

# 「企業価値経営とRBV」

*The Corporate Value Management and RBV*

九州情報大学 経営情報学科  
経営情報学部 助教授  
宮崎 哲也

[miyazaki@ica-net.com](mailto:miyazaki@ica-net.com)

<http://www.kiis.ac.jp>

<http://www.ica-net.com>

．はじめに

最近、わが国において、雑誌や新聞等で企業価値経営（Corporate Value Management）という言葉が頻繁に見聞するようになった。また、それとリンクして、CSR（Corporate Social Responsibility）、MOT(Management of Technology)、IR(Investor Relations)、ディスクロージャー(情報開示：disclosure)、コンプライアンス(法令順守：compliance)、コーポレート・ガバナンス（企業統治：Corporate Governance）といった諸概念が注目を集めている。

もっとも、ひとくちに企業価値経営といっても、論者によって、あるいはまた文脈や分析視角によって、その意味するところは必ずしも一様ではないように思われる。「群盲象を撫でる」の喩えよろしく、株主価値の最大化に力点がかけられる場合には「株主価値経営」、企業のブランド価値が重視される場合には「コーポレート・ブランド経営」、あるいは企業の生み出す経済的付加価値に焦点が当てられる場合には「EVA（Economic Value Added）経営」などといった多彩な表現をまとうこともある。だが、それらはいずれも企業の生み出す価値、あるいは企業に対する評価を重視するという点において、「企業価値経営」という同一カテゴリーに属する概念であると捉えても誤りとはいえないだろう。

ところで、そもそも企業価値とは何か、あるいはまたそれを規定する要因は何かというより基底的な問題については、必ずしも明確なコンセンサスが確立しているとはいえない状況にある。また、今日、なぜわが国において企業価値経営の必要性がかくも声高に叫ばれるようになったかについても、断片的な分析はあっても、統合的な視座から整理がなされているとはいえないようである。さらに上述の CSR、MOT、IR、ディスクロージャー、コンプライアンス、コーポレート・ガバナンスといった諸概念との関係性についても、必ずしも明確になっているとはいえない。

そこで本稿では、上記の実状にかんがみ、企業価値の意義及びその規定要因を明らかにし、今日わが国において、企業価値経営論が台頭する背景的事情を統合的な視座から整理して、資源ベース論を援用しながら、上述の諸概念との関係性を明らかにするような企業

価値経営の体系及び分析フレームを提示することにある。

## ・企業価値経営の意義とその台頭の背景事情

### 1、企業価値経営の意義

企業価値経営とは、文字通り企業価値を重視する経営のことである。しかし、そもそも企業価値とは何かという点については、明確なコンセンサスが確立しているとはいえない。また、先に述べたように、論者や文脈等によって多様な類似表現が用いられていることも事実である。

とはいえ、最近の文献等に登場する「企業価値」という言葉が意味するところは多様なが、概ね、(1)企業価値 = 資本の市場価値説(2)企業価値 = 社会的評価説の2つに大別しうるように思われる。以下、それぞれ概観しておく。

#### (1) 企業価値 = 資本の市場価値説

この説は、企業価値は企業への資本提供者の当該企業資産への請求権総額の市場価値とする見方である。資本主義経済においては、企業は資本(自己資本 + 他人資本)を調達し、それを具体的な資産に変えて事業を営み、収益をあげる仕組みになっている。もっとも資本提供者は、資本を無償で提供するのではなく、インカムゲインやキャピタルゲインを得るために投資もしくは融資することはいうまでもない。このため資本提供者は、理論上、当該企業の資産に対して請求権を有することになる。そして、その請求権の総額は、金融・資本市場における市場メカニズムを通じて決定される仕組みになっている。この金額を企業価値とみるのが、企業価値 = 資本の市場価値説である。

#### (2) 企業価値 = 社会的評価説

この説は、企業価値は、その企業に対して与えられる社会的評価によって規定されるものである。すなわち、企業の業績、コーポレート・ブランド (corporate brand) 確立の程度、コーポレート・ガバナンスや環境対策を含めた企業の社会的責任(CSR)のあり方、あるいはコンプライアンスへの取組み等々を社会的に総合評価した結果が、企業価値を規定するとみる見方である。

このように企業価値は、大きく分けて上記(1)と(2)のような意義をもつものであるが、相対的には、前者は企業価値の数量的側面を、後者はその質的側面をそれぞれ表しているといえよう。だが、(1)(2)の説が相互排除の関係にあるわけではない。資本の市場評価には、当該企業への社会的評価が少なからず反映されているとみられるし、社会的評価とはいっても、数量的な市場評価を抜きにしては成立し難い。したがって、どちらの説を真の企業価値の中心とみるかは、意見の分かれるところであろうが、ここでは一応、上記(1)と(2)、すなわち、ある企業に関する「資本の市場価値」と「社会的評価」と

の総体を、便宜上、企業価値と捉えて論を進めることにしたい。

では、次にこのような企業価値を重視する経営、すなわち、企業価値経営が今日、わが国において台頭するようになった背景事情について概観しておこう。

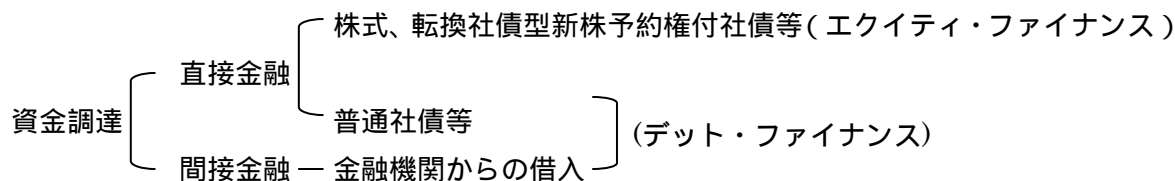
## 2、企業価値経営台頭の背景事情

企業価値経営が今日、台頭するようになった背景事情としては、主として、(1) 直接金融、とりわけエクイティ・ファイナンス (equity finance) への依存度の高まり、(2) 商品の品質、性能等の複雑化、高度化、(3) 社会的意識の高揚、(4) ITの普及と利用の高度化、(5) M&Aの活発化などをあげることができる。

### (1) 直接金融、とりわけエクイティ・ファイナンスへの依存度の高まり

最近、わが国では、主として下記の2つの理由で、直接金融、とりわけエクイティ・ファイナンスへの依存度が高まっている。企業の資金調達の形態は、概ね、図表-1に示す通りである。

(図表-1)



周知の通り、わが国の企業の資金調達の形態は、かつてはデット・ファイナンス、中でも金融機関からの借入という間接金融の比率が高いと言われていた。しかし、近年になって、特にバブル崩壊後の1990年代前半以降、株式相互持合いの解消やメインバンク制の崩壊等により、次第に資金調達の形態を間接金融から直接金融とりわけエクイティ・ファイナンスへと移行する動きが強まった。

なお、直接金融とりわけエクイティ・ファイナンスへの移行は、銀行等の金融機関だけではなく、いわば市場における大衆に資金調達を依存することを意味するため、企業価値をこれまで以上に意識することを余儀なくさせたのである。

### 株式相互持合いの解消

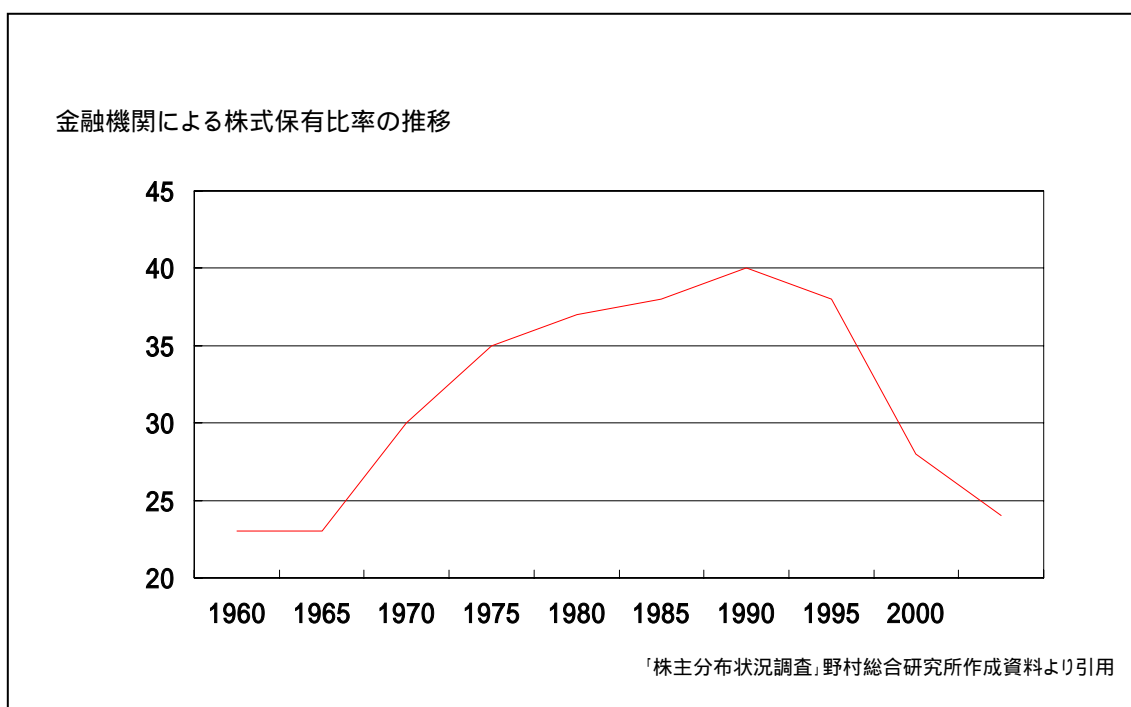
株式相互持合い (corporate cross shareholding) とは、周知のとおり、事業会社相互間あるいは、事業会社と金融機関の相互間で株を保有しあうことをいう。

予てより、日本企業の株式保有構造については2つの特徴が指摘されてきた[岡部光明(2002、11-12)]。一つは、取引関係にある金融機関や一般事業会社に自社の株式を保有

してもらう企業は、相手企業の株式を引き受ける傾向が高い点である。つまり、保有の互恵性 (reciprocity) が高いということである。二つ目は、それらの保有目的が、短期的利益や投機的利益を企図したものではなく、むしろ長期安定保有を目指している点である。

また、株式相互持合いがわが国において積極的に行われるようになった理由については、2つの歴史的事情がある[岡部光明(2002、13 - 14)]。一つは、第二次世界大戦後の財閥解体以降にも残存した旧財閥内の人的関係をベースに1953年の独禁法改正による保有制限の緩和を契機として、株式を相互に保有し合うようになったことである。二つ目は、当時まだ脆弱だった日本企業が外国資本による企業乗っ取りから守るために株式を相互保有し合うことで安定株主を形成しあったことである。特に2番目の理由により、1960年代半ば以降、わが国で株式相互持合いが急速に進展したといわれている(図表 - 2)。

(図表 - 2)



ところが、バブル崩壊以降続いた長期的な不況を背景に株式相互持合いを解消する動きが強まった。この点、岡部光明(2002)は、株式相互持合いを解消の要因を次の3点に求めている[岡部光明(2002、53 - 59)]。

i. 持合株式の利回りの低さ

長期不況の中で、持合株式の利回りが悪化し、不稼働資産 (non-performing assets) 化した。

ii. 株式保有リスクに対する認識の強まり

長期デフレの中で、多くの保有株式に含み損が生じ、企業経営を圧迫する事態が生じ

た。このため、各企業は持合株へのリスク感受性 (risk sensitivity) が高まった。特に銀行は、含み損が自己資本比率の低下をもたらし、BIS 規制の水準を達成できなくなる恐れが生じるとともに、銀行格下げへの懸念が生じた。

### iii . 新会計基準導入に伴う企業リスクの顕現化

周知の通り、1990 年代の終わりから今日に至るまで、わが国企業の会計基準を欧米のそれに近づける努力が続けられてきている。特に 1999 年から 2001 年にかけて、いわゆる「金融ビッグバン」と称される金融制度改革が行なわれ、具体的には、連結財務諸表及び金融資産の時価評価の 2 点が改革の柱となった。特に金融資産の時価評価制度は、2001 年より持合株（「その他有価証券」に属する）にも適用され、その含み損は貸借対照表上の資本の部に計上され、自己資本の減少をもたらすことになった。

少なくとも以上の理由により、バブル崩壊以降のわが国において、株式相互持合い解消の動きが強まっていったことは否定できない。

ところで、当然のことながら、株式相互持合い解消は安定株主の減少を意味する。したがって、企業はその分、市場に安定的な株主を求めるほかはなくなる。今日の直接金融、とりわけエクイティ・ファイナンスへ依存度の高まりの一因は、この点に求められる。

### メインバンク制の崩壊

2000 年前後の金融ビッグバンの影響により、銀行においては不良債権処理が急務となった。これまでの長期的な結びつきをもってきた企業に対しても同様である。経営難に陥った企業を救済し、再建のために手を差し延べるといったこれまでの銀行と企業との親密な関係はもはや持続可能なものとはいえなくなってきた。これがまさにメインバンク制崩壊の原因といってよい。また、これを契機にして、企業の資金調達の流れは、銀行借入という間接金融から、市場から直接資金調達するという、エクイティ・ファイナンスを含めた直接金融へと向かわざるを得なくなったのである。

以上の、 が今日、わが国において直接金融、とりわけエクイティ・ファイナンスへの依存度が高まった要因である。そしてこのことは、企業が銀行等の金融機関だけではなく、いわば市場における大衆に資金調達を依存することを意味する<sup>(1)</sup>。今日、わが国の企業において、「企業価値」ないし「企業価値経営」という概念がにわかにクローズアップされるようになった所以である。

### (2) 商品の品質、性能等の複雑化、高度化

現在の技術革新の進捗はまさに著しく、かつての大量生産・大量販売の時代に比べて、かなり複雑化、高度化している。特に PC、携帯電話、カーナビゲーションシステムといったデジタル機器の革新スピードには目を見張るものがある。このことは、単に物的商品だけではなく、ディリバティブズと呼ばれる金融派生商品などでも同様である。ただし、そ

うした高度な製品について一般の消費者が購買意思決定をする際には、少なからず問題が生じる。というのは、そうした製品には、製品購入に際して要求される情報量が格段に増えるからである。

ここで、購買意思決定に関わる 1 対の概念ツールを導入したい。March-Simon(1967)のいう、「最適基準」と「満足基準」という概念がそれである [March-Simon(1967)、140]。March-Simon(1967)は、これに関して、「選択のために代替的選択肢と結果の適切な範囲を発見するには、探索その他の問題解決行動が必要だが、それがどのような種類のものとなるかは、選択に適用される基準如何によって違ってくる [March-Simon(1967)、(213 - 214)] と述べている。

最適基準とは、購買意思決定に際して、最大限の情報収集・処理活動が行なわれる場合に、満足基準とは一定の満足できる解を得るために必要最小限度の情報収集・処理活動が行われる場合に、それぞれ妥当する基準である [宮崎哲也(1997、74)]。

ところで、最適基準の場合における情報コスト(時間的・費用的・労力的費用)は、満足基準におけるそれを大きく上回ることはいうまでもない。一般に製品の知覚重要度が高ければ高いほど、最適基準が採用されやすい。ただし、最適基準での情報収集・処理活動を望んでも、かなりの時間的制約がある場合や期待利益に比して収集・処理すべき情報量が多すぎると認識される場合や情報コストが高いと認識される場合等には、「ショートカット欲求」が高まるとみられる [宮崎哲也(2001、62 - 65)]<sup>(2)</sup>。

このショートカット欲求が高まると、本来、一般に製品の知覚重要度が高く、最適基準が採用されるべき製品購買意思決定に際しても、満足基準が採用されることがある。つまり、満足基準で最適基準を採用した場合に近い成果を得ようとするわけである。このような場合には、企業のもつブランドのパワーが大きな役割を演じることになる。ブランドに対する信頼性で満足基準の不備を代償しようとするからである。ここにコーポレート・ブランドを高め、ひいては企業価値を高めようとする企業側の動機があるといっていよい。

それだけではない。コーポレート・ブランドの向上は、株価それ自体にも大きく反映するとの研究がある。ちなみにスタンフォード大学の研究者 M.E.Barth らは、1992 年から 97 年までファイナンシャル・ワールド誌が算定したブランド価値と、91 年から 96 年までの株価の関係について回帰分析を使った検証を実施し、ブランド価値が統計的に有意な水準で株価と相関しているという結論を導き出した [伊藤邦雄(2002、135-136)]。

製品が複雑化、高度化した現在、企業は消費者の購買意思決定、あるいは株価形成のいずれにおいても、コーポレート・ブランド、ひいては企業価値を意識せざるを得ないことになる。

### (3) 社会的意識の高揚

企業が企業価値を重視せざるを得ない背景的理由として、社会的な意識の高揚を挙げないわけにはいかない。特に以下述べるように、一般市民の意識高揚、投資家の意識高

揚、 行政当局の意識高揚が重要と思われる。

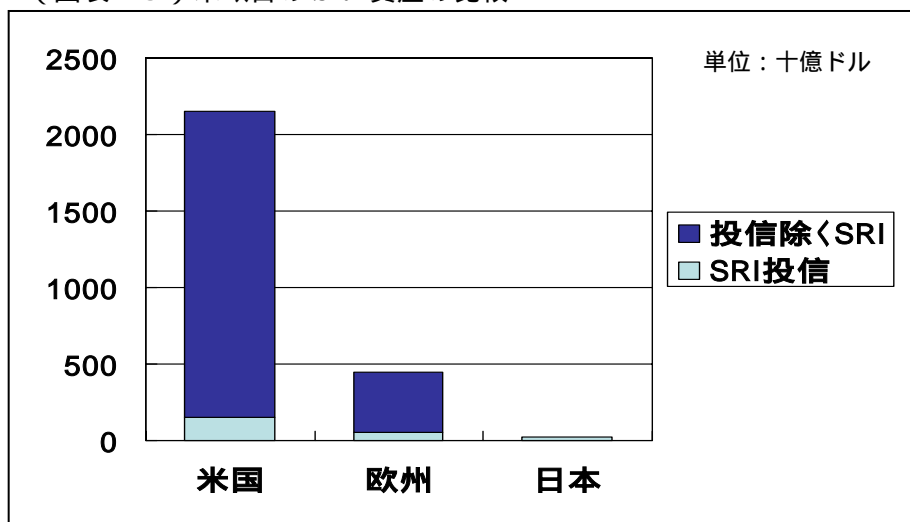
#### 一般市民の意識高揚

最近、一般市民の環境をはじめとした企業の社会的責任（Corporate Social Responsibility）に対する意識が強まってきた。そのため今や企業は、ステークホルダー（stakeholder）はもとより、一般市民からのこの点に関する要請に応えなければ、持続可能性が損なわれるという時代になった<sup>(3)</sup>。

このような社会的意識が醸成された直接の原因は、相次ぐ企業不祥事である。古くは、水俣病やカネミ油症で知られる公害事件、1970年代では第一次石油ショックの後の買い占め、売り惜しみ事件、最近では雪印乳業の集団食中毒事件、三菱自動車や三菱ふそうのリコール隠し事件、西武鉄道に関わる有価証券報告書虚偽記載事件など枚挙に暇がない。こうした長年にわたる企業エゴの積み重ねが、次第に市民意識の変化をもたらしていったといっても過言ではあるまい。

最近のCSRブームの背景には、上述の事件をまさに資本の論理に基づく市場システムの弊害と捉えた一般市民の社会的意識の高揚があることは否定できないであろう。これをある意味で、K.Polanyiのいう「社会の自己保存装置」の発動の端緒と捉えることもできよう [Polanyi, K. (1957)]。もはやM.FreedmanやF.Hayekらの「企業の社会的責任 = 利潤極大化仮説[合力知工 (2004、174 - 177)]がそのまま通用する時代ではなくなったことは自明というべきである。それだけではない。最近では、CSRの実践状況を判断して、投資先を決定する手法、すなわちSRI(Social Responsibility Investment)の台頭にも著しいものがある。ちなみにSRIの総額は、米国では機関投資家の運用資産の1割(約250兆円)を超える水準に達したといわれている(2004年11月12日付日本経済新聞夕刊)。また、わが国の場合も、欧米に比べれば規模こそまだ小さい(図表 - 3)ものの、エコファンドをはじめとするSRIに向けられる純資産は2004年になって7割も増加し、1千百億円規模となった(図 - 3、*Daiwa Investment Strategy* , 2004年11月号を参照)。

(図表 - 3) 米欧日のSRI資産の比較



SRI が増加する背景には、投資家サイドに短期的利益の獲得というよりも、長期的なりスクマネジメント志向があるとみられる。一旦大きな反社会的行為を行った企業は、再建が極めて困難な状況に陥るからである。それは、一般市民の社会的意識の高揚、すなわち不祥事に対する厳しい姿勢を色濃く反映したものといわざるを得ない。いまや、企業にとって、CSR への取り組みは単なる「きれい事」ではなく、実質的に経済的パフォーマンスを左右するほどの重要なチャレンジとなってきたことを意味する。一般市民の社会的意識の高揚が、企業をして企業価値経営を強く意識づける要因となる所以である。

#### 投資家の意識高揚

投資家は企業のリスクマネジメント体制に対して極めて敏感である。なぜならば、企業リスクの程度が、利回りの安定性や多寡はおろか、自らの投資資金の回収可能性とも直結するからである。上述の SRI 増大の原因の一端がここにあることはいうまでもないが、特に投資家は社会的責任遂行の前提となるコーポレート・ガバナンスへのあり方に注目する傾向がある。そのことは、最近のコーポレート・ガバナンスファンドの台頭にも如実に示されている。コーポレート・ガバナンスファンドは、文字通り、企業統治のあり方が適正な企業に投資するファンドである。もともと 1980 年代に企業の不祥事が相次いだ米国で、投資家が経営者に改革を迫る動きが活発になり、資金の運用手法として開始されたものであるが、わが国にも 2004 年初頭に本格導入された。ガバナンスの良い企業への投資のパフォーマンスは、短期的にはともかく、長期的には市場の平均を上回っているといわれている[2004 年 10 月 13 日付、日経金融新聞]。

また、コーポレート・ガバナンスファンドのいわば亜種ともいえるべき、バッドガバナンスファンドも登場している。これはガバナンスの悪い企業にあえて投資し、ファンド側の強大な発言権を背景に当該企業のガバナンスを向上させることによって、その経営実績の安定的成長を図り、ひいては安定的なインカムゲインを得ようとするものである。

このように投資家が企業統治のあり方に積極的に「口出し」する事態は、企業がこれまで以上に対外的な評価を意識的に制御する必要性を高めることにつながるだけでなく、まさに企業価値経営を強く意識させる要因となる。最近の委員会等設置会社制度導入企業の増加、社外取締役採用傾向の高まりなどもその表れといっていよい<sup>(4)</sup>。

#### 行政当局の意識高揚

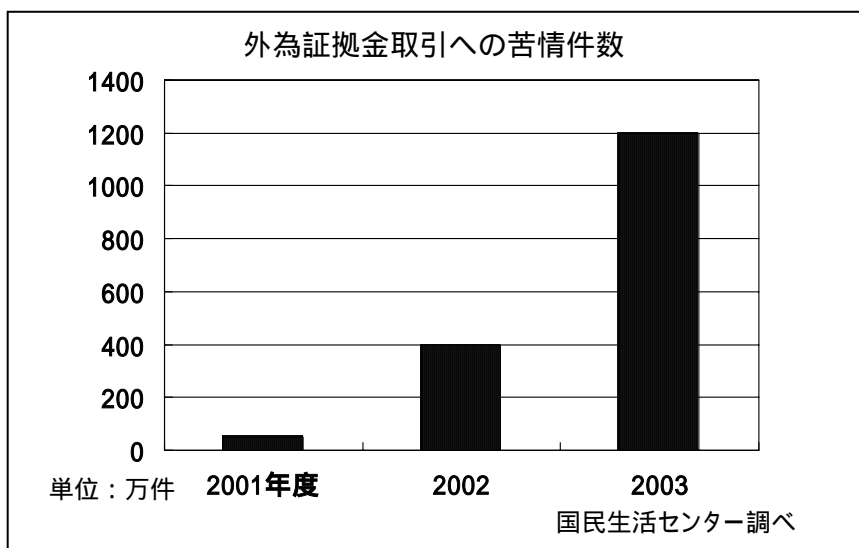
先に 一般市民における社会的意識の高揚でのべたように、近年の相次ぐ企業不祥事は、金融当局の政策スタンスを厳格化させる契機となった。行政当局もこれまでの護送船団方式的な産業政策が後退し、メガコンペティションに耐えうる業界育成へと政策転換したといっていよい。特に証券・金融市場に対しては、市場の公正性が保持されない限り、わが国の資金調達システムのグローバルな発展と成熟は到底見込めないことから、いっそう強い



スタンスで望む傾向が見受けられる。一例を挙げれば、最近苦情件数が急増傾向をみせている外国為替証拠金取引(図表 - 4)に対して、販売規制を強化する法案を金融庁がまとめ、閣議決定に持ち込んだという事案がある(2004年10月9日付、日本経済新聞)。また、最近のコンプライアンス重視姿勢の強化もその現れというべきであろう。

2004年10月9日付、日本経済新聞

(図表 - 4)

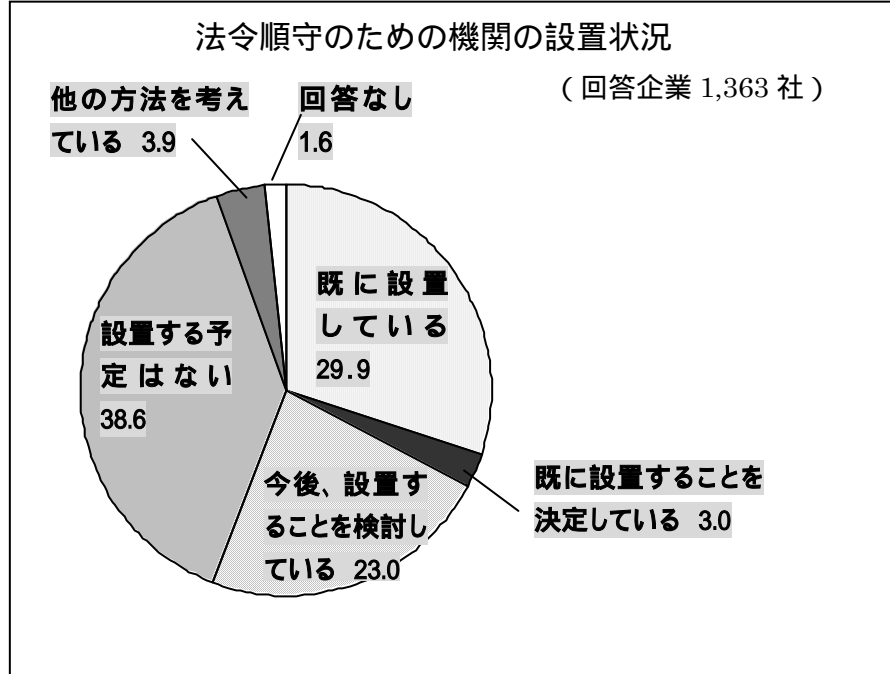


行政等局の社会的意識の高揚は、これは市民の社会的意識の高揚の投影と捉えることもできるが、いずれにせよ、企業の姿勢への評価が厳しくなるという事態は、企業側において企業価値経営への認識をいっそう強める方向に作用することは間違いない。事実、行政等局のコンプライアンス重視姿勢の強化は、マネジメントに大きな影響を与えている。最近、(図表 - 5)に示されているように企業内部でも、「コンプライアンス推進室」や「コンプライアンス委員会」など法令順守を徹底させる機関を設置する取組みがみられるようになったのもそのためである(2004年11月11日付、日本経済新聞夕刊)。

また、目下、金融庁が「投資サービス法」の制定に乗り出している。(2004年12月10日付け、日経金融新聞)。これは、証券取引法を大幅に見直し、証券だけでなく投資商品全般を規制対象とすることで投資家保護の仕組みを確立させようというものである。

( 図表 - 5 ) 東京証券取引所の「コーポレート・ガバナンスに関するアンケート」(2003年発表)

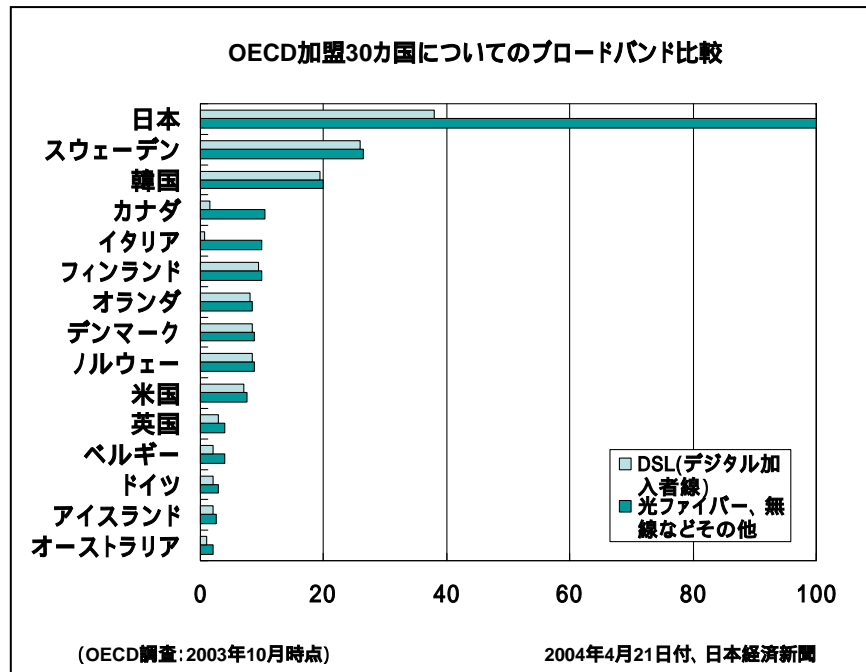
2004年11月11日付、日本経済新聞



#### (4) IT の普及と利用の高度化

最近のIT(情報技術)の一般レベルへの普及の進捗は著しいものがある。消費者をはじめとするステークホルダーによる企業の社会的評価を重視する姿勢を強化する方向に作用するとみられる。2004年のインターネット普及率は60パーセントに達し、光ファイバ(optical Fiber)やADSL(Asymmetric Digital Subscriber Line)を中心としたブロードバンドの速度は世界一となった(図表 - 6)。また、その利用料金の面でも世界一の安さを実現している(2004年4月21日付日本経済新聞)<sup>(5)</sup>。

(図表 - 6)



インターネットの普及率の向上、ブロードバンド化すなわち情報伝送容量の増大、そしてその利用料金の低廉化は、消費者をはじめとするステークホルダー自身の主体的な情報発信力の向上につながっていく。2チャンネルをはじめとする告発サイトの盛隆がその一端を示している。また、そうしたサイトからベストセラー本が出現する時代である<sup>(6)</sup>。三菱自動車のリコール隠し事件等に見られるように、最近の企業や公務員不祥事の発覚の多くが、いわゆる内部告発によるものであることはよく知られている。この点については、内部告発者を保護する「公益通報者保護法」が制定（2004年6月）され、報復人事など内部告発者への不当な処遇を禁止する法体制が整ってきた。そのため、特にIT利用による内部告発は、今後ますます増加することが予想される。

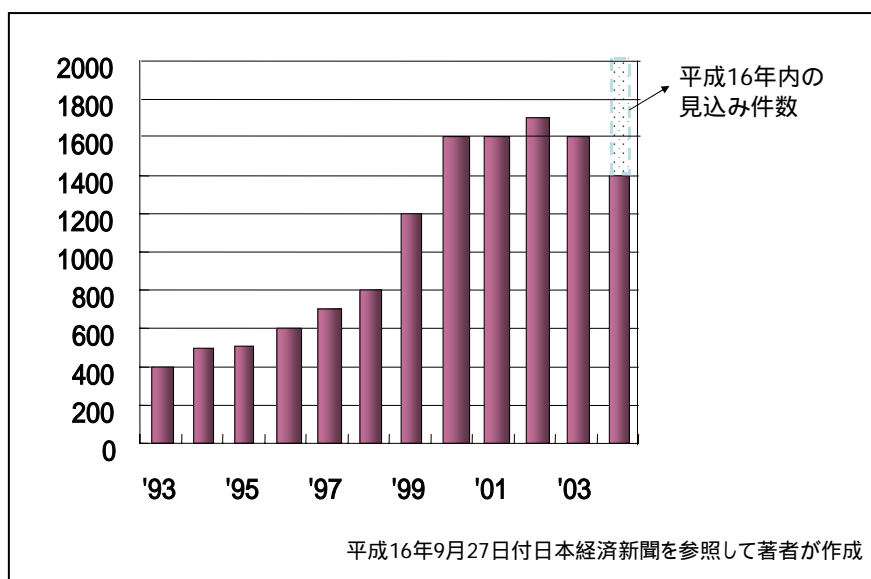
特にネットを利用した内部告発は、まさにウイルスが蔓延するごとくネット上で転移し、自己増殖していく。これはネガティブなバイラルマーケティング(viral marketing)ともいふべき事態であり、企業に与えるダメージは計り知れないものがある。

いずれにせよ、このような「ITの普及と利用の高度化」の時代には、企業は、消費者・従業員といったステークホルダーや一般市民の評価に常に極めてセンシティブであることが求められる。このことも企業価値経営の推進力として働くものと思われる。

#### (5) M & Aの活発化

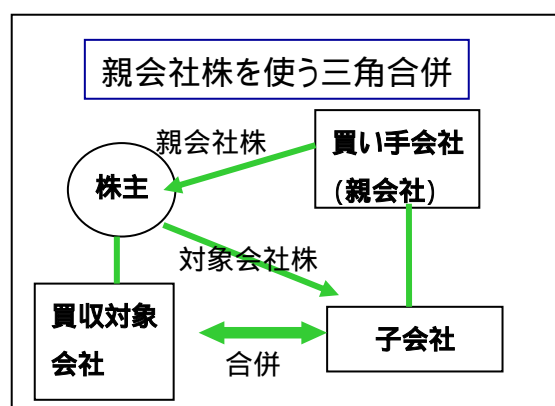
M & A (mergers and acquisitions) すなわち企業の合併・買収は、最近、日本の経済界を揺るがす問題の一つとなっている。図表-7に示されるような最近のM&A件数の急増ぶりからもそのことが窺われる。ちなみに平成16年度は2300件に及ぶと推定されている(2004年12月4日付、日本経済新聞)

(図表-7) 年間 M&A 件数



また、日本経済新聞社が2004年9月に行った意識調査では、回答した国内主要企業の7割弱(67.8%)が外国企業による買収を脅威と感じていることが明らかとなった。特に2005年の商法改正に伴い、2006年より解禁される「株式交換方式」による買収への懸念が極めて強い(2004年10月1日付、日本経済新聞)。

(図表 - 8) 2004年9月10日付、朝日新聞の図を筆者にて修正



海外ファンド勢はもとより、GE やデュポンなどの外資系企業の日本買い意欲は、極めて高いといわれている。最近、ポイズンピル(poison pill=毒薬)といわれる企業防衛策の検討が企業・行政問わず進められているのもそのためである。

ポイズンピルとは、潜在的な被買収企業が予め第三者にライツ(議決権付株式)を付与しておき、敵対的買収者が一定の割合の議決権を取得した場合等の発動理由が生じた際にそのライツが発効するという仕組みである。発動理由が生じると、それがトリガーとなってライツが発効し、買収者以外の株主に対して一斉に市場価格よりも有利な条件で、多数の議決権付株式が交付されることになるので、買収者の議決権の希釈化が生じることとなり、敵対的買収は困難となる[武井一浩、大田洋、中山竜太郎(2004、55)]。買収者が被買収者を飲み込もうとすると毒が回る仕組みになっていることから、ポイズンピルというネーミングが生まれたとされる。現時点では、わが国のポイズンピルに関する法整備は充分とはいえない状況であるが、日本企業が今後海外勢からのM&A攻勢に備えた対応を真剣に検討せざるを得ない状況におかれていることは間違いない。ただし、経営陣が自己保身を目的としてポイズンピルを利用するのはもってのほかであり、株主の賛同は得られまい。

ところで、企業買収を企てようとしているのは、外国企業ばかりではない。図表-9に見られるように日本企業サイドも、迅速な事業拡大を企図して、あるいは攻撃は最大の防御との防衛戦略の一環として、買収投資枠を拡大する動きもみられる。

(図表 - 9)

企 業	金 額	投 資 分 野
キリンビール	1000 億円	中国、東南アジアでの事業
アサヒビール	1000 億円	飲料や海外事業
すかいらーく	300 億円	外食チェーン
富士写真フィルム	200 億円	映像、情報関連

2004年10月17日付「日本経済新聞」参照

ところで、ここで注意を要するのは、必ずしも「敵対的買収 = 悪」ではないという点である。買収企業が市場価格を上回る価格で株式公開買い付け(TOB, Take over bid)等を進めるのは、買収企業の経営手腕や能力が非買収企業のそれを上回るからであり、特に企業価値を高める努力を怠り、株主への配当性向を意図的に低くして、無意味なキャッシュリッチ経営を進めてきた会社がターゲットとなるのはむしろ当然との見方もできる。特に経営支配権維持を主目的として企業防衛戦略がとられるとしたら、やはり社会正義に著しく反するとのそしりを免れないであろう。

いずれにしても、最近の M&A プームは日本企業に企業価値経営をこれまで以上に強く意識させるインパクトを与えたといつてよい。

#### ・ 企業価値の規定要因 ~ RBV にもとづく分析フレーム ~

これまで、わが国で企業価値経営が台頭してきた背景事情について整理した。みられるように背景事情は多様であるが、その全てに共通していえることは、現代企業は、個別の商品に対する評価もさることながら、企業それ自体に対する経済的・社会的評価の重要性が格段に高まっているということである。企業価値を高める要因として、今日、様々な概念が提示されるようになったのも、そのことと無関係ではない。改めて例示すれば、CSR、MOT、IR、ディスクロージャー、コーポレート・ガバナンス、コンプライアンスなどがそれにあたる。

では、このような諸概念と企業価値経営とはどのような関係にあるのだろうか。この問題に立ち入る前に、まず、企業価値とは何かという冒頭の問題に立ち返ることからはじめよう。

で述べたように、企業価値の定義には、2つの見方がある。1つは企業価値 = 資本の市場価値説であり、いま1つは企業価値 = 社会的評価説である。先に述べたように、どちらの説を真の企業価値の中心とみるかは、意見の分かれるところであろうが、筆者はこれまで、企業に関する「資本の市場価値」と「社会的評価」との総体を、便宜上、企業価値と

捉えて論じてきた。しかし、それだけでは企業価値についての体系的な分析フレームの構築にはつながらないと思われる。

そこで筆者は、いわゆる戦略的経営の立場から競争優位性の問題に現実的な知見を与えている RBV(Resource based view)を援用して、企業価値を規定する要因について整理してみたいと考えている。

まず、企業価値の規定要因としては、競争優位性と社会的評価の 2 つがあげられよう。どちらか一方だけでは十全とはいえない。なぜならば、いかに当面の競争優位性が高くとも、社会的評価が低ければ、企業価値はそれだけ減じられることになるし、逆に、いかに社会的評価が高くとも、長期的に競争優位性を確保できない企業は、早晚企業価値を損なっていくからである。

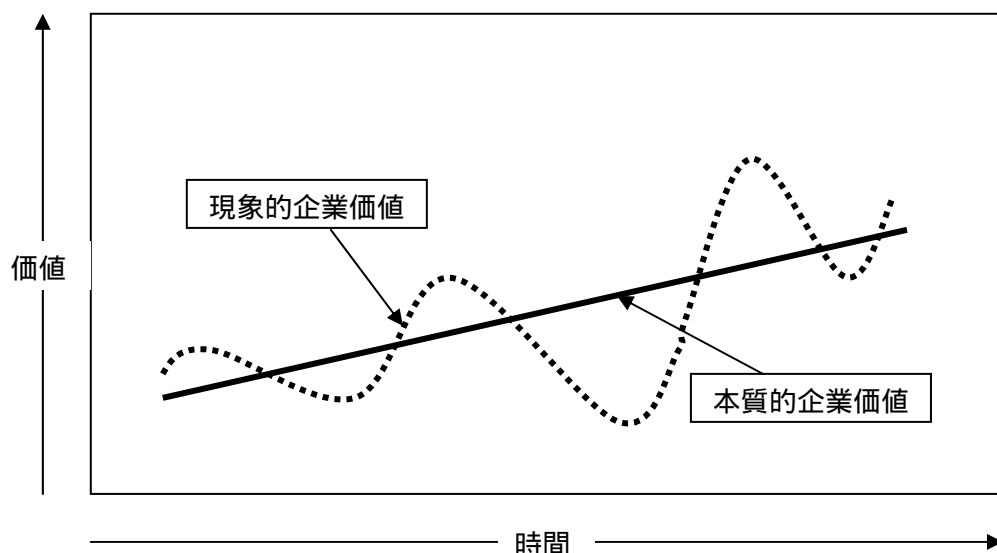
では、競争優位性と社会的評価の 2 つは何によって規定されるのであろうか。RBV にもとづけば、競争優位性は、純資源 (net-resources) によって規定されるとみるのが妥当というべきであろう。純資源とは、筆者の造語であるが、ポジティブな資源からネガティブな資源を差し引いたものとして定義することができる。ネガティブな資源には、過剰在庫のような財務的には資源 (資産) ではあっても、競争優位性に資する資源とはいえないものすなわち非資源(non-resources)と、負債等の債務、あるいは終身雇用制のようにかつては資源とみられていたものが逆に企業の足を引っ張る存在となってしまったもの、すなわち反資源(contra-resources)が含まれる [Hunt,S.D.and Morgan,R.M.,(1995)]。

一方、社会的評価は、CSR、ディスクロージャー、コーポレート・ガバナンス、コンプライアンス等の遂行実績によって規定されるものとみられる。

ところで、ここで明らかにしておくべきは、企業価値には 2 つの側面があるということである。1 つは、「企業価値 = 資本の市場価値説」で捉えられたような市場で決定される価値である。しかし、これを企業価値の本質と捉えることは誤りであろう。なぜならば、これは相場、つまりその時々々の思惑により頻繁かつ大幅に変動することを常とするものだからである。このような企業価値を便宜上、「現象的企業価値」と呼ぶことにしよう。

さて、企業価値を現象的企業価値だけで捉えることが誤りだとすれば、もう一つの側面に目を向ける必要が出てくる。それは、競争優位性と社会的評価に規定されるが、その点に関する企業努力が直接反映され、市場の思惑によっては変動しない企業価値である。このような企業価値を便宜上、「本質的企業価値」と呼ぶことにしよう。現象的企業価値と本質的企業価値との関係は、図表—10 に示す通りである。

(図表 - 10)

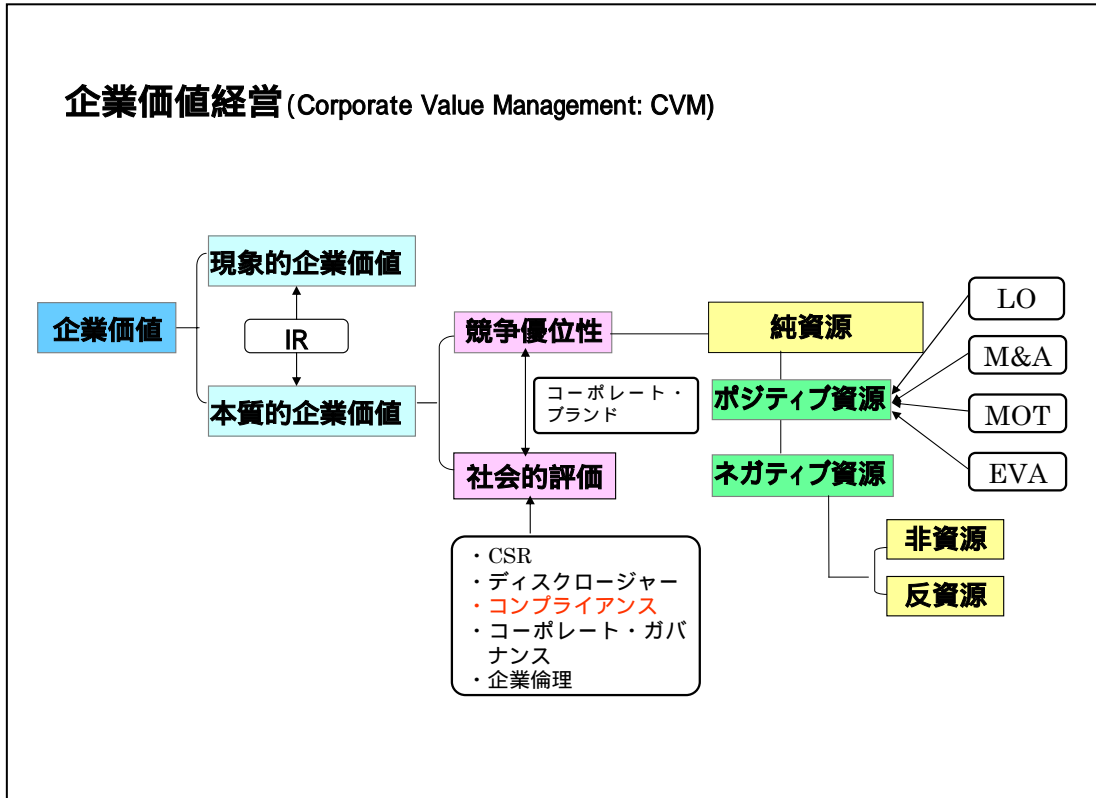


では、次に企業価値経営にリンクして語られることの多い、CSR、MOT、IR、ディスクロージャー、コンプライアンス、コーポレート・ガバナンスといった諸概念はどのように位置づけられるべきであろうか。筆者は、上述の通り、CSR、ディスクロージャー、コンプライアンス、コーポレート・ガバナンスについては、「社会的評価」を規定する要因の一部として捉えるべきだと考えている。また、MOTは「競争優位性」を規定する要因の一部として捉えるべきであろう。

ただし、IRについては、本質的企業価値と現象的企業価値との懸隔を埋める活動として捉えるのが相当とみられる。現象的企業価値は、ともすればその時々のおもひに翻弄されるものである。また、そのことは安定的な企業経営にとって、かく乱要因ともなりかねない。特に、現象的企業価値が本質的企業価値を大きく下回っている場合には、敵対的M&Aの恰好の標的にされる危険性が高まる。IRの本質は、本質的企業価値の積極的な公開やステークホルダーとのコミュニケーションを通じて、正当な現象的企業価値を獲得することにあるというべきであろう。

以上述べたことは、図表-11のように体系的に示すことができよう。そして、今後、企業価値経営について論じる際には、図表-11に示したような分析フレームを念頭におくことが有益と考えられる。

(図表 - 11)



．おわりに

本稿では、今日、企業価値経営が注目されるようになった背景的事情を整理し、それを踏まえたうえで、企業価値の意義とそれを規定する要因を明らかにし、また、CSR、MOT、IR、ディスクロージャー、コンプライアンス、コーポレート・ガバナンス等の位置づけを俯瞰しうる企業価値経営の体系的な分析フレームを提示した。ただし、この分析フレームは、今後企業価値経営について研究をしていくうえで有益と考えて構築したものではあるが、もとより問題点がないとはいえないであろう。今後、研究を進めながら、漸次、改良を加えていきたいと考えている。

(注)

- (1) 最近、大手企業が日本型のキャッシュリッチ経営を見直し、配当性向を高めるという政策転換をはじめたのもエクイティ・ファイナンス重視の表れの一つである)
- (2) ショートカット欲求とは、出来るだけ短時間でできるだけ適切な「解」にたどり着きたいという欲求である。
- (3) ステークホルダーとは、周知のとおり、株主、債権者、役員、従業員、顧客、取引業



者、地域社会、行政等の企業を支えるすべての人々をいう。

- (4) 委員会等設置会社とは、商法特例法上の大会社やみなし大会社では、2004年4月の商法改正により導入が認められた制度で、そこでは従来の監査役制度は廃止する一方取締役会の中に「指名委員会」、「報酬委員会」、「監査委員会」の三つの委員会をもうけ、役割分担させることにより、経営の透明性の向上を図ることが企図されている。各委員会は構成員の過半数は社外取締役であることが義務づけられている。 浜辺陽一郎(2004年)146、『商法・会社法が分かる辞典』2004年)。
- (5) 「30カ国のブロードバンド比較」ちなみにOECDの調べでは、十メガビット以上のブロードバンドの区分では、月額基本料金の安さ世界ベスト3がすべて日本企業のものとなっている。これは、「NTT回線開放などの競争促進策が奏功した結果」とみられている。2004年4月21日付、日本経済新聞。
- (6) 2004年秋、有名な告発サイト「2チャンネル」上で、リアルタイムで繰り広げられた恋愛体験をつづった『電車男』が、一時期書店のベストセラー入りを果たし話題となった。

(参考文献)

- (1) 伊藤邦雄(2002) 『コーポレート・ブランド経営』)
- (2) 岡部光明(2002『株式持合いと日本型経済システム』慶應義塾大学出版会)
- (3) 合力知工(2004)『現代経営戦略の論理と展開』同友館。
- (4) 武井一浩、大田洋、中山竜太郎(2004、55)、『企業買収防衛戦略』
- (5) 浜辺陽一郎(2004年)146、『商法・会社法が分かる辞典』2004年)
- (6) 宮崎哲也(2001)「インターネットが価格に与える影響」、九州情報大学研究論集第3巻第1号。
- (7) 宮崎哲也(1997)「現代商品とマーケティングの焦点」、ICA
- (8) Hunt,S.D.and Morgan,R.M.,(1995), The Comparative Advantage theory of Competition, *Journal of Marketing*, Vol.59,(April).
- (9) March, J . M . and Simon, H . A . , ( 1967 ) , 140, *Organization*, Carnegie Institute of Technology, 『オーガニゼーション』土屋守章訳、ダイヤモンド社、1977)
- (10) Polanyi , K. (1957)、 *The Great Transformation* , 『大転換』吉沢、野口、長尾、杉村訳、東洋経済社)
- (11) *Daiwa Investment Strategy* , 2004年11月号「拡大を続けるSRI(社会的責任投資)」  
<http://www.daiwatv.jp/analyst/stragegy/download/00309-001.pdf>