

## 連載：コーポレートガバナンス（第2回）

執筆者 プロフィール紹介

中村岳嗣

PAG 株式運用部 マネージング・ディレクター

1998年プリンストン大学コンピューターサイエンス学部卒。ブーズ・アレン・アンド・ハミルトン社を経て、ゴールドマン・サックス証券会社アジア副会長補佐役、後に株式運用部勤務。その後、独立系投資顧問会社数社にてプライベート・エクイティ投資および上場株運用業務に携わり、2011年PAG株式運用部部長。上場日本株式のポートフォリオマネージャーを務める。

昨年8月に出版されたトマ・ピケティの著作「Le capital au XXIe siècle」は、今春に英訳版が上梓されて以後、米国で大きな話題をさらっているということだ。金融危機を経て更に拡大した経済格差がいよいよ社会構造的な問題として広く認知されつつある米国では、ここ数年来、同様のテーマを扱った著作が数多くみられる。ジョセフ・スティグリッツによる「The Price of Inequality」もそのうちの一冊だが、一昨年の出版直後にこの本を買って求めた著者は、実をいうと、読後感としてこれがそれほど印象に残らなかったことを覚えている。内容としては米国でいかに上位1%の富裕層が経済力のみならず政治力をも牛耳っているか、そしてより中心的なテーマとして、そのような力の偏在がもたらす社会負担についての検証と問題解決に向けての提言である。この後半部分における社会負担についての懇切丁寧な検証作業が、日本人の感覚からするとどうにも当たり前のことをくどくどと説明されている気になったのである。むしろ改めて考えさせられたのは、このような本がベストセラーになる米国の現状についてである。つまり、ノーベル賞を受賞するような高名な経済学者をして500ページを超える文面をもって議論をつくさなければならぬほどに経済格差の是非についての意見が分かれているという点だ。テーマと考察内容の重要性はいうまでもないが、内心、この手の本は日本ではそこまで注目を集めないのではないかと思ったものだ。

はたして米国で旋風を巻き起こしたトマ・ピケティ著作だが、なんと今春まではフランス国内でほとんど話題にすら上っていなかったという。The Economist誌が英訳版をとりあげるにあたり、当誌では原語版の出版時には詳細な書評を掲載したのだと断りの文章が入るくらいであるから、米仏間での反響の差は相当なものだ。なぜこのような彼我の差が生まれたのであろうか。ここ25年間、失業率において常にG7の1、2位に位置し続け、金融危機後もドイツや英国とは対照的に09年末よりも雇用環境が悪化しているのがフランスである。格差をなんとかしろという声が社会的な要請としてあまりにありふれているため、資本家が労働者よりも急速に富の蓄積を進めるなどという論点は耳目を集めるには遥かに左翼色が足り

なかったということだろう。翻り米国では、昨今の世論変化の中にあつてすら資本主義の「効率性」に嫌疑を唱えることは依然として革新的であり、ポール・クルーグマンをして「恐らくこの10年で最も重要な経済書」といわしめ、人々が目を見張る結果となったのである。

ここで日本に思いを馳せずにはいられない。いつも仕事帰りに訪れる書店の新刊コーナーに以下の2冊があつたとする。かたや「格差をなくせ」、その隣には「それでも格差は悪くない」。さて、読者諸氏はどちらを手にするであろうか。

思うに、今日の日本において注目を集める可能性が高いのは恐らく後者ではないだろうか。我が国においてもフランス同様に格差を社会的課題とする意識は日常的に高く、一時の格差を乗り越えて経済成長を目指そうという昨今のアベノミクスの動きに対しては国民の間に漠然とした不安がつきまとっているように思う。安倍政権が日経平均のモメンタムに敏感なのはそのところが分かっているからに違いなく、格差は悪くないといわれた時、清濁あわせ飲むことを強いられた時の居心地の悪さが反発という名の興味を生むのである。格差は実は社会のために役立つのだという第一声の方が、一体なぜそんなことがいえるのだ、との人々の疑問心を呼び覚ますということになる。<sup>1</sup>

さてここで、会社は誰のものか、ということテーマに本を著すとする。「会社は株主のものだ」とのタイトルで出版しても部数は伸びず、鳴かず飛ばずだろう。「それでも会社は株主のものだ」としても結果は変わらない。一見してそんなわけではないだろうと感じる読者に対し、そのタイトルに感じられる潜在的な反撃力が弱すぎるのである。あるテーマが人々の耳目を集めるには、「なぜそんなことがいえるのだ」という疑問があたかも好奇心のように情緒的に湧き起こる必要があるが、明らかにバカげた(と感じられる)主張に対してはそのような感情が芽生えもしないからだ。一方、「会社は社員のものだ」という本を書いたなら、社員が一丸となって苦境を乗り越えた美談を求める一定の読者が集まる可能性は高い。内容が経営規範の議論にまで昇華されていれば、ひょっとしたら半年後あたりには、コーポレート・ガバナンス・コードに触発され15年度春闘に向けてはいよいよベアで応えるべきだろうかと悩む経営者が手に取るかもしれない。はたまた「会社は国のものだ」という本を書いたらどうだろうか。内容は全く同じでも、実はこれこそが敏腕編集者が選ぶべきタイトルなのではないかという予感もする。

筆者がタイトルをつけるならば、「会社はあなたのものだ」となるだろう。え、私は株なんて持っていませんよ、という「あなた」に対して、いやいや持ち主はあなたなんですよ実は、と迫るところから話を始めたいと思うのである。

<sup>1</sup> ところで前述のスティグリッツ著作の邦訳版は「世界の99%を貧困にする経済学」との、なんともパンチに欠けるタイトルを冠して出版された。ピケティ著作の邦訳版にはどのようなタイトルが与えられるのか興味深いところである。

さて、東証の統計によれば上場株式の保有主体には都銀・地銀、信託銀行、生・損保・その他金融、証券会社、事業法人、個人、政府などがある。実はこの他に外国法人等という区分が登場するが、外国人というのは国籍の話であって、当然ながらその中に上記の各々のケースが存在する。逆に邦銀のロンドン支店がオフショアアカウントで日本株を保有していれば外国人として集計されるので、これはあくまで情報集計の技術的な側面から登場する区分けに過ぎない。よって、上記は大きく分けると金融機関、事業法人、個人、政府、ということになる。東証の平成25年度調査によれば、保有比率は金融機関29%、事業法人21%、個人19%、外国人が31%、政府は1%未満である。<sup>2</sup>外国人のほとんどは金融機関と推測されるので、ごく大雑把にいうと、日本株の約6割は国内外の金融機関に保有されており、残る4割を事業法人と個人が半分ずつということになるのではないだろうか。

しかしこの区分をより本質的に考えると、機関投資家、名義人としての金融機関、事業法人、個人、政府、となる。このうち名義人としての金融機関は誰かの代わりに名義上の保有者となっているだけなので、残る4区分を考えても良い。機関投資家と事業法人との違いは株式保有を投資として行っているかどうかということになろう。つまり、日本語の用法としては非金融機関のことを事業法人と呼んでいるのだが、事業法人であっても純然なる投資の一環で株式を保有しているのであればその意味合いは機関投資家のそれと変わらないはずだ。逆に、金融機関の保有であっても持合い株ならば事業面での意味合いを持つ保有として事業法人のカテゴリに所属させるべきということになる。<sup>3</sup>もちろん、両者の目的を併せ持つ保有もあるだろう。

ここで考えなければならぬのは以下の点である。「会社は誰のものか」を考えるときに株主というキーワードは必ず登場するのだが、株主とは果たして誰なのか、ということだ。

機関投資家というのは富裕層の資金を自家運用するような例外的なケースを除き、他者の資金を預かって運用に充てている。そしてその他社とは、一般的には顧客にあたる。一例を挙げよう。信託銀行の運用部門がとある株式ファンドを運用していたとする。そのファンドが年金信託、つまり顧客である年金基金から預かった資金の運用である場合、このファンドの絡む投資バリューチェーンというのは、年金加入者、年金基金、信託銀行、というレイヤーを経て、投資先の上場企業の株式につながるのである。

<sup>2</sup> [http://www.tse.or.jp/market/data/examination/distribute/b7gje6000000508d-att/bunpu2013\\_2.pdf](http://www.tse.or.jp/market/data/examination/distribute/b7gje6000000508d-att/bunpu2013_2.pdf)

<sup>3</sup> ここで、一般的には投資に相対する概念は投機ということになるため、この第三の目的を具体的にどう定義付けるかの問題が発生するが、ざっくり考えるとすれば、これは厳密には計測できない種々の間接的なものを含めた利益によりその是非を判断する類の保有類型ということになる。

さて、この投資バリューチェーンを考えることがなぜ大事なのだろうか。いつもの書店で本を手にとった「あなた」は、確かに年金には入っているけれど、その運用についてはなんらタッチしていないのだから自分には株主らしいものなどなにもないじゃないかと考えるに違いない。

しかし、これがもし年金信託ではなく投資信託だったらどうだろうか。最近では日本でもノーロード投信というものが登場してきており、いわゆる初期費用を抑えた形での購入が可能だ。乗り換える度に数%にも上る信託財産留保額や販売手数料を取られては叶わないが、コストをある程度抑えた商品であれば、値上がった局面で解約したり、あるいは他の商品に乗り換えることを考える個人もいるだろう。今年であれば、新たに非課税枠の設定されたNISAを活用するにあたり銀行預金のどれくらいを投資信託に振り向けるかを考える人も多いはずだ。そして将来、長期金利の急騰や周辺事態のような予想外の展開により日経平均が急落するようなことがもしあれば、大幅に含み損を抱えた投資信託をそのまま維持するのか解約すべきなのかに頭を悩ませる個人が続出することは疑うべくもない。

ここでのポイントは、直接の株主たる運用者は常に顧客の動向に左右されるということだ。資金が長期的に安定しておりおいそれと解約されないことが担保されている場合、運用者は安心して長期収益を主眼に日々の業務に取り組むことができる。一方、なにかあったときには資金が引き出されてしまうかもしれない場合、ある程度そうした状況にも対応できるような運用手法をとらざるを得ない。そしてここでの運用手法が広義の意味で、購入株式の選定から株主としての企業とのコミュニケーションにまで広く影響を及ぼすことにつながるのがある。内閣府に「目指すべき市場経済システムに関する専門調査会」という委員会があるが<sup>4</sup>、昨年11月に発表された報告書には「超短期の投資を繰り返すヘッジファンドであっても、資金の供給者は遑れば個人投資家に行き着く。」との記述があり、これはまさに上記の観点に基づく視点ということになる。

ところでこの記述の前後の文章は極めて興味深い。以下の文章を読んで、読者諸氏はどのような感想を持たれるであろうか。

(以下「目指すべき市場経済システムに関する報告(平成25年11月1日)」より引用)

## ② 投資家側の理解向上と裾野の拡大

投資家が自らの投資がもたらす経済への影響を十分に理解していない場合、結果的に近視眼的な利益追求への偏りを助長している可能性がある。個人投資家が金融リテラシーを向上させる中で、中長期的な投資が企業や産業を育てていく機能を有していることについて理解を深め、自らの投資の意義を確認していくことが、投資の短期化を

<sup>4</sup> <http://www5.cao.go.jp/keizai-shimon/kaigi/special/market/index.html>

改善していく上で有効である。超短期の投資を繰り返すヘッジファンドであっても、資金の供給者は遡れば個人投資家に行き着く。持続的な資金供給が成長分野へ果たす役割について、個人投資家のレベルで理解を深めてもらうことが重要である。個人の資産形成において、人生設計に基づき、人生の各段階においてどのような資産構成を図るかということについて習熟していくことは、金融リテラシーを向上させる基礎である。

上記の文章を読んで一定の戸惑いを感じた読者がもしおられたとすると、それは以下のようなものではないだろうか。つまり、幾重にも分かれた投資バリューチェーンの一端に位置する個人が、「自らの投資がもたらす経済への影響を十分に理解」し、「自らの投資の意義を確認」することで「持続的な資金供給」の一翼を担うというのは投資のプロでもなんでもない個人に期待しすぎなのではないか、ということである。<sup>5</sup>

企業経営と資本市場が同じ目線でリスク・リターンを考えることは果たして可能なのだろうか。現実問題としては、社会全体としてはできるだけ両者の目線が乖離しないよう努力は続けながらも、一定の構造的な差は残るものと認識して対応することが重要だろう。なぜなら、相場というものの性質上、株式市場におけるリスク許容度の上下はどうしても実体経済のそれに比べて振幅が大きくなるを得ないからである。それは上記でとりあげた、運用の現場における板ばさみの状況しかり、また、究極の時価評価を体現する相場というものの性質そのものに由来する部分も大きい。資本構成において最も劣位に属する株式という位置付けからも導かれることである。企業としては、己にとっての株式市場の存在意義をよく認識することがなによりも重要だと考えられる。ここではリスクに応じた資本効率の達成が社会の要請だという認識に期待することになるので上記個人に対する期待と事態は似たようなものではあるが、企業においては上記の「社会」が必ずしも「日本」を指さないことを十分に認識した上で市場との対話を遂行することが重要である。冷徹ではあるが、ホームカン トリーバイアスを除けば資本市場の目的は必ずしも特定国の成長を達成することには設定されないのである。

さて、本稿の最後ではやや逆説的なポイントを提起しておきたいと思う。コーポレートガバナンスの議論では得てして株主による企業選別が語られる場合が多いのだが、それでは逆に、企業は「あなた」を選べるのであろうか。上場した以上はそれは無理だというのが多く

---

<sup>5</sup> ところで、資金供給という時にはプライマリー市場とセカンダリー市場の別によつて論点があるのだが、これは稿を改めてとりあげたい。債務と異なり企業は株主資本については返済義務を負わないので、投資家による長期的な株式保有と持続的な資金供給というのは対になるものではない。すなわち、株式により供給される資本はそもそも持続的どころか永久的なのだが、公募増資におけるディスカウント発行にみられるように、市場のショートターミズムが実は永久資本の調達を容易にしているという側面には留意すべきである。

の一致するところだと思う。

しかし、米国にはあえて「あなた」を選んでいる会社がある、というと驚かれるのではないだろうか。類稀なる(というより恐らく唯一の)例であるが、バークシャー・ハザウェイ社がこれにあたる。下記は世界中の上場企業のうち株式の流動性が高い企業約 2700 社<sup>6</sup>をある基準で並べ替えたものだが、さて、これがいかなる基準のランキングであるかが一目で分かる読者がおられたらその方はかなりの市場通といえるだろう。

1. バークシャー・ハザウェイ
2. キーエンス
3. 住友不動産
4. アドテック・プラズマ
5. ファーストリテイリング
6. 三井不動産
7. 日揮
8. SMC
9. NGK
10. 三菱地所

※ 以下抜粋(ちなみに2位以下145位まで全て日本企業である)

146. マースク(ギリシアのコンテナ海運会社)
168. アモーレ・パシフィック(韓国の化粧品メーカー)
202. サイアム・セメント(タイのセメント会社)
212. プライスライン(米国のインターネット企業)
216. サムスン電子
238. NAVER
241. タイ空港公社
246. バンコク銀行
249. グーグル
254. スウォッチ

<sup>6</sup> 執筆時点で過去3ヶ月の日次取引金額が2000万ドル以上である企業は世界に2696社あり、多い国から順に、米国1326、中国444、日本236、カナダ87、英国85、韓国63、フランス53、インド53、ドイツ36、スイス33、スペイン29、イタリア27、香港27、オランダ25社となっている。

このランキングは証券取引所において各社の株式を売買するときの一単位の金額の順に並べたものである。これはどういうことかという、例えば、日本ではほとんどの上場企業について証券取引所における株式売買の一単位は100株もしくは1000株となっている。よって一株3000円の株であってもその売買には最低株価の100倍ないしは1000倍の資金が必要となるため、株価と売買の一単位の金額は違ってくるのである。いわゆる最小ロットというものだ。以下、金額を示して再掲する。

1. バークシャー・ハザウェイ (20.3 万ドル/A種株<sup>7</sup>)
2. キーエンス (4.3 万ドル)
3. 住友不動産 (4.0 万ドル)
4. アドテック・プラズマ (3.3 万ドル)
5. ファーストリテイリング (3.2 万ドル)
6. 三井不動産 (3.2 万ドル)
7. 日揮 (3.0 万ドル)
8. SMC (2.6 万ドル)
9. NGK (2.6 万ドル)
10. 三菱地所 (2.4 万ドル)

～中略～

30. 村田製作所 (9900 ドル)

～中略～

211. 米プライスライン (1300 ドル)

上位200社のうち実に195社を日本企業が占めるのだが、これはつまり、日本ではいわゆる名の知れた有名企業のうちのかなりの割合が「ふたけた万円」出さないと買えないという

---

<sup>7</sup> バークシャー・ハザウェイは1996年以来、A・B二種の種類株を発行している。上記に登場するのはそのうちA種株であるが、これは配当や残余財産の配分においてB種株の1500倍の権利を与えられており、A種株の持ち主はA種株をB種株1500株に転換することができるような仕組みになっている。(ちなみにこの転換権は一方通行であり、B種株主は保有するB種株をA種株には転換できない。)重要なポイントは、議決権においてA種はB種の1万倍もの権利を付与されているということである。発行済株式数はB種株がA種株の約1450倍あり、その結果、時価総額はA種とB種との間で51:49となるように、また、議決権においては87:13すなわちA種株主が9割弱を握るように両種類株の株式数が調整されている。10000:1450=87:13という訳である。パフエット氏は筆頭株主としてA種の4割弱を保有するため、議決権全体に対しては3分の1を僅かに上回る程度を彼が抑えていることになる。なお、「安価な」B種株式の発行に至った経緯についてはこちら。<http://www.berkshirehathaway.com/letters/1995.html>

ことだ。日本では、株とはそういうものだということになっている。

一方、米国で千ドル以上するのはトップ3社のみ。米国株は過去3年間で6割以上も値上がっているが、それでも98.9%の銘柄は300ドル以下である。欧州はというと、英国で最も高価な銘柄は小売チェーンのネクスト社114ドル、ドイツではタイヤ・自動車部品メーカーのコンチネンタルが210ドル、フランスでは通信会社イリアッドが230ドルである。韓国はもう少し米国に近く、トップが化粧品会社のアモーレ・パシフィックで2000ドル。2位がサムスン電子の1230ドルである。<sup>8</sup>

バークシャー・ハザウェイ社の「株主優生学」についてはウォーレン・バフェット本人の筆による株主への手紙に詳述されている<sup>9</sup>。彼は企業の長期的な成長と歩みを共にしてくれる投資家を株主として維持するため、資本効率について常に明快なコミュニケーションを行うと共に、なんと売買単位金額を極めて高額に維持することで日和見株主に対して究極の妨害を行っているのである。なんとも恐るべき慧眼といえる。

(平成26年8月17日 記)

※本稿中で述べた意見、考察等は、筆者の個人的な見解であり、筆者が所属する組織の公式見解ではない

<sup>8</sup> その他のアジアでは更に価格は低くなり、香港では香港証券取引所が24ドル、中国企業では米国上場の百度(バイドゥ)のADRが220ドル、インドではIT企業インフォシスが59ドル、台湾では光学レンズメーカーのラーガンが82ドルといった具合である。

<sup>9</sup> <http://www.berkshirehathaway.com/letters/1983.html>



## 本資料について

- 本資料は、お客さまに対する情報提供のみを目的としたものであり、弊社が特定の有価証券・取引や運用商品を推奨するものではありません。
- ここに記載されているデータ、意見等は弊社が公に入手可能な情報に基づき作成したのですが、その正確性、完全性、情報や意見の妥当性を保証するものではなく、また、当該データ、意見等を使用した結果についてもなんら保証するものではありません。
- 本資料に記載している見解等は本資料作成時における判断であり、経済環境の変化や相場変動、制度や税制等の変更によって予告なしに内容が変更されることがありますので、予めご了承下さい。
- 弊社はいかなる場合においても、本資料を提供した投資家ならびに直接間接を問わず本資料を当該投資家から受け取った第三者に対し、あらゆる直接的、特別な、または間接的な損害等について、賠償責任を負うものではなく、投資家の弊社に対する損害賠償請求権は明示的に放棄されていることを前提とします。
- 本資料の著作権は三菱 UFJ 信託銀行に属し、その目的を問わず無断で引用または複製することを禁じます。
- 本資料で紹介・引用している金融商品等につき弊社にてご投資いただく際には、各商品等に所定の手数料や諸経費等をご負担いただく場合があります。また、各商品等には相場変動等による損失を生じる恐れや解約に制限がある場合があります。なお、商品毎に手数料等およびリスクは異なりますので、当該商品の契約締結前交付書面や目論見書またはお客さま向け資料をよくお読み下さい。

編集発行：三菱 UFJ 信託銀行株式会社 受託財産企画部  
東京都千代田区丸の内1丁目4番5号 Tel. 03-3212-1211（代表）