

みさき投資株
代表取締役社長 中神康議

慶應義塾大学経済学部卒。カリフォルニア大学バークレー校経営学修士(MBA) 公益社団法人日本証券アナリスト協会検定会員(CMA)「山を動かす」研究会発起人・代表幹事。「厳選投資の会」幹事。



誰のためのROEか?

——日本企業に残された最後の経営フロンティア

最近、新聞で「ROE」の三文字を見ない日がない。

典型的には、世界各国と比べた日本企業の資本効率の悪さを指摘し、その改善を促すという論調だ。確かに世界でも「最貧国」に近い日本企業の資本効率は長期に渡る株式投資リターンの低迷をもたらし、年金財政や家計の財産

所得への悪影響につながっている。

しかしながら、経営応援型投資の現場にいる筆者の目からは、資本効率の議論が常に株主・金融サイドからみた「運用パフォーマンス向上」の文脈であることが気になる。本来、資本効率とは単に株式リターン向上のためだけでなく、企業経営上の重要な指標であり、従って競争力

や成長力の向上につながるものはずだ。

本稿では、まず日本企業の資本効率問題を正確に把握するとともに、企業経営の立場から資本効率の意味とその向上の必要性を改めて考察してみたいと思う。

◆低資本効率問題を正確に理解する

——課題は「稼ぐ力」そのもの

まずは日本企業の資本効率（ROE）の事実関係を確認しておきたい。日本企業の資本効率は直近値でも、長期（たとえば10年）で均してみても「世界最貧国」レベルにあることは事実である。

結果として、「株式の長期パフォーマンスは、長期資本効率に収斂する」という理論通り、日本の株式市場のパフォーマンスは長期にわたって世界各国に大幅に劣後している。安倍政権樹立以後の株価急騰も、長期で各国と対比してみれば実はわずかな変動にすぎない。

一方、「どうやって資本効率を上げるべきか」という各論に入った途端、金融サイドからは「溜め込んだキャッシュを吐き出せ」「借入を増やして財務レバレッジを上げろ」といった主張

が唱えられたり、逆に企業側からはそれに対する心情的反発の声が上がったりと、どうも極端な議論に終始しがちだ。しかしながら、この議論もまた問題の本質を捉えていない。

図は長期の資本効率をデュポン分解にしたがって3つの構成要素に分け欧米と比較したもののだが、これをみれば明白なように、わが国の資本効率が長期・大幅に低迷している真因は財務レバレッジや資産回転率にあるのではなく、事業マージン、すなわち「稼ぐ力」が長期・持続的に弱いことにある。低資本効率問題を議論する際の焦点は、「パイの分け前が少なすぎる」ということではなく、社会全体で共有すべき「パイそのもの（≒稼ぐ力）をどうやって大きくすべきか」に置くべきなのだ。

◆資本効率の重要性を捉えなおす

——世界レベルの競争現場で何が起きているのか

近年、筆者は投資の現場で以下のような企業経営者の声を聞くことが増えた。

「以前はあまり規模も変わらなかった海外競争がこの10年で急激に規模を拡大した。当社も

〔図〕日米欧の資本生産性の要因分解

		ROE	マージン	回転率	レバレッジ
日本	製造業	6.8%	3.5%	0.91	1.91
	非製造業	6.7%	3.2%	0.86	2.28
	合計	6.8%	3.3%	0.92	2.02
米国	製造業	18.1%	8.4%	0.77	2.24
	非製造業	14.5%	8.0%	0.61	2.33
	合計	16.0%	8.3%	0.87	2.29
欧州	製造業	15.3%	6.8%	0.79	2.44
	非製造業	15.6%	7.8%	0.66	2.74
	合計	15.4%	7.2%	0.86	2.58

注1) 2004～2013年暦年ベース、金融除く、異常値を除く

注2) 日本はTOPIX500、米国はS&P500、欧州はSTOXX Europe600

出所：Bloomberg、みさき投資株式会社分析

頑張っただけ成長してはいるのだが、ここまで規模が違ってしまつてしまうとまともに戦えない…」

筆者はこうした現状をもたらした背景に資本効率の差があるように感じている。悩んでいる当該日本企業がM&Aに頼らない、いわゆる「オーガニックな」成長を続けている間に、欧米の競合は高い資本効率により投資家の資金を惹き付け、M&Aを積極的に活用して規模を拡大し、10年の間に主要市場をあらかじめ押さえてしまった。

金融緩和で世界中に資金は溢れていても、「カネの論理」の現実には厳しく、資本効率が低い企業には決してお金は回っていかない。資本効率が高い企業にのみお金は回り、株価は高く維持され、有利な資金調達や株式交換による積極的なM&Aが可能となる。世界レベルでのスケールが収益力を規定するグローバルビジネスにおいては、それが収益力格差に直結していく。企業経営の世界はとてつもない「グローバル資金獲得競争の世界」でもあり、資本効率の高低が企業間の優勝劣敗に直結する世界でもあるのだ。

◆最後に残された経営フロンティア

——先駆的経営者の時代

企業経営は、「製品・サービス市場」「労働市場」「資本市場」という3つの市場と対峙している。これまで、日本企業は「世界で最も厳しい顧客」と言われる国内の製品・サービス市場に鍛えられ優れた製品群を世界中に送り出してきた。また、製造業の現場を中心に労働生産性を世界に冠たるレベルにまで高め、グローバル競争力の源泉としてきた。組織内論理を重視しがちな日本企業においても、長期・持続的な経営進化は常に市場との接点からもたらされてきたのだ。

では資本市場との関係はどうだろう。高度成長期の日本では長らく間接金融が主体を占め、企業もメインバンクとともに成長を遂げてきた。しかしながら、バブル崩壊以降銀行の役割は薄れ、今後も強固な間接金融システムが復活する

ことはなさそう。自然、今後の企業経営と資本市場の接点を担うプレイヤーは株式投資家にならざるを得ない。わが国でも、高度成長期のデットガバナンスの時代は終わり、成熟経済下におけるエクイティガバナンスの時代が始まっていくことになる。

これは今まで日本企業が経験したことのない市場との接点となる。「経営進化は常に市場との接点からもたらされる」とするならば、エクイティガバナンスの時代到来とは、新たな経営進化をもたらしてくれる未開拓領域（「フロンティア」）が突如姿を現したということだ。これは歴史的事実を理解している経営者には、競争他社に差をつける絶好の機会が到来したということでもある。

ROEという言葉は株主サイドからみれば「資本効率」という表現になる。他方、ROEは経営者サイドからすれば、本来的には「資本生産性」という表現で理解すべき指標である。労働生産性の高さが日本企業のグローバル競争力を支えたように、次は資本生産性を上げることでグローバル資金獲得競争を勝ち抜き、事業基盤を強固にする機会が生じているのだ。口やかましく資本効率を問う株式投資家との対話も逆手にとって、資本生産性向上の手段とするべきではないだろうか。

少々長文になるが日立製作所で目覚ましい経営進化を成し遂げた川村会長のコメントを引用して、本稿の終わりとしたい。

「誰にとっても、自分を100%客観的に見るのは難しい。どうしても最良目（ひいきめ）に見てしまう。客観的な目は色々あるが、代表格は例えばカメラである。自分の顔や容姿、ゴルフやスキーのフォームを写真で見て、あっと驚いたり、文句を言ったりする人は多い。自分はこんな年寄り顔じゃないとか、こんなヘッピリ腰のスキーヤーじゃないなどと言う。しかし、必ずカメラの方が正しい。会社も同じで、中にいる

人はなかなか自分の会社を客観視できないことも多い。ウチの会社の評価は低すぎるとか、株価がこんなに低いのはおかしい、などと言う。会社の評価の際、カメラの役割をするものの一つは、機関投資家の目である。最眞目無しの客観評価には、社内から『実態を知らない連中がこんな厳しい評価をするなんて』と恨み節が出るが、大抵は機関投資家が正しく、自分達が甘いのだ。』

日本経済新聞夕刊 2012年6月11日

結局、「市場に背を向けた経営は淘汰される」という歴史的教訓を胸に刻み、誰もまだ踏破していないフロンティアを先駆的に切り拓いた企業だけが生き残っていくのだ。

2015年という年が「日本企業経営史に先駆者たちが数多く出現した年」として記憶に残る年になれば、株式投資家としてこれほど嬉しいことはない。