

昨年後半以降の日本株の下落は想定を超えるものであった。背景には、サブプライム問題や米景気後退懸念等の外部環境悪化があることは言うまでもないが、海外市場と比べても日本株の下落は大きかった。ここではそうした外部環境とは別に、日本株個別の要因について企業の付加価値の分配構造を切り口に相場下落の背景を探ってみたい

これまでの下落でバリュエーション(市場の株価評価)の一つであるPBR(株価純資産倍率)はヒストリカルにも最低水準近辺に低下した。これは割安とみることも出来るが、市場評価がそれだけ低いと言うことが出来る。PBRはROE(株主資本利益率)とPER(株価収益率)に分解できるが、特にROEは、株主にとってのリターンを示し、海外投資家が重要視する指標である。現在日本株のROEは主要国中最低で海外投資家の日本株に対する評価低下と大幅売り越しの主因となっていると考えられる(図1)。

ROEは短期的には業績も影響するが、長期的には企業の資本政策が重要である。ROEは定義より利益と株主資本の変動が影響するが株主資本の動向が企業の資本政策に係わる部分である。日本株のROEは頭打ちとなっているが、これは恒常的な株主資本の増加が足枷となっているためである。株主資本はかつては債務圧縮で伸びが抑えられる局面もあったが、最近では企業の利益剰余金(内部留保)増大により高い伸びとなっている(図2)。

企業は創出した付加価値を賃金で労働者に分配し、残った利益を配当で株主に分配する。そして残りは内部留保として企業内に蓄積される。配当は株主が実際に手にお金だが、内部留保は帰属権は株主にあるが、企業に蓄積されているため株主にとってはいつ得られるか判らないと言う意味で、「埋蔵金」のような存在である。企業が自社株買い等で過大な内部留保を削減し、ROEを世界標準並みに上昇させることができるかどうか今後の重要なポイントであろう。

企業の分配構造の問題としては、他にも労働者への分配低下がある。日本の内需は期待

されて久しいが企業収益の増加に比べ個人所得が増えず盛り上りに欠けている。労働分配率低下は、企業のコスト抑制もあるが、物言う株主である海外投資家の増加が資本分配上昇(労働分配率の低下)圧力として働いている側面もある(図3)。また資本分配の増加も前述のように内部留保に回っており必ずしも十分な株主還元を意味していない。

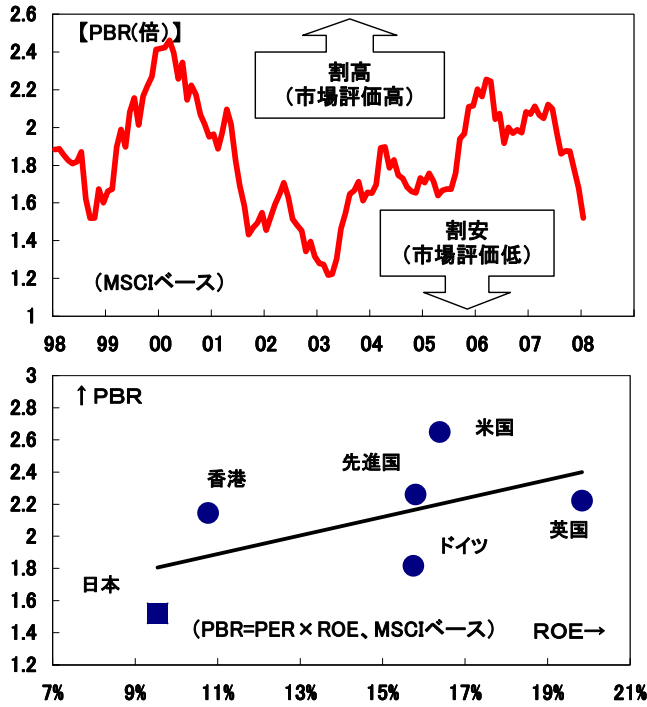
皮肉なことに内需回復期待で海外投資家が増えた結果、労働分配が低下し内需が盛り上がり上がらないというパラドックスが起こっているようにも見える。最近の一部で賃上げ容認の動きがあるが労働コスト上昇は企業の競争力を削ぐ恐れもあり問題が残る。この矛盾を避け、内需の自律性を回復する為の早道は、労働者自身が株主となることであろう。個人株主が増加すれば、企業収益は賃金に加え配当で個人に還元され、収益増加が内需回復に繋がり易い。また、長期保有の個人投資家の増加により市場の変動性が低下し、よりリスク選好度の低い投資家も増加するという市場内の好循環も生まれ易い。このような国内投資家増加による株式保有構造の変化が実現するかがもう一つのポイントである。

個人が市場に戻る為には企業が株主還元を加速させることが王道である。現在大企業は130兆円を超える剰余金を持っており、自社株買い等の潜在力は大きい。企業も剰余金を減らすことで、ROE向上や安定株主増加というメリットがあると考えられる。日本が安定感を取り戻し成熟した市場に脱却していく兆しとして、企業の埋蔵金の行方と株式保有構造の変化にはより注目して行くべきであろう。現状は企業の資本政策の変化や個人投資家の回帰は、期待されてはいるがなかなか実現していない。また政策対応や企業文化面でドラスチックな変化が期待しにくいことも事実であろう。ただし、株式市場が下落し円安進行が止まった今、企業の自社株買いや、個人投資家の国内回帰の実現性は従来よりも高まりつつあると考えている(図4)。

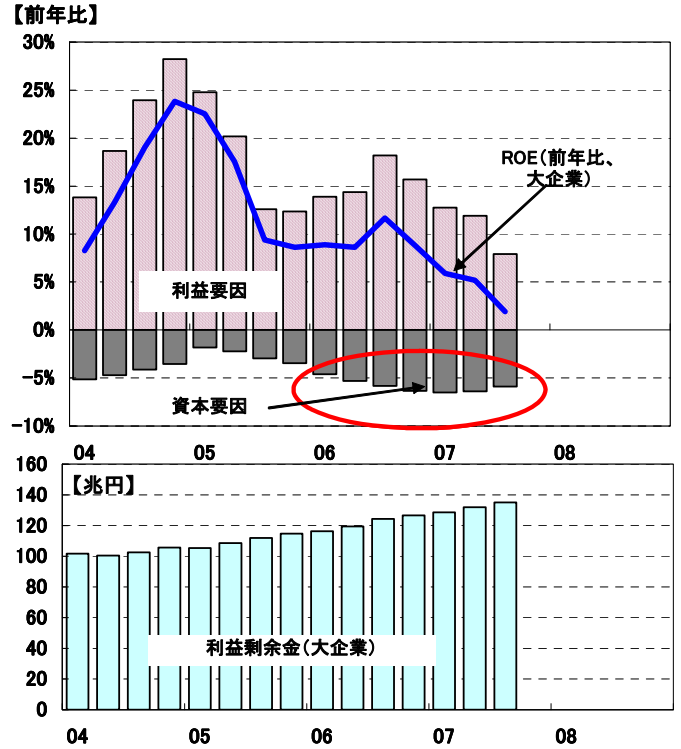
(2008年2月22日記)

<図表：企業の埋蔵金>

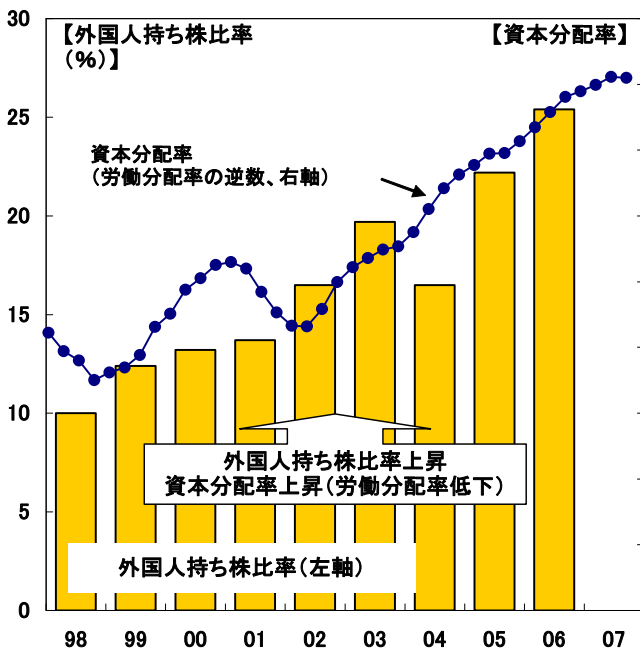
○図1：日本株 PBR と主要国の PBR, ROE



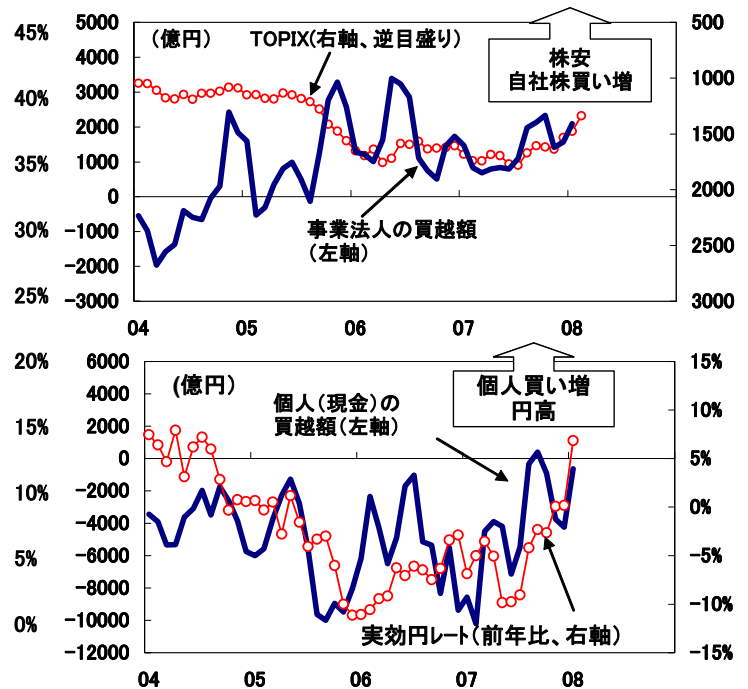
○図2：ROEの要因分解と利益剰余金



○図3：外国人持株比率と労働分配率



○図4：事業法人と個人（現金）の売買動向



出所：図1～図4. MSCI、Bloomberg、INDB より三菱UFJ信託銀行作成

本資料について

- 本資料は、お客さまに対する情報提供のみを目的としたものであり、弊社が特定の有価証券・取引や運用商品を推奨するものではありません。
- ここに記載されているデータ、意見等は弊社が公に入手可能な情報に基づき作成したのですが、その正確性、完全性、情報や意見の妥当性を保証するものではなく、また、当該データ、意見等を使用した結果についてもなんら保証するものではありません。
- 本資料に記載している見解等は本資料作成時における判断であり、経済環境の変化や相場変動、制度や税制等の変更によって予告なしに内容が変更されることがありますので、予めご了承下さい。
- 弊社はいかなる場合においても、本資料を提供した投資家ならびに直接間接を問わず本資料を当該投資家から受け取った第三者に対し、あらゆる直接的、特別な、または間接的な損害等について、賠償責任を負うものではなく、投資家の弊社に対する損害賠償請求権は明示的に放棄されていることを前提とします。
- 本資料の著作権は三菱 UFJ 信託銀行に属し、その目的を問わず無断で引用または複製することを禁じます。
- 本資料で紹介・引用している金融商品等につき弊社にてご投資いただく際には、各商品等に所定の手数料や諸経費等をご負担いただく場合があります。また、各商品等には相場変動等による損失を生じる恐れや解約に制限がある場合があります。なお、商品毎に手数料等およびリスクは異なりますので、当該商品の契約締結前交付書面や目論見書またはお客さま向け資料をよくお読み下さい。

編集発行：三菱UFJ信託銀行株式会社 投資企画部
東京都千代田区丸の内1丁目4番5号 Tel.03-3212-1211（代表）