

株価の上昇に必要なもの

川北英隆

京都市立大学
経営管理研究部 教授

日 本の株価の推移を簡単に振り返っておこう。株式に少しでも関心があれば、「そんなの冴えないに決まっている」となるが、とりあえず数字を追っておく。

日経平均株価は一九八九年末に史上最高値三八・九二五円をつけている。その後は下落を続け、一〇年後の九九年末は一八・九三四円、さらに二〇年後の〇九年末は一〇・五四六円、現在（七月末）は九・八三三円である。八〇年代後半の株式市場はバブルの最中にあり、九〇年代はそのバブルが崩壊する過程だった。九〇年代の株価の下落は仕方ない。しかし、二〇〇〇年以降も株価は下落している。何故なのか。

言い訳はいろいろある。〇三年までバブル崩壊の後遺症から金融システムが不安定であり、株価の下落が続いた。〇八年にはリーマンショックがあった。

今年三月には東日本大震災に見舞われた。

ちなみに、〇三年の最安値は四月の七・六〇七円である。これがバブル以降の最安値になるだろうと信じられていた。当時の日本経済は、大銀行でさえ潰れるのではないかと危惧されたほど、異常な状態にあったからである。実際のところは、対岸の大火災であったはずのリーマンショックの直後、〇九年三月に七・〇五四円にまで下落し、あつさりとして、〇三年の安値を更新してしまった。この一〇年間も、結局、日本の株式市場の地合は軟弱なままだった。

これでは日本の株式を保有したという意欲が失せてしまう。もちろん、個別に見れば素晴らしい株式があるのも事実である。とはいえ、日本の株式の平均的な姿は以上のようなものであり、平均的な株式投資家は報われなかった。

日本の株式が冴えない理由は単純明快である。「企業業績の水準が低すぎる」の一言に尽きる。この事実を具体的に示したのが図表である。この図表では、製造業について、二〇〇〇年以降の税引後総資産営業利益率の推移と、資



マーケット・アイ

M A R K E T E Y E

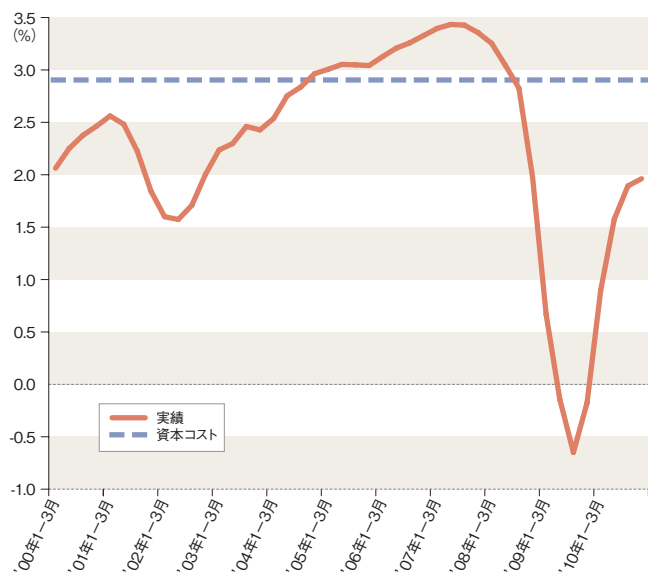
本コストを比較している。なお、非製造業も大差ないことを付け加えておく。

資本コストの計算について概略を説明すれば、借入コストと株式コストとを、負債と純資産の構成割合で加重平均している。借入コストは税効果を加味し、税引き後のものである。株式コストは、投資家が株式のリスクに対して年率四％の期待収益率を金利に上乗せすると想定し、計算している。年率四％の期待収益率の上乗せは標準的な想定である。

この資本コストをまかなえるだけの利益を企業が事業活動から得ているのかどうか検証するため、総資産営業利益率と比較した。なお、前記の説明からわかるように資本コストは税引き後のものである。このため、総資産営業利益率も税引き後のものとした。

結果は、資本コストをまかなえた

●総資産営業利益率（税引後）と資本コスト（製造業）



注：当該期を含む4四半期の平均値。
資料：財務省「法人企業統計」に基づいて作成。

のは〇四年末から〇八年年末までの期間だけである。それ以外は投資家の期待を裏切ってきた。念のために言えば、借入コストはまかなえているが、日銀が二〇〇〇年以降、ほぼ一貫してゼロ金利政策を採用しているから、当然である。つまり、株式投資家は期待を裏切られてきた。これが投資家の失望を生み、株式市場を軟弱なままにしている。株価を上げるのは簡単である。事業活動から得られる利益率を高めればいい。企業は株主だけのものではない、いつまで言い続けられるのだろうか。