

特集 「生活を創造する 現代社会人の常識」

投資家としての基礎知識

中山 重 穂

1. 投資家とは？

1.1 投資対象

資産投資の対象としては、株式、公社債、不動産、預貯金、生命保険、その他金融商品などが考えられるが、ここでは特に株式を投資対象として考える。

1.2 投資家

株式投資家には、現時点における株主と将来株主となる可能性のある潜在的な投資家が含まれる。一方、企業にとって投資家は、経営資金の提供者であり、資金の調達源泉として捉えられる。

株式会社制度とは、企業が経営資金を広く世間から大量に調達するためのシステムであるといえる。

1.3 投資家のベネフィットとリスク

投資家が株式投資によって得られるベネフィットとしては、キャピタル・ゲインとインカム・ゲインのふたつが挙げられる。キャピタル・ゲインとは、証券市場における保有株式価格の上昇とその売却によって得られる売却益であり、インカム・ゲインとは、投資企業の経営活動の成果としての当期末処分利益からの配当金である。

他方、株式投資において投資家が負うリ

スクには、投資企業の業績悪化により生じるであろう株式価格の下落とそれとともに売却損の発生、あるいは利益減による配当額の減少がある。また、特殊な考え方になるが、投資行為を回避すること(投資によるリスクを負わないこと)により生じるリスク(機会損失)もあるかもしれない。

株式投資によるベネフィットとリスクは、投資企業の業績の良否に直結している。また、投資リターンについては、ローリスク・ローリターン、ハイリスク・ハイリターンという関係になっている。つまり、一般論として、成熟産業や大企業に対する投資は、ある程度の確度をもったリターンを期待でき、倒産による株式価値の喪失といった事態の生じる可能性は低いが、安定的な配当金の受取りにとどまり、大幅な株価の上昇といった状況を短期的に見込むことは難しい。一方、ネットバブルという言葉が生まれたように、新規産業やベンチャー企業、未公開企業への投資は、事業が成功すれば株式価値の大幅な上昇が見込まれ、多額の株式売却益を手にすることになるが、かかる投資事業が成功する確率は総じて低いものである。事実、過去においてIT関連企業として新聞等のマスコミにおいて取り上げられた企業で現在も成功している企業の数はそう多いものではない。

1.4 投資家の自己責任

投資家はこれらのリスクとベネフィットの関係を考慮し、自らのリスク選好と責任において投資対象および投資金額を決定することになる。つまり自己責任のもと投資意思決定を行うことになる。この自己責任という言葉は、金融構造改革いわゆる金融規制緩和を中心とした金融ビッグバンにおいてキーワードとなる。

ここでいう自己責任とは、端的には投資意思決定結果に対する責任は意思決定者本人に帰するというものである。しかし、その自己責任の論理が成り立つためには、投資市場の公正性が確保されていなければならない。一般に、公正な市場が成立するためには、情報の対称性、市場への入退出の自由、多数の参加者などが条件であるとされる。これらの条件が確保されていないために、すなわち市場が公正でないために生じた結果を全面的に意思決定者である投資家の責任とすることは不合理である。投資家の自己責任を問う前提としてインフラ整備つまり投資市場の整備、特に投資意思決定に利用する企業情報の開示の充実が重要であると考えられる。

2 日本における投資環境

2.1 企業活動の国際化・企業経営の多様性

今や、企業活動は国境を越え、ボーダレスなものとなった。日本企業が他国において経営活動を行うことは何ら珍しいものではなく、また同時に外国資本企業がわが国において経営活動を行うケースも同様である。そういった中、企業経営概念あるいは経営システムといった企業統治の形態、い

わゆるコーポレート・ガバナンス・システムの在り方は、各国ごとに異なる。経営意思決定構造(一元制、二元制、共同決定システムなど)、資金調達方法(直接金融中心か間接金融中心か)、雇用形態(長期雇用制か否か)、経営者に対する報酬制度(ストック・オプション制の普及)など相違点は多岐にわたる。

2.2 日本型企业システムの変革

かつて終身雇用制、年功賃金制、および企業内労働組合が日本企業の特徴として指摘された。しかし、それら特色のうち、終身雇用制と年功賃金制については必ずしも保証されなくなってきた。リストラクチャリングの一環としていわゆる肩たたきや早期退職制度を行う企業も少なくない。また、自らの能力をより活かせる職場を求めるといふ被雇用者側の動きも目立つようになっている。報酬については年俸制を導入し、働きに応じてボーナス額を増減するというインセンティブ報酬制度を取り入れたケースも多くみられる。

また、資金調達手段としては、メインバンク制に基づいた間接金融が主たるものであったが、株式や社債を発行し、市場から直接的に資金を調達する直接金融を用いるケースも増えてきた。

あるいは、旧財閥を中心としたグループ内経営、系列経営も解消されつつあり、以前では想像できなかったようなグループを超えた企業の合従連衡が繰り返されている。これは日本国内だけでなく国際的な競争に晒されることで従来の枠組みを超えた新たな企業経営の在り方が必要とされることになった証左であろう。また、グループ内あるいは取引先間で保有されていた持合株式

も株価の下落,あるいは時価会計の導入を契機に解消されつつある。

2.3 金融構造改革

現在,日本における個人の金融資産額は1,200兆円とも1,400兆円ともいわれている。これらの資産額の半分以上が銀行や郵便局での預貯金に回されている。これら預貯金による投資はいつてみればローリスク・ローリターン投資である。これらの預貯金額が他の金融投資方法へと振り替えられることを目的のひとつとして金融構造改革が執り行われている。金融構造改革との名称のもと,横並びの金利,金融商品,あるいはサービス,他業種からの金融業への参入規制,金融業間での相互参入規制などを解消すべく様々な法改正や企業努力が行われて,金融サービス,金融商品の多様化が図られているのである。

また,企業年金制度もその在り方が変わりつつある。従来は,給付額が事前に確定していた確定給付型年金制度がとられていたが,株式市場の低迷,企業業績の悪化などを理由に,一定額を拠出するが給付額については確定せず,選択した運用方法の結果如何で給付額が増減する確定拠出型年金制度を導入する企業が増えつつある。

以上のような金融サービスの多様化あるいは年金制度の変化という状況に対応するためにも,いかなる金融サービスや金融商品が最も有利であるのか,あるいはどういった資産運用手段をとりうるのかという知識がますます必要とされるようになる。自らの資産を自らの知識をもって賢く運用するという点でもまた自己責任が問われることになるのである。

3 株式会社制度

3.1 株主の有限責任制

株式会社は,おおまかにいえば,投資家から資金提供を受け,その資金を基礎として経営活動を行う組織体である。資金提供の際,投資家は投資資金額に応じた株式を手にするようになる。そして,株式には通常,議決権が付与されており,株主たる投資家は会社経営へ関与する手段を有している。また,原則として株式には,配当請求権も付与されているため,株主は経営活動の結果生じた利益配当を受け取ることができる。このような株式は同時に,会社財産の持分を意味する持分証券という意義ももつ。すなわち,株主の所有する株式は,当該株式会社の持分を意味するものであり,特定の株式会社株式の半数を有するという事は,当該株式会社の財産の半分を所有しているのと同義となる。したがって,株主は,発行済み株式に対する保有株式の割合に応じて,株式会社を所有することになるが,かかる株主が株式会社に対して負う金銭的責任は,株式取得にかかった自己の投資金額の範囲に限られる。つまり,株式会社が倒産した場合,株主の保有する株式価値はただ同然となってしまう一方で,会社財産を処分しても弁済しきれない超過債務の返済義務を負わない。このような株主の責任制度を株主の有限責任制という。

3.2 株式会社の長所

株式会社制度における主な長所としては,まず,資金調達効率性が挙げられる。現在の製造あるいは流通といった経済活動を行うためには,設備などへの多額の投資が必要となるが,そのための資金を個人ある

いは少数の資金に求めるのでは十分ではない。株式を発行することで広く投資資金を募ることが可能となり、多額の経営資金の調達が可能となる。つぎに、資本と経営の分離による効率的な経営が挙げられる。株式会社においては、必ずしも所有者イコール経営者という関係である必要性はなく、株主によって選任された専門的能力をもつ適任者に経営を委託することで、所有と経営の分離状態のもと、効率的な資金運用が図られるのである。そして、投資家の投資リスクの分散も長所として挙げられる。投資家の立場からすれば、手持ちの余剰資金を特定の事業にのみ投資すると、事業失敗による損失額が大きくなる。そこで特定の事業に投資を集中させずに、多岐にわたって事業投資をすることで、投資リスクの分散が図られるのである。

3.3 株式会社の短所

一方、対株主という点での株式会社制度の主な短所としては、所有と経営の分離によりもたらされる株主と経営者間での情報の非対称性が挙げられる。株式会社に関する重要な経営情報にもっとも近い立場にいるのが経営者である。一方、株主は直接に会社経営に関与していないため、経営者に重要な会社情報が偏在することになる。このため、経営者が全ての情報を包み隠さず株主に提供し、株主と経営者間の情報の非対称性が解消されないかぎり、株主が事実に基づいた正しい意思決定をくだすことは困難である。しかし、情報の非対称性の解消は、現実として困難であり、株主の意思決定の誤導のみならず、経営者のモラル・ハザードも引き起こしている。つまり、株主によって経営を委託された経営者は、本

来的には株主利益の最大化を判断基準として、経営意思決定を行うべきであると考えられるが、モラル・ハザードに陥り、経営者自身の利益を優先した機会主義的経営行動をとるケースが生じるのである。事実こういった経営者の機会主義的経営行動については、証券会社の飛ばしによる損失隠しや特定取引先に対する損失補填、自動車メーカーによるリコール隠し、あるいは食品会社によるずさんな衛生管理など枚挙に暇がない。

4 コーポレート・ガバナンス

4.1 コーポレート・ガバナンス

コーポレート・ガバナンス論とは、企業統治方法についての論議である。すなわち、いかに企業関係者間の利害を調整し、企業経営を行うかの問題である。問題とされるのは、企業統治システムや企業価値の最大化、あるいは富の配分など多岐にわたる。

4.1.1 利害関係者(ステーク・ホルダー)

企業にはさまざまな利害関係者が存在する。株主、経営者、債権者、取引先、従業員などがそれである。利害関係者により、あるいは利害関係者との取引により企業活動が営まれることとなる。したがって、企業とその企業を取り巻く利害関係者との間あるいは利害関係者相互の間において、いかなる関係、システムを構築するかがコーポレート・ガバナンス論の主たる問題となる。ここにおいて、どの利害関係者の立場を優先するかにより、さまざまな形態のコーポレート・ガバナンス・システムが考えられる。企業が首尾よく経営されるために、利害関係者の間で、どのように利益や

権利・義務を優先，あるいは分担するのかがということがコーポレート・ガバナンスにおけるひとつの問題となる。

わが国のコーポレート・ガバナンス・システムの特徴として，株主のみならず，従業員，顧客といった株主以外の企業関係者の影響力が強いこと，互いの経営に干渉しない状況を生み出す企業相互での株式の持ち合い，持合株式が多いこと，またそれに伴い株主総会が形骸化していること，本来，経営者(代表取締役，社長)を監視する立場にある取締役会や監査役が無機能化していることなどが指摘される。

4.1.2 効率的な経営方法

このような特徴を省み，また国際的動向への対応という観点から，グローバル・スタンダードへとなりつつある株主利益の最大化を主目的としたアメリカ型システムの導入が主張される向きもある。しかし，コーポレート・ガバナンスについては，各国がその歴史的，制度的背景をもとに独自のシステムを構築していることから，他所の国で成功したシステムをそのまま移植したとしても，必ずしもその国の土壌に馴染むとはかぎらないと予測される。したがって，グローバル・スタンダードへとなりつつあるアメリカ型システムとの調和化を視野にいれつつも，諸事件により露呈した従来の日本型システムの構造的欠陥，限界を是正し，わが国に定着可能である，新しい有効なコーポレート・ガバナンス・システムについての検討そして導入を目指すことがより現実的であろう。

経営者の経営責任を問う株主代表訴訟，インセンティブ報酬制度であるストック・オプション制，そして意思決定構造にかか

わる社外取締役の導入，資金調達活動としてのIR(investor relations)活動の活発化などが，近年，より効率的なコーポレート・ガバナンス・システム構築のために導入されている。

4.2 エージェンシー・セオリー (代理人理論)

たとえば，株主利益最大化を目的としたコーポレート・ガバナンス・システムは，株主にとって重要な利害である企業パフォーマンスの向上を最優先目標とする。したがって，投資資本を効率的に活用した利益率の高い経営を経営者に求めることとなる。しかし，株主と経営者の利害は必ずしも一致しない。これは，企業の大規模化にとまなう所有と経営の分離により生じる問題である。この所有と経営の分離により，プリンシパルとしての株主とエージェントとしての経営者の間でガバナンス上の問題が生じる。株主と経営者との情報の非対称性などに由来するエージェンシー・コストの問題である。

エージェンシー関係においては，プリンシパルがエージェントを直接的に統制不能ゆえのコストと統制するためのコストとが生じる。これらのコストがエージェンシー・コストであり，具体的には，経営者のモラル・ハザードを抑制するためのインセンティブ報酬制度によるコスト(ストック・オプションによる報酬制度や成果対応報酬制度などに伴う報酬コスト)，経営者の経営行動を監視するためのモニタリング・コスト(社外取締役の導入，企業会計および監査などに伴うコスト)，そして経営者自身が自らの裁量的行動を抑制するために生じるボンディング・コスト(財務制限条項

など)といったものがある。効率的なコーポレート・ガバナンスのためには、いかにこれらエージェンシー・コストを最小化した上で企業価値を高めるかが課題となる。

5 企業経営のモニタリング

企業経営のモニタリングの一手段として企業会計制度が存在する。

5.1 決算報告

(会計ディスクロージャー)

企業の当該年度における財務情報を報告するものが、財務諸表である。財務諸表は、貸借対照表、損益計算書、キャッシュ・フロー計算書、利益処分計算書、付属明細表からなる。そのうち主要なものとして、貸借対照表、損益計算書、およびキャッシュ・フロー計算書が挙げられる。

貸借対照表には、資金の調達源泉としての負債および資本とその資金の運用形態としての資産についての情報が表示され、一定期日における当該企業の財政状態が示される。また、損益計算書では、一定期間における収益から費用を控除することで算定される期間損益が表示され、企業の経営成績が示される。最後に、キャッシュ・フロー計算書では、現金ないしは現金同等物の動きを表示し、一定期間における経営資金の余力の分析などのために必要な情報を提供している。

投資家は、これら財務諸表をもとに企業の経営状況を分析し、将来の業績を予測し、投資判断の手がかりのひとつとして利用することになる。財務諸表利用者としての投資家の立場からすれば、財務諸表により明らかとなる財務情報が有用であり、企業間

でのあるいは時系列での業績比較が可能であることが望まれる。そこで、これら財務諸表の作成にあたっては、作成ルールが設けられている。

5.2 会計ビッグバン

わが国における会計ルールの特徴をして、トライアングル体制ということがある。証券取引法による会計規制、商法による会計規制、そして税法による会計規制という3種類の会計規制があるためである。これら規制のもと財務諸表の作成が行われている。

一方、世界に目を向けると、会計ルールを国際的に統一しようとする国際会計基準の影響が急速に強くなっている。これは、企業活動が国際化すると同時に資金調達活動も国際化している中で、そのような企業の経営に関する情報を提供する財務諸表も国際的に統一されたルールで作成されなければ、投資家の意思決定を困難にさせたり、誤らせてしまうためである。

事実、日本ルールで作成された財務諸表(英文による年次報告書)に添付される監査報告書には、「日本の会計および監査基準に通じた利用者向けである」との条件が付けられている。いわゆるレジェンド問題である。つまり、日本の会計基準と国際的な会計基準はかなり乖離しているということである。

このため、日本の会計ルールは大幅に変更されつつある。この変更をして、会計ビッグバンと呼ぶことがある。たとえば、従来は各会社ごとに作成される個別財務諸表が主たる財務諸表として利用されていたが、現在は企業グループ全体の財務情報を包括的に提供する連結財務諸表が主たる財務諸表として位置付けられるようになった。

また、企業が保有する株式や債券といった有価証券は、従来は取得時の金額で企業会計上は評価されていたが、新ルールのもとで一部有価証券については、時価による評価が導入された。旧ルールのもとでは表面化されなかった有価証券の含み損益についての情報が、財務諸表上において明らかになり、将来キャッシュ・フローに関する情報が豊富になったのみならず、企業に保有資産の運用状況を意識した経営を執り行なわせることに一役を担うこととなった。この他にも年金会計が導入され、従来は表示されなかった年金債務が貸借対照表上に表示され、企業の財務体質がより明確化されるようになった。

これらの一連の変革は、単に財務情報の有用性を高めたり、国際的な会計ルールとの統一をはかるということだけではなく、企業の経営方法自体にも多大な影響を与えるものであり、その点でも会計ビッグバンのインパクトは計り知れないものがある。

いかに財務諸表作成ルールが充実したとしても、その信頼性に問題があっては、その本来的な意義が損なわれてしまう。そこ

で、これら財務諸表作成についての新ルールの採用とあわせて、財務諸表の信頼性をチェックする会計監査の在り方もあわせて検討されるようになっている。

むすび

金融ビッグバンなどに代表されるように、さまざまな規制緩和がなされている。規制が緩和されるということは、投資家の立場からは選択肢が増えるということの意味するが、それは同時に投資家は自己の責任のもと選択しなくてはならない場面が増えるということも意味する。そういった場面では、まず、自分のとれる選択肢としては何があるのかという情報を入手し、そしてその上でどの選択肢が適当であるのかを判断する能力を身に付けていなくてはならない。

インターネット等の普及により情報の伝達速度が上がり、また入手可能な情報の量も増えてる現代社会において、必要な情報を取捨選択する能力、そしてその情報をもとに状況を判断する能力が今まで以上に問われことになるであろう。