの解消も進みPERが急低下して世界標準並みになったことが分かる。

図7 株式持ち合比率推移



出所：ニッセイ基礎研究所Report2003年より筆者作成

※安定保有株式は、①持合株式、②金融機関が保有する株式、③事業会社が保有する金融機関株式、④親会社などに関連会社として保有されている株式のことを言う。

以上、株価を直接に構成するPERを検証してみた。専門家の多くが企業収益の話に重点を置きがちだが、株価はPERすなわち市場心理に大きく左右される。EPSの予測も簡単ではないが、PERは市場心理でありEPSよりも変動が激しい。結局、株価の動きは対象企業の将来の利益と投資家の心理が決定する。従って何人も未来がわからないように、予想は出来ても確実に当てることはできないものである。仮にバブル期並みのPER60倍とすると、現在のPER13倍前後からすると4倍強になり、現在の予想EPSでも25,000円×4倍強で日経平均株価は10万円を超えることになる。言い換えると、現在の予想EPSでも、PERが19倍程度まで上昇すると、1989年12月に記録した日経平均株価38,915円を更新することになる。未だに主要先進国の中で唯一過去の最高値を抜けていない日本、将来への期待でPERが高まれば、日経平均の高値更新もそんなに難しい話ではないということになる。

## 5. 行動経済学の領域

株式市場は理論や割安・割高の指標の理屈通りには動かないことを分析、検証してきた。実際の株価の値動きは経済学の原理よりも心理学の影響の方が大きい可能性がある。多くの人がチャート分析を信じて使っている理由は、理論だけでなく、経験則で次はそうなるはずだと頭に刷り込まれているからである。一方、例えばテンバガー狙って株式投資を行う場合、10倍にもなる株は当然その過程で買値よりも2倍になっている。株価は将来を見越して既に上昇波動に乗っているのだが、人間の心理として2倍になった株はもう買いたくないという安値覚えの意識が出てくる。だからこそファンダメンタルズ分析で当該企業の将来価値を予測するという確認が必要になる。繰り返しになるが市場は人間の欲と恐怖心の集約された場であり、株価の動きは行動経済学の領域にも深く関連することを認識せざるを得ない。



## 6. 日本株式復活への道

「失われた30年」をいつまでもバブル崩壊のせいにしてはならない。前述したようにバブルの後遺症は2000年代前半で終了している。その後のPERが高まらないのが日本株出遅れの最大の要因と言える。生産性の向上を指摘する専門家は多く、それは当然必要なことではあるが、生産性を株価低迷の要因と結びつけるには少し無理がある。なぜならEPSは年々上昇しているし、日本の生産性は元々高いわけではなく<sup>18)</sup>、生産性低下により株価が下落したわけではないからである。一方で大きく水をあけられた米国の株式市場を牽引したものは何であろうか？ GAFAM（次表参照）と呼ばれる巨大プラットフォーマーが時価総額で世界の株式市場を席卷している。GAFAMは比較的若い企業群であり見事に産業の新陳代謝が行われているのが米国である。ネット社会の到来をいち早く予見し、石炭、石油、半導体の次に来る産業のコメである「情報」の価値に着目して第4次産業革命の覇者となったのである。GAFAMの評価の源泉は、先見性と獲得した収益を惜しげもなく次の成長へつなげる投資を行い、M&Aを繰り返し、持続的成長するという自己増殖のマインドにある。

表5で見る通り、若い起業家たちが次々と現れ世界を動かす米国のダイナニズムには感服せざるを得ない。加えてリスクマネーの供給が高い株価

表5 GAFAMの創業年、成り立ちと創業者

社名	創業年	成り立ちと創業者
マイクロソフト	1975年	ソフトウェア開発からスタート 創業者ビル・ゲイツ
アップル	1976年	情報機器メーカーからスタート 創業者スティーブ・ジョブズ
アマゾン	1998年	Eコマースからスタート 創業者ジョフ・ベゾス
グーグル	1998年	検索エンジンからスタート（持株会社アルファベット） 創業者ラリー・ペイジ&サーゲイ・ブリン
フェイスブック	2004年	SNSからスタート（2021年メタへと社名変更） 創業者マーク・ザッカーバーグ

（抜粋筆者作成）

パフォーマンスにつながっており、運用サイドと調達サイドの金融好循環となっている。

翻って、情報や無形資産を過小評価し、資金は潤沢にあるのもかわらず投資に消極的で、ネット社会への対応に出遅れたツケが現在の日米株価格差に現れている。当然少子高齢化の影響もあるだろうが、「Japan as No.1」<sup>19)</sup>と言われ世界第2位のGDPに上昇していった戦後から1980年代までと比較して、その後の成長期待が乏しいことに尽きる。その証拠に上場予備軍であるユニコーン（時価総額が10億ドル超の未公開株）の数も米国や中国に大きく水を開けられている。今のままだとEPS（≒企業業績）が上昇してもPERの大きな上昇は望めないであろう。アベノミクスで、財政政策と金融政策をこれほど行っても、肝心の3本の矢の「成長戦略」が不発に終わっているのは本当に残念な結果である。企業部門だけでなく、個人部門でも低迷が著しい。平均賃金が韓国にまで抜かれるというショッキングなニュースまで入ってきた。賃金が上がらず中間層が疲弊している国においては個人消費も盛り上がりず、公約したインフレ率2%を達成できていないのは当然である。今はマイナス要因と見なされている「少子高齢化」だが、そのトップランナーである日本が課題を解決し自信を取り戻すことが出来れば、課題解決先進国としてPERも向上し再び日本経済と日経株価の再評価につながるものと確信する。

## おわりに

以上、バブル形成から崩壊、そして現在までの日経平均株価について、実際のデータを使い分析してきた。理論から乖離する局面が多く、株価には市場特性、投資スタイル、投資家心理が株価形成に大きな影響を与えていることが再確認した。

日経平均の株価形成のポイントをまとめると以下の通りである。

- ・株価形成の理論と実態は乖離する。

- ・株式の株価モデルや投資尺度は理論的であるが、実際の株価はそうならない場面が多い。
- ・事後的に理論値に収斂するとしても、各要因の影響度はマチマチであるし、タイムラグの期間も特定できない。よって各種尺度は一応の目安にはなるが、株式投資の実務としては絶対的なものではなく参考程度にしかない。
- ・株式会社の評価には色々な尺度があり、運用スタイルやリスク許容度も様々である。
- ・株式投資においては市場を理解しなくてはいけない。売りたい人と買いたい人、正反対の相場観の人がいるからこそ初めて商いが成立し値が付くのである。
- ・ケインズの美人投票に示唆される通り、市場で付いた価格が株価であり、それを不当だと主張することには何の意味もない。
- ・株式に関する理論や種々のアプローチ手法で株価の「適正値」を予想することはできても、株価の「正常値」は誰にもわからず、事後的に事実として証明されるだけである。
- ・結局先のことなど誰にもわからない。しかし株価形成の特徴を知り銘柄探究や分析の努力により超過リターンは期待できる。
- ・日本株式が大きく劣後したのはバブル崩壊の影響だけでなく、成長期待が失われたことが大きな要因であり、それが現在の低PERと低PBRとなり現れている。

## 注

- 1) 一般的には本来の価値から大きく乖離した状態のことを言う。櫻川雅哉『バブルの経済理論』によると、「期待によってのみ価値が支えられるいかにも怪しげな存在」としている。また「資産価格を本質的価値とバブルに分解することは、理論上はともかく実際はそんなに簡単なことではないのであ

- る」と述べている。
- 2) お金の知恵と判断力のこと。金融庁は「生活スキルとして最低限身につけるべき金融リテラシーとして、「家計管理」、「生活設計」、「金融知識及び金融経済事情の理解と適切な金融商品の利用選択」、「外部の知見の適切な活用」の4分野を示している。(2013年研究会報告書)
  - 3) 亀川雅人『株主資本コストと株価収益率』(1998年7月立教経済学研究第52巻)において、PERは「利益に対する株価の比率、より正確には将来の期待利益に対する現在の株価の倍率を示す尺度」としている。
  - 4) 本浪清孝『企業価値を決定するため会計情報』(2006年12月近畿大学短大論集第39巻)において、「通常PERは20倍程度が妥当ではないかと考えられる。PERの逆数である株式益利回りがPER20倍の時に、5%である」、配当利回りは「会社の価値とは別の概念である」、「重要な指標であるPER・PBR・配当利回りの裏には、会計情報がある」と述べている。
  - 5) 本浪清孝『投資意思決定について決算書の役割』(2010年12月近畿大学短大論集第43巻)において、「株式投資をする場合、会社の発表した決算予想に基づいて、予想PER、予想配当利回りが株価との関係で決定する」と述べている。
  - 6) 現代ポートフォリオ理論や相場に関する理論の枠組みでは説明できないものの経験的に観測できるマーケットの規則性のこと
  - 7) 本浪清孝『効率的市場仮説に対する私的考察』(2011年12月近畿大学短大論集第44巻)において、「やはり経験が重要で、市場が少しでも効率的と考えていた筆者はバイ&ホールドが賢明だと考え、効率的市場仮説を信じていたので実行した。それがおおいなる誤りであった事を本稿執筆中に発見した」と述べている。
  - 8) 翟林瑜『日本の株式市場におけるバリュート投資の有効性』(2016年大阪市立大学経営研究第67巻)において、「Athanasakos (2011) は、1985-2007年のカナダ株式市場を対象に、PERとPBRによるバリュート投資の有効性を確認したうえ、Greenblatt (2006) が提唱したより洗練された手法でその有効性をさらに高めることができるとしている。鄒・翟 (2014) は、1995-2009年の中国の株式市場を対象に、PBRとPERなどの指標によるバリュート投資の有効性を検出している」としている。
  - 9) 会社が倒産などにより清算され残債務がある場合でも、出資者は出資額の範囲においてのみ責任を負うというもの
  - 10) 「梃子の原理」で元手が少なくとも大きな投資効果を得ることが出来るような運用手法。具体的には証拠金を差し入れることにより資金力以上の株式を購入する場合などを指す。
  - 11) Shrpe, William F.: (1964), Capital asset prices: A theory of market equilibrium under conditions of risk The Journal of Finance, 19 (3): 425-442

- 12) 企業価値を最大化する負債と株主資本の構成比のこと。負債の比率が高いと財務レバレッジにより資金効率は良くなるが倒産リスクが高まる。逆に株主資本の比率が高まると安全性は高くなるが資金効率は悪くなる。
- 13) John Maynard Keynes : (1936) 『General theory of employment/ interest and money』のchapter12 section Vで、金融市場における投資家の行動パターンを表す例え話として示した。
- 14) TOPIXスタートの時価総額は8兆6,020億5,695万1,154円（出所：日本証券業協会）
- 15) Fama, E. F : The Journal of Finance, Vol.25, No.2, Papers and Proceedings of the Twenty-Eighth Annual Meeting of the American Finance Association New York, N.Y. December, 28-30, 1969 (May, 1970), pp.383-417
- 16) ここでは「国家が資本主義に介入し管理するもの」との解釈で使用する。
- 17) 長短金利操作付き量的・質的緩和のこと。日本銀行は短期の政策金利に加え、長期金利の誘導水準を定め国債の買入れを実施している。
- 18) 日本生産性本部『労働生産性の国際比較2021』によると、就業者1人当たりの日本の労働生産性はOECD加盟38カ国中28位、就業1時間当たり労働生産性は23位であり、主要先進7か国（G7）中1970年以降約50年間にわたって概ね最下位の状態が続いている。
- 19) Ezra Vogel : (1979) 『Japan as Number One : Lessons for America』において、戦後の日本経済の高度成長の要因を分析し、日本的経営を高く評価した式市場を対象に、PERとPBRによるバリュート投資の有効性を確認したうえで、Greenblatt（2006）が提唱したより洗練された手法でその有効性をさらに高めることができるとしている。鄒・翟（2014）は、1995-2009年の中国の株式市場を対象に、PBRとPERなどの指標によるバリュート投資の有効性を検出している」としている。

## 引用資料

Bloomberg社データ：世界株式市場時価総額シェア  
my INDEX社データ：各国のPER、PBR、配当利回り  
Google社データ：日米の株価指数の推移  
日本経済新聞社の投資指標（1985年～2021年）  
日本銀行データ：O/N金利  
財務省データ：10年物国債金利  
ニッセイ基礎研究所：株式持合い状況調査（2004年9月15日）

## 参考文献

- 櫻川雅哉『バブルの経済理論』（日本経済新聞出版2021年）  
アンドリュー・W・ロー『Adaptive Markets』（東洋経済2020年）  
俊野雅司・白須洋子・時岡規夫『ファイナンス論・入門』（有斐閣コンパクト  
2020年）  
田淵直也『金融の基本』（日本実業出版社2019年）