

演 アメリカ企業はいかに再生したか

——株主重視経営の教訓——

講

若杉敬明

小山理事長 定刻になりましたので、講演会を始めます。

本日の講師は、東京大学教授の若杉敬明先生です。若杉先生にはこれまでも何回かこの講演会の講師をお願いしていますが、恒例でございますので、改めてご経歴を簡単にご紹介させていただきます。

若杉先生は、昭和一八年のお生まれで、昭和四一年に東京大学経済学部をご卒業、四三年に大学院経済学研究所を卒業しておられます。その後、助教を経て、昭和六〇年に東京大学経済学部教授に就任され、現在に至っております。

若杉先生は、企業財務論あるいは企業金融論の分野がご専門で、著書や論文を多数発表しておられますが、現在、東京大学教授のほか日本経営財務研究学会副会長、日本ファイナンス学会理事、シンガン大学ピ

ジネススクール金融研究所長等のご要職にあり、また大蔵省の証券取引審議会委員や厚生年金基金連合会の年金資産管理委員会委員、それにNTTの分割を扱っております郵政省の電気通信審議会の委員等として、幅広く活躍しておられるところでございます。

証券界では、東証や証券業協会がいろいろとお世話になっておりますほか、当研究所におきましても、長年にわたり格別のご指導をいただいている方でございます。最近、株式市場の環境が少し明るくなってまいりましたが、我が国の産業は本当に活力を取り戻しつつあるのでしょうか。本日は、若杉先生から「アメリカ企業はいかに再生したか——株主重視経営の教訓——」というテーマでお話しいただくことといたしました。ご清聴をお願いいたします。(拍手)

ただいまご紹介をいただきました若杉でございます。これからアメリカ企業はいかに再生したかということでお話を致しますが、今になってみますと、大きなタイトルというか格好のいいタイトルをつけ過ぎたかなと思って、ちょっと反省しております。ただ、私の専門がファイナンスですから、アメリカの企業の再生にファイナンスがどういうふうに関与したかということからお話をしたいと思っております。

きょう、これから私がお話しすることは、これまでアメリカの三〇年ぐらいの財務管理の流れを追いながら、アメリカが今どういうところにいるかということ、アメリカの歴史的な変化の中で、日本の経営がどういうことを学ぶかという観点から話をまとめてみましたので、お聞きいただければと思います。

今、アメリカの経営でEVA (Economic

Value Added 経済的付加価値) とかバリューと

いう言葉が大変はやっておりますが、それはそういう観点からファイナンスあるいはファイナンス・マネジメント(財務管理)を見直しているということでございます。きょうのお話の中心は、そういうEVAとかバリュー、あるいはバリュー・クリエーションという言い方をすることもありますが、それらを中心にお話しします。

ただ、このEVAというのは、アメリカの大手のコンサルティング会社でありますスタン・アンド・スチュアートという会社が登録しているコピーライトです。そういう意味でいいますと商品宣伝することになってしまふんですが、その辺はちょっとお許しをいただきたいと思えます。

また、バリューというのは、日本にも支社があるマッキンゼーというコンサルティング会社が商品として売っているコンセプトです。

多分にアメリカのコンサルティングの活動と結びついているんですけども、EVAとかバリューという場合の価値とは何か。結局株主の観点からの価値だという考え方ですが、それをどうやってファイナンス・マネジメントの中で考えてゆかかということでございます。その辺がどういう歴史的な経緯で出てきたか、そしてどういうことを考えているかをお話ししたいということでございます。

一、米国の企業評価指標の変遷

最初に、アメリカにおいて企業評価の指標がどういうふうに変わってきたか、私なりに三つの段階に区切って分けてみました。

一つが、第二次大戦後の経済が栄えたゴールド・シックスティーズと呼ばれた一九六〇年代、

日本では一九八〇年代に相当すると思うんですが、そのころから七〇年代にかけての財務管理の流れです。別の言い方をしますと、六〇年代から七〇年代にかけて、現在のファイナンス理論とファイナンスの基礎ができたときです。そのときの特徴ある現象はコングロマリット化ということだと思えます。六〇年代から七〇年代はM&Aが盛んに行われます。そのM&Aの目的は、コングロマリットを形成することであつたわけです。その際に使われた指標がEPSです。EPSは、一株当たり利益です。

そして八〇年代になりますと、今度は七〇年代にできたコングロマリットを解体してリストラクチャーするところから、今度は新たな観点からのM&Aが出てくるわけです。その際企業評価に用いられたのは、EPSではなくてキャッシュフローです。最近フリーキャッシュフローという言

い方もよくされますけれども、会計上の一株当たりの利益ではなくて現金主義的に見た利益概念から利益を見ていく。経済学的あるいは経済的には、会計上の利益よりも、現金主義的に見たキャッシュフローの方が意味があるということ。そして、そういう動きの中で、その時代を象徴するM&Aのやり方がLBO (Leveraged Buy Out) ということであつたわけです。これはかなりはっきりとした思想あるいはスタイルを持ったM&Aだつたわけですが、それもいろいろ行き詰まってきました。

そして一九九〇年代になりますと、今度はさらにストラクチャリングが進んで、分権化、ディセントラリゼーション、ダウンサイジング等と呼んでいますけれども、企業をもっと小さくして、集権的な大きな企業からもっと分権化する。それを支えているのが情報化、コンピューター等の発

達で、そのときの一つの中心的な概念がEVAとかバリュードということ。そして、

時代時代によって、アメリカ経済のファンダメンタルズが変わってきているのに応じて、企業のファイナンスの活動も変わり、その中身に依じて使われる概念が変わってきているということ。そして、この大きな流れの方向は、株主中心にどんどん移ってきている。EPSという概念も、一株当たりの利益ということですから、日本的に考えれば株主の利益を考えていることになるわけですが、最近、アメリカでの評価によれば、六〇年代、七〇年代は株主中心とよくいわれるけれども、実はそうではない。そのときの経営者の意識は、株主も企業の構成員の一人だ、そういう意味でいえば、日本的な考え方と似ているわけですが、従業員がいて、お客さんがいて、いろいろなものを納入するサプライヤーがいて、そして資

本家がいて、企業はいろんな人から成り立っているわけであり、株主もあくまでもその一人だということ。もちろん、その企業に貢献しているわけですから、それなりの利益を確保しなければならぬという観点から、EPSという形で株主の利益が守られているんであって、最近のような株主の利益を最大化するような考え方は、六〇年代、七〇年代は比較的希薄だつたという評価が出てきております。

ですから、六〇年代、七〇年代に形成されたロングロマリットなどは、株主の観点からは株主の利益を最大化していないのじゃないかという不満が出てきており、そこから、ロングロマリットなどを見直す動きが出てきた。そのときに株主の利益という観点からは、EPSじゃなくてキャッシュフローだ、現金主義的な利益で見なければいけないということになり、それまでのロングロマリ

ットが非効率的なものに見えるわけです。そういうことからロングロマリットを解体して、リストラクチャリングをする動きが起つてきたわけです。ですから、そこではキャッシュフローという形での株主の利益が前面に出てくるということ。そして、

そして、九〇年代の特徴は、キャッシュフローを重視する点では同じですが、その位置づけが変わってまいります。企業というのは資金を調達して設備投資等をし、いろいろな製品を生み出し、それを世の中に提供し利益を上げていくわけですが、企業がこれから投資をするときに、それで採算がとれるかどうかということ判断するのが投資の経済計算とかキャピタル・バジューティン(資本予算)と呼ばれているものです。それは、キャッシュフローを資本コストで割り引いて、ネット・キャッシュフローの価値がプラスかどうか

を見る。いわゆるNPV法 (Net Present Value Method、正味現在価格) というのも、企業がこれから行おうとしている投資の採算計算をする。そして、ペイすると思えば投資をする。このキャッシュフローに基づいたやり方はかなり古く、六〇年代から提唱されて行われているんですが、EVAがいつている大事なことは、投資を決めるときにだけキャッシュフローを使ってもだめであって、その後も一貫してキャッシュフローを見なければいけない、つまり行った投資が本当に期待したとおりのキャッシュフローを挙げられるかどうかをきちんと評価しなければいけないということです。

今までのやり方ですと、コングロマリットの解体が行われた八〇年代のLEOによるリストラも、実際買った後にその企業が期待したとおりのキャッシュフローを生むかどうかまでチェックし

ら、経営者はそんなの実行しないんだという考え方なんです。そこで、業績評価にもキャッシュフローを使いましょうということです。それがEVAの考え方です。

そして、もう一つEVAの大事なことは、EPSやROE (自己資本利益率あるいは株主資本利益率) は、バランスシートの資産とか自己資本、また損益計算書の営業利益とか経常利益、あるいは税引前利益等から計算されるんですけれども、そこには全然資本コストの概念がない。株主というのは、企業に投資をしている以上はその企業のリスクに見合ったリターンを期待しているというのがファイナンス理論の考え方で、それぞれの企業にはそれぞれの資本コストがあり、また、企業自体よりも企業がどんな投資を行うかによって資本コストが違うというわけです。そのときに例えばROEが仮に一五%であっても、株主が会

ていない。つまり、業績評価のところにキャッシュフローの概念が生きていないんだということです。そして、依然として業績評価では会計的な利益、EPSとかROEというものを使っていたというわけです。つまり、投資を行うときにはキャッシュフローを見て、投資をしてみました後はEPSを見ていきますから、そこで一貫した指標になっていないということが一つあるわけです。

それからもう一つ、仮に企業が投資をキャッシュフローで評価して資本予算を行い、かつ投資をした後、その投資が期待したとおりのキャッシュフローを上げているかどうかを評価しても、経営者に対するインセンティブがそれに基づいていなかったら、経営者は何もそんなことをしないというわけです。幾らキャッシュフローの観点から資本予算を行い、業績評価を行っても、経営者のボーナスがキャッシュフローに基づいていなかった

社に対して要求している利益率を満たしているかどうかはそれだけではわからない。そこで、株主の要求あるいは株主に払うべき最低限の適正な利潤、利益は何かというものを計算します。それが資本コストになるわけですが、企業が上げた利益の中からそれを引いて、残りが出れば本当に儲かったんだということになるわけで、資本コストの考え方が明瞭に出てくるのがEVAのもう一つの特徴なんです。

最初に結論をお話ししたわけですが、株主の観点からのキャッシュフローという利益の概念を、企業が投資を行うときも、業績評価を行うときにも、また経営者のボーナスを決定するインセンティブ・システムにおいても使う、それがこのEVAの基本的な考え方です。ファイナンス・マネジメントを、一貫したコンシステントな指標でやっというのがこのEVAの考え方

であるわけです。

ですから、概念的には特に新しいものはありません。もう三〇年とか四〇年前からいわれていたファイナンスの基本的な考え方でして、それをどうやって忠実にやったらいいか、本当は今まで忠実にやっていたつもりが、実はよく考えてみると間違っているところがいっぱいあった、それをだんだん直しているのがアメリカのファイナンシャル・マネジメントの動きの変化となるわけです。

後でお話ししますが、日本は今そういうふうに見ますと、六〇年代、七〇年代のアメリカにいるような感じですよ。それをどうやって参考にするかが、我々のこれから学ぶことだろうと考えております。

一、コーポレート・ガバナンス 論議

最初のまとめが長くなりましたけれども、次にEVAの背景を別の観点からお話しします。

アメリカでは、一九八〇年代にコーポレート・ガバナンスの論議が非常に盛んになります。ご存じのようにコーポレート・ガバナンスというのは、いろいろな説明の仕方がありますが、会社はだれのもので、だれのために経営しているのかということですよ。当時アメリカでは、LBOによるM&Aが行われましたが、そのときの基本的な考え方は、株主の利益をもっと大事にしなければいけないということです。

先ほどお話ししましたように、六〇年代、七〇年代にコングロマリットが形成されるんですが、

どうしてコングロマリットが形成されたかということについては、いろいろな説、側面があります。

一つは、アメリカの経済が成熟し、企業が既存の分野で大きくなると独禁法等に触れる。そのため、全然違う分野に出ることを狙って、今までと全然関係ないような、いわばコモン・スレッド(共通の糸)あるいはシナジー効果といいますが、コモン・スレッドがないようなところにもどんどん出ていく。そしてそういう会社を掌中におさめてEPSをふやしていく。そのころの考え方は、EPSをなるべくふやす、一株当たりの利益を成長させていくこと、それが経営者の能力の証だということ考え方であったわけです。

しかし、そのことは一見株主の利益を大事にしているようだけれども、例えば会計的な利益がふえれば税金の支払いはどんどんふえる。ですから、会計的な利益をふやすというのは余り賢くは

ない。従って、八〇年代のキャッシュフローの考え方は、税引き後のキャッシュフローを大きくしよう。そのためには、税金を節約しなければいけない。税金を節約するということは会計的な利益を出さないことです。会計的な利益を出さないでキャッシュフローを大きくするような方法をなるべく考えようというのが八〇年代の動きです。

そういうようなことから、この八〇年代は特にキャッシュフローという観点から株主の利益を重視するということが出てくるわけです。コングロマリットは、全然関係のない企業を傘下におさめているところがたくさんあるわけですよ。当然非効率性がたまってきております。ですから、それをうまくリストラクチャーすれば、いっぱい利益が出てくる。アメリカではエンパイア・ビルディングと呼ばれているのですが、これはニューヨークにあるビルのことではなくて、経営者は会社が

大きければ大きいほど一般にボーナスが大きくなりますので、会社帝国をつくる。それをエンパイア・ビルディングと言うわけですが、拡張的な政策をどうしてもとりがちだ。アメリカでも日本でもそういう傾向があります。そのためにどうしても利益率の低い投資もやってしまう。そうすると、だんだんとEPSが下がってきてしまうことが起こりがちなわけですが、もっと株主の利益を重視しなければいけない、ふやすようなことをしなければいけないということで、アメリカの企業はリストラをやるわけです。

いわば、八〇年代は、日本がアメリカにどんどん進出して、自動車でも半導体でもどんどん勝ちまくって、積極的に拡張政策、膨張政策をとっていたところで、逆にアメリカは株主の利益が大事、いつてみれば後ろ向きのリストラをやっていたという事なんです。そのときは、アメリカの経営者

いる、それに対して日本の企業は長期的な視野に立ってやっているのです、非常にストラテジックな投資ができるんだということであつたわけですが、実は今になってみるとそうじゃないというのがアメリカの人たちの主張です。

これもまた繰り返しになりますけれども、日本の企業は、八〇年代の後半は、収益性を重視するよりも規模の拡大あるいは多角化を積極的に行ってきたということになるわけです。当時、日本の企業は、相当お金が余りましたから、特に今、重厚長大といわれるようなところはいっぱいお金が余り、いろんなところに出ました。これはそういう意味で見ますと、アメリカが六〇年代、七〇年代に形成したコングロマリットと同じようなものをつくったわけです。ですから、できる経緯は違うんですけれども、でき上がった企業は、アメリカのコングロマリットと似た、いろいろ関係のな

にとつては大変屈辱の時代だったということでもあるわけですが、結局今になって見ると、これはアメリカ人の評価ですが、それが正しかったんだ、我々は株主の利益をきちんと見て、それを大きくするために要らない事業を捨てて、本当に儲かる事業だけをやってきた、それが功を奏して今のアメリカの企業はこんなに業績がよくなっているということ、それがアメリカの最近の自負、自信です。それに対して日本は、あのころはすごく華々しく見えたけれども、結局ずさんなことをやっていたんじゃないかという評価になってきている。株主重視でやってきたことが結局よかったんだ、もっと徹底的に株主重視のやり方をやっていこうというのが最近の動きです。

これはいわずもがなのことですけれども、八〇年代の日本の一般の評価は、アメリカの企業は株主の利益ばかり重視して、短期的な視野に立ってというようなものもかなり抱えていた。そういう非効率性が今、日本の企業経営を見直させている。そういう意味でいっても、アメリカのコングロマリットをつくった後のアメリカと今の日本が非常に状況が似ているということです。

それに対して、八〇年代のアメリカの企業は環境変化への適応を考えて、そのために基本的には収益性を追求するというで徹底的な管理をする。儲かる事業だけを残して、儲からない事業はどんどん切り捨ててきた。そのためのストラテジックな手段としてM&Aが行われ、そしてまたLBOが利用されたというのが、八〇年代の日本の企業を象徴的にとらえた動きです。

そしてその結果、九〇年代にどういうことになったか。これは最近のことなので、こんなことを何度もいうと嫌がられるかもしれませんが、結局日本は過去五〇年間で最悪なケースを迎

えている、また株式市場も長期的に低迷しているということ、これからは、もっと企業の収益性を大事にしなければならぬというようなことから、収益性が再認識されて、最近はROEがさかんにいろいろなところでいわれるようになってきています。

ただ、きょうの私の趣旨は、ROEというのは今までの日本の指標よりはいいけれども、やはり合理的に考えると必ずしもいい指標じゃない。アメリカが過去に使って、もう捨てた指標です。余りそれにこだわらず、また、アメリカと同じ段階を辿らないで、一段も二段も段を飛ばして、初めから正しい方へ行った方がいいんじゃないか。これが実は私がここで申し上げたいことの一つです。けれども、日本はいずれにしろこの景気低迷の中でROEという株主重視の風潮が徐々にかもし出されつつあるということです。

いわれているわけで、株主が弱いかわりに、銀行を初めとする債権者が強かった。それが今だんだんと変わりつつあるわけですが、伝統的にそういう傾向があった。

競争が厳しいために顧客重視あるいは従業員重視であったとよくいわれていますが、これは従業員の方から見るとそんなことはない、また、お客さんから見ればちっともお客さんを大事にしているとか、いろいろ不平不満はあります。全体的な我々の共通の理解では、日本の企業は、会社は株主のものだから株主のために考えているというのじゃなくて、経営者はいろいろなことを考えているということ。そういう意味でいいますと、バランス型の経営者支配ということができません。

これは先ほど申しましたように、最近の評価によれば一九六〇年代のアメリカの企業がそうだった

それに対してアメリカの方は、もう五年になろうとしているわけですが、一九九〇年代に入ってずっと好況が続いている。あるいは生産性がどんどん上昇している。この辺については、単にレイオフをもって生産性が上昇しているだけではないかという説もあるんですが、それぞれの企業の業績がよくなってきている。株価は去年から何十回となく高値を更新している。日米が九〇年代になりますと、全く逆の状況になっているということでございます。

また、これももう既に周知になっている考え方もありますが、日米のガバナンスの違いを簡単に振り返ってみますと、日本の場合には株式持ち合いが行われ、その結果、株主の力が非常に弱くなっている。それに対して、今まではメインバンクがあつて、そのメインバンクが債権者であると同時に株主として企業を監視していたということが

たということ。決して株主のことだけ考えたのではなく、株主はいろいろな種類のステイクホルダーズの中のワン・オブ・ゼムだという考え方がむしろ六〇年代の中心だった。株主中心主義になったのはその後だという評価が、だんだんアメリカでも出てきているようです。

すなわち、アメリカは、この三〇年間で非常に変わってきました。取締役会は株主が選ぶわけですが、特に外部の取締役、いわゆる社外重役が社外取締役会をつくって非常に厳しいチェックをする。株主の観点からチェックをする、あるいは株式市場をマーケット・オブ・コーポレート・コントロールと言いますが、株式市場で多数の株を買った人が会社の支配者になるんだというわけです。株式市場というのは投資の場であると同時に、企業経営の支配権、コントロールを売買する場でもあるんだというわけです。ですから、会社

というのは株を買い占めるお金さえあれば、自分の好きなように動かすことができる。したがって、会社はせっかかないポテンシャルティーを持っているのに、今のやり方ではちっとも利益が上がらないじゃないかということを見抜いた人は、その会社を買い取って、自分の手中におさめて経営すれば、それだけ利益が上がってくるということになるわけです。マーケット・オブ・コーポレート・コントロールがあるために、企業の所有権が非常に流動的で、より賢い所有者が企業を治めるという関係になっている。ですから、株主の支配の力が非常に強いということはよくいわれていることです。

日本はマーケット・オブ・コーポレート・コントロールがないというのが大きな特徴でして、それはまさに株式持ち合いということです。ついでに株式持ち合いについて申し上げますと、企業は

が悪いのではなくて、日本のようにほどこことのできない持ち合いになっているところが日本の企業を硬直的にしており、いろいろな議論の中で本当に悪いところを見失っている可能性があると思います。ちょっと余計なことですけれども、そういうことを申し上げます。

三、株主支配の合理性

皆さんご承知のことを長々とお話ししますけれども、株主の観点からの企業の見方ということをお話し上げます。

「企業の参加者」、昔は利害関係者あるいはインタレスト・グループといいましたけれども、今はステイク・ホルダーズという言い方をしておりますが、企業はみんなが集まって、State (分け前) をそれぞれ自分の貢献に応じてお互いに取り合う

ももとは取引があるので、その取引をもっと強固にするために株を持ち合いましたよというのが株式持ち合いの出発点だったと思うんです。企業は人間がやっているものですから、企業同士が株を持ち合うことは、人間としてごく自然のことです。

そういうことで、アメリカでもドイツでもどこでも持ち合いをやっていると思います。ですから、持ち合いは日本だけのことではないわけですが、日本の持ち合いはどこが特別かといいますと、一度持ち合ったら解けないということなんです。アメリカであれば、持ち合いをしても、お互いにメリットがなくなったら解消する。そして、マーケットでどんどん株を売って、コントロールが移転する。日本は一度関係を結んでしまったらもう解けない。それが日本の持ち合いの非常に硬直的なところだと思えます。ですから、持ち合い自体

わけで、それがステイク・ホルダーズという概念の出発点になります。そういう意味でいいますと、株主とか債権者あるいは経営者、従業員、顧客、供給業者、それぞれみんなが助け合っているのが企業だというわけです。

ですから、それぞれがそれなりに、例えば従業員は頭脳労働、肉体労働等を提供してサラリーをもらう、お客さんはお金を払って製品をもらう、供給業者はいろいろなものを納品して代金をもらう、経営者は会社を経営してボーナスやサラリーをもらうというようなことで、それぞれの人がみんな会社に加わり、そして自分の貢献に応じて報酬をもらっていることになります。そういう意味でいいますと、会社というのはみんなの力で協力し合っているものだということになる。

しかし、その中で株主だけは特別な立場にいます。それは何かといいますと、顧客がその会社の

製品を買ってもたらした売上高をみんなで分け合うわけですけれども、そのときに、従業員だったら決められた給料があってそれをもらいますし、当然供給業者であれば、何か納品し幾らで買うよといえはその代金を払ってもらう。もちろん債権者には金利が払われる。経営者にはサラリーあるいはボーナスが払われるわけです。経営者の場合には株主の立場にもいますから、経営者の受け取るものは株主とある程度リンクしているんですが、株主については最初から幾らもらえるということではなくて、顧客がもたらしてくれた売上高をみんなで分けて、残りものが出たときにもらうのが株主なんです。そういう意味でいいますと、株主は残りものをもらう、レジデュアル・フレーム（残余請求権）を持っているということですから、残ったものは株主のものだということです。

日本には昔から、「残りものには福がある」とい考え方です。所有者は、当然私有財産制度のもとで自分のものは好きなように使っていいたいということになります。企業のリスクを基本的に負担するのは株主である、したがって、会社は株主のものである。会社は株主のものだから、株主は会社を自分の利益を最大化するように使っていいたいというのが現在の商法上の考え方になります。ですから、法律の制度ではそういうことになっており、それに忠実に動いているのがアメリカです。それに対して日本の場合には、株式会社制度はそういう考え方だけでも、みんなはそれが本当に日本的な制度だとは思っていない、商法ではそう決められているけれども、みんな違ったようなやり方をしている。その辺がまた日本独特のところだと思えます。

制度上は会社は株主のもので、株主が自分の利益の最大化のために動かすことができるというこ

うことわざがありますけれども、残りものに福があるということは残りものには災いもある、リスクがありますよということをしているわけです。ですから、昔の人たちはこういう株式の時代が来るのを見越して、我々に、株主にはリスクがあるんですよということをちゃんと教えてくれたわけですが、なかなか我々はわかりが悪いということです。

株主は残りものをもらいますから、結局たくさん残ることもあれば、少ししか残らないこともあるという形で、企業のリスクを負担することになります。それが株主の役割です。そのほかの人たちは、企業の業績がよくても悪くても決められたものを受け取るので、そういう意味ではリスクを負担していないことになるわけです。

現代の経済とかファイナンスの考え方によれば、リスクを負担する人が持主、所有者だとい

とですけれども、実際にそのとおり動いているのはアメリカで、日本の場合にはかなりそれとはかけ離れているといわれているわけです。

しかし、会社は株主のものだと考えたら、企業というのはいろいろな人の協力で成り立っているのに、株主が自分の利益だけを最大化しようとしたらうまくいかないではないかということになります。この辺は一九八〇年代に、アメリカのロー・アンド・エコノミックス、法律と経済を一緒にしろという研究が出てくるわけですが、いってみれば、法律というのは経済の効率性を達成するための道具だ、社会の道具だという考え方でありまして、結局株主以外の企業のステイク・ホルダーは、それぞれ、労働者でいえば賃金とか給料のマーケットがあり、製品については当然製品のマーケットがあり、また、企業が仕入れるものにはそ

のマーケットがある。ですから、マーケット・メカニズムによって決まってくる価格をもらう、あるいは賃金をもらうということであれば、それは公平だというわけです。そういうものをきちんと払った後、残りを株主がもらっても、それはちっとも悪いことじゃない、リスクを負担しているから当然じゃないかという考え方になってくるわけです。

したがって、株主の利益の最大化という大前提は、株主以外のすべてのステイク・ホルダーについて市場原理が働いているということであり、そうすればちゃんと公平な分け前がもらえるという発想であります。ですから、株主重視ということを考えていくと、規制緩和が非常に重要になります。それは、ただ単に経済の効率性がよくなるというだけではない。その面ももちろん重要ですが、これも、ファイナンスの観点から見ますと、株式

会社制度を支えているのはフリーのマーケット・メカニズム、競争原理の働いたマーケット・メカニズムでありますから、規制緩和が非常に重要だということですね。

株主が会社を自分の利益の最大化のために動かすのはそういう面もありますが、今の株式会社制度では、株主が企業を直接経営しないで経営者に経営を任せるので、そういう意味でいいますと、経営者は株主の代理人であり、実際には経営者が企業を株主の観点から経営するということになります。経営者はいろんなステイク・ホルダーを見て、そして、その動きの中で企業を経営していくので、非常にたくさんの方を使っているというわけです。したがって、経営者が株主の観点から経営をしていくこともおかしなことではないということです。そういう経営者を評価するのは株式市場で、株式市場が効率的に働いていることが非常

に重要ですよということになるわけです。ですから、この株式会社制度は、結局すべての市場がうまく機能していないと働かないという、ごく当たり前のことを前提として、そこからアメリカの最近の動きが出てくるわけです。

ですから、最近のアメリカの大きな自信の一つは、自分たちの国は自由が原則であって、どの市場に行っても競争原理や市場メカニズムが働いている。それは株式市場でも同じですから、株式を中心とした企業の制度はアメリカでちゃんと働きますよというのがアメリカ人の前提です。そういうことを考えて、いろいろなことを組み立てているということになります。

四、EVA（経済的付加価値）の考え方

きょうの主題は、EVAということですが、さっきもお話ししましたように、これはスターン・アンド・スチュアートというコンサルティング会社のコピーライターがありますが、スターンさんは知り合いで、こういうことをお話しすることは、私、ちゃんとオーケーをとってあるので、問題はありません。

そこで、企業は、売上高を各参加者、先ほどのステイク・ホルダーズに分配するということをしているわけですが、株主はレジデュアル、残りをもらいますというわけです。そのときに、残りをもらうんだけれども、その残りは株主の観点から見るとちゃんと十分な、適正な残りであるかどうか

ということを考えようというわけです。ただ残ればいいというんじゃないわけです。

株主は、自分が持っているお金を、銀行に預けたり国債を買ったりすれば何%かの金利が入るのに、わざわざ企業に投資をする。企業への投資、株式への投資には当然リスクがかかります。そういうリスクを考えて、リスクに見合ったリターンがあるわけですし、それをちゃんとカバーしているかどうかということが重要だ。ですから、利益が上がってほしいということじゃなくて、利益にも十分な利益か、そうじゃない利益かというのがあるというわけです。それがこのEVAの出発点です。

企業の実際の残った利益、それは経常利益とかあるいは税引き後の利益をイメージしてください。結構ですが、それが株主のものになるのです。株主がその会社の株を持っているということは、

例えば時価総額でいえば一〇〇〇億円とか二〇〇

〇億円というお金を株主全体として投資していることになるわけですが、例えばその企業の時価総額が一〇〇〇億円だったとします。そして、株主がその会社に対して要求している収益率、それを資本コストといいますけれども、その資本コストが例えば一〇%だとします。そうすると、一〇〇億円が企業が本来上げなきゃいけない利益だということになります。税引き後の利益がその一〇〇億円を超えていたら、初めて企業は本当に儲かったことになるんだ、それがEVAの考え方です。

ですから、株主に残された税引き後の利益から、株主が期待している利益を引いたもの、それがEVAです。そういう意味でいいますと、非常にラフな言い方になりますけれども、今までの日本にある言葉でいえば、超過利潤みたいなものだと思います。

これについてはいろいろなバリエーションがあるのですけれども、EVAをもう少し具体的に言えば、利払い前税引き後利益から資本コストを引いたものです。利払い前ということは、金利も入っているということですから、社債とか借入金とか、企業に負債を提供した人がもらう分も入っているということですが、それと税引き後利益ですから、利払い前税引き後利益とは、株主と債権者、いわば資本全体がもらう利益ということ。そこから企業全体の資本コストを引いたものということになります。ここで資本コストというのは、株式と負債を合わせた資本の時価総額、すなわち社債の時価総額とか銀行の借入金、そして株式の時価総額を加えたものに、WACC (Weighted Average Cost of Capital、負債と自己資本のコストを平均したもの)を乗じたものです。ですから、その会社の、今ここでいう資本の時価総額、これ

をファイナンスの方では企業価値と呼んでいますけれども、企業価値が二〇〇〇億円、WACCが八%だったら、一六〇億円が資本家が期待している利益だというわけです。徐って利払い前税引き後の利益から今の一六〇億円を引いたのがEVAだということになります。

このEVAをずっと将来にわたって予想していき、その現在価値を求めたもの、すなわち、ことしのEVA、来年のEVA等々、ずっと予想して、それを求めていったものをMVA (Market Value Added)とっています。ですから、これは、将来予想されるEVAの現在価値だということ。これは、将来の利払い前税引き後利益の現在価値から資本の時価総額を引いたものということになります。結局今までの資本予算でいっていたNPV法 (Net Present Value Method)と同じことになります。

NPV法というのは、これから投資をやる時に、その投資がどういうキャッシュフローをもたらすかということを計算して、そのキャッシュフローを資本コストで割り引いて、キャッシュフローの現在価値を出し、そこから投資額を引きます。それがNPVというわけですが、企業全体についてそういうことをやったのが、このMVAです。ですから、NPVというのは普通は投資の案件ごとにいうわけですが、MVAは企業全体のNPVだと思っただければ結構だ。そういう意味でいいますと、この考え方は今までのNPVと同じ考え方で、資本予算においてDCF法「Discounted Cash Flow Method. 割引キャッシュフロー法」というのがありますが、それと同じものだということになります。

新規投資について、MVA、つまり新規投資のEVAの現在価値を求めたのがNPVだということ

とで、そういうことからEVAとかMVAという考え方がことさら新しいものじゃないということでございます。

五、企業が失敗する理由

そういうことで、EVAの概念を出しましたけれども、それは結局企業が上げた利益の中から、資本を出してくれた人に対して払うべき利益を引いたもの、それが本当の儲けだ。それを目指して企業を経営しようというのが、企業経営者の本来のやり方だということですね。

そのような観点からしますと、日本でもアメリカでも、過去において、オーバー・インベストメント(過剰投資)とかアンダー・インベストメント(過少投資)とか、そういう間違いがいっぱいあるわけです。ですから、例えば先ほど申し上げ

ましたように、アメリカの企業が一九六〇年代から七〇年代にかけて、ゴールデン・シックスティーズといわれるように非常に経済が栄えて、企業の中にお金がいっぱいありました。そういうことから、いろんな投資をしたわけですね。そのときの具体的な方法が、ほかの会社を買収するということのようなことをするわけですが、その結果、非常にオーバー・インベストメントになったというのが、八〇年代におけるリストラの基本的な発想です。

日本も、残念ながら八〇年代の後半は企業の資本調達が容易だったために、要らない投資をしたとか過剰投資をしてしまったということになるわけですけれども、結局企業が失敗するときは、大抵の場合にはオーバー・インベストメントが多いというのが過去の経験だったと思います。アメリカでも日本でもそういうオーバー・インベ

ストメントがある。

では、どうしてそういうことが起こるのかということです。それについては、結局もともとは利益概念が間違っているからだというのが、今EVAなどを提唱している人たちの考え方です。

例えばEPSというのは、単に会計的な利益を見ているだけだ、EPSが毎年少しずつ伸びていけばいいんだとか、そういう発想であって、それが本当に株主の利益の最大化にならないということです。ですから、企業が誤った利益概念を持っていると、投資の決定を間違える。企業が間違えるというのは、投資で間違えることが多いわけですが、要らない投資をしてしまったりとか、本来ならばやっておいた方がよかった投資をしなかった、過剰投資とか過少投資ということですから、その基本的な理由は利益概念だというわけです。

二番目に、投資を決定するときに、間違った基

準を使う。それにはいろんなのがありますが、例えば伝統的なものでは回収期間法というのがあって、投資をして何年で回収できるか、早く回収できるほどいい投資だ、そういう考え方が昔あったわけですが、もし回収期間が短い方がよかったら、何もしないのが一番いいんだということになってしまふのです。なぜかという、何もなければゼロ年になるわけです。そんなことで、回収期間というのはさすがに今ほとんど使われなくなりました。

また会計的な利益率法というのがありますが、幾ら投資をして、会計的な利益が幾らになったかということ計算するもので、余り資本コストなどを考えないやり方ですけれども、そういう間違った方法を使うことが多いということです。

しかし、アメリカに関していえば、もうこの三〇年くらいに間にDCF法がかなり普及していま

定するときにはキャッシュフローを見ていたのですが、いざ、その投資の成果を見るときには、EPSを見ている。つまり、投資を評価するときと、あと実際に行った業績評価するときでは、全然違った基準を設けているわけです。

ですから、経営者は、アメリカなんかでこういわれているわけですね。先ほどいいましたように、アメリカでもエンパイア・ビルディングというところで、経営者はなるべく企業を大きくしようとする傾向がある。したがって、投資をするときに、資本コストを安く見積もるか、キャッシュフローを多めにいうというわけです。資本コストを低めにいうというのは、さすがCAPM(Capital-Asset Pricing Model, 資本資産評価モデル)とかDDM(Dividend Discount Model, 配当割引モデル)法などによる資本コストの推定というのが普及していますから、なかなかそこでごまかす

す。これは、将来のキャッシュフローを見て、そしてそれを資本コストで割り引いてNPVを出すというNPV法とか、広くいえばDCF法が使われているのです。

ところが、三番目として、投資決定基準と業績評価基準の不一致ということがあります。投資をするときには、この投資は儲かりそうだと思うので、投資を決定するときは、キャッシュフローを予想して、そのキャッシュフローの現在価値が最初の投資額よりも大きければいいということですが、投資をした後、そのキャッシュフローをちゃんとフォローしなければ、本当にいい投資をしたのかどうかチェックできないわけです。

ところが現実には、アメリカでもどういうやり方をしてきたかという、やはり依然としてEPSを見ていたわけです。ですから、投資を決

ことはできないのですが、キャッシュフローというのは幾らでもいえるわけです。どれくらい儲かるかどうかということですから、そのキャッシュフローの見積もりを甘くして、余り儲からない投資でもやってしまう。

それにもかかわらず、業績評価がそういう基準でなされていませぬから、それによってとがめられることはない。そこそこのEPSが挙がっていれば、経営者はむしろ褒められる、ボーナスがたぐさんもらえる。そういうことから、投資の決定基準と業績評価基準が違うために、経営者が間違った投資を行うんだということです。それが企業が過剰投資や過少投資をもたらす一つの原因だということ。

四番目が、経営者の報償基準の不適切さということで、仮に投資の決定のときにキャッシュフローを使い、そして業績評価のときにキャッシュフ

ローを使っても、経営者をモティベートするとき、経営者のインセンティブ・システム(報償制度)をキャッシュフローに基づいて行わなかったら、経営者はそのとおり動かないということですから。それがアメリカ的な考え方なんです。ですから、投資決定基準と業績評価基準をキャッシュフローでやったら、経営者の報酬もキャッシュフローに基づいてやらなきゃいけない、それが一貫したやり方だということなんです。企業が投資をするというときには三つのフェイズがあり、投資をするとき、した後の評価、そしてインセンティブを与えられるかどうか、その三つがコンシステントに動かないと、企業というのはうまくいかないよ、企業の経営者の投資決定というのはうまくいかないんだというのが、EVAの人たちの考え方です。

ですから、そこでの基本的な考え方は、EVAに重要なわけで、そこがEVAの人たちのポイントです。ですから、しつこくする必要がありますけれども、NPVを使うかどうか、そういうところはマスターした、あとは同じ基準をどうやってうまくいかなことになんかちゃんと適用していくかということになるわけで、最後は経営者の動機づけだ。アメリカでもいまだにEPSでもって経営者にボーナスを決めるとか、あるいはROEで決めるとか、そういう形で行われていて、本当の株主の利益になっているかどうかかわからないということでございます。

六、EVA適用上の問題

そういうことで、EVAというのは概念的には非常に単純なものです。従って、それをどうやって企業の実務の中にインプリメントしていくかと

アプローチといいますか、EVAによるファイナンシャル・マネジメント(財務管理)ということであり、そこでは総合的な管理基準を使う。つまり、投資決定基準、業績評価基準、経営者の報酬決定基準、その三つを同じ基準でやりましょう、それがEVAだということであり、EVAこそが正しい決定をもたらすんだということです。

理想は、企業の一つ一つの投資にそういうアプローチをすることですけれども、実際にはそれはなかなか難しいので、その考え方を企業の隅々まで働かせる。それが徹底すれば、本当に株主の利益が最大化されるんだというのが、EVAの人たちの考え方ということになるわけです。

そういうことでアメリカ的な発想では、経営者というのは株主の代理人だ、エージェントだ、ですから、いかに経営者を株主の観点に立たせるか、立ってもらおうようにするかがということが非常

いうことになりましたが、それをやるときに幾つかの問題があります。

EVAというのは、もう一度申しますと、例えば株式の時価総額が一〇〇〇億円であるとすると、株主がその会社に一〇〇〇億円投資しているんだというのが基本的な発想です。株主はその会社に対してリスクを考えて、この会社だったら何%の収益率があって当然だと考えます。しかし、リスクがありますから、投資の収益率を考えるとときに、一つの値で考えることはできないわけで、企業の業績がいいときには高い収益率になるし、悪いときには低い収益率になるのですが、そのときに平均値で考えるということです。

ですから、平均何%の収益率になるようにというのを考える。それを資本コストと呼んでいる。あるいは要求収益率(リクワイアド・レート・オブ・リターン)というのですけれども、株

主というのはその企業に対して、この会社のリスクを考えると、例えば、五年とか一〇年の平均を考えればそれが一五%になるのが適正なリスクに見合ったリターンだという判断を持っているというわけです。そして、企業の業績は変動するものであり、株主というのはもともと毎年決まった利益を上げてほしいなんて思っていないわけで、そういう変動ということを考えることが重要だということですよ。

そしてもう一つは、EVAを計算するときに、資本のコストを引くのですけれども、それが一〇〇〇億円に対して平均一五%ということであれば、一五〇億円が適正な、株主に対して本来上げるべき利益だということになるのですが、それはあくまで平均値だということです。毎期毎期で見れば、EVAがプラスのこともマイナスのこともあり得ていいわけです。平均して、十分長い期間

をとったときにEVAがプラスだったならば、経営者は本当に株主が期待した以上の成果を上げたということができるといわけです。

そういうことで十分な長さで見なきゃいけないということになるのですけれども、どうしてもその辺のタイムスパンというものが問題になり、短期的な見方になりがちだ。EVAのマイナスがしばらく続くと、経営者は、もうだめなんじゃないかとか、そういう評価になってしまふということですよ。ですから、EVAだけじゃなくて、MVAという形で、先ほどもいいましたように長期間にわたるEVAを見て、その現在価値ということでも見ていかなければいけないのではないかとこのところが問題になるところですよ。

同じことですが、景気循環というか、企業の業績は変動するわけですから、それによつて、EVAがプラスになったりマイナスになった

りするわけで、それを十分長い期間をとって考えなきゃいけないということです。ただ、その時、そのプラスとマイナスがあるときをどうやって調整するかということが一つの問題になります。

それから、プロフィット・センターといいますか、これを実際に適用するときには、独立した採算を考えられるような事業部とか、そういうところじゃないとなかなか難しいわけですが、そのときに、もともと収益性の高い事業部門と低い事業部門があります。ですから、収益性が高い事業部門であれば、いつもEVAはプラスかもしれないし、収益性が低いところはプラスになつたりマイナスになつたりするかもしれない。ですから、EVAは平均ゼロかもしれない。

そのときに、その経営者、その部門の長が、もともと儲かるところに行った人と、もともと収益性が低いところに行った人で、単純にEVAで報

償を決められたら、ハンディがついてしまうわけ

ですね。もともといい畑に行った人の方が有利なわけです。ですから、そこで実際に使うときには、EVAの改善率、EVAがふえたかどうか、そういうことで使っています。そして、EVAがふえたら、それに対してどういうふうにボーナスを決めるといふことをするわけです。

ボーナスについて言えば、EVAは当然マイナスのときもあるわけですから、EVAが減って、ボーナスが減らされることがあります。そのような場合、ボーナス・バンク・システムといいます、EVAを貯金し、それで、例えばその貯金のうちの三分の一を毎年もらうとか、いいときのEVAをためておいて、悪いときにそれをもらうということもできるというような工夫をしています。

また、あるいはボーナスでオプションをもらう

というようなことをして、経営者のモチベーションをうまく高めるといふことも行われています。

なお、いろいろな投資をする場合、それぞれのキャッシュフローがいつも独立とは限らないわけで、既存の事業と関係しているところもあるわけです。そういう相互補完的なときには、本来は企業としてはこの投資が本当に儲かるのかどうかというところで評価していきたいのですけれども、それがなかなかできないので、プロフィット・センターストに、あるいは独立した事業部ごとにEVAを適用するということがアメリカで行われている。こういうEVAの考え方を、なるべくピラミッドの下のセクションまで徹底させようというのが、最近のアメリカの一つの動きであります。

七、わが国企業への示唆

EVAの概念上のかぎは、企業が上げた利益の中から資本コストを引くということですから、この資本コストが非常に重要になります。我々、どうしても企業の業績という財務諸表を見るけれども、財務諸表のどこにも資本コストなんかあらわれないわけです。ファイナンスといふ資本コストといい、あらわれないですね。ですから、無理やり外から資本コストを持ってこない、だめなわけです。ですから、会計的な数字だけでは、本当の株主の利益が最大化されないということになるわけです。

この辺がまた日本でEVAを導入するときの一つの大きな障害になっています。株主の利益という、それだけで何か悪いことをしているよう

な、そういう雰囲気がいまだに残っている面があります。株主だって企業に資金を相当提供しているのですから、それに見合ったリターンがあつていいはずだということであつて、それを超えて初めて本当に株主が儲けたんだというのがEVAの考え方です。従つて、資本コストというのはどうしても非常に重要な大前提になる概念です。これを認めてもらえないと、EVAの議論も始まらないということなんです。

繰り返しになりますけれども、結局EVAのエッセンスというのは、株主の利益の最大化だ。そして、真の利益というのは、今いきました超過利潤であり、資本コストを引いたものだ。そういうことで、資本コストを明示化するということがEVAの基本的な考え方です。そして、超過利潤による投資決定、それは今までのNPV法でよろしい。超過利潤によって業績評価を行う。そして、

ここに出てきた超過利潤によって経営者の動機づけ、インセンティブを決めるんだ、報酬を決めるんだ。一貫してシステムティックにこういうことをやる、コンシステントにやるというのが、EVAの現在の考え方だということになります。

そういう意味でいいますと、こういう動きが日本にどういう意味を持っているかということですが、アメリカと二〇年くらいの差があります。アメリカは、一九六〇年代に実物経済がピークに達して、お金が余って、そこから金融の時代が始まりました。そこで、ポートフォリオ理論とか資本コストの理論とか、現在のファイナンス理論の基礎になるものがどんどん出てくるわけです。その六〇年代の意味というのは、第二次大戦後の経済成長がピークに達して、金余りが始まって、そこから金融の時代が始まったということ、そういう

意味だと思えます。

日本でそれが起こったのは一九八〇年代です。そして八〇年代に大いに栄えたわけで、そこで金余りの時代が始まって、金融の時代に突入したということになるわけですから、アメリカの六〇年代と日本の八〇年代とでは非常によく似ている。そして、アメリカでは、六〇年代の経済の好況の後、七〇年代に入ると株式が低迷するのですけれども、日本も八〇年代の後、九〇年代になると株式が低迷して、しかもかなり長期にわたっている。そういう点でも非常に似ています。

アメリカがなぜそんな繁栄したのに失敗したかという点、ちょっと話が脇道にそれますが、一九六〇年代に始めたベトナム戦争です。あそこで膨大なむだ遣いをするわけです。日本は戦争なんかしなかったわけですから、海外の不動産投資とかM&Aで失敗する、あるいは国内ではいろいろ

なデリバティブズと株価指数先物と、そういうところで高い授業料を払わされて、何百兆円というお金が出ていっているということです。

日本は戦争はやらなかったけれども、アメリカのベトナム戦争に匹敵するくらいのむだ遣いをしたということ、非常に状況が似ているということです。例えばアメリカでも七〇年代は株式市場の低迷から企業年金が非常にピンチに陥って、いろいろ企業年金の改革も行われるわけですが、日本も今全く同じ状況に陥っている。そういうことで、非常にいろいろ似ている状況です。

今こういう状況で、特に証券界から、株主重視の考え方、コーポレート・ガバナンスの考え方が出てきているのですけれども、株主重視の考え方が出てくるのは、そういう意味でいいますと、残念ながらアメリカの六〇年代、七〇年代と非常に似ている状況の中で出てきているということ

です。アメリカはそのときにEPSとかROEを使ってやったわけですが、今から振り返ってみれば、それは会計的な利益であって、本当に適切な指標じゃなかったというのが、今のアメリカの反省なんです。しかし、残念ながら日本は今ようやくEPSとかROEを真剣に使い始めているという事です。

国が発展していくためには、階段を一段ずつ上っていかなければいけないので、アメリカが犯した過ちを、日本も同じように犯さなければいけないのか、それともアメリカの犯した過ちは日本はスキップしていけるのか、その辺は難しいことではないこととわからないのですけれども、失敗をしないことはそんなに簡単なことじゃないんだと思うのです。アメリカがたどった道を考えながら、今のアメリカに追いつくことは全くできないまでも、それを十分に参考にしなきゃいけない

じゃないかということ。そういう意味で、EPSとかROEというのは、今証券界で重視され、それはそれで今までの日本的な考え方よりはいいと思いますけれども、やはりいろいろ欠点を持っているということ。そういうことを皆さんに考える機会をつくっていただきたいということで、そういうことも含めてきょうお話しした次第です。

いろいろ雑駁な話し方になりましたけれども、大体予定していた時間になりましたので、一応私のプレゼンテーションは終わります。もしご質問やなにか議論があれば、出していただきたいと思えます。

質疑 応答

小山理事長 それでは、時間が若干残っております

すので、ご質問なさる方がありましたら、おっしゃってください。

問 株主利益の最大化と配当政策という概念はどういうふうなEVAの中で位置づけられるのでしょうか。

答 企業が挙げた利益は、配当にまわされないものは、内部留保されます。その内部留保は、将来の投資に生かされることになるわけです。ですから、ファイナンスの理論では、いつてみれば内部留保というのは、株主が配当してもらって、もう一度投資をしたということを、その手続を省略して株主が会社にお金を出したのと同じことだと考えます。

それで、もし株式市場が合理的であれば、株主がその分投資したわけですから、あるいは企業の資産がその分ふえたわけですから、その分株価が上がるというわけです。ですから、内部留保分は

出てくるわけですね。

ですから、株主によって、なまじっか配当なんかもらうよりも、どんどん株価が上がってくれた方がいいというのは貯めざかりの若い人で、年輩の投資の成果を使っていこうという人にとっては、配当の方がいいということになる。基本的には、配当というのは株価になってあらわれるので、どちらでもいいのですけれども、個々の投資家の事情を考えると、配当をたくさんもらった方がいいと思う人もいれば、少なくともいいという人もいるので、その辺を企業はどういうふうにかえるかということです。

ただ、いずれにせよ、商法でも、企業が利益を内部留保することは認められているわけですが、本来ならばそのときの株主に払うはずの利益を内部留保するということは、もし株式市場がちゃんとしていなければ、株価も上がらないで、その利

株価の上昇になってあらわれる。そして、株式市場が効率的市場であれば、配当を払わないと決めたとたん、株価が上がるわけです。ですから、株主にとっては、配当をもらえなくても、すぐにキャピタルゲインにはね返ってくる。だから、配当は別にたくさん払わなくても関係ありませんよということなんです。

問 それは七〇年代、八〇年代からアメリカでは余り変わらない……。

答 そうです。基本的にそういう発想はあります。ただ、収益を使いたいと思ったら、配当でもらうのと、キャピタルゲインでもらうのと、どちらが便利かというと、キャピタルゲインだったら、現金化するために、株の一部を少し売らなければいけませんから、キャピタルゲインでもらう方が不便です。収益を使いたいという人にとっては、やはり配当の方がいいんだ、そういう側面は

益は会社の中に埋もれて、だれのものになるかわからなくなってしまう。ですから、商法が大前提としていっているのは、そういうものをきちんと株価に反映できるように市場ということ。いい株式市場がないと、株式会社制度は成り立たないということ。今は、株式市場が残念ながらおかしくなっているわけですけれども、こういうときには、株式市場が信頼できないわけですから、企業も安心してそういうところから資本調達をすることができなくなってしまうことになるのだと思います。

問 きょうのお話の中で、資本コストが非常に大事だということだったのですが、その資本コストの中で特に株主の立場から見た期待収益というのがあるわけですね。先ほども、CAPM云々というお話が少し出たのですけれども、実際に経営者がそういうものを見る場合に、CAPM等は使

われるのでしょうか。それからまた、ほかのやり方がありますでしょうか。

答 大きくいえば、CAPMを使うか、DDMから推計するかということですが、それは別に経営者が直接自分で計算するわけじゃないわけで、ちゃんとそのスタッフが計算しており、それを経営者がなるほどと思っただけです。

最近の日本のアナリストが出される会社分析なんかにも、資本コストというのは出てきているわけですし、特にその点、残念ながら外資系のアナリストのリポートの方がしっかりしていると私は思いますけれども、もうそうやって使われているんだと思います。アメリカでもM&Aなどで買収するときには、キャッシュフローを予想して、その資本コストで割り引いて買収価格を決めるということはやっている。

ちなみに、ちょっと余分なことですけども、

長がほぼオールマイティーの権限を持っている。そうしますと、株主は果たしてそのオールマイティーの権限を持った社長のチェックができるんだろうか。アメリカの場合は、ご承知のように、取締役会と役員が違っていますから、それが可能だろうと思うのですけれども、日本のような組織で果たしてそれができるんだろうか。もしできないのだとすれば、まず日本の株式会社組織を変えないとどうにもならないのじゃないかという考えも成り立つという気がしますけれども、その点はどうですか。

答 全くそのとおりだと思います。ただ、日本の場合には、メインバンクが強いところはメインバンクがチェック機能を果たしている。あるいは規制が強いときには、政府がそれなりに企業をモニターしていたということで、経営者に対する規律をある程度与えていたと思います。あるいは労働

私も大学でファイナンスを教えているのですが、

これまでは、理論しか教えていませんでした。ポートフォリオ理論とかCAPMとか、資本コストの理論とか教えていたのですけれども、最近企業の中で実際に資本コストを計算したいとか、うちの会社のデータはどうとか、すごく関心を持っていますので、授業でも演習をするようになりました。実際のデータを持ってきて、学生に計算してもらおうようにしています。そうすると、学生は喜んでそれをやっています。この五年くらいの間だと思えますが、世の中、随分変わったなと思います。ですから、アメリカの理論がアメリカの理論じゃなくなって、日本の理論になりつつあるということだと思っております。

問 今、お話を聞いていまして、一つだけちょっと、わからないことがあるのですけれども、例えば株式会社の問題でして、日本みたいに社

組合が強いところは、賃上げのときを通して、経営者がチェックされたということがあったと思うのです。

ところが、八〇年代を通して、労働組合の力が弱くなり、規制緩和になり、そしてメインバンクの力が落ちてきた。そこで、経営者がいい方向に例えば、独自性を発揮して自主的にやるといことですが、悪い方向に言えば、糸の切れたたこになっちゃうということです。八〇年代の後半は、糸の切れたたこになった会社がいっぱいあったのではないかというおそれがあります。ですから、これを組み直すためには、新しいものをつくらなきゃだめだ。ガバナンス論議の意味はそこにあると思うのです。今まではそれなりのガバナンスもあったと思うのです。チェック機構があったと思うのです。今はそれがなくなっているということが大変大きな問題であることは、まさにそのとおり

で、同じように考えております。

問 今お話しいただいた本題とは離れるかと思うのですが、キャッシュフローという意味では少し結びつくのかなという感じでございますので質問致します。私どもは、株価について、常にバリュエーションとしてどういうものを使うのがいいのか、あるいは組み合わせを使うのがいいのか、非常に関心のあるところでございます。P E R (株価収益率) というのがありますが、これは依然割高な条件にあります。また、P C F R (株価キャッシュフロー倍率) を出してみる、あるいはよその国と比較してみても、そちらの方であればかなり割安ではなかるうかとか、いろんな議論がありまして、キャッシュフローなりあるいは金利等の絡みもありますけれども、どの辺にバリュエーションとして本当のところを見ればいいのか。

答 基本的には、その会社がどういうビジネスを

五〜六%がそのマーケットのリスク・プレミアム。それからベータ係数を計算して、ベータが一・二のところであれば、例えばマーケットのリスク・プレミアムを5%とすれば、五掛ける一・二で六%がその会社のリスク・プレミアム。そして、これからの金利はどれくらいだろうか。二%だとすれば、二%プラス六%の八%が株主の資本コストだということを予想して、そのキャッシュフローを資本コストで割り引いて、企業の適正な価値を求めるということをするわけです。それが基本的な方法だと思います。それしかないと思えます。

当然、推定ですから、いろいろ誤差等あるわけですが、それに対してどうやって対策を立てるかという点ももちろん重要ですが、基本的にはそういうことしかないわけで、一生懸命キャッシュフローを予想し、資本コストを計算するよりは

やっていて、どういう部門からどれだけの売り上げがあるかということを実測するということです。アメリカの場合には、セグメントベースとか、いろいろディスクロージャーも進んでいますから、そういうこともやりやすいわけですが、とにかく一生懸命キャッシュフローを予測する。大体一〇年くらいを予想します。日本人はそういうときに完全に予想できなければそれは使えないと思ってしまい、もうそこでだめになってしまうのですけれども、アメリカ人ですと、ここまでは使える、わからないところはいっばいあるけれども、キャッシュフローについてはこういうふうに予想しましょうということから出発します。

それから、資本コストを計算します。そのとき、C A P M というマーケットのリスク・プレミアムをまず見積る。大体これは長期的に日本もアメリカも五〜六%くらいといわれていますけれども、

かないのですね。日本人は、その辺どうしても一〇%正しいということでないと思われませんか、オール・オア・ナッシングになつてしまいい、10^{イゼロ}の世界になって、一〇〇%わからなければ使わないということで、数字の世界にならず、いつもクォリティーな話に終わっちゃうということだと思えます。

そういうことが簡単にわからないから、証券をやっているビジネスの意味があるわけで、みんなが簡単にわかれば、儲かるはずはないのです。ですから、一生懸命考えて、自分はほかの人よりもよく考えることによって利益を上げるのが、こういう株式市場での本質的な仕事だと私は思っているのです。自分でやると大変だなと思えます。人のことなものですから、安易にお話ししてはいます(笑)。今のことを実行できれば、物すごく儲かると思っていますので、ぜひ頑張っていたければと

思います。何か茶化したようで恐縮ですが、そういうことだと思えます。

小山理事長 よろしゅうございますか。それは、時間になりましたので、本日の講演会、これで終わらせていただきます。

若杉 どうもありがとうございました。(拍手)

(わかすき たかあき・東京大学教授、当研究所評議員)

(本稿は平成八年二月七日に行われた講演会の記録で、文責は当研究所にある。)