

## 日本の土地神話は終焉したのか？

“Did Real Estate Myth of Japan Disappear?”

玉山和夫

### 要 旨

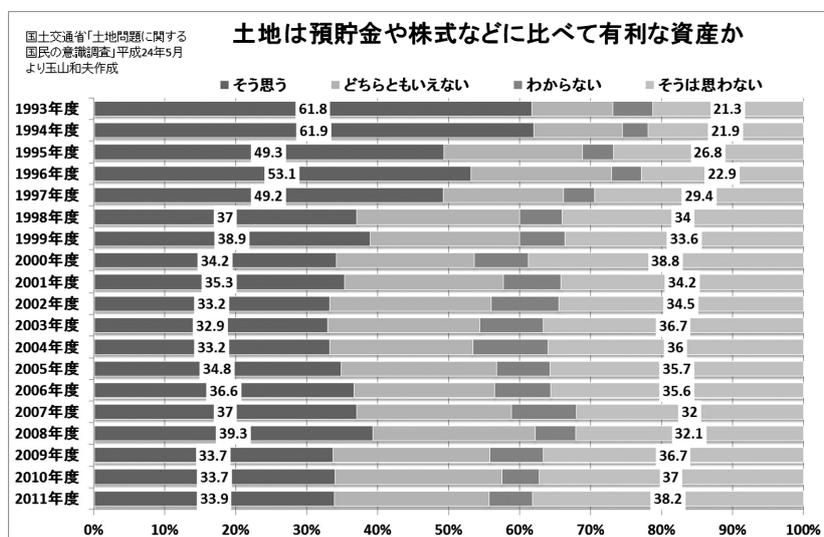
本稿は平成バブル期から今日までの家計と企業の資産構成を振り返ることにより、いわゆる土地神話は本当に終焉したのかを検証するものである。結論から言えば、地価上昇を疑いなく信じるという意味での土地神話は崩れたといえる。しかし、不動産の評価価値を基準に家計・企業の資産構成が決定されるという構造で、土地神話は生き続けている。現にバブル崩壊後、家計は金融資産を増加させることで企業は負債を減少させることで土地資産の減少をカバーしようとしている。この健気な行動がデフレ・スパイラルを生み、政府の財政赤字を補ってなお余りある貯蓄過剰をもたらしている。また、土地神話に踊らされたとされる株式市場での土地含み益と株価の関係も改めて見る。結局バブル崩壊後も株価は地価によってその上値が抑えられている。この限りにおいても株式市場での土地神話も終わってはいない。ただし、6大都市の一部に地価反転の兆しはみられる。下げ過ぎた反動だけでも意外に大きいかもしれない。

### 1. 問題意識・先行研究・本稿のスタンスと結論

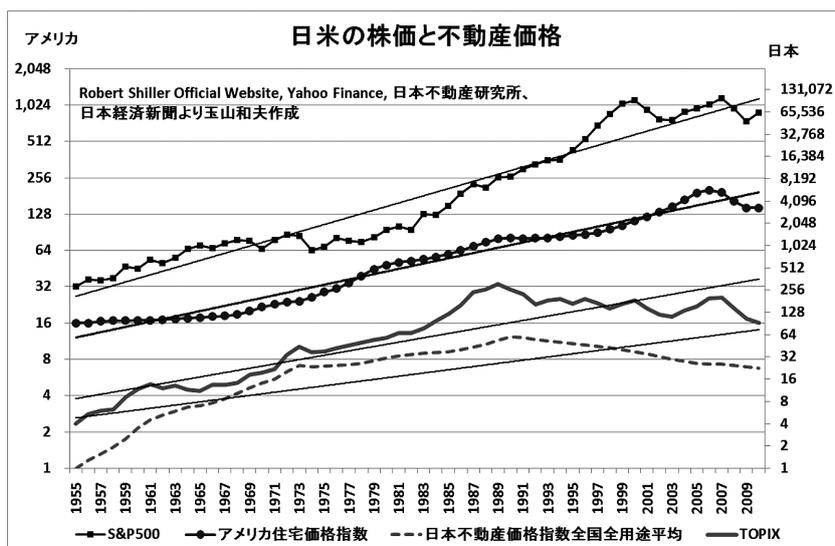
図表1は国土交通省が行っている「土地問題に関する意識調査」の結果を時系列で並べたものである。地価が暴落し始めたのが1992年であるから、その直後にはまだ土地が極めて有利な資産であるとの認識が強かった。そして2000年までには「そう思うが

61.8%から34.2%に、「そうは思わない」が21.3%から38.8%へと激変している。つまり土地に強烈な価値意識をもっていたひとの数は土地バブル崩壊後8年ではほぼ半減したのである。これを見る限り、日本人の土地神話は終焉したかに見える。

これに対して図表2が示していることは聊か異なる。これは日本とアメリカの株価と不動産価格の推移をその傾向線とともに描いたものである。アメリ



図表 1



図表 2

カでは不動産全体の指数は無いので住宅価格指数を用いる。これによると 2000 年代初頭まではアメリカでは株価が傾向線を下回る（上回る）と不動産価格は傾向線を上回る（下回り）。つまりアメリカでは金融資産である株式と実物資産である不動産との間にトレードオフが存在していたのである。一方日本では、総じて株価と地価は連動している。この国では土地も金融資産の一つのように見られているのである。しかもその傾向にバブル前後で大きな変化は見られない。

土地も金融資産の一種と認識しているなら、土地資産が目減りした分を、何か他の資産を積み増すことで補完したりはしなかっただろうか。または負債を圧縮することで、土地資産の目減りを補完しなかっただろうか。

本稿では、バブル崩壊後土地資産の変化が他の資産・負債の変化に、制約的影響を与えるとき、これを土地神話と呼ぶ。貸し手である銀行から見た場合これは、ファイナンシャル・アクセラレーター (FA) 理論と呼ばれるものの描く世界である。FA に従えば、資産評価益 (損) がエージェンシー・コストに好 (悪) 影響を与え、融資が増え (減り) 設備投資が増加 (減少) する。玉山 2011 は FA 理論の検証において、グレンジャーの因果性テストから地価よりも銀行の貸出態度が先行していることを示した。これは FA がエージェンシー・コストを中心に描く経路と構図を否定したものである。一方、小川 2009 では、企業への貸出において銀行の不良債権が先行的に有意な決定要因であることが示されている。こちらは逆に地価下落 (不良債権の主要因) が銀行貸出しを制約しているとして、FA を支持するもので

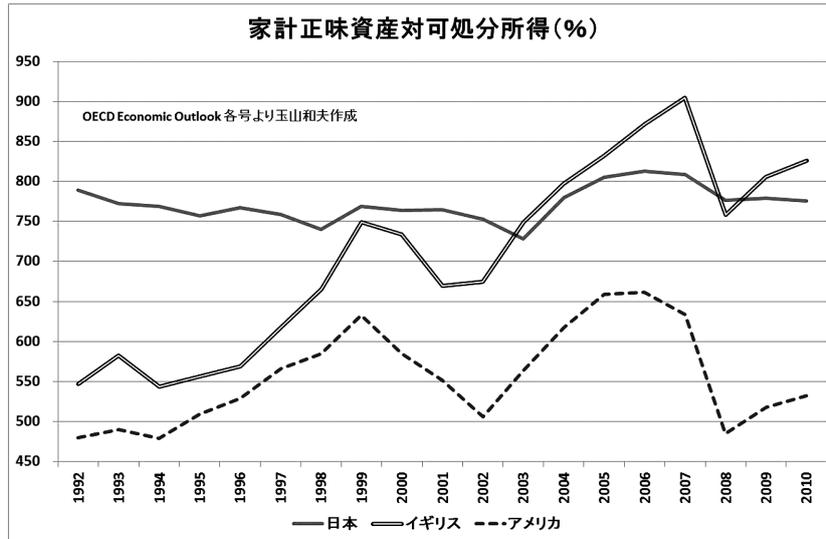
ある。また吉富 1998 も、資産インフレの結果マネーサプライが増えたとの見方を示し、FA を支持している。本稿は事象の発生順序として玉山 2011 を支持するものである。また FA 理論とは違い、本稿は (借り手である) 家計・企業が土地資産を制約条件として自ら主体的に資産・負債構成を決定しようとしていることを論証するものである。結論としては、土地神話は依然として存在している。むしろバブル崩壊後において、土地資産の増減が他の資産・負債にたいする制約を強めているとさえ言える。この時期土地資産の減少は、家計においては金融資産 (除株) を増加させることで補い、企業においては負債を返済することで補っている。結果として、日本経済は消費不足と投資不足を解消できない状況に陥っている。

また、株式市場においても地価を時価評価した純資産価値が株価の上限を制するという意味において、土地神話は生きている。

## 2. 本稿の展開

本稿は以下のように展開する。

土地資産と金融資産・負債の関係を家計と企業に分けて分析する。それぞれにつきバブル崩壊前と崩壊後に期間を区別し、特にバブル崩壊後における土地資産・金融資産・負債の額の変化を見る。その後、金融資産・負債と土地資産との関係を統計解析する。解析では見せかけの回帰を排除するために、共相関係数を検証する。ここまでで、日本の家計も企業も土地資産をあたかも金融資産の一部のように認識して、その目減りを他の金融資産の増加または負債の圧縮で補おうとしていることを示す。



図表 3

また、株式市場と地価の関係についても改めて分析する。土地の含み益が株価の上昇・下落に大きな制約条件となっている事実には変わりがないことを見る。

なお本稿の統計解析は Eviews 5.1 を用いて行われている。

### 3. バブルと家計の金融行動

家計の金融資産・負債選択行動に他の国とは違うものを見たのが、図表 3 に示す各国の正味資産の対可処分所得推移である。大きく地価が上下した国のなかで、家計の資産・負債構成を OECD (Organization of Economic Cooperation and Development: 経済協力開発機構) が集計している日本・アメリカ・イギリスを比較した。これを見ると、日本が正味資産/可処分所得の水準をバブル崩壊後も維持していることが良くわかる。この安定をもたらしているのは純金融資産の安定である。そこで純金融資産/可処分所得比を非金融資産/可処分所得比で回帰してみた(図表 4)。非金融資産の太宗は土地資産である。結果は歴然としている。日本では純金融資産/可処分所得は決系数数 0.827 で土地資産によって説明され、その傾きは -1.01996 (p 値はゼロ) とほとんど一対一の関係と言える。つまり土地資産の減少分を全て純金融資産を増やすことで埋め合わせしたのである。これに対しアメリカでは決定係数 -0.00485 で無関係、傾きも 0.285525 の p 値は 0.35267 と統計的には無意味である。イギリスも同様の結果となった。

### 3.1 日本とアメリカの家計比較

図表 5 は国民経済計算確報に基づいて作成した、家計の土地資産・純金融資産(株を除く)・正味資産の可処分所得に対する比である。OECD とは違ってここでは金融資産から株式および金融派生商品を除いている。したがって純金融資産にも株式・金融派生商品は含まれていない。以下日本の家計については全て株式・金融派生商品を除いている。日本の家計は一定の速度で継続してその純金融資産を増加させている。結果として、土地資産が減少を続けた 1991 年以降にも正味資産の目減りは限定的となっている。つまり家計は純金融資産を増加させることで、土地資産の減少を補ったといえる。このことの詳細はこの節で後ほど述べる。比較対象としてアメリカの家計についても同様の図表 6 を示す。少なくとも日本で見られるような、不動産と正味資産また

#### OECD Household Wealth 回帰分析

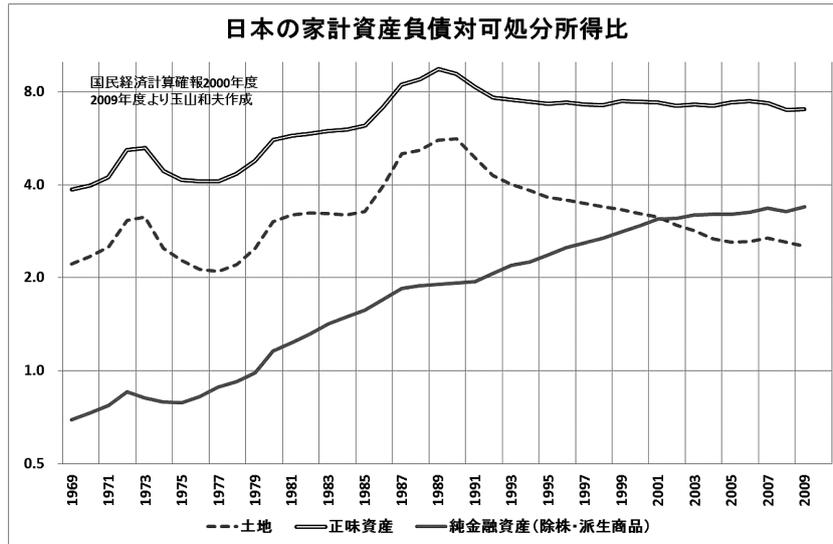
OLS 回帰分析 1992 年から 2010 年  
被説明変数 純金融資産/可処分所得(%)

日本		修正決定係数 0.827073			
説明変数	係数	標準誤差	t 値	p 値	
非金融資産/可処分所得(%)	-1.01996	0.109294	-9.33222	0.0000	
切片	780.6815	46.90596	16.64354	0.0000	

アメリカ		修正決定係数 -0.00485			
説明変数	係数	標準誤差	t 値	p 値	
非金融資産/可処分所得(%)	0.285525	0.298793	0.955595	0.35267	
切片	260.3028	69.67924	3.735729	0.001645	

イギリス		修正決定係数 -0.02609			
説明変数	係数	標準誤差	t 値	p 値	
非金融資産/可処分所得(%)	-0.06832	0.092767	-0.73642	0.471516	
切片	325.0779	39.51132	8.227462	0.0000	

図表 4



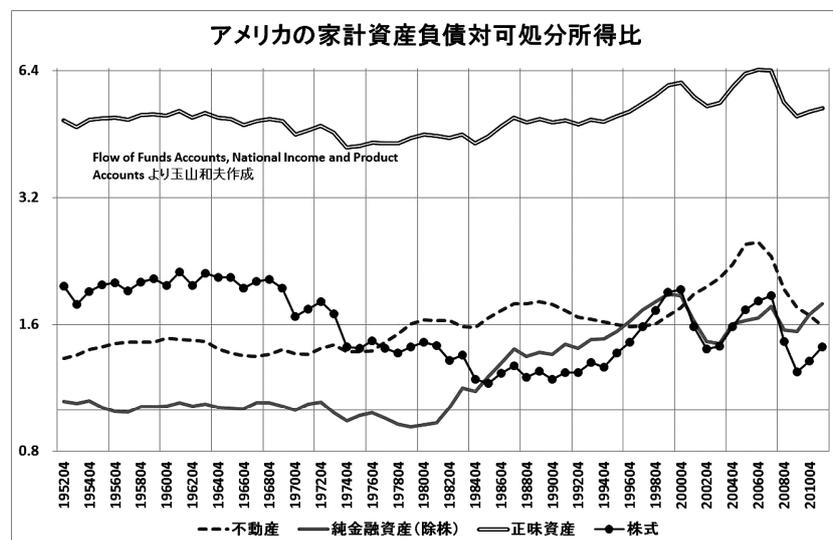
図表 5

は純金融資産（除株）との間に、何がしかの関係または補完関係があるようには見えない。アメリカについては参考として株式資産についても描きこんだ。アメリカでは純金融資産自体は株式資産によって説明される。アメリカの家計において株式資産/可処分所得と純金融資産/可処分所得の間には、安定的な関係とされる共和分関係が1985年以降見出される。これはアメリカの家計が株価に代表される経済状況に応じて富を形成するという、自然な形態であることを物語っていると言える。

### 3.2 日本の家計における資産・負債形成

図表7には期間別の家計の資産・負債変動額を示した。注目しているのは、1991年から2009年までの金融資産と純金融資産の増加額の大きさである。土

地資産が642兆円減少するなかで、金融資産は450兆円増加し純金融資産も436兆円増加している。土地資産の減少のかなりを補完したと言える。しかもこの間可処分所得は8兆円しか増えていない。これを年平均で、それ以前の1969年から1990年までと比較するとさらに1991年以降の資産形成の特異さが分かる。1991年から2009年までの年平均純資産増加額は24.26兆円であり、これは1969年から1990年までの年平均である22.78兆円を上回っている。この間可処分所得の年平均増加額が10.65兆円からわずか0.46兆円に激減したことを勘案すれば、驚異的な増加額と言える。前出の図表5を見ると、純金融資産/可処分所得は継続して単調増加を示している。これによれば1991年以降に何か特別な意味は見られないとも言えるが、同時期に起こった土



図表 6

家計の資産・負債変動額

十億円	可処分所得	土地	金融資産(除株)	負債	純金融資産(除株)
1991年から2009年	8,243	-642,146	450,933	14,329	436,603
1969年から1990年	223,712	1,397,680	787,408	308,940	478,468
1991年から2009年平均	458	-35,675	25,052	796	24,256
1969年から1990年平均	10,653	66,556	37,496	14,711	22,784

出所: 国民経済計算確報

図表 7

地資産の大幅な減少と可処分所得の激減とを考慮すれば、家計が土地も含めた正味資産の目減りを食い止めるべく金融資産を積み増したとみるのが自然である。

### 3.3 日本の家計資産に関する統計解析

3.1, 3.2での考察を統計学的に検証する。そもそも、1991年以降土地資産/可処分所得は傾向的に減少し、純金融資産/可処分所得は傾向的に増加している。こうした時系列に単位根が存在しうる場合には、いわゆる見せかけの回帰が見られる。よって見せかけの回帰で無いかどうかを、共和分関係の有無によって検証する。3.2では、1991年以降金融資産の増加が土地資産の減少を補完する主要因であり、それが純金融資産の増加をもたらしていたと主張した。よってここでは土地資産/可処分所得、金融資産/可処分所得、純金融資産/可処分所得の関係を検証する。まず、これらの変数につき単位根検定を行う(図表8)。原系列は全て単位根が存在し、非定常である。しかし1階階差系列では全てのp値が0.05未満で、5%有意水準で単位根の存在が否定され定常であることが検証された。同一の階差で定常なので、共和分関係を検証する。

なお今後とも、共和分関係が存在する場合、回帰式は共和分回帰式ではなくOLS回帰式を示す。共和分関係が存在する以上、安定した関係であるから、決定係数などOLS回帰式で示される特性も近似値として参照するためである。

順番として、純金融資産/可処分所得と金融資産/可処分所得の関係、ついで金融資産/可処分所得/と土地資産/可処分所得の関係を見る。図表9を見ると、純金融資産/可処分所得と金融資産/可処分所得の間にはほとんどの想定されるケースについて共和分関係が存在する。この時OLSによる回帰の決定

家計資産負債対可処分所得比 単位根検定

1991年から2009年

	原系列	1階階差系列
	ADF検定 p 値	ADF検定 p 値
土地/可処分所得	0.8362	0.0001
金融資産/可処分所得	0.9730	0.0024
純金融資産/可処分所得	0.9414	0.0095

図表 8

係数は0.993674と極めて高い。傾きも0.955508でそのp値もゼロであり、純金融資産がほぼ100%金融資産で説明できることを示している。そして金融資産/可処分所得は土地資産/可処分所得との間でも、データが線形という想定されるケースにつき共和分関係がある(図表10)。そのOLS回帰の決定係数も0.930431と高く、傾きも-0.734865と符合条件も満たし数値も金額の違いを説明できる。p値もゼロである。

すなわち家計は土地資産の減少に伴う正味資産の減少を純金融資産を増加させる(主に資産側)ことで補ってきたのである。この意味において家計に土地神話は生きている。

参考のために純金融資産/可処分所得と土地資産/可処分所得につき1991年から2009年までの間のグレンジャーの因果性テストを試みる(図表11)。結果、「純金融資産は土地に先行しない」という帰無仮

日本の家計資産負債対可処分所得比 共和分検定

1991年から2009年

被説明変数 純金融資産/可処分所得  
説明変数 金融資産/可処分所得

05%有意水準での共和分関係式数

Data Trend:	None	None	Linear	Linear	Quadratic
Test Type	No Intercept No Trend	Intercept No Trend	Intercept No Trend	Intercept Trend	Intercept Trend
Trace	2	2	2	1	0
Max-Eig	2	2	2	0	0

OLS回帰分析

1991年から2009年

被説明変数 純金融資産/可処分所得

修正決定係数 0.993674

説明変数	係数	標準誤差	t値	p値
金融資産/可処分所得	0.955508	0.017967	53.18115	0.0000
切片	-1.115387	0.074417	-14.9884	0.0000

図表 9

日本の家計資産負債対可処分所得比 共和分検定

1991年から2009年

被説明変数 金融資産/可処分所得

説明変数 土地/可処分所得

05%有意水準での共和分関係式数

Data Trend:	None	None	Linear	Linear	Quadratic
Test Type	No Intercept No Trend	Intercept No Trend	Intercept No Trend	Intercept Trend	Intercept Trend
Trace	1	1	2	0	0
Max-Eig	1	1	0	0	0

OLS回帰分析

1991年から2009年

被説明変数 金融資産/可処分所得

修正決定係数 0.930431

説明変数	係数	標準誤差	t値	p値
土地/可処分所得	-0.734865	0.047265	-15.5479	0.0000
切片	6.525502	0.15798	41.30595	0.0000

図表 10

Granger 因果性テスト 家計  
1991年から2009年

帰無仮説	p 値
土地は純金融資産に先行しない	0.81631
純金融資産は土地に先行しない	0.02063

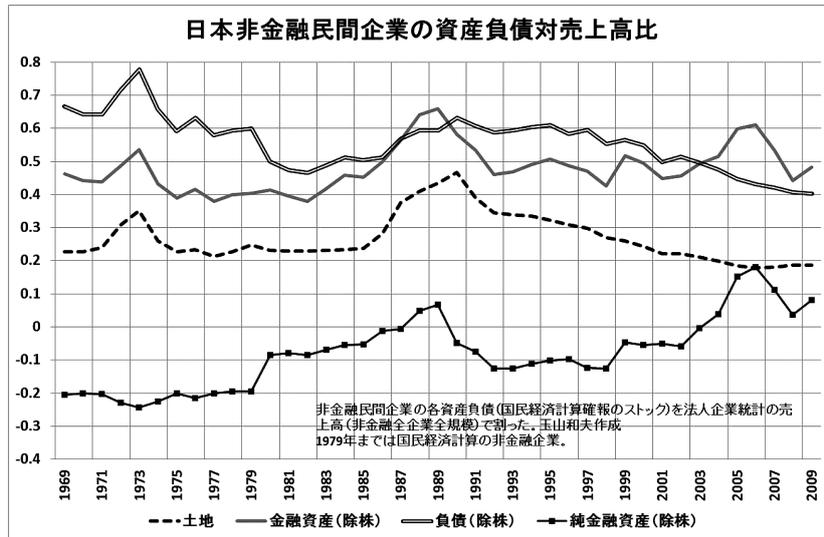
図表 11

説は5%水準で有意に棄却される。一方「土地は純金融資産に先行しない」との帰無仮説は棄却されない。よって純金融資産/可処分所得は土地資産/可処分所得に先行している。これは玉山 2011 で検証した「銀行の貸出態度が地価に先行する」という結果とあい通じるものといえる。

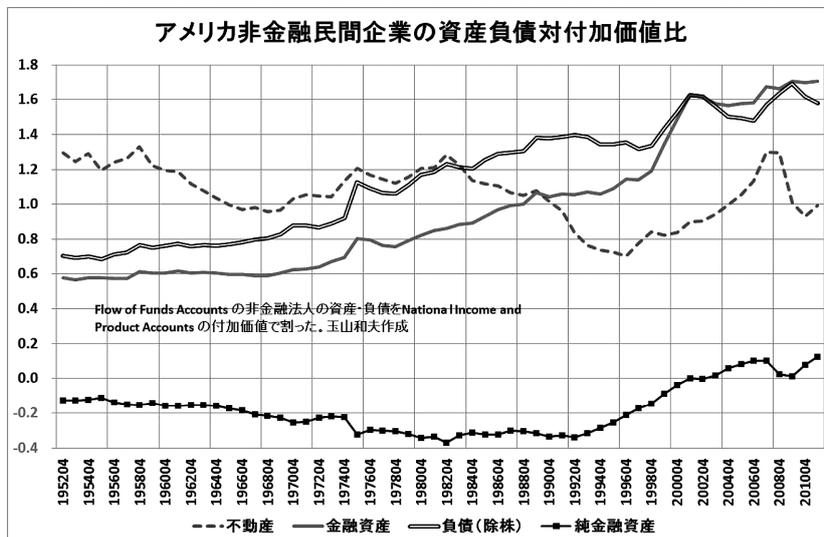
4. 企業の資産・負債と土地資産

図表 12, 13 に日本の非金融民間企業の資産・負債対売上高比とアメリカのそれを示す。ただし、アメ

リカでは分母が付加価値である。日本の場合、資産・負債は国民経済計算確報の数値であり、売上高は法人企業統計の数値である。両者のカバー範囲に違いはあるが、比率の変動を見ることが目的なので、特に調整はしていない。また資産・負債は1979年までは非金融法人企業のものであり、かならずしも民間企業ではないが、非民間部分は極めて小さい。同じく、アメリカでも資産・負債はFlow of Funds Accountsの数値、付加価値はNational Income and Product Accountsから数値をとっているが、調整はしない。両国とも金融資産・負債いずれも株式を除いている。もっともアメリカの非金融民間企業は通常株式を保有していないので、もともと資産に株式は含まれない。一目瞭然、日本では土地資産/売上の増減と金融資産/売上・負債/売上の増減の間に何らかの関係がみられる。一方アメリカではそのよう



図表 12



図表 13

十億円	企業売上	土地	金融資産(除株)	負債(除株)	純金融資産(除株)
1991年から2009年	80,027	-275,443	-33,277	-262,623	229,346
1969年から1990年	1,157,882	575,864	692,128	725,565	-33,437
1991年から2009年平均	4,446	-15,302	-1,849	-14,590	12,741
1969年から1990年平均	55,137	27,422	32,958	34,551	-1,592

出所：資産・負債 国民経済計算確報、企業売上高 法人企業統計

図表 14

な関係は見られない。企業においても日本ではその資産・負債選択において土地が重要な役割を演じていることがうかがわれる。

#### 4.1 日本企業の資産・負債変動額

図表 14 に日本の非金融民間企業の資産・負債変動額を土地資産の変動額とともに示す。ここでもはっきりしているのは 1991 年以降土地資産の減少分を金融資産と負債の構成変更によって補完していることである。特に負債の減少額は土地資産減少額にほぼ匹敵している。家計が金融資産の積み増しで土地資産の減少を補ったのとは対称的な行動である。また家計同様この時期には企業の売上増加ペースも激減している。そのなかでの負債圧縮は企業による選択的行動と見てよい。これに関しては、銀行による「貸し渋り」によるものとの見方もある。実際小川 2009 の見方はこれである。ただ、銀行の不良債権が銀行貸し出しを抑制したとするなら、不良債権の元凶たる地価の下落が負債の減少に先行するはずである。そうはなっていないことは玉山 2011 で検証されている。また本稿に用いたデータだけからも、のちに見るように、土地資産（地価を反映）減少と負債減少の間では、いずれかが先行したということは検証できない。現実的に考えれば、負債の減少は銀行の貸出姿勢と企業の負債圧縮努力の相乗効果による。注目すべきはやはり変動額である。貸し渋りが主要因であるならば、土地資産減少額と負債減少額がほぼ同額となる必要はない。こうしたことになるのは、土地を金融資産の一部と考え企業が主体的にこの減少を他の金融資産の積み上げまたは負債の減少で補完する場合であろう。

ちなみに、1969 年から 1990 年までの間土地資産

#### 日本の非金融企業資産負債対付加価値比 単位根検定

1991年から2009年	原系列	1階階差系列
	ADF検定 p 値	ADF検定 p 値
土地/売上	0.9021	0.0014
負債/売上	0.3613	0.0002

1969年から1990年	原系列	1階階差系列
	ADF検定 p 値	ADF検定 p 値
土地/売上	0.9772	0.0494
金融資産/売上	0.7943	0.0308

図表 15

も金融資産も負債も同じようなペースで増加している。傾向的に成長する経済下での日本の企業行動の特徴と言える。すでに見たようにアメリカで見られるのは、不動産と株式（調達側時価）の間の代替関係である。つまり株価が上昇（下落）する時相対的に地価が下落（上昇）するのである。日本ではほぼ同じ方向に変化する。この現象も、のちに 6. でさらに述べる。

#### 4.2 日本の企業資産に関する統計解析

バブル崩壊以前には土地資産と金融資産の増加が同時に見られ、崩壊後には土地資産と負債の減少が同時に見られた。これらの間に安定的な相関があるかどうかを共和分関係の有無で検証する。その前提として、各変数の定常性を単位根検定する。関係する変数が同じ階差で定常ならばその間の共和分検定を行なう。

図表 15 に見られるように、土地資産/売上・負債/売上・金融資産/売上は全て原系列では非定常であるが、1階階差系列では定常である。

次いで、それぞれの期間について共和分検定を行う。図表 16 に 1991 年から 2009 年までの負債/売上と土地資産/売上の共和分検定の結果を示す。これら

#### 日本の非金融企業資産負債対付加価値比 共和分検定

1991年から2009年

被説明変数 負債/売上

説明変数 土地/売上

05%有意水準での共和分関係式数

Data Trend:	None	None	Linear	Linear	Quadratic
Test Type	No Interce No Trend	Intercept No Trend	Intercept No Trend	Intercept Trend	Intercept Trend
Trace	2	2	2	2	1
Max-Eig	2	2	2	2	1

OLS回帰分析 1991年から2009年

被説明変数 負債/売上

修正決定係数 0.844572

説明変数	係数	標準誤差	t値	p値
土地/売上	1.010813	0.101688	9.940303	0.0000
切片	0.263615	0.026966	9.775836	0.0000

図表 16

#### Granger 因果性テスト 企業

1991年から2009年

帰無仮説	p値
土地は負債に先行しない	0.02489
負債は土地に先行しない	0.00182

図表 17

日本の非金融企業資産負債対付加価値比 共和分検定

1969年から1990年  
被説明変数 金融資産/売上  
説明変数 土地/売上

05%有意水準での共和分関係式検定

Data Trend:	None	None	Linear	Linear	Quadratic
Test Type	No Interce No Trend	Intercept No Trend	Intercept No Trend	Intercept Trend	Intercept Trend
Trace	0	0	2	0	2
Max-Eig	0	0	0	0	0

OLS回帰分析 1969年から1990年  
被説明変数 金融資産/売上  
修正決定係数 0.858454

説明変数	係数	標準誤差	t値	p値
土地/売上	0.990635	0.087437	11.32968	0.0000
切片	0.190553	0.02521	7.558746	0.0000

図表 18

には全てのケースにつき共和分関係がみられる。OLSの決定係数は0.844572、回帰係数も1.010813とほぼ1.0である。傾きのp値もゼロであり、ほとんど1対1対応している。4.1で指摘した、負債と土地の先行性については図表17にグレンジャー因果性テストの結果を示す。「負債は土地に先行しない」という帰無仮説は0.00182の確率しかない。一方、「土地は負債に先行しない」という帰無仮説も0.02489の確率しかない。つまりいずれの帰無仮説も5%有意水準で棄却され、先行性についてはどちらとも言えない。

バブル崩壊以前についても同様に共和分関係を検証する。こちらは金融資産/売上と土地資産/売上の関係である。図表18によれば、ここには1次の線形データにつき切片ありトレンド無の形の共和分関係が2個存在し、2次の線形データにつき切片トレンドともありの共和分関係も2個存在する。これはデータの性質および共和分の性質にも整合的であ

Granger 因果性テスト 企業

1969年から1990年

帰無仮説	p値
土地は金融資産に先行しない	0.13044
金融資産は土地に先行しない	0.03910

図表 19

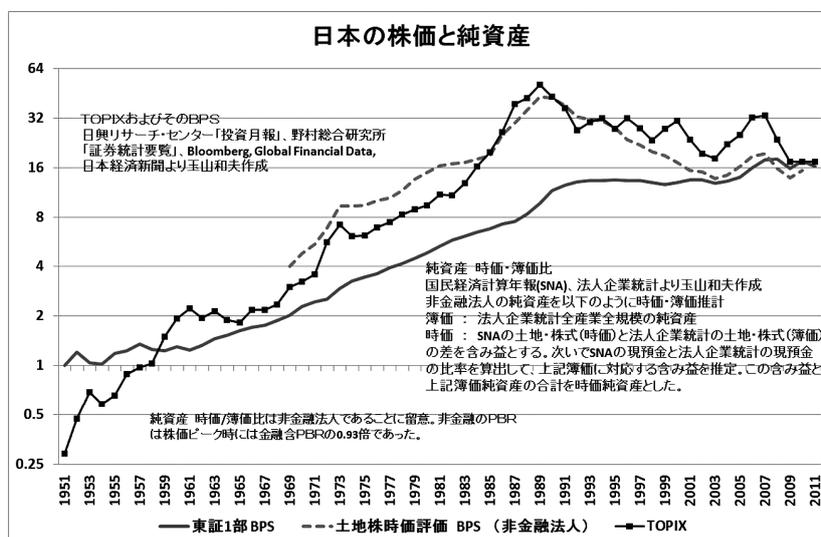
る。これらのOLS回帰結果では、決定整数は0.858454と高く、傾きもほぼ1.0の0.990635でp値もゼロである。またこの時期金融資産/売上が土地資産/売上に有意に先行している。図表19によれば、「金融資産は土地に先行しない」との帰無仮説は0.03910の確率であり、「土地は金融資産に先行しない」の確率0.13044である。つまり前者の帰無仮説は5%有意水準で棄却され、金融資産/売上は土地資産/売上に先行することが有意である。これも玉山2011の主張と整合的である。

5. 日本の家計と企業の土地観

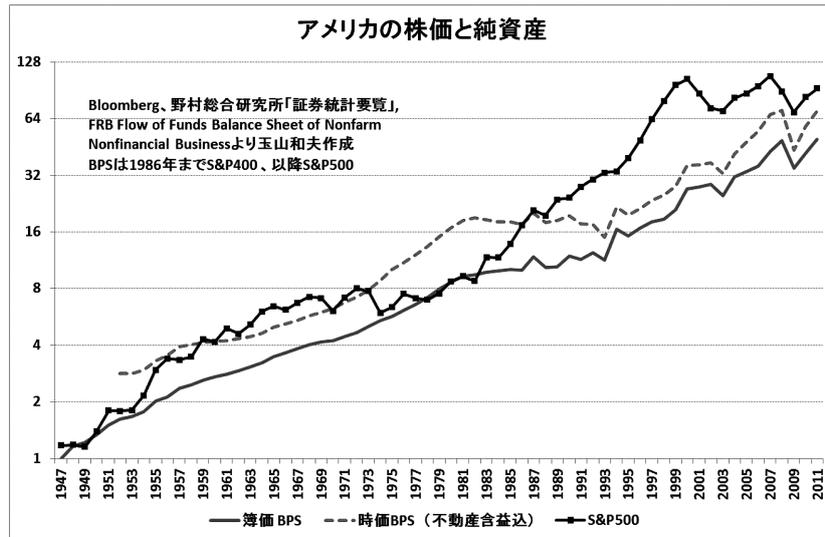
ここまで見たように、日本では家計も企業も土地を金融資産の一種ととらえているような金融資産・負債選択行動をとっている。おそらくこの特徴的な性質は変わらない。したがって、日本の家計が消費を増やすには地価の上昇が必要条件となる。企業の設備投資もまた地価上昇を待たねばならない。バブル崩壊以前も以後も日本経済は地価の呪縛から逃れられないでいる。

6. 株価の制約条件としての地価

本稿の最後に、株式市場と土地の関係について改めて観察する。図表20に示したのは、日本企業一株当たり純資産価値（東証1部BPS：Book Value per Share）と土地・株式の含み益を反映した一株当



図表 20



図表 21

たり純資産価値（土地株時価評価 BPS）と東証株価指数（TOPIX）の位置関係である。1951年の東証1部BPSを1として時系列に並べた。土地・株式の含み益の計算は玉山2010による。日本の株価は結局のところ時価ベースのBPSに収斂するように上下してきたのである。そのことはバブル前後で変わらない。バブル崩壊は株価が時価純資産の水準を超えてしまった結果起こった。しかも時価と簿価の差額の大半は地価によって説明できる。つまり日本の株価は常に地価の制約下にあったし、現在もそうである。これは図表21に示すアメリカのケースと比較したとき、際立った日本の特徴であることが分かる。アメリカでは不動産を時価評価したBPSが株価の制約条件とはなっていない。時価純資産価値をはるかに超える現在の株価が継続するとも思えないが、株価が地価に抑え込まれる状況よりはよほど資本主義的である。

もともと、日本企業の不動産時価が簿価に対して相当に高額になっていることは想像に難くない事実として、日本人の間でも認識されていた。ただし、それは株価評価に用いられるよりは、財務の脆弱性と見られていた低い自己資本比率を修正する概念として計算されることがしばしばであった。事実松本1985・松本1986では土地と株式の時価簿価差額を算出しこれを自己資本に加算することで、日本企業の実態的自己資本比率を集計しなおしている。これにより日本の自己資本比率は米国に劣るものではないと主張した。

日本人が以上のような認識しかもたなかったのに対して、海外の投資家は土地の時価評価を株価評価に用いた。企業の保有不動産の時価に注目して日本

企業の株式に投資して最初に話題となったのは、海外の投資家（アメリカ人）であったことは思い出ししてよい。1980年代中頃、アメリカの大手資産運用会社が日本のある私鉄の不動産を時価評価して投資したのである。これに刺激されて土地持ちの企業の株式が物色されるバブル相場となった。ついには紺屋・若杉1987が日本企業のトービンのqから見て、株価は割安であると主張するに至ったのである。

## 7. 土地神話は終わっていない

以上みてきたように、日本では家計行動も企業行動も株式市場も土地資産つまり地価の制約下にある。地価は確かに遅行指標である。しかし絶対量としての土地資産額が増加しない限り、家計も企業も株式市場もアクティブにはならない。日本不動産研究所の全国全用途平均の地価指数は1991年9月のピークを100として2012年9月には36.1にまで下落した。6大都市で見ると、最高地価は1990年9月を100として2011年9月には19.2にまで暴落して、その後反転したかに見える。地価の呪縛からは逃れられないが、地価の底値は見えている。

### 参考文献

- Board of Governors of the Federal Reserve System (FRB) “Flow of Funds Accounts”
- Organization of Economic Cooperation and Development (OECD) “Economic Outlook” 各号
- Shiller, Robert “Irrational Exuberance” Princeton University Press, 2000
- US Department of Commerce “National Income

and Product Accounts”

小川一夫「失われた 10 年の真実」東洋経済新報社  
2009 年

国土交通省「土地問題に関する国民の意識調査」平  
成 24 年 5 月

国民経済計算年報確報各号

紺谷典子, 若杉敬明「トービンの  $q$  と株価」日本証  
券経済研究所 証券研究 February 1987

玉山和夫「含み益とトービンの  $q$ 」札幌学院大学 経  
営論集 2010 年 8 月

玉山和夫「ファイナンシャル・アクセラレーター理  
論の検証」札幌学院大学 経営論集 2011 年 3 月

松本和男「株価変動と景気循環」日本経済新聞社  
1985 年

松本和男「企業収益と企業金融」日本経済新聞社  
1986 年

吉富勝「日本経済の真実」東洋経済新報社 1998 年

(たまやま かずお ファイナンス理論専攻)