

ピンチの後のチャンスを生かせ

【日米ともに
「過少投資」】

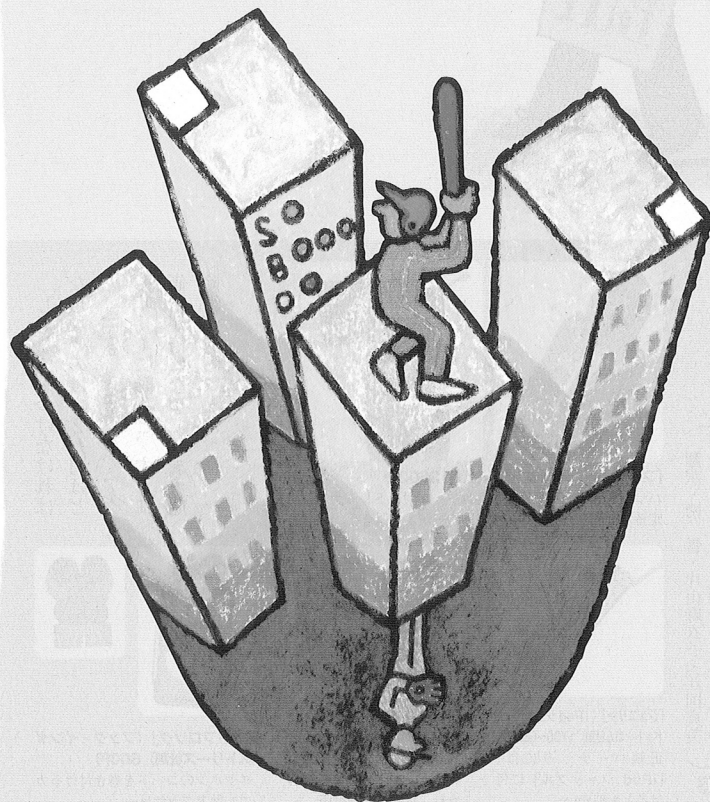
最近の企業業績は依然好調だ。日経新聞の調査によれば、2005年3月期の全国上場企業の株主資本利益率（ROE）が連結ベースで7・8%に上昇し、15年ぶりの高水準という。主な理由は、株主資本利益率の計算の分子に当たる「純利益」が大幅に増え、2期連続で過去最高益を更新していることにある。さらに「分母」である株主資本も復配・増配や自社株買いなど株主配分を実施する企業が増え、その拡大が抑えられているかららしい。

一方、株価の動向はというと、なかなか停滞を抜けきれない。3月以来株価は下落し、日経平均は1万1000円を割り込む展開となっている。もちろん、株価はマクロ経済の状況を敏感に反映するから、企業の業績動向が好調だからといってすぐに上昇するものではないが、それにしても、という感は否めない。と考えていたら、おもしろい意見に出会った。アメリカも

似たような状況だというのが、先日の『The Economist』誌（4月23日号）に次のような見方が紹介されている。アメリカでも05年の企業収益見通しは年初よりも改善している。しかし、投資家心理のほうは順調ではない。株式市場は神経質だ。悪いニュースに敏感に反応しがちになっ

ている。企業業績の改善が株価にすなおにつながりにくくなっているという。その理由として考えられているのが、企業の「過少投資」傾向だ。アメリカの企業はITバブル後バランスシートの改善やリストラに励み、収益を大幅に改善させたが、他方で将来のビジネスチャンスを

見定めて大胆な投資を行うという行動のほうは「お留守」になってしまった。景気回復に伴いキャッシュは企業に入ってくるが、企業はそれをどうやって使っていくか決められずにいる。けっきょく、株主に増配や自社株購入などの形で収益を還元する。企業のほうが投資家をワク



Pato Yanagihara



早稲田大学大学院教授
川本裕子 Kawamoto Yuko

ワクさせるようなビジネスプランを持っていない以上、足元で収益が良くなっても資金は株式市場に向かわない。投資家としては短期的な視点で「手仕舞い」をする投資行動にもなる。

さて、この光景を目に残しつつ日本ではどうかと見ると、なるほど参考になると思った。既に述べたように、日本でも企業業績が好調なのに株価に繋がらないのである。もっとも、日本の株式市場はほとんど米国の「写真市場」にすぎない。つまり、米国の株価動向をそのままフォローしているだけという説も強い。うなので、それも当然ということになる。

日本の企業は全体としてリストラの成果が出てバランスシートは改善し、収益体質もよくなった。

04年11月号の本稿で筆者は、日本企業の高収益体質への転換が必要になると述べた。不良債権問題を克服する中で企業収益が金融的に安定してきた今は、まさに体質を転換する飛躍のチャンスの時期である。リストラというピンチ

の後にチャンスが巡ってきたのだ。

このチャンスにリスクをとって次の収益機会を狙わない場合には、けっきょく今のビジネスモデルがだんだん劣化し、ジリ貧になる恐れもある。野球と同じで、ピンチの後にチャンス、チャンスを選ばはその裏にはまたピンチが来る。守りから攻めへ——一つの問題は、日本の企業経営者が姿勢を転換できるかである。

何年もの間、事業の再整理、リストラに明け暮れた日本の企業経営陣。もちろん、収益を回復したことは評価されるべきだが、世界と日本の市場の将来をにらみ、ライバルの状況をにらみ、リスクも十分に計算しつつ、わが社はどこで攻めよう、という企業家精神を発揮しようとしているトップは十分いるのだろうか。あるいは、タイミングよく「選手交代」の必要があるときに実際に交代できるしくみができているだろうか——それが日本経済の大きな課題となると思われる。

こうした視点は、最近投資家と経営者の間で活発化して

いる議論にも有益だ。筆者が社外取締役を務める大阪証券取引所については、一部の大手株主が配当の増額を主張して経営陣との間に議論が持ち上がっている。同取引所の内部留保は緊急時の備えだとする会社の主張に対して、この額が大きすぎ、これを早く株主に還元すべきだという意見である。

どう考えるべきか、難しいところだ。もし大阪証券取引所が十分な将来性を持ったビジネスならば、内部留保は将来の収益機会を開拓する投資に充てられるべきであって、現時点で株主に還元してしまうことは将来的な株主価値の最大化につながる可能性もある。

将来性のある ビジネスプランとは

重要なのは、証券取引の将来のビジネスチャンスと長期的な事業計画について、経営陣と株主の間で真剣な議論を行うことである。「還元先」にありきで議論を開始するのは少し無理がある。実際に、取引所で取り扱

う新しい商品の開発、電子取引の増強、上場可能性のある企業の積極的発掘、会員証券会社への情報サービス、海外取引所との連携など、取引所取引についてはこれまで体制整備が遅れている分だけやるべきことがたくさんある。

そのためには相当額の投資が必要とされる場合もあるのではない。経営側にはこうした点を踏まえて長期的な事業計画を早く明確化すべきだろう。

ただ、だからといって現時点で短期的な株主への利益還元が正当化されるかどうかは全く別の問題である。

リストラの結果ようやく手につく資金を将来のためにどう使うのか——日本全体としても、経営者は早く答えを出す必要があるにありそう。将来のビジネスプランに知恵を絞らなければ、短期的な面もある株主利益還元の流れに押されていく。

息の長い日本経済の発展のためにも投資戦略に創造的な発想と実行力が必要とされる。それは、経営者冥利に尽きる挑戦である。