

## 株価形成とバブル ①

法政大学 経済学部教授  
(客員) 渡部 亮

### ファンダメンタルズ理論

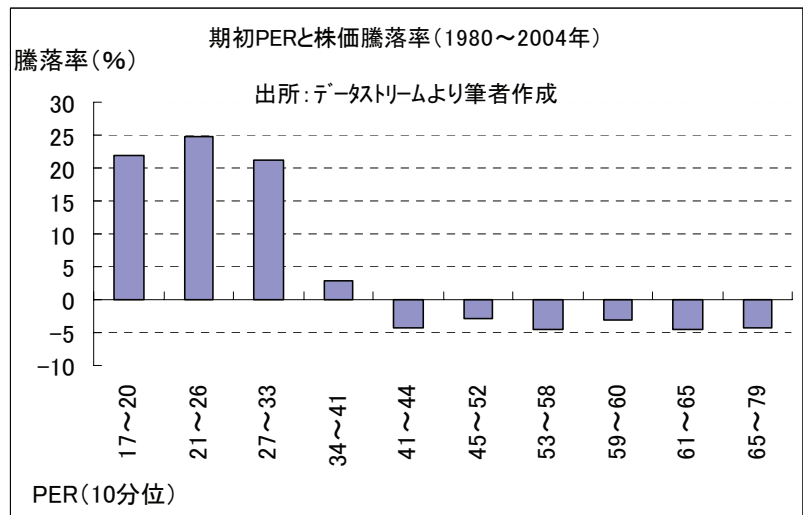
昨年来、日本の株式市場は大幅な値動きを繰り返している。そこで今回から四回にわたって、株価形成の基礎理論と、その関連でバブル発生メカニズムを論じてみたい。

株価形成理論には、ファンダメンタルズ理論、効率的市場理論、需給理論の三種類がある。このうち、ファンダメンタルズ理論は、株式や不動産のような資産には本質的な価値が存在すると考える。本質的価値とは、理論価格とかフェアバリューと呼ばれるものである。証券アナリストは、会社の利益や配当を予想して妥当な株価（フェアバリュー）を算定する。株価には行き過ぎが付きものだが、やがてはフェアバリューに収斂すると考えるのがファンダメンタルズ理論である。

株式を含めて商品の市場価格（プライス）は、その商品の価値（バリュー）とは必ずしも一致しない。むしろ株式市場や不動産市場では、取引価格（時価）が本質的価値とかけ離れた水準にまで上昇したり、逆に大幅に下落したりするのが常態ともいえる。バブルやクラッシュとは、そうした乖離現象が極度に進行した状況をいう。しかし、ファンダメンタルズ理論では、行き過ぎがいずれは是正されて、プライスはバリューに回帰すると考えるのである。

最も簡単なフェアバリューの算定方法がP E R（株価収益率）である。金利水準や個々の会社の成長段階によっても大分異なるが、欧米の株式市場や日本の過去の経験から判断すると、20～30倍程度のP E Rがひとつの目安となる。この理論に従えば、株価（価格）がフェアバリュー（価値）を下回っているときに買い、上回っているときに売るといった、逆張りの投資戦略が有効である。

右図は、1980年から2004年の株価データ（四半期ベース）を使って、投資後5年間保有した場合の騰落率（年平均に換算）を計算したものである。投資時点のP E Rを、低いP E R（最低17倍）から高いP E R（最高79倍）の順に並べ替え、それをさらに10分位に分類した。P E Rが低いときに投資すると、その後の値上がり率が高いのがよくわかる。



### 効率的市場理論

ファンダメンタルズ理論を精緻化し、市場価格は常に本質的価値と一致すると考えるのが、効率的市場理論である。会社の価値情報はすべての投資家に平等かつ瞬時に行きわたるから、価格と価値の乖離は起きないと論じる。

ファンダメンタルズ理論同様、この理論では、誰が株価を決めるかが重要なのではなく、何が株価を決めているかが重要である。そして株価を決めているのは、利益や配当など会社の経済的価値

であるとする。ただし効率的市場理論の場合、常に株価＝価値であって市場株価には割高も割安もあり得ないとする。この点がファンダメンタルズ理論と違っている。

個々の市場株価には割安も割高もあり得ないのだから、ほかの投資家を出し抜いて、ひとりだけ勝ち続けることは不可能である。もしかりに超過リターンを求めようというのであれば、ヘッジファンドのように、レバレッジ（借入れ）を効かして投資するしかない。そこでこの理論の信奉者の投資戦略は、複数の株式に分散投資して、長期的に保有して安定的なリターンを期待しようということになる。年金基金のような機関投資家がこの理論を採用して、分散投資を実践している。ヘッジファンドとインデックス投資が株式市場の主演となったのもそのためである。

しかし価格と価値が常に一致しているというのであれば、フェアバリューからの大幅乖離という意味でのバブルやクラッシュは、起こり得ないことになってしまう。また短期間に会社価値が変化するわけではないから、急騰や急落の説明も、相場が急激に状況変化を織り込んだというしかない。そこでバブルやクラッシュを説明するには、第三の理論が必要になる。それが需給理論である。

## 需給理論

この理論では、株を売る人よりも買う人が多いから株価が上昇すると考える。外国人など大手投資家の売買動向に注目して、市場筋が「需給が好転した」などというのも同じ論理である。たしかに、有力な投資家の行動に便乗して売買する市場参加者も多い。

価格が価値から大きく乖離するのは、株式や不動産を取引する資産市場では、他の投資家の行動を予想することが必勝条件となっているからである。ほかの市場参加者の相場観を推量して相場を張るのだから、価格が上昇していれば買い人气が強く、下落していれば売り圧力が強くと判断して、順張りの投資戦略がとられる。価格が価値を上回ったから売るというのでは、上昇相場には乗れないことになる。少なくとも短期的には、資産の本質的価値を見極めることよりも「大方の市場参加者が考えそうなことを予想する」ことのほうが、投資家にとっては重要である。

需給理論の信奉者には、チャート分析（テクニカル分析）を利用する者が多く、価値情報をあまり重視しない。人間の行動や心理にはクセがあるから、過去に起きたことが繰り返し起きるとする。そして過去の相場は人間心理の結晶だから、価格や取引高の統計を丹念に分析すれば、将来の価格も予想できると論じるのである。「節分天井の彼岸底」といった格言やモメンタム投資なども、需給理論の信奉者がしばしば利用する。

この需給理論では、何が株価を決めるかではなく、誰が株価を決めるかが主たる関心の対象となる。ケインズは、株式投資が美人投票と同じだと言ったが、かれの株価理論も需給理論である。「美人投票」というのは、自分ひとりが美人だと思う候補者に投票するのではなく、多数の人々が一致して美人だと考えそうな候補者に投票する。人気投票だから、「他人の予想を予想する」ことが必要となる。バブルやクラッシュの発生を説明するには、都合の良い理論である。

（続く）

わたべりょう（法政大学 経済学部教授）