



## 株価と経営

安島孝知  
中神康議

「創業者の時代が終わり、株主から経営を委託される者の役割が問われている」とソニーの出井伸之社長が盛田昭夫ファウンダー・名誉会長の死去を受けてコメントを述べられています（日本経済新聞平成11年10月5日）。資本家としての志向と経営者としての志向が創業者の中で一致していた時代が終わり、今後は資本と経営が明確に分かれ、経営者として株主を重視した経営を行うことを改めて強調されたのだと思います。また、「常に株価を念頭に置くのも株主の期待にこたえるため」とも述べられています。ソニーにかぎらず、最近是这样した株主・株価重視の経営を打ち出す日本企業が増えてきています。

この背景は、戦後長く続いた右肩上がりの成長、すなわち、売り上げさえ伸ばしていけば、利益額が増加し、結果として株価は追随してくるといった、売上高・マーケットシェアに対する極端な傾斜が、結果として株主・株価を相対的に軽視してきたことに対する反省があります。また一方に、株式投資に対するリターンをそれほど求めてはこなかった日本企業間の株式持ち合い慣行が崩れるのと同時に、株式投資に対するリターンを純粋に求めてくる外国人投資家などが増加してきていることがあげられます。彼らは純粋投資活動として一定のリスクを負って企業に投資するわけですから、そのリスクに見合ったリターンを求めます。経営者としては高株価維持を相当意識し、それに応えていく必要が特に強調される環境に変わりつつあるわけです。

また、経営者の視点から考えますと、当然のことながら株価の上昇は経営戦略の自由度を広げるメリットがあります。株式市場から低コストでの資金調達が可能となる。転換社債の償還を有利に進められる。株式交換による企業のM&Aを推進できるなどです。逆に、競合他社が先駆けてこうした自由度を積極的に活用してきた場合は、競争上の脅威に直面することになります。その一方で、株価すなわち企業価値が、短期間で時には数日で、2～3割も時にはそれ以上に変動する現実を前に、株主・株価重視の経営を本当に行うべきかどうか逡巡される経営者が多いということも私も実感するところです。「投資家は短期的なリターンしか求めない」、「アナリストも結局われわれの事業を理解していないし、中立的かどうか疑問を感じるとき

がある」といったご意見です。

企業の主なステークホルダーとして従業員・取引先・株主をあげてみます。昨今の「働き手」問題としては、わが社はどんな従業員とはどんな人事政策で対応するのか、また取引先との問題については、グループ連結経営を推進していくには、わが社はどんな取引先とはどんな取引先政策で臨むのが主要論点として論じられます。これらと同様に、株主・株価についても、多くの株主の中で、わが社はどんな株主とはどのような関係を樹立していくのが主要論点として考えられるわけです。今回は、日本の経営環境における、株主・株価重視の経営とは何かということについて考えてみたいと思います。

### 株主・株価重視経営に向けて越えるべき論点

株主・株価重視経営に取り組んでいる企業の代表的な事例から話を始めたいと思います。この企業は大変な高収益企業であり、ここ10年間にわたり増収増益を達成しています。数年前には公開を果たし、予想以上の高株価を実現し現在でもその水準を維持しており、市場から一目を置かれている優良企業です。

しかし、こうした好業績であるにもかかわらず、投資家・アナリストからは厳しい注文を投げかけられています。この企業は多くの事業を運営しているのですが、売上高・従業員数ともに企業内で最大である事業が黒字ではあるが低収益にとどまっています。この事業をなぜ抱えつづけるのか、ほかの事業とのシナジーもそれほどないのであるから売却すべきではないかと問われています。この事業は確かに黒字ではあるが資金効率が悪いため、売却した方がさらに高収益で資金効率の良い企業ができあがるという論拠です。今後の投資方針はこの事業への対応いかんによって判断するといわれています。

経営者はこの事業自体の競争力を高める上でも、また当該企業全体の企業価値を高めるためにも、最終的にはこうした事業構造に転換していくべきであると内心では理解しています。しかし、この企業は多くの事業を抱えながらも、ワン・カンパニーとして全員一致団結していくことを標榜し、会社へのロイヤリティーは強烈な企業文化となって浸透しています。この事業の従業員が強く反発することはもちろんのこと、残す事業の従業員の企業へのロイヤリティーをも風化させてしまう可能性があります。内々に打診した経営幹部、労組幹部の反応も、赤字なら分かるが黒字ではないか、株主をとるのか従業員をとるのか、といったものでした。

一つの事例ではありますが、ステークホルダー間の利害調整という株主・株価重視経営の本質的問題を端的に表していると思います。この問題を解決していくためには2つの視点が必要になります。一つは企業価値向上に向けた「峠」の設定（CDI Newsletter 15号：ビジョンづくり参照）と、もう一つは「投資家セグメンテーション」の考え方です。

「峠」の設定。投資家の要求は経営者にとってしばしば性急に映ります。しかし、我々の観察事実としては、投資家の指摘はその企業の将来像としてはかなりの確度で的確な指摘が多いと思います。問題は、投資家は急ぐ、しかし企業はそのスピード

では変わらないという観察的事実です。一般に、日本との対比において米国企業の変革スピードが早いのは、本質的には米国の人事制度において「任意雇用 (Employment at will)」の思想が導入されていることに主因があると思います (CDI Newsletter 28号: アメリカ型「人本主義」参照)。

いずれにしろ、目指すべきゴールをステークホルダー間で共有したとしても、それをそれぞれの立場から現状に照らし合わせて、できない理由を漫然と並べ立てていたのではことは進みません。仮にその問題を克服できたとしたらどうなのか。克服するとしたならばどのような条件が整備されているべきなのか。いつまでならその条件は整備できるのか。従って、どのような手順でことを進めればゴールにたどり着けるのか。そのシナリオは複数描き出せないか。こうした発想でゴールに至る現実的な「峠」を設定することです。そして、経営者はそのシナリオをステークホルダーに提示・啓蒙し、得心させていくことです。従業員・株主の得心が得られなければ、そのシナリオはいずれかの時点で綻びを露呈します。

特に従業員の得心を得るためには、企業価値向上シナリオ策定のプロセスが重要です。そのプロセスをお手伝いする上で我々が実感するのは、すべての事業・部門を網羅し、客観的事実に基づき、公明正大に、議論することの重要性です。特定の事業・部門だけを取り上げても、そこの従業員に不公平感を抱かせることにしかりません。必ず実行段階で破綻をきたすこととなります。キーワードは、「網羅性」「透明性」「公平性」の3つです。

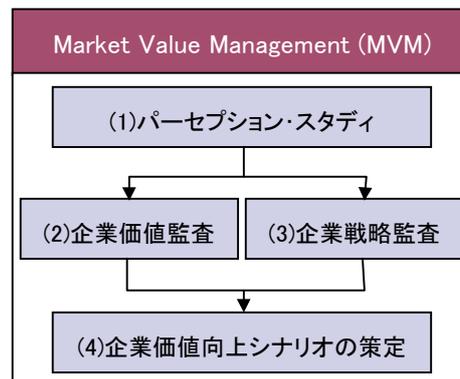
次に、「投資家セグメンテーション」の考え方です。こうした企業価値向上シナリオを現実的に策定しても、なかなか投資家の賛同を得られないこともあります。この時に踏まえるべきことは、すべての顧客を満足させられないのと同様に、すべての投資家を満足させることはできない、という事実です。そこには、顧客をセグメントに分類し、ターゲット顧客を選定するように、投資家セグメンテーションの考え方が必要です。投機的な投資活動をする投資家もいれば、長期的な投資活動をする投資家もいます。そして、株主を重視するのか、従業員・取引先を重視するのかといった発想ではなく、どの株主・どの従業員・どの取引先を重視していくのかという発想に転換することです。どの皿にスープを入れるのかという皿の選別の議論から、それぞれの皿の中身の選別に議論を移すことです。百年に一度の大変革期に臨んで、従来の従業員・取引先との関係は見直すべきものは見直す。それに加えて、株主との関係も見直すというスタンスです。

株主・株価重視経営を標榜すれば、必ずステークホルダー間の利害調整という問題に直面します。この利害調整という問題を解決していく具体的方法論を会得することが求められているのだと思います。その具体的方法論として企業価値向上戦略の策定プロセスを私どもではMarket Value Management (MVM) としてとりまとめました。以下にその概要をご紹介します。

## Market Value Management (MVM) CDIのアプローチ

### (1) パーセプション・スタディ

Market Value Management (MVM) 出発点は、どのような投資家が企業に対して何をどこまで期待しているのかを把握し、経営者の認識とのギャップがどこにどれだけ存在しているのかを客観的に理解することです。具体的には、Sellサイドアナリスト、Buyサイドアナリスト、格付け機関アナリスト等に対して私どもが第三者の立場で個別ヒアリングを行います。たとえば、当該業界に対する投資スタンス・ポートフォリオ上の位置づけ、当該企業への投資スタンス・競合他社との比較評価、当該企業のIR活動の比較評価などを詳細にわたって調査します。



このスタディを通じて、投資家をセグメント分類し、ターゲット投資家を選定していくことになります。自社の経営スタンスと投資スタンスが一致している投資家を新たに発掘することもありますし、ターゲット投資家をより広く設定していくためには経営者として経営戦略をどのように見直さなければならないかを改めて考えていくことにもなります。経営者と投資家とがお互いを理解し、お互いを選別していくプロセスといえます。

#### (2)企業価値監査

次に、財務内容を評価します。この段階で重要なことは、企業を評価する財務指標に経営者と投資家が共有できる指標を設定することです。この指標がバラバラですといくら経営努力を行ったとしても、投資家との共感は得られないということになります。これまで、経営者サイドは一般的に売上高、当期利益、売上高当期利益率などを財務指標として優先的に用いてきましたが、投資家サイドに立つならばそれだけでは不十分で、加えて資本コストの概念を導入する必要があります。すなわち、当該企業は株主から集めた資本をいかに効率よく活用しているかをみる視点です。この観点に立った指標としては、ROE（総資本利益率）、フリーキャッシュフロー、EVA（経済付加価値＝税引き後営業利益－資本コスト）などがあげられ、最近ではよく活用されるようになりました。

こうして新たに設定したEVAなどの財務指標で企業を改めて見直してみる作業を行うことになります。過去10年間にEVAはどのように推移してきたのか、いくつもの事業がある中でEVAに貢献している／貢献していない事業はどれなのかをあぶり出していきます。この作業を通じて発見される一般的な事例としては、利益を多く稼ぎ出していて優等生と思われた事業が、資産を大量に保有する事業であり、資金

を多く必要としていたために、実は資金効率が悪く、投資家の観点からすると必ずしも優等生ではなかったなどという事実です。また、逆に、新たな優等生を発見できるという前向きの驚きも出てきます。

### (3)企業戦略監査

企業価値監査を通じて、EVAなどの新たな指標に照らし合わせた企業の新たな姿はあぶり出されますが、では具体的にどうすればEVAが向上するのかという次なる問題が出てきます。この問題に関しては、王道をゆくのみです。一つひとつの事業ごとに、市場・競合・事業経済性を精査し、当該事業に競争上の優位性はあるのかどうか(ユニークネスの存否)、その優位性はどのくらいの期間有効なのか(ユニークネスの寿命)、その優位性は拡大発展していく構造になっているのか(ユニークネスの累積効果)を評価していくことになります。その上で、事業ポートフォリオ上で限りある経営資源をどの事業に傾斜配分していくのかを選択します。

### (4)企業価値向上シナリオの策定

(1)(2)(3)のプロセスを踏まえて、ターゲット投資家を啓蒙し、説得しうるような骨太の企業価値向上シナリオを策定します。当該企業のユニークネスは何か、そのユニークネスを発揮しうる現実的な策とは何か、また、財務目標としては何を掲げるのかを明示します。そして、企業価値向上シナリオとして3つのシナリオを想定しながら戦略を策定します。すなわち、「内科治療シナリオ」「外科手術シナリオ」「IRシナリオ」です。

「内科治療シナリオ」とは、企業が保有する事業を商品開発、営業強化、コスト削減などの自助努力で事業価値を向上させていくやり方。「外科手術シナリオ」とは、自助努力のみでは十分なユニークネスをスピーディには発揮できない事業として、売却、買収、合併を積極的に推進していくやり方。「IRシナリオ」とはユニークネスは十分にあるにもかかわらず、経営者の説明不足ないしは投資家の理解不足によって十分な評価がなされていない事業に関して、5W1H(いつ、誰が、誰に対して、何を、どこで、どのような理由から、どのように)を意識した情報発信を強化していくやり方です。企業価値向上に向けて、各事業ごとにどのシナリオが一番有効であるかを明確にし、そのめりはりのあるシナリオをターゲット投資家に提示していくことになります。

## 資本主義の原点

企業価値を向上させることとは、経営者と投資家との企業価値に対する認識のギャップを埋め、それぞれの論理を調和・昇華させることにほかなりません。投資家に迎合せず、しかも、経営者の独善にも陥らない新たな論理の構築です。企業競争力を永続的に高め、企業価値を最大化するために、その企業ならではのやり方で、事業・従業員・取引先を選別し、それに共鳴を感じる株主を選別する、という経営者独自の論理です。

MVMを通じて策定した企業価値向上シナリオを経営者は投資家に対して提示します。このように経営したら大変ユニークな企業ができあがるという経営者のアイ

デアに対して、投資家はリスクを負って株式を買う。資本主義の原点そのものの行為とってよいかもしれません。

この資本主義の原点において、日本的なあり方が問われています。日本をベースとした経営戦略コンサルティング会社として、我々もさらに研を積んでまいりたいと考えております。

(あじまたかともコーポレートディレクション取締役主幹)

(なかがみやすのりコーポレートディレクション取締役主幹)