

株式公開と企業経営

トリニティの企業金融論

Updated 2007.4.1

トリニティ株式会社

はじめに

企業が株式を公開するとき、企業が好むと好まざるとに関わらず、また、経営者がそれを認識しているか否かに関わらず、企業は広く社会に対して「金融機能」を有することになります。すなわち、企業の事業行為の全て(株価、配当政策、借入、事業収益、人事、営業、広告、経営戦略など…その全て)について、企業のステイクホルダー間(…経営者、従業員、株主、債権者など…)で経済的価値の移転を伴うことを意味します。株式公開は、企業にこのような金融機能が加わる、ということがその本質で、このため以下のような新たな課題が生じると考えられます。

第一の課題は、経営者が株式公開(上場を含む、以下同様。)を試みるとき、未公開時代には殆ど経験していなかった、企業金融に関わる様々なテーマ、すなわち企業の金融機能に対して、経営者自身がその経済的意味を理解し、それぞれのテーマについて明確な回答を出す必要が本来生じている筈です。この作業は公開会社としての(本来未公開会社であっても同様ではあるのですが)基本設計図にも等しい重要な作業なのですが、大多数の公開企業の現状は、経営者がこれらのテーマに対する理解が曖昧なまま株式公開を迎え、本質的なガイドもなく資本市場という「怪物」に対峙しなければならない状況が生じています。

第二の課題は、一般に、株式公開の作業が始まると、その検討項目は、遵法性の確認、決算の確認、原価計算、納税状態の確認、企業統治の形式の確認、社内規定やコンプライアンスの整備、連結決算などタイムリーな会計のしくみ構築、資本政策、事業計画の策定、監査法人の選定、引受証券会社の選定など、と認識されることと思います。これらの全ては重要なことばかりなのですが、より重要な点は、これらの全ては「形式」であるということです。形式と経営の実体は似て非なるもので、本来経営の実体(設計図)をどのようにデザインするかという経営の意思と努力があり、そのデザインに最も適した形式(例えば資本政策)を選択する、という順番であるべきなのですが、現実には形式が経営そのものであるかのごとく理解され、処理されたまま公開を向かえ、その後これを原因として生じる事業のひずみに大変苦労するケースは一般的といえるかもしれません。

証券取引所、証券会社、監査法人、ベンチャーキャピタルやアドバイザーの多くも、その本質について理解をしているのかしないのか、形式基準と資金調達に意識が偏りがちな傾向が顕著で、偏りのない本質的な設計図を作成するにあたって、良きアドバイザーとしての役割を果たすことはあまり期待できない状態です。

第三の課題は、第一、第二の課題から派生するものですが、一般的に説明される金融上の意図や目的と、実際の経済価値のやり取りが多くの場合乖離している点です。結果として、悪意なく、あるいは悪意によって、大量のお金が人から人に不公正に移転することが日常的に生じ、場合によっては企業価値を著しく毀損している可能性があるのです。更に、市場に関わる金融会社がこのゆがみを収益化することを日常的に行っているため、金融市場での「常識」は経済移転の実体を正確に反映していないことが常態化しています。株式公開によって、突然金融機能を有することになった事業会社が、このゆがみとメカニズムを理解しない場合、意図としない経済移転を重要な株主やステイクホルダーに強いてしまったり、合法・非合法に関わらず、結果として人を欺くことになってしまいます。

第四の課題は、仮に企業の金融機能を経営者が十分に理解したとして、経営者がどのような価値観で金融機能を運用するか、という点です。例えば、資本市場の「ルール」は、一般に、「開示義務がなければ開示する必要がない」、「合法であれば公正である」という考え方であり、この通りの価値観で事業運営を行っている企業が大半だと思います。しかしながら、守るべき遵法性と経営者が追及すべき企業価値は根本的に異なる概念で、したがって、企業価値を高めるべき経営者の観点では、「開示義務」と「開示すべき情報」、「遵法性」と「果たすべき公正さ」は大きく異なる筈です。企業金融のメカニズムを知ること、この違いを理解することです。もちろん、遵法の範囲内であれば、どのような選択を行うかは

それぞれの企業と経営者の完全な自由ですが、その違いを知ることは経営者にとって有意義ではないでしょうか。

例えば、「開示義務のあるものを開示するか」、「開示すべきものを開示するか」、の基本的な価値観が問われます。多くの場合、開示の判断は意外に曖昧で、殆どの経営者が、①基本的に開示することは企業にとってマイナスで、②義務付けられたものを開示する、という基準で運用していると思います。「開示すべきものを開示する」というテーマは、このような運用とは根本的に異なり、開示することの事業的意味に対する価値観と洞察が必要になるでしょう。

更に、金融の大きな特徴といって良いと思いますが、この事業分野はグレーゾーン、更に違法領域に踏み込むと、加速的に利益が生まれる傾向があります。また、違法領域は常に変化しますし、ある時期に合法だったものが後に違法とされ、遡って責任が追及される事例も少なくありません。したがって、遵法性とは全く別に、企業金融と企業価値の観点から、公正とはなにかを理解し運用することは非常に有効な経営手法になり得ると思います。

本稿は株式公開と企業経営に関わる多様な現象をどのように把握するかというテーマにおける、現状認識のひとつのアプローチです。形式的な観点にはあまり触れず(この点については、大量のガイドや書籍やアドバイザーによって情報が入手できるためです)、企業金融的な経営デザインをどのように考えるかというテーマのみを取り上げています。本稿で紹介した一連の「考え方」は、より多面的な理解のための補助とお考え下さい。本稿に紹介されている考え方が「正しい」というわけでも、唯一の方法だと主張するつもりもありません。一定の前提条件の元で、どのような経営行為が企業金融上合理性を持つかどうかを可能な限り明らかにしていますが、どのような行為が「好ましい」か「不適切」かに関する価値判断は極力避けるようにしています。本稿では、そのような経営判断や行為が経済的に(企業金融的に)どのような意味を持つのかを明らかにすることだけが目的だからです。当然ながら、企業や経営者ごとに異なる考え方とデザインの方法があり得ると思いますが、このテーマを認識し、理解し、経営者が自分なりの回答を導くプロセスをより意識的に行うことができるためのサポートになればという趣旨で作成しています。本稿ではテーマを7つに分けてみました。

- I. 株式公開と資本市場
- II. 資本コスト
- III. 企業統治
- IV. 経営者とステイクホルダーの利害の対立
- V. 企業会計
- VI. 企業価値
- VII. 株価、時価発行増資、配当政策、IR

I. 株式公開と資本市場

《ミスター・マーケット》株式公開は、「ミスター・マーケット」*(1) という、短期的には極めて気まぐれで感情的でありながら長期的には厳格な合理性に従い、小心でありながら時に暴力的で、経営に無知でありながら時に洞察力に富み、欲深くお金を有り余るほど持っている資本家と、解消することのできない永遠の「パートナーシップ」を締結することに似ています。

彼は経営者の気持ちに非常に敏感で同調しやすいため、表面をどのような言葉で取り繕っても経営者の隠れた意図を鋭く察知してまるで子供のように純粋に反応します。経営者が正直でないとすねたり無視したり、経営者が嘘をついたり自分の利益を優先したりすると意地悪く会社を脅したり、経営者が無視をしたり逃げたりすると注意を引くために経営陣と強行に対立したり、経営者が誠実で率直な行動を起こすと素直に感動して協力的で優くなる傾向があります。ミスター・マーケットとの「パートナーシップ」は主として資金調達に関わるもので、本来事業や経営とは無関係でありながら、ミスター・マーケットは事業について頻繁に詳細な説明を求め、不完全な知識に基づいてあれこれと口を出すことが大好きですが、最終的な決断は常に鋭い洞察力による直感的なものです。ミスター・マーケットはミーハーで好奇心が旺盛で、流行の経営スタイルや、話題性のあるビジネスモデルや、認知度の高いプロジェクトや、手早く収益を生み出しそうな事業アイデアに心を奪われますが、ただのミーハーだと思って付き合いと、長期的には経済的な良識と企業価値に基づいて合理的な判断を冷酷に実行する強さに圧倒されることとなります。

《躁鬱のパートナーと付き合い》ミスター・マーケットは「パートナーシップ」への出資とは全く別に、この企業の株式売買が大好きで、毎日自分で値付けした価格で人と売り買いすることを日課にしています。ところが、彼はむら気が強く、躁鬱気味で、感情の起伏が激しいため、やたらと上機嫌などときには企業の良いところしか見えなくなり、人が自分の持ち株を「割安に」買付けることを恐れて、実際の企業価値よりも遥かに高い価格を提示することもあれば、落ち込んで企業の将来にやたら悲観的なときには、人から「割高」な株を大量に売りつけられることを恐れて、実際の価値より遥かに低い価格を提示することもあります。更に、ミスター・マーケットはむら気のある価格を自分から提示しておきながら、企業価値よりも高値で購入してしまった株式について、会社の経営陣に激しく八つ当たりすることが日常茶飯事で、しばしば事業にも直接影響を与えるほどの怒りを向けます。

優れた経営を行い、企業を成功に導くためには、ミスター・マーケットよりも正確に企業価値の評価を行う能力と、ミスター・マーケットから向けられる強い感情の渦から自分の精神状態を隔離し自分自身の考えや行動を冷静かつ独自に実行できる能力、の二つが不可欠ではないかと思えます。

このように、「パートナーシップ」を組む相手が非常に敏感であること、その感情が非常に不安定であること、経営に対する知識が軽薄であること、その「パートナーシップ」が永遠に解消できないという点で、株式公開という「パートナーシップ」は多大な困難を伴うのですが、事の重大さは一般に過小評価されています。かつての日本の資本市場は、株式持合いなどの慣習もあり、ミスター・マーケットが自己主張をすることは稀で、「お金は出しても口は出さない」経営者にとってはとても付き合いやすいパートナーでした。この印象を未だに持っている経営者は少なくありませんが、現実には既に根本的に変化しています。喜びだったはずの株式公開が多くの経営者にとって決算発表ごとの大きな恐れの種になっている現状を可能な限り理解し、公開前にその準備を周到に行うことは、企業の成長を大きく助けることになるでしょう。

《株主は経営者の鏡》 多くの場合、企業は経営者の価値観と同種の株主を獲得します。短期的な収益や短期的な市場動向を重視して、そのような面ばかりを株主に報告する企業は、たいてい同様の要因を重視する株主をひきつけることとなります。そして、企業が株主を冷遇すれば、投資社会から同様のしっぺ返しを受ける可能性がとても高いのです。

反面、誠実な経営者は誠実な株主をひきつけますが、誠実さを定義することはそれほど容易ではありません。「株主に配慮する」、「株主に誠実である」、「株主の利益を重んじる」と言わない経営者は殆どいないと思いますが、これらの具体的な意味は曖昧なままです。経営者が意図的に曖昧にしている場合と、実際に明確なガイドラインを認識していない場合とが混在していると思いますが、いずれにせよ、この曖昧さのために多くの経営者が、その言葉とは裏腹に、このような配慮を行動として示すことができないようです。

ミスター・マーケットとどのような「人間関係」を構築するかは経営者次第です。その「人間関係」において、経営者は、「配慮する」「誠実である」「利益を重んじる」ということの具体的な意味を真剣に考え、自分なりの答えを持ち、率直に伝え、行動を示すことが「パートナーシップ」を成功に導くことにつながると思います。

* * *

* (1) ミスター・マーケットの比喩は、アメリカの経済学者で投資家、ウォーレン・バフェットの育ての親としても知られるベン・グレアムがもともと株式投資に際して株式市場をどのように理解するべきかを示唆するために創造した寓話上の人物です。むら気が強く感情の起伏が激しいため、価格と価値が乖離したところにつけこむことで、懸命な投資を可能にするという考えです。グレアムの理論を最も良く理解し、実践し、大成功とともに世の中に広めたのは、恐らく世界で最も有名な投資家、バークシャー・ハサウェイ社のウォーレン・バフェット会長です。本稿でのミスター・マーケットは、バフェット氏が同社の年次報告書の中で紹介するミスター・マーケットの「人物像」に、発行市場及び金融パートナーという性格を加えて、企業金融の観点から表現しなおしたもので、経営者が株式公開と企業金融を理解するためのサポート、という本稿の趣旨に対応する内容になっています。

II. 資本コスト

1. 「株式は最も資本コストの高い資金調達」

一般に、株式の時価発行増資による資金調達コストは、企業が調達する様々な資本の中で最も資本コストの高い調達方法ですが、この単純な事実は意外なほど理解されていないように思えます。資本コストが高いということは、調達した資金に対して生み出さなければならないリターン(実質的な「返済利率」)が高いという意味です。金融的に「生み出さなければならない」リターンという点ではそれが負債か資本かという違いはあまり関係がありません。負債の場合は返済できなければ債務不履行になりますが、公開エクイティ資本の場合は株価の下落と、それが長期的に継続すると、第三者による株式の買い付けなどが生じます。すなわち負債の債務不履行ほど迅速ではありませんが、調達したエクイティ資本へ十分なリターンを返さなければ、長期的には経営陣の交代(テイクオーバー)などによって、実質的に債務不履行とおおよそ同様の結果に至ると考えることができます。

なお、発行済み株式数の50%超を経営者が保有する場合、確かに法律行為として経営者が解任されることはないのですが、現実には、経営者(一族)が過半数の株式を保有している上場企業は極めて少数派でもあり、十分な企業収益が伴わなければ経営者に対する直接間接のプレッシャーは相当高まるでしょう。株主と経営者の関係についての詳細は、「II. 企業統治」の項を参照下さい。

また、株式公開に伴って、その日から永遠に、年間5,000万円から1億円の費用が追加的にかかると言われてしています。具体的には、株主総会やIRの費用、証券発行費用、各種届出書・報告書作成費用、上場維持費用、公租公課、監査法人、弁護士会計士等費用、IR担当者の人件費、企業統治・コンプライアンスの整備費用などが該当し、更に、コンプライアンスの強化に関する日本版SOX(サーベインズ・オックスリー)法などの導入によって、実質的な費用が上昇する傾向にあります。

2. 「時価発行増資の資本コストはいくらか？」

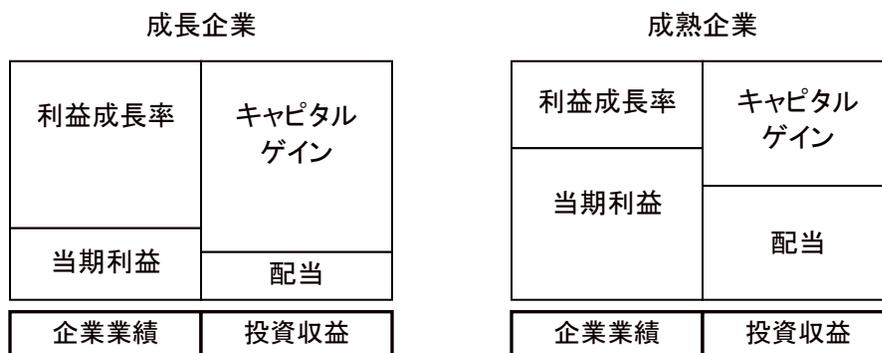
時価発行増資の公募価格と調達額を気にする経営者は一般的ですが、調達したエクイティ資金の資本コストがどれくらいか、を自分なりに認識している経営者はそれほど多くない印象です。エクイティ資金の資本コストは、「この水準のリターンを株主に返さなければ株価が下がる」と理論的に考えられる(それが3ヶ月先か10年先かはわかりませんが、長期的にはいずれ実現化する)ものです。これは、前述の前提において、実質的に「不履行」状態にならないようなエクイティ資本へのリターンはいくらか、すなわち、将来的に経営陣のテイクオーバーが生じないリターンの水準はいくらか、というひとつの回答でもあるため、経営者が自覚的に認識することは重要だと思えます。

《資本コスト＝株式総合利回り》時価発行増資の資本コストは、株主の投資総合利回りと考えられます。総合利回りとは、配当とキャピタルゲインを合計した投資家の総合的な投資収益率です。この収益率の計算では、投資家の取得簿価(時価)が基準になりますが、時価発行増資の公募価格、公開初値など、様々な取得簿価をもつ株主ごとに資本コストが異なることとなりますので、企業価値から大きく乖離した株価の乱高下は、投資家間の不公正を拡大してしまう効果があります。時価発行増資の公募価格や、公開直後の株価をコントロールすることは、この意味でも重要な課題です。株式の時価に関する議論の詳細は「VII. 株価、時価発行増資、配当政策、IR」の項を参照下さい。

《株式総合利回り＝長期企業業績》配当とキャピタルゲインは株主から見た投資収益率ですが、長期的に株式投資収益は企業業績におおよそ一致するという前提に基づくと、投資収益と企業業績の関係は以下の図のようであると思えます。下の図は、企業価値＝株式時価総額としたときの、企業価値の

構成要素を概念的にあらわしています。企業価値は企業業績に基づき決定され、長期的に企業業績は株主の投資収益と一致します。企業業績は当期利益と成長率によって構成されており、益利回り5%、利益成長率5%の会社の株主は10%の総合利回りが期待できるということになります。

益利回りは、当期利益を「株式時価総額」で割ったもので、PER(Price Earning Ratio: 株価収益率)の逆数でもあります。資本に対する収益率の指標はROE(Return on Equity: 株主資本利益率)、すなわち、簿価純資産に対する当期利益の割合、が広く利用されますが、この概念は企業が自己資本をどれだけ有効に利用しているか、という企業の資本運用の観点によるものです。対して、エクイティ資本コストの議論においては、時価で株式を取得した投資家の総合利回りの概念がより適切であるために、投資家の取得簿価(すなわち株式の時価)を基準にした益利回りを基準にしました。



《成長企業の企業価値は当期利益の成長率次第》 上記の図のように、成長企業においては当期利益の比率が少なく、企業価値の多くを将来の利益の成長予測に拠っているイメージです。投資家も、期待総合利回りのうち、配当によるものはそれほど(企業によっては全く)期待せず、リターンの多くをキャピタルゲインに求めます。一般に、企業は当期利益の額を超えて配当することができませんので、配当額は当期利益よりも少ないイメージで表示されています。株式公開したての企業や急成長中の企業は、無配を長期間継続する会社も珍しくありません。長期間にわたって高い成長を続けてきたマイクロソフト社は1986年の株式公開以来一貫して無配を続けてきましたが、企業業績が安定成長に移行するなどの理由から、2003年3月に初めて配当を行い話題になりました。配当についての考え方の詳細は、「VII. 株価、時価発行増資、配当政策、IR」の項を合わせて参照下さい。

【事例1】 5億円の当期利益(益利回り5%)、当期利益の成長率が毎年5%の成長企業が、100億円の株式時価総額を基準に時価発行増資を行うと仮定すると、当期基準のPER 20倍(100億円÷5億円)で評価され、投資家が期待する総合利回り=資本コスト10%というおおよその関係が成り立ちます。当期利益成長率5%のこの企業の翌年の当期利益は5.25億円であるため、翌期基準のPERは19倍(100÷5.25)ということになります(株価は将来の収益に予測に基づくため、一般に、PERは翌期当期利益と現在の株式時価総額を基準に算出されます)。

【事例2】 同じ会社がIPO(Initial Public Offering: 新規公開)のときに、人気銘柄として加熱し、公募価格が跳ね上がり、200億円の時価総額を基準に時価発行増資を行ったとします。当期利益5億円、投資家の期待総合利回りが10%で変わらないとすると*(2)、この加熱した市場では、上記と同じ企業に対して、10%(総合利回り)-2.5%(益利回り)=7.5%の当期利益の成長が期待されていることになりま。従って翌期の当期利益は5.375億円が求められることになます(当期基準PER 40倍、翌期基準PER 37倍)。

なお、同様の企業が仮に時価総額50億円で公開すると、PER 10倍、益利回り10%となります。投資家の期待総合利回りが10%で変わらないとすると、この場合、市場ではこの会社の当期利益の成長を全

く期待していないという解釈が成り立ちます。

《資本コストに関するポイント》以上の議論と事例から導かれる重要なポイントがいくつかあります：

第一に、現在の企業実体が全く同じでも、将来の当期利益の成長率を僅か（この例では年率2.5%）上昇させただけで、株式の時価総額が倍（100億円から200億円）になるほどのインパクトがあります。

第二に、株式発行時の期待成長率（【事例1】では5%、【事例2】では7.5%）を下回ると、株価が下落する理屈です。この期待成長率は、一旦株式を公開した以降は永遠に毎期（あるいは毎四半期）経営者に求められる性質のものであります。

第三に、【事例1】と【事例2】のエクイティ資本コストの差（将来の当期利益の合計の差）は、単年度で比較すると僅かの違いのようですが、理論的にはこの成長率の差は文字通り永遠かつ複利で適用するため、長期間では莫大な差になります。以下の表は当期利益の成長率が5%（【事例1】）と7.5%（【事例2】）それぞれのケースにおける、将来の当期利益の額を表したものです。【事例1】のファイナンスでは、30年後には毎年20.6億円の当期利益が要求されますが、【事例2】では毎年40.7億円の当期利益を生まなければ、株価が下落するという考え方です。30年間では、資本コストの合計は実に185億円の差額（517億円-332億円）が生じるのですが、これは資本コスト計算の分母（時価総額）が100億円増加したことの対価でもあります。

当期利益 成長率	Yr 1	Yr 2	Yr 3	Yr 4	Yr 5	Yr 6	Yr 7	Yr 8	Yr 9	Yr 10	Yr 20	Yr 30	合計
5%	5.0	5.3	5.5	5.8	6.1	6.4	6.7	7.0	7.4	7.8	12.6	20.6	332
7.5%	5.0	5.4	5.8	6.2	6.7	7.2	7.7	8.3	8.9	9.6	19.8	40.7	517

第四に、事例の比較において、IPOにおける必要な資金調達額が、株価に関わらずいずれも同額20億円としたとき、【事例1】では発行済み株式の20%の公募*（3）が必要であるのに対して、【事例2】では10%で済みます。従って、この資本コストの差（30年間で185億円の当期利益の差）は、公開前の株主が自分の持ち株を10%余計に売らずに済むことへの対価、と考えることができます。

第五に、IPOにおける株式の売出しがたとえその一部（例えば10%）であったとしても、この資本コストの額は企業全体が負担します。つまり、僅か10%の株式による資金調達であったとしても、会社全体の期待利益を生まなければ、株価が下落するということを意味します。

第六に、エクイティ資本コストは企業の当期利益、すなわち税引後利益が基準になっています。したがって、借入れなど費用計上が可能な資本コストと比較した経済負担は、法人実効税率を40%とすると実質的に1.7倍近くになります。すなわち、10%のエクイティ資本コストは、借入金利の17%に相当すると考えることができます。

第七に、IPOにおける当期利益成長率の予想と株価（時価総額）の決定は、長期にわたって企業経営に著しい影響を与える重要な決断事項ですが、IPOにおいてその経済的な意味がはっきり認識されていることはそれ程多くないのではないのでしょうか。「株価は市場が決めるもの」と説明されることが多いのですが、その前提になっている当期利益の成長率は経営者が市場に向けて発信したものが前提になっています。当期利益成長率と株式時価総額が企業の本来価値*（4）から乖離（特に過大評価による乖離）することで、企業、株主、従業員に与える悪影響は多大なものと思われまます。これに対処するためには、まず経営者自らが自社の本来価値の明確なイメージをもち、そのイメージにできるだけ近づくようにIPOのプロセスと市場を導くことが有効だと思えます。

3. 「レバレッジ」

レバレッジとは一般に借入のことを示します*(5)。企業金融における借入はエクイティ資本の収益率に直接影響を与えるため、借入方針とその内容は企業の本来価値、すなわち株主の利害に大きな影響を与える重要な要素です。反面、未公開会社はもちろんのこと、公開会社であっても、借入に対する経営者の方針、その理由、目的、具体的な内容の詳細が明らかにされることは滅多にありません。借入に対する経営方針とその詳細が明らかにされない理由は、一般に、①それが義務付けられていないから、②開示することが企業の利害を損なう可能性があるから、③そもそも借入に関する(企業金融的な)経営方針が明確でないため、が考えられますが、恐らく③の理由は意外なほど多くの企業に当てはまるのではないのでしょうか。①②の理由が仮に有効だとしても、経営者が③に対する明確な回答を持たない理由にはなりません。本稿は、経営者が③に対する回答を自ら導く手助けとする趣旨で構成しています。

《借入と企業価値の関係》 経営者が借入を起す理由は意外と曖昧です。一般的な理由は、①資本に対する当期利益の額(ROEおよび益利回り)を上げるため、②事業の規模や売上を拡大するため、③保有資産を増やすため、だと考えられますが、その前提は、①' ROEの高い企業は良い企業、②' 事業規模(売上や従業員数)の大きい企業は良い企業、③' 保有資産の大きい会社は良い企業、という考え方に基づいていると思います。実際、この根拠に基づいて実行される借入と、その原理を活用した企業買収、資産買収は市場に溢れています。このような手法で事業を拡大することで1株あたりの利益が上昇するため、少なくとも短期的には株価(株式時価総額)が上昇し、更に企業買収を繰り返すことで、「事業の急拡大・急成長」を遂げている企業は少なくありません。しかしながら、少なくとも理屈の上では、したがって、恐らく長期的な意味において、1株当たり利益の上昇は、必ずしも企業の本来価値の上昇を意味しません。①'~③'の要素だけでは、企業の本来価値(すなわち、長期的には株式時価総額)を高めることと直接の関係はないのです*(6)。

これに対して、これも少なくとも理屈の上ですが、④資産の取得タイミングを逃さないため(非常に割安な買収案件が目前にある場合、内部留保の増加を待っているのは機会を逃すような場合)、⑤資本の額を超える大きな投資が事業的に効率を高めるため(100億円の工場よりも200億円の工場のほうが高い操業率が見込めるなど、事業効率が低い場合)、⑥固定費あたりの収益が上がるような投資を行うため(不動産投資など少人数で管理ができるプロジェクトで、従業員を増員せずに対応できるような場合)、などに借入が利用される場合、実際に企業価値を高める可能性があります。

経営者の、エゴを満たすための拡大意欲と、企業の本来価値を高める事業意欲は似て非なるもので、借入が①~③の目的で利用されるか、④~⑥の目的で利用されるかは、おおよその差に相当するのではないのでしょうか。特に、経営者が借入を行い、①~③の目的を達成することは比較的容易であるため、この違いが経営者や取締役会などの経営機能で明確に意識されていない場合、前者の目的で借入が利用されがちになると思います。

《レバレッジの水準》 一般に、企業のレバレッジ率を上げれば、容易に自己資本利益率が高まります。ひょっとしたら99%の確率で収益率が高まるかもしれません。しかし将来、企業内の不測の出来事や事業環境の衝撃的な要因、あるいはその双方が重なることによって債務不履行を招く可能性がある場合、それが如何に低くても借入を正当化することは難しいのではないかと思います。なぜなら、当然のことですが、債務不履行によって被る損害は、将来の利益によって相殺されることはないのです。企業金融の第一の目的は破綻しないことであり、利益の最大化ではありません。

ソロモン・ブラザーズの「伝説のトレーダー」ジョン・メリーウェザーが設立、1994年に運用を開始し、1998年の国際的な債権暴落によって実質的に破綻した、アメリカのヘッジファンド、LTCM(Long-Term Capital Management)は、ノーベル経済学者を二人取締役に迎え「ドリーム・チーム」と呼ばれた運用

チームが、毎年平均40%を超える利益を生み出していました。ピーク時には約15兆円の運用資産に対して13兆円の借入れを行っていました(90%弱の借入比率です)。メリーウェザーの華やかな人脈、顧客、ドリーム・チームの看板、巨額の運用資金、膨大な借入額、「卓越した」利益率、などによって、一時期は尊敬と信用と注目を浴びていたのですが、「レバレッジをかける程利益が上がる」、「企業は破綻してはいけない」というシンプルな原理が忘れ去られていました。人は40%という収益率に驚きませんが、運用資産の90%を借入で賄えば、その結果はむしろ当然のことで、LTCMの実体は、「運用能力」ではなく、「借入能力」にあったのではないかと思えます。

4. 「資本配分」

資本配分に関する経営者の役割は、その内容や重要性があまり理解されていない傾向があると思います。一般的な企業のトップは営業、技術、総務管理、社内政治などの分野で力を発揮することでリーダーとなりますので、資本配分をあまり経験せずに経営者になります。創業経営者であっても、株式公開に伴って、かつて経験したことのない、容易に習熟できない、重大な任務である資本配分の決定に責任を負うこととなります。例えば、純資産の10%相当の利益を毎年上げ続ける企業の経営者が、10年間その任務を遂行すれば、その企業グループの全体稼働資本の60%以上の配分について責任を持つということを意味します。

自分に資本配分能力や経験が不足していると自覚している経営者は(このような経営者は比較的稀ですが)、社員や、財務担当役員や、税理士や、監査法人や、証券会社に頼ることで、埋め合わせをしようとするのですが、一般的には人の助けを借りる行為自体がこの問題を更に悪化させてしまうケースが多いように思われます。基本的にはこの問題を解決できるものは経営者以外にないのです。

- * (2) **投資家の期待総合利回り**はいくらか、という問いに明確な回答はありません。ミスター・マーケットの気分次第という表現がある意味適当かもしれませんが。理論的には大きな暴落直後など、ボラティリティが高い市場環境においては高く、収益変動の大きい企業(例えば証券会社など)や事業リスクが大きい企業(例えば設立間もないベンチャーなど)に対しては高く、という傾向があると思います。株式のリスクプレミアムはリスクフリー・レート(理論的には長期の国債利回り)+5~6%という調査もありますが、これも目安に過ぎません。個人的な印象では、日本の株式の期待総合利回りは8%~15%というイメージを持っています。
- * (3) ここでは新規公開=公募増資という前提で議論しています。新規公開と同時に株式の売出しが行われるケースも一般的で、これらは企業金融的な観点において区別されるべきです。公募増資(時価発行増資)に関する議論の詳細は「VII. 株価、時価発行増資、配当政策、IR」の項を参照下さい。**株式の売出し**は、経済的には単に既存株主が自分の株を時価で売却することですので、企業にとって資金調達行為である時価発行増資とは根本的に異なるものです。例えば、株式の売出しは企業にとっての資金調達ではありませんので、資本コスト、資金使途、株主の希釈化などの諸問題には影響を与えません。一方、株式の売出しは企業の大株主、特にオーナー経営者が売主であるケースが一般的であり、①オーナー経営者が株式を売却する際の経営者とステイクホルダーの利害の対立の観点、②大株主の構成が変化するため企業統治の観点、において議論が可能です。このため、①については、株式の売出しがオーナー経営者によるものか、経営に関わらない大株主によるものかによってコンフリクトの度合いが異なると考えられます。①についての詳細は「IV. 経営者とステイクホルダーの利害の対立」および「VII. 株価、時価発行増資、配当政策、IR」の項、②についての詳細は「III. 企業統治」の項を参照下さい。
- * (4) **企業の本来価値**は企業価値の概念のひとつで、本稿においては最も重要かつ企業金融的に合理性を持つ企業価値の尺度と捉えています。概念自体は非常にシンプルで、「企業が存続期間中に生み出す全てのキャッシュフローを割り引いた現在価値」と表現できるのですが、細部における考え方などは必ずしも一般的ではないため本稿において特別に定義されています。詳細については「VI. 企業価値」の項を参照下さい。
- * (5) **レバレッジ**の概念は本来非常に広範囲で多岐にわたり奥深いもので、これだけでも独立したテーマになりそうですが、本稿では金融的なレバレッジ、特に借入という概念に絞っています。なお、金融的なレバレッジは借入だけに限りません。例えば、預り保証金などは最もコストの低い借り入れと考えることができます。
- * (6) 企業における**適正な借入水準**(自己資本比率)はどのくらいか、というテーマは企業金融理論において非常に多く議論されています。その中でもノーベル経済学賞を受賞したモディリアーニとミラーが提唱したMM理論が最も代表的なもので、基本的な考え方は、「企業の借入とそれによる純資産利益率の増加は企業価値に直接の影響を与えない」、というものです。企業が借入を起すことで株主資本利益率が高まる反面、株主にとっては収益の変動率、借入金利、債務不履行リスクなどが高まることによって、その分エクイティ資本コスト(市場が要求する投資総合利回り)が上昇し、企業価値(長期的には株式時価総額)の評価において、利益率の上昇分を相殺する、という考えです。MM理論は完全資本市場モデルに基づいているため、現実の企業環境での説明力には限界がありますが、理論の明快さにより資本構成論の概要理論としては有効だと思われます。

III. 企業統治

会社四季報に目を通すだけでも明らかですが、上場企業でオーナー経営者（一族）が発行済み株式の50%超を保有する企業は圧倒的に少数派です。株式公開を決断した時点で、遅かれ早かれ企業は実質的に第三者の手に渡る、あるいはオーナー経営者が第三者から（共同）経営を委託される立場になることはほぼ必然であり、企業を集团的に統治するしくみと、その方針に対する経営者なりの回答を用意する必要がどこかの時点で生じることになります。そのときに、自分を含め、どのような資質を持った人物が経営を担当することが適当で、どのようなときに辞任すべきか、そして経営者がどのような仕組み（ガバナンス）において経営を担当することが適当か、についての方針は、企業の長期的な発展に影響を与えることになるでしょう。

現実にはそれぞれの企業と縁のある経営者（候補）は限られていますので、どんなに理想や方針を語っても現実の選択肢を駆使して対応することになるでしょう。しかしながら、理想的な企業統治と経営者の資質をあらかじめ明らかにしながら現実に対処するのと、あくまで現実の中で「やりくり」することで対処するのは、似て非なるアプローチではないかと思えます。このアプローチの違いによって、企業のあり方が将来根本的に異なる結果を生み出すということはないでしょうか。

本稿では経営者の資質、評価などについて、企業金融と企業統治の観点から議論をしています。当然ながら、経営者として必要な資質はそれだけではありませんし、それぞれの企業ごと、市場環境ごとに相当異なる可能性があります。その点についてはここでは触れていません。

1. 「企業統治の目的」

多くの企業が「より良い」企業統治（コーポレート・ガバナンス）を目指して試行錯誤していますが、この試みに「成功」している企業はそれほど多くない印象です。企業統治が必ずしもうまく機能しない理由のひとつは、その目的が明確でなかったり、あるいは非効率だったりするからではないでしょうか。一般的な企業統治の議論では、「企業は誰のものか」、「企業をコントロールするものは誰か」、「どのようにコントロールすべきか」、「遵法性を確実にするためのしくみはどのようなものか」といった、エゴを発揮する権利や責任の議論に矮小化されてしまっているように思えます。しかも、本来企業の本質的なあり方についての議論であるはずが、会社法、商法といった、法律上のしくみの議論にさらに矮小化されているところが、現在の企業統治の議論を非常に非効率にしている点だと思えます。

企業統治の目的は、「企業のステイクホルダー*（7）の経済的な価値のやり取りの実体を明らかにし、経済的価値をステイクホルダー間で公正に配分するしくみを構築し、誠実に運用する努力を行うことで、企業とステイクホルダーの成長に最大限寄与すること」、と考えるのはどうでしょう。このように企業統治の目的を明らかにすることで、その目的に適した経営者の資質はどのようなものか、その経営者の能力を生かす仕組みはどのようなものか、目的の遂行を正しく確認するための取締役会はどのようなものか、など、具体的な対処が可能になると思えます。

2. 「経営者の資質」

上記の「企業統治の目的」を前提とすると、企業金融の観点における企業経営者は「ステイクホルダーの誠実な調整官」と捉えることが合理的だと思います。最良の経営者は、ビジネス上の意思決定において、各ステイクホルダーの経済的立場を明らかにし、またステイクホルダーの公正なバランスを常に

心がける経営者だという考え方です。ステイクホルダーの調整官としての認識を持ち、誠実に業務を行う経営者に求められる資質はどのようなものでしょうか。

《正直さ》経営者がステイクホルダーへのコミュニケーションにおいて正直かつ率直であることは、非常に重要だと思います。企業統治の目的の第一ステップは、「企業のステイクホルダーの経済的な価値のやり取りの実体を明らかにすること」です。経営者が行う企業金融的な決断と行動の全ては、ステイクホルダー間の経済的価値の移転を伴い、これは公開企業が有する金融機能そのものでもあります。経営者の決断と行動の一つ一つが、どのような意図を持ち、経済的にどのような結果を伴うのかを、ステイクホルダーに広く明らかにし率直に対話する姿勢は、健全な企業統治の基本となるでしょう。

不公正な経済行為がなされる場合、隠し事や、言わない嘘や、不明瞭な対話が必ず存在するものです。不公正な経済行為を自ら明らかにする者はいないからです。逆に考えると、不明瞭なコミュニケーションや不十分な情報開示の裏では、かなりの確率で不公正な経済価値の移転がなされている可能性が高いのです。経営者の役割が、多くのステイクホルダーの利害の公正かつ誠実な調整官である以上、正直で明らかな情報の開示と率直なコミュニケーションは、よい経営者として欠かすことのできない資質と言えるでしょう。

経営者が正直であることの利点は、少なくともあと二つあります。第一に、経営者の資質が、同等の性質のステイクホルダーをひきつけることです。このような経営者の姿勢によって、経営者と従業員の関係、株主との関係(株主総会など)も正直で率直なもの、したがって非常に公正なものになるでしょう。ステイクホルダーの公正な関係は、企業の本来価値を高めるための非常に大きな要素ではないでしょうか*(8)。第二に、経営者として正直な態度を取れば、最終的に必ず自分の利益として返ってくるものです。他人を公然と欺く経営者は、結局は自分自身を欺くことになるという事例は世の中に溢れています。

《企業金融に対する理解》「企業のステイクホルダーの経済的な価値のやり取りの実体を明らかにする」という目的を達成するために、経営者の企業金融に対する深い理解が欠かせません。公開会社は金融機能を有するため、その経営行動と事業行動の全ては、ステイクホルダー間で経済的な価値の移転を伴います。その経済的な実体やメカニズムを理解することは、ステイクホルダーの公正な調整官として求められる基本的な能力です。とはいえ、この点は効果的なサポートによって誰でも学習可能なことであり、本稿の目的でもあります。

3. 「経営者の評価」

経営者の評価は全従業員の中で最も重要な評価であるにも拘らず、一般的には殆どなされていないか、なされていたとしても非常に曖昧な基準と運用が存在するに過ぎません。一般には、①評価基準の設定が困難であること、②経営者を評価すべき上司が存在しないこと、などの理由から経営者の評価は困難だ(したがって曖昧でもやむを得ない)とされているように思いますが、最大の理由は経営者自身がそれを望まないからでしょう。政治でも企業経営でも、あるいは組織が存在するところではどこでも同様の傾向があるように思いますが、トップの評価が曖昧であるということはトップの存続に最も寄与する要因だからです。

《「企業統治の目的」を基にした経営者の評価》これに対して、前述の「企業統治の目的」が効果的に達成されているかどうかを評価の基準とするのはどうでしょう。このアプローチでは経営者の評価は:

第一に、経営者が企業金融に対してどれだけ理解しているか、またその理解をどれだけ深めたか、

第二に、経営者の決断と行動の一つ一つがどのような意図を持ち、経済的にどのような意味を持つのか(移転を伴ったか)を広く明らかにし、ステイクホルダーと率直に対話したか、

第三に、経済的価値をステイクホルダーに公正に配分するしくみをどのように構築し、どのように運用したか、

第四に、企業とステイクホルダーの長期的かつ戦略的な成長にどのように寄与したか、

第五に、業績評価、

を基準になされることとなります。第一から第三のポイントについて、オープンに議論しながら経営者を評価することは比較的容易なのではないかと思えます。反面、恐らくこの中で最も難しいと思われるのは、第四のポイントだと思えます。この評価に当たっては(潜在的な)長期的業績への寄与、財務的な結果を伴わない寄与度、を加味する必要があるからです。この問いは単なる企業業績を離れ、企業価値とは何か、という根源的な問いでもあります。

《増資・減資を評価に組み入れる》 前述の第四、第五のポイントに該当する点ですが、大きな増資が行われれば、そのエクイティ資本増加分を経営者の評価にあたってマイナスとするべきですし、減資(自社株式の償却など)にあたっては同様にプラスの要素とすることが好ましいと思えます。

増資によって高くなった収益目標をクリアすることができれば、経営者はそのクリアした成果について報酬を受け取るべきでしょう。それでも事業的に価値があると経営者が判断するときに増資が行われるというメカニズムが構成されることとなります。レバレッジの水準に変化がない前提で、純資産に対して10%の当期利益を生み出す企業が増資を行う場合、新たに調達した資金額に対して10%(より正確には、増資発表前の予想益利回り=来期PERの逆数)以上の当期利益を生み出すことができなければ、理論的に経営者は株主に損害を与えることとなります。現実には、増資によって運用すべき株主資本の額が大きくなるほど収益機会は減少することが少なくないため、これとは反対のことが頻繁にまかり通っていますが、このような基準を定めることである程度の対処が可能です。

《資本収益率とレバレッジを調整》 上記同様、資本効率に関連する点ですが、「平凡」な資本収益率による利益成長は必ずしも経営者の功績とはいえないため、経営者の評価に際してこの要素を調整することが好ましいと思えます。例えば、4倍の金額の定期預金をすれば当然利子も4倍になりますし、利率8%の複利預金は18年後には年間利子が4倍になるのですが、このような「利益成長」が経営者の功績だと考える人はいないと思えます。

しかしながら、このようなメカニズムは、経営者が配当を留保することで容易に達成されます。例えば、100万円の純資産を、ROE 5%の平凡な収益率で運用したケース(下の表を参照下さい)では、配当性向を当期利益の10%に抑えると、簿価純資産と当期利益の額は年率4%で「順調に成長」します。

	Year 1	Year 2	Year 3	Year 4	Year 5	
簿価純資産	1,000,000	1,045,000	1,092,025	1,141,166	1,192,519	
当期利益	5%	50,000	52,250	54,601	57,058	59,626
配当	10%	5,000	5,225	5,460	5,706	5,963
留保金		45,000	47,025	49,141	51,352	53,663

更に、ある企業が、例えば資本を2倍にしながら4倍の収益を達成した場合、財務指標上ROEや1株利益が上昇し、確かにその経営者が「株主資本の効率を高めた」といえるのですが、それが多額の借入によって実現されている場合は、必ずしも「企業の本来価値を高めた」とは言えません。経営上の経済的成果は、過度な借入金がなく会計上の粉飾的な操作もない会社で、自己資本に対する高い利益率が生まれているかどうかでわかります。1株あたり利益が継続的に増加しているか、あるいはその経年変化率が高いかどうかではありません。また、経営者の資本運用効率と企業の本来価値への寄与を検討する際に重要な点は、最も能力の高い資本運用者であり、企業の本来価値を効率よく高めること

ができる経営者は、逆説的ですが、お金に頼らず利益を上げることができる人である、ということです。

4. 「取締役会」

「経営者の上司は存在しない」と前述しましたが、理論的に、あるいは法務的には取締役会が本来これに該当します。現状、かなり企業統治が進んでいるといわれる企業でも、取締役会が経営者の評価を行うことはあまり現実的ではありません。一般に、経営者と取締役会の間には慣習的な「馴れ合い」の関係が存在するため、取締役会が経営者の上司としての役割を果たすことは事実上期待できません。この状態が良いか悪いかは別にして、企業統治の「先進国」アメリカでは、この状況を改善する目的で取締役にストックオプションを与え株主との「利害を一致」させる試みや、取締役会の会長と経営者を分離させる試み、監査や取締役の任命権・報酬決定などに関する委員会を設置する、などの試みがなされていますが、企業統治を改善したどころか、中には更に悪化させたものもあるようです。このような現状に対して、取締役会のあり方についてアイデアをまとめました。

《**経営者の選別**》傑出した取締役会は有益なものです。この実現に熱意を注ぐ経営者は少数派です。取締役会を機能させるための最良の方法は、そもそも論ではありますが、正直で能力の高い経営者を選別することでしょう。適切な人材はすべてのしゅみに勝るといふことだと思ふます。

《**取締役会の構成**》突き詰めて考えると、取締役の最終かつ最大の権限は辞任することです。このため、取締役会をできるだけ機能させるためには、取締役会の構成において取締役が辞任しやすい環境を整えることが有効と考えられます。具体的には、取締役会を可能な限り小規模なものにし、殆どを社外取締役に構成し、場合によっては役員報酬を小額に抑えることが有効かも知れません。こうした状況では、少なくとも理屈の上では、取締役が最強の武器である「辞職」を盾にし易くなるからです。

《**取締役の資質**》取締役に望まれる資質は、①事業に精通し、②企業金融と企業統治の目的を理解し、それに誠実な関心を持ち、③正直であり、④以上の遂行において自分の信念を通すために辞任を厭わない余裕のある人物、ではないでしょうか。多くの場合、有名人であるとか、毛色の違う人を加えるためといった理由によって取締役会のメンバーが選定されていますが、これは改善の余地があると思ふます。ひとたび任命したものを取り消すことは非常に困難であるため、取締役の選任を誤ることは深刻な問題です。

《**経営者の評価方法**》少なからず突飛なアイデアに聞こえるかもしれませんが、経営者の評価を、取締役会が当人不在の状況で定期的に集まって行うしゅみはどうでしょう。取締役は経営者の評価基準を設定し、毎事業年度ごとの成果を評価します。取締役の経営者に対する評価を、例えば「経営者評価意見書」にまとめ、年次報告書などに掲載することでステイクホルダーに公開すると同時に、経営者はその評価を受け入れるかどうかを自由に選択できる、というしゅみを導入することも有効であると思ふます。経営者がこの評価を受け入れ難いと思ふ場合は、それを拒否することができますが、経営者がなぜそれを受け入れなかったか、また自分自身の評価をどう考えているかについても公開されるというしゅみです。

- * (7) **ステイクホルダー**は、企業に関わる利害関係者、すなわち経営者、株主、従業員、取引先、顧客などが該当します。本稿のような「経営者はステイクホルダーの誠実な調整官」という考え方は、現在の企業社会で一般的なものではありません。現代の経営者、特にアメリカの経営者の大半は、「株主の利益のため」「株主価値を最大化するため」に経営を行っていると言っており、株主価値の最大化が経営者の仕事であり成果のものさしである、と考えられています。しかしながら、大抵の経営者にとって「株主価値の最大化」は、せいぜい半年から任期間中に株価を上げること、という意味に成り下がってしまっており、理想的に機能しているとは程遠い状態です。

これに対して、「ステイクホルダーにバランスのよい利益をもたらすことが経営者の役割である」という考え方は、決して前例のないものではありません。1950年代、当時恐らく最も名高い経営者の一人であったゼネラル・エレクトリック社のCEO、ラルフ・コーディナーは、企業を「株主、顧客、従業員、供給業者、地域社会にとって、最もバランスの取れた利益をもたらすように」経営する責任があるという価値観で経営を行い成功しました。しかしながら、コーディナーの経営では、「バランス」が「最も取れた」状態とはどういうことか、また、成果の定義についても曖昧であったため、汎用的な手法として広がりを見せず、現代に至っています。

本稿は、企業金融のメカニズムを明らかにする方法を通じて経営者の役割を定義し、ステイクホルダーの良い「バランス」とは具体的に何を示すかを定義するものです。また、本稿の趣旨ではありませんが、本稿企業金融理論の前提となっている「トリニティ経営理論」の基本的な考え方は、「ステイクホルダーのバランスを取り、その利害を最大化する行為が結果として株主の利益を最大化する」というものです。良い「バランス」を明らかにし、そのバランスが結果として株主の利益を最大化するという考え方は、「バランス」、「株主利益」をそれぞれ優先する、一見タイプの異なる経営手法を発展的に統合したものでもあります。反対に、この考え方に基づいて、経営者が、ステイクホルダーのバランスをとる努力を行いながら株主利益の最大化が達成されない場合は、そのバランスのとりのどこかに問題が生じている、というチェック機能を果たすことになります。

- * (8) 株主、経営者、従業員、顧客(ステイクホルダー)の健全な関係を保ち、利害の公正なバランスをとることで企業価値が非常に高まる、という考え方の詳細については、別途「トリニティ経営理論」を参照下さい。

IV. 経営者とステイクホルダーの利害の対立

経営者は全てのステイクホルダーの中で利害を最もコントロールし易い立場にいます。それが合法的だという根拠に基づいて、悪意なく(あるいは悪意を持って)利害の対立を自分の利益に導く経営者は多数というほどの数に上がると思います。それでも、経営者がはっきりした意識を持ってこのような経済的価値の「合法的な」移転を行っているのであれば、それは各人の価値観と生き方の問題ですので、それが社会というもの、という解釈も成り立ちます。しかしながら、少なからず多くの経営者は自分の決断と行動が、どのような経済的価値の移転を、どのステイクホルダーからどのステイクホルダーへ移転しているか、したがって自分の決断と行動が経済的に公正であるかどうかの自覚がないまま重大な決断を大量に行っているように思えます。このような経営者は「知る」ことで多くの問題を解決することができる方々であり、本稿はそのような方々へのサポートという趣旨で構成されています。

1. 「IPO」

IPO時のオーナー経営者の三つの決断、①利益予想、②株式時価総額(発行株価)、③増資の額と比率は、オーナー経営者と特に従業員の関係において極めて重大な意味合いを持ちます。一般に、資本家(オーナー経営者)と従業員の間において、最大の利害対立が生じるのは、企業の売却(特に高値での売却)のときです。この点は、企業経営の恐らく最大級のコンフリクトでありながら、(特に従業員は)殆ど認識されていません。IPOおよび公募増資は、経済的に企業の一部を高値で、しかも企業の本来価値に対して甚だしい高値で売却することが可能であり、この原理は全く同様に適用します。

II. 資本コスト 2. 「時価発行増資の資本コストはいくらか？」で挙げた事例を再掲します：

【事例1】 5億円の当期利益(益利回り5%)、当期利益の成長率が毎年5%の成長企業が、100億円の株式時価総額を基準に時価発行増資を行うと仮定すると、当期基準のPER 20倍(100億円÷5億円)で評価され、投資家が期待する総合利回り=資本コスト10%というおおよその関係が成り立ちます。当期利益成長率5%のこの企業の翌年の当期利益は5.25億円であるため、翌期基準のPERは19倍(100÷5.25)ということになります(株価は将来の収益に予測に基づくため、一般に、PERは翌期当期利益と現在の株式時価総額を基準に算出されます)。

【事例2】 同じ会社がIPOのときに、人気銘柄として加熱し、公募価格が跳ね上がり、200億円の時価総額を基準に時価発行増資を行ったとします。当期利益5億円、投資家の期待総合利回りが10%で変わらないとすると、この加熱した市場では、上記と同じ企業に対して、10%(総合利回り)-2.5%(益利回り)=7.5%の当期利益の成長が期待されていることとなります。従って翌期の当期利益は5.375億円が求められることとなります(当期基準PER 40倍、翌期基準PER 37倍)。

当期利益 成長率	Yr 1	Yr 2	Yr 3	Yr 4	Yr 5	Yr 6	Yr 7	Yr 8	Yr 9	Yr 10	Yr 20	Yr 30	合計
5%	5.0	5.3	5.5	5.8	6.1	6.4	6.7	7.0	7.4	7.8	12.6	20.6	332
7.5%	5.0	5.4	5.8	6.2	6.7	7.2	7.7	8.3	8.9	9.6	19.8	40.7	517

上記【事例2】において、オーナー経営者は将来の当期利益の成長率を2.5%上昇させ、30年間で185億円(517億円-332億円)の追加利益を市場に約束することで、IPO時の時価総額を200億円と倍増することができ、その結果想定していた20億円の必要資金調達額を達成するために、自分の保有株を当初予想の半分だけ(発行済み株式の10%)の売却で賄うことができるのです。【事例2】において、従業

員が受けるメリットは【事例1】と比較して増加するわけではない反面、従業員が稼げなければならぬ当期利益は30年間で185億円増加することになります。すなわち、オーナー経営者の意図はどうかあれ、経済的な行為として、オーナー経営者の自社株10%の対価として、従業員は30年間で185億円の追加利益を生み出すことを強いられることになります。

【事例3】 前述の【事例1】と同様の条件で、株式の40%を増資し、40億円の資金調達を行ったケースです。100億円の株式時価総額、5億円の当期利益、益利回り5%、当期利益の成長率5%、当期基準のPER 20倍、翌期基準のPERは19倍、投資家の期待総合利回り＝資本コスト10%、は【事例1】と同様です。これに対してIPO後の純資産(現金)は40億円になり、上記の当期利益及びその成長を生み出すために利用できる現金が、40億円に倍増することになります*(9)。

同じ当期利益を生み出すならば、そのために利用できる資本が増加した方が遥かに容易であることは明らかで、これによって、従業員への将来にわたる負荷が著しく軽減されるということになります。IPOで高い株価がつくほど企業が高く評価されたとして、オーナー経営者、従業員ともに喜ぶ図式がイメージとしてありますが、企業の本来価値以上に過大評価された時価発行増資は、従業員の長期にわたる負担のもとにオーナー経営者を著しく利する経済行為であることは殆ど認識されていないと思います。過大評価された株価かつ少数比率の公募増資でIPOがなされると、その後企業が相当の利益成長を遂げても、株価は長期にわたって下落し続けるという現象がおこり、IPO市場ではこのような事例には事欠きません。

2. 「ストックオプション」

《ストックオプションの課題》 スtockオプションは、経営者の利害を株主に一致させる、経営者が株主のように考え行動することを促す、という考え方で正当化されることが一般的です。しかし現実には、ストックオプションがこの目的を達成するにはいくつかの大きな欠点があります。ストックオプションが株主と経営者の利害を一致させるという「効果」は過大評価されているばかりか、実際は利害の不一致を拡大し、かつその事実を隠す効果があります。ストックオプションの主な欠点は以下の通りです。

第一に、経営者と株主の利益の連動は、上方のみならず下方においても禍福を共にするしくみであるべきですが、オプションの所有者に下方リスクなどありません。

第二に、ストックオプションの所有者は価格の下方リスクを持たないだけでなく、資本コストを負うこともありません(行使を行うときまで、多額の現金の拠出は不要です)。オプション行使によって得る経営者の利益の額以上に株主の経済価値が切捨てられている事実は、あまり認識されていないようです。

第三に、株式のパフォーマンスは、企業業績とは必ずしも(どころか時には全く)連動せず、行使のタイミングと言う、経営とは全く関係のない要素次第で経営者の手取り金額が大きく異なることになります。

第四に、ストックオプションによって経営者が持ち株を増やしていくことはあまり現実的ではありません。ストックオプションを行使する時点で行使価格の払い込みが必要ですが、通常経営者は行使価格に相当する多額の現金を持っていません。このため、ストックオプションの行使はほぼ必ず株式の売却がセットとなり、経営者の持ち株を増やすどころか売却を促すことになります。ストックオプションは経営者株主を増やすこととは殆ど関係なく、カジノのチップを経営者に付与する意味合いがあるだけです。

第五に、株価と企業の本来価値は全く異なる概念であるという考え方を前提とすると、経営者が株価に意識をかけすぎるとは、企業の本来価値の健全な成長を妨げる可能性があります。

第六に、ストックオプションは企業会計上の費用とされないため、企業利益が過大評価され財務状態の適切な把握を妨げる可能性があります。もしストックオプションが役員報酬でないとしたら、それは一

体なんなのでしょうか。もし役員報酬が費用でないなら一体なんなのでしょうか。もし費用が企業利益の算出上無視してよいならば、どこでそれを計上したらよいのでしょうか。現時点での企業会計はこのような問いに対する合理的な回答を持ちません。

第七に、ストックオプションの価値を高めるために、経営的な成果をあげることは全く関係のない容易な選択肢が存在する点です。例えば、企業の利益を留保して再投資にまわすだけで、経営者は実際の資本収益を向上させることなく、簡単に年間収益を増加することができます(III. 企業統治 3. 「経営者の評価」の項を参照下さい。)

《**ストックオプションの利用方法についてのアイデア**》以上の議論は、ストックオプションを批判しているわけではありません。公正な目的で利用しようとする際、そのしくみと特徴を正確に理解する必要があり、その理解に基づいて注意深く設計を行うことが事業効率を高めるためです。

適切な設計と運用を行うための必要条件は、ストックオプションの目的を明確にすることでしょう。ストックオプションを報酬として利用するのではなく、経営者がパートナーシップのパートナーとして持分を保有することを促すために利用するとするのはどうでしょう。この考え方では、経営者がパートナーシップの経営者であるかのような行動を促すこととなります。すなわち、経営者の任期間中は株を売却して現金を受け取ることは原則行わず、その期間に増加した企業の本来価値(の持分比率)に対して利益参加権を付与するというものです。

この目的を達成するための、メカニズムの一案を紹介します。**第一に**、経営者がストックオプションを行使する目的は株式の売却や現金化ではなく、株式の取得であるということを明らかにします。従来のストックオプションのしくみでは、行使されるほど企業の株が売られるという本末転倒の現象が必然的に生じていました。

第二に、行使価格は経営を担当した時点における企業の本来価値に基づく純資産額(可能であれば増資・減資、配当留保、過剰なレバレッジなどについて調整します)であること。これによって経営者として生み出した付加価値に対する公正な対価を受け取ることができます。

第三に、経営者の実績に対応した現金報酬を十分に渡し、ストックオプションの行使に際しては、経営者が個人の税引き後の収入で得た現金を行使価格にて払い込み株式を取得します。この点は最も異論のあるところかもしれません。経営者の役員報酬は一定額を超えると損金参加ができないため、企業としてはコストの高い費用になりがちであり、その役員報酬から更に(恐らく高い税率で)経営者が所得税を納めた後の税引き後現金を行使価格の払い込みに当てる方法は、極めて効率の悪い所得移転の方法であるからです。しかしながら、①ストックオプションの目的は経営者の株式保有であること。そしてストックオプションの行使に際して株の売却が生じないこと、②経営者はもともと現金などの資産を持たないという前提、③経営者が本来享受すべき対価は、経営を担当した期間に対応する企業の本来価値(≒純資産)の増加分である、と言う要件を満たそうとする場合、経営者自身が稼いだ税引き後の現金を利用して行使価格(経営開始時の純資産額が基準)を払い込み、株式を取得することに優る方法は恐らく存在しません。確かに税務効率は著しく悪いのですが、逆に考えればこの方法において非効率なのは費用だけであり、良い経営者と公正な関係を保つための適正な費用と考えるべきではないかと思えます。

第四に、経営者の現金報酬額、おおよその税引き後手取り額、ストックオプションの行使に伴う払い込み額、取得株数を開示します。ここにご紹介している方法では税引き前の役員報酬の額が比較的多額になるため、その報酬の税引き後現金を持って、経営者がどれだけの株式を買い付けたかを明らかにする趣旨です。確かに経営者は多額の現金報酬を手にするのですが、その(恐らく)大半をもって、ストックオプションに係る少なくとも一部の資本コストを負担する行為は非常に公正なものではないでしょうか。経営者は確かに多額の役員報酬を受け取るのですが、所得税・住民税の支払と株式買い付け費

用を差し引くと適正な生活費+ α のみが残ることになり、それ程現金を手にしません。これに対して、多額の税引き後現金を手にしながらか株式が買い付けられていない場合は、衆目によって厳しく監視されることとなります。

3. 「会計利益」

企業の本来価値と、企業会計によって表現される「企業価値」は、多くの場合異なることが一般的です。このため経営者の大半は、「企業会計的な利益が計上されるが、企業の本来価値を高めることは無関係もしくは本来価値を減価する」経営判断を日常的に行っています。

《期間利益》企業の本来価値と無関係な会計利益を目的とした事例は「決算セール」がその典型でしょう。期末の利益を計上するために価格を割り引き、販売促進費を投下し、従業員に負荷をかけて売上を「作る」行為は、企業の本来価値を下げる行為に他ならないのですが、このような「決算のための仕事」は企業社会であまりに一般化しているため、その反対のコメントをする方が浮世離れた意見のように感じられるくらいです。

《投資・買収案件の選択》買収コストが殆ど同じ案件があったとします。一般会計基準で1株当たり100円の収益を上げる企業と、財務諸表に記載できない500円の収益を上げる企業とでは、経営者はどちらの買収案件を選択するでしょうか。当然のことですが、前者よりも後者の買収案件の方が企業の本来価値を高めるのですが、そのように選択する経営者は少数といって良いと思います。

【事例4】例えば、1株あたりの純資産が2,000円、資産の全てが有形固定資産の企業があったとします。この企業は非常に優良なビジネスを運営しており、1株あたり500円、簿価純資産に対して25%の当期利益を上げています。この会社はPER 20倍の評価として、1株当たり10,000円以上でも取引されるでしょう。会社全体が売りに出た場合は、15,000円くらいの値段になるかもしれません。投資家がこの企業の株を1株当たり10,000円で買ったとすると、一般会計原則で計上すべき「のれん」は8,000円（買収代金10,000円-簿価純資産2,000円）になります。現在の日本の一般会計原則では、のれんを20年の定額法で償却することが求められていますので*（10）、この会社を買収した後の投資家の連結決算は、会計上毎年400円（8,000円÷20年）ののれん償却費用を計上する必要があります。このため、10,000円の取得額に対して5%（500円）の収益力のある買収案件を行いながら、会計上は当期利益100円（500円-400円）の寄与度、すなわち投資利回り1%の案件にしか見えません。

《会計「操作」》会計手法などを利用して合法的（あるいは非合法）に企業の各種財務指標などを好ましい水準に「合わせる」ことは、一般的であるだけでなく、「賢い財務戦略」と呼ばれたりしています。企業の本来価値に必ずしも寄与しない方法で1株あたり利益を増加させる経営者などに対しては、これを問題視することの方が非常識と考えられるのではないのでしょうか。当然ながら、これら大半の財務諸表は大手の監査法人による適正意見の監査報告を得ています。詳細については、「V. 企業会計」の項を参照下さい。

4. 「経営者の拡大・コントロール志向と企業買収」

企業の本来価値を高める行為と、経営者個人が「会社の規模を拡大したい、自分の影響力の範囲を拡大したい」と考える行為が、多くの場合無意識にあるいは意図的に混同され、後者の行為は「従業員を幸福にし、企業の発展に寄与する」と説明されています。その典型的な事例である企業買収について、経営者の拡大・コントロール志向が生み出すコンフリクトについてコメントしています。

《支配権に対する過剰なプレミアム》企業の支配権を買う「企業買収」と、株式の一部を買う行為は、長期的な成長が見込める企業(の一部)を買い付けるという点においては、本質的に同じ行為です。現実には、経営権が付与された瞬間株価に多大なプレミアムが加わることが一般的で、このプレミアムの支払はしばしば「シナジー効果」という言葉で正当化されます。しかしながら、比率は違えども同じ会社の一部を購入する際に余計なプレミアムが支払われる根拠が経済的な概念で説明されることは少ないと思います。理論的には、被買収企業の経営者よりも買収企業の経営者が生み出す企業の本来価値が高く、かつその付加価値が買収時に支払った超過プレミアムを上回ってはじめて経済合理性を持つのですが、現実にはこのケースは稀で、却って買収を行う企業の株主に損害を与えるケースが少なくありません。①経営権のために多額のプレミアムが支払われること、②企業の売り手は買い手よりもその企業について遥かに良く知っていること、③売主は売り時を選ぶことができること、から考えるとむしろ当然の現象かもしれません。

すばらしい企業の株式を、1株当たり150万円で100%購入するよりも、一株あたり100万円(時価)で10%購入する方が、投資家の企業の本来価値の増加に寄与する可能性が高いと思われます。実のところいつでも誰でもどこでも、企業の10%程度ならば時価で購入することができるのですが、たいいていの経営者はまさにその反対のやり方を好むようです。高いプレミアムを払って行われる買収は、基本的に三つの動機によるものと思われます。①活発な買収・事業活動が経営者の能力を示しているという「常識」、②事業規模(売上)が経営者の能力を示しているという「常識」、③自分が人よりも特別な変化を生むことができるという期待感、④1株あたり利益を増加するため。④については、このモデルが成り立つためには、継続的な買収の実行と、事業的な付加価値が存在する、という印象を市場に与え続ける必要があるため、10%の株式の購入では不都合です。

その中でも、企業買収で利益を上げているケースは、「買収 → コストカット → 利益のV字回復 → 転売/高PERで上場」のパターンによる「転売事業モデル」があります。このケースでは経営権に対して支払うプレミアムは「転売するための権利」ともいえます。この事業モデルの可否やこの事業モデルに付随するさまざまなコンフリクトは別にして、経営権に対するプレミアムの支払が(少なくとも短期的に)経済的合理性を持つひとつの事例であるとは言えると思います。

《ディールが楽しい》「ディール(企業買収)の快樂は労働に勝ります。刺激的で面白い。対して、企業の経営は莫大な量の細かい仕事の積み重ねです。…これこそが無意味なディールが繰り返されている理由です。」(ピーター・ドラッカー)

5. 「株主の意向を聞くこと」

株主の意向、例えば配当の増額、株式分割、大規模プロジェクトの着手と発表、大規模買収、「株価対策」など、に素直に従うことが企業の本来価値を高めるとは限りませんし、場合によっては企業価値を大きく毀損する可能性があります。しかしながら、株主の意向を実現することが株主の利害に反する場合でも、多くの経営者は「株主の意向」を尊重することが一般的ではないでしょうか。皮肉なものですが、純粋に企業金融的な経済現象として考えると、このような経営者の行為は、株主の意向を尊重することで企業の本来価値を犠牲にしながら自分の職を確保する行為に他なりません。

なお、この点は何度か繰り返していますが、このようなコメントは一般的な経営者を批判しているわけでも、経営者に対して特定の行動を促しているわけでもありません。また、このような考え方が正しいとも、最良の考え方だと主張するものでもありません。単に、現状認識のひとつの手法であり、ここで説明されている「現実」に同意するも、否定するも、同意したとしても、それを実行するかどうかについては、完全に経営者ひとりひとりの選択によるもので、その選択についても異議や批判や同意を行うものではありません。

《株主とは》特に公開会社において「株主」と頻繁に総称されますが、そもそも「株主」とは誰を指しているのでしょうか。「誰」というのが企業金融的に適当な表現でなければ、「どのような経済的立場にいるもの」を指しているのでしょうか。「株主の利益」が広く議論されていますが、「株主」は誰か、その「株主」の経済的立場はどのようなものか、が曖昧な状態で「株主の利益」を議論することは非効率です。

公開会社では、取得簿価で大まかに分類しても(その分類に意味があるかどうかは別にして)、オーナー経営者株主、公開前からの(取得簿価の特に低い)株主、新規公開株式または公募増資の株式を取得した株主、取引所で買付けた様々な取得簿価の株主、など多岐に渡ります。一口に株主といっても、株主間で利害関係に相当な差がある現実において、経営者がどのような対応をすることが合理的だといえるでしょう。提案したいアプローチは、**第一に**、株主の投資収益が、投資期間中の企業業績と極力一致させる努力をすること、**第二に**、長期保有、可能であれば永遠に保有する株主をひきつける努力をすること、**第三に**、企業と株主の関係を企業側が提案し広く発信すること(例えば本稿のように、企業金融のあり方に対する考え方をステイクホルダーに対して広く明らかにすること)で、企業の価値観に沿った株主をひきつける努力をすること、です。その手法についての詳細は、「VI. 企業価値」「VII. 株価、時価発行増資、配当政策、IR」の項を参照下さい。

6. 「経営者(および同族)の個人資産」

経営者が企業の株式をどれだけ保有しているかは、株主と経営者がどれだけ利害を一にしているかの有効な「指標」とされていますが、①経営者(とその同族)の個人純資産の何パーセントが自社株か、②株式を売却したことによる保有現金はいくらか、ということに関しては、開示されることも議論されることも殆どありません。

株式公開によって、経営者が株主から資本運用を受託するという立場がより明確になりますが、経営者が資本の運用者として最良の方法を誠実に選択するのであれば、個人資産の全部または大半を自社株で運用することが、経営者個人にとっても最も効率的かつ合理的な選択である筈です。もちろん経営者の個人資産の大半が自社株によるものでなかったとしても、それは経営者の自由な選択なのですが、その場合経営者は少なくともその理由をステイクホルダーに説明することが好ましいと思うのですが、如何でしょう？

- * (9) 【事例3】は資金調達額が【事例1】の2倍、IPO後の簿価純資産が40億円という想定です。このため簿価純資産を基準にした自己資本収益率(ROE)は【事例1】(5億円÷20億円=25%)と比べて半分(5億円÷40億円=12.5%)になり、自己資本収益率が非常に低下するように見えるという点はマイナスとしてあげられると思います。ただし、いずれの事例も株式時価総額は100億円で同額であるため、投資家の取得簿価(株式時価総額)を基準にした益利回りはいずれも5%(したがって当期基準PERも20倍で変わりません)です。株式市場が長期的に企業の本来価値に収斂するという前提では、見かけ上のROEの差は株価に影響を与えないという考え方が理論的に成り立ちます。
- * (10) 2001年、アメリカの財務会計基準審議会(FASB)はのれんに関する会計基準を改定しました。従来、のれんは40年以内に規則的に償却しなければならないと定めてきたAPB意見書第17号「無形資産」(1970年)に代えて、のれんの規則的な償却を認めない財務会計基準書(SFAS)第142号「のれんその他の無形資産」を公表したのです。それと呼応するように、国際会計基準においても、2003年、国際財務報告基準書(IFRS)第3号「企業結合」を公表し、のれんの規則的償却を禁止しています。このような海外における動きとは対照的に、日本では2003年に企業会計基準審議会から「企業結合会計に係る会計基準」が公表され、のれんは20年以内に規則的に償却されなくてはならないことが定められています。詳細は「V. 企業会計」の項を参照下さい。
- この事実は、日本の企業、特に上場・公開企業が企業買収を行う際、海外の会計原則に従う外資系企業やプライベートエクイティファンドと比較して、著しく会計上のハンディを背負っていることを意味し、既に多くの案件に影響を与えています。

V. 企業会計

企業会計で重要なことは、**第一に**、その限界を理解し、明らかにすることではないでしょうか。会計はそれが形式に過ぎないため、企業の実体や本来価値について一般会計原則が示さない、示すことができない、誤解を招く点、が必ず存在します。これらの点を明らかにすることは、逆説的ですが、企業の本来価値を表現する有効な方法です。例えば、①会計上の利益と経済的利益、②会計上ののれんと経済的なのれん、③会計上の簿価と企業の本来価値、などに関する重要な相違を明らかにすることが該当します。**第二に**、企業会計自体は形式に過ぎませんが、その目的は企業の実体と本来価値を表現するための手法であるということです。すなわち、何よりもまず経営者自身が企業の経営バランスを理解し、企業の本来価値を把握し、その本来価値にとって最も重要な会計上の数値、指標、概念が何かを表現する努力が企業会計をより適切かつ効果的に運用すると思います。**第三に**、実用的な財務諸表の定義です。少なくとも株主の立場では、①この会社は大まかにいくら価値があるのか、②この会社が将来の義務を果たせる可能性はどのくらいあるのか、③経営者は与えられた経営資源の中でどのくらいうまくやっているか、に対する回答を提供するものと考えられないでしょうか* (11)。

1. 「会計は始まり」

経営者は、会計原則に基づく財務諸表を、株主や債権者への情報開示義務の最終目的ではなく、出発点と考えることが事業効率を高めると思います。前述のように、仮に、①この会社は大まかにいくら価値があるのか、②この会社が将来の義務を果たせる可能性はどのくらいあるのか、③経営者は与えられた経営資源の中でどのくらいうまくやっているか、が実用的な財務諸表の定義だとすると、一般会計原則の財務情報では、これらの問いについて解答を導くことは困難か事実上不可能である場合が少なくありません。実際のビジネスは、ひとつの会計原則で全ての企業の経済実態を表すには遥かに複雑であり、とりわけ広範囲な事業範囲を持つ企業にとってはそういえます。

固有の特徴を持つそれぞれの事業にとって、特に重要な財務的・経営的な指標がそれぞれ存在するはずですが。例えばある事業の特定の戦略的時期においては、売上の水準が事業の成功と企業価値の向上に最も重要であり、別の事業においては、利益の水準が事業のバランスを取るために最も重要な変数かも知れません。このため、事業の特殊性にあった管理会計的な表現が必要不可欠であり、実際このような情報は経営者にとっても必要不可欠な情報であるはずですが。

《会計で最も重要な点は正直であること》さらに、多くの経営者は一般会計原則を何かしら乗り越えなければならぬ障害のように捉え、また会計士もこの「障害」を乗り越えるため、経営者を意図的に助けているようなことはないでしょうか。一般会計原則を少し拡大解釈して表現される企業利益の平準化「程度」の操作であれば、罪悪感を持つ経営者の方が少ないのではないのでしょうか。現実として、会計原則を利用した「罪のない嘘」から「グレーゾーンの拡大解釈」から「実質的な詐欺」から「実質的な違法行為」まで、広範囲に見られる現象でありながら、殆どの場合罰せられるどころか調査さえされません。恐らく一般的な経営者の常識は「違法でなければ嘘ではない」というものだと思いますが、この解釈は本当に事業経営において合理的なのでしょう。100%正直な財務諸表を作成すると、本当に事業にデメリットが生じるのでしょうか。

金融機能の傾向でもありますが、企業会計はグレーゾーンや違法行為に足を踏み入れると、加速的かつ容易に利益が生まれるという特徴があります。このため、多くの経営者が抗し難い誘惑に負けて短期的な「成果」を手に入れています。この「ライン」は必ずしも法律で定められていたり、誰の目にも明らかであるとは限りませんので、結局、経営者自身がどのような価値観を基準に行動するかということに

かかる、非常にパーソナルな問題でもあります。

《「開示義務」と「開示すべき内容」は全く異なる概念》 会計の目的のひとつが、企業の本来価値を認識することであるならば、一般会計原則で定められているもの、または開示する義務があるものだけをまとめた財務諸表ではその目的を十分に達成することができません。経営的に効果の高い企業会計がどのようなものであるべきかは一般会計原則とは全く異なる概念であり、経営者が企業固有の特徴を反映して、独自に構成するべきものだと思います。一例として、自分が株主や債権者などの立場だったら求めたいと思う内容をまとめて開示する、という姿勢が考えられます。これを明らかにすることで、企業の財務のみならず、経営者が企業の本来価値をどのように考えどのように判断するか、という情報をステイクホルダーに提供することにもなります。

例えば、①税法の改正などが近く予定されている場合の企業収益への想定、②石油価格などの変動が収益に大きな影響を与える企業（航空会社など）ではある程度の相場観とヘッジ戦略、③会計原則に基づいた開示と異なる退職金の給付のスケジュールが想定される場合はその内容、④金利上昇が想定される環境で大きな影響を受ける業態（不動産業など）においては、借入の詳細や借換え・借入戦略の内容、などは会計原則で開示が義務付けられていないものの、企業の本来価値に大きな影響を与える可能性がある、「開示すべき内容」と言えると思います。

2. 「事業固有の重要指標を明らかにする」

《ケーススタディ： ホテル経営の重要指標》 企業会計の数字や指標は一様ではなく、企業経営に与える影響度、あるいは企業の本来価値を表現する度合いによって「濃淡」があると思います。このことをホテル経営の事例で説明します。どの企業にも共通することですが、事業においてなによりも重要なことは「事業を破綻させない」ということです。ホテル経営においてもホテル事業が破綻に至る時の「金融的な分岐点」の把握が管理会計の基本事項と言えます。資本集約的かつ従業員を多数抱えるホテル経営のケースでは特にこの点が重要で、ホテルはどのようにして破綻するのか、その原因は何か、ホテル事業の最大のリスクは何か、どのようにしたら回避できるのか、という問いに対して経営者なりに回答を出し、会計的、財務的に重要な指標を明らかにすることが事業効率を高めると思います。不動産投資・運用事業の最大のリスクは借換えにあると言われていますが、ホテル事業の場合はそれに加えて、有限な建物の耐用年数と永続すべき事業のバランスをいかにとるか、という特殊なテーマが加わります。

《破綻させないガイドライン》 以上の考えから、「ホテルを破綻させないための運営の最低水準は、総投資額を物件の残存耐用年数で割った額に等しい単年度事業収益を、税引き後で生み出すこと」という基準を導き実行しました（企業会計の議論のための事例として引用していますので、本稿ではその事業について触れていません。詳細は「ケーススタディ： サンマリーナホテル」をご参照下さい）。ここでいう事業収益は金利支払前、減価償却費後です。そして、この考え方のポイントは三つです。①例えば、40年で回収しなければならない資本（建物の経済的な残存耐用年数が40年の場合）は、各年度でその1/40を回収できなければ、会社が破綻に一歩近づくということ、②全ての資本コストは税引き後で負担すること、③全ての資本コストは運営利益によってのみ賄われること。この点を十分に認識しながら経営をするだけで、破綻を回避することができるホテルは驚くほどの数になると思います。

【事例5】 例えば投資額40億円（土地の取得簿価10億円、建築コスト30億円）、年間売上20億円の新築ホテルで、建物の実質耐用年数が40年だとすると、単純に考えて年間1億円（40億円÷40年）の税引き後現金を生み出さなければ、いずれどこかの時点で破綻するという前提で各年度の事業を計画・実行するのです。計算の際、減価償却費は同額を追加投資・修繕維持に充てる想定として、この計算からは除外します。つまり、この例では減価償却後、金利支払前、法人税前の経常利益1.67億円、法

人税0.67億円として当期利益1億円を生まなければいずれどこかの時点で破綻する、つまりこの当期利益1億円が会社を破綻させない最低限度の運営水準であるという認識で経営を行うということです。

以上のように、経営的な価値観とそれに直接つながりのある会計指標が具体的に説明されると、誰の目にも企業会計が実用的、多面的、本質的に理解できるようになるだけではなく、経営者の価値観がステイクホルダーに伝わり理解と信頼関係が非常に深まるのではないのでしょうか。

3. 「企業買収と連結会計」

現代の事業経営、特に公開企業では、持ち株会社によるグループ経営、証券化とSPC (Special Purpose Company: 特別目的会社) によるノンリコースの資金調達、事実上企業の「別働部隊」としてのオフバランスのファンド、企業買収などが事業戦略の重要な位置づけを占めるようになり、これに呼応するように企業会計でも連結会計が完全に定着しています。企業グループ全体(連結会計)を理解せずに企業の経済的な実体を把握することは既に事実上不可能と言えるでしょう。反面、連結会計は企業実体の分析をより複雑にしている側面があり、一般会計原則と企業実体の乖離は特にこの関連テーマにおいて著しいと言えます。企業買収に関する分析は一般会計原則から企業実体を正しく導くために不可欠だと思います。

《企業会計におけるのれん》 会計上ののれんは企業買収に伴って買収側企業のバランスシートに計上される無形資産で、最近では企業買収の増加に伴ってバランスシートにのれんを抱える企業が急増しています。企業の収益はのれんの扱い次第で殆ど別の会社ではないかと思えるくらいのインパクトを受けることが珍しくありません。企業評価において最も重要な要素のひとつである「のれん」がもともと会計上の科目であるためか、会計原則を中心とした議論、すなわちのれんを会計上どのように「扱うか」という議論に偏重しており、そもそも企業の本来価値と企業金融の観点において、のれんの経済実体はなにか、そしてそれをどのように評価すべきか、という議論が深まらないように思えます。

企業買収における会計処理(パーチェス法と言います)では、取得額から被買収企業の純資産評価額を差し引いた差額が買収企業のバランスシートにのれんとして計上されます(「買収金額－被買収企業の純資産評価額＝のれん」)。企業買収によってのれんが発生した場合、現在の日本の会計原則では、20年以内に毎年同額で償却し利益から償却費用を控除しなければなりません(前掲*(10)を参照下さい)。20年間で認められた最長期間であるため、通常経営者は20年間の償却期間を選びます。この償却費は税務上の費用ではありませんので、税引き後利益に対するインパクトは一般的な費用科目の約1.7倍の収益減少要因となります。なお、買収額が被買収企業の純資産額を下回る場合は負ののれんが発生し、償却とは反対、すなわち毎期待定額で利益を実現する処理が行われます。

《企業の本来価値とのれん》 会計上ののれんは20年間で定額償却されるため毎年20分の1ずつその帳簿上の資産価値が減少しますが、のれんの経済実体がこのように減価するとは限りません。経済的なのれんは、買収された企業が持つ「ブランド」「ノウハウ」「既得権益」「顧客」「従業員」などが複雑に組み合わさった無形固定資産であり、このような無形資産を多く保有する企業がそうでない企業よりも多くの収益を上げることができるのであれば、あるいは、このような無形資産を有することによって、有形固定資産が生み出す以上の利益が生じるならば、このような価値には資産性があると考えられ、経済的なのれんはそうした超過利益を資本化したものです。

別の表現では、経済的なのれんは「企業が有形資産を使わずに、すなわちモノに頼らずに生み出すことができる利益を資本化したもの」と言えます。企業の利益が固定資産のみから生まれるのであれば、誰が経営しようと生まれる利益は変わりません。しかし現実には、経営者を初めとするステイクホルダーの価値観と能力と努力と情熱と愛情などによって企業収益は大きく変化します。このようにして生まれる収益が経営者とステイクホルダーが生み出す付加価値、すなわち人の力を活かした企業力によって

生み出される超過利益であり、企業の本質的な事業力と考えることもできます。この前提において、のれんは企業の付加価値そのものと言えます。これは時とともに増大する傾向があり、平凡な企業であっても通常少なくともインフレ率程度、事業力の高い企業の場合ではそれ以上の増え方をします。

反面、ある企業ののれんには経済的な価値があるかどうか、それを償却すべきか否か、などの議論は、企業の本来価値との比較で行わなければ意味がありません。例えば、純資産評価額が80億円、本来価値が100億円の企業を100億円で取得した場合、企業会計上は20億円(100億円-80億円)ののれんが計上され毎年1億円(20億円÷20年)が費用として償却されますが、20億円ののれんは経済的に価値を持ちます。したがって、企業の本来価値の評価に際して償却額を無視して計算することが合理的と考えられますが、このような判断は本来価値の評価があつて初めて可能になるものです。

《のれんの企業評価における扱い》ある企業が無借金だと仮定した場合、のれんの償却費を無視して、有形固定資産当たりどれだけの利益を上げているかを見ることで、企業の経済的実態をよりよく把握できると思います。

前掲の【事例4】で例示した企業は、1株あたりの純資産が2,000円、資産の全てが有形固定資産の企業が1株あたり500円、簿価純資産に対して25%の当期利益を上げています。投資家がこの企業の株を1株当たり10,000円で買ったとき、一般会計原則で計上すべき「のれん」は8,000円(買収代金10,000円-簿価純資産2,000円)になります。この会社を買収した後の投資家の連結決算は、のれんを20年の定額法で償却し、毎年400円(8,000円÷20年)ののれん償却費用を計上する必要があります。このため、10,000円の取得額に対して5%(500円)の収益力のある買収案件を行いながら、会計上は当期利益100円(500円-400円)の寄与度、すなわち投資利回り1%の案件にしか見えません。

この事例では、のれんの償却費を控除した500円の収益力を基準に企業評価を行うことが合理的でしょう。例えばPER 20倍が妥当と考えるのであれば1,000円(500円×20倍)の取得価格が導かれます。

しかしながら、企業評価に際して、経済的に価値のあるのれんの償却と減価償却を同一視するべきではありません。減価償却は実体のある経済的費用で、企業評価において無視することはできません。投資会社や投資銀行が企業評価を行うに際して、EBITDA(Earnings before Interest, Tax, Depreciation and Amortization: 金利前、税金前、減価償却前、のれん償却前の営業利益)を基準にすることが一般的ですが、この計算方法によって導かれるキャッシュフローの額は、企業が事業を継続するために必要な再投資額が控除されていないため、企業評価においては企業を過大評価する恐れがあります。本来はEBITDAから「ある企業が長期的な競争力と生産性を完全に維持するために必要な、設備などに対する資本投資額」、その額を見積もることが難しければ、少なくとも便宜的に減価償却費を差し引いた「キャッシュフロー」の額を基準にするべきでしょう。

* * *

* (11) ここに挙げた「実用的な財務諸表の定義」は、パークシャー・ハサウェイ社の年次報告書によります。

VI. 企業価値

1. 「株式時価総額と企業の本来価値」

株式時価総額と企業の本来価値は異なる概念です。株価は短期的に見るとミスター・マーケットが値付けする感情的な人気投票に過ぎません*(12) が、長期的には企業の本来価値をおおよそ正確に反映すると考えられます。企業の成功が株価に反映されるのは一時的に遅れるかもしれませんが、遅かれ早かれ必ずマーケットは追随するものです。事業の成功が市場で認知されるのに時間がかかろうと、その企業の本来価値が適切に高まっている限り、本質的には大きな問題ではないはずです。

逆に考えると、事業の成功を株価によって計ることの弊害は非常に大きなものです。1株利益の成長を強調し過ぎたり、「時価総額経営」、ストックオプションによる無造作な「インセンティブ」の付与は、少なからず企業の本来価値を破壊する原因になり得ます。

《企業の本来価値》企業の本来価値は企業価値の概念のひとつで、本稿においては最も重要かつ企業金融的に合理性を持つ企業価値の尺度と捉えています。概念自体は非常にシンプルで、「企業が存続期間中に生み出す全てのキャッシュフローを割り引いた現在価値」と表現できます。

本来価値の特性は、**第一に**、本来価値は正確な数値というよりは推測値に過ぎず、特定の正解がありません。**第二に**、企業に固有の価値ではなく、金利が変動したり将来のキャッシュフローの予測が変化したときには見直す必要があります。**第三に**、相対的かつ主観的な評価であるため、10人の評価者がいれば10種類の微妙に異なる本来価値が存在し得ます。**第四に**、したがって、企業の本来価値に関する認識の議論においては、本来価値を推測するために用いる事実や考え方を中心とすることが効果的だと思います。例えば、企業会計から企業の本来価値を導く際に考慮すべき事項の例と考え方については、「V. 企業会計」の項を参照下さい。

なお、企業の本来価値の「近似値」と言うには微妙ですが、「1株あたり簿価純資産」は、真に事業力のある企業にとっては過小評価されがちであるなど、利用上の制約が多いながら計算が容易であり、企業の本来価値を大雑把に推し量る方法として機能する可能性があります。少なくとも、ある年の1株当りの簿価純資産の変化率は、その年における企業の本来価値の変化率に近い可能性があります。

2. 「買収と企業価値」

《企業買収における企業の本来価値を見極める》継続的な資産買収やM&Aは、良きにつけ悪きにつけ最近特に注目度の高い事業行動です。企業買収が企業の本来価値を高めているかどうかは、特別な観点からの検証が必要です。短期的に企業の本来価値が株価とは乖離しがちであることは明らかですが、企業買収にかかる事業行動はどうしても株価に連動するという構造的な「不健全さ」があります。企業の本来価値を見極めるためには、対象企業が企業買収によって「成長」して行くメカニズムを理解し、そこから企業の本来価値に寄与しない要素を差し引く作業が必要です。

再掲【事例5】 例えば投資額40億円(土地の取得簿価10億円、建築コスト30億円)、年間売上20億円の新築ホテルで、建物の実質耐用年数が40年だとすると、単純に考えて年間1億円(40億円÷40年)の税引き後現金を生み出さなければ、いずれどこかの時点で破綻するという前提で各年度の事業を計画・実行するのです。計算の際、減価償却費は同額を追加投資・修繕維持に充てる想定として、この計算からは除外します。つまり、この例では減価償却後、金利支払前、法人税前の経常利益1.67億円、法人税0.67億円として当期利益1億円、という利益水準を生まなければいずれどこかの時点で破

綻する、つまりこの水準が会社を破綻させない最低限度の運営水準であるという認識で経営を行うということです。

このメカニズムはホテルなどの資産買収であろうと企業のM&Aであろうと基本的に同じです。例えば、売上20億円、上記【事例5】の概念における「企業存続の収益ガイドライン」が年間1億円で、実際には0.5億円の収益しかないホテル会社があったとします。これでは将来のどこかの時点で破綻する可能性が高いので、この経営者は対応策として新しいホテル投資案件を探すことにします。程よく見つかった新規案件もやはり同様の規模で買収価格40億円、売上20億円、「収益ガイドライン」1億円に対して、実際の収益が0.5億円だったとします。

この投資を実行することはマイナスの上塗りになりそうなものですが、ミスター・マーケットが短期的に冷静さを失うことは珍しくありません。新規案件のファイナンスにおいて、買収価格40億円を全額借入金で賄い、40億円に対して2%、年間0.8億円の金利支払が生じるとして、売上は20億円から40億円に倍増すると同時に、この追加負担が年間1億円以下で済む場合一株あたりの利益も確実に増加します。そうすると、企業が発表する事業のシナリオ次第では、「急成長企業」というイメージが生まれて株価が上がり、より高い株価で資金調達・・・という循環が出来上がる可能性があります。このとき借入金も同様に急増するのですが、「資産(事業)の急拡大」と見られるか、「有利子負債の膨張」と見られるかは(この場合両者は同じことなのですが)、ミスター・マーケットの気分というか、アナリストの気分次第というか、IRのイメージと会社の雰囲気次第みたいなところがあります。

マイナスにマイナスを加えても破綻する可能性が減少するどころか増加するだけなので、必ずどこかの時点で立ち行かなくなることは明らかでありながら、資本市場では全く逆の評価がなされ、「注目の成長企業」といったイメージが少なくとも一定期間継続します。「金融」に強い関心を持つ多くのベンチャー企業家はこのメカニズムを理解しており、IT、急成長市場のイメージとこのメカニズムを重ねて、市場から大量の資本を調達します。どこかで破綻する可能性が高い構造でありながら、その際にババをつかむのは株主ということになります。このような「成長企業」は収益力の実態がなくとも増資や株式公開で投資家から集めた現金の内部留保があればとりあえず企業の破綻は避けられますので、ひとつの事業手法？として少なくとも短期的に機能します。事業ならぬこのような「お金集め」を事実上の本業とする企業は増える一方です。その結果、実質的な事業付加価値を生まず、利益と現金しかない「成長企業」と(中には利益すらない会社もありますが)、短期間で「成功」した経営者が大量生産される・・・といったら皮肉が過ぎるでしょうか。逆に考えると米国を起源に、現在これほどM&Aが活発になっている理由の一定比率はこのメカニズムに起因します。

もうひとつのパターンは、投資銀行や投資ファンドが得意とする金融手法です。金融の世界も酒屋さんと同じで小売と卸売りが存在します。突き詰めると問屋さんの目的は転売することですが、金融の場合も同様です。金融の世界の問屋さんは投資ファンド(プライベート・エクイティといいます)が代表的で、この事業の目的はやはり転売することです。企業を「仕入れ」、後に株式市場などに上場しますが、これは資本市場の投資家に株式という形で企業を「転売」する事業です。より高い価格で転売することが事業の主目的であれば、「事業を破綻させないための収益ガイドライン」はあまり関心ごとにはならないのです。上場した後は、上記の企業買収による循環パターンを活用することが可能ですので、ある程度息の長い「成長」を遂げることができます。

《株式交換による買収》 株式交換による買収が為される際、買い手の企業の株価が企業の本来価値を下回る場合、例えば100円の買い物に120円を差し出している可能性があり、買収価格がいかにか割安に決定されたとしても適切な取引ではない可能性があります。反対に、株価が企業の本来価値を大きく上回る株式を買収の対価とする場合は買い手の企業にとって一見得な取引のようですが、過大評価された価格で時価発行増資を行うことと同様の効果があります。確かに現株主に対しては得な取引かもしれませんが、新たに株主となる株主も、その瞬間から企業の株主であることは紛れもない事実で

あり、この新たな株主が、企業の本来価値から大きく乖離した取得簿価でこの「パートナーシップ」に参加することは、決して健全なことではありません。

以上の観点から、株式交換による企業買収は一般に考えられているほど単純な取引ではありません。被買収会社、買い手の企業それぞれの時価総額とは別に、それぞれの企業の本来価値を認識して交渉する必要があり、公正な取引を履行する意思を持った経営者にとっては変数の多い難しい取引になりがちだと思います。

* * *

* (12) 一方で、「株価は常に正確な企業の本来価値を反映する」、つまりマーケットは常に全てを知っているという考え方に基づいた「効率的市場理論」が存在します。しかしながら、この考え方は、例えば「なぜバブルが生じるか」、という単純な答えに回答を出すことができません。

VII. 株価、時価発行増資、配当政策、IR

1. 「株価」

「株価は市場が決定するものであり、経営者の与り知らぬこと」という考え方をする経営者はそれ程珍しくありません。経営者は株価を自由に変動させることはできませんし、せいぜい公募価格（調達価格）に責任を持つ、と考える経営者がいるくらいではないでしょうか。しかしながら、経営者がその価値観と経営方針を明らかにし、市場との正直なコミュニケーションを通じて、共通の価値観を有する株主をひきつけ、それらの株主に知的かつ合理的な行動を促し、ひいては合理的な株価を形成することは十分可能です。その過程では、市場原理だけで動く短期の株式保有者を遠ざけ、事業の成長を期待して株を長期保有する人たちが多く株主になるでしょう。このプロセスは、事業の健全な発展と企業の本来価値の向上に寄与すると思います。

《投資収益と企業業績の連動性を高める》経営者の重要な役割のひとつは、株主の投資成果を最大化することですが、同時に、ある投資家が他の投資家の犠牲の上に過大な投資利益を上げることができるだけ少なくすることも重要な任務ではないでしょうか。具体的には、株価と企業の本来価値が常に1対1の相関を保つことが好ましいという考え方です。これは、「株価は高いよりも程ほどのレベルであることが好ましい」、「過大評価されるのは過小評価されるのと同じくらい悪い」ということを意味しますが、株価は高いほど好ましい、という大方の経営者の考え方と対照的です。

この考え方では、株主が保有期間中に得る投資収益が同期間の事業業績とおおよそ同様になること、それが無理でも、株価と企業の本来価値がおおよそ連動することを目的としています。これによって、数々のメリットが生まれます。**第一に**、株価のいたずらな変動によるものではなく、事業業績によって株主が利益を得ることになります。**第二に**、それはまた、企業業績が投資家の間で公正に分配されることを意味します。反対に、長期にわたって、株価が企業の本来価値よりも大幅に割高であったり、割安であったりすると、企業業績は投資家の間で不公正に分配されてしまいます。**第三に**、企業業績に連動した適正な株価は理性ある株主をひきつけ、理性的な株価を形成する傾向が強まります。**第四に**、その結果、市場のゆがみによるものではなく、企業の成長によって利益を得たいと考える長期株主をひきつけ、長期的な価値観を重要視する株主の保有割合を最大にすることができると考えられます。**第五に**、株式を長く保有するほど、企業の事業成果が株式投資成果に連動する度合いが高くなり、株を売買するとき企業の本来価値に付されるディスカウントやプレミアムがあまり問題ではなくなり、株主間の公正さが更に増すという好循環が生まれます。

以上は公開会社としては「常識はずれ」の考え方ですが、パートナーシップ制度の事業においてはむしろ一般的な発想といえます。パートナーシップ企業では、パートナー入れ替わりの際にパートナーシップの価値が公正に評価されることが健全な事業運営に不可欠です。

《新規公開》以上のように健全な株価を形成するためには、新規公開時における適正な公開価格の設定と、穏やかな株価形成およびその後のスムーズな取引の実現が極めて重要です。公募株価や初値が非常識な水準で決定された場合、株価が企業業績に収斂するまでに、場合によっては何年もの期間を要し、多くの株主、特に公開直後の株主が保有期間の業績と連動した利益を受け取ることはほぼ不可能になってしまうからです。

2. 「流動性と株主の質」

自社株が多く売買されることが好ましいと考える経営者は少なくありませんが、その理由は曖昧です。単に注目が高まることが良いこと、株式の流動性が高まり売買しやすくなること、したがって大口の投資家をひきつけ資金調達が容易になる、などと説明されがちですが、なぜ大口の投資家が企業にとって好ましいのか、それが本当に資金調達を容易にするのか、という問いに対する合理的な回答はそれ程明らかではありません。反面、株が激しく売り買いされるということは、短期売買を好む株主を増やし、絶えず多くの株主が去っていくことを意味します。株価は株価であり、時価総額は時価総額であって、個々の株主の「質」は事業運営や資金調達や企業の本来価値と無関係である、と一般的に考えられていると思いますが、本当にそうでしょうか。

《流動性と株主の質》 一般的事実として、誰が株主かということ、すなわち株主の質は企業経営に非常に大きな影響を与えます。これは未公開企業であれば常識的な発想なのですが、公開会社に同様の原理が適用すると考える経営者は意外なほど少ないようです。公開会社であっても、株主の質に注意深く意識を払い、好ましい株主と長期的で良好な関係を維持することは重要な経営課題ではないでしょうか。このような考え方に基づくと、もちろん無条件ではないにせよ、株の売買は活発でない方が好ましい、流動性は少ないほど好ましい、という発想が可能です。これは一見常識はずれの考え方ですが、世の中には大成功事例が存在します。前掲パークシャー・ハサウェイ社(ニューヨーク証券取引所にて上場)はその時価総額(株式時価総額は約20兆円)に比較して著しく売買高が少ない企業です。その株主は、毎年その98%が前年と同じメンバーであり、株主の恐らく90%はパークシャー株式が最大保有銘柄である投資家によって所有されており、実質的に大半の株主は個人であり機関投資家の保有比率はこの規模の他者と比べても例外的に小さい、という特殊な株主構成を有しています。

このような質の株主をひきつけ、維持することのメリットは莫大です。第一に、このような株主は、年次報告書を読むことに積極的に時間を費やす人々であり、時間の経過とともに企業への理解を非常に深める人々です。このことで、経営者も事業の報告のたびに既に述べたことを繰り返すことなく、より深みのある有用な情報を株主に提供することができます。株主の立場になって有用だと思える情報を提供する経営者の努力はより効果的に報われ、更に株主の理解が深まる好循環が生まれます。これも、未公開会社をイメージするとはっきりします。パートナーが頻繁に入れ替わったら、経営者もパートナーと真剣にコミュニケーションをとったり信頼関係を築く努力に対して、やる気を失ってしまうでしょう。

第二に、単なる株主というよりも、自分を株数に応じた企業のオーナーであるとみなし、長期的な事業の成長を支持する意思を持った株主をイメージして、経営者が価値観を広く伝え続けると、このような価値観に共感する質の高い投資家をひきつけ、維持すると同時に、そうでない人たちの思いとどまらせる効果があると思います。低い流動性は経営者の価値観を表現する市場に対してのサインでもあり、市場価格ではなく業績に注目する株主たちにとっては合理的なしくみでもあります。このような株主を常にひきつけることができれば、株式は企業の本来価値に対して合理的な価格で売買されることになるでしょう。株主が非合理で感情に基づいた行動をする場合、大きく歪んだ株価が周期的に現れることになるため、このようなことを最小限にすることが、株主と企業の利益になると考えられます。

第三に、長期間保有する株主をひきつけると同時に売買頻度が低下することで、投資家の取引費用控除後の投資収益が高まります。長期的には、株主の税引き前投資収益が、企業利益から証券売買の取引コストを差し引いた額になることが理想です。ネット証券会社のサービスが広まり、株式売買委託手数料などの取引コストは著しく低下しましたが、それでも値動きの激しい株の売買を繰り返すことは投資家の大きな負担になります。仮に売買手数料が取引額の0.5%だったとして、その株の年間回転率が100%であれば、株式時価総額の1%(売り手と買い手双方に手数料がかかります)相当の経済価値が株主の手に渡るまでに企業の本来価値から消滅してしまうことになります。これは、PER 20倍(益利回り5%)の株式であれば、毎年の企業利益の20%に相当する額です。

第四に、機関投資家よりも個人投資家を多くひきつけることとなります。機関投資家の多くは流動性の多寡を非常に気にしますので、売買高の少ない企業への投資は敬遠されがちです。機関投資家に関心を示さない銘柄は、証券会社にとっても引受けしにくいいため、公募増資など資金調達の際にはマイナスであるように思えるかもしれません。しかし、これには大きな利点があります。そもそも機関投資家は、投資の「素人」である個人から、年金や投資信託などの形で資金を預かり、「専門的な」経験と分析によって銘柄を選択する金融の「問屋さん」の役割を果たしています。個人投資家の立場では、本来問屋さん(機関投資家)を通さずに直接蔵元(企業)から買い物ができれば圧倒的に良い買い物ができますのですが、現状は、公開会社が開示している一般会計原則に基づく財務諸表やその他の複雑な情報から真実を抽出し、経営を理解し、評価し、投資を行うことは容易ではなく、このため「問屋さん」の力を借りることの意義が存在します。しかしこれは、これまで述べているように、その作業自体が難しいからというよりも、経営者の非合理性や不誠実や不十分な開示が原因であることの方が大きいと思います。そうであるならば、正直に株主と向き合い、事業の重要な点について漏れなく、わかりやすく、率直に対話を持つ経営者が経営する企業に直接投資することで、投資家の収益率は飛躍的に向上する筈です。

前述の売買費用と同様の考え方ですが、投資信託の運用報酬を年間1%支払うとすると、ポートフォリオの運用株式の平均PERが20倍(益利回り5%)のとき、毎年の企業利益の20%に相当する額が「問屋さん」に支払われることとなります。金融の世界も酒屋さんと同じで、問屋さんよりも蔵元から直接買付けた方が、新鮮で良いものが安く手に入るのです。

3. 「時価発行増資」

時価発行増資において理解すべき重要な点は、**第一に**、新たに株式が発行されれば、既存の株主にとっての企業価値が下がるということです。調達した資金を投資することで新たに資産が加わりますが、既存資産に対する既存株主の持分は永遠に希釈化されます。**第二に**、普通株を発行するのは、企業の本来価値におよぼすプラスとマイナスの影響が同程度である場合であるべきです。この原則は、株式交換による合併、時価発行増資、ストックオプション、転換証券などを含む全ての発行形態に適用します。これは、非常に基本的かつ重要な概念でありながら、一般的な経営者によって強く認識されていないようです。

《企業価値の評価は経営者の価値観を表現する》株価が企業の本来価値と比較して過小評価されているタイミングで時価発行増資を行う行為は、既存株主に対して公正さを欠くこととなります。反対に、市場が加熱し、株式の時価が著しく高騰したタイミングで時価発行増資をおこなうケースでは、確かに既存の株主にとっては有利な取引になるかもしれませんが、公募株式を取得した新規株主の投資簿価は企業の本来価値よりも大きく乖離し、その後の企業運営に禍根を残すことになるでしょう。このように、企業金融の世界では、経営者の価値観、行動の意味、その妥当性を自ら評価し明らかに行動するためには、可能な限り公正な企業評価が不可欠です。株式を公開したその日以降、経営者の哲学や価値観を表現する際、企業評価というものさしなしには非常に困難になるということです。

《発行市場》証券業界では、新規に株式を発行する発行市場(一次市場)、日々の売買を行う流通市場(二次市場)が概念的に区別されています。発行市場で証券会社が投資家に勧める「公募株式」はなにかしら短期鞘抜き商品の代名詞のようになっていますが、これは市場のゆがみと株式発行企業の(株主の)負担によって生じている「不健全」な現象で、本来は発行市場での買い物よりも、流通市場で売買した方が良い成績を上げられるチャンスが高い筈です。これは、証券流通市場では他の商品と同様、周期的にバーゲンが開催されるからです。このときばかりは、それがどれほど「安い」価格であっても保有株を売りたい人には重要な価格であり、実際その価格で売ることができる「幸運な」人はその一

部でしかありません。反面、発行市場では、株式の売主である発行企業(経済的には現株主が売主です)が「低い価格」を提示することは殆どありません。株式市場が好調で、市場が高値をつける傾向にあると経営者が判断したときに時価発行増資がなされる傾向が高いといえます。

したがって、理論的には、発行市場の投資家が新規発行株式を購入する主な要因は、①長期の投資収益に期待する、②短期の鞘抜き、に分かれると考えられます。後者は公募価格と取引時価との差額がおおよそ該当しますが、この費用は現株主の持分の経済価値を新しい株主へ割安に移転することで賄われるという事実があります。この不正を避けるためには、発行市場においては長期の投資収益に期待する投資家を極力惹きつける最善の努力を行うことが非常に好ましいのです。

1996年5月にパークシャー・ハサウェイ社が公開したクラスB株の発行が参考になると思います。クラスB株は本来の株式(クラスA株)の30分の1の権利があり、A株と同様ニューヨーク証券取引所に上場されました*(13)。公募にあたりバフェット会長は、パークシャー株が市場で過小評価されていないという彼の見方を強調し、市場価格でクラスA株を買いたいとも、公開価格でクラスB株を買いたいとも思わないコメントします。すなわち、「長期に亘り保有する気持ちがなければ、これらの株を買うべきではない」というメッセージを発したのです。更に、公開金額(公募株数)に制限を設けないことを宣言しました。これによって、希少性を理由に短期的な価格の上昇を招くことを防ぐことができます。この結果、彼の狙い通り、公開後の出来高はNYSEの平均を遥かに下回る安定した上場に成功しました。長期保有の投資家をクラスB株にひきつける努力は奏功したといえると思います。

4. 「新規公開」

株式の新規公開は新たな株式を発行し投資家から資金を募るという点において時価発行増資と同じですので、3. 「時価発行増資」の項で先に述べたポイント、すなわち、①企業の本来価値とほぼ同等の時価総額を基準にして発行することが好ましい、②長期間の投資家をひきつける努力が有効、③発行時の流動性は低いほど好ましい、④発行額に制限をかけないなど、需給の逼迫に十分に注意を払うことが有効、などは新規公開にも全面的に適用します。これに加えて本稿では新規公開特有のポイントについてコメントします。

株式公開における、公募価格、発行株数、初値、その後の株価推移は、公開企業としての企業のスタートを規定する極めて重要なイベントです。特に公開前後の株価が不安定な時期に、自分の価値観、ステイクホルダー、マーケットに正面から向き合わない経営者はこの時期の対応を誤りがちで、その結果著しく歪んだ株価形成と乱高下が生じ、その後長期間にわたって禍根を残すことになる可能性があります。

《上場の目的》 株式を証券取引所に上場することの目的は、意外なほど曖昧ということはないでしょうか。資金調達、銀行に対する信用度の向上、知名度の向上、営業支援、採用のメリット、などが一般的にあげられると思いますが、このどれも企業金融的に何を達成すべきかの明確な回答ではありません。第一に、資金調達ひとつとっても、少なくとも、①それが企業の本来価値と比較していくら株式時価総額での調達か、②その前提となる利益の成長予想をマーケットに対してどのように発信しているか、③発行株式の比率はどのくらいか、に対する回答なしには事実上目的を特定することが困難です(「I. 資本コスト」の項を参照下さい)。第二に、株式公開を企業金融的な出来事として考えた場合、公開の前後で変化するのは二つしかありません。①高利で「借り入れた」多額の調達資金と、②価値観の異なるパートナー(ミスター・マーケット)の事業参加です。したがって、公開しただけでは企業の本来価値に変化はなく、「どのような資金調達を行ったか、そしてその資金をどのように活用するか」が唯一意味を持つ金融行為です。このため、株の評価を高めようとして公開を試みるべきではありませんし、株価が企業の本来価値に収斂する長い期間を前提にすると、このような意図による株式公開は合理的

な行為でもありません。第三に、公開の目的は、企業や経営者の立場よりも、株主の立場で考えるとより明確です。株主にとって、①取引コストが下がること、②企業の将来の収益に経済的に参加できること、は明らかな経済的メリットであり、ステイクホルダーの誠実な調整官としての経営者は、この役割を担うということでもあると思います。

《創業者利得》 株式公開のチェックリストで「創業者利得」が検討されないことは殆どないと思いますが、その意味はそれほど明確にされていません。そもそも企業金融的には資本に関して拠出者と運用者がいるのみで、「創業者」というカテゴリーが特に意味を持つわけではありません。そして、オーナー経営者は資本の拠出者とその運用者という二つの立場を持っています。一般に、創業者利得と呼ばれるものは、主として株式公開時とその前後に、オーナー経営者が、①公開前に第三者に売却する、②公開時に株式の売出しを行う、③公開初値をつけるために「冷やし玉」として売却する、④公開後市場で売却する、などによって保有株を売却しキャピタルゲインを実現化することを意味します。しかしながら、これは資本の運用受託者である経営者が自分の保有持分を運用委託者に対して売却する行為であり、本来何の合理性もありません。反面、経営に参画しない(資本の運用受託者ではない)大株主の保有株式の売出しについて以上の議論は該当しません。経営者が「創業者利得」を企業金融的に正当化できるのは経営を退いてから行う場合に限られると言えそうです。

これに対して、資本の運用者に対して報酬が支払われることは当然のことです。それが役員報酬のような現金でも、ストックオプションのように株式(正確には「権利」)によるものであっても、意味合いは同じです。したがって、「創業者利得」と呼ばれるもののうち、オーナー経営者が合理性を持って受け取ることができるものは、少なくとも概念的にはそれが経営・運用報酬に該当する範囲といえそうです。この意味における「創業者利得」は役員報酬に他なりませんので、その支給額の妥当性を考慮して決定することが好ましいと思います。このように考えると、「創業者利得」という呼び方自体が経済的な実体を理解する妨げになっているかも知れません。

《冷やし玉》 証券取引市場において単に大きな売り注文のことを「冷やし玉(ぎょく)」と呼ぶこともありますが、新規公開では特定の意味で使われます。人気銘柄の新規公開などに際して投資家の買い注文が売り注文を大幅に上回ると、証券取引所では買い気配のまま(売買が成立しないまま)価格がどんどん切り上げられて行き、株価(初値)がなかなか付かないことがあります。このような状況では価格の上がりすぎやその後株価が乱高下するなどの混乱が生じやすく、これを防止する目的で実行される大口の売り注文が、いわゆる「冷やし玉」です。経営者にとって冷やし玉の拠出方法はいくつかの選択肢があり、その選択肢ごとに企業金融的な意味が決定的に異なります。

【事例6: オーバーアロットメントによる売出し】 制度的には、2002年1月に導入された有価証券の売出しについての規定と、2002年7月の有価証券の募集についての規定が該当します。企業金融的な観点では、株式売出しのケースと、第三者割り当て増資のケースでその意味が大きく異なるのですが、一般的には殆ど区別されずに総称されているようです。

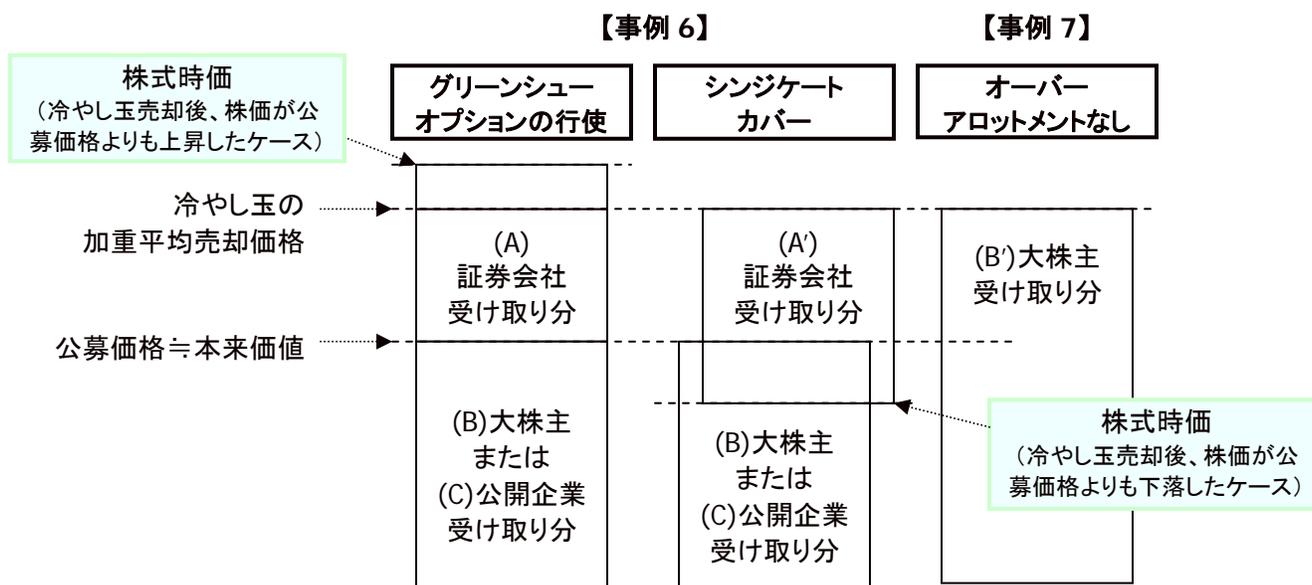
このしくみは、新規公開の加熱による株価の乱高下、特に初値の異常な高値を防ぐために、制度的に冷やし玉を確保する方法で、「オーバーアロットメントによる売出し」と呼ばれています。主幹事証券会社はあらかじめ公募・売り出し株数の15%を上限にオーナー経営者などの大株主から株券を借りておき、公開日以降、市場動向を見ながら売り注文(冷やし玉)を出し、合理的な値付けと安定した株価の実現を試みるというものです。冷やし玉の売却は証券会社が株式を空売りした状態と同じですので、証券会社はいずれ(規定では30日以内です)株式を買い戻し、借りた株券を株主に返さなければなりません。ところが、新規公開では良くあることですが、(冷やし玉を)売却した後で株価が上昇した場合、時価で株を買い戻すと証券会社に多大な損失が発生することになります。これを防ぐために、証券会社は冷やし玉に相当する株数を公募価格で買付けるコール・オプション契約を結びます。この契約が「グリーンシュー・オプション」と呼ばれているもので(余談ですが、アメリカでこのしくみによる新規公開

の第一号が「グリーン・シュール・カンパニー」であったためにこの名前が付いています)、証券会社とコール・オプション契約を結ぶ当事者が①大株主の場合と、②公開企業の場合の二種類があります。前者①大株主の場合は大株主が自分の保有株式を証券会社に売却し、後者②公開企業の場合は企業が第三者割当増資を行い、その新株を証券会社に公募価格で売却します。

その具体的なメカニズムはともかくも、最終的な経済効果として、①大株主が保有株を売出すケースでは、企業の大株主が保有する株式を一部公募価格で証券会社に売却し、それを証券会社が冷やし玉として高値で転売したと同等の経済効果があり、その結果公募価格と冷やし玉売却価格の差額(A)は証券会社が、公募価格(B)は大株主が受け取ります。②第三者割当増資によって追加の株式を売出すケースでは、企業が公募価格で時価発行増資を行い、それを証券会社が引き受け(買い取り)、それを証券会社が冷やし玉として高値で売却したと同等の経済効果があり、その結果公募価格と冷やし玉売却価格の差額(A)は証券会社が、公募価格(C)を公開企業が受け取ります。

冷やし玉を売却した後に、株価が公募価格を上回っているとき、証券会社はグリーンシュール・オプションを行使し、公募価格を支払って株式を取得し、その株を借りていた大株主に返済します。一方で、同じく冷やし玉を売却した後の株価が公募価格を下回っているときは、主幹事証券は株を市場で買い付けて大株主に返済しますが、このとき証券会社の取り分は(A)に増加します。この一連の取引はシンジケート・カバーと呼ばれ、シンジケート・カバーによる株の買い付けは一応株価を下支えする効果があるとされています。

【事例7：大株主の株式売出し】 オーバーアロットメントは公開会社の義務ではありませんので、株式公開時にそのメカニズムを選択しない企業もあります。この場合でも市場の加熱に備えて、冷やし玉を用意することの重要性は変わりませんので、このケースでは大株主の持ち株を市場で売却することによって市場価格の安定を計ることになります。最終的な経済効果は、冷やし玉を売却した大株主が、自分の株式をその売却価格で売却(B')することになります。



以上が株式公開時の「冷やし玉」のメカニズムですが、企業金融的に重大なポイントがあります。第一に、冷やし玉が抛出された結果、(i)公募増資を伴うか、(ii)大株主の売出しを伴うか、更に(ii)大株主の売出しの場合、売出しを行う大株主が(ii-a)オーナー経営者か、それとも(ii-b)経営に参画しない株主か、によって企業金融的な意味が異なります。冷やし玉というメカニズムが実行されることによって、公募増

資または株式の売出しと同等の経済効果が生じるため、その経済効果が企業に与える影響を十分に理解したうえで対応することが好ましいと思います。公募増資、株式売出しの経済効果については、「II. 資本コスト」* (3)、オーナー経営者(ii-a)と経営に参画しない株主(ii-b)それぞれの株式売出しに関しては、前項「4. 新規公開」《創業者利得》を合わせて参照下さい。

第二に、株式公開時における冷やし玉は、構造的に公開企業と大株主と経営者と証券会社の間で深刻な利害の対立を招く可能性を内在しています。前述のメカニズムを前提としたとき、オーバーアロットメントにおける証券会社(A)(A')と、オーバーアロットメントがない場合のオーナー経営者の立場(B')はおおよそ相似しており、次のような利害的立場にあります。①株式公開に際して、人気が過熱し、買い注文が殺到し、買い気配が公募価格を大幅に上回って価格が切り上がり、冷やし玉の売却が遅れるほど、そして冷やし玉が高値で売れるほど、すなわち、公開初値が公募価格から乖離するほど莫大な利益を得るしくみであること、②更に、冷やし玉を(できるだけ高値で)売却した後は、株価が大幅に下落しても損失(機会損失を含む)を被る可能性はゼロであり、公募価格を割り込んで株価が下落する場合はその下落が大きいほど、「株価を支えるため」の買いが遅れるほど、すなわち、公開後の株価が乱高下するほど更に莫大な利益を得るしくみであること、③以上の「利益」をより確実なものにするために、公開後の株式売買高が大きいほど好ましいこと、という状況にあります。

少々冗談っぽく表現すると、現状のメカニズムを前提としたとき、経営者がオーバーアロットメントのプロセスを証券会社に全面的に任せることは、狼に羊の番をさせるようなものですし、オーバーアロットメントなしの新規公開(オーナー株主が冷やし玉を提供する場合)は、オーナー経営者に対してステイクホルダーが白紙小切手を手渡すようなものです。しかし、恐らくそれ以上に最悪の場合は証券会社とオーナー経営者の利害がおおよそ一致するケースで、オーバーアロットメントとオーナー経営者の株式売出しが同時になされる場合、ステイクホルダーは羊の背中に白紙小切手を乗せて証券会社とオーナー経営者に献上するようなものでしょう。このケースでは、市場が加熱し、オーバーアロットメントの冷やし玉が多量に売却されるほど、証券会社には収益機会が増え、冷やし玉を提供するオーナー株主はより「自然な形で」多額の保有株を現金化することができます。以上の理由からも、株式公開では可能な限り長期的な株主をひきつけ、企業の本来価値に近似した公募価格と初値とその後の穏やかな売買を実現することが重要だと思えます。ただし、この考え方は通常、証券会社の利益にならないと解されるため、証券会社としっかり対話しながら理解を求める作業が不可欠になると思います。

念のために追記しますが、だからといって証券会社やオーナー経営者がいつも不公正な行為をしているという意味では全くありません。しかし、メカニズムがそれを強力に誘引するような構造になっていることは明らかですし、どのような善意の人でも誘惑の多い環境で自制心を働かせることは容易ではありません。以上はそのしくみをわかり易く表現する意図によります。

5. 「配当政策と内部留保」

経営者が配当政策(なぜその方針が企業とステイクホルダーにとって最良かについての分析)について株主に説明することはそれ程一般的ではありません。恐らくその主な理由は、①経営者が財政的に快適な立場で経営する、という別の意図があるため、②どのような状況で収益を留保し、どのような環境で配当するべきかについて経営者が明確な答えを持っていないため、ではないでしょうか。企業金融の観点から配当政策に関して考慮すべき点を以下にまとめました。

第一に、「会計上の利益には濃淡がある」ということです。粉飾決算は論外(と言いながら、一般化しているのはまぎれもない現状です)ですが、企業の本来価値に寄与しない、期末調整、資本支出を控えることによる利益の検出、企業価値を高めない短期的なキャンペーンによる利益、なども一般会計原則においては「利益」と呼ばれています。企業が健全な経営状態を維持しようとするなら、このような

「利益」の中から配当を行うことは合理的な選択ではありません。

第二に、PBR(簿価純資産株価倍率)1倍以下の企業のケースです。PBR 1倍以下ということは、株式時価総額が簿価純資産以下で取引されるため、この企業が持つ帳簿上の資産はすべてディスカウントされています。例えばPBR 0.8倍の企業が100万円の現金を保有した瞬間、それが株式市場において80万円の価値で評価されることを意味します。

第三に、企業の本来価値に寄与する、いわば「本来利益」(前述第一のケースの反対概念です)の配分についてです。この収益を留保するか配当するか判断に際して、経営者は企業の株主とステイクホルダーのためにより利益をもたらす方法を選択すべきです。例えば、上場したての若い企業では「健全な財務状態になるまでは配当を留保する」、などと説明されることがありますが、これは企業金融的な観点からは合理性がありません。株主の資金の分配方法の根拠としては論理が本末転倒になってしまっています。

配当留保に合理性があるのは次の①②双方を満たすケースに限ると考えられます。①留保金額以上の価値が株主のために生み出されると合理的に見込まれること。企業の株式が本来価値とほぼ同等の水準で取引されており、かつPBR 1倍以上である状況がおおよそ該当する可能性があります。かつ、②投資家が一般的に得ることのできる利回りよりも、留保による資本運用の方が高い収益率を達成できること。株主が企業にお金を預けることで、市場水準よりもより高い利益を得られると合理的に見込める場合は、資金を留保することが株主の利益になります。例えば預金金利が5%の市場水準で、企業のROEが10%であれば留保するべきかもしれませんし、5%以下であれば配当の方が株主の利益になるかもしれません。

第四に、会社全体の資本成長率が以上の基準に照らして十分に高い場合でも、資金の留保が適当でないケースもあります。企業の事業部門ごとの収益格差が大きい場合などがこれに該当します。非常に資本収益率の高い中核事業部門が高い利益率をあげていても、将来性の乏しく収益率の低いその他の部門に多くの資本を配分することを正当化することは難しいと思います。本来この収益率の低い事業部門に投下された資本は配当されるべきものだったかも知れません(将来の事業戦略を担う事業部門などに対する資本投下は、それが合理的なものであれば該当しないと思います)。低収益の事業部門に資金を一貫してつぎ込む経営者の選択はそれだけでは良いとも悪いとも言えませんが、企業がいかに高収益を上げていたとしても、その配分を決定した理由をステイクホルダーに説明することが好ましいと思います。

第五に、以上の観点から資金留保が合理的である場合でも、新規公開の異常な高値発行など、株化政策やIRの誤りによって、企業収益が順調に成長しているにも拘らず株価が長期下落傾向にある場合、いかに経済合理性があるとはいえ、配当を行わない方針が株主から受け入れられるかどうかは非常に疑問です。このようなケースで株式を高値取得した株主の立場では、いくら企業業績が成長しているとはいえ、「長期的に株価が下落しかつ配当が為されない状態が受け入れがたい」、と主張することはある意味当然でもあります。特に新規発行時に発行株式を最小限にし、企業の予想利益率を高く発表し、それが原因として公開株価の高値を招いた企業などにおいては、その原因の大きな一旦は経営者(特にオーナー経営者)にあるため、十分に論理的な意見だと思います。反面、このような特定の株主(公開価格前後の高値で取得した株主)の意見を考慮することは、企業の本来価値を下げる可能性があります(このケースでは成長のための資金を配当するため)、その点について経営者はステイクホルダーに対して公正な調整官の役割を果たすことができません。結局のところ、この点について解決方法は存在しませんので(既にしてしまったことですから)、正直に開示することができるのみだと思います。

第六に、経営者が、自分の自由になる資金を留保するためといった理由で利益が留保されることは少なくありません。このこと自体は企業金融的に合理性がないのはもちろんですが、恐らくそれ以上に重

要な点は、経営者が「お金ありき」で事業を発想する習慣は往々にして甘い投資案件を実行しがちになるということでしょう。これを直接・間接の原因とした破綻事例は世の中に事欠きません。

6. 「株式分割」

株式分割は株価の短期的な上昇を伴いがちであるため、資本市場において殆ど例外なく株主から歓迎されますが、経済的には株主の利益を損なう可能性の方が高いと思います。具体的には、①株式の売買回転率を上げることによって取引コストが上昇すること、②株価にとらわれた短期的で市場志向の株主を大量にひきつけること、③その両方の結果として、株価が企業の本来価値から乖離すること、です。

7. 「自社株買い付け」

株価と企業の本来価値に大きな乖離が生じたときには自社株の買戻しが有効で、それが大掛かりであるほど効果があります。企業の本来価値以下の株価で株の買戻しをすれば、1株あたりの企業の本来価値は即座に増加します。特に市場が悲観的な状況ではこの乖離は非常に大きくなるため、例えば何年に一度かの「チャンス」に自社株を買付け、10,000円の自社株買付けで20,000円の現在価値を得ることはそれ程難しいことではありません。これほど割安な「企業の買収」は稀であることを考慮すると非常に有効な経営判断になるでしょう。

間接的、しかし重要な利点としては、経営者の公正な姿勢と価値観を行動によって示すことができます。この行為によって、ステイクホルダーの経営者に対する信頼感と期待感が増加し、株価が企業の本来価値に回帰する手助けになるでしょう。投資家は、利己的な経営者よりもステイクホルダー思いの経営者に対してより多くの投資を行うはずで、重要な点は「具体的な行動により実証する」ということです。世の中では「株主の利益を尊重する」と言わない経営者の方が少ないですが、実際にそれを行動で示しているものは極めて少数なのです。なお、以上の事例で明らかな通り、自社の本来価値を常に把握することは非常に重要かつ効率の高い事業行為といえるのです。

* (13) バークシャー・ハサウェイ社のクラスB株の発行に関わるウォーレン・バフェット会長の哲学は、企業金融のケース・スタディとして参考になるものです。この発行形態は深く多岐にわたる企業金融的な根拠に基づいているため、大量の文章でなければ全容を説明しきれません。詳細についてはローレンス・カニンガム著、『バフェットからの手紙』、または当社年次報告書の原文 <http://www.berkshirehathaway.com/letters/letters.html> にて参照いただければと思います。以下、エッセンスを非常にかいつまんで解説しました。

- ・ バークシャーは株主の質を維持するための一つの対応として上場以来一度も株式分割を行っていません。加えて、バークシャーは上場以来現金配当も行っていないため、1996年のクラスB株発行時点でもクラスA株は1株36,000ドル前後、2007年3月では実に100,000ドルを越えています。
- ・ 株主の間から、相続が発生するときのために株式の売買単位が下がった方が好ましいというニーズが指摘されていました。
- ・ ある証券会社がバークシャー株に「連動する」手数料の高いユニット型小口投資信託の発行を計画していることが明らかになりました。証券会社はバークシャーの過去の運用成績を参考に、将来の高成長を謳い、高いプレミアムで発行することが想定されていました。
- ・ これが実現すると、バークシャーの本来価値から著しく乖離したユニット投資信託が、バークシャーのパフォーマンスに連動する、という謳い文句で発行され、現在の株式と投資信託の間で裁定が働き、株が本来価値を離れて乱高下する可能性が懸念されていました。
- ・ バークシャーが長年注意深く維持してきた質の高い株主と、企業の本来価値に連動した株価形成が危機にさらされることになりました。
- ・ このためクラスA株の30分の1の権利を持つクラスB株を発行することで、以前から指摘のあった相続ニーズに応え、ユニット型投資信託の発行を事実上無意味にする、対応を実行しました。
- ・ クラスA株はクラスB株にいつでも転換できますが、その逆はできません。クラスB株はクラスA株の30分の1の権利を有しますが、200分の1の議決権しか有しません。クラスB株はクラスA株が有する慈善プログラムへの参加権がありません。このため、現クラスA株主は、相続に際して転換する以外、大半がクラスA株に留まるように設計されています。
- ・ バフェット会長は、クラスB株の発行前後に市場に対して三点の警告をしています。①最近のバークシャーの株式時価総額は、本来価値以上に上昇した、②こうした過大評価が永遠に続くことはあり得ない、③この時点でバークシャーの株価が割安だと考えていない。