

市場原理に基づく価値創造マネジメント

柴 山 慎 一

戦後50年の日本経済の成長を支えた、関係当事者のみに通用する「企業原理」というべき部分最適パラダイムは、プラスサムの安定した成長経済のもとでは有効に機能したが、ゼロサムの不安定な流動経済のもとでは企業価値を破壊する結果になっている。いま求められているのは「市場原理」の全体最適パラダイムであり、このような概念を取り入れることで、日本企業は昨今の低迷から抜け出し、企業価値を創造していくことが可能になる。

市場原理の考え方を導入するには、企業価値に基づく目標設定と意思決定を行うこと、市場原理を導入した事業部門管理を行うこと、市場原理をベースに入れた人材管理・インセンティブ制度を導入すること、グループ経営にも市場原理の視点を取り入れること——が必要である。さらに、このような新しいパラダイムを定着させるには、徹底したディスクロージャー（情報開示）を行うことと、強力なCFO（最高財務責任者）を選定・育成することも重要となる。

日本企業の価値創造・ 価値破壊の実態

1 価値破壊になりがちな本社ビル建設

多くの創業経営者の夢は、株式を公開することと立派な本社ビルを構えることである。株式公開時の資本市場からの調達資金で本社ビルを建てるケースもある。このような資金の使い方は、株主の期待に応えているのだろうか。答えは、多くの場合ノーである。

新規に株式を公開するような企業の本業は「成長ビジネス」であり、株主の期待する利回り（投資収益率）は、少なくとも素人の手掛ける「不動産ビジネス」よりは高いものである。本業の成長に期待して投資した株主の資金が、本社ビルに投資されてしまうということは、その資金がより収益率の低い使い方をされてしまうことになる。すなわち、価値

破壊の結果を生むことになりがちである。

土地神話の生きていた時代には、不動産への投資が含み益をもたらすことで、株主の期待する収益率を上回ることも多かった。すなわち、本社ビルを構えることが価値創造に直結することもあった。しかし、土地が本業よりも利益を稼ぐ時代は過ぎ去っており、本業においていかに収益性を高め、価値創造を図るかが企業の生命線を握っている。

2 企業の創造する「価値」とは

ここで、企業活動によって創造または破壊される「価値」について整理したい。

一般的には、製品やサービスを通じて顧客に高い付加価値を提供することが、企業の存在価値である。さらに、企業を取り巻く従業員、地域社会、取引先など、あらゆるステークホルダー（利害関係者）に対しても高い付加価値を提供し続けることが、本質的に企業が生み出す広義の「価値」といえるだろう。

この広義の価値を提供した結果が集積されて企業の業績が決まってくると考えると、この業績を財務的に表現したものを客観性のある「価値」としてとらえることができる。

本稿では、このような客観性の高い財務的「価値」を「企業価値」とみなして論じていく。「企業価値」を決めるのは、過去の業績よりも将来の業績である。将来にわたって予想される業績を現時点で評価したもの、すなわち財務的に表現すると、将来予想されるキャッシュフローを現在価値に割り引いたものが「企業価値」である。この値は、金融資本市場が合理的かつ効率的であれば、株式（株主資本）の市場価値と負債（他人資本）の市場価値との合計値と等しくなるはずである。

3 株式時価総額の推移でみた企業価値の変化

そこで、「企業価値」の市場における評価である株式の時価総額の推移をながめてみる（時価総額の短期的な変化は、金利や政治的要素の変化や投機的な動きなどによって左右されることもあるが、長期的な変化は企業の基礎的な価値の変化をかなり正確に表している）。東証一部上場企業の時価総額でみると、ピークの1989年12月の591兆円から98年9月では246兆円にまで減少、すなわち約6割、345兆円もの価値破壊が発生している。

このように、マクロ的には厳しい状況にあ

表1 価値創造企業ベスト10社（東証一部）

	企 業	株式時価総額（億円）		
		1988年3月	98年3月	10年間増加額
1	トヨタ自動車	47,785	135,048	87,263
2	ソニー	11,352	46,013	34,661
3	セブン-イレブン・ジャパン	4,084	38,063	33,979
4	本田技研工業	15,812	46,772	30,960
5	キャノン	6,275	26,132	19,857
6	ブリヂストン	8,291	24,850	16,559
7	イトーヨーカ堂	14,137	30,006	15,869
8	任天堂	2,147	16,292	14,145
9	富士写真フイルム	11,555	25,525	13,971
10	ローム	1,112	14,310	13,198

出所）野村総合研究所

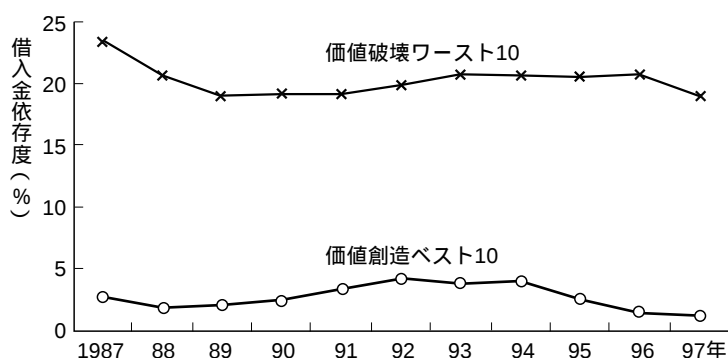
っても、個別にみると価値を創造し続けてきている企業も多い。88年3月から98年3月までの10年間の株式時価総額でみると（88年3月の日経平均は2万6,320円で、いわゆるバブルに入る前に当たり、この時点との比較はバブルの影響を捨象していると判断できる）、東証一部上場企業のうち、949社（約80%）は価値を破壊しているが、239社（約20%）は価値を創造している。

価値創造企業のトップはトヨタ自動車で、10年間で8兆7,263億円の価値創造をしている。以下、表1のように、ソニー、セブン-イレブン・ジャパン、本田技研工業、キャノンなど、そうそうたる企業が名を連ねている。

4 規制の有無が価値創造・価値破壊を決める

一方、同様にこの10年間の価値破壊企業の上位（ワースト）20社の内訳をみると、12社が銀行、3社が証券会社、3社が公益インフラ企業となっており、市場原理の概念が働き

図1 価値創造ベスト10と価値破壊ワースト10の借入金依存度



注1) 数値は各10社の借入金依存度の単純平均値

2) 借入金依存度 = 長短借入金合計 ÷ (有利子負債 + 株主資本)

出所) 各社の有価証券報告書より野村総合研究所作成

にくい規制産業ほど価値破壊が進んできたと判断できる。

しかし、数年前まで銀行や証券会社が株式時価総額の上位を占めていたことを考えると、この数年で環境が大きく変化してしまったと考えざるをえない。つまり、規制が競争を減らし、超過利潤の源泉となって企業活動に有

利に働く時代から、逆に規制が環境変化についていけない体質を生じさせ、企業活動に不利に働く時代へと変化してしまったのである。

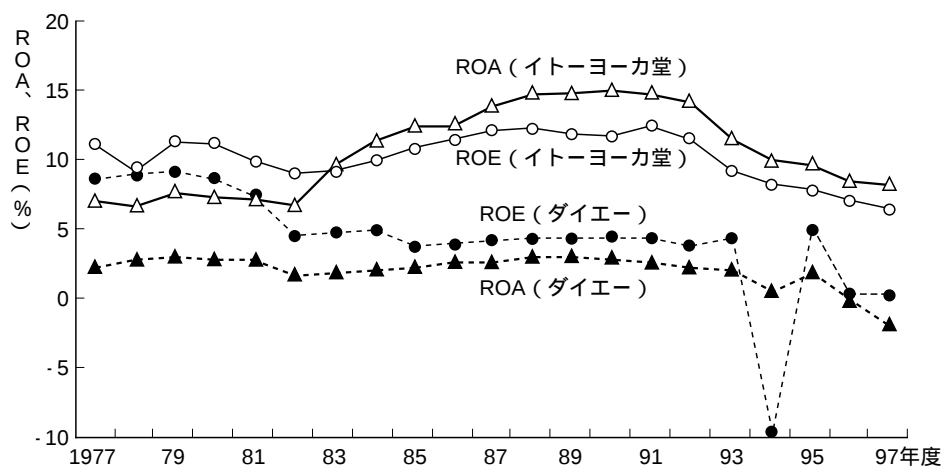
5 価値を創造していれば資本市場との距離が近くなる

価値創造をしてきた上位（ベスト）企業と価値破壊をしてきた上位（ワースト）企業とを比較すると、資本市場での資金調達のウェー

ートが高い企業、言い換えると「資本市場との距離」によって、価値を創造してきたか、破壊してきたかの判別ができる。

図1に示すように、キャピタリゼーション（有利子負債 + 株主資本）に対する長短借入金の比率を価値創造ベスト10社と価値破壊ワースト10社（いずれも銀行・証券会社を除く）で比較すると、価値創造企業ほどその比

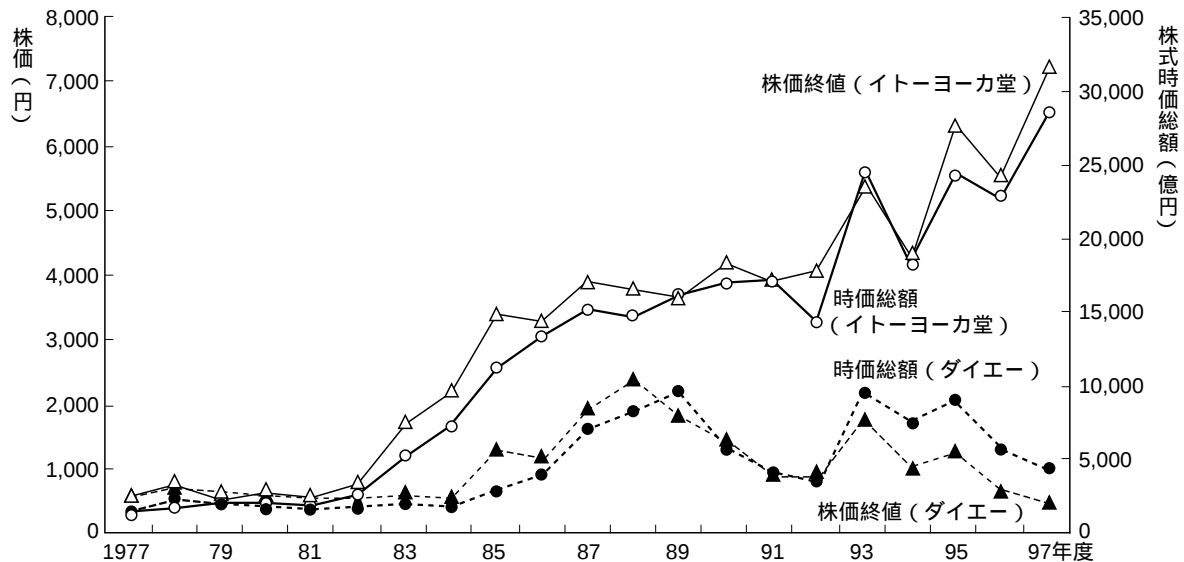
図2 イトーヨーカ堂とダイエーのROA、ROEの推移



注) ROA: 総資産利益率, ROE: 株主資本利益率

出所) 両社の有価証券報告書より野村総合研究所作成

図3 イトーヨーカ堂とダイエーの株価と株式時価総額の推移



出所) 野村総合研究所

率が低い。

これは、価値創造ができている企業は、高格付けと高株価を背景に資本市場からの資金調達比率を高くすることが有利になり、同時に経営危機に陥る可能性も低いために、最後の拠り所としての銀行を保持している必要もない、そのため、銀行ではなく、市場原理を追求する資本市場を主な資金調達源として活用できた、その結果、市場原理に揉まれることにもなり、株主や債権者（社債権者）を意識せざるをえず、さらなる価値創造が図られた——という好循環になっていたととらえることができる。

6 イトーヨーカ堂とダイエーにみる 価値創造・価値破壊

ここで、流通業界の両雄といわれるイトーヨーカ堂とダイエーを比較しながら価値創造と価値破壊の実態を確認したい。イトーヨーカ堂の利益（価値）志向、ダイエーの売り上げ（規模）志向というのは、売上高、利益や総資産の絶対額の推移からも読み取ることができるが、図2のようにROA（総資産利益

率）で比較すると、その傾向は顕著になる。

ここ数年はイトーヨーカ堂も低迷してはいるが、その水準はダイエーに比較すると圧倒的に高い。

土地から取得する出店方式のダイエーと、賃借・アウトソーシングを進めて自らは本業に特化するイトーヨーカ堂のROA、さらにはROE（株主資本利益率）には大きな格差が生じている。この結果、図3に示すように、株式時価総額でとらえた価値創造・価値破壊の状況は、両社の明暗を表している。

このような価値創造・価値破壊の状況に格差が生じるようになった第1の理由は、「環境の変化」である。借金をして土地を取得することを基本方針にしたダイエーの出店方式は、土地神話経済のもとでは含み益の増大が資金調達力の増大を生み、それによって事業拡大が進められ、価値創造が図られた。しかし、土地神話経済が崩壊したもとでは借り入れ負担のみが残り、その元利金の支払い負担が足かせとなって本業からの利益を圧迫する結果となり、価値破壊が進んでしまった。

格差の第2の理由は、「資本市場との距離」

の違いである。キャピタリゼーションに対する長短借入金の比率は、1998年末の連結決算でみると、ダイエーが68.9%であるのに対して、イトーヨーカ堂は1.1%と銀行依存度が非常に低い。また、株主構成における外国人持株比率も、ダイエーが4.1%であるのに対して、イトーヨーカ堂は21.6%と高い。イトーヨーカ堂の業績の拡大が、株主にとっての価値創造を要求する外国人株主のメガネにもかない、その持株比率も高くなったものと推定できる。

ダイエーに比べてイトーヨーカ堂は資本市場との距離が近く、株主資本のコストやROEが経営トップに意識されていたこと、すなわち資本市場における市場原理を意識できていたことが株価の上昇を生み、結果として図3に示したように株式時価総額が増大した、すなわち価値創造が図られたと考えることができる。

米国と比較した日本企業の 価値創造

1 米国企業の価値創造の実態

この10年間、東証一部上場の日本企業が345兆円の価値破壊をしていた同期間に、ニューヨーク証券取引所に上場している米国企業の株式時価総額は、2.5兆ドルから10.7兆ドルへ、8.2兆ドルもの価値創造を達成している。

個別企業の価値創造の実態をMVA（市場付加価値）——将来にわたるEVA（経済的付加価値）の現在価値の和——のランキングでみると、表2に示すようにコカ・コーラ、GE、マイクロソフト、インテルといった巨大優良企業が名を連ねている。これらの企業については、MVAの絶対額の大きさよりも、

表2 MVA（市場付加価値）でみた米国企業の価値

MVAランキング			企 業	MVA (百万ドル)	EVA (百万ドル)	投下資本 (百万ドル)	投下資本 収益率	資本コスト	超過収益 率
1997年	96年	92年							
1	1	4	コカ・コーラ	124,894	2,442	10,814	36.0%	9.7%	26.3%
2	2	6	GE	121,874	2,515	53,567	17.7%	12.7%	5.0%
3	5	14	マイクロソフト	89,957	1,727	5,680	47.1%	11.8%	35.3%
4	12	74	インテル	86,481	3,605	17,483	36.4%	13.6%	22.8%
5	3	2	メルク	78,246	1,688	22,219	23.0%	14.5%	8.5%
6	4	3	フィリップ・モリス	66,608	3,119	42,885	20.1%	12.5%	7.6%
7	9	12	エクソン	55,532	1,334	88,396	12.0%	10.4%	1.6%
8	8	10	プロクター&ギャンブル	55,102	576	25,032	14.3%	11.9%	2.4%
9	6	7	ジョンソン&ジョンソン	51,119	1,327	18,138	21.8%	13.3%	8.5%
10	11	5	ブリストル・マイヤーズ	42,910	1,515	14,107	24.1%	12.8%	11.3%

注1) EVA（経済的付加価値）= 投下資本 × 超過収益率 = 投下資本 × (投下資本収益率 - 資本コスト)。前年度の数値ベースで計算

2) 金融・不動産・電力業を除く

出所) フォーチュン誌より野村総合研究所作成

超過収益率（投下資本収益率と資本コストの差異）の大きさに注目したい。

すなわち、市場から要求されている資本コスト（WACC：株主資本コストと負債コストの加重平均値）を大きく上回る投下資本収益率（ROI）を確保しており、だからこそ資本を投下して事業拡大をすることで価値創造が図られているのである。

2 日本企業の投資効率とROE

この10年間、多くの日本企業では、ここであげた米国企業と違って、資本コストを上回るような投下資本収益率をあげる投資がなされなかったために、価値破壊が進んでしまった。その事実は、民間資本ストック効率の日米比較でも読み取ることができる（図4）。

日本の民間企業の資本ストックに対するGDP（国内総生産）の倍率は、過去30年来下降傾向を続けており、0.9～1.0倍前後で安定推移している米国と1970年代半ばに交差し、80年代後半以降はそのギャップが拡大している。

これは、日本企業の設備効率が長期的に低下しており、ちょうど80年代後半のエクイティファイナンス（新株式発行を伴う資金調達）の華やかな時期に、多くの日本企業が資本市場から調達した資金で収益性の低い投資を行い、米国と同水準にあった資本ストック

図4 日米の民間資本ストック効率（GDP / 民間資本ストック）

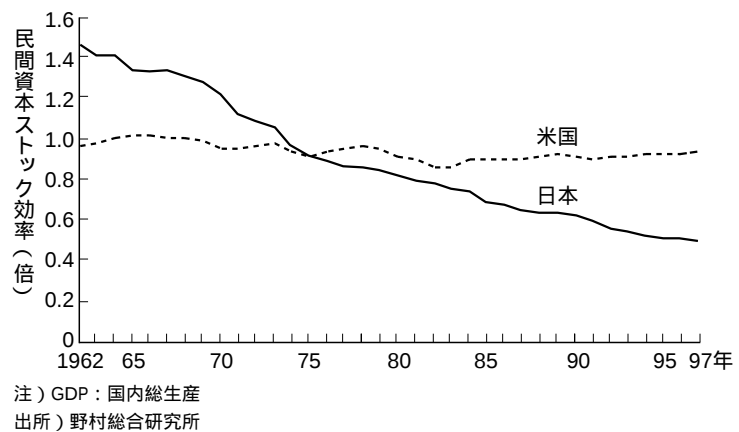
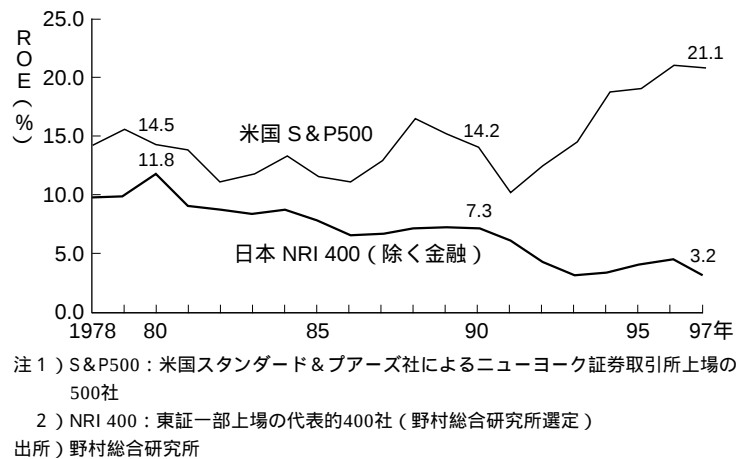


図5 日米企業のROEの推移



効率、すなわち設備の生産性を大幅に低下させてしまったことを物語っている。

このようなマクロベースでみた資本ストックの生産性の低下は、同時に日本企業のROAの低下をも意味し、図5に示すようにROEの低下にもつながっている。

3 資産効率で格差がつく三菱重工業とABB

同じような事業を世界市場で行っている三

表3 三菱重工業とABBの業績比較（1997年度）
（単位：百万ドル）

	三菱重工業	ABB
売上高	25,172	31,265
営業利益	1,173	1,137
税引前利益	1,086	853
売上高営業利益率	4.7%	3.6%
売上高税引前利益率	4.3%	2.7%
総資産	35,578	29,784
投下資本	19,434	9,829
総資本回転率	0.7回	1.0回
投下資本収益率	5.9%	19.4%
ROE	4.5%	21.1%

注1) 三菱重工業の売上高、営業利益、税引前利益は期中平均の1ドル=123円で換算、総資産と投下資本は期末の1ドル=133円で換算

2) 投下資本は、三菱重工業は「株主資本+少数株主持ち分+有利子負債」、ABBは「株主資本+少数株主持ち分+有利子負債+年金債務」の期中平均

3) 投下資本収益率の分子は、「税引前利益+支払利息」をもとに日米の会計基準の差異を考慮

4) ABBの投下資本収益率とROEの数値は、同期の特殊事情（リストラチャージ）を控除

出所）野村證券金融研究所の資料より野村総合研究所作成

三菱重工業とABB（アセア・ブラウン・ボベリ）社の1997年度の業績は、表3のように整理される。

損益計算書にかかわる項目から比較すると、ABBが約2割多い売り上げ規模を有しているが、売上高に対する利益率は三菱重工業の方が高く、利益の絶対額も営業利益では同水準、税引前利益では2割多い。しかし、そのような業績をあげるために利用されている総資産でみると、三菱重工業の方が約2割水ぶくれ状態にある。投下資本でみると、その差はさらに2倍近くにまで拡大している。

つまり、三菱重工業の方がより多くの資本を投入して、ようやく同水準からやや多めの

利益を計上しているということになる。その結果、投下資本収益率でみると、3倍以上の大幅な格差、ROEでも4倍以上の格差を生じている。

この結果からいえるのは、三菱重工業ではABBよりも利回りの低い投資案件が多く採択されており、中には資本コストを下回るような投資案件もあった可能性が高いということである。このような意思決定がなされた背景には、市場原理の概念、特に資本市場の原理である資本の収益性、株主利益の概念が希薄であったことが推測される。

事実、同社の相川会長の「ROEなどは眼中にない」（『日経産業新聞』98年1月14日）といった物議をかもした発言に、その傾向が垣間見られる。結果として、この10年間（88年3月から98年3月）の三菱重工業の企業価値は、株式時価総額でみると、2兆447億円から1兆7,100億円にまで、3,347億円もの価値破壊を生じさせている。資本市場も、この間、同社の投下資本収益率が資本コストを下回っていると判断し、このような評価を下しているのである。

「企業原理経営」と 「市場原理経営」

1 激変する環境下で求められる市場原理

多くの日本企業は、戦後50年近くにわたって安定した長期成長経済のもと、環境の変化も予想できる範囲内にとどまっていたために、市場原理の概念がなくてもやってこられた。

ところが、ここ数年、不安定な短期流動経済の時代になり、環境変化が予想できない範囲にまで拡大してしまった。

つまり、「将来を予測することのむずかしい時代になったからこそ、変化に即応できる仕組みを取り込むことを心がけている」(イトーヨーカ堂・鈴木社長)という言葉にあるように、変化を予想しそれに対峙する体制を構築するよりも、目先の変化を絶えず吸収し吸収できる仕組みを作り込むことが有効な時代になっている。

これこそが、絶えず変化する市場環境のもとで、多数の市場参加者を合理的・効率的にかつ素早くさばく市場原理の導入であり、こうすることによって、企業は意思決定の拠所を市場原理に委ね、価値創造を図ることが可能になる。

従来の伝統的な経営手法は、環境の荒波から身を守ることを目指した「防波堤型経営」ととらえることができる。このようなパラダイムのもとでは、波があまり高くないうちこそ長期的な思考もできて適切な意思決定ができるが、いったん荒波が打ち寄せ、その防波堤が越えられてしまうと、経営者は対処する術を失いがちになり、すなわち大怪我につながる。

これに対して、昨今の激変する環境下で求められている経営手法は、環境の荒波に自ら乗ってそれに同化してしまう「ブイ型経営」と定義づけられよう。このようなパラダイムのもとでは、常時市場に合わせた軌道修正を行うための機動力、対応力がある。すなわち、傷は絶えないが、擦り傷程度で済む。今、企

業経営者に求められているのは、このようなブイ型経営へのパラダイムの転換ではないだろうか。

2 従来の安定した環境下でのみ通用した「企業原理」

ここで、右肩上がりの経済環境下でのみ通用した原理を、市場原理に対して「企業原理」と呼ぶことにしたい。これは、特定の企業内でのみ通用する原理、あるいは拡大解釈すると、長期的な関係を維持する特定企業グループ内(官庁を含む)でのみ通用する原理であり、狭い関係当事者の範囲内においてのみ合理的・効率的な意思決定が行われるベースになるものである。つまり、関係する企業(組織)のみの部分最適が図られるパラダイムということになる。

このような企業原理の部分最適パラダイムは、経済全体が安定的に成長するプラスサム的环境下では、その問題点を露呈することは少なかった。成長があらゆる問題を吸収してくれたからである。しかし、経済が不安定化し、ゼロサム的环境下に入った途端にその問題点が表面化することになった。さらに、経済のグローバル化や消費者の価値観の多様化によって、従来のままの画一化された商品やサービスを安定供給するだけでは市場に満足されなくなり、その問題点が顕在化することとなったのである。

3 企業原理から市場原理へ

企業原理と市場原理は、次ページの表4のように対比することができる。

表4 企業原理と市場原理

	企業原理 (部分最適パラダイム)	市場原理 (全体最適パラダイム)
通用する環境	・安定した経済環境 ・プラスサム経済 ・画一的な価値観	・不安定な経済環境 ・ゼロサム経済 ・多様な価値観
企業の目標	・規模志向	・価値志向
意思決定の基準	・産業政策	・価値創造・価値破壊
株主政策	・株式の持ち合い政策が中心	・機関投資家対応 ・IRの徹底
資金調達	・メインバンクを中心とした間接金融	・市場を「メインバンク」ととらえた直接金融
企業間取引	・系列取引中心	・系列外取引、アウトソーシング
人事政策	・社内労働市場 ・終身雇用、年功序列、企業内組合	・社外労働市場 ・雇用の流動化、能力主義

注) IR: インベスターズ・リレーションズ(投資家向け広報活動)
出所) 野村総合研究所

戦後50年の日本の経済成長を支えたのは、多くの部分では官製の産業政策であり、資源配分などの重要な意思決定を中央官庁に委ねる場面が多かった。このような企業原理(この場合は業界に中央官庁を巻き込んだもの)に基づく意思決定は、規制緩和の進展とともに、市場原理に基づいて自主的に行うことが求められることになろう。

また、持ち合いを中心に据えた日本の株主政策も、企業間でのみ保険を掛け合う企業原理に基づくものである。これは、経営者の権限を必要以上に強め、その一方で、経営の柔軟性を失わせて組織の硬直性を生んだことから、逆に企業の不安定さを増す結果になっている。

この持ち合い政策もその見直しが進展しつ

つあり、株式保有主体の構成も大幅に変化している。特に外国人(ほとんどが機関投資家)の持株比率は1990年代に入ってから急増しており、図6にあるように、最近では12~13%を占めている。これに日本の機関投資家とみなされる株主を加えると、近いうちに3割を超えるといわれている。

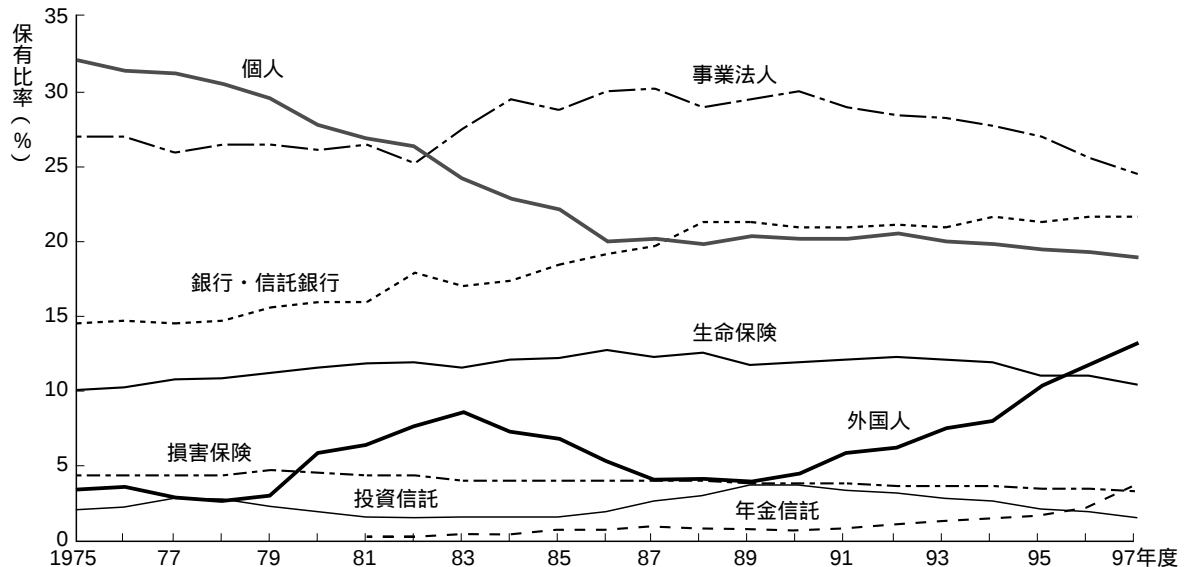
米国では、機関投資家の保有比率が50%を超えたのを境にその発言力が高まり、株主利益をより意識した株主政策が重要な位置を占めるようになった。わが国においても、機関投資家の保有比率は徐々に高まる傾向にあり、このような流動的な株主を意識し、適正

なディスクロージャー(情報開示)を進めることが求められてきている。

間接金融から直接金融へのシフトによっても市場原理が求められている。従来、多くの銀行は大株主であり、かつメインバンクでもあったため、株主の論理は第二義になっていた。間接金融の形で供給した資金が、融資先に拡大再生産してもらうことで、銀行自らのビジネスの量の拡大にもつながり、結果として利益(額)の拡大にもつながったからである。

このような拡大優先の企業原理が通用したのも、土地神話をベースにした間接金融のもとで、銀行はリスクについて考慮する必要がなく、さらに行政の保護のもとで市場原理が求められていなかったからである。同時に、

図6 投資主体別の株式保有比率の推移



注1) 全上場会社（外国会社を除く）の株式が対象で、3月末の時価総額ベース

2) 銀行・信託銀行は投資信託と年金信託を除く（ただし、1980年以前については年金信託を含む）

出所）全国証券取引所協議会「株式分布状況調査」より野村総合研究所作成

株式持ち合い構造の中で、融資先自体が株主でもあったことにも起因している。

今後は、土地神話もなくビッグバンが進展する中で、企業にとっては金融資本市場がより身近になり、市場原理はいっそう重要になってこよう。このような変化は、企業にとっての資金面での大黒柱が、メインバンクという単一の意味を持つ主体性ある組織体から、市場という多数の意思から構成される流動性の高い組織体へと移行することを意味する。そのため、従来以上に企業自身のディスクロージャーが要求されるようになる。

さらに、80年代まで日本の経営としてもてはやされていた系列取引や終身雇用、年功序列なども、ここでいう企業原理パラダイムの主要な構成要素である。系列取引は、長期安定的な取引を約束したもので、仕入れる企業にとっては固定費のようなものである。終身雇用や年功序列も、企業内において人材を囲い込み、その中でしか活用・評価されない硬直性の高い人材を抱え込む結果となっている。

今後は、あらゆる経営資源を市場原理の適用できるものへとシフトさせていくことが必要となろう。

「市場原理に基づく価値創造 マネジメント」への処方箋

「市場原理に基づく価値創造マネジメント」が必要なことをいくつかの視点から論じてきた。ここで、今後のあるべき姿、具体的な処方箋を提示したい。

1 企業価値に基づく目標設定と意思決定

企業は、そのひとかたまりとして金融資本市場の評価を直接受け、そこで評価される価値を意識せざるをえないようになってきている。特に、最近の大手銀行や証券会社などの経営破綻は、市場から価値のないことを宣告されて淘汰された好事例である。

経営者は、市場における自社の評価、すなわち企業価値をつねに意識し、それを維持・

上昇させることにつながる目標設定をし、意思決定の基準に「企業価値を増大させるか否か」、言い換えると「価値を創造できるのか、価値破壊につながらないのか」という判断軸を取り入れることが必要である。

具体例で示すと、投資案件の意思決定においては、市場（株主と債権者）の要求する期待収益率、すなわち資本コストを超える投資収益率なのかどうかを精査することが求められている。

また、事業ポートフォリオの組み替えに際しては、企業価値を尺度にして各事業（グループ企業）を評価し、企業価値を破壊している部門を売却したり、MBO（経営者買収）などによってスピノフさせたり、逆に価値創造をさせる見通しの立てられる他社を買収するといった意思決定が必要となる。そのためにも、業績管理の単位をできるだけきめ細かくし、事業部門の流動性を高めておく必要もある。

同時に、経営者は市場に対して、常時適正な評価を下してもらえよう徹底したディスクロージャーをしていなければならない。市場原理に基づいて適正な評価を行うためには、市場は必要十分な情報を有していることが大前提となる。ディスクロージャーを適正に行うことは、市場における評価を高め、資金調達コストを下げることにつながることも多い。

2 市場原理を導入した事業部門管理

経営者のみが企業そのもののレベルにおいて、市場との対峙を意識して市場原理を導入しても効果は少ない。その原理を企業内事業

部門レベルにも適用することが必要である。ここにおいては、“仮想”金融資本市場とも呼ぶべきものが存在し、各事業部門は企業と同じ市場原理のもとで管理されているべきである。

特に、1997年12月に解禁された純粋持株会社制のもとで分社化されて経営される方向にある事業部門や、高度なカンパニー制のもとで運用される事業部門では、この仕組みが重要である。また、部門売却やMBOの対象になるような事業部門では、その流動性が高まっていることもあり、市場原理のもとでの事業価値が意識されることになる。

このような前提で考えると、事業部門のトップ（事業部門長）にとっては、事業価値の最大化が第一の目的でなければならない。特に、管理・評価の基準となる経営指標は、企業から事業部門まで一貫性のあるものでなければならない。

こうした状況のもとで、事業部門長にとっては、“仮想”金融資本市場の株主に当たるCEO（最高経営責任者）というステークホルダーを意識して、企業価値の最大化と整合した事業戦略や事業計画を策定すること、さらには戦略的業績管理・評価方法と報酬制度を再構築することが重要になってきており、事業戦略と事業運営の間で一貫性のある新たな経営パラダイムが求められている。

このような一貫性パラダイムは、社外の「現実の市場原理」にリンクした企業内の「“仮想”市場原理」に基づく価値創造パラダイムととらえることができよう。

3 市場原理をベースに入れた人材管理・インセンティブ制度

金融資本市場において市場原理に基づいて評価される企業とは異なり、労働市場から供給される人材は、いったん採用されると企業内の閉じられた市場においてのみ、その価値を評価されてきた。しかし、近年の人材の流動化に伴い、ここにおいても市場原理が適用され始めてきている。

また、国際会計基準の適用に影響を受けることが予想される年金制度改革や退職金改革によって、報酬がフローで精算されるようになることから、人材の流動性がいっそう高まる方向にもある。このため、市場原理に基づく人材価値を高めることが、経営者と従業員自身の双方に重要になってきている。

経営者にとっては、価値の高い人材を多く雇って育成していれば、当然その生産する付加価値も高くなると同時に、人材自身の流動性も高く、言い換えるとレイオフもしやすく、融通のきく意思決定ができる。これは人件費の変動費化にもつながる。

従業員自身にとっては、市場原理に基づいた同じ尺度で自らの価値を高めてさえいれば、より高く評価してもらえる組織に移転、すなわち転職しやすくなる。経営者としては、市場で通用する人材を主体的に育成していくことで、終身雇用一辺倒の雇用環境を打破する第一歩を踏み出すことができよう。

さらに、市場原理をベースにしたストックオプションなどのインセンティブ制度、すなわち、オーナー経営者の発想と意欲を取り込

むようなインセンティブ制度を導入することで、従業員の企業家精神を高揚させることもできる。このような制度は、企業・事業レベルの価値創造と、人材の価値創造を同じ軌道に乗せられるものでもある。

4 グループ経営にも市場原理の視点を

特に、国際会計基準の適用が求められる1999年4月以降においては、市場原理に基づく連結経営が志向され、グループレベルでも企業価値を意識することが求められる。このようなグループ経営のフレームワークにおいては、すでに論じた個別企業と事業部門レベルでの価値創造のフレームワークを1階層高位のものに格上げすれば、基本的な考え方は同一である。

市場原理の定着のために

1 ディスクロージャーと自己責任原則

市場原理の考え方を導入し、さらにそれを経営の根幹に定着させるためには、ディスクロージャーと自己責任原則の徹底が必要となる。市場とは、適正な情報さえ得られるのであれば、自らの責任で自己完結的に適正な価値評価と意思決定をするものである。

企業経営者はもちろん、事業部門長から従業員の各層に至るまで、それぞれが対峙する市場において、市場原理に基づいて関係当事者（市場参加者）が自己責任を全うすべく、あらゆる情報を詳細に開示していかなければなら

ない。これは、市場原理徹底のための前提条件である。

2 強力なCFOの選定・育成

さらに、市場原理の定着のために重要なのは、CFO（最高財務責任者）の担うべき役割である。財務担当のトップマネジメントは、他のトップマネジメントと協力して、従来の「企業原理に基づく金庫番としての番頭」から、「市場原理に基づく価値創造の番人」へと進化しなければならない。

CFOは、より動的な視点で、事業部門や事業資産をさまざまな手法で売却、買収することをCEOに提言すべきである。市場原理のもとで、今後は、利益を生まない持ち合い株式も流動化されていくように、利益を生まない事業も流動化されていくことになる。企業内のあらゆる資産（人材を含む）は見直しが行われ、利益を生む資産のみが「価値を創造する経営資源」として存在意義を持ち、企業内で維持・拡大されることになるからである。

このように、CFOに従来よりも強力な役割を求めていくことには、その一方でリスクもある。過去にも、財務担当役員の暴走によって資金運用で失敗し、多額の損失を被った事例は多い。このような失敗を招かないためには、CEOがいっそう強力にならねばならない。財務のことはむずかしいのでCFOに任せておく、というのではCEO失格である。より高度なバランス感覚とリーダーシップを備えたCEOが求められている。

3 市場原理導入の第一歩

市場原理、価値創造の追求とはいっても、これらそのものには限界もあるし、日本企業の現実にはフィットしない部分が多いのも事実である。行き過ぎた市場原理に批判があるのも理解できる。しかし、方向として、まず「市場原理の考え方を取り入れてみる」ことが重要ではないだろうか。取り入れた上で、はじめて最終的な解が見つければよいのではないだろうか。

近年の外資の参入に伴う日本市場の国際化や、今後進む予定の企業会計原則の改革も、市場原理へのシフトを余儀なきものにする可能性が高い。少なくとも、環境が激変する今、何がなんでも企業原理にしがみつくといい解だけはないはずである。安定時代の価値創造と激変時代の価値創造とは、パラダイムが異なるのは間違いない。今こそ、経営パラダイムは大きく転換し、まずは「市場原理に基づく価値創造マネジメント」を導入することが求められている。

著 者

柴山 慎一（しばやましんいち）
経営コンサルティング部主任コンサルタント
1980年慶應義塾大学経済学部卒業、87年慶應義塾大学大学院経営管理研究科修了
専門は経営戦略、経営管理、企業財務など
電子メール s-shibayama@mri.co.jp

査読者

鳴沢 隆（なるさわたかし）
取締役、リサーチ・コンサルティング事業本部副本部長