

# コーポレート・ガバナンスと経営者支配

## Corporate Governance and Managerial Control

金子 昭\*

Akira Kaneko

コーポレート・ガバナンスと経営者支配は、対立する主張である。だが、財務管理論はファイナンス論を取り入れて、この対立する概念をどちらも混在させている。コーポレート・ガバナンス説は、機関株主が要求する増配と自社株買いと株式分割を支援する論拠として存在価値を与えられる。他方、経営者支配説は、MM理論の援用により、個人株主の慰撫策として存在価値を与えられるからである。

キーワード：財務管理論、コーポレート・ガバナンス、経営者支配、機関株主、個人株主

### I. 問題提起

経営学は、基本的な前提として「所有と経営の分離」のもとでの、専門経営者の職務・実践の原理を論じている。

その「所有と経営の分離」を主張した古典的名著『近代株式会社と私有財産』の共著者の一方として知られるA・A・バーリが、著書『二十世紀資本主義革命』で描いた株主は、次のようなものだった。

「実際、ある個人が大会社に資本を投下する場合には、彼は創造し、生産し、発展するためのその資本を用いるすべての権力を会社の経営者に与えるのであり、また、彼はその生産物にたいするすべての支配を放棄しているのである。彼は、通常貨幣の形において、利潤の一部を受け取る修正された権利と、その参加権を売って現金に換える非常に高価な権利とを保有している。彼はほとんど完全に非活動的な受取者である。」(バーリ p21)

近年、注目を浴びているコーポレート・ガバナンス論は、これと正反対に、株主が私有財産権を主張し、経営者をモニタリングし、経営に介入することなのである。

経営学の一分野である財務管理論は、「所有と経営の分離」を理論的前提としているのか、はたまた、コーポレート・ガバナンス論を理論的前提としているのか？

たとえば、コーポレート・ガバナンス論を前提としているような記述がある。「経営財務では、経営者は『企業価値を最大化する』経営財務目標のもとで資本の調達及び投資の決定を『資本コ

スト』の概念を使って、最適な経営意思決定を行うことになる。」(ファイナンス p4)

他方、「所有と経営の分離」の結果、ステークホルダーといわれる社会的利害関係者の調整者としての「経営者支配」とも見られるかのような記述もある。「近年において、各種ステークホルダーから『企業価値創造』という使命を預かっている企業体の中で、その理念を理解し、さらに実践すべきものは最高財務管理責任者に他ならない。」(ファイナンス p16)

また、続いて、コーポレート・ガバナンス論を前提としているような記述がある。「そこで、最高財務責任者の役割として期待されていることは、大別すれば、第一に企業価値創造のための財務体制の整備、第2に企業価値創造のための意思決定があげられる。……企業価値創造のための意思決定であるが、これは主に最適資本構成や配当政策および税務戦略等の立案及び個別の投資決定に参画することである。」(ファイナンス p16)

ところが、その価値創造目的を達成するために、最適資本構成の決定方法、どのような配当政策が最適かを検討したはずなのに、その結論は提示されない。

なぜなら、「資本構成における無関連命題と同様に、ある前提のもとでは、企業の配当政策は株主価値に影響しない。」(ファイナンス p182) と言ってしまうので、価値創造目的を失い、なぜ配当が盛んに実施されるのか説明に窮することになる。

さらに、「我が国企業の主要なペイアウト政策になりつつある自社株買いと株主価値について考える。取引費用や税金、情報の問題を考慮しなければ、自社株買いも株主価値に影響しない。」(ファイナンス p185) と言ってしまうので、自社株買いは、価値創造目的を失い、なぜ盛んに実施されているのか説明に窮してしまう。

本稿では、財務管理者は、株主のために努力しているのか、社会的利害関係調節者として努力しているのかを判断するために、実務をうかがい知る手掛かりとして、新聞記事を多用して、考察する。

## 1 節 「所有と経営の分離」と株主の種別化

配当増加や自社株買いの合計額が利益に占める割合は、企業が、どの程度、株主を意識した経営をしているかを判断する材料になるという解説が、新聞などでよく見られる。すなわち、企業から株主への利益還元策といわれるものである。

バーリとミーンズによる「所有と経営の分離」説を解説する野口氏の文章は次のようである。

「巨大企業の株式は極めて多数の人々に分散して所有されているため、株主は配当や株価上昇のみに関心があって企業の経営には関心がない単なる投資家になってしまい、他方、企業の経営は株式をほとんど所有しない専門的テクノクラートたる役員が担当する」。(野口 p294)

「しかし、20世紀末ごろから、アメリカではこの傾向が逆転し始めた。IT革命・・・水平分業・・・選択と集中…。総じて、株式会社は、『リスク挑戦を行うための社会制度』という本来のかたちの

ものにもどりつつある・・・。」(野口 p295)

このように「株主は配当や株価上昇のみに関心があつて」という表現にみられるように、特に個人株主と機関株主の行動様式を峻別して考えないことは、よくあることである。

ところが実務では、次のような事例が公表されている。東芝副社長(財務担当)村岡登美男氏は金融機関の対応について次のように述べている。「昔の銀行はカネをだすけど口はあまりださなかった。それが今回の危機では『貸す以上は事業を細かく精査し、必要なら構造改革にも口を出す』と言われた。・・・M&A・・・を含めいろいろな提案を出し、これだけお金を貸しますと。・・・ただこれらの助言は欧米金融機関のほうが圧倒的に強い。日本の金融機関には企業を強くする事業戦略やリストラ案を求めてきたが、国内の銀行間でも提案力には大きな開きがある。」(日本経済新聞 2009年8月27日)

これは、銀行という機関株主は、「企業の経営には関心がない単なる投資家になってしま」ってはいない証左である。

バーリは、機関株主をきわめて強力な権力をもった勢力とみなしていた。「実際には、制度的会社は小さな自己保全的な寡頭政治によって導かれている。これらの寡頭政治はさらにアメリカの1小部分——その実業界と金融界——から出したものであり、その集団によって審判されている。株主の投票を争ってかき集めることによって経営者を変えることは、極めてまれであり、また、不可能といってよいほどまでに、ますます困難で費用のかかることになっている。・・・かくして、経営者の経済的・社会的行為を指導ないし制限する唯一の真の統制は、経営者になっている人々の真の哲学——それは不確定で黙示的であるが——である。」(バーリ p155)

したがって、本稿では、個人株主の利害関係と機関株主の利害関係は異なる可能性があるどころか、激しく対立すると考える。

## 2節 ファイナンス論の実務からの乖離

「日本の対外資産運用を『安全な運用』とみなすことはできない。それは『リスクが高く、期待収益率も低い』運用だ。これは『愚かな集中投資』と言わざるを得ないものであり、日本の実務でファイナンス理論が全く利用されていないことを示すものだ。」(野口 p278)

それでは、日本の実務でファイナンス理論が全く利用されていないのであれば、これに代わって、実務で活用されている財務理論を検討しよう。

日本経済新聞は、週日、株式市況に多くのページを割いている。これは、罫線やチャート分析する投資家への指標提供である。他方、土曜には、東京証券取引所と大阪証券取引所の銘柄ごとの1株あたり利益、1株当たり配当の記録の掲載に多くのページを割いている。これは、配当還元モデルを信奉する投資家が新聞購読者の中で極めて多数に上るから、その需要に応じているのである。

実務の世界では、このように、ファイナンス理論に取って代わるかの有力な説としては、罫線分析とPERによる割安株への投資理論が存在する。しかし、当然のことながら、ファイナンス理論の学者からは、鋭い反論がある。

「罫線やチャートの考えは、『系列相関が存在する』という主張である。そうした関係があるから、『過去の株価から将来の株価が予測できる』としているのだ。ところが、実証研究の結果では、『こうした系列相関は存在しない』とされている。少なくとも、『それを利用すれば確実に利益が得られるような強い相関関係はない』とされているのである。」(野口 p101) 「株価がランダムウォークに従っているのなら...テクニカル分析は無効だ」(野口 p110) 「ROE(株主資本利益率)は、期待利益を自己資本で割った値である。これはリスクを無視した概念であるから、その大小で投資判断をするのは、きわめて危険なことだ。」(野口 p122)

このように、株価形成理論に関しては、実務と学者との間には大きな断絶がある。だが、ファイナンス理論に対して有力な学説としては、罫線分析とPERによる割安株への投資理論が存在するが、これらのどれが正しいかという論争は、これ以上、本稿では立ち入って検討しない。なぜなら、それぞれの学説は、均一で同質の投資家だけで株式市場が構成されているとしていて、現実離れた空理空論に陥っているからである。全ての投資家が、同じ判断をしたなら、全ての投資家が同一の行動をしてしまい、たとえば、売り手のみしか存在しない株式市場になってしまい、取引が成立しない、ということになる。

現実の株式市場では、多様な株主が存在していると、認識すべきである。それぞれの投資家の、それぞれ依拠する株価形成理論が違っているのも、それぞれの株価変動の予測がまちまちになる。それでこそ、売り手が登場したと同時に買い手が登場してきて、取引が成立するのである。

とはいえ、多様な株式形成理論を、いちいち取り上げていくのでは複雑すぎるから、本稿では、日本経済新聞の紙面で見える限り、実務では最大多数派であると考えられる配当還元モデルを、ファイナンス理論の対立軸として置いて、考察してゆく。

## II. ファイナンス理論と機関投資家

### 1 節 プロ投資家による素人投資家からの収奪

「『CAPM』(資本資産価格モデル)のような理屈の筋は一応通っていても現実にはほとんど機能しない砂上の楼閣的な『学者の創造の産物』がある。」(山崎 p121)とか、「効率的市場仮説は、現実の株式市場の説明としては『嘘だ!』と言い切っている。」(山崎 p128)というような学者批判がある。

しかしこの批判に応えることなく、株価形成理論に多様な理論があり、それらが他の理論の論理的矛盾を指摘するとか、実証などして他の理論を駆逐することなく、いわば、棲み分けているかのごとく、共存共栄している事情は、次の説明が説得的である。「物理学や化学の分野では、疑

似科学は比較的見破りやすい。ニセモノであることが実験で確かめられるからだ。しかし、ファイナンス理論では実証が難しい。だから、疑似科学が横行しやすいのだ。」(野口 p6)

また、学者の理論に対する実務からの期待自体が、実は、的外れなのだということが、次のように説明されている。

「実はファイナンス理論の場合も同じである。その出発点・・・が『何とか株価を予測して大儲けしたい』ということだったのは、否定できない。それが失敗したために、・・・(効率的市場仮説やランダムウォーク理論)が誕生した。」(野口 p299) 「私の考えでは、経済学が科学と認められたのは、『それを用いても金儲けできない・・・』と分かったからだ。」(野口 p301)

それだけでなく、素人の投資家に対して警鐘を鳴らしている。すなわち、機関投資家のようなプロ投資家による素人投資家からの収奪が横行しているというのだ。

「一般的な教育として…『ファイナンス理論がいかに進歩したところで、それを用いて儲けることはできない・・・』ということをお納得させるのが最も重要だ。・・・プロに対しては、徹底的な専門教育が必要だ。中途半端な知識を仕入れて横文字を振り回し、素人の投資家をだまそうとする人が実に多い。」(野口 p306)

それでは、プロ投資家による素人投資家の収奪の横行に対して、ファイナンス論の学者は社会に対して啓蒙活動しているかということ、次のようである。

「社会科学なのかどうか？確かに『市場』を対象にしている。しかし、あまりに合理的な投資家を仮定している点で、現実離れしていることは認めざるを得ない。」(野口 p312) 「研究者は、自分のやっていることが社会の役に立つかどうかは、研究のさなかにはあまり意識しない。そして、科学はそのような環境に置かれない限り進歩しない。」(野口 p309)

結局、ファイナンス論の果たす積極的な役割は、「分散投資」の勧め、すなわちインデックス運用の勧めであるというのである。このインデックス運用を、次節で、改めて取り上げるので、注意しておいてほしい。

「分散投資と有限責任性(原文のまま、正しくは制)のために、投資家の安全は確保されている。したがって、株式会社はリスクが高い事業に挑戦できる。株式会社制度とは、投資家の安全を確保しつつ、企業がリスクの高い事業に挑戦することを可能にするためのものなのである。」(野口 p292) 「安全は、個人のレベルで実現できれば十分なのであり、企業のレベルで実現する必要はない。」(野口 p293)

## 2節 機関株主と個人株主

金融危機を通じて浮かび上がった問題点を大和証券グループ本社社長鈴木茂晴氏は次のように述べている。「株主の利益だけを極端に追求してゆく、ここ数年の金融機関の経営手法が金融危機で破綻した。バランスシートでレバレッジ(外部借入れ)を膨らませ、自己資本利益率(ROE)

の向上を目指すビジネスモデルは完全に行き詰った。」(日本経済新聞 8月26日)

要するに、この主張の中は、「金融機関」の「ビジネスモデル」は、「株主の利益」を「追求」していたと宣言している。「金融機関」は個人株主に対比される機関株主でもある。「株主の利益」という場合の株主は、機関株主に対比される個人株主を指している。だから、この主張は、換言すれば、個人株主の利益と機関株主の利益を対比させているのである。

金融機関の経営は、「それぞれの本来の役割をもう一度見直すべきだろう。…長期投資する個人投資家を養成していくことは我々の課題だ。」(日本経済新聞 8月26日)

しかし、このように、個人株主と機関株主とを峻別するとき、個人株主は短期的利益を追求するが、機関株主は長期利益を追求すると結論付けるのは、短絡的である。これに関して、アメリカでの実証研究がある。

表1 機関投資家のタイプ別インデックス運用 (1995年9月30日現在)

機関投資家のタイプ	全運用株式A (100万ドル)	インデックス運用部分B (100万ドル)	インデックス運用比率 B/A (%)
企業年金基金	83,840 (2.7%)	11,074	13.2
公的年金基金	234,385 (7.4%)	156,489	66.8
ミューチュアル・ファンド	523,341 (16.6%)	Negligible	Negligible
マネー・マネージャー	1,246,412 (39.5%)	12,336	1.0
保険会社	212,722 (6.7%)	8,956	4.2
銀行	855,619 (27.1%)	281,394	32.9
全機関投資家	3,156,319 (100%)	470,249	14.9

出典 渡部 p173

このうち、インデックス運用比率が高いのが公的年金基金であるが、機関投資家全体の運用資金の7.4%しか占めていない。しかも、その資金の全部でなく、66.8%をインデックス運用しているので、機関投資家全体の運用資金の4.9%という計算になる。同様に、他のインデックス運用を加算しても、「インデックス運用での持ち株の機関投資家全体の持ち株に占める比率の合計を図表・・・から算出すると14.2%に過ぎ」ないありさまである。(渡部 p174)

ファイナンス理論が推奨しているインデックス運用は、アメリカの機関投資家で、全く利用されていないことを示すものだ。アメリカの機関投資家の支配的な資金運用は、次のようなものである。

「図表・・・で特徴的なのは、むしろ、株式投資の約40%を担うマネー・マネージャーによる運用方法で、その99%は投機に依存して市場平均を上回る成果をめざすアクティブ運用である。」

(渡部 p177)

アメリカの機関投資家の投機的なアクティブ運用は、企業の経営者の財務管理に大きな影響を与えている。

「経営者は、短期的であっても株価が下落することを嫌い、配当増加、自社株買い戻し、あるいは雇用者削減等、即効性のある株価改善策を常に思案することになる。」(渡部 p183)

機関投資家が企業を収奪するというような対立ではなく、企業の財務管理者は機関投資家と歩調を合わせて、配当を増加させる政策を実行に移し、また、自社株買いを実行する。こうして、株価極大化・企業価値極大化を図っているのは、機関株主の要求に応えるためだけでない。これによって、企業の財務管理者は、ストックオプションや報酬を獲得できるから、彼らの積極的な利益追求と保身のためである。その結果、以下のように、個人株主からの収奪の構造が定着する。

### Ⅲ. 収奪の構造

#### 1 節 配当と株価

##### a. 配当還元モデル信奉者の行動

伝統的財務管理論では、株主は配当利回りに強い関心を持っているとしている。

投資家は、資金を投資対象に投資した果実として、利益をできるだけ多く獲得しようとする。現代の支配的な企業形態である株式会社では、投資家は、株式会社に出資すると、その引き換えに、出資を証明する証券として、出資単位に相応する株式の発行を受ける。株式会社は、営業活動の結果として利益を株主に配分する。株主は出資額に対して、できるだけ多額の配当を獲得しようとする。投資家にとって、発行市場において新規に株式が発行される増資の機会が常にあるわけではないので、流通市場において現時点で売買されている株式を購入することになる。だから、配当利回りとは、現在の株価に対する1株当たり配当金の比率である。

一般的な個人投資家は、この配当利回りを、他の有価証券への投資として同一視し、預貯金利子率や国債利子率と比較する。ただし、確定利子率が保証されている安全証券に対して、株式は、企業業績や配当政策の変更などにより、配当額は変動する。したがって、投資家は、安全証券の利子率に、投資家の判断による危険プレミアムを加算したうえで、配当利回りと比較する。株価は、下記のように、1株当たり配当を配当利回りで資本還元して求められる。

$$\text{株価} = \frac{1 \text{株当たり配当}}{\text{配当利回り}}$$

具体的には、予想される配当金額を、安全証券の利子率に危険プレミアムを加算して割引計算して、株価を推定する。配当還元モデルという名称は、このような配当還元価値の計算に由来する。たとえば、1株当たりの年間配当が20円である場合、国債利回りが1%、危険プレミアムが

1.35%であれば、配当の20円を2.35%で割り引いて、株価は850円と予想される。（「配当で考える株価水準」〔2〕日本経済新聞2006年11月8日）

実務として、参天製薬を証券アナリストが分析した事例をみよう。

「2004年3月期の連結業績は経常利益が前期比9%増の140億円、純利益は28%減の61億円となる見通しです。…年間配当は前期の2倍の40円になります。…株価は大幅増配の発表以来6日続伸し、2001年11月以来の1700円台に乗せました。予想株価収益率は約24倍まで上昇し、業界大手と比べて割高感はありません。」（日本経済新聞2004年3月21日）

証券アナリストの分析には、御覧のとおり、ファイナンス理論は全く利用されていない。純利益が減少したのに株価が上昇したのであるから、株価収益率すなわちPERによる株価形成理論も妥当しない。証券アナリストが利用した株価形成理論は、配当還元モデルである。1株当たりの年間配当が20円から40円に増配される「見通し」である場合、国債利回りが1%、危険プレミアムが1.35%であれば、前期配当の20円から増配の40円の配当を2.35%で割り引いて、前期株価は850円であったが、今期株価は1700円と予想されるのである。

よって、配当還元モデルに依拠すれば、増配は株価を上昇させるという。配当還元モデル信奉者は、増配を予想したなら、現在の株価で買おうとする。増配は、株価を上昇させるから、機関株主の好む財務政策なのである。

#### b. 収奪されるMM理論信奉者の行動

MM理論では、「企業の配当政策は株主価値とは無関連である。・・・現金配当の場合、株価は配当額だけ下落する。」（ファイナンス pp.185-186）とする。

表2 現金配当と株主価値

配当政策	配当なし	総額100配当	総額50配当
配当前株価	50	50	50
①1株配当	0	10	5
②配当後企業価値	500	400	450
③配当落ち株価	50	40	45
④株主価値=①+③	50	50	50

出典 ファイナンス p183

表2では、10株発行している会社の企業価値が500とする。配当をしないと、1株を所有する株主価値は、500の企業価値を10株で割って、株価50である。

この会社が1株当たり5の配当をすると、配当後の企業価値は、10株分の配当支払い50減に



より 450 となる。したがって、株価は 45 に低下する。だが、1 株所有する株主価値は、株価 45 と受け取った配当 5 の合計であり、50 のままで変化しない。

同様に、この会社が 1 株当たり 10 の配当をすると、配当後の企業価値は、10 株分の配当支払い 100 減により 400 となる。したがって、株価は 40 に低下する。だが、1 株所有する株主価値は、株価 40 ドルと受け取った配当 10 の合計であり、50 のままで変化しない。

すなわち、MM理論は、増配をすると、株価は下落するという。だから、増配が予想されれば、MM理論信奉者は、株を現在の株価で売り抜けようとする。「しかし、日本の実務は理論とかなり乖離している。グローバルの理論を理解しただけでは、日本企業の実務に適用することができないので、実際に使えない理論にたいした意味はない。」(村藤 p2) といわれるように、MM理論のようには実務は展開されない。

他方、配当還元モデル信奉者は、配当利回りは、現在の株価に対する 1 株あたり配当金の比率を表す。株価は、下記のように、1 株当たり配当を配当利回りで資本還元して求められる。

$$\text{株価} = \frac{1 \text{ 株当たり配当}}{\text{配当利回り}}$$

したがって、配当が増えれば、株価は上昇する結果になる。最近の東証・ジャスダックの平均配当利回りは、全銘柄でほぼ 2%なので、先の表 2 を、配当還元モデルで書き換えると、以下のようになる。

表 3 現金配当と株価 (配当還元モデル)

配当政策	配当なし	総額 100 配当	総額 50 配当
配当前株価	50	50	50
①1 株配当	0	10	5
②配当利回り		2%	2%
③増配発表後株価=①/②		500	250

1 株当たり配当が 5 に増配される例であれば、配当還元モデル信奉者は、MM理論信奉者から、その保有する株を現在の株価 50 で購入する。その後、先に述べたように、日本の株式市場では、配当還元モデル信奉者の買い圧力が強いので、株価は 250 に上昇する結果になり、配当還元モデル信奉者は、キャピタルゲイン 200 を得ることになる。

このような収奪に遭遇しても、MM理論信奉者は、将来は 45 に株価が下落すると思い込んでいたので、現在の株価 50 で売り抜けができたから、満足している。MM理論信奉者にとっては、配当還元モデル信奉者によって買ったたかれたという収奪された事実は、認識されないのである。

MM理論信奉者に迷いが生じたら、日本経済新聞コラムニスト猪突氏によるダメ押しが次のよ

うに入る。「ファイナンスの古典的命題を冷静に振り返ってみる必要がある。企業の価値を決めるのは、事業活動への投資とそこから得られる将来の利益であり、配当政策は無関係だという命題である。にもかかわらず、市場は増配を買ってしまう。なぜこのような間違いが続くのか。」（「配当政策は本当に重要か」日本経済新聞 2006 年 3 月 25 日）

コラムニストは、企業が増配を発表すると、株式市場で株価が上昇するという事実を認めている。そして、事実がコラムニストの予想と食い違っているので、投資家は「間違い」を犯しているのだという。

しかし、冷静に考えてみよう。ファイナンスの古典的命題は、市場の事実を説明する能力はない。事実はいくまで事実であり、事実が間違っているのではない。コラムニストの予想が間違いを犯しているのである。氏は、自らの間違いを正当化することによって、MM理論信奉者が、配当還元モデル信奉者によって買いたたかれたという収奪された事実は、MM理論信奉者の犯した間違いでなく、配当還元モデル信奉者の犯した間違いにすぎないという慰撫をするのである。すなわち、MM理論は、増配をすると、株価は下落するという。だから、増配が予想される時、MM理論信奉者が、株を現在の株価で売り抜けようとする行動は、正しいというのである。アメリカのMBAでも、実務界からの受講生が、ファイナンス理論が「現実的でない」と異議を唱え、教員は「先端に行くファイナンス理論よりも、より優れているファイナンス理論を実証した議論はない」と、慰撫するそうである。（池羽、p85）

### C. 収奪の準備としての法定準備金の形成

MM理論によれば、配当政策は企業価値に影響しない。換言すれば、当期利益を配当しても、それを内部留保して無配としようが、企業価値に変化はない。だから、赤字決算のときでも配当するという実務は、MM理論では説明のできないから、間違った配当政策とされるであろう。

しかし、このような実務を、アンリツが行った例がある。「2003 年 41 期の連結業績は、経常損益が 48 億円の赤字だった。・・・期末に 4.5 円の配当を実施、2 期ぶりに復配する。・・・最終損益は 1 億円の赤字になった。・・・経常損益は 34 億円の赤字の見通し。ただ本社売却益を特別利益に計上するため、最終損益は 10 億円の黒字に転換する見通し。」（日本経済新聞 2004 年 1 月 29 日）

MM理論に依拠すれば、配当も自社株買いも、企業価値に無関連なので、赤字決算のような場合でも、本社売却により、いわば、無理やり実行する必要がないはずである。この実務も、MM理論では説明をすることができない。（「なぜ赤字でも配当、適切な位置付け必要に」日本経済新聞 2006 年 9 月 23 日）

この実務は、配当還元モデルなら、説明することができる。日本では公募新株発行に関する取締役会公告が新聞に掲載されるが、どの会社も、発行価額のうち資本に組み入れない金額を、発

行価額の50%としている。この発行価額のうち資本に組み入れない金額が資本準備金を形成するのである。配当の支払い源泉は、当期利益のみではなく、法定準備金が充てられることがある。2003年の商法改正で、4分の1を上回る部分については剰余金に振り替えて、配当や、次節で検討する自社株買いに充てることができる。実務では、赤字決算でも、株価維持のために、配当を強行するために、公募新株発行時にあらかじめ、商法で許される限度いっぱい50%まで法定準備金を積み上げるのが、常識である。

## 2節 自社株買いと株価

### a. 配当還元モデル信奉者の行動

株主配分の方法としては、配当に次ぐ、自社株買いについて検討しよう。

配当還元モデルに依拠すれば、自社株買いは株価を上昇させる。配当可能利益を配分する株式数が、自社株買いにより減少するから、1株当たり配当額が相対的に増加して、株価が上昇するのである。

以下の新聞記事にみられるように、日本の実務では、自社株買いにより株価が上昇するという考えが、普及している。

「株安を受け、上場企業が自社株買いを活発化している。2008年4-9月に自社株の取得枠を設定したと発表した企業は4383社と、前年同期に比べ74%増えた。企業は自社株買いによる株価の下支え効果を期待している。」(日本経済新聞2008年10月1日)

さらに、衆院選挙の準備段階に入った2008年10月に、自民党政府は自社株買いに対する規制を緩和した。「麻生太郎首相は10日、世界的な株安への対策として、上場企業の自社株買いに関する規制の一部を...撤廃する考えを記者団に表明した。...上場企業の自社株買いはインサイダー取引防止のため①1日当たりの購入株数を直近4週間の1日当たり平均取引量の15%までとする②午後5時半以降の30分間は売買禁止などの制限がある。金融庁で内容をつめ、内閣府令を改正する。」(日本経済新聞2008年10月11日)。

これは、選挙対策として景気回復を成功させていると誇示するために、企業に自社株買いを活発に行わせ、株価を上昇させようと考えたからである。この対策は、アメリカで選挙対策としての実績がある。(ユーム、p223)

このように、日本の実務では、自社株買いにより株価が上昇するという考えが、普及している。その根拠について、この新聞記事は次のように説明している。

「自社株買いは市場に流通する株数を減らすことで需給を引き締める効果がある。1株あたり利益(EPS)が高まり指標面で投資妙味が増すほか、経営陣が『自社株は割安』と市場にメッセージを送る、いわゆる『アナウンス効果』も見込まれる。」(日本経済新聞2008年10月1日)

この記事の前段は配当還元モデル、中段はPERモデル、最後はMM理論の付録としてよく主

張される効果であると推定できる。この付録のアナウンスメント効果は、前節で検討した配当に関する論議の中でも、ファイナンス論で主張される論拠であるので、ここで、その評価をしておく。

MM理論は、つぎのような重要な仮説を前提条件として置くことによつてのみ成り立っている理論モデルであることに、注意してほしい。すなわち、取引コストはない。完全競争の状態にある。市場参加者は情報を均等に持つ。資金の借入れ利率と貸付利率は等しい、と。

アナウンスメント効果の説明は、このMM理論の前提条件のうち、特に、「市場参加者は情報を均等に持つ」という前提を取り払っている。あらゆる投資家たちが、いかなる時であっても誰もが正確に同一の情報を獲得し、その持つ意味を即時に同じように理解し、即時に同じような行動を起こす、というのが、MM理論の前提条件になっていたのである。この前提条件の欠如のままに、次のように、アナウンスメント効果の存在を主張する。

アナウンスメント効果があるのは、投資家が得られる情報と、経営者が得られる情報とが違うから、生じるのである。投資家は知っている情報に基づいて、株価を形成する。ところが経営者はその株価に不満である。経営者の得た情報では、株価はもっと高値に形成されるべきである。したがって、投資家たちに、あなたがたの得た情報は間違っています、もっと高い価格で当社の株を売買してくださいと、経営者がアナウンスする。それを聞いた投資家たちは、認識を改めて、株価を上昇させるというわけである。

このアナウンスメント効果が、経済学の理論的バックボーンを持っているなら、MM理論モデルの数式にどのような数式が代入されるのか、説明はされていない。(大塚、p132) または、心理学的なバックボーン、あるいは社会学的なバックボーンを持つのだろうか。

この論理からすれば、投資家が判断する価格が、経営者の判断する価格と違いさえすれば、経営者が投資家の判断を変更するように、インベスター・リレーションIRとか、マスコミ会見など、他の低費用の方法でもアナウンス可能なのに、なぜ、ことさら自社株買いにこだわるのか。

しかも、経営者の信奉する株価形成理論が、株主の信奉する株価形成理論と食い違っている場合にも、経営者の説得力で株主を改宗させるというアナウンスをしないのか。経営者が、配当還元モデルを信奉しているから、自社株買いは株価を上昇させるとアナウンスして効果が出てくるという説明も成り立ってしまう。要するに、アナウンスメント効果は、元来のMM理論に、必須の理論ではないのである。(花崎、p11)

実証研究においても、アナウンスメント効果は疑問視されている。(次の文章で、シグナル仮説というのは、アナウンスメント効果と同義語である。)

「自社株買いを行った企業の株価が長期的に上昇するという実証結果は、株式市場の効率性に一石を投じる。株式市場が効率적であれば、それほど長期にわたり、株価が割安に放置され続けているのはおかしいというのである。・・・自社株買いを繰り返し実施する企業もある。自社株

シグナル仮説を用いると、最初の自社株買いでは、株価のミス・プライシングが是正されなかったという解釈になる。機関投資家は、定期的に自社株買いを行う企業の保有比率を高めるという傾向がある。」(砂川、p285) 自社株買いは、株価を上昇させるから、機関株主の好む財務政策なのである。

#### b. 収奪されるMM理論信奉者の行動

MM理論では、「自社株買いも株主価値に影響しない。…自社株買いの場合、株価は変わらず、発行済み株式数が減少する。」(ファイナンス pp.185-186)」とする。

表 4 自社株買いと現金配当

ペイアウト政策	配当なし	現金配当	自社株買い
ペイアウト前株価	50	50	50
1株当たり現金配当	0	10	0
ペイアウト後株価	50	40	50
株主価値	50	50	50
発行済株数	10	10	8

出典 ファイナンス p186

この表では、10株発行している会社の企業価値が500とする。自社株買いをしないと、1株を所有する株主価値は、企業価値500の企業価値を10株で割って、株価50である。

この会社が2株100の自社株買いをすると、自社株買い後の企業価値は、2株分の自社株買いへの支払いで100減となり400となる。したがって、株価は企業価値400を残った8株で割って50になる。だから、1株所有する株主価値は、株価50のままで変化しない。

すなわち、MM理論に依拠すれば、自社株買いをしても、株価は変化しない。だから、自社株買いが予想されても、MM理論信奉者は、特に、行動を要しない。

ところで、配当還元モデルでは、配当利回りは、現在の株価に対する1株あたり配当金の比率を表す。株価は、下記のように、1株あたり配当を配当利回りで資本還元して求められる。

$$\text{株価} = \frac{1 \text{株あたり配当}}{\text{配当利回り}}$$

したがって、配当が増えれば、株価は上昇する結果になる。最近の東証・ジャスダックの平均配当利回りは、全銘柄でほぼ2%なので、先の表4を、配当還元モデルで書き換えると、以下のようになる。

表5 自社株買いと現金配当 (配当還元モデル)

ペイアウト政策	配当なし	現金配当	自社株買い	自社株買い 後現金配当
ペイアウト前株価	50	50	50	50
1株当たり現金配当	0	10	0	
ペイアウト後株価	50	40	50	
株主価値	50	50	50	
発行済株数	10	10	8	8
現金配当総額		100		100
①1株配当		10		12.5
②配当利回り		2%		2%
③増配発表後株価=①/②		500		625

1株当たり配当が10の例であれば、配当還元モデルでは、株価は500に上昇する結果になることは、先の第3表で見た。さらに、発行済株数が10株であった会社が、2株の自社株買いをすると、従来の配当総額100が8株に分配され、1株当たり配当が12.5に増加する。この配当を最近の配当利回り2%で資本還元すると株価は625に上昇する。

配当還元モデル信奉者は、MM理論信奉者から、自社株買い発表とともに、その保有する株を現在の株価500で購入する。その後、日本の株式市場では、配当還元モデル信奉者の買い圧力が強いので、株価は625に上昇するから、配当還元モデル信奉者は、キャピタルゲイン125を得ることになる。

他方、MM理論信奉者は、自社株買いが実行されても株価に変動はないと思い込んでいたので、現在の株価で売っても、満足している。MM理論信奉者にとっては、自社株買いの結果、配当還元モデル信奉者によって買ったたかれたという収奪された事実は、認識されないのである。

### c. 金庫株の活用

株式会社は投資家から出資として受け取った資金と引き換えに、株式を発行する。これで、株式会社が支払うのは、発行費用として、証券市場などに支払う手数料、証券印刷料など、株式発行によって受け取った資金額に比して、微々たるものであるから、株式会社の本来の社会的機能としての資金調達そのものである。しかるに、発行した株式会社自体が、自社株式を買うというのは、せっかく調達した資金を紙切れと交換するというのであるから、株式会社の資金調達機能を否定しているともいえる。したがって、日本では自社株買いは原則禁止されていたが、1994年10月から消却、ストックオプション、端株の買い取り請求などの目的に限り解禁された。ところ

が、2001年10月には商法が大改正され、これらの目的規定が撤廃された。自社株買いで株式会社を取得した株式は、消却されない限り、金庫株として保有される。

自社株買いによって企業が入手した株式は消却されるとは限らない。消却されなかった株式は、金庫株として企業に保有される。この保有してきた金庫株をM&A（企業の合併・買収）や資金調達に活用する企業が増えている。

「東京証券取引所によると、2005年4月－06年2月の累計で、62社が合併や株式交換などに金庫株を活用。株式を時価に換算した金額は約2234億円となった。一方で、68社が自社株を市場で改めて売り出すなどの方法で、約5904億円の資金を調達した。」（日本経済新聞2006年4月12日）

このように、自社株買いによって保有した株式を、自社株を取得した価格以上の価格で株式市場に売り出す過程で、企業はキャピタルゲインを獲得することになる。また、金庫株を「合併や株式交換に活用」というのは、金庫株をいったん株式市場に売り出して、その資金でM&Aの支払いに充てることと同様であるから、M&Aに関係する会社がキャピタルゲインを獲得することになる。

MM理論信奉者は、自社株買いが実行されても株価に変動はないと思い込んでいたので、現在の株価で売っても、満足している。MM理論信奉者にとっては、自社株買いの結果、配当還元モデル信奉者によって金庫株を活用して、買いたかれたという収奪された事実は、認識されないものである。

### 3節 株式分割と株価

ライブドア社の事例は、株式分割によって株価が飛躍的に上昇したことで広く知られている。（「たかが配当、されど配当」日本経済新聞2006年4月18日）。だから、株式分割はインサイダー取引にも利用された。「中堅の広告会社、日本経済広告社の幹部社員が昨年5月キャノンソフトウェアから株式分割の法定公告掲載を依頼され、掲載前に同社株を購入していたことが10日明らかになった。・・・同社の株価は株式分割前には1株800円台で推移していたが、昨年6月15日付けの日本経済新聞朝刊に法定公告が掲載された後に約2倍に高騰。この社員は掲載後に同株をすべて売却し、200万円以上の売却益を得ていたという。」（日本経済新聞2005年6月10日）

これには、投機による説明だけでなく、IT会社の将来の成長を予測して、投資家の人気により株価が上昇しすぎた、取引可能なまでに株価を引き下げのために株式分割をした、株式分割によって株価が低下して取引しやすくなったので株価が上昇したという説明などがある。あるいは、株式分割の事務手続きをするために、その間に流通する株数が不足したので、株価が上昇したという説明までである。（森永、p125）

しかし、日本の実務では、株式分割による株価上昇は、次のような慣例が、根拠になっている

と考えるべきである。

「キャノンは11日、6月末の株主に対し、1株を1.5株に分割すると発表した。・・・同時に発表した年間配当は90円。株式分割前ベースで比べると10円の増配となる。」(日本経済新聞2006年5月12日)

「2006年6月期業績予想の大幅上方修正、増配、株式分割。ドンキホーテの株価が3つの材料を背景に、9日後場に約6%高まで急伸した。(日本経済新聞2006年7月10日)

「株式分割では、理論的には株価は分割の比率に従って下がるために投資価値は変わらない。ただ、配当を分割前後で据え置きなど、企業が実質的に増配する可能性があり、投資家の期待を呼びやすい。」(日本経済新聞2006年1月27日)

株式分割に慣例として付されるのは、「実質的に増配する可能性」である。株式分割そのものが株価を上昇させるわけではないが、株式分割に必須で付帯される配当増加が株価を上昇させるのである。日本の慣例では、株式分割には、必須で付帯する配当還元モデルによる投資家行動があるということで、説明可能である。かくして、株式分割は、株価を上昇させるから、機関株主の好む財務政策なのである。

他方で、MM理論に依拠すると、株式分割は株主の富と無関連であるとする。1株を2株に分割すると、株価は半減する。株主の富は、株式分割により株数が2倍になるが、株価が半減するから、変化しないというのだ。「つまり、株式分割は、株主の経済状況に影響を与えない。」(若杉 p178)

すなわち、MM理論は、株式分割をしても、株価は変化しない。だから、株式分割が予想されても、MM理論信奉者は、特に、行動を要しない。

配当還元モデル信奉者は、MM理論信奉者から、株を現在の株価で購入する。日本の株式市場では、配当還元モデル信奉者の買い圧力が強いので、株式分割によって株価は上昇する結果になり、配当還元モデル信奉者はキャピタルゲインを得ることになる。

このような収奪に遭遇しても、MM理論信奉者は、株式分割が実行されても株価に変動はないと思いついていたので、現在の株価で売っても、満足している。MM理論信奉者にとっては、株式分割の結果、配当還元モデル信奉者によって、買ったかかれたという収奪された事実は、認識されないのである。

#### IV. 結論

配当還元モデルに依拠すれば、増配は株価を上昇させるという。配当還元モデル信奉者は、増配を予想したなら、現在の株価で買おうとする。MM理論に依拠すると、増配によって株価は下落するという。だから、増配が予想されれば、MM理論信奉者は、株を現在の株価で売り抜けようとする。配当還元モデル信奉者は、MM理論信奉者から、株を現在の株価で購入する。日本の



株式市場では、配当還元モデル信奉者の買い圧力が強いので、株価は上昇する結果になり、配当還元モデル信奉者はキャピタルゲインを得ることになる。

配当還元モデルに依拠すれば、自社株買いは株価を上昇させるという。配当還元モデル信奉者は、自社株買いを予想したなら、現在の株価で買おうとする。MM理論に依拠すれば、自社株買いをしても、株価は変化しない。だから、自社株買いが予想されても、MM理論信奉者は、特に、行動を要しない。配当還元モデル信奉者は、MM理論信奉者から、株を現在の株価で購入する。日本の株式市場では、配当還元モデル信奉者の買い圧力が強いので、自社株買いによって株価は上昇する結果になり、配当還元モデル信奉者はキャピタルゲインを得ることになる。

株式分割は、「実質的に増配する可能性があり」、株価が上昇するのであるから、配当還元モデル信奉者は、株を現在の株価で購入する。MM理論に依拠すれば、株式分割をしても、株価は変化しないという。だから、株式分割が予想されても、MM理論信奉者は、特に、行動を要しない。

配当還元モデル信奉者は、MM理論信奉者から、株を現在の株価で購入する。日本の株式市場では、配当還元モデル信奉者の買い圧力が強いので、株式分割によって株価は上昇する結果になり、配当還元モデル信奉者はキャピタルゲインを得ることになる。

MM理論信奉者にとって、増配、自社株買い、株式分割の結果、配当還元モデル信奉者によって、買いたかれたという収奪された事実は、認識されないのである。

ファイナンス理論やMM理論を全く利用しない機関投資家は、「コーポレート・ガバナンス」の旗をかざして、経営者に増配や自社株買いや株式分割を迫って、個人投資家からの収奪に走る。他方、個人投資家は、「所有と経営の分離」という経営者のステークホルダーの利害調整機能の幻想に期待しつつ、MM理論に慰撫されるだけで、諦観するしかない。したがって、経営者支配論も、コーポレート・ガバナンス論も、それぞれの立場の違う株主によって、それぞれ支持されて共存しているのである。

#### 引用文献

- 1) A.A. Berle, G.C. Means: "The Modern Corporation and Private Corporation" (1932).  
バーリ、ミーンズ共著『近代株式会社と私有財産』(文雅堂、1959)
  - 2) A.A. Berle: "The 20th Century Capitalist Revolution" (1954)  
桜井信行訳: A・A・バーリ、『二十世紀資本主義革命』(東洋経済新報社、1956)
  - 3) 経営学検定試験協議会監修:『経営学検定試験公式テキスト {5} ファイナンス』(中央経済社、2006)
  - 4) 野口悠紀男:『金融危機の本質は何か』(東洋経済新報社、2009)
  - 5) 山崎元:『新しい株式投資論』(PHP 新書、2007)
  - 6) 渡部恒彦:「機関投資家の投資行動とアメリカ経済の持続可能性」、『金融ヘゲモニーとコーポレート・ファイナンス』(税務経理協会、2005)
- C.K.Brancato, :” Institutional Investors and Corporate Governance : Best Practices for Increasing Corporate

- Value”, Irwin Professional Publishing (1997), p28.
- 7) 村藤功：『日本の実務に役立つコーポレート・ファイナンス』（中央経済社 2007）
  - 8) 池羽太郎：『図解入門MBA最新ファイナンスとケース分析』（秀和システム、2001）
  - 9) ユーシム著、岩城博司、松井和夫：『インナー・サークル』（東洋経済新報社、1985）  
M.Ussem.：“The inner Circle : Large Corporations and the Rise of Business Political Activity in the U.S. and U.K.”  
(1984) .
  - 10) 大塚晴之：『コーポレートガバナンスと企業金融』（千倉書房、1998）
  - 11) 花崎正春：『企業金融とコーポレート・ガバナンス』（東京大学出版会、2008）
  - 12) 砂川伸幸、川北英隆、杉浦秀徳：『日本企業のコーポレートファイナンス』（日本経済新聞社、2008）
  - 13) 森永卓郎：『森永卓郎の庶・民・株！』（光文社 2005）
  - 14) 若杉敬明・斎藤進、丸山宏：『経営財務』（有斐閣 1998）