

日本企業の再生への基本条件

—— あるべき政策とあるべき企業の対応策について ——

Fundamental Conditions for the Recovery of Japanese Economy

--- Necessary Government Policy and Necessary Corporate Policy ---

津 森 信 也
Shinya TSUMORI*

Abstract

So-called Japanese Disease is still prevailing. In this paper, I would like to discuss the poor business performance of Japanese corporations in relation to the economic recession. The point is which comes first and more important, the corporate poor performance (micro-economy) or the recession (macro-economy).

My stand-point is "micro-economy first"

From that view-point, the philosophy and method to improve the Japanese corporate performance should be discussed.

目 次

論点

日本企業の業績

経済環境の基本認識

1. 世界の情勢
2. 政府による競争的環境への妨害
3. 企業活動と規制
4. 株式市場

* Professor, Faculty of Healthcare Management, Nihon Fukushi University

5. 株主資本の意義と株主資本コスト

日本の企業経営の基本問題——日本の企業経営に不足しているもの

1. 企業理念
2. リスク管理
3. 利益の意味の認識
4. コーポレート・ガバナンス不足

対応策

1. 企業理念
2. リスク管理および利益の意味について
3. コーポレート・ガバナンス

結論

論点

日本企業の業績は回復の兆しを示していない。

景気が悪いのであるから仕方がないという面があり、政府は景気対策に力を入れるべきだというような声があるが、なぜ景気が悪いのかを考えてみる必要がある。超好況（と思われたに過ぎなかったが）を謳歌したバブル時代が終わり、企業は不良資産と不良債権にまみれ、その対策に追われているがいまだに完了したとは言えない状況にある。止め処もなく出てくる資産整理損失等をカバーできるだけの利益が企業に計上されていない。含み益もほぼ底をついて、多くの企業では、含み益があると思われた資産までもが含み損になり、さらなる対策に追われるという状況にある。新たな利益を追求するための方策も採られているが、多くの企業で取られている対策は人員整理や経費カット、賃下げ等の誰にでもできる安易な施策に過ぎない。

企業業績が良くないから、当然、税収も落ち込んでいる。税収が落ち込んでいるにもかかわらず財政出動という税金ばら撒き政策を行い、無駄な道路や橋を作るから財政はさらに悪化し、景気はその瞬間だけ持ち直したかのように見える。しかし、それが終わるとその都度、景気は下降を始める。特定産業に税金をばら撒けば景気が回復するというものではないことが分かる。

現状は、景気が悪いから企業業績が悪いというよりは、企業業績が回復しないから景気が悪いと考えるべきであるというのが正しい解釈である。ミクロが回復しない限りマクロは回復しない。したがって、いま最も必要な景気対策はミクロ回復策（企業業績回復策）である。同時にミクロ自身（企業）による真の意味でのリストラ策である。改善策ではなく改革策である。

バブル発生については適切な政策を欠いたのみならず間違えた政策が多くとられたという点はあるものの、日本企業における経営不在が生んだ自作自演がその始まりであったと見ることができる。

個別企業段階では、業績回復の手段としてリストラが行われている。リストラとは企業の再構築であるから、リストラが本来の BPR（Business Process Reengineering）のような方向で行

われるのであれば、そこからなんらかの業績回復の兆しを読み取ることもできるが、現実には日本企業が行ったリストラは人員の再構築、すなわち、クビ切りに過ぎない。その結果、日本語では「リストラ」と「人員整理」とが同義語になってしまった。

リストラが行われ職がなくなれば個人は消費を切り詰めるし、世間の動きを見ていれば職がある消費者も万が一に備えて消費を切り詰める。消費しないから生産が停滞し、生産が停滞するからリストラを行い、というような悪循環が始まることになる。また、企業業績が上がらないから税収が落ち込み、財政赤字が拡大し、政府の借金は国民総生産額を超えてしまう。政治家はますます人気取り政策を志向し、それが自己の利権の拡大につながるから税金のばら撒き政策を行う。結果として、国家財政は疲弊する。患者にモルヒネをうつような政策は、一時的な経済の回復を見せるものの、直ぐに色あせる。色あせた原因はモルヒネの量が足りないからであり、うち続けるべきであると主張するエコノミストまで現れる。政府は、実に、1992年以来累計で12回にわたり140兆円もの景気対策を実施し、国債残高は国内総生産（GDP）比で学徒出陣のあった1943年の133%に迫ろうとしている。¹ それにもかかわらず、さらなる財政支出を主張しているわけである。

ある経済学者は現在の状況を説明するために「デフレ予想 需要減退 物価下落 さらにデフレ予想」という図式を描く。²

間違いではないが、なぜ需要が減退するのかという点を明確にする必要がある。このほとんどの原因は企業業績不振にある。業績が良い業態にあっては経営者や社員の消費も旺盛である。都内のいわゆるオクシオンは競争倍率が時には数十倍になる（医者や弁護士がかなりの比率を占めているが）。また、需要減退に関しては、日本の個人金融資産のほとんどは高齢者により保有されているため新たな需要に結びつかないとか、中国の低賃金労働の脅威とかが議論される。間違いではないが本質ではない。

基本は、企業業績が不振であるためにリストラという名前の人員整理が行われ、失業率が上がり、賃金さがり、家計が自己防衛に走っていることにある。中国の安価品の流入はその分消費者の購買力を高めているのであるから、中国の優位性とは異なる観点の優位性を持つビジネスモデルを構築すれば業績の向上につながるはずである。しかし、言い訳としての中国脅威論を越えた新たな動きはごく一部で見られるに過ぎない。

については、なぜ業績は回復しないのかまず検証する必要があるが、世界の情勢を抜きにしては語れない。で日本企業の業績を振り返り、では世界における日本企業を取り巻く環境を検討し、その上で、で日本企業不振の原因を解明する。

次の課題は「では何をすべきか」ということになるが、企業自体で対応すべきであることは言うまでもないが、政策による後押しや、外部からの強制による改革も必要である。

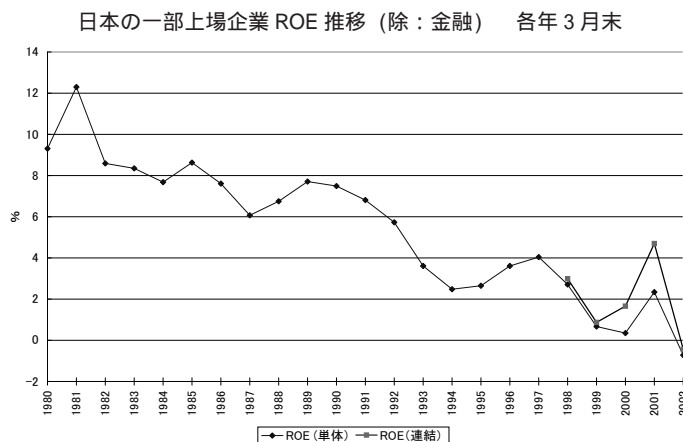
で日本企業の現状と日本企業において何が問題なのかを述べた後で、いまとるべき諸施策を検討する。

日本企業の業績

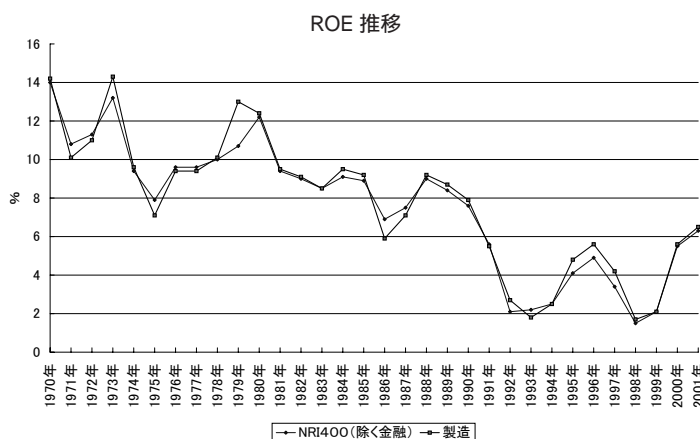
図表 - 1 は東京証券取引所第 1 部に上場している企業（金融をのぞく）の ROE（株主資本利益率）の推移である。日本の代表的企業のみであるが、長期低落傾向にあることが読みとれる。1980 年以前を含めたデータについては、統計対象がやや狭くなっているが、野村證券の株価指標 NRI400 採用企業の ROE 推移（除く、金融）を下段 に示す。

また、日本経済新聞の調査では³、金融と新興市場で公開の企業を除く全国上場会社 1,618 社の 2002 年 3 月期決算は最終損益で 713 億円の赤字になっている。なお、懸命のリストラ効果で 2003 年 3 月期では経常利益で 16.2 兆円の黒字、最終損益では 7.1 兆円の黒字が見込まれている（多額に見えるが、1 社あたり 44 億円に過ぎないし、実効税率 40% とすると国家財政への寄与額

(図表 - 1)



データ出所：東京証券取引所ホームページ「決算短信集計」



データ提供：野村證券金融研究所

は僅か 2.8 兆円である。なお、2003 年 3 月末の日経平均株価が 8,000 円を割り込んだ結果、株式評価損が膨らみ、この純利益額の達成は困難視される)。また、バランスシート・リストラにも取り組んでおり、2002 年 9 月末の総資産合計は 2002 年 3 月期に比べ 14 兆円減少し 471 兆円になっている。ただ、これだけの減量を行っても、株主資本比率は 0.9% 増加し、29.3% になったにとどまっている。米国企業の平均値である 38% 台には大きく劣っている。

株主資本比率が小さいということは、総資本に占める有利子負債の割合が大きいということの意味しており、企業の健全な成長という観点から大きな問題がある。

株価の方は、上記のように企業業績が底を脱しつつあるのではないかという指標が見られるものの反応していない(株価の動向については、図表 - 5 を参照)。そのことは、市場は企業業績の先行きに関して非常に厳しい見方を継続しているということの意味している。多くの場合において、株価は現在と将来予想のすべてのデータを折り込んで成立していると言われる。

ちなみに、株価の先見性を示すものとしては米国の KMV 社の信用格付け手法がある。KMV 社(現在はムーディーズ社の子会社)は株価の動きから企業の倒産確率を計算し企業の信用格付けを行っている。エンロンやワールドコム等の米国企業の倒産のみならず、日本のそごうやマイカルの倒産についても信用格付けにおいてムーディーズや S & P よりもはるかに早く予測している。株価動向こそが企業の実態と方向性を示しているとの前提で分析し、その有効性に対して高い評価を得ている。

日本の株価の低落傾向が止まらないということは、企業業績が回復しないであろうことを市場が正確に読んでいるものと考えることができる。

ともあれ、日本企業の業績は一進一退しながら長期低落傾向を描いてきているわけだが、企業経営者がそれなりの業績回復策を講じてきていることは否定できないであろう。それなりに最善と考える対策をとりながら、長期低落傾向を続けるということは、経営改善策の基本的な部分において重大な間違いがあり、多くの企業でいまだにその点に気が付かないままに、いわゆるリストラ策を講じていると考えるのが正しい判断であろう。

経済環境の基本認識

まず検討すべきは企業を取り巻く環境である。

1989 年 11 月に現在の世界経済のグローバル化を暗示する象徴的な出来事が起きた。ベルリンの壁の崩壊である。これを境に世界の経済環境が一変している。日本企業の経営の最大の問題点はこの環境変化に対応し切れていないという点にあると思われる。環境の変化を認識していないというケースも当然考えられるが、多くのケースでは認識しながら生半可なリストラ策を繰り返していると考えべきではあろう。

また、政府がこの環境の変化に対応しきれていない点、あるいは、対応しようという意思をあまり持っていない点が企業業績に影響している。その点も重要な論点である。

なお、経済のグローバル化に関して多くの論評が見られる。その多くは、自己の倫理感から、あるいは、歴史的に、地政学的に、時には、感情的に、グローバル化は正しい方向ではない、したがって、日本も日本企業も日本らしさを追及すべきである、あるいは、反グローバル化経営を行うべきであるというような意見である。⁴ どのような意見を出そうとも自由であることは間違いないが、企業から見て唯一重要な真実は「世界はそうなっている」という点である。従来型のサラリーマン社長独裁型の仲間内だけの仲良し経営（日本型経営）を続けていくべきと考えるならば、そうすれば良い。ただし、その企業は長くは存続できないであろうということが重要である。競争に敗れるからである。現在も既に敗れかけており、それが続けば存続にかかわる問題になることは言うまでもない。

企業の唯一の選択肢は事実を受け入れて対応策を練ることのみである。東西冷戦下に極東の 1 国で成立したモデルがグローバル経済下で通用しなくなっている、という事実の認識とその対策である。

1. 世界の情勢

ベルリンの壁の崩壊は社会主義圏崩壊の象徴的出来事である。この日を境に世界各国の経済は自由経済へと移行したと言っても過言ではあるまい。それまでは自由経済圏と社会主義経済圏がそれなりの軍事的バランスを保ちながら並存してきたわけだが、この事実は次のことを示している。すなわち、社会主義圏は約 50 年の壮大なそして不幸な実験の結果、社会主義はいかなる形で実行しても機能しないし、国民に繁栄をもたらさないということを実証したということである。また、二つの対立する思想とそれに基づく経済体制の並存する時代には、自由経済圏の諸国間においてそれなりの連帯感があったのではないと言える。換言すれば、対立することはあってもお互いを完膚なきまでに打ち負かすということまでは行かないで解決するという同じ経済圏に属するものとしての連帯感のようなものである。お互いに、惻隱の情があったと言ってもよいかもしれない。

1989 年を境に全世界が自由経済圏に移行したということは、全世界が同じ自由経済、自由競争という思想を共有し強烈な競争を始めた、ということの意味する。

これが“グローバル経済化”である。

また、中国の自由経済圏への参入も大きな意味を持っている。平均的労働者の 1 時間当たり賃金 1 ドル以下の国が、平均的労働者 1 時間当たり賃金 20 ドルの諸国と対等な立場で競争を始めたということである。これと裏腹な関係ではあるが、為替レートを購買力平価比で極端な元安に維持していることが中国の輸出競争力をさらに高めている。現在 1 ドル = 8.28 元とされているが、購買力平価では 1 ドル = 2 元程度と考えられている。⁵ 中国もいずれは国民所得がさらに向上し、元安も是正され、その他先進諸国と大差ない経済状況になってくる可能性は高い。それは 13 億人の巨大マーケットが開けることを意味しているから、長期的には、日本企業の業績にとって悪い話ではない。しかし、当面のところは賃金 1 時間 1 ドル以下の予備軍がさらに 10 億人ほど

控えている。日本企業が同じ土俵で競争に勝てるはずがないが、日本企業が勝てる土俵を見つけ出さない限り日本企業は敗退するのみである。最悪のケースとしては、日本の労働者の平均的賃金が中国における賃金に近づいて均衡することもありえないことではない。

この時代に企業が生き残るためには生き残ることができるだけの手を打つ必要がある。それはバブル崩壊以降に日本企業がこれまで実施した経営改善の諸施策程度のものでは不完全かつ不十分であることはバブルピーク（筆者は日経平均株価が 38,900 円をつけた 1989 年末をピークと考えている）から 14 年間で経過した現在の企業の業績が示している。

2. 政府による競争的環境への妨害

(1) 社会主義的政策の本質的な過誤

国家の経営も企業の経営も、あらゆる経済的主体の経営はその本質において大きな違いはない。自らが創造する価値よりも多くを消費すると存続できない。社会主義圏の崩壊の本質も単純なものである。国民経済が創造する価値以上のものを、価値を創造しない人々が消費することを許容する仕組みが内包されており、現実にはそれが起きてしまったからに過ぎない。価値を破壊している国家も、国民からの借金や、国債や政府保証債の諸外国での発行による借金によって、しばらくは存続することができる。しかし、いずれ破局が来る。債権者が債権の返済を受けることはできないのではないかと思ひ始めたときが破局のときである。

いかなる経済主体も、それが国家であっても、消費する価値よりも創造する価値の方が大きくない限り存続はできない。

日本国はどのようなのであろうか。いまや、世界に残っている社会主義経済国家はキューバと北朝鮮と日本程度になってしまったとよく言われるがその辺りを、本稿の主題ではないが、少し見てみる必要がある。

以下この項で使った数字は他に断りがない限りすべて「日本が自滅する日」石井紘基（民主党代議士、2002 年に暗殺された）著（PHP 研究所 2002）からの数字である。

日本の一般会計は 2000 年度で 86 兆円であるが、うち 51.6 兆円は特別会計へ繰り入れられ、21.2 兆円は補助金や交付金である。そして表に出ない財政が特別会計と財政投融资計画である。38 の特別会計があり歳出が 336.5 兆円、歳入が 318.7 兆円ある。財政投融资は 43.7 兆円である。石井氏はこの内容を分析し重複分を取り除き、日本の財政規模（年度予算額）は 260.4 兆円であると計算している。国内総生産の 50%を超えている。これが利権構造の根幹をなしていることは言うまでもない。国民の価値創造額を正しく配分しているのであれば問題はないが、次の数字をみるととてもそうは思えない。旧大蔵省が 2001 年度予算案編成時に発表した国と地方の借金は 666 兆円ある。これには特殊法人の借金に対する保証額や政府短期証券、地方の公営企業分が含まれていない。その他隠れ借金を入れると 1,066 兆円となり、国税収入の 22 年分であると試算している。財政投融资貸出残高は 2000 年度末で 418 兆円であるが、貸出先の特殊法人のほとんどが赤字であることは折に触れ新聞で報道されている。道路公団一つをとってみても民営化委

員会の精力的な調査にもかかわらず実態が明らかになったとは言い難い。現時点で、全特殊法人に関する公表された実態を示す資料は存在していない。政府が事業を行いその事業主体が傘下に株式会社を作り利権を与え、特殊法人は赤字ながらファミリー企業は大きな黒字を計上しているという実態もある。自由経済の根幹である金融に目を転じてみると、2000 年 3 月末で貸し金業者をも含む民間金融機関の貸出残高が 520 兆円であるに反し財投、金融機関、農林漁業関係金融機関、商工中金等を合計すると公的金融機関融資残高は 649 兆円である。その融資内容には大きく穴が空いていることは報道されている通りであるが、税金で穴を埋めるより他に方法はない。大手銀行の不良債権問題と経営者の適格性が国会でも問題にされ非難の対象になっているが、国営金融の実態が明らかにされたときにその程度のもので済むのかどうかは大いに疑問である。国家財政を蝕む利権構造が裏にある。これこそが社会主義国家の本質である。経済の基本である金融が国家官僚により支配されている限り、経済の活性化はない。官業による金融の最たるものが郵貯である。2003 年 4 月 1 日でもって公社化されたが本質において何ら変わっていない。

東京三菱フィナンシャルグループ等の 4 大金融グループの預金合計が 217.3 兆円（2002 年 9 月末）であるに比し郵貯残高は 235 兆円（2003 年 3 月末）、4 大生保の総資産残高が 115.1 兆円（2002 年 3 月末）で簡保は 123 兆円（2003 年 3 月末）である。⁶ 郵政公社は税金も支払わず、貯金と簡保には国家保証が付いている。自由経済の中に国家が介入し甘い汁を吸うという構造ができ上がっている。郵貯という社会主義を廃止しない限り自由経済のシンボルである金融の真の復活はない。金融は経済の動脈であり血である。その金融の大きな部分を官営金融が占領している。戦後長らく郵貯も民間金融もすべて官僚統制下にあったが、官営金融事業以外を自由化したから、全体が自由経済に移行したと考えるのは幻想に過ぎないことは言うまでもない。

また、財務省は国家全体のバランスシートを公表しているが、2000 年度末の国と特殊法人等をあわせた連結のバランスシートは最大で 869 兆円の債務超過になっている。石井氏の調査に大きな間違いはないのではないかと思わせる数字である。⁷

(2) 展望

国家経営という観点から考えれば 1 日も早く、この構造に見切りをつけ原則として競争を基盤とする真の自由経済体制に転換する必要があるが、まず、不可能であろう。不可能と判断する理由は 2 つある。まず、この利権構造内にいる人たちが最大の権力を持っているということである。国家公務員キャリアはいかなる年齢で勇退しようとも 70 歳まで職が保証されている。官房の仕事のほとんどすべてはこの先輩の職探しにあると言われている。2、3 年ごとに公社公団、さらにはファミリー企業を渡り歩き年収 2 千万円以上、退職金は転職の都度数千万円を手にする。影響力が及ぶ民間企業にも役付き役員で送り出す。民間企業は定年があるから定年後は再び出身官庁が世話をする。若干の例外は当然ありえるし、また、最近退職金の見直しが行われたが全体としてみた場合に、自らこの特権を放棄することがありえると考えること自体が間違えている。次の問題は、国民自身である。自由民主党という一種の社会主義的政策を好む政党による税金ばら

撒き政策に常に賛同する。あるいは、賛同する人のみが選挙に行き賛同しない人は選挙に行かない。さらに問題なことには、他の政党も税金をばら撒いて人気取りをするという点においては変わるところはない。どうにかこれに歯止めをかけようとする小泉政権に対してはわずか2年で我慢しきれなくなりマスコミが先頭に立って反対キャンペーンを張りだす始末である。戦後50年以上の間に完全に根付いてしまった利権構造がわずか2年で直るはずがない。しかも、最高の権力をほしいままにしている官僚を相手にしている。日本企業において社長は絶対的権力を有しているが、その存在をもってしても、せいぜい数千人の企業内の改革ですら、内部にその意思が行き渡るには2年や3年は最低必要である。また、成果が目に見えてくるにはさらに時間が必要である。

3. 企業活動と規制

「国家による企業所有と企業管理が現在の企業の業績不振の原因である。これは、投資家と債権者の価値を最大化することに対する経営者へのインセンティブ不足の結果である。また、それは、企業を市場の規律にさらさないという政府機関による保護主義的やり方の結果でもある。」これは日本の話ではない。中国のコーポレート・ガバナンス問題を取り上げた世界銀行と IFC の報告書（2002）の書き出しの一節である。⁸ 自他共に許す社会主義国であった中国の現状と日本の現状との違いを見出すのは難しい。

戦後、60年近い間、日本の民間企業は価値を創造し国家財政を背負いひたすら走り続けてきた。背中に乗っている国家は身軽になり民間企業の手助けをするという政策を採ることはなくひたすら肥大化する方向を選択した。企業自体の経営の失敗もあるが、背中に背負った国家の重さに耐えかねているのが現在の日本企業である。

国家が行う無駄はすべて民間企業の価値創造額で埋める必要がある。乗用車で首都高速を走っただけで中国の平均的労働者の6時間分の賃金と同じ高速料金を支払う必要がある。トラックで走れば1日の賃金を超える。東京湾海底トンネルを通ると3日分の賃金と同じ通行料を支払う。これはすべて企業のコストに跳ね返る。原価をその分高騰させ、社員にすれば高速料金も当然生活費の中に入っているから、それは給料に跳ね返る。欧米ではほとんどの高速道路は無料である。あるいは、桁外れに安い。郵便料金も日本ではずいぶん高い。80円で手紙1通であれば苦に感じないが、ちょっとした案内状を100通出せば8,000円である。現在、年金資金や財投資金を使って建設した全国の保養施設やスポーツ施設をただ同然で売却している。この負担も国民がすることになる。

例をあげていけば切りがないが、企業経営上考えるべきは、このような経営に対する重石は絶対に軽くないということである。換言すれば、日本における企業経営のコストは真の自由経済を志向している国々、たとえば、英米企業のコストよりも高いということである。社会主義という浪費のコストを背負いながら日本企業は世界中の企業と同じ土俵で競争をして行かなければならない。すなわち、欧米諸国並みの企業努力では競争に勝てないということを意味する。

4. 株式市場

株式市場において株式の持合い解消が進んでいる。

図表 - 2 は安定株主比率と企業間持合い比率の推移グラフである。⁹

企業間持合い比率は 2002 年 3 月末で 8.9%，安定保有比率は 30.2%にまで落ち込んでいる。なお、安定保有比率と企業間持合い比率の差の主たるものは、前者に含まれている生命保険会社（相互会社であるから持合い関係は存在しない）の保有分と上場子会社の親会社持株である。

この持合い関係はさらに縮小されるものと考えられる。たとえば、銀行は持株を「銀行等株式保有制限法」により 2004 年 9 月までに中核的自己資本の範囲内に収める必要があるが（期限は延長される可能性が高い）、これを達成するために 2004 年 3 月末までに大手銀行だけで 5 兆円の株式売却が見込まれている。¹⁰ 2003 年 3 月末の株式時価総額は東証 1 部市場で 240 兆円程度（図表 2 で示すように、30%を安定保有比率であるとする、浮動株時価総額は 168 兆円）に過ぎないから、銀行による 5 兆円という売却額が市場に与える影響は買いが細っている現状にあっては相当に強いものとなろう。

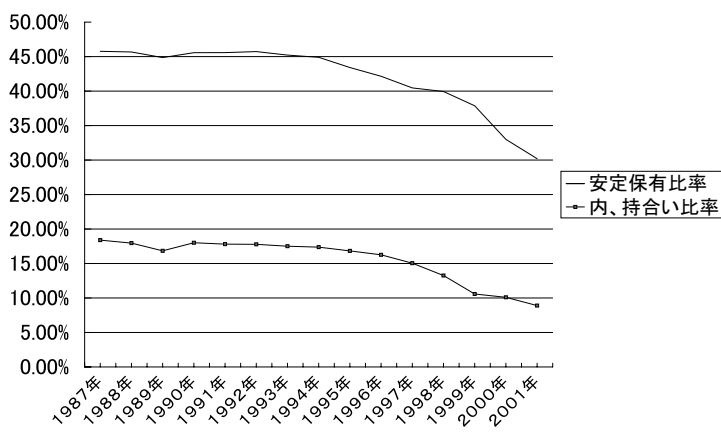
企業経営という観点より、この株式持ち合い解消の動きを考えるならば、最も重要な点は売却される自社株式を誰が購入するのか、あるいは、誰が購入してくれるのかという点である。

株式の持合いには現金は不要である。

持合い相手先の株式を購入するためには一旦銀行借入等により資金調達をする必要があるが、その資金は自社の株式を持合い先企業が購入することにより帰ってくる。その資金を借入金の返済に充てれば、現金不要で持合い先の大株主になり、同時に、自社の株主資本が增強されている。

このような株主に株主としての相手企業に対するガバナンスを期待することはできない。むしろ、株式持合いの基本的な目的はお互いの経営者の自主性を尊重し、本当の株主の発言権を封じることにある。株式持合いが外資による日本企業の乗っ取りを危惧して始まったものであるとし

(図表 - 2)



データ出所：ニッセイ基礎研究所 ホームページ

でも、その狙いは同じである。この株式持合いが企業経営を長期的観点から行うことを可能にし、米国のように短期的志向に陥らない日本の経営の強みとして認識されてきたが、裏を返せば、長期的に業績が低迷してもお互いの経営者が天に唾するような行動は取らないから、ガバナンスを發揮できないという現在の問題点につながっている。

現実には、企業業績が低下し、当然の結果として株価が低迷を始めると、会計ビッグバンによる投資有価証券の時価評価導入もあり、ガバナンスを發揮してお互いの経営者同士が気まずい思いをするという方策よりも、お互いが持株を売却して持合いを解消するという方策を選択することは当然の帰結である。その他、値上りが期待できない状況下で更なる値下がりに耐え切れないという点が持合い解消の大きな要因としてあげられるし、さらに本質的には他社の株式保有という資本の使い方が企業経営上許されるのか、というコーポレート・ガバナンスの観点からの問題もある。

企業は、このような状況下で、新たな持合い株主を期待することはできないから、本当に現金を支払って、自社株式を購入してくれる投資家を探す必要がある。「現金を支払って、自社株式を購入してくれる投資家」とは、ほとんどは、個人である。機関投資家はどうか。機関投資家は個人の資金を集めて運用しているに過ぎない。機関投資家の目線は個人の目線と同じである。狙いは購入した株式からのプラスのリターンである。自分がマネージするファンドの成果が上がりなければ自分が職を失うという立場にいる。ある意味では個人投資家よりもさらに厳しい目を持っている。

5. 株主資本の意義と株主資本コスト

(1) 株主資本コスト

本論の論点ではないが、本論の基礎をなす部分であるので株主資本の意義と株主資本のコストについて振り返っておきたい。

株主資本は株式会社の本源的な資本であり、株主資本なしにはいかなる企業も企業活動を営むことは不可能である。企業が信用を得るための源泉は株主資本の多寡にある。株主は会社財産に対し債権者よりも劣後する請求権しか有していないから、株主資本が多ければそれだけ企業の債務返済能力が高いということが言える。企業が被った不測の損害をまず負担するのは株主であるからである。すなわち、企業財産に対する請求権は債権者が優先権を有しており、株主は債権者への債務の返済の後に残っている財産に対する請求権を有しているのみである。ここから株主は残余財産請求権者 (Residual Claimant) と呼ばれる。十分な量の株主資本が存在して始めて有利子負債による資金調達が可能となるから、100%近くが負債という企業は成立し得ない。あるとすれば、倒産寸前の企業ということになる。

このような役割を有している株主資本のコストが有利子負債コストより低いということはある得ない。株主資本コストに関しては、W. シャープのCAPM (Capital Asset Pricing Model, 資本資産評価モデル) が世界中の投資家に採用されてグローバルスタンダードとなっている。

具体的には、

$$\begin{aligned} \text{個別株式の株主資本コスト} &= \text{リスクフリー・レート} \\ &+ (\text{市場全体の期待リスクプレミアム}) \\ &\times (\text{市場全体の期待リスクに対する当該株式のリスク量}) \end{aligned}$$

として表される。¹¹

簡潔に記せば、

$$\text{株主資本コスト} = \text{無リスク資産金利率} + \text{株式リスクプレミアム} \times (\text{ベータ})$$

となる。

ベータは個別株式の市場全体の動きに対する感応度を示し、個別株式の収益率と市場全体の収益率の共分散を市場全体の収益率の分散で除して求められる。

市場全体で考えれば、ベータは当然 1 になり、リスクフリー・レートに国債利回り（2003 年 3 月始め現在年率 1% を割っているが、これを 1% とする）を、リスク価格に株式リスクプレミアムの統計値 4.273%（TOPIX の 1970 年 1 月から 1998 年 3 月までのデータを使用している）¹² を使えば、株主資本コストは約 5.3%（ $= 1 + 4.273 \times 1$ ）となる。

有利子負債コストよりはるかに高いコストであることが理解できるが、株主は残余財産請求権者であるという立場を考えれば当然であろう。

CAPM が世界に広く使われている例として筆者の次のような経験を挙げておこう。

1998 年であったと記憶するが、大手商社の財務部長としてニューヨークで機関投資家に対して行った IR（投資家向け広報活動）の席上で、その機関投資家のファンドマネジャーからの第一声は「貴社の株主資本コストはいくらであるか？」であった。筆者が「それは CAPM であるが、……」とまで言ったところで質問者が「よく分かった。ついては、個別の決算数字について質問をしたい」と話題を転じてしまった。その後のフランクな意見交換から理解できることは、わずかに「CAPM」という言葉を発したのみで機関投資家による最初のテストに合格したということである。株主を重視した経営を行おうとしていると納得したということである。換言すれば、投資対象として検討する価値があると考えたということである。なお、筆者が最後まで発言したとすると「それは CAPM で考えるべきであるが、当社はとてもその段階には達していないので、社内に説明し理解を求めている最中である」との返事となるはずであった。

株式を保有するというリスクを考慮すれば、投資家は株主資本コストを支払ってくれるような会社の株式を購入するということである。換言すれば、税引後利益額から株主資本コストを差し引いてもいくらかの利益が出ていることが条件であるということになる。

このような利益をエコノミック・プロフィット（経済的利益）という。損益計算書の最終行（ボトムライン）である純利益（ネット・プロフィット）に対応する言葉である。

投資家が投資をする株式はネット・プロフィットの計上のみでは不十分であり、株主資本のコストを充足する利益であるエコノミック・プロフィットを計上すると期待される企業の株式である。ネット・プロフィットですらその計上に四苦八苦している日本企業にとって途方もなく厳し

い数字であると言える。しかも、有利子負債には節税効果があるが、株主資本コストは税引後利益がそれに充当されるのであるから、上記のごとく、仮に株主資本コストを 5.3% であるとする、税前では 8.83% ($= 5.3\% / (1 - 40\%)$ 、実効税率を 40% とする) のコストになる。

なお、米国企業についてであるが、2003 年 1 月現在の 7,440 社の調査で、平均的にはこの 7,440 社の投下資本利益率は投下資本コスト率（税引後有利子負債コストと株主資本コストの加重平均値 7.59%）を 3.23% 超えている。¹³

株主資本コストを超える利益とは途方もない数字に見えるが、現実には達成されているという事実が重要であり、日米どちらの企業がより強靱な筋肉質な体力を有しているかとなると論じるまでもない。

CAPM の理論に対してはその根幹を成すベータの実効性等に関し、現実との乖離が指摘されている。そこで新たな理論も提起されているが、¹⁴ 本稿で株主資本コストとして CAPM を挙げた理由はそれが現実には市場で最も広く使用されているという点にある。

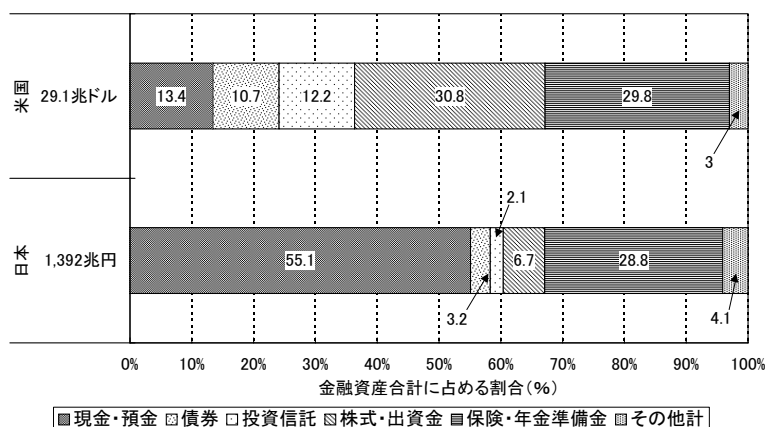
(2) 株主資本コストと日本の株式市場

現状の企業業績を見る限り日本株式には投資すべき魅力はない。もちろん例外がないわけではない。2003 年 3 月末の株価がバブルピーク時（1986 年から 1990 年の間の高値）の株価を超えている企業が東証 1 部で 21 社ある（大和証券 SMBC 調べ）。以上はあくまでも、そのような企業を除いた大多数の企業について言っている。自由経済において株式への投資が行われないということは自由経済というシステムそのものが崩壊しかねないことを意味している。

図表 - 3 は日米の家計の資産構成比の比較である。

日本の家計が株式・出資金として保有している金融資産は 2002 年 9 月末で全体の 6.7% を占めているに過ぎない。しかも、1989 年度末ではこれが 13.3% であったから、約 13 年で半減して

(図表 - 3)



出所：日本銀行ホームページのデータより筆者作成

しまっている。¹⁵ 米国の家計が約 3 分の 1 の金融資産を株式・出資金で保有しているのと比べ好対照である。米国では資本主義が根付いており、日本では国民がますます資本主義から逃避していると言ってもよいであろう。

その原因の主たるものは、当然、企業業績の不振にある。人間は欲が深い動物であるから、儲かると思えばこぞって資金を投入するが、儲からないと思えるものからは資金を引き揚げる。欲の深さについては、続発する金融詐欺事件がそれを物語っている。2003 年 3 月にも、「米国大使館を通じて資金を運用し年率 25% で運用する」という荒唐無稽の話に個人から 80 億円を集めた会社が摘発されている。米国に比してあまりにも低い家計の株式保有比率のもう一つの原因は金融政策にある。第 2 次大戦後の日本の金融政策は銀行を経由する間接金融に重点が置かれ、資本市場を通じての直接金融は補助的な手段でしかなかった。旧大蔵省が統制しやすい方を選んだ結果である。預金金利を低く抑え、産業復興にできる限りの低利資金を供給するという国家目的には、原則として市場原理が支配する資本市場は適していない。さらに、旧大蔵省は資本市場、なかでも、株式市場に対しては公正な市場を整備するという努力すら怠ってきた。その結果、株式市場は投機的市場としての色彩が濃くなりインサイダー取引が跋扈する市場となってしまうていた。株式を保有していないことを自己のクリーンさを示すものとして平気で発言する国会議員が株式会社による経済運営を国家経済の基本としている国に出てくることになる。大蔵省が本気で資本市場を育成しようとしたときには（基本的には、橋本首相が 1997 年に実施したいいわゆる金融ビッグバンからと考えてよい）、国家と企業によるグローバル経済への対応の遅れが顕著となり、株価は低落傾向に入っていた。

このような株式市場において、企業は株主資本のコストはゼロであると長らく考えてきた。ゼロと考えて経営してもさしたる問題を生じない時代が存在したことも事実である。戦後長らく日本企業は過小資本状態にあった。1966 年から 1974 年の間に日本の主要企業による外部資金調達の内訳を見ると、株式による調達は 6.3% を占めているに過ぎない（借入金による調達が 83.2%、差額は債券）¹⁶。その多くが銀行ないしは持合い株主であり、株主資本のコストを考える必要がなかった。また、同時にわずかな株主資本比率の企業においては有利子負債の節税効果が大きく作用し、株主資本利益率（ROE）は高くなるから現実には額面増資を行いながら 1 割配当程度は無理な数字ではなかった、ということも言える。

これが 1985 年から 1994 年にかけては株式による資金調達の比率が 35.4% に跳ね上がる。株主資本コストを考えなければならない時代に入ったわけだが、日本企業が株主資本コストを意識し始めたのは 1990 年代の末から 2000 年代に入ってからである。上で述べた筆者のニューヨークでの経験の裏には、IR 活動で機関投資家を訪問した多くの日本企業の経営者たちが「株主資本のコストはタダである」あるいは、「配当をしているではないか」というような返事を繰り返していたために、日本の一企業の取締役財務部長が CAPM という言葉を普通の言葉として使うことに驚いたに過ぎない。おそらく最近では「無リスク資産金利率をいくらと見ており、いかなる計算で株式リスクプレミアム算出し、ベータ値のベースデータはなにか」という程度の質問は出

るはずである。

株主に株主資本コストを超える利益をもたらさない企業の株式は購入されない。持合い株主はもう出てこない。メインバンクから放出される自社株を購入してくれる投資家はキャッシュを支払う投資家のみである。なお、ここに日本銀行という通貨の発行者が買い手として登場しているという大きな問題がある。緊急時のやむを得ない策であるとの認識であろうが、基本において間違えているという事実を忘れない対応が必要である。

株式会社が株主資本を調達するために必要なことは一つのみである。自社株式を購入すれば儲かると市場に信じてもらうことである。他にはない。

では、どうすれば市場は信じてくれるのか。

株主資本コストを支払った後でも（純利益額から株主資本コストを差引いた後でも）利益が出る会社になるということを示すより他に方法はない。エコノミック・プロフィットを経営上の達成数値目標と定め、それを実現するための方策を具体的に市場に示すことである。

他社のことを考える必要はない。自社がこのグローバル競争時代を生き残る方策を講じればよい。そして、同じことを考える企業が多くなればなるほど、経済全体が回復する速度が早くなる。資本主義経済の原点である。

しかし、これまで経営改善のための努力を日本企業がして来なかったわけではないことを忘れてはいけない。ただ、一部の企業を除いてそれが成功していない。

なぜ成功していないのか。

結果を見る限り、成功するべき方策を採っていないと言わざるを得ない。過去の延長線上には真の意味の企業改革は存在しない。これまでは考えてもいなかった手法を採用するより他に方法がないであろう。

次章で、では企業はなにをすべきなのかを述べるが、そのためには現在の日本企業になにが足りないのかを明らかにすれば答えが見えてくるはずである。

日本の企業経営の基本問題 ― 日本の企業経営に不足しているもの

1. 企業理念

自由経済社会に存立基盤を置く企業として当然の前提とすべきことは、自分たちは自由経済社会の一員であり、その非常に重要な構成要員であるという認識である。企業が利益を計上することがこの社会を維持するための基本条件である。すなわち、営利を目的とする企業が利益をあげることが自由経済体制を維持するための基本条件である。あらゆる非営利団体の存在はその前提の下に成立している。

企業が企業として存立するためには、株主というリスクマネーの提供者を必要とする。株主が株主資本を提供しない限り、企業活動を行うことができないことは言うまでもない。企業にとって最も重要な存在は株主である。株主が存在することが株式会社であるための前提条件であるか

らである。そのことは企業は株主のみを重視した経営を行うべきだということを意味しているわけではない。従業員や顧客、取引先、金融機関、社会等がなくして企業が成立しえるはずがない。これらのステークホルダーも企業の存立に関して非常に重要な役割を負っている。法律的には、株主は残余財産請求権者としての権利が認められているのみであるから、リスクテカーとしての意義があるわけであり、その意味では、株主は最後に尊重されるべきステークホルダー（Last Stakeholder）であると言える。だからこそ、そのような資本を提供してくれる株主が重要である。それが自由経済社会の基本である。最後のステークホルダーである株主の満足を得るためには株主よりも前の位置に存在するステークホルダーの満足が絶対に必要である。従業員が不満たらたらず、顧客は製品にそっぽを向き、取引先はあわよくば足を引っ張ることを考えているというような企業が、株主が満足する利益を計上できるはずがない。

すべてのステークホルダーの関係は図表 - 4 で示すようなものである。

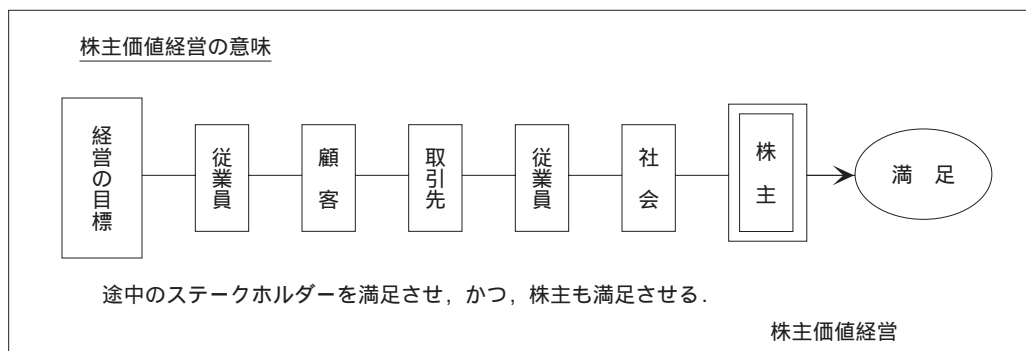
なお、すべてのステークホルダーの満足は相対的満足であり、絶対的満足ではない。

企業理念の基本の基本はここにあるべきである。株主の出資により成立しているのが株式会社であり、経営者は株主からの付託により経営を担当している。株主のための経営を行うためには、現実には、表面的には株主を軽視するような行動をとらざるを得ないケースもありえる。長期的に見てその方が株主価値の増殖につながると判断すれば、経営者はそのように行動することができる。そうではないにもかかわらず株主を軽視し株主資本（企業価値）を減損させかねない行動を取ることは背任行為である。

10 年ほど前になるが、三菱重工の会長が「当社は株主のために経営を行っているわけではない」と発言し、同社株式が長期間低迷した。

最近では、東京電力社長が「これまでも株主が一番大切だとは申し上げてこなかったし、今でも考えていない」と発言している。¹⁷ 本気で言ったとすれば、理解不足の発言である。電力会社は公益事業であるから、一番重要なのは電力の安定供給であり、地域住民の安全であると考えていることがその背景にある。そのこと自体に間違いはないが、自社が自由経済社会における株式会社であるとの認識が絶対的に不足している。「個人が貯蓄から投資した資金は当社が勝手に使

(図表 - 4)



う権利があり、それが投資した個人の利益にそぐわなくても構わないし、そのような株主の付託を受けた経営者は個人財産を犠牲にする権限がある」と考えている、ということはこの発言は意味している。株式持合い時代にお互いがお互いの出資金を浪費した時代の認識を越えていない。この考え方の延長線上には「電力の安定供給という当社の究極の目的達成のために、原子炉の少々の傷程度は無視してよい」という考え方があってもおかしくない。今回の事件には原子炉の安全基準そのものに問題がある、という同情すべき点があるものの、企業全体としての原点の認識に問題があり、そこから発生した問題であると考えることができるのではなかろうか。発言すべきは「原発問題に関しては地域住民の理解の取得と安全の確保が最優先されるし、電力の安定供給が最優先事項である。なぜなら、それが最終的には（株式会社である当社にとって一番大切な）株主の利益に結びつくからである」ということであろう。

日本企業にいまだに不足しているのはこの基本点である。資本主義を基本とする自由経済社会を守り抜こうという基本認識がない。それが自由民主党という最大の情緒的社会主義政党を支えている。既に述べたように、少し利権集団の利権を奪って、自由経済の方向に舵を取ろうという途方もなく困難な政策を行おうとする首相をわずか2年でマスコミがこぞって非難中傷を始めるという現象も、基本は日本人の心に巣食うこの悪しき意味での社会主義的傾向¹⁸にある。

自由経済社会における株式会社の使命を認識できたならば、その上に重要なものが個別企業の企業理念である。

企業理念こそが企業存続のための絶対条件と言ってよいであろう。「当社はなぜ存在しているのか」という企業経営の原点である。¹⁹「当社の理念は利益追求である」という企業があるとするとも長くは続かない。利益というのはそのものを追求して計上できるほど甘いものではない。利益とは企業経営の結果であり、その結果は社会になんらかの価値を提供し、それが社会から受け入れられることによってのみ可能である。そのためには、企業は「社会になにを提供するのか」という理念を持たなければならない。この理念の全社員による共有が企業行動の出発点である。企業によっては、さしたる理念を社員に示さないままに、「行動指針」や「コンプライアンス・ルール」のような文書を作成して「事足れり」と考えているが、これはほとんど効果がない。社員はなにかの行動を起こすときに毎回少なくとも数ページに及ぶルール集を読み返すはずもなく、また、あらかじめ記憶しておけるほど簡略なものでもない。

要領を得た簡潔な「理念」の共有が不祥事の発生を防止する。

東京海上火災保険の企業理念は、ホームページによれば、「安心と安全の提供を通じて豊かで快適な社会生活と経済の発展に貢献します」である。これは非常に分かりやすく簡潔で、かつ、具体的である。「安心と安全の提供」により社会に貢献し、社会から利益というお返しを頂こうという意味であろう。社員は世間に安心と安全を提供するために何をすべきかを常に考えておけばよい。自分の一つ一つの行動がこれに反しないかどうかを考えればよい。小冊子を開かなければ分からないような理念ではない。

2002年に北方領土関連取引の関係で不祥事を起こした三井物産のホームページを見てみると

「企業理念」を説明している箇所はない。唯一それらしきものは、新社長の挨拶文である。その中に、当社は「挑戦と創造」「自由闊達」をモットーとしているとの説明がある。あえて言えば、これが「理念」であろう。このモットーの問題点は何を指すのかが書いてないという点である。「挑戦と創造を自由闊達にやるのであれば何をやってもよい」ということになりかねない。その結果は今回の不祥事そのものでもある。一方、「役職員行動規範」が掲載されている。実に 13 項目から成っている。おそらく大半の社員は机の引き出しに納めてそれでお終い、となっているはずである。

他の会社のホームページを見ていると、理念として「当社は価値創造企業を目指します」という例もあった。価値創造とは企業の本質的な存在意義であるから、これは「当社は企業です」と言っているに過ぎない。理念の意味を理解していないと、こういうことになる。

現在、全企業が理念と呼んでいるものを見直し、全員で納得できる理念を再構築すべである。誰に聞かれても誇りを持って説明できる理念である。あまりに抽象的ではいけないがあまりに具体的では狭くなってしまふ。分かり易い例として、米国のエアクリナーを製造する会社が理念を見直し「きれいな空気を提供する会社」としたところ、続々と社内からアイデアが出てきて新製品が開発され成長しているとの例があるが、参考になる話である。

企業理念を経営者と従業員が共有していれば防ぐことができたのではないと思われる不祥事が相次いでいる。その都度、経営者が出てきて「知らなかった。今後は十分管理する」というような意味のことを発言する。おそらく法律的には、経営者が指示したわけでも、承知していたわけでもないであろうから責任を問われることは少ないのではないと思われるが、現実にはトップの責任である。企業理念を日ごろから事あるごとに口にしていれば起きないことである。ただ「儲ける。がたがた言わずに利益を出せ。」というようなことを発言しているから、何をしてでも利益を出そうということになる。「利益は結果である」ということが理解されていれば決して起きないはずである。

ヒューレットパッカード社の共同創設者であるパッカードの息子のデイビッド・パッカードは次のように述べている。「多くの人々が『企業は利益を生み出すために存在する』という誤った考えに染まっているようだ。……それは結果に過ぎない。……何人かが集まって『企業』を作り単独ではできない何かを成し遂げる。すなわち社会に貢献するのだ」。²⁰

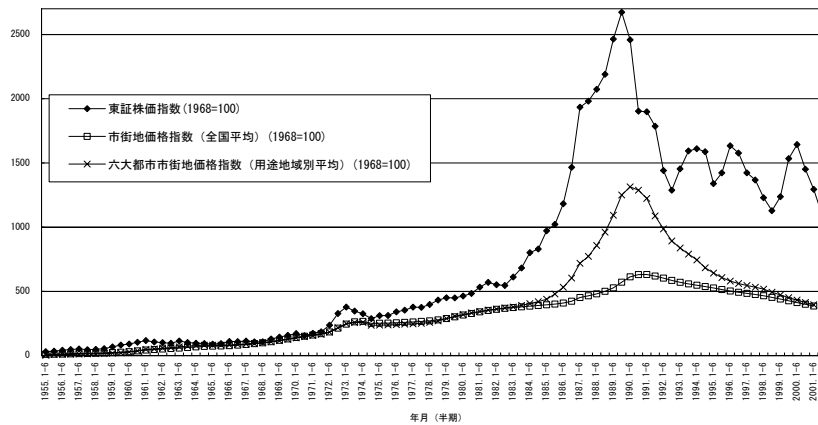
誰もが理解し、簡明で、かつ、社員がそれを誇りを持って口に出せる理念を明確にすることが日本企業再生の第一歩である。

2. リスク管理

日本企業は第 2 次大戦後一貫してトータルなリスク管理を試みたことはないのでなかろうか。バブル崩壊を経験し、それが自社業績を直撃するところとなり、ようやくリスク管理の必要性を認識し始めている。

戦後、銀行は土地を担保に融資し、土地は 1990 年までほぼ一貫して上昇を続けた (図表 - 5)。²¹

(図表 - 5) 地価および株価指数の推移：1955～2001（1968 年前期 = 100）



出所：新庄浩二「地価・株価と日本経済」国民経済雑誌 第187巻 第2号 2003年2月 21ページ

したがって、土地を担保に融資をしておけば回収に問題はなかった。また、株式も若干の曲折はあったものの1989年末まで一貫して上昇した。さらには、規制金融の時代が長く続き、銀行は十分な金利差を稼いだ上にいわゆる歩積み両建て預金を企業に要求し莫大な利益を計上していた。土地担保での融資というリスク管理をやっておけば十分にその目的を果たせたとし、それでも起きる貸倒れについてはそれを償却するに足る十分な利益が存在した。

これを企業の立場から見ても同じである。絶対的な資本不足の状況下でメインバンクから融資を受け、土地を買い工場を建設し製品を作れば売れた。その内に、土地が値上がりし、新たな担保力を提供し、それを使って融資を受け、新たな投資を行うという好循環が続いた。神戸大学新庄教授は「日本経済の発展を牽引したとされる日本型経営システムも地価の上昇に支えられた高株価・含み益をテコとする積極的拡大戦略が功を奏した結果であると考えることができ」と述べている。²²

銀行も企業も含み益経営を行い、ひたすら積極的拡大政策を採用した。積極さゆえについて回るつめの甘さから来る損失や費用は新たな含み益が埋めてくれた。リスク管理とは地価と株価の恒常的上昇を信じることと同義であったといつてよい。換言すれば、リスク管理をする必要性を感じなかったと言ってよい。

例外の一つは総合商社の与信リスク管理である。土地建物の第一抵当権も第二抵当権もすべて銀行に抑えられ、形ばかりの順位の低い抵当権しか取れない商社は独自の信用リスク管理を行った。それは時間と共に磨きをかけ、現在もお商社の与信リスク対策に貢献している。10兆円前後の売上を行い年間の貸倒損が20～30億円程度に収まっているという事実がそれを物語る。必要が生んだリスク管理であり、必要性を感じないところで工夫がなされるはずがない。なお、総合商社は他社に対する与信リスク管理ではおそらく日本企業で第1位の位置にいるが、にもかかわらず大きな損失を計上している原因は他社ではなく「自社宛」リスク管理の失敗にある。自

社の事業会社を自社と同一視した結果、事業会社（単独出資，合併出資等）へのリスク管理を怠ったことにある。5 大総合商社が 1991 年度～2001 年度に計上した事業損は 1 社平均で 3,695 億円，1 年 1 社平均で 335 億円になる。²³

これもリスク管理の失敗である。このリスク管理の失敗を埋め合わせる方法は土地建物や株式等の含み益の実現しかありえないから各社はそれを実行した。総合商社全体を見るとこのようなリスク管理失敗による損失を含み益で完全に処理できた商社と，どうにかぎりぎりの商社と，明らかに処理できないと思われる商社の 3 つに分かれている。3 つ目に分類される商社の整理統合が進んでいる，というのが現状である。

リスク管理と一言で言ってきたが，リスクの分類は多様である。たとえば，災害リスクについて言えば，保険によりカバーしてきている。市場リスクで言えば，価格ヘッジについては先物やオプションでのヘッジをある程度は実行してきているし，VAR (Value at Risk) 手法も使われている。信用リスクについても実効性のある土地担保を取れない場合には，上で述べた商社の例に見るように，それぞれ実行してきている。日本企業が行わなかったリスク管理の最たるものはバランスシートのリスク管理である。

多くの場合，資産そのものがリスクであるという感覚を持つことがなかったことについては，上で述べたように，恒常的な土地や株式の値上がりとその基本的原因である。

バランスシートに資産として計上されているということはまだ現金化されていないことを意味する。換言すれば，資産は現金化できないかもしれないリスクを有している。株主資本比資産が過大であるということは財務内容が健全ではないことを意味すると気が付いたのは 1990 年代に入ってからである。それまではひたすら「大きいことは良いことだ」であった。

3. 利益の意味の認識

利益とは誰に帰属するものであるか，という疑問を日本企業はあまり考えなくてよい時代が 1990 年ごろまで続いたといえる。「利益とは株主に帰属するものである。株主とは残余財産請求権者という立場を認識の上で，リスクマネーを提供してくれている重要なステークホルダーである」と日本企業が考えたことはほとんどなかった。その辺りから見ていくことにする。

なぜそうなったのかということであるが，既に述べたように，日本企業の資金調達はメインバンクからの調達が大部分を占め，資本市場，特に，株式市場からの資金調達は僅かなシェアしか占めていなかったという点にある。次の設例から明らかのように，他の条件が同じであれば過小株主資本の企業の方が株主資本利益率は高くなる。

図表 - 6 で，一つの企業の使用総資本額（有利子負債 + 株主資本額）の構成につき 2 つのケースを検討してみる。使用総資本額と営業利益額，および，有利子負債利率を同じとする。

日本企業は戦後長らく（B）の状態にあったと考えられる。

実際，東証 1 部上場企業（単独，除く，金融）の株主資本比率を見てみると，1980 年 3 月期は 14.6%に過ぎない。なお，これが徐々にバブル期にかけて上昇し，1990 年 3 月期には 26.4%，

(図表 - 6) 有利子負債の節税効果

	(A) 十分な株主資本	(B) 過小株主資本
総使用資本額	1,000	1,000
内, 有利子負債 (金利 5%)	400	900
株主資本	600	100
営業利益	100	100
有利子負債利息	20	45
税前利益	80	55
税金 (40%)	32	22
税引後利益	48	33
ROE	8%	33%
総使用資本へのリターン額	68 (= 20 + 48)	78 (= 45 + 33)

2000 年 3 月期には 34.1% になっている。²⁴

通常は (B) の状態の企業は市場に対して十分な信用力を示すことができないので存続することが難しい。しかし、戦後日本では銀行が有利子負債を提供し、銀行が企業の資金動向を全て把握していたから、過小資本を問題にすることはなかった。過小資本が資金の貸し手から問題にされないで十分な資金が提供されるのであれば、株主資本の効率という点でも好都合である。上記例に見るように ROE (株主資本利益率) が高くなるからである。これは (B) の状態の企業のリスク度の高さを物語るものであるが、日本においては資金の貸し手がそれを問題にしていなかったのであるから、他から問題視されることもなく企業活動を継続することができた。この背景としては、株主総会で議案を左右するだけの株式がメインバンクを中心とする銀行団等の持合い株主により保有されていたという事実がある。銀行から見れば、融資先企業の財務内容は把握しているのであるから株主資本の多寡を問題にする必要はなく、かつ、株式投資額に対する高いリターンも確保できたということである。有利子負債の節税効果をフルに使える理想的状況であったと言える。株主資本の低さを問題にするのは債権者であるが、最大の債権者である銀行がそれを問題にしない限り、問題は存在しないも同然である。

企業からこれを見ると、銀行が貸してくれる金を借りて、投資を実行し拡大していけば資金面に関しては、有利子負債面からも株主資本面からも、なんら問題と考えるべきことは存在しなかったということである。企業の財務担当責任者の責務はひたすら銀行との良好な関係の維持にあり、それで十分であった。

見方を変えると、銀行による資金使途の管理を受けながら拡大政策を続けて行くことにより、企業はその企業の所有者である株主のために経営するという意思を持たないままに、株主へのそれなりのリターンも提供していたと言える。図表 - 1 で示した 1970 年代から 1980 年代初めの ROE の高さはこれを物語っている。

日本国は金融を国家が管理するという金融社会主義の枠組みの中に企業活動を閉じ込めることにより経済の成長を図るという特異な資本主義を経営してきた、と言って良いであろう。

問題は、企業が資本市場から多額の資本調達を始め、金融社会主義の統制外となった 1980 年

代後半になってもその考え方を維持したことにある。リスク管理と株主資本のコストを考えない経営を継続したということである。あるいは、株主資本のコストはタダであるとの認識の下に「銀行借入金よりも安い株主資本」との考えでエクイティーファイナンスを行い、その資金を安易に投資した。これは1980年代末にユーロ市場発行のワラント債コストが実質マイナス金利による資金調達を企業にもたらしたことによりピークを迎える。タダより安い資金を調達し野放図な投資を行うという図式が完成した。この時代には、銀行による企業の資金管理は全く機能しなくなっていた。銀行には通常の貸出では消化しきれないだけの預金が集まり、企業に対して借りてくれるよう依頼する立場に変わっていたからである。なお、銀行はそれでも資金が余剰となり不動産や株式担保の金融に積極的に融資した。

企業から見れば、「ただ同然の株主資本がいくらかでも集まり、口うるさかった銀行は辞を低くして借りてくれと頼みに来る」というわが世の春が到来した。金融社会主義が部分的に終わりを告げ、自由経済の過酷な論理がやってきたことに気が付いた企業は少ない。

この時代の資金の使い方は「集まる資金を全て投資（すればそれで成長できる）」という戦後のDNAが生きていたから、銀行のチェックを受けることなく投資した。おそらく、米国MBA留学経験者等が財務管理の観点からバランスシート問題に関し警鐘を鳴らした企業もあったはずであるが、「皆が渡っている信号」を渡らせないだけの力を発揮できた例は皆無に近いであろう。企業内での1個人の正論が通るのは、それが社長から発せられたときのみである。

1980年代後半になり、企業はタダだと信じた株主資本等の資本市場からの調達資金と力関係が逆転した銀行からの借入金を積極的に投資したわけである。銀行との関係は逆転しているから、銀行の利ざやは小さくなる一方であり、大手企業の調達金利は市場金利プラス0.1%（年率）程度にまで低下した。銀行の利ざやは0.1%ということになると、その利益の中に貸出先企業に対する信用リスク料は全く入っていない。企業の資金調達構成は借入金等の有利子負債が増加しているとはいうものの相対的には上で見たように株主資本比率が上昇している。

すなわち、上記設例の（A）の方の状態に近づいて行った。自動的にROEが低下するという状態である。

これに追い討ちをかけたのが不良資産である。銀行という資金使途管理機能がなくなったのであるから自社内に対応の管理機能を設けようとした企業はおそろくなかったのではなかろうか。仮にあったとしても無尽蔵に調達できる資金を前に積極論に抗すべきもなかったであろう。投資を行い1円儲ければ1円利益が増える。それは事実であるが、間違えている。投資を行い、その投資が内包すると考えられる計算上のリスクに対応するだけの利益を計上し、そこからリスク相応額を差引いた数字が1円あれば1円利益が増えるのである。

利益とは、キャッシュで計上して本当の利益になる。キャッシュで計上していない利益は必ずバランスシートを使っている。すなわち、資産として残っている。これが現金化しなければ先に計上した利益を取り消す必要があるのみならず、資産全額を償却する必要がある。会計上の利益は、必ずしも、企業経営という観点から見れば、キャッシュフローを生んでいないから利益では

ない。キャッシュで計上できない利益であれば、そのために計上する資産の有するリスク度を差引いて、それでも利益が出ているのかを検証しなければならない。たとえば、日本国よりも高い格付けを有するトヨタ自動車への100億円の売掛金からの利益はキャッシュで実現したのも同然であるが、超低開発国の企業への100億円の売掛金は回収するまでは売掛金全体がリスクである。

真の意味での利益とは資産が有するリスク度を差引いた後でも計上される金額を言う。キャッシュで取引が行われキャッシュで計上される利益は資産を使用していないから差引くべき資産リスクは存在しない。したがって、計上された利益がそのまま真の意味の利益である。

4. コーポレート・ガバナンス不足

(1) 日本企業のコーポレート・ガバナンスの問題点

コーポレート・ガバナンスとは企業統治と訳される。企業（株式会社）を統治しているのは誰か、という意味である。企業の所有者は株主であるから、当然、株主が統治しているはずである。この疑問の余地がないはずの命題に疑問が生じているという点にコーポレート・ガバナンス問題の本質がある。多くの企業において設立当初は株主と経営者とは同一人物であるが、次第に成長するに連れて多くの資本を必要とすることから株式が公開され不特定多数の株主が登場し、当初のオーナー経営者の持ち株比率がノミナルなパーセンテージにまで低下してくる。さらに成長すると多くの場合、創業一族が経営から離れ企業の所有者と企業の経営者が完全に分離され、パーリ・ミーンズが1932年に示した所有形態に移行することになる。²⁵ この所有と経営の分離の結果、所有者である多数の株主は自ら経営に当たることが物理的にも不可能であることから、自分たちのエージェントとして経営を経営者に委託することになる。問題はこの経営者たちは企業の所有者ではないという点にある。株主であるとしても1%にも満たない保有シェア（サラリーマン社長の場合は0.1%にも満たないケースがほとんどである）を有しているに過ぎない。

日本の上場企業の多くがこの状態にある。

ここで経営者が株主から経営を委託されているエージェントに過ぎない、ということを実感し株主のための経営を行う限りコーポレート・ガバナンス問題は起きないわけであるが、特に日本においては、株式持合いのために持合い株主間で相手側経営者への株主総会議案の決議に関し白紙委任をする、という習慣が存在する点に問題がある。出席株主数の過半数の議決権（したがって、100%の議決権と同義になる）が企業の経営者、具体的には、社長に渡ることになる。株主から経営を委託されたに過ぎない経営者、しかも、持ち株数は1%にも、多くの場合0.1%にも満たない社長が100%の株主権を有することになる。その結果として、企業が社長の私物のごとく扱われる例が多くなる。牽制機能が実質上全く存在しないからである。当然のことながら、業績悪化についても責任を取ることなくその地位に居続け、辞めた後も会長、相談役とオーナー社長であるかのごとき行動を取るようになる。オーナー社長はその結果の責任を自分が株主として取るのであるからコーポレート・ガバナンス上の問題は少ないが、このような経営者は責任を取らない。自分が保有する自社株式の値下がり程度は経営者として得ているメリットに比べれば微々

たるものに過ぎない。

経済が右肩上がり成長しているときは、このような問題点はまずまずの業績の裏に隠されていたが、バブル崩壊後に一気に表面化することになった。特に大きな問題は、実態上、経営者なかでも業績が上がらない社長を交代させる仕組みが存在していない、という点にある。社長が取締役候補を決定し、したがって、当然自分の意のままになる人物を選び株主総会の承認を求めると 100%の株主権を実態上有している社長がいかなる反対動議が出ようともそれを覆して自分が提出した議案を承認させることができる。取締役人事が承認されれば、その後の取締役会において全員が自分の意のままになる取締役であるから、自分が社長を続けることを承認させることは、赤子の手をひねるよりも易しいことである。

業績悪化にもかかわらず、社長が居座り、株主資本が失われていく状況を株主は手をこまねいて見ている他はない、という状況が出てくるにおよび、コーポレート・ガバナンス問題が浮上してきた。これに対する動きとして、株主が行動するほかはないという観点から株主が団結する動きがあるし、大株主である機関投資家が自己の投資を守るためにそれを主導する動きもある。また、上でも述べたように、企業の不振は国家の危機でもあるから国として法律等でコーポレート・ガバナンスを充実させるための諸策を打っている。

しかし、多くの企業における現状はほとんど改善されていない。リストラという名前の「人員整理」を行い多くの従業員に生活不安を与えながら、自分はぬくぬくと社長の座に居座るか、さすがに、社長は退任するが、より気楽でありながら権力のみは維持できる会長に就任するかのいずれかである。

このグローバル競争時代に本当に対処できるだけの手を打たないで、小手先のリストラ策を繰り返している企業の多くがこの状況にある。そして、問題点は日本の上場企業のほとんどがそうであるという点にある。

(2) 公社公団のコーポレート・ガバナンス

上で述べたのは倒産する可能性がある民間企業についてである。コーポレート・ガバナンス不足が経営不振を招き、当の経営者自身のみならず従業員全員が職を失う危険性を有している場合でもコーポレート・ガバナンス問題が起きる。

倒産するはずはなく、しかも、牽制機能が存在しない公社公団においてはコーポレート・ガバナンスが機能するはずがない。公社公団のトップは監督官庁のOBである。監督するべき官僚たちはいずれ自分が就くべきポジションであることを知っている。そのような組織に牽制機能を働かせ税金の投入額を極小化し国民の負担を少しでも減少させようという気は官僚にはない。この公社公団の総裁が 10 年も居座ってくると自分のポストが無くなるから、いわゆるファミリー企業という株式会社を作らせポジションを用意する。民間が人員整理をして最大限の努力と思われることを実行しても業績が好転しないときに、官僚による武家の商法が好業績を上げるわけではないと思われるが、そこはしっかりと仕組みができている。公社公団から競争を排除した注文を

受け、甘い利益を得る。その儲けた額であるが国土交通省関連のファミリー企業だけで剰余金は1,965億円に上る。ファミリー企業数は404社である。経営トップの78%、全従業員の49%は天下りである。²⁶

そして肝心の公社公団は当然赤字になっている。そして、これらはすべて合法的である。これらを行う官僚が法律を作っているのであるから非合法であるはずがない。

ここでも民間企業が考えて置くべきことは、このような事態は改善しないということである。そのような経済全体にのしかかるコストを民間企業が負担せざるを得ないということである。いずれ身軽になれると考えていると、その前に自社が倒産する。

対応策

1. 企業理念

で対応策も述べているので、ここでは若干の補足にとどめる。

企業理念は、ビジョンという表現をすることも可能であろうが、企業存立の原点である。コーポレートブランド経営、あるいは、インタンジブル (Intangibles) を重視した経営ということが言われてきているが、インタンジブルの原点は企業理念である。全員が理解し共有できる理念さえ存在すれば、自社のビジネスモデルの陳腐化等による衰退を懸念する必要はない。数少ない経営者が考えるよりはるか先に、問題点を間近に捉えている現場から対応策が上がってくるはずである。その場合には、むしろ心配すべきは年齢と共に凝り固まっていく経営陣の頭の古さがその対応策を無視する危険性にある。

2. リスク管理および利益の意味について

(1) エコノミックキャピタルとレバレッジ係数

リスク管理については、本論では資産のリスクを中心に論じているが、資産リスクの管理と株主資本コストとを意識した利益、すなわち、エコノミック・プロフィットを追求すべしという問題とは同じ次元の問題として、次のように解決することができる。

株主は残余財産請求権者であるという基本的性格を有している。すなわち、企業の資産価値がなんらかの理由により減少した場合に債権者に、その責任を負わせるのではなく株主が最初に負担するという役割を担っている。したがって、債権者から見れば、与信対象企業の株主資本額が大きければ大きいほど安心して与信を与えることができる。格付け機関による格付けも基本的には格付け対象企業の資産リスクに対する株主資本額の多寡が大きな決定要因となる。

しかし、同時に株主の立場から見ると、可能な範囲内において有利子負債の節税効果を生かして、株主へのリターンを最大化することを企業に期待している。そこで最も効率的に考えるならば、債権者が満足するぎりぎりの線の株主資本を有し、残額を負債として（無利子流動負債を流動資産と相殺し正味運転資金として考えるならば、有利子負債として）調達することが債権者と

株主との双方の利益にかなうことになる。それが最適資本構成点であるということができる。ただし、現実には、企業の健全性は企業存続にとって欠くべからざる条件であるから、その最適点より多めの株主資本を有していることが望ましい。

それでは債権者が満足するぎりぎりの株主資本額をいかに算出するかという問題が生じるが、企業のバランスシートに一定の掛け目を掛ければ計算できるという性格のものではない。企業ごとに保有する資産の性格、すなわち、リスク度が全く異なるからである。明らかに言えることは、同じ企業内であれば流動性の低い資産の方が流動性の高い資産よりもリスク度が高いということと言える。流動資産に分類される資産の中でも、在庫商品と売掛金では在庫の方がリスクは高い。在庫商品は販売できるかどうかというリスクをまず有しており、販売できた後で売掛金の代金回収リスクが発生するからである。そのようなリスクが発生したときには、当期利益の減額により埋め合わせるか株主資本額を減額することにより対処することになる。いずれの場合も株主負担である。リスクが顕在化したときに株主がどの程度の金額を負担することになるのかを個別資産に対するパーセンテージで示すことが可能ではないのかと考えられる。さらに言えば、企業は自らそのようなパーセンテージを一定の手法で決定しそれに対応する株主資本を有しているべきであるということができる。保有する個別資産のリスク度が分かるならば、その企業が有しているべき株主資本額の計算が可能になる。

この資産のリスク度の計算は2つの観点から行われるべきであろう。一つは、債権者の立場からの計算であり、もう一つは自社が現実によりえらと考える資産のリスク度である。

前者をこの項で、後者を次の項で検討する。

まず、債権者の立場からの計算であるが、債権者として当該企業がどの程度の株主資本を有していれば信用を与えることができると考えるかという観点である。具体的に例を挙げると、企業から運転資金や設備投資のための機械購入代金の借入を申し込まれた銀行はその100%を融資するかどうかという観点である。銀行から見れば、融資された資金で取得された売掛金や機械になんらかの事故が生じたときに、それが理由で企業にキャッシュ不足が生じ融資金返済の延滞あるいは返済不能に陥るようなことがあってはならない。そのような場合には株主の負担で対応すべきであると考えられる。すなわち、今期の利益計上額の減少かそれでも不足すれば株主資本額の減額による対応である。順序としては、その分の当期利益の減額が行われ、それでも不足するときには損失の計上という形での株主負担である。

銀行は融資に当たっては当然のことながら個別案件ごとに細かい審査を行うはずであるが、一般的に売掛資金融資であればこの程度、機械購入資金であればこの程度という基準を有していると考えべきであろう。現実には、すべての銀行を含む債権者がそのように考えているかどうかはともかくとして、少なくとも企業は債権者がそのように考えているとの前提の下に株主資本管理を行っていく必要がある。

ある一定の資産のリスクに備えるために必要な株主資本額の管理である。このような資産のリスク度を勘案した上で必要と考えられる株主資本額をエコノミックキャピタル (Economic

Capital) と言う。企業はエコノミックキャピタルをテコとして資金（負債）を調達していると言うことができる。これを株主資本のレバレッジ効果というが、その必要株主資本額（エコノミックキャピタル）を算定するための係数をレバレッジ係数と呼ぶことにする。債権者側から見た資産のリスク度を示す係数であるということができる。

このレバレッジ係数を企業ごと、かつ、資産ごとに算定し対象資産額に乘じ、それを合計すればその企業が有しているべき株主資本額合計が算定できる。全社エコノミックキャピタルの計算である。また、企業内部部門ごとに同じ計算を行えば部門ごとのエコノミックキャピタルが計算できる。

このレバレッジ係数を決定することができるならばエコノミックキャピタルの計算を容易に行うことができるから最適資本構成の判断に使用することもできる。ただし、このレバレッジ係数は固定されているものではない。基本的には、企業ごとに、業種ごとに、その企業が存在している国ごとに異なるものである。現実の世界においては、企業の信用度評価に関する専門性においては格付け機関が優れていると判断されるから、これを参考にする方法が考えられる。その手法の一例としては、同業他社数社の貸借対照表を現預金および同等物、売掛債権、棚卸資産、その他流動資産、有形固定資産、事業投資、その他固定資産等に分け、各々の科目の想定されるレバレッジ係数と各社に対する格付け機関による格付けとの関連性を回帰分析により計算するということが考えられる。²⁷ そのときに格付け機関のムーディーズ社が格付け決定のための指標の一つとして使用している「資産レバレッジ・インデックス」は参考になる。²⁸

ムーディーズによれば、

$$\begin{aligned} \text{資産レバレッジ・インデックス} = & \{(\text{現預金} \cdot \text{有価証券} \times 0\%) + (\text{売掛債権} \times 15\%) \\ & + (\text{棚卸資産} \cdot \text{その他流動資産} \times 40\%) + (\text{有形固定資産} \times 60\% + \text{子会社投資} \cdot \text{その他投資} \cdot \\ & \text{その他固定資産} \cdot \text{無形資産} \times 100\%) \} \\ & \div (\text{普通株主資本} + \text{剰余金} - \text{為替換算調整勘定} + \text{少数株主持分}) \end{aligned}$$

としている。もちろん、この値が1より小さい方が企業は健全である。ここで使っているレバレッジ係数は参考になる。ムーディーズが格付け判断のための一つの重要な指標に過ぎないながらも永年使い続けている係数であり、かなりの妥当性を有しているものと判断できるから、これらを参考にしながら分析を行い自社のレバレッジ係数を決定すれば良い。内容的には対外的に説明できるだけの納得が行くものでなければならない。

このレバレッジ係数から2つのことが可能になる。

一つは、全社的にあるべき株主資本額（エコノミックキャピタルの総額）が算定できるから、自社が計上すべき税引後利益額の最低線が計算できる。それは（エコノミックキャピタル×株主資本コスト）である。なお、現在自社が有している株主資本額がエコノミックキャピタルより多い場合は（現実の株主資本額×株主資本コスト）という計算を行う。逆の場合にも（株主資本額×株主資本コスト）という計算を行うということは、株主資本不足の状態を肯定していることを意味するので、（エコノミックキャピタル×株主資本コスト）という計算を行うべきである。

次に、個別の資産から計上すべき利益額が計算できるということである。それは（個別資産額×レバレッジ係数×株主資本コスト）により計算する。資産のリスクを負担する資本を提供した株主に対して、そのコストの対価として支払うべき金額が計算される。これまでの企業経営においてはこの計算はほとんど行われてこなかった。個別資産の採算計算における判断基準はせいぜい（個別資産額×借入金金利率）を超える利益をあげることができるかどうかにあった。この計算は会計上の純利益をプラスにするという目的には有効であるが、エコノミック・プロフィットを計上するという目的のためにはさらに個別資産のエコノミックキャピタルに株主資本コストを乗じた金額もコストとして採算計算を行う必要がある。

(2) リスク係数

レバレッジ係数は、当該企業がこれまでの実績等から決定する資産のリスク度ではなく、信用を与える債権者から見て望ましいと考える最低限の株主資本額を示すものである。当該資産に関するリスクが発生したときに債権額をカットすることなく、株主の負担のみでこれをカバーすることができるに足る株主資本額を債権者が計算するときの係数である。企業がどの程度の株主資本額を有していれば、債権者が納得してくれるかを示す係数であるということができる。したがって、企業自身が判断するよりもかなり高い数値になっているはずである。

一方、企業自体が判断する資産リスクに関する係数をリスク係数と呼ぶことにする。

企業は少なくとも自社の資産に関する限り、過去の実績等から判断してある程度のリスク係数を設定することは可能である。売掛金であれば、過去の貸倒れの実績と売掛金残高との関係が参考になる。さらに詳しく調べるとすれば、顧客にも信用度が高い顧客とそれほどでもない顧客がいるわけであるから、自社が設定している顧客の信用度（社内格付け）ごとにそれを計算することも可能である。商品在庫についても、過去の償却実績が参考になるであろう。機械設備では、機械の種類が大きく影響する。IC 製造装置と食品機械では明らかにリスク係数が異なると言えるであろう。前者は一夜にして陳腐化するリスクがあるが、食品機械では陳腐化のリスクは小さいと言える。土地となると簿価と時価との関係のみならず、その土地の地価の変動性（ボラティリティー）も参考になる。事業投資についても自社の実績を参考にする点では同じであるが、既に述べた総合商社の事業投資のように 100%以上のリスクが顕在化している例もある。ムーディーズは 100%のレバレッジ係数を考えているということは、市場では全額株主資本で投資すべきであると考えているということである。リスク係数もかなり高いものになるであろう。なお、100%以上のリスクが発生するのは、一般に親会社が子会社を清算するときには累積損や含み損すべてを親会社が負担し債権者の負担をゼロにすることが通常だからである。

このようにして、自社の保有している資産に自社が実績に基づき算出したリスク係数を掛けるならば、その資産を保有する結果として生じる可能性がある期待損失額が算出できる。この期待損失額は採算計算（売買益等）の中に含まれていなければならない。期待損失額は実際には利益の形で計上されるが、あくまでもリスクが顕在化したときのための引当金の性格を有している。

リスクとはいずれ顕在化するはずのものであるからである。

換言すれば、リスク係数とは、企業として資産から生じるであろうと合理的に期待される損失をカバーするに足る利益率であると考えることができる。その金額は利益として計上せざるを得ないものであり、利益の留保として企業内に残しておくべき金額である（引当金を無税で計上することが認められているケースもあるが、多くの場合は引当金を計上するにしても有税引当である）。合理的に期待されるリスク係数以上の不測の損害が発生した場合には、株主に負担してもらわざるを得ないとする限度を示す金額であるということもできる。

例を挙げると次のようになる。

ある企業の売掛金残高が複数の企業宛に 100 億円あり、この売掛金のリスク度が全体で 2% であると算定されるのであれば、この売掛金から生じると期待される年間損失額は 2 億円である。

なお、損失額自体は

売掛先の倒産確率（売掛金のリスク係数）× 倒産時の元本毀損度

で計算されるが、売掛先の倒産に伴う回収可能額は現実にはゼロに近い（毀損度 100%）と考えるべきであるし、実際にも全損となることが多いから、リスク係数のみで計算した。

この売掛金から得る利益（正確には、売掛金の元になる売上からの利益）の中には原価や販売費および一般管理費、さらには、それにかかる金利コストが含まれていなければならないことは言うまでもないが、この 2 億円のリスク料も含まれている必要がある。それではこれらすべてを差引いた結果がプラスになっておれば企業は計上すべき利益を計上していると言えるのかとなると、そうではない。信用を得るために株主が出資し、なんらかの事情で発生した損失を負担するという役割を負っている株主資本のコストが引かれていない。

この例で、仮に、レバレッジ係数 15%，株主資本コストを 4.8% とすると税前では 8%（実効税率を 40% とすると、 $4.8\% \times 1 / (1 - 40\%) = 8\%$ ）となるから、1 年通期では、

$$100 \text{ 億円} \times 15\% \times 8\% = 1.2 \text{ 億円}$$

がさらにコストとして差引かれた後にプラスの数字を計上していなければならない。

ここで、便宜上売掛期間は 1 年間、したがって、売上額と売掛金残高は同額と仮定すると、

$$\text{売上高} - (\text{原価} + \text{販管費} + \text{金利} + \text{リスク料} + \text{株主資本コスト額}) > 0$$

注：「リスク料」は（売掛金残高 × リスク係数）で計算される（この場合は 2 億円）。「株主資本コスト額」は（売掛金残高 × レバレッジ係数 × 株主資本コスト率）で計算される（1.2 億円）。なお、金利額は（売掛金残高 × 借入金利率）とはならない。一部または全額が買掛金となっており、資金を使用していないケースが考えられるからである。この場合には、（売掛金残高 - 買掛金残高）に借入金利率を掛けて計算する。

という関係が成り立つことによって初めて、必要な利益が確保されることになる。この中には、資産自体が有するリスクのカバーと資産リスクに対して債権者が必要と考える株主資本のコストが含まれている。日本企業の従来のリスク管理において、このようなリスク係数の計測を行い、それを上回る利益を計上するというリスク管理は、不十分ではあるが、かなりの企業で行わ

れてきていると考えて良いが、レバレッジ係数から計算された株主資本コストをコストとみなすという経営管理は行われていないケースが多い。リスク管理が甘い等の理由により計算外のリスクが顕在化したときに、それを償却するための利益を、株主資本コストをコストとして計算することにより計上しておく必要がある。この管理を行っていなかったためにバブルを起こしたと考えることができる。地価と株価の上昇がリスク管理不足を帳消しにしてくれた時代そのままのリスク管理を行い、換言すれば、ほとんどリスク管理を行わないできた結果がバブルを起こしたわけである。すなわち、ほとんどの企業は、レバレッジ係数から要求されるだけの株主資本のコストをコストとして計算することなく新規投資を行い、バランスシートを膨張させた。また、リスク係数についても対象としたのは売掛金のみである。企業経営の基本にレバレッジ係数とリスク係数が組み込まれていたならばバブルにはまることもなく、仮にバブルになっても、企業経営への衝撃度ははるかに小さかったはずである。現実には自らバブルの中心的役割を演じた日本企業はバブルがはじけてみると、巨額の資産の多くが不良化しその償却に追われることになった。しかし、不良固定資産や不良債権を償却するための利益は蓄積されておらず、また、株主資本の絶対額もリスク比過少となってしまった。これが現在のバランスシート不況の最大の原因である。

全ての資産に関し、上記と同様のリスク係数による管理とレバレッジ係数による管理が行われるならば、企業の資産内容は簡単に悪化するものではない。自由に豊富な資金調達ができるようになった時代においても、戦後のメインバンクによる資金管理（したがって、リスク管理でもあった）が行われていたときの考え方から抜け出すことなく、資産リスクに必要な株主資本額ということを考えることもなく、借入金金利を超える利益が計上できる案件すべてを実施した結果がバブルを招いたわけである。

このような経営判断を行っている企業において、たとえば、土地やビルを購入するときに割引キャッシュフロー計算を行ってIRR（内部収益率）を計算するというようなことは行っていない。行っていれば想像もできない高値で購入するはずもない。買えばいずれ値上がりするということを信じての投機を行っていたに過ぎない。

リスク係数分の利益（本質は引当金）とレバレッジ係数から計算される株主資本額に対する株主資本コストをコストと見ての資産管理を行うならば、資産リスク管理と株主資本コストを認識した利益（エコノミック・プロフィット）の計上という二つの目的を達成できる。

（3）バブル期の日本企業のリスク管理

日本企業はレバレッジ係数を考えないのみならず、多くの場合にリスク係数すら考えないで新規資産の取得を行った。これは世界市場において一見抜群の競争力を有していたことを意味する。欧米の企業がリスク係数とレバレッジ係数を入れた採算計算をしているときに、これを採算計算から除外すればあらゆる商戦を勝ち抜くことができる。資金調達については日本経済が絶好調に見えたときであり、“Japan as No.1”のときであるからいくらでも可能であった。銀行は国際シンジケート・ローン幹事を軒並み獲得したし、総合商社や製造業は発展途上国でのプロジェ

クトを諸外国の企業に比べかなりの安値で受注した。そして、当然のことながら、リスクが顕在化し現在のバランスシート不況がある。

ここでも筆者の経験談になるが、20年近く前にロンドン駐在中にどうしても自社のバランスシートには計上したくない案件が出てきた。ついては、英国のマーチャントバンクに「当社が保証するから貴行が実行してくれないか（資金も当社が預金しても良いし、担保権を設定されても構わない）。」と話をもちかけたことがある。その当時の勤務先の邦銀からの借入コストは市場金利プラス0.5%程度であったと記憶するが、リスクはほぼゼロであるから当然これより低い料金で対応してくれるものと思っていた。なお、そのときの会社の信用度は全く文句がない状況であった。返事は「年率1%」ということであった。驚いて訳を尋ねると「バランスシートを使うときには当行の最低料率は1%である」というものであった。その当時から、いかにバランスシートを小さくするかということ、換言すると、外部から見てのレバレッジ係数によるエコノミックキャピタル額を増やさないようにするかということに腐心していたわけである。

(4) 格付けとリスク度

上述のリスク度（リスク係数とレバレッジ係数）と格付けとの関係は次のように考えるべきであろう。

格付け機関が格付けを行うにあたっての基本はいかにして企業ごとのレバレッジ係数を見つけ出すかにある。レバレッジ係数が把握され、そこから計算されるエコノミックキャピタルと実際の株主資本額との関連性を評価したものが格付けであると言えることができる。すなわち、実際の株主資本額がエコノミックキャピタルよりも多ければ多いほど格付けは高くなり、逆は逆である。

レバレッジ係数を把握するためにはリスク係数を把握する必要がある。ムーディーズの資産レバレッジ・インデックスはその汎用版であるということができる。換言すれば、個別企業ごとの格付けを考えるためには個別企業の個別資産ごとのリスク係数を把握し、それにある余裕度を加えてレバレッジ係数を算出していると考えることができる。格付けのレビューミーティングの基本的目的はこのような現実的であると考えられるリスク係数とレバレッジ係数の把握にある。レビューミーティングの中に経営者とのインタビューが含まれている。この目的はレバレッジ係数の把握にある。経営に対する確固たる理念と経営戦略、経営手法、リスク管理手法等を有していれば、レバレッジ係数は他の条件が同じの他社比小さくなる。すなわち、エコノミックキャピタルが減少し、現実の株主資本額が比較的に大きく評価されることになる。

格付けとは格付け機関にリスク係数の正当性を納得させるプロセスである、ということもできる。米国のGE社は最高格付けを有しているが、2001年の連結バランスシートを見ると株主資本比率は11%であり、²⁹ その限りではとても最高格付けはおろか投資適格等級も危うい数字である。金融部門を分離開示する等により格付け機関にリスク係数を納得させたものと考えることができる。

なお、利益計上の多寡が重要であることも当然であるが、株価格付けではないので、あくまで

も利益の計上が株主資本を強化するものであるという観点から重視される。

3. コーポレート・ガバナンス

(1) 日本におけるコーポレート・ガバナンス問題の本質

日本企業におけるコーポレート・ガバナンスの最大の問題点は社長に対する牽制機能がないということであると述べた。コーポレート・ガバナンスの本来の意味は株主による経営者、すなわち、取締役の監視を意味している。企業の所有者である株主のために株主のエージェントに過ぎない取締役の監視を行うシステムを意味している。

日本においては、株式持合いに主たる原因があるが、実際上の株主権が零細株主に過ぎない社長に属している。その結果、企業業績不振から社長が被る経済的損失は微々たるものに止まることになる。社長の立場からすれば、むしろ、社内で絶対的権力を揮い企業を私物化することによるメリットの方がはるかに大きいことになる。いかなる場合においても、1 個人に絶対的権力を渡してはならない。その個人が使命感あふれる人物で精魂を込めて企業を改革し名経営者と長く尊敬されるという事態が起こらないわけではない。現実には日本企業にもそのような例は存在している。³⁰ 確かに、当然あり得ることであるが、わずかしきり得ないと考えた方がよい。システムというものは必ずそういう前提で作られるべきである。人間の善意を期待してそれを前提に作られたシステムは機能しない。人間は生まれながらにして善であるから、法律は要らないと言っているに等しい。

1 個人が絶対的権力をほしいままにする最悪のケースは北朝鮮とイラクに見ることができる。企業においても本質は同じである。「絶対的権力は絶対的に腐敗する」というアクトン卿の言葉は常に健在である。それが人間の本質である。「例外があり得るし、当社の社長も例外である」との前提で対応すると悲劇的な結果を招くことが多い。

それは極論ではないかとの意見も当然ありえるが、次の例は参考になる。

週刊東洋経済（2003 年 3 月 29 日号）で西武セゾンとダイエーのオーナー（ともに、崩壊・解体の直前）の側近中の側近と言われる経営者と記者との本音の会話が出ている。どんなに側近でも直言はできないし、すれば即クビであると述べた後で、「経営トップが、独裁経営に陥りやすいのは、実はオーナー系だけではない。サラリーマン経営でも全く珍しくない」、「そうなると会社内は面従腹背が避けられない。御身大切のサラリーマン・ビヘイビアが蔓延し、会社という組織は急速に腐臭を帯びていく」と述べている。³¹ 一線記者としての実体験が言わせた言葉である。

このコーポレート・ガバナンス問題を解決する方法については、内外で多くの試みが行われている。

日本では商法上、取締役会が取締役の監督を行い、監査役が取締役の監査を行うというコーポレート・ガバナンスシステムが存在している。しかし、日本企業における取締役はほぼ 100% が社内取締役であり社長の部下であるから、そのような取締役のみで構成される取締役会による社長に対する牽制機能が機能すると考えること自体が間違えている。監査役にはそれができると考

える論調が多く見られるし、法律も監査役権限強化のための改正が行われている。圧力団体の役割も果たしている当の「[\(社\)日本監査役協会](#)」もその線に沿った発言をしている。

これも基本的に間違えている。監査役には商法上取締役を監督する機能はなく、監査するのみである。また、取締役同様に社内監査役が過半数を占めることが普通である（大会社にあっては、監査役は3名以上必要で、内1名は常勤の社外監査役である必要がある）。多くの場合に、古参部長の中から優秀な順に取締役になり、その次のクラスが監査役になるケースが多い。また、取締役を数期務めた後で監査役になるケースもある。このような監査役の権限を法律上いくら強化してみても意味はない。社長の意向に逆らう役目を果たすはずがないからである。社外監査役ならどうかとなると、その人物次第では社内監査役よりは牽制機能を果たすことを期待できることは確かである。社長を含む経営陣が少しうるさい存在として一目置くことはありえるが、いずれにしろ、監査役は社長の意向に逆らってみても社長を解任する権限を有していないのであるから実効はない。社長から任期満了時の株主総会で監査役を解任されてしまうリスクの方がはるかに高い。そこで商法を改正し任期を延長（現在は4年任期）したが、社長から「後進のために辞めてくれ」と言われて抵抗できる監査役が何人いるか疑わしい。むしろ、社長解任権限を有する取締役会の方が役目を果たす可能性があり得ると言える。監査役に社長を解任する権限を与えない限り監査役は機能しない。ただし、監査役に社長解任権限を与えることは基本的に間違えている。なぜなら、監査役は会社経営に責任を負わないからである。取締役に監査機能を期待する米国型統治システムと監査役が統治機能を有するドイツ型統治システムの間中型であると言われる商法の統治システムの基本的な欠陥であると言うことができる。

以上を整理してみると次のようになる。

日本におけるコーポレート・ガバナンス問題の本質は社長に対する牽制機能が実態上存在しないことにある。社長に100%の株主権が帰属する結果として、全取締役は社長により社員の中から選任され、その取締役全員の生殺与奪権を社長が握る仕組みになっている（監査役もほぼ同じ）。株主が広く分散した結果、法的な最高意思決定機関である株主総会は取締役を任命する権限も、牽制する権限も実態上は有していない。

その結果、社長に企業経営に関する全権限が帰属することになる。そこで社長が権力を濫用することなく自らを律し、業績が悪化すれば自ら退き、企業全体の利益を優先させるならば特に問題は無い。しかし、社長も一人の人間に過ぎないから、極めて人間的な行動を取ることが多い。権力の濫用や腐敗である。もちろん、法律や社内規定に違反するような濫用をするケースは少ないが、社会通念に照らすと濫用しているといえることが多い。最たるものは、公私混同もあるが社員のリストラ（人員整理）をしながら責任者である自分が居残るケースがそれである。このような社長を交代させる権限を有しているのは取締役会である。株式会社という仕組みにおいて、株主総会にそれが期待できない以上、取締役会に期待するほかはない。もちろん、株主も手をこまねているばかりではなく機関投資家等を中心に株主主権を回復する運動が繰り返されているし、評価できるものも多い。しかし、株主総会で選任した取締役が期待どおりの行動を取るかど

うかは保証の限りではない。結果は同じということになりかねない。基本は取締役会改革にある。取締役会を廃止すべしという話にはならない。株主が直接統治できない以上、取締役を選任する仕組みよりも優れた方法が存在しないからである。

(2) 社外取締役

コーポレート・ガバナンス問題の現実的な解決方法は取締役会を機能させていかに本来の役割を果たさせるにかかっている。この解決策として挙げられるものが社外取締役である。社長の部下ではない取締役を選任し本来の取締役の役割を果たさせようとするものである。企業ごとに相応しい社外取締役の選定は容易ではない。また、期待どおりの役割を果たすことができるかどうか当然未知数である。しかし、現在の株式会社という自由経済に不可欠な仕組みを機能させるためには、これより他に方法がない。社外取締役制度はコーポレート・ガバナンス問題解決の打ち出の小槌ではない。これさえ採用すれば問題解決というような性格のものではない。あくまでも、他に代替策がないという意味においての最善の策である。運用においてもその点をしっかり認識する必要がある。

なお、多くの日本企業から「当社のような業態の細かい経営内容が理解できるような人物が社外にいるはずがない」というような意味の意見が発せられることが多いが、これは社外取締役の意味を理解していないからである。

社外取締役の役割はあくまでも株主のエージェントとしての大所高所からの経営の監督にある。個別の投資案件の是非や個別の経費使用の可否等の判断を期待されているわけではない。それは執行取締役の役割である。したがって、必ずしも業界の事業に通じている必要もない。たとえば、投資案件を例に言えば、社外取締役の役割は、当社の理念に添っているのか、その投資を行うことによりバランスシートへの影響はどうか、一定分野への過大投資ではないのか、あるいは、納得できるリスク管理が行われていると判断できるのか、について経営者から納得できる説明がなされるのか等についての「取り締まり」にある。

全員が社内から選任された取締役である場合に比して、社外取締役が存在する方が牽制機能が働きやすいということは事実であろうから、いかに社外取締役を企業内に浸透させその本来の役割を果たさせるかということを、日本においても真剣に検討し、早急に実施する必要がある。

米国の例が参考になる。

ニューヨーク証券取引所では、上場会社規則 (Listed Company Manual) を定め上場企業にその遵守を求めている。コーポレート・ガバナンスに関する規定は Section 303 で定められているが、1956 年にはニューヨーク証券取引所上場の国内企業すべてに対して最低 2 名の社外取締役 (Independent Director) を任命することを求めている。そして、1999 年に取締役会が組織する監査委員会 (Audit Committee) は 3 名以上で構成され、しかも、全員が社外取締役でなければならないと定めている。しかしながら、2001 年から 2002 年にエンロン、ワールドコムに代表されるように不祥事が頻発し、一部企業でコーポレート・ガバナンスが機能していないこと

が明らかになり、企業改革法（Sarbanes-Oxley Act 2002）を素早く成立させ（ブッシュ大統領が2002年9月1日に署名し成立）対応策を打ち出している。ニューヨーク証券取引所もコーポレート・ガバナンス関連の上場規則を早速改定する動きを見せている。2002年8月に証券取引委員会に承認を求めるために提出した改革案の主要点は下記の通りである³²（なお、2003年3月末現在証券取引委員会からの承認はまだ下りていない）。

監査委員会の構成員は3名以上、全員が社外取締役という規制はそのまま存続させるが、さらに、監査委員会メンバーは監査委員会メンバーとしての報酬以外に当該企業からいかなる報酬も受け取ってはならないという規制を付け加える。

社外取締役が取締役の過半数を占める。

監査委員会のみならず、指名・コーポレート・ガバナンス委員会、および、報酬委員会も全員が社外取締役でなければならない。

社外取締役の定義の強化

（現在の規定でも、日本における社外取締役の規定よりもはるかに厳しい内容であるが、それをさらに強化している。たとえば、社外取締役の独立性に関しては、取締役会で「明確に決議する（affirmatively determine）」必要がある）

業務執行を担当しない取締役（the non-management directors）は定期的に業務執行担当の取締役を入れないで会議を開かなければならない。

なお、現行の社外取締役の定義は上場規則 303.01 の監査委員会に関する規定で定められているが、社外取締役の資格を、その独立性に影響を与えるような関係が会社との間に一切ないことと広く定義した後で、さらに、監査委員会（全員が社外取締役）のメンバーについては次の規制を付け加えている。

- ・会社および関連会社の従業員である取締役（従業員ではない執行役員を含む）は会社を辞めて以降3年間は監査委員会のメンバーになれない。
- ・過去3年間に会社と取引関係にあった企業のパートナーや支配株主や執行役員であったものも不可。
- ・過去3年間に会社が関係会社の執行役員であったものの直系家族も不可。

等である。

（3）日本における社外取締役

米国や英国におけるアングロサクソン流のコーポレート・ガバナンスが現実に機能しているとの判断の下に日本にもこれを導入しようとしたのが、商法特例法の改正による重要財産委員会制度と委員会等設置会社制度である。この改正が成立するのと相前後して米国での企業不祥事が表面化したわけだが、それは企業には社外取締役は不要であるということを意味しているわけではない。人間を牽制するという仕組みの歴史は常にそれを合法的に破ろうとする動きとの戦いの歴史でもある。人間が作った制度は時代と共にほころびを見せてくる。米国におけるエンロンやワー

ルドコムに代表される不祥事はその流れの中で捉えることができる。原点の仕組みが悪いということではない。

日本で導入された社外取締役関連の制度は上で述べた 2 つである。共に商法の特例法（株式会社の監査等に関する商法の特例に関する法律）の改正の形で制定されている。

なお、日本における社外取締役の定義は商法（188 条 2 項の 7 の 2）で定義されており、

- ・その会社の業務執行を行わない
- ・過去のその会社または子会社の業務を執行する取締役または支配人その他の使用人になったことがなく、現在もそうでないもの

とのみ定義されている。

重要財産委員会は大会社（および、みなし大会社）で取締役が 10 名以上おり、うち 1 名以上が社外取締役である場合に定款でその旨を定めれば適用される。内容的には、従来の経営会議や常務会と呼ばれる少数の取締役からなる会議体で行われていた会社の意思決定のうち、重要な財産を処分や多額の借財に関する決裁権限をこれらの組織に法律的にも移管することを認めるものである。1 名でもよいから社外取締役制を採用するインセンティブとしようとするものであると言える。

委員会等設置会社も大会社（および、みなし大会社）のみ定款でその旨を定めれば適用されるが、こちらの方が重要である。明らかに英米型コーポレート・ガバナンス形態を目指したものである。委員会は指名・報酬・監査の 3 委員会からなるが、コーポレート・ガバナンスの観点から見れば、監査委員会は監査の役割を社長罷免権限を持つ取締役（しかも委員会の過半数は社外取締役）に与えるものであるから重要であることは当然であるが、ここでは特に指名委員会を取り上げる。これまで実態上社長に帰属していた次期取締役候補の指名権を、現社長を引き続き取締役候補とするかどうかという点を含めて、過半数の社外取締役からなる指名委員会に与えるものである。

これまでの日本企業のコーポレート・ガバナンスの状況や経団連等による財界団体の否定的見解等から、法律は成立してもこの制度を採用する企業は少ないのではないかとされていたが、それでもソニー、日立、東芝、オリックス、コニカ・ミノルタ統合会社、大和証券、イオン等が 6 月の株主総会で審議する旨公表しており、コーポレート・ガバナンスを意識する企業が増加しつつあることは確かである。しかし、仮にそれが 50 社に達したとして株式公開企業約 3,500 社という数から見れば微々たるものである。

社外取締役の定義の厳格化等法制度面でやるべきことが残されているが、ともあれ、委員会等設置会社へ移行することがコーポレート・ガバナンス強化への本道である。この仕組みが理想形であるという意味ではない。不完全ながら他に代替するこれ以上の仕組みが存在しないという意味である。日本では、このような話になると「取締役一人一人の自覚の問題である」というような意見が出てくるが、なんら問題の解決にならない空論である。それでは機能しないことが証明されたから対応策が考えられているわけで、個人の資質の問題というのは一切答えになっていない。

(4) 日本企業への社外取締役制の導入

社外取締役の人材がいけないとの声も高いが、多くの企業において定年は60才、役員になってから精々62才～65才程度である。まだまだ働き盛りで会社を辞めることになる。いくらでも人材はいる、ということである。その企業の業務に精通している必要はない。大局観を有していればよい。

特に、委員会等設置会社における3委員会の役割は基本方針の設定にある。弁護士の高保利英明氏は、「指名委員会というのは指名する仕組みを作る委員会です」、「監査委員会というのは……監査をさせる委員会」、「報酬委員会というには報酬のシステムを決める委員会です」³³と述べている。必要な資質は大局感である。

次の問題は企業トップが社外取締役の任命をどのように考えるかという問題である。ほとんどの答えは「社外取締役という意のままにならないかもしれない存在がいると経営がやりにくい」ということであろう。そのとおりである。それが社外取締役の役目と言っても過言ではないからである。全員が金太郎飴でかつ全員が社長の部下という取締役会において、社長の思いとおりにならないことはありえないが、そういう仕組みを廃止し部外者にも大きな決断に関し理解を得るという手順を経なければならない。自分に対し牽制機能が存在することは普通の人間にとっては当たり前のことであるが、日本のほとんどの企業内では（例外はある。特に、オーナー企業ではオーナーという牽制機能が存在する）、社長にはそれが無い。一旦、絶対的権力の味を楽しむとどうにか継続させたいと思うのは人情である。

そこでアメの役割を果たすものとして重要財産委員会制度が導入されたが、この制度はコーポレート・ガバナンスの観点からは委員会等設置会社の制度に比べれば重要度は低い。委員会等設置会社制度の経営トップにとっての最大の問題は自分の進退を自分で決めることができないという当たり前のことが現実になることにある。社外取締役が過半数を構成する指名委員会で次期取締役候補に指名されない限り自分が退任することになる。自分が社長で居たい限りは社長であり続けることができるという最大のメリットが消失する。この制度の最大の狙いはここにある。業績をあげることができない社長を含めた執行取締役や執行役（委員会等設置会社に置かれる業務執行を担当する会社の機関。取締役ではない）を再任しない権限を社外取締役に与え、経営者に自社の業績向上のみに専念させることにある。重要財産委員会制はアメの要素が非常に強いから多くの企業が採用することになるであろうが、委員会等設置会社については、根付いたと言われるようになるには相当の時間を要するであろうし、一部の企業が採用するのみで終わる可能性すらある。本当に経営に責任を感じている経営者であれば即座に採用する制度であるが、自分が可愛いことは万人が同じである。そのなかで、2003年6月末から採用すると表明しているコニカの岩居社長の次の言葉は注目に値する。「次期株主総会でも取締役として指名されるべく努力する」³⁴すべての経営者はこうありたいものである。これがコーポレート・ガバナンスの真髄である。

この委員会等設置会社の制度はおそらく広く採用されることはないであろうと手をこまねいて

いる限り、日本企業の業績の真の回復はなく、したがって、日本経済の回復もない。早急に対策をたてる必要があるが、難しくはない。ニューヨーク証券取引所と同じことをすればよい。

東京証券取引所が同じように上場規則を改定すれば済む問題である。具体的には、有価証券上場規程と株券上場審査基準を改定すればよい。難しい問題ではない。商法も改正されている。本当にやる気があれば直ぐに対応可能である。ただ、東証にその気はないと思われる。仮にその気があっても上場企業からのこぞっての反対を押し切るだけの勇気は東証にはないと思われる。

議員立法であると言われている今回の商法改正は、突破口は開いたもののそれだけの役割で当面のところは終わりそうである。換言すれば、日本企業に真の意味でのコーポレート・ガバナンスが根付く時代は当分先であり、日本企業の業績が本当に回復するのも当分先であるということになる。

結論

真の利益の意味の認識もリスク管理も基本はコーポレート・ガバナンスである。社長を含めた全経営担当者がこのままの業績では来年にも自分たちが退任させられるかも知れないという危機感を持たない限り徹底的な改革のための諸策を実行できるものではない。委員会等設置会社制を採用したら経営が短視的になるという心配はない。経営のビジョンと方向性を取締役会で示し、社外取締役を含めて討議し納得を得て後は実行するのみである。実行できないときに執行取締役として責任を取るに過ぎない。

委員会等設置会社になるにせよ、今までのガバナンス体制を維持するにせよ、非常に苦しい経営が待っている。残念ながら世界がそういう時代になってしまったのである。トップから末端まで全員参加で改革を行いこのグローバル競争時代を乗り切る他に選択肢はない。

政府は助けてくれない。引き続き規制産業への税金のばら撒きが行われ、そのときにはいくばくかの景気回復を味わうであろうが、既に述べたように麻薬を打ったに過ぎない。直ぐにさらに悪い状況がやってくる。

日本企業のサバイバルの方法はただ一つである。役員社員全員が参加した改革のみである。ミクロ一つ一つが回復への革命的な努力を行い、実を結んだときに日本経済に真の回復が訪れる。

改革の過程において、余剰人員の整理によるコスト削減という効果が見え易い手段が必要になることは当然有り得ることである。しかし、それは全社的にエコノミック・プロフィット計上を目指すというコンセンサスの中で行われる諸施策の一環として行われるべきものである。経営の基本理念と基本手法を一切改革することなく、また、コーポレート・ガバナンスを徹底させることなく行われる人員整理は単なるその場しのぎの縮小均衡策であり、更なる人員整理の引き金となるに過ぎない。

エコノミックキャピタルをベースとした資産リスク管理と、エコノミック・プロフィット追求を基本とする経営のみが真の企業業績の回復をもたらすことができる。そして、この2つの手法

の基本は同じものであり同時に実践することができる。

(2003 年 4 月 16 日脱稿)

注

- 1 富田俊基「経済教室」日本経済新聞 2002 年 11 月 19 日
- 2 たとえば、伊藤元重、日本経済新聞「経済教室」2003 年 3 月 3 日
- 3 日本経済新聞 2003 年 1 月 24 日、および、2003 年 3 月 9 日
- 4 たとえば、伊丹敬之「日本型コーポレート・ガバナンス」日本経済新聞社 2000、奥村宏「株式会社はどこへ行く」岩波書店 2000、ロナルド・ドーア著 藤井真人訳「日本型資本主義と市場主義の衝突」東洋経済新報社 2001、等
- 5 世界銀行の試算によれば、1 ドル = 8.28 元のレートは、購買力平価では 1 ドル = 2 元であるとしている。日本経済新聞 2003 年 1 月 5 日
- 6 日本経済新聞 2003 年 4 月 1 日
- 7 日本経済新聞 2002 年 9 月 21 日
- 8 Stoyan Tenev and Chunlin Zhang "Corporate Governance and Enterprise Reform in China" World Bank and the International Finance Corporation 2002, 11 ページ
- 9 ニッセイ基礎研究所ホームページ
- 10 日本経済新聞 2003 年 1 月 5 日
- 11 William F. Sharpe "CAPITAL ASSET PRICES: A THEORY OF MARKET EQUILIBRIUM UNDER CONDITIONS OF RISK" The Journal of Finance September 1964 Vol. XI page 425 ~ 442
- 12 新井富雄・渡辺茂・太田智之、現代ファイナンス講座 3 「資本市場とコーポレート・ファイナンス」中央経済社 1999 106 ページ
- 13 Aswath Damodaran, New York University, Stern School のホームページ
- 14 例えば、Eugene F. Fama and Kenneth R. French "The Cross-Section of Expected Stock Returns" The Journal of Finance, June 1992, page 445 において、「ベータは 1963 年から 1990 年のニューヨーク証券取引所、アメリカン証券取引所、ナスダック市場における平均的株式リターンとの関係を説明できない。企業規模と純資産 / 株価比率の方が説明が成り立つ」としている。また、Fama-French による "Common risk factors in the returns on stocks and bonds" Journal of Financial Economics 33, 1993, page 3-56 におけるいわゆる「ファーマ・フレンチの 3 ファクターモデル」、あるいは、ジェームズ J. マクナルティ他 3 名による Market-driven Capital Pricing Model, 「MCPM 法で真の資本コストを算定する」DIAMOND ハーバード・ビジネス・レビュー, 2003 年 5 月, 109-120 ページ等
- 15 日本銀行 資金循環の日米比較 2002 年 9 月末 日本銀行ホームページ
1989 年度末は「資本市場クォーター」2001 年冬号 野村證券。
データ出所は日本銀行
- 16 津森信也「企業財務——戦略と技法」東洋経済新報社 1999、資料原典は「経済統計年鑑」日本銀行調査統計局発行
- 17 日本経済新聞 2003 年 3 月 6 日
- 18 「社会主義的傾向」と述べたが、筆者は正しくは「間違えた意味での儒教的傾向」と言ったほうがよいと考えている。儒教を日本の風土に合うように都合よく解釈した日本的儒教精神である。
- 19 この「企業理念」に関する著述としては、「ビジョナリーカンパニー」ジェームズ・C・コリンズ / ジェ

- リー・I・ボラス, 山岡洋一訳, 日経 BP 出版センター 1995, あるいは, 両者による Harvard Business Review 掲載論文 “Building Your Company's Vision” September-October 1996 を参照
- 20 チャールズ・ハンディー「株主資本主義の軌み」(有賀裕子訳) DIAMOND ハーバードビジネスレビュー, 2003 年 4 月号 41 ページ
- 21 新庄浩二「地価・株価と日本経済」国民経済雑誌 第 187 巻第 2 号, 19~20 ページ
- 22 同上 18 ページ
- 23 津森信也「商社の事業会社投資——問題点と方向性」, 「日本貿易会月報」2002 年 9 月号 24 ページ
- 24 東京証券取引所ホームページ「決算短信集計」
- 25 Adolf A. Berle & Gardiner C. Means "The Modern Corporation & Private Property" (originally published by) Harcourt, Brace & World Inc, 1932, なお, 日本のコーポレート・ガバナンス問題に関する筆者の詳しい見解については, 津森信也「日本企業のコーポレート・ガバナンス」『日本福祉大学経済論集』第 25 号 2002 年 8 月を参照
- 26 日本経済新聞 2003 年 3 月 29 日
- 27 便宜上, 貸借対照表記載項目のみを挙げているが, 実際にはオフバランスでリスクを有している項目を含める必要がある。
- 28 ムーディーズ「Introduction 事業価格付けの概要」1998
- 29 以上では, 企業が有しているべき株主資本額(エコノミックキャピタル)の算定を, レバレッジ係数(基本は各資産のボラティリティー)を使い算術的に算出する方法を述べた。それ以外の手法として, 例えば, 各資産のボラティリティーのみならず, 各資産間の相関係数等も想定した上でモンテカルロ・シミュレーションを行い, リスク額を把握するという方法もある。その場合には, 1%の水準(1st. percentile level), すなわち, 100 年に 1 回のリスク額, を採用することになる。しかし, 実際に企業が採用し全社員の理解を得て推進する手法としては難解かつ複雑であり, 現実的ではない。
- 30 GE 社ホームページの連結貸借対照表より。総資産は 4,950 億ドル, 株主資本は 548 億ドル。
- 31 たとえば, 津森信也「なぜ日本の経営はダメなのか」東洋経済新報社 2001 において, 富士写真フイルムや積水ハウス等の例を挙げている。
- 32 週刊東洋経済, 「アウトルック」(論説委員 小倉正男), 2003 年 3 月 29 日
- 33 The New York Stock Exchange のホームページ “Corporate Governance Rule Proposal”
- 34 中谷巖編著「コーポレート・ガバナンス改革」東洋経済新報社 2003 119 ページ
- 35 日本経済新聞 2003 年 1 月 8 日

(本稿の構想を得て数ヶ月になるが, その骨子を発表する機会が本稿より先に訪れた。2003 年 2 月 10 日に名古屋朝日ホールで「グローバル競争時代における日本の企業経営——いま何をなすべきか——」と題して行った講演である(朝日新聞社主催, 日本福祉大学等協賛)。わずか 1 時間の講演であり, また, 一般向け講演であり, その骨子は 2 月 25 日付け朝日新聞名古屋版に掲載されたが, 十分に筆者の意を尽くしきれていない。本稿では当初の構想である日本と日本企業の経営について, あるべき方向性を探ってみた。)