

I T革命と株価形成

伊 奈 健 二

I. はじめに

2000年2月10日の日本経済新聞によると、2月9日の東京証券市場において、日経平均株価が2年半ぶりに2万円台を回復し、東京証券取引所第一部の時価総額は約470兆円と1989年末のピーク時の約606兆円の78%まで回復した、と報じていた。前回、東証第一部平均株価が2万円を越えたのは、1997年6月であり、同年7月2日、タイから始まったアジア通貨危機の直前であった。今回の株価形成の特徴は日経平均株価が89年末大納会の高値（3万8915円）の51%にとどまっているのかかわらず、時価総額が78%まで回復したことである。これはI T（情報技術）革命に乗った情報通信関連株に人気が集集中し、大量の投機資金が流入したためである。

株価は経済の先見性や時代を先取りするといわれるだけに、今回の東京証券市場における株価上昇とその後の経過は興味深い。時あたかも昨年12月22日には東証「マザーズ」が、2000年6月19日には「ナスダック・ジャパン」が大阪証券取引所で始まっている。これらI T（情報技術）を主流とするハイテク企業、ベンチャー企業向けの新市場が開設されたことは、米国流の投機的市場を目指したものとはいえ、わが国証券市場もいよいよグローバル化の方向に向かいつつあるとの感を持たざるをえない。

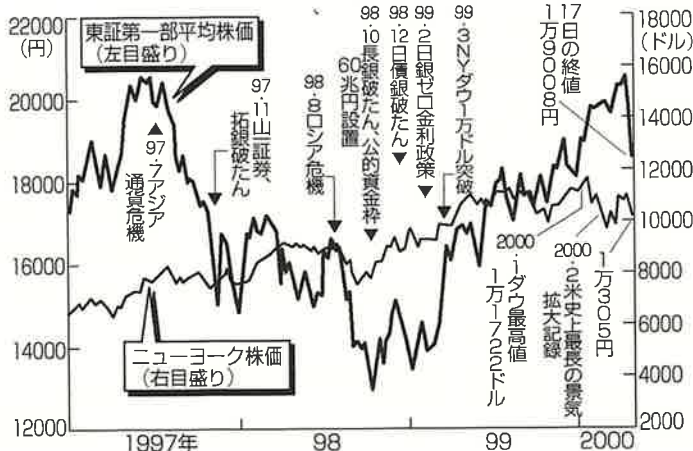
本稿では、現在の日本経済の動向および日・米関係、急速に復活しつつあるアジア経済と関連させながら、今後の日本経済の方向をみていきたいと思う。

II. 今回の株価上昇の背景

まず第1図をみていただきたい。この図によると、前回東証第一部平均株価が2万円を越えたのは1997年6月であった。しかしその後7月2日に始まったタイでの通貨危機を嚆矢として、通貨危機はまたたく間にインドネシア、韓国などに波及連鎖し、アジア各国の株式相場は大暴落した。日本の株式市場もアジア各国の株価大暴落の影響を受けて大幅に下落し、さらに97年11月には北海道拓殖銀行、山一証券が、続いて98年には日本長期信用銀行、日本債権信用銀行が経営破綻し、東証平均株価は1万3000円台へと大暴落した。

そのため日本政府は公的資金枠60兆円を設定し、銀行救済に乗りだした。政府による公的資金の供給は、100兆円ともいわれる銀行の不良債権の処理や企業への貸し渋り、銀行の自己資本比率低下を食い止めるために実施されたのであるが、アジアの通貨危機による株価の暴落によって銀行の保有株式の評価損の増大あるいは含み益の大幅な減少が起こり、銀行の財務内容が一段と悪化してきたので、政府は銀行の決済システム、金融システムの崩壊防止や銀行の預

第1図 東証第一部平均株価とニューヨーク株価の推移
(ダウ工業株平均、数字は年・月)



(出所) 2000年4月18日付朝日新聞

金者保護のため、さらに日銀のゼロ金利政策の実施と積極財政政策の強化に踏み切った。

その結果、東証平均株価は99年に入って急回復し、2万円台をつけている。この日本の株価の上昇をもたらしたのは、ゼロ金利政策維持による景気回復への期待感と超低金利政策の長期化で、個人資金が預貯金から株式へ大量にシフトしたことによる。しかしその背景には、アメリカ経済の好調と第1図にみるニューヨーク株価の堅調な推移があったことはいままでもない。

しかしながらこの株価の上昇は、現在の景気動向からみて日本経済のファンダメンタルズ（経済の基礎的諸条件）の改善や景気の本格的な回復によってもたらされたものではないのではないか、という疑問やまたバブルといわれている米国の株式市場がいつ暴落するかわからないという不安感がいつもつきまどっていた。今年2月9日、日経平均株価が2万円台の大台に乗せたのは、高騰を続ける米国株式市場の暴落の不安感が一時的にせよ薄らいだ結果もたらされたものにすぎなかった。

Ⅲ. ニューヨーク株式市場の推移

第2図にみるように米国株式市場は1996年以降、ダウ工業株30種平均およびナスダック総合指数とも4年間も高騰を続け、アメリカ経済は毎年4%から5%にも及ぶ高い成長率を保持し、経済の過熱化の様相を呈していた。すなわち高い経済成長率と生産性上昇率は労働逼迫と株価上昇をもたらし、賃金上昇と株価上昇による資産効果は消費を押し上げ、過剰消費傾向によって常にインフレ懸念をはらんでいたのである。

そのため第3図のように米連邦準備制度理事会（FRB）は99年6月以降、0.25%幅で公定歩合を5回にわたって引き上げてきた。その理由は「生産性の急速な伸びを考慮に入れても、需要の伸びは依然として強すぎる。供給と需要の不釣り合いが、インフレ的な不均衡を招く懸念がある」（5月17日付読売新聞）というものであった。

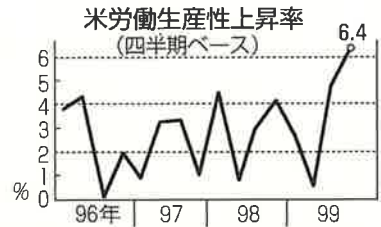
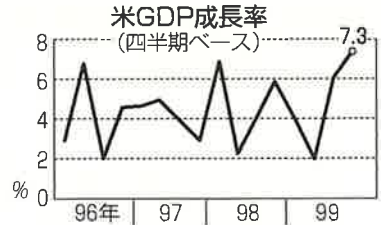
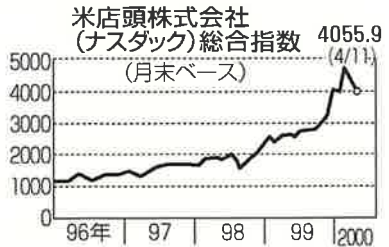
FBIの見解は、米国の経済拡大が持続していく条件はインフレを回避することで、そのためには過熱した景気を緩やかに減速させていくことにあった。それゆえ、米国証券市場では近い将来、再び0.5%または1.0%程度の公定歩合の引き上げが実施されると予測していたし、それによって株価が下落すれば、株価上昇による資産効果がなくなり、消費性向が落ちてきて貯蓄率が上昇し、経済成長が調整され、景気は持続していくと考えられていた。

事実、第1表、第4図にみるように、4月14日にはダウ工業株30種平均はナスダック355ポイント、ダウ617ドルと米株式市場は史上最大の下落幅を記録した。IT関連銘柄で過熱していた株式市場が近々の公定歩合引き上げを予測していた結果である。

しかしながら過熱気味の景気を安定軌道に乗せるためには、株価の一定下落は不可欠とみてきたニューヨーク株式市場も、この史上最大の株価下落によって高騰を続けてきた株価が今後崩壊に向かうのか、また一時的な調整にとどまるのか見解がわかれていた。

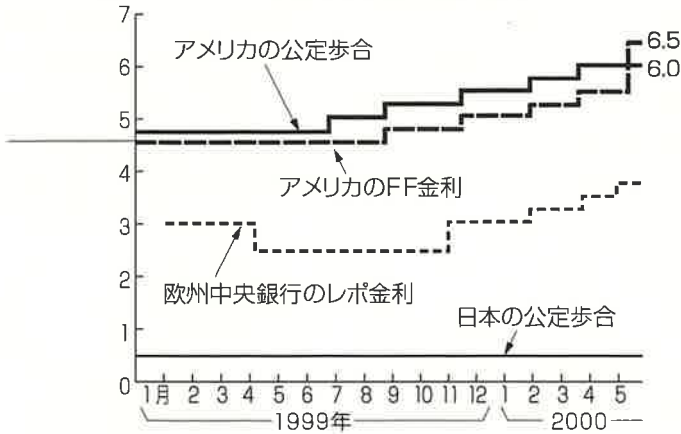
そのため株価が急落した5月14日、サマーズ米財務長官は、連邦政府の財政黒字化、積極的な教育や科学への投

第2図



(出所) 2000年4月13日付日本経済新聞

第3図 日米欧の政策金利の推移



(出所) 2000年5月17日付読売新聞

資、米国産業の国際競争力などを強調し、今後のアメリカの経済成長に自信を示すとともに、巨額の国際的な投資資金が米国内に流入し、米国内に留まる限り、株価の変動自体に問題がないことを強く訴えた。事実、14日の株価暴落でアメリカに流入していた資金は海外に逃げ出すのではなく、米債券市場に移り、債券価格を上昇させている（5月14日付朝日新聞）。ニューヨーク市場の株価下落は米国の旺盛な個人消費を押さえ、過熱気味の米国経済を安定軌道に乗せるというFRBのシナリオ通り、全体として安心感を取り戻しつつある。

それに伴って、FRBは第3図にみるように、5月16日公定歩合を0.5%、代表的な短期金利であるフェデラル・ファンド（FF）金利を0.5%引き上げ、公定歩合6.0%、FF金利6.5%と9年ぶりの高水準に引き上げた。しかし他方、市場では個人消費の盛り上がりやIT（情報技術）関連投資を背景とした景気過熱感、賃金上昇圧力は依然として根強いとして、インフレ懸念一掃のため、この夏にも再び引き上げの可能性もあるとしていたが、6月29日の日本経済新聞によると、米連邦準備理事会（FRB）は、28日の連邦公開市場委員会（FOMC）で、景気過熱感がやや後退してきたので追加利上げを見送り、短期金利の指標であるフェデラルファンド（FF）金利を現行の年6.5%、公定歩合を年6.0%に据え置くことに決定している。

いずれにしても米国株式相場は、1996年ダウ工業株30種平均で6,000ドル台

であったが、98、99年にはIT革命の波に乗って、ダウで1万ドル台をつけ、米株式市場も株式バブルとその過熱ぶりが不安視されてきた。しかしここに来てそうした心配も一段落し、落ち着きを取り戻したようである。

株価暴落後の4月14日、サマーズ米財務長官は、米国経済の健全性と株価の下落は、米国経済にとって望ましい調整であることを強調していた。たしかに「失われた10年」といって沈滞ムードからまだ抜けきっていない日本経済と比べ、IT革命の進展によるとはいえ、過去4年間平均成長率4%という米国経済の力強さは全く目を見張らされるものがあるし、ダウ1万円台乗せ後の6回にもわたる公定歩合、FF金利の引き上げ政策はそのタイミングと木目細かさにおいて米連邦準備理事会(FRB)議長グリーンズパン氏への信頼性とひいては米国経済の信頼性を高めたといえる。最近の米商務省発表によると、米国経済は貿易収支は好調な国内経済を反映して過去最大の赤字であるが、資本収支では依然として資金の流入が活発であると報じられ(6月21日付日経)、株価は大幅下落したが、資金の流動性の大幅な減少の心配はなさそうである。

第1表 ニューヨーク市場の株価下落

ナスダック指数

過去の下落幅トップ5

- ① 2000年 4月14日 355.49 ポイント
- ② 2000年 4月 3日 349.15 ポイント
- ③ 2000年 4月12日 286.27 ポイント
- ④ 2000年 4月10日 258.25 ポイント
- ⑤ 2000年 1月 4日 229.46 ポイント

過去の下落率トップ5

- ① 1987年10月19日 11.35 %
- ② 2000年 4月14日 9.67 %
- ③ 1987年10月20日 9.00 %
- ④ 1987年10月26日 9.00 %
- ⑤ 1998年 8月31日 8.56 %

ダウ平均

過去の下落幅トップ5

- ① 2000年 4月14日 617.78 ポイント
- ② 1997年10月27日 554.26 ポイント
- ③ 1998年 8月31日 512.61 ポイント
- ④ 1997年10月19日 508.00 ポイント
- ⑤ 2000年 1月 4日 359.58 ポイント

過去の下落率トップ5

- ① 1987年10月19日 22.61 %
- ② 1929年10月28日 12.82 %
- ③ 1929年10月29日 11.73 %
- ④ 1929年11月 6日 9.92 %
- ⑤ 1899年12月18日 8.72 %

(出所)2000年4月15日付朝日新聞夕刊

第4図 米ナスダック指数と
ニューヨークダウ平均の推移

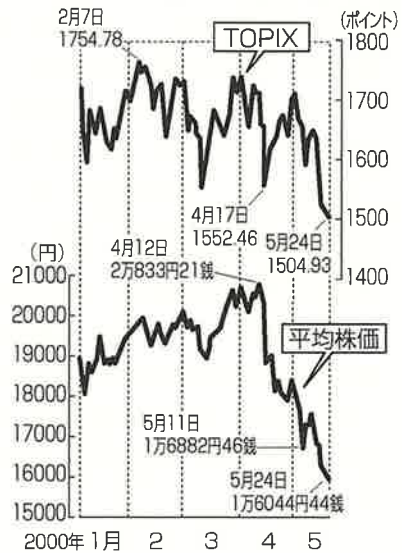


(出所)2000年4月16日付朝日新聞

IV. 東京証券市場の推移と特徴

5月25日付の日本経済新聞によると、24日の東京株式市場は前日の米店頭株式市場（ナスダック）総合指数が今年の最安値をつけたのを受けて、日経平均株価（225種）の終値は前日比 274円安の1万6044円と今年の最安値を更新し、また東京証券取引所の一部上場全銘柄の値動きを示すTOPIX（東京株価指数）も14.9ポイント安い 1505ポイントまで下落した、と報じていた（第5図参照）。ニューヨーク市場の写真相場といわれる日本の株式市場がニューヨーク株価の暴落に追隨して下落するのは当然であるが、最近の日本株の下落率が米国株を上回っているところに問題がある。この理由について外国人投資家がニューヨーク株の暴落によって生じた損失を穴埋めするためハイテク株を中心に日本株を売却して資金を引き上げた、とかゼロ金利政策で生じた個人投資家の過剰流動性の収縮、日経225種の入替えによる日経平均の連続性喪失と入替えのタイミングの悪さなどさまざまな理由がいわれているが、第1図にみるように99年以降、インターネット・バブルといわれたようにIT関連銘柄を中心に景気回復を期待して上昇してきた株価が一応の調整期を迎えたこと、基本的には日本の本格的な景気回復が確立されていない中でニューヨーク株式市場の連動ということに尽きると思う。バブル崩壊後の日本経済は、政府の金融政策の失敗、銀行の不良債権の累積だけではなく、全産業にわたってグローバル化に対処するため構造改革が迫られているし、失われた10年

第5図
TOPIXと平均株価(225種)の終値の推移



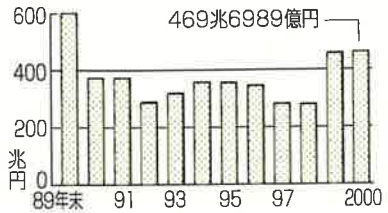
(出所) 2000年5月25日付日本経済新聞

の期間に日本経済の基盤が脆弱化し、日本経済そのものがアメリカ経済に依存せざるをえなくなっていることからすれば、ニューヨーク市場に連動することもけだし当然のことといわざるをえない。

それよりも重要なのは今回の株価上昇、暴落過程でみせた株価形成の内容である。第6図をみられたい。この図は1989年から10年間の時価総額の推移をあらわしたものであり、2000年2月9日には株式時価総額は約470兆円と89年バブルピーク時の約606兆円の78%に達している。今回の株価上昇で特徴的なのは、97年の時と比べ株価の時価総額が大幅に増大したことである。第2表はどのような企業が時価総額ランキングに名を連ねているか、1997年6月と2000年2月を比較したものである。

時価総額というのは株価に発行済み株式数を掛けたもので、市場における企業の投資価値を表し、その時の株式市場の規模を示している。日経平均株価は97年も2000年も同じく2万円台乗せの水準であったが、時価総額でみた場合、2000年2月の時点では97年の時を約100兆円上回っている。

第6図 東証1部の時価総額



(注)2000年2月9日現在
(出所)2000年2月10日付日本経済新聞

第2表 東証1部の時価総額ランキング

(単位：兆円、カッコ内は97年6月16日の順位)

▽2000年2月9日

順位	社名	時価総額 (兆円)
① (-)	N T T ドコモ	36.86
② (1)	N T T	25.85
③ (2)	トヨタ自動車	18.39
④ (-)	ソフトバンク	14.72
⑤ (11)	ソニー	13.23
⑥ (12)	セブンイレブンジャパン	12.11
⑦ (20)	富士通	7.39
⑧ (-)	光通信	6.71
⑨ (16)	野村証券	6.57
⑩ (3)	東京三菱銀行	6.55
⑪ (7)	松下電器産業	6.45
⑫ (9)	日立製作所	5.42
⑬ (58)	N T T データ	5.35
⑭ (19)	武田薬品工業	5.33
⑮ (62)	村田製作所	4.91
⑯ (4)	住友銀行	4.48
⑰ (23)	キャノン	4.09
⑱ (22)	N E C	4.02
⑲ (18)	イトーヨーカ堂	4.00
⑳ (51)	ローム	4.00

▽97年6月16日

順位	社名	時価総額 (兆円)
①	N T T	17.66
②	トヨタ自動車	12.93
③	東京三菱銀行	10.12
④	住友銀行	5.81
⑤	富士銀行	5.04
⑥	三和銀行	4.87
⑦	松下電器産業	4.72
⑧	第一勧業銀行	4.36
⑨	日立製作所	4.33
⑩	日本興業銀行	4.01

(出所)2000年2月10日付日本経済新聞

I T 革命と株価形成

また時価総額上位企業の顔ぶれも97年と2000年とでは相当変化している。第2表によると、97年ではNTT、トヨタ自動車に次いで銀行群が名を連ねていたが、98年に銀行の巨額の不良債権が表面化して以来、銀行の株価は大幅下落していた。2000年2月に野村証券、東京三菱銀行、住友銀行が上位に上がってきたのは、政府の公的資金の投入によって日本の金融システムが安定化し、銀行株、証券株が再び上昇してきた結果である。3社はそれら銀行株、証券株の代表ともいえる。

しかし2000年2月の場合、それ以上に特徴的なものはNTTドコモが時価総額のトップをつけ、親会社NTTの時価総額を上回ったことである。NTTドコモは98年10月に新規上場したばかりで、携帯電話の急速な普及で1年余りの間に株価が急上昇し、時価総額ランキング1位に躍り出た企業である。

またソフトバンク、光通信は97年当時は店頭公開企業で、東証一部に顔を出していなかったが、この2年間で情報通信関連の新興企業として株価は一気に駆け登ってきたといえる。とくに一株1億6,790万円の値を付けたといわれるヤフー株の親会社であるソフトバンクの時価総額が松下電器産業の時価総額の倍にも達しているのには驚かされる。また有力企業の中でもソニーの時価総額は2年前の3.4倍に増大し、松下電器の2倍の規模になっているが、これは2年間の間にインターネット関連事業、情報通信への取り組んだ両社の違いが市場評価にあらわれた結果といわれている。1999年1年間の株価上昇の主流はNTTドコモ、NTT、ソフトバンク、ソニー、光通信に代表される情報技術（IT）関連株が大量の公的資金（政府資金）投入によって安定化した上位銀行株であるが、そのほか流通革命を起こしているセブニーイレブン・ジャパンの時価総額は親会社のイトーヨーカー堂の3倍にも達しているし、バイオ関連の武田薬品やIT技術を取り入れた工作機械メーカー村田製作所など産業構造改革関連の銘柄が浮上してきている。

要するに今回の株価上昇の特徴は、情報通信関連や産業構造の変化を反映した一部の銘柄が大きく膨らんだことであるが、鉄鋼、造船、鉄道、電力、ガスなど重厚長大型の従来型産業の株価はむしろ下落しており、株式相場は「上昇組」「下落組」の二極化の様相を示している。このような株価形成は情報通信

を中心とした産業構造の変化を反映しているとはいえ、果たして妥当なものであるかどうか、次に投資尺度や株式市場をめぐる資金の動きを中心にみてみよう。

V. 投資尺度の変容と株価形成の妥当性

いま一度、第1図、第5図をみていただきたい。東京証券市場における今回の株価下落の特徴は、4月21日から5月24日の約1ヵ月間の日経平均株価下落幅がニューヨーク市場の下落幅を上回っているところにある。この原因は今回の株価上昇過程をみていけば明らかになる。

99年から2000年にかけての株価上昇は、先に見てきたようにNTTドコモ、ソフトバンク、光通信などここ2～3年で急成長してきた情報通信関連企業の時価総額が、長い歴史と広い分野で、優秀な技術力と巨大資産を持つ松下電器産業や日立製作所の時価総額を大幅に上回ったことである。

問題はなぜこうした新興企業の時価総額が伝統的な企業の時価総額を大幅に上回るほど株価が上昇したか、という点にある。株価は一般的には需給関係によって動くが、今回の株価上昇の原動力になったのは、急速に拡大するIT革命を背景に急速に伸びてきた新興企業の成長性を、株価売上高倍率という売上高の伸びを基準とする投資尺度を用い、株価を煽り立てた結果である。証券市場にはいつもこうした過熱した雰囲気とかムードが漂いがちであるが、これは1980年代後半に地価の値上がりを基準にQレシオという投資尺度でもって、株価を煽り立てた状況と非常に似ていることに驚かされる。

第7図および第3表は、日経平均株価の推移と株式投資尺度の変遷を表したものである。グラフにみるように戦後1960年代ぐらいまでは、株式投資尺度として配当利回り(Stockyield)が一般的に用いられた。配当利回りとは、ある時点の株価(投下資本)に対する年間配当金の比率をいい、各種預貯金やその他の金融商品などの「利子」や「利回り」と比較するのに用いられる最も基本的な投資尺度である。この配当利回りのもともとの考え方は、株などリスク資産

の配当利回りは、預金や債券（国債など公共債）など無リスク資産の利子や利回りと比較して高くなるはずである、という考えを基本にしており、1965年までの株価が額面発行によって形成されていた時代に用いられてきた。従って株価上昇によってたとえ表面上の利回りが低下しても、額面に対する配当率が維持され、既存株主に額面による新株引受権が与えられておれば、額面増資によって既存株主に増配効果が期待され、実質的に配当利回りが増加した時代に用いられたといえる。しかしこの配当利回りという考え方は、資金を運用する人にとっていつも基本的な尺度として存在してきた。とくに現代のように預金金利が実質ゼロ金利時代

になってくると、電力、ガス、鉄道など基幹産業株や株価が低位に放置されている低位株、公社債投資に適用される最も基本的な投資尺度として、再び注目されるようになってきている。

しかし、1960年代に入り、高度成長の結果、株価が大幅に上昇し、第8図にみるように、配当利回りが定期預金金利を大幅に下回る「利回り革命」時代になると、この配当利回りは株式投資の尺度としては、次第に不適当な尺度として顧みられなくなり、配当利回りに代わって投資尺度として株価収益率（PER）が用いられるようになってきた。株価収益率とは、株価を一株当たりの利益で除し、株価が一株当たりの利益の何倍まで買われているかをみるもので、1965年以降の株式時価発行時代に企業の成長性を評価する尺度として用いられた。株式の時価発行とは、増資の際、額面発行増資のように既存株主に額面金額による株主引受権を与えるのではなく、企業の成長性、将来の利益向上を謳

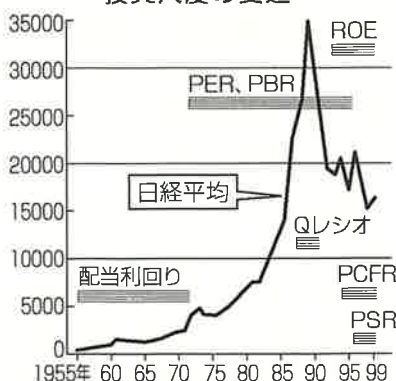
第3表 投資尺度の計算式

額面発行期	配当利回り	$\frac{1株当たり年間配当額}{株価} \times 100$ (%)
時価発行 高度成長期	PER (株価収益率)	$\frac{株価}{1株当たり利益}$ (倍)
	PBR (株価純資産倍率)	$\frac{株価}{1株当たり純資産(取得原価)}$ (倍)
土地上昇の バブル期	Qレシオ	$\frac{株価}{1株当たり実質純資産(時価)}$ (倍)
資本効率 流動性が 重視される 不況期	ROE (株主資本利益率)	$\frac{税引き利益}{株主資本}$ (%)
	PCFR (株価キャッシュフロー倍率)	$\frac{株価}{1株当たりキャッシュフロー}$ (倍)
IT革命期	PSR (株価売上高倍率)	$\frac{株価}{1株当たり売上高}$ (倍)

(出所)2000年3月12日付
日本経済新聞に多少の修正と説明

い文句にその時の株価（時価）で増資株を公募する方法である。この投資尺度は配当利回りのように、株主に配分される配当だけではなく、社内に積み立て、再投資される社内留保まで取り込んだ利益（配当＋社内留保）を基準に企業価値を評価しようとするもので、利益成長性の高い企業ほど株価は利益額に比べ割安であり、まだ買う余地はあるとしてバブル期には盛んに用いられた。最近では利益も単独ではなく、グループ全体の一株当たりの連結利益が用いられるようになってきている。

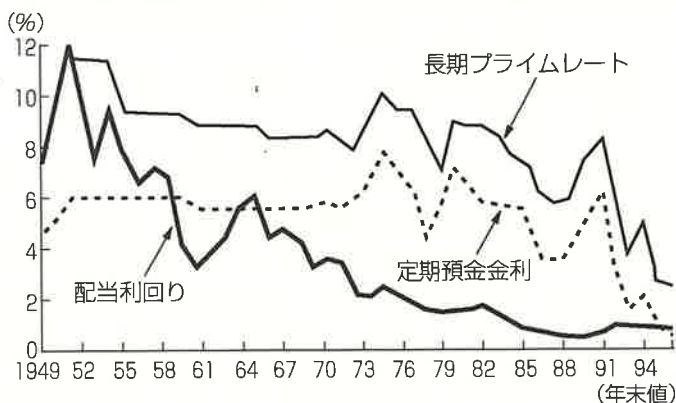
第7図 日経ダウの推移と投資尺度の変遷



(注)日経平均は各年の中値の推移
(出所)2000年3月12日付日本経済新聞

また株価を一株当たりの純資産（株主資本＝自己資本）で除し、株価と純資産を比較する株価純資産倍率（PBR）は、株価が薄価で表示した純資産を正

第8図 配当利回り、長期プライムレート、定期預金金利の関係



(注)1. 定期預金金利は1年物、ただし1993年以降は自由金利定期預金(300万円未満)の数字。

2. 配当利回りは、東証1部有配会社平均利回り。

(出所)東京証券取引所『証券統計年報』. 日本銀行『経済統計月報』. 横山昌一『証券市場読本』P117. 東洋経済新聞社

しく反映しているかどうかをみるものである。これによると株価が一株当たり純資産より小さければ過小評価、大きければ過大評価ということになる。株価収益率は株式を利潤証券とみて、企業の収益率や成長力を示す一株当たりの利益そのものを株価と比較するのに対し、株価純資産倍率は株式を物的証券とみて、一株当たりの純資産を株価尺度の基準に据えるものである。ここで純資産とは解散時に株主に分配される財産価値であるから、純資産額と株式時価総額の差が投資家の利益になり、支配証券としてM&A（合併・買収）目的で株式を取得するには有用である。近年アメリカでM&Aが流行し、時価による株価純資産倍率が他企業の合併・買収のための基準尺度としてよく用いられているのはそのためである。

またQレシオとはこの純資産を簿価ではなく時価で評価し、時価評価の純資産を株価と比較するもので、わが国では1987年以降のバブル最盛期に証券会社や有名学者によって喧伝された。とくに株価・地価とも大きく値上がりした87-90年にかけては、土地神話に踊らされ、高値を呼んだ土地価格を分母に置き、株価はまだ買い余地があるとして、株価上昇の手段として盛んに用いられた。すなわちバブル期に土地の価格が大きく値上がりし、土地の含み益が増大すると、一株当たりの純資産を簿価ではなく、時価に置き換え、高水準の株価の妥当性を説明したのがQレシオであった。

しかしバブルが崩壊し、地価の暴落や企業の収益力が低下し、株価が値下がりしてくると、株価収益率や株価資産倍率よりも株主資本の効率性を重視する株主資本利益率（ROE）が主張されるようになってきた。株主資本利益率（ROE）は税引き利益を株主資本（自己資本）で除し、株主の立場からみて、企業がどれだけ効率よく株主資本に対して利益をあげているか、をみるものである。これは資産から負債を差し引いた自己資本は、本来株主に帰属する株主資本である、という考え方に基づいている。これまでから行われてきた企業間による株式の相互持合など巨額の金融資産が、バブル崩壊以降値下がりし、株式のふくみ益が減少してくると、収益性の低い金融資産を持つこと自体が、資産の効率性を悪化させ、株主資本の効率性を低下させることになるので、株主資本利益率が強調されるようになってきた。

第9図によると、最近銀行と系列企業の相互株式持合が崩れたり、国内企業間での株式持合が解消しているが、これはコーポレートガバナンスの観点から保守的な系列関係よりもむしろ株主資本の効率性が重視されるようになってきたからである。またハイテク、情報通信関連株などIT株を中心に外国人投資家が急増し、外国人の株式保有比率が国内の個人株主を上回っているのは注目される。

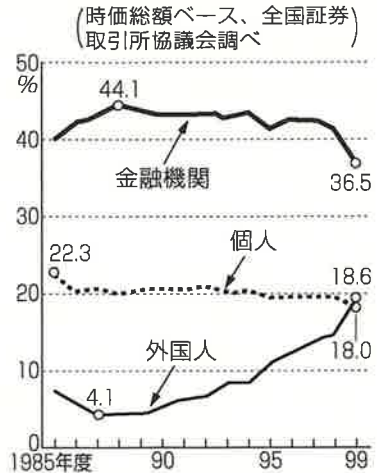
また株価キャッシュフロー倍率（P/CER）は同じくバブル崩壊後、利益が多少減少しても資金力を示すキャッ

シュフロー（利益+減価償却）が大きければ、資本の流動性が保ちうるという見地から強調されるようになってきた。とくに銀行の不良債権が表面化し、銀行の貸し渋り、企業倒産が多発した1998年頃から成長性よりも企業の安定性、流動性が重視されるようになると、株価キャッシュフロー倍率が投資尺度として用いられるようになった。不景気時代の産物といえる。

しかしIT革命による情報通信関連企業の台頭やベンチャービジネスなど産業構造の変化が強調されるようになってくると、今度は株価売上高倍率（P/SR）が投資尺度として重視されるようになり、企業の将来の発展の可能性が強調されるようになった。その典型的なのがヤフーであり、ソフトバンク、光通信である。

たとえばインターネットサービス大手のヤフーの場合、第10図のように99年ごろから売上が急速に伸び、2000年3月期の決算では売上高が前期に比べ3倍の57億円、経常利益が5.2倍の20億3000万円と大幅な増収増益となっている。この会社は収入の主力をインターネット広告収入に置き、インターネット利用者の著しい増加にともなってここ1年ほどの間に急速に成長してきた。第10図

第9図 株式保有比率の推移

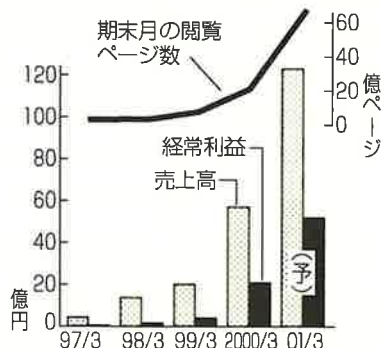


(出所)2000年6月27日付朝日新聞

では、ヤフーのホームページの人気を示す月間閲覧ページが示されている。

これによると3月で21億ページ、1年後は60億ページという予測を立て、今後は携帯電話向け情報提供サービス、ショッピングや競売のサービス等をも開始するので、広告収入も飛躍的に増大するという。第10図によると、ヤフーの2000年3月期は売上高が120億と2000年3月期の倍増が予想され、それだけに株価はまだまだ買い余地があるとし、2月には株価が1億6790万円の最高値

第10図 ヤフーの業績



(出所)2000年4月19日付日本経済新聞

をつけた。なぜこの株が1億円以上の値をつけたのか。投資尺度を一株当たりの売上高予測を基準とする株価売上高倍率を用いたからである。まさにインターネットバブルというほかはない。

第4表によると、1999年度中にベンチャーを含む新興企業やI T関連企業を中心に東京証券市場では、株式1株を1.5株以上に分割した上場・店頭企業が

第4表 1.5株以上の大幅、77社に急増(昨年度)

99年度—2000年度に大幅な株式分割をした主な企業
(株式分割の実施時期は権利落ち日ベース。権利落ち日)
とは、分割による新株を受け取る権利がなくなる日

会社名	分割幅	実施時期	分割前の最高値	16日終値
楽天	1株→8株	2000年5月	7000万円	650万円
N T T ドコモ	1株→5株	1999年6月	768万円	282万円
トレンドマイクロ	1株→3株	1999年9月	3万3000円	1万5400円
セコム	1株→2株	1999年9月	2万2150円	7410円
ソニー	1株→2株	2000年3月	3万3900円	9660円
日本テレビ放送網	1株→2株	2000年3月	18万7000円	6万6400円
コナミ	1株→2株	2000年3月	2万3500円	5910円
ヤフー	1株→2株	2000年3月	1億6790万円	4300万円

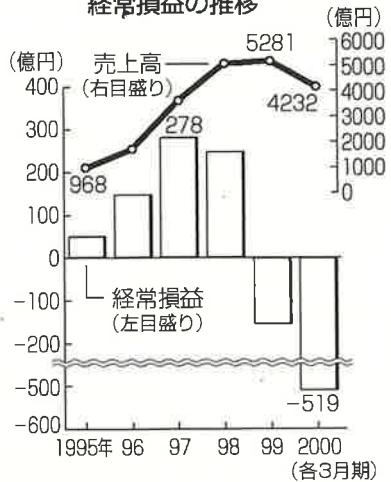
(出所)2000年6月17日付日本経済新聞

過去最高の77社に達している。この株式分割は株式数を増やすことによって、過熱した株価を引き下げ、投資家が株式を買いやすくする効果をもち、分割後、利益増大によって株価が上昇すれば、株主にとって実質増配になるので、株式市場では好感され、さらに人気化することになる。ヤフーも2000年3月に1株を2株に分割し、株価の過熱を冷やしている。

第11～14図は、ヤフーの親会社で持株会社であるソフトバンクと光通信の売上高と損益および株価の推移である。これによると、ソフトバンク（3月決算）、光通信（8月決算）と利益が大幅減となっているが、ソフトバンクが2000年4月25日、1：3の株式分割後、株価がストップ高になるなど順調に回復しつつあるのに対し、光通信の場合は、連日ストップ安が続き、6月2日にはついに株価が3,760円まで値下がりし、現在でも下値のメドが見えていない。

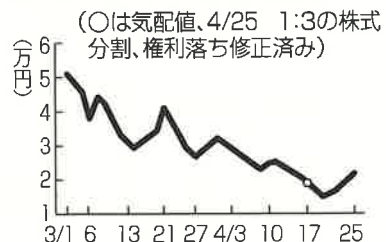
これはソフトバンクの経常赤字が、円高進行による貸付金の為替差損やアメリカ株の暴落による株式売却損など一時的な要因によって生じ、他の保有株式の含み益や現預金など流動性の状況からみて安心できるのに対し、携帯電話販売大手の光通信の場合は、販売店の架空販売表面化で利益予測がはずれ、第14図のように株価が2%以下に急落している。通信各社から得ていた手数料収入が事前に販売店に支払っていた報奨金を下回ったため、大幅な赤字に陥ったからである。利益予測を抜きにして、株価を売上高予測だけで煽り立てる株価売上高倍率はもともと投

第11図 ソフトバンクの連結売上高と経常損益の推移



(出所) 2000年5月27日付日本経済新聞

第12図 ソフトバンクの株価

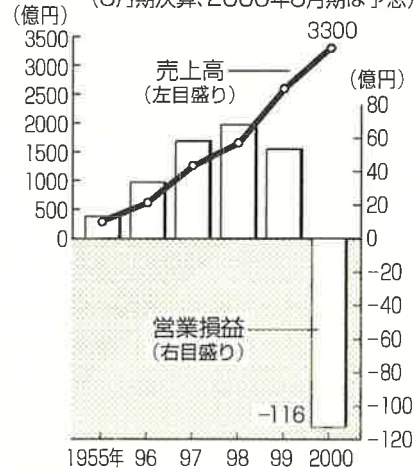


(出所) 2000年5月26日付日本経済新聞

資尺度としては無理があるといわざるをえない。ネットバブルといわれる所以である。投資価値を将来収益に置くとしても、株価算定はあくまでも利益を基準にした株価収益率または株主資本利益率でなければならない。

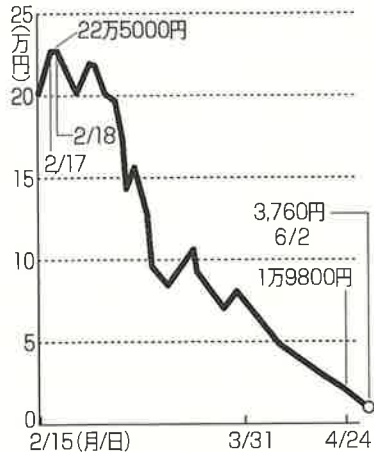
しかしそうはいつでも時価総額を重視する株式投資は今後も続いていくであろう。その理由は、アメリカ経済が情報技術（IT）投資を中心に今後も高成長を続け、多少の調整場面があるとしてもニューヨーク株式市場は依然として活況であること、経済のグローバル化の影響で世界経済がメガコンペティション（大競争）時代に入し、アメリカを中心にM&Aが盛んに行われ、企業価値の時価評価がこれまで以上に必要になっていること、また株主重視のコーポレートガバナンスが経営者によって強調され、自社株評価への期待感が強まっていることなどによる。つぎにアメリカ経済の現状を考察し、日本経済、アジア経済との関連性をみてみよう。

第13図 光通信の売上高と営業損益の推移
(8月期決算、2000年8月期は予想)



(出所)2000年4月25日付朝日新聞

第14図 光通信の株価の推移
(終値ベース、気配値も含む)



(出所)2000年4月25日付朝日新聞

VI. IT革命の進展と日・米関係およびアジア

アメリカ株式市場の活況を説明するには、経済のグローバル化と情報技術（IT）革命を抜きにしては語れない。IT革命の進展は携帯電話の世界的普及のみならず企業間電子商取引（BtoB）など企業と企業を結びつける情報通信や電気・電子、精密機械、データ処理、サービス業などあらゆる産業分野に急速に広がりつつある。またIT革命は製造業の資材調達を効率化するなどコスト構造の変化、情報の迅速化、情報の収集や検索などその効用は計り知れないものがある。またあらゆる分野へのIT投資の波及は景気浮揚効果にも極めて大きく、景気の起爆剤になるばかりか経済構造変革への推進力にもなっている。

米商務省によると現在IT産業は国内総生産（GDP）の約8%を占めるにすぎないが（第15図）、アメリカの実質成長率の35%を担っているという。第16図は日・米のインターネット利用者人口の推移である。これによると米国のパソコン普及率は50%を超え、インターネット利用者は1億人の大台に迫りつつある。パソコン利用者がまだ約2000万人の日本と比べ雲泥の差である。また第17図は米国のネット広告の市場規模を示したものであるが、99年には市場規模が急速に拡大し、46億2000万ドルと98年比の2.4倍に急成長している。とくに10-12月期はクリスマスなど年末商戦に乗って、前年同期比2.7倍の17億7600万ドルへの伸長し、2005年には325億ドルと99年の7倍にも拡大すると予測されている。

また爆発的なインターネットの普及によって米企業の収益も拡大し、第18図にみるように米主要500社の営業利益は、99年7-9月期、10-12月期、2000年1-3月期と前年同期比20%強の増益率となっている。

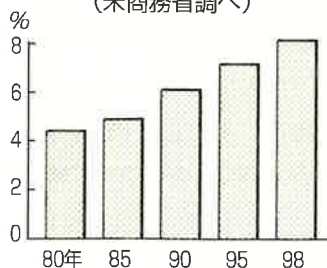
この米企業の増益をもたらしたのはハイテク効果だけではなく、原油の国際市況の回復や鉄鋼など素材価格の上昇に加え、株式市場の活況や空前のM&A（企業の合併・買収ブーム）が原動力となって消費が最好調に盛り上がったからである。IT革命をきっかけにあらゆるものが活気づき、米経済を上昇軌道

に乗せている。IT革命による生産性の上昇は企業収益を高め、賃金を上昇させる。株式市場の活況は株高による保有資産増加をもたらし、消費支出を増大させる。いまや株式、金融派生商品、為替など金融の世界でもすべてインターネットで取引され、取引額も膨張を続けている。パソコンの普及と世界に広まったインターネット化は情報やモノの流れを抜本的に変えつつある。アメリカは現在「ニューエコノミ」といわれるインフレなき経済の好循環、経済の高成長に酔っている。

米連邦準備理事会（FRB）は99年6月からインフレ防止と株式市場の過熱を押さえるため6回にわたって公定歩合を引き上げてきた。インフレ懸念を嫌気した4月14日の米ダウ工業株30種平均は前日比617ドル78セント安（下落率5.7%）と過去最大の下げとなり（最高値からの下落率は12%）、またハイテク株中心の米店頭株式市場（ナスダック）総合指数も355ポイント（下落率9.7%）下げ、最高値からの下落率は34%にも達した。世界各国の株式相場は米株式市場に追随して大幅に値を下げた。

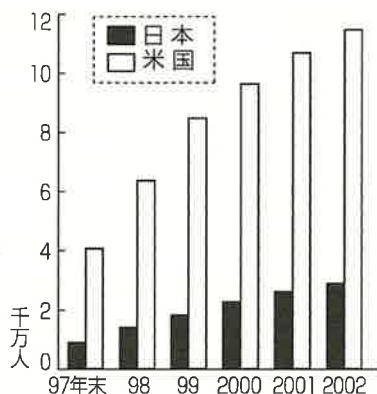
しかし米金融当局はある程度の株価の下落は、過熱気味の米国経済を安定成長軌道に軟着陸させるための「望ま

第15図 GDPに占めるIT分野の比率
(米商務省調べ)



(出所)2000年4月15日付日本経済新聞

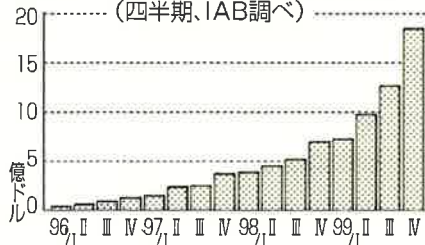
第16図 インターネット利用人口



(データ出所)アクセス メディア インターナショナル
(注)2000年末以降は予測値

(出所)2000年4月15日付日本経済新聞

第17図 米ネット広告の市場規模
(四半期、IAB調べ)



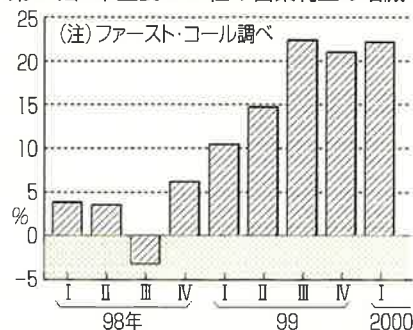
(出所)2000年4月20日付日本経済新聞

しい調整」とみなして強気の姿勢を変えてはいない。サマーズ米財務長官は株価の急落に対しても米経済のファンダメンタルズ（基礎的諸条件）は健全と述べ、4月15日ワシントンで開かれたG7蔵相・中央銀行総裁会議で日本の「ゼロ金利」継続と積極財政による景気回復を要請している。

世界の金融・証券市場はいまやアメリカを中心にインターネットで結ばれ、一体化している。世界の貿易商品市場もそうである。米経済はかつて財政赤字と貿易赤字の双子の赤字に悩んできたが、いまやIT革命による経済の活況で財政赤字は第6表からも明らかのように解消している。しかし貿易赤字は依然として増大し続け、1999年には約2600億ドルと過去最高を記録している。世界の基軸通貨はドルであり、アメリカは自己の通貨ドルを散布することによって世界景気を支えている。米国の貿易赤字は米国経済の弱さというよりも強さを示しているといえる。

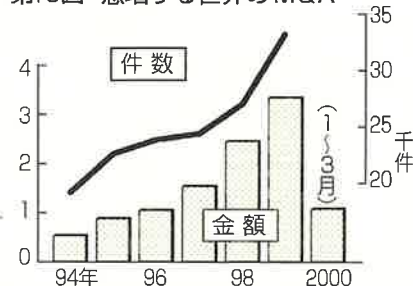
アメリカが自国通貨ドルを世界に散布しつづけてもドルが強いのは世界各国に散布されたドル資金を再びアメリカに還流させているからである。第21図はアメリカと各地域との資金の流れを示したものであるが、アメリカから

第18図 米主要500社の営業利益の増減率



(出所)2000年4月26日付日本経済新聞

第19図 急増する世界のM&A



(注)トムソン・ファイナンシャル・セキュリティーズ・データ調べ
(出所)2000年4月11日付日本経済新聞(夕刊)

第5表 ダウ工業株30種平均の
下げ幅ランキング

順位	日付	下落幅	下落率(%)
①	2000年 4月14日	617ドル 78セント	5.7
②	1997年10月27日 (アジア経済危機)	554ドル 26セント	7.2
③	1998年 8月31日	512ドル 61セント	6.4
④	1987年10月19日 (ブラックマンデー)	508ドル 00セント	22.6
⑤	2000年 3月 7日	374ドル 47セント	3.7

(出所)2000年4月15日付日本経済新聞

第20図



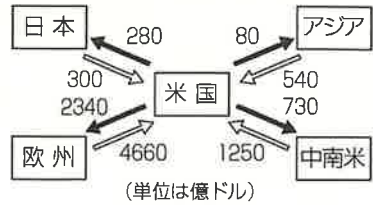
(出所) 2000年4月15日付日本経済新聞

の資金流出よりも各国からの資金流入の方が多い。この背景にはアメリカの好景気と各国の金利差および為替政策がある。各国の金利は現在英6%、米6%、ユーロ3.5%、日本0.5%であり、この金利差と投資先を求めて各国の資金がアメリカに流入している。とくに日本の場合、景気が本格的に回復しておらず(第22図)、景気回復をアメリカへの輸出に依存していることもあって、円・ドル為替相場の主導権をアメリカに握られており、ゼロ金利政策と積極財政政策をとらざるをえない状況に置かれている。

かつて円が1ドル=80円台と高騰し、輸出が停滞することで日本経済が大きな打撃を受けたことがあるが、アメリカは常に為替圧力を日本にかけていることは現在でも変わらない。ただアメリカも過熱気味の経済を冷やし、インフレを抑制するためにも強いドルを望んでおり、日本も景気回復を図るために1ドル=100円を上回らないようにドル買い介入を強いられている。現在、ドル介入によって散布された円資金は「ゼロ金利」政策を維持し、増発された国債買い上げ資金として用いられ、買い上げられたドル資金は日本の外貨準備となり、

米国で運用されている。いずれにしても日本の外貨準備は輸出分も含め99年に830億ドルも増加し、2000年3月で残高は3055億ドルに膨れ上がっているが、そのほとんどがアメリカの国債運用に回っているといわれている。また外資によって低金利で調達された円資金は「円キャリ・トレード」という方法でア

第21図
米国と各地域との資本の流れ(1999年)



(出所)2000年4月27日付朝日新聞

ジアまたは欧州を回り、アメリカに流入しているともいわれている。それだけに米国証券市場の活況を支えているのは日本の資金であるともいわれ、日米経済は産業構造面だけではなく金融面でもアメリカ経済にビルト・インされている。アメリカ経済は巨大化した日本経済を抱え込むことによって世界各国に資金を散布していることになる。ただ心配なことは第6表でもわかるようにGNPの75%にも達した国発行残高である。IT革命によって日本も将来アメリカのように経済が活性化すれば、国債問題は解消されるというが、少子化、高齢化が進んでいる現在、やはり将来は大問題になるであろう。

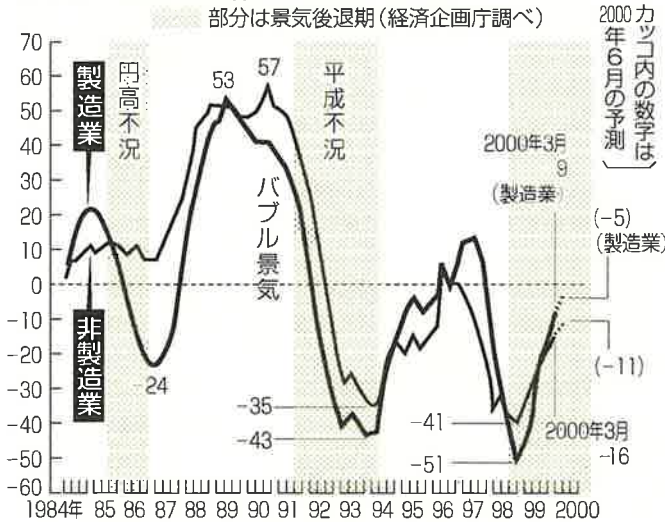
第23図は1996年を基準としてアジア諸国の国内総生産を指数化したものである。97年、98年はアジアの通貨・金融危機もあってアジア経済は落ち込んでいたが、99年に入って急速に回復しつつある。アメリカ、ヨーロッパで好景気が

第6表 日米の経済指標比較

	89年末		99年末	
	日本	米国	日本	米国
株式時価総額	890兆円	3.8兆ドル (547兆円)	413兆円	18.9兆ドル (1929兆円)
国債発行残高 対GDP比	46%	42%	75%	39%
長期国債利回り	5.58%	7.90%	1.77%	6.35%

(出所)2000年4月27日付朝日新聞

第22図 業況判断指数(大企業)の推移

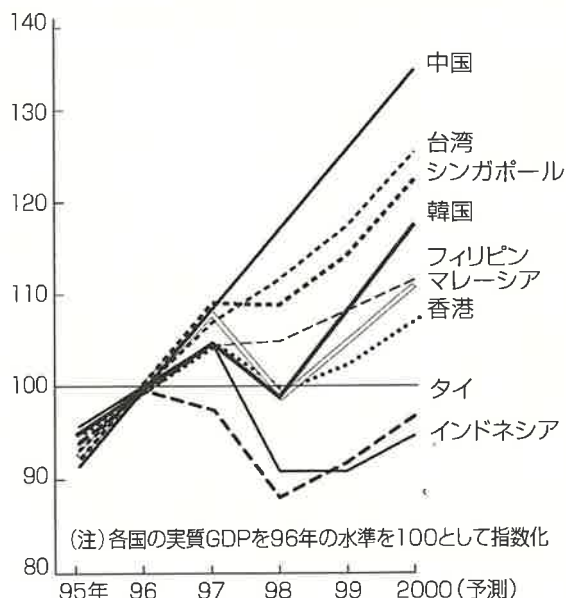


(出所) 2000年4月30日付日本経済新聞

持続し、エレクトロニクスを中心に輸出が大幅に伸びたこと、積極的な財政・金融政策の結果、国内需要が回復し、為替相場が安定したことによる。

アジアはいまや世界のエマージングマーケットとして注目されているし、日本に関していえば、最近の日米貿易よりも対アジア貿易が上回っている。明治以来脱亜入欧を掲げ、先進国の仲間入りをめざしてきた日本もアメリカ一辺倒の政策から脱し、アジアと共に歩む時代が来ている。現在日本は消費の落ち込みから流通業界は再編成時代に入っているし、銀行業界もグローバル化の影響を受けて合併が相次ぎ再編過程にある。商法や会計原則も連結・時価会計に合わせて国際基準に改正を迫られているし、経済のグローバル化の進展で会社制度やコーポレートガバナンス(企業統治)の在り方そのものが問われている。いずれにしても現在は経済だけではなくこれまでの考え方そのものを変えていかなければならない時に来ているといえる。

第23図 アジア諸国・地域の国内総生産（GDP）



(注) 各国の実質GDPを96年の水準を100として指数化

(出所) 2000年4月28日付日本経済新聞

Ⅶ. おわりに

そうはいっても現在日本経済は消費需要の落ち込みからいま一つ回復力が弱い。将来高齢化社会を控え、国民は防備策として依然として貯蓄に励んでいるからである。またバブル崩壊以来、重厚長大産業を中心に潜在的な過剰設備があり、企業の前向きな設備投資を押さえている。国内産業の過剰設備の背景にあるのは、日本のアジアへの直接投資が増大し、アジアからの輸入品が増大しているためでもあるが、グローバル化の影響を受けて、日本産業自体が大きく変化しているからでもある。

すでに銀行を中心として金融機関の再編成は終盤に来ており、産業界も旧来型の財閥系列や官僚主導型の護送船団方式から離れ、国際競争力強化のための

再編成に向かいつつある。企業間の再統合の結果、今後廃棄される工場設備や不要店舗が続出してこよう。また産業の構造変化と国際競争力の強化で、親会社の下請企業に対するコストプレッシャーが強まり、下請中小企業が労働力の安いアジア各国に部品工場を移転したり、技術移転を通じてアジアの企業との提携を増加させているのも、日本での設備投資がいま一つ盛り上がらない原因でもある。

現在、日本は世界各国から内需拡大をいわれているが、産業の再編成の過程で合理化が進行し、リストラで失業者が増大しつつあるのが現状である。すでに失業者は5%にも達し、将来8%程度になるのではないかと予測されるが、これでは当分の間消費需要の高まりは無理であろう。

いま必要なのは思い切った規制緩和の政策をとりながら、アメリカのように情報技術（I T）革命を通じて情報通信産業やバイオ産業など将来産業を育てていくしかない。そうすることによって海外資金の流入を図り、株式市場の活性化を通じて国民の資産所得を増大させれば、資産所得効果が生じ、消費需要も増大するであろう。

また金融政策においても、タイミングを計りながらゼロ金利政策を見直していくべきであろう。もともとゼロ金利政策は不良債権の累積で経営不振に陥った銀行を救済する目的で実施されたものであるが、結果は国民とくに年金生活者の利子所得を消滅させ、消費支出の減少から不景気と社会不安を助長させる結果となってしまっている。GNP 500兆円の日本経済の不振は、世界経済に与える影響が大きいだけに慎重さが必要ではあるが、ゼロ金利政策を是正し、国民の利子所得の増加を計るべきである。

また為替政策は1ドル100円～110円の水準を維持しながらアジアへの直接投資、輸出入を拡大し、アジア経済との共存共栄の道を切り開いていくべきである。人口規模からいってもこれからの成長マーケットはアジアにある。日本経済はアジア経済の成長を支援しながら、アジアと共に生きていくことを第一とすべきであろう。そこからまた日本円の国際通貨の道が開けてくるかも知れない。