

これならわかる  経済の仕組み 番外編

2013年4月12日

全3頁

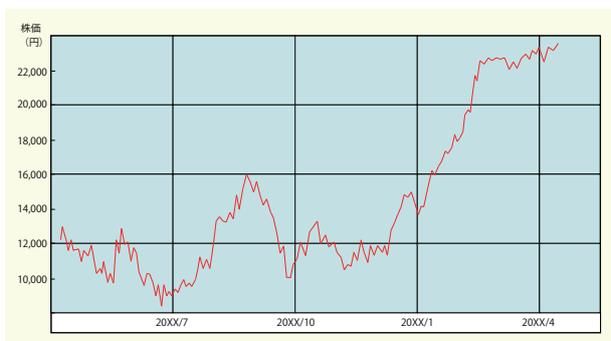
株価はどのように決まるのか

常務執行役員
岡野 進

今日は番外編です。最近、株価の上昇が顕著です。日本銀行の異次元の金融緩和の効果が表れているのでしょうか。そもそも、株価とはどのように決まるものなのか。基本の基本を解説し、経済全体との関係についても考えてみましょう。

株式の価格を考えるため、まず「株式とは何か?」ということから始めましょう。株式は、企業が出資してくれた人に出資を証明する証券です。出資者は株主として、株主総会での議決権を持ち、利益配当を受けることができます。そうした権利を表した証券が株式ということになり、それが流通する仕組みが株式市場なのです。

株式の価格は将来の収益への期待によって形成されます。なぜならば、株式はそのものを消費する目的で買うわけではなく、投資ですから、どのように収益を上げることができのかが問題です。直接的に得るものは会社の支払う利益配当です。これがどのようになるかということが株価を決める要因として重要です。仮にある企業が今後100年存続し、毎年1株当たり配当を10円支払うことが期待できるとしましょう。株式の価格は10円の配当の100年分だということができます。ただし、将来の配当の現在価値は10円ではありません。時間がたつのですから一定の割引がされることになります。これを割引率といいます。割引率が収益率になりますから両者は同じだといってもよいので



す。単純化のため割引率は5%だとしましょう。

1年ごとに配当が支払われるとすると、1年後受け取る10円の現在価値は $10/(1+0.05) \div 9.52$ ですし、再来年受け取る10円の現在価値は $10/(1+0.05)^2 \div 9.07$ です。このようにして100年分を足し合わせれば、適正株価になります。実際に計算してみると、約198円になります。

上記はごくごく基本的な考え方を説明したものです。しかし、実際に配当が100年間変動しないとか、ちょうど100年で企業がなくなるだろうなどということはないでしょうし、そうした長期の予想が成り立つかどうかわかりません。むしろ、人々が合理的に抱く期待は現在の収益水準とその成長可能性でしょう。そこでやや単純ですが、現在の配当とその期待成長率および割引率を仮定すると、株価をどのような数式に書けるかを考えてみましょう。1年後の配当を D 、期待成長率を g 、割引率を r としましょう。企業はずっと存続するものとします。

N 年後の配当額は1年後の配当 D が $(N-1)$ 年間成長率 g で増加しているので、 $D \cdot (1+g)^{N-1}$ となります。この現在価値は $(1+r)^N$ で割って、 $D \cdot (1+g)^{N-1} / (1+r)^N$ となります。株価 P はこれを $N=1$ から無限大まで足し合わせたものになりますので、

$$P = \sum_{N=1}^{\infty} D \cdot (1+g)^{N-1} / (1+r)^N$$
$$= D / (r-g)$$

となります。これによると、割引率は必ず期待成長率より大きくななくてはならないことになります。上記の式を書き直してみると

$$r = g + D/P$$

となります。つまり、割引率（収益率）は期待成長率と配当利回りの合計になるということなのです。



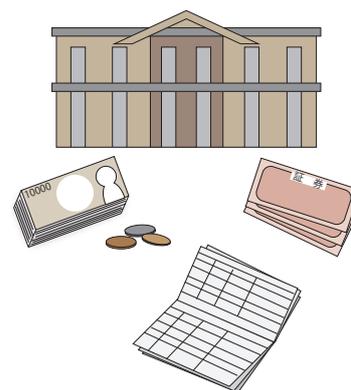
実際の企業は、一定率で成長していくわけではありませんから、厳密な意味でこの数式を利用することは無理があります。しかし、多少の誤差を許せば、趨勢的な成長率をどうみるか、ということとは株価をみるうえで非常に大事な要素であるということになります。割引率は、一般の長期金利にも影響されますし、成長にともなうリスクも織り込んでいくことになります。割引率＝長期金利＋リスクプレミアムと書き表すこともできるでしょう。リスクプレミアムは、さらに個別企業のリスクと経済全体のリスクに分けることができるかもしれません。このリスクプレミアムというのは市場の心理によって大きく振れることもあります。金融パニックのような事態が発生するとリスクプレミアムが一気に大きくなり株価が大きく下がるという現象も起きるのです。最近ではリーマン・ショックの時にそうした動きがありました。

景気が良くなり経済成長への期待も高まると、上記の式の g が大きくなることによって株価が上昇します。デフレが克服されて名目上の成長率が高まるとこれも g を大きくするでしょう。一方、金融が緩和されると、長期金利が低下したり、リスクプレミアムが縮小したりして、上記式の r が小さくなることによって株価が上昇します。両者が同時に起きれば株価は大きく上昇することになります。通常、株式市場は、企業活動への成長期待と金融環境を反映して、市場メカニズムによって価格を決めていくことができます。

ところで、株式を購入するというのは、このように配当をずっと受け取り続ける、あるいはそれを反映した株価上昇による利益（キャピタルゲイン）を期待するというだけではなく、企業を支配し得る割合の株式を買い集めて企業の経営権を取得するという場合もあります。つまり支配権の価格として株価が形成される場合も出てくるのです。この場合には、上記の式を導いたのとは違う事情も生じます。例えば、ある企業が、他の企業を買収し統合すると、シナジー効果で成長性が高まるというようなケースがあります。そうすると、実際に企業買収で適正な株価はこのシナジー効果による成長率のアップをある程度織り込んだものとなるわけで、それは通常の株価よりも高くなるのです。

さて、経済状況が株価に影響を与えるというだけでなく、株価のほうも経済に影響を与えるということもあります。個人消費に与える資産効果、企業設備投資に与えるトービンのq効果というものがあります。前者の資産効果は、株価が上昇すると個人の保有している株式資産が増加し個人の消費行動が活発になるという効果が期待できるというものです。米国のように個人が株式を多く保有している国では、個人消費に影響があることは経験則からも確からしいといえます。後者のトービンのqは、株価が企業設備投資に影響を与えるという理論ですが、のちにノーベル経済学賞を受賞した経済学者のジェームズ・トービンが1963年に提唱した考えです。資本ストックなどの資産価値から測った企業価値に比較して株式価値が大きくなると、それだけ資本ストックを増やして企業活動規模を大きくすべき状況になりますから、企業は設備投資に積極的になるはずだという理論です。

株価が上昇すると経済にも需要サイドからポジティブな影響をもたらします。経済が好調になると株価は上昇するので、株価と実物経済全体の間には相互作用（正のフィードバック効果）があるといえます。



(以上)