

「時価」は真の「正常価格」か？ —「価値」と「価格」との峻別を—

建部 好治（公認会計士建部事務所）

米国で起きた今回のサブプライムローン問題で明らかになったように、「市場にまかせばすべてがうまく行く」という新古典派の「市場原理主義」が破綻してしまい、今や変動の激しい価格現象の背後にある本質としての真の「正常価格」が求められている。

現実の市場では、非対称的な情報しか持たない市場参加者の取引により形成される各商品やサービスの価格の水準は、常に合理的なものではない。換言すれば、常に市場で成立した価格が価値、すなわち真の「正常価格」と等しくなるということではないのである。

一般商品価格と同じように、株式価格にも、市場価格と真の「正常価格」が存在する。株式の真の「正常価格」は、株式の真の「正常な価値」が、完全競争市場の諸条件を満たし「生態系主義（エコクラシィ）の理念」を持つ経済主体としての市場参加者が取引する市場において、具体化した価格である。

株式価格は、経済理論と会社法からフロー価格とストック価格の両側面が導かれる。それは、具体的には「フロー・ストック方式」により求められる。

ところで一般的には、各企業の土地・建物・設備等の固定資産は、「正常運転資金」を含めて、株式を中心とする自己資本で賄うことが原則である。しかし、現実には自己資本だけで賄えずに、その不足分を社債及び長期借入金で賄っていることが常態である。社債及び長期借入金は、他人資本であるが、それらの元本の償還・返済資源を含む償却前税引後利益が株価収益率を構成する税引後利益よりも株式価格の説明材料としてより相応しいものと考えられる。両者の優劣を検討すると次の通りである。

実証図では、償却前税引後純利益の趨勢率は、1969年中～1982年中の間には、株価の趨勢率とほぼ比例的に動いており、税引後純利益の趨勢率からやや遅れて、バブル景気の始まった1983年中以降株価の趨勢率からやはりかなり乖離してきている。これを税引後純利益の趨勢率と比較すると乖離の仕方が緩やかであり、2002年中から2006年中までは、その乖離の程度が僅少になっているから、償却前税引後純利益の趨勢率の方が税引後純利益の趨勢率よりも真の「正常価格」としての説明力が高いことが分かる。