

Weekly エコノミスト・ レター

国民所得と株価

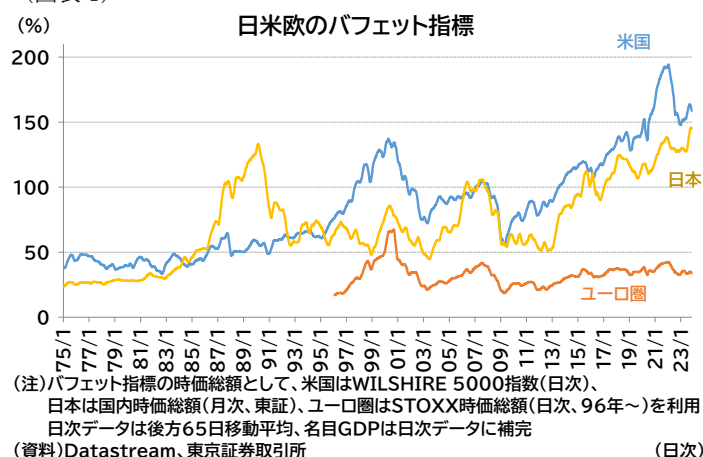
ーバフェット指標から所得と株価を考える

経済研究部 主任研究員 高山 武士

(03)3512-1818 takayama@nli-research.co.jp

1. 実体経済の代表的な指標であるGDP（および国民所得）と株価の関係についてバフェット指標を手掛かりに主要先進国（米国、日本、ユーロ圏）の動向を調べた。
2. バフェット指標（株価時価総額のGDP比、あるいは国民所得比）は、米国では00年前後のITバブル期、日本では80年代後半のバブル期に大きく上昇した。米国と日本では、金融危機後のバフェット指標も上昇傾向にあり、足もと、過去と比較して高水準となっている。一方、ユーロ圏ではITバブル期にやや上昇しているものの、金融危機前および危機後のいずれにおいても比較的変動は小さく、安定している。
3. バフェット指標が高いと株価（時価総額）が割高だとされるが、最近の米国や日本におけるバフェット指標の上昇は株主に帰属するキャッシュフローや企業利益を伴った上昇となっている。バフェット指標の高さを正当化する要因も存在している。
4. 金融危機以降、世界的に利子率が低く抑制されてきた。米国の状況を調べると、利子率が名目所得成長率を下回る状況が常態化したことで、借入による資金調達コストが低下して、債権者への還元が抑制されてきた。これは株主への還元を増加させ、株価の上昇を促した可能性がある。
5. コロナ禍を経て、マクロの経済環境が変化している。金融危機以降、名目利子率は低く抑制されてきたが、現在は高インフレと金融引き締め積極化で金利が上昇している。企業の借入コストが増加することで配当など株主への還元が抑制されれば、今後、株価の重しとなる可能性がある。また、高インフレによる名目所得成長率の上昇は将来の配当増加などを通じて株価の押し上げ要因となるものの、インフレや金利上昇を受けて投資家がそれ以上に期待収益率を高めると株価は下落しやすくなる。コロナ禍後の実体経済や株価の動向が引き続き注目される。

(図表 1)



1. 実体経済と株価

先進国では、高インフレや高金利が経済の重しになっているが、相対的に株価は好調を維持している。本稿では、実体経済の代表的な指標であるGDP（および国民所得）と株価の関係についてバフェット指標を手掛かりに調べてみたい。

（バフェット指標とは）

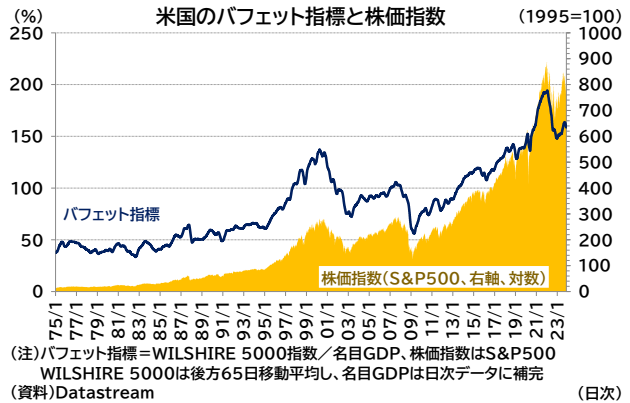
バフェット指標 (Buffett indicator) は、米国の著名投資家のウォーレン・バフェットが参考にしてるとされる株価の割高感を示す指数である。バフェット氏は自身の論考で「すべての上場株式の時価総額を、一国の事業と比べた割合、つまり（名目）GNP比で示した」ものとして紹介している¹。一般には株式時価総額を名目GDPで割った数値が良く利用され、もともとバフェットが言及したGNPのN (National) とGDPのD (Domestic) では、「国民」と「国内」という違いがある²が、傾向を見る上ではそれほど大きな違いはない。

米国、日本、ユーロ圏のバフェット指標（GDP比）と代表的な株価指数の推移を確認すると表紙図表1や図表2-4のようになる³。

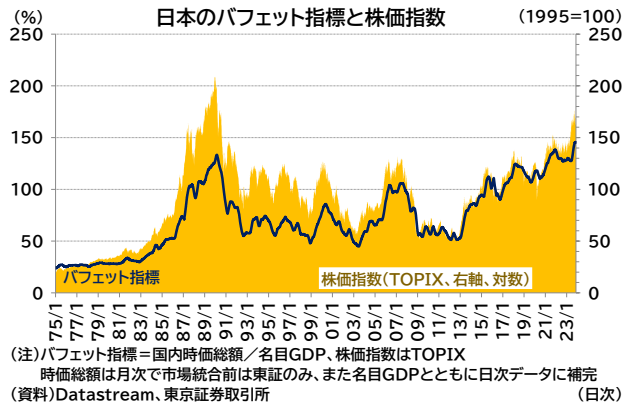
各地域のバフェット指標の推移を見ると、金融危機前までは、米国において00年前後のITバブル期、日本において80年代後半のバブル期に大きく上昇していることが分かる。また、世界金融危機後のバフェット指標は、米国や日本で上昇傾向にあり、足もとの状況を見ると、米国ではITバブル期のピークを超え、日本でもバブル期に匹敵する高さとなっている。一方、ユーロ圏ではITバブル期にやや増加しているものの、危機前、危機後のいずれでも比較的変動は小さく安定している。

バフェット指標が高いと株価（時価総額）が割高だとされる⁴。米国や日本では過去と比較しても株価が割高になっているのだろうか。次章以降で確認する。

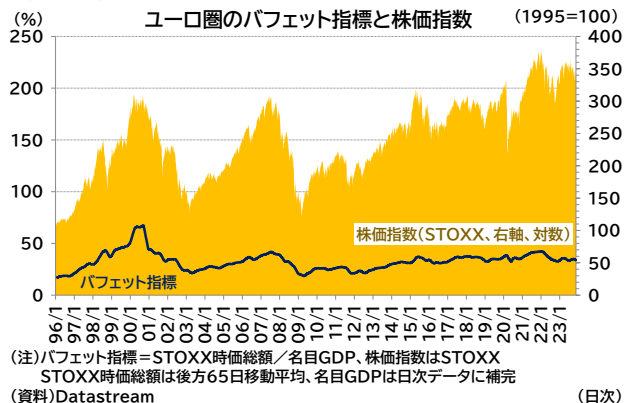
（図表2）



（図表3）



（図表4）



¹ Warren Buffett and Carol Loomis, “Warren Buffett On The Stock Market”. Fortune, 10 December 2001. 本稿執筆時点では Fortune のウェブサイトでは原文を確認することはできないが、CNN などと同じ論考を確認できる（例えば、[Warren Buffett On The Stock Market](#)、23年11月17日アクセス）。なお、本文では all publicly traded securities を「すべての上場株式」と訳した。

² 例えば、[内閣府ウェブサイト「GDPとGNI（GNP）の違いについて」](#)を参照（23年11月17日アクセス）。

³ 名目GDPが未発表の期間は直近の名目GDP成長率（前年比）を参考にして推計。また、すべての上場株式の時価総額の代わりに、WILSHIRE 5000 指数、国内時価総額、EURO STOXX 時価総額を利用した。また、ユーロ圏では EURO STOXX の時価総額を用いているが、これはユーロ圏の11か国の企業が対象となっている。一方、分母の名目GDPは現在の加盟国である20か国のデータを用いている点に留意。

⁴ バフェット氏自身は、この指標が70-80%なら株の買い時で200%に近づけば「火遊び」になると評価している。

2. バフェット指標と株価モデル

(マクロで見た割引配当モデル)

理論株価を算出する代表的なモデルに割引配当モデル（将来受け取る配当の現在価値が株価となる）がある。具体的には株価をP、配当をD、配当成長率をg、期待収益率をr（> g）としたとき、

$$P = \frac{D}{1+r} + \frac{(1+g)D}{(1+r)^2} + \frac{(1+g)^2 D}{(1+r)^3} + \dots$$
$$= \frac{D}{r-g}$$

として株価を計算するモデルである。

バフェット指標はマクロの名目GDP（≒所得）と株価（時価総額）を結び付ける指標であるが、本節ではこの割引配当モデルの考え方をマクロの株価に適用してみたい。

マクロの所得（≒名目GDP）をYとして、このマクロ所得のうち配当として分配される割合をα（ここでは配当分配率と呼ぶ⁵）とすれば、マクロの配当金額はαYと書ける。したがって、マクロ所得の成長率（≒名目GDP成長率）をg⁶、期待収益率をr（> g）とすれば、全株価の合計（時価総額）Pは

$$P = \frac{\alpha Y}{1+r} + \frac{(1+g)\alpha Y}{(1+r)^2} + \frac{(1+g)^2 \alpha Y}{(1+r)^3} + \dots$$
$$= \frac{\alpha Y}{r-g}$$

と書ける。バフェット指標をBとすると、 $B = P/Y$ なので、

$$B = \frac{\alpha}{r-g}$$

となる。したがって、この株価モデルによれば、バフェット指標は配当分配率α、所得成長率g、期待成長率rで決まることになる。期待収益率が高ければ理論株価・バフェット指標は低下し、期待収益率が低ければ理論株価・バフェット指標が上昇する。この期待収益率と株価の関係は個別株の割引配当モデルと同様である。また、バフェット指標は、期待収益率（r）の高低だけでなく、配当分配率αや所得成長率gにも影響を受ける。αやgが増加すると投資家の期待収益率が変化しなくても、理論株価やバフェット指標が上昇する。

ここで、バフェット指標は「投資家が期待する超過収益の度合い（ $1/(r-g)$ ）」と「配当分配の度合い（α）」の掛け算に分解することができる。

⁵ マクロの所得のうち、労働への分配分（賃金等）を労働分配率、資本への分配分を資本分配率と呼ぶが、配当は資本への分配の一部と言える。本章で扱う配当は米国NIPA（National Income and Product Account）に則って、企業が支払った配当額から企業が受け取った配当額を控除したネットの配当額を示している（海外からのネット受取も含む）。以下でも確認するように、本稿では国民所得の分配という観点で、企業全体で支払われた配当が家計や政府に分配されるという経路（部門をまたぐ分配、ネットの配当支払）に焦点を当てているが、実際には、企業内で收受されている配当（企業全体で見ると相殺されてしまう部分）も個別株価の形成には関係しており、時価総額にはこの企業間の配当授受も影響する点には留意が必要。

⁶ 本稿では各国・地域の株式時価総額について、その国・地域の所得成長率を紐づけている。しかしながら、実際にはグローバルに事業を行う企業の収益成長率は上場している国・地域の成長率以外の国・地域の成長率からも影響を受けるには留意が必要。

$$B = \frac{1}{r - g} \times \alpha$$

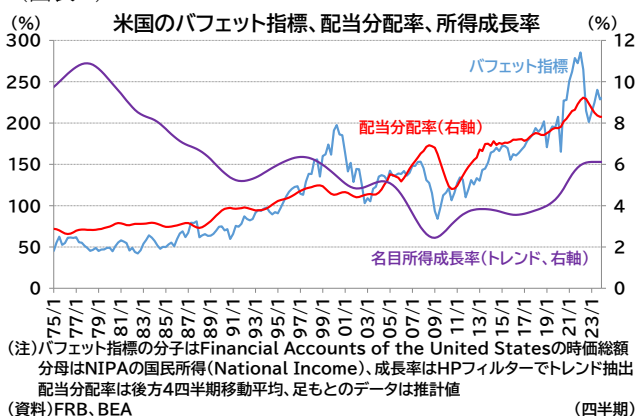
このうち、後者は株を保有することで得られる収益（分配）部分、前者は（分配の多寡に依存しない）株への需要、つまり「株の割高感」を示す部分と考えることができる⁷。

この株の割高感である「投資家が期待する超過収益の度合い（ $1 / (r - g)$ ）」はバフェット指標（B）と配当分配率（ α ）が分かれば逆算することができる。 α を投資家がどのように見積もっているかは不明だが、実績値を統計データから得られるため、投資家が実績データ並みの α を見積もっていると仮定した場合にバフェット指標の変動が配当（分配部分）の変動からもたらされているのか、株の割高感からもたらされているのかを評価できる。

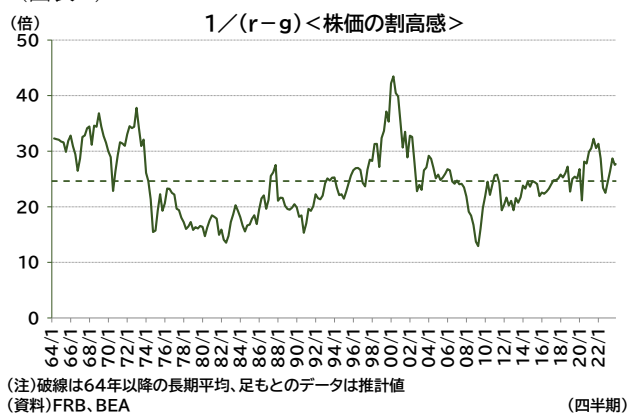
（ 米国のバフェット指標とその分解 ）

本節では実際に、米国のデータでバフェット指標の変動が配当（分配部分）の変動からもたらされているのか、株の割高感からもたらされているのかを確認したい⁸（図表5・6）。

（図表5）



（図表6）



米国では名目所得成長率（ g ）は金融危機後まで低下トレンド、その後ほぼ横ばいという推移だが、配当分配率（ α ）は緩やかに上昇トレンドを描いている。金融危機後は所得成長率が緩やかに上昇するなか、配当分配率は上昇が継続している。

ここで、配当分配率（ α ）とバフェット指標（B）の実績データから「投資家が期待する超過収益の度合い（ $1 / (r - g) = B / \alpha$ ）」を試算してみると図表6のようになる。足もとでは若干の割高感が生じている（長期平均対比よりやや高い）ものの、ITバブル期のよりは、割高感を感じられない。

（ マクロで見た割引フリーキャッシュフローモデル ）

技術革新より人件費や投資費用を一定にしつつ、生産量を増加させることができれば、つまり生産性が向上させることができれば、配当（株主への分配）が増加する可能性がある。しかし、そうではない場合、（一定の仮定のもとで）配当政策の違いは株価に影響を及ぼさないというモジリアーニ・ミラーの理論が知られている。

⁷ この分解は「株価＝PER（株価収益率）×EPS（1株当たり純利益）」と類似する（実際、純利益がすべて配当される企業の株価Pを割引配当モデルで求めると、 $P = EPS / (r - g)$ となることから、 $PER = 1 / (r - g)$ であり、株価の割高感を示す指標として知られるPERと一致する）。なお、本稿で示したように、株の割高感は、 $1 / (r - g) = B / \alpha = P / (\alpha Y) = \text{時価総額} / \text{配当}$ と変形できることから時価総額の（企業部門以外に分配された）配当に対する倍率を示している。

⁸ ここでは、前章の名目GDPとWILSHIRE 5000指数ではなく、Yとして国民所得（National Income）、Pとして上場株式の時価総額（Publicly traded equity at market value）を用いている。国民所得は「国民」概念であるが、固定資本減耗が除かれている「純（Net）」の概念である。この点で固定資本減耗を含む「総（Gross）」概念であるGNPと異なる。

この理論によれば、配当分配率（ α ）はバフェット指標に影響を及ぼさないはずである。配当を増加させると将来の成長（ g ）を実現するための投資資金が不足することになることが理論的な背景にある。配当の増加によって外部から資金調達する必要を求められ、そのための増資や借入にコストが追加で必要になる。これは株の希薄化や利息負担のための将来の配当原資の減少を伴う。株の希薄化の場合には株価の合計である時価総額には影響を及ぼさないが、借入増の場合には株主への還元は減少する（なお、前者の場合も株主が増資に応じることで、結局は配当収益として還元された一部を再度企業に提供する必要があり、最終的な資金の収受は配当を増加させない場合と同じになる）。上記の理論展開にはこの点がうまく反映されていない。

そこで、本節では内部留保などや負債も加味した割引フリーキャッシュフローモデルを考えてみる。具体的には、次のようになる。

$$P + D = \frac{FCF}{1 + r_{WACC}} + \frac{(1 + g)FCF}{(1 + r_{WACC})^2} + \frac{(1 + g)^2 FCF}{(1 + r_{WACC})^3} + \dots$$

$$= \frac{FCF}{r_{WACC} - g}$$

ここで、 D は負債価値、 r_{WACC} は加重平均資本コスト、 FCF はフリーキャッシュフローである。つまり、株と負債の合計価値（＝企業価値）をフリーキャッシュフローの割引価値とみなしている。このとき、フリーキャッシュフローに将来の成長を担保する投資が適切に織り込まれていれば（適切に投資キャッシュフローとして控除されていれば）、配当政策は理論株価と無関係となる（配当の多寡はフリーキャッシュフローに影響しない）。

このモデルを変形してバフェット指標を算出する。利子分配率を β （つまりマクロの利息支払額を βY ）として⁹、負債価値 D をこのこの時点における利子率 i による割引現在価値と見なし（ $D = \beta Y / i$ ）、また f をフリーキャッシュフローの所得に対する比率（ $f = FCF / Y$ ）として変形すると、次のようになる¹⁰。

$$B = \frac{1}{r - g} \times \left(f - \beta + \frac{g}{i} \cdot \beta \right)$$

これは、先ほどの割引配当モデルと同様に、「投資家が期待する超過収益の度合い（ $1 / (r - g)$ ）」と「フリーキャッシュフローの度合い（上式のカッコ内、本稿では「修正分配率」と呼ぶことにする）」できる。

後者は株を保有することで株主に帰属するキャッシュフロー価値を、前者は（キャッシュフローの多寡に依存しない）株への需要、つまり、「株の割高感」を示す部分と考えることができる。これは割引配当モデルで示した分解と類似しており、結局、株主に帰属する価値をどの程度で見積もるかの違いがあるだけ（配当なのか、株主に帰属するキャッシュフローなのか）と言える。

割引フリーキャッシュフローモデルは配当以外の要素も考慮されている点がメリットと言えるが、デメリットとして実際のデータを用いて試算する場合には多くのパラメータを推計しなければ

⁹ 本節・次節で扱う利子も、米国NIPAに則って民間事業（private enterprises）で支払った利子額から受け取った利子額を控除したネットの利子額を示している（海外からのネット受取も含む）。なお、利子の場合は政府が債券発行主体として存在感が大きく、ネット利子を算出する場合の受取利子には政府部門から受け取った利子も含まれる点に留意が必要。

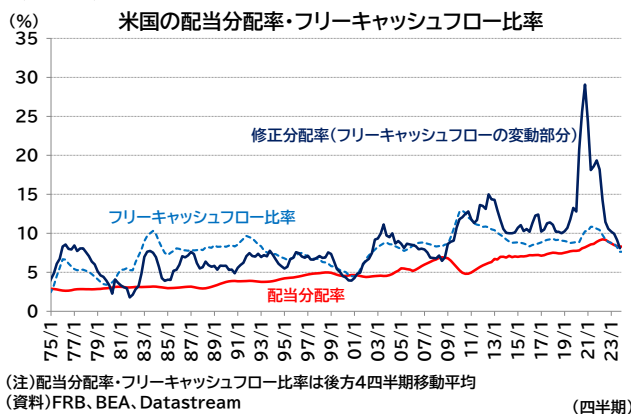
¹⁰ 企業価値の算出式（ $P + D$ ）（ $r_{WACC} - g$ ） $= FCF$ において、 $r_{WACC} = r \times P / (P + D) + i \times D / (P + D)$ 、 $D = \beta Y / i$ 、 $B = P / Y$ を代入すると、 $r \times BY + \beta Y - (BY + \beta Y / i) \times g = FCF$ となる。さらに $FCF = f Y$ を代入して変形すると（ $r - g$ ） $BY = f Y + \beta Y \times (g / i - 1)$ となる。これを整理すれば $B = 1 / (r - g) \times (f - \beta + g / i \times \beta)$ である。なお、成長率と利子率が等しい場合は、特に $B = 1 / (r - g) \times f$ である。また、加重平均資本コストでは法人税率を考慮した利子率のウェイト付けを行うことが多いが、ここでは i を法人税率等考慮後の利子率と見なしている（以下で見る通り、この法人税率等考慮後の利子率を10年物国債利回り近似できると仮定している）。

ならない点が挙げられる。マクロのDをどのように算出すべきか、 f や β 、 i としてどのような値を利用すべきかは悩ましい問題と思われる。

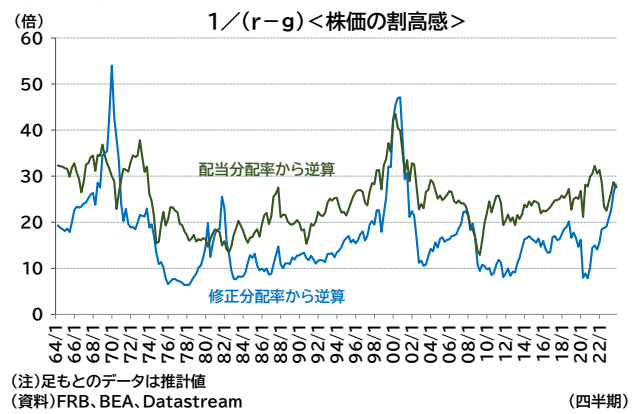
本節では米国のデータを用いて、FCFとして「税引後企業利益+ネット支払利息+固定資本減耗-企業の総設備投資」を¹¹、 i として10年物国債利回りを適用してフリーキャッシュフロー比率(f)、修正分配率(フリーキャッシュフローの変動部分= $f - \beta + g / i \cdot \beta$)を試算した(図表7)。また、修正分配率とバフェット指標(B)から逆算される「投資家が期待する超過収益部分($1 / (r - g) = B / \text{修正分配率}$)」は図表8(青線)の通りとなる。

フリーキャッシュフローから試算される足もとの株価の割高感、世界金融危機後のピークであり、歴史的にも高めに位置しているが、70年や00年頃の割高感と比較すれば低い。バフェット指標(前掲図表1・2)と比較して割高感が相対的に低く抑制されているのは、90年代以前よりフリーキャッシュフローが高めとなっていることが一因として考えられる。ただし、足もとでは株の割高感が上昇傾向にある。これは、利子率(i)の上昇を受けて修正分配率が世界金融危機後の最低値付近まで低下したことが要因として挙げられる。

(図表7)



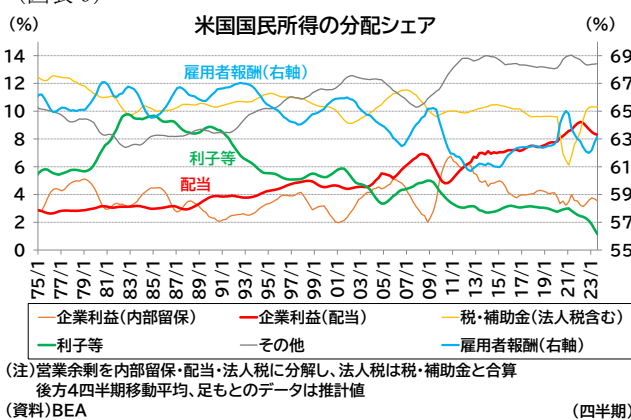
(図表8)



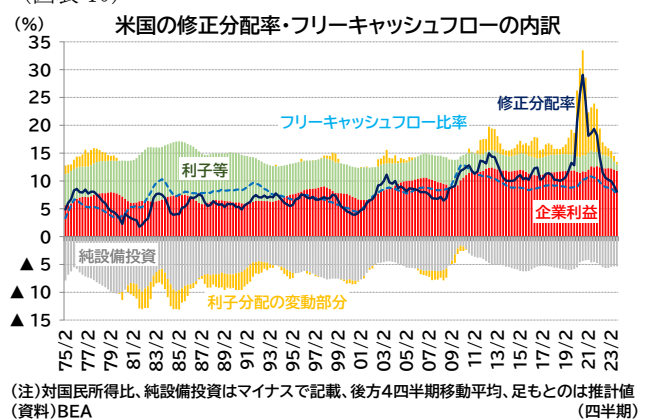
(米国の所得分配の変化)

米国のバフェット指標が金融危機後に上昇した理由として、修正分配率が上昇(あるいは割引配当モデルでは配当分配率が上昇)してきたことが挙げられる。そこで、本節では所得の分配がどのように変化してきたかをさらに調べたい。

(図表9)



(図表10)



国全体で生産され、得られた所得は海外部門を除けば家計(賃金等)、企業(内部留保等)、政府

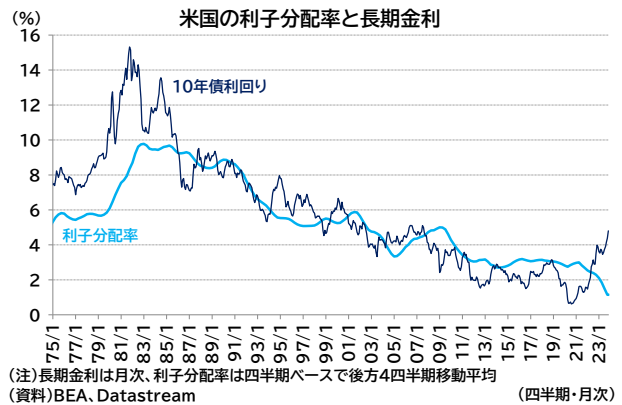
¹¹ 企業が(資産額を一定に維持し)継続して収益を生み出すためには少なくとも減価償却分の設備投資が必要と考えられる。これは固定資本減耗=総設備投資の場合に相当し、この場合、キャッシュフロー=税引後企業利益+支払利息=営業利益(税引後)となる。

(税金等)に分配される。配当は企業に配分された利益のうち、株主に直接的に還元される部分である。なお、内部留保も主に企業の投資活動に利用されるが、これも最終的には(将来的には)株主に還元されると言える¹²。

米国の国民所得の主な分配経路のシェアを調べると(図表9・10)、利子等による分配率が低下する一方、配当による分配率が増加している(世界金融危機前は雇用者報酬もやや低下基調にあったが、最近はやや止まっている)。フリーキャッシュフローで見ると、企業利益と利子(支払利息)の合計(≒税引後営業利益)は相対的に安定しているが、純設備投資(総設備投資-固定資本減耗)がやや減少したことが、株主への還元部分を押し上げている¹³。また、金融危機以降は利子率(i)が成長率(g)と比較して低めに抑えられていることが債権者への還元を抑制し株価を押し上げていると見られる(修正分配率の $(-\beta + g / i \times \beta)$ の部分(図表10では「利子分配の変動部分」と記載)が上昇している)。

米国では80年代初頭をピークに長期金利が低下基調にあり、借入による資金調達コストが低下している(図表11)。金利低下を受けて支払金利負担(利子分配率)が低下すれば¹⁴、企業利益の押し上げ要因となる。これが、配当分配率の上昇に寄与してきた可能性がある。上述したように特に金融危機以降は、利子率が名目所得成長率を下回る状況が常態化しており、債権者への還元が抑制され、株主への還元(株価)が上昇しやすくなっていた可能性があるだろう。

(図表 11)



(日本とユーロ圏)

次に、米国以外の国の状況も確認したい。

まず、日本のバフェット指標(B)、配当分配率(α)、所得成長率(g)および株価(時価総額)の割高感($1 / (r - g)$)を見ると、図表12・13のようになる¹⁵。なお、日本の場合、長期国債利回りがマイナスの時期がある(利子率と見なして割り引くと発散する)といった状況にあり、米国と同様に長期金利を利子率の代替指標と見て割引フリーキャッシュフローモデルから理論株価を試算することは難しい¹⁶。そこで、理論株価は割引配当モデルによるもののみを載せ、参考指標として図表12に税引前の企業利益の国民所得に対する比率を示した(株主に帰属する利益の参考指標と言えるが、税引前なので一部政府に帰属する利益が含まれている点に留意が必要)。

日本でも金融危機後にバフェット指標が上昇しているが、配当分配率がアベノミクス前後で上昇している(図表12)。この時期には企業利益の増加も観察できることから、配当分配の増加は配当政策の変更だけでなく、利益という配当原資の増加も伴ったものと推測される。そのため、足もと

¹² 割引フリーキャッシュフローモデルでは、国全体の所得(付加価値)のうち株主や債権者に還元される原資から、設備投資分については控除している。この設備投資分は株主等に帰属すると捉えられるものの、株主が受け取る将来のキャッシュフロー(利益)を得るために(使用用途が決まっており)、直接分配されない部分とみなせる。

¹³ 純設備投資が減少した理由は、本稿では分析していないが、サービス化といった産業構造の変化、あるいは所得の名目(期待)成長率の低下に対応する形で資本ストックの積み上げが以前と比較して小幅になった可能性が考えられる。

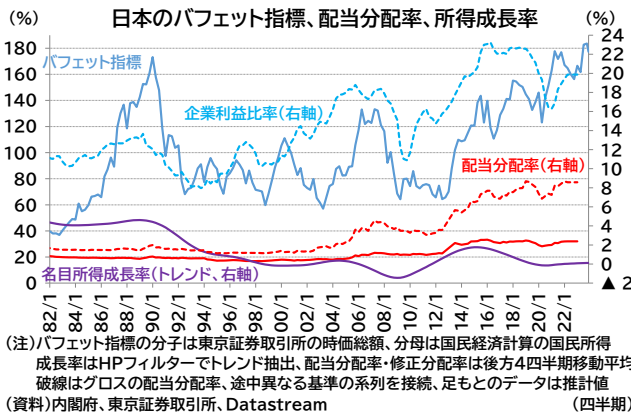
¹⁴ 上記脚注の通り、利子支払額はネット表示であり、政府部門は含まれていないが企業部門が受け取る政府部門からの利子が含まれている点は留意が必要。また、企業の直面する負債での資金調達コストが必ずしも米国債金利と連動しない点にも留意が必要と言える。

¹⁵ Yとして国民所得、Pとして国内時価総額(東証データ)を用いている。また、93年以前の国民経済計算のデータは、2000年基準の93SNAを用いて接続している。配当分配率は、米国NIPAを参考にネットの配当額として家計・政府・民間非営利団体(94年以降のみ)の受取配当額(=企業部門と海外部門のネット支払配当額)の国民所得比とした。

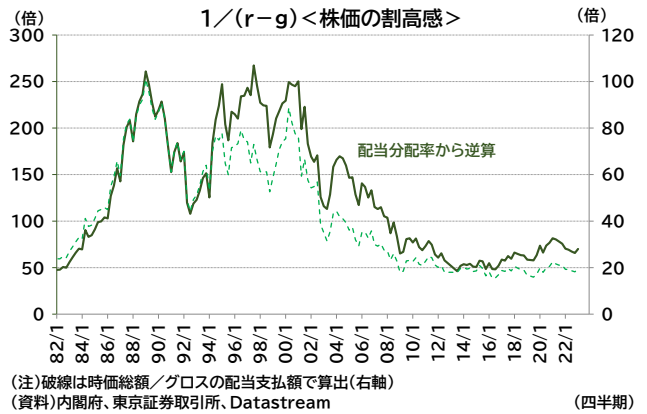
¹⁶ この他、企業部門のネット支払利子が足もとでマイナスになっている(ネットで利子を受け取っている)点も特殊であると言える。

のバフェット指標は高いものの、株価（時価総額）の割高感（ $1 / (r - g)$ ）はかつてのバブル期、ITバブル期よりも抑制されている（図表 12）¹⁷。

（図表 12）

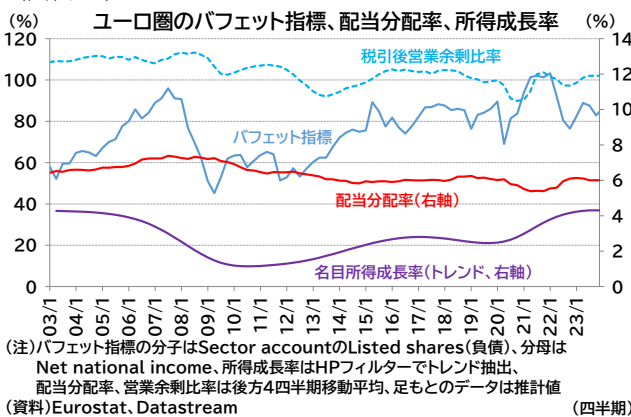


（図表 13）

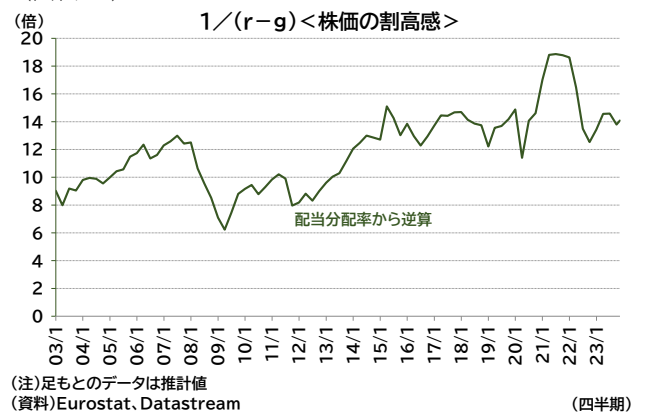


ユーロ圏のバフェット指標（B）、配当分配率（ α ）、所得成長率（ g ）および株価（時価総額）の割高感（ $1 / (r - g)$ ）は図表 14・15 のようになる¹⁸。ユーロが誕生してからの歴史が浅いこともあり、ユーロ圏全体の指標は長期でデータが入手できないものも多い。そのため、図表では過去約 20 年のデータを示し、また日本と同様に理論株価は割引配当モデルによるものを載せ、図表 14 には参考指標として税引後の営業余剰比率を示した。図表 15 によれば、この期間のデータに関して言えば、時価総額の割高感は若干増加はしているものの、それほど大きく変動していない。なお、ユーロ圏の配当分配率や営業余剰比率は金融危機後にむしろ低下しており、ここ 10 年間ではコロナ禍期間中も、ほぼ横ばいで推移している¹⁹。

（図表 14）



（図表 15）



3. おわりに

本稿では、バフェット指標を手掛かりにして主要国の時価総額の割高感を概観してきた。

¹⁷ 日本の場合、ネットの配当額に対してグロスの配当額が大きい点も特徴である。2021年のグロス配当支払額は38.1兆円、ネットの配当支払額は10.4兆円で、ネット配当支払額はグロス配当支払額の約27%である。米国と比較して多くの配当が企業部門内（金融機関も含む）での所得移転にとどまっていると言える。参考までに図表 12 ではグロス配当額の所得割合を破線で示し、図表 13 ではグロスの配当額に対する時価総額倍率を破線で示している。

¹⁸ Yとして国民所得（Net national income）、Pとしてユーロ圏経済の負債に計上されている上場株式（listed shares）を用いている。配当分配率は、米国N I P Aを参考に家計・民間非営利団体・企業の受取配当額の国民所得比とした。

¹⁹ なお、ユーロ圏ではグロスの配当額（支払配当額）を見ても明確な上昇基調は見られない。一方で、利子については、ネットの利子分配率（企業および海外部門の支払利子額の国民所得比）がほぼ横ばいで推移する一方、グロスの利子額（支払利子額）の国民所得比は長期金利と類似した動きになっている。

米国や日本ではバフェット指標、つまり株価時価総額のGDP比（あるいは国民所得比）は時系列で見て高水準だが、合わせて株主に帰属するキャッシュフローや企業利益が増加しており、株の割高感としてはバフェット指標そのものが示すよりも抑制されていると言える。

また、米国や日本では、企業が生産して得られた所得の消費者への分配経路として、配当の割合が高まっていることも分かった（配当政策は必ずしも時価総額を増加させる効果をもたらすとは限らないが、シグナリング仮説²⁰やフリー・キャッシュフロー仮説²¹で言及されているように株価にプラスに作用する効果も生じうる）。

一方、コロナ禍を経てマクロの経済環境は変化している。

米国では金融危機後に配当の分配割合が上昇する一方で、利子の分配割合が低下してきたが、高金利が長期化すれば、再び利子の分配割合が上昇していく可能性がある²²。つまり、企業の支払利息負担が増加することで配当が圧迫されれば、株価の重しとなるだろう。

また、高インフレによって名目所得成長率（ g ）が押し上げられる可能性がある。名目所得成長率の上昇は将来の配当増加などを通じて株価の押し上げ要因となる一方で、インフレや金利上昇を受け、投資家が資産価格の目減りを懸念し、また債券対比での超過収益獲得を期待すれば、期待収益率（ r ）が名目所得成長率（ g ）以上に引き上げられ、株価は下落することになる（ $1 / (r - g)$ が下落する）。コロナ禍後の実体経済や株価の動向が引き続き注目される。

²⁰ 増配が、企業の将来の収益拡大を見込んでいるというメッセージとして投資家に伝わり株価が上昇するという仮説。

²¹ 増配によって、企業の使用できる余剰資金が減ることが株価の毀損リスクを縮小させ（リスクプレミアムが縮小し）、株価が上昇するという仮説。

²² 利子額は借入残高と利率の掛け算であるので、利率が上昇しても借入残高が減少すれば、利子額が増加するとは限らない点には注意が必要。つまり、高金利を受けて企業が借入残高を減らせば、必ずしも利子の分配割合が上昇するとは限らない。