

論 説

株価はどのようにして決まるのか

— 日経平均, ライブドア, 同時テロ後の米国航空産業株 —

佐 野 健 太 郎

1. はじめに
2. 株価はどのようにして決まるのか (現状分析)
3. 株価はどのようにして決まるのか (マクロ経済学の考え方)
4. ライブドア事件
5. 同時テロ後の米国航空関連株
6. おわりに

1. はじめに

ライブドア前社長の堀江貴文氏 (以下堀江前社長) は、なぜ粉飾決算を行なったのであろうか。本年3月に「ゼロ金利」政策が解除されて、金利は上昇気味なのに、株価が大きく下がらないのはなぜであろうか。同時テロやイラク戦争は、アメリカの大手企業の株価にどのような影響を与えたのであろうか。

本稿では、このような疑問に対して、マクロ経済学の立場から順を追って、可能な範囲で説明してみようと思う¹。

2. 株価はどのようにして決まるのか (現状分析)

株価とは、一体どのようにして決まるのであろうか。株式は、日々証券市場で取り引きされて、株式の売り手と買い手が証券市場で出会って、双方が納得する

水準に価格が決められる。その際、証券市場で株式を売買する人々は、一体どのような判断基準によって株式の価格すなわち株価を決めているのであろうか。

株式の機能

さて本題に入る前に、株式や株価について簡単に説明しておこう。株式とは、株式会社が新たに設備投資などを行なう際に、大規模な資金調達を行なうために、投資家に向けて発行される有価証券である²。株式を発行して資金を調達した企業は、調達した資金を、返済する必要のない自己資本として、自由に使用することができる。

また株式は、債券などと同様に収益性を持つ証券である³。株式がどのような収益性を持つのかといえば、株式を長期に保有する株主に対しては、株式を発行した企業は、利益の中から配当を、原則として1年に一回定期的に支払う。このように、長期に株式を保有する株主に対しては、株式を発行した企業が配当を支払うことによって、株式に収益が発生する。したがって株主は、株式を保有することにより、株式を発行する企業に対して、配当の請求権を持つと考えることができる。ただし、株式を発行する企業は、売り上げ額よりも費用の方が上回ってしまい、配当の原資となる利益が出せない場合には、配当を支払わないこともありうる。このことを無配と言う。

しかし、無配が続くと、そうした株式には魅力、すなわち収益性がなくなり、結局は市場で売却されてしまい、株価も下がることになる。株価が下がると、企業が株式を市場で再度発行して資金調達しようとしても、思うように買い手がつかず、予定していた金額の資金を調達できないということも十分に考えられる。そんなことになっては、企業として株式を発行する意味(資金調達機能)が失われてしまう。したがって、株式を発行する企業は、毎年利益を出して株主に配当を支払えるように、経営努力を怠るわけにはいかない。

株価を維持するための経営努力

ここで言う経営努力とは、どのようなことを指しているのであろうか。社長以下執行役員や従業員が、利益を出すように努力するだけでなく、執行役員会

を監督する取締役会や社外取締役または監査役そして株主総会において株主自身が、執行役員会が株主や顧客、従業員に対して損害を与えないように監督・監視し、企業統治(コーポレート・ガバナンス)を実効力あるものとするように、注意義務を怠らないようにしなければならない。

ライブドア事件では、ライブドアとフジテレビがニッポン放送株争奪戦の後に、2005年4月に両社の間に和解が成立して、ライブドアはフジテレビから社外取締役を招聘したが、結局この社外取締役は、堀江前社長が行なった粉飾決算などの犯罪行為を事前に見抜いて、阻止することはできなかった。その結果、堀江前社長の犯罪行為が明らかになって以降、ライブドアの株価値は急落し、株主に多大な損害を与えた。

また、ライブドアから顧客が離れてゆき、同社の売り上げが落ち込み、ついには自主再建を断念して、本年3月16日には、有線放送最大手USENからの再建支援を受け入れざるを得なくなった¹⁾。

もともと社外取締役制度は、アメリカ型の企業統治の一モデルであるが、アメリカの企業でさえ、エネルギー大手エンロン社や通信大手ワールド・コム社が粉飾決算を行なった時に、両社が外部から社外取締役を招聘したにもかかわらず、実際には社外取締役が執行役員会に対する監視・監督機能を発揮して、粉飾決算を事前に阻止することはできなかった。

こうした事件の再発を防ぐために、米国議会は「企業改革法」を2002年の7月に成立させ、企業監査の独立性強化、企業統治の改革、財務情報開示の強化などを規定したが、それだけで粉飾決算を防げるというわけではない²⁾。社外取締役制度は、決して無用の長物とは思わないが、それが十分に機能するためには、社外取締役を招聘し、内部監査を依頼する企業幹部自身が、どれだけ社外取締役の監査・監督を受け入れるかにかかっていると思われる。

再び株式の機能についての説明に戻るが、ある企業が発行した株式を保有している株主は、必ずしも永久に株式を保有していなければならないわけではない。株式を購入した瞬間に、購入した株式を市場で、あるいは個人や企業に売却して、売却益を得ることも可能である。ただし、株式を売却して利益を得るためには、株式購入時の価格よりも株式売却時の価格が上回っていなければな

らないことは、いうまでもない。逆に、株式購入時の価格よりも株式売却時の価格が下回っている場合には、株式を売却しても売却損が発生してしまう。主に株式市場で、株式が毎日売買されていて、株価が毎日変動しているからこそ、株式の売却益や売却損が発生するのである⁶。

以上、株式とは有価証券の一種で、株式を発行する企業にとっては、事業を行なうのに必要な資金を調達する一手段であり、株式を保有する株主にとっては、株式を保有することは配当を受け取る権利を持つことになり、また株式は日々株式市場で取り引きされ、売却でき、売却益を得ることができる、という特性を持っていることを確認した。また株式を発行する企業は、株主に定期的に配当を支払って、株式の魅力(収益性)を高めて、株価が下落しないように、日常的に法令を守りながら利益を確保するなどの経営努力を怠ってはならないことも、理解できたと考える。

以下では具体的に、株価がどのような要因で決定されているのかを見てみよう。

株価の変動要因—金利—

株式について解説している入門書を見ると、株式を証券市場などで売買する人々は、景気・経済指標、金利、為替相場、国内政治・海外情勢、株式の需給状況などを参考にして、株価を決定しているようである⁷。

例えば、2006年3月30日に日経平均株価が、5年7カ月ぶりに1万7000円台を回復したが、どのような要因によって、株価が回復したのであろうか⁸。

『日経金融新聞』の解説記事によれば、(1)日本銀行(以下日銀)が3月9日に、いわゆる「量的緩和」政策を解除したこと、(2)小泉純一郎内閣の支持率が回復の兆しを見せたこと、(3)機関投資家による株式売却がほぼ一巡したこと、を挙げている⁹。

まず、日銀による「量的緩和」政策の解除が、なぜ株価の回復につながったと考えるのであろうか。これは株価を決定すると考えられる要因のうち、金利に関わる項目である。

「量的緩和」政策の解除

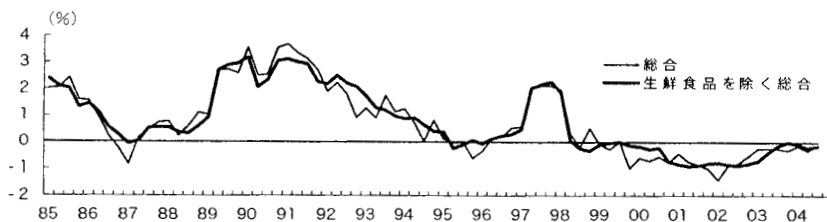
日銀が2001年3月から開始した「量的緩和」政策において、日銀は、消費者物価上昇率が前年同期に比べて、0%以上つまりプラスに転じるまでの間、各民間銀行が日銀との取り引きに使用する決済口座の残高である日銀当座預金残高を、最終的には30兆から35兆円に維持し、短期金融市場金利を、限り無く0%に近い水準に維持してきた(表1, 2, 3)。

通常、民間銀行は、その月の一日から末日までに新しく獲得した預金額に法定準備率を乗じた額を、日銀に設定した日銀当座預金口座に、その月の16日から翌月の15日までに振り込み、積み立てなければならない¹⁰。ここで民間銀行が、日銀に開設している日銀当座預金口座に余裕資金を保有している場合には、その余裕資金を支払準備金として日銀に預ければ良い。しかし通常、民間銀行は、日銀当座預金口座に保有している余裕資金を日々の決済資金として使用してしまう場合も多いので、日銀に積み立てる支払準備金を確保するために、コール市場などの短期金融市場で資金を借り入れなければならない。

このように通常、民間銀行は、支払準備金を積み立てるために短期金融市場で資金を借り入れなければならないので、短期金融市場にはある程度の資金需要がつねに存在していた。日銀当座預金残高が5兆4000億円あった2000年3月15日時点では、コール無担保翌日物市場の金利は0.2%前後で推移していた¹¹。

ところが2001年3月以降、日銀が不況の中で企業の銀行からの借入金の返済

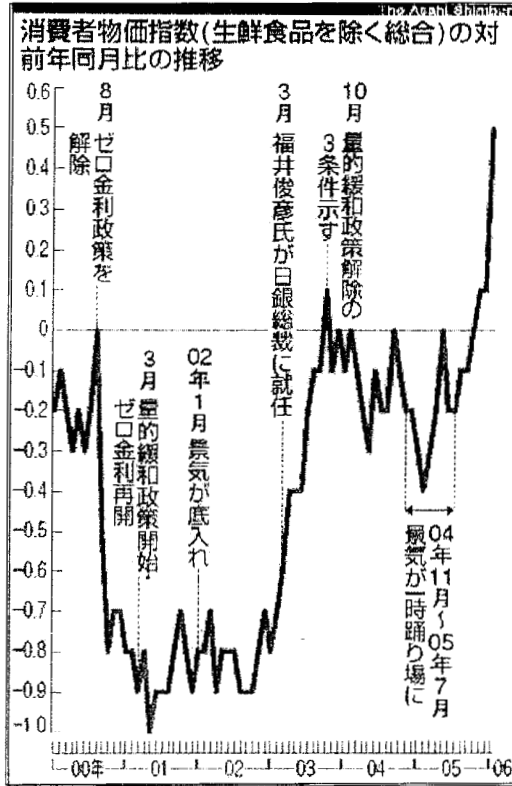
表1 消費者物価(前年比)



(原典) 総務省『消費者物価指数』

(出所) 石井博子「よくわかる経済指標「消費者物価」(『第一生命経済研レポート』2004年12月号)。

表2 「量的緩和」政策開始後の消費者物価

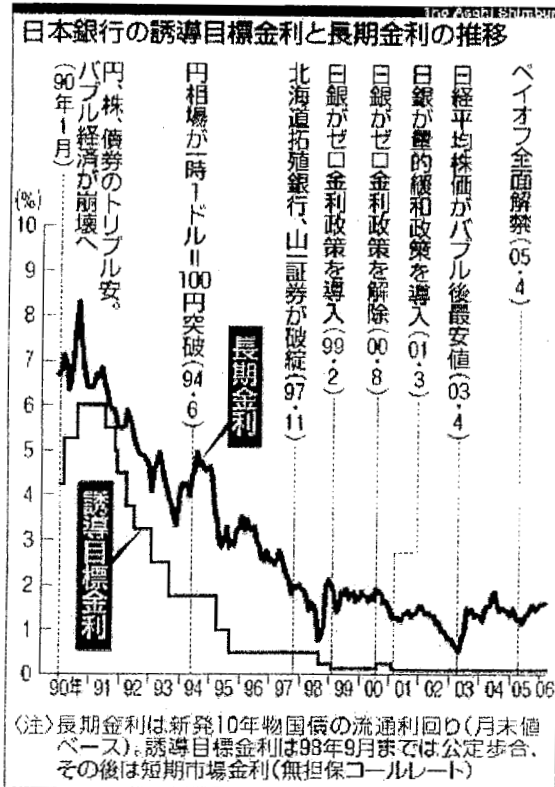


(出所) アサヒ・ドット・コム (www.asahi.com)

や、銀行の不良債権処理を後押しするために、「量的緩和」政策を採用し、最終的には日銀が日銀当座預金口座に、35兆円もの巨額の資金を供給したことによって、短期金融市場の資金需要が大幅に縮小したもので、2001年から2006年4月3日現在までコール無担保翌日物金利は0.001～0.005%という、文字どおりゼロに限り無く近い金利水準すなわち「ゼロ金利」で推移していた¹²。

では、本年3月9日に日銀が、上述の「量的緩和」政策を解除したことによって、金利の水準がこれまでよりも上昇すると考えられるが、なぜ『日経金融新聞』の解説記事では、この政策転換を、株価の回復要因と考えたのであろうか。

表3 金利の推移



(出所) アサヒ・ドット・コム (www.asahi.com)

2006年3月末の株価上昇 株価の変動との関連で取り上げられる金利とは、政策金利のことを指す。政策金利とは、1998年までは、日銀が民間銀行へ資金を貸し出す時の金利である公定歩合であり、98年以降は、コール無担保即日物市場金利(以下コール・レート)を指す。

前述したように、民間銀行は、準備預金積み立てに必要な資金や日々の決済資金を調達するために、コール市場などの短期金融市場から、返済期限1年以内という条件で、資金を借り入れる。例えば、ここで日銀が消費者物価上昇率が前年同月と比較して5%になり、消費者物価上昇率を抑えることが必要と判断し、日銀が民間銀行に手形や債券を売却して市場から資金を回収し(売りオ

ペレーション、略して売りオペ)、短期金融市場金利を引き上げたとして。金利が引き上げられた場合には、株式相場はどのように変化するのであろうか。

上述のように、日銀が短期市場金利を引き上げる場合には、日銀は、売りオペによって市中から資金を回収するので、短期金利が上昇する。そうすると、個人も企業も民間銀行から資金を借り入れにくくなり、特に企業が新規投資を行なって商品を増産して売り上げを伸ばすことが難しくなるので、利益も増加せず、従業員の給与が増加することもあまり期待できなくなる。こうした局面では、個人消費や企業の設備投資に対する需要が減退し、消費者物価の上昇率も抑えられる傾向にある。

こうなると、個人や機関投資家は、株式を購入する意欲を失うので、株式相場は低迷気味になる。そこで、投資家は、金利が引き上げられると、投資家にとって株式が購入しにくくなるとの思惑が働いて、株式が売られやすくなる。

逆に、日銀が、景気を上向かせるために、民間銀行から手形や債券を購入して資金を市中に供給する買いオペレーションによって金利を引き下げた場合には、企業経営者や消費者は、民間銀行から資金を多めに借り入れて設備投資に回したり、商品や住宅の購入資金に充てるようになる。もしも企業が製造して販売した商品の売れ行きが好調ならば、獲得された利益の中から、企業は従業員の給与を増やしたり、次期の設備投資を行なうことが可能となる。そのように、商品の売れ行きが好調な局面すなわち消費や投資にたいする需要が旺盛な局面では、多くの場合、消費者物価上昇率が前年同月と比較して、上昇しやすくなる傾向がある。

このように金利が引き下げられた局面では、市中に現金が多めに出回っていて、個人や機関投資家が株式を購入しやすくなるという思惑が働き、株式は買われて、株式相場は上昇する傾向にある。

ここまで確認した上で、日銀が「量的緩和」政策を解除したことに対する、株式市場の反応を見ておこう。

2006年3月9日に日銀が「量的緩和」政策を解除して以降、日経平均株価は、3月30日には5年7ヵ月ぶりに1万7000円台を記録し(実際には1万7045円)、現在の株式市況は好調のように見える(表4)。2006年1月16日に、証券取引法

違反容疑(偽計取引, 風説の流布)で, ライブドア本社に東京地検特捜部の強制捜査が入り, ライブドア株などのIT関連株を中心に大量の売りが入り, 東京証券取引所が売買を一時停止する事態に至った。しかし, 間もなく株価は持ち直している(表4)。

日銀の福井俊彦総裁は, 「量的緩和」政策解除後, 金融政策の誘導目標を日銀当座預金残高からコール・レートへ変更するにあたり, 日銀当座預金残高を同政策解除前の30-35兆円程度から, 準備預金の積み増しに必要な6兆円程度まで, 3カ月くらいかけて削減する意向を表明している¹³。同時に福井総裁は, 2006年3月中は, 日銀当座預金残高が30兆円程度で推移するとも述べている¹⁴。

つまり, 福井総裁は, 「量的緩和」政策解除後も3カ月間は, 日銀当座預金残高を通常よりも多めに維持し, 事実上同政策を継続すると言っている。しかしマーケットは確実に同政策解除に反応しており, いくつかの金融機関は定期預金金利を引き上げており, 住宅ローン金利も引き上げられ, 長期金利(5年利付き国債の利回りなど)も上昇している¹⁵。

このように, 早ければ3カ月後には短期金利も上昇することが十分予想され

表4 日経平均株価 ①



(出所)『日本経済新聞』2006年3月31日。

る。前述のように、金利が上昇する局面では、株価が下落する傾向があるにもかかわらず、なぜ株式相場は上昇傾向にあるのか。そこには、金利の変動からだけでは理解できない、「量的緩和」政策導入時と解除後では日本経済に大きな構造変化が存在することに注目する必要があると思われる。

日本経済の構造変化

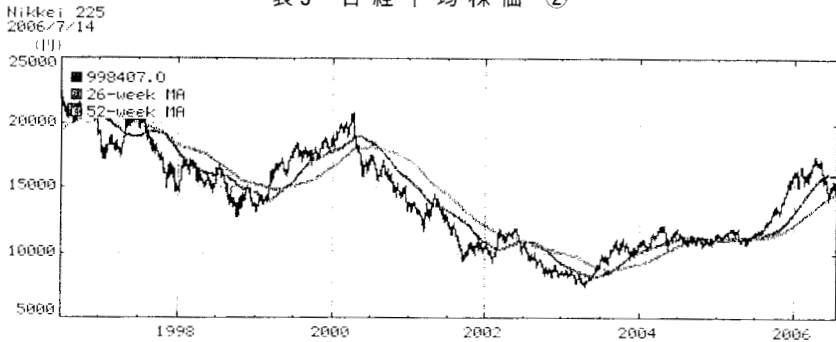
2001年3月に日銀が「量的緩和」政策を開始する以前から、企業はバブル期に過剰投資したツケが回り、設備、雇用、債務（借入金、有利子負債）の過剰という3つのマイナス要因に悩まされることとなった¹⁶。そこで多くの企業は、過剰な設備を処分し、余剰人員をリストラし、借入金の返済に追われた。その結果企業の設備投資は、1997年後半には前年同期比でマイナスを記録し、2000年には一時プラスに転じたが、2001年中ごろから2003年の始めまでマイナスとなった。これに符合するように、完全失業率も、1995年から3%台で推移していたものが、1997年中ごろから上昇し始め、2001年から2003年いっぱいまで5%台を記録して、一貫して上昇傾向にあった。

このように企業のリストラの進行が、個人消費の低迷を招き、1997年後半から消費者物価指数は、前年同月比でマイナスに転じ、はっきりとプラスに転じたのは2005年の後半からであった。日銀が、「量的緩和」政策を開始したのは、個人消費や企業の設備投資が落ち込んでいた2001年3月であった。

2001年3月から日銀は「量的緩和」政策を実施し、短期金利を限りなく0%近くに維持していたので、投資家は前述のように、株式が買われやすくなるという思惑から株式を購入したのかと言えば、実際にはその逆で、日経平均株価は2001年から2003年にかけて1万円台を割り込んだ(表5)。

なぜ株価が下がったのかと言えば、企業のリストラが進み、個人も企業も消費や投資に資金を注ぎ込むのではなく、将来への不安から手持ちの資金を貯蓄に回したり、借金の返済に回し、株式を購入する余裕がなくなってしまう、ということになるように思われる¹⁷。日経平均株価も2000年には一時2万円台であったものが、2000年の後半からどんどん下がり、2003年の後半には7000円台まで下落した。

表5 日経平均株価 ②



(出所) Yahoo! ファイナンス (2006年7月15日) (<http://quote.yahoo.co.jp>)

ではなぜ、日銀が本年3月に「量的緩和」政策を解除して、いくつかの金利が上昇し始めているのに、2005年後半から始まった株価の上昇傾向が止まらないのであろうか。設備、雇用、債務の過剰の解消に努めてきた企業が、2003年に入ってから徐々に設備投資を増やし始め、それに呼応するように、2003年以降消費者物価指数が前年同月比でマイナスながら上昇に転じ、2005年後半からは本格的に消費者物価指数がプラスに転じた(表2)。2006年に入ってから、消費者物価指数がプラス0.5%へ上昇したのを見て、日銀は、「量的緩和」政策を解除する決断を下した。

すなわち、日銀が「量的緩和」政策を解除した判断基準は、消費需要と投資需要にはっきりとした回復傾向が見て取れた、ということにあると思われる。日本経済新聞社の集計では、2006年3月期の上場企業の連結経常利益は、29兆円強と最高益を更新する見通しである¹⁸。消費需要と投資需要が回復し、企業の収益状況も大幅に改善し、企業サイドから見て景気が回復するならば、多少金利が上昇しても株価が上昇するという傾向は当然継続すると思われる。

3. 株価はどのようにして決まるのか(マクロ経済学の考え方)

以上では、現状分析を通じて、株価がどのように決まっているのかについて考えてきたが、本節では、マクロ経済学では株価がどのように決定すると考え

るのか、見てゆこう。

上述した通り、株価は現実には、投資家の思惑で決まっているが、経済学では、株価は将来の配当の割引現在価値を合計した金額と等しくなる、と考える¹⁹。

いま仮に、A社の株式を佐藤さんが1株持っているとする。佐藤さんは、A社から配当を100円受け取ったとする。実際には、A社は100円の配当を佐藤さんの預金口座に振り込むので、佐藤さんがこの100円の配当を使ってしまわないという前提で話しを進めると、1年後には100円の配当には、預金金利 r が付き $100(1+r)$ 円になる。この場合、 $100(1+r)$ 円は、100円の配当の将来価値と言う²⁰。

今度は、1年後に配当に預金金利が付いて100円となるためには、1年前の現在はどうなっていなければならないであろうか。答えは、 $100/(1+r)$ 円。現在 $100/(1+r)$ 円の配当は、1年後には100円になるであろう。この場合、 $100/(1+r)$ 円は、将来の配当100円の割引現在価値という。ここで、2年後の100円の割引現在価値は、 $100/(1+r)^2$ 円、3年後の100円の割引現在価値は、 $100/(1+r)^3$ 円、 n 年後の100円の割引現在価値は、 $100/(1+r)^n$ 円となり、将来の配当100円の割引現在価値を合計したものが、株価となると考える(図2)。

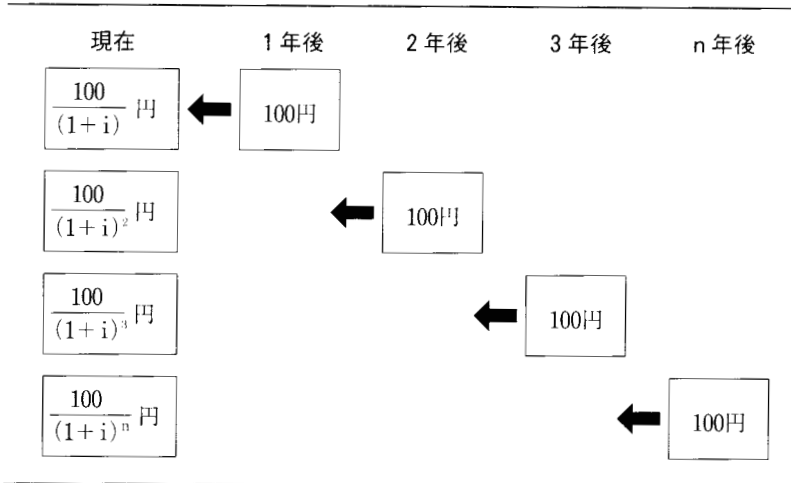
これを式で表わすと、

$$\begin{aligned} \text{現在の株価}(P_0) = & 100/(1+r) \text{円} + 100/(1+r)^2 \text{円} + 100/(1+r)^3 \text{円} + \\ & \dots + 100/(1+r)^n \text{円} \end{aligned}$$

となる。無限等比級数の和の公式で解を求めると、 $100/r$ すなわち配当/金利になる²¹。このようにマクロ経済学では、株価の変動を考える際に、配当あるいは配当の原資となる企業の利益(純利益)および金利を重視するということになる。

以上、株価がどのようにして決まるのかについて見てきたが、最近の日本の株式市場の動向はどうなっているのだろうか。次節では、日本の株式市場に大きな影響を与えたライブドア事件について考えてみる。

図2 将来の配当100円の割引現在価値



(出所) 東京大学赤門 Economist, [6], 70ページ。

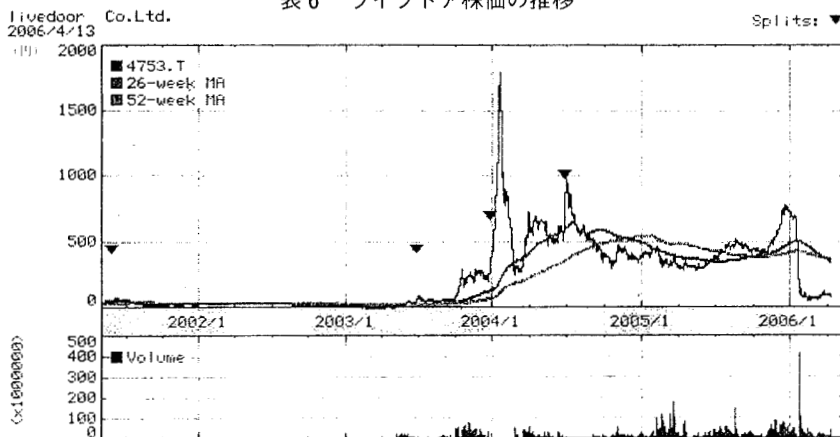
4. ライブドア事件

ライブドア社の関連会社が、企業を現金で買収した後で、株式交換で買収するとの偽った情報を開示し、虚偽の決算を公表していた疑いが強まり、2006年1月16日に、東京地検特捜部は証券取引法違反（偽計取引，風説の流布）の疑いで、六本木ヒルズ内のライブドア本社や堀江前社長の自宅などを証券取引等監視委員会（以下監視委）と合同で家宅搜索した²²。またライブドア本社が2004年9月期の決算で、本来は資産に計上すべき複数の傘下企業の資産を売り上げ高として粉飾して計上する経理操作を行っていたことが18日に判明し、東京地検特捜部は証券取引法違反（有価証券報告書の虚偽記載）の疑いでライブドア本社の搜索を始めた²³。

ライブドア株の上場廃止

これらのニュースが報道された1月17日には、ライブドア本社およびグループ6社の株に売り注文が殺到し株価が大幅に下落し、軒並みストップ安となっ

表6 ライブドア株価の推移



(出所) Yahoo! ファイナンス (2006年5月11日)
(<http://quote.yahoo.co.jp>)

た²⁴(表6)。また、証券取引等監視委員会(以下監視委)が「証券取引法」違反の容疑で、ライブドア本社を告発するに至り、東京証券取引所は、4月14日でライブドア株の上場廃止を決定し、結果的に堀江前社長は、ライブドア社の株主に多大な損失を与えた²⁵。このような事態を受けて、ライブドア社の株主がライブドア社に対して、損害賠償を請求する訴訟を東京地方裁判所に起こしている²⁶。

東京地検特捜部も監視委も、堀江前社長が行なった粉飾決算などを「証券取引法」に違反する行為であるとして、告発した。粉飾決算とは、本当は同社の売り上げが売り上げにかかった費用を大幅に下回り、利益を上げられなくて、売り上げから費用を差し引いた収支が赤字であったにもかかわらず、子会社の預金をライブドア本体の利益であるかのように偽って計上するなどの行為を行なうことを指す。

なぜ粉飾決算が行なわれたのか

今回の事件の中で重要なポイントは、なぜ堀江前社長が、粉飾決算を行なわなければならないかったのか、という点に集約される。報道によれば、堀江前社

長が粉飾決算に手を染め始めた時期は、ちょうどライブドア社が本業としていたパソコン・ソフトの販売が不振となり、またポータル・サイトへのアクセス数が伸び悩み、広告収入の増加が見込めず、赤字決算を公表して、株価が下落することを極度に恐れて、堀江前社長自身が部下に指示して行なったことであった、と言われている²⁷。

赤字決算では株価が下がる

ここから、2つのことが明らかになる。まず第一に、堀江前社長は、赤字決算を公表すると同社の株価が下落すると考えていた。株式を発行する株式会社は、株式を長期にわたって保有する株主に対しては、通常、利益の中から配当という一種の報奨金を支払う。このことによって、株式会社は、株式に魅力を持たせ、株主に長期にわたって株式を保有してもらおうようにしている。したがって、配当を支払う原資となる利益が上げられず、赤字決算を公表し、配当が支払えないならば、株式の魅力は薄れてしまい、株主は株式を直ちに売却してしまうかもしれない。

このように株主が株式を売却して株価が下落してしまうと、再度企業が株式を発行して資金を調達することができなくなってしまうかもしれない。そうになると、企業にとっては、株式の資金調達機能は失われてしまう。

しかし、株式会社が赤字決算を公表した場合、株主が株式を売却して株価が下落してしまうかもしれないけれども、株式会社は正直にそのことを決算で報告しなければならない。もしも株式会社が赤字を出し続けた場合には、株価は下落し、証券取引所からは上場廃止を宣告されるかもしれないが、それは仕方がないことだ。多くのライブドア社の株主は、本当は同社の利益が上がっていないにもかかわらず、粉飾決算のために利益が上がっていると信じて、同社株を買い続け、また保有し続けていたわけで、ライブドア社と堀江前社長は、粉飾決算を行なって株主を欺き、法律違反を犯していたわけだ。したがってライブドア社は、東京証券取引所から、上場廃止すなわち市場からの退場を宣告されてしまった。

このように、ライブドア社の堀江前社長が赤字決算を公表して、利益が上が

らず、配当も支払えないことが明らかになれば、同社の株価が下落すると考えていたことは、すでに前節で述べたように、株価決定理論の説明にも通じるものがある。

本業の強化

では、ライブドア社は、粉飾決算以外に自社の経営状況を改善できなかったのか、という問題に突き当たる。結論から言えば、決して粉飾決算という違法行為に手を染めなくても、十分に自社の経営状況を改善することは可能であったと思われる。それは、同社が本業を強化し、本業の利益を増加させる、という方法である。

ライブドア社にとっての本業とは、すなわち同社にとって利益を上げやすい、同社にとって得意な事業になる。例えば、パソコン・ソフトの販売拡大やポータル・サイトの運営活性化、同サイトからの広告収入の増加などによって、これら本業の利益を増加させることが考えられる。

堀江前社長が学生時代に初めて立ち上げた会社「エッジ」社は、企業のホームページを作成することが主な業務だったわけで、ポータル・サイトの運営など、いわば「お手のもの」のはずであった。しかし、ライブドア社のポータル・サイトは、ヤフー！ジャパン社（以下ヤフー社）のポータル・サイトよりもアクセス数が少なく、ポータル・サイトに掲載される広告収入が伸びなかった。2006年1月25日の『日本経済新聞』によれば、2004年12月時点のポータル・サイトのアクセス数では、ヤフー社が約190億ページで、ライブドア社が約5億ページであった²⁸。このようなアクセス数の多さを武器に、ヤフー社の場合では、2005年9月期に、ポータル・サイトの広告収入だけで528億円と連結売り上げ高の36%を稼ぎ出していた。これに対してライブドア社の場合、同時期で、ポータル・サイトを中心とするネット・メディア事業部門の売り上げ高は約59億円で、連結売り上げ高全体の7.5%に過ぎなかった²⁹。

このように、ライブドア社にとっては、アクセス数が少ないと言われている、ポータル・サイトをもっと地道に充実させなければならないと思われる。しかしながら、堀江前社長にとってポータル・サイトを充実させる方策とは、旧近

鉄球団（現オリックス・バファローズ球団）の買収へ名乗りを挙げたり、ニッポン放送株式会社・フジテレビジョン株買収などの、いわゆる「話題作り」という手法をとることになった。しかし、旧近鉄球団の買収は失敗し、その後の新球団設立申請も「楽天」と競合した結果却下され、さらに最終的に堀江前社長が目ざした、フジテレビジョン社買収を通じての「通信と放送の融合」という構想も、当初の構想からは、大幅に縮小することを余儀無くされた。

しかし堀江前社長は、地道に同社の本業である、ポータル・サイトの強化を図って、本業の利益を厚くして配当を増やし、株価を徐々に引き上げてゆくという方策を採らず、上に述べたように、企業の合併買収（M&A）に走り、一挙に、株式時価総額世界一を目ざす、という別の方向に目標を定めてしまった。

経営再建の行方

その結果、堀江前社長は、粉飾決算に手を染めることになった。堀江前社長が考えたような手っ取り早く儲ける方法などあるわけがない、ということが明らかになったのだから、じっくり時間をかけて、魅力的なポータル・サイトを構築していただきたいと思う。

またパソコン・ソフトの開発・販売も、ライブドア社が取り組んできた事業。この分野も、ライブドア社の稼ぎ頭とはならなかったのであるが、堀江前社長自身が主導して買収した、「弥生」が手がけてきた会計ソフトの開発・販売事業は、やはり創業以来同社にとっての主要な業務であり、「弥生」の事業は、同社再建の主軸となるべき事業と思われる。

なお、『日本経済新聞』および『日経金融新聞』の報道によれば、2006年3月16日に、有線放送最大手のUSENが、ライブドアの経営再建を支援すると発表した⁹⁰。

ここでは、USENの宇野康秀社長が、個人でフジテレビが保有していたライブドア株12.74%分を取得して、堀江被告に次ぐ第二位の大株主になると発表し、ライブドア社の経営再建を主導することになった。また同年3月24日付けの『高知新聞』によれば、USENとライブドア社の具体的な提携内容とは、(1)ライブドアのポータル・サイトへのUSENの無料番組ネット配信サービス

「GyaO(ギャオ)」の提供、(2) 動画を取り込んだブログの展開、(3) ライブドアの検索サービスでUSENのコンテンツ紹介、(4) USENサイトへの利用者の誘導—などを挙げ、宇野社長は「できることはどンドンやっていく方針」と語っている³¹。このような提携内容が実現して、USEN、ライブドア双方のサイトに、アクセスが増加するようならば、両社のサイトへの広告依頼が増加し、利益が増加してライブドアの再建に望みが出てくるようにも思われるが、今後の推移を見守りたい。

5. 同時テロ後の米国航空関連株

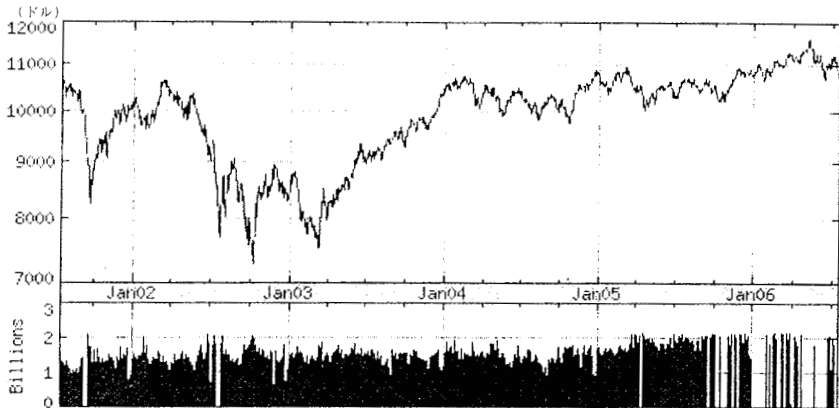
2, 3章で見たように、実際の株式の取り引きでは、投資家は、景気の状態や金利などのファンダメンタルズに注目しており、経済学の見方では、株価は、株式を発行した企業の純利益、あるいは配当と金利から割り出すことができる、ということが理解できたかと思う。

本章では、同時テロ後の株価の変動を、アメリカ企業の財務資料を見ながら、とくにアメリカ企業の純利益(税引後利益)の動向に注目して検証してみようと思う。なぜ、同時テロ後のアメリカ株式市況の動向を調べるのかと言えば、確かにニューヨーク証券取引所が、同時テロ直後の9月11日から6日間閉鎖されて、再開された9月17日には、ダウ工業株30種平均株価(以下、ダウ平均株価)は684ドル81セント安の8920ドル70セントへと急落したものの³²、2001年11月には同時テロ前の水準にまで回復した³³。ところが、2002年の3月に1万497ドルへ回復したものの、それ以降、2003年の2月に7916ドルを記録するまではほぼ下落していて、同年12月にやっと1万ドル台を回復するという状況であった。2003年のダウ平均株価の下落には、イラク戦争が関係しているように思われる(表7)。

このようなダウ平均株価の変動は、GDPや失業率などアメリカのマクロの統計指標で説明できる部分もあるとは思いますが、ここでは、同時テロやイラク戦争の影響を相当程度被ったと考えられ、ダウ平均株価の指標銘柄であるゼネラル・エレクトリック社(General Electric Company, 以下GE)の同時テロと

表7 ダウ平均株価

DJ INDU AVERAGE (DOW JONES & CO
as of 14-Jul-2006



(出所) Yahoo! Finance (2006年7月15日)
(<http://finance.yahoo.com>)

イラク戦争前後の時期の財務資料を見ながら、同社の株価の変動を中心に説明してゆく。

GE とは

白熱電球の実用化に成功したトーマス・エジソンは、1878年に、エジソン・エレクトリック・ライト社 (Edison Electric Light Company) を設立した。同社が母体となって、1892年にゼネラル・エレクトリック社が設立された。以降GEは、電力発電機器、航空機エンジン、医療用画像診断装置、プラスチック製品、家電製品、企業向け・個人向け金融サービス、メディア・エンターテインメントなど、幅広い製品やサービスを提供してきた³⁴。

GEは、世界100カ国に進出し、約30万人の従業員を擁し、2005年通期の総売り上げ額が、1497億ドル(約1兆9700億円)、同期の税引後利益が183億ドル(約1兆8300億円)を記録した。

またGEは、日本でも100年以上にわたって事業を展開し、現在、8000人を超える従業員を擁し、日本での2005年の総売上額は60億ドル(約6000億円)で

あった。

日本のトヨタ自動車が、2005年通期で、総売上額が18兆5510億円、税引後利益が1兆1710億円となっていて、上記のGEの総売上額や税引後利益は、日本のトヨタ自動車に匹敵する規模となっている³⁵。

GEの株価

1997年から2006年にかけてのGEの株価を見てみると、97年から2000年中ごろまでは、ほぼ上昇傾向にあり、2000年中ごろから2003年初頭まで、ほぼ下落傾向にあり、2003年初頭以降は緩やかに上昇する傾向にある、というように推移している(表8)。

同時テロ直後、アメリカ連邦準備制度理事会(Federal Reserve Board, FRB)前議長のアラン・グリーンスパン氏は、直ちに金融緩和政策を実施し、FF金利を一貫して低めに誘導することを決定し、2003年12月にはFF金利はついに、0.98%にまで下落した³⁶。また、アメリカ政府も、財政資金を供出して、緊急支援策を発動している³⁷。

このようにアメリカ政府が、国民がテロによって被った経済的被害に対する緊急対策を行ったことにより、ダウ平均株価も、2001年後半から2002年前半にかけて、一時的に持ち直した(表7)。

このように金利の低下は、株価決定理論によれば、株価を引き上げる要因となるはずであるが、GEの株価を見てみると、同時テロ以降2003年初頭まで、上昇傾向にあったとは言えないように思われる(表8)。

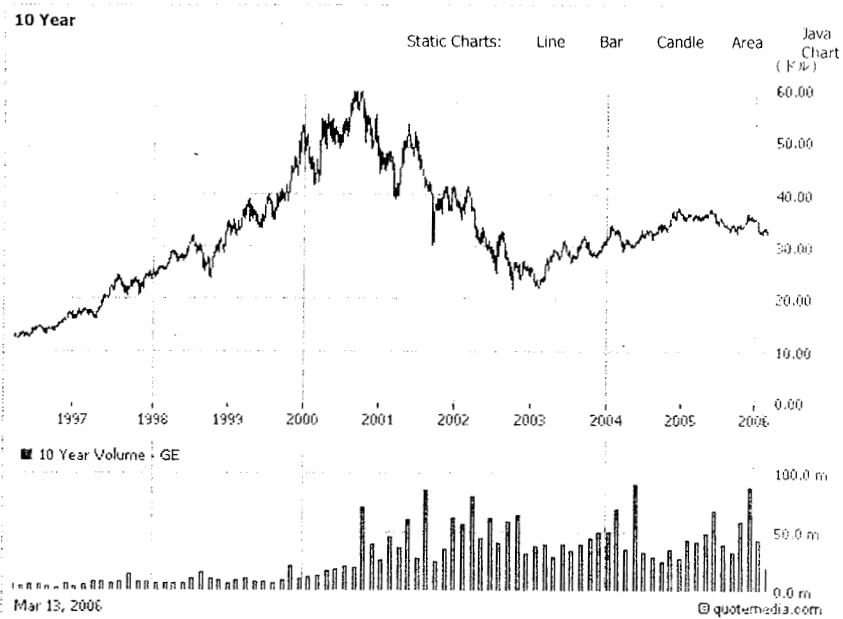
同時テロ以降2003年初頭まで、GEの株価が、なぜこのように下落傾向にあったのかを、同社の財務資料を見ながら検討してみよう。

GEの経営指標

ここではGEの株価の変動を、いくつかのGEの経営指標と突き合わせながら、検討する。以下では、GEが自社のホームページなどで公表している、「損益計算書」などの財務資料を参考にしながら検討する。

表9により、1998年から2004年までのGEの経営指標を見てみると、98年から

表8 GE の株価



(出所) GE ホームページ, [17]。

2000年までは、総売上額にあたる営業収入が順調に増加した。特に、2000年の営業収入は、前年度比で182億2300万ドルもの増加を見、また純利益(営業収入－営業費用－納税額)も同年は、前年度比で20億1800万ドルも増加し、GEの株価を60ドル台というここ10年間で最高の水準に引き上げる原動力になった(表8・9)。

その後、GEの経営指標は、下降線をたどる。2001年には、営業収入が前年度と比べて34億8000万ドルも減少する。ただ、同年の営業費用も1億1200万ドル減少したため、純利益は増加したが、純利益の増加額は10億5600万ドルと前年のそれより約半分に減少した(表9)。2000年から2001年にかけて、GEの株価が下落しているのは、ITバブルの崩壊が影響しており、2001年に入ってから株価上昇は、ITバブルの崩壊による株価下落の反動と考えられ、その後同時テロ直前までの株価下落は、営業収入の総額と純利益の利幅の減少が原因であると思われる(表8・9)。

表9 ゼネラル・エレクトリック社の損益計算書

	営業収入 (US \$)	営業費用 (US \$)	営業利益 (US \$)	純利益 (税引後利益) (US \$)
1998年	1004億6900万	869億9200万	134億7700万	92億9600万
99	1116億3000万	960億5300万	155億7700万	107億1700万
2000	1298億5300万	1114億700万	184億4600万	127億3500万
01	1263億7300万	1112億9500万	140億7800万	137億9100万
02	1322億2600万	1132億5400万	189億7200万	141億6700万
03	1346億4100万	1143億5000万	202億9100万	152億3600万
04	1528億6600万	1323億8600万	204億8000万	168億1900万

(出所)・1998-2000年の営業収入, 営業費用, 営業利益, 純利益: General Electric Co., *Annual Report 2000*, p34
 ・2001年の営業費用, 営業利益: GE ホームページ, [17].
 ・2001-04年の営業収入, 純利益: General Electric Co., *Annual Report 2004* (SEC Form 10-K) p64.
 ・2002-04年の営業費用, 営業利益: General Electric Co., *Annual Report 2004* (SEC Form 10-K) p68.
 より作成

同時テロ以降2003年までの間, GEの株価が, 特に2002年一年間を通じて下落したのは, 営業収入や純利益が伸び悩んだことが大きな要因であると思われる。例えば, 2002年の営業収入は前年比で58億5300万ドル増加したが, 前年の営業収入が純減していることを考慮して, 2000年のそれと比較すると, 2002年の営業収入の増加は23億7300万ドルに止まる。2000年の営業収入が, 前年比で182億2300万ドル増加しているのと比較すると, 大きく見劣する(表9)。

2003年に入って, GEの株価は上昇に転じるが, 2003年と2004年の営業利益の増加額は, 24億1500万ドル, 182億2500万ドルとなり, やっと2004年の営業利益増加額が2000年の水準を回復する程度であった(表8, 9)。

それでは, 上記のようにGEの株価下落の要因になったと思われる, GEの営業収入や純利益の低迷は, なぜ生じたのであろうか。以下の節で検討してゆく。

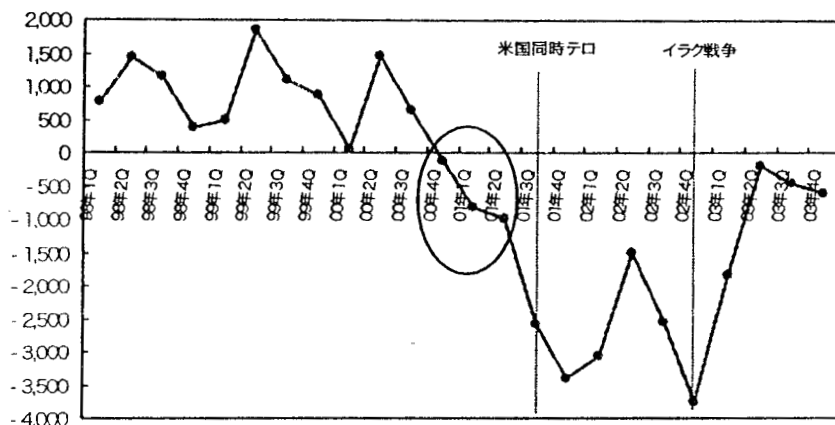
米国航空業界の不振

米国航空業界は, (1) 2001年の同時テロ, 2003年のイラク戦争, 重症急性呼吸器症候群 (Severe Acute Respiratory Syndrome, SARS) などによる乗客数

の減少、(2)燃料費、人件費などコストの高騰、(3)サウス・ウエスト航空などの、新興低コストキャリアの参入による競争激化などにより、メガ・キャリア(大手航空会社)6社の最終利益額は、大きく低迷した³⁸(表10)。

例えば、日本の会社更生法にあたる米国連邦破産法(以下破産法)第11条の

表10 メガキャリア6社合計の最終利益合計額推移
(百万ドル)



(備考) ATW 資料よりみずほコーポレート銀行産業調査部作成
(出所) 岩野秀一, [10], 6 ページ。

表11 AMR 社の損益計算書

	営業収入 (US\$)	営業費用 (US\$)	営業利益 (US\$)	純利益 (税引後利益) (US\$)
1999年	177億3000万	165億7400万	11億5600万	9億8500万
2000	197億300万	138億1000万	13億8100万	8億1300万
01	189億6900万	214億3300万	▲24億7000万	▲17億6200万
02	174億2000万	207億5000万	▲33億3000万	▲35億1100万
03	174億4000万	182億8400万	▲8億4400万	▲12億2800万
04	186億4500万	187億8900万	▲1億4400万	▲7億6100万

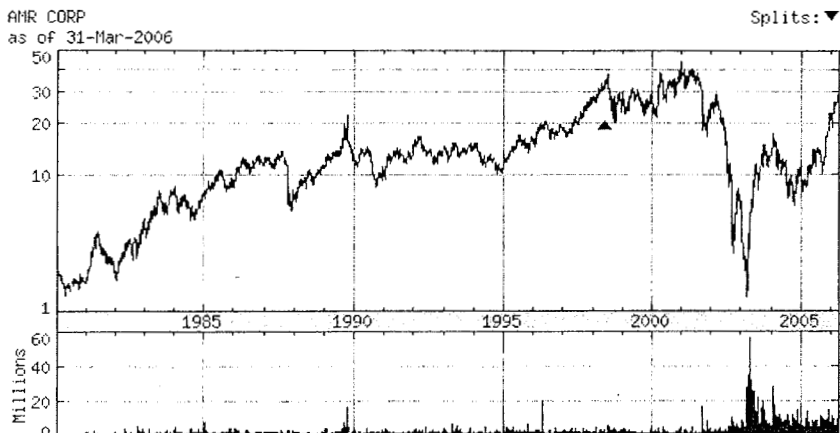
(注)・AMR社は、アメリカン・エアラインズ社の持株会社。

・▲は損失が出たことを表している。

(出所)・1999-2001年は、American Airlines Annual Report 2001, 14ページ、

・2002-04は、AMR, Annual Report 2004 (Form 10-K), 43ページ、より作成

表12 AMR 社の株価



(出所) Yahoo! Finance (2006年4月2日)
(<http://finance.yahoo.com>)

適用を免れたアメリカン航空の場合でも、2001年から2004年にかけての純利益(税引後利益)は、マイナス17億ドル→マイナス35億ドル→マイナス12億ドル→マイナス7億ドルと、欠損の金額は減少しているものの、非常に厳しい経営状態に置かれていた(表11)。このように経営状態が悪化したことにより、アメリカン航空の株価も低迷していた(表12)。

こうした状況に直面して、2002年12月から2005年9月までに、メガ・キャリア6社のうち4社(ユナイテッド航空、USエアウェイズ、デルタ航空、ノース・ウエスト航空)が、破産法第11条の適用を受け、経営破たんした。ただし破産と言っても、銀行側からの事業再生資金を受けることで、運行は引き続き継続されることになった³⁹。

航空機メーカーの苦境

このように米国の大手航空会社各社が苦境にある中で、その影響を免れないのは、航空会社に大型旅客機などの航空機を供給する航空機メーカーと、航空機メーカーに航空機のジェット・エンジンを供給する航空機エンジン・メーカーである。

表13 ボーイング社の航空会社向け旅客機販売額

	営業収入
2001年	350億5600万 (US\$)
02	283億8700万
03	224億 800万
04	210億3700万
05	226億5100万

(出所) Boeing Annual Report 2005
(Form-K) 20ページ。

通常航空会社は、自社で保有しているか、リースで借り入れている航空機の耐用年数や燃費効率を改善してコストを削減するなどの理由から、毎年一定数の航空機を購入している。しかし、近年の経営不振の影響で、米国の大手航空会社が、航空機を購入を控えることは容易に想像されることであった。実際、世界の航空会社へ航空機を納入してきた航空機メーカーボーイング社は、2001年から2004年にかけて民間航空機の売り上げ額が、350億ドル、283億ドル、224億ドル、210億ドルと減少し、2005年にやっと226億ドルと前年比で増加に転じたものの、2001年の売り上げ額には遠く及ばないのが実情である(表13)。

GE への影響

航空機エンジンメーカー大手のGEは、同社製航空機エンジンの大半を、ボーイング社とエアバス社に納入してきた(表14)。このように、航空会社や航空機メーカーの苦境に直面して、GEも航空機エンジンの販売に頭打ち傾向が見られる。

同社「航空機エンジン」および「輸送機器」部門の売り上げ額と税引き前利益(営業利益)は、大きく落ち込んでいるとは言えないまでも、航空会社や航空機メーカーの経営が順調であれば、もっと伸びていたと思われる。

同社「航空機エンジン」および「輸送機器」部門の2000年から2004年にかけての売り上げ額は、2000年から2003年にかけては、108億ドルから114億ドルの範囲にあった(表15)。また同社同部門の営業利益は、2000年から2003年にかけて、20億ドルから26億ドルの範囲にあり、やっと2004年に32億ドルへ増加し

表14 GE社と航空機メーカー・航空会社との関係

アメリカンエアライ ンズ社の保有機種	同社保有機種に搭載 されたエンジン	保有機数	1機当たりの 搭乗旅客数
ボーイング737-800	CFM-56 (GE)	67機	142人
〃 767-200	CF6-80C2 (GE)	4	158
〃 767-300	CF6-80C2 (GE)	45	212
〃 777-200	GE-90, RRTrent 800	45	232
エアバス A300-600R	CF6-80C2 (GE)	10	267

(注)・GE：ゼネラル・エレクトリック社，RR：ロールス・ロイス社。

・アメリカン・エアラインズ社の保有機数の合計は，402機。

(出所)・搭乗旅客数，保有機種，保有機数：AMR *Annual Report 2004* (SECF Form 10-K) p. 12.

・エンジン：General Electric Co. Homepage, Rolls-Royce *Annual Report 2005*.
より作成。

表15 GEの航空機エンジン部門の販売額と営業利益

	販売額	部門別利益 (営業利益)
2000年	107億7900万 (US\$)	24億6400万 (US\$)
01	113億8900万	26億 900万
02	111億4100万	20億6000万
03	107億300万	21億4800万
04	114億	32億1300万 (運輸部門合計)
05		

(出所) General Electric Final Earnings Report 2001, 2004 p9, 2005 p9より作成。

ている(表15)。

GEのホームページによれば，GEが世界で初めて航空機のジェット・エンジンを開発したとされている⁹⁾。このように，言わばGEにとっては最も得意な部門，いわゆる本業の一部門であったはずの航空機エンジン部門で，2000年から2003年までの間に，売り上げ額と営業利益の双方で予想外に伸び悩んだことは，2000年から2003年にかけてのGEの株価低落の，一つの原因であったと思われる(表8, 9)。

6. おわりに

株値を決定する要因には、マクロ経済的要因と、企業業績の変動という2つの要因があることがわかった。

まず、2006年4月時点で、日銀が「量的緩和」政策を解除して、将来的に政策金利を引き上げることを示唆したにもかかわらず、日経平均株値が7年ぶりに1万7000円台を回復したのは、日本経済のマクロ的環境の改善に多くを負っている。すなわち日本の企業が雇用・設備・債務の「三大過剰」を借入金の返済やリストラによって解決しつつある中で、企業の設備投資が回復しつつあるので、「量的緩和」政策が解除されても、株値が回復基調にあると思われる。

他方で、ライブドア社の堀江前社長は、同社の本業（中心的な業務）であるポータル・サイトからの広告収入および手数料収入が伸び悩んだために、帳簿上の操作により、利益があがっていないのに子会社の利益を本社の利益に付け替えるという粉飾決算をおこなったことが告発され、同社の株値暴落などにより、多数の株主や投資家に多大な損害を与えた。

また2003年のGE株の下落は、イラク戦争や運賃値下げ競争によって、6大航空会社が乗客数を激減させ、航空会社へ航空機を納入していた航空機メーカーへの受注が減少し、航空機メーカーへ航空機エンジンを納入していたGE社への受注が減少したことが原因の一つと思われる。

〈補注〉注21で説明した無限等比級数和の公式を証明する

$$\text{無限等比級数} \sum_{n=1}^{\infty} ar^{n-1} = a + ar + ar^2 + \dots + ar^{n-1} \quad (\text{初項: } a, \text{ 公比: } r, a \neq 0)$$

が、 $r < 1$ という収束条件*を持つ場合、その和は、 $a/(1-r)$ となる。

この公式を使えば、株値を理論的に求めることができる。この公式を証明せよ。

上の第 n 部分の和を

$$S_n = a + ar + ar^2 + \dots + ar^{n-1} \quad (1)$$

と置く。

(1) の両辺に r を掛ける,

$$rS_n = ar + ar^2 + \cdots + ar^{n-1} + ar^n \quad (2)$$

(1) - (2)

$$\begin{aligned} S_n - rS_n &= a - ar^n \\ S_n(1-r) &= a(1-r^n) \\ S_n &= a(1-r^n)/(1-r) \quad (r \neq 1, a \neq 0) \quad (3) \end{aligned}$$

を得る。

(3) 式から, $-1 < r < 1$ のとき,

$$\lim_{n \rightarrow \infty} r^n = 0 \quad (4)$$

したがって, 収束条件が $r < 1$ のとき, (4) 式を (3) 式に代入すると,

$$\begin{aligned} S_n &= a(1-0)/(1-r) \\ &= a \times 1/1-r \\ &= a/1-r \quad \text{となる。} \end{aligned}$$

* 無限数列 $\{a_n\} = \{a_1, a_2, a_3, \dots, a_n, \dots\}$ において, n が限り無く大きくなるとき, $\{a_n\}$ がある定まった値 α に限り無く近付くならば, $\{a_n\}$ は α に収束するといひ, α をその極限值という。これは, 以下のように書き表わすことができる。

$$\lim_{n \rightarrow \infty} a_n = \alpha \quad \text{または} \quad n = \infty \text{ のとき } a_n \rightarrow \alpha$$

また収束しない無限数列は, 発散するという。

【収束】 数学で数列が, 先に行くに従って, 限り無くある数に近付いてゆくこと。

(出所) 野口広『基礎からよくわかる微分・積分 [改定新版]』旺文社, 1994年。
石原繁・浅野重初共著『理工系の基礎 微分積分』裳書房, 1995年。

〈論文の注〉

- 1, 生産財市場の均衡 (IS 曲線) と貨幣市場の均衡 (LM 曲線) を同時に考える IS-LM 分析の説明で, IS 曲線を表わす生産財市場の均衡式について, 従来の説明では以下の式が用いられていた (伊藤元重, [2], 214-218 ページ)。すなわち,

$$Y = [Co + cY] + I(r) + G \quad \text{--- (1)}$$

(ただし、Y は GDP, Co は所得がゼロの時の個人消費, c は限界消費性向, I は設備投資, r は利率, G は政府支出)。

cY は、例えば、限界消費性向 c が 0.8 の場合、すなわち 0.8Y の場合には、所得が 1 兆円増加するごとに消費が 8000 億円増えることを表わしている。すなわち、cY は、実質所得が増加すれば消費は増加するが、消費は所得を超えない範囲でしか増加しないことを表わしている。限界消費性向は 0 から 1 の間の値になる。

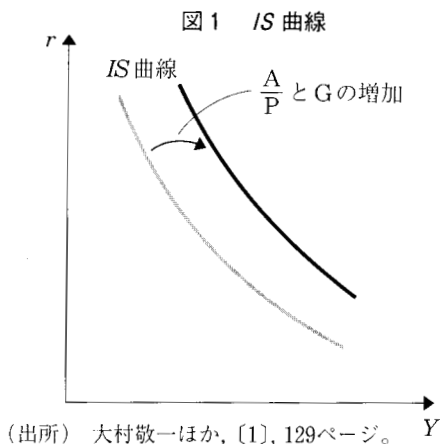
このように従来の説明では、IS 曲線を表わす生産財市場の均衡式の中の消費関数は、ケインズ型消費関数をそのまま援用してきた。(ケインズ型消費関数については、伊藤前掲書, [2], 63-72, 中谷巖, 『入門マクロ経済学(第3版)』日本評論社, 1995年, 461ページ)。

これに対して、最近のマクロ経済学のファイナンス理論によれば、IS 曲線を表わす生産財市場の均衡式に、特に消費関数の従属変数に、GDP だけでなく実質総資産の増減をも考慮するようになってきている。すなわち、

$$Y = C(Y, A/P) + I(r) + G \quad \text{--- (1)'}$$

(ただし、C は個人消費, A/P は実質総資産)。

以下 IS 曲線について説明する。IS 曲線とは、生産財市場を均衡させる $GDP = Y$ と利率 r の組み合わせである。生産財市場の均衡式、すなわち上の (1)' 式を図示したものが図 1 である。図 1 では、横軸に Y を、縦軸に利率 r をとると、IS 曲線は右下がりになることを表わしている。



なぜ IS 曲線が右下がりになるのかと言えば、まず利子率が下落すると、投資増と実質総資産の増加を通じて消費が増加する。すると既存の産出量の下では、生産財に対する超過需要が発生し、それが解消されるためには、生産財の総産出量が増加する必要があるからである（以上最近のマクロ経済学ファイナンス理論による IS 曲線の説明は、大村敬一ほか、〔1〕、128-130ページ）。

図 1 によれば、実質総資産 ($\frac{A}{P}$) と政府支出 (G) が増加すると、消費と投資が増加して IS 曲線が右上方へシフトする。

ここから実質総資産が増えれば、消費が増加することが理解できるが、これを消費の資産効果と呼ぶ（大村ほか前掲書、〔1〕、100、129-130ページ）。本稿では十分に考察できなかったが、非流通株式の流通株式への転換が進み、上海総合株価指数が最高値圏の2800ポイントに達している、中国株式市況の活況がもたらす消費の資産効果について、別稿にて検討する予定である（「国有株の放出」玉置知己・山澤光太郎『中国の金融はこれからどうなるのか—その現状と改革の行方—』東洋経済新報社、2005年、138-139ページ）。²、

有価証券とは、私法上の権利（財産権）を表示する証券であり、それによって表示される権利の移転または行使が証券の受け渡しによってなされるものを指す。商法・会社法・手形法などに規定されている有価証券には、各種手形、小切手、株券、社債券、船荷証券などがある。

これらの他に、商品券・図書券などの金券、交通機関の乗車券、有料施設やイベントの入場券、宝くじ・馬券・車券・舟券の当たり券なども有価証券である（ウィキペディア、〔16〕）。

- 3、東京大学赤門 Economist、〔6〕、68ページ。
- 4、『日本経済新聞』、『日経金融新聞』2006年3月17日。『高知新聞』2006年3月24日。
- 5、ウィキペディア「上場企業会計改革および投資家保護法」〔16〕。
- 6、また通常、株式には議決権が認められている。議決権とは、株主総会において、株主が会社の経営方針などに対して決議する権利のことである。株式を保有する株主は、1単元株につき、1票の議決権を持つ（野村証券ホームページ、〔22〕）。通常株主総会で、発行済み株式の51%に相当する議決権を行使しうる株主は、当該企業を支配することができる。
- 7、東京大学株式投資クラブ Agents、〔7〕、57～84ページ。
- 8、日経平均株価は、東京証券取引所（以下東証）一部上場銘柄のうち、取引が活発な225銘柄を選定し、ダウ平均株価の算出方法を参考にした単純平均方式で算出される。

具体的な算出方法は、原則として225銘柄の株価を足した時価総額（225銘柄の株式の時価×発行済株数）を、銘柄数で割った単純平均で、新株発行や株式分割などの理由により、分母の除数は、随時調整される。日本経済新聞社が毎分、算出・公表している

日経225とも呼ばれる。銘柄は、時代に合わせて1970年以降ほぼ毎年、数銘柄を

入れ替えている。

日経平均株値の算出対象は、225銘柄に限定されているため、それ以外の銘柄の値動きは反映されない。これに対して、もう一つの日本を代表する株値指数である東証株値指数（以下 TOPIX）は、全上場株式が算出の対象になっている。

具体的な TOPIX の算出方法は、東証一部に上場された全銘柄の時価総額（全銘柄の株式の時価×発行済株数）を基準日（TOPIX が採用された1968年1月4日）の時価総額で割って、100を掛けたものである（ウィキペディア「日経平均株値」[16]、山澤光太郎、[8]、142ページ）。

- 9, 前田昌孝「ベンチマーク 個人「ライブドア禍」克服」『日経金融新聞』2006年3月30日。
 - 10, 小塩隆上・岸本達上, [4], 131ページ。
 - 11, 小塩隆上, [5], 131ページ。日本銀行調査統計局, [15], 13ページ。
 - 12, 日本銀行調査統計局, [15], 13ページ。日本銀行ホームページ, [20]。
 - 13, 14, 15, 「特集 政府・日銀の金融政策 日銀総裁「当預残高, 3月中は30兆円前後で」」[19] 2006年3月9日。
 - 16, 17, 古結昭和, [11], 145~152。
 - 18, このような企業業績の好調さは、2002-05年の平均で輸出が10%を超える伸びを記録し、企業の設備投資が回復し、消費も一部で復活したことに支えられてきたと北坂真一氏は指摘される（北坂真一「小泉改革の成果と「ポスト小泉」の課題」『経済セミナー』2006/No.620 October, 12-16ページ）。筆者も北坂氏の指摘にほぼ同意するものの、企業の好業績という果実が、十分に個人にまで還元されていないように思われる。
- 例えば企業がリストラによって過剰雇用を克服する過程で、非正規雇用者（パート、アルバイト、派遣）の割合を増やし、人件費を大幅に節約する傾向が鮮明である。2001年と2005年の常用雇用指数（2000年＝100）を比較すると、一般労働者（正規雇用者）が98.2→93.7、パートタイム労働者（非正規雇用者）104.7→124.9であり、正規雇用者の割合が減少し、非正規雇用者の割合が増加している。
- また完全失業率も、2001年の5.2%から2006年6月には4.2%へ低下している中で、15才から24才までの若年失業率は、低下しているとはいえ2006年6月には8.6%を記録している。
- こうした背景も手伝ってか、2006年の消費支出は、10ヵ月連続で前年同期を下回った。消費者物価上昇率も1%以下にくすぶっており、力強い好景気と呼ぶには時期尚早と言わざるを得まい。安倍内閣は、企業寄りの「成長路線」ではなく、小泉改革で犠牲となった、不良債権処理の過程でリストラされた中高年失業者、若年失業者、非正規雇用者に対して、手厚い雇用対策を集中的に行ない、個人消費を回復させることが急務と思われる（常用雇用指数、完全失業率、若年失業率、消費支出、消費者物価上昇率は、『東洋経済統計月報』2007年1月号を参照した）。
- 19, 山澤前掲書, [8], 144ページ。
 - 20, 東京大学赤門前掲書, [6], 67~71ページ。将来の配当の割引現在価値を合計し

たものが株価になる、という説明は、同上書に依拠している。ただし同上書では、算出されるのは債券価格であり、100円は債券の1年ごとの償還額となっている(東京大学赤門同上書, [6], 68ページ)。本稿では、この100円を1年ごとに支払われる配当に置き換えて考えている。

- 21, 将来にわたって、一定額の配当が維持される場合(一定配当割引モデル)には、株価を決定する式は、将来実現される配当(ここでは100円)の割引現在価値を合計したものなので、以下ようになる。すなわち、

$$P_0 = 100/(1+r) + 100/(1+r)^2 + \dots + 100/(1+r)^n + \dots$$

P_0 : 現在の株価, 100: 今期中の配当

r : 期待収益率。株式投資はリスクが高いため、それ相応のリターンを投資家が求めることを示す。この場合金利と考えることもできる。

上の式は、初項: $100/1+r$, 公比: $1/1+r$ の無限等比級数で、公比 < 1 の場合、その和は、初項/ $1 - 公比$ となる。

上の式の和は、無限等比級数の和の公式(初項/ $1 - 公比$)を使うと、以下のようになる。

$$\begin{aligned} P_0 &= \frac{100}{1+r} \\ &= \frac{100}{1+r} \times \frac{1}{1 - \frac{1}{1+r}} \\ &= \frac{100}{1+r} \times \frac{1}{\frac{r}{1+r}} \\ &= \frac{100}{1+r} \times \left(1 \div \frac{r}{1+r}\right) \\ &= \frac{100}{r} \end{aligned}$$

従って、現在の株価は、今期中の配当を金利で割ることで求められる。

無限等比級数の和の公式(初項/ $1 - 公比$)がどのように導き出せるのかについては、文末の〈補注〉を参照のこと。

なお、岩田規久男氏は[3]のなかで、株価決定に関する上の式を用いて、 P_0 を株式のファンダメンタルズ・バリュウと呼び、「資産の価格がファンダメンタルズ・バリュウから乖離する場合、そこにバブル(泡)が発生している」といわれる(113

ページ)とされ、バブルを経済学的に定義されている。

- 22, 「ライブドア家宅捜索, 関連会社を買収めぐり虚偽発表」[21], 2006年1月17日。
- 23, 「ライブドア粉飾決算, 傘下会社の資産を売上高に計上」[21], 2006年1月18日。
なお本稿では, ライブドア本社が粉飾決算の疑いをかけられているので, 同社が公表している財務諸表類は一切参考にせず, 新聞等で明らかになっている事実を参考にしている。
- 24, 「ライブドアグループ上場7社, 時価総額1530億円減」[21], 2006年1月17日。
- 25, 「ライブドア, 上場廃止「心からおわび」・終値94円」[21], 2006年4月13日。
- 26, 「ライブドア株主被害弁護団を結成・9月にも提訴」[21], 2006年2月21日。
- 27, 「堀江被告「黒字にしる」発言認める・ライブドア決算」[21] 2006年2月22日。
- 28, 29, 「「検証」ライブドアー定まらぬ本業 買収で成長演出」『日本経済新聞』2006年1月25日。
- 30, 『日本経済新聞』, 『日経金融新聞』2006年3月17日。
- 31, 『高知新聞』2006年3月24日。
- 32, 和田善寛, [12], 38ページ。

ダウ平均株価(Dow Jones Industrial Average)は, アメリカのニュース通信社であるダウ・ジョーンズ社が算出している, アメリカの代表的な株価指数。通常, ダウ工業株30種平均, ダウ平均などと呼ばれる。

ダウ平均株価には, 工業株30種, 輸送株20種, 公共株40種の3種類がある。具体的な算出方法は, 原則として, 30銘柄の時価総額を銘柄数で割った単純平均であるが, 分母の除数は随時調整される。算出方法の詳細は, 日経平均株価の算出方式(注8)も参照のこと。

ダウ平均株価の算出対象は, 工業株30銘柄に限定されるが, もう一つのアメリカを代表する株価指数であるナスダック総合株価指数は, ナスダックに登録した全株式(約5500銘柄)が算出の対象になっている。

具体的な算出方法は, ナスダックに登録した全銘柄の時価総額を基準日(1971年2月5日)の時価総額で割って, 100を掛ける。ハイテク株やインターネット関連株の多くが, ナスダックに登録している(ウィキペディア「ダウ平均株価」[16], 野村證券ホームページ, [22])。

- 33, 内閣府政策統括官付参事官(海外経済担当), [14], 2003年1月, 2004年1月, いずれも35ページ。2001年から2002年にかけてのダウ平均株価の回復は, 同時テロにより, 米国の国内投資家が, 海外投資を控えて, 米国国内株への投資にシフトしたためと思われる(井上, [9], 1ページ)。
- 34, GE ホームページ, [17]。
- 35, トヨタ自動車ホームページ, [18]。
- 36, 内閣府政策統括官付参事官前掲書, [14], 2004年1月, 35ページ。米国の連邦準備制度加盟銀行は, 連邦準備銀行(米国の中央銀行)に預金残高の一定額を預け入れることが義務づけられている。この預け金のことをフェデラル・ファンドと言う。

この預け金に余裕のある銀行は、預け金の不足している銀行に、資金を貸し付けて運用している。この預け金を取り引きする市場をフェデラル・ファンド市場（以下FF市場）と言い、FF金利は、FF市場で資金を貸借するときに適用される金利である。FF金利は、米国の代表する短期金利で、FRB議長が委員長を兼任している連邦公開市場委員会で決定される（『よくわかる！金融用語辞典』（www.findai.com/yogou/w00612.htm））。

37, 和田前掲論文, [12], 39ページ。

38, 岩野秀一, [10], 6ページの表。

39, [13]。

40, GE ホームページ, [17]。

〈参考文献〉

- [1] 大村敬一/浅子和美/池尾和人/須田美矢子『経済学とファイナンス（第2版）』東洋経済新報社, 2004年。
- [2] 伊藤元重『入門経済学（第2版）』日本評論社, 2005年。
- [3] 岩田規久男『ストック経済の構造』岩波書店, 1992年。
- [4] 小塩隆士・岸本達士『日銀ウオッチング』日本経済新聞社, 1996年。
- [5] 小塩隆士『新日銀ウオッチング』日本経済新聞社, 2000年。
- [6] 東京大学赤門 Economist『東大生が書いたやさしい経済の教科書』インデックス・コミュニケーションズ, 2005年。
- [7] 東京大学株式投資クラブ Agents『東大生が書いたやさしい株の教科書』インデックス・コミュニケーションズ, 2006年。
- [8] 山澤光太郎『ビジネスマンのためのファイナンス入門-55のキーワードで基礎からわかる-』東洋経済新報社, 2005年。
- [9] 井上「同時テロ月の米国への国際マネーフロー」『（住友信託銀行）経済調査レポート』No.24, 2001年12月14日。
- [10] 岩野秀一「日本航空業界の市場特性から得られるインプリケーション-国内大手航空会社の復活の鍵を握る競争戦略-」みずほコーポレート銀行産業調査部『Mizuho Industry Focus』Vol.26, 2004年5月26日。
- [11] 吉結昭和「平成不況の特質について-バランスシート不況-」高知大学経済学会『高知論叢』第85号, 2006年3月。
- [12] 和田善寛「同時多発テロ事件と湾岸戦争後の株価比較」『ITI 季報』Winter, 2001, No.46。
- [13] 「UAL が経営破たん、負債総額 2 兆8000億円に 米航空業界最大規模、運行は引き続き継続」Wing Daily, 2002年12月10日（www.jwing.com）。
- [14] 内閣府政策統括官付参事官（海外経済担当）『海外経済データ-月次アップデート-』。

- [15] 日本銀行調査統計局『金融経済統計月報』2005年7月。
- [16] フリー百科事典『ウィキペディア (Wikipedia)』（注ではウィキペディア）(ja.wikipedia.org)。
- [17] GE ホームページ (www.ge.com, www.gejapan.com)。
- [18] トヨタ自動車ホームページ (<http://toyota.jp>)。
- [19] NIKKEI NET (www.nikkei.co.jp)。
- [20] 日本銀行ホームページ (www.boj.or.jp)。
- [21] 日本経済新聞「ビジネス：特集 過去記事」(http://it.nikkei.co.jp/business/special/fuji_livedoor)。
- [22] 野村証券ホームページ (www.nomura.co.jp/term/japan)。