

89-J-2

株価にかんする
いろいろな見方と
日本の株価

東京大学経済学部
三輪芳朗

1989年4月

株価にかんするいろいろな見方と 日本の株価

1989年3月

東京大学経済学部

三輪芳朗

<I>	はじめに	1
<II>	株主の権利の実質的価値にかんするいろいろな見方	2
<III>	株式市場、投資家、投資家間の相互作用にかんする いろいろな見方	13
<IV>	日本の株価	19
<V>	結語	24
	【引用文献】	26

(*)この論文は、コンファレンス「日本の地価・株価メカニズム」(4月14~15日：東京大学山上会議所)のために作成されたものである。

未定稿であり今後大幅に改訂することを予定しているので、筆者の了解なしに引用・コピーすることを遠慮していただきたい。

多くの方々からの御批判・御教示・御示唆を期待します。

<1> はじめに

最近の日本の株価水準は異常に高いといわれることがある。また、逆に、まだ高すぎはしないと見る見方がある。

証券会社のなかで4社の比重が圧倒的に高く、それが日本の株式市場を歪めているといわれることがある。

現実の株価水準が高すぎるか否かを論ずるためには、比較の基準となるべき株価水準が算定されなければならない、そのためにはモデル（見方）が必要である。モデルは数多くの仮定を組み合わせて構築されるから、現実の株価水準の高低にかんする主張の妥当性について論じるためには、明示されているか否かを問わず、前提となっている仮定の現実妥当性（plausibility）にまでさかのぼって検討する必要がある。

4大証券会社の比重の高さが株価形成を歪めているかどうか、歪めているとすれば、どのような方向に、どの程度に歪めているのかという点について論ずるためには、主役はあくまで投資家であると考えれば、そもそも株式市場における株価形成メカニズムがどのようなものであり、そこにおいて証券会社がどのような役割を果たしているかという点について検討する必要がある（ブローカーとして純粋に注文の取次をしているだけであれば、株価形成に対する影響は大きくはないはずである）。

この論文の結論は、(1)多くの主張が暗黙のうちに（あるいは当然のこととして）前提とするモデル（およびその前提となる仮定）は極端なものであり、最近の企業、株式市場および投資家の行動と照らし合わせればplausibleなものとはいえない、(2)そのことの当然の帰結として現実の株価を説明する力を持っていない、(3)日本の株価形成メカニズムおよびその水準・変動について研究するためには、モデル（およびその前提となる仮定）の選択という入口の吟味から慎重にならなければならない、というものである。

株価の決定メカニズムを考察するためには、(1)株式に体化された株主の実質的権利をどのようなものとして理解するか、(2)市場、投資家、投資家間の相互作用についてどのような見方をとるか、という大別して2つの検討課題に取り組む必要がある。第2節では、(1)について、(1)数多くの見方が論理的に可能であること

を示し、(2)通常想定されている見方はそのうちの最も極端なものであり、(3)昨今の日本の状況はそれからは程遠く別の見方を採用すべきことが示唆される。第3節では、(ロ)について、多くの場合に前提とされている見方からの乖離を生み出す要因を紹介したあとで、論理的に可能な4つの見方を示して、最近の日本の状況がそれからは程遠く別の見方を採用すべきことが示唆される。第4節では、前2節の検討結果を踏まえ、最近の日本の株価形成メカニズムを理解するためには、従来支配的であった見方とは大きく異なったものを採用すべき理由が示され、それによって、いくつかの現象が説明可能となることが示される。第5節は結語にあてられ、結論と今後の検討課題について簡単に言及する。

<2> 株主の権利の実質的価値にかんするいろいろな見方

以下の2つの節では、株価に関するいくつかの考え方を羅列的に紹介することにするが、第2節と第3節を分けるのは次の仮定（仮定A）であり、第2節では、仮定Aが満たされているという前提のもとに議論をすすめる。（この仮定の意義については次節であらためてふれる。）

仮定A：市場を構成する投資家（潜在的なものも含めた株主）は、株価は株式に体化されている権利（具体的には、所得および資産）にもとづいて形成されると考えている。

このような投資家によって構成される市場においては、株価は株式に体化された権利の価値として決まるから、この節で紹介する一連の見方をファンダメンタリスト的見方と総称する。

仮定Aを前提とした場合に株価がどの水準に決まるかは、以下にみるように、前提となる企業観およびそこから導かれる企業内の分配のメカニズムに依存している。

(2-a)

もっとも単純明快なものは、次のようなものであり、経済学における伝統的企業観を反映している。

企業は、生産要素をスポット市場から調達して生産活動を行い、各生産要素の提供者（たとえば労働者）は競争的な市場で決まる報酬（労働者の場合は賃金）を受けとる。資本の提供者である株主は、同時に経営者であり（あるいは、自らの忠実なagentである経営者に経営を任せ）、他の生産要素の提供者に報酬を支払った残り（residual）を受けとるが、製品市場、資本市場がともに競争的である場合には、出資に対する報酬率は市場のレート（正常利潤率）に一致する。

このような企業観のもとでは、(イ)すべての生産要素に市場があり、(ロ)企業の組織化、解散に費用がかからないから、生産要素（たとえば土地）を使用する企業組織は常に最も効率的に組織化され資産も最も効率的に利用されている。

したがって、生産要素の企業内における評価は市場における評価（解散価値）とは乖離せず、そこから生まれる収益の現在価値に一致する。株価もその一環として形成され、現時点での解散価値であり、同時に、将来の利潤のフローの割引現在価値に一致する。また、いずれは配当として支払われるという想定を受け入れれば、配当の割引現在価値とも一致する。将来の利潤が一定の水準であれば割引率の逆数がPERであることになる。

(2-b)

複数の生産要素を組み合わせること、あるいは、組合せ方を変えることにより生産の効率性が向上するとしても、仮定(イ)、(ロ)が満たされれば、(2-a)の見方を修正する必要はない。

組織化すること、それを変更することにより、residualに対する請求権をもつ株主がどれほど利益をうけ、したがって、株価が変動するかは、そのことにより、どれ程のresidualが発生し、存続するかに依存するが、仮定(ロ)により、そのような組織化自体費用がかからず、(イ)から、組織化のために必要な資産（この場合には資本）は競争的市場から調達可能であるから、競争的水準をこえるresidualの発生は即座に追加的な参入を促し、存続することはできない。

(2-c)

(2-a)の見方では市場で調達された生産要素が評価通りの機能を発揮すると暗黙のうちに想定しているが、たとえば、労働者、納入業者、販売業者の"efforts"の

レベルが報酬（誘因の与え方）に依存するという考え方を導入すると(2-a)の見方の妥当性は影響を受け得る。

しかしながら、仮定(イ)、(ロ)のもとでは、そのような生産要素の提供者は費用をかけないで即刻排除可能であるから、企業組織は常に効率的に維持され、生産要素の提供者の“efforts”のレベルも最高に維持されることになるから、(2-a)の見方を修正する必要はない。

(2-d) (イ)、(ロ)の若干の緩和

生産要素を投入して生産物を産出するという生産関数によって企業をあらわすという考え方に照らして現実世界に存在する企業をながめた時に、取り扱いに工夫を要する事柄の一つがさまざまな資産の存在である。

生産要素のなかに資産も含めて考えると（たとえば、土地は生産に役立つという意味では同列に扱ってもよかろう）、すべての生産要素に市場があるという仮定(イ)の妥当性に重大な疑義が生まれる。

たとえば、蓄積されたさまざまなノウハウ、信用、のれん、トレードマーク、あるいはチームワークや組織的活動能力そのものについては、市場が存在するとする仮定は容易には受け入れがたいであろう（*）。

（*）合併あるいは営業譲渡という形での移動が市場取引として広範囲に行われて、たとえば、土地と同様に「信用」が取引されるようになれば、このような資産の存在によっても影響を受けないが、理論的可能性にすぎない。

このような場合には、企業の解散により価値がなくなる資産が存在するから、仮定(ロ)も同時に成立しなくなる。この場合には、株価は将来の収益の現在価値として形成されることは(2-a)の場合と同じであるが、企業の解散価値は株価を下回ることになる（*）。

（*）したがって、合理的な投資家は、解散は考えないはずである。

(2-e)

最近の企業の理論的研究の展開（*）および実証分析（とりわけ日本の企業に関して）の進展は（**）、企業は(2-a)で想定するような生産要素の市場取引を基本に形成されるものではなく、株主は、企業を組織する時に、企業が長期間存続することを前提とし、生産要素の提供者（たとえば労働者）はこのことを前提として要素を提供する（雇用関係に入る）し、effort levelもこれを前提とすると考えるようになっている（長期的取引関係の重視）。

（*）たとえば、Holmstrom and Tirole の展望論文を参照。

（**）たとえば、今井賢一・小宮隆太郎〔1989〕を参照。

このことは、生産要素の提供者とのあいだに企業内で結ばれる関係だけでなく、納入業者、販売業者との間（企業間）に生まれる関係についてもあてはまる（*）。

（*）たとえば、三輪芳朗〔1988、1989〕を参照。ただし、後者は前者の一部を圧縮したものである。

たとえば、3つの時点 $t(0)$ 、 $t(1)$ 、 $t(2)$ をとり、 $t(0)$ で $t(2)$ までの期間存続することを前提に取引関係を結び $t(0) \sim t(1)$ 、 $t(1) \sim t(2)$ というより短い期間の関係の連鎖よりも高い生産性を実現することができるとしよう（ $t(1)$ で解散しないと相互に拘束するという意味でcommitすることにより生産性の上昇を実現するということ）。

このような場合にも、 $t=t(0)$ を基準としてみると、仮定(1)、(ii)を満たし、事前（ $t=t(0)$ ）の契約をenforceできれば、(2-a)の見方は大幅な修正を要しない。資本以外の生産要素の提供者は、 $t=t(0)$ で市場価格以上の報酬を受けとろうとすれば、企業から排除されるから、事情に変化はない。また、株価についても(2-b)と同様のメカニズムがはたらく。違いがあらわれるのは、株主が $t=t(1)$ で企業を解散しようとした時に、解散価値が株価を下回る可能性がある点である（*）。

（*）この点で(2-d)の見方につながるのは、ここに提示した見方が2期間フルに

活用する事によって価値を十分に実現できる資産の形成に $t=t(0)$ でcommitし、中途($t(1)$)で解散する際には残っている資産の価値の一部が実現できないからであり、本質的に同一であることによる。

(2-f)

企業は市場から調達した生産要素の結合体であるという古典的な企業観から離れることにしよう。

経営者が株主の忠実なagentとして行動するという想定は依然として維持する。

企業がgoing concernであるというのは、(2-e)の図式的な見方では $t(1)$ に位置すると見なせばよいし、今後も長期間にわたって存続すると考えることは $t(1) \sim t(2)$ が長い期間であると想定すればよい。

commitしている期間の途上であるから、企業の解散、あるいは再組織化のためには費用がかかり、また解散すれば価値を失う資産が存在するから、さきの仮定(i)、(ii)は成立していない。

このような場合にも、かりに、 $t(2)$ までに生起することが完全に予見されていれば、新たに発生することは、(2-e)では仮定により排除されていた他の生産要素の提供者が $t=t(1)$ で市場価格以上の報酬を要求する可能性である(the possibility of post-contractual opportunistic behavior)。事前($t=t(0)$)でこの点について有効な対応策が見つからないとすれば、その分だけ期待収益のフローは低下し(*)、株価は $t=t(0)$ で低下する。 $t=t(1)$ での株価水準は、支払い報酬率の予想値と実現値の関係に依存する。

(*) 厳密に考えれば、これによって、この分野への参入、したがって製品の市場価格が影響を受けるから、競争企業内での支払条件に大きく依存していることになる。

また、 $t=t(1)$ で解散する場合には、たとえば、労働者を解雇することになるから、ペナルティーの支払が必要になるかもしれない。その場合には、株価と解散価値の乖離幅は(2-e)でみたものよりその分だけ大きくなる。

(2-g)

t(1), t(2)の時点での生産性、収益のレベルが、他の生産要素の提供者の efforts levelに依存し、それがさらに支払い報酬の水準に依存している場合にも、その関係が予見でき、(確定値として予見できることは必要ではなく、たとえば、確率分布がわかればよい) efforts levelをobserveすることができれば、新たな課題は発生しない。

(2-h)

t(0)~t(1)、t(1)~t(2)が長い期間となると、t(0)でt(1), t(2)の収益水準 $X(1), X(2)$ が予見可能だとする想定は、現実妥当性を失なう。

このことと、仮定(i)、(ii)が受け入れられない(特に(ii))ことを考え合わせると、t(1)において、企業の組織は効率的な状況から大幅に乖離している可能性があるし、活動分野も最適な状況から程遠い可能性がある。

このようなものとして企業をとらえると、現実の企業は、さまざまな制約条件のもとで(*)利潤最大化行動を行う存在と考える必要がある。

(*) ここにいう制約条件は、通常、たとえば生産関数、需要条件に加えて考慮されるべきものである。

(1)株価は、株主のものとなる収益のフローによって決まるが、その水準は(自由にリストラクチュアできるわけではないから)制約条件によって強く規定されている。

(2)解散価値は、個別の資産の売却価値の合計額から、他の生産要素提供者(たとえば労働者)に対するペナルティの支払いを差し引いた額である。差し引く額の存在を無視しないかぎり、保有資産の市場価格から株価が直接求まるわけではない(*)。差し引く額の大きさは、国により、時代により、企業により異なるはずであるから、解散価値と保有資産の市場価値との間に一義的關係はない。

(*) たとえば、借間人がいるアパートは、誰も住んでいないアパートと同じ価

値をもつわけではない。

(3) 株価と解散価値のあいだに一義的な関係はないが、株主（あるいはその忠実な agent としての経営者）が決定権をもつとすれば、存続している限り、株価は解散価値を上回る（*）。

（*）そうでなければ、解散されているはずである。

(4) リストラクチャリングの可能性、そのために必要な費用、あるいは解散の際に他の利害関係人に支払うペナルティーの額が、経営陣（したがって株主）の構成によって差があれば、そのようなことを大胆に行うことができる株主にとっては、株式価値は高いものと評価できる。

たとえば TOB が生まれるメカニズムの一部は、このようなものとして説明できるであろう。

(5) 解散した時に、ペナルティーとして支払うべき額の大きさは、たとえば、電力・ガスあるいは電鉄、NTT のように、そもそも実質的に解散できず、したがって、ペナルティーが禁止的に高い場合をべつにしても、世論、法律の枠組みの影響まで考慮するとさまざまである。日本においては、余程のことがないかぎり、上場企業が解散して利益を分配することはできそうにない（*）。

（*）たとえば、日本の上場企業で、解散して、株主がプラスの分配金を受けとったケースは、私の知る限り存在しない。解散までいかなくても、工場を閉鎖集約することについても、重大な制約がある。

(6) このように考えると、たとえば、保有土地の値上がりは、将来収益の上昇期待につながるかぎりにおいて、株価の上昇に結びつくはずである。

(2-i) 経営者は株主の忠実な agent ？

以上にみた企業観、株式観は、経営者は株主の忠実な agent であり、株主のために利潤最大化行動をとると考えた。

この前提が現実妥当性をもつためには、次の2つの仮定の少なくとも一方を受け入れる必要がある。

(1) 経営者の果たすべき機能は簡単なことであり、株主の代理としてロボットのよう機能しているだけだ。

(2) 経営者も市場で調達可能な生産要素の一つであり、株主は有能かつ従順な経営者を常時、費用をともなわずに確保できる。

現代の企業（想定しているような上場企業）の経営者の機能を仮定(1)のように簡単なものと考えすることは妥当ではないし、仮定(2)は少なくとも現代の日本においては満たされていない。また、現代の日本のように高度に発達した資本市場をもつ国において、他の生産要素の提供者に比べて資金の提供者が相対的に優位に立ち、企業経営上の強い発言力を保持すると想定することを正当化する論拠の有無を改めて吟味する必要がある。むしろ、有能な経営者（より広く人間）の集団が必要に応じて資金を調達しているのが現代の企業であると想定する方が説得力があるのではなからうか。

(2-h)の想定のもとで、経営者は株主の忠実なagentであるという想定をゆるめたら、(2-h)の結論はどのように修正されるだろうか。修正の方向は、意識決定主体である経営者の目的関数をどのようなものと想定するかによって決まるが、少なくとも次の2点に留意する必要がある。

(1) 計上された収益がすべて株主のものとなるわけではない。

(2) 計上される収益それ自体が経営者の行動に依存している。したがって、同じ資産を保有する企業でも、計上される利益が同じではないし、また株価が同じであるとはかぎらない。

(1)から、たとえば、PERは同じとはならない。

(2-j) labor-managed-firm (1)

独自の機能を果たす集団として想定された経営者グループが労働者（従業員）と結託する、と想定すれば、labor-managed-firmにつながる。

たとえば小宮〔1988〕が主張するように、多くの日本の大企業においては、経営陣は、労働者のなかから選任され、その意向を受けて、あるいは、その代表（忠実なagent）として経営に任にあたる。詳細にはここでちいらないが、このよ

うな経営陣が、株主の忠実な agent としてその目的（利潤）を最大化することを行動原則とすると仮定することは説得力をもたないだろう。逆に、workers の忠実な agent として、workers の目的関数を基準として最適化行動を行うとする仮定の方が受け入れ易い。

たとえば、小宮〔1988〕によって示された次のようなモデルはその一例である。

企業は資本と労働という2つの生産要素をそれぞれ K, L だけ利用して生産活動を行い、要素の提供者には市場報酬率 r, w と広義の利潤（売上高 $R - rK - wL$ ）の一定割合 $1 - \beta, \beta$ を分配する。経営陣は、労働者の一人あたりの収入

$$-\frac{W}{L} = -\frac{\beta}{L} (R - rK - wL) + w$$

を最大化することを行動原理として意思決定すると考えるのである。

このモデル自体は静学モデルであり、每期利益は分配されつくされると想定されているため、保有資産はなく、解散時に分配すべき資産も存在せず、したがって、解散価値はゼロである。

たとえば、(2-a) の見方に比べると、

(1) 企業の行動パターンが利潤最大化行動から乖離するため、最大利潤が実現せず、

(2) さらに、利潤の一定割合 $(1 - \beta)$ だけが株主のとり分となるため、株価は大幅に低下する。

(2) から、PER も低下する。

(2-k) labor-managed-firm (2)

(2-j) の見方に、(2-h) で論じた企業の going concern としての側面を結びつけ、保有資産の評価、解散価値と株価の関係をみることにする。

最重要注目点は、企業の保有資産が「実質的に」誰のものであり、解散時の処分可能資産に対する請求権を「実質的に」誰がもつかという点である。ここで「実質的に」という表現を強調するのは、たとえば、法制度上の「権利」がそのまま実現できるとは限らないことによる。

ここで想定している LMF の場合には、政策変数の決定権を握る経営陣は労働者の意向を最重視するから、かりに、資産の「所有権」が株主のものであり、解散時

の処分可能資産を株主がもつ場合にも、資産の処分あるいは解散には容易には同意しないはずである。したがって、株主が「権利」を実現するためには、たとえば、権利の相当部分を労働者に譲渡するという形で大幅な譲歩をする必要がある。

このように考えれば、LMFの株主は、企業の保有資産が株主のものであるとされていても、その市場価格を大幅に下回る解散価値しか期待できないはずであり、たとえば、(2-h)の見方にしたがう場合よりもその乖離幅は一層大きくなる。

このような見方の極限には、企業の保有資産を処分すること、さらに企業を解散することにより株主がプラスの資金を回収することはできない、そのような処分、解散には経営者は賛成しないという見方がある。

LMFの経営者あるいはそれを支える労働者は、その企業の労働者であることにcommitしており、収益悪化により追い込まれて倒産するというような止むをえない場合以外には、重要な資産の処分、さらに解散には同意しないと考えるのである。もちろん、このような場合には、株主がそれによりプラスの資金を回収することはない。

このような極限的な見方にたてば、株主が入手することができるのは、配当のフローだけであり、株価はその現在価値に等しく決まる。利潤のうち配当されない部分が株主のものになることはない。したがって、配当性向を θ ($0 \leq \theta \leq 1$)とすれば、(2-a)の見方の場合に比べ、株価、PERはともに θ 倍となる。解散価値はゼロであり、企業の保有資産の市場価値は、解散価値に影響を与えない(*)し、株価に影響を与えるとすれば、配当を変化させることにつながる場合だけである。

(*) 倒産する場合には、資産の多寡はそのタイミングには影響を与える。

(2-1)小括

第3節へ進むまえに、次の点を確認しておこう。

(1) 仮定Aを前提とするファンダメンタリスト的見方には数多くのvariationsがある。

(2) 利益の現在価値に注目するPER、解散価値に注目するQレシオは、通常用いられる場合、そのうちの最も極端な見方である(2-a)にもとづいている。

(3)アルファベットの順が下がるに従い利益and/or資産に対して株主が実質的に所有する請求権は弱まる。このことを考慮して妥当な株価、PERを求めなおすと、(2-a)の見方から遠い見方を採用するほど、その水準は低下する。したがって、かりに、(2-a)の見方に従って、日本の株式市場におけるPERが高すぎるとすれば、他の見方を採用すれば、その程度は一層はなはだしくなる。

以下の議論とのつながりを明示するために、いささか極端な例として、東京電力の株価をとりあげておこう。東京電力の株式は何を体化しており、株主は何を請求することができるだろうか。

(1)配当は一株あたり50円の状態がつづいているが、これは変化するだろうか。

(2)この会社の資産の一部を処分して、あるいは解散して、プラスの資産の分配を受けることができるだろうか。

(2)についてYesと回答するものは現在の株主のなかにもほとんどいないであろう。(1)についても、現行の規制下では(2)に対する回答と大差ないはずである。したがって、labor-managed-firmという見方を採用するか否かは別として、東京電力の株主が期待できるものは、一株あたり50円/年の配当だけであり、その現在価値をたとえば、5%の割引率を用いて求めれば、1000円となる(*)。

(*)無償増資があって、実質的な増配があったとする批判が予想されるが、昭和50年代に入ってから1%が3回と2%が1回で計5%にすぎず、この間所有しつづけた株主に50円から52.5円に増配されたことになるにすぎない。

ファンダメンタリスト的見方にしたがうかぎり、妥当な株価は1000円(割引率が高くと高いと考えれば、妥当な株価はもっと低い)であることになる。

現実の株価は1984年の安値(6月)1040円のあと、その年の末には1780円の水準にあり、87年4月には9420円という高値をつけた。最近は6000円に近い水準にある。

この株価の動きをみていると、ファンダメンタリスト的見方に従いつづけることに対する疑問が生まれる。

(イ)妥当な株価からの乖離幅があまりに大きい。

(ロ)大きな乖離幅の存続期間が長期にわたっている。

(ハ)解散価値に対する請求権が実質的に存在しないにもかかわらず、保有土地の

市場価格の上昇に株価が大きく反応しているように見える。

(二)利益の増加は、規制により消費者に「還元」され、配当の増加に結びつくとは期待できないにもかかわらず、原油価格の低下、円高、金利低下、電気通信分野への進出などが利益の増加に結びつくとして、株価がこれに大きく反応したように見える。

<3> 株式市場、投資家、投資家間の相互作用にかんするいろいろな見方

前節で前提とした仮定Aは、前節の内容を考慮すれば、より正確には次のようになる。

市場を構成する投資家は、

A(1)：株式に体化されている権利の内容にかんする見方が同じであり、

A(2)：株価は体化されている権利にもとづいて形成されると考えている。

仮定Aのもとでは、投資家は権利の内容をより迅速かつ正確に知るための調査活動を行う。各投資家は、このような共通の目標に向けての調査活動に関して競争を行うことが含意されているのである。

この仮定Aのもとで、株式市場の機能は著しく単純化されており、あたかも一人の代表的投資家のみが存在し、ファンダメンタルズに関する彼の評価が株価となると考えられているのである。

情報の入手（調査活動）に費用がかからない（結果として、各投資家がすべてを知っている）場合（*）、あるいはそれに近い状況にある場合には、最適な調査活動をしない投資家は瞬時に市場から淘汰されることになり、市場はほとんど常に仮定Aのもとで想定されている状態に位置することになる。

（*）調査の結果として到達できる状態に限界があるとしても、それが各投資家にとって同じであれば、議論の性格は影響を受けない。たとえば、将来の収益あるいは配当に関する予想の分布までしかわからないとしても、同じことである。

このような市場では、各投資家の評価が同じであり、市場価格がそれに一致し

ているから、(イ)取引は発生しない。(ロ)株価の水準の変化はファンダメンタルズにかんする予想が変化する時にのみ発生し、たとえば、「株価のリズム」とか「投資家の不安心理がブラック・マンデーに結びつく」などという見方は受け入れられない。(ハ)株価操縦の余地は存在せず、敢えてそれに挑戦すれば必然的に損失をとまなう。(ニ)インサイダー・トレーディングは仮定によって排除されている。(ホ)株価の水準はつねに妥当であり、たとえば、高すぎるなどということはない。

第2節では、市場にかんして、このような仮定Aのもとで、企業観にさまざまな variations の存在を認めれば、それを反映して、株価の見方についても多くの variations が生まれることをみた。

第3節では、市場にかんする見方、市場を構成する投資家にかんする見方、投資家間の相互作用にかんする見方にさまざまな variations を導入することにする。

variations を生む要因を例示的に列挙すれば、以下のようなになる。

(イ)A(1)が成立せず、株価が体化する権利の内容にかんする見方が投資家によって同じではない。たとえば、TOBの対象となる企業の株価がしばしば大幅に上昇するのは、このことにより株主の権利が相対的に強化されるという投資家の期待を反映するためかもしれない。

(ロ)調査活動に膨大な費用がかかるため、たとえば調査活動にもとづく投資家の行動に反応することにより、その節約をはかる投資家が現われる。

(ハ)調査活動の費用は、運用資産額とは無関係だから、規模の小さな投資家にとってこの活動の投資収益率は低くなる。同様に、調査活動の成果がそのためのノウハウの蓄積あるいはノウハウを蓄積した人材の集積に大きく依存すれば、そのような蓄積をもたない投資家の調査活動の投資収益率は低くなる。このことは、調査活動と投資行動の分業あるいは分離を生み、多くの投資家が他の投資家の行動に、場合によっては、「ただ乗り」するようになる。調査活動は、その競争で他の投資家に先をこされれば価値を生まないから、中途半端な調査活動をするよりは他の投資家の投資行動から調査結果に関するシグナルを読みとろうとする。さらに、積極的な調査活動をおこなう投資家も、常にその競争（先陣争い）に勝つとは限らないから、他の投資家の調査活動さらにその結果である投資行動に常に強い関心をもち、シグナルを読みとろうとするはずである。

(ニ)調査活動によって株式に体化されている権利の実質価値（あるいはその確率

分布)を正確に知ることができるとする仮定が成立しないとすれば、状況は大きく異なる。

企業活動には常に危険、不確実性がともない、それとの関連で企業者機能(entrepreneurship)の重要性がしばしば強調されるが、このことは、経営の任にあたる企業者、経営者にとっても将来生起する事象を正確には予想できないことを意味する。このことと、投資家が調査によって正確な予想に到達するとする仮定とは、おそらく、整合的ではないであろう。

企業活動の成果に重大な影響を与える要因は次々に生起するであろうし、生起したことを正確に認知することも容易ではないというのが実情であるとするれば、調査活動は常に動きまわる「実情」を大まかな見当をつけながら追跡しつづけているにすぎないというのが適当な見方なのかもしれない。「実情」と投資家の「知識」の距離は時により状況により大きく変動するであろうが、その距離の大きさについて投資家は確信をもてないことになる。

(林)(二)の延長線上のものであるが、投資家が調査活動なり他の投資家の行動の観察なりから獲得する知識について各投資家をもつ確信の程度は一樣ではないだろう。確信の程度に差があれば、そこから、投資家の行動に差が生まれるはずである。時により、状況により、銘柄により、各投資家のもつ確信の程度はさまざまであるから、特定の株式に対する各投資家の評価はバラツキ、株価も変動する。

(ハ)以上の要因を考慮すると、各投資家は、多かれ少なかれ、他の投資家の行動からさまざまなシグナルを読みとるべく努力するが、他の投資家がいかなる情報にもとづいて行動しているかという点についても確信をもてるわけではない。この点について明確な認識をもつ投資家は、自分の意思決定が、本当のところ何にもとづいているかわからないという点について知っている。

(ト)(ハ)までくると、投資家は他の投資家の行動から送られるシグナルを重視し、自らの意思決定と、本来当該株式が体化する権利の実質価値との関連性を意識しなくなる。

以上のように、市場あるいは投資家の行動にかんする見方にvariationsを生む要因にはさまざまなものがあり、そこからさまざまな見方を導くことができる。

ここでは、極めて大雑把なものとして、4つの見方(ストーリー)を例示する。その他の見方を想定することが可能であることはもちろんのことである。(a)、(

b)が第2節でみたファンダメンタリスト的な見方の範囲内のものであり、(c)、(d)がそこに収まらないものである。

(3-a)

調査のための費用が大きくないため、あるいは各投資家の調査能力に差がないため、各投資家は株式が体化する権利の価値の正確な値を求めて努力し、結果としてそれが株価となる。

(3-b)

調査研究活動面で制約、戦略の差から、多くの投資家が意思決定に関わる情報を部分的あるいは全面的に他の投資家の行動が送るシグナルに依存するようになる。

しかしながら、依然として、株価がファンダメンタルズによって決まるとする見方は共有されており、他の投資家の行動に求めるシグナルもそれに関わるもののみが求められる。この結果、株価形成メカニズムおよび株価の水準は(3-a)とほとんど同じである。

(3-c)

各投資家は他の投資家の送るシグナルに強く反応する。大規模な調査活動を行う投資家も自らの行動を注視しそれに強く反応する数多くの投資家の存在を強く意識し、場合によっては、自らが正確な予想にもとづいて行動しても、他の大投資家の行動に対するそのような投資家の反応によって、自らの予想株価が実現しないことがあることを知っている。

自らのもつ情報に対してもつ確信の程度はほとんど常に完全からは程遠いから、自らの調査にもとづく予想株価に近い将来に実現すると確信して意思決定することはない(*)。

(*)このような状況での意思決定の持つ性格について、たとえば、Einhorn and Hogarth [1986]を参照。とりわけ、pp.227以下。

ここで注意しておくべきことは、各投資家にとって、目標は収益なのであり、株式の投資収益率こそが第一義的な予想の関心事であるという点である。株式の実質価値そのものが調査項目として重視されるのは、それが投資収益率の予想に役立つと考えるからにはほかならない。したがって、このような市場においては、実質価値よりも他の投資家の行動の方が調査項目として重視される可能性がある。

株価は実質価値（アンカー）からしばしば大幅に乖離し、その状態が長期間にわたって持続することになるが、それが乖離していることに対する関心は薄れ、また、それがごく近い将来に解消すると期待する投資家は少なくなる。

(3-d)

そもそも、株価がその実質価値（アンカー）を基準にして形成され、それを中心にして変動するとする見方の信奉者は少なく、他の投資家の行動こそが各投資家の重視する情報として最も重要なものとなる。

そのことを重視する投資家は、他の投資家を説得して（あるいは彼らが受け入れやすいシグナルを送って）自らの利益に結びつく方向へ株価を動かすよう努力するようになり、各投資家は、市場に送られるシグナルのどれに反応することが利益に結びつくかを捜すようになる。

シグナル（しばしば、シナリオと呼ばれる）として多くの投資家に受け入れられるために満たすべき条件は、たとえば、次のようなものである。

(1) 図式は単純であること。正確であるが複雑であっては、多くの人が理解できないし、その人が他の人を説得するのに使えない。

(2) 明快な結論を導くこと。投資家が求めるのは何よりも行動指針である。

(3) 理屈のつけ方が、投資家の多数派の皮膚感覚にマッチしていること。

たとえば、利益の水準・動向、保有資産の価値などがひんぱんに話題になるのは、このような数字を用いることが(3)を満たし、(1)、(2)を満たすシナリオを組み立て易いとシグナルの送り手が考えるからであり、ここからストレートに妥当な株価水準を求めることができると考えているからではない(*)。

(*) たとえば、focus of attention (Simon [1986], pp.215) という考え方を参照していただきたい。

市場あるいは投資家にかんする以上の4つの見方のなかで株式市場に関する研究の多くが採用したのは(a)であり、場合によって(b)までが考慮対象になるにすぎない(*)。

(*) その結果が、たとえば次のようなSchiller[1986]の発言につながる。

"If you look in finance journals, you will find a nearly total absence of any mention of the possibility that fashions or fads may be at work."

(p. 502)

また、関連して、Tversky and Kahneman [1986]、とりわけ、pp. 273以下を参照。

先行してのべた他の見方につながる可能性を生む要因のリストを考慮すれば、(c)、(d)の見方と(a)、(b)の見方のいずれの現実妥当性が高いかは実証的に決着をつけるべき問題であると考えられる。

ここでは(a)、(b)を当然視することによっては説明できない事象例を一つ示したあとで、日本ほど「異常」あるいは「特異」ではないと多くの人々によって考えられているアメリカの市場に関する、(a)、(b)よりもむしろ(c)、(d)の見方をとった方がよいという立場につながる見解を示す。

最初にとりあげる例は、前節の結びで言及した東京電力の株価の動きと、その変動に際して支持されたと思われる見方である。

(a)、(b)の見方にしたがえば、4つの点で最近の株価の動きが説明できないというのが(2-1)の結論であったが、保有土地の価格の上昇、収益予想の上方修正に市場が積極的に反応したという後2者は、さきの(d)の見方のシナリオの満たすべき条件をよく満たしているのである。

アメリカの市場にかんする次のような見方は、(b)あるいは(c)の見方をsuggestしているように思われる。

"most "investors" have other things on their minds besides the securities markets. Most investors have better things to do; they work during the day and spend time with their families in the evening. Most investors

don't know what stocks are worth, tacitly leaving this valuation up to a small set of professional investors. But only a subset of these stand ready to make active investment decisions. All this means that for the purpose of explaining stock price movements, the stock market should be treated as much smaller than the \$3.6 trillion quoted earlier. " (Hayne Leland and Mark Rubinstein [1988], p.49) (*).

(*) 関連して、Cutler, Poterba and Summers [1988]、とりわけ、pp.16以下を参照。

今一つここに紹介するのは、Schillerがブラック・マンデー直後に当日の行動あるいは判断について投資家を対象として実施したアンケート調査の結果である (Schiller[1987])。投資家が何に反応したかを知るための "Please tell us how important each of the following news items was to you personally on October 19, 1987 in your evaluation of stock market prospects." という問いに対する回答は、個人、機関投資家ともに大差なく、第1位は双方グループともに19日朝のダウ指数200ポイントの下落であり、前週の株価下落とTreasury bond利回りが10.5%にしたことが2位、3位とつづいていた。Prechter's sell signalは最も低評価であり、the producer price index figuresがそれに続き、イラン石油基地に対する攻撃は下位から3番目であった。このような事実は、(a)、(b)よりも(c)、(d)の見方の採用を支持するものと思われる。

<4>日本の株価

日本の株価形成メカニズムおよびその水準・変動について研究するためには、日本の株価に対する見方としてどのようなものを採用するかが決定的な重要性をもっている。

これまでの検討結果を踏まえれば、検討課題は、大別して、(イ)株式に体化された株主の実質的権利をどのようなものと理解するか、(ロ)市場、投資家、投資家間

の相互作用についてどのような見方をとるか、という2つの内容となる。

これらの論点の検討に入るまえに、一般的な留意点にふれておこう。

(1)しばしば、日本の株式のPERが高すぎるとする意見がある。この延長線上で、異常な株価形成がおこなわれている、近い将来暴落するはずであるとする見方が表明されている。これまでに示した考え方にしたがえば、このような見方は、(イ)、(ロ)にかんして極めて限定した見方を自明の前提としており、この前提の妥当性については吟味していないのであるから、単にそのような見方によっては説明できないという事実を呈示しているにすぎない可能性がある。

(2)時により、場合により、銘柄により、(イ)、(ロ)にかんする見方が一貫している必要はない。また投資家の見方が一致せず、さまざまな見方が混在していると考える必要がある。

投資家は他の投資家がどのような見方を採用しているかを正確に知ることはできない。

(3)(ロ)について、(a)、(b)の見方を前提にできれば、(イ)について、どの見方が支配的地位を占めているかを実証的に確かめることができるはずであるが、(c)、(d)の見方を前提にすれば、それも可能ではなくなる。

(4)理論的検討から直接に結論を導き得る論点ではない。

(イ)について、アメリカを念頭におきながら、日本企業の株式に体化された権利の実質価値を評価する際に留意すべき事項をとりあげると次のようになる。

(1)雇用関係であれ、取引関係であれ、長期的なものが支配的であり、これが多くの産業における生産性の上昇、品質の向上、市場への迅速な対応を可能にしていると考えられるが、反面、これが、労働者、関係企業の会社の意思決定に対する発言力を増加させ、株主の発言力を相対的に弱いものとしている。

(2)経営者は雇用者のなかから選抜されて就任するから、経営上の意思決定に際しては、株主の利益よりも雇用者の利益を相対的に重視する傾向がある。

(3)株主が単独で、あるいは団結して、会社の重大な意思決定に影響を与えることはほとんどない。時として、大株主でもある金融機関が重大な影響を与えることがあるが、その場合には、会社の収益状況が極端に悪化して、経営陣がそれをやむをえないものとして受け入れる場合であると考えられる。

たとえば保有資産の一部を処分して、あるいは会社を解散して、プラスの配分

を株主が受けとった例は、上場会社をみるかぎり存在しない。

このように考えてくれば、(1)について、(2-a)の見方をもとにして日本の株価を研究することには大いに問題があり、たとえば、(2-k)の見方を採用すべきであるとすると見方が説得力をもつ。

検討課題(□)について、ここでも比較の対象としてアメリカ市場を念頭において、留意点を列挙する。以下にのべることは、読み聞きしたことから抽出したものであり、厳密な実証的根拠をもつものではない。

端的に表現すれば、プロフェッショナリズムの未成熟が日本の株式市場の特徴であるというのが私の印象である。これまでの議論に関連する限りにおいて、具体的にその根拠を示すと以下のようなになる。(＊)

(＊) 図式的に投資家側と投資家に情報を提供する側とをわけて説明するが、これらが相互依存関係、相互に規定し合う関係にあることはいうまでもない。

(1)機関投資家と呼ばれる存在の数は多く、その運用資産の総額は膨大であるが、その資産運用面での実績を上げるための体制の整備、ノウハウの蓄積が十分に進んでいるとはいえない。

(1)運用実績にかんして競合する機関相互間の競争が十分に厳しかったとはいえず、実績により競合機関間のシェアの大きな変動が生まれることはなかった。

いくつかの理由が考えられるが、(i)実績の「還元」が十分に行われなかったこと(＊)、(ii)「還元」が行われてもそれにかんする比較情報の提供・営業面での利用が実質上できなかったこと(＊＊)、(iii)販売ルートが多くの場合ほぼ専売に近く、消費者が比較購買できる状況にはなかったこと(＊＊＊)などがその例である。

(＊) 規制あるいは「自主規制」と、市場の「還元」率の差への反応度が低いことがその原因のように思われる。

(＊＊) たとえば、生命保険について、小宮〔1989〕を参照。

(＊＊＊) ここでは、たとえば、投信、生保、損保などを念頭においている。

(ロ)株式投資が、多くの場合、政策投資と呼ばれるものであって(i)営業上の理由と密接に関連し、(ii)長期間の保有を前提として行われた(*)。

(*)ここでは、生保を典型的存在として念頭に置いている。政策投資とは純投資と対比するために用いられる用語であり、最近になって「特金」の利用が可能となるまで、ほとんどが政策投資であったといわれる。

(ハ)日本の機関投資家では、資産運用担当者の収入がその運用成果に大きく依存するようには決っていないといわれる。

これは、社内体制が、資産運用担当者を資産運用のプロフェッショナルとして採用・育成し、処遇するようになっておらず、そのため、担当者も、華々しい運用実績をあげることに全力を傾注し、また、リスクをおかすよりも、大きな失敗をせずに所定の期間をつとめあげ、社内の昇進の次のステップへ進むことを目指す傾向があることによるといわれる(*)。

(*)日本の企業(より一般に組織)では、特定の分野のプロに対する評価は相対的に低く、プロに徹する誘因に乏しいといわれることがあるが、これもその一形態であると考えればよい。

(ニ)さらに、機関投資家、その運用担当者の「運用責任」が厳しく問われることが少ない。この原因としては、(i)ディスクロージャーが極めて不徹底であり、運用のプロセス、成果ともにわかりにくいこと、(ii)たとえば、プルーデント・マン・ルールのもとにおけるようには「責任」が明確でないことなどのために、個別、具体的に「責任」を問うことがほとんど想定されないことが考えられる(*)。

(*)その他に、たとえば、クラス・アクション、成功報酬などにより訴訟をし易くする工夫が実質的にできないこともあげられよう。

(2)投資家に情報を提供する側についても、たとえば第2節でみたファンダメン

タリスト的見方からすると、提供する情報の質の面で十分な競争があったとはとうていいえない。

(イ)象徴的なものが、アナリストの行動であろう。

日本においてアナリスト(*)は、(i)多くの場合証券会社などの金融機関およびそのグループに属する調査機関に所属しており、(ii)アナリストが個人の責任で積極的に情報を提供することはほとんどなく、(iii)その社内での評価(報酬、昇進)が調査活動における実績に大きく依存することはない。(iv)当然のことながらプロのアナリストとして機関のあいだを移ることもほとんどない。

(*)ここでいうアナリストは、たとえば、「日本証券アナリスト協会」の実施する検定に合格したものに限定して考えているのではない。

(ロ)アナリストの所属する機関(たとえば証券会社)の提供する情報にはさまざまなものがあるが、正面に押したてられ、頻繁にその内容が強調されるものは、しばしばシナリオと呼ばれる「相場見通し」である。

投資家に情報を提供する側の体制、提供される情報の内容(供給サイド)が以上にみたようなものであることは、投資家が求める情報の内容(需要サイド)が同様の傾向をもつことを強く示唆し、このことは日本の株式市場が、第3節にみた市場観の(a)、(b)よりは(c)、(d)に近いことを意味している。

以上の検討をふまえると、日本の株式市場について研究するためには、日本の株価に対する見方として、(1)株価に体化された株主の実質的権利については、たとえば(2-k)。(ロ)市場、投資家、投資家間の相互作用については、たとえば(3-d)を採用すべきであるという結論に到達する。

このような見方の採用は、たとえば第2節の終りに例として言及した東京電力の株価の最近の動きを矛盾なく説明することを可能にする。また、たとえば、最近の鉄鋼、造船のような産業の大手企業の株価の変動もこれによって、同様に説明可能となるし、このような企業の株価を象徴とする日本の株式市場全体の動向もどうやら理解可能となる。

<5> 結語

ここでは、本論文の結論を繰り返すことはしない。

第2節、3節の議論を唐突と思われた読者があるかもしれないが、第2節の内容は最近の企業の理論に関する研究と日本の企業に関する関心の高まり（*）を、第3節の内容は情報、経済主体の能力およびrationalityの仮定の妥当性に関する関心の高まり（**）をそれぞれ念頭におくものである。

（*）前者については、たとえば、Holmstrom and Tiroleを、後者については、たとえば、今井・小宮編〔1989〕を参照。

（**）たとえば、Hogarth and Reder eds.〔1986〕所収の諸論文を参照。

容易に想像がつくことであるが、これまでのところ支配的であった見方からの離脱のうち、市場、投資家、投資家間の相互作用に関わるものは、ファンダメンタリスト的な見方の放棄を意味しており、それは、ほとんど必然的に、株価水準がいくつかの客観的に観察できる変数（マクロ変数、ミクロ変数のいずれでもよい）によって決まっており、それらによって説明できるという想定を当然のものとしては採用し得ないことを意味する。したがって、この論文の結論を受け入れれば、たとえば、PER、Qレシオなどに代替する計算式を論理的に導きそれをもとにして妥当な株価水準を計算するという研究の方向は成立しない（*）。

（*）たとえば、金の価格と同じような性質を持つと考えることができる。

読者は、J.M. Keynes〔1936〕12章の美人投票の例（pp.156）を想起されるかもしれない。この点にかんしては、たとえば、西村清彦〔1989〕を参照。

このようにいえば、ただちに、"Throwing up one's hands and simply saying that there is a great deal of irrationality that gives rise to "fads" is not constructive" (Cutler, Poterba and Summers〔1988〕pp.16)という批判が提出されることが予想される。

しかしながら、そうだからといって、前提の妥当性に目をつむり、ファンダメ

ンタリスト的見方に立った研究の方向に固執する事は、暗いからという理由で、街灯に照らされた範囲内だけで落とした財布を捜そうとするに等しい可能性がある（*）。

（*）さらに、舟がないからという理由で、干上がってしまった池で魚を取ろうとする企てに等しいかも知れない。

株価形成メカニズムを研究するためには、その構成メンバーである投資家の行動を研究する必要があると、その方向も、理論的なものであるよりも、現実の行動に関する情報の収集から始める必要があるというのが、現時点での筆者の印象である（*）。これまでのところ、少なくとも日本においては、このような方向に合致した研究はみられないし、断片的なものであれば情報はほとんど得られない。

（*）たとえば、Schiller〔1987〕にみられるような研究が参考になろう。

株価形成メカニズム、株式市場の機能にかんするこれまで支配的な見方を当然のものとして受け入れないとすれば、それを前提として「解決」されてきた一連の検討課題が再登場することになる。以下のものはその一部である。

(イ) 株式市場の社会経済的機能は何か。また、育成、規制いずれの方向であるかを問わず、政府の関与はどのようなものであるべきか。

(ロ) しばしば話題になる証券業の寡占をはじめとする、この産業の産業組織上の問題点にはどのような評価視点にもとづいて接近したらよいか。

(ハ) 会社法の基本的枠組み、根本前提は適切か。

(ニ) 日本でTOBがほとんど行われないのは何故か。これは適切か。もっと容易にすべきなのか、もっと困難にすべきなのか。（最近の米国での論争のなかで日本の現状に関連のある論点は何か。）

(ホ) 法人税、利子・配当課税に関する考え方は従来通りでよいか。

(ヘ) 相続税を強化すると、土地が法人の手中に集中してしまうとする主張に対して、株価がそれを反映し、それに相続税がかかるから、そんなことはないというのが、従来型の解答ですが、株価がそのように動かないとすれば、この

主張にも一理あることになるのか。

日本の株式市場に関する研究はようやくスタート・ラインに立った段階である
と考えた方がよさそうである。

【引用文献】

Cutler, David M., Poterba, James M. and Summers, Lawrence H. [1988]

"What Moves Stock Prices" NBER Working Paper, No. 2538

Einhorn, Hiller J. and Hogarth, Robin M. [1986] "Decision Making under
Ambiguity", in Hogarth and Reder eds. [1986]

Hogarth, Robin M. and Reder, Melvin W. eds. [1986] The Behavioral Found-
ations of Economic Theory (The Journal of Business, Vol. 59, No. 4,
Pt. 2)

Holmstrom, Bengt R. and Tirole, Jean "The Theory of the Firm", in Hand-
book of Industrial Organization, R. Schmalensee and R. Willig,
eds., forthcoming

今井賢一・小宮隆太郎編 [1989] 『日本の企業』東京大学出版会（近刊）

Keynes, John M. [1936] The General Theory of Employment, Interest and
Money, Macmillan.

小宮隆太郎 [1988] 「日本企業の構造的・行動的特徴(1)」『経済学論集』第54巻
第2号

小宮隆太郎 [1989] 「企業としての生保」今井・小宮編 [1989] 所収

Leland, Hayne and Rubinstein, Mark [1988] "Comments on the Market Crash
: Six Months After", Journal of Economic Perspectives, Summer

三輪芳朗 [1988] 「下請制度と中小企業」ディスカッション・ペーパー（東京大
学経済学部）88-J-7

三輪芳朗 [1989] 「下請関係----日本の自動車産業」今井・小宮編 [1989] 所収

西村清彦 [1989] 「地価の短期決定メカニズム」本コンファレンス提出論文

Schiller, Robert J. [1986] "Comments on Miller and on Kleidon", in

Hogarth and Reder eds. [1986]

Schiller, Robert J. [1987] "Investor Behavior in the October 1987 Stock
Market Crash: Survey Evidence", NBER Working Paper No. 2446

Simon, Herbert A. [1986] "Rationality in Psychology and Economics" ,
in Hogarth and Reder eds. [1986]

Tversky, Amos and Kahneman, Daniel [1986] , "Rational Choice and the
Framing of Decisions" , in Hogarth and Reder eds. [1986]