

企業の実体価値と株価

—企業価値における乖離をめぐって—

矢澤 健太郎

I. はじめに

企業価値とは何か。これは企業の成立と共に不可欠の問題として生じてくる。しかし、企業価値は様々なものとして把握できるため、どこに焦点を当て、何を企業価値として考えるかは必ずしも共通認識として理解されて来なかった。学術用語として「企業価値」という概念が本格的に研究されたのは、最近のことである。

これまでの研究としては、主に会計学・経営学の問題として「経営分析」や「財務管理論」などの科目において取り上げられてきた。ところが、近年では「企業価値」という概念が全面的に押し出され、「企業価値をいかに貨幣表現していくか」という評価の問題が重視され、「企業価値論」や「企業評価論」という科目として本格的に研究されるようになった。

ところで、この「企業価値」という概念が社会的に大きく問われるきっかけとなったのは、ライブドアが仕掛けたニッポン放送への敵対的買収（2005年）である。この事件は法廷闘争へと進展したが、そこでの司法判断によれば「ライブドアの支配権取得によりニッポン放送の企業価値が著しく毀損されることが明らかであると言うことはできず」（東京地裁2005年3月11日決定）と述べ、ライブドア側の堀江貴文氏を勝訴させる判断を示した。だが、これによってコーポレート・ガバナンスにおける「会社は誰のものか」という議論を広く引き起こし、ここから「企業価値とは何か」という問題がにわかに浮かび上がったのである⁽¹⁾。

それでは堀江貴文氏が考えていた「企業価値」とは何であるか。それは「株高」こそが企業価値であり、「株価の上昇＝企業価値の向上」という考え方であった。しかし、このような構図も十分に成り立つとは思われるが、社会全体という観点から考えてみれば、これは真に適切な企業価値として見なされるであろうか。大きな疑問が生じてくるように思える。

敵対的買収が行われた当時の株価の推移を見ると、ライブドア、フジテレビの2社によるニッポン放送株の支配権を巡る争奪戦となった。最終的には、フジテレビが最初のTOB価格（5,950円）を上回る価格（6,300円）によってニッポン放送株を買い取り、ライブドア側と和解したのであるが、当初のニッポン放送の株価は5,550円近くであり、それが「5,550円→5,950円→6,300円」と激しく推移した。

(1) ライブドアが仕掛けた敵対的買収の法廷闘争については、『企業買収をめぐる諸相とニッポン放送事件鑑定意見』（別冊商事法務 No.289：2005年）を参照した。この司法判断では、東京地裁・東京高裁と共に、企業価値の概念に「実体価値」と「株価」の両方を含めて検討している。司法判断においても株価が企業価値として考慮されるようになった事実は、従来までに見られなかった大きな変化であると思う。

何故かくも株価が大きく推移するのか。これは真に適切な価格の推移として捉えることができるのであろうか。また、このように価格が大きく推移するものをもって、これを「企業価値」と呼ぶことは適切であろうか。様々な問題がここから浮かび上がってくるように思える。

企業価値における「乖離」の問題は、既存の研究においては十分に検討されてきたとは言えない。何故かと言えば、基本的には企業の「実体価値」が基礎となり、たとえ「株価」が大きく変動した場合であっても、やがては「株価」が「実体価値」へと戻ってくる、ということが理論的前提となっていたからである。だが、投資ファンドなどが台頭している資本主義の現段階においては、企業の実体価値よりも「株価」のほうに重点が置かれているという認識が社会的に強まっているように思える。

このような現実を考えれば、企業価値を実態として「実体価値」、表象として「株価」と把握し、そこにおける「乖離」に着目して取り上げていくべきであろう。以下、企業価値における乖離を視座に据え、この問題に迫っていきたい。

Ⅱ．企業価値の考え方

1．主観・客観、定性・定量の概念

「企業価値とは何か」という問題を考える場合、まずは「価値」という概念をいかに考えるか、という問題が重要となってくる。これは、日常用語レベルでの考え方、哲学的な価値論、経済学的な価値論など、これを根本的に問えば非常に深く難しい問題となる。ここでは以下のように把握することに留めておく。

まず、「価値」は人間の主観に基づくものである。そのため、価値を評価する主体の立場（考え方）が異なれば、価値の中身も大きく異なってくる。このような価値を主観的価値と呼ぶことにするが、これはいかに表現されるのか。これは〔1〕言語表現（＝質的表現：定性把握）、〔2〕数値化（＝量的表現：定量把握）、という二つに分類できると考える。ところで、この「定性・定量」の概念であるが、「言語表現＝定性把握のみ」「数値化＝定量把握のみ」と限定されるものではない。これらは両者が相互連関としてセットとなっており、「定性→定量」「定量→定性」という切り離し不可能の関係にある。そこで「言語表現＝定性が出发点」「数値化＝定量が出发点」となると思われる⁽²⁾。

ところで、このような主観的価値に対して、「客観的価値」という概念は成り立つであろうか。私は、次のような場合には十分に成立すると考える。それは同一の立場に基づく諸個人の集まり、という場合である。つまり「客観的な共通認識としての評価基準」というものが成立すれば、「この限りにおいては」という範囲に限定されるものとして客観的な企業価値というものが可能であると思う。

具体的には会計学の財務諸表、株式市場の時価などが考えられる。財務諸表を作成する

(2) 定性・定量の概念について本稿では大まかな把握に留めたが、これを本格的に掘り下げれば非常に深く大きな問題となる。「定性→定量」「定量→定性」という順序によって大きく異なるものであり、企業価値の検討に当たって、どちらの方が適切かという問題も生じてくるであろう。本稿では「定性→定量」という順序の立場に立っているが、定量においては十分に検討できたとは思っていない。既存の企業価値の文献も含めて、これらがどちらの順序で研究されてきたかという問題も重要であり、これを含めて今後の課題とする。

場合、作成目的（税金対策など）や算出方法の選択（減価償却の方法など）に関しては「主観」（＝恣意性）が介入してしまうという問題は残る。時価のほうも株式の売買には様々な思惑が介入し、個々の視点から見れば非常に恣意的なものである。だが、定められた共通の評価基準に基づくものであれば、この限りでは「客観的な評価」という認識が得られるであろう。

何故このような「主観・客観」という概念の説明から述べる必要があるのか。それは以下において「株主」という評価主体の視点から企業価値における「乖離」を問題としていく場合、株主と言っても様々なタイプに分類できるため、個々の視点・全体の視点というようにそれぞれにとっての主観価値・客観価値を検討していく必要が生じるからである。さらに言えば「経営者にとっての企業価値」、そして本稿では述べないが「ステークホルダーにとっての企業価値」、「企業それ自体にとっての企業価値」などの問題も浮かび上がってくるため、上述のような「主観・客観」の概念を述べる必要が生じた。

2. 「企業価値＝収益力」について

次に「企業とは何か」という企業観の認識についても概説する必要がある。企業価値を評価する場合、「企業とは何か」「企業とはいかなるものであるか」という企業観の立場によって企業価値の中身も大きく異なってくる。

過去の研究においては、次のような企業観が議論されてきた。代表的論者とセットで挙げてみれば、〔1〕株主の財産（若杉敬明）、〔2〕法人（奥村宏）、〔3〕団体（中條秀治）、〔4〕従業員共同体（伊丹敬之）、〔5〕契約の束（マイケル・ジェンセン）、〔6〕制度（ドラッカー）などである⁽³⁾。

だが、本稿においてはもっと基礎的な企業観に立ちたいと思う。それは「利潤追求を目的とする経済的組織体」（＝個別資本）という経済学の基礎的認識である。上述の6つの企業観もこの認識が前提となっており、市場経済の下においては「利潤」を獲得することなしには企業の維持・発展が不可能だからである。

そして、ここでの基礎的認識を「個別資本」として捉えるということは、すなわち「企業価値＝収益力」ということを意味してくる。資本主義経済の下では、何よりもまず「収益力」こそが企業価値として捉えられるということに違和感はないと思われる。これは「企業価値の貨幣表現」ということでもある。

以上までを図示してみれば、次の「図表1」のようになる。

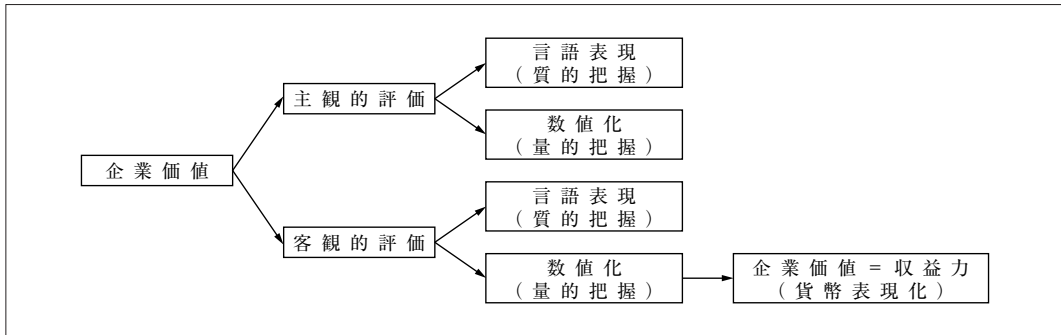
これを学術的な体系として考えると、次のようになるとと思われる。つまり、簿記・会計

(3) 企業観に関してそれぞれの出典を明記すれば、〔1〕株主の財産（若杉敬明・共著『グッドガバナンス・グッドカンパニー』2000年、中央経済社）、〔2〕法人（奥村宏「法人資本主義とは何か（上・下）」『経済評論』1983年1月、2月号）、〔3〕団体（中條秀治『株式会社新論』2005年、文眞堂）、〔4〕従業員共同体（伊丹敬之『人本主義企業』1987年、筑摩書房）、〔5〕契約の束（マイケル・ジェンセン、M. C. Jensen, and W. H. Meckling's "Theory of the Firm", 1976年3号, Journal of Financial Economics）、〔6〕制度（ドラッカー『現代の経営』1954年、ダイヤモンド社）となる。これら企業観に関しては、勝部伸夫『コーポレート・ガバナンス論序論』（2004年、文眞堂）から多くのものを学んだ。

なお、資本の論理と家の論理との合体物としての「家」概念を三戸公『家の論理』（1991年、文眞堂）が提唱された。「家」概念は江戸時代以前から存在するものであるため「企業観」として限定されるものではないが、日本の企業を見るための重要な概念となっている。

〔図表1〕 企業価値の体系図

出典：筆者作成



学，経済学のファイナンス論を中心とする学術的体系は，これまで企業価値の「定量分析」を主として試みてきた。これに対して，経営学は企業価値の「定性分析」として主に研究されてきた，ということである。学術的な歴史の変遷を見れば，先に体系化されたのは簿記・会計学であるから，大きく捉えれば「定量分析→定性分析」という流れになるであろう。しかし，実際の企業経営者においては学術的体系の変遷とは関係なく，「主観的評価・客観的評価」および「定性分析・定量分析」をセットのものとして，現実の企業をコントロールしてきたと言える。

Ⅲ. 企業の実体価値と株価

企業価値は，これが貨幣表現されることによって「収益力」として表現されることになるが，これは「企業の実体価値」（＝利潤獲得能力：現実資本の価値）と「株価」（＝時価：擬制資本の価値）という両者に貨幣表現されることになる。以下，この両者について概観していききたい。

1. 企業の実体価値について

まずは「企業の実体価値」についてであるが，これは既に会計学・ファイナンス論によって取り上げられ，企業の財務諸表を中心に測定・算出され，学問的には以下の「三つのアプローチ」が確立されている⁽⁴⁾。

- 〔1〕 コスト・アプローチ・・・過去の財務諸表の時価換算〔過去→現在〕
- 〔2〕 マーケット・アプローチ・・・平均株価や非上場企業の株価の算出〔現在〕
- 〔3〕 インカム・アプローチ・・・将来利益の現在価値換算〔将来→現在〕

(4) これら三つの考え方は，学術的には名称が統一されておらず，ここでは私見に基づいて本文のような三つのアプローチ名に分類した。一般的にもこのような名称が使用されている。だが，コスト・アプローチを「ネット・アセット・アプローチ」と呼ぶ論者なども存在し，必ずしも統一されていない。これについて言及すれば，企業の「実体価値」を算出するマーケット・アプローチについて，これには市場の「株価」が含まれるため，このような名称で適切か，さらにはマーケット・アプローチとは何かなど，問題を掘り下げれば複雑となってくるので，この程度に留めておきたい。

それぞれのアプローチの具体的な計算方法は一つとは限らない。例えば〔2〕マーケット・アプローチでは、(a) 対象企業の一ヶ月の平均株価を算出する方法 (=市場株価法)、(b) 未上場企業の株価を上場企業の株価から類推する方法 (=類似上場会社法)、(c) PER (一株当たりの利益率) などの「指標」を使用して企業価値を算出する方法、などがある。

特に〔3〕のインカム・アプローチの計算方法は複雑かつ多岐に渡り、「ディスカунティッド・キャッシュフロー法」 (=DCF法) が最も代表的なものであるが、「配当還元法」などの他に、近年では金融商品のオプション価格を算定する「リアル・オプション法」が応用されてきている。(リアル・オプション法は、独立して第四のアプローチと見なす見解も存在している。)

このように、企業の実体価値という場合の「実体」とは基本的には企業の財務諸表 (=企業資産) を中心として算出されてくる。ところで、〔2〕のマーケット・アプローチにおいて、平均株価 (約一ヶ月間の平均株価) を求めることは企業の財務諸表とは直接的には無関係であるという疑問も生じる。しかし、これは算出したい企業価値の焦点が企業の「実体価値」に置かれるか「株価」に置かれるかの違いである。マーケット・アプローチとは、PERやEBITDA (税引き前利益に支払利息や減価償却費を加えたもの) などの「指標」を使って財務諸表と株価とを照らし合わせる総称として使用されるからである。

このように企業の「実体価値」は三つに大別され、実務においては三つのアプローチごとに計算し、それぞれを照らし合わせてその総合評価を求めることが多い。これは三つのアプローチにはそれぞれ長所・短所が見られ、唯一絶対の算出方法などは存在しないからである。

2. 株価について

次に「株価」について考えていきたい。株価は次の「四つの価格」を基礎として成り立つものである。

- 〔1〕 配当証券としての株価・・・配当請求権
- 〔2〕 支配証券としての株価・・・議決権
- 〔3〕 財産証券としての株価・・・残余財産分配権
- 〔4〕 投機価格としての株価

つまり、株価とは「権利証券の売買価格」に他ならない。もともと株価とは投下資本された「実体のある資本」というものではなく、株券に付された権利証券が市場で売買されて値段が決まるという「紙切れ」の値段である。株価の基本公式は、「配当の利子化」 (=配当を利子率で資本還元したもの) として算出される。この数値が〔1〕の「配当証券としての株価」であり、通常「理論株価」と呼ばれている⁽⁵⁾。

ところで、実際の場面においてはこれ以外の性格が株価に付与されるため、現実の株価

(5) 日本のゼロ金利政策において「理論株価」はいかに計算されるのか、という難しい問題が生じてくるが、本稿では問わないものとする。

は「理論株価」よりも割高になることが多い。その一つが〔2〕の「支配証券としての株価」である。

これは株券に付与された議決権を目的とする価格である。株式は議決権を伴うものであり、株主は議決権によって企業を支配することができ、支配利得を得る。この場合、支配権争奪戦（株式買い占め）などが起こると、株価は〔1〕の「配当証券としての価格」をドーンと超えて上昇することになる。逆に、支配権争奪戦が終われば、株価は急速に下落しはじめる。

次に〔3〕の「財産証券としての株価」という場合である。これは例えば倒産などによって残余財産分配権が行使される場合に見られ、企業再生ファンドなどが破綻企業を買収する場合に見られると思われる。

そして、〔4〕の「投機価格としての株価」であるが、これは株式が「投機」の対象となって、株価が時間的に上下に変動することに着目し、この「価格差」をすくい取ることを目的として株式が売買されるということである。

3. 企業の実体価値＝株価か？

以上をまとめると次の「図表2」のようになる。

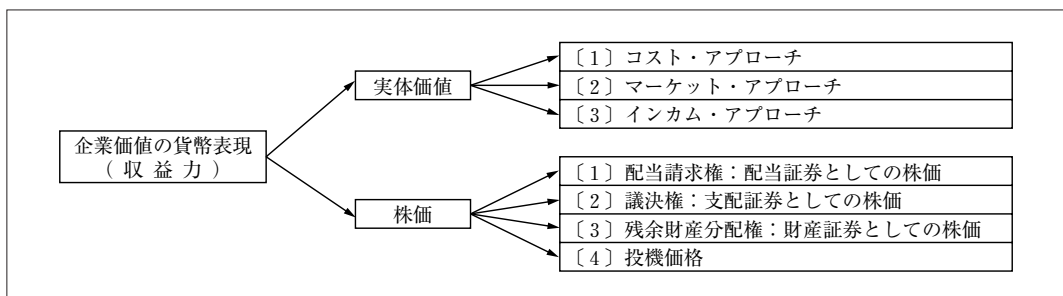
そこで次に「企業の実体価値＝株価か？」という問題を検討していく。上述の「図表2」において、株価が〔1〕の「配当証券としての株価」となっている場合には、「実体価値＝株価」という近似の関係にあると言える。その理由は、株主は出資ごとに企業が獲得した利潤を配当として受け取るからである。つまり、株式はもともと出資を証明する権利証券として存在し、その証券の保持に基づいて毎年「配当」という形で収益を得ることができる。ここにおいて「企業の実体価値＝株価」という関係が成立してくる。これは株価が〔1〕の「配当証券としての株価」となる場合には「現実資本の価値＝擬制資本の価値」という関係が成立するということでもある。

ところで、以上述べた〔1〕「配当証券としての株価」の他にも、株価は他の性格が付される。そして、現実的な問題として大きく注目すべきは〔2〕「支配証券としての株価」、〔4〕「投機価格としての株価」であろう。これを大きく取り上げるべきなのは、ここにおいて初めて企業価値における「乖離」が大きく問題として浮かび上がってくるからである。そして、乖離の「幅」も2倍、3倍というように大きく増幅してくる。

つまり、〔1〕「配当証券としての株価」から〔2〕「支配証券としての株価」へ、そし

〔図表2〕 企業の実態価値と株価との関係

出典：筆者作成



て〔1〕「配当証券としての株価」から〔4〕「投機価格としての株価」へと推移することにより、乖離の幅が大きく増幅することになる。

何故かと言えば、〔1〕「配当証券としての株価」においては企業が獲得する収益額だけに大きな関心が注がれる。しかし、〔2〕「支配証券としての株価」へと移ってくれば、株式の支配権をどこまで獲得し、どれほど株券を売ったり買い増したりするかということに大きな関心が注がれる。特に〔4〕「投機価格としての株価」へと推移すれば、株価の上下変動という株価それ自体の価格差（＝差額）をすくい取ることが第一目的となってくる。

このような状況においては、同じ「株価」と言っても根本的には異質のものとなり、これが企業価値における「乖離」という問題を大きく浮かび上がらせる。そして、この株価における「質の違い」は「量の違い」として現れてくる。これを次節で検討していきたい。

4. 株価の定性・定量分析

まず、〔1〕「配当証券としての株価」から見ていくが、株価は、一般には配当を利子率と若干の危険率を加えたもので資本還元したものである。この根拠は、一般の投資家にとっては配当がどの程度の利回りとなるか、その利回りが市場利子率と同じであるところまで価格を予想して購入するからである。これが〔1〕「配当証券としての株価」として、株価のうちで質的にも量的にも最も基本的なものである。

だが、既述したように他の性格としての株価も存在する。その一つが〔2〕「支配証券としての株価」であり、これは株券に付されている議決権を目的として株価が形成されたものである。

本稿の冒頭で述べたライブドアが仕掛けた敵対的買収では、TOB（take-over bid：株式公開買付）という株式の買い集め方法が用いられた。一般に企業の支配権争奪戦では、支配可能な株式数を求めて支配権を買い集めるため、株式の買い占めが行われる。そして、支配権争奪の戦いが激しくなるにつれて株価も大きく値上がりし、争奪戦が終わると大きく値下がる。この場合には、株価は〔1〕「配当証券としての株価」を超えて上昇してくる。

ただし、株式のTOBが常に〔1〕を超えて値上がるかと言えば、必ずしもそうとは言えない。例えば、親子関係にある企業同士が完全子会社を目的としてTOBを行う場合もある。このような場合には既に親子関係によって支配・従属関係が確立しており、あとは少数株主から買い集めるだけであるので必ずしも株価がダウンと値上がるものではない。

次に〔3〕「財産証券としての株価」である。株式はもともと出資証券としての財産証券の性格を持つ。それが実際に意味を持つのは会社解散時における残余財産分配権が現実のものとなる場合である。このとき、分配財産の予想額が株価を決定することになる。いわゆる「解散価値」と呼ばれる。

これを現実の問題として考えてみれば、企業が倒産（破綻）するような場合には、そのほとんどが巨額の赤字を累積しているのが通常である。そのため、ゴーイング・コンサーン（半永久的な企業経営）を前提としている現在、解散価値を目的として株式が売買されることは極めて少ないと言える。企業が破綻した際に残余財産を分配した企業の件数はどれ程あるのか分からないが、いずれにしても多数を占めるものではないであろう。しかし、解散価値を目的として株券を取引する投資家（例えば「企業再生ファンド」など）も存在

する。投資ファンドと呼ばれる機関投資家が増大している現在、〔3〕「財産証券としての株価」は例外的ケースと見なすかどうかが大きな問題となる。いずれにしても企業再生ファンドは、破綻した企業をもう一度再生させることを第一目的とした組織体であり、再生ファンドが株式を購入する場合には〔3〕「財産証券としての株価」に近い形で購入すると思われる。

そして、〔4〕「投機価格としての株価」である。この場合の「投機」(speculation)とは何かという問題は深く難しいが、ここでは株価が時間的に変動するものとして存在するため、この価格差それ自体をすくい取る目的をもって株券が売買されることであると考えていきたい⁽⁶⁾。

株式とは権利証券である。株券に付されている権利の売買価格が株価となる。だが、この価格差をすくい取る目的で株式が売買されることがある。例えば、過去の有名な事例として、グリーン・メイラー (Green-mailer) という造語が日本で広まる発端となったブーン・ピケンズ氏による小糸製作所の株式買い集め事件 (1989年) などがある。また、近年「ハゲタカ・ファンド」などと呼ばれている投資ファンドなども、この価格差のすくい取りを第一目的として儲けている、と言える。

このように考えてくると、企業価値としての「株価」は〔1〕「配当証券としての株価」を基準とし、次いで〔2〕「支配証券としての株価」、そして〔4〕「投機価格としての株価」というように段階的に変化することによって、この質の違いは量の違いとなって現れ、それは2倍、3倍というように企業の実体価値と株価との「乖離の幅」も増大してくる、と言えるであろう。

IV. 「株主」中心の企業価値

1. 株主主権としてのコーポレート・ガバナンス

20世紀の末期、アメリカでは1980年代以降、日本では1990年代に入って、「コーポレート・ガバナンス」(企業統治)が論じられてきた。この直接の原因は、企業不祥事の増加傾向であり、企業の社会的責任や企業倫理などが大きく取り上げられた。すなわち、企業不祥事を個別企業に任せておいたのでは解決につながらず、社会全体に関わる問題であるという認識によってこれを「コーポレート・ガバナンス」の問題として考えていくべきであるという段階になってきた。

企業を統治するとはどのような意味か。これは個別の企業をいかにマネジメントするかというのではなく、社会全体として企業=株式会社をいかに統治するのか。つまり、経営者および経営のあり方をいかに統治していくか。そして、その場合の統治者とは誰であり、「会社は誰のものか」などの問題が提起されてきた、ということである。

そのためには、株式会社においては株主=主権者 (プリンシパル: principal) であり、

(6) 「投資と投機」の概念は非常に難しい。投機については、ケインズの『雇用・利子および貨幣の一般理論』(1936年)における言及が最も有名であるが、ケインズは生産を伴わない売却益を目的とする資産の売買行為を「投機」と呼んでいるが、これを簡潔に言えば、「安く買って高く売る」ということになる。投機については、北川和彦「投機と投資」『立教・経済学研究』(第60巻3号:2007年1月)から多くのものを学んだ。投資と投機の違いについては、今後も考え続けていきたい。

経営者＝株主の代理人（エージェント：agent）である。そして、経営者は従業員を管理して企業価値を高めることを第一の目的とし、その方向に沿って企業の内部構造を再構築すべきである、ということになってきた。

その上で、現実の法制度化は、このような株主を中心とした法・規則体系として、主権者＝株主の満足を得られる方向で企業の組織作りが進んできた。具体的に言えば、企業経営は会社法を筆頭とする様々な法律・諸規則に沿ってなされるものであるが、これら法令を遵守すること（＝コンプライアンス）、不祥事を起こさないで情報開示を徹底する組織作り（＝内部統制）などが、近年になって次々に法制度化されてきた。

これらによって、企業の不祥事・粉飾・スキャンダルなどの撲滅を図ろうとするのが「コーポレート・ガバナンス」と考えられている。

だが、現実の法制度化が「株主」中心で成立してきたということは、「会社は株主のもの」（＝株主主権）ということに他ならず、簡潔に言えば「株主にとっての企業価値さえ向上すれば良いのだ」と短絡的に認識されているように思われる。特に投資ファンドの登場で、企業価値を「株価＝株式時価総額」で捉えようという考え方が強まっており、この場合には企業価値における「乖離」が極めて重要な問題となってくる。これは、そもそも企業価値とは何かという問題でもある。

ところで、社会全体という観点から見れば「株価の上昇」が即、社会にとって望ましいものであると言えるであろうか。私は言えないと考えるが、この問題については企業の実体価値・株価という両者の「乖離」を取り上げることにより、問題がより明確となってくるように思える。

つまり、経営者にとっては「実体価値」が主として重要となり、株主にとっては「株価」のほうが主に重要となる、という問題である。言うまでもなく、株主にとっても企業の実体価値が上昇することは重要であり、無視することはできない。だが、現実的な問題として考えた時に、これまで日本の株主は「モノ言わぬ株主」と呼ばれてきたように、ほとんどの株主にとっては配当の有無や株価の推移にのみ関心が注がれてきたと言えるのであり、経営者ほどには「実体価値」を重視することはなかったであろう。

ここまで述べてきたことで、「株主」と言っても現実には様々な株主のタイプが存在するため、それぞれの株主について具体的に検討していく必要性が生じてきた。以下、株主を「個人所有・機関所有」という二つの概念を通じて、それぞれの段階ごとに「株主と株価」という関係を追っていきたい。

2. 株主にとっての企業価値

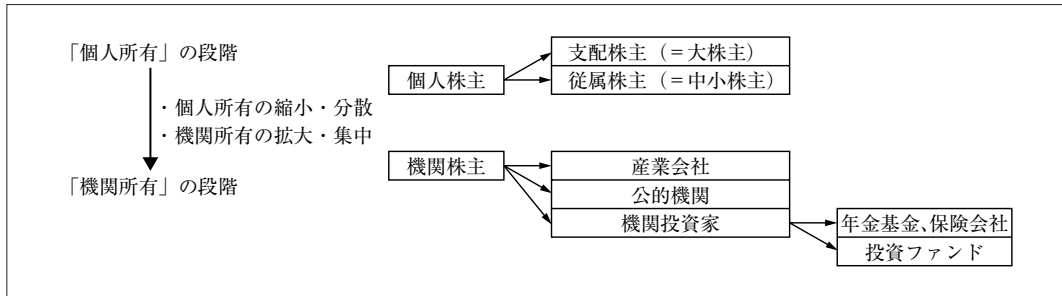
現実には「株主」は様々なタイプに分類される。株主の分類図については今後も考え続けていきたいが、ここでは次の「図表3」のように描いてみた。

株式会社の所有者・支配者は誰であり、その根拠はいかなるものか。これは現代社会をいかに捉えるかの根本的な問題であるが、その発端はアメリカ制度論学派が1920年代後半に「経営者支配論」として問題提起したことをきっかけとする。そして、組織の巨大化、企業規模の拡大と共に、個人の出資者に代わって「法人＝機関」（制度）が出資者として登場してきた。

これは日本においても同様で、日本では1950年代を境に「個人所有の縮小・分散→機関

〔図表3〕株主の分類図

出典：筆者作成



所有の拡大・集中」という段階的变化を見せ、機関所有が圧倒的な情勢へと移行している。この場合の「機関」とは、自立的かつ長期持続的な組織体を意味し、その設立目的が社会にとって不可欠のものとして容認され、その活動が長期持続的であることが要求されているという意味である。「図表3」でも分類したように、個人株主は「支配株主」と「従属株主」とに区別され、機関株主は「産業会社」「公的機関」「機関投資家」という三つに区別できると思われる。そして、機関投資家の枠内において「年金基金・保険会社」と「投資ファンド」という区分を設けたが、現代においてはこれが決定的に重要なものとなっているように考える。

そこで、「株主と株価」という問題を株主の分類に沿って検討していきたいが、まず株価が〔1〕「配当証券としての価格」である場合には、この図表においては個人・機関の両方において、全てのタイプの株主が該当してくる。そして、この場合には「企業の実体価値＝株価」という近似の状況であると言える。

だが、〔2〕「支配証券としての株価」となる場合には、個人株主では「支配株主」のみが該当し、機関株主においては「産業会社」「公的機関」が該当してくるであろう。ただしこの場合には、配当証券の場合よりは該当範囲が狭くなっている。

その理由は、株式を所有する「目的」ということが株主の行動体系に大きく影響してくるからである。つまり、「いかなる目的で機関が設立されたか」ということが機関の行動体系において決定的に重要であることが、ここから浮かび上がってくる。

例えば「産業会社」が支配株主となる場合、産業会社の第一目的は経済的利益の獲得であり、その方向に沿った企業支配が行われることになる。また「公的機関」が支配者である場合には、政府（ないしは地方自治体）としての性格が企業支配にも大きく影響してくる。

次に〔4〕「投機価格としての株価」の場合を検討したいが、この投機価格としての株価において「乖離」の幅が大きく増大してくることになる。

まず投機価格としては、個人株主レベルでは個人投資家と呼ばれる「従属株主」が該当する。だが、個人投資家が株式相場において「投機」行為を行ったとしても、機関投資家と比較すれば、個人投資家による投機行為がそれ程大きく株式相場に影響を与えることは少ないであろう。株式相場に多大な影響を与えるのは、次に述べる機関投資家の場合である。

機関株主にとっての「投機価格としての株価」とは、「産業会社」がいわゆる1980年代

後半に流行した「財テク」などによる投機行為を行うことを意味するであろう。この場合、財テクが果たして「投機」であると言い切れるかという問題が生じてくる。だが、株価を「配当・支配・残余財産・投機」という四つに分類したとすれば、財テクにおける株価は、〔1〕「配当証券としての株価」に該当する場合もあるであろうが、〔4〕「投機価格としての株価」に該当するものも多いであろう。ただし、産業会社にはそれぞれの設立目的があり、投機行為をしたり大がかりな財テクにまで手を出すことは考えにくく、制度的にも認められないであろう。その意味では、産業会社が〔4〕「投機価格としての株価」に関与してこころはあまり重要ではないと思われる。

そこで大きく問題となるのが「機関投資家」の場合である。これまでは年金基金や保険会社などが機関投資家と呼ばれてきたが、近年いわゆる「投資ファンド」と呼ばれる新しいタイプの機関投資家が登場し、勢力を増大し続けている。そして、この投資ファンドは〔4〕「投機価格としての株価」に大きく関与し、極端に言えばこの〔4〕によって巨額に儲けているように思える。以下、この投資ファンドに焦点を当て、投機価格との関連を探ってみよう。

3. 投資ファンドと企業価値

投資ファンドとは何か。まず「ファンド」の意味であるが、英語では「fund」（資金・基金）となり、簡潔に言えば「出資金を集め、それらを投資して運用益を獲得する組織体」ということになる。このように広く考えれば、例えば合名・合資会社、株式会社なども「ファンド」と呼べてしまう。だが、通常は、「ファンド型金融機関」という枠内において、特定の限定された範囲で「投資ファンド」と呼んでいる。

ファンド型金融機関としては、代表的なものとしては投資信託、投資会社、ヘッジファンド、年金基金が挙げられる。だが、通常「投資ファンド」と呼ばれるものは、これらの中からさらに限定され、金融商品を主要取引として、さらには投機的な行為を収益源としている機関投資家のみを呼ぶことが多い。

学術的に言えば、「投資ファンド」はまだ共通理解を得ている用語ではない。そもそも「機関投資家」という用語すら、機関が「投資家」という人間のように見なされることにも、私は大きな問題があると考えている。思いつくままに列挙すれば、この投資ファンドは、投資事業組合、投資会社、投資トラスト、日本版LLP、さらには「ハゲタカ・ファンド」などとも呼ばれ、概念の精査が大きな問題として浮かび上がってくる。ここでは金融商品を主要取引として、投機行為を主とする機関投資家という理解に留めておきたい。

ところで、この投資ファンドにおいて特徴的なのは、その組織形態のほとんどが「パートナーシップ」の形態を採っていることである。典型的なイメージとしては、投資家から任された資金を数十人の専門スタッフが有益な情報などを集めて運用し、高い運用成績を実現するというものである。パートナーシップとはもともとはアメリカで制度化された概念で、日本では任意組合や匿名組合に類似していた。そして、日本でも「日本版LLP：リミテッド・パートナーシップ」として、1998年に「投資事業有限責任組合法」が施行され、法制度化されたものである。

もともとは年金基金などが「(年金) ファンド」と呼ばれていた。だが、年金ファンド

は社会的「器官」として法的規則下にある組織体であり、基本的には投機的行為に走ることは目的とされておらず、制度的にも到底許されるものではない。

なお、ライブドアが仕掛けた敵対的買収において、「村上ファンド」と呼ばれる投資ファンドが大きな話題となった。この村上ファンドは露骨に投機価格によって巨額に儲けており、これがメディアによって批判の対象となっていた。村上ファンドの代表・村上世彰氏がインサイダー疑惑で逮捕された事件があったが、これによって社会的器官である年金基金が投機的な村上ファンドに資金を拠出していた事実が明るみに出た。これは非常に大きな問題として取り上げるべきであるが、ここで取り上げることはしないで、「ファンド論」として別稿で論じてみたいと思っている。

このような年金ファンドに対して、この新しいタイプの「投資ファンド」と呼ばれる機関投資家は、従来までの年金基金や保険会社などとは決定的に性格が異なってくる。簡潔に言えば、この新しいタイプの投資ファンドは「投資それ自体」を目的としており、投資そのものの企業である。

より直接的に言えば、それは私募ファンドとして資金源の情報公開が非公開にされることが多く、出資者から集められた巨額な資金量と、世界規模で収集される有益な情報の質・量を活用し、株式市場の「株価」それ自体を自社に都合の良いようにコントロールするだけのパワーを持つことができる。

さらには巨額資金によって株式を買い集め、議決権を行使することによって自社に有利となる株高の政策提言を全面的に株主総会で展開してくる。これらによって、たとえハイ・リスクの投機的な株取引においても、株価自体をコントロールするパワーを持つことで「投機が投資へと変容する」とでも呼べるような形で、ほぼ確実に近い形で儲けてくる新しいタイプの機関投資家である、と言える。

私は、この投資ファンドを従来までの「機関投資家」という枠内で呼べるかどうかという問題を持っている。従来までの年金基金や保険会社などについては、これまで通りの「機関投資家」という名称でも問題ないであろう。だが、この新しいタイプの機関投資家は、「図表3」で示した「産業会社」の範疇に該当させることのほうが、むしろ適切ではなからうか。

いずれにしても、健全な市場経済の観点から見れば、巨額な資金量かつ世界規模の有益な情報の質・量によって行使される株価コントロールは、市場経済の秩序を大きく乱すものであり、社会的に到底許されるべきものではない。

例えば、投資ファンドとヘッジファンドとの異同については、別稿で検討する必要があるが、ヘッジファンドが登場した当初（1949年と言われる）は、有価証券の組み合わせによってリスクを最小限に回避することが第一目的であった。だが、1980年代の後半から、ヘッジファンドの性質が大きく変容してきている。すなわち、レバレッジ（借金）効果によって資金量を増量し、巨額な資金によってオプションや先物取引などのデリバティブ（＝金融派生商品）を駆使するという、非常に投機色の強い傾向へと移り変わってきている。

有名な事件として、1997年のタイ通貨の暴落、1998年のロシア通貨危機にはヘッジファンドが大きく関わっていたことが知られている。そして、ロシアの通貨危機ではアメリカの大手ヘッジファンド会社であるLTCMが破綻し、ヘッジファンド規制論が大きく叫ば

れる結果となったことは周知となっている。

現在、全ての大企業は投資ファンドによる敵対的買収を恐れ、買収防衛策を必要とする時代となってきている。2007年に端を発したサブプライム問題においても、昨今の石油・食料価格の高騰においても、この投資ファンドが大きく暗躍しファンド・マネーが大きく関与してきた、と言われている。

さらに言えば、これは非常に大きな問題であると言えるが、このような段階へと到達することによって、個人投資家、年金基金・保険会社なども、この投資ファンドの一挙一動に多大な影響を受けざるを得なくなっているという現実が、大きな問題点として指摘できるように思える。我々は、この現実をいかに受け止めるべきか。投資ファンド全廃論を含めて、今後も考え続けていきたいと思っている。

V. むすび

株式会社における企業価値は「企業価値＝収益力」として主に表現されるものであるが、これは「実体価値」（利潤獲得能力：現実資本の価値）と「株価」（時価：擬制資本の価値）という両者に貨幣表現されてくる。この二つの間には「乖離」が生じてくるが、この乖離について定性・定量分析を行うことによって、経営者にとっての企業価値は主に「実体価値」であり、株主にとっては「株価」のほうが重視されてくる、という現実がより明確となった。

これによって、ここから大きな問題が浮かび上がってきた。つまり、社会全体にとっては「株主にとっての企業価値」ではなく、むしろ「経営者にとっての企業価値」のほうがより重要である。ここから「ステークホルダーにとっての企業価値」や「企業それ自体にとっての企業価値」という問題が示唆されてくることになるが、現実の法制度においては株主権（＝株主中心）の方向に進みつつあり、「株主にとっての企業価値」が大きく重視されるものとなっている。日本企業のM&A（企業合併・買収）は1990年代頃から急増し、現在に至る約20年間においては、「株価」さえ上げれば全てが解決するかのような風潮が見受けられる。

特に投資ファンドの登場を受けて、企業価値を「株価＝株式時価総額」で捉えようとする考え方が強まっており、ここから企業価値における「乖離」の問題が極めて重要であることが浮かび上がってきた。

だが、本稿で検討したように、企業価値における「乖離」については、株価が配当証券から支配証券としての価格へ、さらには投機価格へと変化することによって、乖離の「幅」がより一層に増幅されてくるのであり、これが特に投資ファンドと結び付くことによって、企業価値が不自然な形で、より不健全に誤らせる方向へと進んでしまう。これによって企業の健全化が大きく損なわれてくるという問題が浮かび上がってきた、と思われる。

特に、資本主義の現段階においては、年金基金・保険会社、個人投資家などが、投資ファンドの一挙一動に強く影響を受けている。そして、もはや実体経済では巨額に儲けることが難しいので、象徴経済のほうで大きく儲けてしまえ、という社会的な風潮が見られてきているように思われる。

このため、企業価値の評価においては、もはや「株主にとっての企業価値」という視点

のみでは十分ではなく、「ステークホルダーにとっての企業価値」という社会制度論的な視座が不可欠のものとなってきた、ということが急務の課題として浮かび上がっているように思われる。企業価値における「乖離」のみならず、法制度（＝株主主権）と社会制度（＝ステークホルダー）との「乖離」という問題にも注目する必要が生じてきた。これについては、さらに考え続けていきたい。

なお、本稿では企業の「実体価値」と「株価」という用語を使用した。だが、「実体」（リアル：real）を使用すれば「象徴」（シンボル：symbol）という概念がセットとなるものであり、企業の「実体価値」、「象徴価値」（＝株価）という表現ができると思われる。いずれはこれらの概念を使用したいと考えているが、まだ「象徴」概念について十分に捉え切れていない。この問題についても、さらに考え続けていきたい。

参考文献

- ・ 青松英男『企業価値講義』2008年，日本経済新聞出版社
- ・ 伊藤邦雄『ゼミナール 企業価値評価』2007年，日本経済新聞出版社
- ・ 川合一郎『著作集3：株式価格形成の理論』1981年，有斐閣
- ・ 大鹿靖明『ヒルズ黙示録～検証・ライブドア～』2006年，朝日新聞社
- ・ 越純一郎・編『プライベート・エクイティ』2000年，日本経済新聞社
- ・ 日本公認会計士協会『企業価値評価ガイドライン』2007年，清文社
- ・ 原田勉『実践力を鍛えるノート 企業価値評価編』2007年，東洋経済新報社
- ・ 別冊商事法務 No.287『企業価値報告書・買収防衛策に関する指針』2005年，商事法務
- ・ 別冊商事法務 No.289『企業買収をめぐる諸相とニッポン放送事件鑑定意見』2005年，商事法務
- ・ 光定洋介，白木信一郎『投資ファンドのすべて』2006年，金融財政事情研究会
- ・ 三戸公『財産の終焉－組織社会の支配構造－』1982年，文真堂
- ・ 矢澤健太郎「株主にとっての企業価値」『日本経営学会：第82回大会報告要旨集』2008年，pp.361-364

〔抄 録〕

株式会社における企業価値は、「実体価値」（利潤獲得能力：現実資本の価値）と「株価」（時価：擬制資本の価値）との両者に貨幣表現される。この両者の間には「乖離」が生じるが、この問題については過去の研究では十分に検討されてきたとは言えない。そのため、「個人所有・機関所有」という所有主体の段階的変化を視座として定性・定量分析を行い、この両者の「乖離」について検討を進めていく。これによって、経営者にとっての企業価値は「実体価値」が主に重視され、株主にとっては「株価」が主に重視されるという現実がより明確となる。そして、コーポレート・ガバナンスが様々な形で議論される現在、現実の法制度化（法令遵守・内部統制など）は株主主権の方向へと進んでいるが、ここには大きな問題が伏在していることが浮かび上がってくる。現実の企業においては「株価」よりも企業の「実体価値」のほうが重要となるが、株価が配当証券から支配証券の価格へ、さらには投機価格へと推移することにより、「乖離の幅」がより増大して企業価値が不自然な形へと、より不健全に誤らせる方向へと進んでしまい、企業の健全化が大きく損なわれるという問題点を論述する。