

# 株主優位モデルの批判的考察

豊 島 勉

(受付 2010年 4 月 26 日)

## 目 次

はじめに

- 1 契約の束の契約モデルと残余請求権者
- 2 経営者の信任義務
- 3 株主の利益と社会の利益
- 4 効率的資本市場仮説
- 5 資本資産価格モデル

むすびにかえて

## は じ め に

この小論は、米で支配的な株主優位モデルの批判的考察を行うことを目的としている。

会社の所有者は株主であり、会社の支配者は株主であり、経営者は株主の利益を高めることを目的に企業経営を行うべきとする伝統的古典的モデルは、現在の米の学界では少数派である。多数派は、勃興の歴史が新しい「法と経済学」の研究潮流である。彼らの説の主な論点を要約すれば、次のようになる。会社は契約の束であり、株主は会社の所有者ではないが、唯一の残余請求権者という特殊な地位にあることから、支配権を持ち、残余請求権者として株主価値をうけとる。株主価値は企業価値から負債を控除したものであるから、株主は株主価値を最大化することを通じて、企業価値、即ち社会の富を最大化するインセンティブを持っている。残余請求権者を持たない株主以外の他の利害関係者は、そうした株主のようなインセ

ンティブをもっていない。よって、企業経営は、株主価値の最大化の達成を通じて、社会の富の最大化に導く役割を担っている。従って、企業経営は、株主価値の最大化を目的として、効率的に経営されることが、株主の利益になるだけでなく、社会の富の増加に貢献する。株価は社会の富を生み出す企業の能力を正確に反映するから、株価を最大化することは、株主価値を最大化することを意味し、同時に社会の富の最大化を意味するから、企業経営は株価を最大化することを目的とするべきである。以上のような諸論点から構成されるモデルを株主優位モデルとして「法と経済学」の潮流は提起しており、株主を企業の所有者とする古典的モデルとは区別される<sup>1)</sup>。

- 1) 落合 (2008) は、米では伝統的所有者モデルに加え、新たに勃興した「法と経済学」の中のコントラクタリアンの潮流、さらにこの「法と経済学」モデルを批判するコミュニタリアンの潮流の三つが現在の米に存在していると指摘している。

伝統的所有者モデルは会社は法人であるあるから、会社事業は法人である会社に帰属するが、実質的には株主の共同の所有に属するものであるとしている。そして、経営者は会社の所有者である株主の利益の最大化のために、経営に従事している。伝統的所有者モデルは、米国では少数派であるが、我が国では通説の地位を占めている。

これに対して、主流を形成しているのは「法と経済学」の中のコントラクタリアンであり、これに対する批判する研究者達はコミュニタリアンと呼ばれ、少数派を形成している。この落合 (2008) の論文は、米の企業モデル、コーポレート・ガバナンスモデルに関する三つの研究潮流の比較検討を行い、現在のコントラクタリアンとコミュニタリアンの論争において理論的には前者の主張が後者の主張に優越すると評価している。

しかし、その論文の最後の「むすび」で、株主利益の最大化原則及び経営者の注意義務についての根本的な対立は、結局のところ株主以外の会社の利害関係者の保護が経営者の注意義務を持ってしなければ現実に実現されないかの問題に帰着すると主張している。例えば、従業員であれば、従業員契約、労働組合、団体交渉及びその他労働法による保護で十分かという問題である。この問題の真の解決には、理論的な検討のほかにはわが国の現状についての実証的・総合的検討がさらに必要と思われる。それには、第一に、全ての会社の利害関係者ごとに契約及び当該分野の関係法規によってどこまで当該関係者の正当が現実に保護できるかが検討されなければならない。そして、もし不十分な点が明らかになれば、第二

こうした「法と経済学」の株主優位モデルは、契約の束という概念、その契約の束における株主の地位と権利の特殊な役割、株主価値と株価の関係、株主価値と社会的富の関係等に関する独自の仮説を前提としている。それらを整理すると、Stout (2000) によれば、株主優位モデルは、これに密接に関係している効率的資本市場仮説、資本資産価格モデルが加わり、三つの主要な柱によって構成されている<sup>2)</sup>。以下では、それらの内容について、三つの柱の区分を念頭において、検討して行く。

## 1 契約の束の契約モデルと残余請求権者

「法と経済学」の契約モデルは、会社を契約の束として捉える。会社は会社を場とする様々な会社利害関係者（株主、経営者、従業員、債権者等々）間で形成される多くの契約関係の集合として理解され、会社利害関係者の利害とは区別された会社独自の利益の存在は認めない<sup>3)</sup>。会社利害関係者間

に経営者の注意義務の拡張によってその保護がはかれるか、またそれによる保護が妥当かどうかを検討されねばならない。この二つの検討作業はいずれも簡単なものでない。しかし、この二つの検討作業が実行されなければ、株主利益最大化原則及び経営者の注意義務をめぐる問題の十全な解決はないと言わざるを得ないと強調している。この指摘された二点の問題は重要である。しかし、現在の研究状況は、経営者の注意義務のあり方を巡ることに集中しており、第一の問題についての検討は大いに不十分な状況である。

2) Stout, L. (2000), p. 1. 効率的資本市場は、市場価格は株式の価値に重要な新情報を非常に素早く組み入れ、資本資産価格モデルは、これらの価格が将来のリスクとリターンについての投資家の合理的推計を反映することを想定している。株主優位モデルは、株主は企業の唯一の残余請求権者であり、その結果、企業価値の増加が、株主価値の増加に導くと想定していると Stout は指摘している (Stout (2000), p. 2)。

3) Jensen, M. & Meckling, W. H. (1976), pp. 310-311. 契約モデルを採る立場は、会社法における株主以外の関係者の利益をどこまで考慮すべきかの論争において、コントラクトリアンは株主優位を、コミュニタリアンは会社の利害関係者（株主、経営者、従業員、債権者、取引先等）の利益をも考慮するべきと、見解が相違し、対立している。

の契約の集合は、明示的なものも、暗黙的なものもあり、これらの契約によって会社の様々な利害関係者の権利・義務が決定される。会社は会社利害関係者による契約の束の集合を示す以外のなものでもなく、会社独自の利益は存在しないから、会社に対する所有を論ずることは意味がないことになる。

このモデルでは、株主を所有者として他の会社利害関係者に優先する地位にあると捉まえる伝統的所有者モデルとは異なっており、株主はあくまでも会社利害関係者の一人にすぎず、株主であるが故に当然他の利害関係者より優先する地位が与えられるわけではなく、会社の所有者の地位を与えられるわけではない。株主利益最大化を会社の目的とする株主優位の根拠は、株主が唯一の残余請求権者であることに基づいている。株主は会社財産について従業員、債権者の取り分を除いた残余についてしか取り分を有しない地位にある。即ち株主は会社の唯一の残余請求権者の地位にあるから、自己の取り分である残余の財産を増やすことに強いインセンティブを有する。つまり、会社の利益の利益を増やすことに強いインセンティブを有する。従って、株主に他の利害関係者に優先する会社の意志決定権を委ねれば、会社利益の最大化を目指した経営が期待されるから、株主利益最大化原則が採用されるとしている<sup>4)</sup>。

株主利益最大化原則が採用されるのは、会社利害関係者間においてそれがお互いに最も合理的な取引であるからであるとしている。株主以外の会社利害関係者は基本的に、明示的な契約に基づき確定額の給付を受ける権利を有するから、株主と比較すると会社の全体的な経済的業績についての関心は小さく、会社の全体的業績についてモニターする取締役会に代表を入れる必要はない。しかし、残余請求権者である株主は、会社の全体的な利益に強い関心を持たざるを得ず、暗黙の契約により不確定の利益分配を受ける株主は他の利害関係者よりも会社支配に最も強い関心を持つことに

---

4) Macey, J. R. (1991), pp. 26-27.

なり、残余支配権を有し、取締役会に代表を送り出す地位にある<sup>5)</sup>。

以上が「法と経済学」の契約の束についての主要な内容である。そこで  
の中心概念は、株主のみが残余請求権者であり、よって残余支配権者であ  
り、その株主の利益を最大化する企業経営を行うことが、米の会社法の内  
容に沿うものと捉まえていることである。

この「法と経済学」の見解に対して批判的な研究者は、株主のみが残余  
請求権者であると断定することは妥当でないことを強調する。

例えば、従業員の場合、企業の成長に重要な企業特殊投資を行っている  
が、その投資に見合う賃金を得ているわけではなく、残余請求権者の資格を  
有する。企業特殊的投資とは、Becker<sup>6)</sup>によって提起された分析概念であ  
るが、当該特定企業との結びつきが強い性質があり、企業特殊的投資は一  
般に当該企業にとってのみ特別に有用性を発揮する。ある従業員がある機  
械の操作に長期間従事すれば、他の従業員に比してその機械操作に関して  
会社に対してより多くの貢献ができることになる。しかしこの従業員の出  
資の企業特殊的性質は、それが高まるにつれて、当該企業の効用を増加さ  
せるが、他の企業にとっては意味を持たない場合が多い。

従業員の企業特殊的投資の対価である賃金は、一般に右上がりである、  
年数を経るに従って上昇し、退職時にピークになる。これは、入社から退  
社までの長期の就業期間を前提にして考えると、入社時においては現実の  
生産性よりも低い賃金が対価として支払われるが、最も生産性の高い中間  
期では、従業員の投資に見合う対価がその時点ですべて支払われるのでは  
なく、その不足分はこれ以後の時期に後払いされることを意味する。その  
場合の従業員の企業特殊的投資は、後払いがなされることを暗黙の契約と  
して結んでいることを意味する。

このように従業員は、企業特殊的投資をしており、また賃金の後払い部  
分が支払われることを当然のこととして期待を有しているが、企業買収等

---

5) Easterbrook, F. H. and Fishel, D. R. (1991), pp. 36-37.

6) Becker, G. S. (1964), pp. 40-41.

の異常な事態においては、解雇等により従業員の期待が保護されないことが生じる。Stone によれば、アメリカの労働法等を含めた既存の法規制は、こうした場合の従業員の正当な期待を保護するのに十分でないとする。つまり、こうした期待を従業員の契約に明記させるか、あるいは、団体交渉を通じて実現させるよう労働法を改正することも、現実には困難であり、従って、会社法において経営者の信任義務を従業員についても認める必要があると主張している<sup>7)</sup>。

社債権者も、残余請求権を持つ。企業が支払い不能に陥った場合、会社資産の所有権は社債保有者に移行し、社債権者が総会を開いて残余財産の分配の問題を処理する。

取引相手企業、特にサプライヤーの場合は、ある企業に向けた特定の部品を製造するための機械や設備への投資と工場の立地条件は企業特殊投資なものであり、その投資が回収されるかどうかが取引先の企業の意向によって左右されるから、企業に対して残余請求権を持つ。このように、株主以外の利害関係者である従業員、社債権者、サプライヤーも残余請求権を持っており、株主こそが唯一の残余請求権を持つとする主張は成立せず、株主利益最大化原則を主張するコントラクトリアンの契約の束の主張は成立しえないと、コミュニタリアンは主張する<sup>8)</sup>。

他方、Zingales は、Williamson の主張を踏まえ、企業を特殊投資の束と捉まえ、ガバナンスシステムを準レントをめぐる事後の交渉を形成する複雑な内容の組み合わせであると定義し、完備契約の世界ではあらゆる決定は事前になされており、株主が労働者よりも支配権を持つ必要がないが、契約が不完備な世界では、株主以外の他の当事者は契約関係によって完全に保護されているという主張は成立しないと述べる。こうした関連から、

---

7) Stone, K. V. W. (1991), p. 48, p. 51, pp. 56-69, p. 70. Blair, M. (1995), も労働者とその他の会社の利害関係者も企業特殊投資を行い、残余請求権者を持つことを主張している。

8) Blair, M. (1995), pp. 231-232, p. 257, p. 326 を参照。

なぜ株主だけが他の契約当事者よりも保護されるべきかを問う。株主は契約上のある種の保護形態を持っており、支配の残余請求権を通じて保護されねばならないことを必ずしも意味しないと主張する<sup>9)</sup>。

特殊投資の大半は人的資本であり、事前に契約をしたり、取り消したりはできない。しかし、このメンバーのだれかに残余請求権を与えることは、特殊化を行うにはマイナスの効果を持つという。資産の残余請求権を維持しながら、特殊化によって生み出される機会ロスを内部化しない第三者に、資産を特殊化する権利を委任することが最適であると彼は主張する。この第三者はプリンシパルである株主に対して服従の義務を負う単なるエイジェントの役割を果たすのではなく、株主の利益だけでなく、特殊投資を行う全メンバーのために行動する独立性が与えられるべきであると主張する。この第三者、即ち取締役会に独立性を与えているのが米の会社法であると解釈している Blair と Stout (1997) の研究を評価すべきであると主張している<sup>10)</sup>。

以上、株主優位モデルを批判する潮流に属する多数の人々のうち、コミュニティアンと Zingales の見解を取り上げ、彼らの批判を要点的に整理してきた。

これに加えて、青木昌彦の研究が注目される。彼の研究は、新古典派の企業理論の限界を明らかにし、90年代のコーポレート・ガバナンス論の先駆的業績と評価され、ゲームの理論に基づくコーポレート・ガバナンスを展開している。彼の契約の束に対する批判を要約すると次のようになる。

新古典派は、体系的な市場の理論を発展させてきた。しかし、それは整合性ある一貫した企業の理論を欠いている。企業の内部的しくみに関する研究に向けられた新古典派の努力は最近力を増してはいるものの、企業は依然として単なる契約関係の束として見なされている。それらの契約関係

---

9) Zingales, L. (1997), p. 3, p. 5. 及び Williamson, O. E. (1984), p. 1197, p. 1207. さらに、Blair, M and Stout, L. A. (1999), p. 271-276. を参照。

10) Zingales, L. (1997), pp. 13-14.

は、例えば権限の受容と固定的賃金の保障との交換にかんするような、特別なものとしてとらえられてはいるが、企業家は依然として、剰余生産物の唯一の便益者として想定されている。しかし、幾つかの新古典派的論理構築物、例えばリスク・シェアリングとか、数量メカニズムとか、監視といった問題を論理的に追求していくと、従業員と雇用者とは互いの協調によって独特の利得を生成することができると結論しうる。従業員は彼らに満足のいく協定が得られないならば協力をやめると効果的に威嚇しうることを付加的に仮定するならば、雇用者と従業員の間における企業に特有の利得のシェアリングが論理的な帰結として生じてくる。かくして、企業を、剰余に対する権利の市場化可能性、すなわち株式機構によって補完された契約関係の束としてみるよりは、従業員集団を含んだ企業に特有の資源保有者の間の一種の交渉の場として特徴づけることの方がよりふさわしい。したがって、そこには剰余の最大化というような企業の唯一の目的は存在せず、従業員集団を含んだ企業に特有な資源の保有者の様々に異なった目的が協調的な関係の枠組みの中で一種の均衡状態にまでもたらされる、そうした交渉のプロセスを新古典派的ブラック・ボックスは内政化しているとみなすべきではなかろうかと述べている<sup>11)</sup>。こうした青木昌彦の契約の束批判は、企業に特有の資源保有者（従業員や他のステークホルダーも含む）の異なる目的を一種の均衡状態に置くことが可能であり、よって、株主が唯一の剰余生産物の剰余請求権者でないことを、明らかにしている。

## 2 経営者の信任義務

株主優位モデルに関する次の重要な争点となっているのが、株主利益最大化原則に従った経営を行う信任義務を経営者は負っているかどうかである。Berle 対 Dodd の論争以来、これについては幾度かの論争が展開されたが、アメリカの判例・学説の多数派は、株主利益の最大化が会社の目的

11) 青木昌彦 (2001) 『現代の企業 ゲームの理論からみた法と経済』岩波書店、63-64頁を参照。



であり、経営者の信任義務は株主に対してのみ負うとしてきた。しかし、1980年代の敵対的買収の大波が登場したことにより、株主ではなく、非株主のステークホルダーの利益を守ることを要請する機運が高まり、経営者は意志決定を行うにあたり株主以外の会社の利害関係者を考慮することができるとする判例と州法が成立するようになった。特に、各州で制定された会社の利害関係者法が、株主に対してのみ信任義務を負うとする従来の通説に対して批判的な見解を有するので、この法律について賛否の議論が活発に展開された<sup>12)</sup>。

25州以上の州で会社の利害関係者法が制定されているが、それらは経営者、即ち取締役の信任義務に関する既存の法定条項の修正を行ったのであった。州ごとに修正内容が異なっているが、全体として共通の特徴は、第一に、大半の会社の利害関係者法は敵対的買収に限定されておらず、会社の他の意志決定問題にも適用されること。第二に、大半の会社の利害関係者法は任意的であって義務的ではないこと。つまり、取締役が非株主の利益を考慮することが許されるが、それを考慮するように義務づけている会社利害関係者法はごく少数であること。非株主の利益を考慮するかどうかを決定する取締役の裁量に関して何らの特別の制約がなく、どの会社構成員のグループの利益が考慮されるべきかの制約もないのである<sup>13)</sup>。

こうした漠然とした会社利害関係者の利益の保護を内容とする会社の利害関係者法については、「法と経済学」のコントラクタリアン達は、取締役が利己的行動を隠すために非株主の利益を隠れ蓑にすることになると反対を唱えている<sup>14)</sup>。しかし、「法と経済学」に批判的なコミュニタリアン達は、会社の利害関係者法が制定されたことには積極的意義を認めるが、その法律の内容の曖昧さと不備を考慮すれば、明確に会社の利害関係者の利益を実現することを取締役の信任義務とするように改正するべきであると

---

12) Bainbridge, S. M. (1992), p. 1.

13) Bainbridge, S. M. (1992), p. 14-17.

14) Bainbridge, S. M. (1992), p. 43.

主張している<sup>15)</sup>。

### 3 株主の利益と社会の利益

「法と経済学」の株主優位モデルの主張は、株主の利益の最大化が社会の富の最大化となることを、株主の残余請求権者の地位から導き出している。つまり、従業員、社債保有者、他のグループは会社と明示的な契約を結び、固定額の支払いを受けるが、株主の会社との契約は暗黙の契約であり、株主は不確定額の残余利益の支払いを受けるという不利な差異があることを重要な根拠としている。

しかし、既に残余請求権のところでも論じたように、こうした差異を認めることは正しくはない。従業員の人的資本の例で明らかにしたように、企業特殊的投資に対する契約上の扱いは暗黙の契約の側面を有しており、社債権者やサプライヤーも同様に暗黙の契約の側面を有しているのである。従って、株主利益の最大化が社会の富の最大化に導くという株主優位モデルの主張は成立しないのである。

その重要な例証となるのが、テークオーバープレミアム問題である。敵対的買収者は被買収企業のそれまでの時価の株価よりも高い買収価格を提示し、被買収企業を買収しようとする。それゆえ、被買収企業の株主は買収に応じれば時価を超えた額を得ること、即ちテークオーバープレミアムを得ることができる。この現象について、株主優位モデルの論者は、有能でない経営者に代わって買収後には有能な経営者が経営するから、経済的効率性が向上することが起こり、それがテークオーバープレミアムの源泉となっていると主張している。これに加えて、企業買収、特に敵対的買収が活発に行われる企業支配市場の存在が、有能でない経営者を更迭する経営者の規律づけのメカニズムとしてコーポレート・ガバナンスにとって不可欠のものと見なしている<sup>16)</sup>。

---

15) Stone, K. V. W. (1991), p. 70.

16) Easterbrook, F. H. and Fischel, D. R. (1991), p. 1173-74.

しかし、テークオーバープレミアムは、有能な経営者の交代が生み出す経済的効率性の向上を主な源泉としていると見ることは、その実態に合致していない。テークオーバープレミアムは、経営者の交代による経済効率の向上に一因を求めることができるかもしれないが、主要には従業員あるいは社債権者からの株主への富の移転によって形成されているのである<sup>17)</sup>。80年代と90年代の期間に、労働力のサブグループである中年の男性の平均勤続年数はおおよそ30%の減少を経験しており、同時に、期待終身所得が減少している。その減少した所得が大量に株主に移転したのである<sup>18)</sup>。

以上のように、株主利益の最大化が社会の富の最大化に導くという株主優位モデルの主張は成立しないのである。

#### 4 効率的資本市場仮説

効率的資本市場仮説は、市場価格が新情報に反応する速度についての実証的主張と理解されている<sup>19)</sup>。価格が素早く情報に反応し、その情報に基づいて取引することによって、平均的な投資家が利益を得ることは不可能であるならば、新情報の特定の部分に関して市場は効率的であるといわれている。同様に、投資家が注文を出すときよい新情報に基づいて株式を購入しようとするが、市場価格は既に上昇している。こうした結果、平均的な投資家は公的に入手できる情報に基づいて取引することによって、市場より良い結果を得ることは不可能である。

同仮説によれば、株価は多くの場合、時間の経過とともに「ランダム・ウォーク」を辿るとされる。価格変動が予測できないのは、変動が純粋に新しい情報のみに反応して生じるからであり、その情報は新しいという事

---

17) Blair, M and Lynn A. (1999), p. 243, p. 257 及び Blair, M. (1995), pp. 107-115. さらに Shleifer, A. & Summers, L. H. (1987), p. 22. を参照。

18) Stout, L. (2000), p. 35.

19) Fama, E. F. (1970), p. 383 及び Brealey, R. A. & Myers, S. C. (1990), pp. 349-376. さらに Gilson, R. J. & Kraakman, R. H (1984), p. 549 を参照。

実ゆえに予測できないのであるとしている。

同仮説の展開に続く数年後に、同仮説は膨大な実証テストにかけられ、研究者達は、いかにして市場価格が株式分割、配当の変化、企業合併等の一般的公表に素早く反応するかを分析した。そして、彼らはそうした情報は殆んど即時に反応するよう見え、あるいは公表の数時間または数分以内に変化が起きていることを見出した。そうした証拠としての即時反応の増加は、金融理論家達をして、効率的資本市場仮説を実証的事実と見なすまでに至った。Jensen が1978年に、効率的資本市場仮説よりも多くの支持する実証的証拠を持っているものは、他の経済学において存在しないと自慢しているほどである<sup>20)</sup>。

しかし、効率的資本市場仮説をテストするために、合併の公表と株式分割を例にとった実証研究を見ると、情報が技術的なもので理解が困難な場合、価格は数時間または数分以内で反応しないことが最近の研究で明らかにされた<sup>21)</sup>。企業の経済的健全性を評価するのに大いに重要な多くの情報は、市場の効率性について従来の見解が想定しているよりは、はるかにゆっくりと不完全に株価に取り込まれることが明らかにされている。

Chang と Suk による Wall Street Journal の週刊『インサイダー取引スポットライト』に対する市場の反応に関する研究は、有価証券法第16節が企業の執行役員、取締役、大株主にインサイダー情報を SEC に報告することを義務付けていることに着目して、その第16節に基づいてファイリングされたものを読むためには、SEC のリーディングルームに行くか、オンラインのサービスを申し込むか、あるいは数日後の Wall Street Journal のコラムを読むかのいずれかを選択せねばならないことが、株価変動にどのよう反応するかを調べた。そして、報告が SEC に最初にファイルされる日の株価変動と数日後の Wall Street Journal に掲載される日の株価変動を調査し、同じデータで顕著な価格変化の差異があることを明らかにした。

20) Jensen, M. (1978), p. 95 を参照。

21) Brealey, R. A. & Myers, S. C. (1990), pp. 363-365 を参照。

このことは、第16節ファイリングに対する市場の最初の反応は不完全であること。あるいは、遅延することを証明したのである<sup>22)</sup>。

新情報に対する市場価格の明らかに不完全で遅延する反応を例証する研究は、税引き後の利益の成り行き任せについての現象を広く研究したものにおいて見られる。会社が予期しない収益の増加を公表するとき、この公表の次の数カ月にわたって企業の株式に異常なプラスのリターンが続くのである。逆に悪い収益のニュースを公表した企業は、拡大された期間にわたりマイナスの異常なリターンを見ることになる。こうした成り行き任せは新しい収益情報に対する最初の価格反応は不完全であり、新収益情報の完全な含意が以前想定したよりもはるかにゆっくりと消化されること意味しているのである<sup>23)</sup>。

では、企業収益の長期的変化と株価の変化の関係について見るとどうなるか。劇的な株価上昇が続いた本格的な強気市場は、米国史上三回しかない。1929年にピークに達した20年代の強気市場、50年代から60年代にかけての強気市場（73～74年の大暴落につながった）、そして1982年から今日に至る強気市場（この原著の初版本が発行されたのは2000年である）。最初の本格的な強気市場となった20～29年は、企業収益の急激な成長が見られた時期であった。だが、二回目の本格的な強気市場においては、株価上昇と企業収益の成長の間には、さほど明確な関連が見られない。株価の上昇のほとんどは50年代に起きており、50年1月から59年12月までで実質S & P複合株価指数はほぼ3倍になっているが、実質S & P企業収益は50年代を通じて6%しか伸びていない。これは歴史的な水準から見ても、平均を下回る実績である。三回目の本格的な強気市場においては、実質株価は1982年から1999年にかけてほぼ着実に伸びているが、企業収益の伸びは均一なペースであるとはまったく言えない。現実には、1991年に景気後退が底を打った時点での実質S & P複合企業収益は、1982年の景気の底の時点より

---

22) Chang, S. C. and Suk, D. Y. (1998), p. 115.

23) Bernard, V. L. and Thomas, J. K. (1989), p. 10.

低い。だが実質 S & P 複合株価指数は、約 2.5 倍も高い。つまり、今回の強気市場における株価上昇を企業収益の増大に対する反応と見ることはできないのである<sup>24)</sup>。

さらに、配当の変化と株価の変化の関係についてみると、どうであるのか。一部のエコノミストの間には、実質株価の推移と実質配当の推移には強い関連があるという主張が見られる<sup>25)</sup>。配当の運動はファンダメンタルの価値の指標として見なされ、株価は投資家の態度ではなく、現実のファンダメンタルによって変動する証拠があるとしている。しかし、そうした主張は配当と株価の連動を過大に強調している。実際には株価の変動は配当の変化と密接に連動していない。1929年9月の株式市場のピークから、1932年6月の底にかけて、株価は実質 S & P 株価指数にして 81% 下落したが、実質配当は 11% しか下落しなかった。また、1973年1月のピークから 74年12月の底に至るまで、株価は実質 S & P 株価指数にして 54% 下落したが、実質配当は 6% しか落ちなかったのである<sup>26)</sup>。

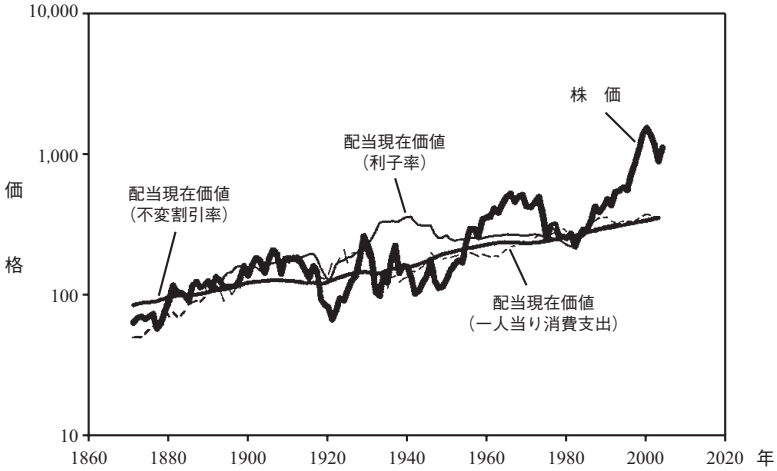
さらに、配当の現在価値と株価を示した図 1 が示すように、効率的資本市場仮説による任意の年度以降に支払われる配当の現在価値が、当該年度の株式市場の基本的価値と実際にどれくらい相違するかを示している。この図 1 を見れば、米国の株式市場全体の効率性に関する重要な証拠の全容がつかめる。配当の現在価値が時間とともに大きく変動し、実際の株価がそれに合わせて配当の現在価値を予測するかのごとく推移していれば、株価が効率的資本市場仮説の教義に沿った動きを示す証拠だと言える。だが、実際の株価は配当の現在価値を予測するような傾向を全く見せていない。配当の現在価値は特に劇的な動きをしていないが、株価は激しく跳ね回っている。他方、配当の現在価値は非常に安定して一定の傾向を見せている。ここに見られるような市場株価の大変動は、その後の配当が実際に見せた

24) Schiller, R. J. (2005), pp. 184–185.

25) Barsky, R. and De Long, B. (1993), p. 291–311 を参照。

26) Schiller, R. J. (2005), p. 188.

図 1



出所：Schiller, R. J. (2005), p. 191.

動きによって正当化されるものではない<sup>27)</sup>。

さらに、効率的資本市場仮説は、無形資産に十分に対応していないという問題を抱えている。知的財産、顧客の忠実性、従業員の人的資本から形成される無形資産が大きくなり、会計で企業の資産総額とする額をはるかに超えた時価総額を有する企業が大企業では多数となっている。例えば、1978年頃に、公開企業の財産、工場、設備の簿価が企業の債務及び資本の総額が時価総額の83%を占めていたが、1997年には、この数字が3分の1以下に減少して、無形資産が3分の2以上を占めるようになってきている。投資家はこの3分の2をどのように評価することができるのか、効率的資本市場仮説はそれに十分に答えることができていないのである<sup>28)</sup>。

## 5 資本資産価格モデル

効率的資本市場仮説は新情報に反応して価格が変化するスピードだけを

27) Schiller, R. J. (2005), pp. 191–192 を参照。

28) Stout, L. (2000), p. 14–15 を参照。

論じている。効率的資本市場仮説は企業の将来利益の割引現在価値の正確さについては、何も発言していない。株式市場が情報を素早く反応するという見解から、株価は正確であるという主張を進めるためのものとして、資本資産価格モデルが位置付けられている。

資本資産価格モデルは、投資家は二つの基準、即ち期待リターンと期待分散不可能（市場）リスクに応じて、証券を評価すると仮定している。投資家はリターンを好み、リスクを嫌うので、この二つの関係には逆関係が存在し、その逆関係は線形をなす。特定の証券と結びついた市場リスクが増加するにつれて、その証券を保有しようとする前に投資家が期待するリターンは直接的な比率で増加する。

資本資産価格モデルと効率的資本市場仮説とを結合すると、一見すると二つの理論は、市場リスクが同一と推計されるレベルにある株式が、同一の期待される収益率を意味する価格で取引されるという予測を生み出すように見える。このことが事実でないとするならば、ある者は他の者と比べて安い買い物をしたことが公開情報となり、トレーダーは素早くその差の鞘取りをするであろう。従って、入手できる情報を与件とすると、株式の市場価格は基本的価値の最も可能な推計を反映しているという見解になる。

しかし、資本資産価格モデルを注意深く検討すると、この結論は同義反復に等しいことが明らかになる。資本資産価格モデルを最初に展開した先駆者達は、あらゆる投資家が将来のリターンと証券に結びつくリスクに関して、同じ期待を共有しているという明白な仮定から始めている。換言すると、全投資家が合意していると思なされているのである。この単純化の仮定が、資本資産価格モデルの利用を個人の責任に帰するときには害はない。しかし、資本資産価格モデルが利用されるとき、明示的あるいは暗黙に、市場は証券に正確な価格をつけていると主張することは、理由づけについての循環論法となる。投資家が証券の将来のリスクとリターンについて同じ推計をするならば、市場はこの最善の推計を反映することが不可避なものとなる。なぜなら、同質の投資家の推計という単一の推計しか存在



しないからである。

もし我々が、投資家は株式の将来リスクとリターンについて合意しないことを仮定すると、資本資産価格モデルにとって何が生じるのであろうか。不都合が市場価格を不可能にするように見え、何らの均衡価格も存在しなくなる。強気筋と弱気筋が互いに無限の複勝式勝馬投票を行うことになるからである<sup>29)</sup>。

資本資産価格仮説についてはこれまで多くの研究があるが、資本資産価格仮説と効率的資本市場仮説にとって二つの方向で不都合な研究が台頭してきたことを指摘している榊原の研究によると、その第一の不都合は、資本資産価格モデルの検証可能性を疑問視した Roll の痛烈な批判である。Roll の批判は資本資産価格モデルそのものを否定するものではないが、その検証可能性について、原理的には可能であるにもかかわらず、実際には不可能であるかもしれないことを指摘したものとして、いわば爆弾宣言となった。それが学界に大きなインパクトを与えたことは、その後の資本資産価格形成に関する論文の多くが Roll 論文に言及していることから明らかである。またそれは、アメリカ投資実務界におけるベータ革命に冷水を浴びせるものであった。彼の批判のポイントは、効率的集合の数学的証明から、検証すべき唯一の仮説は、市場に存在する全てのリスク証券を含む市場ポートフォリオは平均分散効率的であるという仮説であること、この場合、資本資産価格仮説はこの市場ポートフォリオの効率性から導かれるリスクとリターンの間の均衡関係式であり、この資本資産価格仮説自体は独立して検証可能ではないことを明らかにしたことにある。それゆえ、投資成果とベータ・リスクの間のリニアな正のトレードオフ関係を確認する従来の検証は、実は市場ポートフォリオの効率性仮説とリスクとリターン関係の線形性仮説の同時検証にほかならず、従って、この市場ポートフォリオの正確な構成を知り、そして、それを検証に使用するのでなければ、資本資

---

29) Stout, L. (2000), pp. 16-17 を参照。

産価格仮説の正しい検証を行ったことにはならないと、警告したのである。

第二の不都合は、例えば株価収益率や企業規模を基準に投資対象を選別すると、すぐれた投資成果を得ることができたという「経験上の異例」が報告されて、資本資産価格モデルの特定化の誤りが議論されるようになったことである。Basu は高い収益株価を持つ株式を組み入れたポートフォリオは優れた投資成果を示したという異例（アノマリー）を報告した。Banz と Reinganum は、普通株式の発行済株式総数の総市場価値（時価総額）の大小によって編成された規模別のポートフォリオの超過収益を比較すると、時価総額の小さい普通株を含むポートフォリオは、規模の大きい普通株のポートフォリオよりも、ベータ・リスクを調整した後、大きい平均超過収益を得ていたというアノマリーを報告した<sup>30)</sup>。

以上のように、資本資産価格モデルには、そのモデル作成前の前提に問題があること、さらに、経験上のアノマリーがあるという事実によって、株価は正確であるという主張には大いに疑問符がつくこと注意する必要がある。

### むすびにかえて

企業の株主優位モデル、効率的資本市場仮説、資本資産価格モデルの三つの柱についてこれまで検討してきたが、そこから言えることは、株価が社会の富を計測するという考えは非常に不安定な基礎に基づいていることである。三つの柱のどれか一つを基礎とする仮定の説得力の変化が、株価と企業価値とのリンクを分断する脅威となる。株式の市場価格が正確な社会の富の尺度であると仮定することはできない。株価は正確に社会的富を反映しているという考えは、結果的に危険なミスリードとなる。

社会的富を生み出す企業セクターの能力を理解することは、経営者、政策策定者、投資家にとって死活的に重要な問題である。そうした能力の健

---

30) 榊原茂樹 (1998), 190-192頁。

全な尺度がなければ、よいコーポレート・ガバナンスを観察し、促進することができない。その際、株価だけを見るならば、危険な道に踏み入れることになる。

株価だけではなく、どこを見れば健全な尺度を得ることができるのか。ポストモダンの経済分析が効率的資本市場仮説、資本資産価格モデル、株主優位モデルによるアプローチの脆弱さを明らかにしているのだから、これを踏まえて、健全な尺度を探求することが今後の研究課題として位置づけられる。その課題は、次の三つの洞察に基づいている。第一に、株式の市場価格は幾つかの種類の情報に素早く反応するが、他の種類の情報を緩慢に不完全にしか反応しないことである。株式の市場価格の正確さを改善するために、多数の投資家がより入手しやすく、より消化されやすい情報を創る会計と情報開示システムを発展させることが必要である。第二に、もし株式の需要曲線が下降するならば、いずれにせよ限界株式の市場価格は限界投資家の見解のみを反映することに留意することが重要となることを理解することである。第三に、富を生み出す企業の能力を計測する場合、株主にとっての利益だけでなく、他の残余請求権者の可能な利益をも説明するべきである<sup>31)</sup>。

社会的富に対する企業の貢献を計測する健全な手段を発展させることは、複雑で困難な課題である。しかし、そうした課題に取り組む価値は十分にある。そうした課題を探求している研究の成果をどのような状況を展開するのかを、注意深く見守っていきたい。

---

31) Stout, L. (2000), pp. 37-38 を参照。

参 考 文 献

- 青木昌彦 (2001) 『現代の企業 ゲームの理論からみた法と経済』 岩波書店.
- 落合誠一 (2008) 「企業法の目的——株主の利益最大化原則の検討」『法学教室』194号 3-32頁.
- 榊原茂樹 (1998) 「第 4 章 資本市場論」榊原茂樹・青山護・浅野幸弘著 『証券投資論 第 3 版』日本経済新聞社, 162-216頁.
- Alchian, A and Demsetz, H. (1972), Production, Information Costs, and Economic Organization, in: *American Economic Review*, Vol. 62, pp. 777-795.
- Bainbridge, S. M. (1992), Interpreting Nonshareholder Constituency Statutes, in: *Pepperdine Law Review*, Vol. 19, pp. 1-55.
- Becker, G. S. (1964), *Human Capital: a theoretical and empirical analysis*. 3rd ed.
- Bernard, V. L and Thomas, J. K. (1989), Post-Earnings-Announcement Drift: Delayed Price Response of Risk Premium, in: *Journal of Accounting Research*, Vol. 27, pp. 1-36.
- Blair, M. (1995), *Ownership and Control: Rethinking Corporate Governance for the Twenty-First Century*.
- Blair, M. and Stout, L. (1999), A Team Production Theory of Corporate Law, in: UCLA, Law and Economics Research Paper No. 03-16, pp. 247-328.
- Brasky, R. and De Long, B. (1993), Why Have Stock Prices Fluctuated?, in: *Quarterly Journal of Economics*, Vol. 108, pp. 291-311.
- Brealey, R. A. and Myers, S. C. (1990), *Principles of Corporate Finance* (6th ed.), pp. 349-376.
- Chang, S. C. and Suk, D. Y. (1998), Stock Prices and the Secondary Dissemination of Information: The Wall Street Journal's "Insider Trading Spotlight" Column, in: *Financial Review*, Vol. 33, pp. 115-128.
- Easterbrook, F. H. and Fischel, D. R. (1991), *The Economic Structure of Corporate Law*.
- Fama, E. F. (1970), Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work, in: *Journal of Finance*, Vol. 25, pp. 383-417.
- Gilson, R. J. & Kraakman, R. H. (1984), The Mechanisms of Market Efficiency, in: *Va. L. Rev.* Vol. 70, pp. 715-741.
- Jensen, M./Mackling, W. H. (1976), Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs, and Ownership Structure, in: *Journal of Financial Economics*, Vol. 3, No. 4, pp. 305-360.
- Jensen, M. (1978), Some Anomalous Evidence Regarding Market Efficiency, in:

- Finance Economy, Vol. 6, pp. 95–101.
- Macy, J. (1991), An Economic Analysis of the Various Rationales for Making Shareholder the Exclusive Beneficiaries of Corporate Fiduciary Duties, in: Stetson Law Review, Vol. 21, pp. 23–44.
- Shiller, R. J. (2005), Irrational Exuberance. Princeton.
- Shleifer, A. and Summers L. H. (1987), Breath of Trust in Hostile Takeover, NBER Working Paper, No. 2342, pp. 1–38.
- Stone, K. V. W. (1991), Employee as Stakeholders under Nonshareholder Constituency Statutes, in: Stetson Law Review, Vol. 21, Vol. 21, pp. 45–72.
- Stout, L. A. (2000), Stock Prices and Social Wealth, in: Harvard Law School John M. Olin Program in Law, Economics and Business, Discussion Paper, No. 301, pp. 1–38.
- Williamson, O. E. (1984), Corporate Governance, in: Yale Law Journal, Vol. 93, pp. 1197–1230.
- Zingales, L. (1997), Corporate Governance, in: NBER Working Paper, No. 6309, pp. 1–20.