

ファイナンシャル・ウェルネス研究会 2023

第5章 投資家の企業価値評価とファイナンシャル・ウェルネス

研究会 2023 の締めくくりとして、投資家の企業評価とファイナンシャル・ウェルネスのテーマを取り上げた。みさき投資株式会社代表取締役社長 中神康議氏より、投資家の視点を企業経営に活かす「三位一体の経営」について講義を得た。

1. 三位一体の経営

(1) 日本は金融資本と人的資本で劣後

経済・社会のサステナビリティという大きな概念を「金融資本」、「物的資本」、「人的資本」、「知的資本」、「社会資本」、「自然資本」の6つに分解して見ると、日本は諸外国に比べて金融資本と人的資本が大きく劣後している。経済面では実質賃金が30年間フラットで、企業の総資産利益率（ROA）は労働分配率を引き下げて何とか3%を維持という状態が続いた。精神面でも、ギャラップ社の調査によれば、日本人社員の熱意は139か国中132位、職場への誇りを持てている程度も主要国の中で低かった。

日本の最大の課題は、皆が経済的にも精神的にも貧しくなり続けているということである。経済において価値を創造する唯一の主体は企業である。経済のエンジンは企業であり、企業のエンジンは経営である。従って、日本を経済的、精神的に豊かにするためには、企業経営を奇想天外なほど変える必要がある。

(2) 「障壁ビジネス」と「機会ビジネス」

日本企業の株価純資産倍率（PBR）1倍割れの構造的な背景として、自己資本利益率（ROE）が資本コストを上回れていないことがある。ROE 低迷の要因を見ると、財務レバレッジや資産回転率は悪くなく、問題は事業マージン、すなわち売上高純利益率が低すぎる点である。これは経営者の本業そのものに問題があり、稼ぐ力が弱すぎることを意味する。

世の中の事業は、2つに分類できる。「障壁ビジネス」と「機会ビジネス」である。機会ビジネスとは、それぞれの時代で儲けられるものが発生し、その機会を捉えれば一時的には利益が出るという事業である。しかし、必ず他社がその利益を奪取しようと挑んでくる。挑戦を跳ね返すだけの障壁があるか、すなわち障壁ビジネスかどうかが重要となる。長期投資家は利益を長期にわたり守り切れる会社のみ注目する。バリュー投資の世界では、障壁ビジネスなのか、機会ビジネスなのかがしばしば議論される。

長期投資家の観点では、少々の差別化や優位性では障壁にならないと考えている。強力な障壁を作り出すのは容易でなく、方法は、①競争相手が腰を抜かすほどコストをかける、②競争相手の顎が外れる程のリスクを取るという2つしかない。この2つをやり遂げるには、

精度の高い事業仮説を持っていることが重要となる。

(3) 「経営」と「運行」の違いは会社の「人間集団」のクオリティ

株価は α と β に分解することができ、 β はマーケットと連動する株価、 α はマーケットや業界とは異なる会社独自の株価リターンを意味する。業績の β とは、産業動向なりの「運行」をしていればそれなりの業績が出るということであり、株価も業界並みの水準にはなる。 α の業績が出せる会社は、他社と違う決断をする、あるいは多大なリスクを取ったり、コストをかけたりすることを断行できる。そこまでしないと、他社と違う業績やリターンは創出できない。 α を生み出せる会社のマネジメントを「経営」と呼び、 β しか生み出せない会社のマネジメントを「運行」と呼んでいる。残念ながら、全体の3~5%程度の企業しか「経営」と呼ぶに値しないのが日本の実情である。

「経営」と「運行」の違いは会社の「人間集団」のクオリティにある。人材のクオリティが低いと、心理的安全性が担保されず喧々譁々の議論ができず、思い切った決断ができなくなり、「運行」になる。クオリティの低い人間集団に陥る要因として、「予定調和的意思決定」、「人間関係に偏重した経営」といった傾向、同質性が高くダイナミックな意思決定ができない、悪平等、競争原理が働かない、人間関係を過度に重視した意思決定が行われてしまう傾向などが指摘されている。株主に対して受託者責任を負う取締役会がCEOを厳しくモニタリングし、CEOは自身の責任を全うするべく必死になるという構図になっていない。

こうした深層を塗り替えるためのポイントは、人間集団の転回にある。第1にコーポレートガバナンスが非常に重要となる。CEOに絶対的な権限を与え、組閣を行い、CEOの方針に従わない人員は排除する必要がある。第2に、パーパスやビジョンも非常に重要である。ただし、他社と似通ったものでは意味がなく、心に火をつけるような独自のパーパス、ビジョンでなければならない。第3に、徹頭徹尾、経済合理性に基づく意思決定をするためにKPIを設定する。第4に、多くの日本企業が弱点とするファイナンシャル・プランニング&アナリシスや、それを支える管理会計の専門部署の設置も必要となる。第5に、「適材適所」ではなく、「適所適材」が重要である。そのために必要な人材を外部からも調達する。

世界最高のタレントを惹きつけ動機づけるには、経済的及び非経済的インセンティブを付与することが重要であり、そのカギになるのが株式報酬制度である。リクルートの「Ring」やオムロンの「TOGA」といった、従業員を挑戦に駆り立てる社内イベントも重要となる。

(4) 経営者と投資家は本質的には同じ

経営者も投資家も、今投資すべきか否か、どの程度リスクを取るべきかという判断を行う。設備投資や人的資本投資などの判断を行っており、ともに「投資家」である。そして結果が出なければ解任、ファンドで言えば解約される。両者は、本質的には同じと言える。

そうであるなら、経営者は、投資家と組み、投資家の思考や技術を導入することで、経営の刷新に活かすと良い。投資家が企業の社外取締役になる「ボード3.0」が注目を集め始め

ているが、これは日本にこそ役立つアプローチである。投資家を取り込むことで議論が変わると思っている。

投資家も今のままでは不十分だ。会社は誰のものかという不毛な議論があるが、重要なのは皆で良くすることだ。投資家もアクター、プレーヤーの立場から、言うべきは言い、要望すべきは要望する。これまでの日本企業では、経営者と従業員が二人三脚で事業に取り組んできたが、現状は、従業員も経営者も満足度が低い。これを変えるために、投資家をパートナーと位置づけて上手く使えば、企業価値向上に繋がる筈である。皆で株を持ち、企業価値を上げ、その成果を皆で享受する。株主は経営を良くするために働くべきであり、従業員は株主になれば良い。

2. 意見交換

(1) 持株会や従業員による保有比率

第2章で紹介したように、研究会 2023 では持株会や株式報酬制度の意義が論じられたが、参加企業から、投資家の観点で、これらを通じた持株比率の高さを、企業評価の指標にすることはあるのか、という質問があった。

中神氏からは、原理原則として、従業員と株主の利益の一致が会社の思想に含まれているのかという点が重要だと指摘された。例えば GAFAM¹は三位一体経営を体現していると言えるが、彼らは毎年総発行株式の 1%を幹部社員だけでなく一般の従業員に付与している。GAFAM の報酬・人事哲学は共通して、①世界最高のタレントを惹きつける、②株主との利害を一致させる、③イノベーションを起こし、モチベーションを上げ、結果を出す、というものである。

経営陣が株式を持っていないという会社は利害一致が不十分であり、経営陣は本当に株主価値を上げたいのか疑問が生じる。こうした観点から、従業員の自社株保有は重要である。

(2) 適度なバランスが重要

従業員主権と株主主権の議論があるが、どちらかへの偏りが生ずるのは望ましくない。中神氏から、両方を見据えることが重要だと指摘された。会社は人の集まりであり、金の集まりであり、その最適バランスを取っていかなければならない。

経営とは、トレードオフへの直面である。短期と長期の折り合いをつけなければならず、社内融和と社外での競争も折り合いをつけなければならぬ。常にトレードオフの関係にあり、だからこそ経営者が必要とされる。経営は「management」と呼ばれるが、トレードオフをやりくりすることである。単に中間をとるのではなく、より良い解を出すことが求められている。

¹ アルファベット、アップル、メタ・プラットフォームズ、アマゾン、マイクロソフトの略。

経営者や従業員による自社株保有は、本人の資産の集中リスクを伴う一方で、少なすぎても三位一体の経営上、効果が期待できない。このバランスについてどう考えるかという質問に対して、中神氏から、日本企業に二人三脚の風潮があることを踏まえると、従業員プラス経営者で計 10%程度を保有しているのは違和感がないというコメントがあった。従業員の自社株保有については、給与の源泉と保有資産が重なることから、個人としての保有資産の集中リスクという問題がよく指摘されるが、会社へのコミットメント、将来への期待の問題と言えた。

(3) 三位一体経営とファイナンシャル・ウェルネス

参加企業から、三位一体経営、従業員の株式保有とファイナンシャル・ウェルネスを結びつけるコメントもあった。従来、重要な福利厚生制度の一つとして確定給付型企业年金(DB)があったが、DBは勤続年数の長い人が手厚い給付を得られる制度であり、時代に合わなくなっている。自分のキャリアに対してリスクを取り、チャレンジするために転職を繰り返す人が不利にならない方向に状況を変えるのが、株式報酬やDCと思われる。1つの会社で働き続けることを前提としなくなった場合、従業員の資産形成において、株式報酬は非常に重要な選択肢になりうる。

三位一体経営のメリットは、従業員が株主になることで、一般の投資家と同じように自分の会社の経営者は資産を最大化してくれるのか、という見方をすることだと理解できる。従業員側も一株主として経営にモノを申す対等な存在となる。従業員と経営が切磋琢磨して互いに議論していくことで、結果として企業価値が上がれば、三者の資産が増加する。

アドバイザーの野尻氏から、自社株保有については、従業員が「売るタイミング」を持っているかどうかも重要だという指摘があった。単に会社が好きで自社株を持ち続ける従業員を増やすのではなく、時には売ることも含めて、会社の価値を見極められる従業員を作ることが重要ではないか。従業員側に会社を見極める力があり、そのような従業員が自社株を持つのであれば、株式報酬が企業価値の増幅に繋がっていくことも期待できる、という指摘だった。