

2016年闘争推進集会講演要旨

ROEが奪う競争力

「ファイナンス理論」の誤解が経営を壊す

小樽商科大学ビジネススクール准教授 手島直樹

経済産業省の「持続的成長への競争力とインセンティブ」プロジェクト報告書（伊藤レポート、2014年8月発表）において、日本企業は「最低限8%を上回るROE（自己資本利益率）」の達成にコミットせよ、との考え方が打ち出されて以来、ROEの目標を掲げる企業が増えてきている。しかしながら、これが利益増につながらず、むしろ分母の自己資本の削減につながり、競争力を損なうとの批判がある。金属労協では、2016年1月26日の2016年闘争推進集会において、手島直樹・小樽商科大学ビジネススクール准教授をお招きし、ROEやファイナンス重視経営の問題点について、お話を伺った。

経営があつてファイナンスがある。逆ではない。

普通、ファイナンスの先生というのは、ファイナンスが大事、企業は

数字を重視すべき、株価や利益率を追求しろ、株価を最大にするのが企業の役目、みたいなことを言う方が多いのですが、私は日産にいたり、経営コンサルティングファームにいたりしたものですから、あまりファイナンスというものを信用していません。必要があれば使えばよいし、必要がないければいらないのです。ビジネススクールの先生は、ファイナンスのテクニクを使って企業価値を上げるような話をするのですが、私はそういったものにまったく興味がありません。

と捉えるか、私は後者の視点です。株価は毎日動きますが、長期的に見れば、企業が生んでいる価値をそれなりに正しく反映しているはずで、経営者というのは、なかなか外からの目線で自分の会社を見るのが難しいですが、株価はそういった意味で役に立ちます。株価が下がったということとは、外部の人々が将来性がよくないと思つているということであり、株価が上がれば、前より収益がよくなると思つているということが分かるわけです。競合他社と株価パフォーマンスを比較してみれば、他社より低いとか高いとかが分かってくるので、経営者が反省したりする意味でも非常に大事なものです。株価を吊り上

げるというのではなく、客観的に自分たちの経営を見る上で、株価は非常に有効な情報源であり、株価の分析は、今後非常に大事になってくると思います。

私の「ファイナンス」「経営」についての考え方は、「経営があつてファイナンスがついでにある」ということです。金融機関などでは逆で、「ファイナンスのついでに経営がある」というスタンスで仕事をしている方も多くかと思ひます。

「M&Aをやらなきゃ駄目だ」というような意見が増えていますが、必要があればやればいだけの話です。経営の基本は、お客さまが必要とするものをしっかりと作って、きちんと

手島直樹氏



売って、回収していればいいのであって、何も海外の会社を買わなければいけない義務はまったくない。日本企業が買ったところで、うまくいかないのです。それなら最初からそうしたことをしないで、既存の資産を使って収益を出せばいいと思います。

財務戦略でいい会社と されているようでは危ない

新聞などを見ていると、次のようなことをやっている会社は非常にいい会社だ、ということになってしまっています。

例えば、ROE目標を持っている。これはプラスに評価されていますが、あとで詳しく説明します。

次に株主還元です。たくさんばら撒くほうがいい、「配当性向が何割で、必要があれば自社株買いもする」みたいなことが、高く評価されています。しかし、株主を気にし過ぎて、払い過ぎている企業が増えてきたのが怖い。メーカーでも最近、当期純利益をそのまま株主還元に戻す「100%還元」をしている会社が増えていきます。それが本当にいいのか。これによって株価が上がリ、それも投資家の利益になっていくわけですが、そんなことをずっとやっていいわけがない。おカネが貯まらないでどんどん出

ていくというのは、非常に危険です。「そんなお金があったら、従業員がより一生懸命働くように給料を増やせ」と言っていくべきです。

そして成長戦略です。最近だとM&Aですが、アジアの会社とか、アメリカの会社を買うなんていうことが増えていて、去年、日本企業は10兆円使って海外の企業を買っています。数年後にその結果が出ると思いますが、多くの場合、「M&Aをします」と言った翌朝、株価が暴落しています。高値づかみ、払い過ぎだからです。100円のものに150円払うと、50円分価値が下がらないといけません。そういうことが、日々マーケットで見られます。

役員報酬に関しても、おかしな傾向があります。ROE8%を提唱した経済産業省の「伊藤レポート」とかを見ますと、日本の経営者の報酬は少ないと書かれています。少なくともいいと思うのですが、もっと上げなければいけないということになっています。しかも、業績連動型にしなればということ、株を使った報酬制度やストックオプションなどが増えています。経営者が急に何億円もストックオプションをもらうと、株価が気になって仕方ないはず。毎日株価を見たり、株価が下がるのが怖



講演風景

いからリスクを取れない、利益が出たら投資をしたほうがいいのだけれど消極的になる、そういうことになりかねません。今後、短期的な経営をする経営者が増えてくると思います。業績連動型の報酬が、マイナスの結果を招くわけです。実際、アメリカでもそういったケースが多々ありました。アメリカが間違いを犯した方向に日本も行く必要があるのでしょうか。あとはIR活動です。経営者が海外へ行って、投資家さんに会う。飛行機に乗ってニューヨークへ行ったり、ロスへ行ったり、カリフォルニアへ行ったりするのですが、本当はそん

な時間があったら仕事をしたほうがいい。投資家に会っても1円にもならない。ポストンにいるお客さんに会ったほうが、おカネになる可能性がります。「投資家と会う」とか「投資家の意見を参考にする」という経営者がいい経営者だと思われる感があります。それはほとんど意味がない。投資家に会って話をしたところで別にキャッシュフローが増えるわけではない。利益が増えるわけではない。株価が下がらないということはあるかもしれませんが、それ自体が何か企業を変える話ではない。「投資家に会う暇があったら、仕事をしてください」と思っています。

重要なのは 社外取締役より社長

社外取締役は、ほぼ義務化に近くなっています。私は役に立てばいいいいし、立たないのだっいたらなくていいと思う。最近、ダイバーシティの名の下に、社外取締役も性別や出身地などが注目されてしまう。女性や外人がいいのではないかと、日本人の男性だと「つまらん」みたいな話になってしまふ。社外取締役は本来、株主を代表して経営者にものが言えるかどうか大事なのに、「とりあえず日本人男性以外」みたいなことになっ

ている。ほとんど形だけで、「そういったものを揃えておけばいいのではなか」みたいな風潮があつて、非常に危険です。

企業というのは、経営者を超えられない。監視されなきゃ駄目という経営者は、そもそも駄目です。社外取締役はスーパースターを連れてきたとしても、社長がイマイチだと、イマイチの社長が企業価値を止めてしまふ、社外取締役に誰を連れてきても変わらない、というのが現実だと思います。

社外取締役がおカネを稼ぐわけではない。おカネを稼ぐのは従業員なわけで、「ガバナンスの仕組みがなかなか格好いい」「アメリカと同じだからいい」という話ではまったくないので、この辺は要注意だと思います。いまだ本企業は形式主義に走っているから、ちょっと危険かなと思つています。

企業価値創造の源泉は、株主ではなく従業員

私は経営者と従業員がちゃんと頭を使って、お客さまにとって価値のある製品やサービスを提供することが、やはり「企業価値創造」の源泉であると考えています。「投資家が重要」とか「株主が重要」とか言いますが、彼らは従業員の生み出す価値を計算

しているだけです。計算する人と生む人どちらが大事かというと、生む人のほうが大事なわけですね。いまの株主だ、投資家だ、株主だというふうな姿勢はどうも危ない。もっと「人」「人材」に目を向けていかないと、長い目で見たときに競争に勝てないというのが私の考えです。

投資家を意識したり、株価を意識したりとか、目先の利益を意識した結果ではなくて、いい商品を作るとか、コストを下げるとかということ、何十年にもわたつてやつてきて、その結果として、価値が生まれるということ、価値を生もうと思つて働いているのではなく、すべきことをやっていたら価値が生まれた、それが本当にあるべき姿なのです。最近では、「価値を生む」「利益を出す」とか、結果ばかり言っている。しかし、大事なのは結果ではなくプロセスです。従業員や経営者が、工夫して利益を上げていくようなことにもっとフォーカスを当てるべきではない。メーカーは、いい製品を作つて、ちゃんと売ればいい。これをさやつていけば、勝手に企業価値が生まれて、勝手に株価が上がるということ。私はこういった経営が正解だと思つています。

身近にすばらしい企業があれば、そういった会社を見ながらお互い切

磋琢磨すれば、「ものを言う投資家」なんていらなくなるのです。企業も、投資家に負けなないように分析して、「こうすればよくなる」みたいなことを自分で見つけながら改善していくということをやつていくべきだと思います。

どういう人に株を持つてもらうかが重要

もしみなさんの会社のトップ株主がファンドだったりすると、非常に経営がしにくい。ファンドが何のために株を持つているかというと、株価が上がつてほしいからです。

ただ、日本にはありがたいことに持ち合いがあります。もちろん、規律がなくなる、甘えがある、といった悪い面もあるかもしれませんが、長期的に安定的に持つてくれる株主がいるというのは、長期的に安定した経営ができるということ、非常に大事なことです。その上で、お互いビジネスが分かつた者同士で厳しく監視し合い、何かを提言したり、注意しあうという関係があれば、社外取締役を任命するよりもはるかにいいのではないかと思います。

いまは「持ち合いを解消して、その株を外人に持たせましょう」みたいなことが国の政策かもしれませ

が、そのとおりにやつてしまうと、株主がみんなファンドになってしまい、「次の四半期決算にいい結果を」という話になってしまいます。そうするとどんどん経営が短期的になってきて、長い目で見て健全に経営するという姿勢を失う可能性がある。私は「どういう人に株を持つてもらうか」というのが、今後、より一層重要になってくると思つています。

やはりビジネスを分かっている人が株主にならないと、危ないのです。「ROEが大事なんです」と言う人と、「いまはこういう投資をしておかないと、5年後、10年後に勝てませんよ」と言う人とどちらがよいかと思ったら、後者です。ファンドの人が、そういう視点でエンゲージメントしてくれるケースはなかなかないのです。「ここは数字が悪いね」とか、「低いね」とかの話になってしまう。きちんとビジネスを分かつてくれて、長期的にコミットしてくれるような株主に持つていただけるようにIRRをやつていく、そういうことをしていかないと苦しくなっていくと思います。

そもそもROEだけで評価するのは危険

次にROEですが、最近、「とにかくROEがよくなないと駄目」みたい

なってしまう。コーポレートガバナンス・コードもそうです。資本効率性がどうのこうのという話があったり、東証が作ったインデックスで優れた企業400社を選んでいるのですが、その選択基準の中にROEが入っている。議決権行使助言会社も、ROEが5%以上ないと総会で反対するなんていうのがある。ROEが大事だという前提の下に、世の中が動いています。ですがROEというのは、ちょっと危ない指標です。そもそも、経営の評価をひとつの指標だけでいいのか、という問題があります。それぞれの企業で成長性が違ったり、販売する製品の違いがあったり、色々な差があると思うのですが、それをROEという指標だけで比較してしまうと危険です。ROEだけで見ると、よさがなくなってしまう企業が数多くあるわけです。

分母の資本を小さくしてしまう

ROE自体の問題点としては、まず「割り算の罠」があります。ROEというのは分子に当期純利益がきて、分母に資本がきます。割り算なので、普通は分子である当期純利益を上げればいいわけです。利益をがんがん積極的に伸ばしていけばいいの

ですが、それが難しい。あきらめて、「分母を小さくしましょう」ということになる。

2番目は、「投資家の利害」です。彼らは「株主還元を増やしてROEを上げろ」と言うわけですね。利益100%還元はまさにこれですね。株主に返してしまえば資本が増えないので、分母が大きくなるなら、もちろん、そんなことをしていると非常に不安定な経営になってしまう。何かショックがあったら、また不景気みたいなものがあると、パタンと潰れてしまいます。資本というのは、別に悪いものではなくて、予想外のことが起きたときにプロックしてくれる全方位型の保険みたいなものです。何があっても一番強いバッファーなのに、ROEを指標にすると、その分母になってしまうので、悪者にされているのが現状です。

いま持ち合い解消で流行っているのは、解消して出た利益、入ってきたお金を使って自分の会社の株を買い戻すことです。そうすると分母が小さくなる。株式売却益によって分子がかさ上げされて分母も小さくなるので、一石二鳥です。これもあって持ち合いの解消は加速度的に進むと思えますが、それをやってしまうと、そのあと誰が株を買うのか、どこかのフ

アンドに買われて、短期的な経営にループしていく。いまの社長は、大変な頃にはもう辞めているのでしようけれど、時限爆弾みたいになっていて、非常に危険だなあというのが私の考えです。

これに対して、超優良企業では、資本を減らそうという視点が全然ありません。逆にどんどん伸ばしていくと決めている。財務戦略なんてどうでもよい。お客さまに喜んでもらうということを第一に考え、その仕組みをつくっているわけです。分母を減らせばROEは上がるのに、やらないのです。そこまでして上げてもしょうがない、分母の資本がたっぷりあることによってリスクを取りやすくなる、という判断です。こういった企業がどんどん増えてほしいと思います。

またある企業では、ROEではなく、資産効率性を示すROICを指標としています。資産の中でも、事業資産だけを見て、そこから利益がどれだけ生まれているかを計算するものです。世の中が「ROEを上げる、資本を減らせ」という話ばかりの中で、「いや、うちは違う」という姿勢の企業が、投資家にも非常に評価され、結果的に5年後、10年後も高い水準でROEを維持していくのだからと思います。

短期的経営を加速化させる

最後が、「経営の短期主義の悪化」です。経営の短期主義というのは、まず第一に、いま投資するのを止めてしまおうということです。ROEをよくするために、より多くの製品をたくさん売って、当期純利益が増えればいいのですけれど、一番簡単なのは投資をしない、人を採らないということになります。投資というのは、目先では引き算になってしまいますから、目先の数字を調整し、投資を削減してでも、いい感じの数字にするという話になってしまいます。ただ、本当は投資をしないと将来勝ち残れないわけで、10年後、20年後にその企業がいまの競争力を維持していくことは非常に怪しくなります。

また当期純利益というのは、営業利益だけでなく、営業外損益とか特別損益とか、色々入ってきますので、「では土地でも売ろう、株でも売ろう」とみたいな話になってしまふのです。そんな利益を上げて一過性にすぎず、メーカーが「株を売って儲かりました」なんて意味がないのですが、ROEの上では、意味が出てしまふのは非常に問題です。

その点、ある企業では、ROE目標を平気で5%にしている。これは大



お金を借りても、非常に安く借りることができません。それで、資本の一部を転換社債という負債と資本の中間みたいなものに取り換えるということとです。日々みなさんが経営のために使用する資産は何も変わらないが、資本は減るのです。ROEの分母は資本ですので、もし利益が同じだと、リキャップCBをやった会社のほうがよく見えるので、株価がポーンと上がったります。

したものなのです。ちゃんと将来に向けて競争力を維持するべく、積極的に投資をして、それで8%ではなく、「5%程度をめざしますよ」と言っている。もちろん「それでは低い」という投資家もいるわけですが、「投資をしていて5%ならいい」という株主、投資家もいるわけですから、8%で短期的な株主を引きつけるより、「投資はきちんとします」「ROEは5%しかないですけれど、それでもいいですか」という、当たり前の経営をするほうが、長い目で見て正しい経営になるだろうと思っています。

危険なリキャップCB

リキャップCBというのをご存知の方もいらっしゃると思います。簡単に説明しますと、いま、負債は非常にコストが安く、銀行融資や社債で

とにかくいまROEがよくなる会社がいい、という株主、投資家がたくさんいるわけで、そういう投資家が寄ってくる。株主の質が悪化するわけです。彼らの意見は、だいたい短期的ですから、それに経営者が左右され、経営も短期的になるという悪循環が始まってしまいます。こんなことまでして株価を上げるといふスタンスを見せないほうが、結局、自分のためなのです。

結局、ROEを高めるのは従業員である

結論から言うと、ROEはイノベーションとか、経営の効率の改善で伸びてくるわけですね。たとえばスマホが儲かっていると、みんな「スマホ、スマホ」と入ってきます。そうすると

転換社債というのはややこしい仕組みが入っている分、手数料が高い。そして怖いのは、のちのち株式に転換される可能性があるということです。つまり、1株当たりの利益が減ってしまう可能性もある。目先はいいのですが、数年後、転換社債の株への転換期限を迎える頃には、えらいことになる可能性もあるということです。これまた時限爆弾なのです。

さらに、質の悪い株主が寄って来てしまう。こういうことをしてまで株価をひねり上げてくれる会社だというのを、投資家は見ているわけです。5年後、10年後なんてどうでもいい。

収益性がどんどん下がってくる。よりますごいスマホを作ったり、スマホではないものを作ったりと常に工夫してないと、利益率は落ちてきてどんどんROEは下がってくる。経営が短期的になって投資することをやめると、優位性が落ちてきて、利益の下落スピードが加速するのです。普通にやっています、高い水準を維持することは難しいのに、投資をやめて目先のROEを狙いに行くと、なだらかな下落がもっと加速してドンと下がってしま

うことになります。

日本企業はROEが低いということになっていますが、なぜ低いかというと、売上高利益率を伸ばすとか、効率的に資産を使ってカネを生むということができるていない。もって日本企業が工夫して、利益を上げなければ駄目なのです。金属産業の中にも、競争が厳しくて利益率の低い業界があると思いますが、これをやらないことにはROEは上がらないし、持続的にROEを伸ばそうとすると、経営をしっかりとやるしかない。そのためにはやはり従業員の経験とか知恵とかが大事だ、というのが私の考え方です。

手島 直樹 (てじま・なおき)

小樽商科大学ビジネススクール 准教授

慶應義塾大学商学部卒業、米ピッツバーグ大学経営大学院MBA、CFA協会認定証券アナリスト、公益社団法人日本アナリスト協会検定会員。アクセンチュア、日産自動車財務部及びIR部を経て、インサイトフィナンシャル株式会社設立。2015年4月より現職。株式会社マネジメントソリューションズ及び株式会社トライアンフコーポレーション監査役。

著書に『まだ「ファイナンス理論」を使いますか? -MBA依存症が企業価値を壊す』(2012年、日本経済新聞出版社)、『ROEが奪う競争力-「ファイナンス理論」の誤解が経営を壊す』(2015年、日本経済新聞出版社)。