

2019年12月20日・25日開催 東証主催「企業価値向上経営セミナー」講演録

【第2部】投資家が求める企業価値向上と資本コスト ～対話の現場からの期待～

中神 康議（なかがみ・やすのり）氏

みさき投資株式会社 代表取締役社長

1986年 慶應義塾大学経済学部卒、同年アーサー・アンダーセン（現アクセンチュア）入社

1991年 米カリフォルニア大学バークレー校 MBAコース修了、
同年株式会社コーポレート ディレクション入社

2005年 投資顧問会社設立

2013年 みさき投資株式会社設立 代表取締役社長

現職：「山を動かす」研究会発起人・代表幹事

著作：「投資される経営 売買される経営」（単著）「ガバナンス改革 先を行く経営 先を行く投資家」（共著）「経済学は何をすべきか」（共著）、「ROE最貧国 日本を変える」（共著）など



※上記ご略歴はセミナー当日（2019年12月25日）時点の内容を記載しております。

皆さま、こんにちは。みさき投資の中神でございます。本日はどうぞよろしくお願いたします。簡単に自己紹介をさせていただければと思います。私は大学を卒業しそのまま経営コンサルティング会社に入りまして、約20年間それしかしたことがなかった人間でございます。世の中には経営コンサルタントは嫌い、とおっしゃる経営者の方々が結構いらっしゃいますが、20年もやっておりますとたまにはコンサルタントも良い仕事ができることがあります。経営者とコンサルタントが一緒になって汗をかいながら良い仕事ができると、会社が変わります。会社が変わると価値が上がる。価値が上がると、いつの間にか株価が上がっているという経験が何回もございまして、世の中、意外とシンプルだなと。会社が良くなれば、株価は上がるのだと、強く思いました。

だったらいっそのこと、コンサルタントをやるのではなくて投資家になろうと考えました。投資家になって、自分が素晴らしいと思う経営者、素晴らしいと思う会社に投資をさせていただいて、その会社のために汗をかいて会社が変われば、投資顧問会社としてもきちんとリターンが上がるのではないかと、という仮説を持ちまして、15年前にいきなり運用業界に、引っ越してきた人間でございます。15年前に立てたこの投資モデルのコンセプトが、「働く株主®」ということでございます。皆さん、今日は多分、IRの方が多いかと思いますけど、みなさんが日々接していらっしゃる株主は、基本的には売り買いする株主さんでいらっしゃると思います。時々、物言う株主という人たちも出てきます。でも僕らは何だろうと考えたときに、まさに会社のために汗をかきたい、汗をかいて会社をよくすることに少しでも役に立ちたいと考えていまして、「働く株主®」というものをコンセプトに、15年前からこの投資をやっている人間です。なので、今日のお話はそういう少し変わった経歴を持つ人間が話をする企業価値向上、あるいは資本コストということで、お話を聞いていただければと思います。よろしくお願いたします。

早速、内容に入りますが、「働く株主®」をやって、会社がよくなれば価値が上がります。価値が上がれば、リターンも上がるのですが、それまでにはかなりの時間が必要です。なので、われわれは「働く株主®」である前に、長期投資家であるというふうにご理解いただくと良いのではないかと思います。では長期投資家は一体何を考えているのかということから、少しお話を始めたいと思います。皆さん、投資は難しいということをご理解いただいていると思いますし、私自身も大変難しい、どうやったらこの投資ビジネスをうまくできるのかなというのは常に悩んでいることです。

人間は大体、難しい問題で悩んだときは自分の限られた頭で解を探すより、自分より頭のいい人に頭を借りたほうが良いと思います。頭のいい人はこれまでにどのようなことを言っているか、どのようなことを考えてきたかというのを、押さえたほうが良いと思います。今までの人類の中で、最も頭が良かったのは、この人ではないかと思います。そう、アインシュタインです。そのアインシュタインが、実は投資には成功の原理原則があると言っていて、これが非常に役に立ちます。どうやったら投資事業はうまくいくのか、そのポイントは「複利」です。複利を理解する人はお金を手に入れ、複利を理解しない人はお金を捨ててしまう、と言っているのです。複利効果こそが、安定的な投資リターンの源泉なのです。

他にも世の中には賢い人がおりまして、僕らの世界でいうとウォーレン・バフェット氏です。バフェット氏は常に複利表を自分の脇に置いているそうです。4%で回る資産、8%で回る資産、12%で回る資産があるとして、短期投資家の目で見ればたかが4%の違いではないか、となります。しかし本当にそうでしょうか。これが10年、20年、30年たったときに、そのわずかなパーセンテージの差がどういう投資リターンの差になるのかということを考えてみて下さい。バフェット氏もアインシュタインと全く同じく、複利効果こそが安定的な投資リターンの源泉だと言っています。

他にも人類の英知の方々が複利効果に関して言っていることは多いのですが、いずれにしても投資事業をやろうと思うと複利効果が大事だということです。なので我々の期待は、皆さんの会社が複利効果を出してくれることです。投資家はすぐROEやROAに言及し、そのわずかな数字の違いに拘ると思われるかもしれませんが。ですが長期投資家であればあるほど、そのわずかな数字の差がものすごく大きな投資リターンの差になるということがよく分かっているのです。みなさんにこの複利効果、このわずかな違いを追求してほしいということが、長期投資家の基本的な願いです。

では、どのレベルの複利効果を出せばいいのかということですが、それが今日のテーマである『超過利潤』になります。何かを超過した複利効果を出してください、ということです。では何を超えるのか、何を超過するのかというと、資本の生産性、例えばROEやROAが今日の主題である資本コストを超えていれば、超過利潤ということになるわけです。コーポレートガバナンス・コードの第1回目は、資本生産性にかなりフォーカスが当てられました。だからROEを最低8%ぐらい出してくださいと伊藤レポートほかにありまして、このような話が随分あったかと思います。なので急にROEに光が当たった

わけですが、今回のコーポレートガバナンス・コードの改訂では、資本コストに光が当たっています。これを両方合わせるとようやく超過利潤という考え方になるわけです。その文脈をぜひ皆さんにもご理解いただいて、自分の会社は実際に超過利潤が出ているか、ということを考えていただきたいと思います。

超過利潤が何かについて、もう少し厳密に考えてみようと思います。一言で資本生産性といっても、色々な指標があります。ただ、この指標の並び方（スライド4:「超過利潤」にもいろいろある）がすごく大事だと我々は思っております。それは何かというと、まず右側の資本コストから見てみます。資本コストとして、**Weighted Average Cost of Capital (WACC)** といわれるものがあります。これはバランスシート右側全体でお金を調達しているわけですから、その平均資本コストというものが算定されるわけです。だからこれを超えてください、皆さんの会社の資本生産性が **WACC** を超えてくださいということになります。**WACC** はバランスシートの右側全体なので、バランスシートの左側全体、アセット全体から生まれている資本生産性が、これを超えているかが最初のハードルになるわけです。**ROA** が **WACC** より高いですかというのが、最初の質問になります。

それからアセット全体の中には少しの現預金、また会社によっては少しの遊休不動産など事業に直接には使われていない資産がある程度ありえます。それがすごく少なければ、事業に使っている資産である **Invested Capital (IC)** は事業に使ってない資産を含むアセット全体と限りなくイコールになり、この会社は余剰資産を持たずに、かなりリーンに経営されている良い会社となるわけです。したがってアセット全体と **IC** の関係がどうなっているか、さらに言うと事業リスクに応じて財務レバレッジが適切にかけられているかもポイントになります。**ROE** と **ROIC**、**ROIC** と **ROA**、**ROA** と **WACC** の各々の関係がどうなっているかを見ています。我々は頻りに様々な会社さんに対してこの関係を当てはめてみますが、余剰資産が大きい会社は **ROIC** と **ROA** の差が広がり、全くレバレッジがかかってなければ **ROIC** と **ROE** は全然変わらなくなります。このあたりの関係性を見た瞬間に、この会社はどのぐらいバランスシートをコントロールできている会社か、というのがリトマス試験紙的に分かります。

今日は資本コストがテーマですので、資本コストが一体、企業経営において何を意味するのか考えていきたいと思います。資本コスト概念が浸透していくとどうなるのかという点ですが、皆さん誤解されているのは「企業は成長すれば価値が上がる」と単純に考えられている方があまりにも多いことです。成長すれば価値が上がる単純に思い過ぎだと思います。現代金融理論の **ABC** によれば、それには条件が付いていて、超過利潤が今プラスの会社ならば、確かに成長すれば価値は上がります。でも今、超過利潤も出せてない会社が成長するとどうなるかというと、逆に価値を毀損するスピードが高くなり加速的に価値を破壊するというのが、大変残念ながらこの金融理論の **ABC** です。資本コストは突然、この日本の企業経営シーンに出てきた言葉のように思われるかもしれませんが、この資本コストを上回る、資本生産性を上げる、超過利潤を上げる、これは、もう今後の企業経営にとって至極当然、当たり前ということに時間をかけてなっていくと私は考えています。

ではどうやったら超過利潤を出せるのかということ、少し考えてみたいと思います。まず資本生産性サイドから少し話を進めていきたいと思います。これは神戸大学の三品先生の著作にあったデータをそのまま引用していますが、三品先生は日本企業の様々な業績を極めて長期で分析されているわけです。この左側のグラフは、日本の会社は成長してないとよく言われるが意外と成長している、というものです。確かに売り上げは伸びていますが問題はそこではなく、右側の営業利益率が低減傾向なことです。これが日本の企業経営の問題だということを、長期的なデータを基におっしゃられています。これは何を言っているかということ、当然ながら ROA、ROIC、あるいは、ROE のことです。全ての R に関わるどころ、利益の率です。これが薄まっている。薄まると当然、資本コストを上回ることは難しくなる、という話です。

成長したいというのは皆さんの切なる願いだと思いますが、成長するときには当然ながら、投資もしないのに自分だけ成長できるような甘いものではないわけです。なので投資をしていくわけです。スライド8は法人企業統計ですが、ずっと昔から取ってみると、このグレーのバーが固定資産で企業の固定資産は着々と積み上がっている。一方で、そこから上がってくる粗利・付加価値が、ブルーのバーですがほとんど横ばいです。折れ線グラフがいわゆるリターン・オン・インベストメントで、投資をしてそこから上がってくるリターンですが、これも実は昭和55年のときから右肩下がりです。もちろん成長したい。成長したいから投資をする。投資をするけどそこから利益が全然上がらない、ということになりますと、まさに資本の生産性が下がっていることになってしまうわけです。

それから成長するということになりますと、当然、今の企業経営の中では M&A は当然の選択肢です。スライド9は過去、割とメディアを騒がした華々しい M&A のリストです。テレビあるいは新聞に、日本の会社もついにこういう会社を買えるようになったかというようなリストですが、これが一体、どういうことになったかというのが右側に書いてあります。大変な金額で買ったのですが、大変小さな金額で売らねばならなかったのです。のれん代の償却で巨額の損失が出たとかです。追加経営支援、リストラ、清算というような形で評価損もたくさん出ました。

成長したい、だから M&A。それはそれで良いのですが、どうも高い値段を出し過ぎたりすることも間々あって。M&A は経営者としては非常にアドレナリンが出ることで、乾坤一擲の勝負をやりたくなることが多いと思いますし、証券会社さんから競争相手は高い値段を出してきていますがどうしますか。こんな案件はもう二度と出ませんよ、と言われたらつつい高い値段を出してしまう傾向があるように思いますが、そういうことをやると結局、後輩の皆さんにのちのち迷惑を掛ける。ただ単に後輩に迷惑を掛けるだけでなく、買った瞬間から当然アセットとかインベスティッド・キャピタルが大きくなっているわけですから、そこで資本生産性が下がりますので、かなり慎重に考えてやらないといけません。

次は、投資家と経営者の方々でよく議論になりますが、一体現金は幾ら持ったらよいかについてです。投資家は現金をたくさん持つことなく還元に戻したらどうですかというような話が多いように思いますが、ここはあまりお互いに感情的にならずに少し冷静に因数分解して議論してみましょう、ということです。現金を幾ら持つべきかに関してはまず、定常的資金、例えば売り上げの何カ月分とか、リーマンの時期には賞与の部分も持たなければならないものがあると思います。これは割と合理的に、それほど議論にならないところです。

経営者の方々と話をしているのが、例えば大規模な投資資金が突然、突発的に必要になることもあるのでそのためにお金を貯めておきたい、というものです。そうかもしれません。そして危機対応資金もあります。例えばリーマン・ショックみたいなことがあったときにどうするのか、防衛的に現金を持っておかないと駄目ではないか、という話もあります。確かにそうだと思います。意外と100年に1度の危機とかいうのが10年に1度ぐらい来るので、この危機対応資金は持つべきだと思います。ただここで少し考えなくてはならないのは、一体幾ら持っていたらよいかということです。

多分皆さんがやられている事業より、もっと危機に瀕しやすい事業、業績の変動性が激しい事業は、投資事業だと思います。事例で申し上げますと、私、前のファンドをやっていたときに、リーマン前のファンドサイズからリーマン後にどうなったかということ、5分の1のファンドサイズになりました。解約があったのです。別に運用成績が悪かったからではないのに、サイズが5分の1にまで落ち込みました。運用会社にとって預かり資産が5分の1になるのは何を意味するのかということ、売上高が5分の1になるということです。皆さんがやってらっしゃる事業で、一気に売上高が5分の1になることはないと思います。投資事業はそれだけ非常に脆弱でリスクの高い、変動性の高いビジネスです。

そんなビジネスで我々が持つべき現金水準をどう考えているかということ、一つの投資先の社長に教わった考えでして、その会社は比較的現金を持ってらっしゃいました。一体、幾らが最低現金水準だろうかという話をしたときに、その経営者の方が見事におっしゃったのが、中神さん、2年分の人件費だけを持たせてほしい、と。思ったより頻繁に危機は来ます。売上高は落ちる。利益も急激に落ちるときがある。でも、そういうときに、一生懸命働いてくれている従業員の皆さんに少なくとも2年はちゃんと給料出したいと思っている。だから2年分は持たせてほしいと。ただなぜ2年分かというと、2年でそういう厳しい局面を切り抜けられない経営者は僕は失格だと思う。だからもし僕がそれを切り抜けられないのであればその職を去るべきであると考えている。だから2年分なんだと。その話を聞いて非常に感銘を受けたことを記憶しています。我々も簡単に5分の1に売り上げがなったりするので、今、一生懸命、2年分の人件費を会社にためているところでございます。

どれが良いロジックなのかは分かりませんが、大事なことは、思考停止をしてとにかく危機が来るから貯めておくとか、大規模な投資資金が必要になるかもしれないから貯めておく、ということではなく皆さんなりのロジックを持って最適な現金水準というのを固めていただく必要があります。現金を持ち

過ぎていると、当然アセットが大きくなるわけです。アセットが大きくなると ROA が下がるわけです。そうすると超えなきゃいけない資本コストが厳しくなるわけです。なのでそういったことも考えながら、この現金水準も考えられてはどうかと思います。

株主還元も、皆さんとよく議論になるところだと思います。スライド 11 のデータをベースに話をしていきます。左側が日本の会社とアメリカの会社の配当性向です。われわれは仕事柄、有価証券報告書をよく読みますが割と多いのが、わが社は大変株主を大事にしております、なので安定配当を旨としておりまして配当性向を 3 割に設定しております、という文言です。配当性向 3 割が、よく出てきます。それが、この山です。配当性向 3 割の社数が圧倒的に多いのです。

一方で、あの株主資本主義の権化であるといわれているアメリカでは配当性向が一番多いのは、なんと 0% です。その次に多いのが 100% 以上です。一切配当しませんというのが一番多いです。稼いだ利益より配当するというのが 2 番目です。これは何かというと配当性向 0% というのは、高い複利、高い資本生産性であなたから預かったお金を回すので、あなたたちもお金返されるのは困るのではないかと、ということです。確かに困ります。投資家は企業が複利で長く回してくれたほうが、はるかにいいわけです。だから、いいですよ配当しなくても、というのが、あの株主原理主義のアメリカの一種の契約です。投資家と経営者の握りです。僕らには十分な投資機会がある、十分な複利で回る投資機会がそこにあるから配当はしないほうがいいよね、そうですね、というのが、この左端の棒グラフです。

一番右端の棒グラフはその逆で、今は申し訳ないけど僕らは高い複利で回せられない、回す投資機会がないから返します、ということです。投資機会がないので投資家に戻していただいて、投資家は他の高い複利で回るところに投資をします、資金の再配分をします、というのが、アメリカの基本的な握りだと思います。会社は本当に千差万別なはずで、業界も違えば業界の中のランキングも違います。そこでは見えている事業機会、見えてない事業機会、ばらばらなはずで、日本ではなぜ皆 3 割なのでしょう。絶対におかしいと思います。そんなことで企業経営がうまくいくのか。企業間競争を勝ち抜いていけるのか。私は横並びでそういうことができるとは思いません。

一方で、右側のグラフは総還元性向です。これは自社株買いが入ったものです。日本の会社はこれも同じく 3 割の所に、ほぼ固まっています。一方で右下のアメリカの会社はどうなっているかということ、配当を全くしない会社でも、自社株買いは割とします。みんな自社株買いしています。総還元性向でいうと 100% 以上です。これはなぜかということ、株式市場は皆さんの会社に勝手に値段を付けます。それで 1 日に 5% も、10% も上がったり下がったりするわけです。でも皆さんの会社には、価値というものがあるはずで、その価値が 1 日に 5% も 10% も動くはずがないです。価格と価値は違うのです。だから逆に、自分たちの会社の価値はこうだと思っているのに、株価が継続的に下がったら、そこは経営者として、おいおいあなたたち間違っていますよ、僕らは自社の価値をこれだけだと思っていますよ、この株価おかしいよ、というメッセージを出すというのが一つの在り方です。

あともう一つは、自分の会社のことは自分が一番よく知っているわけです。だからこの会社の価値がこの値段で売られているのだったらそれは良い投資対象ではないか、というのがアメリカの経営者の感覚です。自社の価値を分かっているから、価値と価格が違うというのも分かっているから、勝手に動く株価に対して自社株買いを敢然としていくというのが、基本的な考え方です。ぜひ皆さんも自社の価値というのは、一体幾らなのかということを考えていただくと、絶好の投資機会、あるいは絶好のメッセージの機会が訪れているはずですよ。還元をしないのは何故かということ、投資の準備があるからという話があったりします。M&A で株式交換で使うからという話が、まことしやかに言われることも多いですが本当にそうか、あるいはそれを言い訳にしてアセットとかエクイティが水ぶくれしているのではないかと。そうするとまた資本コストを超えるのが大変になるわけです。それが本当にいいのかなというふうに思います。

あとは、持ち合い株式も、先ほどの『みさきの黄金比®』と私が呼んでいるものをベースにすると少し分かりやすいと思います。持ち合い株は基本的に余剰資産、事業に使ってない資産です。そうすると、これをたくさん持つと ROIC と ROA の差ができますし、その株式の評価次第では、ROE が上下します。ROE が上下をすると資本コストが高まるわけです。こういう持ち合い株をたくさん持ってらっしゃる会社は、エクイティも大体分厚い会社が多いので、そうすると資本コストを上回りづらくなります。持ち合い株持たれても良いのですが、自分で首を絞めている可能性がありはしませんか、という話です。

次に、みさきは実際どれだけの対話をやっているのか、という話を少ししてみたいと思います。この会社の場合は、非常に老舗の、競争力があっていい会社でしたが、割と長いこと経営インフラに手を入れてこなかった、再投資してきませんでした。だから物流施設だとか事業所も古かったです。まだ女性があまり働かなかった時代の名残がありまして、非常に寒い所に女子トイレがあっただけでいい感じだったみたいなこともありました。あとは当然、IT システムに投資をされてなかった。人事制度も刷新されてなかった。サステナビリティに対する不安が非常に募りました。

あとは成長。長期投資家としては当然ながら、中身のある成長をしてほしい。そのときに例えば海外はどう考えるのか。新しい製品、事業はどのように考えるのかという、長期的な成長というのが非常に気になるころでした。ただ、ここに割と短期的な外部投資家がいて、海外投資家が 2 割ぐらい持っている会社でした。この投資家が長期低水準の ROE に問題意識をぶつけてきていて、社長としてはその対応にも追われているというような状況でした。なので我々のエンゲージメントのテーマは長期的に先行投資をして、きちんとサステナブルな会社にしよということもさることながら、短期的な株主からもどうやって信任を得るか、改革を進めるか、同時にやらなくてはならなかったのがこの事例でした。

まず短期の株主は大体バランスシートのことを言うてくるので、バランスシートの分析を始めました。

確かにこの会社のバランスシートは純資産が分厚く、だからせつかく出ている純利益でも ROE が低くなっていました。ここを株主に言われていました。ただ僕らが思ったのはこの会社の本質的な課題は ROE ではない、そこだけでもなく売掛金の厚さ、買掛金と比較したときのバランスの悪さでした。あるいは在庫、有形固定資産、インベスティッド・キャピタル (IC) です。IC をこれだけかけているのに、これだけの純利益なのか。IC が厚過ぎるのではないか。だから、ROIC が 7% 強しか出てないのではないか。これだけ競争ポジションが良い会社なのに。これをどのように考えるかというのを考え始めました。

実際にキャッシュ・コンバージョン・サイクルを見てみると、この会社、圧倒的な業界トップの会社ですが、支払いにはここに現金払いで、受け取りはサイトが長くてもいいですよという実態でした。なので結果的にキャッシュ・コンバージョン・サイクルが 115 日にもなっていました。繰り返しですが、競争ポジションは、競合他社と比べてはるかにこの会社の方がいいわけです。同じサプライヤー、同じ卸先を持っているのにこういうことでした。ここがうまくできると良いのではないかと考えて、いろいろ提案をしました。

とにかく ROE を上げなくてはいけないのは間違いない。左側が今のバランスシートです。当時アマダさんが総還元 100% やりますと言ってアマダショックがあり、すごく株価も上がりました。なので総還元 100% を検討しましたが、これをやっても ROE は上がらないわけです、当然。出た利益をそのまま還元しているだけですから、ROE は変わらずバランスシートも何も変わらない。だからキャッシュ・コンバージョン・サイクルも変わらないし、資本コストも変わらないということです。全然良い策ではないため、このようなことをやったとしても会社の本質的な価値には結び付かない。なのでまずは、キャッシュが厚過ぎるかもしれないので還元を追加してみますかと考えました。確かにここで還元をすれば現金が少し減ります。同様に純資産も減るので、ROE が少し上がります。でも相変わらず資本コストは変わらないのでこれを上回ることができません。

つまり株主価値を破壊していることは変わらないので、短期的な物言う株主は許してくれないのではないかと、どうしたら良いのか、ということで例えばレバレッジをかけてみるか、などを考えることにしました。当然負債のほうが資本コストは低いわけですので、レバレッジをかけることで資本コストを下げ、一方でレバレッジはかかるので ROE が上がるということをやるのはどうだろうか、D/E レシオを 1 倍にしてみたらどうだろうか、などです。この会社はリーマン・ショックの時でも赤字になっていない、ものすごい競争ポジションが強く、そう簡単に赤字にはなりません。過去 60 年間一回も赤字になったことがないぐらいビジネスリスクは低いわけです。ビジネスリスクが低いから、多少レバレッジをかけることは問題ないだろう。例えば 1 倍だとしてみると、もの見事に WACC は下がりますし、ROE は上がります。確かに株主価値が創造され始めましたということになるかもしれません。

でもこれはただ単に金融テクニックを少しやっているぐらいの話で、そんなことが会社の価値を上げることかという僕は少し違うと思います。このキャッシュ・コンバージョン・サイクルにしっかりと

手を入れ在庫を減らす。買い掛け、売り掛けのバランスを適正化していく。それをやったらどうなのか、というふうに考えると、驚くべきことに ROE は 3 倍まではいかないですが、2 倍ちょっとになります。資本コストも圧倒的に下がるわけです。加賀谷先生の言う資本生産性が高まり、資本コストが下がり、それからこの後ダイキンの高橋さんがおっしゃる、率の経営というのが本当に実現されて強い会社になるのです。キャッシュが凄く生まれる強い会社になります。キャッシュが凄く生まれる強い会社になると何ができるかという、当然、より強い攻めができるわけです。M&A にも出られるかもしれないです。もっと戦略の自由度が高まるわけです。これをやりましょう、それで海外事業なり、新しい事業に発展していきましょうよ、というのがこのときのわれわれの、エンゲージメント事例でした。

このようなことをやりながら、資本生産性をどのようにコントロールして上げていくのか、という話をしましたが、次は資本コストをどうするかです。今日、加賀谷先生が極めて学術的に本当にレベルの高い資本コストの話をしてくれたと思うので私からはあまり大きくいろいろ言う必要はないかと思いますが、先ほど申し上げたとおり、私は会社には価値があると思っています。その価値は、価格とは違うと思っています。加賀谷先生のおっしゃったベータとか CAPM というのはノーベル賞を実際に取った理論ですが、それが本当に偉いのか、正しいのかというのは、すごく違和感が実はあります。

私も一応、アメリカのビジネススクールで教育も少し受けたので、もちろん理論はたたき込まれてはいます。なぜ僕はそこに違和感があるのかという、CAPM は、基本的には「絶対価値」主義じゃなくて「相対価格」主義なのです。マーケットが 1 動いたらこの会社の株価はどれだけ動くのか、というのがベータという考え方で、それが CAPM の核心です。これは両方とも相対的な価格です。相対的な株価なる、あまり当てにならないものを基礎とした理論がそんなに偉いのかというのが私の違和感で、もっと企業経営のリアルはあるのではないかと考えています。ただ、CAPM がいう企業の固有リスクというものがあって、それはリスク・フリー、プラスリスク・プレミアム、それでキャッシュフローを割り引くと、会社の価値が当たらずとも遠からず出るということ自体には同意をします。なので僕の問題意識はベータをいかに企業とか事業の実態に近づいたものにするのかというのが大事だと思っていて、理論的にはそんなに正しくないのかもしれないですが、われわれのトライはこんなことをやっています。

僕らがエンゲージメントしていたこの会社の場合株価のベータは 1 でした。だからマーケットが 1 動くと、この会社の株価は 1 動きます。CAPM どおりです。でも業績の変動はどうなのかというのが僕らの問いで、日本企業全体の業績が 1 動いたときに、あるいはこの産業の利益が 1 動いたときに、この会社の利益、業績はどれだけ変動するかというのがすごく大事だと考えていました。実際企業のファンダメンタルのベータがどうなっているのかを試算してみるとすごく高かったのです。1.6 から 2.7。どうも 1 を適用するというのは、ただ単に株価の相対的なことをいっているにすぎないなと思ったので、リアルな資本コストはもうちょっと違うのではないかと思い、取りあえずこのときはいったん株価のベータとファンダメンタルのベータの中間値を取って、1.7 というものを当てました。我々は資本コストの水準が違うのではという話をしながら、実際のエンゲージメントを進めることをやっています。

もう一つ、違う例を話します。皆さんの会社ももしかしたらいくつかの複数事業ライン、事業ポートフォリオがあるかもしれません。この場合、セグメントごとにA事業セグメント、B事業セグメント、それぞれに競争相手も違います。なので競争相手が一体どういうところなのか、競争相手のベータはどうなっているのか、マーケットベータそれからインダストリーベータはどうなっているのか。それからストックです。これは通常のベータで、これがどうなっているのか。それをいろいろ見ながら考えると、A社さんのベータはこのようなものだ、B社さんのベータはこのようなものだ、というものに税率の違いを踏まえ、レバレッジがかかっている、かかってない、というのもありその辺を調整すると、この事業セグメントのベータ、アンレバーのベータはこのぐらいだろう、というのが出てきます。

なので皆さんの会社の事業を評価するときにも、この資本コストが大事ではないか、ということ丁寧な一個一個やっていきます。こういったものを丁寧に資本コストを推定していった上で、先ほどから申し上げている価値、価格じゃなくて価値は一体幾らなのかというものを、事業セグメントごとにやっていきます。価値というのは、今出ている売り上げとか今出ている利益が絶対だとは考えていません。事業は良いときもあれば悪いときもあるわけです。この事業が巡航速度で出せる売上額は幾らぐらいなのか、巡航速度で叩き出せる利益額はどれぐらいなのか、キャッシュフローでみるとどのぐらいなのか、というものを求めます。これを先ほどから算定した資本コストで割り引くと、このぐらいの価値は絶対にあるはずではないか、というのを足し合わせていくのが全体の企業の価値ということになります。

先ほども登場したバフェット氏が、「価値と価格は別物だ。価格はあなたが払うものであり、価値はあなたが手に入れるものだ。何故それを一緒にするのか」と言っています。われわれも全くそのとおりだと思っています。株価は払う値段ですが、得られるのは企業の価値です。その企業の価値が一体幾らなのかというものをきちんと算定をしておかないと投資も間違えますし、皆さんの経営も間違えます。自社株買いが適切なタイミングでできない。あるいは、M&Aのときにやたら高い値段を出して買ってしまふということが頻発していくと思います。なので資本コストの議論はまさしく企業価値の概念にほかならない、直結しているというふうに考えております。

最後に何枚かお話をさせていただきます。企業の経営は皆さんが社内で喧々諤々の議論をして少しずつよくなっていく、それが本当に実態だと思います。ただ会社が大きく変わる時は単に社内での議論だけではなくて、相対してる市場との軋轢や誤解や摩擦や、それを乗り越えることで大きく企業経営というのは進化するんだというふうに思います。日本のお客さんは世界で一番厳しい、日本の消費者は世界で一番厳しいという話はよく聞かれます。あるいは日本にはやたら競争相手が多いという話もよく聞かれます。それがいるのが製品サービス市場です。だから日本の企業経営者は、世界で一番厳しい顧客に鍛えられたから世界に冠たる製品やサービスが出せるようになった。昔は日本製というと本当に安かろう悪かろうだったと思います。ただそこを大きく乗り越えてきたのは、この市場との誤解や摩擦や軋轢があったから乗り越えた。

一方で私がまだ小さかった頃は、意外とストとか労働争議とか、電車が止まるとか結構ありました。今でこそ日本の会社は従業員の皆さんと一体感があって運営されていますが、昔は結構、労働市場との間に軋轢や誤解や摩擦が山ほどあったと思います。でもそれをどうやったら乗り越えられるのか、どうやったらいい形の経営になるのかというのを、真剣に悩んで取り組まれた結果、これだけのいい労使協調の会社になっていったと思います。

今いきなり投資家と対話すべし、という話があり、一体誰と対話するのか、売り買いしているだけの株主、あるいは物を言っているだけの株主なのか。そういう人たちと摩擦があったり、誤解があったり、軋轢があったり、やいのやいの言われたりする、でも、これを乗り越えることができれば、多分日本の企業経営は格段に進化するのではないかなと思います。資本市場には当然、銀行さんがいらっちゃって、戦後、銀行さんはものすごく産業に資する役割を果たされましたが、多分株主は日本の企業経営シーンで1ミリも役に立ってきたことがないと僕は思うので、僕ら自身も一生懸命役に立ちたいと思います。投資家と経営者が真剣に向き合い、僕らがさっき言ったようなちょっとややこしいようなファイナンスの理論を企業経営に取り込めないのかということ、ぜひ皆さんが真剣に考えていただくことで企業経営はものすごく良くなると、私は確信をしております。

私の話は、以上でございます。ありがとうございました。