

# 日本経済の再生 ～日本企業の成長戦略に求められるもの～

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

## アベノミクスと成長戦略

昨年来、私は「日経平均2万円」といっている。‘なる’と予測しているのではない。それは2万円に‘する’ために、私たちはそれぞれの立場でどうするかを考えていく必要がある、という意味である。数年前に、有名な個人投資家のジム・ロジャーズ氏は、どうすればよいかは世界にいくらでも例があり、方法があるのに、日本はどれもやりたくない、といっている。そして、みんなで仲良く貧乏になる道を選んでいる。信じられない、と言及した。

閉塞突破のためには、文句ばかりを言っても仕方がない。日本は追い込まれているが、打つ手はある。優先順位を付けて、断固実行していくことが求められている。皆で仲良く貧しくなるのではなく、企業も個人も投資機会を大いに活かすべきであろう。

今、変化への期待が高まっている。自民党政権は政策の舵を切った。アベノミクスは期待先行であるが、動きは始まった。企業は、国の政策が動かなくても、国境を越えて事業活動を推進していく。しかし、国の政策が中期的な成長戦略を後押しするならば、企業活動はより活性化していく。企業こそ、日本の活力を生み出し、国力を高めていくことに貢献できる。その意味で、企業の経営革新が一段と求められる。

日本の多くの企業は、まだ経営革新が不十分である。どこに問題があるのだろうか。4つの視点がある。1つ目は、経営者のマネジメント能力が必ずしも十分でない。新しい人材をもっと登用して新陳代謝を図る必要がある。

2つ目は、ビジネスモデルのイノベーションが不十分である。日本企業の現場は強いという見方は当たっていると看做しても、企業価値創造の仕組みが全体として色あせ、ほころびが出ては十分戦えない。新しいビジネスモデルの設計図を描き、その実行戦略を的確に実践できているかどうかをつき詰める必要がある。

3つ目は、サステナビリティ（持続性）を経営の根幹に据えているかどうかである。サステナビリティを狭い意味で、環境、社会、統治というESG

に限る必要はない。社会的価値との共存を図りつつ、長期的に企業価値を生み出す活動を作り上げ、実践することである。

4つ目は、リスクマネジメントである。何らかの事象が起きた時に、そんなことは想定していなかったというのでは、すまされない。自社でできること、できないことを仕分けしながら、不測の事態へのシミュレーションをできるだけ実施してほしい。

## エクイティへの期待とリスク

世界経済の動きを見ると、米国は回復に向かっていく。欧州も最悪期は脱することができよう。日本も上向いている。

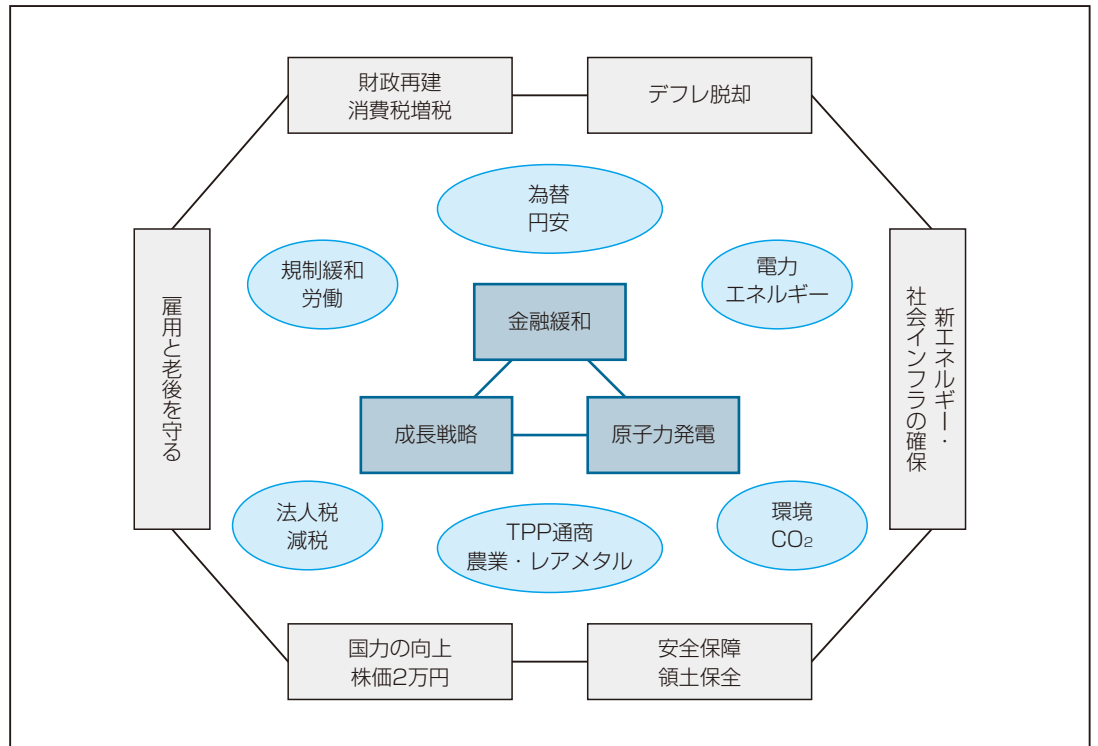
中国のリスクは、過剰キャパシティにある。中国人というのは何よりも体面を気にする。習政権は新しいことをやりたいと思うはずである。必ず上手くやりたいと考える。当然適切な成長が求められる。

しかし、中国の国民、消費者の目は肥えてきた。政策やクオリティに不満が出てくる。これを社会的にまとめていく必要がある。リーダーは民衆を満足させたいと思う。内陸部でも賃金を上げてほしいという。食品の値上がりは厳しいので、インフレになりやすい。その中で資本の効率が問われる。そうすると、マネジメント力が問われる。中国に進出した企業にとって、今後は一段と競争への準備とスケールの追求が必要になる。

アジアについても、相互依存性（インターコネクティビティ）が高まっている。その中でナショナリズムだけを唱えても続かない。人々の変化を理解していく必要がある。

領土問題では互いに悪い感情が高まっている。欧州の債務問題についても、生活水準の切り下げ、大幅な失業を納得できるかどうか。そうみると、今後のリスクは「怒り」にあると言えよう。怒りを爆発させて戦っても繁栄は生まれえない。リスクと機会は共存している。機会をパートナーにしたいものである。エモーショナルには動かない方がよい。

アベノミクスの政策フレームワークの視点



アベノミクスは成功するか

日本経済は、景気刺激策と円安で回復色を強めよう。2013年は良い方向に向かっている。その効果で、2014年4月からは消費税が引き上げられよう。しかし、その分物価は上がるので、実質成長率にはマイナスに響く。

ここ数年の間、日本の企業にとって重荷になっていた6つの制約、6重苦について考えてみる。まず1つ目の円高は、デフレ脱却に向けた金融緩和で、円安に方向転換した。リーマンショック前を100とすると、昨年まで日本は30%円高になり、韓国ウォンは20%安くなった。対ドルに対して、50%の開きが出た。これでは戦えないと東芝の西田会長は嘆いていた。

最近の円安、ウォン高で、この差は20%内にまで縮まった。円にはもともと高くなる理由はなかった。欧米の不況でドル安、ユーロ安で相対的に円高となった。日産自動車のカルロス・ゴーンCEOは1ドル100円が妥当であると主張した。今、このレベルに戻ってきたので、次は安定させることができるかどうか最大のポイントである。日本の金融緩和は4月に動いた。デフレ脱却に向けて、CPIのターゲットを1%から2%に上げると、政府と日銀は合意した。大胆な金融政策がとられ、マーケットは活況を呈している。

2つ目は、電力エネルギーについて、原子力発電所を実際に動かせるかどうかである。京セラを創業した稲盛氏は、太陽光発電を30年以上研究し、ビ

ジネスにしてきたが、日本のエネルギー源としては当面全く不十分であるという。原子力発電なくして、日本の安定した電力供給は賄えない。今後2年の間に、原子力発電所をきちんと動かせるだけのリスクマネジメントができるかどうか重要である。

3つ目は、TPP(Trans-Pacific Partnership)である。日本は貿易立国であり、投資立国を目指している。不利だからといって、市場を閉ざすことはできない。誰にとって不利なのか。今の既得権益を持っている人々にとっては不利であるが、TPPに入ることによって有利になる人々もいる。

利害を損得で計算すると、どんな数字でも出てくる。自らに都合のよいシミュレーションはいくらでもできる。大事なことはビジョンとフィロソフィーをしっかりとって、国民に語ることである。日本の農業はあと10年もすれば本当に後継者がいなくなる。新しい農業を作る必要があり、そこにイノベーションの余地は大きい。農業をやりたい若者は大勢いる。道はあるのである。

4つ目の環境問題にはどう対応するのか。京都議定書でCO2を6%削減すると宣言したが、その後、元首相が-25%を言いだし、国際公約とみなされた。とても無理だ。CO2削減には取り組んでいくが、もう少し現実的な対応が必要である。中国の大気汚染の改善に貢献するような提案をどしどし出してほしい。日本にも汚染物質が飛んでくるので、手を打つ必要がある。中国の顔を立てながら、中国に成果を上げてもらう姿勢が大事だ。

5つ目の法人税減税はどうか。日本の法人税は高い。給与を増やし、雇用を増やすと、それに見合っただけで法人税を減税するというインセンティブが具体化しつつある。投資減税、R&D減税、人材開発減税などいろいろな手が打たれてこよう。

6つ目の規制緩和はどうか。労働市場をさらに自由化する必要がある。日本の20歳の若者は100万人。半分の50万人が大学に進学しているが、大学を出ても、思うような仕事がなかなかない。アルバイトで暮らすフリーターになってしまうことも多い。これでは社会保障を支える人材にはなりえない。高校を卒業する50万人にとっても十分な仕事がない。先進国ではどこも同じような状況かもしれないが、事態は深刻である。雇用を作る会社がいい会社である。企業の活性化が何としても必要である。

そのための成長戦略は何か。これは、民主党の時からはっきりしていた。民間からのアイディアはいろいろ出ているので、それを支援するようなポリシーを実行すればよい。そもそも実際にビジネスとして実行するのは企業である。国がファンドを作って、投資をしても上手くいくとは思えないが、ファンドにお金を出すことによって、民間の資金を集めやすくなる。リーダーシップをとるのは民間企業である。そうでなければ、実行力が伴わないであろう。

## 成長産業の位置付け

例えば、2010年に政府の産業構造ビジョンの中で、日本の成長戦略が示され、7つの戦略分野が決定された。産業界の人々が参加して練り上げられたものなので、その内容に異論はない。誰がみても妥当なところである。むしろ政府の問題は、その実行性についてリーダーシップが発揮されないところにあった。

7つの分野とは、①環境・エネルギー（グリーン・イノベーション）、②健康・医療・介護（ライフ・イノベーション）、③アジア経済成長の取り込み（アジア・イノベーション）、④観光・地域活性化（ツーリズム・イノベーション）、⑤科学・技術・情報通信（ST・ITイノベーション）、⑥雇用・人材（ヒューマンキャピタル・イノベーション）、⑦金融（フィナンシャル・イノベーション）である。それ以外でもかまわないが、できるだけフィールドを大きくとらえて、その領域で何らかのイノベーション（仕組み革新）を起こそうとしているかを問いたい。

経済産業省がまとめた5つの戦略産業もある。①インフラ産業（水、原発、鉄道などのシステム輸出）、②環境・エネルギー解決産業（スマートコミュ

ニティ、次世代自動車システムなど）、③医療・介護・健康・子育てサービス産業（公的保険外の分野）、④文化産業（ファッション、コンテンツ、食、観光など）、⑤先端産業（ロボット・宇宙・ナノテク・バイオ医薬品など）である。どのドメイン（領域）で、自社の戦略的事業を伸ばすのか、どのようなビジネスモデルを作るのか、そのためにどんな先行投資をしているのかなどは、投資家としてぜひ知りたいところである。

## 日本企業の成長戦略に求められるもの

アベノミクスの先を見ると、日本企業の経営革新がまだ不十分であると感じる。国としての成長戦略が実行に移されれば、企業にとっての活躍の土俵は広がる。しかし、そこで戦う力が十分備わっていないと、勝ち組には入れない。まして、今から日経平均が2倍になるには、上場企業全体のパワーが一段と高まってこないといけない。

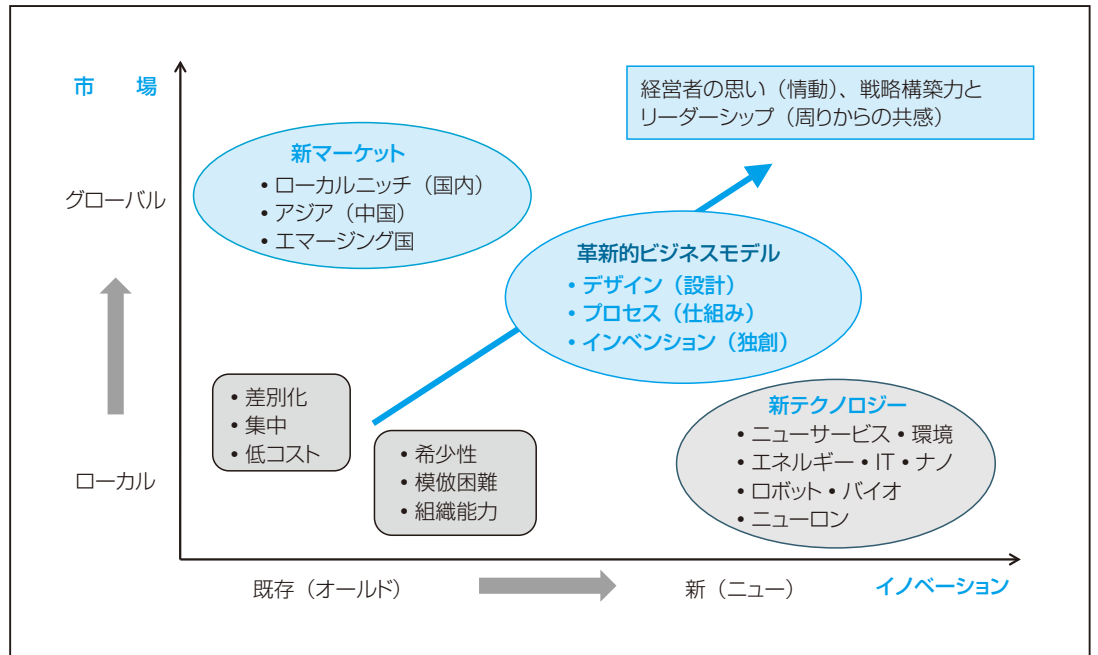
アベノミクスの成長戦略では3つの点に注目したい。1つ目は、保育所待機児童の解消である。働きたい女性が働けるように環境を整えることは十分できることである。2つ目は、混合医療の拡大を認めることである。何事も平等が大事と言って、医療の進歩を妨げる必要はない。選択肢を広げることで、医療を受ける機会と提供する機会が増え、ビジネスフィールドは広がる。

3つ目は、パッケージ型インフラ輸出の拡大である。国内の社会的課題に取り組むと同時に、そこで培ったビジネスノウハウを一まとめにして、世界の社会的テーマの解決に向けて提供できればよい。エネルギー、環境、ヘルスケアなどの分野では多くのチャンスがあろう。トップ外交とプロジェクトマネジメント能力が問われるが、やれば十分できる。

そうした新しいビジネス領域を手に入れるには、サステナビリティ・キャピタリズムを追求する必要がある。短期投資ではなく、長期投資の実践である。世の中は先が読めない、不確定である。といて、とりあえず見える範囲にだけこだわって、目先の金儲けだけを考えるのであれば、社会と人々に本当に役に立ち、成果（リターン）の大きい仕事はできない。

長期だからよく見通せないということではなく、社会的価値として本当に必要なものであるなら、政府が方向性を定めて呼び水の支援をすることは可能である。懐妊期間が長いプロジェクトであれば、その間のファイナンスやインフラ作りを手を貸すことも無駄にはならない。

企業の価値創造に向けた戦略構想



企業の戦略立案に当っては、6つの点に注目したい。1つ目は、技術で勝って、事業で負けないことである。企業の価値創りの差別化は技術だけではない。2つ目は、リーダーシップの育成である。リーダーシップは放っておいて育つものではない。訓練の中で鍛えられる。若い人々へのリーダーシップ教育が求められる。

3つ目は、ガバナンスの強化である。人材の新陳代謝を行う必要がある。日本はいつの間にか競争を嫌うような雰囲気の中にある。コーポレートガバナンスを強化し、ひいては資本効率を上げていくことが望ましい。つまり、長期的に金儲け（価値創造）のできる人をトップにして、上手いかわないマネジメントには代わってもらわなければならない。

4つ目は、競争に晒すために開国することである。国益は大事である。かといって、今日の国益を守ると称して、中期的に衰退しては意味がない。日本の魅力を世界の人々は感じている。それをもっと知ってもらうには開国して、競争上かなわないものについては、入れ替えていく。一方で、競争に打ち勝って新しい市場を作っていくことも十分できる。

5つ目は、海外に出て尊敬される企業になることである。M&Aによって、多様なグローバル人材が入ってきて、女性の活用を含めた人事制度やCSRを通して、社員が誇りを持つ会社にすべきである。そうすれば、ステークホルダーからも高く評価されるようになる。

6つ目は、世界の投資家に株主になってもらうことである。そのためには、ESGをしっかりと確立して、ROEをもっと高める必要がある。高いROEが第一義的目的ではない。高いROEが持続できるような

ビジネスモデルの革新に挑戦し、構築することである。

13年前の日産自動車のリバイバル、2年前のJALの再生はビジネスモデルを根本から作り変えた。日立製作所はマイケル・ポーター（ハーバード大学教授）のCSV(共通価値創造)に共感して、世界で社会が困っていることに、解決策を提供することを社会イノベーションと位置付けた。4年前に舵を切って、その社会イノベーションを自社のビジネスフィールドとした。日本のエレクトロニクス企業が苦戦する中で、自らのポジショニングを見直し、ジェームス、GEと戦う体制を整えてきた。

ヤマトHDは、「ヤマトは我なり」を実践しつつ、まごころ宅急便を国内で拡げている。アジアでも、場所ではなく人に届けるクロネコヤマトのサービスで、市場を開拓しようとしている。プリチストーンは、世界No.1のタイヤメーカーになった現在、CSRこそ経営そのものと位置付けて、サステナブルマテリアル化に取り組み、ダイバーシティの中でのグローバル人材の育成に力を入れている。

三菱商事は、2001年から10年かけて、独自の企業価値創造の仕組みを作り上げてきた。多岐にわたる事業ポートフォリオを共通の尺度で測って、リスク管理を徹底している。これによって、儲からない事業からの撤退ルールもはっきりさせた。事業ユニットは当初の180から120まで減っており、効率化を進めている。

企業価値評価の4つの軸

企業を評価する軸について、成長性と持続性を分

けて、ここでは企業価値を定性的に判断する4つの軸を考えてみる。ベンチャー型の企業には3つの軸でよいと考えているが、企業が成長してくると、成長性と持続性を分けて考えた方がよい。そこで、マネジメント、イノベーション、リスク、ソーシャルの4つに分けて考えると、企業がよく見えてくる。

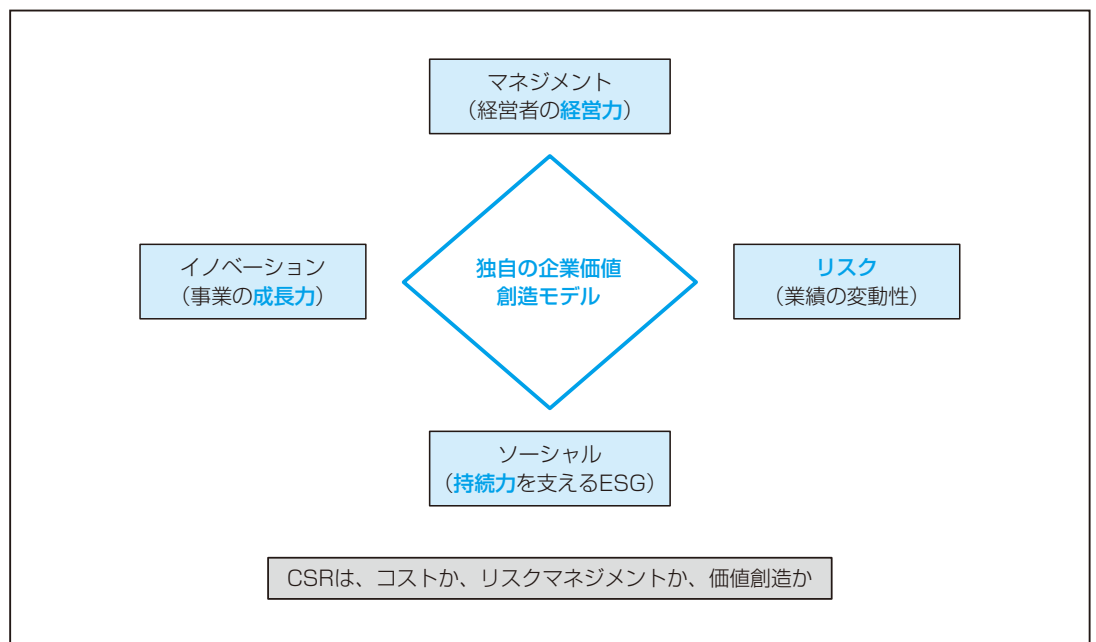
第1は経営者の経営力である。これを3つの要素から評価したい。①は、経営理念やビジョンを明確にして、それが共有できているか、という点である。②は、経営戦略の立て方からみて、その戦略構築力は十分か。そして、③は、将来の目標へのコミットメントと、それを遂行するリーダーシップを十分発揮しているか、という点である。

第2の軸は、企業の成長力である。ここでの3つの要素とは、①として、中期経営計画の中身とその進捗度が適切であるかどうかである。②は、ビジネスモデルの頑健性（ロバストネス）である。企業価値

創造の今の仕組みが、多少の経営環境の変化にびくともしない強さを持っているかをみていく。③は、イノベーションへの挑戦である。今の強さを持続し、次の成長機会を手に入れるためにどのようなイノベーション（仕組み革新）に取り組んでいるかを評価する。

第3は、業績変動のリスクである。その3つの要素として、①は、歴史的にみて現在の業績水準はどのような局面にあるのかを判断する。また、ROEの水準もどのレベルにあるかをよく知っておく。②は、業績変動の要因である。通常の利益変動要因のほかに、予想外のことが起きた時にどのように対応するのか。その手立てと影響の度合いについても評価したい。③は、中期業績の方向性とその達成についての蓋然性（確からしさ）である。確からしさが高いとすればどうしてか、かなり低いとすればどこに課題があるのか、を知っておきたい。

#### 企業評価の四つの軸



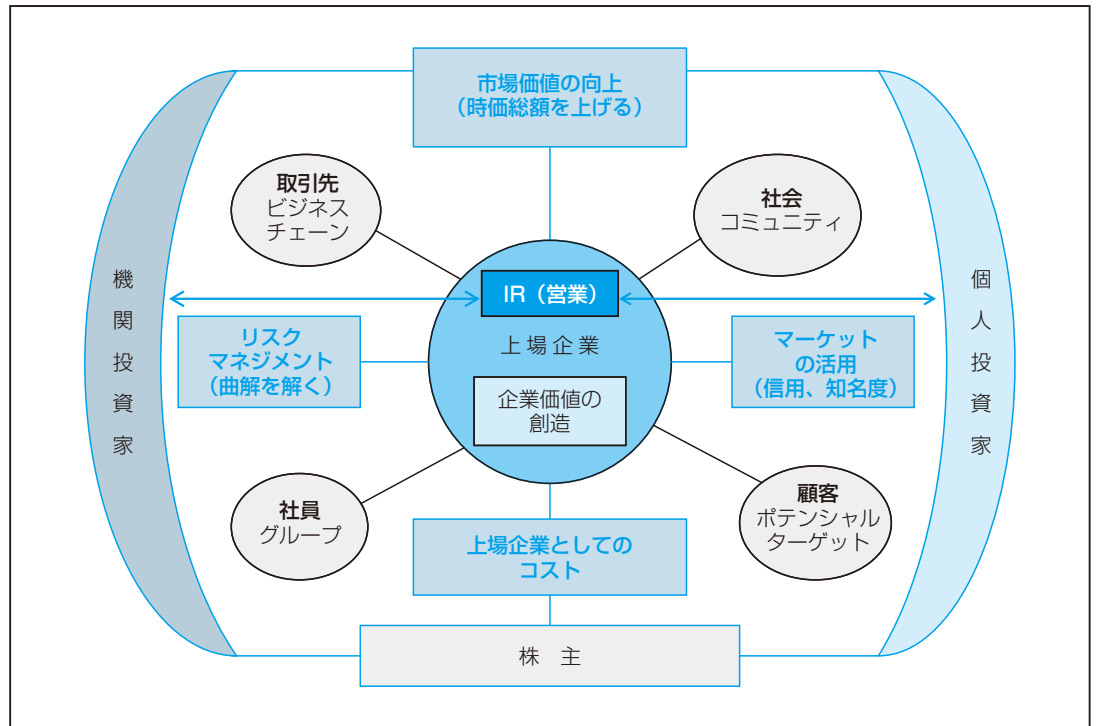
第4は、ソーシャルである。これはサステナビリティを支えるESGで、①コーポレートガバナンスの実効性、②人権などの社会性の確保、③環境など地球的課題への解決策があげられる。

投資家は、こうした4つの要素を、まずは分る範囲で確認する。次にすぐには分らないとすれば、どのような点がはっきりしないかを明らかにする。そうすると、投資家やアナリストは、この点について会社側に聞いてくる。経営者に直接会って、それを知ろうとする。事業担当の責任者に会って公表されたベースで、内容を理解しようとする。あるいは、

IRの担当者に事実の確認や将来の見直しに関する材料を聞いてくる。

経営者の経営力、企業の持っている事業の成長力、そして企業の中長期業績の変動リスクの程度、企業のサステナビリティについては簡単には分らない場合も多いが、投資家はそれを知りたい。将来に関わることについては、IRの担当者にとっても明確な答えがないかもしれない。しかし、投資家は会社の未公開情報や秘密を知りたいわけではない。将来を判断する材料、ヒントを公開情報の中から得て、それをもって自分なりのシナリオを描いていく。

企業価値創造に向けた市場の活用



例えば、今のパナソニック、シャープをどう見るか、再生したJALをどう判断するか、世界トップの座にあるブリヂストンの強さはどこにあるのか、商社の収益力の高さは資源に投資したからなのだろうかなど、新しい視点から企業の実態が見えてくる可能性がある。4つの軸をベースに、大いに企業をみる目を磨いていきたいと思う。

本物の投資家の力を日本企業は求めている。企業を強くすることが日本の復興につながるということを改めて強調したい。

以上

すずき ゆきお  
**鈴木 行生**

有限責任監査法人トーマツ 顧問

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。野村総合研究所取締役企業調査部長、野村証券取締役金融研究所長、野村アセットマネジメント常務執行役員調査本部長、野村ホールディングス監査特命取締役、日本証券アナリスト協会会長などを歴任。現在、日本ベル投資研究所代表取締役主席アナリスト、日本IR学会理事、金融庁企業会計審議会臨時委員。日本証券アナリスト協会検定会員 (CMA)