

株式所有構造と日本企業の株価*

—会計モデルによる分析—

中條 良美

This paper provides an insight into the manner in which the conventional ownership structure affects firms' market prices. This study is motivated by the observed level of market-to-book (P/B) ratio of Japanese firms. For example, as of September 2001, the ratio for more than 50% of the firms listed at Tokyo Stock Exchange is below one. If the signals from the stock market including the threat of takeover could induce managers to run the firm in shareholders' best interest, the P/B ratio would not get into such a slump. The focus of criticism has been laid on the closed ownership structure of Japanese firms that impedes external intervention from the stock market. Thus, the goal of this paper is to discuss whether firms' market prices can be negatively affected by the peculiar share ownership to the extent that they are to fall below the book values of equity.

I はじめに

企業の株価が公開された会計情報をもとに評価される仕組みは、最近の理論研究でふたたび関心を集めている。たしかに、企業を選別する際に投資者がもっとも注目する利益情報の重要性は、経験的には広く認知されていた。利益が証券投資から期待されるペイオフを知る手掛かりとなる以上、それが投資者の意思決定に有用であることはいわば自明とみなされたのである。しかし、会計情報と株価との理論的なつながりが解明されるにつれて、利益を中心とする投資決定のあり方には疑問が投げかけられるようになった。それはまた、会計数値にもとづくさまざまな投資指標の優劣をめぐる議論と軌を一にしている。いずれにせよ、投資者の期待形成に有用な情報はなにかというなじみのテーマが、会計上

の理論研究を動機づけた一面もある。

他方、そのような疑問は、企業の主権者をどう特定するかという問題と密接に結びついている。株主に資本のコストを上回る利益を還元することが企業の至上命題であると割り切れば、株価の最低ラインは資本コストを基準にテストされる。しかし、日本のように、取引関係の維持や他企業からの買収を阻止する目的で、企業間で株式を持ち合う慣行が高度に発達した状況では、株価の判断基準をなにに求めるかはそれほど単純でない。問題の複雑さは、相互に保有する株式のリターンのみが、企業の行動を規定しない局面にある。たとえば、従業員の厚生を重視する日本企業の傾向は、株主と従業員の利益のいずれを優先するのかわかりにくくなっている¹⁾。望ましい富の分配をどう考えるかを別にすれば、株式のリターンだけで説明できない企業の株式

* この論文は、名古屋大学大学院経済学研究科博士後期課程の修了に際して、研究成果の一部をまとめたものである。(編集委員会)

所有構造が、そのような曖昧さをもたらしていたと考えられる。

むろん、資本市場が急速に整備されるなか、企業を評価する基準には明確性が求められている。実際、株主重視経営に標榜されるように、株主により多くの利益を保証する企業が高く評価され、それによって経営者の行動が規定される傾向はすでに定着しつつある。企業収益の不振が長引くなか、二極相場と言われる現象がみられるのも、このような動きと無関係ではないであろう。一般に、資本市場の機能回復を図る過程では、旧来の企業システムが標的になりやすい。持ち合いの解消に代表される株式所有構造の変革もそのひとつと言えよう。資本市場の変化が所有構造の転換をうながしているとすれば、株価形成における会計情報の役割がそれにともなってどう変わったかを整理しておくことは、資本市場の今後を知るうえで重要である。そこで、本稿では、会計情報と株価との関連を理論的に分析し、株式所有構造が投資者の期待形成におよぼす影響について検討する。まず、簡単な設例をもちいて、基本的な企業評価の図式をまとめよう。

II 市場の期待と企業の価値

1 株主からみた企業の価値

単純化のため、3期間で事業を清算する企業を想定する。この企業は0時点において、資本金120,000(万円、以下略)を拠出して設立され、同時にその全額を支出して営業用の資産を購入する。営業活動からは、1時点に16,500、2時点に11,513および3時点に8,894の会計利益がそれぞれ見込まれている。なお、配当は各期の利益が全額払い出され²⁾、3時点では清算後の残余財産があわせて配当されることとする。また、税金等についてはいっさい考慮しない。

周知のように、株主からみた企業の価値は、将来の期待ペイオフに対する請求権をもとに決まる。株主は現在の消費を一部棚上げして投資に資金を振り向けているので、かれらにとって最大の関心事は、将来どれだけ消費することができるかである。将来において消費可能な限度は、端的に言って将来配当の期待値に依存する。したがって、株主に帰属する企業の価値は、各期に予想される配当(このケースでは利益にひとしい)を資本のコストで割り引いて合計した大きさに相当する。資本コストを5%として各時点の企業価値を計算すると、表1のようになる。

一見してわかるように、企業価値はどの時

表1 会計情報と企業価値に関する数値例(単位:万円)

時点	純資産の帳簿価格	当期利益	配当額	企業の価値 (配当後)	のれん 価値
0	120,000	0	0	137,500	17,500
1	120,000	16,500	16,500	127,875	7,875
2	120,000	11,513	11,513	122,756	2,756
3	0	8,894	128,894	0	0

株式所有構造と日本企業の株価

点においても企業にプールされた純資産の帳簿価額を上回っている。会計上計算される純資産の帳簿価額は、株主が支出した資本の増減を事後的に測定した数値であるから、この企業には当初の資本を回収する以上の余剰が期待されていることになる。各時点の企業価値が純資産を超える部分は、営業活動に付随する企業固有ののれんにはかならない。当初期待されたこの無形価値は、利益の確定とともに実現し、営業活動の終了が近づくにつれて次第に消滅していく³⁾。

ところで、のれんの大きさが、将来配当の単純合計額と純資産の差額だけで決まらないのはなぜか。それは、たんに支出された資本が回収されるタイミングの問題と言ってよい。株主による資本支出額は、営業活動から年々生ずる収益によって回収されるが、回収の時期や程度は、減価償却をはじめとする企業の費用配分のプロセスに依存して決まる。そのため、予想される利益の総額は同じでも、費用認識をどの時点で行うかによってその現在価値は一様ではないのである。

たとえば、資本支出額の多くを早めに費用化すれば、あの期間に認識される利益の額は増える。しかし、株主にとっては消費可能な資金の取り崩しが遅れるほど、現在に引きなおしたその価値は小さくなる。なぜなら、株主は分配された資金をリスクに見合った利

益を保証する代替的な投資機会に振り向けることができるのに、ここではその機会が奪われるからである。その一方で、回収された資本はそのコストに相当する利益、すなわち資本利子を生み出すかぎり、株主に返還されても企業の内部に留保されても基本的に無差別である。要するに、実現が先送りされることで減少する利益の現在価値は、回収された資本に生ずる利子によって補われるわけである。

言い換えれば、未回収の資本が多いほど新たな投資の機会が失われるため、本来得られるべき利子が損なわれる。そうなると、資本の回収を遅らせることで名目的に増加する利益も、このような逸失利益が生ずることで部分的に相殺されてしまう。のれん価値の評価という観点からすれば、将来の利益を直接割り引くのではなく、未回収の資本に生じた利子の部分はあらかじめ控除しておく必要がある。もともと、市場の平均を超える利益を事前にとらえた大きさがのれんであるから、資本コストを上回る企業の収益性に注目が集まるのは当然である。

その結果、のれんの大きさは、費用配分のスキームを決める企業の会計方針には影響されない。たとえ保守的な経理によって純資産を過小計上した場合でも、その回収に必要な資本利子が小さくなることで、のれんを構成

表2 残余利益の現在価値にもとづく企業価値の計算（単位：万円）

時点	純資産の帳簿価格	資本利子	当期利益	残余利益	のれん価値	企業の価値 (配当後)
0	120,000	0	0	0	17,500	137,500
1	120,000	6,000	16,500	10,500	7,875	127,875
2	120,000	6,000	11,513	5,513	2,756	122,756
3	0	6,000	8,894	2,894	0	0

する残余の利益が膨らむ。それとは逆に、費用認識を遅らせて当面の利益を過大計上したとしても、資本の回収にともなう利子が大きくなるため、あの期間に計上される利益の負担を重くするだけである。要するに、資本支出額を費用化したあの利益が資本のコストに相当する利子をどれだけ上回るかがのれんを評価する際の決め手となるのである。

このように、企業の価値が支出された資本を回収する会計プロセスから独立しているとすれば、その計算過程からは既知の要素である当初資本の大きさが除かれる。したがって、年々の利益から資本のチャージを差し引いた残余の現在価値を合計して当初の資本支出額に加えてやれば、将来配当を割り引いて導かれたのと同額の企業価値が求められる⁴⁾。設例で言えば、0時点で見積もられる残余利益の現在価値は、それぞれ1時点が10,000、2時点が5,000および3時点が2,500であるから、のれんの大きさはやはり17,500となることが確認できる。表2は、同様の方法によって計算される各時点の企業価値を示しているが、すべて期待配当にもとづく企業評価の結果に一致する。

2 利益の持続性に関する市場の期待

ここで、残余利益の性質に注目してもう少しわしく企業評価について考えよう。すでにみたように、株主から拠出された資本を回収するには、未回収の資本に生じた利子を超過する利益が必要になる。利子率がゼロにならない以上、利益が上がっているというだけでは不十分なのである。資本のコストを補償する他の投資機会をもつ株主からすれば、資金を企業に留めるか取り崩して現在の消費に充てるかを区別する必要はなく、その意味で

かれらに帰属する利益は費用配分のスキームに依存しない。したがって、事業が継続される間は、基本的に資本コストを上回る収益性が企業に期待されていると言ってよい。

他方、これと同じ状況は、資本を調達する企業の側にも成り立つ。既存事業に見込まれる成果で、株主が負担したリスクを補償することができれば、その事業を継続することになんら問題は生じない⁵⁾。問題なのは、事実が期待と一致しない不確実性の世界では、企業の成果に関する期待が状況に応じて変わることである。当初は市場平均を上回る利益が期待された事業であっても、年々の利益によってたしかめられた成果が、そうした期待と食い違うことがある。しかし、そのように事業の失敗が確認された場合でも、企業は代替的な事業に調達した資金を速やかに移しかえり、株主の要求する最小限のリターンを補填してやればよい。少なくとも、資本のコストに見合う利益を約束するかぎり、事業の選択は企業の判断にゆだねられる。

企業の評価は、こうした不確実な残余利益の推移を市場がどのように考えるかで決まる。もちろん、そこでは配当として消費可能な全額ではなく、残余利益の部分だけが抜き出されるとても、予想自体が容易になるわけではない。ただ、残余利益が時系列でどのように変化するかについては、実証研究の積み重ねによってある程度は明らかにされている⁶⁾。たとえば、競争的な市場のもとでは、企業はすでに確立された競争上の優位を長くは維持できないことが知られている。それまでにない技術の開発などは、特許や商標によって保護されることで、企業に残余利益をもたらす。しかし、市場平均を超える利益は競争を誘発するため、独占的な権利の失効に

ともないゼロに収束していく。

このような競争市場の前提をすれば、企業の評価をより直接的なかたちで予想時点の会計数値に関連づけることができる。結果から言うと、企業の価値は予想時点における純資産の帳簿価額と利益を資本還元して配当を調節した額とを加重平均した大きさとしてあらわされる。この関係を導くにはまず、将来の残余利益の推移をのれんの計算に明示的に組み入れることが必要である。いま、企業間での競争によって残余利益が徐々に縮小する過程を、

$$X_{t+1}^a = \omega X_t^a \quad (1)$$

のようにあらわす。t 時点で予想される 1 年後の残余利益 X_{t+1}^a は、t 時点のそれと比例的に減少する ($0 \leq \omega \leq 1$) という仮定である⁷⁾。このとき、現在の収益性ないし競争上の優位がどれだけ長く保たれるかを見通した係数 ω は、t 時点でみた市場競争の程度を反映する。この時点でのれんを構成するのは、獲得された残余利益 X_t^a と係数 ω との組み合わせである。

設例では、1 時点はじめて残余利益が生ずるので、その時点できめられたのれんの大きさは、等比数列 $X_{t+\tau}^a$ ($\tau=1, 2$) の現在価値の総和にひとしい。すなわち、資本コストを r とおけば αX_t^a 、ただし、

$$\alpha = \frac{\omega}{1+r} \left(1 + \frac{\omega}{1+r} \right)$$

となる。上述のように、企業の価値 P_t は予想時の純資産の帳簿価額 Y_t にのれん価値を加えた大きさと定義されるから、

$$P_t = Y_t + \alpha X_t^a \quad (2)$$

である。

なお、残余利益は t 期の利益 X_t から期首純資産に対するチャージ $r Y_{t-1}$ を差し引いた

残りであるから、(2) 式は、

$$P_t = Y_t + \alpha(X_t - r Y_{t-1}) \quad (3)$$

のようになる。ここで、 Y_t と Y_{t-1} とを整合させるために、純資産の期間増減に着目しよう。純資産は期間利益によって増加し、配当 D_t を支払うことで減少する。これを定式化すると、

$$Y_t = Y_{t-1} + X_t - D_t \quad (4)$$

となる。(4) 式を (3) 式に代入すれば、t 時点で見積もられる企業の価値は、

$$P_t = (1-k) Y_t + k \left(\frac{1+r}{r} X_t - D_t \right) \quad (5)$$

$$k = \alpha r$$

のようになり、純資産、利益および配当を主要な変数とする簡潔な関数のかたちに整理される。

これを設例にあてはめると、残余利益は前年度のそれに対して 0.525 の割合で推移すると仮定している ($\omega=0.525$) ので、まず $\alpha=0.75$, $k=0.0375$ が求められる。したがって、(5) 式に必要な値をあてはめれば、1 時点における企業の価値は、 $(1-0.0375) \times 120,000 + 0.0375 \times (21 \times 16,500 - 16,500) = 115,500 + 12,375 = 127,875$ となり、表 2 の結果どおりとなる。また、2 時点の企業価値も同様にして、 $\alpha=0.5$, $k=0.025$ より、 $(1-0.025) \times 120,000 + 0.025 \times (21 \times 11,513 - 11,513) = 117,000 + 5,756 = 122,756$ を得る。

III 企業再編オプションの評価

1 株式所有構造と企業の再編可能性

会計情報を与件とする企業の評価は、競争的な環境のなかで平均以上の利益がいかに保たれるかに関する期待形成が鍵となる。具体的な数値例で確認されたように、競争が激し

く残余利益の枯渇が早い企業ほど、(5)式の α と k がともに小さくなり、価値に対する純資産の影響力が増大する。逆に独占的な企業であれば、残余利益を長く維持することができるため、 α と k が大きくなるにともない、利益の相対的な寄与度が高まる。いずれにせよ、ここで扱ったのは、年々の利益で資本コストの回収が十分に可能なケースである。そこでは、つねに純資産を上回る評価が与えられるという意味で、純資産はいわば株価のアンカーとしてその最低ラインを画しているのである。

同時に、株価は企業に対する市場のフォーカスも浮き彫りにする。たとえば、所有者が経営者でもあるような企業では、企業価値の最大化こそが共通の目標となろう。そのような単純な状況設定にかぎれば、前節で述べたように、資本コストの追求と事業の継続とは表裏一体の関係にある。企業による事業の選択は、つねに株主の利害に配慮して行われるから、はじめから負ののれんが期待される事業には資金が投入されない。かりに確定した成果が期待に沿わない場合は、資金を引き揚げて収益性のまさる事業に再投資すればよい。株主だけの企業であれば、資金の投下先をどのように組みかえても誰も困らないからである。たとえ当面の業績が望ましくない企業でも、他の事業機会があるというだけで、株価は純資産を上回りつづけるであろう。

むろん、所有と経営が分離していても、株式投資の焦点がリターンの追求におかれかぎり事情はさして変わらない。この場合、株主は追加的にモニタリング・コストを負担することで、経営者の恣意的な行動を抑制することができる。株主の意思がまとまっている状況では、忠実でない経営者は解任されるだ

けである。それに対して、投資収益だけを目的としない株主がいれば、このような単純な図式はかならずしも成立しない。株主に帰属する利益の最大化という共通目標の喪失は、株主の間だけでなく株主と経営者との間にも企業価値の分配問題を引き起こすからである⁸⁾。

そもそも日本では、外部からの買収を阻止したり取引関係を維持・強化する目的で、株式を相互に持ち合う慣行が企業の間に普及している。これらの企業にとっては、保有株式からのリターンを犠牲にしても、取引の経路を確保するメリットのほうが大きいかもしれない。このとき、株式を保有される企業の側では、持ち合いによって柔軟な事業選択の機会が大幅に制限されるおそれがある。それとともに、高いリターンを要求する株主からの圧力が弱まれば、経営者にとってかれらの意思にしたがう動機は稀薄化してしまう。とくに、内部昇格によって経営者になるケースが多い日本企業では、株主よりも従業員に対して優先的に企業の価値を分配する結果になりかねない。

その徵候は、現実に観察されるデータをみれば明白である。しばしば指摘されるように、日本企業の平均的な収益率はきわめて低い状態にある。1970年代はじめまで10%以上あった利益率(ROE)の平均値は、最近ではおよそ1%近くまでドロップした低下を示している。無リスク債の利子率も同様に低い状態にあるが、それでもなおリスクを含む資本コストには到底およばないはずである。もし、現状でみた企業の収益性が厳密に市場の評価にさらされるなら、日本企業の大半は投資対象として魅力に欠けるかもしれない。将来の見通しがよほど楽観的でなければ、資本コス

トを回収できない投資先に資本を滞留させることは、株主にとって合理的な選択肢でない。

しかし、企業評価の結果は、短期的な利益の動きだけに依存しない。利益には企業の営業努力と関係しない、会計基準の変更などとともに非経常的な損益が含まれるが、それらの項目は企業の価値を判断するうえであまり役に立たない。将来の利益の期待値が資本のチャージを超えるなら、その分布を説明するのに一時的な損益はむしろ搅乱要因となりうるからである。そのような留保を考慮に入れたとき、問われるのは企業の足元の業績ではなく、資本のコストを十分に補足するような別の事業機会が、企業に用意されているかどうかである。ごく短い周期で生ずる業績の悪化から予想される株価の落ち込みも、企業の柔軟な再編を可能にすることで、ある程度防ぐことができるのである。

そこでは、既存事業の継続を放棄して、新たな投資プロジェクトに資金を振り替えた場合まで考慮して企業が評価される。株主の立場からすれば、資本のコストに見合う利益を既存の事業に期待できないときに、企業の事業構成そのものの再編を要求する、いわゆるオプションが付与されていると考えるわけである。問題なのは、日本企業の株式所有構造が、かならずしも株主にそうしたオプションを与える仕組みになっていないことである⁹⁾。少なくとも、取引関係を固定する株式の持ち合いは、オプションの行使に制約を加えるとみるべきであろう。その制約があるかどうかで、資本コストを追求する企業の姿勢が左右されるという意味で、株式所有構造は日本企業の株価形成に大きくかかわるはずである。

2 企業再編オプションと日本企業の株価

この点を理解するために、前掲の設例を一般化して、企業が長期間にわたり営業活動を行うケースを考えよう。(5)式にしたがえば、企業の価値は主要なふたつの会計数値—純資産と利益—を要素とする加重平均モデルであらわされた。そこでは、残余利益がどれだけ持続するかに関する市場の期待が、株価に対するこれらの変数の説明力を規定していた。ただし、ごく短い期間で営業活動が終了するという想定のため、利益の影響はどうしても小さくならざるをえなかった。そこで、会計数値と株価との関連をもっと一般的に分析するため、ここでは営業活動の期間を無限に拡張したモデルを導出することにしよう。

いま、企業が永久に存続する ($\tau=1, 2, \dots, \infty$) と仮定すれば、 α と k はそれぞれ、

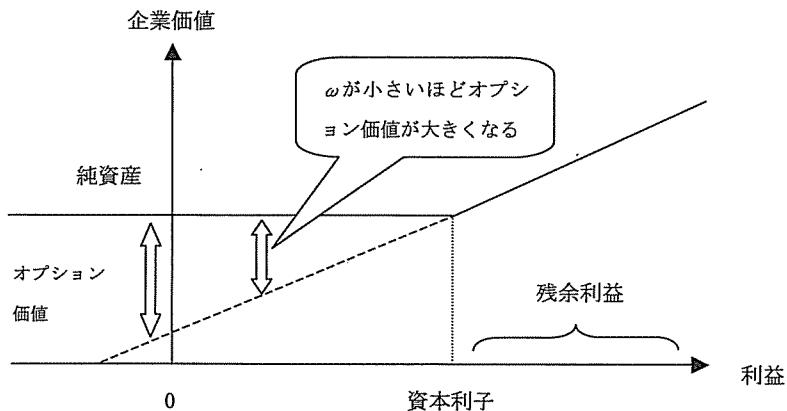
$$\alpha = \frac{\omega}{1+r-\omega}$$

$$k = \alpha r = \frac{\omega r}{1+r-\omega}$$

に置きかえられる。このとき、残余利益の持続性 ω と (5) 式をウェイトづける k は、上限と下限をそれぞれ接する。営業上の独占的な権利が永久に保証された企業であれば、どの時点でも同じ大きさの残余利益が流入するため、 $\omega=1$ となる。それを代入すれば、 $\alpha=1/r$ 、 $k=1$ が導かれ、(5) 式より $P_t=(1+r)X_t/r-D_t$ となり、すなわち利益を資本還元した大きさだけで企業価値が決まる。それとは反対に、完全な競争市場のように、残余利益が 1 時点で枯渇する状況では、 $\omega=0$ であるから、 $\alpha=k=0$ となる。 $P_t=Y_t$ となることからわかるように、この場合に企業価値を決めるのは、純資産の帳簿価額である。

他方、この関係は本稿で問題とする企業の

図1 企業再編のオプション



再編可能性と容易に結びつけられる。もちろん、再編が必要なのは企業の当面の利益が資本利子を割り込むケースにある程度かぎられよう。しかし、現在の利益水準が低いからといって、ただちに営業活動の成否が決まるわけではない。当然のことながら、代替的な事業と既存の事業とでは、リスクの評価が異なる。追加的なリスクを負担して新しい投資先に資本を支出するのは株主ないし経営者であるが、そのようなリスクをとりたくない株主が多いほど、既存事業の継続がかれらの利害にかなった選択肢になる。株式を持ち合う企業にとっては、投資先の利益から分配を受けるよりも、固定された取引関係から生ずる利益のほうが大きいのである。

企業を再編するオプションの価値は、かくして持ち合い関係の強い企業の評価からは除かれる。資本コストの回収可能性にかかわりなく、同じ事業が継続される以上、純資産の価値はもはや株価の下支えにはなりえない。図1に描かれるように、利益が資本の利子を割り込んでいても、あらかじめ事業の継続が決められているため、株価にオプションの価値が織り込まれないからである。営業上のつ

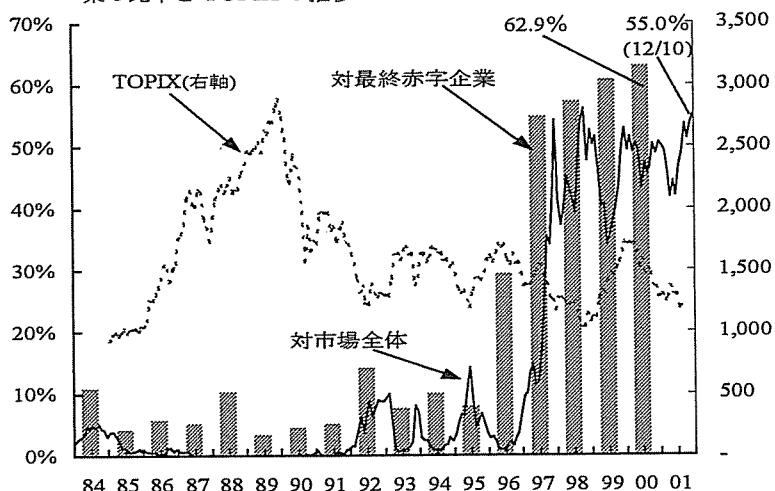
ながりを断ち切ってまで、株式リターンを高める必要がないのであれば、代替的な事業の機会は市場の評価になんら影響をおよぼさない。既存事業の継続を前提とすれば、 ω が1に近づき、株価はそこから期待される利益のみの関数となる。

それにくらべて、株主の大部分が投資のリターンに重大な関心をもつときは、企業の行動様式は単純には決まらない。たとえ、既存事業に見込まれる利益が低くても、この場合にはそれを避ける選択肢がある。ここでは、すでに確立した取引関係の維持が強制されない点が、前者のケースと大きく異なる。つまり、資本利子を下回る利益には持続性が認められない($\omega \rightarrow 0$)から、株価の最低ラインは純資産の帳簿価額によってつねに担保される¹⁰⁾。それでも経営者が現在の事業をつづけようとするのであれば、株主を保護するための追加的な手当てが必要になる。このケースでは、株式を持ち合う場合のように、投資収益を代替する利益の源泉がないために、資本コストの追求は株主にとっていっそう重要な意味をもつわけである。

そのいずれのケースが現在の状況にあては

株式所有構造と日本企業の株価

図2 東証一部上場企業（金融を除く）で株価が純資産簿価を割り込む企業の比率とTOPIXの推移



(注) 対市場全体は月次、対赤字企業は年次（決算時点）の連結データを使用している。

出所：Ohnishi and Chujo (2002)

まるかは、実際のデータに照らして判断する必要がある。図2はそれを知るうえで、ひとつの手掛かりを与えている。2001年末の時点でみると、東京証券取引所に上場する企業の半数以上で、株価が純資産の帳簿価額を割り込んでいる。そのような傾向は、1996年頃から顕著にみられ、とくに赤字企業では6割におよぶ。すでに述べたように、日本企業の平均的なROEはきわめて低い水準を示している。ここで言う企業再編のオプションが組み込まれないかぎり、株価に対する純資産の影響力は限定的にならざるをえない。市場のフォーカスは時とともに移り変わるが、この状況は近年そうしたオプションが企業の評価を決めるうえで、不可欠の要素となりつつあることを示していると言えよう¹¹⁾。

IV おわりに

本稿から導かれる政策的なインスピリケー

ションをまとめよう。重要なのは、株式を相互に保有し合う企業経営の仕組みが、株主の利益という観点からどう評価されるかである。それが企業間での分業を効率的にし、日本企業の競争力を高めている間は、ほとんど問題は生じなかった。しかし、ROEに代表される資本効率がいちじるしく低下している局面では、そのあり方自体に疑問が生じるはずである。とくに、株主に帰属する企業の価値が時代のキーワードとなった現在、従来の企業経営のシステムがそれに与える影響を整理しておくことは、将来に向けての課題ともなる。

まず、株式の持ち合いは、企業の営業上のポートフォリオを固定化する意味で、株主に分配される利益を薄める可能性がある。投資収益を除いてリスクを補償するツールをもたない株主にとって、この点は企業の評価を引き下げる要因となる。資本のコストさえ回収できない事業に資本が投入されても、そ

れをやめさせる手段がないからである。かりに、持ち合いを解消するために企業の株式が大量に売却されれば、短期的には株価がいっそう下落するかもしれない。しかし、市場が企業を再編するオプションの存在を織り込んでいるとすれば、長期的にみて株価を向上させるはずである。

言い換えると、純資産の帳簿価額が株価のアンカーとなるためには、資本市場による適切なコーポレート・ガバナンスが機能することで、このようなオプションの価値がつねに担保されていなければならない。広い意味で言えば、負ののれんが期待される事業に株主の資本を投入することは、経済上の資源の浪費にほかならない。企業の再編を可能にするオプションは、経済資源を効率的に活用するためにも有効なツールと言えよう。ただ、企業間の関係を強固にすることが、株主の利益を追求するうえで、重要な戦略となる場合もある。本稿の分析では、こうしたケースをわけていない点に限界がある。一般論ではなく、個々の企業の事情に応じた株式所有構造が、企業の価値にいかなる影響をもつかが、今後の研究課題である。

注

- 1) 株主と従業員の間で企業の成果を分配するとみる場合、株主にどれだけ分配されるかはかれらの影響力に依存する。日本企業の典型的な株式所有構造が、企業に対する株主の影響力を制限しているとすれば、分配上それだけ不利益を受けることになる。この点について、くわしくは青木・伊丹(1995), 第9章を参照。また、佐々木・米澤(2000), 米澤・佐々木(2001)はこの関係を実証している。
- 2) 利益の全部を配当するかどうかは、株主にとつて無差別である。リスクに見合うリターンが保証

されるならば、いったん支出した資本をどの時点で取り戻しても結果は変わらないからである。そのため、獲得された利益をすべて払い出すという仮定を除いても、本稿の分析結果になんら影響はない。

- 3) のれんと会計利益との関係については、斎藤(1994), 第1章がくわしい。なお、たしかめられた成果が期待より小さい場合、のれんは実現せずに消滅する。いずれにせよ、株価は期待を先取りするかたちで形成されるから、のれんは利益によって実現するまでもなく、発生した時点で株主の所得となる。
- 4) 将来の残余利益を割り引いて純資産に加える企業価値の算出方法については、Edwards and Bell(1961)のchap. 2などを参照。
- 5) たんに資本コスト以上の利益率を保証するというだけでなく、そこでは残余利益がもっとも大きくなる事業が選択されているはずである。
- 6) Palepu et al. (1996), chap. 5によれば、米国企業の残余利益は5年から10年程度の期間でゼロに収束するようである。
- 7) 残余利益の時系列での動きを企業評価に明示的に導入したモデルについては、Ohlson(1995), Feltham and Ohlson(1995)を参照。ただし、そこでは次年度の残余利益が当期のそれと比例的に発生するだけでなく、その他の源泉からも生ずることが示されている。たとえば、当期の会計数値にあらわれていなくても、新たな取引先との間で契約が締結された場合、それによって将来の残余利益が増えると期待されるであろう。
- 8) そこには株主の利益を従業員に優先的に分配するという問題だけでなく、経営者が調達した資金を非効率な事業に投下したり、自身の奢侈に費やすケースまで含まれる。さらに、Jensen(1986)が指摘するように、資金がなんら有効な用途に振り向かれて、企業に滞留する場合も同様である。
- 9) もちろん、ひとくちに株式所有構造と言っても、企業の評価にマイナスの要素ばかりでない。たとえば、投資信託などの機関投資家は株主の利益に敏感であることが知られている。株式の売買をつうじて企業の行動をコントロールするという意味

- では、個人の投資者も同様である。ただ、後者については、他人の努力にただ乗りしようとするフリーライダー効果が存在することで、影響力が制限されることがある。これについては、たとえば Admati et al. (1994) を参照。また、Kaplan and Minton (1994) や Kahn and Shivdasani (1995)によれば、銀行も債権の管理をとおして企業をモニタリングする機能を果たしていたとされる。
- 10) 既存事業を清算ないし更新した場合に生ずるこのような価値は、一般にリアル・オプション価値とよばれる。会計数値とリアル・オプションとの関連について実証した論文には、Berger et al. (1996), Burgstahler and Dichev(1997), Hayn (1995)などがある。その一方、Zhang (2000)はそのような価値の存在をモデルをもじいて定式化している。
- 11) この点に関する実証研究としては、Ohnishi and Chujo (2002) を参照。

参考文献

- 青木昌彦・伊丹敬之 (1995)『企業の経済学』(モダン・エコノミックス5) 第16刷 岩波書店 179-198頁。
- 斎藤静樹 (1994)『企業会計：利益の測定と開示』第7刷 東京大学出版会 3-20頁。
- 佐々木隆文・米澤康博 (2000)『コーポレート・ガバナンスと株主価値』『証券アナリストジャーナル』2000年9月号 28-46頁。
- 米澤康博・佐々木隆文 (2001)『コーポレート・ガバナンスと過剰投資問題』『フィナンシャル・レビュー』2001年12月号 90-105頁。
- Admati, A. R., P. Pfleiderer, and J. Zechner, (1994) "Large Shareholder Activism, Risk Sharing, and Financial Market Equilibrium", *Journal of Political Economy*, Vol. 102, pp. 1097-1130.
- Berger, P. G., E. Ofek and I. Swary, (1996) "Investor Valuation of the Abandonment Option", *Journal of Financial Economics*, Vol. 42, pp. 257-287.
- Burgstahler, D. C., and I. D. Dichev, (1997) "Earnings, Adaptation and Equity Value", *The Accounting Review*, Vol. 72, pp. 187-215.
- Edwards, E., and P. Bell, (1961) *The Theory and Measurement of Business Income*, University of California Press pp. 25-56.
- Feltham, G., and J. A. Ohlson, (1995) "Valuation and Clean Surplus Accounting for Operating and Financial Activities", *Contemporary Accounting Research*, Vol. 11, pp. 689-731.
- Hayn, C., (1995) "The information Content of Losses", *Journal of Accounting and Economics*, Vol. 20, pp. 125-153.
- Jensen, M. C., (1986) "Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance and Takeovers", *American Economic Review*, Vol. 76, pp. 323-329.
- Kang, J. K., and A. Shivdasani, (1995) "Firm Performance, Corporate Governance, and Top Executive Turnover in Japan", *Journal of Financial Economics*, Vol. 38, pp. 29-58.
- Kaplan, S. N., and B. A. Minton, (1994) "Appointments of Outsiders to Japanese Boards Determinants and Implications for Managers", *Journal of Financial Economics*, Vol. 36, pp. 225-258.
- Ohlson, J. A., (1995) "Earnings, Book Value, and Dividends in Equity Valuation", *Contemporary Accounting Research*, Vol. 11, pp. 661-87.
- Ohnishi A. and Y. Chujo, (2002) "Ownership Structure, Corporate Governance, and Stock Price of the Japanese Firm : An Explanation from the Accounting Valuation Model", *Mimeo*.
- Palepu, K., V. Bernard, and P. Healy, (1996) *Business Analysis and Valuation Using Financial Statements*, South Western Publishing pp. 5. 1-5. 24.
- Zhang, G., (2000) "Accounting Information, Capital Investment Decisions, and Equity Valua-

tion: Theory and Empirical Implications",
Journal of Accounting Research, Vol. 38, pp.
271-295.

(名古屋大学大学院経済学研究科博士後期課程)
程)