

# SMC金融・経済マーケットレポート

Reporter Your Financial Brain SMC 豊島 健治

## 利回り逆転が語るもの (株式と債券利回り)

日経新聞云う所の「ニッポン株式会社」の多くが来週29日株主総会を開く。株主総会の特定日集中は相変わらずであるが、「ニッポン株式会社」の内実はここ数年で大きく変貌している。

変貌ぶりの一つは、外国人の株主保有比率の上昇である。国内5証券取引所の共同調査結果によれば、外国人の株主保有比率は2年連続で過去最高を更新し23.7%に達した。この比率は、事業法人(21.9%)、個人(20.3%)、銀行(5.3%)という区分で見れば最も高い比率である。雑ばくに云えば、「ニッポン株式会社」の筆頭株主は既に外国勢となっている。

変貌ぶりの二つは、配当総額の増伸である。日経新聞によれば、2005年3月期の配当総額は期初予想の2兆7千億円から3兆2千億円と5千億円増え、2006年3月期は更に3千億円増え3兆5千億円に達するという。元々低いのが特徴だったニッポン株式会社の配当性向(純利益のうち配当に回す比率)も、5社に1社が増復配する中で24%迄上昇してきた。その結果、株式の配当利回りが上昇している。

前3月期の配当利回りは、5%台が2社、3~4%台が43社、2%台は397社にも達している。株価が変動しなければという前提条件付きであるが、株式配当利回りは既に1.3%程度の10年国債、0.5%程度の5年国債の利回りを上回る企業が多数となっている。仕方なく国債を大量に買い込んで、保有有価証券全体の利回り低下に苦しんでいる銀行や機関投資家も、配当利回りが2%を超える電力会社等の株式取得に動き始めたようだ。

外国勢の保有株比率上昇が配当性向の引き上げ、ひいては配当利回りアップに繋がったのだろうか。手元に豊富な資金を蓄えた会社に増配を迫る村上ファンドや相次いで設定されている国内外のM&Aファンド等の登場が、上場会社の経営陣に緊張感を与え増復配の背中を押していることは確かなことであろう。又、年金や保険会社、あるいは投信運用会社等がかつてのような「モノ言わぬ株主」から「モノ言う株主」に変化しつつあるのもその背景にあるのは間違いない。

しかし、それらを最も的確に示す言葉は、「株式持ち合いの崩壊」であり、「上場企業の成熟化」ではないだろうか。

私などが云うまでもないが、株式持ち合いはメインバンク制と並んでニッポン株式会社を貫く最も基本的なメンターだった。間接金融中心の経済下、日本企業の高度成長を裏から支えた。しかし、それが極限に達した時バブルが発生し、バブル崩壊と共に持ち合いも崩れた。それは必然だったように思うが、いずれにせよ「株式持ち合い崩壊」が日本市場を大きく変えた。

株式持ち合い崩壊は日本企業の株価を正常化させた。持ち合いによって実力以上の値段が付いていた株価を引き下げた。今、3社に1社が最高益を更新するという中でも平均株価が上がらないのは、日本企業の株価が漸く適正価格に近づいたことを示しているからだ。直近の予想平均PER18倍がそれを物語っている。

持ち合い崩壊は、ホリエモンが「株式を買われて嫌なら上場しちゃ駄目ですよ」と明言したように、経営者は株主を選べないことを明確にした。上場会社の経営者は株主の意向を無視できないという当たり前の現実と直面した。そして、成熟化しこれ以上大きな成長が見込めなくなった企業は、過去溜め込んできたお金を株主に配分するよう求められるようになった。

配当性向の上昇と配当総額の増伸は上場企業の成長鈍化の証左である。

その結果には違いないが、日本の金融市場はある種歪んだ市場となっている。前述した国債利回りと電力株の配当利回りの逆転が示すように、株式の平均利回りが債券利回りを上回ってきたのだ。東証一部上場全銘柄の平均利回りは直近で1.24%となっている。期間5年の債券で利回り1.2%を確保するには低格付け債券を買わなくてはならなくなっている。つまりは、価格変動常なき株式の方が最終元本確定の債券より値段が低くなったのだ。

この事実が示すことは、株価自体が低すぎるか、逆に債券の値段が高すぎるかどちらかである。株価は概ね妥当だとすれば、債券が買われ過ぎている(金利が低すぎる)ことを示している。債券と株式の利回りが逆転する日本の金融市場は、一体何を語ろうとしているのだろうか。

Weekly Fax Report

《複製・転載等はこちらへご連絡下さい》

URL: [http://www.hi-ho.ne.jp/smc\\_toyo/](http://www.hi-ho.ne.jp/smc_toyo/)

2005.6.25(第467号)

TEL.0438-53-6092 FAX.0438-53-6096

Email: [smc\\_toyo@hi-ho.ne.jp](mailto:smc_toyo@hi-ho.ne.jp)