

する人である。あまり売買しない。企業にとって
は好ましい投資家だといえるだろう。第二のタイ
プは、売買差益を狙って頻繁に売り買いする人だ
である。

残念ながら今のところ、東京証券取引所（東
証）が公開しているデータからは、そもそも個人
投資家の人数がわからない。わかるのは個人投資
家全体としての売買額である。表は昨年12月ま
で、東証1部上場銘柄について投資家別の売買差
額、つまり売り越しか買い越しかをまとめたもの
である。あわせて株価指数（TOPIX）と円ド
ルレートを示す。

株価は昨年9月から上昇を続けた。9～12月
の4か月で13％、年率に換算すると4割も伸び
た。この過程で投資家がどう行動したのかをみる
と、実に面白いことがわかる。まず外国人投資家
だが、円安が進んだ10月に2・2兆円の買い越し
になっているのはセオリーどおりである。円安だ
と日本株が割安になるからだ。円安で買い、円高
で売る。外国人投資家は他の月は売り越しなのだ
が、4か月合計だと8000億円強の買い越しで
ある。

セオリーが適用できないというか、何がセオリ
ーなのかわからないのが個人投資家である。表の
とおり、昨年下半年はつねに売り越しであった。
トータルの売り越し額は9～12の4か月で3・4
兆円以上になっている。つまり、個人投資家は、
株価が上昇すると株を売る。

もちろん、株価変動に関係なく保有し続ける
投資家もいるはずだが、売買統計なのでそのよう
な投資家の姿を確認することはできない。重要な

ことが2つある。第一は、この3・4兆円という
売り越し額が、他の投資家の売買差額に比べてか
なり大きいという点である。換言すれば、株価変
動への影響という観点から見ると、個人投資家は
かなり重要なのである。そして個人投資家は、株
価が上がれば売る。ということは、上昇しそうな
株価を「下押し」しているという仮説を示すこと
もできそうだ。

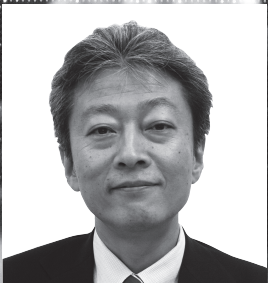
○株を買っているのは投資家ではない

しかし、同じ表をよく見ると、この仮説通りで
はないことがわかる。表の一番上にあるのが証券
会社の自己取引である。12月は若干の売り越し
になっているが、9～11月の買い越しが大きく、
9～12月の買い越し額の合計は3・3兆円弱であ
る。つまり、個人投資家が売り越した3・4兆円
の大半を、証券会社が買い取っているのである。
もし、個人投資家が株を売ろうとした時に、
買い手（この場合は証券会社）が現れないと何が
起きるか。売り手は、売値を下げなければならな
い。売値が下がれば、他の投資家は買おうとする
だろう。換言すれば、証券会社は、他の投資家が
買わないような高値で株を買っているということ
なのである。つまり、個人投資家が株を売れば株
価は下押しされるはずなのだが、それを証券会社
が言わば「防いで」いるように見えないだろう
か。そしてそうであれば、証券各社はバランスシ
ートに、割高な株という大きなリスクを抱えてい
ることになる。

また外国人投資家を含む法人の多くがこの4

カ月の株価上昇局面で売り越しているということ
は、彼らがこの先の株高はないと踏んでいること
を示しているものと思われる。法人投資家が一斉
に売れば株価は大きく下がる。そうであるなら、
株価が高いうちに売却して利益を確定すること
が賢明である。法人の投資家は証券会社が株価
を買い支えていることを知っているのだ、そのお
かげで割高なうちに売ろうという判断が合理的
であろう。その意味では、一月までの株価は「誰
もが下がると知っている株高」になっていたのだ
である。

経営者目線 で読む 景気動向



武藤泰明（むとう やすあき）
1955年生まれ。1980年東京大学大学院修士課程修了。株式会社三菱総合研究所、主席研究員を経て、2006年早稲田大学スポーツ科学学術院教授嘱任。専門はマネジメント。

武藤泰明

二月上旬から株価が下がっている。結論を先に
書くなら、一月末までの株価は実力より高くなっ
ていた。そうだった理由には、まともなものとし
うでないものがある。この二つを分けて考えて
おく必要がある。

まず環境要因を検討するなら、株価が上昇す

日本企業の収益が好調なのは、海外、とくに新
興国が成長を続けているためである。円安のおか
げで外国通貨で儲けた利益は円にすると「かさ上
げ」されるとい問題はあるが、世界の国々の経
済が好調だと、世界に事業展開している先進国企
業は利益が増え、株価が上がりやすい。

連載
第36回

株価のゆくえ

る根拠がちゃんとする。具体的には、

①日本企業の収益が好調である

②日本企業が自社株買いを進めている

③世界的に金利が低い（日本はほぼゼロである）
ので、結果として、国債などの債券より株にお金
が集まりやすい。

などを指摘することができよう。

○やすあき「自社株買い」

つぎに企業が自社株買いをする、株式、つま
り自己資本が減るので、ROE（自己資本利益率
＝純利益÷自己資本）の分母が小さくなってRO
Eが上昇し、これが株価上昇につながる。だから

企業は自社株を買うのだが、財務省の法人企業
統計を見ると、とんでもないことになっている。
日本企業全体の増資額は、手元にデータのある2
009年以降ずっとマイナスなのである。つま
り、企業は株式市場を通じて資金を調達してい
るのではなく「返し」ている。2015年までの7
年間で、このマイナス額が最も大きかったのは2
010年と2015年の7・8兆円であった。そ
れが2016年には一気にマイナス56・6兆円に
跳ね上がったっているのだ。これだけ株式を買えば、
株価が上がらないわけがない。ついでに言えば、
企業が社債と借り入れで調達するお金は201
6年にはかなり純増している。それぞれ10兆円
弱、合計で19・3兆円である。つまり、超低金利
を活用して、お金を借りて自社株を買っていると
いう構図である。もちろん、56・6兆円は19・3
兆円よりはるかに大きい。自社株買いの資金は、
好調な海外事業で生み出されている。

さて、このように株価が上昇し、一方で金利が
低いなら、個人資金も株式に向かってよさそう
なのだが、日本人はあまり株を買おうとしない。金
利がゼロに近くても預貯金を好む。個人が投資信
託などを買う場合は、個人株主にはカウントされ
ないので注意が必要なのだが、つまり、個人が個
別の銘柄の株式に投資している額が減少している
ということである。

○個人投資家は売り続けている

株に投資する個人投資家には、大きく2つの
タイプがあるように思われる。第一は、長期保有

表 東証1部 部門別売買状況							
	(億円)						
	7月	8月	9月	10月	11月	12月	9～12月計
自己	-3,131	2,855	20,831	3,337	8,914	-244	32,837
委託	3,223	-3,062	-20,352	-2,799	-8,779	589	-31,341
法人	4,878	4,557	-4,990	-5,801	-303	7,916	-3,178
投資信託	585	1,432	-1,635	-2,210	183	2,306	-1,356
事業法人	1,145	2,019	135	-1,069	1,527	1,427	2,021
金融機関	2,011	718	-2,818	-2,674	-2,416	2,888	-5,020
生損保	-123	-63	-487	-419	-801	-437	-2,144
都銀地銀等	-552	-387	-1,127	-843	-1,323	-484	-3,777
信託銀行	2,823	955	-1,106	-1,099	-466	3,811	1,139
個人	-2,963	-318	-9,072	-18,231	-1,322	-5,829	-34,453
海外投資家	1,658	-7,346	-5,962	22,376	-6,877	-1,126	8,412
TOPIX(月末)	1618.61	1617.41	1674.75	1765.96	1792.08	1829.79	
前月比増減	6.71	-1.20	57.34	91.21	26.12	37.71	
円ドルレート	112.4	109.9	110.7	113.0	113.0	112.9	