

資本市場の変動要因

大塚 建 司

(受付 2011年10月31日)

1. は し が き

株価の推移を時系列的に観察するならば、そのときどきの会社の経営状況や経済情勢、また政治情勢や国際情勢など、非常に多くの要因が反映されることは、すでに多くの研究者が指摘しているところである。たとえば企業経営の場合、法令順守や社会的責任は比較的、新しく取り入れられた考え方であるが、東日本での原発事故以後の東京電力の株価は、この会社にたいする法的な責任の有無が問われる以前に、同社の経営の在り方について投資家が厳しい評価を下していることが、その低迷する株価の推移から、うかがい知ることができる。

グローバルという言葉が世の中に使われ出して久しいが、重くのしかかる東日本の復興だけでなく、ギリシャ問題にからむ米欧経済の不調、それに伴う円高、さらにはタイでの洪水など、日本経済を取り巻く環境は決して明るいものとは言えないことは、誰が見ても明らかである。このような厳しい状況の中で、企業経営者としては資金調達という側面からも、資本市場の今後の動向について、必然的に大きな関心を払わなければならないことは言うまでもない。

以上のような観点から、本稿では資金調達の有力な手段のひとつである株式について、その数理モデルについて若干の議論を展開するとともに、グローバル企業の代表であるソニー（Sony Financial Holdings）の株価の動きについて実証研究を試みるものである。

第2節では株価変動モデルの推移について議論し、第3節ではソニーの株価の動きについて、同社の有価証券報告書をもとに議論を進める。また、

第 4 節ではソニーの資金調達と株主構成について論じる。

2. 株価変動モデルの推移

設備の拡張あるいは業務の拡大などに伴う多額の資金を、できるだけ低いコストで調達することは、その企業の財務担当者にとっては必須条件である。一般に企業の資金調達の方法としては、株式の新規発行、社債やコーポレート・ペーパーの発行、銀行からの借り入れなどが考えられるが、企業の資本金の大きさ、上場・非上場、景気の動向などを考慮したうえで、財務担当者は資金調達の方法を熟考しなければならない。

例えば、経済が拡大期に入って売り上げに上昇傾向がみられる場合には、企業経営者は積極的な攻めの経営手法を選択すると考えるのが普通である。このような場合、少しばかり高い調達コストでも、企業にとってはそれほど重い負担には感じないであろう。それは売り上げから発生する潤沢な利益が、調達コストを容易に相殺する可能性が大きいからであり、資金調達によって投資された設備が、さらなる売上増を容易にもたらすであろう。このように経済が活況を呈しているときには株式市場での売買も盛んに行われているので、株価は高い水準にあり、上場企業にとっては新規の借り入れを起こすよりも、株式の発行による資金調達を行うことの方が、資本コストの面で有利になる。

これとは逆に経済が停滞あるいは下降が予想される場合には、賢明な企業経営者は積極的な設備投資を控えようとするのが普通であり、運転資金を確保するための緊急の借り入れを除いては、市場全体での資金需要も減少する。このような状況において株式市場の取引は緩慢となり、株価も下落傾向に陥る。いずれにしろ、景気の動向および株式市場の動きを予測することは、企業経営者にとっても投資家にとっても、大きな関心事のひとつであることは疑いのない事実である。しかしながら、どのように優秀なエコノミストであっても正確に未来を予測することは不可能であり、好況期に決断した設備投資が不況期に入って重荷となり、倒産に至る企業が

続発するのは、このためである。グローバル社会と言われる今日、各国の経済状況、地域紛争、原油価格、為替の推移など、将来の景気動向を判断するために考慮に入れるべき要素は非常に多く、以前にもまして、より強いリーダーシップを備え、なおかつ広い視野を持った優秀な経営者が求められているのは、言うまでもない。

株式市場の動きを論じるものとして、古くはポートフォリオ理論があり、それは株式投資のリスク分散の方法を論じるものであった。またその発展形であった CAPM (Capital Asset Pricing Model) では当該企業の株価と市場のインデックスとの関係を、統計学の考えを取り入れて回帰分析の手法を用いることで理論づけてきた。しかしながら、金融派生商品といわれるデリバティブ取引が市場で大きな割合を占めるに至っては、CAPM といえども今では古典的な概念になりつつあり、将来の株価の推移について体系的に数学モデルを用いて推論するような精緻な理論は、いまだかつて登場していないと言っても過言ではないであろう。

たとえば株価についての非統計学的な理論では、1株あたりの配当金の大きさによって株価が決定されると捉え、配当金を株主資本が生み出す利回りで割ることにより、次のようにして株価を求める。

$$\text{株価} = 1 \text{株あたりの配当金} / \text{配当利回り} \quad (1)$$

ここで配当利回りとは年間の配当総額を株価で割ることによって求められるから、上の第1式を次のように書き換えることもできる。

$$\begin{aligned} \text{株価} &= \text{配当金} / (\text{配当金} / \text{株価}) \\ &= \text{配当金} / \text{配当金} * \text{株価} \\ &= \text{株価} \end{aligned} \quad (2)$$

上述の第1式に代えて、株主資本からどのくらいの額の配当が生み出されたかに考慮して、株主資本の総額を求めることもできる。

$$\text{株主資本} = \text{配当総額} / \text{配当利回り} \quad (3)$$

この式は、投資プロジェクトの収益を資本コストで割ったときの現在価値の式とよく似ている。ただし、投資プロジェクトは数年にわたりキャッシュフローを生み出すので、必然的に項の数も多くなりうる。第 1 式に立ち戻ると、ひとつの株式が多数集まれば資本を構成するから、この式は配当から資本（株価）を求めるという意味で資本還元論と呼ばれている。

例として配当が 30 円、配当利回りが 3 % とすると、これらを第 1 式にあてはめて、株価は 1,000 円であることがわかる。しかしながらこの式では市場での株価の値動きをうまく説明することができないので、この式にリスク・プレミアムという概念を取り入れると、第 4 式のように書き換えられる。

$$\begin{aligned} \text{株価} &= \text{配当} / (\text{資本還元率} - \text{配当成長率}) \\ &= \text{配当} / (\text{期待収益率} - \text{配当成長率}) \\ &= \text{配当} / (\text{市場での金利} + \text{リスク} \cdot \text{プレミアム}) - \text{配当成長率} \end{aligned} \quad (4)$$

となる。

ここで取り上げたリスク・プレミアムは CAPM でおなじみの用語であるが、資本市場においてはリスクの高い金融商品ほど、投資家は高い収益率を期待するという傾向にあることから、リスク・プレミアムという概念が生まれた。リスクとはすなわち価格変動の幅であるから、リスクが大きいということは株価の乱高下が大きいということを意味する。もちろん、市場においては同程度のリスクを持ちながら、収益率が低い株式もあるわけであり、そのような株式は一日あたりの取引額も小さいのが一般的である。このようなリスク・プレミアムの概念を取り入れるならば、現実の市場の動きをより正確に説明するのに役立つものと思われる。

さらに、期待収益率の変動幅は一昔前のポートフォリオ理論では正規

分布に従うものと仮定されていた。ここで正規分布をグラフで描くとすれば、左右対称な山の形になるわけであるが、最近では正規分布よりも裾野がより広いベキ分布に従うという研究もある。しかしながら、このベキ分布でさえ基本的には左右対称の形を仮定しているわけであるから、現実の株式の取引が、はたしてそのように左右対称のきれいな形になるものかどうか、大いに疑問に感じるところである。

現実の株式市場の動きを捉えるとき、株価の動きは、もちろん対象となる企業の経営内容そのものに大きく左右されることは言うまでもないが、その国の政治・経済・世界情勢など、多くのファクターの影響を受けて変動すると考える方が、より適切であろう。

たとえば、ある企業の第1期の株価 P_1 が、その前の期間である第0期の n 個のファクターと誤差 ε で線形の一次式の形で表わされると仮定するならば、次のようになるであろう。

$$P_1 = \alpha_{01}X_{01} + \alpha_{02}X_{02} + \alpha_{03}X_{03} + \alpha_{04}X_{04} + \alpha_{05}X_{05} + \alpha_{06}X_{06} + \cdots + \alpha_{0n}X_{0n} + \varepsilon \quad (5)$$

ここで、 α_{01} から α_{0n} までは株価 P_1 に対する変数 X_{01} から X_{0n} までの寄与度を表す。つまり、それぞれの変数が株価 P_1 の価格決定にどれくらい関わりのあるかを示すための係数である。

変数 X についてはこの式では第0期に得られる n 個のファクターを仮定しているが、それらはたとえばその企業の株価や市場全体の平均株価、さらには関連会社の株価などが考えられる。また、その企業の製品が海外に輸出されているのであれば、為替相場も重要なファクターとして取り入れられなければならないであろう。しかしながら、これらの例示したファクターは定量的にとらえることができるものばかりであり、もし株価が定量的な数値のみに影響されるのであれば、変数 X の個数をさらに増やすことで、かなり正確に予測することが可能となるであろう。しかしながら、現実的にはその企業のイメージや政治家の不本意な発言など、非定量的な

ファクターによっても株価は変動するわけであるから、これらすべてをモデルに取り込むことは、明らかに容易ではない。また、(5)式は線形の一次式であると仮定したが、各変数の貢献度に応じて二次式あるいは、より高次の定量モデルとして数式化することも可能であろう。

経済学の分野では投資の乗数効果という考えがあるが、株価 P_1 が第 0 期だけでなく、それ以前のファクターの影響を受けることも考えられるわけであるから、これらすべてのファクターを数式に取り入れて将来の株価について正確な推定を行うとすれば、非常に複雑な数式を導き出すことが必要になる。しかしながら、このような数式を求めることは事実上、不可能であり、仮に可能であったとしても、この数式を導き出すのに用いる統計数値はすべて過去のものであるから、将来もそのような傾向が続くとは限らないことが致命的な欠点である。

要するに、株式市場の動きにたいして今まで様々なモデルが考案されてきたが、過去の動きをうまく説明できたとしても、そのどれもが将来の株価の動きを正確に予測することなど不可能であると、ここで強く主張しておきたい。

3. ソニーの株価分析

株価の変動を具体的に検証するために、グローバル企業の一員であるソニーの経営状況について、第 1 表に示される過去 5 年間のソニーの有価証券報告書をもとに議論を進めてみようと思う。持ち株会社であるソニーの傘下にある企業全体の売上状況としては、2008 年 9 月の米投資銀行リーマン・ブラザーズの破たんにより引き起こされた世界的な金融危機と、その後の深刻な不況の影響を受けて、営業成績が翌年から顕著に悪化傾向に陥っている。

2011 年におけるソニー製薄型テレビのマーケット・シェアは世界第 3 位であり、2010 年度決算における売上高に占める構成比は 35.9% である。しかしながら、近年では液晶の薄型テレビの店頭における販売価格の低下の

大塚：資本市場の変動要因

第1表 ソニーの過去5年間の損益計算書の抜粋

決算年月	2011/03	2010/03	2009/03	2008/03	2007/03
売上高合計 (百万円)	7,181,273	7,213,998	7,729,993	8,871,414	8,295,695
売上総利益 (百万円)	1,595,745	1,567,192	1,425,031	1,934,727	1,761,943
営業利益 (百万円)	192,152	28,826	-232,210	462,212	70,442
税引後利益 (百万円)	-220,326	12,954	-102,214	363,656	48,149
当期純利益 (百万円)	-259,585	-40,802	-98,938	369,435	126,328
一株あたり配当金 (円)	25	25	42.5	25	25

資料 ソニー有価証券報告書より作成

影響が非常に大きく、同社の有価証券報告書によれば、コンシューマー・プロダクツ（サービス分野を含む）の2010年度第1四半期の営業利益が285億円であったのにたいして、2011年同期には23億円で激減していることが示されている。さらに、同年3月期には7,500億円もの赤字が発生している。

薄型テレビはもともと日本の高度な技術に支えられた付加価値の高い収益製品であったが、2005年ごろから韓国や中国で生産された低価格の製品にマーケット・シェアを徐々に奪われる形となり、リーマン・ショック後には韓国のサムソンやLG電子がシェアを急激に伸ばしているのにたいして、ソニーを始めとする日本の大手電気メーカーは、すべてシェアの落ち込みに苦しむことになった。

このため、近年では生産するだけ赤字を生み出さざるを得ないような、非優等生的な製品になっている。この原因は90年代以降の長い経済不況により、企業の研究開発費が潤沢ではなくなったことと、合わせてその結果、新興国の製品を凌駕するような革新的な技術に基づく製品が生み出せずにいること、さらには生産コストの削減手段として海外に積極的に生産設備を移転したことにより、海外への技術移転が進んで新興国が技術力を持つ

に至ったことなどが原因である。さらに、リーマン・ショック後の世界同時不況、および2011年に入ってからギリシャ債権問題にかかわる円高と欧米での経済不況により、この部門の売り上げの減少は今後も改善する見込みはまったく見当たらない。シャープやパナソニックが液晶テレビの生産から撤退し始めたのも、このような理由からである。また同様に、サムソンや LG 電子においても販売台数が増加するのに比例する形で、赤字額が増加するという、悪循環に陥っている。

第 1 表に示されている配当金の推移を見てみると、2008年度を除いては純利益の増減にかかわらず一貫して 1 株あたり 25 円の配当政策を維持していることが読み取れる。特に2008年度以降は純利益がマイナスであるにもかかわらず、一定額の配当金の支払いを継続していることは、注目すべき点である。日本企業の配当政策の特徴は業績の推移にかかわらず、概ね一定の配当金を株主に支払うのが特徴であると、以前から多くの研究者たちが指摘しているところであるが、ソニーの場合にも安定的な配当政策を堅持していることが、この表から容易に読み取ることができる。

ただし、ここで2008年度のソニーの業績について、少し説明を加えなければならない。この年度はソニーの業績の大きな転換点となった時期であるが、その年度の前半までは業績が堅調に拡大しており、中間配当として 1 株あたり 30 円もの高額な配当が支払われた。しかしながら、後半に至るとリーマン・ショックによる世界的な金融危機の影響を受けて業績が急速に悪化し、期末配当は 12.5 円に落ち込んでしまっている。

優れた経営者といえども正確に先を見通すことは困難であるが、もし中間配当として支払われた 30 円もの配当金を、以前の年度のように 12.5 円にし、その差額 17.5 円を内部留保として蓄えていたならば、リーマン・ショック後の世界的な不況にたいしての備えとなったであろうことは、容易に推察できる。有価証券報告書より、当時の発行済み株式数は、およそ 10 億株であったことがわかっているので、金額にして 175 億円もの資金が内部留保されずに投資家に分配されたことになる。

大塚：資本市場の変動要因

株主構成を分類すれば、投機を目的として短期的な売買を繰り返す機関投資家および個人投資家と、いわゆる長期の株式保有を目的とする安定株主に分けることができるのは、周知の通りである。ソニーのような配当政策は、むしろ後者の株主にたいする配慮から長年維持されてきているように考える。企業財務論の立場からすれば、会社は資本金を提供した株主のものであることは言うまでもないが、安定株主にとっては長期的な会社の存続および成長が何よりも重要であるから、予想外の利益が生じたときに、その剰余を将来の成長に備えて内部留保するのか、あるいは株価の上昇を期待して株主に還元することで一時的に企業価値を高めることがよいのか、非常に悩ましい問題であると言わざるを得ない。

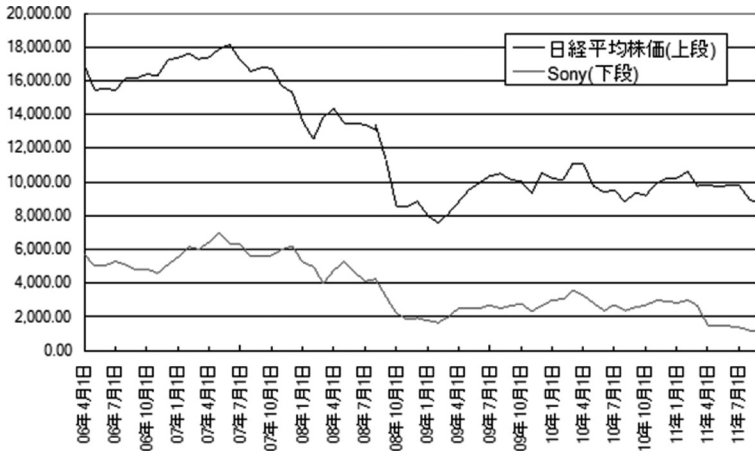
家電における中国や韓国企業の追い上げは、豊富な資金力を背景にした研究開発と設備投資の成果であり、かつてヘンリー・フォードが発展させた米国の巨大な自動車産業がその後の日本の自動車産業の成長によって競争力を失い、色あせてしまったように、日本の家電業界も世界のマーケット・シェアの面から見れば、すでにトップの座から追い落とされてしまっている。先の特別配当の議論に戻るならば、不況時においては永続的な企業の存続および成長が株主および社員を含むステーク・ホルダーにとっては何よりも第一目標であろうから、2008年度におけるソニーの特別配当はその後の経済情勢を考えると、どのような経緯で意思決定されたのか、大いに関心があるところである。

上述した株主構成における安定株主の存在は、株主総会の形骸化を生じる可能性を大きく抱えており、安定株主といえども資本を提供している立場として、企業経営の健全性を保つために株主総会において物を言う株主であるべきであると思われる。このような視点から現実的には外部取締役の重要性を改めて認識しなければならないことは、言うまでもない。平成22年度の有価証券報告書によれば、ソニーの取締役15名のうち13名が社外取締役であり、そのうち3名が外国籍の取締役である。すなわち、有価証券報告書を見る限りでは、ソニーの経営については外部のチェック体制が

十分に機能していると言えるのであるが、そのことが逆に井深大と盛田昭夫が生み出したソニーの独創的なモノづくり体制の妨げになる可能性も否定できない。

ソニーに限らず、企業規模が大きくなればなるほどカリスマ的な経営手法は疎んじられるようになり、多数決で決まる民主主義的な経営手法が取り入れられるのが一般的である。民主主義とはメンバー全員の意見の対立が深刻にならないように、全員の意見を平均化した結論に至る場合がほとんどであるから、革新的な製品開発や、すばやい意思決定という点では、小回りが利きにくいという致命的な欠点を持つ。Apple の設立者のひとりであったスティーブ・ジョブズは、典型的なこの時代のカリスマ経営者のひとりであり、パソコンやモバイル・フォンなど数々のヒット商品を世に送り出した。彼が一時期、Apple 社を離れたときには同社の業績が大きくダウンしたことから見ても、彼はまさに先駆的な視点を持つ優れた経営者であったと言えよう。しかしながら、彼が逝去した今、同社はやはりカリスマ不在のソニーのような足跡をたどるのではないかと、危惧される。

第 1 図 日経平均株価とソニーの株価の推移



注 ソニーについて2011年3月以降は株式分割後の株価

大塚：資本市場の変動要因

具体的に2008年度のソニーの株価の動向について分析を試みるならば、下がり始めた株価が5月に一度、持ち直してはいるが、6月上旬をピークに下降傾向に転じていることが、第1図から容易に読み取ることができる。図を見る限りでは、ソニーの株価はマーケット・ポートフォリオである日経平均株価の動きと、ほぼ同調しているような傾向が見られるが、2011年10月28日時点でのベータ値が0.86であるところから、経済の動向にたいして日経平均よりも少しばかり緩やかに反応していることがわかる。

ソニーの場合には世界市場を相手にしたグローバル企業であるから、欧米の経済状況はもちろんのこと、東アジアや最近の中東の動向など、すべての世界情勢が営業活動にダイレクトに影響を及ぼし、それが同社の株価の動きに反映されている。しかしながら、日経平均は東証一部上場企業全体の株価の指数であるから、当然のことながら国内で主に営業活動をしている企業も多数含まれている。したがって、これらの内需指向の企業活動がクッションとなり、ソニーの株価の動向に少し遅れる形で、日経平均株価の波形が訪れていることが、このグラフから容易に読み取ることができるであろう。

ソニーの株価の動きに戻れば、2008年度の間決算期に多額の特別配当金が支払われたのであるから、6月のピークはそれを事前に織り込み済みであったのかもしれない。このような内部機密の情報はインサイダー取引を生じる可能性があるので、誰からも情報が漏れることがないよう、厳しく管理されているはずである。しかしながら、投資家は多岐にわたって企業情報に関するアンテナを張っているから、事前に株価の動きを予測したとしても、何ら不思議なことではない。個々の投資家が実際にどのような判断に基づいて売買を行ったのかについては、検証する手段がないのが残念である。

すべての投資家が有意な情報を手に入れるわけではないから、この株高は少なくとも中間決算が実際に発表されるまでは持続するものと考えのが普通である。しかしながら、リーマン・ショックに至る米国の金融危機

については、日本においてもその年の春以降から新聞紙上やテレビなどで少しずつ情報がリークされ始めていたので、株式の長期保有を目的としない投機的な投資家は、ソニーの株式を保有することに固執しなかったものと思われる。

ちなみに、リーマン・ショック後の金融危機とその後の世界的な不況の影響により、ソニーの株価は一方的に下がり続けており、2011年3月に1株につき200株の株式分割があったものの、同年10月に入ってから同社の株価は、わずか1,400円台で推移している。しかも、この時点で単元株式数が100株単位に設定されたので、実質的には1株あたりの価格はそれ以前の半分になるはずである。この株式分割の目的は投資家がより少ない金額で同社の株を取得することを可能にするものであり、換言すればソニーにとっては市場からの資金調達を容易にすることを意味している。

ギリシャ発のソブリン危機がヨーロッパ経済そして米国経済に暗雲を投げかけている現在、それに同調する形で日経平均株価にも回復の兆しが見えない状況が続いている。このような状況においては市場で資金を調達することは容易ではないことは明らかであるから、ソニーの経営者は非常に限られた選択肢のもとで意思決定を強いられることになるであろう。このような状況下では当然のことながら、積極的な製品開発などの攻めの経営戦略を取ることは非常に難しく、韓国や中国の会社にますます世界におけるマーケット・シェアを奪われることになるであろうし、日本国内での雇用の減少という面においても大いに危惧するところである。

4. ソニーの資金調達と株主構成

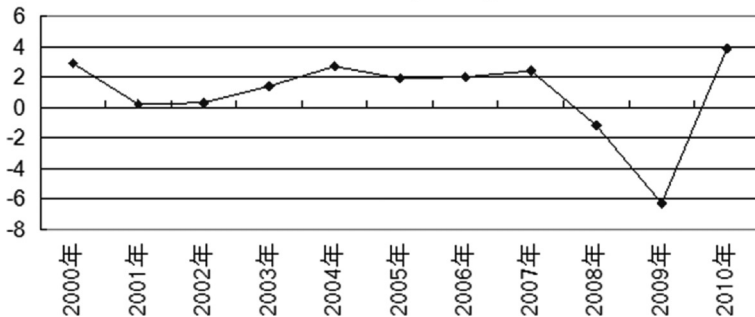
第2図は2000年からの実質 GDP の推移を表したものである。90年代初頭のバブル崩壊以降、日本経済は低経済成長の時代が続いているが、リーマン・ショック後に急激な景気の悪化が訪れていることが、このグラフから読み取ることができる。しかし、その後は政府による積極的な景気拡大策により、2009年を底に急激な回復を示している。他方、第1図に立ち戻っ

大塚：資本市場の変動要因

てみると、日経平均株価については2009年春あたりから回復の兆しを見ることが出来るものの、以前のような株価の水準までには回復していないのが現状である。すなわち、GDPの推移でみる限りでは景気は回復したかのように見受けられるが、資本市場の動きとして見れば、企業は資金調達先を株式市場に見出すには、依然として容易ではないことが明らかである。景気回復についての政府の発表と、民間の人々の景気にたいする感じ方に食い違いが生じているのは、この理由によるものかもしれない。

第2表は過去5年間のソニーの持ち株比率を株主構成ごとに分類したものである。ソニーの関連会社数は国内で44社、海外では実に89社にも及び、本社こそ東京に位置しているものの、まさにグローバル・カンパニーの名

第2図 実質GDPの推移
実質GDP% (前年比)



出所 内閣府の統計資料より作成

第2表 ソニーの過去5年間の持ち株比率 (%) の推移

年度	外国人	金融機関	個人・その他	一般法人	証券会社
2006	52.7	19.8	23.1	3.3	1.1
2007	50.6	21.5	23.3	3.1	1.5
2008	39	25.4	31	3.6	1
2009	45.2	22.8	27.5	3.2	1.3
2010	43.2	23.2	28.5	3.2	1.9

出所 ソニー有価証券報告書より作成

にふさわしい大企業というべきであろう。当然のとながら、持ち株比率の構成は外国人（法人および個人）の割合が4割を超えているところにその特徴があるが、持ち株比率の推移を時系列で見ると、2006年度には外国人の持ち株比率が過半数を超えていたにもかかわらず、年を経るごとにその割合が徐々に低下していることが明らかである。

ここで先の第1表に示されたソニーの損益計算書に立ち戻ると、2007年度の決算期以降は売上高およびそれに伴う純利益の著しい減少が見られるわけであるが、第1図の株価の推移を表す時系列のグラフでは、ソニーのこのような営業成績の不振に伴い下落し続けており、さらにリーマン・ショック後には同社の株価が急落していることがわかる。したがって第2表に示されているように、2008年度における外国人の持ち株比率は39%にまで大きく減少している。すなわち、ソニーの場合に限って言えば、標準的なテキストに書いてあるような安定的な配当政策を維持しても、株価の下落傾向に歯止めをかけることができなかったことは明らかである。さらに、その後も外国人投資家の持ち株比率が少しずつ減少しつつあることから、少なくとも外国人投資家は今後の同社の成長には陰りがあると判断しているものと思われる。

近年、円高の影響もあって邦人企業の海外投資がますます増加していることは、誰の目にも明らかである。株式市場でのソニーの株価の下落は外国人投資家を減少させていることはもちろんであるが、このような低株価のもとでは市場での資金調達が非常に困難な状況にあると言っても過言ではなからう。このような観点において第2表を改めて見てみるならば、外国人投資家の減少に反比例する形で金融機関による持ち株比率が、徐々にではあるが増加傾向にあることが読み取れる。すなわち、海外への展開が増えるにつれて、金融機関の株式保有割合が近年では徐々に増えていることを示している。株式市場が歴史的に十分に発展し、成熟している国での資金調達は容易であるが、発展途上国など資本市場が未成熟な国々では、どうしても国内外の金融機関に資金提供を頼る必要が生じるからであろう。

大塚：資本市場の変動要因

第3表はソニーの過去5年間の資金調達の変移を表したものである。上述したように株主資本による資金調達は円2007年度までは10億円を超える規模で調達されていたのにたいして、2008年度以降は1億円未満の規模に大きく縮小していることがわかる。2008年と言えば、リーマン・ショックが起きた年であるから、先の第1図に示されたように株価が急激に下落しており、それゆえにソニーにとっては株式市場で資金調達が困難な時期に入ったことは明らかである。

他方、ソニーの知名度を利用して調達された社債による資金調達は2008年度に一時的に落ち込んではいるものの、2009年度は今まで以上の規模で調達がなされており、株式による資金調達の不足額を社債の発行で補っていることが読み取れる。また流動負債のうち短期借入金については2008年度の急激な業績の落ち込みの際に、緊急的に多額の借り入れがなされたものの、翌年度以降は、ほぼ以前の水準に戻っていることがわかる。

ここでの結論として、ソニーの資本調達メインは社債が中心となっており、それを補完する形で株式と金融機関からの借り入れが位置づけられている。一般に、株式による資金調達はその後の配当だけの支払いで済むので、資本コストの面から言えば、他の調達手段よりもコストが低いと言えるであろう。しかしながら市場に株式が分散すれば、敵対的なM&Aに

第3表 ソニーの過去5年間の資金調達の推移

年 度	2006	2007	2008	2009	2010
発行済株式総数 増減数 (千株)	1,217	1,546	92	36	65
資本金増減額 (百万円)	2,783	3,668	189	56	99
社債 (百万円)	59,995		37,500	220,000	
流動負債合計 (百万円)	3,551,852	4,023,367	3,810,900	4,059,925	4,126,979
(内 短期借入金)	52,291	63,224	303,615	48,785	53,737

出所 ソニー有価証券報告書より作成

備えて、常に防御の姿勢を保たなければならず、経営者にとってはそのような動きにたいして常に神経を尖らせておく必要がある。特に、中国や韓国の企業には潤沢な資金力を背景にブランド企業の買収に積極的な動きを見せている会社もあるわけであるから、市場に多くの株式が分散する状態は、ビジネス・リスクという観点からも非常に危険である。

他方、社債の場合には市場での企業のブランド力、すなわち知名度があり、倒産の可能性が低いと投資家が判断しさえすれば、容易に調達が可能であり、また金融機関よりも低いコストで資金を調達できるので、結果的に総資本コストを低く抑えることができるという大きなメリットもある。特に、不況下では営業利益の減少は避けられないわけであるから、資金の調達コストの大きさがその企業の存続を左右することは、十分に考えられることである。

ソニーのような知名度のある企業は社債あるいは株式による資金調達が容易であるが、そのようなブランド力のない企業にとっては金融機関からの借入れが、資金調達の大きな源泉であることは、言うまでもない。このような金融機関からの借入れの場合には、企業は様々な財務情報を融資の担当者に提出し、詳細まで至る厳しい質問に答える必要がある。ある場合には、金融機関からその企業の経営について指導と改善を迫られることもあり、時に企業経営者と金融機関との考えが異なる場合も生じる可能性もありうる。なぜならば、金融機関の第一義的な目的は貸し出した資金が全額、回収されることであり、企業経営者の目的はもちろん営業利益の拡大ではあるが、短期的にはマーケット・シェアを重視することも選択肢のひとつであるからである。

企業経営の健全性についての金融機関の役割、特にメインバンクについての議論は80年代後半に盛んに行われたことは、記憶に新しい。当時、経済の活況とともに資金需要が高まり、資金提供者としての金融機関のウエイトが他の資金調達の手段よりも高まった。金融機関は貸し出し先の企業が倒産して不良債権化することを恐れるので、貸し出しに際して融資する

大塚：資本市場の変動要因

企業の財務状態や将来性を厳しくチェックするのが普通である。しかしながら、90年代に入って、いわゆるバブル経済の崩壊を迎えたとき、多くの金融機関が不良債権の処理に苦しんだことから、当時の融資の多くが厳格な審査を経ずに行われたと言われており、多くの金融機関が破たん、または深刻な経営危機に陥ったという事実を忘れてはならない。

いずれにしても、日経平均株価で言えば9,000円台を割り込むような低水準の株価が続いている現在、上場企業が株式市場で資金を調達することは容易ではないので、資金提供者としての金融機関の重要性が増しつつあることは言うまでもない。相次ぐ企業の不祥事を経験してきた日本では外部取締役の導入が積極的に進められてきたが、企業経営を外部取締役と金融機関の相互で二重にチェックするという体制は、資本提供者である株主を保護するという面でも、非常に望ましいことである。

前掲の第3表を2010年度に限って詳細に分類したものが、次の第4表である。株主数で言えば個人その他が圧倒的に多いが、ひとりあたりの保有割合に換算すれば、個人の持ち株数の平均は、他の区分よりも圧倒的に少ないことがわかる。個人の場合には安定株主というよりは、株価の値上がりを目的とした一時的な保有が大半であるから、したがって個々の保有数も少ないのが当然である。彼らは物言わぬ株主の代表的な存在であったが、近年では株主総会で発言する状況も見られるようになってきた。しかしな

第4表 ソニー2010年度の株主区分

区 分	政府及 び地方 公共 団体	金融 機関	金融 商品 取引 業者	その他 の法人	外国法人等		個人 その他	計
					個人 以外	個人		
株主数 (人)	4	213	92	3,904	900	477	692,565	698,155
所有株式数 の割合 (%)	0.01	23.22	1.86	3.25	43.31	0.02	28.33	100

出所 ソニー有価証券報告書より作成

がら、議決権を伴うような重要な審議事項については、いわゆる安定株主への企業側の事前の根回しが行われるのが普通であるから、株主総会の形骸化を根本的に変えるような事態には至っていない。企業経営を株主・監査役・金融機関の三者からチェックするのが理想的な姿であるかもしれないが、現実はいくらのチェック機能が十分に働いているとは言い難いのが残念である。

ふたたび第 4 表に立ち戻ると、外国人の株式保有割合のうち、法人は個人のおよそ 2 倍近くの株主が登録されているが、割合で見ると個人がわずかに 0.02% であるのにたいして、法人は 43% を超える株式を保有していることがわかる。また、外国人を除いた株主数に着目してみると、個人が圧倒的に多いものの、金融機関は金融商品取引業者よりも 2 倍以上多いことが明らかである。外国人等の保有の場合と同じように、個人は短期的な保有がほとんどであろうから、ソニーは金融機関との結びつきが強いことが、この表からも読み取ることができる。

第 5 表は、2010 年度の有価証券報告書から抜き出したソニーの大株主上位 10 社の一覧である。先の議論でソニーの株主には外国人法人が多いことと、金融機関との結びつきが強いことを述べた。この表を見る限りでは投資会社および銀行が列挙されており、第 4 表に示されている株主保有割合から推察された議論と一致している。2010 年度の有価証券報告書によれば、ソニーの発行済み株式数は、およそ 10 億株であるが、第 5 表に示されている保有割合を見る限りにおいて、どの会社も過半数に達しておらず、株式が市場に分散していることがわかる。

株主主権という言葉があるが、企業経営の健全性をチェックするうえで、株主総会は重要な役割を果たすわけであるが、このように分散した状況においては、ある特定の会社の要望が株主総会において可決される可能性は非常に低いと考えられる。逆に会社側の立場になって考えると、その年度の企業経営にたいして株主の承認をもらうには、事前に非常に多くの株主に根回しをしておく必要があるであろう。しかしながらソニーの場合には

大塚：資本市場の変動要因

第5表 ソニー2010年度の大株主上位10社

氏名又は名称	住所	発行済株式総数に対する所有株式数の割合 (%)
Moxley and Company (常任代理人 (株)三菱東京 UFJ 銀行)	アメリカ・ニュー ヨーク	8.21
日本トラスティ・サービス信託銀行(株)	東京都	6.21
日本マスタートラスト信託銀行(株)	東京都	4.71
State Street Bank and Trust Company (常任代理人 香港上海銀行)	アメリカ・ボスト ン	2.13
SSBT OD05 Omnibus Account — Treaty Clients (常任代理人 香港上海銀行)	オーストラリア・ シドニー	2.06
日本トラスティ・サービス信託銀行(株)	東京都	1.77
JPMorgan Chase Bank 380055 (常任代理人 (株)みずほコーポレート銀行)	アメリカ・ニュー ヨーク	1.68
Mellon Bank, N. A. as Agent for its Client Mellon Omnibus US Pension (常任代理人 (株)みずほコーポレート銀行)	アメリカ・ボスト ン	0.96
State Street Bank West Client — Treaty*3 (常任代理人 (株)みずほコーポレート銀行)	アメリカ・クイン シー	0.89
State Street Bank and Trust Company 505225 (常任代理人 (株)みずほコーポレート銀行)	アメリカ・ボスト ン	0.88
計		29.5

出所 ソニー有価証券報告書より作成

株式の所有が広く分散しているわけであるから、持ち株に換算して過半数の株主の同意を事前に得るのは非常に困難である。

企業経営におけるその年度の様々な意思決定にたいして株主総会で次々と質問が相次ぐならば、株主総会は大変に時間のかかるものとなるかもしれない。先の第1表に示されるようにソニーは純利益が赤字であっても、

毎年度、必ず一定額の配当金を支払っており、このような配当政策は株式総会において株主の不満を和らげるのに役立っているものと思われる。ソニーがさらに果たすべきは株価を現在の水準よりも上げることであるが、第 1 節で議論したように株価はその企業に特有のファクターだけで乱高下するのではなく、国内および海外の情勢や、ある場合には自然災害にでさえ左右されるので、一口に株価の極大化とは言っても、それを達成するのは容易ではない。特に、ソニーのような典型的なグローバル企業では、なおさらのことである。

5. む す び

本稿では資本市場、特に企業の重要な資本調達手段のひとつである株価の動きについて議論を進めてきた。

第 2 節では、株価変動モデルの推移について議論した。企業の財務担当者にとって、一般にできるだけ低いコストで設備投資の資金を調達することが必須条件であるが、資金調達手段のひとつである株式について言えば、市場の動きを予測することは、企業経営者にとっても投資家にとっても、大きな関心事のひとつである。株価についての非統計学的な理論では、1株あたりの配当金の大きさによって株価が決定されるとしているが、これに CAPM で用いられたリスク・プレミアムの概念を取り入れるならば、より現実の市場の動きを正確に説明するのに役立つ。期待収益率の変動幅は正規分布よりは、むしろベキ分布に従うというのが最近の研究によって明らかになりつつある。しかしながら現実の株価の動きを考えると、それは対象となる企業の経営内容だけでなく、政治・経済・世界情勢など、多くのファクターの影響を受けて変動すると考える方が、より適切である。たとえばそれは線形の一次式の形で表わされるかもしれないが、これを導き出すのに用いる統計数値はすべて過去のものであるから、将来もそのような傾向が続くとは限らない。

第 3 節では、ソニーの株価の動きについて、同社の有価証券報告書をも

とに議論を進めた。グローバル企業の一員であるソニーの売上は、リーマン・ショック以後は悪化傾向に陥っている。この原因は長引く不況と、韓国や中国で生産された低価格の製品にマーケット・シェアを徐々に奪われた影響が大きい。ソニーの配当政策は純利益の増減にかかわらず、一定額の支払いを継続していることが特徴である。このような配当政策は安定株主にたいする配慮から長年維持されてきているように考える。このような安定株主の存在は、株主総会の形骸化を生じる可能性を大きく抱えており、安定株主といえども資本を提供している立場として、企業経営の健全性を保つために株主総会において物を言う株主であるべきであると思われる。このような視点から現実的には外部取締役の重要性を改めて認識しなければならないことは、言うまでもない。同社の株価はリーマン・ショック以降、マーケット・ポートフォリオである日経平均株価の動きと、ほぼ同調しているような傾向が見られるが、2011年10月28日時点でのベータ値が0.86であるところから、経済の動向にたいして日経平均よりも少しばかり緩やかに反応しているようである。

第4節では、ソニーの資金調達と株主構成について議論した。実質GDPはリーマン・ショック後の政府による積極的な景気拡大策により、2009年を底に急激な回復を示している。他方、日経平均株価については2009年春あたりから回復の兆しを見ることができものの、以前のような株価の水準までには回復していない。同様に、ソニーの株価もリーマン・ショック後に急落しており、これに合わせて、外国人投資家の持ち株比率が少しずつ減少しつつある。これにたいして、金融機関の株式保有割合が近年では徐々に増えており、同社と金融機関との結びつきが強くなり始めていることが読み取れる。ソニーの過去5年間の資金調達については社債が中心となっており、それを補完する形で株式と金融機関からの借入れが位置づけられている。日経平均株価で言えば1万円を割り込むような低水準の株価が続いている現在、上場企業が株式市場で資金を調達することは容易ではないので、資金提供者としての金融機関の重要性が増しつつある。企業

経営を株主・監査役・金融機関の三者からチェックするのが理想的な姿であるかもしれないが、現実には安定株主への企業側の事前の根回しが行われるのが普通であるから、これらのチェック機能が十分に働いているとは言いがたい。

日本経済について言えば、震災により壊滅的なダメージを受けた東日本の復興のために、住宅および建設関連において堅調な株価の上昇が見られるものの、ヨーロッパ、米国そして新興国の経済が停滞し始めており、これらがどのように国内経済に影響を及ぼすのかが、今後は企業経営者にとって重要な関心事となるであろう。このような状況において、世界の動きをよりグローバルな視点で捉えることが、ますます重要であると思われる。

参 考 文 献

- 1 石部真人 他、『下方リスクと上方リスクのリスク・プレミアム』、証券アナリスト・ジャーナル、Vol. 49, No. 6, 証券アナリスト協会, 2011年6月, pp. 82-89.
- 2 井村喜代子、『世界的金融危機は続いている』、経済, No. 186, 新日本出版社, 2011年3月, pp. 93-111.
- 3 太田珠美、『東日本大震災の社債市場』、月刊資本市場, No. 314, 資本市場研究会, 2011年10月, pp. 44-53.
- 4 河音琢郎、『アメリカ資本主義と財政危機』、経済, No. 186, 新日本出版社, 2011年8月, pp. 16-27.
- 5 川橋仁美、『リーマン・ショック後の国際的な規制緩和の流れ』、月刊資本市場, No. 313, 資本市場研究会, 2011年9月, pp. 21-28.
- 6 朽木昭文, 古橋 元、『第三次石油ショックと食糧価格の大暴落?』、世界経済評論, Vol. 52, No. 10, 2008年10月, pp. 35-38.
- 7 紺井博則、『現在の円高問題を考える——金融・経済危機の中で翻弄される円相場』、経済, No. 184, 新日本出版社, 2011年1月, pp. 127-137.
- 8 酒井啓子、『アラブの春から見えてくるもの——中東の政治情勢を考える』、経済セミナー, No. 661, 日本評論社, 2011年8・9月, pp. 49-54.
- 9 柴田明夫、『原油100ドルの意味するもの』、世界経済評論, Vol. 52, No. 4, 2008年4月, p. 5.
- 10 鶴田満彦、『日本経済の急速な変化をどうみるか』、経済, No. 166, 新日本出版社, 2009年7月, pp. 55-66.

大塚：資本市場の変動要因

- 11 友寄英隆, 『日本経済の現局面をどうみるか——2008/09年世界恐慌と日本資本主義』, 経済, No. 167, 新日本出版社, 2009年8月, pp. 13-39.
- 12 徳重昌志, 『日本経済——いびつな景気回復』, 経済, No. 185, 新日本出版社, 2011年2月, pp. 33-53.
- 13 中島尚紀, 『米国証券業界の株式市場の魅力回復への試み』, 月刊資本市場, No. 308, 資本市場研究会, 2011年4月, pp. 32-39.
- 14 萩村 武, 『原油急騰の異常——石油市場とファンド』, 経済, No. 155, 新日本出版社, 2008年8月, pp. 35-38.
- 15 増田正人, 『アメリカ景気回復の実態と金融政策』, 経済, No. 185, 新日本出版社, 2011年2月, pp. 25-30.