

# 稼ぐ力はどこまで高まるか～ROEを超えて求めるもの

有限責任監査法人トーマツ顧問、日本ベル投資研究所代表取締役主席アナリスト すずき ゆきお 鈴木 行生

## 株式相場の行方 ～確実でないことを問う

日経平均が一時2万円台に乗せた。こういう場面をどうみておくのか。いつの時代も先のことはわからない。世の中では、3つのことが起こりうる。1つは自分が想定していたようにいい方向に行くことである。予想以上にいい方向に行くことには何ら問題がない。2つ目は、想定していた通り悪い方向に行くことである。何が悪い方向かは分かっていた。それがどんな事態になるかも、ある程度想定できた。それが起きる可能性、つまり確率についても検討したという場合である。この時には、悪い方向に向かったという点では好ましくないが、投資家にとってサプライズはない。想定範囲内といえる。

3つ目は、そんなことが起きるとは想定もしていなかったという場合である。ここが一番難しい。起きる可能性はありうるが、その可能性は極めて低いかもしれない。しかし、一旦有事になれば深刻な影響をもたらすことになる。この不確実性の高い事象については、最悪の事態を想定し、悪影響を最小にする方策をイメージして、手を打つ必要がある。

投資の世界では、リスクオン、リスクオフという言葉が使われ、二進法的に投資にポジティブな局面、ネガティブな局面という分けがされる。1(イチ)、0(ゼロ)で明確に区分できるわけではないが、分かり易いので使われる。しかし、一番大切なことは、1から0に変わる時、あるいは0から1に変わる時をどう見抜くかであり、もう1つは、1でも0でもあわてないように、投資ポートフォリオを組み換えていくことである。

日本では、第3の矢の成長戦略が遅れているといわれる。構造改革のための規制緩和、規制の見直しには時間がかかる。TPPの妥決とJA改革はうまくいくだろうか。一方で、国内の景気はよくなりつつある。消費税のマイナスの影響は4月以降薄れている。円安の効果で輸出企業の業績は拡大し、輸入企業のコストアップに対応した価格転嫁も少しずつ進展しつつある。円安の中で輸出企業は数量効果でなく価格効果で利益を上げてきたが、この水準からは輸出の数量も増えてこよう。原油安がエネルギーコスト安として、企業にも家計にも大幅なプラス効果をもたらす。企業業績は2015年度も+10～15%の増益が見込める。これを織り込んでいくと、日

経平均での2万円超えも順当なところであろう。

不確実な要因は何か。天変地異やイスラムテロ国家(IS)との戦いなど、想定外のことが起きるかもしれない。また、リスク要因はいくつもあるが、これがネガティブな方向に動いた時にマーケットも一旦下げよう。よって、日経平均でいえば、19000円台のゾーンから局面によって17000円台に下げることであろう。しかし、大勢としては、その後2万円を目指して戻っていくことになる。

次は、日経平均3万円に向けて、日本の構造改革の進展と企業の稼ぐ力の向上が問われる。日経平均3万円は予測するものではなく、それを実現するために各々の立場で「やるべきことをやる」という、まさに実行力にかかっている。投資家はそれを見ている。

## 「伊藤レポート」の意味するもの ～ROEの意味を問う

2014年8月に「持続的成長への競争力とインセンティブ～企業と投資家の望ましい関係構築～」プロジェクトの最終報告書が経産省より公表された。この伊藤レポートでは5つの提言を行っている。

1つは、「協創」である。企業と投資家に対立するのではなく、協調して持続的な企業価値の創造を目指すという意味である。

2つ目は、資本コストを上回るROEの実現である。8%を上回るROEを最低ラインとして、より高い水準を目標とする。単にROEを上げるだけでは不十分で、ROEを現場の経営指標に落とし込むことが問われる。それによって、現場のモチベーションを上げ、ROEの向上が結果として生まれてくる。この現場への落とし込みを「日本型ROE経営」といっている。

3つ目は、インバーストメントチェーンの変革である。企業価値を作り出すバリューチェーンを、投資に関する資金の出し手から事業活動を行う企業までの流れという視点で捉え直し、それをいかに強くして、国民を豊かにしていくかを問う。長期的な投資からリターンを得る稼ぐ力を全体の最適化によって大きく高めようとする。

4つ目は、高質の対話を行うことである。企業と投資家が信頼関係を築くには、企業が企業価値創造のプロセスを開示し、それをベースに両者が建設的

で質の高い対話（エンゲージメント）を行うことが求められる。

5つ目は、経営者・投資家フォーラム（MIF）の創設である。このフォーラムでは、関係者が集まって、継続的に、中長期的な情報開示や統合報告のあり方、建設的な対話促進の方策などについて検討していく。

これらのことを実践すれば、日本の企業が強くなり、投資家もより良いパフォーマンスが上げられるようになる、と考えた。本当か、と疑問を持つ人もいようが、その蓋然性（実現の確からしさ）はかなり高い。

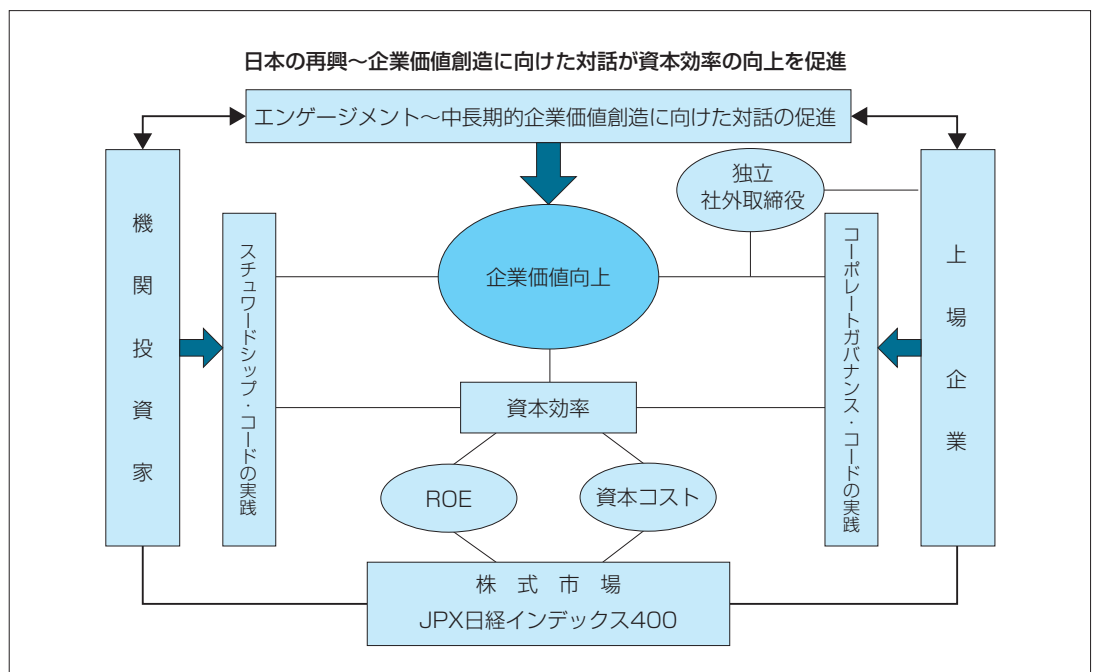
まず、企業について考えると、企業は絶えず競争にさらされており、勝ち組もいれば負け組も出てくるのが普通である。しかし、競争には常に二面性がある。1つは内なる戦いであり、もう1つは外との戦いである。内なる戦いでは、その企業の社内における組織能力をいかに高めるかである。投資家との対話に基づく企業のありようについても、社内で力をつけて、社内が盛り上がるような勢いにもっていければ、それが成果に結び付いてくる。投資家は、その社内変革を知りたい。これは他社との競争ではない。自らの過去、現在との戦いである。

外との戦いにおいては、激突の戦いと、スピードの戦いがある。激突の戦いでは、今のマーケットにおける商品やサービスの質と価格の勝負である。これは勝ったとしてもかなりの消耗戦を強いられる。負ければキャッシュ・フローを失うので、次の戦いに向かう体力をひたすら消耗してしまう。とすれば、激突をいかに避けて、自社に合った顧客、あるいは特定の顧客に合った自社を作っていくことである。投資家はそこを知りたい。

もう1つのスピードの戦いでは、相対的スピードとその方向性が大事である。戦略のベクトルが同じであれば、自分のスピードがそれなりであっても、他社がもっと速かったら、相対的には遅れをとってしまうことになる。その相対的スピードにおいて遅れをとらないことである。さらに望ましいのは、ベクトルが同じ同質戦略ではなく、ベクトルが異なる異質戦略をとることである。その異質戦略のスピードがどのくらい早いかわを知りたいのである。

準備のためのR&Dやプラットフォーム作りには時間がかかってもよい。時間をかけて、より差別化されたものができるのであれば、そのほうがありがたい。企業における競争は、付加価値の創造においてゼロサムではなく、大きなプラスサムに持ち込むことが十分できるのである。

その実現に向けて、どんなことを対話したいのか。人によって違いはあるだろうが、筆者の場合であれば、次のようなことを議論してみたいと思う。1) 経営理念、経営ビジョンはステークホルダーと共有されているか、2) トップマネジメントは、主体的なKPIを掲げて、それにコミットしているか、3) 将来のありたいビジネスモデルを明確化しているか、4) イノベーションに挑戦して、先行投資をしているか、5) 不採算事業を見直す基準を設けているか、6) 望ましいROEの水準を定め、その達成に向けて事業を展開しているか、7) リスク事象をカバーする仕組みを働かせ、リスク情報を迅速に公表しているか、8) コーポレートガバナンスの仕組みは十分機能しているか、9) ダイバーシティについて明確な目標を持って推進しているか、10) 企業価値創造のプロセスを統合報告として明示化し、対話する場を設けているか、などである。



## 新しいIRとしてのエンゲージメント

企業と投資家のエンゲージメント（関係構築のための対話）をどのように進めるか。投資家の視点を入れながら、企業の立場に立って考えてみよう。

第1は、アベノミクスの成長戦略との関連である。投資家は、たえずその時のテーマを追いかけていく。少なくとも無関心ではいられない。企業からみれば経営環境の変化の1つにすぎないかもしれないが、常に時のテーマに敏感であってほしい。

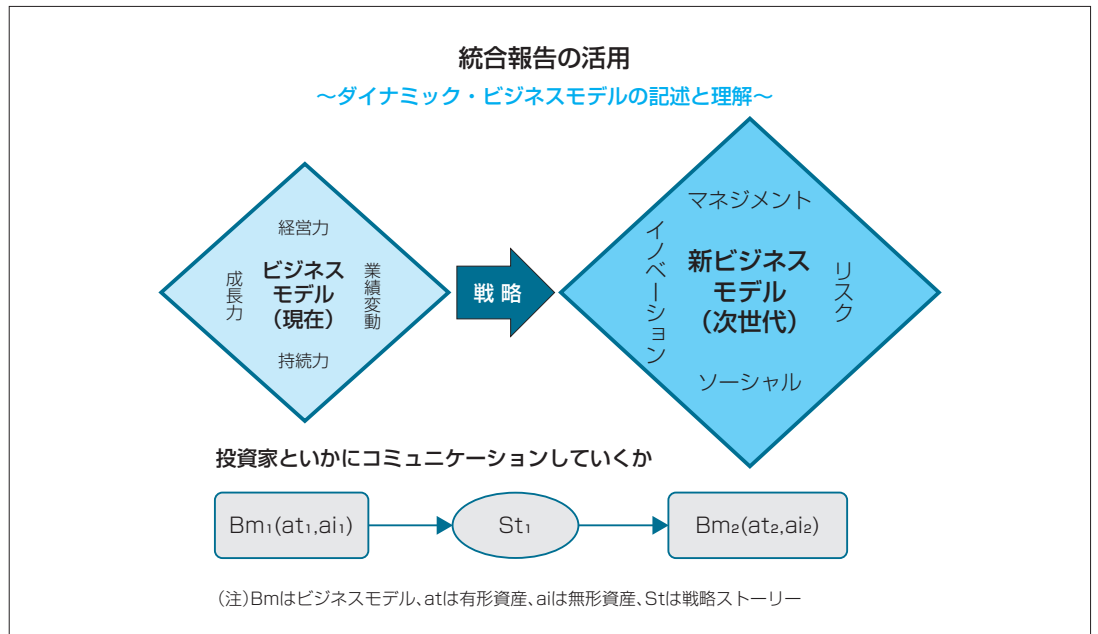
第2は、自社の企業価値創造の見える化をたえず心がけることである。企業価値の創造といっても、抽象的でよくわからないというかもしれない。まずは、長期的な金儲けの仕組みと考えればよい。当然、社会に役立ち、認められる価値でなければならない。それは何かを論じる。同時に、儲からなければその事業は続けられないので、長期的な視点でどのように経済的価値を上げていくかを具体化する。

第3は、投資家の関心が高い資本効率について、どのように対話していくかである。資本効率については、とりわけROEと資本コストがポイントにな

る。ROEについては、決算短信にも記載する必要がある。一方、実績については誰でも分かる。一方、資本コストになると、これは分かりにくい。

大事なことは、こうした資本コストが社内で作られているかどうかである。どんな会社でも何らかの投資（設備投資、人材投資）をして事業を立ち上げたり拡大したりする場合、あるいはM&Aを行う時には、必ず事業採算を計算するはずである。単に2年後に黒字化、4年後に累積一掃というだけでなく、経常的にいくら儲けるかという収益力の目標を持つはずである。それが例えば売上高営業利益率で10%を目指すというのでは不十分である。

投下資本に対してどの程度の利益率（ROIC）を上げるのか。それがWACCをどの程度上回るかが問われる。投資家はこの上回る収益（付加価値）のレベルと持続性を知りたいのである。細かい数字を教えてくださいというのではない。その事業モデルの強さと、そういう収益性をきちんとビルトインした経営を展開して、PDCAを回しているかどうかを理解したいのである。



第4は、企業価値創造のプロセスを共有すべく、投資家と対話することである。これは事業内容の単なる解説ではない。バリューチェーンの流れを説明するだけでも不十分である。まずは自社の現在のビジネスモデルの強みと収益の源泉を理解してもらうことである。競争上不利になることがあれば、それを話す必要はない。可能な範囲で理解を深めてもらうことである。ここが不十分だと会社を理解できないので、ちょっとした情報で会社に対する見方が

振れてしまう。すぐに不安になって、信じられるのは足元の情報ということで、短期志向になってしまふ。

より重要な点は、今のビジネスモデルではなく、次に目指すビジネスモデルにある。価値創造の仕組みがビジネスモデルであるから、次のビジネスモデルをどのように構築して、収益力を高め維持するのか、について納得してもらうことが求められる。さらに、次のビジネスモデルをどのように作っていく

のかというやり方が戦略なので、その戦略ストーリーについてもよく理解したいと投資家は考えている。

第5は、過渡期の対応である。どの企業もいい時ばかりではない。むしろ苦しい局面が続くことも多い。事業の中身をみると、好調な部門もあれば、陰っている部門もある。次のビジネスモデルが十分見えずに、呻吟している場合もありうる。このような時に、どのようにIR活動を展開するのか。対話などしたくないと思うかもしれない。わが社は今苦しいとわざわざいいたくない、という気持ちになるのは普通である。いい時も、悪い時もIRを続けよといわれても気が重くなる。

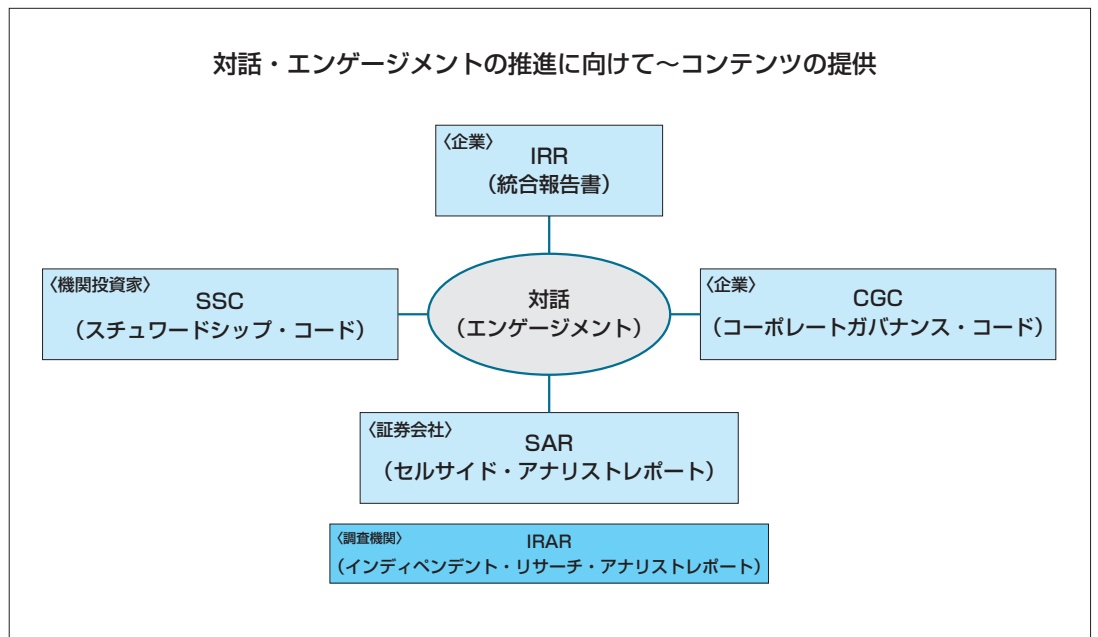
ではどうするのか。無理な対話をする必要はない。但し対話をしないと、意図せざる情報や曲解が流布することにもなりかねない。誤解が生まれないようにだけは十分心掛ける必要がある。会社が苦しいと分かれば、通常投資家は寄ってこない。既存の株主も減っていくかもしれない。しかし、ここがチャンスと考える投資家もいる。厳しい時、苦しい時にどのような手を打つかは、既存の株主に知ってもらうだけでなく、バリュー型の投資家もぜひ知りたいと思っている。ターンアラウンドできる力と施策が納得できれば、それが成果に結び付いた時のリターンは大きい、と知っているからである。したがって、苦しい時も投資家を選んで対話を続けるべきである。

第6は、個人投資家と機関投資家はどこが違うかを認識した上で、どう対話をしていくかである。その場合、相手に合わせるだけでなく、自らの主張を

いかに上手く盛り込んでいくかがポイントとなる。両者の最大の違いは、会社サイドに継続的にコンタクトをとって情報を入手できる頻度にある。一般に機関投資家は会社にコンタクトをしやすく、個人投資家はしにくいといえよう。よって、個人投資家には長持ちする情報が大事である。そのためには、ビジネスのコンセプトを語って、ビジネスモデルを十分理解してもらうことである。彼らは経営者の思いに共感し、印象を大事にする。多様な投資家の中に、分かってくれる人がいる。効率はよくないが、地道な個人投資家との対話の場を作っていく必要がある。

問題は機関投資家である。プロの土俵で勝負しているのだから、彼らのルールを知っておく必要がある。彼らは長期投資といいながらも、短期の動きを重視する傾向が強い。ヘッジファンドなど多様なスタイルがあるので、求める情報もマチマチである。一般には数字を大事にして、現場の生の情報を活用する。また、中期計画の進捗を注意深くフォローする。マーケットにインパクトを与えるセルサイドアナリストの予想を参考に短期的なコンセンサスを判断し、その中で売買行動をとるタイプも多いので目先の情報にとらわれやすい。

企業サイドとしては、中長期のビジネスモデルの強化策とKPIについて十分言及して、説得的な論理と実証によって納得感を得ておかないと、短期の情報収集合戦に巻き込まれかねない。機関投資家のニーズに応えながらも、その意味をよく考えて、提供する材料（情報）については、ミスマッチやギャップが生じないように十分認識しておく必要がある。



第7として、ではどうしたらよいのか。これから最も有効になるのは、統合報告の活用であろう。財務情報と非財務情報を統合して、企業価値創造のプロセスを明解に語っていくという統合的思考（Integrated Thinking）を十分取り入れていくことである。そのためには、まず統合報告書を作ってみることである。

その上で、決算説明会とは別に、統合報告説明会を行うことである。これは機関投資家のスチュワードシップにも合致したもので、互いにとって効果的、効率的なものとなろう。来期の業績予想や中期の業績計画に留まらない、より深い理解を得るための機会となろう。会社としても機関投資家のニーズをよく知って、それを経営改革に取り入れていくためのきっかけとして活用することができよう。

統合報告は、個人投資家が要望する長持ちする情報にもほぼそのまま使える。さらに、既存株主との対話にも大いに活用できる。今後、株主総会での対話は統合報告の内容を軸にしたものに発展していく。大事なことは、投資家との対話を通じて、自社の強みを一段と磨き、競争力を強化することである。そのことが、他のステークホルダーとの対話にも大いに貢献するものと期待される。

## 上場企業が投資家を選ぶ時代 ～逆もありうる局面へ

2015年度から独立社外取締役の新しい制度がスタートした。コーポレートガバナンス・コード（CGC）とスチュワードシップ・コード（SSC）は、企業サイド、投資家サイドの双方から対話を促進して、企業の資本生産性を高め、「稼ぐ力」を向上させようというものである。

伊藤レポートは広く読まれている。その中で課題と対応は議論されているが、答えが書いてあるわけではない。どうするかは個々の上場企業が自ら決めることである。機関投資家もどのように対話し、行動するかは各社毎に自分で決める必要がある。‘コンプライ オア エクスプレイン’ の原則である。

オムロンでは、役員会で伊藤レポートの内容をきちんと議論した、と山田社長は語っている。全員が読んで上で議論し、それを自らの経営に埋め込んでいる。現場でも使えるKPIIに落とし込んでいる。これは素晴らしい。

リクシル（LIXIL）の昨年の株主総会では、株主から社外取締役に、どのような活動を行って、経営をどうみているのか、について質問があった。藤森社長は、二人の社外取締役にその質問をそのまま振って答えるようにした。二人は少し驚いたようであったが、平然と持論を述べた。企業と投資家の対話において、トップマネジメントとの対話はもちろんであるが、独立社外取締役の意見が求められる場面

も増えてこよう。責任は重大である。

対話（エンゲージメント）とは、単なる話し合いではない。それを通じて理解を深めた課題には手を打って、ソリューションを見出していく必要がある。それによって収益性が高まり、企業の成長性や持続性が向上することが本来のねらいである。

オリックスでは、株主の65%が外国人、個人投資家は5%である。浦田副社長（CFO）は、内外の機関投資家に対して、長期投資家を優先してCEOとCFOが対応するという。一方で、個人投資家を増やすべく、年2～3回であった個人投資家説明会を30回に増やしている。

オムロンの山田社長は社長になって4年、前半2年と後半2年では投資家向け対応が少し違っているという。作田前会長（その後ルネサス会長・CEOを歴任）からIRは社長の仕事と受け継いでいるので、常に力を入れている。しかし、前半2年は数を重視したが、後半2年は質を重視している。企業価値を伝達し、経営に取り入れる対話は続けていくが、投資家を選んで回数を減らしている。その分はIR担当役員がしっかり対応している。

浦田副社長は、機関投資家がCEOでなければ答えられないような質問ではなく、IRの担当者で答えられるような質問ばかりされるとがっかりするという。実際、配当と自社株買いの話ばかりでは必ずしもCEOが答える必要はない。

山田社長は、機関投資家は足元の状況など四半期の短期の話が多いという。もっと中長期の競争力の源泉に目を向けてほしいので、それに関わる戦略や課題、KPIの開示を充実するようにした。この発想は注目すべきである。

フィデリティ投信の三瓶ディレクターは、投資家は中期計画の進捗もさることながら、その先を知りたい。長期の将来をどう考えているのか。どのような手を打っていくのだろうか。この点について答えが返ってくるようなCEOは信頼できるという。

三井物産では、個人株主比率が20%、23万人に達する。それでも個人投資家説明会に力を入れている。個人投資家説明会に出てみると分かるが、目先の短期の質問は少ない。個人投資家は長持ちする情報を求めている。かといって、会社の事業内容を長々と説明するだけでは、よい説明会とはいえない。

三井物産の個人投資家説明会で出た質問は、①各事業分野の収益性をどのように測って、経営を行っているのか、②資源分野に強いことから、非資源分野を伸ばすといっても収益的なインパクトは少ないのではないかと、③新しいブランディングをスタートさせたが、それによって社員の意識はどの程度変わったのか、社員の業績評価のしくみはどのように変えているのか、というような内容であった。

このように個人投資家の質問はいいところをつく。機関投資家の最大の課題は、社長に対して社長

にしか答えられない質問を十分しないことにあるといえよう。従来、投資家は投資する会社を選べるが、上場企業は投資家を選べない、といわれたが、今や企業価値創造に資する投資家を会社サイドが選ぶようになるかもしれない。しかし、真摯に対話をする辛口の投資家避けるようでは、やはり市場で十分評価されないであろう。投資家が企業の価値創造に本格的に参画する時代が来ようとしている。大いなる志とリターンを求めて参加したいものである。

以上

すずき ゆきお  
**鈴木 行生**

略歴

福島県会津若松出身。東京理科大学大学院修士課程修了。75年(株)野村総合研究所入社、自動車、鉄鋼などの産業を担当、東京、パリでの企業アナリストを経て、96年取締役企業調査部長。97年野村証券(株)取締役金融研究所長。2000年野村アセットマネジメント(株)常務執行役員。05年野村ホールディングス(株)取締役。07年社団法人日本証券アナリスト協会会長。現在、(株)日本ベル投資研究所代表取締役主席アナリスト。有限責任監査法人トーマツ顧問。経済産業省「持続的成長への競争力とインセンティブ～企業と投資家の望ましい関係構築～」に参加。株式会社システナ社外取締役。いちごグループホールディングス株式会社社外取締役。日本IR学会副会長。