

資本構成とエージェンシー理論の整合性について

大塚 建 司

(受付 2010年 10月 29日)

1. は し が き

リーマンショック以降の世界経済は世界的な金融危機とそれによる深刻な世界同時不況に備えるため、各国で多額の財政出動による景気対策が図られた。しかしながら、補助金などの財政支出は2010年後半から息切れの兆しを見せ始め、ドイツや中国を除く各国は財政の建て直しと景気回復という、相反する目標を同時に達成しなければならない、非常に苦しい立場に立たされている。

このような状況において民間の設備投資を刺激する手段としての低金利策と、輸出の増大による貿易黒字の拡大を狙う通貨安の政策が、目下のところの各国政府の基本的なスタンスであろう。一昔前ならばマルク高という現象が起き、ドイツに関して輸出入の調整が行われるはずであるが、ユーロ圏に守られたドイツにはこの圏内に所属する他の国々からの熱い眼差しを享受するのみである。他方、輸出に支えられて好調な中国経済は米国の圧力を受けて少しばかりの利上げを行ったものの、ほぼ固定化した為替レートを自由化する兆しもなく、今後も貿易黒字の拡大基調は変わらないものと思われる。

このような動きと連動する形で、日本においては有数の借金国でありながら赤字国債が国民に支えられているという理由により、かつてないほどの円高が進行し、自動車産業などの製造業は海外における製造拠点の移転を加速し、国内の零細製造業は円高による価格の安い製品に押されて、経営が非常に苦しくなりつつある。

財務論のいくつかの分野では資本市場における研究を主体とするが、株

式市場についていえばこのような長期にわたる円高の影響で、株価が低い水準に押しとどめられていることは、まことに残念なことである。資本構成の議論で言えば、株価の低迷は自己資本の調達がむずかしい状況下にあることを意味しており、株主の立場から言えばキャピタル・ゲインを得られる機会が少ないか、あるいはキャピタル・ロスになる可能性が大きいことを意味している。したがって自己資本の提供者である株主は、現在の水準よりも企業価値が高まるよう経営者にたいして、より一層の期待を寄せるのは当然のことであろう。

以上のような経緯から本稿では株主と経営者との関係を資本構成という概念に置き換えて、エージェンシー理論の枠組みにおいて議論を進めることにする。

第 2 節ではエージェンシー理論を概観するとともに、経営者と株主という関係からこの理論を考察する。第 3 節では資本構成の観点からエージェンシー・コストについて論じ、CAPM を用いた資本コストの概念について議論する。第 4 節では CAPM の重要な要素である β 値を経営状況との関係から論じる。

2. エージェンシー理論から見た株主

バーリー&ミーンズを引き合いに出すまでもなく、所有と経営の分離についての議論が古くから多くなされてきたことは、周知の事実である。一般に、経営者と資本の提供者である株主との間には情報の非対称性、すなわち得られる情報の量と質において明らかな差があるのが普通であり、コーポレート・ガバナンスに関する報告書や株主総会はこの差を埋めるいくつかの手段のうちの一つであろう。

企業経営において株主は資本を提供しているわけであるから、エージェンシー理論においてプリンシパルとして分類され、他方、経営者は株主から委託されて企業経営を任されているのでエージェントという呼び方がなされている。また両者の関係そのものをエージェンシーと呼ぶ。

大塚：資本構成とエージェンシー理論の整合性について

資本という観点から見れば他人資本の提供者である金融機関と経営者の間にも、もちろんエージェンシー関係が成り立つことは言うまでもない。しかしながら、自己資本の提供者である株主と金融機関の利害は必ずしも一致するものではなく、前者は永続的な企業の発展、すなわち企業価値の最大化に大きな関心があり、後者は貸し出した資金が不良債権化しないよう企業経営を監視することが第一義的な目的であると考えられる。

経済が大きく成長過程にある場合には比較的、大きな困難もなく企業経営が営まれて企業価値が増大することになるが、現在のような深刻なデフレ状態に陥った場合には、プリンシパルとエージェントとの間の利害が一致しないことの方が多くあり、これを監視するコスト、すなわちエージェント・コストをいかに最小化するかという点に、大きな関心が集まることになる。

第1図は企業経営を取り巻くプリンシパルとエージェントとの関係を表したものである。この図の中でエージェントとして列挙したものは一例にすぎず、ある場合には企業が所在する県や市などの地方自治体あるいは国そのものがエージェントになる可能性もある。例えば米国市場におけるレクサスやプリウスの不具合問題で、トヨタ自動車の社長である豊田章男氏は米議会での公聴会で弁明をしなければならない立場に立たされた。米消費者のクレームから起きたこのような出来事は、米市場をひとつのエージェントと広義にみなすとすれば、プリンシパルとエージェントとの関係

第1図 プリンシパルとエージェントとの関係

インセンティブの提供



満足度の充実

が成り立つように思う。

企業を取り巻く利害関係者をコーポレート・ガバナンスではステークホルダーと呼ぶが、これらのステークホルダーそれぞれが企業経営者と何らかの利害関係を持っており、それぞれの要求を達成するためにエージェントとして企業経営者にインセンティブの提供を行い、見返りに企業からは正の効用、すなわち高い満足度を受け取る。

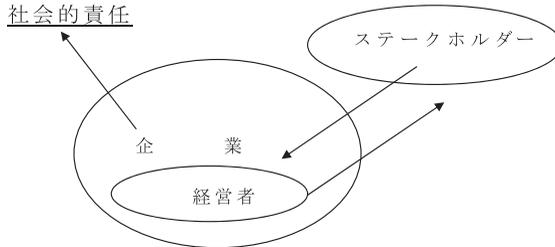
ここでインセンティブとはプリンシパルがエージェントの要望を積極的になげたいと思うような動機付けを与えることであり、プリンシパルとエージェントの関係によってインセンティブも要望も異なるのは言うまでもない。例えば社員の場合、経営者が立案した企業の目標に貢献することが経営者にとってはインセンティブになるであろうし、その見返りに社員は企業内での高い評価を受け取り、給与面での処遇や昇進という要望を実現することができる。顧客の場合には市場調査やクレームなどによって得た情報を、より良い商品作りにフィードバックさせるということが、あてはまるかもしれない。

経営財務論の立場からすればエージェントである株主と企業経営者との関係が、大きな関心事のひとつであろう。企業は誰のものかという素朴な疑問にたいして、企業を設立するための資本金を提供した株主こそが、企業の所有者であると定義されているからである。しかしながら、これは金銭的に株主が企業の所有者であるという意味であり、経営者自身も含めて企業に関わるすべてのステークホルダーが企業の利害関係者であるから、広義には企業は社会の一員であり、社会全体の共有物と言えるかもしれない。企業は社会においては雇用という重要な役割を担っており、ゆえに法人格としての立場を有している。

第 2 図は社会における企業とステークホルダーの関係を示したものである。企業は社会の一員として社会的な責任を負いつつ、それぞれのステークホルダーの要望を最大限に満たすよう行動しなければならない。株主の場合には給与の引き上げや就業規則の改善、さらにはストックオプション

第2図 社会の構成要素としての企業

社 会



の付与などのインセンティブを経営者に与えることによって、配当金の増額や株価の上昇など企業価値を高めるための経営を期待できるかもしれない。しかしながらこのような株主が経営者に提供するインセンティブは株主総会での承認事項であるから、現実的には株主側から提案するというよりは企業経営者が提案したものを株主が承認するという形になる。

つまり、他のステークホルダーと同様に企業経営者と株主の間には情報の非対称性、すなわち情報の質と量そしてタイミングにおいて、圧倒的な差があることは明らかである。株主は他のステークホルダーよりも企業に関わる度合いが大きい、経営者が常に株主の意向を反映して意思決定をするとは限らない。例えば将来の設備投資のために本来、配当として株主に還元すべき資金を内部留保の充実にあてることもありうる。この場合、株主にとっては本来受け取るであろうと期待した配当を手に入れることができなかったわけであるから、エージェンシー理論ではこの場合の損失額をエージェンシー・コストと呼ぶ。しかし、資本市場が発展した現代社会において、「所有と経営の分離」は、企業経営者と株主の立場が対等であることを意味するものではないことは明らかである。

経済学やゲーム論で取り上げられてきたエージェンシー理論は、経営財務論の範疇では「経営者と株主」あるいは「経営者と債権者」の関係を明らかにするのに役立つかもしれない。企業を船にたとえるならば、船長は

企業経営者であり、株主や債権者は、いわば船主のようなものである。状況を瞬時に判断しながら経済という荒海を航海するのは船長の能力によるところが大きく、短期的には船主の意思とは異なる操縦をすることもありうる。たとえば、嵐の場合には大事な積荷であっても海に放棄する場合があると聞いているが、これと同様に企業が倒産の危機に直面した場合には優秀な人材であっても、やむを得ずリストラという厳しい手段をとることは、90年代以降の日本企業の経営手法を見れば明らかである。

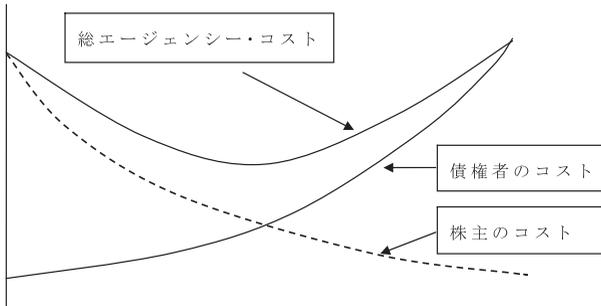
すなわち、上述した船の場合には目的地の港に無事に着くまでは船長の判断が正しいのかどうかを見極めることは、非常に困難である。どのような形であろうとプリンシパルとエージェントの利害が一致しない場合のコスト、すなわちエージェンシー・コストは発生する可能性があるから、長期的な視点に立ってエージェンシー・コストを最小化することが、結局は企業価値の最大化を達成するものと、エージェンシー理論の枠組みにおいては理解する。

3. 資本構成とエージェンシー・コスト

エージェンシー・コストについて、もうひとつ付け加えておかなければならない。株式会社の場合、資本金の構成は他人資本である負債と自己資本からなるのが普通であるから、第3図に示されるように資本金が100%株主資本で構成される場合にはエージェンシー・コストはすべて株主が負うことになる。しかしながら、負債の割合が増加するにつれて株主の負担は減少し、逆に債権者のエージェンシー・コストが増加することになる。経済学では需要と供給の交わる点で市場の価格が決定すると説明するが、エージェンシー・コストも債権者と株主の曲線が交わる点が均衡点となり、総エージェンシー・コストが最小となる。

すなわち、総資本に占める負債と株主資本の割合を資本コストという観点から考えるとき、エージェンシー・コストを考慮すれば、第3図に示される均衡点こそが、企業にとっての最適資本コストということになる。換

第3図 総資本にたいするエージェンシー・コスト



言すれば、この均衡点を達成する負債と株主資本の割合が、最適な資本構成ということになる。しかしながら、この考え方は理論としては興味深いが、債権者および株主のエージェンシー・コストをどのようにして正確に計算するかについての議論が曖昧であり、現実の市場を考慮に入れない形で最適な資本構成が決定するという点においても、疑念を感じざるを得ない。

あえて説明するまでもないが、株式会社の場合、資本構成は負債と株主資本から構成されるのが普通であるから、総資本コストは負債の資本コストと株主の資本コストをそれぞれの構成比で加重平均したものになる。すなわち、 D を負債額、 t を税率、負債にかかる金利を r 、発行済み株式数を EN 、株主資本を E 、配当金を db とするとき、負債の資本コスト Dk と株主の資本コスト Ek は、それぞれ

$$Dk = (1-t) \times D \times r \quad (1)$$

$$Ek = EN \times db \quad (2)$$

の式で表されるから、したがって、総資本コスト WACC (Weighted Average Cost of Capital) は、

$$WACC = Dk \times / (D + E) + Ek \times E / (D + E) \quad (3)$$

となる。

市場においては経済の状況によって金利が変動し、政府による景気刺激策として金融緩和が行われる。また、株式市場においては個々の企業の営業成績や為替の変動、さらには政治家の軽率な発言などによっても株価が乱高下することは、いちいち日々の事例を出すまでもなく周知の事実として認識されている。すなわち、企業が市場から資金を調達しようと考えるとき、市場における株式の取引額が大きく株価が十分に高い水準にある場合には、経済は上向きにあり、したがって市場での金利も高い傾向にある。この場合、企業は株式の発効によって資金を調達する選択肢を選ぶであろう。逆に、景気が十分に冷え込んだ場合には政府が財政出動によって民需を喚起するのはもちろんであるが、中央銀行である日銀も金利を引き下げ、金融緩和によって金融機関からの借入れを容易にする。

このような状況において、企業はそのときどきの状況に応じて調達コストがより小さいか、調達が容易である選択肢の方を選ぶと考えるほうが現実的である。あるいはそれら 2 つの選択肢のミックス（組み合わせ）もありうるであろう。上述の（3）式に立ち戻れば、資本コストは負債のコストと株主資本のコストを加重平均したものに等しいわけであるが、そのときどきの経済状況に鑑みて最適であると判断されて調達された資金こそが、その企業にとって最適な資本コストを構成するものと考ええる。

このような考えは先のエージェンシー理論に基づく資本コストとは明らかに異なるものであると言わざるを得ない。前者は現実の資本市場からの資金調達という観点から導き出された資本コストの概念であり、後者はエージェンシー・コストの最適化という観点から求められる資本コストである。

資本コストは投資決定において最低でも稼がなければならない利益率であるから、それは企業がそのプロジェクトの採否を決定するための重要な指針となる。もちろん、現実社会は不確実であるから、投資プロジェクト

大塚：資本構成とエージェンシー理論の整合性について

の将来の収益を正確に見積もることは困難であろう。来年、再来年と年度を経るごとに経済環境が大きく変化していくので、見積もりの誤差は大きくなる。しかしながら、資本コストを投資決定の尺度として用いるには、必要最低限の利益率という観点から意義を見出すことができる。他方、エージェンシー理論から導き出された資本コストは、債務者と株主のエージェンシー・コストを最小化する資本構成において導き出されたものであるから、現実性に乏しく、投資プロジェクトの判断に容易に用いられるとは考えにくい。

先の(2)式は企業が株式市場から資金を調達することを前提に導き出された株主資本のコストであるが、他方、投資家の観点から見るとその株式が投資の対象に値するかどうかに大きな関心がある。すなわち、株式を購入して得られる収益率が投資家が期待する収益率よりも低ければ、投資家はその企業の株式を購入することはないであろう。換言すれば企業は投資家が期待するだけの収益率を提供しなければ、必要とする資金を株式市場から調達できないということになる。

ポートフォリオ理論から導き出された資本資産価格モデル (Capital Asset Pricing Model: CAPM) は、投資家が要求する自己資本のコスト R_e を次のように定義する。

$$R_e = R_f + \beta (R_m - R_f) \quad (4)$$

ここで、 R_f はリスクのない安全資産の収益率、 R_m は株式市場の期待収益率、 β はその企業の株式と R_m との相関を表す。

リスクのない安全資産とは例えば、銀行預金、郵便貯金、インターバンクにおける短期の金融商品などが挙げられるが、一般には10年物の国債の利回りが用いられ、このようないリスクのない資産の利回りはリスクフリー・レートと呼ばれている。株式市場の期待収益率とは株式市場の全銘柄に投資した場合の期待収益率をいうが、東証株価指数 (TOPIX) が時価総額で算出されているため、これを用いて計算されるのが普通である。

第 (4) 式の $(R_m - R_f)$ はリスクプレミアムと呼ばれるものであるが、これについて少しばかり説明を加えなければならない。一般に、投資家はハイリスクな金融商品にたいしてはハイリターンを期待するのが普通である。すなわち、リスクの大きな金融商品は損失の可能性が大きいということの意味している、そのリスクに見合ったリターンが得られる見通しがないのであれば、投資家はその商品を購入することはないであろう。

しかしながら、リスクにたいする投資家の許容範囲は様々であり、ある投資家はリスクに比較的寛容であっても、別の投資家はリスクに敏感に反応することもありうる。第 (4) 式に示されるリスクの概念は、投資家全体の傾向を表すものとして、あくまでも一般的な形として表されているに過ぎない。そして、この一般的な投資家の傾向を表す指標が第 (4) 式の β であり、投資対象となる株式が市場全体の動きにどの程度、連動するかをこれによって知ることができる。

$$\beta = \text{Cov}(R_i, R_m) / \text{Var}(R_m) \quad (5)$$

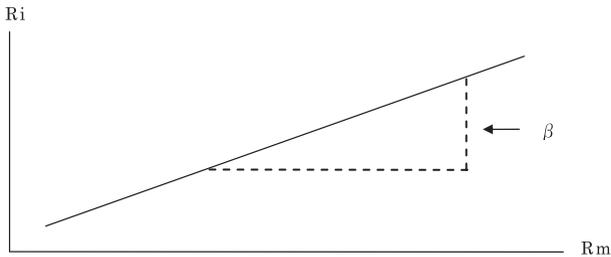
第 5 式において、 $\text{Cov}(R_i, R_m)$ は市場のインデックスの期待収益率と株式の期待収益率の共分散であり、 $\text{Var}(R_m)$ は株式の期待収益率の分散を表す。この式は R_i と R_m の相関係数 R_{im} を使って次のような式に書き換えることもできるが、

$$\beta = \sqrt{\text{Var}(R_m)} / \sqrt{\text{Var}(R_i)} \times R_{im} \quad (6)$$

ここで R_m と R_i および β との関係をわかりやすく図示したものが、第 4 図である。

この図において R_i が R_m の動きに完全に正方向に連動する場合には β は 1 となり、 β の値が 1 よりも小さければ市場との連動性は低く、1 よりも大きければ市場の動きよりも株式の動きの方が過剰に反応するということを意味する。次節では β 値と資本コストの関係について論ずる。

第4図 R_m と R_i および β との関係



4. β 値の実証研究

第1表は日経新聞（2010年10月1日）に掲載された株価の情報であり、その日の終値が一番高い株式と、一番安い株式を28業種の中から抜き出した。株価が高いということは市場で活発な取引が行われており、従って株式の期待収益率も大きなことが予想される。これにたいして、出来高の大きな株式を抽出して β 値との関係を論ずるという手法も考えられるが、一般に株価が高い産業は成長過程にあることが明らかであるので、この点を考慮して株価の高低を基準にして企業を選択した。

ここで注意しなければならないのは、28業種に分類された企業のうち、業種が近いかまたは同じではない企業が掲載されていることである。たとえば、ファストリテイリングやしまむらは正確に言えば衣料品の業種に分類されるべきであろうが、28の業種分類では商業に分類されている。しかしながら業種をどの程度まで細分化して分析すればよいかという議論も他方であるので、本稿では一般投資家が簡単に情報を得ることができるという点で日経新聞に掲載された分類区分を適用した。従って、以下で分析した結果は、あくまでも28業種から抽出した企業について当てはまるという意味であり、市場のすべての企業についてそのような傾向が顕著であるということではないことに注意すべきである。

第1表において、海運業と空運業の株価が他の業種に比べて極めて低く、経営状況にゆとりがないことが推察される。2010年2月に日本航空が上場

第 1 表 個別株式の β 値

業 種	株 価	1 株 益	配 当 金	配 当 利 回 り	β 値
水産・農林					
ホクト	1,902	156.56	55	2.88%	0.45
マルハニチロ HD	139	2.06	3	2.13%	0.44
鉱 業					
国際石油開発帝石	4,030	45.553	5.5	1.36%	1.11
住石 HD	67	4.49	0	0%	1.28
建 設					
新日本建設	4,990	20.8	7	3.33%	1.1
飛鳥建設	22	0.3	0	0%	1.31
食 品					
日清食品HD	3,020	176.9	50	1.67%	0.3
林兼産業	86	1.09	0	0%	1.05
織 維					
ホギメディカル	4,040	315.74	92	2.30%	0.08
ナイガイ	41	-10.08	0	0%	1.14
パルプ・紙					
日本紙パルプ商事	2,094	28.06	10	3.72%	0.68
三菱製紙	88	-4.67	0	0%	1.3
化 学					
東和薬品	4,765	268	55	1.16%	0.24
石原産業	58	-3.31	0	0%	1.17
石油・石炭製品					
出光興産	6,930	149.46	150	2.19%	1.09
コスモ石油	215	-12.68	8	3.83%	1.1
ゴム製品					
ブリジストン	1,511	106.92	18	1.20%	0.73
東洋ゴム	173	11.93	3	1.8%	1.33
窯 業					
東洋炭素	4,255	69.56	20	0.46%	1.17
エーアンドエーマテリアル	49	-12.8	0	0%	1.22
鉄 鋼					
ジェイ エフ イー HD	2,557	36.26	20	0.78%	1.52
旭テック	27	-1.63	0	0%	1.87
非鉄金属					
大阪チタニウムテクノローズ	3,955	3.35	15	0.38%	1.75
昭和電線 HD	71	-10	0	0%	1.24
金属製品					
リンナイ	4,865	219.81	42	0.87%	0.36
サクラダ	18	1.14	0	0%	1.78
機 械					
ディスコ	4,820	72.13	20	0.42%	1.47
シルバー精工	4	-3.75	0	0%	1.75

大塚：資本構成とエージェンシー理論の整合性について

電気機器					
キーエンス	18,290	683.33	60	0.33%	0.83
ティアック	40	0.22	0	0%	1.71
輸送用機器					
シマノ	4,455	133.07	12.5	0.28%	0.74
マツダ	201	-4.26	3	1.46%	1.95
精密機器					
テルモ	4,425	214.44	32	0.74%	0.68
リズム時計工業	147	7.7	2	1.33%	0.82
その他製造					
任天堂	20,880	1,787.44	930	4.40%	1.04
田崎真珠	70	-42.07	0	0%	1.77
商 業					
ファーストリテイリング	11,730	488.95	200	1.70%	0.59
太平洋興発	62	8.96	1.5	2.50%	1.69
金融・保険					
愛知銀行	5,350	397.15	70	1.33%	0.67
NIS グループ	9	-4.18	0	0%	2.64
不 動 産					
住友不動産販売	3,730	188.92	100	2.68%	1.15
エコナック HD	35	0.3	0	0%	1.16
陸 運					
東日本旅客鉄道	5,150	303.35	110	2.17%	0.39
トナミ HD	177	7.42	4	2.29%	0.25
海 運					
商船三井	517	10.25	3	0.58%	1.63
共栄タンカー	144	5.17	4	2.96%	1.15
空 運					
全日本空輸	306	-24.67	0	0%	0.26
国際航業 HD	167	-12.33	0	0%	0.96
倉庫・運輸関連					
近鉄エクスプレス	1,994	126.95	24	1.22%	0.99
ケイヒン	92	5.31	1	1.14%	0.59
情報・通信					
オービック	15,130	1,187.32	350	2.34%	0.95
日本コロムビア	28	2.11	0	0%	1.88
電力・ガス					
沖縄電力	3,900	512	60	1.55%	0.24
西部ガス	241	11.1	6	2.48%	0.18
サービス					
シミック	26,060	1,205.63	357	1.37%	0.25
C&I HD	7	-3.11	0	0%	1.5

出所： MSN マネーより作成 <http://money.jp.msn.com/>

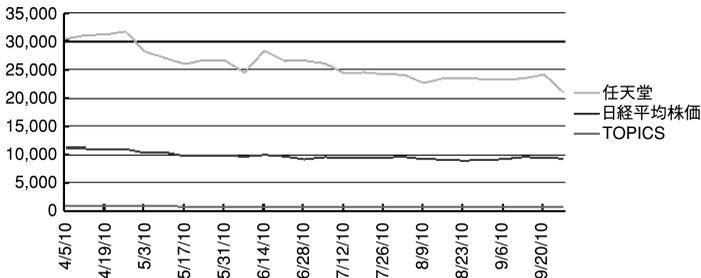
を廃止したことは記憶に新しいが、特に空運業においては他の国の航空業界との競争の激化や、国内においては新幹線などの代替交通手段との競争により、厳しい経営状態を強いられていることが株価に表れているものと思われる。

これら56企業の β 値を見てみると、その値が1よりも大きな企業数は32社であり、従って1よりも小さな企業は24社であった。内訳を見てみると、各業種でばらつきがあるものの、鉄鋼、非鉄金属、機械産業において β 値が高く、電力・ガスにおいては低い傾向が見られる。 β 値は市場との連動性を見る指標であるから、電力・ガスは景気に左右されにくい業種であると言えるかもしれない。

第1表において、第 β 値が1に近い企業として、任天堂が注目される。第5図は2010年4月から半年間の任天堂の株価の推移を図示したものである。任天堂はゲーム機のハード・ソフトで首位を保っている企業であり、第1表からこの会社の β 値が1.04であることがわかるが、家庭用ゲーム機は個人所得との関連性が極めて高いので、第5図においては市場との連動性、特に日経平均株価の推移と近似していることが明らかである。ただし、任天堂の β 値が1.04であるため、この図から示されるように株価の振幅幅が日経平均株価よりも大きいことが特徴となっている。

任天堂の連結ベースでの売上高と利益の推移は第2表に示される通りで

第5図 任天堂の株価の推移



出所：ヤフーファイナンスより作成 <http://finance.yahoo.co.jp/>

注 グラフの上から順に、任天堂、日経平均株価、TOPICS

第2表 任天堂の売上高の推移

決算期	2010年3月期	2009年3月期	2008年3月期
決算発表日	2010年5月6日	2009年5月7日	2008年4月24日
決算月数	12か月	12か月	12か月
売上高	1,434,365百万円	1,838,622百万円	1,672,423百万円
営業利益	356,567百万円	555,263百万円	487,220百万円
経常利益	364,324百万円	448,695百万円	440,807百万円
当期利益	228,635百万円	279,089百万円	257,342百万円
EPS (一株当たり利益)	1,787.84円	2,182.32円	2,012.13円

出所：ヤフーファイナンスより作成 <http://finance.yahoo.co.jp/>

あるが、これによると2009年から2010年にかけて利益が大きく落ち込んでいることが明らかである。この理由はリーマンショック以降の世界経済の冷え込みがデフレ経済となり、消費者の買い控えを招いているためではないかと思われる。

次に、第1表を株価と β 値との関係において、考察することにした。株価が高いということは、成長性のある企業である可能性が高く、従って平均的な指数であるTOPICSや日経平均株価の推移とは大きく乖離することが予想されるからである。

この表において最も株価が高い企業はサービス業のシミック(CMIC)であり、この日の終値は26,060円であった。この会社は臨床試験受託業(CRO)のリーディング・カンパニーとして知られており、他に医薬品製造支援(CMO)、医薬品営業支援(CSO)、ヘルスケア事業が大きな柱となっている。この会社のビジネスレポートによれば、2010年の連結売上高がCRO(52.5%)、CMO(9.0%)、CSO(9.9%)、ヘルスケア事業(24.8%)の構成比となっている。さらに、第3表に示されるように、近年の市場の冷え込みにもかかわらず、連結ベースでの売上高も利益も着実に増加していることが読み取れる。

機関投資家はもとより、投資家と呼ばれる人々は投資対象となる企業に

第 3 表 シミックの売上高の推移

決 算 期	2009年 9 月期	2008年 9 月期	2007年 9 月期
決算発表日	2009年11月 6 日	2008年11月 7 日	2007年11月 9 日
決 算 月 数	12か月	12か月	12か月
売 上 高	28,784百万円	25,777百万円	21,616百万円
営 業 利 益	2,514百万円	2,275百万円	2,159百万円
経 常 利 益	2,400百万円	2,187百万円	2,153百万円
当 期 利 益	1,059百万円	829百万円	1,198百万円
EPS (一株当たり利益)	1,205.63円	1,003.94円	1,579.33円

出所：ヤフーファイナンスより作成 <http://finance.yahoo.co.jp/>

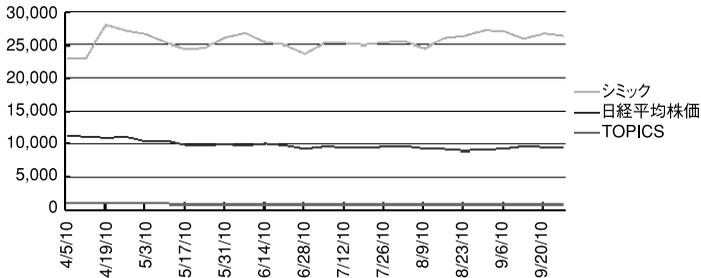
ついで、あらゆる角度から情報を収集し、将来の成長について深い洞察のもとに、投資決定を行う。もし株価に下落傾向が認められるならば、投資家は先を争って売り注文を出し、瞬く間に株価は低い価格へと転落することになる。したがって、日々の高低の変化はあるにしても株価が高い企業は、将来性が非常に高いと投資家が判断したことに他ならない。

すなわち、経営財務論の視点で言えば、企業の目的は企業価値の最大化であり、株価の最大化であるから、シミックについては投資家が将来にわたって成長の度合いが大きいと判断したことになる。上述したように、この会社の純利益の増加率には驚くべきものがあるので、投資家の判断は今のところ正しいと考えてもいいのではないと思われる。株価が高いといことは株式市場で容易に資金を調達することができるということを意味しているので、この企業の成長性をますます加速する要因となっている。

またこの会社の β 値は0.25であり、市場との連動性がきわめて小さいことを意味している。この理由は市場の成長度合いよりもはるかにこの企業が成長しているということを意味しており、景気循環の波に影響されにくい良好な経営体質であることを示している。

シミックにたいして56企業の中で一番株価が低いのが、同じくサービス業に属する C&I Holdings である。この会社の業務内容は主に中小企業向け

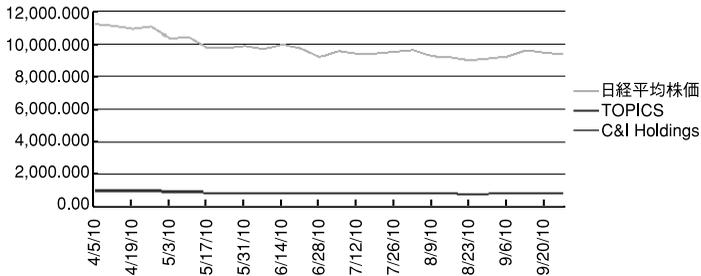
第6図 シミックの株価の推移



出所：ヤフーファイナンスより作成 <http://finance.yahoo.co.jp/>

注 グラフの上から順に、シミック、日経平均株価、TOPICS

第7図 C&I Holdings の株価の推移



出所：ヤフーファイナンスより作成 <http://finance.yahoo.co.jp/>

注 グラフの上から順に、日経平均株価、TOPICS、C&I Holdings

の情報提供であり、中小企業の教育研修や採用支援事業を行っている。過去1年間の株価については15円前後で推移していたが、6月に入ると急激に下落傾向が見られるようになった。この会社は日本振興銀行のグループであるが、同行が2010年9月10日に破綻したため、14（百万円）の売掛金が未回収のままとなっている。これにより、9月以降の株価はさらに暴落傾向が顕著となり、投資家は売り一色という状況下にある。

第4表はC&I Holdingsの連結ベースでの売上高の推移である。営業利益を見てみると、2007年12月期にかろうじて1千万円ほどの利益を獲得しているが、その後の2年間は急激に悪化しており、このまま経営状況に改善

第 4 表 C&I Holdings の売上高の推移

決 算 期	2009年12月期	2008年12月期	2007年12月期
決算発表日	2010年 2 月15日	2009年 2 月24日	2008年 2 月14日
決 算 月 数	12か月	12か月	12か月
売 上 高	4, 041百万円	13, 301百万円	19, 672百万円
営 業 利 益	-1, 258百万円	-6, 241百万円	10百万円
経 常 利 益	-1, 814百万円	-7, 197百万円	338百万円
当 期 利 益	-2, 998百万円	-8, 917百万円	-87百万円
EPS (一株当たり利益)	-13.13円	-69.98円	-0.69円

出所：ヤフーファイナンスより作成 <http://finance.yahoo.co.jp/>

が見られないのであれば、倒産のリスクが非常に高まるものと思われる。したがって、この会社の株価は市場からは、ほとんど紙くず同然の評価しか得られていない。

以上、3つの企業の β 値について論じてきたが、今一度、第1表において最も β 値が大きな会社を見てみると、それは NIS グループの2.64であり、株価はわずか9円である。すなわち、この表から読み取れるのは、 β 値は全般に株価が2桁の企業の方が高い傾向を示しており、すなわち経営状況が厳しく株価が低い企業ほど景気の変動に左右されやすいということがわかる。ただし、上場企業のすべてにおいて β 値を詳細に調べたわけではないので、この傾向が普遍的なものであるかどうかは、その理由も含めてさらなる調査が必要である。

CAPM にはそもそもいくつかの欠点があり、たとえば株価についての統計値が正規分布を仮定していることはもとより、そもそも β 値の算出において市場のインデックスをどれにするのか、データの期間をどの程度のスパンにするのかなど、不明確な点が多い。

さらに、エージェンシー理論の枠組みの中で、資本コストの算出に CAPM を取り入れるという議論ついて、上述したように土台となる CAPM の定義が不明確であるため、これによって資本コストが導き出されても、

投資決定の尺度とはなり得ないように思われる。

そもそもエージェンシー理論における資本コストは投資家の観点から導き出されたものであり、投資プロジェクトの選択に企業が用いる資本コストの概念とは、大きく異なる。前者は投資家が企業に要求する最低限の利益率であり、後者は企業価値を最大化するための尺度であるからである。

5. む す び

本稿はエージェンシー理論について概観するとともに、その理論の枠組みの中で資本コストについて議論した。

第2節では、エージェンシー理論から見た株主の立場について論じた。経営者と株主の間には明らかに情報の非対象性があり、デフレ不況といわれる現在においては特にプリンシパルたる企業経営者とエージェントである株主の間の利害が、必ずしも一致するとは言い難い。このような場合において、いわゆるエージェンシー・コストが発生する可能性が考えられるが、そのようなコストを最小化する試みこそが、企業価値を最大化するものとする。

第3節では、資本構成とエージェンシー・コストとの関係について述べた。株式会社の場合において資本は負債と自己資本から構成されるのが一般的であるが、総資本に占める負債と株主資本の割合を資本コストという観点から見ると、総エージェンシー・コストは債権者のエージェンシー・コストと株主のそれとの組み合わせによって成立する。この場合、資本が100%株主資本から構成されるよりも、負債を取り入れた方が総エージェンシー・コストが下がるが、債権者のコストと株主のコストが交わった均衡点において、総コストの最小化が認められる。また、CAPMを取り入れた資本コストの産出においては、 β 値との関係において投資家の立場に立った資本コストが産出されることを論じた。

第4節では、市場における28業種の中から56企業を選び出し、経営状況と β 値の関係を論じた。これらの企業のうち β 値が1よりも大きな企業

は過半数を超えていたが、調査した企業については、全般に株価が 2 桁の企業の方が高い β 値の傾向を示しており、換言すれば株価が低い企業ほど高い傾向を示している。これはすなわち、 β 値の大きさが景気変動に左右されやすいかどうかについての、ひとつの指針を与えてくれる可能性があるということの意味しており、倒産のリスクが高い企業ほど、大海に浮かぶ小船のように経済の動きに大きく揺れ動くことを示しているものと思われる。

CAPM については、それを発展させた裁定価格理論 (APT) が考え出されたが、やはり現実の市場と照らし合わせたとき、いくつかの問題が生じる可能性があり、エージェンシー・コストを APT で論じてみたところで、投資決定としての資本コストが導き出されるとは到底、思えない。本稿の中では株価について β 値との関係についての議論を深めたわけであるが、最近の円高を背景に、為替相場との関係についても論じる必要があると思われる。

参 考 文 献

- 1 Richard A. Brealey, Stewart C. Myers, Franklin Allen, 「Principles of Corporate Finance」, McGraw Hill Higher Education, 2007年11月.
- 2 R. Edward Freeman, Jeffrey S. Harrison, Andrew C. Wicks, Bidhan L. Parmar, Simone DE Colle, 「Stakeholder Theory: The State of the Art」, Cambridge, University Press, 2010年.
- 3 Jean Tirole, 「The Theory of Corporate Finance」, Princeton Univ Pr, 2005年12月.
- 4 David Hillier, Stephen A. Ross, Randolph W. Westerfield, Jeffrey Jaffe, 「Corporate Finance」, McGraw Hill Higher Education. 2010年 1 月.
- 5 Jean-Jacques Laffont, David Martimort, 「The Theory of Incentives: The Principal-Agent Model」, Princeton Univ Pr, 2001年12月.
- 6 高森 寛, 井手正介, 『エージェンシーと経営戦略』, 東洋経済新報社, 2006年 2 月.
- 7 仁科一彦, 『現代ファイナンス理論入門』, 中央経済社, 2004年 3 月.
- 8 小山明宏, 『経営財務論』, 創成社, 2010年 4 月.
- 9 小山明宏, 『経営財務論—不確実性: エージェンシー・コストおよび日本の経営』, 創成社, 2005年 5 月.

大塚：資本構成とエージェンシー理論の整合性について

- 10 Stephen A. Ross, Randolph W. Westerfield, 大野薫訳, 『コーポレートファイナンスの原理』, 2007年4月.
- 11 加護野忠男, 有砂川伸幸, 吉村典久, 『コーポレート・ガバナンスの経営学』, 有斐閣, 2010年3月.
- 12 シミック株式会社「シミックレポート2010」 http://www.cmic.co.jp/ir/pdf/cr2010_2Q.pdf
- 13 砂川伸幸, 杉浦秀徳, 川北英隆, 『日本企業のコーポレートファイナンス』, 日本経済新聞出版社, 2008年2月.
- 14 西山茂, 『入門 ビジネス・ファイナンス』, 東洋経済新報社, 2008年2月.
- 15 大村敬一, 『ファイナンス論—入門から応用まで』, 有斐閣, 2010年4月.