

晴れた日には日経平均 4 万円が見える・・・ようになるには

玉山和夫（札幌学院大学）

最早諦められ忘れ去られた問いかけがある。それは、  
「日本の株価が 1989 年に付けた高値を抜くことはできるか？」という素朴な問いである。

本稿は、この古くて新しい問いかけに一つの答えを見出そうとするものである。結論から言えば、今後株価は BPS（一株当純資産：Book Value per Share）の伸び率通りに伸びる（または下がる）。

つまり ROE（自己資本利益率：Return on Equity）に（1－配当性向）を掛けた率で、株価は上昇（下落）する。そして ROE の水準をより高いところに持って行けるなら、PBR（株価純資産倍率：Price Book Value Ratio）の水準も上昇し、株価が既往ピークを抜く日が現実性を帯びてくる。

しかし、本稿のあまりに当たり前の結論はそれだけでは俄かには信じがたい。なぜなら、上場企業全体（金融除く）の純利益は、バブル期をはるかに超えているのに株価はピークの 60%程度という厳然たる現実を見続けてきたからである。

では本稿をこのような結論に導いたのは、何か。それはバブル崩壊後、日本の株式市場では純資産の増加分だけはほぼその通りに時価総額が増加したという事実である。つまり、市場全体で株価が暴落していく過程でも、投資家は企業の純利益の追加的蓄積と新規に投入した資金については、自らの取り分であることに、疑いは持たなかったのである。

とはいえ、その蓄積された純資産が将来より大きな利益を生むという期待もまた、もってはいなかった。だからこそ、純資産増加分の PBR は、1 を超えることはほとんどなかったのだ。

今後の課題は、いかにして PBR の水準を上げるかである。やはり当たり前ながら、ROE をあげていくしかない。ROE が上がれば PBR もあがることは、モデルが示しており、それは国内の時系列検証、および国際比較からも支持されている。ROE の上昇は、利益率の上昇を待たねばならない。そして今後利益率を向上させるのは財・サービスの価格である。