

株式価格の理論

杉江雅彦 著

多賀出版

著者略歴

杉江雅彦 (すぎえ まさひこ)

昭和6年 神戸市に生まれる

昭和33年 同志社大学大学院商学研究科修了

以後、大阪証券経済研究所(現日本証券経済研究所大阪研究所)研究員、ナショナル証券調査部長、同志社大学講師を歴任

昭和43年 同志社大学助教授。同年イタリアに留学、エンリコ・マッティ・スクール経営管理コース修了。

昭和49年 同志社大学教授、現在に至る。

主要著書 『証券論』(共著、ダイヤモンド社)、『証券投資の理論』(共著、東洋経済新報社)、『株価理論の探求』(編著、千倉書房)、『現代証券論』(共著、カルチャー出版)、『現代の証券市場』(共著、実教出版)など。このほか、一般書として『株の科学』(光文社)、『株式投資のニューテクニク』(ソーテック社)、『株の経済学』(PHP 研究所)がある。

株式価格の理論

1983年7月1日 印刷

1983年7月5日 発行

©著者 杉 江 雅 彦

発行者 多 賀 省 次

印刷者 堀 久

製本者 高 橋 幸 三

発行所 多賀出版株式会社

東京都千代田区飯田橋3-2-12

山田ライオンビル2F

電話: 03 (262) 9996(代)

振込口座: 東京 8-84518

落丁・乱丁本はお取り替えます。

第一印刷所/美行製本

ISBN4-8115-1054-2 C1033

は し が き

株式価格という、一見、きわめて世俗的で、到底、学問研究の対象になどなりそうもない価格現象が、いざ、本格的にこれと取り組んでみると、どうして、大変な代物だと気付いたときには、もう相当にこの分野に深入りしてしまっていた。著者がはじめて株式価格の分析に手を染めたのは、住ノ江佐一郎先生の勧めによるもので、本書第3章は、著者が住ノ江先生の一連の株価理論に関する研究を精読する機会を得て草した最初の論文に、若干の訂正を施して収録したものであるが、これは、いまから十三年以前のことである。

それ以来、もっぱら株式価格の形成に関する研究を、それも住ノ江先生の研究の成果に導かれながらすすんできた、というのが本当のところである。それらの過程において、著者が最も強く関心を抱いたのは、株式の価値と価格との関係であった。株式になんらかの価値があるから投資者によって買われる。株式の価値が減少したり消失したりすれば、たちまち売られてしまう。一見、あたりまえのことのようではあるが、株式の価値とはなにかということになると、案外、明確な答がでてきにくいではあるまいか。株価理論の創始者ともいうべきウィリアムスは、株式の価値を投資価値と読み替え、それは配当であると定義したが、それでは、なぜ株式の価値が配当であるのかという点になると、ウィリアムスは遂に明確な理由を示すことがなかった。

住ノ江先生もウィリアムスと同じく、株式の価値は配当であるという理解のもとに、独自の株価理論を構築したが、そこでは、株式の価値の背後にある株式の本質にまで立ち戻って、株式の価値を追及する論調を展開し

ておられる。もっとも、近年においては、投資者はかならずしも配当の受領を動機として株式の売買を行っているとは言い難く、株価形成もむしろ企業の収益に基礎を置いてなされているようにみえる。それは、株式投資の採算規準が配当を基礎に置く利回りから、1株当たり収益に準拠した株価収益率（PER）へと移ってきていることにも現れている。

しかし本書においては、主として配当を基礎にした株式価値の考え方（著者はこれを配当価値説と呼んでいる）を出発点として、株式価格の理論的解明ならびに株式価値の評価について論じている。第Ⅰ部「株式価格の基礎理論」では、株式の価値と価格との関連性を理論的にとらえ、また第Ⅱ部「株式評価論の展開」においては、1930年代から1960年代に至る間の、主として米国における株式評価論の主潮の展開を追ったつもりである。ただし、本書はいわゆる書き下ろし論文ではなく、すでに過去において発表した論文に補筆訂正したものを中心に、未発表の論稿も加えて再構成したものである。したがって、論文掲載誌の性格により、あるいは発表時点の相違によっても、文章の調子がちがっていたり、論旨に一貫性がみられなかったりするという欠陥を、読者は随所に発見するにちがいないが、この種の著書の作り方からして止むをえないものと理解して頂ければ有難い。もちろん、各章間の整合性を保つために、著者としてもかなりの努力は払ったつもりであるが、その効果がどのくらいあがったかについては自信がない。

なお、本書に収録した既発表論文の初出誌と、オリジナル論文の題名とを示すと、つぎの通りである。

「株式の価値と価格」『インベストメント』24巻2号（第1章）

「住ノ江株価理論の特徴・再論」『インベストメント』35巻1号（第2章への補論）

「株式価値と株価形成——副島保教授の所論によせて」『インベストメント』23巻4号（第3章）

「株式価格のランダムウォーク理論」『体系証券辞典』東洋経済新報社（第4章）

「情報化と株価形成」『証券経済』113号(第4章)

「株式の投資価値とその評価」『同志社商学』25巻4・5・6号合併号(第5章)

「株式評価における配当要因と収益要因」『証券研究』38巻(第6章)

「株式評価とペテルスブルグのパラドックス」『長尾義三教授古稀記念論文集』
千倉書房(第7章)

「株式評価と株価収益率(上)」『インベストメント』26巻5号(第8章)

「株式評価と株価収益率(下)」『インベストメント』26巻6号(第8章)

いずれにせよ、これまで十数年間にわたって、こつこつと続けてきた株式価格に関するささやかな研究成果の片々を、このような形で1冊の著書にまとめることができたのは、著者にこの分野への目を開かせて下さった住ノ江佐一郎先生の学恩によるところが大きい。いまもかわらぬ先生の情愛の深さに対しては、ただ感謝の念でいっぱいである。また、本書の出版については、多賀出版の多賀省次社長および編集者の小林達也氏にお礼を申し上げたい。新幹線工法のように、部分的に作りすすんでいって、後で全体をまとめるという、著者のわがままで怠惰な作業ぶりに、終始クレームをつけることもなく、こうして本書を上梓して下さいたからである。

昭和58年5月

杉江雅彦

目 次

はしがき

第Ⅰ部 株式価格の基礎理論

第1章 価格理論と株式価格…………… 3

- 1 価格現象としての株式 (3)
- 2 株式における需要・供給の性格 (7)
- 3 株式の価値 (11)

第2章 株式の価値と価格……………15

- 1 法律的概念としての株式の本質 (15)
- 2 理論株価と現実株価 (21)
- 3 配当の不安定性と株価再形成 (25)
- 4 価値要因としての収益 (29)

第2章への補論——住ノ江博士の株価理論の特徴 ……………33

- 1 擬制商品としての株式の理解 2 株式の価値と本質からの
アプローチ 3 理論株価と現実株価の対応

第3章 株式価値と株価決定……………51

——副島保教授の住ノ江理論批判をめぐって——

- 1 株式の本質と価値についての理解 (51)
- 2 株価形成過程における配当と収益 (59)
- 3 要約と展望——今後の議論発展のために (63)

第4章 株式価格のランダム・ウォーク理論……………65

- 1 株価形成に影響する情報 (65)
- 2 未情報化段階における株価決定 (68)
- 3 情報化段階における株価決定 (70)
- 4 効率的市場と新しい株価理論 (74)
- 5 株価変動の独立性仮定 (75)
- 6 株価変動と株式価値 (78)
- 7 確率分布としての株価変動 (81)
- 8 ガウス仮説とパレート仮説 (84)

第Ⅱ部 株式評価論の展開

第5章 投資価値概念の形成……………91

——ウィリアムスの *The Theory of Investment Value* をめぐって——

開 題

- 1 株式評価の基本公式 (92)
- 2 配当と新株引受権の処理 (94)

- 3 危険に対するプレミアム (96)
- 4 投資価値不変の法則 (99)
- 5 代数予算法による株式評価 (102)
- 6 ウィリアムスの所説をめぐる問題点 (107)

第6章 配当要因から収益要因への展開113

——グレアム＝ドッドらの *Security Analysis* を中心に——

開 題

- 1 低成長株の評価算式の検討 (114)
- 2 成長株の評価算式の検討 (118)
- 3 配当要因から収益要因へ (120)
- 4 限界配当分配の原理による検討 (124)

第7章 成長株評価論の確立131

——成長株パラドックスの克服——

開 題

- 1 クレンデニン＝ヴァン・クリープの問題提起 (132)
- 2 成長率と割引率——成長株パラドックス (137)
- 3 成長期間と成長率 (143)
- 4 株価収益率論の登場 (149)

第8章 株価収益率論の発展155

——*Financial Analysis Journal* 誌上の諸議論——

開 題

- 1 1960年前後における株価収益率論 (156)
- 2 1960年代後半における株価収益率論 (167)

第 I 部
株式価格の基礎理論

第1章 価格理論と株式価格

1 価格現象としての株式

ケインズが『雇用・利子および貨幣の一般理論』の中でいみじくもたとえたように、株式投資は美人コンクールによく似ている。ケインズは

「職業的投資は、投票者が100枚の写真のうちから最も容貌の美しい6人を選択し、その選択が投票者全体の平均的な好みにもっと近かった者に賞品が与えられる新聞投票に似ているであろう。この場合には、各投票者は彼自身が最も美しいと思う容貌を選ぶのではなく、他の投票者の好みに最もよく合うであろうと思う容貌を選択しなければならないのであって、しかも投票者のすべてが問題を同じ観点から眺めているのである。ここで問題なのは、自己の最もよい判断から真に最も美しい人を選ぶことでもなければ、^{いわ}況んや平均的な意見が真に最も美しいと考える人を選択することでもないのである。われわれが平均的な意見は如何なる平均的な意見を期待するかを予見することに、われわれの智力を集中する場合、われわれは第3次元の領域に達しているのである⁽¹⁾」

と述べて、株式価格の理論的解明に一つの卓見を提供した。ケインズは、

第Ⅰ部 株式価格の基礎理論

たんに“近代経済学”の創始者として名を成した経済学者だけで一生を終えたのではなかった。彼は大学教授の息子ではあったが、さしたる遺産を残してもらえず、彼がいう「格好な暮らし」を維持するためには、大学で激しく働かなければならなかった。そこでケインズは、激務に忙殺されるかわりに投資（というよりも、ケインズの場合は投機といった方がぴったりするかも知れない）の道をえらび、外国為替や商品取引、さらには株式などによって財産を作ったのである⁽²⁾。このような経歴の持主であるだけに、ここで引用したケインズの文章には現実性がこもっているが、これを著者なりに解釈するとつぎのようになる。

すなわち、ミス・ユニバースとかミス・ワールドといった美女をえらび出すために、コンクールが各地で催されているが、ふつうの場合なら、投票者は自分の好みに合った美人に投票するにちがいない。ある人は容貌に主眼を置くだろうし、またある人は豊かなバストや脚線美を重視するとうように、多数の投票者たちがそれぞれ思い思いに投票した結果、最も得票の多かった人がミス何々にえらばれることになる。ところが、もしミス何々に選出された美女に投票した人に対しても賞品とか賞金が贈られることにすると、たちまち投票者たちの“審美眼”は一変するはずである。なぜなら、その場合、投票者たちは自分の好みに合った美女をえらぶのではなく、投票者の大多数がえらぶであろうと思われる女性に投票するのが、当たる確率は最も高いからである。株式投資もこの種の美人コンクールと同じだとケインズはいうのである。すなわち、将来の株式価格を予測しようというとき、たんに自分がこうなるだろうと予測するだけでは不十分であって、株式市場に参加している多数の投資者たちがどのような予測をしているかを“予測”するテクニックが要求されるのである。

天気予報があまり当たらないという批判を浴びているが、气象台や測候所では、気象衛星をとばして日本列島の上空を観察したり、あるいは気圧の配置を調べたりして天気図をつくり、それと過去のデータとを組み合わせ

て毎日の天気予報を発表している。天気という天然現象、それも今夜とか明日といったごく短期間の予測でも当りはずれが大きいものだから、まして株式価格のように人びとの“ころ”の要素が入り込む余地が大きい現象の予測となると、「まちがうのがあたりまえ」といった方が正確かも知れないくらいである。毎年、年末とか年始になると、新聞や雑誌などに株価予測のアンケートが掲載される。著者も時折り、依頼を受けて回答を寄せることがあるが、予測と結果とをつき合わせてみると、これがほとんど当たっていない。この道何十年という大ベテランでも失敗することが多いようである。株式価格の予測はそれほどむずかしい。それというのも、株式投資には“ころ”の要素が大きく影響するからであって、そこに株式価格を理論的にとらえることの困難さがひそんでいるような気がする。

株式価格も価格現象のうちの一つであることはいうまでもないが、そうかといって、一般の財の場合の価格決定プロセスとはいささか趣きを異にしているといわなければならない。私たちが経済学上の共有財産として持っている均衡理論においては、財の需要者（消費者）や供給者（生産者）などの経済主体が、ある限られた手段を一つの目的のために有効に用いようとして行動する経済的合理性を前提にして考えている。たとえば消費者は、限られた所得のなかから必要とする財への支出を決め、そこから最大の満足を得ようとするであろうし、また生産者は、資本や生産技術などの制約のもとで最大利潤を追及しようとするにちがいない。価格はそれぞれの経済主体の合理的行動の結果として現れる需要量と供給量とが均衡するように決定される。また同時に、価格は需要量の変化を忠実に写し出す鏡の役割を果たしている。さらに消費者や生産者は、変化した価格を知って逆に需給量を調節しようとして行動する。価格がパラメーター機能（parameter function）を持つといわれるゆえんがそこにある。

このような価格機能に基づく経済合理性は、いうまでもないことだが、完全競争市場において最も完全な姿で現れるものである。すなわち完全競

第I部 株式価格の基礎理論

争市場においては、消費者は彼もしくは彼女自身が持つ限界効用表に基づいて、買いたいと思う財の限界効用とその財の価格とが等しくなるように支出を決定するだろう。同様に生産者である企業も、利潤極大化という行動原理にしたがって、生産物の限界費用と財の価格とが等しくなるように生産量を決定しようとするにちがいない。このようなプロセスにしたがってそれぞれ需要と供給が決定されたならば、ある消費者にとっては、他の消費者の効用を減少する（つまり他人の犠牲を強要する）ことなしにはもはや自分の効用をそれ以上増大させることはできなくなるから、すべての消費者の効用は極大化されている。また、一つの財をより多く生産しようとするれば他の財をそれだけすくなく生産しなければならなくなるから、企業の生産量は極大化されている。このような場合には、パレート最適 (Pareto optimality) が成立しているといえることができる。

ところで、上に述べたような財一般の需要・供給概念を株式にも適用して、「株式価格は効用と費用によって決定される」と言い切れれば事はいたってかんたんである。なぜなら株式価格も一般の財と同様に、均衡理論の枠組みのなかで説明することが可能になるからである。しかしながら株式の場合には、いみじくもケインズが喝破したように、需要も供給もともに一般の財とはちがった特異な性格を持っているために、かならずしも価格理論では律し切れない面があることを、まずもって知っておく必要がある。

- (1) Keynes, J. M., *The General Theory of Employment, Interest and Money*, 1936, pp. 156~7. 塩野谷九十九訳『雇用・利子および貨幣の一般理論』（昭和28年、東洋経済新報社）186~7ページ。
- (2) 「ケインズは投機が好きな人間であった。しかし同時にかれの収入が充分でなかったのもそれをさせたひとつの原因であった。親からもらった財産はなかった。かれが大学にもどった時かれの収入はピグー教授から個人的に貰う年100ポンド、父から貰う年100ポンド、そしてフェローになってさらに大学から支払われる120ポンドであった。ところが、かれはいつでもロシア・バレーの一等席を買わなければならなかった。バレー団の人たちを褒応しなければならなかった。というのは、そこに、のちのケインズ夫人、リディア・ロボコヴァがいたからである。」伊東光晴『ケインズ』（昭和37年、岩波書店）68~9ページ。

2 株式における需要・供給の性格

価格理論における基本的仮定は、経済主体が合理的に行動するというところであるが、株式投資に参加する人びとが、かならずしも経済合理性に基づいて行動しているとはいえない⁽¹⁾。前節で引用したケインズの美人コンクール説にしても、投票者が自分自身の分析結果や確信に基づかない、まったく別の要素によって売買の意志決定を行うことがあることを、端的な比喻で示したものである。もちろん、そうはいつでも、株式投資の当事者にしてみれば、ある与えられた条件や環境のもとで合理性を貫こうとしているにちがいないのだが、一方では、それぞれの心理的要素によってその行動が支配されることもすくなくないため、その結果として現れる株式の需要や供給が、かならずしも合理的であるとはいえない場合もありうる。たとえば、株式価格が上昇トレンドにあるときには、株価が上昇すると投資者たちはその株式を売ったり、あるいは買い控えたりするかわりに、さらに買いすすむ傾向をみせるし、またその反対に、株価の下落過程では、投資者たちは先を争って売り急ぐことも多い。そこで、株価上昇期にはさらに株価が高騰したり、あるいは株価の下落期においては、さらに下降スピードが加速されるという例が多くみられるのである。このような現象は、主観的にはともかく、すくなくとも客観的には決して合理的行動とはいえないだろう。

一般的にいったって、消費者がある財を需要するのは、その財に対して価値を認めているからにほかならないが、需要はつねに価格に依存しているため、価値もまた価格との関係で解かれなければならない。いま、自動車を欲しがっている人がいると仮定しよう。その人が実際に自動車を買うかどうかの選択は、結局のところ、彼（もしくは彼女）が自動車に対してどの程度の価値を認めているかにかかっているといつてよい。たとえば、自動