

投資価値算定法による 株価分析とその限界

嶋田昭孝

目 次

1. 株式の本質と投資価値
2. 配当を基礎とした投資価値算定法
3. 収益を基礎とした投資価値算定法
4. 投資価値算定法の限界

1 株式の本質と投資価値

「現実の株価はいかなるときも、明確に、そして冷酷に、その需要と供給によって決定されるものである。」¹⁾

このような株式の需給関係を決定する要因の中心をなすものが株式の投資価値だと考えられる。なぜなら人間の経済行為は価値観に基づく合理性を追求しようとするものだからである。すなわち、一定の価格のもとで、投資価値が増大すれば需要は増大し、供給は減少する。反対に、一定の価格のもとで、投資価値が減少すれば、需要が減少し、供給がふえる。そこで需給を均衡させるために価格の変動がおこるわけである。

それでは株価決定の中心をなす株式の投資価値とは何であろうか。それは株式の本質を分析することによって求められる。

株式の本質は法律によって規定された「株主権」であると考えられるが、これまで株主権をめぐる3つの学説がある。すなわち物権説、社員権説、

および債権説である。

物権説とは、株主は会社財産に対して共有的持分をもち、この「持分」としての権利が株主権の本質であるとする説である。しかし「一度株式会社そのものの人格が認識せらるるや、会社財産は最早株主の共有に非らずして会社自体のものと認められ、株主は単に会社と法律関係に立つに至ったのである。」²⁾すなわち、会社の存続中は、株主は会社の財産に関して共有権をもつのみで、その分割を請求することはできない。たゞ会社財産の持分が株式の投資価値として意味をもつのは、会社が解散するに当って、株主が残余財産の分配権を行使するときに限られている。

つぎに社員権説というのは株主共通の経営参加を保証する「共益権」を株主権の本質とする説である。その内容は株主総会に出席して議決を行なう権利、株主総会における決議の取消の判決をもとめる権利、株主総会における決議の無効を訴える権利、会社の設立無効の判決をもとめる権利、株主総会の招集をもとめる権利、取締役、監査役、または清算人にたいする提訴をもとめる権利、会社の業務および財産の状況の検査をもとめる権利、および清算人の解任をもとめる権利などである。

最後に債権説とは、利益配当請求権、利益配当支払請求権、残余財産分配請求権、残余財産分配支払請求権、利息配当請求権、利息配当支払請求権、名義書換請求権、新株引受権、株券交付請求権、記名株式を無記名株式に、無記名株式を記名株式にすることを請求する権利、株式に転換することを請求する権利、会社の書類の閲覧を求める権利、および報告をうける権利など、株主個人の利益のために認められたいわゆる「自益権」を株主の本質とする説である。

ところで株式会社の本質は歴史的な経済環境の変化によって変遷するものだという事実に立脚し、株主の多くが無機能資本家と化し、所有と経営が分離した現代にあっては、「自益権」とりわけ「配当請求権」を株主権の基本とみる学説が有力であることは否定できないところである。したがって株式の投資価値は、その株式にたいする配当を基礎として算定すること

ができるといえよう。

- 1) R. D. Edwards and J. Magee, Technical Analysis of Stock Trends. 1958. PP5
- 2) 松田二郎著「株式会社の基礎理論」179ページ

2 配当を基礎とした投資価値算定法

そこで配当を基礎として株式の投資価値を算定する具体的方法についてのべよう。

一般に、貨幣資本は不利な投資対象から離散し、有利な投資対象に集中するという流動性をもっている。そのばあい、集中、離散の動機をなすものは配当を株式取得価格で除した利回りと一般利子率との比較観である。すなわち、利回りが一般利子率より高ければ、その株式に貨幣資本が投下され、逆に利回りが一般利子率よりも低ければ、投下資本は回収される。したがって株式の投資価値は配当を一般利子率によって資本還元したものに等しくなる。すなわち、株式投資価値 $=\frac{\text{配当}}{\text{一般利子率}}$ という式がなりたつ。このようにして算定された株式の投資価値は理論株価と呼ばれている。

ところで、実際に株式の投資価値を算定するにあたっては、配当の不確定性ととともに、一般利子率の不確定性についての配慮が要求される。一般利子率の不確定性は配当の不確定性に比べると、比較的安定的なものといえる。それにしても金融の繁閑によって、一般利子率が変化することは避けがたい。したがって一般利子率の変化に対する配慮が要求されることは否定できない。一方、配当の不確定性に関しては、つぎにのべるような理由から、より一層の配慮が要求されるしだいである。

すなわち、配当の不確定性には、配当は不確定な企業々績にもとづいて決定されるものだという不確定性と、配当は決算の結果、算定された純利益のうち、どれだけの部分を配当にあてるかという、いわゆる配当性向の決定がなされたのちに決定されるものだという不確定性の二面性をもつものである。

同時に、株式の投資価値算定にあたって考慮しなければならないことは、増資による利回り修正である。すなわち、増資による新株の引受権が旧株主に与えられるとすれば、新株に対する株主の払込み金額の大小によって、株式の平均取得価格が変わってくる。したがって、増資権利落ち後の配当が不変であるとしても、株式の平均取得価格の変化につれて、利回りを修正しなければならないなくなる。もちろん増資後に配当率が変われば利回りが変化することはいうまでもない。このように増資が株式の投資価値に変化を与えることは否定することができない。従来、新株の払込み金額は額面以下のばあいが多かったので、増資権利落ち後の利回りは大きくなるのが通例であった。

そのために増資権利つき株式の投資価値は増資権利のついていない株式の投資価値より大きいと判定されるわけである。

増資権利つき株式の投資価値算定方式はつぎの式で求められる。

$$\frac{\text{配当}}{\text{一般利子率}} \times (1 + \text{割当率}) - \text{割当率} \times \text{払込み金額}$$

かりに配当が2割、一般利子率5分として50円額面の株式の理論株価を求めると、 $\frac{50 \text{円} \times 0.2}{0.05} = 200 \text{円}$ となるが、この株式に半額増資の株主割当てがなされ、払込み金額が額面金額であるとすれば、理論株価はつぎのように修正される。 $200 \text{円} \times (1 + 0.5) - 0.5 \times 50 \text{円}$

したがって、 $300 \text{円} - 25 \text{円} = 275 \text{円}$ となるわけである。

ところで、実際の株価形成をみると、上記の例で、200円の株価が増資の権利がついた途端に275円に値上がりするというのではなく、徐々に増資による利回り修正を織り込んでいることが多い。成長株理論の考え方によると、株式の市場価格は適当に増資による価値修正を織り込んだものでなければならないというのである。しかしそれはあくまで、配当を基準とし、一般利子率との関係で決定されるという理論にかわりがないといえる。それにしても、配当の不確定性、一般利子率の不確定性に加えて、増資の不確定性、および増資の具体的内容、すなわち割当率、払込み金額の不確定性を含んだ価値判断だという意味で、きわめて投機性の強い理論だとい

ことができよう。

3 収益を基礎とした投資価値算定法

そこで配当を基準とした株式の投資価値算定法にかわって株価収益率を株式の投資価値算定の方法として使用する考え方が採用されるにいたったのである。もともと株価収益比率 (Price Earning Ratio) とは株価を1株当たり1年間の税引後純利益で除した商であるが、それは株価が1株当たり1年間の税引後純利益の何倍に当るかをあらわす倍率にすぎない。

しかし $PER = \frac{\text{株 価}}{\text{1株当たり1年間税引後純利益}}$ という式を、株式の投資価値算定の方式に使うために、 $1株当たり税引後純利益 \times PER = \text{株価}$ と変形することを考えついたのである。このばあい、配当のかわりに1株当たり税引後純利益を株式投資価値算定の基準にもってきた理論的根拠は、配当の不確定性と、増資の不確定性に求めることができる。すなわち、前述のように配当に関しては2重の不確定性が指摘されるので、配当を決定する根元である収益を株式の投資価値算定の基準とする方がより合理的だといえる。同時に、不確定な増資を株式投資価値の算定要素にもちこむよりは、増資の可能性を決定する収益力を株式投資価値算定の基準とする方がより合理的だという考え方が株価収益率を使って株式の投資価値を求めようとする考え方の中に窺われるのである。そのさい、1株当たり1年間の税引後純利益を資本還元するに当って用いる資本還元率としての株価収益率は何倍が適当なのかという事に関しての合理的な説明が見当らない。住ノ江博士の論によると、「きわめて最近までのアメリカにおける標準は、配当性向を60%とし、一般的な期待利子率を6%とみられるので、その標準的な株価収益(比)率は、 $60\% \div 6\% = 10$ (倍)ということになる。つまり1株当りの収益の10倍が標準的な株価とみられることになる」³¹⁾とのべておられる。

このような株価収益率を株式投資価値の算定方式に利用することについては、「株主にたいして配分もしない利益処分部分を、あたかも株主にたいして、配当とおなじように配分せられるかのようにみることは擬装であ

る。」⁴⁾という批判がなされている。このような批判にたいして、「投資者の手に入る所得があくまで配当金であり、これは収益の1部にすぎないから、株式の投資価値を決定する手がかりにするのは、適当でないとおもわれるが、原理的には、収益をすべて配当として分配することができる考えると、社内留保部分を潜在配当金とみることも可能である。」⁵⁾という反批判がなされている。

いずれにしろ株価収益率による株式投資価値の算定方式は、企業の成長性を投資価値算定の重要な要因としてとり入れているところに意義が認められる。さらに企業の成長性をより鮮明に株式投資価値に織り込むという意図のもとに、前述の算定方式は種々の修正が施されている。たとえば、大和証券調査部発行の「大和投資資料」昭和36年7月号によると、 $P=e+e(1+a)+e(1+a)^2+\dots+e(1+a)^{t-1}$ という式をもって、株式の投資価値算定方式として紹介している。このさいPは株価、eは1株当り1年間税引後純利益、aは企業成長率、そしてtは企業の成長力をとり入れた株価収益比率を表わしている。

以上において、株式の投資価値算定方式として、配当を基準とし、それを一般利子率によって資本還元する方法と、収益を基準とし、それを株価収益比率によって資本還元する方式の2つを紹介したのであるが、この2つの方式のいずれを採用するかは別として、求められた株式の投資価値をもって株価形成の中心的要因だとする考え方を信奉するグループがある。かれらは実際の株式投資にあたって、まずその株式の投資価値を求め、それを投資しようとする時点での現実価格と比較することによって、もしも現実の株価が投資価値以下であるならば、その株式は買い銘柄だと判断するわけである。反対に現実株価が投資価値を上回っておれば、その株式は売り銘柄だということになる。

- 3) 住ノ江、嶋田、杉江、共著「証券投資の理論」51ページ
- 4) 川合一郎著「株式価格形成の理論」302～308ページ
- 5) 山一証券株式会社調査部「株価の科学的観測」29ページ

4 投資価値算定法の限界

ところで、実際に投資価値を算定するにあたっては、配当の不確定性をはじめ、一般利子率、および株価収益比率など資本還元率の不確定性を解明することにおいて、重大な困難に直面しなければならない。そこでこうした困難な問題を解決するために、証券分析、および市場分析などの投資分析技術が駆使されることになる。それにしても、証券分析、および市場分析などの分析対象は明確な形では与えられない。それらは会社の公表する諸資料、統計、新聞、雑誌、その他のニュースなど、諸資料によって与えられるものであるが、資料の多くは過去のものであったり、実体を正確にあらわすものでなかったりすることが多い。ロバート・レヴィ (R. A. Levy) は投資価値の分析にあたって必要とされる資料の量的、質的限界をあげ、量的に確保したい資料でありながら実際には入手の困難な資料として、単位当り生産高、単位当り販売高、可働率、地域的販売区分、系列企業とアウトサイダーとの販売区分、貸金、貸金率、労働時間、従業員数、州税、および地方税、販売費と一般費用との明細、維持費の明細、資本費の明細、在庫の明細、所有地の明細、株主数、生産ライン、研究開発費、長期借用契約の明細、株式撰択権、および年金計画の明細、減価償却政策の明細、帳簿に記載された注文と未記載の注文の明細などをあげている。また資料の質的限界の一端を説明するために、公認会計士による監査制度の欠陥をあげ、公認会計士の監査は、記帳の誤りや不正の発見にあたって限定された一連のテストを行なっているにすぎないこと、「公正」「重要性」「完全な公開性」「一貫性」などの概念は主観的なものであって、客観性を保証できるものでないこと、発生ケースは稀だとしても、公認会計士と会社側が結託して不正を働く可能性のあること、(これに関しては公認会計士の地位、および報酬の出所が問題とされる)、および監査基準となる会社原則自体が流動的なものであって、完全に普遍的なものとはいえないので、帳簿操作を恣意的に行なう余地があることなどを指摘している。⁶⁾

また、公開の資料が過去のものであり、投資価値の算定にあたって問題とされる将来の要素を算定するために、普通、過去数期間の実績を投影して推定額を算出する以外に有効な手段が見出しえないことをあげて、グレアム (B. Graham) はつぎのようにのべている。「……これらの研究は、会社の未来の所得見込みについて、綿密ではあるが、短縮されすぎた予測にもとづいている。一般的にはわずか12カ月か、それ以下のことしかわかっていない……このような計算も重要ではあるが、投資銘柄選定には不十分である。なぜなら、投資価値というものは短期間の所得をもとにしては、正しく確定しえないからである。」⁷⁾

さらに投資価値算定にあたって、配当、および収益の予測の困難性以上に、それらの資本還元率の決定に関する困難性について、グレアムは「(バリユー・ライン・インベスト・サーベイ社が1953年におこなった1956年～58年のダウ平均株価と収益の予想による) 収益の推定額はいくつか大きく的是はずしていたが、29の銘柄についての総収益額推定額は実際値に非常に近かった。しかしそれとは対照的に、平均株価推定額の総計は無視できないほど正確さを欠いていた。それは3カ年の平均価格を22%以上もはざれている。……このことは大部分がそのときの市場心理によって支配されている資本化率や、株価収益率より、収益の方が確信をもって、正確に予測しようというわれわれの見解を確認させるものである。」⁸⁾とのべている。また、グレアムは1935年から1959年にいたる25年間におけるスタンダード・アンド・プーア社株価平均採用3500社の4半期別収益と、4半期別株価指数を対比して、100の4半期のうち、46の4半期において、株価と収益が逆の動きをしていることを実証し、資本化率決定の困難性を指摘している。

以上にのべたような配当の不確実性、一般利子率の不確実性はそれらの予測の困難性の原因をなすものであるが、そのうえに資本化率決定の困難性に加わる結果、投資家個人による株式投資価値判定がばらばらになり、おもいおもいの株価形成をなさしめることになるわけである。

ところで、このように困難な株式の投資価値判定が、実際の株式投資にあたって、それ程有用なものでないという意見をのべるグループがある。それはテクニカル・アナリスト (technical analyst) とよばれるグループ、および株価のランダム・ウォーク (random walk) 説を信奉する人達である。

すなわち、彼らによると、株式の本質的な投資価値を決定する要因についての諸資料はあまりにも遅れてしか入手できないものであると主張する。すなわち、基本的な投資価値に関する情報をもとに株式投資を行なおうとすれば、それらの情報が伝わるまで待っていなければならないが、この種の情報が一般の投資家に伝わるころには、これらの情報を織り込んだ株価形成がすでに完了してしまっているというわけである。株価には「先見性」とよばれる特性があって、投資価値に変化をもたらす要因の発生を予見し、またはそのような要因をいち早く反映させる習性があるというのである。このような習性が重視された結果、世界各国において、景気先行指標の一つに株価指標が加えられることになったのだというわけである。ジョージ・チェスナット (G. A. Chestnut) はその著書の中で、つぎのようにのべている。「個々の株価の変動に影響を与える要因は非常にたくさんあるので、株価の予測のために、それらの要因を別々に分析し、測定することは実際に重要である。しかし大切な情報は内部の人にしか知られていないことがしばしばある。このような情報は、その情報にもとづいて行動したのではすでにおそいという時点まで、外部に公開されない。」⁹⁾そこで実際の株式投資にあたって、株式の投資価値判定をなす必要はないとのべ、「市場自体がたえず、あらゆる株式について、すべての強気情報、および弱気情報の影響を測定し、それを記録している。すなわち内部情報を知っていても、その株式を買うか、売るかしなければ、その情報によって利益を得ることができないのである。そしてかれがそうする瞬間、かれの買い注文、または売り注文は株価に影響を与えることになる。その影響は株式の市況変動に示されるのである。」¹⁰⁾したがって、テクニカル・アナリストは株価予測の手

段として、株式の投資価値を予測するよりも株価自体の動きを分析する方が効果的だと主張するのである。エドワースとマギー (R. D. Edwards and J. Magee) はかれらの著書の中で、一層、はっきりと投資価値分析の有用性を否定し、つぎのようにのべている。「証券の本質的価値を指摘するのはむだなことである。たとえば、U. S. スチールの1株は1929年の暴落以前に261ドルの値うちがあった。しかし1936年6月にはただの22ドルで買った。また1937年3月には、126ドルで売れたのに、1年後には38ドルになってしまった。このようなこと——推定価値と実際価格の大きな開きによるもの——は格別、例外的なことではなく、つねにおこることである。事実はU. S. スチールの現実の価格は、いかなるときも、明確に、そして冷酷に、その需要と供給によって決定されるものである。それはニューヨーク株式取引所のフロアーでなされている取引に正確に反映されているのである。

もちろん、基本的な要因の分析家が研究している統計類が需給の均衡に一役買っているということはみとめられる。しかしそれ以外の多くの要因が反映されていることは否定できない。すなわち、市場価格は古典的な株式評価についてのさまざまな情報を反映するのみならず、幾多の潜在的な買手と売手の合理的または非合理的な期待、不安、推量、気分をも反映している。そして全体としては、分析することもできないし、統計的につかむこともできない諸要素が、全部総合され、測定されて、売手と買手がお互いに相手を見つけ、取引を行なう一定の正確な数値で表現されている。これが計算できるただ一つの数値である。

簡単にいえば、市場自身によって形成されている価格は、統計的分析家が知りたいと欲しているすべての基本的な情報（秘密になっていて、少数の内部の人にしか知られていないものを含めて）、およびそれと同等、もしくはより以上重要な要素を含んでいる。」¹¹⁾

同様なことをドルー (G. A. Drew) はかれの著書でのべたあと、「過去の経験によると、株価収益比率の決定の方が、実際の企業の収益水準、お

よび経営自体の測定よりも、株価を決定するうえで、ずっと重要な事柄である。そしてこの株価収益比率は大部分投資心理によって決定されるものだから、テクニカル・アナリシの方が基本的な要因の分析よりも、(実際の株式投資にあたって)より効果的である。」とのべている。¹²⁾

しかし株式価格の形成が投資価値に基づいてなされるべきだという理論を否定するものはみつからない。ただ実際の株式投資にあたって、基本的な投資価値要因の分析をおこなうよりも、テクニカルな方法を採用した方が効果的だという主張がなされているにすぎない。たとえば株価自体の動き、売買量の動きなどをさまざまな技巧をこらした図表にあらわし、その図表の分析 (chart-reading) によって、売買行動をおこすべきだと主張するグループが存在するのである。かれらの数がふえ、その売買資金量がふえてくると、ますます現実の株価はその株式の投資価値と遊離する恐れがあることは否定できない。しかしかれらの主張は理論的根拠に乏しいといわざるをえない。すなわち、テクニカル・アナリシの基本原理を要約すると、① 株式の市場価格は需給関係によってのみ決定される。② 需要と供給は合理的、非合理的な双方の要因によって支配される。これらの要因は合理的要因とともに、意見、気分、推量にもとづく心理的要因が含まれており、市場自体がこれらの要因をすべて、自動的に、継続的に測定している。③ 株価は市場の小波動を無理すれば、だいたい、一定期間持続されるトレンド (傾向、trend) にしたがって動きがちである。④ このようなトレンドは需給関係の変動によって変化させられる。そして需給関係の変動はどういう理由でひきおこされるにしても、おそかれ早かれ、市場自体の動きによって発見することが可能である。

以上の原理に立脚して、テクニカル・アナリストは「株価のトレンドは過去のパターン (型、pattern) をくりかえす」という仮説を信じ、その仮説に従って行動するわけである。しかし、株式市場における過去のビヘイビアは必ずしも今後のビヘイビアをしめすものではない。またテクニカル・アナリストが排撃している投資価値判定の複雑さ、困難性、および恣意性

と同様、図表分析にも複雑性、困難性、および恣意性が随伴していることは明らかである。

ランダム・ウォーク説の信奉者たちは、「株価のトレンドは過去のパターンをくりかえす」というテクニカル・アナリストの仮説にまっこうから挑戦している。すなわち、株式の継続的な価格変化は独立的なものであって、依存的、もしくは体系的なものではない。しかし厳密な意味でいって全く独立的なものともいいえない。部分的には依存的、体系的な動きも指摘できるが、その依存的、体系的な動きを利用して収益を上げることは不可能なことである。そのことはいくつかの株価変動のモデルを実証的に分析した結果、証明されたものであるが、理論的に株式の価格変動が独立的であり、気ままな (random) ものであるという理由はつぎのとおり説明されている。

現代の株式市場はきわめて効率的な市場である。そこにおいては、株式の投資価値に影響を与えるさまざまな情報が市場参加者に自由に利用できるようになっている。そこでかれらはこの情報にもとづいて、株式の将来の価格を合理的に予測しようとして精力的に競争をくりかえしている。ところが株式の本質的投資価値を正確に算定することはほとんど不可能なことである。それは本質的な投資価値を構成する要因が不確定性をもつものであると同時に、時間の経過とともに変化しているからである。したがって「効率的市場」(efficient market) においては、たえずより正しい投資価値にもとづく価格修正が敏速におこなわれることになる。しかしこの即時的な修正運動 (instaneous adjustment) はしばしばゆきすぎたり、反対に足りなかったりしがちである。同時に、この継続的な新しい本質的投資価値に対する実際価格の修正のズレは「独立的」(independent) なものであって、実際価格の変化が本質的投資価値の基盤となるべきことの発生に先だつこともあれば、それに遅れることもある。したがって個々の株式の価格変化は独立的で気ままな (random) ものである。

しかしながら、本質的な投資価値が効率的市場において無用だというの

ではない。ファーマー (E. F. Fama)のいうごとく、「アナリストがもしも、
実際価格と本質的投資価値との間に無視できないスレがあるということ、
他のアナリスト、および投資家よりすばやく確認できるとすれば、そして
もしかれがうまく重大な事件の発生を予測し、それが本質的投資価値に与
える影響を評価できるとすれば、単独な投資家よりも、きっと上手に利益
をあげることができるであろう。」¹³⁾といえる。

- 6) R. A. Levy "Conceptual Foundation of Technical Analysis:"
Financial Analysts Journal, July-Aug, 1966 PP7~8
- 7) B. Graham. D. L. Dodd and S. Cottle op. cit. P434
- 8) Ibid, 437
- 9) 10., G. A. Chestnutt, Jr. Stock Market Analysis, 1965, P. 19
- 11) R. D. Edwards and J. Magee, Technical Analysis of Stock Trends,
1958, PP. 5~6
- 12) G. A. Drew, New Methods for Profit in the Stock Market, 1966,
P. 42
- 13) E. F. Fama "Random Walk in Stock Market Prices:" Finacial
Analysts Journal, Sept-Oot, 1965. P. 56