

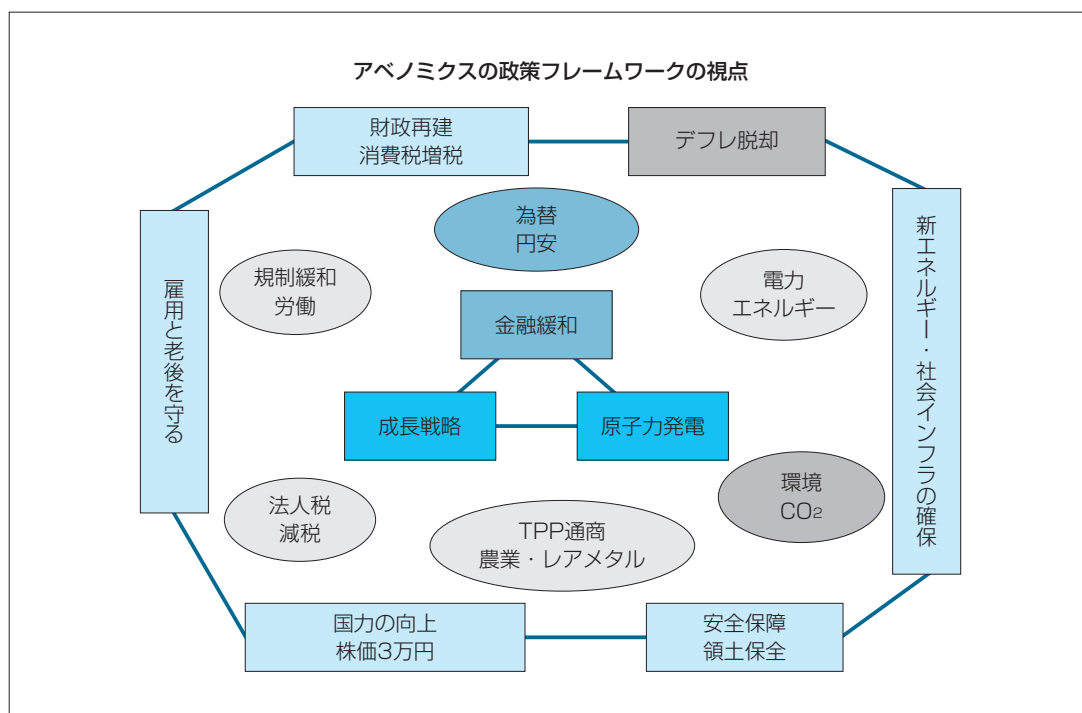
# 持続的成長に向けて～企業価値創造のリターンを求めて

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

## 第3の矢は道半ば

アベノミクスは道半ばである。第3の矢の実行が問われている。この第3の矢は第1、第2の矢に比べると効果ははっきりみえない。民間活力を引き出すために規制緩和をすべし、税制の見直しによってインセンティブをつけるべしといっても、利害が錯綜して、政策が小出しになっているようにも思える。第1の異次元の量的・質的金融緩和は効果を上げ

ている。大幅な円安によって、日本の輸出型企業は一息つけるところまで来た。1ドル100円台の居心地はよい。これが120円までいくとなると、輸入品の価格が一段と上がってきて、企業全体にとっては苦しいことになる。しかし、世の中はいつも想定外のことが起こりうる。自らにとって都合のよい状態が長く続くとは考えない方がよい。次の円高、円安に対して、どういう覚悟と対応策を考えておくかが今問われている。



第2の財政拡大もこれまた順調な効果を上げている。政府支出を増やせば、何らかの景気拡大効果を生む。従来型のばら撒き型公共投資は、財政赤字の制約から抑えられてきたが、東日本大震災からの復興のためには大型予算が必要であった。10兆円～20兆円規模で復興予算が執行されている。それは経済的には効果を有するが、本当に十分な復興に結びついているだろうか。避難している人々の生活基盤を整えるという意味ではまだ不十分である。とりわけ、原子力発電所への対応という点では、全力をあげているとしても極めて不満を残している。

4月から消費税が上がった。2015年10月にはさらに2%ほど上がることが予想されているが、その最終判断は今年後半頃に目途をつける必要がある。消費税を上げれば個人消費はその分落ち込む。そうならないためには、全体の景気が腰折れせず一定の伸びを続け、働く人々の所得が増えてこなければならぬ。追加の景気対策は打たれる。個人所得については、目先はマイナスとなるが、いずれカバーされよう。ベアは上げられており、時間外労働も増えている。企業収益が拡大しているので、ボーナスも増える方向だ。3割を超える非正規労働者の

雇用も増えており、その所得も上昇傾向にある。いたるところで人手不足が目立っている。とすれば、来年10月からの消費税も上げられることになる。社会保障を充実させるために消費税の増税は必要であるという大義名分はそれなりに説得的である。消費税を上げて税収を確保するという構造を強化することはやむをえない。

第3の矢はどうか。産業競争力強化法は動きだした、事業再編、先端設備投資、ベンチャー事業の拡張などはやり易くなる。特区もいろいろできるので、規制緩和はそれなりに促進されよう。ここでの課題は、誰かが得をすれば、誰かが損をするというパイの取り合いに終始してはならないということである。規制緩和は、利害は対立する面もあるが、それぞれの頑張りで、全体のパイを大きくすることが第一義的な目的である。そのためには損して得取れという発想で人の3倍頑張れるかどうかである。政策の立案遂行に当たっても、目先のバランス、摩擦の回避ばかりに気を配っているは大膽な手が打てない。土俵は広くして、民間の活力を引き出すことである。

最大の課題は、民間企業の経営行動にある。昔からの秩序を守りたい、今からの変化を避けたいという考えに凝り固まっているのでは、新しい土俵に乗って勝負することはできない。そもそも不戦敗になってしまう。日本企業の現場力は強いといわれるが、経営者の構想力と実行力が問われる。

第3の矢が見えにくいのは、新しい土俵作りに時間がかかるのと、その土俵に乗って頑張る企業の成果がみえてくるにも一定の期間を要するからである。中長期の経営戦略が一段と求められ、タイムスパンを長めにとる必要がある。そこでは東京オリンピックが1つのきっかけを与えてくれよう。2020年までの6年間を展望して、社会のインフラ作り、日本の魅力作り、若者の挑戦、高齢者の活用、技術革新の導入による福祉の見直しなど、中長期視点で導入しやすい。オリンピックを単なるお祭りに終わらせるのではなく、その後の日本の活力に結び付くような仕組み作りと位置付けるべきである。

人口減少社会の日本は、皆で仲良く我慢するだけの現状維持型であれば、平均的には貧乏になって衰退する。その中で格差は広がるから、社会は不安定化する。それを回避するには、企業が中長期的な価値を創造するような経営に力を入れ、投資家はそれを応援する姿勢を大幅に強めることである。

## 企業価値創造のリターン

企業価値創造とは、中長期のお金儲けであるが、そのための枠組み作りも進んでいる。企業は社外取締役を入れてコーポレートガバナンスを強化し、投資家は企業ときちんと対話していく必要がある。「対

話をする」と宣言するスチュワードシップ・コードが整備され、実際の対話（エンゲージメント）もこれから活発になろう。

対話の根幹とは何か。それは企業価値の向上を實踐して収益力を上げることである。まずはROEを現状より2%上げて、8~10%を必達とすることが求められる。一般に、どの企業でも赤字になったら大変だと認識し、日本的に言えば、経営者は恥ずかしいと感じる。その基準を赤字・黒字の損益分岐点（BEP）ではなく、資本コストを意識したもう少し上の水準においてほしい。具体的には、'ROE 8%以下では尻に火がつく、恥ずかしい、何としてもそれを上回る業績を中期的に上げていく' というようになれば、様変わりとなろう。それはできる。日本の上場企業の大半はその力を十分持っているからである。

そうすると何が起きるか。株価3万円がみえてくるのである。ただ、そのための絶対条件が1つある。法人税を現在の35%から25%へ下げることである。日本基準ではなく、世界標準の競争の土俵に置き直すことである。税率を下げると税収が減ると心配するかもしれない。確かに単純な計算でも、税収は現状より29%ほど減る。財務省では5兆円の影響が出るともいう。しかし、経済財政諮問会議でも議論されているように、税率を下げて企業活動が活発になれば、逆に税収は増えるという試算もある。

法人税の引き下げを決めると、3つの効果が期待される。①日本は変わると、世界の企業と投資家は判断する。海外企業の日本への投資が増える可能性が高まり、外国人投資家は日本株を買ってくる。②日本企業が投資を活発化させる。海外に出るだけでなく、国内での投資にも前向きになる。また、③利益が上がってくれば、株価が上がるのに加えて、企業は配当も増やすようになり、年金基金を通して年金生活者にプラスの効果をもたらす。

企業価値創造（バリュエクリエーション、VC）のリターン（R）はどのように効いてくるのか。簡単に試算してみると、ROVC（Return on Value Creation）は、1）脱デフレと内外での市場創造による売上拡大効果で利益が+50%、2）競争力の強化によるROEを8~10%へ向上させる価格戦略の見直しで同+38%、3）35%から25%への法人税の引き下げで同+15%が見込めよう。

その効果は2つのインパクトを生む。効果1は、企業の利益が2倍になるので、日経平均株価はそれを反映して3万円にのせよう。効果2は、法人税収が現状より+43%と大幅に増えることになろう。まさに、企業価値創造のリターンは大きい。株価3万円に向けて、それぞれの立場で全力投入をしたいと思う。

## 日本再興と株式市場～策はみえてきたか

2014年3月のICGN（世界コーポレートガバナンスネットワーク）国際会議（東京）で東証は3つの点を強調した。1つは、社外取締役について、1人以上入れることが望ましいという指針を出して、その導入を促進している。社外取締役を入れている企業は2000年に20%であったものが2013年に54%（東証1部では62%）に上がってきている。あと1～2年で、この比率は8割前後となろう。経団連の歴代会長会社で、社外取締役など必ずしも必要ないといっていた会社も次々と導入を決めている。

では、次に何が求められるか。社外取締役が本当に機能しているかが問われよう。社外取締役を入れてみると、1人では不十分なことがわかってこよう。1人入って、その人がモノを言わないのであれば、役割を果たしていないことになる。何か意見をいうとすると、その意見の妥当性が問われる。経営方針に関われば関わるほど、1人の意見では不十分で、もう1人の意見というのを聴きたくなる。さもないと、執行サイドとしてもバランスがとりにくい。社外取締役の意見を無視するわけにはいかないし、かといってそのまま取り入れるわけにもいかないからである。十分議論するには、複数の社外取締役が必要と感じるようになる。

2つ目は、JPX日経インデックス400の導入である。ROEの指標を入れているので、このインデックスに入った企業も、入りきれなかった企業も、これまでよりROEを意識するようになる。ROE経営とは何か。これは20年も前から議論されてきたことであるが、日本企業には十分身につけていない。業績を上げれば、ROEという指標も改善されるので、結果として付いてくる数字であるとみられている。それでは、ROEはよくなる。ROEがすべてではないが、投資家が最も重視するKPIであるROEを、自らの経営に組み込んで実践してほしいのである。その企業価値向上の仕組みの革新こそ、投資家は知りたいのである。

3つ目は、東証の2013年度企業価値向上企業の表彰として、丸紅が大賞に、キリンホールディングス、アンリツ、パンダイナムコホールディングス、伊藤忠商事が優秀賞に選ばれた。この表彰は、企業価値向上を社内の仕組みとして組み込んで、資本コストを意識して経営を実践しているかという点を見ている。

アンリツは別の組織の表彰である「誠実な企業」

表彰にも選定された。伊藤忠商事はWICI（世界的資産イニシアティブ）の統合報告（インテグレートド・レポート）の優秀企業にも選ばれている。表彰される企業が完璧に優れているというわけではない。足りないところも数多くあろう。しかし、求められる“よさ”をみると、それぞれの視点からみて、一歩抜きこんでいるということだ。

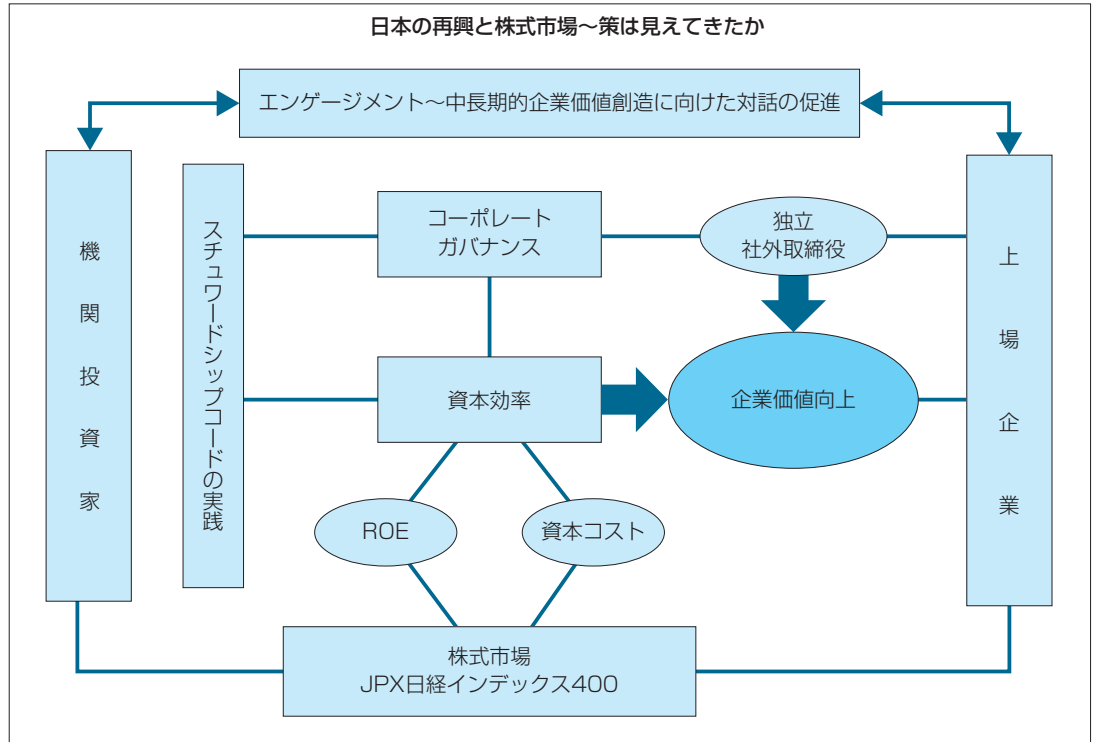
金融庁は、日本版スチュワードシップについて、そのスタートを宣言した。機関投資家が企業と対話をして、中長期的な企業価値向上に貢献しつつ、自らのパフォーマンスを向上させていく上での行動指針を定めたものである。

この指針は原則（プリンシプル）ベースで、ルールベースではない。“コンプライ・オア・エクスプレイン”を基本とする。つまり、細かいルールに従ってやるのではなく、原則を自分で考えて具体化する。自ら方針とルールを固めて、それを実践するのである。もし自らの考えに合わないところがあれば、自分のところはどのようにその原則に従わないかを明確に説明するという行動をとる。これは、従来の日本には馴染んでいない行動様式である。しかし、多くの機関投資家はこのスチュワードシップを取り入れていくことになる。これから、その中身が問われることになる。

経済産業省は、企業と投資家の望ましい関係（エンゲージメント）について、英国のジョン・ケイ教授（有名なケイレポートのリーダー）を交えて、現在進めているプロジェクトのフレームワークを強調した。企業と投資家のあるべき対話（エンゲージメント）とは何か、論点の明確化が議論となった。

ここでのポイントは、企業からみた時、投資家との対話は、投資家から聞かれたことに答えるだけでは不十分であるということだ。もっと自らの主張をすべきである。そういうと投資家のニーズを無視して、一人よがりになっていると言われそうである。そうではなく、会社が考える長期的な企業価値創造について、熱く語っていく必要がある。投資家によってはそんな抽象的な話より、足元の数字を知りたいというかもしれない。しかし、この点だけは譲らずに主張してほしい。実際、それを実践している会社がある。もちろん企業価値をきちんと作り上げている。

機関投資家は、企業価値を見抜く実力を養う独自の仕組みを工夫し、実践することである。対話には見識が必要である。スチュワードシップ原則の7項目には実力を養え、という項目が入っている。企業価値向上に寄与する運用を行うことが求められる。



## 日本標準ではなく、世界標準を目指すべし

日立製作所は1910年創業、今年で104年目を迎えた。2008年度には日本の製造業で過去最悪の7873億円の当期損失を出した。米国のGMは100周年を迎えて2年後に倒産した（チャプター11適用）。当時、日立の100周年も危うい存在となっていた。この時、川村隆前会長（現在74歳）は、日立再建のためグループ会社から本体のトップとして戻ってきた。当時、全社の営業利益はかろうじて黒であったが、出血事業を止める必要があった。そこで、「総合電機」を止めると決断した。100年近く標榜してきたことを止めたのである。

組織改革では、カンパニー制を導入した。本社依存のどんぶり勘定を許さないようにした。バランスシートも別にして、グループ上場企業も同列に並べた。カンパニーのトップはIRの場にも全員参加させ、機関投資家に自ら説明させた。コミットメントせざるをえないような局面に持ちこんだのである。それぞれのカンパニーにベンチマークの会社を決めた。国内の会社だけでなく、必ずグローバルな海外企業を入れた。建機事業ではコマツとキャタピラー、医療機器事業では東芝、シーメンス、フィリップスといった具合である。海外企業を入れてベンチマークしてみると、日立は海外勢に比べてコスト競争力、利益率で負けていた。負けている分の5%のコスト削減に力を入れた。なぜ負けているのかを調べてみると、GEもシーメンスもキャタピラーも、10年前から収益構造改革に意欲的に取り組んでいた。日立は周回遅れになっていた。

例えば、英国で鉄道事業の仕事を獲得している。先行投資をして35年で回収する。英国で原子力発電にも参入する。事業をサステナブルに継続するには、5%ではなく10%の利益率は必要であると痛感したという。そこで、コスト削減5%、利益率の5%アップを目標に掲げた。日本標準ではなく、世界標準を基準にすることにしたのである。そのためには、財務体質の強化、キャッシュ・フローの創出も必須であった。

2010～2012年度の3カ年計画でようやく会社は立ち直ってきた。社会イノベーションの軸も見えてきた。プロダクト+IT+サービスで稼ぐというビジネスモデルも明確になってきた。次の3カ年計画では、2015年度に売上高10兆円、営業利益(EBIT)7%、当期純利益3500億円、EPS70円、自己資本比率30%を目指す。2012年度の売上高営業利益率は4.9%であったが、今の計画でもまだ7%が目標であり、10%にはとどかない。

経営改革を実行してみると、それはかつて機関投資家にいわれたことばかりであった。かつて、日立の経営者は投資家に言われたことを十分咀嚼しなかった。なぜかといえば、会社のこと、経営のことは、投資家より自分達が分かっていると思っていた。しかし、90年代から2000年代にかけて、欧米の同業では構造改革をやっていた。日本は6～7年ほど遅れをとってしまったという。

日立製作所は2003年6月に委員会設置会社に移行した。監督と執行の分離である。14名の取締役中社内は6名である。8名の社外取締役の中に、3名の外国人が入っている。取締役会が多様な価値観



を反映するようになってきた。どうして利益率が5%しか出ないのかと真剣につっこまれる。執行役が説明しても反論される。会議は同時通訳で行っている。日英での資料作りは大変である。社外取締役の採用には高度な人材紹介会社も利用している。インドやワシントンで取締役会を催したりしている。英国の原子力会社の買収のような案件は、検討段階から取締役会に上げている。

日立は次の社長を選んだ。中西社長が会長・CEOになり、東原専務が社長・COOとなった。この社長候補には3名がノミネートされ、1年間選考してきたという。米国のIBMのようなやり方である。川村会長は平時の改革を強調している。追い込まれる前に改革を進めること、そのためにはグローバル企業をきちんとベンチマークすること、その上で自らの考えと信念を持って実行することであろう。日立の組織能力は大いに高まっている。サステナブル投資に値する企業として高く評価できよう。

## 価値創造の仕組みを盤石に～ROE8%は価値創造企業の必要条件

日本企業の国際競争力をみると、トヨタをはじめ世界で戦っていける強い企業はいくつもあるが、全体としての力は必ずしも十分ではない。上場企業3500社のうち直近のROEが8%（資本コストから見た要求水準）を超えている企業は全体の3分の1にとどまる。

経営者から見ると、自分達は長期的経営を目指して実践しているが、投資家が短期的である。目先のことに一喜一憂し、会社にいろいろ要求を出されてもスタンスが合わないといいたくならう。投資家にすれば、長期投資をしても、過去20年間でみると日本株についてはいいことがなかった。会社が発表する短期、中期の計画は大半が実現していない。長期投資は「敗者のゲーム」になってしまう。そこで、何よりも足元の確認を重視して、投資を考えていく。短期も当たらないのに、長期が当たるわけではないといいたくならう。

企業をみると、‘価値創造の仕組みの信頼性’が乏しい。一方、‘投資家の企業を見る目’が必ずしも十分でない可能性も高い。そこで、5つの対応策を考えてみた。

1つ目は、私たちは何に投資するのかという大義を再考して、“投資家は企業価値創造のプロセスに投資する”と定義する。そうすると企業をみる視点が明らかに変わってくる。

2つ目は、ビジネスモデルにフォーカスする。ビジネスモデル（BM）とは、企業価値創造の仕組みである。BMを、①構想力とリーダーシップにおいて、トップマネジメントは十分か、②イノベーションに取り組んで、それを実現しているか、③サステ

ナビリティを追求する中で、社会的価値を創出しているか、④想定しうるリスクに対して、リスクマネジメントは十分か、という4つの軸で組み立てる。

3つ目は、会社が次に作り上げたいBMを投資家に語る。BMを語ることが競争上不利になるならば、総てを話す必要はない。投資家は価値創造の仕組みを共有したいのだから、それに資するように対応してくれば十分である。その上で、その目標とするBMを実現するための戦略を語ってほしい。多くの日本企業はこのBMとそれを実現するための戦略の構築力が弱い。

4つ目は、企業による企業価値創造の視点（わが社の価値創造の軸）と、投資家による企業価値評価の視点（投資家の価値評価の軸）をお互いに出し合っ、そこにおける共通点、相違点を明らかにする。相違点について議論してみると、折り合いが見つかるのか、対立したままなのかが分かってこよう。その上で、新しい関係（エンゲージメント）を構築する道を探っていく。

5つ目は、これらを踏まえて、企業価値創造のモデル（フレームワーク）を構築し、不確実な将来に対して、いかにサステナブルにするかを検討する。同時に、DCFモデルに捉われない評価システムを確立する。

いずれも容易ではないが、新しい枠組みを作り、企業家と投資家が互いにそれをインプリンティングしてビジネスを実行するならば、新しいフロンティアを切り開くことができよう。フレームワークの材料は揃っているので、実行できるところまで上げていけば有益なものとなる。

以上

### 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」プロジェクトメンバー。株式会社システナ社外取締役。日本IR学会副会長。