■コラム――■

日経平均が２万円を回復する条件

日本経済新聞社 編集委員　**前田　昌孝**

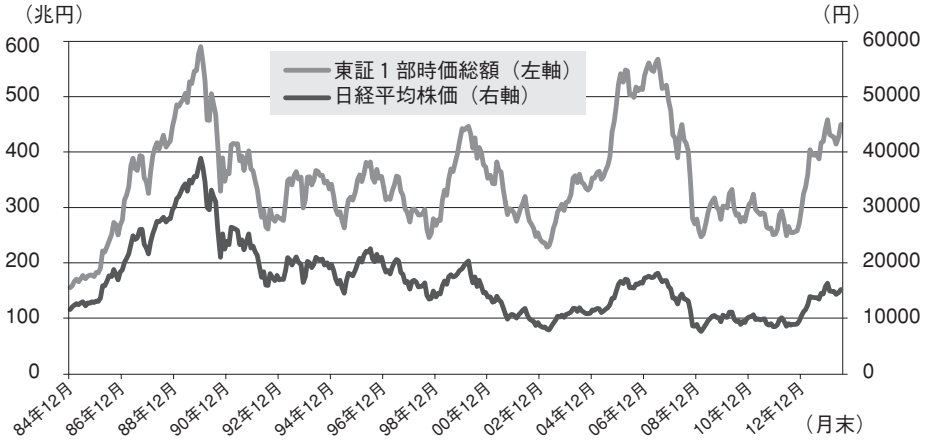
前田　昌孝（まえだ　まさたか）
1957年生まれ、1979年東京大学教養学部教養学科卒、日本経済新聞社に入り、産業部、神戸支社、証券部、ワシントン支局勤務などを経て1997年証券部編集委員、2010年日本経済研究センターに出向、2013年４月から現職。

来年３月20日は日経平均株価が最高値３万8,915円87銭を付けた1989年12月29日から9,212日目に当たる。ニューヨーク・ダウ工業株30種平均が1929年９月３日の高値から「暗黒の木曜日」と呼ばれる大暴落を経て、再び暴落前の高値を回復したのが9,212日目の54年11月23日だった。今から８か月後に日経平均も最高値更新というのは、さすがにハードルが高いだろうが、せめて東京証券取引所第１部の時価総額が89年末のピークと並ぶ「日経平均２万円」の回復ぐらいは視野に入ってもよさそう。その条件をさまざまな角度から考えてみたい。

東証によると、東証第１部の時価総額の最大値（月末ベース、上場株式数ベース）は89年12月末に記録した590兆9,088億円だった。ところが、金融システム不安が高じた2003年３月末には228兆3,073億円まで減少。その後、世界的な景気拡大に支えられて07年６月末には567兆7,294億円とピーク時の96％の水準まで回復したものの、直近（14年６月末）では449兆9,216億円にとどまっている。

225銘柄の株価を「みなし額面」で修正し、合計した後に除数で割ってはじき出す日経平均株価と、東証１部時価総額とは完全に比例するわけではない。ただ、もし100％連動すると仮定すると、日経平均が６月末の水準（１万5,162円10銭）から31.9％上昇して２万円になると、東証１部時価総額は約593兆5,000億円になる計算。つまり、日経平均２万円

（図表１）株式市場の時価総額と日経平均



（出所）東京証券取引所、QUICK

回復がおおむね時価総額のピーク更新とイコールだ。

日経平均がピーク時の半分強にとどまるのに、時価総額が最高を更新するのは、この間に上場企業数が55％も増えたためだ。特に1990年以降はJTやJR３社など大型の民営化企業をはじめ、NTTドコモ（98年）、電通（2001年）、第一生命保険（10年）、サントリー食品インターナショナル（13年）など大企業の上場も多かった。以前から上場していた企業に関しても、時価発行増資などで発行済み株式数を増やしたところが多く、時価総額の押し上げに寄与した。

上場株式数が増えているのだから、時価総額が過去最高を更新しても、1989年末から株式を保有し続けている投資家が、抱えている含み損を解消できるわけではない。しかし、株式市場の時価総額と名目国内総生産（GDP）との関係を見ると、主要国では時価総額が名目GDPの何倍にも膨れることはまずない。５月末現在では米国株が1.45倍、カナダ株が1.25倍、欧州株（ユーロネクストに属するパリ、アムステルダム、ブリュッセル、リスボンの４市場）が0.85倍だ。

日本の2014年の名目GDPは490兆～500兆円になりそうなため、日本経済の現在の実力からみて、600兆円弱の時価総額は目標水準として高くも低くもないだろう。名目GDPは米国の約28％だから、時価総額も米国の2,575兆円（ニューヨーク証券取引所とナスダックの合計）の28％の720兆円になっても不思議ではないが、これは東京が国際金融センターになった後に達成すべき目標と考えたい。

では、どうすれば日経平均を２万円に引き上げることができるのだろうか。まず、企業業績との関係で達成可能な水準なのかどうかを考えてみたい。日経平均を採用銘柄の予想１株当たり利益で割った日経平均ベースの予想PER（株価収益率）は６月末現在で14.71倍だった。日経平均が６月末の水準から31.9％上昇しないと２万円にはならないわけだから、もし予想利益が現行水準のまま変わらないのであれば、予想PERは19.4倍に高まる必要がある。

これが実現可能かどうかは、何ともいえない。ただ、企業経営も投資資金の動きもグローバル化が進んでいるから、日本株だけが突出してPERが上昇することはないと思われる。QUICKの集計によると、世界の主要市場のPERは７月24日現在で米国17.1倍、ドイツ14.1倍、英国12.2倍、フランス15.8倍、オーストラリア16.5倍などとなっている。

しかし、マクロ経済環境が好転し、世界の企業業績の先行きに対する期待が高まれば、世界的に株式市場は買いが買いを呼ぶ展開になり、PERの水準が底上げされることもあろう。実際、1999年から2000年にかけての情報技術（IT）バブルのピーク時には、米国のスタンダード・アンド・プアーズ500種株価指数ベースのPERは20数倍になっていた。当時、日経平均ベースのPERは大手銀行の赤字決算などの影響で100倍を超える異常値になっていた。

ただ、「世界的なバブル相場が到来すれば、日経平均２万円乗せも十分可能」というのは、あまりに他人任せで環境頼みの考え方だ。「バブルよ、来い」などと祈っても始まらない。むしろ現段階で考えなければいけないことは、マクロ経済環境が大きく変わらないと仮定したうえで、どうすれば１株当たり利益が増加し、PERが高まるかであろう。株価は１株当たり利益とPERとを掛けた値だから、双方を的確な企業努力と経済政策によって積み上げることができれば、日経平均の２万円の目標に徐々に近づくと思われる。

第１に検討すべきことは１株当たり利益をいかに高めるかだ。具体的には、分子である利益の絶対額を増やすことと、分母である株式数を減らすことの相乗効果に期待する必要があるだろう。株式数の減少は自社株買いを増やすことによって起きる。

米国のニューヨーク・ダウ工業株30種平均に採用されている30社のうち、2008年３月に上場したビザを除く29社について、2004年から13年にかけての純利益の年平均伸び率と１株当たり利益の年平均伸び率との関係を調べると、大半の企業は１株当たり利益のほうが純利益よりも大きく伸びていることがわかる。

例えば、IBMは2004年に84億3,000万ドルだった純利益が13年には164億8,300万ドルになった。この９年間の年平均伸び率は7.73％だった。一方、１株当たり利益は2004年に4.93ドルだったのが、13年には14.94ドルになった。年平均伸び率は13.11％である。この違いを生んだのは、2004年に17億900万株だった発行済み株式数が13年には11億300万株に減少

（図表２）米国の主要29社の純利益、１株当たり利益、株式数の年平均増減率

企業名	純利益の年平均増減率(%)	１株当たり利益の年平均増減率(%)	株式数の年平均増減率(%)
アメリカン・エキスプレス	5.03	6.89	▲ 1.82
ボーイング	10.47	11.16	▲ 0.63
キャタピラー	7.15	7.99	▲ 0.78
シスコシステムズ	9.53	12.98	▲ 2.97
シェブロン	5.41	6.52	▲ 1.04
デュポン	11.78	12.67	▲ 0.77
ウォルト・ディズニー	11.28	13.06	▲ 1.65
ゼネラル・エレクトリック	▲ 2.63	▲ 2.47	▲ 0.17
ゴールドマン・サックス	6.52	6.30	▲ 0.24
ホーム・デポ	0.83	5.82	▲ 4.72
ＩＢＭ	7.73	13.11	▲ 4.75
インテル	2.78	5.57	▲ 2.66
ジョンソン・エンド・ジョンソン	5.55	6.03	▲ 0.45
ＪＰモルガン・チェース	16.70	12.15	3.29
コカ・コーラ	6.56	7.39	▲ 0.82
マクドナルド	10.47	13.40	▲ 2.59
スリーエム	5.05	6.70	▲ 1.53
メルク	▲ 3.04	▲ 6.18	3.36
マイクロソフト	11.56	14.71	▲ 2.76
ナイキ	11.33	13.31	▲ 1.80
ファイザー	7.62	8.83	▲ 1.10
プロクター・アンド・ギャンブル	6.38	5.82	0.55
ＡＴ＆Ｔ	13.39	7.49	5.50
トラベラーズ	16.15	22.83	▲ 5.60
ユナイテッドヘルス・グループ	9.01	12.08	▲ 2.73
ユナイテッド・テクノロジーズ	8.31	1.39	▲ 1.05
ベライゾン・コミュニケーションズ	4.36	4.08	0.17
ウォルマート・ストアーズ	5.07	8.15	▲ 2.87
エクソンモービル	2.84	7.36	▲ 4.22

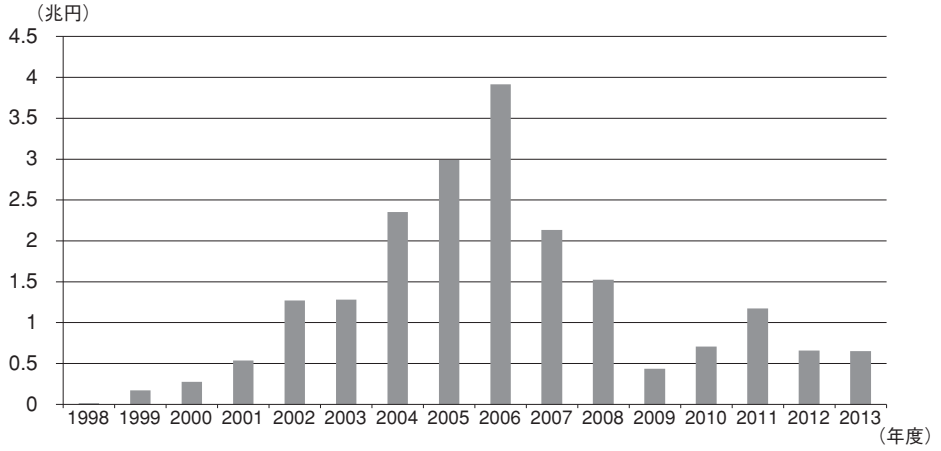
（注）▲は減。対象はニューヨーク・ダウ工業株30種平均採用銘柄からビザを除いた29社。2004年から13年にかけての９年間の増減
（出所）米モーニングスター

したからだ。年平均にすると、自社株買いによって発行済み株式数を毎年4.75%ずつ減らしたことになる。

同様に、米国ではトラベラーズが年平均5.60%ずつ、ホームデポが同4.72%ずつ、エクソンモービルが同4.22%ずつなどと、今回、分析の対象にした29社中24社が2013年にかけての９カ年で発行済み株式数を減らしていた。その分、本業での稼ぎ以上に１株当たり利益を増やしたことになる。

米企業の財務データなどを分析しているファクトセットによると、米国のスタンダード・アンド・プアーズ500種に採用されている銘柄だけで、今年１～３月期に1,545億ドル（約15兆7,000億円）の自社株買いを実施した。昨年４月から今年３月までの１年間では5,352億ドル（約54兆3,000億円）に達するという。自社株買いによって過去１年間に市場に流

（図表３）日本の主要30社の自社株買い



（注）対象は2014年７月現在でTOPIXコア30指数に採用されている30社、QUICKのデータに基づく

通する株式数の3.3%を吸収したのが、米国企業の実態だ。

株式数の減少とは関係ないが、S&P500種銘柄はこのほかに今年１～３月期に905億ドル（約９兆2,000億円）の配当を支払った。昨年４月から今年３月までの１年間では3,460億ドル（約35兆1,000億円）になるという。これは純利益の31.9%に当たる。自社株買いと合わせた１年間の総株主配分は8,812億ドル（約89兆4,000億円）で、純利益の81.2%にも達する。換言すれば、米国企業は毎日毎日、株主に対して24億ドル（約2,450億円）を還元していることになる。

日本企業でもしばしば自社株買いが話題になる。実際、東証株価指数（TOPIX）コア30銘柄の現時点での組み入れ対象企業が2004年から13年までの10年間に実施した自社株買いの合計は、各社のキャッシュフロー計算書に基づいて算出すると、16兆5,540億円に達する。ただ、持ち合い解消や厚生年金基金の代行返上売りに伴って市場で売却される株式が増えた2004～07年ごろに、買収防衛も意識しながら自社株買いを積極化した企業も多く、最近は回復気味とはいえ、当時のペースを下回る。

もし、米国企業並みに市場に流通する株式の3.3%を自社株買いで吸収しようと思えば、東証１部上場企業の合計で年間15兆円程度の自社株買いが必要になる。３月期決算企業だけの数値だが、東証の集計では第１部上場企業（金融を含む）の2014年３月期の合計純利益は25兆5,679億円だった。ここから７兆286億円を配当として株主に支払うため、その残りである18兆5,393億円の大半を自社株買いに回さないと、米国企業並みにはなれない。

米国企業が純利益の81.2%を配当と自社株買いに振り向けていることを踏まえれば、理屈のうえでは、必ずしも不可能な話ではない。現に金属加工機械大手のアマダは５月15日に、稼いだ利益のすべてを株主に配分する方針を表明した。半分を配当に、半分を自社株買いに回すという。こんなふうに上場企業が全体として市場に流通する株式の3.3%を自社株買いで吸い上げれば、１株当たり利益は3.4%増える計算だ。

ただ、これまでの日本企業の株主への総配分性向（配当と自社株買いの合計額の純利益に対する割合）はせいぜい50%程度だ。将来への投資を二の次にして、利益のすべてを株主に配分するアマダのようなやり方には、抵抗感を持つ経営者も多いだろう。どこまで株主配分を増やせるのかは、今後の日本企業の大きな課題だ。

１株当たり利益を増やす第２の方策は、法人税率の引き下げだ。現行で35.64%の法人実効税率を５年掛けて６%弱下げ、20%台にするのが、安倍晋三政権の成長戦略の基本方針だ。これまでは税引き前で100の利益が出ていても、税金を払うと64.36しか残らなかった。法人実効税率が仮に29.99%に低下すると、税引き後に残るのは70.01になる。５年がかりの話ではあるが、純利益が8.8%増える計算だ。

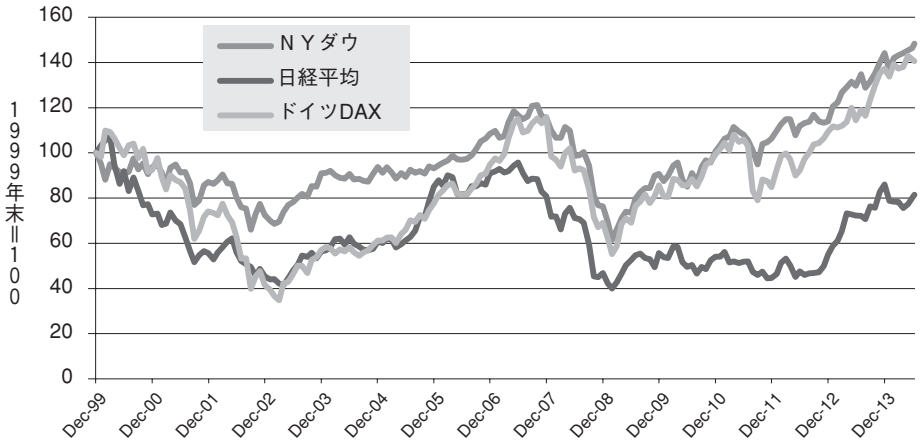
といっても、グローバルで事業を展開している日本企業は、日本だけに法人税を納めているわけではない。日本の法人税率の引き下げに伴うメリットは、少し割り引いて考える必要があるだろう。いずれにしても、発行済み株式数の減少と法人税率の引き下げによって膨らますことができる１株当たり利益は、東証１部上場企業全体でならすと、多くてもせいぜい10%ぐらいではないだろうか。日経平均を２万円に乗せるには力不足だ。

第２に考えるべきことはPERをいかに高めるかだ。日本株のPERは1980年代以降、ほとんどの局面で米国株のPERを上回っていたのに、直近では逆転している。将来への期待が大きく、今後も増益が続きそうな企業のPERが高く、成熟業種に属し、大幅増益などは期待しにくい企業のPERが総じて低いことから類推すれば、日米のPER逆転は、日本経済の先行きに対する投資家の期待が薄れたためだと受け止めなければなるまい。

劣勢を挽回するためのアプローチは主に３つあると考えられる。１つ目は、日本経済の潜在成長力が高まるような政策面でのてこ入れ、２つ目は、企業自身の経営努力、３つ目は、おざなりにしていた投資家層の育成だ。

１つ目のポイントの政策面では、ドイツのシュレーダー改革が参考になろう。ゲアハルト・シュレーダー氏は1998年から2005年まで首相を務め、当時、600万人もの失業者を抱えて「欧州の病人」と呼ばれていたドイツの蘇生のために、税制、雇用制度、年金制度、企業統治などの改革を推進した。

（図表４）日米独の株価指数



シュレーダー首相（当時）が2003年３月に打ち出した「アジェンダ2010」は①長期失業者の失業給付水準を引き下げ、就労を促す、②小規模企業が従業員を金銭補償などで容易に解雇できるようにして、新規採用のリスクを軽減する、③ミニジョブと呼ぶパートタイム労働を税制優遇し、就業機会を拡大する、④一部専門職への参入規制を緩和し、起業を促進する、など就業者数増大を目指す内容を幅広く盛り込んだ。

同首相はこの改革と並行し、企業が保有株を売却した場合のキャピタルゲイン（譲渡益）非課税にするなどの政策を講じて、企業に株式持ち合いの解消を促した。2003年９月に成立した医療保険近代化法では外来診療料の導入、入院時の患者負担の引き上げ、薬剤費の定率負担制度の導入など、さまざまな手立てで保険料率の抑制を目指した。年金制度改革に関しても、2001年に公的年金の給付水準を引き下げるとともに、これを補うためのリースター年金（私的老齢年金）を導入した。

ドイツ株の指数DAXは、「欧州の病人」と呼ばれていた2000年代初頭には、低迷する日本株と同じように推移していた。しかし、05年以降はシュレーダー首相の一連の痛みを伴う構造改革が中期的に奏功したせいか、首相がメルケル氏に交代した後も含め、日本株の停滞を尻目に米国株と連動して動くようになった。

もし、2000年以降の日経平均がニューヨーク・ダウ工業株30種平均と連動して動いていれば、日経平均は今ごろ２万円を優に超えていたはずだ。日本では小泉純一郎首相時代に進むかに思えた構造改革がほとんど進展せず、2006年から12年までの６年間は毎年首相が交代して、経済政策は迷走した。バブル崩壊後の「失われた20数年」のなかでも、特に機

会損失が大きかった6年間だった。

今回はアベノミクスによる成長戦略が、少しでも日本の潜在成長力の押し上げにつながるかどうかがポイントだ。環太平洋経済連携協定（TPP）の締結に伴って農業をはじめ、さまざまな産業分野の規制が緩和されることと、女性の雇用・幹部登用の推進はプラス要因とカウントできるかもしれない。ただ、まだドイツのような痛みを伴う改革には政府も及び腰だ。「日本が変わる」という印象を海外の投資家に持たせるために、もっと政府が汗をかく必要があるだろう。

2つ目のポイントの企業自身の経営努力では、本業で収益を上げることがもちろん最優先だが、PERを高められるかという観点でいえば、企業経営の透明性を高め、予測可能性を向上させることが投資家をひき付けるために重要だと思われる。コーポレート・ガバナンス（企業統治）改革を推進し、独立社外取締役を導入することも、経営の透明性向上に一定の効果があろう。

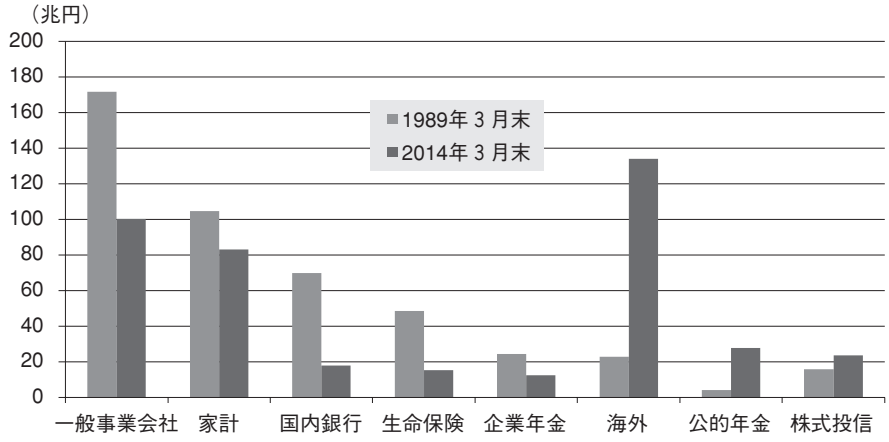
実際、2015年4月にも施行される改正会社法では、社外取締役を導入しない企業は「社外取締役を置くことが相当でない理由」を事業報告書で開示しなければならない。「置かない理由」ではなく「置くことが相当でない理由」にしたのは、置くことを原則とし、原則に従わない場合は理由を説明させるという英国流の「コンプライ・オア・エクスプレイン」を意識したものだ。多数の株主からの批判に耐えるほどの説得力のある理由を示すことは簡単ではないため、今後、社外取締役を導入する企業は急増すると思われる。

企業がPERの向上のためにできることはほかにもある。「経営判断では常に株主の利益を重視する」といった実績の積み重ねが、投資家に安心感を与え、より高い株価に結びついていく。かつて株価のことは証券会社任せの企業も多かった。自社の株価に責任を持ち、中長期保有の株主に不測の損害を与えないように最大限の努力をすることが、結局はPERの上昇、言い換えれば、資本コストの低下につながるであろう。

3つ目のポイントの投資家層の育成に関しては、これまで日本はほとんど関心を払ってこなかったといってもいい。何しろバブル崩壊後の日本株の買い手はもっぱら外国人で、他の投資部門は個人も銀行も事業会社も機関投資家にしても、価格変動リスクの大きい株式の保有を減らしたいと考えている層ばかりが目立っていた。

日銀の資金循環統計をもとに、1988年度末（89年3月末）から2013年度末（14年3月末）にかけてのさまざまな投資部門の株式保有額の変化を計算すると、国内銀行が69兆6,986億円から17兆8,048億円へ74.5％減、生命保険会社が48兆5,544億円から15兆3,699億円へ68.3％減、企業年金が24兆4,300億円から12兆3,931億円へ49.3％減、一般事業会社（民間非金

（図表５）主な投資部門の日本株保有額の変化



（出所）日銀「資金循環統計」

融法人企業）が171兆7,078億円から100兆2,644億円へ41.6％減、家計が104兆5,519億円から83兆1,662億円へ20.5％減という具合だ。

時価ベースのデータなので、保有金額の減少は株価の下落を反映している面が大きく、保有株式数はそれほど減っていないとの見方もあるかもしれない。ただ、すべての投資部門を合わせた保有総額（いわば上場株の時価総額）は520兆9,041億円から445兆円7,279億円へ14.4％減少しただけだ。前段で示した投資部門の株式保有額の減少率はもっと大きく、東京市場の担い手としての役割を低下させたことがわかる。

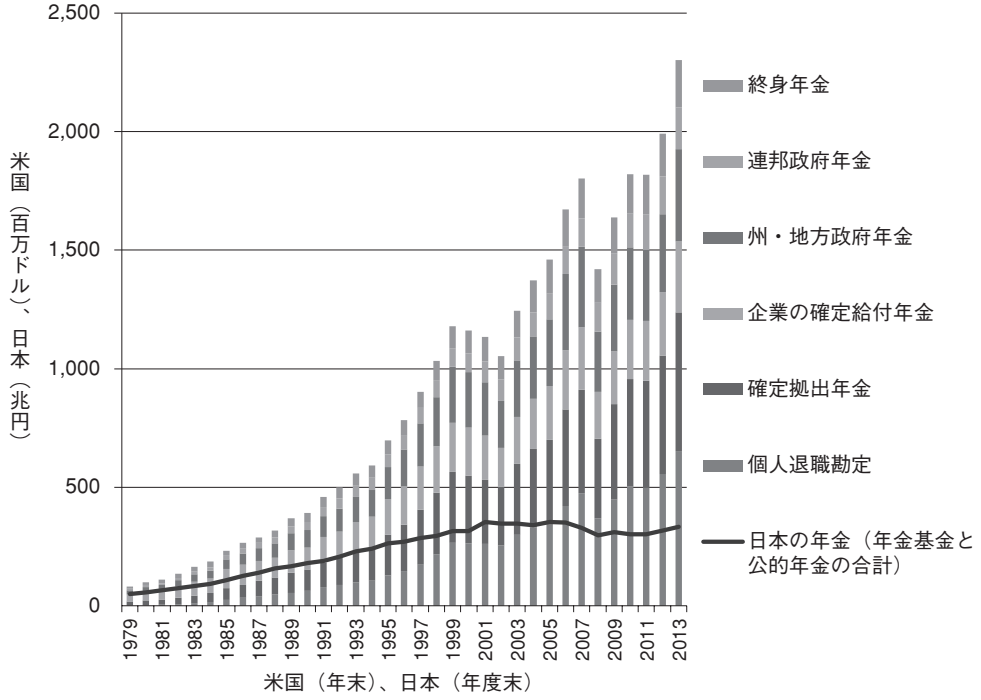
この間に株式保有額が増えた主な投資部門は、海外が22兆8,286億円から134兆1,025億円へ487.4％増（5.874倍）、公的年金が４兆303億円から27兆6,033億円へ584.9％増（6.849倍）、株式投信（私募を含む）が15兆8,397億円から23兆6,282億円へ49.2％増などとなっていた。

こんな具合だから、株式市場では最近、公的年金を運用する年金積立金管理運用独立行政法人（JPIF）が日本株の組み入れを増やすことが関心を呼んでいる。３月末の運用資産額が126兆5,771億円にも達する巨大なファンドだから、運用動向が注目を集めるのは無理もない。しかし、公的年金の運用拡大が投資家層の育成なのかと問われると、違和感がある。

むしろ３月末で1,630兆円に達していた個人金融資産を直接、間接にどう株式市場に振り向けさせるかが、政策的には重要であろう。

といっても現状は、直接保有に関しては、東証などの株式分布状況調査によると、2013年度は個人の株式保有比率が前年度比1.5ポイント低下して18.7％と、６年ぶりに20％を下

（図表６）米国と日本の退職貯蓄市場



（出所）米投信協会（ICI）、日銀「資金循環統計」

回った。年度中の個人の株式の売り越し額は６兆9,866億円に達し、上昇相場を背景に保有株を減らした様子がうかがえるが、この数値からは高齢の投資家が株式投資を縮小する一方で、次世代の投資家が育っていない姿が透けて見える。

間接保有に関しては、公募投資信託の純資産残高が６月末に83兆5,640億円と2007年10月末の82兆1,518億円を上回り、６年８カ月ぶりに過去最高を更新した。しかし、人気の投信は米国の高利回り社債や不動産投信（REIT）を組み入れるタイプで、公募投信が組み入れている日本株は16兆93億円（残高の19.2%）にすぎない。

海外では個人マネーを株式市場に誘導することは重要な政策と位置づけている。英国では1999年に個人貯蓄口座（ISA）と呼ぶ非課税制度を設け、個人マネーを株式市場に誘導しようと躍起になっている。今年７月からは非課税での投資限度額を年間１万5,000ポンド（約260万円）に拡充し、国民に自助努力での資産形成を促している。米国では確定拠出年金制度（401k）と個人退職貯蓄勘定（IRA）という２つの優遇税制を通じて退職後に備えた資産形成を呼びかけている。米国の退職貯蓄市場の残高は2013年末に23兆ドル強（約

2,340兆円）と、日本の７倍にもなった。

日本でも2014年にやや中途半端なかたちで始まった少額投資非課税制度（NISA）を大幅に拡充する方向で、検討が始まった。もう日本の公的年金制度には退職後の生活を支える力などなさそうなので、米国や英国同様、自助努力での資産形成を優遇税制によって促していかざるをえないだろう。このメカニズムのなかで投信などの機関投資家をきちんと育て、株式市場の担い手にしていくことが重要だ。

東京市場の株価形成が、海外のヘッジファンドなどによる株価指数先物の短期売買に踊らされる状況を脱し、個々の企業の投資価値をきちんと反映するようになれば、値動きに引かれたお金ではなく、中長期の資産形成を目指すお金が株式市場にもっと流入してくるのではないだろうか。

一連の対応の歯車がうまくかみ合えば、日本株の平均PERはじわじわと上昇し、日経平均は２万円に近づいていくと思われる。そのうえで経済の成長エンジンである企業が躍動感のある経営に取り組み、本業の好調によって１株当たり利益を着実に伸ばせば、２万円など本格的な上昇相場の「単なる通過点」になるかもしれない。