

# 財務管理と機関投資家

## Financial Management and Institutional Shareholders

金子 昭\*

Akira Kaneko

株主の最大勢力が個人株主から機関投資家に変化した結果、財務管理の実務に与えた影響について、典型的なイギリスで考察する。スティブルドンは、機関投資家の介入領域に関して、面接調査を実施し、株主権と M&A 関連の項目を抽出した。収集した事例は、機関投資家それぞれが、投資先の企業価値極大化やコーポレート・ガバナンスを求めるのではなく、自らにとっての現実資本の最大限の獲得を実現するために競争している証左である。

キーワード：財務管理、機関投資家、コーポレート・ガバナンス、株主権、イギリス

### I. 問題提起

コーポレート・ガバナンスは、英米の企業経営について、社会的に関心をもたれているシステムであるが、近年、株主の最大勢力が個人株主から機関株主に変化したことにより、その関連が注目されている。その典型的な認識は次のようなものである。

アメリカにおける機関投資家の主な役割は、「第一に取締役会のメンバーを選任・監視し、次に取締役が経営陣を監視し経営者にインセンティブを与えて、会社と株主の利益を最大化するという目的を達成できるようにさせるもの」と考えられる（小島、p176）としている。「機関投資家は、受託者責任を背景とした企業価値極大化を目的とし、コーポレート・ガバナンスの構築を企業側に一貫して求めている。」（小島、p179）とも表現している。

このように、コーポレート・ガバナンスの論述では、機関投資家の目的は、「企業価値極大化」とであるとされている。

従来から、経営財務論ないし財務管理論の基本的枠組みとして、「株主の利益最大化が企業の目的である」（若杉、p15）とされている。ここでは、個人株主と機関株主との区別はなく、いわば、株主一般の利益最大化が企業の目的とされていることに、注意しておいてほしい。

財務管理論で前提とする企業目的は、「企業価値極大化」である。コーポレートガバナンスの論者は、これは株主一般の目的でなく、機関投資家の目的であるとしている。個人株主と機関株主は目的が一致するのであろうか？

財務管理論の教科書は、「株主利益最大化の強みとは何であろうか。それは目的が単一で行動の

基準が明確であることの強みである」(若杉、p14)と記述している。この論理の流れから、「株主の利益を最大化する」あるいは、「企業価値最大化」ということで、機関投資家たちは、議決権行使を一元化・単純化できるはずである。

ところが、「同じ銀行に口座を持つ複数の機関投資家による議決権行使を行う場合は、議決権行使に不一致が見られる場合も多々ある。」(小島 p179)と述べている。

コーポレート・ガバナンス論で、機関投資家たちは、単一の目的を持つと論述されているにもかかわらず、現実には、なぜ、単一の行動ができないのか？

このような問題提起から、本稿では、機関株主相互の利害対立を分析する。

さらに、機関投資家の役割を研究対象とするのであるから、世界で最も機関投資の比重が高い国において、その典型的な行動様式の分析をすれば、後に続く国の将来の機関投資の姿を予想できる。

よって、本稿は、イギリスで実施された実態調査を展望することにより、機関投資家が財務管理に与える影響について考察する。

## II. 機関投資家の介入領域

小島大徳氏は、アメリカのみならず日本の機関投資家のスタンスを次のように描写している。日本における「機関投資家が、会社の利害関係者をどのように見ているかを、図表1を基にして検討すると、上位から1位『株主(36%)』、2位『経営者(36%)』、3位『顧客(14%)』、4位『従業員(12%)』となっている」(小島：p172)。

ここでは、機関投資家の役割は、経営学の標準的テキストにおける経営者の役割の記述に、そっくりである。

経営学の研究対象は企業であり、その典型的な企業形態は株式会社である。株式会社の経営の最高意思決定は、株主総会で一株当たりの議決権による多数決によって決定される。工業の発展に伴う大量生産に必要な固定資産を購入するために、株式会社は莫大な数の株主たちから出資を求めようになった。株式所有の分散化により、株主総会で最大株主といえども、株式所有比率が低下し、5%以下になった。この結果、株主総会で現行経営者の任免を左右することが株主にできなくなり、経営者は自己永続体になった。私有財産制にもとづく株主からの利潤追求の要請から解放された経営者は、会社を取り巻くすべての利害関係者の利害調整者になった。これが、バールとミーンズの経営者支配論の骨子である。

近代株式会社に経営者支配が成立しているとなれば、すでに経営者は利害調整者として社会的に機能しているのであるから、さらに、機関投資家が経営者に利害調整を要求するというコーポレート・ガバナンスを構築するというのは、まさに、屋上、屋を架すということである。コーポレート・ガバナンス論者は、経営者は利害調整者として機能しないと断言して、経営者支配論を否定した後でなければ、機関投資家によるガバナンスを主張できない。(伊藤：p1)

バールとミーゼの経営者支配論では、株主は、私有財産制に基づいて、利潤を追求するスタンスを取ると想定されている。ところが、コーポレート・ガバナンス論では、株主でありながら機関株主は、一転して、利害調整者と想定されている。この認識の食い違いも正さなければならない。

財務管理論の教科書は、これらの論理矛盾を、巧妙に回避しているかのように見える。「株主はすべてのステークホルダーと取引した後の残余利益を最大化しようとしなければならない。」(若杉：p11) だが、利害を主張する者が、利害関係の調整者である、という記述は、国語として、誤っている。利害関係者でない第三者が、利害関係者の調整者でなければならない。すべての利害関係が調整された後に、株主が利害を主張しても、調整結果は覆らない。要するに、株主は、利害を主張する機会を逸しているのである。

経営者支配論と、コーポレート・ガバナンス論と 財務管理論との、この論理的不整合を解明するためには、現実を正確に把握する必要がある。

現実には、機関投資家は、どんな財務目的から、議決権を行使しているのであろうか？ この解明のために、イギリスでの機関投資家のコーポレート・ガバナンスに関する実態調査を考察する。

## 1. どんな財務目的から経営者を任免するか

イギリスでの機関投資家とコーポレート・ガバナンスが公式に問題視され始めたのは、『ウイルソン委員会報告』(1980)であるが、それに先立って、プリストンとドビンスの共著『機関投資家の成長と影響』(1978)が出版されている。本稿に着手するに当たり、CiNii 文献検索によって「イギリス」「機関投資家」のキーワードで検索した結果、16件が該当し、『ウイルソン委員会報告』に日本で始めて言及したのは東京証券研究所(1980)であり、プリストンとドビンス共著『機関投資家の成長と影響』に嚆矢を放ったのは、拙稿(1984)であることを知った。その考察では、機関投資家とコーポレート・ガバナンスに関して、アメリカでの SEC 機関投資家調査(1971)とメトカーフ委員会調査に触発されて、プリストンとドビンスがイギリスについて調査したこと、そして、イギリスはアメリカよりはるかに機関投資が発展していることを、述べた。

その後、代田 純：「80年代イギリス機関投資家の成長と投資行動」、川内 克忠：「イギリスにおける機関投資家とコーポレート・ガバナンス」、浦野 倫平：「イギリス機関投資家とコーポレート・ガバナンス」、三和 裕美子：「機関投資家のコーポレート・ガバナンスにおける意識と役割」、斉藤美彦：「イギリスの貯蓄金融機関と機関投資家」、矢口 義教：「イギリスにおけるコーポレート・ガバナンスの展開」、安部 悦生：「イギリスにおける機関投資家とコーポレート・ガバナンス」が発表された。これらの労作は、機関投資が世界で最も発展したイギリスで機関投資家が議決権を行使している実態を明らかにし、後塵を拝す日本の機関投資家とコーポレート・ガバナンスの構築に多大の貢献をしている。だが、これらは、機関投資家は、どんな財務目的から、

そのように議決権を行使しているのであろうか、という疑問には、十分に答えてはくれていない。よって、本稿によって、この分野の研究に補充を加えたい。考察の順序は次のようなものである。

イギリスで機関投資家の役割について調査するために、議事に設けられたウイルソン委員会は、「会社のパフォーマンスに機関投資家が積極的に関心を抱くことが望ましい」としている。しかし、会社のパフォーマンスといっても、あまりに漠然としており、その具体的内容を問わねばならない。

次の考察の段階として、どんな財務目的から、議決権を行使するかを問題にする。その際、経営者の任免権に関係するものと、財務目的とを峻別する必要がある。

これは、国会議員の選挙と、国民投票とを区別することに似ている。たとえば、郵政選挙といわれても、実際は、小泉内閣に対する人気投票でもなく、政党名と一候補者の名前を投票用紙に記入するしかない。当選した場合に候補者がとると予想される行動に期待して、候補者を選択するのである。有権者が期待している候補者の行動とは、補助金交付であったり、新幹線停車であったり、公共事業の発注であったりする。候補者の人気の実態は、その候補者が有権者にもたらす反対給付としての権益である。

換言すれば、有権者の目的は、候補者が有権者にもたらすと期待する権益であり、選挙権の行使は、その目的を達成するための一つの手段でしかない。

株主総会に臨む株主の目的は、経営者が株主にもたらすと期待する権益であり、経営者の任免のために株主総会で議決権を行使することは、その目的を達成するための一つの手段でしかない。このような理由で、経営者の任免権に関係するものと、それ以外のものを峻別するべきなのである。

経営者の任免権に関連するものとは、経営者報酬、経営者へのストック・オプションなどをさす。経営者が株主にもたらすと期待する権益が、期待したほどには充分ではなかったり、未実施だった場合、株主は、経営者を罷免するに至らずとも、その督促のために経営者にストック・オプションを与えたり、報復のために経営者報酬を削減するのである。

イギリスでマスコミの注目を集めた事例がある。1991年、巨大保険会社ノリッジ・ユニオンが、テイス社の創業者をCEOの地位から退陣させたが、その後、創業者は自らに近いCEOを選任するとともに投資銀行を味方につけて反撃に転じた。結果は、保険会社の勝利に終わったが、6万ポンドにも上る弁護士費用など、「大きなエネルギーと費用を費やした苦い勝利であった」（安部：p18）。日本において民事事件の弁護士報酬は、「事件の経済的な利益の額が300万円を超え」る場合、10%プラス18万円である。これから類推すれば、保険会社の得た経済的利益は60万ポンド以上もあることになる。「争いの焦点はテイス社の低収益性よりもCEOに支払われた高額な報酬であった」というには、多大すぎる費用とエネルギーであるから、保険会社の目的には別の権益が絡んでいると考えざるを得ない。

さらに、国政選挙結果として、政権をとった与党と敗退した野党が峻別されるように、経営者の任免に成功する株主と、それに敗退する株主がいることにも注意していただきたい。

投資家は、社外取締役として取締役会に列席することがありうるとしても、社長の座そのもの、社長の受け取る報酬を狙うのではない。支配株主たとえば過半数株所有者は、株主総会で最大の議決権を行使することにより、経営者の任免権を保持している。経営者の任免権を背景にして、支配株主は、それが期待する権限の実行を、経営者に迫るのである。株主は、利潤を追求するスタンスであるが、過半数株所有者は、支配の成果として、他の株主よりも、圧倒的に大きい各種の権益を獲得するのである。

機関投資家がかかる支配株主であることの論証は、本稿の引用文献の目録に示したように、すでに過去の拙稿で明らかにしているので、参照していただきたい。(金子：1986,1988,1990)

まず、三和氏の労作である PIRC 調査の紹介を手がかりとして、支配株主である機関投資家は、具体的にどんな財務目的から、議決権を行使するか、を考察する。

## 2. PIRC 調査

三和氏は、「機関投資家のコーポレート・ガバナンスにおける意識と役割——イギリスにおける株主議決権行使の現状——」という論題で労作を発表された。その中で、Pension and Investment Research Consulting LTD: 略称 PIRC) が顧客である年金基金に提言した内容と、「イギリス企業における株主議決権の行使状況」という調査を紹介されている。

PIRC 調査は、1993 年から企業に書面で議決権行使状況を問い合わせるという方法で行われた。三和氏は、株主総会での『反対』票と『棄権』票は、株主の関心の高さを示す指標と考えられる』(三和：p19)としている。

三和氏は、棒グラフによって 1998 年 PIRC 調査の紹介をされているが、これを基にさせていただき、私は以下のように、株主総会の議案の内容を、それらに対する反対票および棄権票の比率の多い順に列挙することにする。すなわち、株主の関心の優先順位を示そうとするのである。

- 1 位、長期報酬計画 LTIP (Long Term Incentive Plans)
- 2 位、役員に対するストック・オプション計画 ESOS ( Executive Share Option Schemes ((翻訳のまま；Schemes のミスプリントと思われる-----筆者))
- 3 位、執行役員および非執行役員の選出 Directors
- 4 位、株式配当 Scrip Dividends
- 5 位、優先株および普通株の発行 Pre-em & Cash
- 6 位、監査役の指名 Auditors
- 7 位、自社株買い Repurchase
- 8 位、普通株の発行 Shares for cash
- 9 位、従業員に対するストック・オプション計画 SAYE Scheme ( save—as—you-earn share option schemes )

10 位、定款変更 Articles

11 位、会計報告の承認 R&A ( Report & Account )

12 位、優先株式の発行 Pre-emption

13 位、配当政策 Dividend

なお、PIRC 調査において、1996 年の同調査では、第 4 位に、従業員に対するストック・オプション計画 SAYE Scheme ( save—as—you-earn share option schemes ), 5 位、定款変更 Articles、6 位、優先株および普通株の発行 Pre-em & Cash、7 位、株式配当 Scrip Dividends が順位を繰り上げていた。

三和氏の研究を検討すると、まず、第 4 位の Scrip Dividends を「株式配当」と翻訳されているが、第 13 位の「配当政策」との違いが不明瞭になる。これは、現金支払いによる配当と区別するために、株券配当もしくは、株式の無償交付と翻訳するべきである。

第 5 位の Pre-em & Cash は、「優先株および普通株の発行」ではなく、新株引受権発行（株主割当）と時価発行と翻訳するべきである。優先株とは、preference share であるからである。

同様に、第 8 位、Shares for cash も、「普通株の発行」ではなく、時価発行と翻訳するべきであるし、第 12 位の Pre-emption も、「優先株式の発行」でなく、新株引受権発行（株主割当）と翻訳するべきである。

訂正を済ませて、本書の冒頭で述べたように、どんな財務目的から、経営者の任免および経営者の報酬を決めるかという問題を提起して、この関係事項を除くと、順位は次のようになる。

1 位、株券配当 Scrip Dividends

2 位、新株引受権発行（株主割当）と時価発行 Pre-em & Cash

3 位、自社株買い Repurchase

4 位、時価発行 Shares for cash

5 位、従業員に対するストック・オプション計画 SAYE Scheme ( save—as—you-earn share option schemes )

6 位、会計報告の承認 R&A ( Report & Account )

7 位、新株引受権発行（株主割当）Pre-emption

8 位、配当政策 Dividend

以上の操作を加えることにより、残ったのは、5 位と 6 位を除けば、財務的権益であることが浮き彫りになる。株主の関心の高さは、経営者の任免を介して、これら 6 種の財務的権益を追求することにある、ということが強調できる。

だが、先に引用したように、三和氏は、『『反対』票と『棄権』票は、株主の関心の高さを示す指標と考えられる』としているが、『機関株主』の関心の高さとは記述していない。したがって、これが機関投資家の議決権行使状況を例証しているのか、株主一般の議決権行使状況なのかは、

三和氏の文章から、私は判読できない。

仮に、株主一般の議決権行使と機関株主の議決権行使を峻別して、会社が回答するとしたら、きわめて煩雑な票読み作業を経なければならない。株主登録名簿から膨大な数の株主を、個人株主か機関株主に、種別化する作業が、まず、必要であるからである。現実には、この作業が実行されたとは考えられない。

残念ながら、この資料は、機関株主の議決権行使の財務的目的を推定する資料としては、不十分である。

### 3. スティブルドン説

1993年9月から10月に、スティブルドン (Stabledon) が、機関投資家の介入領域 areas of involvement に関して、機関投資家に面接調査を実行した。それは、ロンドン、エディンバラ、グラスゴー、およびノリッジにおける17の投資管理会社のチーフ・エグゼクティブかファンド・マネジャーとの面接による方法で行われた。これらの投資会社は、イギリスの株式市場の上場株の25%の価値を管理下に置いていた。また、彼は、機関投資家自主規制団体 ISC, ABI, NAPF, AITC, および PIRC の幹部にも、聞き取り調査をした。

これらの理由から、この調査は、機関投資家の行動様式を考察するために、最適の調査である。

スティブルドン (Stabledon) が、機関投資家の介入領域 areas of involvement として、列挙したものは、次の18項目である。

株主先買権、非議決権株式、割増配当金、大型取引／買収、自社株買入消却、企業買占め、入札前の買収防衛、買収時の公平な対応、財務情報の開示、企業の資金管理政策、研究開発支出の開示、会計監査人との監査以外のリレーションシップの開示、監査パートナーのローテーション、インサイダー取引、取締役の選任と解任、取締役会の構成と制度、役員報酬と任用契約、株主総会関係法規 (チャーカム／シンブソン、p233)

これらは、どのような意義で配列されているだろうか？

私には、これらが羅列されているとしか考えられないので、次のように整理する。

- |          |             |
|----------|-------------|
| 株主権の項目：  | 1.株主先買権     |
|          | 2.非議決権株式    |
|          | 3.割増配当金     |
|          | 4.自社株買入消却   |
| M&Aの項目：  | 5.大型取引／買収   |
|          | 6.企業買占め     |
|          | 7.入札前の買収防衛  |
|          | 8.買収時の公平な対応 |
| 株価情報の項目： | 9.財務情報の開示   |

## 10. 企業の資金管理政策

### 11. 研究開発支出の開示

取締役の任免権の項目：12. 会計監査人との監査以外のリレーションシップの開示

13. 監査パートナーのローテーション

14. インサイダー取引

15. 取締役の選任と解任

16. 取締役会の構成と制度

17. 役員報酬と任用契約

18. 株主総会関係法規

以上のようにスティブルドン説に基づいて整理すれば、機関投資家の介入領域とすべき項目は、財務的権益としての、株主権に関する4項目と、M&Aに関する4項目であり、それに関する情報開示を要求する3項目であることが、解明できた。次章では、これらの財務的権益をめぐって、機関投資家それぞれが、利害対立の競争をすることを実証する。

## Ⅲ. 機関投資家間の財務的利害の対立

財務管理論の教科書では、「発行済み株式数を一定とすると、株主の富の最大化は、株価最大化と同じである。よって、企業価値の最大化は、株価極大化と同じであることを意味する。」(若杉：946)とされる。また、「株主利益最大化の強みとは何であろうか。それは目的が単一で行動の基準が明確であることの強みである」(若杉、p14)と記述している。この論理の流れから、「株主の利益を最大化する」あるいは、「企業価値最大化」ということで、機関投資家たちは、議決権行使を一元化・単純化できるはずである。

ところが、「同じ銀行に口座を持つ複数の機関投資家による議決権行使を行う場合は、議決権行使に不一致が見られる場合も多々ある。」(小島p179)と述べている。

コーポレート・ガバナンス論で、機関投資家たちは、単一の目的を持つと論述されているにもかかわらず、現実には、なぜ、単一の行動ができないのか？ このような問題提起から、本稿では、機関株主相互の利害対立を分析する。

現実には、特定の株主が、その状況に即して、配当政策に介入したり無視したり、自社株買いを要求したり無視したり、M&Aを推進したり阻止したりする。したがって、機関投資家たちは、株価という擬制資本を極大化すること自体を目的にしているのではない。

本章では、イギリスで機関投資家それぞれが、自らにとっての現実資本の最大限の獲得を実現するための競争をしていることを例証する。

さらに、機関投資家相互に利害が対立するのであるなら、機関投資家と個人株主間にも利害の対立がありえること、個人投資家相互にも利害の対立があることは、当然である。同様に、個人投資家は配当を要求し、機関投資家は内部留保を要求するといったステレオタイプの主張は、実

態を無視しているのである。

これらの利害の対立を、チャーカムとシンプソンの共著、奥村有敬訳：「株主の力と責任：『英国流コーポレートガバナンス』を問う」の論述から、具体的に考察する。

### 1. 機関投資家の権力の大きさ

イギリスにおける機関投資家の権力の大きさは、チャーカム／シンプソンによって、次のように描写されている。「やがて英国上場企業の発行している株式の半分が、わずか 30 人から 40 人のファンド・マネジャーの手にゆだねられることになってしまうであろう。このような影響力の強い人たちには、ぜひ説明責任を負ってもらわなければならない、というのが本書の基本テーマである。」（チャーカム／シンプソン：p15）

### 2. 機関投資家の意見の不一致

イギリスの機関投資家相互には、意見の不一致が見られる。「各協会間とおよび協会内部の加盟企業間には取り組みスタンスの違いもあり、意見の不一致も見られた。たとえば、株式オプション・スキームでは、・・・業績の目標基準を実質利益 2% と設定したが、後者は賛成せず、株価の上昇を基準として選択・・・。長期的奨励スキームについても意見対立が続いた。」（チャーカム／シンプソン：p234）

### 3. 機関投資家相互の権益争い

機関投資家が行動を起こす目的は、その成果として、受け取る権益があるからである。しかし、「イングランド銀行は、・・・気がついてた。機関投資家が企業経営への介入に積極的でない理由は、コストが集中的にかかる反面、受け取る利益が自らに集中せずに拡散する（競争相手に‘ただ乗り’される）からだと理解されていた。・・・最終章で取り上げるように」、協調行動に賛成したくないという多くの反対理由があった・・・。」（チャーカム／シンプソン：p237）

### 4. 機関投資家によるインサイダー取引の正当化

機関投資家が、他の機関投資家に権益を横取りもしくはタダ取りされたくない、権益の取り合いの競争をしていることが、以上の論述で明らかになった。

さらに、機関投資家と個人投資家との間に、このような利害対立があるかどうか検討しよう。「市場システムがもともとと不平等にしかできていないということがわかる。小規模個人株主が、5%もの大量株式を所有する保険会社と同じ条件で経営者に面談できる機会はまったくない。」（チャーカム／シンプソン：p244）

機関投資家は、株主総会で議決権行使をするというあからさまな支配の行使だけでなく、日常的に機関投資家は経営者に面談して、情報の提供を受けるとともに、意思表示をする機会をもう

けているのである。

先に整理したように、スティブルドンが、機関投資家の介入領域として、掲げた例証は次のようなものであった。

- 株価情報の項目： 9.財務情報の開示、  
10.企業の資金管理政策、  
11.研究開発支出の開示、

その結果、インサイダー取引という嫌疑をかけられたとしても、意に介さないのである。インサイダー取引と認定されたとしても、呵責の念は皆無であり、正当化して、民事上の救済で対応しようとしている。「機会利益の喪失であれ、実損の発生であれともに金銭上の影響を受ける。・・・民事上の救済は刑事上のそれよりもむしろ適切であると思う。」(チャーカム/シンプソン：p245)

なお、念のため、チャーカム/シンプソンの結論は、拙稿の主張とは反することをお断りしておく。

彼らは、イギリスにおいて、機関投資家の権力の大きさが、経済にインパクトを与えている事態を、極めて楽観的に考えている。「機関投資家は自らの権力の大きさについてよくわきまえており、その乱用によって批判をこうむらないよう充分気を配っている」(チャーカム/シンプソン：p2)。「機関投資家はその潜在権力を乱用することについて心配は要らない。」(チャーカム/シンプソン：p328)

さて本論に戻ると、このように機関投資家相互、機関投資家と個人投資家が、それぞれ利害対立していることが現実の姿であるが、どのような権益をめぐる対立なのかを、具体的に考察しよう。

## 5. 株主権をめぐる財務的権益の対立

チャーカム/シンプソンの翻訳書は、スティブルドンの調査に言及している。以下、前章で、私が整理した順に機関投資家の介入領域を考察するが、整理する根拠も、チャーカム/シンプソンの翻訳書の誤訳の訂正も含めて、論述の中で明らかにする。

まず、私が、株主権の項目として抽出した項目は、「1.株主先買権、2.非議決権株式、3.割増配当金、4.自社株買入消却」であるが、誤訳を訂正しながら、以下の4項目について、考察する。

### a. 新株引受権

Pre-emption rights が原語であるが、「株主先買権」と訳すよりは「新株引受権」と訳すほうがよい。

「新株引受権は、1990年代に、機関投資家の圧力により、証券取引所の上場条件として導入さ

れた。」Investment Protection Committees IPCs, British Insurance Association, NAPFなどがその機関投資家自主規制団体である。ついで、ヨーロッパ共同体も、この原則を取り入れていた。

ところが、1986年に、ABIおよびNAPF ICsの圧力により、海外投資家に対して、この原則の除外が、証券取引所で承認された。さらに、新株引受権の非適用は、普通株発行の年間5%以内まで、連続3年間で普通株の7%以内、いずれも普通株の市場価値の5%以内まで、容認されるようになった。

機関投資家のこの行動様式の理由は、次の3点である。

- 新株引受権は、機関投資家の持分権益の希釈化 equity interest from dilution に対する防衛策として、機関投資家から主張された。
- 機関投資家による救済的な株主割当発行 rescue right issue の手段となる。
- 機関投資家による経営者への影響力の維持のためである。(Stabledon: pp.56—58)

この事例のように、機関投資家は、新株引受権にめぐる権益を主張している。

さらに、機関投資家の行動様式に関して、私が指摘したいことは、新株引受権の制限さらに剥奪は、株主間に権益の差異を生じさせることにある。株主は次のように、大きく分類して、3グループに分裂するのである。

第一グループとしては、新株引受権を行使して、既得権益を維持する機関投資家、

第二グループとして、新株引受権から排除されて、既得権益を減退させられる機関投資家、

第三グループとして、始めから、このような権益を与えられない、新規に参加する機関投資家および個人投資家である。

この事例のように、機関投資家は、会社の配当政策に重大な利害関係を持っていて、関心が高い。機関投資家それぞれが、現実資本の最大限の獲得を実現するための競争をしている証左である。

#### b. 無議決権株

無議決権株 Non-voting share の発行を容認するか否かは、ジェンキンス委員会 Jenkins Committee で、大きく意見が割れた。保険会社とインベストメントトラスト代表として出席したブルーデンシャル保険 Prudential Assurance は、無議決権株式を規制することを主張した。委員会は、結局、無議決権株を禁止する決定はしなかった。

しかし、ロンドン証券取引所では、機関投資家の圧力に屈して、1992年から1994年の間、無議決権株式の上場の例はまったくなかった。他のヨーロッパ諸国に比較して、イギリスでは、無議決権株式の比重はきわめて低いことも、機関投資家の圧力の大きさの証左である。(Stabledon: pp.58—59)

このように、機関投資家は、会社支配の手段として、議決権に固執していることを、私は強調する。

### c. 株券配当

1993年の法人税改正を契機に、株券配当 enhanced scrip dividends が一挙に増加した。株券配当の価値は、現金配当の価値よりも50%増しであるとされた。現実には、株主のなかには、配当された株券を直ちに売却して、多額の現金を獲得できたものがいた。しかし、株券配当は、現金配当であつたら減配に陥ると思われる会社においても、これを免れる手段として実行された気配があつた。(Stabledon : p.p.59—60)

これに対して、機関投資家のとつた態度としては、ABI IC がイギリス産業連盟 Confederation of British industry などの産業団体と交渉を持ったことから開始された。当面の法人税改正への対処にとどめ、今後は継続しないよう申し入れたのである。さらに、機関投資家団体は、議会に対して、広範なロビー活動を展開した。

この事例のように、機関投資家は、会社の配当政策に重大な利害関係を持っていて、関心が高い。機関投資家それぞれが、現実資本の最大限の獲得を実現するための競争をしている。(小林 : p 189)

ところで、財務管理論の教科書によると、「株式配当 (stock dividend)・・・は、株式分割 (stock split) の一形態とされている。・・・株式分割は、株主の経済状態に影響を与えない。・・・株式分割は、株主にとっては、無差別なもの、行っても行わなくてもよいもの、ということになる」(若杉 : p 149) としている。

財務管理論の教科書と機関投資家の実務は、正反対ないし食い違いを、見せている。現実の世界では、教科書の世界と違って、株券配当は、株主間の経済状態に利害対立を生じさせるのである。スティブドロンが指摘したように、「現実には、株主のなかには、配当された株券を直ちに売却して、多額の現金を獲得できたものがいた」が、機関投資家は、支配権維持のために株式を売却しなかつたので、現金を獲得できなかつたのである。

しからは、教科書は現実を知らないのだろうか、という疑問がわくであろう。

教科書は、モディリアーニとミラーというノーベル賞受賞学者の理論、通称、MM定理に基づいて書かれている。

「MM定理は、資本市場について、

- 取引のコストはない。
- 完全競争の状態にある。
- 市場参加者は情報を均等に持つ。
- 資金の借り入れ利率と貸付利率は等しい。

という仮定がおかれている。また、法人税をはじめとする税金も存在しないものとされている。このような仮定を満たす資本市場は、現実には存在しない。いわば、実験室的なものである。・・・MM定理は、そうした実験室内で成立する基礎理論である。」(若杉 : p 122)

このように、教科書に書かれている世界は、どこにも存在しない。無菌の実験室や、真空の実験室や、無重力の実験室など、自然科学では実験室を設けることができる。しかし、社会科学であるから、MM定理の実験室と称するものを、社会に現実に設けることはできないのである。

この教科書は日本で最高水準の教科書であると、私は高く評価している。しかし、「経営財務論の入門レベルの教科書」と執筆者たちが自認しておられるように、このMM定理の断り書きを見落としてしまう読者が出てしまっても、不可抗力なのであろうか。この断り書きは、教科書全体204 ページのうち、過半をとうに経過してから登場してくるからである。また、教科書は、現実の世界を説明するときには、MM定理とはなんら理論的な脈絡のないアナウンス効果を突如に持ち出してくるが、この説明は、関連事項につき1ページにも満たないからである。

教科書のMM定理の断り書きを見落とした投資家は、次の新聞記事を読んで唖然とするであろう。よく知られたように、2006年に起こった日本経済新聞の記者のインサイダー事件は、上場企業5社の株式分割の法定広告をめぐるものであった。株式分割によって株価が上昇することを、利用したのであった。

さらに、普遍的例証としては、以下の日本証券経済研究所の試算結果がある。「仮に東証1部の全銘柄を1989年のバブル経済絶頂期に買い、昨年まで17年間保有した上で売却したとする。この間の日経平均株価の下落率は5割。ところが驚くべきことに最初に株を買ったおカネは約16%増えた計算になる(日本証券経済研究所の試算)。配当や無償で持ち株を増やす株式分割などが下落分を補うためである」(日本経済新聞、日本人とおカネ第一部-危うき奔流 2)。すなわち、配当や無償交付によって、株主の富は増加したのである。

配当や、株式の無償交付、株式分割は、教科書の世界では、「株主に対して同じ効果を持ち、互いに無差別であることになる。・・・株主の富は、なんら影響を受けない」(若杉：p149)と述べているにもかかわらず、現実の世界では、それらの財務の実務は、株価の上昇をもたらすから、株主にとって、値上がり益を獲得する絶好の機会なのである。

他方、教科書のMM定理の断り書きを見落とした投資家は、この機会を逸してしまい、株価配当還元説に基づいて株価上昇を予想する他の投資家に、その富を提供してしまうことになるのである。

#### d. 自社株買い

スティブルドンによる、機関投資家の介入領域調査は、自社株買い own-share purchase について機関投資家の財務的利害の主張を事例として提示している。

1981年から、自社株買いの禁止する上場基準は、ロンドン証券取引所で緩和され始めた。その後、証券取引所は、1年間で発行株式の15%まで、自社株買いを容認したことに対して、機関投資家団体のうち、ABI ICは、18ヶ月間に10%までに制限することを、要求した。取締役側には、株価を維持し、敵対的買収を阻止することが、自社株買いの目的にはあった。機関投資家側には、

自社株買いに伴う利害対立 conflict と、自社株買いの資金源として負債の増加、すなわち資本構成の悪化を防止する目的があった。(Stabledon : pp.60—61)

この事例のように、機関投資家は、会社の自社株買いに重大な利害関係を持っていて、関心が高い。機関投資家それぞれが、現実資本の最大限の獲得を実現するための競争をしている。

ところが、財務管理論の教科書によると、「自社株取得（自社株買戻し：share repurchase）・・・と配当は株主に対して同じ効果を持ち、互いに無差別であることになる。・・・株主の富は、なんら影響を受けない。」(若杉：p152) としている。

ここでも、財務管理論の教科書と機関投資家の実務は、正反対ないし食い違いを、見せているのである。

## 6. M&A をめぐる権益の対立

前章で、私が整理した順に考察するが、整理する根拠も、誤訳の訂正も含めて、論述の中で明らかにする。

まず、私が、M&A の項目として抽出した項目は、「8.大型取引／買収、9.企業買占め、10.入札前の買収防衛、11.買収時の公平な対応」であるが、誤訳を訂正しながら、以下の4項目について、考察する。

### a. 主要な業務委譲／買収

原語は、Major transaction / acquisitions であり、これを「大型取引」と翻訳することは適切でない。会社が業種を変更したに近似するような、根本的な変化をもたらすような業務委譲や企業買収を指している。

1978年に、飲料グループ Allied Breweries LTD が、食品グループ J. Lyons&Co. LTD に対して買収提案をした時、機関投資家団体 NAPF IPC が、対立した事例があった。買収した会社の性格が変更されるような重大な買収を取締役会が決定する前に、株主の同意 shareholders' consent を得るべきだ、というのである。これは、証券取引所の上場条件として導入することになった。(Stabledon : p.60)

この事例のように、機関投資家は、会社の買収に重大な利害関係を持っていて、関心が高い。機関投資家それぞれが、現実資本の最大限の獲得を実現するための競争をしている証左である。

### b. MBO

原語は、Management buy-out であり、「企業買占め」と訳すのは適切でない。(Stabledon : pp.61—62)

MBO とは、経営者が発行済み株式を買収して、上場を取りやめるといふ会社の再編成である。MBO においては、経営者と投資家、さらに投資家相互、MBO の資金源泉を提供する金融機関の

利害対立は大きい。

この事例のように、機関投資家は、会社の MBO に重大な利害関係を持っていて、関心が高い。機関投資家それぞれが、現実資本の最大限の獲得を実現するための競争をしている証左である。

### c. 事前の企業買収防衛策

原語は、Pre-bid takeover defences と記述されており、私は一瞬驚いたが、pre-bid takeover defenses の誤植と推察している。原典の続く本文では、Pre-bid takeover defensive tactics が論じられているので、事前の企業買収防衛策と翻訳しておく。

事前の企業買収防衛策については、企業買収綱領 Takeover code の範囲外であり、慣習法 common law, 会社法 Companies Act, ロンドン証券取引所上場基準 London Stock Exchange listing requirements でも、特に規制されていない。したがって、経営者は、将来に起こると予想される企業買収に備えて、防衛策としてさまざまな奇策を配備しようとする。経営者としては、自らの地位の保全を図ることは、死活問題である (Stabledon : p.62)。

しかし、機関投資家にとっては、現行の経営者の地位保全は、望ましいことでない場合がある。パフォーマンスが低い会社では、その責任を経営者に課すべきである。無能な経営者が永久に居座り続けることが可能になるような買収防衛策には、機関投資家は反対して、経営者の交代が可能なものを要求するのである。

この事例のように、機関投資家は、会社の企業買収防衛策に重大な利害関係を持っていて、関心が高い。機関投資家それぞれが、現実資本の最大限の獲得を実現するための競争をしている証左である。

### d. 買収時の公平な対応

原語は、Equality of treatment in takeover である。企業買収綱領は、同一クラスの株式に対しては、企業買収者 offeror は、同一の取り扱いをするべきだとしている。機関投資家は、企業買収に遭遇するたびに、この企業買収綱領にもとづいて、同一取り扱いの要求をしている。(Stabledon : pp.62—63)

これに関して、財務管理論の教科書は、「公開買付 (take-over bid: TOB) が用いられることがある。公開買付けの方法として、時価にプレミアムを加えた価格で買付けを行うことがある。・・・トータルでは、買い戻し前と株主の富は普遍である。・・・ただし、上記の例は、株主全体での比較である。買い戻しに応じた株主と応じなかった株主と比べると、一株当たりで、・・・差が生じる。これは、買い戻しに応じなかった株主から、応じた株主へ、富の移転が生じたことを意味している。株主全体としては、買い戻し前と富の大きさは同じであるが、株主間で不平等が生じたことになる。」(若杉 : p154) としている。

このように、財務管理論の教科書は、「トータルでは、買い戻し前と株主の富は普遍である。・・・

ただし、上記の例は、株主全体での比較である」と、まず、いわば、予定調和の世界を説いている。

これに対して、同じ財務管理論の教科書は続けて、例外的に、現実の世界にかなり言及している。「これは、買戻しに応じなかった株主から、応じた株主へ、富の移転が生じたことを意味している」という、いわば、弱肉強食の世界を描いている。

この弱肉強食の世界には、個人株主でも機関株主でも巻き込まれる。買収時の公平な取り扱いというのは、機関投資家それぞれが、現実資本の最大限の獲得を実現するための競争をしているからこそ出てくる要求であり、これが現実の世界である。

#### IV. 結論

スティブルドン (Stabledon) は、機関投資家の介入領域 areas of involvement に関して、機関投資家に面接調査を実行した。彼は、機関投資家自主規制団体 ISC, ABI, NAPF, AITC, および PIRC の幹部にも、聞き取り調査をした。これらの理由から、この調査は、機関投資家の財務的権益を追求する行動様式を考察するために、最適の調査である。

その調査から、株主権の項目として抽出した項目は、「1.新株引受権、2.無議決権株式、3 株券配当、4.自社株買い」である。

さらに、M&A の項目として抽出した項目は、「5.主要な業務委譲／買収、6.MBO、7.事前の企業買収防衛策、8.買収時の公平な対応」である。

これらの機関投資家に関心を持つ財務技術が、投資先の会社の「株主の富の極大化」であるなら、機関株主たちは単一の行動をとるはずであり、意見の相違が生じるはずがない。

スティブルドン (Stabledon) が、機関投資家の介入領域 areas of involvement に関して収集した事例は、機関投資家それぞれが、自らにとっての現実資本の最大限の獲得を実現するための競争をしている証左である。

財務管理論の教科書は、いわば、予定調和の世界を説いているのに対して、現実の機関投資家の行動は、財務的権益をめぐる弱肉強食の世界なのである。

#### 引用文献

- 1) 小島 大徳:「コーポレート・ガバナンスと機関投資家、役割と責任を果たす制度整備に商店をあてて」『国際経営論集』No.31 (神奈川大学経営学部:2006)
- 2) 若杉 敬明・斎藤 進・丸山 宏:『経営財務』、(有斐閣、1998)
- 3) 伊藤 修:「コーポレートガバナンス論と経済システム論」『証券経済研究』(22)、(日本証券経済研究所、1999)
- 4) 「ウイルソン委員会報告書について—2—イギリスにおける機関投資家の成長」『証券』(通号 380) (東京証券取引所 1980)

- 5) 金子 昭：「機関投資家が経営に及ぼす影響（一）：イギリスを中心として」、『文経論叢、経済学篇』34/35（弘前大学人文学部、1984）
- 6) 金子 昭：「機関投資家が経営に及ぼす影響（二）：イギリスを中心として（学部創設 20 周年記念号）『文経論叢論、経済学篇』36/37（弘前大学人文学部 1985）
- 7) 金子 昭：「イギリス機関投資家と会社支配（情報化の進展と企業経営、〈特集〉日本経営学会 60 周年記念）『経営学論集』57（日本経営学会 1987）
- 8) 代田 純：「80 年代イギリス機関投資家の成長と投資行動」『証券経済』（通号 181）（日本証券経済研究所大阪研究所 1992）
- 9) 代田 純：「確立期のイギリス機関投資家・・・1950 年代の保険・年金とマーチャント・バンカー」『証券経済』（通号 186）（日本証券経済研究所 1993）
- 10) 川内 克忠：「イギリスにおける機関投資家とコーポレート・ガバナンス・・・Paul L.Davies, 'Institutional Investors in the UK」『横浜市立大学論叢社会科学系系列 47（1）（横浜市立大学学術研究会 1996）
- 11) 浦野 倫平：「イギリス機関投資家とコーポレート・ガバナンス——キャドベリ委員会提言の背景」、『証券経済学会年報』（通号 31）、（日本証券経済研究所 19996）
- 12) 三和 裕美子：「機関投資家のコーポレート・ガバナンスにおける意識と役割——イギリスにおける株主議決権行使の現状——」、『経済科学研究所紀要』第 2 8 号（日本大学 1999）
- 13) 代田 純：「株式保有構造と年金基金・・・イギリスと日本の比較（機関投資家とコーポレート・ガバナンス）『証券経済研究』（通号 22）、（日本証券経済研究所 1999）
- 14) 蔭谷 硯児：「齊藤美彦著『イギリスの貯蓄金融機関と機関投資家』」『証券経済研究』（通号 23）（日本証券経済研究所 2000）
- 15) 矢口 義教：「イギリスにおけるコーポレート・ガバナンスの展開・・・その背景と BP の事例」明治大学大学院〔編〕『経営学研究論集』（24）（明治大学大学院 2005）
- 16) 安部 悦生：「イギリスにおける機関投資家とコーポレート・ガバナンス・・・機関投資家がコーポレート・ガバナンスに与える影響」『経営論集』54（1）（通号 175）（明治大学経営学研究所 2006）
- 17) 金子 昭：「イギリス機関投資家と会社支配」『弘前大学経済研究』（9 号）、（弘前大学経済学会 1986）
- 18) 金子 昭：「イギリス年金基金と会社支配」『文経論叢』（23 巻 1 号）（弘前大学人文学部 1988）、
- 19) 金子 昭：「機関投資と会社支配」『弘前大学経済研究』（9 号）、（弘前大学経済学会 1990）
- 20) G.P.Stapledon : "Institutional Shareholders and Corporate Governance", (Clarendon Press, Oxford, 1996).
- 21) チャーカム／シンプソン著：奥村有敬訳：『株主の力と責任：「英国流コーポレートガバナンス」を問う』、（日本経済新聞社 2001）  
J. Charkam and A. Simpson : "FAIR SHARES: The Future of Shareholder Power and Responsibility" 1999.
- 22) 小林 毅：「機関投資家がコーポレートガバナンスに与える影響」『中京大学経済学論集』18 号、（中京大学 2007）