

株価純資産倍率の検討

—擬制資本と現実資本の経済理論の視角から—

佐藤 俊幸 (岐阜協立大学経済学部)

キーワード：経済、金融、株式

目次

はじめに

1. 株価純資産倍率 (PBR) とは
2. わが国での株価純資産倍率の普及の契機
3. 株価純資産倍率の使われ方
4. 株価純資産倍率の検討
5. 株価純資産倍率の使われ方の変容
6. 擬制資本と現実資本
おわりにかえて

はじめに

周知のように主要な株価理論の一つに株価純資産倍率 (PBR) の理論があるが、従来、株価純資産倍率が果たしてきた主要な役割は一般投資家の株式投資を扇動するという点にあった。業界関係者がこの株を売りたい＝一般投資家に買わせたいと思ったら、株価純資産倍率が低い場合は今が買い時であると言い、株価純資産倍率が高い場合は、株価純資産倍率が高いのに買われる人気銘柄であると言う。株価純資産倍率とは、業界関係者にとって、いわばどんな時でも株を買わせることができる便利な手段として機能していた。

だが、近年では株価純資産倍率の役割に変化が生じているように思われる。例えば、それは業界関係者の次のような主張に現れている。「株価純資産倍率が 1 倍を下回る状況とは、もう今の経営などやめて、企業を解散し、手持ちの純資産を分配した方が株主のリターンが大きい状況を指す。『あなたの企業の存在価値などありません』『もう解散した方がいいですよ』という株式市場からのメッセージである」というような主張が、それである。東京証券取引所も株価純資産倍率が 1 倍を下回る上場企業に対して、現在の株価水準を引き上げるための具体策の開示を上場企業に要請しており、増配や自己株式の取得などといった、発行会社による株主還元策が取り沙汰されるようになってきている。つまり、従来は現状の株価水準を肯定して「今が買い」であるとして投資家の株式投資を扇動するということが株価純資産倍率の役割であったのであるが、近年は現状の株価水準に異を唱え（「安すぎる」）、株の発行会社にその内部の資金を吐き出させて、株価上昇へつなげるということにその役割が変化している。

株価純資産倍率の理論としての客観的妥当性が検証されないままに、企業の存在価値を問う理論としても利用されている現状があるように思われるが、果たして株価純資産倍率は株価理論として客観的妥当性

をもつものなのであろうか。また、株価純資産倍率が1倍以下の企業は存在意義がないと主張されているが、果たして本当にそうなのであろうか。本稿では、擬制資本と現実資本の理論を踏まえながら、2021年までを研究対象期間としてこれらの問題について論じたいと思う。

本稿の構成は、以下のとおりである。初めに株価純資産倍率とは一体どのようなもので、どのような論理を基盤として成り立っている理論なのかを明らかにする。次いで株価純資産倍率がわが国で普及した背景とはどのようなものであり、また従来どのような使われ方をされてきたのかについて論じる。これらのことを踏まえたうえで、次に現実との関連において株価純資産倍率の株価理論としての客観的妥当性について検証する。そして最後に株価純資産倍率はバブル崩壊の前後でその役割を大きく変化させているが、その変化の背景とは何であり、それがもつ意味合いや妥当性について検証を加えることとする。

1. 株価純資産倍率（PBR）とは

株式投資にあたっては、その時々の株式価格の水準を割高とみるのか、あるいは割安とみるのかによってその運用成果に大きな影響があるので、投資家はその時々の株価水準の妥当性を推し量る投資尺度を求めようとする。株価は何によって全体として規定されるのかという問題が焦点となる所以である。

株式は様々な側面をもっており、①企業があげた利益の分配を受けられるという配当証券としての側面、②企業が解散する時にお金（純資産）が残っていれば株主がその分配にあずかることができる（残余財産分配請求権）という資産証券としての側面、③企業の経営について口出しができるという支配証券としての側面、④流通における価格変動を利用し、その価格差をすくうという投機証券としての側面がある。

株式市場では各投資家がそれぞれの思惑に基づいて投資を行うので、どの側面に着目するかによって各投資家の価格付けも様々であるが、これらの側面のうち市場において最も大きな売買シェアを占めるものが株価を全体として規定することになる。筆者は配当証券としての側面が株価を全体として規定するという立場に立つものであるが¹⁾、上述のどの側面を重視するかに応じてこれまで様々な株価理論が生まれてきた。本稿で取り上げる株価純資産倍率という株価理論は、資産証券としての側面や支配証券としての側面に立脚した理論である。

そこでまず株価純資産倍率とは何かということについて論じようと思う。株式は最も原始的には出資を証する紙券であって、その限りでは最初に出資された貨幣額、具体的には様々な形をとる資産価値の可除的な一部分に対する所有権を示している。これは出資された瞬間には額面金額と同じであるが、資本が現実機能し始めると、価値増殖によって額面から離れてしまい²⁾、初期に出資された額とは異なる純資産額に対する一可除部分に対する所有権を表すことになる。

株価純資産倍率（Price Book-value Ratio）とは、この純資産額が株価水準を規定するとみる株価理論である。純資産が株価を規定すると考える根拠については、資産証券としての側面に着目して説明するものと支配証券としての側面に着目して説明するものとの二つがある。まず株の資産証券としての側面に着目して説く考え方を説明し、次いで支配証券としての側面に着目して説く考え方について説明したいと思う。

株価純資産倍率は、具体的には、株価を1株当たりの純資産で除すことによって求められる。すなわち、株価が1株当たり純資産の何倍まで買われているか、言い換えれば1株当たりの純資産の何倍の値段が株につけられているかをみるものである。これを式に表すと、次のようになる。

$$\text{株価純資産倍率} = \frac{\text{株価}}{1 \text{株当たり純資産}}$$

この株価純資産倍率の理論の意味は、この式の分母と分子をひっくり返してみると、よく分かる。株価純

資産倍率の式をひっくり返すと、以下のようになる。

$$\frac{1 \text{ 株当たり純資産}}{\text{株価}}$$

まず、分母に当たる株価からみると、これは投資家にとっては投資金額に相当することになる。

では、分子にあたる1株当たり純資産の方はどうか。純資産とは簡単に言えば、資産合計から負債を差し引いた企業自身の所有するお金のことであり、この純資産は企業が解散する時に株主に分配されるものである。それを発行株式数で除して算出される「1株当たり純資産」とはこの企業が解散する時に、1株当たりいくらの純資産が株主に山分けしてもらえるのかということを示した金額に相当する。

分母に投資額を置き、どれだけの見返りがあるのかを分子に置いていることから分かる通り、株価純資産倍率の意味するところのものは、投資家の投資額（株価）に比べてどれくらいのお金が企業の解散時に投資家の懐に入ってくるものなのか、その儲けの程度をみたもの、ということにある。この株を買うにあたって投資家が投下したお金（株価）に比べて、会社の解散時に山分けされるお金（1株当たり純資産）が多ければ投資家の儲けにつながる。その株に買いが入り、株価が上昇するし、逆に投資家が投下したお金（株価）に比べて、会社の解散時に山分けされるお金（1株当たり純資産）が少なければ損失となるので、その株に買いは入らず、株価は上昇しない、ということになるという。

今、株価純資産倍率の分母と分子をひっくり返してみているので、その点を考慮して言い換えると、株価純資産倍率が2倍ということは、投資したお金（株価）に対して、会社の解散時にはその半分しか山分けされない。その株に買いは入らず、株価は上昇しない。逆に株価純資産倍率が0.5倍ということは、投資したお金（株価）に対して、会社の解散時にはその2倍のお金が山分けされることになるので、それを目当てにその株に買いが入り、株価が上昇するということになる、ということになる。

このように純資産を会社が解散する時にもらえる残余財産として捉えて、言い換えると資産証券としての側面に立脚（着目）して、株価水準の妥当性を判断するのが株価純資産倍率である。

他方、支配証券としての側面に着目して説く見方もある。それによれば、企業の解散ということを考えても、企業の買収などにおいて以下のようなことが考えられる、という。投資家が資本を事業に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（再生産過程の内部にあって資本機能を営む生産資本や商品資本）へ転化して新規に企業を設立するという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の二つがあるが、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純資産と関連をもつことになるはずだ、という。例えば、1株当り純資産が株価より低ければ、新たに企業を設立するよりも既存の企業を買収した方が有利なので、買収目的の買いが入り、株価が上がるが、逆に1株当り純資産が株価より低ければ、新たに企業を立ち上げた方が有利なので、買収目的の買いは入らず、株価は上昇しない。こうして株価は純資産（より正確には1株当り純資産）との関係によって規定されるはずだ、というのである。

2. わが国での株価純資産倍率の普及の契機

このように、株価純資産倍率という株価理論は純資産が株価を規定するという理論であり、資産証券としての側面や支配証券としての側面に着目された考え方であるが、わが国で株価純資産倍率が普及した理由も資産証券や支配証券としての側面が株式投資において注目されたことにある。

まず、1945年から1948年までの戦後直後の企業再建整備の整理過程においては、配当はほとんど支払われなかったにも関わらず、高い株価がついていた。これは残余財産請求権、すなわち資産証券としての側

面が注目されたからである³⁾。また、その後の資産再評価問題や1960年代後半の資本取引の自由化も以下に述べるように株価純資産倍率の理論の普及に関わっている。

まず資産再評価についてであるが、資産再評価とは、戦中戦後のインフレーションによる物価騰貴に対処するため、企業の資産の帳簿価額を、資産の実質的価値を反映する価額に修正することにより、名目的利益への課税を阻止するとともにわが国における自己資本による設備投資の促進を図ることを目的としたものである。資産再評価は1950年に資産再評価法が成立し、第1次再評価、第2次再評価、第3次再評価と3回にわたり任意再評価が行われ、その後1954年に企業資本充実のための資産再評価等特別措置法が制定され、一定規模以上の株式会社に対し、第3次再評価が強制された⁴⁾。この結果1兆3293億円の再評価差額が生じたが、この再評価差額は再評価積立金という特別な勘定に積み立てられた。再評価積立金は企業資本の修正であり、本来株主へ帰属すべきものである⁵⁾。こうして固定資産の再評価益積立金の資本組み入れによって無償交付が行われたことが、企業の純資産との関係で株価をとらえようとする株価純資産倍率の理論がわが国で普及することとなった。

次にその後の高度経済成長期においては、日本の高成長が外国の投資家の日本の株式への関心を呼び起こし、1960年代に入ってから外国人投資家による日本の株式投資が増加し始めた⁶⁾。しかも受益証券認可よりも経営参加認可の方の割合が多く、伸び率も高かった⁷⁾。そうしたなかで1960年代の後半に資本取引の自由化を迎えたのであった。周知のように1964年にわが国はOECDに加盟するが、OECDの規約には「相互に資本移動に関する制限を漸進的に撤廃する」とあり、1967年の第1次自由化措置（既存企業に対する外資の株式取得は、外国人1人5%、外国人全体で15%までは自由。ただし、それ以上は政府の認可を必要とする）を皮切りに1973年の第5次自由化措置（一部業種を除き、全て自由。ただし、その場合でも日本側の当該会社の承認を必要とする条件がつけられた）まで段階的に自由化がなされていくことになった。この過程のなかで、外国資本による日本企業の買収、乗っ取りが行われる可能性が問題視された。

株価純資産倍率がわが国で普及したもう一つの理由は、この点にある。株の買収をする側（外国人投資家）からみた場合、もし、株価純資産倍率が1未満の銘柄が存在するならば、それらを取得してその会社を買収する方が新たに会社を設立するよりも効率が良いということになる。株の買い占めに必要な資金（株価）と比較して、それ以上の会社の純資産を手にすることができるからである。こうして企業の純資産を買収の採算点としてとらえることで、支配証券としての側面からも株価純資産倍率の理論が広く浸透するようになったのである⁸⁾。

3. 株価純資産倍率の使われ方

以上のように株価純資産倍率は企業の純資産が株価を規定するという考え方であり、本来は資産証券や支配証券としての側面に立脚した理論であるが、特に1980年代後半のバブル以降、株の値上がり益を狙う投機家によって利用され、株の底値判断に用いられることが多くなった⁹⁾。株価変動を利用して大きく儲ける鉄則が「できるだけ安く買って、できるだけ高く売る」ことにある以上、投機家としてはもうそれ以下には下らない株価水準、いわゆる「底値」が分かればよいが、株価純資産倍率の理論を使うとその底値が分かるという。具体的には株価純資産倍率が1倍の時の株価（1株当たり純資産と同額の株価）が底値になるというのである。

なぜ株価純資産倍率1倍がその株の底値となりうるといえるのか。その理由は、既に述べたこととも関連するが、資産証券としての側面や支配証券としての側面に基づいてやはり説かれている。まず資産証券としての側面からのものについてみてみよう。

例えば、1株当たり純資産が1000円のA社の株価はたとえ下落したとしても1株当たり純資産と同額の1000円（株価純資産倍率が1倍）が底値になるはずである、という。株価純資産倍率が1倍、すなわち株価が1000円という水準は、1000円でこの株を買って、解散時に1000円の純資産が山分けしてもらえると、投機家の収支としては損得ゼロの水準にあたる。もし株価がこの1000円を割り込むようなことになれば、その値段で買った投機家には企業の解散時に儲けが出ることになるであろう。そのような投機家にとって有利な状況を投機家が見逃すはずはなく、株価が1000円を割り込もうとすると、市場に投機家の買いが必ず入るに違いない、それゆえ、株価は1000円より低い水準にはなるはずがないというのである。

したがって、この株の価格が株価純資産倍率1倍の水準すなわち1000円を割って、例えば500円というような株価純資産倍率が1倍を割るようなことなどは株価純資産倍率の理論では起こるはずがないと考えられている（表1参照）。

次に支配証券としての側面からの説明について述べよう。上述の例において、もし株価が1000円を割るようなことになれば、新たに企業を設立するよりも既存の企業を買収した方が有利なるので、買収目的の買いが必ず入るはずであり、株価が1000円を割り込むようなことは起こるはずがない、というのである。

表1 株価純資産倍率の計算例

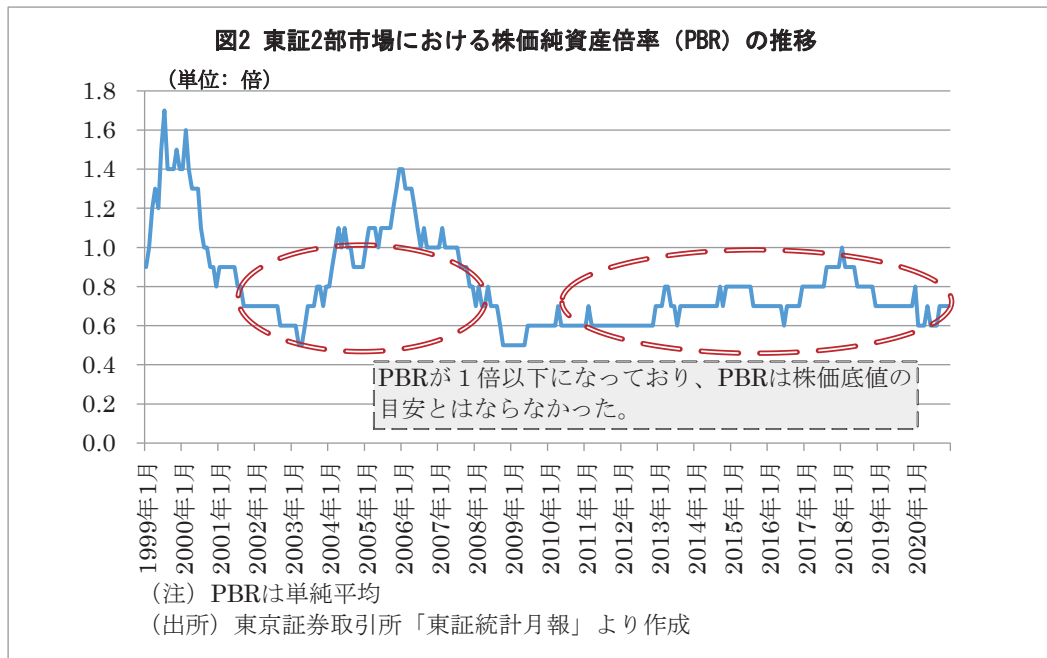
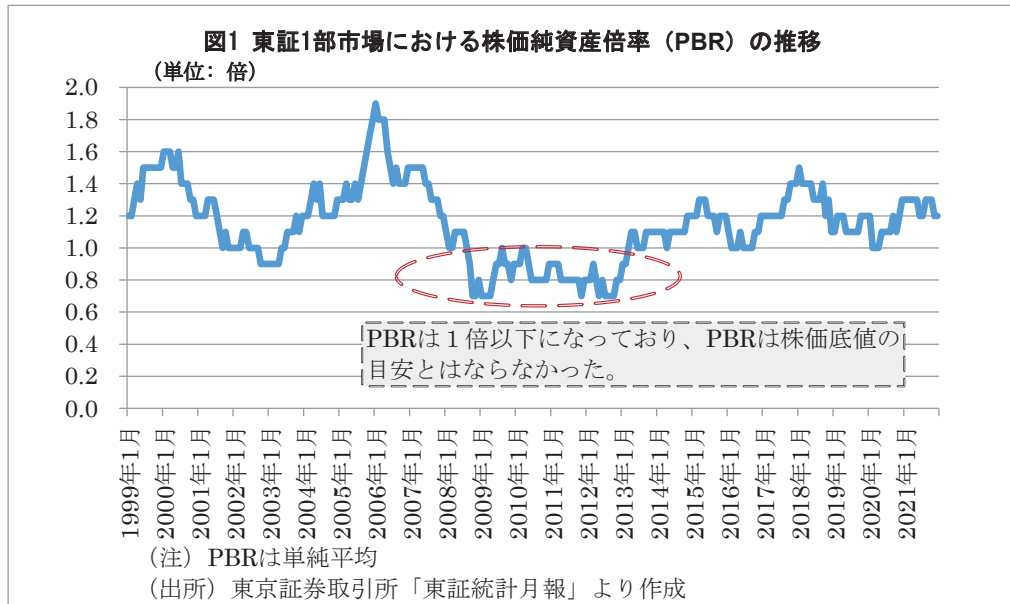
A社の株価	2000円	1000円	500円
A社の1株当り純資産	1000円	1000円	1000円
A社の株価純資産倍率	2倍	1倍	0.5倍

4. 株価純資産倍率の検討

上述のように、株価純資産倍率は特に1980年代後半のバブル以降、株価の底値判断に用いられてきた。わが国の多くの研究者が株価純資産倍率1倍の時の株価水準が底値であると論じてきたし、また業界関係者も「1株当り純資産を株価が下回るとは理論上あり得ない。実際、大和証券(株)が発表している東証市場第一部225種のPBRも、1966年の発表以来1を割ったことはない(傍点…佐藤)」¹⁰⁾という主張、あるいは純資産は「会社の解散価値を表しますので、PBRは理論上1を割り込むことはないと考えられます。このため、PBRが1を割り込んだ場合、株価は大底値圏にある」¹¹⁾という主張をこれまで展開してきた。しかし、実際にはこうした主張とは全く逆に、バブル崩壊による株価暴落のなかで東証第一部市場では2008年頃から、同第二部市場においては2000年頃から株価純資産倍率は1倍を割る状況が生じていた(図1、図2参照)。

2022年12月現時点においても時価総額の大きな日本を代表する大企業ですら株価純資産倍率が1倍を下回る企業が数多く存在している。東証が2022年12月に公表した資料によれば、プライム市場の50% (922社)、スタンダード市場の64% (934社)が株価純資産倍率1倍割れであるという¹²⁾。「理論的にあり得ない」と言われてきた現象が起こり、しかも常態化しているのである。こうした現実を前に、株価純資産倍率の理論を信奉してきた論者がこの事態をどう説明するのかという点に注目すると、ほぼ共通した一つの特徴が見受けられる。すなわち、「純資産といっても、企業のブランド力、会社の特許、不動産の価値は日々変動し、また売却したくても相手が納得しなければ安く買い叩かれる。つまり、会計上、帳簿に記載されたものが市場価値と一致していないことに最大の理由がある」とする論調である。つまり、
「株価純資産倍率の理論（1株当たり純資産が株価を規定するという理論）それ自体は理論的には正しい

が、ただその理論を現実の分析に適用しようとする市場評価などの技術的な困難が入ってしまって、正確性を欠いてしまう」という理屈である。



だが、果たして本当にそうなのであろうか。実際に適用しようとする際の技術的な困難さにはなく、そもそも株価純資産倍率の理論自体に問題があると私は考える。株価純資産倍率の理論は資産証券や配当

証券としての側面に立脚して、企業の純資産が株価を規定すると考えているが、しかしその立脚している基盤自体に誤りがあると思うのである。株価純資産倍率の理論が依って立つところの資産証券や支配証券としての側面が株価に影響を与えるのは例外的かつ一時的な一局面に過ぎず、株価を基本的（長期的）に規定するものではないからである。株価を基本的（長期的）に規定するのは、資産証券や支配証券としての側面ではなく、配当証券としての側面である。

確かに、株式は、様々な側面をもっており、本稿の冒頭部分でも述べた通り、①剰余価値の一部分、すなわち配当に対する請求権という配当側面ばかりではなく、②企業の純資産に対する権利（残余財産分配請求権）であるという資産証券としての側面や③経営権の不可除部分であるという支配証券としての側面などをもっているから、流通市場での株式の需要はこれらの諸側面に基づいて起こりうるものであり、株式はそれらのどの側面に着目するかという投資家の思惑によって様々な価格づけがなされる。

だが、それにもかかわらず配当証券としての側面において株価は基本的（長期的）に規定される。具体的に言えば、配当の資本還元値において株式価格の法則的な水準が規定される¹³⁾。というのも、資産証券としての側面についていえば、株式は「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¹⁴⁾」く、通常の状態であれば株式が企業の純資産との関係で価格づけされることはないからである。株式会社がすぐに解散し、純資産を株主に分配していた初期の株式会社のような時代であれば、株は純資産との関係を強く持っていたが、今日の株式会社は永続的な存在となり、継続的に資本の運動を行うようになって以上、会社の純資産を株主に分配することはなく、分配するのは利益の一部（配当）だけになっている。つまり、株価は純資産ではなく、配当との関係を強くもつようになったのである。わが国の場合においても、資産証券としての側面が株価を規定したのは朝鮮銀行などの閉鎖機関が存在した戦後直後にみられるような特殊な期間に限っていたし、またその後の資産再評価問題、すなわち固定資産の再評価積立金の資本組入れによる無償交付についても配当能力、すなわち配当証券としての側面の範囲内でしか行えなかったのである¹⁵⁾。

また、③支配証券としての側面についていえば、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。まして、資本規模の巨大化に伴う株主の分散によって支配に必要な株式数の減少が生じた今日においては、支配証券としての株の需要は配当証券としての株の需要よりも相対的に少なくなる¹⁶⁾。よって、配当証券としての株に対する需要が株式市場において大きな比重を占めることになり、株価は配当証券としての側面において基本的（長期的）に規定されることになるのである。株価を、一時的にはともかく、基本的（長期的）に規定することのない資産証券や支配証券の側面に立脚して、純資産が株価を規定すると考える株価純資産倍率の理論には、その論理自体に無理があるのである。私は株価純資産倍率の理論、すなわち純資産が株価を規定するという理論には理論的に無理があるということを実際に株価純資産倍率がわが国で1倍を割る事態が生じる以前から既に指摘していたが¹⁷⁾、株価純資産倍率の1倍割れという事態が恒常化しているという今日の現実そのものが株価純資産倍率の理論の妥当性の欠如を示しているように思われる。

5. 株価純資産倍率の使われ方の変容

株価純資産倍率は基本的（長期的）に株価を規定するものではないのであって、そういう意味においては株価理論として客観的妥当性をもつものではない。しかしそれがゆえに、他面において柔軟な使われ方を許容する理論でもあった。既に論じたように、株価純資産倍率は元々資産証券や支配証券としての側面に立脚した理論であるが、そこから転じてバブル期などにおいては株の投機証券としての側面に着目して

株の値上がり益を狙う投機家によって株価の底値判断に利用されてきた。より具体的に現実に即して言えば、株価純資産倍率が果たしてきた役割は、一般投資家の株式投機を扇動するという点にあった。業界関係者が一般投資家にこの株を買わせたいと思ったら、株価純資産倍率が低い場合は今が買い時であると言い、株価純資産倍率が高い場合は、株価純資産倍率が高いのに買われる人気銘柄である、と言う。株価純資産倍率とは、業界関係者にとって、いわばどんな時でも株を売買させることができる便利な手段として機能していた。

だが、近年ではそうした株価純資産倍率の役割に変化が生じているように思われる。例えば、それは業界関係者やメディアの次のような主張に現れている。「株価純資産倍率が1倍を下回る状況とは、もう今の経営などやめて、企業を解散し、手持ちの純資産を分配した方が株主のリターンが大きい状況を指す。『あなたの企業の存在価値などありません』『もう解散の方がいいですよ』という株式市場からのメッセージである」というような主張が、それである。東京証券取引所も株価純資産倍率が1倍を下回る上場企業に対して、現在の株価水準を引き上げるための具体策の開示を上場企業に要請しており、増配や自己株式の取得などといった、発行会社による株主還元策が取り沙汰されるようになっている。

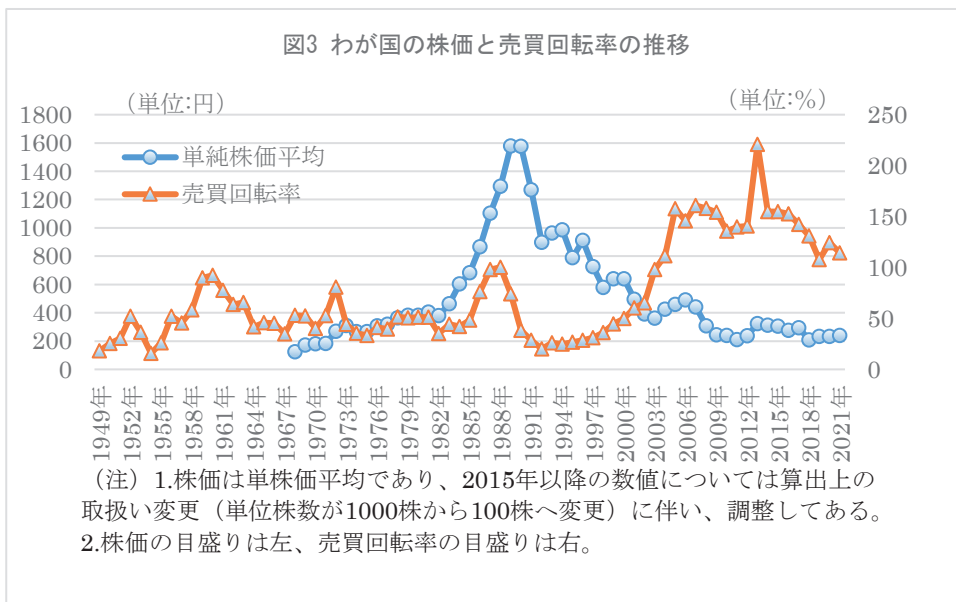
つまり、従来は現状の株価水準を肯定して「今が買い」であるとして一般投資家の株式投機を扇動するという点に株価純資産倍率の役割があったのであるが、近年は現状の株価水準に異を唱え（「安すぎる」）、株の発行会社にその内部の資金を吐き出させて、株価上昇へつなげることにその役割が変化している。この背景には何があるのか。

これには、わが国の株式市場の構造変化が関係している。わが国の株式市場の構造変化、すなわち株価操作という株価上昇の基盤を失ってなお、株式市場において投機によって利益（株の値上がり益狙い）を得ようとする、近年の株式市場の構造変化に注目する必要がある。

かつてのわが国の株市場の構造は、次に述べるようなものであった。1960年代前半までその法則的な水準（配当の資本還元値）通りに推移してきたわが国の株価は、1960年代後半以降株価操作によって異常な水準へと吊り上げられていった。具体的に言えば、企業や金融機関の株の持ち合いによって流通市場から株を吸い上げ、株式の需給関係を人為的にわざと逼迫させ、株価を吊り上げていったのである。元々、株の持ち合いによる株価操作は資本取引の自由化による乗っ取り防止策として始まったものであった¹⁸⁾。こうした乗っ取り防止目的だけであれば、会社の支配権を安定的に維持できる水準以上に株を市場から買い上げる積極的必要性はなく、株価も絶えず上昇し続けることを求められることはなかったと思われる。しかし、株の持ち合いによる株価操作はやがて時価発行増資による低コストでの資金調達を梃とした株式投機へとその目的を変えた。その結果、株の持ち合いによる株価操作は、投機のために際限なく行われるようになり、株価は絶えず上昇し続けることを求められることになった。「バブル」といわれる1980年代後半のカネ余り現象による巨額の余剰資金の流入がこれに拍車をかけ、わが国の株価はその本来の法則的な水準（配当の資本還元値）からより一層かけ離れた水準へと上昇した。この投機による差益の獲得においては、一般投資家を株式市場に引きずり込むことがとりわけ重要である。企業や金融機関の間だけで株を買い合って、株価を吊り上げるだけでは、一方の利益は他方の損失になるだけで、お互いにとってあまり意味がないからである。企業や金融機関の株の持ち合いによって株価を上昇させた後、それより高値で買いに入ってきてくれる一般投資家の追随投資が存在してこそ、企業や金融機関の投機が成り立つ。その投機を成立させる一翼を担ったのが、株価純資産倍率の理論である。株価純資産倍率の理論は、「企業が資産として保有する不動産や株式の含み益を株価純資産倍率に反映させて考えるならば、日本の株価は決して高くはなく、妥当な株価水準である」としてわが国のバブル期の株価水準の異常性を覆い隠すとともに、むしろ現状を肯定して「今が買いである」として一般投資家を株式市場に引きずり込む役割を果たした。

この時代においては、投機とはいえ、株の持ち合いによる株価操作という絶えず株価を右肩上がりで見せさせる強力な根拠（基盤）があった。だからこそ、一般投資家を株式市場に引きずり込むことが継続的に可能であり、それにより企業や金融機関は十分な株の値上がり益を投機において得ることができたのである。

だが、この株価操作は流通市場で出回る株式数を減らしてこそ、株価を吊り上げることができるものである。時価発行増資の盛行によって株式の供給数が際限なく増大していけば、株の需給関係を逼迫させて株価をコントロールするという株価操作は次第に困難になる。1990年代に入って株価が暴落したのは、こうしたことが根底にあった。株の需給関係を意図的に逼迫させ、株価をコントロールすることができなくなったわが国の株価は、1990年に入りその本来あるべき水準（配当の資本還元値）へ引き寄せられるように下落することになった。加えて、2000年代初めに銀行の株式所有の制限が行われ、それが株の持ち合いの解消を促進し、株価下落を加速させた^{1 9)}。近年の株式市場は、株の持ち合いによる株価操作にかつてのような力がなく、株価を右肩上がりで見せさせる強力な基盤が存在していないのである。ところが、2021年時点をもみても分かる通り、株価を上昇させる強力な基盤が存在せず、単純株価平均がバブル期に比べてはるかに低いにもかかわらず、売買回転数は高く、投機はバブル期以上に盛んに行われている^{2 0)}（図3参照）。こうした株の持ち合いによる株価操作という株価上昇の力強い基盤（根拠）が存在しない中で活発な投機化ということが、近年のわが国の株式市場の構造の特徴をなしている。

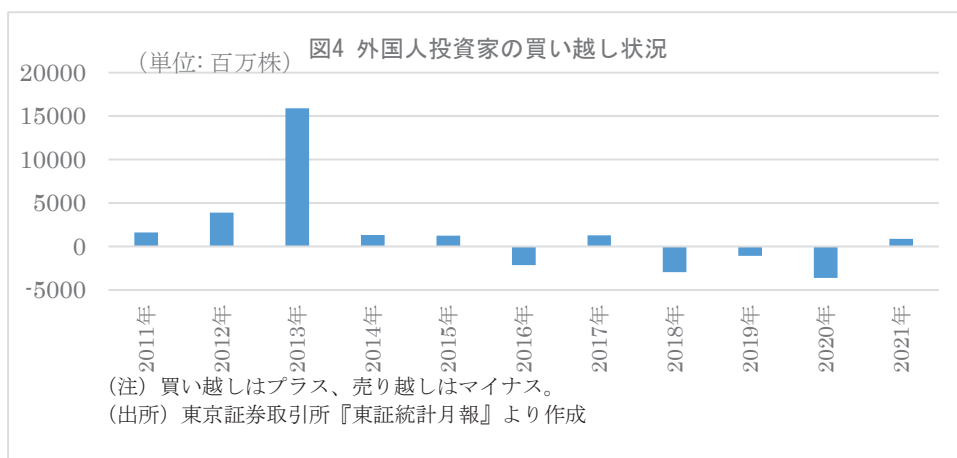


近年、投機が活発なのは、以下に述べるような1990年代末以降にとられた日本銀行の非伝統的金融緩和と政策、とりわけ「異次元の金融緩和政策」（量的・質的緩和政策）があったことが要因として大きい。1990年代末以降、わが国では深刻な不況から脱出しようと、次から次へ非伝統的な金融緩和と政策を立て続けに実施してきた。「ゼロ金利政策」、「量的緩和政策」、「包括的緩和政策」、「量的・質的緩和政策（異次元の金融緩和政策）」などが、それである。金融緩和と政策とは、分かりやすく言えば、日本銀行が市中銀行に対して通貨の供給量を増やすことである。こうした金融政策の根底にあつて、それを支えている経済理論は

「銀行の貸出は銀行の持っている資金の量によって規定される」とする経済理論である。この経済理論に依拠するならば、“日銀の通貨供給によって、市中銀行のもつ資金が潤沢になれば、市中銀行から企業への貸出が増加する。企業はその借入資金で設備投資を増やす。企業の設備投資が増えれば、関連する企業の売り上げが増加し、そこで働く労働者の所得が増加する。労働者はそれにより消費を増やし、景気が良くなる”、ということになる。

こうした考え方に則れば、日銀が市中銀行に供給する通貨量を巨額なものにすればする程、その分、市中銀行の保有通貨量が増え、貸出量が増えるのだから、金融政策としてはより強力になり、長引く深刻な不況から日本経済を力強く回復させる効果が期待できるという理屈になる。これにより「ゼロ金利政策」、「量的緩和政策」、「包括的緩和政策」という名のもとに、日銀から市中銀行に巨額の通貨が次々と供給された。だが、景気回復の効果は実質的に現れなかった。そこで「異次元の金融緩和政策」が導入されることとなった²¹⁾。これらまでの金融緩和政策が景気回復の効果を発揮しなかったのは、日銀からの通貨供給量がまだ足りなかったからであるに違いないので、今度はいっとき思い切ってそれを上回る巨額の資金を供給する必要があるとして、史上類例のない巨額の資金を日銀から供給する「量的・質的緩和政策」が登場することになったのである。しかし、非伝統的金融緩和政策の立論の基礎をなしている経済理論（「銀行の貸出は銀行の持っている資金の量によって規定される」）自体が誤りなので、景気が回復することはなかった。銀行の貸出は、銀行の持っている資金量によってではなく、再生産過程が新たなる現実資本を受容するか否かによって本来規定されるものである。銀行の持っている資金量は貸出を規定するもの（原因）ではなく、貸出を可能にする一条件にすぎない。再生産過程が新たなる現実資本を受容しない限り、日本銀行から市中銀行にいくら大量に資金供給しても、銀行貸出の増加や景気回復はありえず、行き場を失った資金は市中銀行に日銀預け金などの形で滞留するだけである。

再生産過程が新たなる現実資本を受容しない以上、本来生産的に投下されるはずであった貨幣資本（再生産過程の外部にあって貸し付けられうる貨幣資本の状態にある資本のこと）は行き場を失い、投機的な運動を助長することになるが、この異次元の金融緩和政策は市中銀行への巨額の資金供給によってそうした投機を助長させただけでなく、株式市場から日本銀行が株式を買い上げということも行った。こうした金融緩和政策が投機を煽り、株式市場での売買回転率はバブル絶頂期の約2倍の水準にまで達した。その投機の中心的な担い手となったのが他ならぬ外国人投資家であった。特に、異次元の金融緩和政策が導入された当初の2013年の買い越し額は巨額であった（図4参照）。



だが、株価上昇の根拠を根拠にもっていない投機である以上、投機によって儲けることは難しく、損失を被る可能性すらある。実際、異次元の金融緩和政策が効果を発揮しなかった結果、株価は2013年の時よりも値下がりしている。それゆえ、投機も水準としては依然として高いとはいえ、売買回転率の低下に示されるように、2013年に比べて収縮してきている。投機は基本的に自分が買った時の値段よりも高い値段で買おうとする投資家が株式市場に入ってくることによって成立するが、そうした新たな投資家が現れなくなってきているのである。特に、2013年に巨額の株式の買い越しを行った外国人投資家などは、異次元の金融緩和政策の効果の無さが表面化するなかで、株価の下落によって損失を潜在的に抱えている。そこで、株の持ち合い崩れに乗じて持株のシェアを上げ、発言力を高めてきた外国人投資家を中心に、投機を行ってきた投資家から株の発行会社に対して自社株を自ら上昇させよという要求が出てくることになる²²⁾。その実現のための口実の一つとして用いられているのが、株価純資産倍率の低さである。

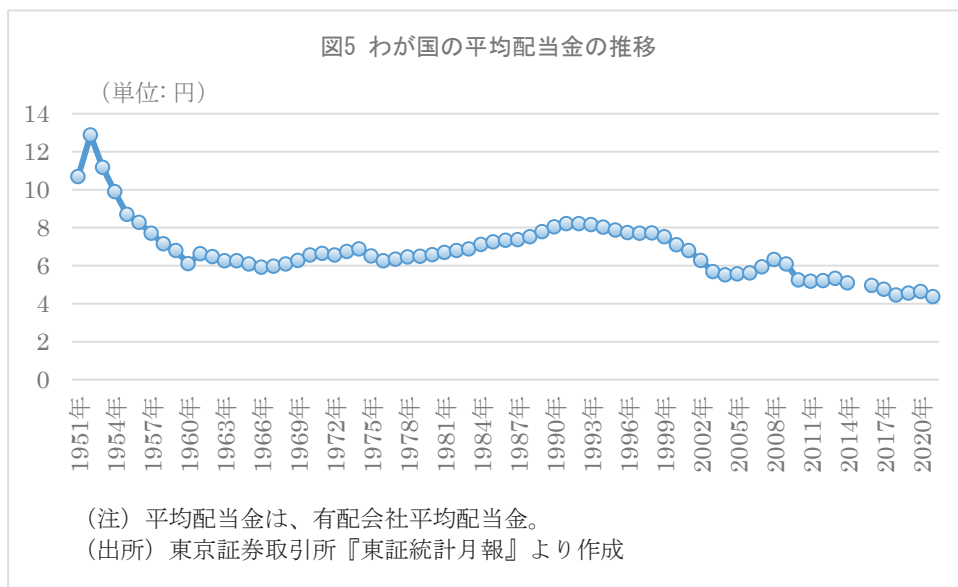
純資産は株主から出された資金とそれを使って得た利益とを合わせた総額であり、元を正せば株主由来のものであるが、そうした純資産よりも株価が低い（株価純資産倍率が1倍を割っている）というのでは、株主にとって割が合わない、株主が値上がり益を得られるように株の発行会社は自社の株価を上昇させる努力をすべきである、という理屈である。先に引用した「株価純資産倍率が1倍を下回る状況とは、もう今の経営などやめて、企業を解散し、手持ちの純資産を分配した方が株主のリターンが大きい状況を指す。『あなたの企業の存在価値などありません』『もう解散した方がいいですよ』という株式市場からのメッセージである」とする主張もこうした流れに位置づくものである。こうした主張が意味するところのものは、つまるところ、株価を意図的に吊り上げる株の持ち合いによる株価操作が崩壊し、株価を右肩上がりですり上げる基盤がなくなった以上、今度は株の発行会社自身の手で株価を上昇させることで、投機家に株の値上がり益の恩恵を提供すべきであって、それができない発行会社は投機家が支配している今日の株式市場ではその存在価値がない、という投機家の利害を表明したものにすぎない。外国人投資家などから増配や自己株式の取得による株価上昇による株主還元要求が出されているのは、このためである²³⁾。このようにわが国の近年の株価純資産倍率の理論は、株の持ち合いによる株価つり上げという株価上昇の強力な根拠を失った中であって投機的利益を追求したいという投機家の利害を反映した使われ方に変容してきている。

他方これに対して、わが国の企業側の対応としては、自己株式の取得という対策が打ち出されている。配当は企業にしてみると固定費に近い性格をもつので、配当を増加させるという手法は企業にとってはとりにくい。実際、企業は1株当たり平均配当金をそれほど増やしていない（図5参照）。

企業はむしろそれよりも、自己株式の取得を増加させている。自己株式とは、企業が発行した株のうち、市場などを通じて株主から買戻し、保有している自社の株式のことをいう。本来、自己株式の取得は、自己資本の充実などの観点から戦後一貫して制限されてきたはずのものであった。ところが、株の持ち合い崩れによって関係先の会社に安定的に自社の株を所有してもらうということが困難になってきたので、それに代わる安定株主を確保する必要が生じた。そこで財界から自己株式の取得を容認するよう、政界へ働きかけが行われたのである。

こうした自己株式の解禁要求が大きくなったのは、2000年初めに銀行の株式所有の制限が行われた時である。というのも、わが国における株の持ち合いの中核的な担い手が銀行であったからである。わが国の証券市場は歴史的に銀行の存在なしに機能することは難しかった。これはわが国の金融システムの国際的な特徴の一つであるが、その原因は戦前においてわが国が遅れた後発の資本主義国としてスタートしたことにある。貨幣資本の蓄積が不足しているなかで、急速な経済発展を迫られたわが国ではいわゆる「リスクマネー」の供給の担い手が十分に存在していなかった。それゆえ、銀行は短期金融ばかりでなく、実

質的に長期金融も担う機関となった²⁴⁾。戦後においても構図は基本的に戦前と同様であった。わが国の資本主義は敗戦によって再び遅れた資本主義国として再スタートすることになったからである。それゆえ、1960年代後半以降の株式の持ち合いにおいて中核を担ったのも銀行であった。確かに占領政策の下で銀行の優越的な地位を縮小させるために銀行業と証券市場との分離が進められたが、貨幣資本の蓄積が乏しく、リスクマネーの供給が十分にできない以上、零細な短期資金を銀行が預金として集め、それをリスクマネーとして持ち合い株に投下するという方法以外なかったのである。バブルのピークにあたる1989年時点での株式所有において金融機関が全体に占める割合（単元数ベース）は46%にもものぼっているが、その中核をなしたのもこそ銀行であった²⁵⁾。

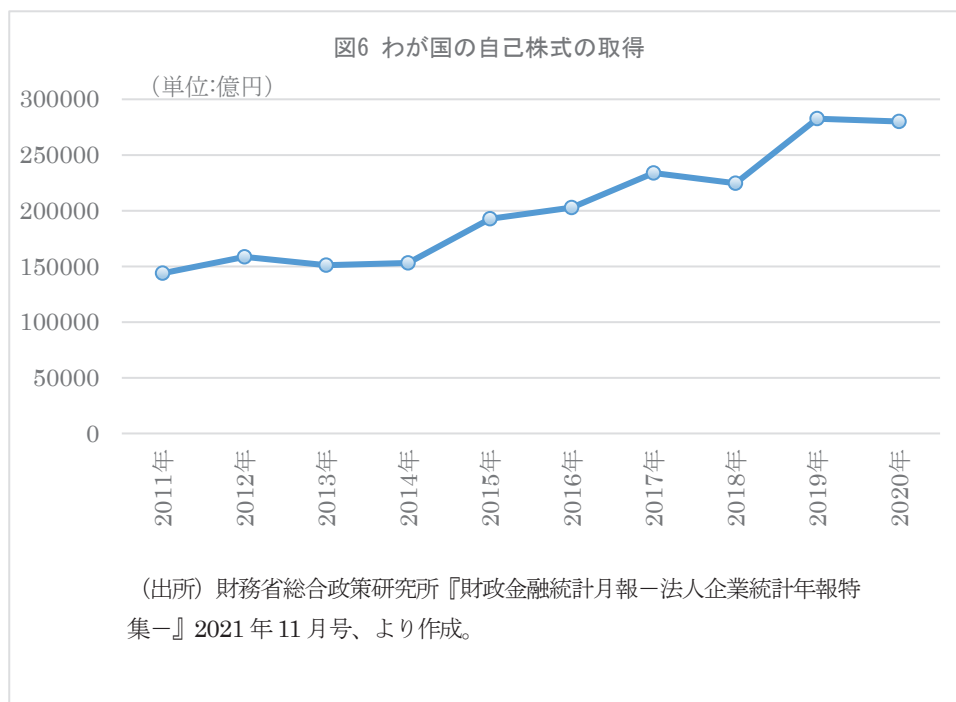


それゆえ、2000年代初めに銀行の株式所有に制限がかけられ、銀行から持ち合い株が放出されるに及んで、財界の自己株式解禁に向けた政府に対する要求は大きなものとなり、政府を大きく動かしたのである。自己株式の取得が最初に可能になったのはバブル崩壊後の1994年の商法改正、翌1995年の租税特別措置法であったが、この時はまだ自己株式の取得は株式消却のためという極狭い特定目的のものに限定されたものだった²⁶⁾。それが銀行の株式所有が制限されるようになった2000年代はじめになって商法改正が行われ、自己株式取得の目的制限規定がなくなり、企業は消却することなく、手元に自由に多くの自己株式を保有できるようになった。株式数をバブル期に増大させてしまった一方で、株式を安定的に保有してくれる安定株主を見つけにくいので、自分で自社株を流通市場から引き揚げて、自分自身で所有し、市場には放出せず、自らが安定株主となり、「金庫」にしまうという形である。

自己株式は、持ち合い株とは異なり、議決権はない。だが、持ち合い株ほどの効果はないにせよ、浮動株を自ら吸収するという点において企業の支配権の維持に貢献する。また、株価の形成においても、時価以上で株を買い上げて株価を吊り上げることができるという持ち合い株ほどの効果はないまでも、時価で自社の株を買うことができるので、株価の下支え効果がある。自己株式容認の流れをみれば、いわば、官・民一体の株価操作、企業防衛という性格をもっているといっても過言ではない²⁷⁾。

実際の近年の自己株式の取得額をみてみよう（図6参照）。異次元の金融緩和政策の効果の無さが表面

化し、外国人投資家が買い越し額を減らし始めた頃に特に増加していることが分かる。自己株式の取得は、株価が安い時に行う方が費用が少なくて済む。主要な株式所有者の一角を占めるようになった外国人投資家の意向は一定汲みつつも、株価の下支えと企業防衛を図ろうとする意図が見える。



6. 擬制資本と現実資本

エコノミストやメディアのなかには「株価純資産倍率が1倍を下回る状況とは、もう今の経営などやめて、企業を解散し、手持ちの純資産を分配した方が株主のリターンが大きい状況を指す。『あなたの企業の存在価値などありません』『もう解散の方がいいですよ』という株式市場からのメッセージである」として株価純資産倍率1倍以下の企業の存在価値を否定している向きもあるが、しかし擬制資本と現実資本に関する経済理論からすると、こうした主張には疑問が残る。それは、株式投機を行う側にとっての話にすぎず、企業の存在意義や現実資本（純資産）の話とは別の話だからである。

株式は企業に投下された資本を表しているが、しかし資本は、株式という紙券として、また企業に実際に投下されている資本として、二重に存在しているわけでは決していない。それは後者の形でのみ存在しており、株式はこの資本によって実現される剰余価値（利潤）に対する単なる比例配分的な所有権証書（貨幣請求権）にすぎない²⁸⁾。この単なる紙製複本が利子生み資本の運動のなかに包摂されて売買の対象とされる。資本主義社会における利子生み資本の形態は、それが資本から生じるものであろうとなかろうと、一定の規則的な貨幣収入はすべて資本の利子として現れるということを必然的に伴うので²⁹⁾、規則的に反復される貨幣収入である配当は、平均利率で貸し出された資本がもたらすであろう収益として計算されることによって、資本還元され、株式が値付けされる。すなわち、株式の価格は配当の資本還元値によって基本的に規定されつつ、投機なども含みながら、現実資本の価値に関わりなく騰落しうるものとなる

(一部投機的であるのは、それが現実の配当額によってだけでなく、予想され前もって計算された配当額という要素も入り込みうるからである)。例えば、株式が本来代表している払込金額が 100 万円で、それが全て生産的に投下され、10 万円の配当を生み出すとすれば、その株式の価格は、他の事情が不変で、利子率が 5%ならば、200 万円となるのであって、現実資本の価値（払込金額すなわち純資産）とは異なることになる³⁰⁾。株式価格はこのように擬制資本（架空資本）なのである。

既存の株主からみると、株を他者に転売して株を現金化する市場である流通市場において株式に付く値段、すなわち株価の大きさ次第によって投下資金の回収だけでなく、より大きな収益を期待できるとはいえ、株式価格は現実資本の価値、すなわち企業の純資産（純資産が全て生産的に投下されているという前提を置けば、純資産額は現実資本の価値を表す）とは全く関わりなく騰落しうる。株式投機によって儲かるか否かという株式価格の変動の問題は、株の転売における価格変動の差を利用して利得をすくおうとする投機家の間での擬制資本の価格をめぐる話である。すなわち、擬制資本価格である株価の騰落がどれほどそれら株式の個々の所有者にとって財産の損益を意味しようが、それはその投機において売買の相手方となった他者の損益と相殺される性格のものであり、社会的にみれば投機家の間での富の再配分を意味しているだけであって、一国レベルでみた企業の存在意義（経済活動における役割）あるいは現実資本の価値（したがって企業の純資産）とは無関係な話である³¹⁾。近年の株価純資産倍率の使われ方の変容は、株の持ち合いによる株価つり上げという株価上昇の強力な根拠を失った中にあるにも投機的利益を追求したいというわが国の株式市場の状況（投機家の動機）を反映したものにすぎず、擬制資本（架空資本）と現実資本の理論からみて客観的妥当性をもつ議論ではないのである。

おわりにかえて

株価純資産倍率は、従来、現状の株価水準に異を唱えるのではなく、むしろそれを肯定して「今が買い」であるとして投資家の株式投資を扇動するというにその役割を担っていたのであるが、近年は現状の株価水準に異を唱え（「安すぎる」）、株の発行会社にその内部の資金を吐き出させて、株価上昇へつなげることにその役割が変化している。すなわち、わが国の近年の株価純資産倍率の理論は、株の持ち合いによる株価つり上げという株価上昇の強力な根拠を失った中にあるにも投機的利益を追求したいという投機家の利害を反映した使われ方へと変容しているのである。また、株価純資産倍率が 1 倍以下の企業は存在意義がないと主張されているが、株式価格は擬制資本（架空資本）であり、それが市場において企業の純資産より低い価格付けをされようと、現実の企業の存在意義を否定するものではないのである。

本稿は、資料の制約上 2021 年までを研究対象期間として論じてきた。その後の動向については今後の研究課題としたいと思う。

注

¹⁾ この点については、拙著『バブル経済の発生と展開』新評論、2002 年、を参照。

²⁾ 川合一郎『川合一郎著作集』第 3 巻、有斐閣、1981 年、19 ページ。

³⁾ 川合一郎『川合一郎著作集』第 3 巻、有斐閣、1981 年、21 ページ。

⁴⁾ さらに 1957 年には、中小企業の資産再評価の特例に関する法律により、再評価が強制された会社以外の法人などに対しても資産再評価の機会が与えられた。

- ⁵) 大蔵省証券局年報編集委員会『第6回大蔵省証券局年報』1968年、89～90ページ、参照。
- ⁶) この増加には、1963年の外資規制法の改正によって、既に2年間の据え置き期間にまで短縮された外国資本家の本国への元金送金に関する規制が完全になくなり、外国資本家はその株式売却代金を自由に本国へ送還できるようになったという制度的要因もある（呉天降「外国資本の対日証券投資と証券市場（1960-65年）」日本証券経済研究所編『日本証券市場の諸問題』東洋経済新報社、1967年、153ページ、参照。
- ⁷) 呉天降「外国資本の対日証券投資と証券市場（1960-65年）」日本証券経済研究所編『日本証券市場の諸問題』東洋経済新報社、1967年、145ページ、参照。
- ⁸) この資本取引の自由化による外国資本の日本企業の乗っ取りに関わって、それに対するわが国での法的な防衛策として1971年の証券取引法改正による株式公開買付の制度化があげられる。株式の公開買付とは、主として会社の支配権取得を目的として、株式の買取希望者が、買付期間、買付数量、買付価格等を公開呈示して、有価証券市場外での不特定多数の株主から株式を買い付ける方式のことである。株式の公開買付はイギリスではテイク・オーバー・ピットといわれ、アメリカではテNDER・オファーというが、こうした方式が利用されるようになったのには、以下のような理由にあるという。すなわち、乗っ取りに必要な株式の取得に対する対価の支払いだけで済むから、支配権取得が安価で可能になるし、また仮にその目標が達成できなかった場合には、買付けを撤回することができるということである。わが国で株式公開買付が制度化されたのは、投資家保護の問題もさることながら、産業政策として買収の対象となる可能性のある日本企業に対して乗っ取り防止の対抗措置を講じる途をつくるためであった（日本証券経済研究所『体系証券辞典』東洋経済新報社、1971年、701ページ、および大蔵省証券局年報編集委員会『第9回大蔵省証券局年報』1971年、77ページ、参照）。
- ⁹) 『ファイナンシャルプランニング（AFP）講座』No.2「資産運用設計」、93ページ、参照。
- ¹⁰) 東京証券取引所調査部『証券』56.2、67-68ページ。
- ¹¹) 山一証券経済研究所編『証券市場の手引き』東洋経済新報社、1983年、114ページ。
- ¹²) 東京証券取引所「市場区分の見直しに関するフォローアップ会議 東証参考資料」2022年12月、11ページ、参照。
- ¹³) K. Marx, *Das Kapital, Kritik der politischen Ökonomie*, Dritter Band Buch. III: Der Gesamtprozeß der kapitalistischen Production. *K. Marx-F. Engels Werke*, Band 25, Institute für Marxismus-Leninismus beim ZK der SED, Dietz Verlag, Berlin, 1964, S. 485. 大内兵衛・細川嘉六監訳『資本論』第3巻第2分冊、1968年、大月書店、598ページ、参照。
- ¹⁴) K. Marx, *Das Kapital, Kritik der politischen Ökonomie*, Dritter Band Buch. III: Der Gesamtprozeß der kapitalistischen Production. *K. Marx-F. Engels Werke*, Band 25, Institute für Marxismus-Leninismus beim ZK der SED, Dietz Verlag, Berlin, 1964, S. 494. 大内兵衛・細川嘉六監訳『資本論』第3巻第2分冊、1968年、大月書店、610ページ、参照。
- ¹⁵) 川合一郎『川合一郎著作集』第3巻、有斐閣、1981年、28ページ。
- ¹⁶) 川合一郎『川合一郎著作集』第3巻、有斐閣、1981年、32ページ。
- ¹⁷) 拙稿「バブル期における株価諸理論の検討」『岐阜経済大学論集』第32巻第1号、1998年6月、参照。
- ¹⁸) 乗っ取り防止目的だけであればそれが可能なレベルまでいけば、こうした株の持ち合い＝株価操作は終焉するはずである。
- ¹⁹) 2001年の銀行法改正によって銀行の株式保有を自己資本の範囲内(Tier 1以下)に制限することになった。これは公的資金によって銀行の所有株式を買い取るという銀行等保有株式取得機構の設立と同時に行われた。銀行救済のために公的資金で株を買い取るための口実として銀行法の改正をした。
- ²⁰) 単純株価平均を分析の際に用いるのは、これがこれから株を買おうと思っている人にとっての株価指標だからである。日経平均株価などは既に株を買っていた人にとっての株価指標である。
- ²¹) 近年の日本の非伝統的金融緩和政策の変遷およびその問題点を的確に論じたものとして、松本朗「日本の非伝統的金融緩和政策の変遷と経済理論」(『立命館経済学』第65巻第6号、2017年3月、142-156ページ)がある。
- ²²) 日本取引所グループによれば、外国人投資家の持ち株比率(単元数ベース)は2021年の時点で約25%であり、この統計の投資家別の区分で見れば、最大の所有者となっている。
- ²³) 生命保険会社(日本生命など)も「物言う株主」宣言をし、一定の基準に基づいて(企業の配当性向等)精査し、議決権を行使するとしている。歴史的にみれば、元々生命保険会社は企業の時価発行増資には反対の立場であった。生命保険の加入者に対する還元は基本的にインカムゲイン(配当)を原資としていたから、額面発行方式に比べ時価発行方式は資金運用の効率性が良くなかった。株の値上がり益を保険加入者に還元する道も一部開かれたことや政策投資の問題もあって、これまで時価発行増資に応じてきたが、しかし近年株価が低迷し、株の値上がり益が見込めず、配当も低いという状況で姿勢を転換したと思われる。所有者別持ち株比率(単元株ベース)をみると、生命保険会社が全体に占める割合はバブルのピーク時の約13%から2021年には3%へと低

下しており、株式所有を減らしてきていることが伺われる。

²⁴) 戦前においてこの銀行のリスクマネーの供給を背後にあって支えたのは、日本銀行の株式担保金融であった。

²⁵) 日本取引所グループ「株式分布状況調査」における「所有者別持株比率の推移」を参照。

²⁶) 自己株式の取得は、1997年には定款変更さえすれば取締役会の決議だけで容易に実施できるようになった。

²⁷) 企業問題取材班「誰のための自社株消却か」『週刊東洋経済』1998年7月号、34ページ、参照。

²⁸) K. Marx, *Das Kapital, Kritik der politischen Ökonomie*, Dritter Band Buch. III: Der Gesamtprozeß der kapitalistischen Production. *K. Marx-F. Engels Werke*, Band 25, Institute für Marxismus-Leninismus beim ZK der SED, Dietz Verlag, Berlin, 1964, S. 484-485. 大内兵衛・細川嘉六監訳『資本論』第3巻第2分冊、大月書店、597-598ページ、参照。

²⁹) K. Marx, *Das Kapital, Kritik der politischen Ökonomie*, Dritter Band Buch. III: Der Gesamtprozeß der kapitalistischen Production. *K. Marx-F. Engels Werke*, Band 25, Institute für Marxismus-Leninismus beim ZK der SED, Dietz Verlag, Berlin, 1964, S. 484. 大内兵衛・細川嘉六監訳『資本論』第3巻第2分冊、大月書店、597ページ、参照。

³⁰) K. Marx, *Das Kapital, Kritik der politischen Ökonomie*, Dritter Band Buch. III: Der Gesamtprozeß der kapitalistischen Production. *K. Marx-F. Engels Werke*, Band 25, Institute für Marxismus-Leninismus beim ZK der SED, Dietz Verlag, Berlin, 1964, S. 484. 大内兵衛・細川嘉六監訳『資本論』第3巻第2分冊、大月書店、597ページ、参照。

³¹) ただし、株式価格が企業の倒産や操業停止を表現する場合を除く。