

渡辺茂先生の人と学問

—— 座談会 日本企業のコーポレート・ガバナンス ——

日 時：2018年7月25日（水） 16時～18時

場 所：立教大学12号館4階研究室

出席者：渡辺 茂（立教大学名誉教授）

北原 徹（立教大学名誉教授）

奥村 和久（立教大学名誉教授）

大友 敏明（立教大学経済学部教授）

1. 実社会での多彩な経験

大友 研究の世界に入る前の経験が多彩で面白くその後の研究にも影響していると考えられますので、そのあたりから話してください。

渡辺 大学を卒業して就職したのはNHKです。放送記者でした。赴任先は名古屋で警察担当の事件記者。朝は愛知県警の記者クラブに出勤し、そこを拠点に取材活動をしていました。局には時々行くだけでした。記者クラブは新聞社やテレビ局のカーテンで目隠ししたブースが並び、最大勢力は名古屋が地元の中日新聞でした。NHKは常駐5人ほどだったと思います。抜いた抜かれた、特ダネ、特オチの世界で、そこまでやるかという情報収集の努力や真偽のウラをとることなど鍛えられました。2年間の経験で得た教訓のひとつは「カメラの前に真実はない。カメラの前では人は必ず演技をする。」というものです。研究者になってからの資料の読み込みやインタビュー調査のスキルにつながったように思います。一方、事前にどんな意見を集めてくるか決めて取りに行く街の声などメディアのニュース操作にも敏感になりました。

2年ほどでNHKをやめ、東大法学部の3年生に学士入学、入学後すぐに経済職の試験を受けて、国家公務員になりました。NHKをやめた理由は今思い返せば若気の至りです。同期の友人と酔っ払ってこんなところ辞めてやろうと盛り上がり、引っ込みがつかなくなってやめました。その後大学に学士入学したのですが、結婚することになり職探しをして公務員になり大学は中退しました。法学部の学生で、法律職ではなく、経済職受験というもおかしいですが、準備期間がないので試験問題を見比べて、ヘンダーソン・クオントの現代経済学の計算式を理解すれば4割ぐらいできる経済職の試験を受けました。

採用されたのは、内閣総理府という役所で、現在は内閣府と総務省になっています。入省3

年目の1981年に通商産業省に出向しました。資源エネルギー庁石油部備蓄課の総括係長でした。総括班や総括係長というのは通産省の伝統的な職制で、予算、法規、国会、新政策を担当するラインの組織で、いわゆるキャリアポストです。隣の石油部計画課の総括係長はのちに民主党の代表、その斜め後ろに座っていた課長補佐も政界に出て自民党の派閥の領袖となり、総理候補といわれました。

大友 備蓄課はどんな仕事をしていたのですか。

渡辺 石油備蓄プロジェクトの推進です。石油危機対策として大量の石油を日本国内に備蓄しておくというもので、10万キロリットルの巨大なタンクを50基ほど並べた備蓄基地の建設を北海道や東北、九州などで進めていました。当時の計画で総投資額3兆円、毎年度の予算額は2,000億円で、通商産業省の中でも最も予算が大きな事業でした。財源は輸入石油にかけた石油税の収収で特別会計が作られていました。このとき初めて予算や財務を勉強することになりました。予算の積算書には理解不能な係数がたくさんあり、当初面食らいました。最終的な予算査定は単価や数量を吟味せずに総金額が決定されるので、つじつまあわせに逆算した係数を積算の最後に記したものでした。こんなのでいいのかと拍子抜けした気分でした。

備蓄基地はタンカー入港のための港湾設備を作るので、海域の漁業補償が必要になります。漁業補償は当時運輸省方式とか建設省方式と呼ばれる金額の算定式がありました。基本は漁業ができなくなることによる損失を補償するというので海域の漁獲高と魚価のデータから計算します。しかし、漁業補償は受け入れるか受け入れないかという政治的な交渉で決まるので、たとえば100億円の漁業補償でまともでも、アジやサバしか獲れないところでは100億円の積算ができない。すると、実はタイやヒラメの水揚げが多い好漁場だったという埋もれていたデータが見つかり、よかったよかった、ということになります。交付金を受け取った地元自治体が予算消化に困って、補助対象の診療所に多数のカラオケセットやテレビを買ったなどという浪費も発覚し、会計検査院には毎年お世話になりました。

国の出資金以上に金融機関からの資金調達が膨大で、金利の引き下げ交渉もありました。大手都市銀行の業界団体、都銀懇が絶対反対を唱える中で都銀懇の下位行がそとやってきて調達予定額を尋ね、早速準備しておかないとと言いながら帰っていきました。高度成長期も終わり、銀行も優良な貸出し先に困っていたようで、最終的に引き下げはうまくいきました。

大友 第2次臨調の頃ですね。

渡辺 はい、メザシの土光さんの第2次臨調があり、たくさん資料を作られました。一方で、景気対策の必要もあったので、予算が成立してから事業執行が前倒しになったり、予算節約の指示が出たりで常時計画を見直していました。当時は、まだパソコンも実用的ではなく、投資規模や金利などの条件を変えて、将来の推計を数本作り直すとはほとんど徹夜仕事になりました。

予算の制約も厳しくなっていました。大蔵省は高度成長期以来のサンタクロースのような

増分主義の査定体制のままで、自ら個別の事業に切り込んで内容を審査する能力を持たないので、予算全体に一律に何%カットといった方針は出してもその後の調整は各省に頼らざるを得ず、予算要求資料を大蔵省に持っていても顔なじみの担当者からは「ここで頑張っても駄目ですよ。中身は通産省の官房が調整します」と言われたりしました。官房も結局、前年度予算対比の調整です。民間企業の場合は違うんだろうなと思ったものです。

2. ハーバード大学留学

北原 出向から帰って留学されたわけですね。ビジネススクールに留学されたのはなぜですか。

渡辺 出向を終えて親元の役所に帰ったあと、私は2年間の海外派遣留学に選ばれるものと思っていました。映画「卒業」に登場するカリフォルニア大学のパークレー校で政治学、と勝手に決めていましたが、役所の人事課と折り合いが悪くなると落とされてしまいました。それで腹が立って休職で留学を計画しました。パークレー校は素晴らしい大学ですが如何せん研究者でない人はあまり知りません。交渉カードとしてはインパクトに欠ける。それで、ハーバード、コロンビア、エールといった日本で一般に知られた大学に願書を出し、ハーバードの合格通知を持って人事課と掛け合いました。行かせてやれよと応援してくれる先輩もいて人事課もしぶしぶ認めてくれました。ビジネススクールにしたのはGMATという共通試験を使っていて複数校を受けやすかったからです。

こんな経緯でハーバード大学のビジネススクールに留学することになり、米国流の経営を勉強することになりました。敵対的企業買収が盛んな頃で、一方では、日本的経営に対して関心も高かった頃です。『ジャパン・アズ・ナンバーワン』を出版して注目を集めていたエズラ・ヴォーゲル教授はハーバード大学で日本研究のプロジェクトを主宰し、高名な教授に惹かれてプロジェクトにやってくる多くの日本人に課題を与えて日本に関するレポートを書かせるというなかなか上手な調査研究方法をとっていました。1990年代になって日本研究ブームが去ると、さっと中国研究に転換したのもたくましいと思いました。

『メイド・イン・ジャパン』を出版したソニーの盛田昭夫氏は、アメリカン・エキスプレスのテレビCMにも起用される有名人で、米国企業は品質や従業員との関係など日本企業に学ぶべきだという論調の主導者のような存在でした。氏のハーバード・ビジネススクールでの講演会には多くの学生が集まり、講演が終わるとアメリカ人学生は一樣に暗い顔をして会場から出てきました。一方、彼はきっとやってくると学生が明るい顔で会場から出てきたのはGEのCEOジャック・ウエルチ氏の講演会でした。日本企業を深刻な脅威と認めて戦線を立て直し、勝てる戦いを遂行する。黒字の家電からいち早く撤退するなど事業分野・組織の大胆な再編改革を主張、実行していました。

日本に批判的な大御所の老教授から「なあ、茂、GMを始め米国の優良企業もかつては、従業員の雇用保障を掲げ、それを誇りにしていた。それができる環境だった。米国のブルーチップ企業からジョブ・セキュリティを奪ったのは日本企業だよ」と皮肉っぽく言われたこともあります。

コーポレート・ファイナンスを教わったのは、ケビン・ロック、スコット・メイソン、ジャック・マクドナルドといった先生達で、メイソン先生は、資本市場の授業でストリップス債など当時登場し始めていた新金融商品の目論見書を学生に配って解析させ、授業の最後は、茶目っ気たっぷりに「さあ、関係者のマネーを全部テーブルに並べよう。敗者は誰か？」と言ったものです。学生が「ガバメント」と声を合わせると授業が終わりました。税がファイナンスの極めて大きな要素であることは間違いありませんが、株主資本を借金に置き換えるLBOなど、面白いと思ったけれどもそれだけでは余り感心はしませんでした。ロック先生は、ウォール・ストリートの優秀なインベストメント・バンカーだった人で、学生に人気がありました。視野の広い授業をする先生で、社債投資家、株主、政府のどこまでを企業にとっての「ファミリー」と考えるかでコーポレート・ファイナンスは変わる。それは、ポリシーの問題であるという講義を聞いたのが印象的でした。ステイクホルダー論に関心を持ったのはこの時からです。

3. 研究者の道へ

大友 帰国後、コーポレート・ファイナンスの研究者として野村総合研究所に入社されました。

渡辺 はい。1ドル250円の時代にほとんど自費で留学したために薄給の公務員では生活ができなくなり、帰国後1年経って野村総合研究所にお世話になることになりました。企業財務をやってもいいといわれたのはここだけでした。給与は役所時代の2倍になりました。外資系コンサルタント会社の提示額は4倍でしたが、仕事に興味が持てませんでした。

今でもよく覚えているのは、米国企業を買収した日本企業の将来の財務推計をOAルームのパソコン上でやっていると、株式を発行すると一株の利益が増加してしまう。最初は計算モデルの組み上げを間違えたのだらうと思って何度もやり直してみても結果は同じでした。

北原 読者のためにもう一段具体的に説明してもらえますか。

渡辺 原因は株価が度を越えて高い水準にあったためです。株価が一株当たり利益の10倍のときに株を発行すると調達した資金で10%の利益を上げないと発行前の一株当たり利益を維持できません。一方、株価が一株当たり利益の100倍と法外に高い水準にあるときは1%を超える利益で一株当たり利益は増加することになります。株を発行すると、一株当たりの利益が希薄化するという米国では誰も疑わない常識がこの国では通用しない、大変な資本市場を相手に仕事をするようになったと思う反面、フィールド・リサーチの宝庫だと思いました。

バブルの時代には、米国、欧州、オーストラリア、ハワイなどジャパン・マネーの後を追って調査をしました。お金をたくさん持っていること以外に何のスキルもない企業や投資家が壮大な規模の投資を展開していました。民間企業に対して役所時代に持っていた投資の規律の幻想はこれであらかたなくなりました。マイケル・ジェンセン、ゴードン・ドナルドソン、コルナイ・ヤーノシュ、アダム・スミスなどのコーポレート・ガバナンス論に親近感を持つようになりました。振りかえれば以上のようなおよそ計画性のない偶然の積み重ねのような経緯でコーポレート・ファイナンスの研究者の道を歩み始めました。34歳でした。

大友 研究業績を短くまとめてみました。1980年代以降の日本企業の資本生産性（投資リターン）の極端な低下をいち早く指摘し、「日本企業のコーポレート・ガバナンス」をはじめとする一連の論文で、経常利益主義など経路依存的に発達した日本企業の投資の判断基準を明らかにした上で、それが機能するための条件が失われてROEの極端な低下などの問題が生じたことを指摘し、克服のための方策まで論じた。このほか、エクイティファイナンス、債券格付けの日米比較、BIS規制と銀行の財務、優先株、自社株買い、IRなど研究分野は企業財務全般に及び、さらに企業組織、会計制度などについても研究対象とした。主著『ROE革命』は韓国でも翻訳出版された。通商産業省産業構造審議会、金融庁企業会計審議会、金融庁金融審議会などの委員をつとめ、2006年には公認会計士試験の試験委員もつとめた。日本経済新聞夕刊の「十字路」など連載コラム執筆などの啓蒙活動も行った。

渡辺 ありがとうございます。研究方法は、経済、金融、企業などのデータ分析と社史などの文献調査、現代の日本企業、欧米企業のインタビュー調査を積み上げて、標準的なコーポレート・ファイナンスの理論を使って解析するといったものです。J.F. ノイマンは「モデルが正当化される唯一の場合は、それが効果的に役立つことが期待されるときである」と述べていますが、モデルの美しさや数量化よりも現実との緊張関係が大事だと思っています。私の研究方法は広い意味で経済学ですが、細分化した分類では、経営学と折り合いが良いと思います。

モジリアーニとミラーのMM理論を例にとると、この理論は法人税のない世界では資本構成は企業価値に影響を与えない。利子を費用として認める法人税制のもとでは、資本構成は限りなく負債比率を高めた方がよい。最後に倒産のコストを考えれば、0%と100%の間のどこかに最適な株主資本の比率があるというものです。シンプルで力強く、反対する大御所を論理的思考を受け入れられないナイーブな伝統派と罵倒するミラーの挑戦的な態度もあって有名な論争を引き起こしました。

MM理論は学会では、伝統派と華々しい論争を展開したけれども現実の企業の財務行動に与えた影響はほとんどないと思います。このMM理論のアプローチは、最初に、資本構成の変化が企業の事業活動に影響を与えないという前提を置いています。この段階で現実離れしています。法人税がある世界では限りなく株主資本を少なくして負債を増やし節税額を大きくするという行動は、例えば本社のコントロール下にある海外子会社の資本構成の決定の場合に見られ

ます。本社からの融資金を増やし出資金を少なくして現地での課税利益を削減しようとするものです。しかしこれは、MM理論の応用というより、税理士的な発想から生まれたものです。当然現地の税務当局も簡単に容認するところではなく、過小資本問題として本社からの融資の負債性を否定します。MM理論は、裁定という考え方を有益なツールとして持ち込んだこと、教育上使いやすいシンプルな設定のモデルであることなど利点がありますが、企業の資本構成の実証的研究や実務の参考とするには不十分なものです。

企業の資本構成の構造に対するもう一つのアプローチは、資本構成が企業活動の資金的制約の程度を変え、さらに企業のステイクホルダーの利害、行動に影響を与えるというものです。その結果、資本構成によって企業が生み出すキャッシュフローが変化します。登場人物を広げ、おのおののインセンティブまで問題にするわけで、それぞれのステイクホルダーが求めるものが確実に得られるかどうかというコーポレート・ガバナンスの視点が入ってきます。現実的でヒューマンな要素が入ってくるといっても良いと思います。

モデルの現実的な拡張という意味でこれは政府の赤字財政をめぐる議論と似ています。ケインジアン的基本的な考え方は、景気後退期に国債の発行によって需要を喚起し、景気拡大期に増税によって国債を償還する財政政策によって安定的な経済成長を実現するというものです。これに対して、ブキャナンの理論は有権者、政治家の行動を考慮すると国債の発行は政治的に容易であるが増税は困難であり、ケインズ政策の実施は、財政赤字のみ実現して黒字は実現せず、行財政の肥大化につながるというものです。経済理論としては論点の拡張であるが現実の世界で行動する人にとっては当然のことです。ただし、多くの要素を取り込んで現実に近づける分だけモデルの「単純な美しさ」は失われ、数量化も難しくなります。

4. ROE（株主資本利益率）低下の実証的研究

北原 それではROEをめぐる一連の研究についての議論に移りたいと思います。

渡辺 ROEは、日本では長い間かえりみられなかった指標です。1992年に「日本企業のコーポレート・ガバナンス」を山本功氏とともに執筆したとき、「戦後最低のROEから」という副題を付けました。さらに、日本の企業金融についての研究をまとめて1994年に東洋経済新報社から出版したときに、タイトルを「ROE [株主資本利益率] 革命」としました。ROEという誰も知らないようなものをタイトルにしたら売れなくて困る、だいたい本屋でどこの棚に置かれるかわかったものじゃないという版元の判断があって、あいだに株主資本利益率というただし書きを挿入した長いタイトルになりました。結構タイトルにROEを入れることにこだわったことになりすね。

ROEは秘儀的な意義を持った指標でしょうか。全然そんなことはありません。私は、当時の日本の企業経営と資本市場に重要なことは「利益の額は、投下されている資本の額との比較

で評価する」という極めてシンプルな原則を打ちたてることだと思っていました。この現状認識が出发点です。そうすると次の課題は、企業経営においてそのための実行可能なフレームワークをいかにつくるかです。そのために役立つ指標としてROEをとりあげました。ROEは税引き後利益をバランスシートに載っている株主資本の金額で割ったもので、簿価の株主資本に対する利益率を計算したものです。会計基準に左右されるなど限界も多々ありますが、計算が簡単で比較も容易です。

北原 バブルの頃ですから企業の利益水準は高かったと思いますが、ROEのような投資リターンに興味をもたれたのはなぜですか。

渡辺 企業の財務部門を訪問してインタビューをすることが好きでした。最初に記者として鍛えられたこともあるのか結構上手な質問者でした。面白い鉱脈にあたったと思ったらいくつもの企業でそこを深く聞いて回るというリサーチ手法です。投資の意思決定方法に限らず、会計監査、株主総会、子会社管理など幅広くやりました。半分興味本位で、米国企業へのインタビューのついでに米国の総会屋について聞き出したこともあります。数社目のCFOがドアを閉めたうえで俺に聞いたといわないでくれと前置きして話してくれました。彼らはgadfly(アブ)と呼ばれ、高額レポートを購読すれば株主総会にやってこないなどかつての日本とよく似ていました。

フィールド・リサーチを続ける中で企業は投資の基準をどう考えているのかということに興味を覚えました。例をひとつ紹介すると、日本の大手素材メーカーの大株主になっている米国企業の日本支社代表から相談を受けました。彼は日本に来る前はドイツに赴任していて、投資先のドイツ企業のいわばお目付け役で、投資計画の評価もしていました。提出されてくる投資計画書では投資案件はすべて豊かなキャッシュフローを生み、資本コストで割り引くとプラスの正味現在価値を生むと分析されている。彼の仕事はきわめて楽観的あるいは非現実的なキャッシュフロー予想をチェックし、必要なら修正させることでした。その後日本に転勤して来て同じ仕事を始めたところ、提出されてくる投資計画書はプロジェクトの正味現在価値がマイナスになっている。マイナスになっている点を指摘すると、投資先の日本企業の担当者は、それがどうしたというふうで取り合ってくれない。彼曰くキャッシュフローの推計はドイツより真面目だと思うが、大株主にリターンがマイナスの投資計画を示して平然としているのは理解できない。いったいどうなっているのかというのが彼の質問でした。

1991年度の日本企業のROEは5.6%でした。直感的に低い水準です。過去に比べてどうかということで、三菱経済研究所の本邦事業成績分析や日本銀行などの資料を引っ張り出してきて1930年代からのROEを計算しました。ROEはすべての期間を通じて最低の水準に落ち込んでいました。1993年度は2.4%まで低下します。日本企業のROEは昔から低かったわけはありません。1970年代までは2桁の水準を維持し、米国企業と比べても遜色はありませんでした。1980年代を通じて特徴的なROEの低下はなぜ起こったのだろうか。原因として疑われ

る候補はいろいろありました。

奥村 ROEを要因分解すると、たとえばレバレッジ効果の影響を受けます。そういうものを検討していったわけですね。

渡辺 そうです。長く保有していた土地を売却して得たいわゆる益出しによる利益などの特別な損益の影響を除くために、経常利益の50%を税引後利益と見做したROE（経常利益ベース）を計算しました。これは10年間で9.8%から5.0%に半減していて、低下幅は4.8ポイントでした。ROE低下への寄与度を3つの要因について計算しました。投下資本全体の利益率であるROIの変化、資本構成のレバレッジ（有利子負債/株主資本）の変化、それに負債利率率の変化の3つです。結果はROIの低下による影響が6.4ポイントと大変大きい。

次の資本構成は、（有利子負債/株主資本）が1.1倍から0.7倍に低下して10年前に比べてレバレッジが効かなくなっていました。その変化のROEへの影響は、0.9ポイントと小さい。最後の負債利率率は、低金利の転換社債やワラント債の発行や市中金利の低下によって下がり、ROEの押し上げ効果を持っていました。

つまりこの間のROEの低下は、内部留保の蓄積、株式資本の調達による資本構成の変化という資本調達サイドの問題よりも、その資金の使途、すなわち資産サイドの収益性の低下の問題が極めて大きかったことがわかります。

北原 収益性が低下した資産サイドには金融資産と事業資産がありますが、事業資産の収益率の低下を指摘されました。

渡辺 1981年度と1991年度のバランスシートを比べてみると、資産全体を分母とする収益率は、この10年間に8.9%から5.6%に低下しました。現金預金、国債や株式などの有価証券、子会社への投融資といった金融資産のウェイトは30%から38%に増加していましたが、試算すると金融資産以外の資産（事業資産）の収益率の低下がなければ、金融資産の増加、さらにその収益率の低下があっても、資産全体の収益率は、5%台にまで落ち込まず依然として8%台を維持していたはずで

以上を整理すると、戦後最低にまで株主資本利益率（ROE）が低下した直接の原因は、資本負債構成の変化ではなく、投下資本全体の収益性の低下である。つまり、単に株主資本が増えたことによるレバレッジの低下が原因ではない。次に投下資本の収益率（ROI）の低下は、現金預金を積み上げた、子会社への投融資が増えた、株式の持ち合いが増えたといった金融資産の増加にも原因の一部はあるが、主因は事業資産の収益率の低下に見られる本業の投資の収益率の低下です。つまり、事業面で収益性の低い投資が積み上げられていました。事業に必要な資金を調達するという後方支援の伝統的な財務の役割はきちんと果たされていても、戦後の日本企業では財務の中心的な役割とは考えられていなかった領域、投資の意思決定の領域で問題が発生していたのです。以上がコーポレート・ファイナンスによる分析です。

5. 戦後の積極的投資戦略とコーポレート・ガバナンス

奥村 投資の意思決定の問題からコーポレート・ガバナンスの議論に展開していったのが著書の『ROE革命』ですね。

渡辺 そうです。日本企業の投資基準がゆるんでいる。それではそもそも日本企業の投資判断の基準とはどんなものだったのかということを考えていくと、DCF法といったテクニカルな判断手法の採用不採用といったことにとどまらない大きな根本的な問題が背景にあると考えられるようになりました。そこから日本企業のコーポレート・ガバナンスに展開していきました。

私は1980年代にはじまった資本収益率の傾向的な低下は、戦後の成功の延長線上にある挫折だと考えています。成功が大きかった分だけ環境が変わっても戦略転換は難事業です。

戦後の成功戦略とは何だったか。東洋製罐を興した故高碕達之助氏が昭和29年に経団連月報に記した次の指摘が面白い。戦前の経営者がパージされたあとに登場した戦後の新しい経営者の特徴を評したものです。

「第一に、戦前の経営者はまず自己の会社の大株主であったが現在の経営者は、株主である人は極めて少数であって、その大部分はいわば傭人である。

第二に、戦前、会社の資金は大体資本金が主体であった。しかるに戦後はどの会社もだいたい払込資本金の十倍以上の負債を持っている。

第三に、戦前の経営者は、事業の拡張よりもさきに、まず市場の前途を洞察し、採算を基礎として経営に当った。戦後の経営者は、市場の前途などはさておき、……ひたすら他社の拡張競争に乗り遅れないことだけしか考えていない」

最初の指摘は、戦後の所有と経営の分離によるエージェンシー問題。第二は、資本負債構成の問題、借金過多経営。第三は、投資態度、投資効率を直接的に吟味しない積極投資への危惧です。明治半ばから太平洋戦争までの日本経済の成長率は3%です。3%の成長では10年で市場は5割しか拡大しない。右肩上りではない普通の経済の時代を生きた戦前の経営者にとって見れば、投資の精査は経営の要諦でした。

しかし、この高碕氏の第三の指摘、高碕氏の目に放縦と映った戦後の新しい経営者達の大胆な投資と規模拡大志向はその後の高度成長の下では確率の高い成功戦略となりました。市場の成長率が高碕氏の思い描いていたものよりも著しく高くなったためです。

経済成長率が10%に近く、10年で経済規模が2.4倍になる時代が続きました。投資の精査よりもスピードを重視し、まず大胆に巨額の投資を行う。その後ランニングコストの改善に努めれば、投下資本はいずれ市場の拡大による売上の拡大が吸収してくれるという積極投資の暗黙の前提が成立しました。急拡大する市場におけるシェア主義、これは、成長産業における成長企業の戦略です。

北原 直接的に資本利益率を問わない投資戦略は日本に特有なものでか。

渡辺 そうは思いません。米国の例を挙げると、市場が急拡大していた19世紀末、米国の大企業は長期投資を選択し、さらにその後の投資効率を監視するために資本利益率などの会計情報を必要としませんでした。ランニングコストに着目すれば十分だったのです。

鉄鋼王カーネギーは、それ以前の同業者の誰よりも多い投資を実行して莫大な利益をあげました。管理会計学の泰斗ロバート・カプランは、彼の経営を次のようにまとめています。

「彼が必要とした会計情報は工場内の工程毎の直接材料費と加工費に関する毎週の報告だけだった。カーネギーの成功は直接費についての良好な情報のみに依存していた。……その他には、信念と直観さえあれば十分だった。」

最新鋭の設備を果敢に投入し、その後のランニングコストの軽減に全力投球する戦後の日本企業の経営は、カーネギーの愛した金言、「直接費を注視せよ。そうすれば利益は自然に生じてくるであろう」そのものです。それは、急成長経済下の企業にとって合理的な戦略です。恵まれた経済環境の中で、ROEは明示的に考慮しなくても結果的に十分高い水準となりました。

高碕氏の最初の二つの指摘は、株主と分離されたサラリーマン経営者が安易に過剰な借金に依存して経営しているというものです。

高碕氏は戦前の金融資本家的な株主を快く思わず、東洋製罐を興すに当たって、従業員持株会や取引先持株会を組織した人です。それでも、戦後の企業株主や金融機関株主などの物言わぬ株主と自ら株式を保有しないサラリーマン経営者とからなる株式会社には奇異の念を抱いたのだと思います。

規模拡大の願望は組織にとって普遍的で、会社が大きくなれば経営者の社会的地位は上がり、従業員の雇用も昇進の機会も増える。取引先も喜ぶ。それは、政府組織や公社公団でも同じことです。しかし、株式会社を名乗る以上は、商品のシェアや事業規模を拡大するだけでは不十分です。勤勉や創意工夫を通じて、資本に対する適切な利益を同時に実現できる商品を顧客に提供して初めて、社会的意義があります。この資本効率追求の旗を掲げるのは本来株主の役割ですが、静かな株主とサラリーマン経営者という戦後の枠組みの中でそれはどこから生まれうるのか。これは、戦後の日本企業のコーポレート・ガバナンス論で避けて通れない中心的なテーマです。

私は、株主の不在を補ったのは過度の借金経営だと考えています。金利負担の重い借金経営は企業経営に明確な規律を与えます。シカゴ大学のスティーブ・カプランは、株主資本を多額の借金に置き換えるレバレッジド・バイアウト（LBO）を実施した米国企業76社のその後の業績変化を詳細に分析しました。その結果は、LBO企業は人員削減や投資カットといった一時的な対応ではなく、経営内容の実質的な改善によって収益性を向上させたと結論づけています。改善の原動力は過酷な金利負担を消化するためのキャッシュフローの必要性です。マイケル・ジェンセンの「借金は経営者にキャッシュを浪費することではなく、しぼりだすことを強

いる」という「借金の規律」が働いていました。

優良な投資機会が豊富な成長経済のもとでは、企業が資本の浪費的な投資を実行する可能性はもともと小さいのですが、投資の増加がそのまま借入金の増加につながる状況のもとでは、いくら積極投資、長期投資志向であっても目標のあやふやな浪費的な投資が実行されるおそれはさらに小さくなります。投資資金にはコストがあるということは、借金経営のもとでは、利払いのたびに明らかだからです。

企業評価も債権者の立場を重視する利払い後の利益、経常利益の額が重視されました。これも過度の借金経営の下では、一般株主の利益にとって、完全ではないにしても合理的でした。経常利益を増加させるためには、投資は少なくとも金利を上回るリターンを目標としなければならぬからです。過大な金利と元本の償還という過酷なデットサービスが経営の効率化につながるというLBO企業と同じメカニズムが働いていました。一見、不安定そのものに見える高碓氏の3つの指摘事項は、高度成長と資金不足という二つの外部環境の下では、合理的に機能しました。

資金不足を背景に成立する戦後のLBO型のガバナンスメカニズムは、資金の予算制約線がハードなときにのみ有効に機能します。ところが、資金的な制約がゆるんでみると、自律的な投資管理システムがビルトインされていない欠点の浮き彫りになります。これは、企業の内部資本市場にとどまらず、銀行をはじめとする外部資本市場においても同様です。リスクとリターンのトレードオフという概念は戦後この国ではおよそ発展しませんでした。高成長、資金不足、借金経営の時代から、低成長、資金余剰、株主資本の時代への転換点での混乱、これが企業財務、金融資本市場にバブルを生じさせたとは私は思います。

株主が不在で、資本効率に明示的な関心を払わない経営が、戦後、長い間破綻しなかったのは、フリー・キャッシュフローの大宗がデットサービスに消えていくという厳しい制約があったからです。成長の減速と株主資本の充実でこの制約がなくなったとき、他に規律はなく投資の健全性が崩壊しました。資金供給の本当の限界に突き当たるまでソフト・バジェット・コンストレイント（コルナイ・ヤーノシュ）状態が続いたのだと思います。

1980年代以降のROEの傾向的な低下は、企業経営の枠組みの観点からすれば、借金の規律に依存したLBO型ガバナンスの限界を示したものです。株主が不在のまま株主資本中心になった日本企業の問題点をそのまま映していました。

老朽化した建物や橋などの物理的な構築物を取り壊して建て直すことは簡単です。これに対して人間の心の中にごく自然にできあがった信念は、容易に新しい環境に適應していかない。“ROE革命”という著書のタイトルは、戦後の特別な時代の財務になれた目から見ると、資本効率重視に向けた変革は、革命に近いと思ってつけたものです。

奥村 戦後のコーポレート・ガバナンスについて、銀行が株主であることに着目したメインバンク・モデルがあります。これについてはどう評価しますか。

渡辺 戦後の日本企業の規律の実証研究としてメインバンク・モデルは不適切だと思います。簡単に言うと、銀行や企業にインタビューしてもメインバンク・モデルのような日本に特有の暗黙の約束があったという声はないからです。発展経路の違いを反映して国ごとに特有の制度が生まれ存続維持されるという比較制度研究の多元論の立場を支援する仮説としてゲーム理論にのるように作り出されたものと理解しています。メインバンク・モデルでは企業の規律の源泉として扱われる銀行ですが、現実には銀行自身のガバナンスの頼りなさが1980年代の資金余剰の時代の到来とともに表面化し大手銀行の破綻も相次ぎました。

奥村 アメリカで合計4年暮らされたわけですが、そのあたりから感想などをお願いします。

渡辺 1984年から2年間ボストンのハーバード大学にいた頃は、日本が輝いていて、アメリカは自信を失っていました。アメリカ再興のためには、企業や仲間への献身 (dedication) を求める日本型の受容か、個人のエネルギーを発揮させる強欲 (greedy) の解放かという議論を覚えています。結局、強欲解放が企業社会を活性化し1990年代後半からはイノベーションと成長で世界を再びリードするようになりました。一方、2度目は1996年から2年間、客員フェローとしてスタンフォード大学のフーバー研究所で過ごしました。日本では証券会社や銀行が破綻し、アジア通貨危機が発生した頃です。スタンフォード大学はカリフォルニアのパロアルトというシリコンバレーの中心地にあります。当時アップルは破綻の瀬戸際のような状態で、資金繰りに窮したスティーブ・ジョブズがマイクロソフトのビル・ゲイツに頼んで株式を引受けてもらったことが話題になっていました。日本で短大を卒業してカリフォルニアにやってきた女性からアップルに誘われていてどうしようか考えていると聞いたことがあります。その後アップルの株式価値は 아이폰などで300倍以上になりました。もしあの時アップルに入ってストックオプションをもらっていたら彼女は今は大金持ちになっていると思います。

ハーバード・ビジネス・スクールにいたときは中国本土からの留学生は1人でした。50歳ぐらいの年配の人で、共産主義者が何で来ているのだろうと友達と話した記憶があります。10数年後のスタンフォードには中国本土からの留学生がたくさんいました。同じアパートメントに日本の大学経由で来た若い夫婦もいました。前向きで明るい大変エネルギーな人たちでした。

1990年代に揚子江の上流に建設される三峡ダムの建設資金調達に絡んで中国調査をしたことがあります。今日では考えられないことですが、中国は資金不足で、すでにある発電所を株式会社にして東京かニューヨークで上場、株を売却して資金を作ろうというものでした。北京空港の建物はたしか木造で、空港から市内までは街灯もなく、ずっと真っ暗闇でした。その後の中国経済の発展は当時のどんな予想も超えていると思います。

アメリカも中国も市場経済に秘められた力強さをあらためて示しているように思います。それから未来のことはわからないということも。