

日本株、持合減と自社株買い・個人増で耐性

EPS 底上げ、海外勢売り・個人買いは過去底入りに

(株) ジャパンエコノミックパルス

Japan Economic Pulse Co., Ltd.

info@j-pulse.co.jp

2022/9/21 (水)

日本株は政策保有株（持ち合い株）の削減と自社株買いの増加、個人株主の拡大といった構造変化が、逆風への耐性を強化させる。こうした要因を含めた企業統治改革の進展などにより、過去比では EPS（1株当たり純利益）が底上げされてきた。現在は世界的なリスク回避下で海外勢は日本株を敬遠しているが、海外勢の売り玉減少は日本株の下値余地狭まりに寄与していく。同時に国内個人は長期保有などで押し目買いが見られており、過去の「海外勢売り・個人買い」局面は日本株の底入れにつながっている。

バブル前後比で企業財務の質改善、割安銘柄も

「日本株は外部環境の不透明感などが引き続き重石となるが、株主構造や需給環境の変化という点ではプラス面がある。政策保有株（持ち合い株）の削減と自社株買いの増加、個人株主の拡大傾向は、現在の複合逆風下にあっても長期スパンでの日本株の下値固めと下限切り上がりをサポートしていく」――。

大手米国系資産運用会社のアジア担当幹部は、このような指摘を行う。

政策保有株が現在も残されている銀行はメガバンク、地銀ともに売却を加速しており、東証・三市場の投資主体別売買動向では今年1月から8月まで連続での売り越しとなっている。全国4証券取引所（証取）の調査による上場企業の投資部門別株式保有比率によると、「都銀・地銀等」は1985年度の20.9%や1996年度の15.1%から低下傾向が続き、金融規制もあって2021年度には2.5%と保有株式を大きく圧縮させてきた。

銀行以外の企業も政策保有株の削減を進めており、従来の馴れ合い、もたれ合い、取引銀行と系列企業重視、裏表での株主軽視、株式価値軽視――といった悪弊が改善されている。持ち合い法人による株式処分が進む一方で、日本の個人は老後対策の長期保有などで株式投資が増加。証取調査によると、日本での個人株主数（延べ人数）は2007年度の4291万人から、2021年度には6460万人と+50%超の増加となってきた。

こうした構造変化のほか、東証や金融庁などのルール作りと改革の後押しなどもあって、日本の上場企業には企業統治（コーポレート・ガバナンス）改革への緊張感が広がっている。結果、「日本企業は政策保有株の削減と個人株主の増加、同時進行での自社株買いの増加に連動して、過去比では EPS（1株当たり純利益）が底上げされている」（前出幹部）。日経平均株価は2万7000円から2万9000円前後で頭

打ちが続く一方、1990年以来の高値圏は維持されているが、「バブル期前後に比べると財務内容の質は大きく改善され、株価水準には正当性があるほか、個別では割安銘柄も少なくない」（同）という。

EPSはEarnings Per Shareの略で、1株当たりの利益を指す。企業の当期利益を発行株式数で割ったものであり、例えば自社株買いで発行株式数が減れば1株当たりの利益は増えることになる。こうした日本企業による株主重視変革が反映される形で、配当が含まれる「配当込み TOPIX 株価指数」は政策保有株の減少と逆相関、個人株主の増加と連動相関の形で長期上昇トレンドに移行してきた。

一方で現在の日本株市場では、外国人投資家の買い手控えや売り優勢が続いたままだ。世界的なリスク回避のほか、円安によるドルベースでの日本株の下落リスクなどが重石となっている。日本株の上値の重さにつながっているが、新たな悪材料が襲来した場合、「海外勢の売り玉減退」が日本株の下げ余地縮小や安定化につながりやすい。

政策保有株の削減、利益率や成長性の向上検証も

同時に現在は日本株の下落局面で、国内個人による長期保有を含めた押し目買いが観測されている。今年1～8月のネット累計では海外勢が－2兆6920億円の売り越しに対し、個人合計は＋9482億円の買い越しとなっている。このまま年間ベースで「海外勢の売り越しと個人の買い越し」となれば、リーマン・ショック時である2008年以来、14年ぶりとなるものだ。

2008年の場合、日経平均の底入れは翌2009年3月にズレ込んだが、過去実績として海外勢の売り越し増加に対し、国内個人が下値拾いで買い越しとなる局面は、日経平均の底入れと連動している。現在の日経平均は下落圧力が続きながらも、安値自体は3月の2万4681円をボトムに切り上がっている。その中で「海外勢売り・国内個人買い」という構図の持続は、長期スパンでの底固めと下限切り上がりの支援材料として注目されやすい。

また、海外勢の「売り玉減退」でいえば、過去に日経平均株価が6カ月前比で－3000円以上的大幅安となる場合（月間安値－6カ月前の月間高値）、その前の段階で海外勢による日本株買い越しが6カ月のネット売買累計で増加となっていた。大幅買い越しの反動が、海外勢による処分売り加速と日本株の下げ幅拡大につながっている。

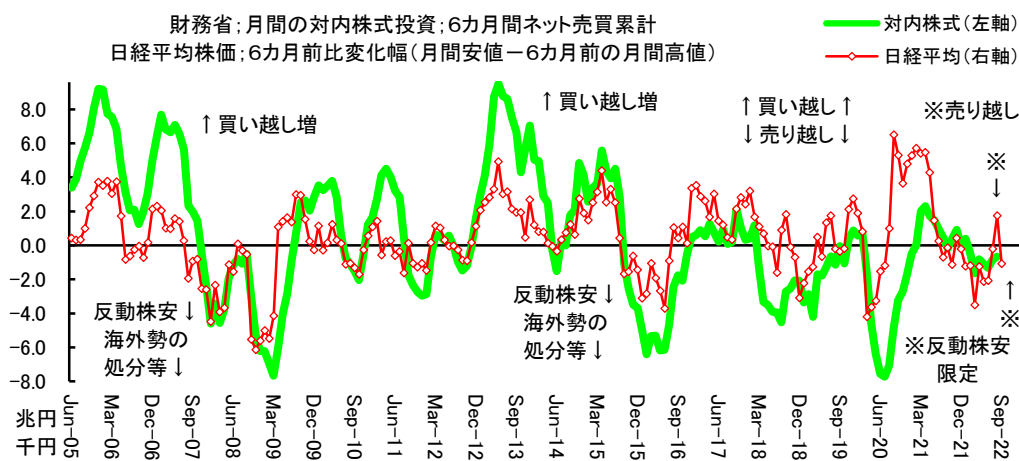
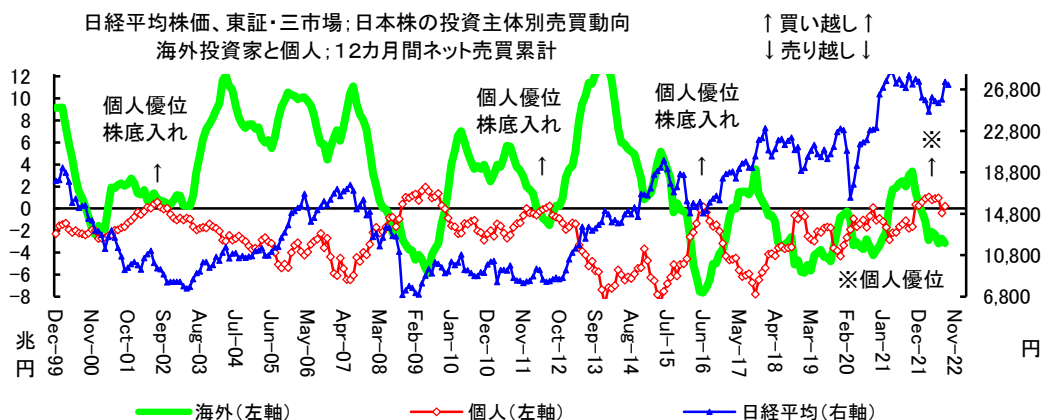
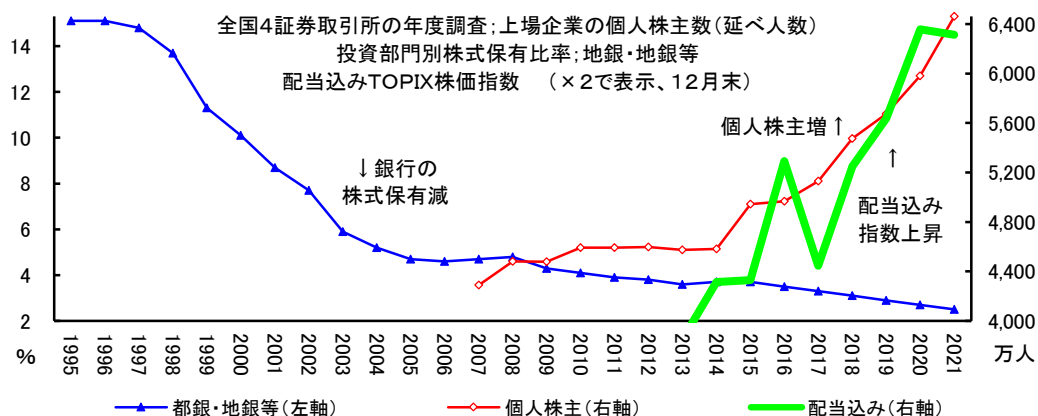
例えば最近では今年3月に日経平均の月間安値が、6カ月前比－3497円の大幅下落となったが、その2

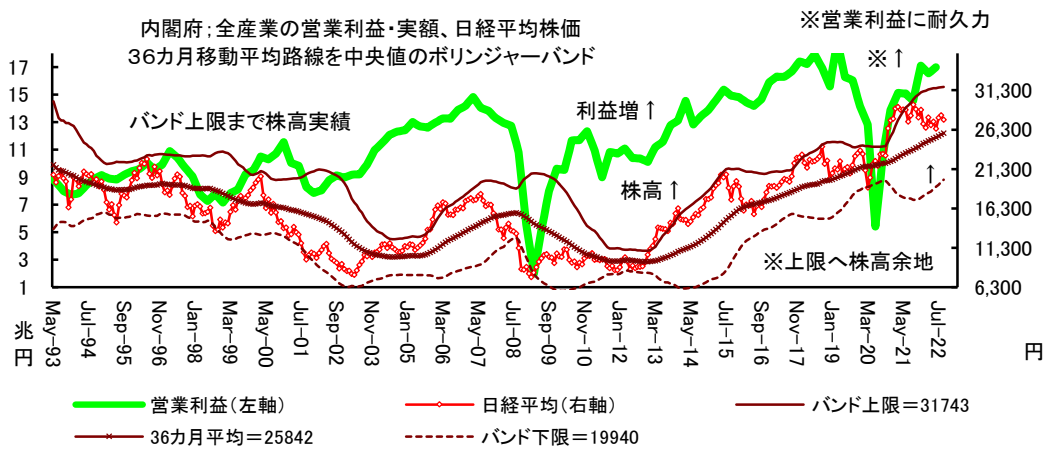
カ月前や4-5カ月前に、海外勢は6カ月間の累計でネット買い越しとなっていた。その点、現在は今年2月から8月にかけて、連続で海外勢のネット売り越しが続いている。累積での売り玉減退などもあり、足元の9月に日経平均は悪材料が続出しながら、16日時点で6カ月前比-1070円の下げ幅にとどまっている。

今年の日経平均は月間高値が、2万7000円から2万9000円前後となってきた。年後半にかけて「海外勢の売り玉減退」もあって、6カ月前比-3000円以上の大幅安が回避されるとなれば、直近高値比-1000円から-2000円程度の下落幅となる2万6000円から2万7000円前後が下値メドとなってくる。中長期スパンでの買い場として意識されやすい。

なお、政策保有株削減の効果に関しては、一橋大学の円谷昭一教授などによる検証レポートによると、2002-2018年度にかけて政策保有株が圧縮された企業の一定部分では、「売却前3期（年度ベースの3年間）と比べ、売却後3期の利益率が高まっていた」。さらには「売却前と比べて売却後では、売上高・総資産の成長性が向上している」ケースも観測されたという。

反対に政策保有株の対総資産比率が高い企業の場合、同氏以外の分析などでは、ROA（総資産利益率）や設備投資への意欲が低い、研究開発費の対売上高比率や資本的支出の対有形固定資産比率が低い、資本効率が低い、積極的な投資やリスクの高い投資を避ける、といった傾向が指摘されている。





お客様は、本レポートに表示されている情報をお客様自身のためにのみご利用するものとし、第三者への提供、再配信を行うこと、独自に加工すること、複写もしくは加工したものを第三者に譲渡または使用させることは出来ません。情報の内容については万全を期しておりますが、その内容を保証するものではありません。また、これらの情報によって生じたいかなる損害についても、当社および本情報提供者は一切の責任を負いません。本レポートの内容は、投資一般に関する情報の提供を目的としたものであり、勧誘を目的としたものではありません。投資にあたっての最終判断はお客様ご自身でお願いします。