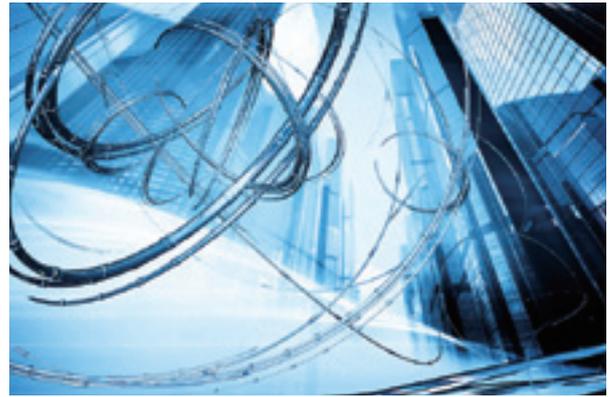


戦略ポジションと 資本利益率



砂川伸幸

神戸大学大学院 経営学研究科 教授

長掛良介

SMBC日興証券株式会社 産業調査部 財務戦略課 部長

資本利益率は、貸借対照表の資産・

資本と損益計算書の利益を結びつけた経営指標である。前回(本誌第四五号)述べたように、資本コストを上回る資本利益率を上げることが、企業は経済的な価値を付加することができる。企業価値の向上を掲げるかぎり、中長期的な資本利益率が資本コストを上回る経営を行う必要がある。資本コストは、多数の投資家が参加する資本市場において決まる。一方、資本利益率を上げるための経営戦略を決めて実践するのは、企業である。

経営戦略とROA

戦略と資本利益率には関係がある。

ここでは、資本利益率としてROA(総資産事業利益率)を取り上げよう。ROAは、売上高利益率と総資産回転率に分解できる。図1は、差別化とコストリーダーシップという代表的な戦略とROAの関係を示している。図1の右下がりの曲線は、ROAが5%になる売上高利益率と総資産回転率の組合せである。曲線上には、売上高利益率10%と総資産回転率5%の組合せや、売上高利益率10%と総資産回転率5%の組合せや、売上高利益率

5%と総資産回転率10%の組合せの点がある。

差別化は、他社が真似できないものやカスタマイズしたものを高く売ること、負けないことを目指す戦略である。量を捨てて質を追求し、売上高より利益率を重視するのが、差別化のトレードオフになる。差別化戦略の売上高利益率は高く、総資産回転率は低い。ROAのポジションは左

上の領域である。コストリーダーを志向する企業や事業は、コスト削減を極め、製品を安く売ること、勝つことを目指している。必然的に、回転率は高く、利益率は低くなる。多売のために利ざやを捨てるというトレードオフを選択するからである。コストリーダーシップのROAポジションは、右下の領域にある。

戦略のトレードオフと資本利益率は、整合していなければならない。コストリーダーシップをとっているのに総資産回転率が上がらなければ、何がうまくいっていない。差別化を

目指しているのに、売上高利益率が低ければ、顧客セグメントを見直すか、戦略そのものを改める必要がある。経営方針と整合的なROAのポイントが決まると、ROAを改善するため

に次の方針を決める。差別化戦略では、さらなる差別化によって売上高利益率の上昇を目指す選択肢がある(図中の縦方向の矢印)。あるいは、差別化の対象を拡げ回転率を高めるという選択肢もある(図中の横方向の矢印)。コストリーダーシップ戦略にも選択肢がある。いずれも、最終目標は、ROAを高めて企業価値の向上を果たすことである。

総合商社のポジショニング

経営戦略とROAのポジショニングを大きく変えて成功した企業は、日本の総合商社である。かつて商社の主力事業は、仲介ビジネス(卸売)であった。ROAというと、卸売業は高い資産回転率と低い売上高利益率という特徴をもつ。実際、二〇〇〇年までの商社のROAは、図2の右下の領域にあった。そして、ROAは徐々に低下していった。

当時の商社のROAを分解すると、まず売上高利益率が下落し、次いで総資産回転率が落ちていく。商社の業績が悪化した原因は、大手の事業会社が、資材調達や製品販売におけるノウハウを身につけ、商社の仲介機

図1●戦略とROAのポジション

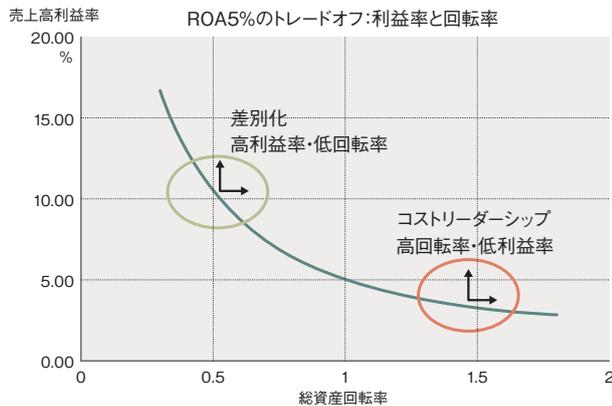
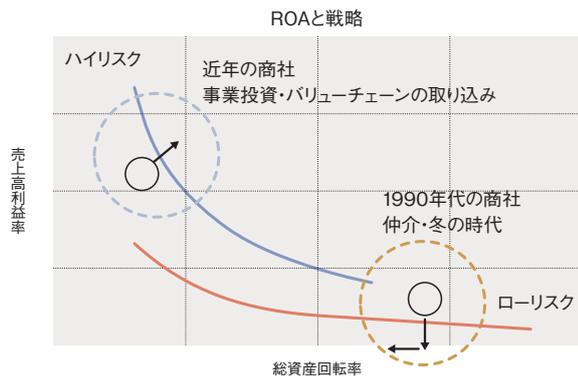


図2●総合商社のポジションの変化



真逆になった。トレードオフは

ハイリスクなビジネスの実践にあり、商社はコーポレートファイナ

を最大限に利用している。商社のビジネスは、リスクに見合うリターンを上げることだと謳い、常にリスクを意識している。事業ごと、国ごとのリ

をいい、バリューチェーンを保有することで、付加価値と売上高利益率は高まる。一方、事業投資は投下資本を固定化させるため、総資産回転率は鈍くなる。経営資源の使い方を変えることで、商社の

の資本コスト、高位置の実線は事業投資の資本コストである。仲介事業で低いハードルが越えられなくなった商社は、高いハードルを承知でポジションを変えた。現在の商社は、強いオペレーション力を武器に、資本コストを上回る資本利益率を上げ、企業価値を高めているように見える。このように、ROAと戦略の関係に、リスクと資本コストを書き込むことで、企業価値が見えてくる。

からすると、経営戦略を変えることは、資本の使途と資本利益率の上げ方を変えることになる。そして資本コストも変わる。企業経営に強いCEOとコーポレートファイナンスに長けたCFOの協働によって、戦略、資本利益率、そして企業価値の関係を整合的に見据えることができる。

能に頼る割合が小さくなったことである。主力ビジネスである仲介機能の価値が低下したため、売上高利益率の下落が始まった。それを防ぐため、利ざやの薄い大企業との取引をしばらく、今度は総資産回転率が低下する。図中の矢印が示すように、売上高利益率の低下はROAを押し下げ、総資産回転率の悪化はROAを左方に押しやる。その結果、商社の資本利益率は資本コストを下回り、企業価値は低下した。図中の右下がり

悪循環は二〇〇〇年代の前半まで続いた。その間、ニチメンと日商岩井の合併やトヨタ通商とトーマンの経営統合などが起こった。総合商社は、経営方針を変え、スピーディに実践した。原材料から物流、販売までの機能を保有し始めた。以前の商社は、顧客企業同士のバリューチェーンをつなぐビジネスを行っていた。近年は、投資を行い、バリューチェーンそのものを保有しようとしている。

図2のROAポジションをみると、商社のROAは右下から左上に移動した。事業投資を行い、バリューチェーンを保有すること、付加価値と売上高利益率は高まる。一方、事業投資は投下資本を固定化させるため、総資産回転率は鈍くなる。経営資源の使い方を変えることで、商社の

多くの企業は、資本コストを上回る資本利益率を上げ続けるためには、経営戦略を変えることが不可欠である。コーポレートファイナンスの視点からすると、経営戦略を変えることは、資本の使途と資本利益率の上げ方を変えることになる。そして資本コストも変わる。企業経営に強いCEOとコーポレートファイナンスに長けたCFOの協働によって、戦略、資本利益率、そして企業価値の関係を整合的に見据えることができる。

コーポレートファイナンスの教え

しんでいない。商社に限らず、経営戦略を変えてきた企業は多い。資本コストを上回る資本利益率を上げ続けるためには、経営戦略を変えることが不可欠である。コーポレートファイナンスの視点からすると、経営戦略を変えることは、資本の使途と資本利益率の上げ方を変えることになる。そして資本コストも変わる。企業経営に強いCEOとコーポレートファイナンスに長けたCFOの協働によって、戦略、資本利益率、そして企業価値の関係を整合的に見据えることができる。