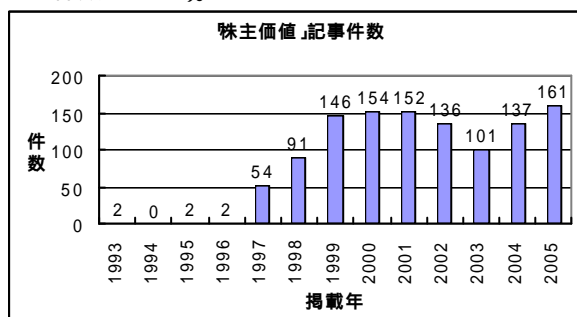


# 松村通信第 6 1 号

2005 年 9 月 18 日  
松村勝弘

## 企業価値向上をめざして

**株主価値？** 株主価値や企業価値という言葉がよく取り上げられるようになってきている。これまでの日本企業で株主軽視・投資家軽視が甚だしかった。経営者天国だったという認識から、昨今株主価値重視が叫ばれている。日経テレコンで日経 4 紙に「株主価値」という言葉を含む記事が何件出ていたのかを調べてみると、それが 1997 年を境にして急増していることがわかる（なお 2005 年は 9 月 8 日までの件数である）。



当時の金融危機などに促されて、日本企業は米国同様もっと株主重視をすべしという論調が強かった。典型的な主張を紹介しよう。「株主権抑制は日本の独善 企業統治改革、骨抜きに（スクランブル）」（『日経金融新聞』1997/09/15）などという、どぎつい見出しが躍っている。極めて単純な主張というべきだ。

米国の実情はかなり違ったものである。ロジャー・ローウェンスタイン『なぜ資本主義は暴走するのか「株主価値」の恐るべき罍』（日本経済新聞社、2005 年）では、ネットや通信バブルの時代盛んに M & A や IPO が行なわれた 90 年代の米国で何が起こっていたかが紹介されている。株価重視、短期利益重視、経営者の利益重視の時代であったという。経営者の利益と株主の利益を一致させるという名目で盛んに利用されたストック・オプションが、実は経営者利得拡大に利用され、そのために会計操作が行われ、短期利益志向が蔓延したと指摘している。

株主価値のかけ声とは裏腹に、短期的な株価維持・上昇が目的となって、そのための利益操作が盛んに行われた。その極めつけがエンロンであり、ワールドコムに至る、米国企業の破綻が 2001,02 年に続出した。

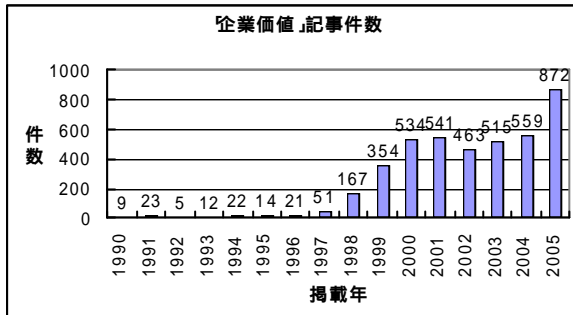
アメリカがそれでも成り立っているのはドル支配体制があるからである。この問題については、以前紹介した、谷口智彦『通貨燃ゆ』

（日本経済新聞社、2005 年）に詳しく書かれている。ここではそれを紹介しておくにとどめる。

日本では近年の歯止めなき規制緩和が暴走を許しかねない。今年に入って話題となったライブドアによるニッポン放送に対する敵対的買収騒動がそれを暗示している。他方で防衛側も過剰防衛に走りがちである。額に汗して着実に企業成長を図るより M & A で一挙に拡大しようとする動きがある。その背後ではインスタント利益の追求がある。ライブドア問題ではリーマン・ブラザーズが数百億円の利益を短期間で稼いだ。

**企業価値** 株主価値はしばしば企業価値と同義で用いられることがある。しかしファイナンス論的に正確に言うと「株主価値 + 負債の価値 = 企業価値」なのである。これまたファイナンス論的にいうと、「企業価値 = 将来キャッシュ・フローの割引現在価値」ということになっている。最近の多くの論調がそうであるように、またファイナンス論でもそうなのだが、将来キャッシュ・フローがあたかも降って湧いたように議論されることが多い。しかし冷静に考えてみるとわかるのだが、将来キャッシュ・フローなどが打ち出の小槌よろしく湧き出てくるものではない。キャッシュ・フローなどという言葉に置き換えてみても、要は企業利益がなければならぬわけである。もちろんこの場合も同様、打ち出の小槌を振れば利益が生み出されるわけでもない。それこそ、経営者・従業員が額に汗して、工夫を重ねてこそ利益の増進が図れるわけである。「キャッシュ・フロー経営」などという言葉もはやっているけれども、利益がなければキャッシュ・フローもない。現金主義であれば「利益 = キャッシュ・フロー」のはずである。

先の日経テレコンで調べても日経 4 紙記事で「企業価値」に関連した記事が急増するのは、次の図表からもわかるとおり、1997、98 年以後である。この場合も株主重視の一環として企業価値が語られていた。すなわち「EVA などの経営指標は 90 年代初頭からコカ・コーラなど米国企業が取り入れている。こうした経営手法を採用する日本企業は、外国人の持ち株比率が高いなど外国人投資家が注目する企業が多い。外国人投資家は日本企業にも欧米企業と同様に、株主にとっての企業価値を高める経営を求めている。」（『日本経済新聞』1998/12/28）ここでは、「企業価値」は「株主価値」と同義である。



**日本式株主価値向上** 大きな流れは変わらないとしても、最近ようやく変化の兆しが見られる。もちろん最近M&Aが盛んになるにつれて、当初いわれていた「株主価値」重視が実践されているとも言えるが、これに対しても慎重な意見も見られるようになった。M&Aの実態を目の当たりにして、次のような論調も見られる。

「企業買収時代の到来を盛んにもてはやす金融のプロ、買収策を提言し防衛策を提言し破綻処理策を提言しては利益を得る大手法律事務所の弁護士。こうした人々に取り囲まれたごく凡庸な企業の側にこそ大義はあるのではないか。そう思いたくなるような水準のM&A論議が進行中のようだ。」(『日本経済新聞』2005/07/13)

米国におけるM&Aの功罪の歴史を知っていれば、自明のはずである。最近の商法大改正でも規制緩和の側面が前面に出すぎていると思う。米国の歴史を知っていれば、一定の歯止めが必要だったはずだ。しかもここは米国ではない。日本には日本流のやり方があるはずである。

「株主価値を錦の御旗にふりかざすだけでは、経営者の心の扉は開かない。日本の企業風土に合ったソフトな手法が重要」だし、「日本式で株主価値向上」を図るべきだといわれる(「ニッセイアセットマネジメント社長田口弥氏(LONGINTERVIEW)」『日経金融新聞』2005/08/04)。その通りだろう。

**儲かる仕組み** 企業価値を高めるということは、結局利益を上げることにつきる。そのためには「儲かる仕組み」が必要である。最近出版された本、小山昇『儲かる仕組み』(河出書房新社、2005年)がその際参考になる。「企業は人なり」つまりところ企業は人の集合体である。トップが方向性を示し、社員が一丸となって邁進する。それが強い企業ということになる。小山氏によれば「戦力になる社員」を作らなければならない。そのためには「社長と価値観が共有できている」必要がある。換言すれば「社長のコピーを何人つくれるか」ということになる。価値観の多様化とか何とかいうけれど、経営方針を社長が示し、社員がその方向で走る必要がある。「皆

が同じ方向を向くからこそシナジー効果も生まれる」という。

そのためにも仕組みが必要である。人づくりの仕組みが必要だし、情報を共有する仕組みをつくり、そのためにITを活用しなければならない。他面で「人で解決せず、仕事の仕組みそのものを改善する」必要もある。「強い経営、強い組織のための仕組みづくり」が必要でもある。そのために利益目標を計画化しなければならないわけである。「中長期計画は中間管理職の育成ツールとしても位置づけられる。」(宮田矢八郎『理念が独自性を生む』ダイヤモンド社、2005年、144ページ)

元気な中小・中堅企業ではそれらがうまく回っている。だが組織が大きくなるとなかなか大変のようだ。「強い工場・弱い本社」(藤本隆宏『日本のもの造り哲学』日本経済新聞社、2004、65ページ)が日本企業の特徴としてあげられる。「日本の企業の中に本社の戦略経営がきちっとできていたところが意外に少なかった」(同上、66ページ)という。「現場の『もの造りの組織能力』を、いかにして収益に結びつけるか。それこそが戦略であり、本社の責任です。言い換えれば、目指すべきは『オペレーション能力』と『ストラテジー能力』のバランス」(同上、70ページ)だという。

こういった現場感覚での議論を抜きにした企業価値向上はありえないと思う。そういった地に足のついた議論もなく行なわれる「企業価値」追究は、結局のところ「株主価値」=株価をめざした短期的利益追求に墮することになる。濡れ手で粟のインスタント利益獲得の誘惑は大きい。同じM&A論議を見ている、一体どちらをめざしているのか、よくわかるはずだ。先だっのライブドア騒動の時も、ライブドアの堀江モンのやり方への反発があったのは、そこにインスタント利益追求の臭いをかき取ったからではなかるうか。あの騒動の時、同様にM&Aで成長を遂げてきた、日本電産の永守重信社長の言葉の方が説得力がある。M&Aで「乗り込んでいってもカギになる人材に辞められたり反発されてしまったら、結局、何もできなくなってしまう」(『日本経済新聞』2005/03/02)という。企業価値向上の秘密は、人であり、仕組みであるということを知っていないと、結局はインスタント利益を上げて、はいおさらば、残されたのは社員ばかりなり、となるおそれが大きいと思う。

HPを見て下さい。又何でも意見を。  
 皆様のご意見を歓迎します。HP  
 ( <http://www.finance.ritsumei.ac.jp/matsumura/> )  
 もご覧下さい。また、メールで意見交換  
 しましょう。メールをよこして下さい  
 ( [matsumura@ba.ritsumei.ac.jp](mailto:matsumura@ba.ritsumei.ac.jp) )