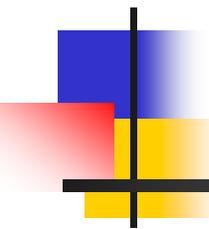


金融庁金融研究センター・企業財務研究会

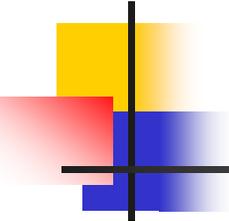


日本の株式市場の現状と問題点

2011年9月1日

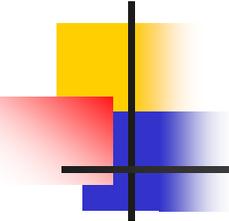
京都大学大学院経営管理研究部

川北 英隆



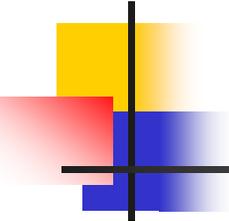
目次

- 1.日本の株式市場の現状
- 2.「日本企業」の収益力
- 3.資本コストの試算
- 4.投資家の観点から
- 5.まとめ



本日の前提

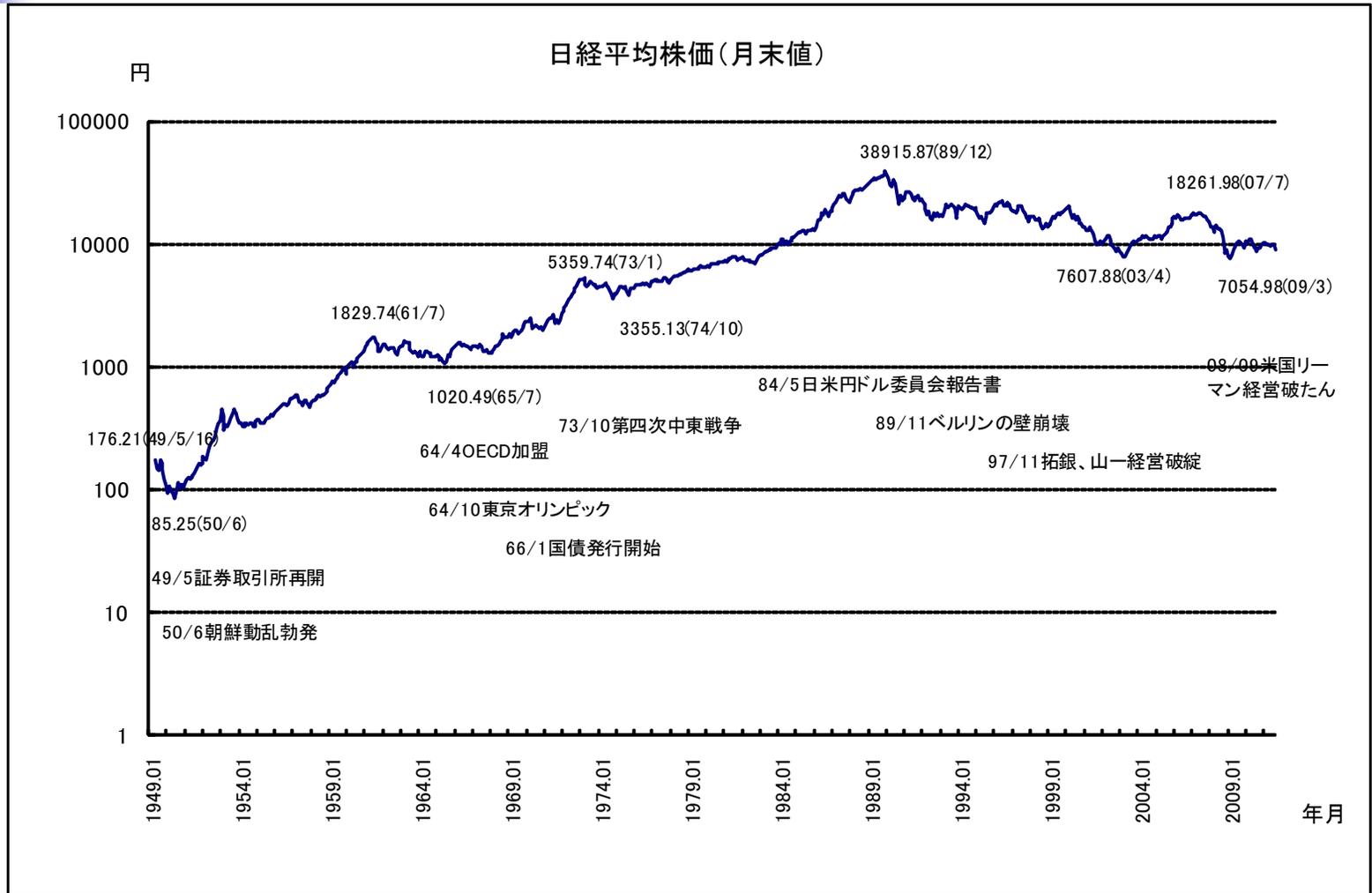
- 主に株式市場に関して
- 長期投資の観点から
 - たとえば年金ファンド
- 市場：長期的には正しく価格を形成する
 - 企業収益を反映して価格が形成される
 - 短期的には間違う



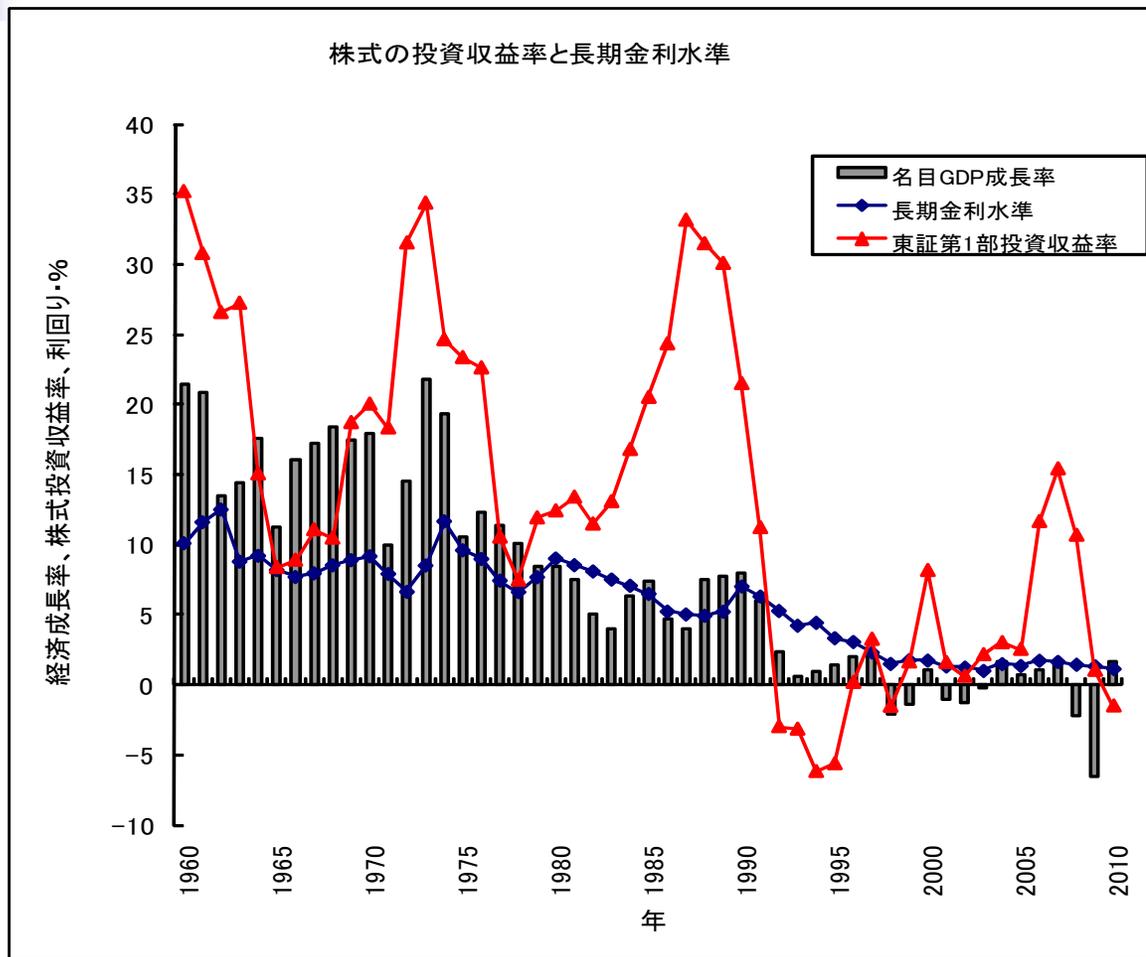
1. 株式市場の現状

- 日本の株式市場、債券市場
 - 株価の低迷
 - 投資収益率の低下
 - 名目GDP(国内総生産)との関係性
 - 利子率(金利水準)の低下
- ⇒経済成長が必要なのか
- ⇒もしくは・・・

株価推移(日経平均株価)



株式投資収益率(2010年まで)



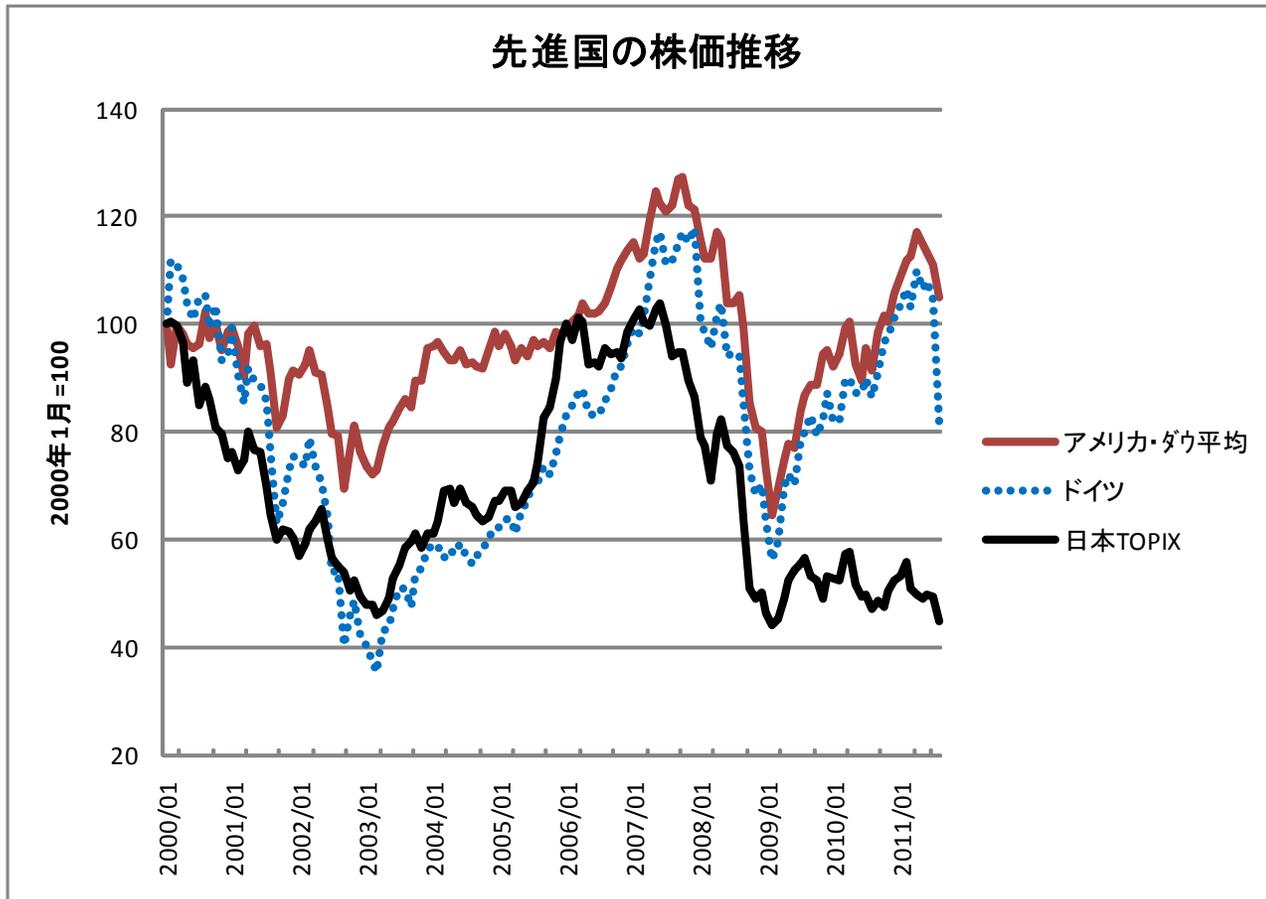
注意点：
金融の自由化
1980年代後半のバブル
1990年代のバブル崩壊

注：株式投資収益率は当該年を含めた過去5年間の平均値。

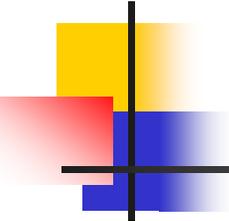
長期金利水準は、1984年までは利付電々債、それ以降は10年利付国債流通利回りの年平均値。

資料：内閣府、日本銀行、日本証券経済研究所等の資料に基づいて作成。

世界と日本の株価



資料: 各国市場データに基づき作成。

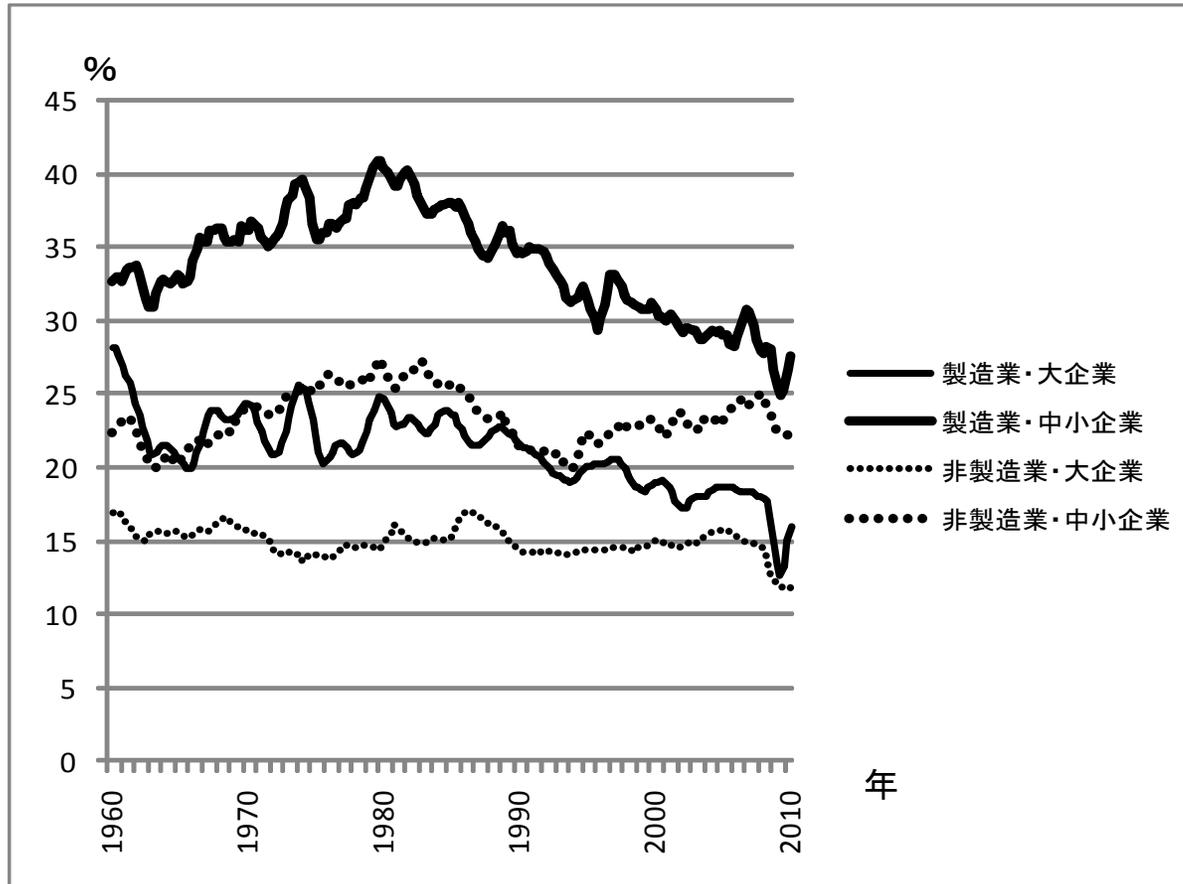


2.「日本企業」の収益力の低下

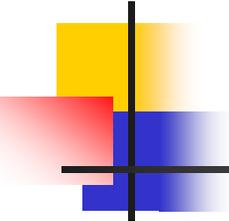
- 付加価値生産力
- 労働分配率
- 総資産営業利益率
 - 売上高営業利益率
 - 総資産回転率
 - 総資産営業利益率 = 売上高営業利益率 × 総資産回転率

総資産付加価値率の低下

総資産付加価値率の推移

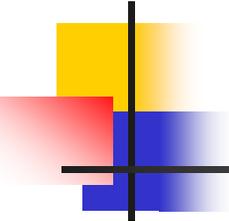


資料: 法人企業統計に基づいて作成。



付加価値率低下:背景

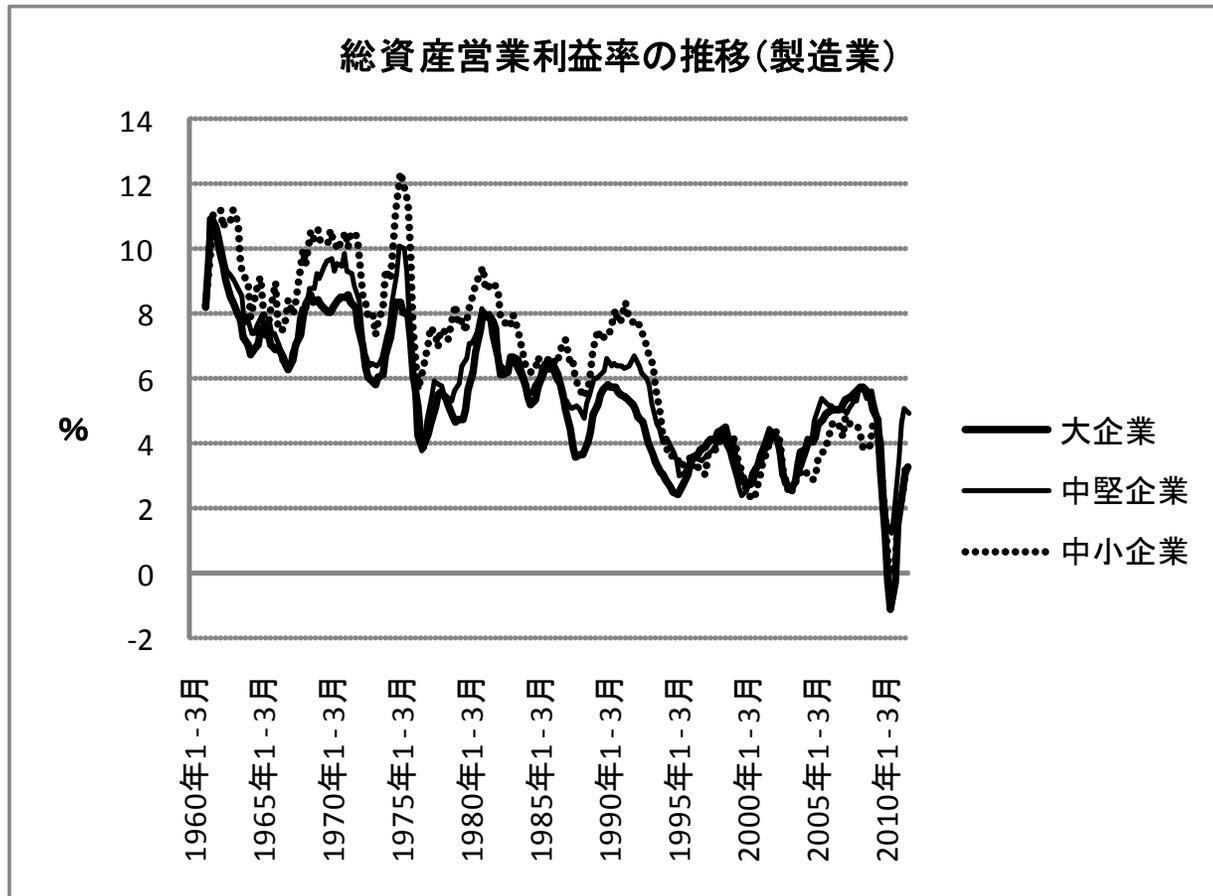
- ①売上高付加価値率の低下
- ②総資産回転率の低下
- ①の影響が深刻
 - 資産効率の改善では抜本的解決にならない



労働分配率の抑制

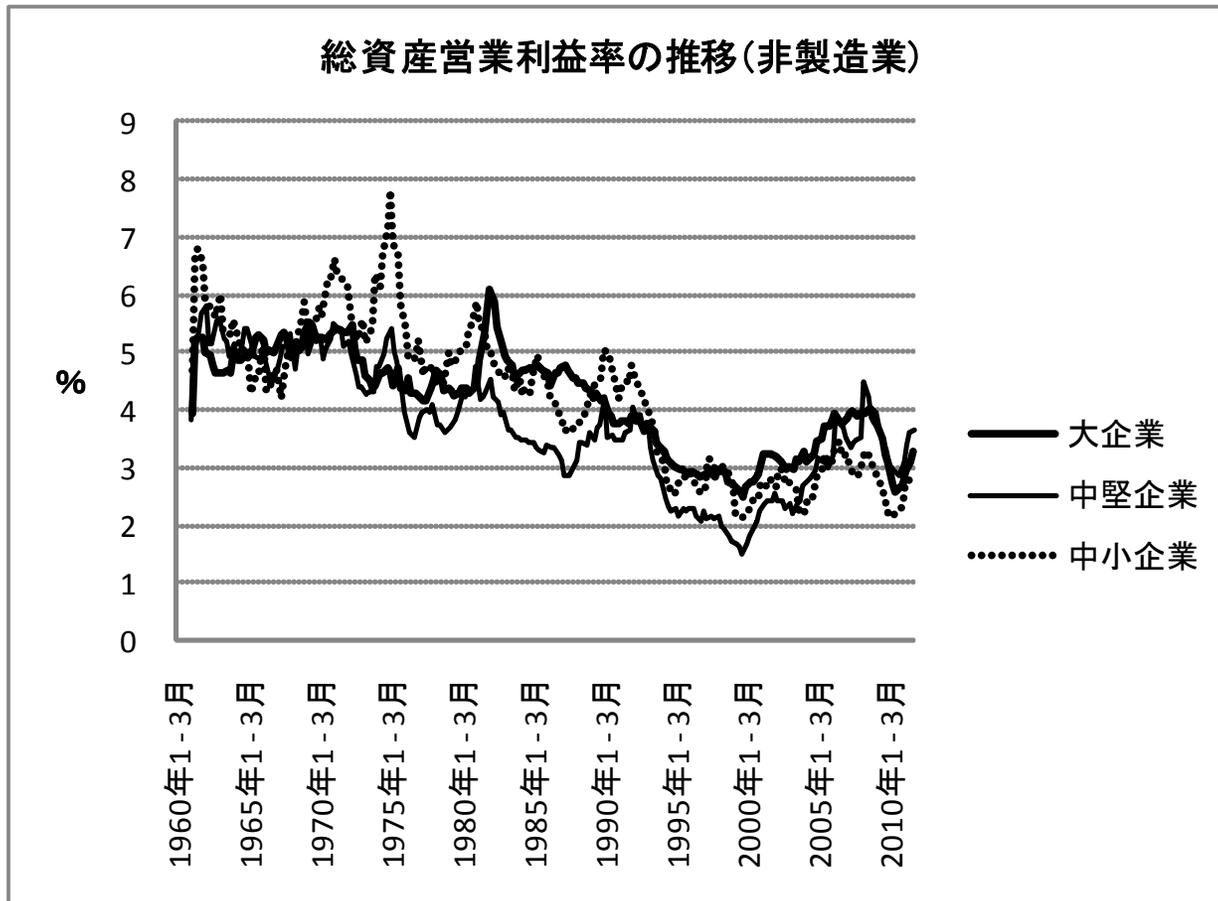
- 付加価値率の低下に対して・・・
- 1990年代後半以降：大企業中心に
 - 人件費抑制（賃金カット、人員削減）
- ⇒2000年代に入って効果が
 - 営業利益率の低下抑制（→次葉）
- しかし、経済全体としては・・・
 - 付加価値の分配方法の変更のみ
 - →「国内需要の抑制」として跳ね返る

総資産営業利益率：製造業

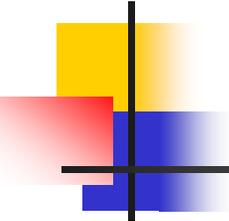


資料：財務省「法人企業統計」に基づいて作成。

総資産営業利益率：非製造業

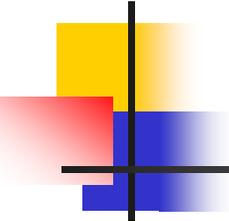


資料：財務省「法人企業統計」に基づいて作成。



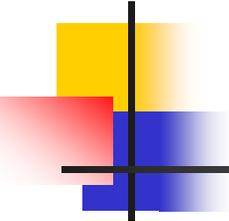
総資産営業利益率に関して

- 人件費抑制：十分な効果があったのか
- 総資産営業利益率＝資産効率の指標
- これが高まれば投資家は好感
 - ←株価低迷、ゼロ金利
 - 投資家に評価されていないのでは・・・
 - ⇒資本コストの観点からの分析



3. 資本コスト(資金コスト)

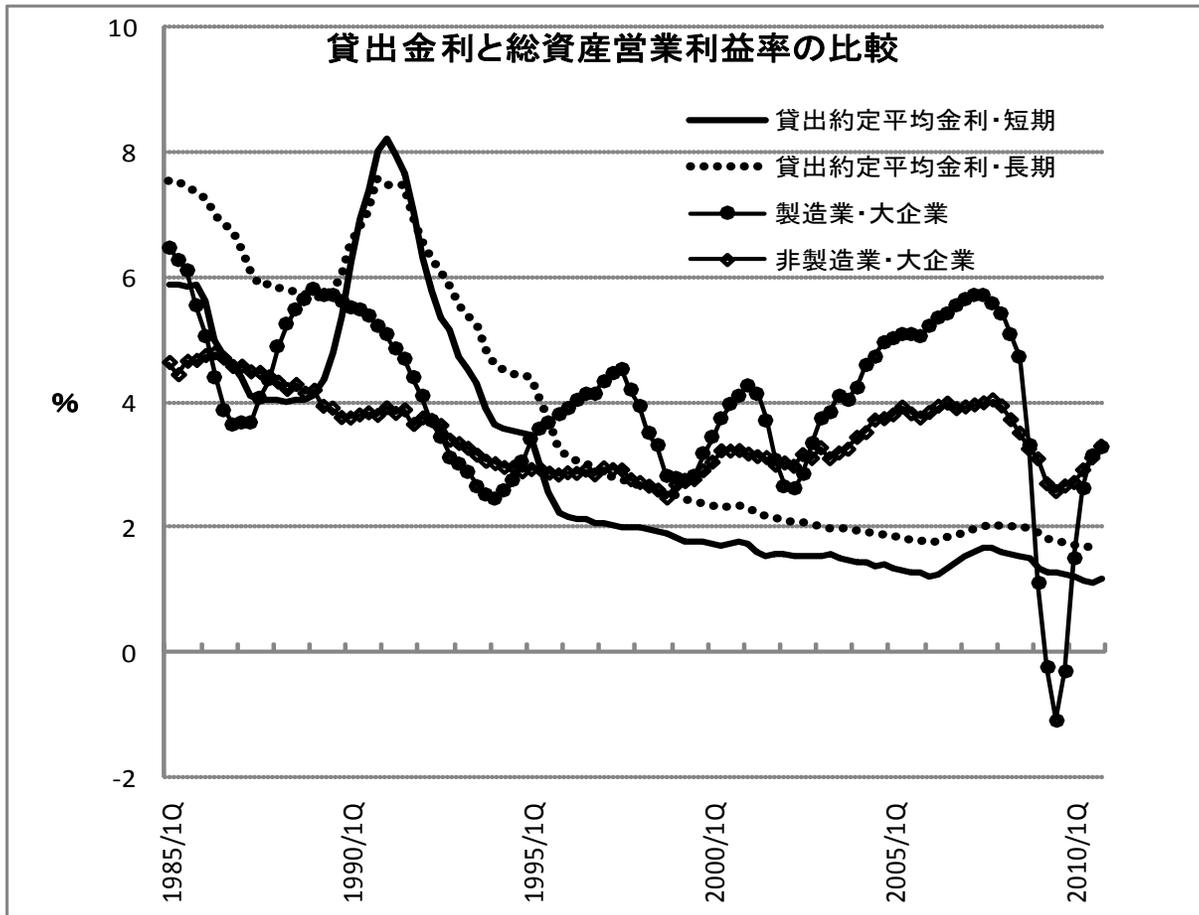
- 労働分配率の抑制は本物だったのか
 - 企業収益力を確保できたのか
 - 株価の上昇をもたらしたのか
- 資本コストに基づく分析
 - スターン・スチュワート社のEVAの観点から
 - EVA(Economic Value Added)
 - $EVA = \text{支払利息控除前税引後利益} - \text{資本コスト額}$
 - ⇒「税引後営業利益率と資本コスト」の比較に近い



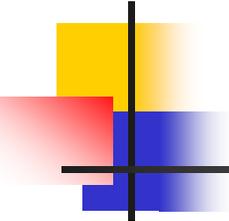
資本コスト：続き

- 総資産営業利益率と負債コストの比較
 - 金利を支払えるのかどうか
- 総資産営業利益率と資本コストの比較
 - 金利を支払ったうえで
 - 株式投資家の期待に応えているのかどうか

営業利益率と利子率

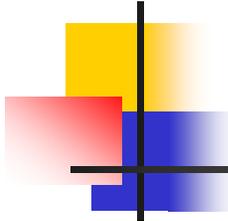


資料: 日本銀行統計、財務省「法人企業統計」に基づいて作成。



営業利益率と利子率：説明

- 2000年代に入り、金利支払いが可能に
- ←ゼロ金利政策の効果
- ただし、リーマン・ショック時は危機的

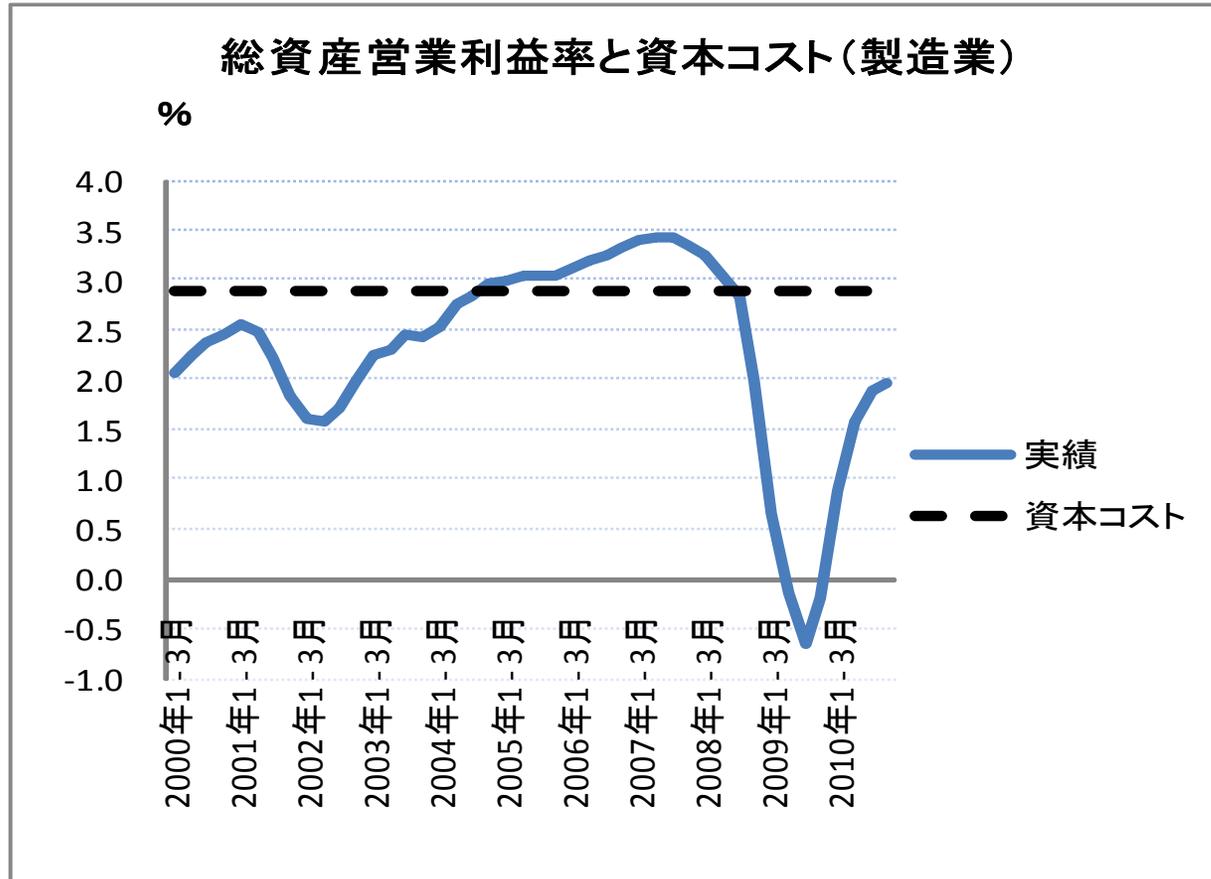


資本コストの試算：前提

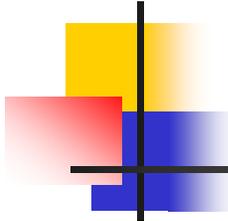
資本コストの前提（長期的な期待値）

	製造業	非製造業
国債金利（%）	1.5	1.5
負債コスト（%）	1.9	1.9
β	1	1
株式市場の期待収益率（%）	5.5	5.5
負債の構成割合（%）	30	55
純資産の構成割合（%）	70	45
法人税等税率（%）	40	40
注：筆者の想定		

資本コストの計算: 結果

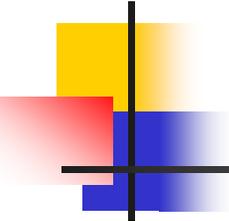


資料: 財務省「法人企業統計」等に基づいて作成。



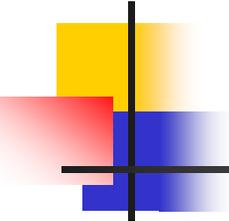
資本コストの試算：説明1

- 平均的な日本の企業像
 - 資本コストをまかなえていない
 - 非製造業も同様(図はないが)
- 金利をまかなえている(既に検証済み)
 - ⇒ということは、株主の期待にできていない
 - 4%のリスクプレミアムをまかなえない
 - 2%程度のリスクプレミアムならまかなえる
- 2005-07年の好況期は例外的



資本コストの試算：説明2

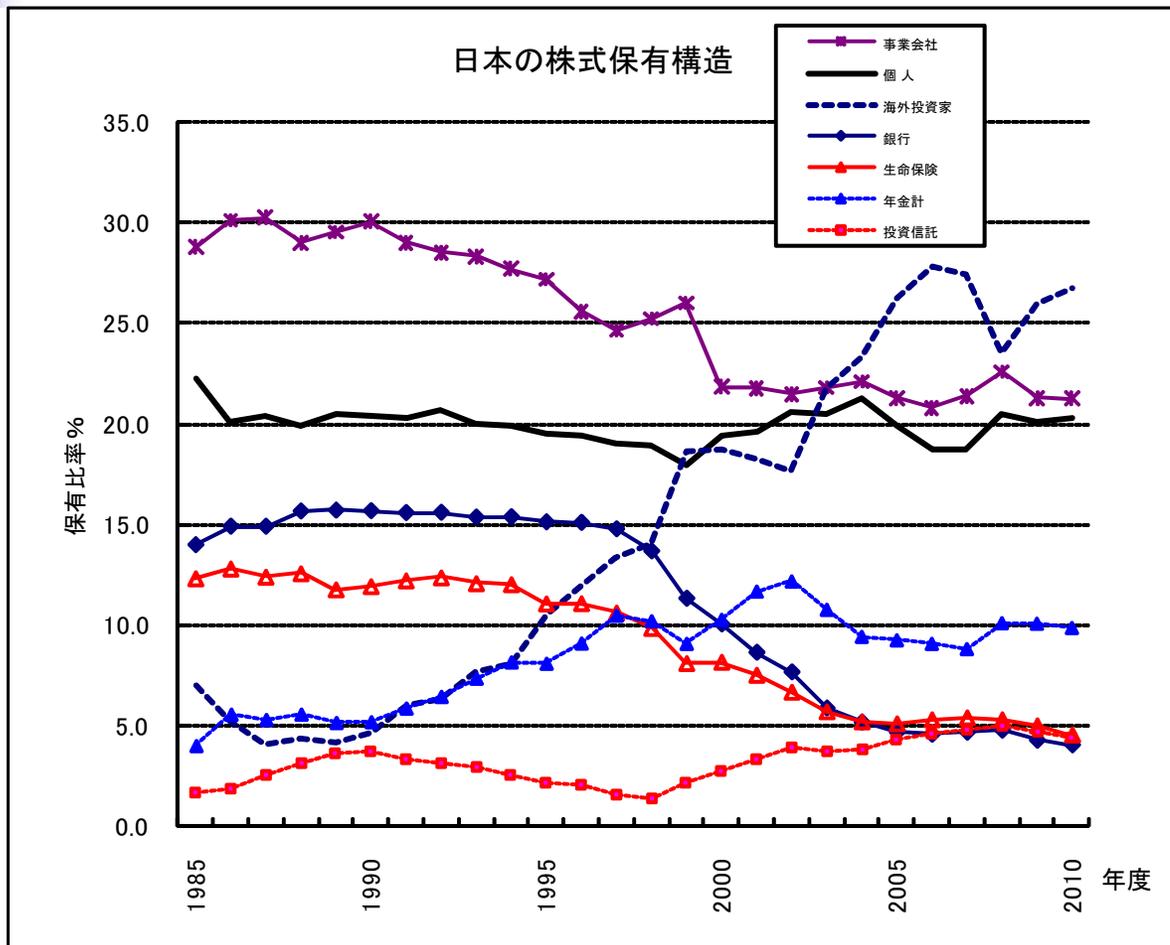
- 株価が低迷している要因
 - 企業収益が低水準
 - 株主の期待に応えていない
 - 好景気時に株主の期待に応えるのみ
- 株価が低迷を脱するには
 - 総資産営業利益率の向上が必須
 - \div 付加価値率の向上を図る必要



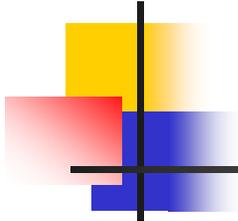
4. 投資家の観点から

- 株式保有構造の変化(→次葉)
 - 株式持ち合いの衰退
 - 機関投資家の台頭
- インデックス運用の是非
- 日本の投資家に不足する視点について

株式の保有状況(2011/3まで)

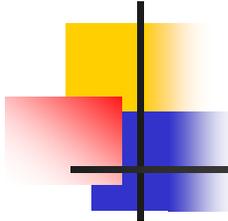


注：年金計は日本銀行の資料に基づくものであり、生命保険が保有する株式の一部を含む。
資料：東京証券取引所、日本銀行の資料に基づいて作成。



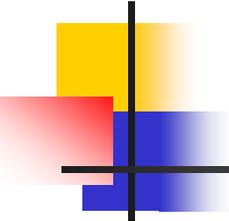
インデックス運用の是非

- 年金等の機関投資家の台頭
- 投資理論に基づく運用方法
 - CAPM(Capital Asset Pricing Model)に代表
- インデックス運用
 - 市場の効率性(正しい価格形成)を前提
 - 市場を模倣する運用方法
 - ⇒市場価格は正しいのか
 - ⇒「市場」とは何か



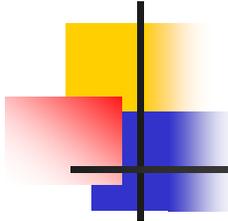
市場価格は正しいのか

- バブル的現象と崩壊の周期性
 - 1987年、ブラックマンデー
 - (1989年、ベルリンの壁崩壊、東西冷戦終結)
 - 1990年、日本の株式・不動産バブル崩壊
 - 1997年、アジア通貨危機
 - 1998年、ロシア危機、LTCM破綻
 - 2000年、ITバブル崩壊
 - 2007年、サブプライムローン問題表面化
 - 2008年、リーマンショック



バブルの背景①

- 投資資金の巨大化
 - 実体経済に比べ←米ドルの大量供給
- 先進国の経済成長(名目)の低下
 - ⇒(潜在的な)投資収益率の低下
 - とくに2000年代に入って以降
- 情報の均質化
 - パソコン、インターネット、情報処理技術
- 投資技術の普遍化
 - インデックス対比型・追従型の投資
 - 投資モデルの発展と普及(信奉)

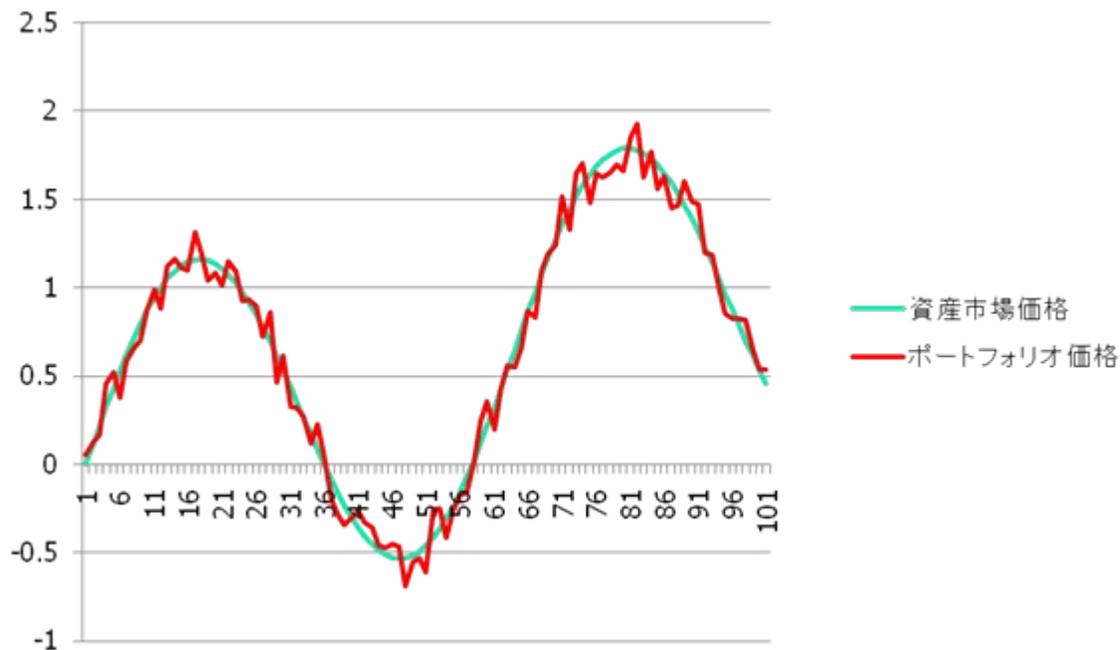


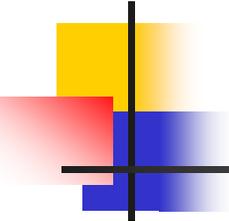
バブルの背景②

- デリバティブの発展
 - →高レバレッジの投資、多様なポジション
 - 金融商品の高度化、複雑化
 - 利害関係者の多様化とコンフリクトの複雑化
- 時価主義会計・評価の導入
 - 年度ごとの決算の影響が増大⇒投資の短期化
- 金融仲介機関に対する規制の緩和(→修正)
 - ←先進国経済の成熟と金融自由化
- 金融市場の監督機能(→修正)
 - ⇔コントロール手段の単純化

インデックス運用の結末とは

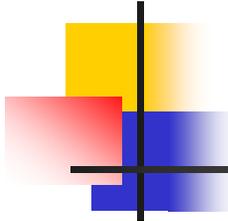
- 市場価格が正しくなければ...
- 新規資金→バブルを増幅する効果も





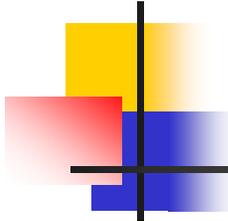
「市場」とは何か

- 「市場」= 模倣の対象
 - 市場価格が正しいとして
 - 模倣の対象が適切なのか
 - ⇒①模倣する市場が成長するのか
 - ⇒②市場が均一なのか



模倣する市場に関して

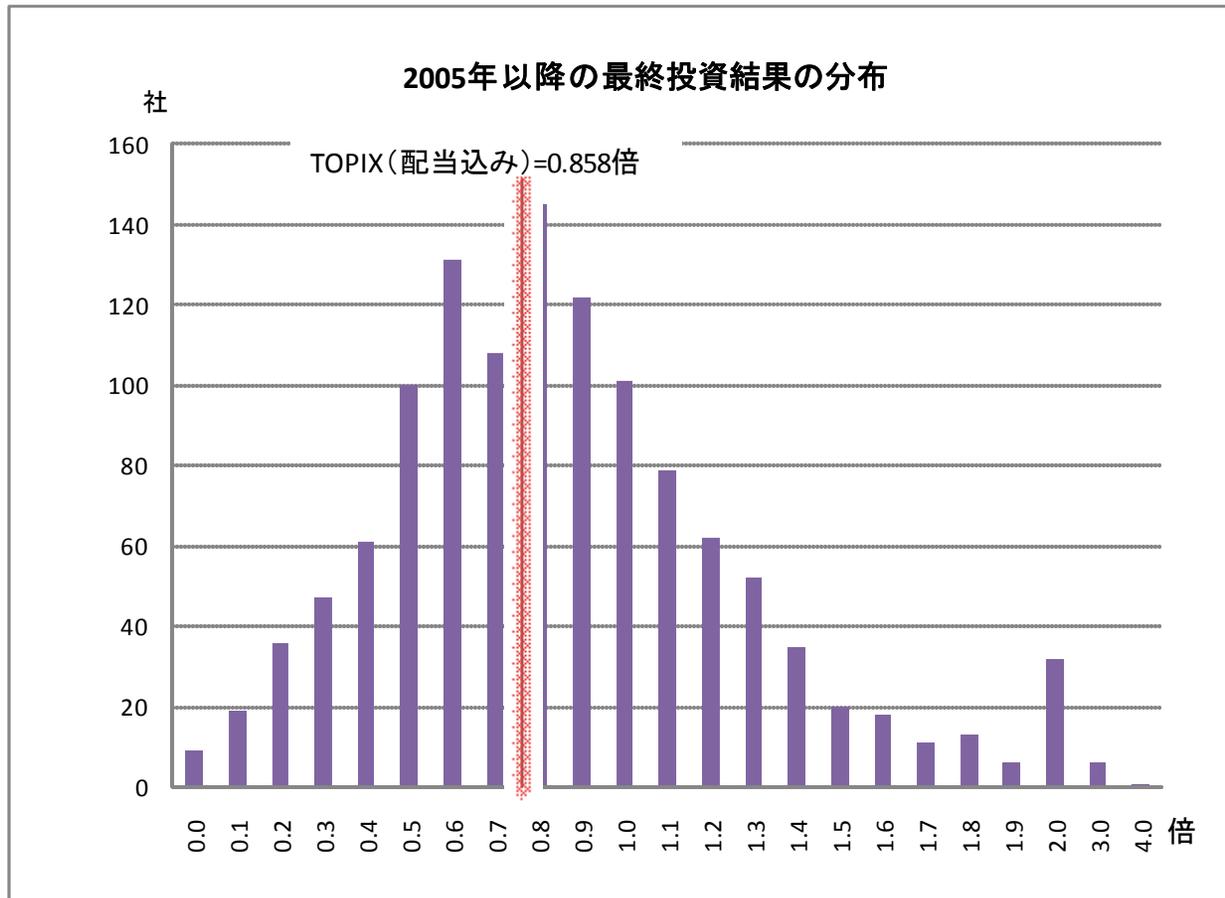
- 市場の背後にある経済が問題
- 日本企業の背後にある経済
 - これまでは主に日本経済
- 世界の株式市場
 - 新興国の経済
- 母国経済に対するバイアスの存在
 - 過剰な投資
- 株式投資にとって為替はリスクなのか



市場の均一性に関して

- 日本企業
 - 日本経済に依存
 - 日本経済からの脱皮
- 円高を影響を抜きにしても・・・
 - 新興国に成長機会があることは明らか
 - ただしリスクもある
 - とはいえ、日本に留まることもリスク

投資結果の格差について

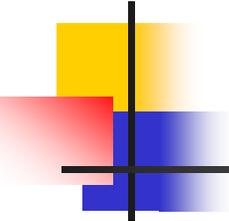


2005/1月以降継続して上場している企業(徐金融・連結情報有り、1214社)の2010/12月末時点での投資成果

同期間のTOPIX(配当込み)は0.858倍、これを上回ったのが618社、下回ったのが596社

1.0倍以上: 436社
 1.1倍以上: 335社
 (1.1倍 ≡ 国債投資以上)

資料: 東京証券取引所データ等により計算。



参考：上位・有名企業

■ コマツ	3.73倍(2)
■ GSユアサ	2.70倍(11)
■ 任天堂	2.16倍(30)
■ 住友鋳	2.10倍(34)
■ ユニチャーム	2.06倍(36)
■ ファナック	1.99倍(40)
■ 久光薬	1.90倍(46)
■ 三菱商	1.85倍(55)
■ ファストリ	1.82倍(57)
■ テルモ	1.72倍(67)
■ ソフトバンク	1.70倍(69)
■ .	
■ キヤノン	1.31倍(190)
■ トヨタ	0.87倍(590)

企業の選択は偏見による

投資収益率と営業利益率

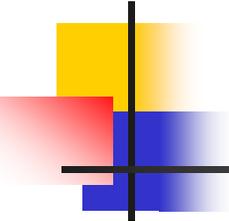
累積投資収益率 (2005/1-2010/12)		総資産営業利益率 (2005.03期)	
分位	各分位の平均・%	分位数の平均	各分位の平均・%
1	94.80	4.63	7.56
2	32.31	4.99	6.49
3	13.79	5.14	6.73
4	0.88	5.44	6.07
5	-8.99	5.09	6.53
6	-17.76	5.81	5.55
7	-27.58	6.17	5.30
8	-37.41	5.76	5.45
9	-49.54	5.83	6.69
10	-72.21	6.14	5.92
平均	-7.17	5.50	6.23

資料：市場データ、開示データに基づいて作成。

投資収益率と海外売上高

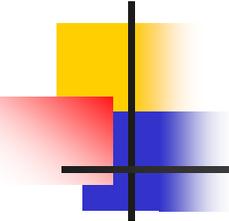
累積投資収益率 (2005/1-2010/12)		海外売上高比率 (2005.03期)	
分位	各分位の平均・%	分位数の平均	各分位の平均・%
1	94.80	4.88	24.63
2	32.31	5.45	20.62
3	13.79	6.31	16.05
4	0.88	5.98	16.95
5	-8.99	6.53	14.40
6	-17.76	6.72	13.34
7	-27.58	6.64	14.42
8	-37.41	6.53	16.69
9	-49.54	6.36	15.57
10	-72.21	6.60	15.55
平均	-7.17	6.20	16.80

資料：市場データ、開示データに基づいて作成。



5.まとめ①

- 日本の株式市場の問題点
- ①企業側
 - 収益率の向上が必須の課題
 - 人件費抑制は対症療法
 - IRは付加的な株価対策
- ②投資家側
 - インデックス運用の是非を再考すべき
 - インデックス運用は「群れる」投資



5.まとめ②

- その他の課題