

# 「バブル」期における 株価諸理論の検討

佐藤 俊 幸

はじめに

- I. 「バブル」期の株式価格の基本的性格
  - II. 「バブル」期の株価諸理論の検討
    - 1. PER に基づく分析視角
    - 2. PBR に基づく分析視角
    - 3. 法人株価論＝需給管理株価論に  
基づく分析視角
- おわりに

はじめに

これまで筆者は、拙稿において、1980年後半の「バブル」現象と評される株式価格の運動を、実体経済との関連のなかで論じてきた。だが、周知のように、これらの時期の株式価格の変動の根拠をめぐっては、多くの論者から様々な説が提唱されており、これらの説の存在も等閑視するわけにはいかない。本稿の課題は、これらの諸説のうち代表的なものを取り上げ、それらに検討をくわえることによって、いわゆる「バブル」期の株式価格の基本性格を整理することにある。

そこでまず、本稿のⅠにおいて、「バブル」期の株式価格の基本性格についてのわたくし自身の考え方を示し、そのうえでⅡにおいて他の有力な諸説

を検討の対象として取り上げたいとおもう。

## I. 「バブル」期の株式価格の基本的性格

株式とは、ひとつには剰余価値の一部分に対する請求権であり、またひとつには現実資本あるいは企業の資産に対する権利であり、そして最後に経営権の一可除部分でもある。このように株式はそれ自体様々な諸側面を有しているから、流通市場での株式に対する需要は、これらの諸側面に応じて別個にそれぞれから起こりうる。よって、株式はそれに応じて様々な立場から価格づけがなされうることになる。

だが、企業の資産に対する権利との関係で発生する株式需要ということについて言えば、マルクスも言うように、株式は通常の状態では「剰余価値に対する請求権を与えるだけ」であって、現実資本を引き揚げるというような、「資本に対する自由処分力をあたえるものではない」のであるから<sup>1)</sup>、解散の時期を別とすれば株式が企業資産の価値との関係で価格づけされることはありえない。また、経営権との関係で発生する株式需要ということについて言えば、川合一郎氏が指摘されるように、支配が確定するにいたれば、支配を求めての株式需要は市場から消滅してしまうのであって、日々の需要を規定するものではないのである。

よって、株式価格の最も本質的、基本的な規定とは、剰余価値の一部分に対する請求権との関連において規定されねばならない。マルクスやヒルファディングが明らかにしたように、株式価格は、配当の資本還元値をその原理的な水準としている<sup>2)</sup>。企業が労働者を介して生み出す収益（配当）をその時々支配的な利子率で資本還元した額に等しい水準で株式価格は、基本的には決まるのである。生産過程の外部に「常に大きな貨幣額が価値増殖を待つて遊休しており、この価値増殖をこの収益に対する請求権において見い

だす<sup>3)</sup>。株式の流通，すなわちその売買にあたっては，その購入をめぐって利子つき資本として株式への投下が競争される。だから株式価格は，いわゆる「リスクプレミアム」を度外視すれば，確定利子つきの債券などと同じ利回りになるような水準で基本的には落ち着くことになるのである。

株式価格の基本的な規定は以上のようなものであるが，ここにおいて銘記しなければならないことは，株式価格はこれを本質とはしつつも，時代時代において特殊な形態をまとうということである。株式価格が配当の資本還元であるという株式価格の本質は，それが本質である以上，資本主義的蓄積様式がどの発展段階にあらうとも，貫徹されるのではあるが，しかし株式価格はそれを基本とし，規定されつつも，資本主義的蓄積様式の各発展段階に応じて，それぞれ特殊な形態をまとうのである。

例えば，1950年代において発生した，いわゆる「利回り革命」も，経済の成長段階という，当時の資本主義的蓄積様式を反映したものに他ならない。本来，株式価格は，配当の資本還元値で落ち着こうとするものである。それどころか，配当の不安定性を考慮するならば，その水準よりも幾分低いところで価格決定されるはずである。よって，株式利回りは債券などの利回りよりも高くなければならない。ところが，1950年代において，この関係が逆転するという事態が起こった。株式価格は配当の資本還元値を超えて高騰し，株式利回りは債券利回りよりも低くなったのである。こうした事態を「利回り革命」と一般に言っているが，こうした事態が発生したのは，確かに，技術的には安定配当政策，自己金融，過小資本化（＝機能資本に対する株式資本の過小），株式分割，無償増資を直接の契機としてはいる<sup>4)</sup>。すなわち，株式利回りが債券利回りよりも低くなったのは，ひとつには，配当が安定したことによって，株式価格が下がる危険よりも上がる可能性の方が大きくなったからであり，もうひとつには，株主への利益分配の方法の中心が増配から無償増資等へ移行したことにより，株式が次の無償増資，次の次の無償増資を見越して買われるようになったからである。ここに，無償増資という

のは、剰余積立金等を資本金に繰り入れることによって「無償」で株主に株券を与えることである。これは、株式会社にとって、利益を外部に流出させる結果をまねく配当金の増加よりも、利益を機能資本へ即座に転化できるという点で加速度的な資本蓄積という要請に合致したものであったが、それはまた同時に株主にとっても魅力のあるものであった。というのも、増配（配当金の増加）されても、その金額はたかだか知れたものであるが、無償増資によって株式の供与をうけ、それを市場で第三者に売却すれば、大きな売却益を手にすることができるからである<sup>5)</sup>。株式価格は、今期の予想配当だけでなく、それよりはむしろ将来の無償増資の可能性を強く織り込んで上昇するようになったのである。

ところで、「利回り革命」を技術的にもたらした、かかる安定配当政策や無償増資は、当時の資本主義的蓄積様式の在り方、すなわち絶えざる現実資本への投資の拡大の可能性、資本還流の円滑さと確実さといった、いわゆる「経済の成長段階」に支えられたものに他ならない。というのも、安定配当政策について言えば、配当額を短期的にはともかく、極めて長期にわたって安定させるためには、資本還流の円滑さなしにはできないからである。無償増資についても同様である。周知のように、資本主義的生産様式のもとでは、利潤の極大化を図るために投下資本量を大きくすることが大事であり、企業にあつては、配当性向を低下させる必要が生じる。そうした中にあつて無償増資をするには、無償増資の原資たる剰余積立金等を確保していくために、利潤の絶対量が配当性向の低下速度以上に増大していかなければならないからである。以上のように、株式価格がかかる特殊な形態をとったのは、絶えざる現実資本への投資の拡大の可能性、資本還流の円滑さと確実さといった、いわゆる「経済の成長段階」、そういった特定の資本主義的蓄積様式を反映してのことであつたのである。

このように、資本主義的蓄積様式の変化のなかで株式価格は特殊な形態をまとう以上、「バブル」期の株式価格を分析するにあつても、株式価格が

どのような特殊な形態をまとっているのか、またどのような資本主義的蓄積様式のなかでそれが発生したのかを明らかにすることが決定的に重要である。

「バブル」の発生として知られる1986年の株式価格の急激な上昇は、同じ株式価格の上昇ではあっても、1950年代の「利回り革命」とはその根拠、資本主義的蓄積様式の発展段階を全く異にしている。すなわち、1950年代の「利回り革命」が、絶えざる現実資本への投資の拡大の可能性といった、いわゆる「経済の成長段階」を反映しての、株式価格の上昇、「成長株価」であったのに対し、1980年代後半の株式価格の上昇は、現実資本の停滞による貨幣資本の過剰を反映しての、キャピタル・ゲイン目的の購入を媒介とした株式価格の上昇、「投機的株価」であった。市場での株式に対しては貨幣資本が利子生み資本として投下を競争するものであるが、1980年代後半のこの時期は、現実資本の停滞のなかで過剰な貨幣資本が大量に発生し、この貨幣資本が株式市場において未曾有の投機的運動を開始したのである。

ここにおいて決定的に重要なこととして銘記されなければならないことは、1986年における現実資本の停滞、景気の反転の様式が特殊であったことである。この特殊な反転の様式によって、通常では景気の反転期においては発生しえないはずの過剰な貨幣資本が発生した。1986年の株式価格の急騰は過剰な貨幣資本の投機的な運動によって起こったものであるから、この過剰な貨幣資本の発生をもたらした1986年の景気の反転様式の特殊性を理解することは、株式価格の急騰を把握するうえで決定的に重要なのである。そこで、1986年の景気の反転様式の特殊性についてやや立ち入って論じることしよう。

通常、景気の反転期においては過剰な貨幣資本が発生することはありえない。利潤の低下によって内部留保が減少し、しかも設備投資や在庫投資も景気反転への対応の遅れから高い水準にとどまるからである。景気が反転する時期に設備投資や在庫投資が高い水準にとどまるのは、次のような理由によ

る。産業循環の繁栄期においては、生産の無政府性という条件のなかで価値増殖が資本の本性として競争を通じて外的に強制されるから、個人消費とは一定自立的に、投資が投資を呼ぶ形で設備投資が飛躍的に増大する。そして、設備投資によって増強された生産設備を介して生産された商品は、貨幣と引き換えに販売されるのではなく、資本還流の円滑さを前提として、将来の支払いを約束した手形と引き換えに売られるから、投下した資本が還流するのを待たずに、商品の生産が次々に続行されていく。こうして、消費と生産の矛盾が醸成されるのである。この矛盾は、さらに信用によって極限まで増幅される。信用によって仮消費、仮需要が支えられることで商品価格は上昇し続けるから、商品に対する需給関係の悪化、すなわち過剰生産は、その顕在化の直前まで、商品価格のうちには現れない。商品価格が上昇している以上、人々の目には依然として再生産過程が健全に拡大し続けているように見える。だから、消費の限界を超えて過剰な商品と生産設備が既に形成されているにもかかわらず、依然として精力的な生産設備の増強と商品の生産とがその極限まで続行されるのである。したがって、仮消費、仮需要に限界が生じ、生産と消費の矛盾が過剰生産という形で暴力的に顕在化する時期、すなわち景気が反転する時期においては、資本家の対応におくれがでることになる。生産を増やし、設備投資を精力的に進めていたなかで、販売不振が突如として発生するから、景気が反転する時期においては、販売不振の結果として在庫は大きく積み上がり、設備投資も高い水準にあることになるのである。かくして、通常、景気の後退期においては、手形の支払いのための貨幣の必要が生じるなかで、利潤が悪化するだけでなく、販売不振としての在庫が大きく積み上がり、設備投資が高水準にあることによって、企業の資金繰りは逼迫し、過剰な貨幣資本が発生することはないのである。

このように景気が反転する時期においては、通常、過剰な貨幣資本、いわゆる「余剰資金」は発生しえないのであるが、ところが1986年においては景気の後退期であったにもかかわらず、過剰な貨幣資本が発生したのであつ

た。一体、なぜであろうか。それは、1986年においては景気反転の仕方が特殊であったからに他ならない。その特殊性とは、景気反転が、上で述べたような産業循環の自律的な反転の結果として起こったのではなく、プラザ合意という明瞭な外的指標を契機として生じたことにある。プラザ合意とは、周知のように、貿易不均衡の是正のために為替調整をしようとするものであるが、プラザ合意以前において為替レートがドル高で推移していたのは、アメリカの政策的な要因が非常に強かった。だから、プラザ合意によって政策の転換が示された時、為替レートが今後円高・ドル安へと急激に、しかも大幅に逆転していくであろうことは火を見るよりも明らかであったし、またそれによって輸出主導の日本経済に販売悪化の大波が訪れ、景気が反転していくだろうことも誰の目にも明らかであった。そのため、資本家は、通常の景気反転局面ではありえないような対応をとることができた。すなわち、景気が反転し、事態の深刻さの度合いが高まってから初めて設備投資や生産の縮小に乗り出すというのではなく、プラザ合意が締結されるや否や、即座に大胆な設備投資の削減と生産の縮小を進めたのである。だから、製造業においては確かに円高による販売の不振のもとで利益が減少し、内部留保は減ったけれども、しかしそれ以上に迅速に設備投資や生産の縮小を行っていたので、過剰な貨幣資本、「余剰資金」が発生することになった。景気が反転したにもかかわらず、過剰な貨幣資本が発生したのは、以上のような理由による。

生産から遊離し、行き場を失った過剰な貨幣資本は、投機的な運動を活発化せざるをえなかった。すなわち、製造業では、本業の生産的活動の不振を補うために、この過剰な貨幣資本を投機的な資金運用に充当し、そこから利益をあげなければならなかったし、また銀行などの金融機関においても、預金に対する利子の支払いをしなければならないのに、生産的活動の停滞と「余剰資金」の発生とによって生産的な企業への貸出しができない以上、投機的な資金運用を因らざるをえなかったのである。そして、この過剰な貨幣

資本の投機的な活動の対象として選ばれたのが、株式であった。なぜ、株式が選ばれたのかというと、それはひとつには過剰な貨幣資本の発生などによって利子率が大幅な低下傾向を示したからであり、またひとつには株式の価格が株式の持ち合いなどによってそれまで漸騰傾向にあったため、流通の価格差をすくうことを基本とする投機の対象として適していたからである。

1986年の株式価格の投機的な上昇の原因を現実資本の停滞による過剰な貨幣資本の発生にもとめる論者は、確かにこれまでも見うけられてはいたが、しかし一体なぜ景気の反転期において通常では起こりえない過剰な貨幣資本の発生が見られたのかという問題については不十分さを残していた。これまでの論者は、「景気が停滞したから、過剰な貨幣資本が発生した」と指摘するのにとどまることが多かった。だが、1986年は景気の停滞期ではなく反転期にあたっており、通常であれば過剰な貨幣資本は発生しえないはずなのである。一般に、景気の反転期においては、過剰な貨幣資本が発生するどころか、支払手段としての貨幣に対する需要が高まる結果、資金繰りが苦しくなるのである。かかる論者にあつては、1986年における景気反転の様式が特殊であったことが明らかにされていないから、景気の反転期に過剰な貨幣資本が発生するということが、本人の意図にかかわりなく、一般的なこととして普遍化されることになる。だから、かかる論者に対しては、他の立場、他の原因説をとる論者から、次のような批判、すなわち「カネ余りによって不景気の時に株高がおこるなら、好景気のときも株式価格が上昇する傾向が一般にみられるのであるから、これでは万年株高論になる」<sup>6)</sup>という批判が浴びせられることとなった。この批判は、かかる論者に対する限りにおいては正当なものと言えよう。景気が反転すれば必ず過剰な貨幣資本が発生するというわけではないのである。1986年の株式価格の暴騰の原因が過剰な貨幣資本の発生によるものである以上、なぜ過剰な貨幣資本が景気の反転のなかで発生したのかを解明することは、決定的に重要なのであつて、この点を十分に解明しないこれまでの説にはやや難点があるように思われる。



さて、こうして1986年に始まった株式価格の暴騰、「投機的株価」は、1989年まで続くことになる。1988年と1989年においては内需拡大によって景気循環の局面としては好況期、繁栄期を迎えてはいたが、そうではあっても1988年から1989年の株式価格の暴騰の基本的性格は依然として過剰な貨幣資本を根拠とする「投機的な相場」であった。株式価格の上昇は企業利益の増加ではとても説明のつかないものであったからである。設備投資の活発化のなかで、次第に過剰な貨幣資本は消滅しつつあったが、それでも主要な企業では、設備投資を内部資金でまかなえる状況にあったのである。

以上が、1980年代後半の株式価格に対するわたくしの基本的な考え方であるが、この時期の株式価格の急上昇の理解をめぐるには、様々な株式価格理論に基づき、多くの研究者からいろいろな分析視角が提示されている。そこで、次に、これらのうちで代表的なものを取り上げ、検討したいとおもう。

## II. 「バブル」期の株価諸理論の検討

1980年代後半の株式価格の急上昇を分析する際の視角に関する諸説は、様々な株式価格決定の理論に基づいて展開されているので、まずここで近年の株式価格決定の理論研究の動向について、すこし整理しておくのが便宜であろう。

近年の株式に関する研究の特徴は、株式市場の技術的發展を反映する形で、株式市場の技術的發展に関する問題、すなわちオプション評価モデル(OPM)<sup>7)</sup>などが研究の中心となっていて、株式価格がいかにして決定されるかという基本問題の研究はあまり行われていないことにある。

オプション評価モデルは、ロバーツとオズボンの「ランダム・ウォーク」説をもとにサミュエルソンが体系化した効率的市場仮説をその理論的根底に据

えたものであるが、こうしたオプション評価モデル、効率的市場仮説のいずれも、株式価格がいかにして決定されるのかという最も本質的な問題をそれ自体として研究対象とするものではない。オプション評価モデルは、一定の株式価格において、オプションの価格がいかにして決まるかを論じたものであって、そこにおいて株式価格というものは、基本的に所与のもの、あるいは仮定されたものとされている。また、効率的市場仮説も、公定歩合や企業情報に代表される様々な情報が瞬時に株式市場に反映されれば、今日の株式価格は昨日までに与えられていた情報とは別の要因によって動かされることになり、過去や現在の株式価格の系列に規則的なパターンは見いだされないということ<sup>8)</sup>、すなわち株式市場の特性を論じたものであって、株式価格の高さそれ自体にふれるものではない。このように、近年の株式研究においては、株式市場の技術的發展に関する研究において様々な有益な研究がなされている反面、こと株式価格の決定理論という点に関しては、伝統的な株式価格論を超えるような新たな有力な説はあまりでていないというのが、現状なのである。

さて、こうした株式価格決定の理論に関する近年の研究動向を踏まえたうえで、1980年代後半以降の株式価格の運動をめぐって各論者によって提起されている分析視角、その依拠する株式価格決定の諸理論について検討を試みよう。ここでは、代表的な株式価格理論として、PERに基づく株価論、PBRに基づく株価論、法人株価論＝需給管理株価論を取り上げることにする。

なお、周知のように、この他にもCAPM（資本資産価格形成モデル）があげられるでもあろう。CAPMは、効率的市場仮説とポートフォリオ理論（資産選択論）を基礎とし、W.F. シャープが考え出した理論であって、所与の危険度に対して利益を最大にするという投資家の投資態度、ポートフォリオ理論に基づいて、個別資産の価格が効率的市場においていかにして決定されるかを論じたものである。CAPMによれば、株式の理論価格は、配当と値上がり益

を合計し、これを利子率とリスク・プレミアムで割り引くことによってもめられることになる<sup>9)</sup>。だが、CAPM は、株式の値上がり益を株式の理論価格に組み入れていることから分かるように、株式の価格を株式の価格によって説明している一面がある。株式の値上がり益は、株式価格の上昇によってもたらされるものだが、その値上がり益をもたらした株式価格の上昇が一体なぜ生じたのかはここでは明らかにされていないからである。CAPM は、株式価格決定の理論というよりは、むしろ所与の株式価格を前提ないし仮定したうえで、株式投資から生じる利益をはじき出すという、機関投資家などの投資決定理論なのである。よって、ここでは CAPM は取り上げないことにする。

## 1. PER に基づく分析視角

PER は、「利回り革命」のなかで生まれてきた株式価格の理論である。過小資本化に基づく無償増資による株主への利益還元が行われるようになってくると、株式市場では投資家は直接的な配当だけではなく、むしろそれ以上に、将来の無償増資を期待して株式を購入しようとする。そこで、無償増資の可能性は一株当たりの利益がどれだけになっているかによって決まるのであり、株式価格は、配当ではなく、株主へは分配されないところの内部留保もそれに加えたところの、一株当たりの利益によって規定されるのだ、という考え方が登場してきた。これが、PER である。この考え方の理論的支柱となったのは、F. モジリアーニと M. H. ミラーの財務理論（いわゆる M.M. 理論）であったことは、多言を要すまい。

だが、PER によっては 1980 年代後半以降の株式価格の変動を説明することはできないように思われる<sup>10)</sup>。

それは、PER の逆数である「益回り」と利子率とを比較してみれば分かる。ここでは、利子率として、CD レート（90 日～180 日未満の平均）をとる

う。株式価格が暴騰を開始する1986年においては、CDレートが5.1%という水準であったのに対し、株式の益回りはいくらであったかという点、その半分以下の2.1%なのである。1987年においてもCDレートが4.2%であったのに対し、株式の益回りはやはり同様にその半分以下の1.7%であった。1989年にいたっては、株式の益回りは1.4%にまで低下し、実にCDレートの1/3以下に相当するにすぎない。これは、日本の株式価格の水準がPERが想定するようなもの、すなわち一株当たりの利益や利率によっては到底説明できないことを示しているのである。

## 2. PBRに基づく分析視角

これは、企業の保有する資産から株式価格の水準を判断しようとする考え方である。こうした考え方をとる論者が依拠する株式価格決定の理論は、PBR、とりわけその時価評価版たる $q$ レシオである。1980年代後半の株式価格の高騰期にPERが異常に高くなり過ぎて使えなくなったので、企業の保有する土地などを時価で評価して、企業の解散価値を求めるという方法が注目されたのであった<sup>11)</sup>。

この株式価格決定理論の根拠は、こうである。企業が解散した場合、その株式を所有している者には負債を差し引いた残りの企業の資産が与えられることになる。よって、株式の価格は、企業の資産と関連をもつことになるはずである。あるいはまた、解散ということを考えなくても、次のようなことが考えられる。投資家が資本を投下して収益を獲得する場合、実際に貨幣資本を現実資本へ転化させ、新規に企業を設立する方法と金融市場において既存企業の株式を取得するという方法とがあるが、両者の要する費用は投資家の裁定行動の結果として同じになるから、株式の価格は企業の保有する資産と関連をもつことになるはずである。よって、企業が解散する場合を想定するにしろ、企業の取得ということ想定するにしろ、企業の保有する資産は

株式価格の水準に影響を与えると言える。すなわち、株式価格に対する企業の自己資本（一株当たりのそれ）の比率が1よりも大きければ、その株式価格は過大評価されているということになり、逆に1より小さければ過小評価されているということになるのである、と。

こうしたPBRに依拠して、1980年代後半の株式価格の運動を分析しようとする際、論者がとりわけ着目するのは、企業の保有する資産のうち不動産、とりわけ土地である。すなわち、こうである。日本の場合、会計処理上資産としての土地は取得価格のまままで処理され、含み益があり、そうした状況のなかで土地価格が異常な上昇を示した。よって、こうした土地価格の上昇は、企業の解散時には株主に帰属する資産を大きくすることになる。また企業の解散ということを考えなくても、土地価格の上昇は株式市場での企業の評価を高めることになる。例えば、土地を売却すれば、赤字補填や経営の多角化のための資金を捻出するのに役立つし、また銀行借入れの際の担保ともなりうる。さらにまた、土地価格の上昇は土地の含み益を増大させ、株主への利益還元に資する。1980年代後半に株式価格が高騰したのは、企業の保有するこうした土地資産が投資家によって評価されたからに他ならないのだ、と。

以上が、PBRに依拠して、分析しようとする論者の主張の概要である。こうした分析視角は、当時極めて説得的に人々に受け入れられた。というのも、こうした考え方が1980年代後半の経済状況を端的に表現しているように見えたからである。1986年は実体経済がいわゆる「円高不況」下にあったので、そうした不況下にあつて土地の含み益は企業の経営の安定性を示すものであったかのように思えたし、また特に1988年以降、株式価格の上昇と歩みをともしめるかのように、土地価格の上昇率が高まったので、株式価格は企業の保有する土地資産と関連があるかのように見えたのであつた。

しかし、わたくしは、こうした分析視角に対しても、またそれが依拠するところの株式価格決定の理論に対しても納得することはできなかった。とい

うのも、まず、こうした考え方の基礎となっている株式価格決定の理論、PBRについて言えば、株式価格が企業の保有する資産によって直接に規定されるのは、川合一郎氏が指摘しておられるように、通常ではありえないことだからである<sup>12)</sup>。株式は、企業への出資を示す証書であるから、現実には様々な側面をもっている。株式は、ひとつには、資本価値の一部を所有していることを意味し、企業の解散時に残余財産の分配にあずかる権利を示すものであるし、またひとつには、経営権の不可除部分をもつということであり、最後に、利益の不可除部分の分配にあずかる権利をもつということを示すものである。こうした株式のもつ諸側面に応じて、株式に対する違った需要がそれぞれに起こり、株式価格は形成されていくことになる。だから、過去の歴史が示すように、解散が先行き明らかであるような企業の株式は、配当がたとえゼロであっても、投資家はその残余財産の分配をあてにして株式を購入するために、企業の資産に規定されて価格が形成されるということもありうるであろう<sup>13)</sup>。しかし、注意しなければならないことは、PBRの立論が妥当性をもちうるのは、株式会社の解散や買収が行われ、そうした動機が株式市場を支配するようになる時だけであるということである。企業が到底解散しそうにもない状況下で、投資家が企業の解散価値を目的として株式の購入価格を定めることはないし、また企業の買収について言えば、いったん支配の交替が終われば、買収動機の株式の購入も終焉し、日々の株式の需要はそれによつては規定されなくなるからである<sup>14)</sup>。通常の状態においては、こうした解散や買収を意図した株式の購入が株式市場を支配することはなく、それらから起こる需要は市場の背後に退いているか、市場の片隅に位置しているにすぎないから、企業の資産価値それ自体が株式価格を規定することはないのである。

こうした理論を株式価格決定の理論として一般化することに対する疑問は問わぬとしても、問題は1980年代後半という時期がPBRの立論が成り立ちうるような状況下にあったか否かということ、すなわち企業の解散や買収が

ほぼ全ての企業において問われた時期であったか否かということである。1980年代後半においてみられた株式価格の上昇は、個別的な銘柄について起こった現象ではなく、市場全体について起こった現象であるから、とすれば企業の解散や買収も個別的なものではなく、ほぼ全ての企業について問われなければならないことになる。だが、そういう時期ではなかったことは、誰の目にも明らかである。東京証券取引所一部に上場している一流企業がほぼ全て解散や買収という状況に直面したなどということはなかったのである。したがって、PBRが妥当する理論的根拠は、1980年代後半という時期においては見いだせないと言うべきである。

第二に、実際問題としても、企業の保有する土地資産が株式価格に直接影響を与えたという事実はないからである。1980年代後半以降の株式価格の運動を分析するに際し、PBRに依拠しようとする論者は、企業の解散や買収を想定せずとも、企業の資産としての土地の価格が株式価格に影響を与えうるとみる。すなわち、先にふれたように、土地の含み益による株主への利益分配、あるいは赤字補填や事業展開のための資金源ということである。こうした主張は、一見説得的に見える。だが、果たして本当にそうであったのだろうか。わたくしは、そうではないと思う。というのも、土地の含み益による株主への利益分配ということについて言えば、株式価格の急激な上昇がみられた1980年代後半において、株主への利益分配、すなわち配当や無償増資にその痕跡が全く見当たらないからである。例えば、無償増資や株式分割は、金額ベースでみると1985年に681億円であったものが、1986年には418億円、そして87年には85年の約半分の343億円へと大きく減少している。また数量ベースでみても1985年の44億株から86年に39億株、87年には33億株へと減少している。数量ベースで85年の水準を上回るようになるのは、暴落前夜の1989年になってからのことなのである<sup>15)</sup>。株式価格の急激な上昇は土地の含み益の株主への分配によって生じたわけではないのである。

何よりも、土地価格が株式価格に直接影響を与えたのではないことは、両者の価格動向を見れば明らかである。土地価格が株式価格の運動を規定したというならば、両者の価格変動には連動性があるはずである。だが、株式価格の急激な上昇は、土地価格が上昇するよりも前に起こっている。土地価格が急激に上昇しだすのは、1987年になってからのことであって、株式価格の上昇は土地価格の変動とは独立に起こっているのである。また暴落をとってみても同様である。1990年に株式価格は暴落するにいたるが、当時土地価格は依然として高騰を続けており、土地価格が暴落するのはようやく1992年になってからである。株式価格の暴落は土地価格の動向とは独立に生じているのである。株式価格はその上昇においても暴落においても土地価格の変動とは直接には関連はないように思われる。

### 3. 法人株価論＝需給管理株価論に 基づく分析視角

これは、法人による株式の需給管理体制、すなわち現代における株式市場が1950年代までの自由競争的な市場ではなく、法人による需給管理型の市場へ転化してしまっているのだということ、に着眼して構築された株式価格論に基づいて、法人間での株式の相互持ち合いに1986年以降の株式価格の急上昇の核を見いだそうとする説である<sup>16)</sup>。この説によれば、系列化のための株式所有やグループ化のための株式所有といった、法人の株式所有、法人大株主の存在が株式市場に決定的な影響を与えている、という。法人の株式買いは、配当の取得を目的としてではなく、取引関係の維持等を目的として行われている。しかも、有利な時価発行増資ができるように、証券会社も介入させながら、日常的に「安定株主工作」が行われる。こうした法人による株式所有が株式の所有構造において大きな地位を占めるようになってきたため、これによって株式価格は一時的ではなく、恒常的に底上げが図られ



ている。こうした株式価格の上昇傾向が個人投資家や外人投資家の投機的な株式の購入を誘うことになった。1986年以降の株式価格の急上昇の核は、この意味で「法人買い」にもとめられるというのである。

この説に対するわたくしの考え方は、こうである。確かに、日本においては法人による株式の相互持ち合いという事情が存在している。1960年代の資本取引の自由化を契機としつつ、1970年代においてもこうした株式の購入が行われてきたのである。だが、1986年の株式価格の暴騰は、こうした法人買いに核があるわけではないと思う。1986年以降の株式価格の高騰は、過剰な貨幣資本の発生に基づく投機的な株式売買によるものであって、相互持ち合いを目的とした株式購入を核としたものではないと思うのである。

この説によれば、株式の相互持ち合いといった安定株主工作による株式価格の上昇傾向が個人投資家や外人投資家などの投機的な株式投資を誘ったとされている。確かに、関連の、あるいは取引関係のある企業に自社の株式を買ってもらい、自社の株式の価格を安定させたり、あるいは上昇させたりするということは、ある程度は可能であって、現実に行われてきたことではある。しかし、注意しなければならないことは、株式の相互持ち合いといった安定株主工作は、1986年以降の史上希なる株式価格の暴騰を誘発するほど、実際は万能なものではないということだ。というのも、株式の相互持ち合い自体、限界のあるものだからである。いくら、株式の相互持ち合いが取引関係の維持等を目的として行われ、株式投資それ自体の収益性（配当）を問題としないとはいっても、全くそれを無視することはできないからである。おしなべて株式の配当というものは極めて低いから、安定株主ということで株式を長期保有目的で購入するということは、その分だけ資金を長期にわたって非効率的に運用することを意味する。このことを、企業も、金融機関も、生命保険会社も、無視することはできない。価値増殖を精力的に図らなければ、どれも競争によって没落の運命を担わなければならないからである。企業は、利潤率の極大化を、銀行は利鞘（貸出によって受け取る利子の総額 - 預金へ

の支払い利息)の拡大を図らなければならないし、生命保険会社は銀行の預金金利を上回る運用実績をあげなければならないのである。したがって、これらの投資主体が利子率よりもはるかに低い利回りの株式を安定株主ということで長期保有目的で購入するのは、商取引や預金獲得や保険の獲得でそのマイナス面を補える場合に基本的には限られるのであって、無制限に行えるというものではない。だから、株式の相互持ち合いは、1986年以降の未曾有の株式価格の暴騰を誘発するほど、大きな広がりを見せることはできないのである。株式の相互持ち合いが万能でないことは、1960年代、1970年代を通して安定株主工作が一貫して行われてきたにもかかわらず、1970年代において株式価格が下落したことも分かるが<sup>17)</sup>、何よりも、1960年代、1970年代を通して安定株主工作が一貫して行われてきたにもかかわらず、その時期において1986年以降にみられたような株式価格の暴騰という現象は一度も生じていないことから分かる。株式の相互持ち合いといった安定株主工作が行われれば、必ず株式価格が史上例をみないほど暴騰するというわけではないのである。株式の相互持ち合いは、小さな投機を引き起こすことはできても、それ自体限界があるために大きな投機の波を引き起こすことはできないのである。

相互持ち合いによる株式価格の上昇傾向という事柄は、株式価格の暴騰の原因、核をなすものではなく、むしろ、過剰な貨幣資本が、なぜその投機的な運動の場を、商品などではなく、株式に見いだしたのかという、貨幣資本の投機的運動の在り方、形態の必然性を説明する一要因にすぎない。一般に、過剰な貨幣資本は、それが生産的な投資先を見いだせない以上、その他のところで投機的な運動を展開せざるをえないが、どこでその投機の間を見いだすかは、全くその時々々の外的な条件に依存している。過剰な貨幣資本にとって、投機の展開場所がどのような場であるかは全くどうでもよいことであるからだ。流通に寄生し、流通における価格の変動の差額をすくい、それによって価値増殖できればよいわけであるから、過剰な貨幣資本はその時々

の大きな価格差を見込めるところに投機の対象を見いだす。当時、株式は、商品と違ってかかる価格差を見込めるものであり、投機の対象として適したものであった。1986年において、商品価格が需給関係や円高の急激な進展などからほぼ安定していたのに対し、1985年以前の株式価格の運動は基本的に右肩上がりで堅調に推移していたからである。法人による株式の相互持ち合いは、株式価格を暴騰させるほどの影響力はないが、ある程度漸騰傾向で推移させる要因ではある。株式の相互持ち合いは、株式価格が1985年まで漸騰傾向にあることに、ある程度寄与していたと言ってよい。この点において、株式の相互持ち合いという事柄は、過剰な貨幣資本が投機的な運動を展開する対象に関する形態を規定した外的な条件であったと言えよう。

実際、株式価格の暴騰が株式の相互持ち合いを核としたものではなく、過剰な貨幣資本による投機によるものであったことは、当時の法人の売買回転率を見れば一目瞭然である。株式価格の暴騰が相互持ち合いを基本としたものであるならば、1986年における法人の売買回転率は極めて低いはずである。株式の相互持ち合いは安定株主ということの基本としているから、一度株式を購入すれば、その間の株式価格の変動がどうであろうが、それを再び売却することはないからだ。また、たとえ経営の赤字補填などのために、それをやむを得ず、売却する必要にかられたとしても、関連の、あるいは取引関係のある企業に引き取ってもらって、それを株式市場に売りに出すことはないからである。ところが、1986年以降に発生した株式価格の暴騰は、法人の売買回転率が極めて高いことを基本としている。この事実は、1986年以降の株式投資が、一度買ったなら市場には売りに出さないというような安定株主工作によるものではなかったことを示している。1986年以降において売買回転率が極めて高かったのは、法人が、過剰な貨幣資本を背景として投機的に活発に株式を売ったり、買ったりして、広く市場の投資家から値上がり益を得ようとしたからなのである。1986年以降の株式価格の暴騰は、株式の相互持ち合いといった株式市場の内的な要因によるものではなく、過

剰な貨幣資本による投機を根拠とするものなのである。

## おわりに

本稿では、1980年代後半の株式価格の運動に関する諸説を検討してきた。PERに基づく分析視角、PBRに基づく分析視角、法人株価論＝需給管理株価論に基づく分析視角など様々提起されてはいるが、1980年代後半に見られた株式価格の運動は、むしろ景気の特異な反転様式のなかで発生した過剰な貨幣資本の投機的な運動との関連において論じられるべきであるようにおもわれる。

### 〔注〕

- 1) K. Marx, *Das Kapital, Kritik der politischen Ökonomie*, Dritter Band, K. Marx-F. Engels Werke, Band 25, Institut für Marxismus-Leninismus beim ZK der SED, Dietz Verlag, Berlin, 1964. S. 494. 大内兵衛・細川嘉六監訳『マルクス＝エンゲルス全集』第25巻第2分冊, 大月書店, 1968年, 610ページ。
- 2) a. a. O. S. 484. 前掲訳書, 597ページ。Rudolf Hilferding, *Das Finanzkapital – Eine Studie über die jüngste Entwicklung des Kapitalismus*, 1910. 岡崎次郎訳『金融資本論』上巻, 岩波文庫, 1982年, 209–210ページ参照。なお, ヒルファディングの創業者利得の成立をめぐることは, ヒルファディングの「配当の利子化」の解釈との関連から批判がなされているが, その批判があてはまらないことについては, 後藤泰二『株式会社の経済理論』ミネルヴァ書房, 1970年, 53ページ以降を参照されたい。
- 3) ヒルファディング, 前掲訳書, 210ページ。
- 4) 川合一郎『川合一郎著作集3 株式価格形成の理論』有斐閣, 1981年, 263–278ページ。
- 5) 奥村宏『日本の株式会社』東洋経済新報社, 1986年, 137ページ。
- 6) 例えば, 奥村, 同上書, 236ページを参照。
- 7) オプションの理論については, 詳しくは飯原慶雄他著・名古屋証券取引所監修『株式市場とオプション取引』中央経済社, 1989年を参照されたい。
- 8) 「ランダム仮説」が株式価格の変動における理論的根拠を認めない理論であるかのように解釈する議論がある。例えば, 副島保『株式経済論』中央経済社, 1977

- 年（226 ページ）がそうである。しかし、それは誤解であるように思われる。このランダム仮説にとって、株式価格がランダムに動くということは、逆に株式価格がそれを決定する諸要因を正しく、即座に反映しているということなのである。
- 9) 岡本勝美『転機に立つ株式市場』東洋経済新報社、1979年、57 ページ。
  - 10) PER を基に株式価格を分析しようとするものとしては、例えば、日本銀行「平成元年度の金融および経済の動向」『調査月報』平成2年5月号、40-44 ページ、がある。
  - 11) PBR 的な考え方をするものとしては、経済企画庁『経済白書』平成3年版、大蔵省印刷局、1991年（165 ページ）がある。そこでは、「株価総額は企業が保有する有形、無形の資産に対する評価額の総計である」とされ、「地価上昇も土地を保有する企業の資産価値を高め、その株価の上昇をもたらした」と述べられている。また、土地などの企業資産を時価評価して株式価格を考えるものとしては、若杉啓明・紺谷典子他『日本の株価水準研究グループ報告書』日本証券経済研究所、1988年、がある。
  - 12) 川合、前掲書、20 ページ。川合一郎「株価形成のメカニズム」『川合一郎著作集 4 戦後経済と証券市場』有斐閣、1981年所収、194 ページ。
  - 13) 例えば、川合、前掲『著作集3 株式価格形成の理論』有斐閣、1981年、21 ページを参照されたい。
  - 14) 川合、同上書、37 ページ。
  - 15) 東京証券取引所調査部「62年の証券市場」『証券』1988年1月号、15 ページ、および同「平成5年の証券市場」『証券』1994年1月号、31 ページ、参照。
  - 16) 奥村、前掲書。
  - 17) 岡本、前掲書、48 ページ。