展望

人口減少と株価に関係はない

神　山　直　樹 CMA
（証券アナリストジャーナル編集委員会委員）

1．はじめに

直感的に人口減少は株価に悪影響を与える気がするが、必ずそうなるという論理は見当たらない。株式会社という仕組みは、人口減少による経済規模縮小で、必要であればダウンサイジングで株式価値を少なくとも維持できるようにできている。株式会社システムにおいて、資本はリスクに見合うリターンを会社に要求するが、規模を要求しない。人口減少と経済規模縮小は、失業をもたらすような需要だけの縮小ではない。政治的選択の失敗、高齢化により非効率が生まれやすいなどの指摘はあるが、株式会社システムに起因するのではない。その意味で「摩擦」として考察すればよい。

2．株式価値の基本構造とダウンサイズの誤解

ここでは、単純な利益割引モデルを想定する。すなわち、

$$P=E/(k-g)$$

である。株価（P）は、利益（E）、割引率（k＝リスクプレミアム+リスクフリー金利）、利益の期待成長率（g）で決まる。この想定で株価（ここでは市場価格ではなく概念的な株式価値である）は、経済や企業の規模とは関係ない。規模について標準化された概念と理解してよい。

ここで株価（P）は時価総額ではないことに注意したい。発行株数や資本総額が一定であれば株価と時価総額は同じ意味になる（誤解の源の一つ）が、企業が自社株買いなどでダウンサイズすることを考慮するときには、明確にPは株価でありEは1株当たり利益である。仮に、内需のみに依存する企業が、人口減少により売上が毎年1％低下するので企業規模も同じペースで縮小するとしよう。この期間において、競争環境など他の条件が一定であるならば、その企業は株式価値を保つためにROEを少なくとも一定にしようとする。つまり売上1％減少でマージンを一定にし、利益の額の1％減少に応じて資本を1％減らそうとするだろう。

$$\begin{aligned}ROE&=利益/資本\\&=利益/売上\times売上/資産\times資産/資本\end{aligned}$$

であるから、売上100円が99円に減る会社で、商品のマージンを一定に保てる環境（他の企業も合理的で過剰生産と廉売に進まないと想定する）であれば、マージン20％の企業の利益は20円から19.8円となる。資本と負債がそれぞれ200円であったとすれば、ROE（10％）を一定にする資本は198円であり、資本1％の減少が株主のリスクテイクの報酬として適切なリターンの確保策であ