

# 長期投資家が考える 資本コスト経営の要諦

中尾彰宏 みさき投資(株) マネージング・ディレクター

古川周平 みさき投資(株) マネージャー

中神康議 みさき投資(株) 代表取締役社長

## ◆ Summary ◆

本稿では、長期的な企業価値向上のために必要とされる「複利の経営」や、みさき投資が会社の経営を鑑定するために使っている「資本生産性の3つの条件」(みさきの黄金比®)について説明した後、この考え方が取り入れられた先進的な企業を例示し、資本コストを意識した経営の本質は「投資を抑える」効率化ではなく、長期で超過利潤を生みだすリスクテイクの組み立てであることを解説したい。

## 《はじめに》

みさき投資では、企業価値向上の果実を経営者・従業員・株主が共に享受して「みなで豊かになる経営」を提唱している。通常、経営者・従業員・株主という3つのステークホルダーの関係は「三者対立」の構図で語られることが多い。しかし運命共同体性を強く持つ日本企業においてこそ、(世界的に見ても低い)役員や従業員の自社株式保有比率を高め、よりよい経営を行い、長期的な企業価値向上の果実を享受することで、みなで豊かになるべきであると考え。

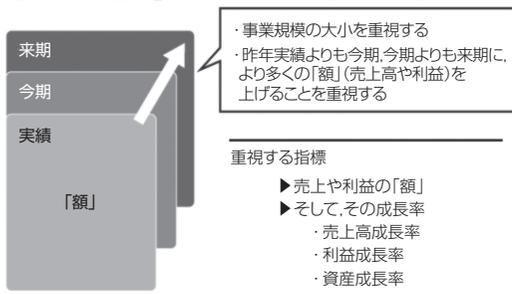
企業を外部から客観的に見ている投資家の思考と技術には、企業価値を増大させるためのヒントが隠されている。アインシュタイン

が「複利を理解する人は金を手に入れ、理解しない人は金を手放す」という金言を残しているとおおり、「みなで豊かになる」ために最低限必要なことは、「複利の力」を利用することである。高い資本生産性を長期間持続させ投下資本そのものを増殖させていく「複利の経営」でなければ、企業価値を中長期的に増大させることはできない。

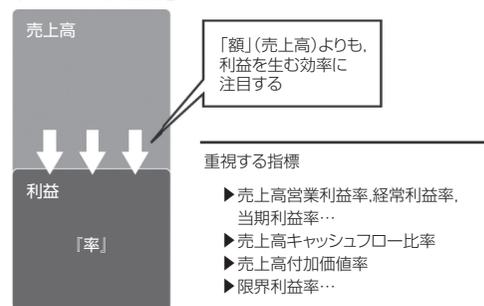
本稿ではまず「複利の経営」の概念や、資本生産性指標と資本コストの関係性について説明したうえで、「みなで豊かになる経営」の要諦を解説する。Ⅰでは、「複利の経営」や超過利潤の概念を説明する。Ⅱでは、基本的な資本生産性指標について説明した後、みさきが「みさきの黄金比®」として提唱し様々な会社の経営を鑑定するために使っている「資本生産性の3つの条件」について説明する。Ⅲでは、「みさきの黄金比®」の考え方が取り入れられた先進的な企業を例示し、資本コストを意識した経営の本質は「リスクやコストを抑える」効率化ではなく、長期で超過利潤を生みだすリスクテイクの組み立て、すなわち戦略そのものであることを解説したい。

〔図表 1〕 4つの経営類型

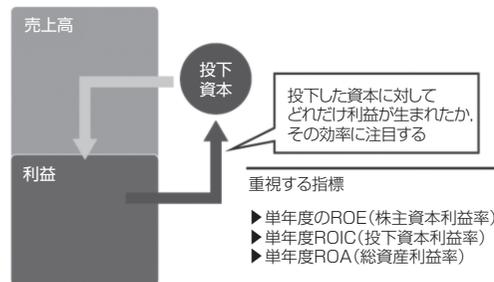
① 「額の経営」



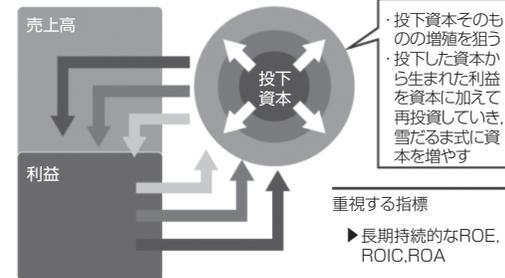
② 「率の経営」



③ 「利回りの経営」



④ 「複利の経営」



## I 複利と超過利潤

### 1 4つの経営類型

「複利の経営」を一足飛びに解説する前に、我々が考える4つの経営類型について、順々に説明したい。

#### (1) 類型1：額の経営——売上はすべてを癒やす

1つめの経営類型は「額の経営」である。この類型は、売上高や利益といった「額」を大きくし、維持することを重視する。競合他社よりも大きな規模を持ち、その規模を成長させていくことは、数多くの人々を雇用し、彼らのポストを用意するためにも必要な目標であろう。高度成長期に最もフィットした類

型といえる。このタイプの経営が重視する指標は「売上高」や「営業利益」の額、そしてそれらの伸び率が典型的である。

#### (2) 類型2：率の経営——いかに効率よく利益を上げるか

次の経営類型は、「率の経営」である。売上高や資産規模も大事だが、そこからどれだけ効率よく利益やキャッシュフローを生み出しているかをより重視する。

典型的には売上高という事業規模に対して、どれだけ効率よく利益やキャッシュフローを生み出すかという点に着目する。重視される指標は「売上高営業利益率」や「売上高キャッシュフロー比率」である。高度成長が期待できなくなった成熟期に適したタイプの1つである。

### (3) 類型3：利回りの経営——元手に対して、 どれだけ効率よく利益を上げたか

3番目の経営類型は、「利回りの経営」である。この経営は、「率の経営」のように利益やキャッシュフローの源（みなもと）は売上高にあると考えるのではなく、「投下資本」という元手を源と考える。つまり、「事業を経営するに際して投下された資本」に対して、どれだけ効率よく利益やキャッシュフローを生み出しているかを重視する。この発想はこれまでの2類型とは経営を捉える視点が大きく異なっている。単なる売上や利益額・率といったPL発想／PL思考からの転換だからである。この「利回りの経営」にはROEやROIC、ROAといったいわゆる資本生産性指標が導入されるが、まだこの段階では、「時間軸」や「再投資」という概念が導入されていない。言ってみれば、みなでお金を集めて

#### Profile

ながみ・やすのり◇みさき投資㈱ 代表取締役社長。アンダーセン・コンサルティング（現アクセンチュア）、コーポレートディレクション（CDI）で約20年弱にわたり、コンサルティング業に従事。2005年に投資顧問会社を設立し、数々のエンゲージメント成功事例を産む。2013年にみさき投資を設立。慶應義塾大学経済学部卒、カリフォルニア大学バークレー校経営学修士（MBA）。RIETIコンサルティングフェロー。

なかお・あきひろ◇みさき投資㈱ エンゲージメント投資マネージング・ディレクター。コーポレートディレクション（CDI）およびA.T. カーニーにて約10年にわたり経営コンサルティングに携わる。2017年みさき投資に参画し、投資案件リーダーとして経営者とのエンゲージメント活動にあたる。京都大学工学部卒。同大学院修了。

ふるかわ・しゅうへい◇みさき投資㈱ クォンツアナリスト兼トレーダー マネージャー。興銀第一ライフ・アセットマネジメントにて、定量株式運用およびNY拠点にてヘッジファンド投資に携わる。鎌倉投信を経て、2020年みさき投資に参画。慶應義塾大学理工学部卒。同大学院修了。一橋大学大学院国際企業戦略研究科経営修士（MBA）。日本証券アナリスト協会認定アナリスト（CMA）。

投資をして、そのリターンを山分けするような「1回こっきりのプロジェクト」に近い考え方である。

### (4) 類型4：複利の経営——複数年で利回りを 上げ続ける

最後に紹介したいのは、「複利の経営」である。同じく投下資本という「元手」概念を持ち込んで経営していく手法であるが、「利回りの経営」に対しての違いは2つある。1つめは再投資という概念の導入である。「利回りの経営」は1回こっきりの投資に対してどれだけのアウトプットが出るのかという点に着目するわけだが、「複利の経営」では生まれたアウトプットも元手に足し合わせて再投資していくのである。もう1つの違いは時間の概念を持ち込むことである。しかもその時間軸は、長ければ長いほど良いと考える。生まれたアウトプットを元手に足し合わせて再投資していくと、時間が経てば経つほど、おおもとの投下資本が指数関数的に増えていくからである。

## 2 超過利潤

アインシュタインが喝破したとおり「複利」こそがみなぎ豊かになる源泉だとすると、「複利の経営」においては、現実にとどのレベルの複利を出せばよいのであろうか。この問いにひとことで答えると、「超過利潤」が出せるレベルまでということになる。具体的には、中長期的に「資本コスト」を超える利回りを出し、それを複利で回すことが求められる。

超過利潤は、以下の式で表すことができる。

超過利潤＝資本生産性－資本コスト

経営はヒト・モノ・カネと言われるが、だとすれば経営者の役割は、そういった数々の経営資源を調達し、インプット以上のアウトプットを出すことと言ってよい。経営者は従業員を中心としたヒトや原材料を主とするモノを調達していると同様に、株式市場や銀行からカネというインプットを調達しているのだから、それを超えるアウトプット・資本生産性を出すことが、経営者として付加価値を生み出していることになるのは当然であろう。

## II みさきの黄金比<sup>®</sup>

### 1 資本生産性を表す3つの指標

さて資本生産性とは、事業を営むことで（誰かから拠出された）お金をどの程度効率よく回し、利益を生み出したかを表す指標と言い換えることができる。具体的な指標には主に3つの種類があり、それぞれ異なった意味合いがある。

#### (1) 指標1：ROA——すべての資産を使ってどれだけ利益を上げたか

1つめはROA（総資産利益率）である。貸借対照表（BS）の左側のすべての資産を使って、どれだけ利益を得たかを表す指標である。簡便に資本生産性を表せる指標であるが、事業には直接使っていない資産をたくさん保有している企業の場合、数値が低く出してしまう。

#### (2) 指標2：ROIC——真水の投下資本からどれだけ利益が生まれたか

2つめはROIC（投下資本利益率）である。BSから「事業に使われている資産」（IC: Invested Capital）のみを抽出して、それに対してどれだけ利益が生まれているかを表す指標である。投資家がROICを好む理由は、（余剰現金や余剰資産の影響を取り除いた）事業に使われている真水の投下資本から、どの程度の純粋な事業利回りを出しているかがわかるからである。財務レバレッジの有無も影響を与えず、「事業そのものの稼ぐ力」をストレートに表す指標なので、企業の長期的競争力を理解したい長期投資家の好みに合っている。

#### (3) 指標3：ROE——株主資本からどれだけ利益を生み出したか

3つめはROE（株主資本利益率）である。これは「株主から拠出された投下資本」に対して、どれだけ金額を利回りとして生み出したかを表す指標である。企業がどのような事業活動をしていようが、どの程度の利回りを株主に対して生んでいるのかということが理解できる指標である。上場企業では開示を義務づけられており、異業種比較が行いやすい指標でもある。一方で、ROEは財務レバレッジをかけることで人為的に高めることができる。ROICが低い（≡事業そのものの利回りは低い）のに、株主にだけは高い利回りを提供するということも可能なのである。

### 2 みなで豊かになるための資本生産性の3つの条件

このように資本生産性指標にはいくつかの

種類があるが、いずれにしても、これらの指標が資本コストを上回って超過利潤を出していることが重要である。なかでも、企業価値を最大限に高め「みなで豊かになる」ためには、これらの指標間に図表2のような等号・不等号関係が成立していることが理想である。以下、解説していく。

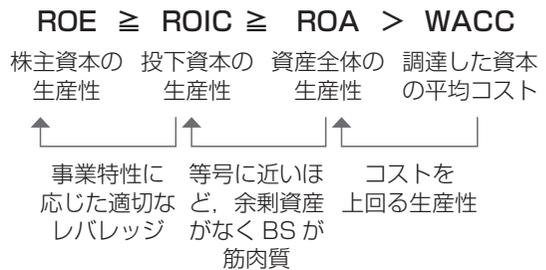
(1) 条件1：ROAが資本コストを超えているか

まず右側の資本コストから説明したい。資本コストの代表的なものはWACC(Weighted Average Cost of Capital, 加重平均資本コスト)と呼ばれる。WACCとは負債コストと株主資本コストを加重平均し、企業の資金調達に伴う平均的なコストを計算した指標である。「超過利潤を出す」ということは、資本生産性が資本コストを超えるということであるから、どの資本生産性指標もこのWACCを超える必要がある。WACCはBSの右側全体なので、まずはBSの左側全体から生まれている資本生産性がこれを超えているかという点が最初のハードルである。つまりROAがWACCを超えているかが最初の不等号になる。

(2) 条件2：ROICはROAより高いか

次に右から2番目の不等号について説明する。会社の資産の中には通常、ある程度の現預金や遊休不動産、あるいは政策保有株式など、直接的には事業に使われていない資産が存在する。そのため、そのような資産を差し引いて算定されるROICはROAより高くなるはずであり、余分な現金や余剰な資産を持たないスリムな経営ではROICはROAとイ

【図表2】 資本生産性指標の理想的な関係  
——みさきの黄金比®



注：各指標の分子は理論的・技術的にはそれぞれ異なるため、厳密には大小比較することができない。分子のずれがあってもなお、各指標の持つ意味合いとしてこのような大小関係を持つのが望ましいとの認識に基づいている。

コールに近づくはずである。

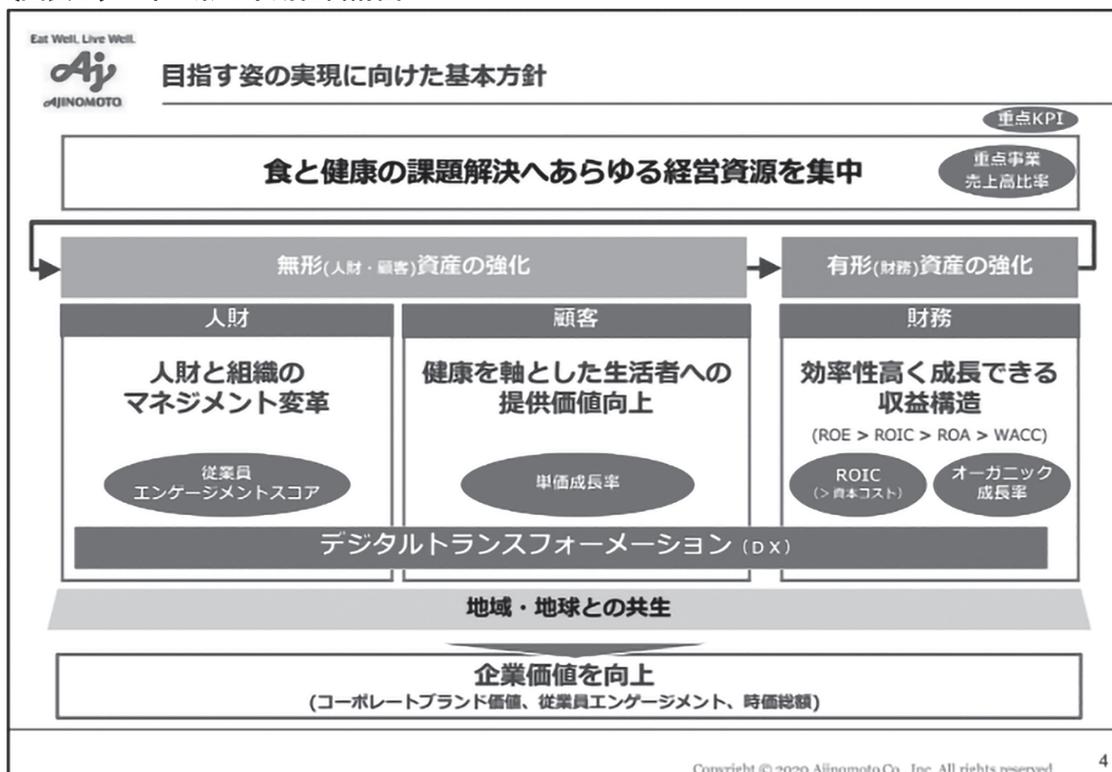
(3) 条件3：ROEはROICより高いか

ROEは事業の特性や競争力の高低によって（たとえばリスクが低く安定した収益が見込める事業を営んでいるなら）、多少のレバレッジをかけることでより高い資本生産性を実現することが可能である。多角化によって会社収益の安定性を高めている場合でも、適切なレバレッジをかけることで資本生産性も同時に追求することができる。

レバレッジという拒否反応を示す経営者が多いことは承知しているが、事業の安定性や競争力の高低をよく理解したうえで適切に負債を起こすことは、まっとうかつ洗練された経営手段である。事業の特性をよく理解した経営者であればあるほど、適切なレバレッジをかけることができ、ROEとROICをあるべき関係に近づけることができるのである。

安定性や競争力が高い事業特性なら多少のレバレッジをかけることでROEはROICより高い数字にでき、さらにはWACC自体を引き下げることができる。ただ、事業の安定性や競争力が高くなければレバレッジは逆に

〔図表3〕 味の素の中期経営計画



(出所) 味の素「2020—2025中期経営計画説明会」社長プレゼンテーション資料4頁。  
[https://www.ajinomoto.co.jp/company/jp/ir/event/medium\\_term.html](https://www.ajinomoto.co.jp/company/jp/ir/event/medium_term.html)

危険になりかねず、無理にかけるべきでもない。その場合はROEとROICはほぼイコールに近づかずである。

みさきではこの不等式を「みさきの黄金比<sup>®</sup>」として提唱し、様々な会社の経営を鑑定するために使っている。資本生産性指標すべてが資本コストを上回っていれば「超過利潤」を生み出している経営ということになるし、その等号・不等号がきれいに並んでいけば(=ROAやROICよりもROEの複利水準が高ければ)経営のすみずみが適切に管理されていて株主資本の増殖スピードが速いことになり、「みなで豊かになる」ことに一段早く近づいている経営というわけである。「ROEなど短期株主の目線だ」と紋切型に捉

える経営者も散見されるが、我々からするとそれは大変な事実誤認である。「複利こそが(長期で)みなで豊かになる源泉」だということを理解していれば、「みさきの黄金比<sup>®</sup>」で示されているとおり、資本生産性、なかでもROEの最大化こそが経営者最大の役割の1つであることが理解できるのではないだろうか。

### Ⅲ 「みさきの黄金比<sup>®</sup>」の実践

#### 1 事例紹介

実際、先進的な企業では、既に「みさきの黄金比<sup>®</sup>」の考え方が取り入れられ始めている。

たとえば、味の素は「2020-2025中期経営計画」の基本方針において「効率性高く成長できる収益構造」を目指す姿を掲げ、財務指標として「みさきの黄金比<sup>®</sup>」に準じた考え方をセットした（図表3右中央部分）。

また、化学品メーカーのダイセルにおいても、昨年6月に発表された新中期戦略「Accelerate2025」の経営目標に資本生産性のバランスを取り入れ、資産効率・資本効率の最大化を企図したものになっている。

## 2 「みさきの黄金比<sup>®</sup>」を動的に組み立てていく

誤解のないように説明を加えたいが、我々が強調していることは、一時的な資本生産性目標およびそのバランスを実現することではない。経営にとって最も重要なことは、長期持続的な複利効果を得るために、どのような考え方で動的に経営を組み立てるかである。

ここでは、先進企業が公表した事例を題材にしながら、長期厳選投資家が考える資本生産性を軸にした経営の要諦をお伝えしたい。

まず1つめのポイントは、「中心となるのはあくまでも ROIC」ということである。IIで述べたとおり、ROICは余剰現金や余剰資産の影響を取り除いた“真水の投下資本”からどれだけの事業利益が生まれているかを表す指標である。したがってROICは企業固有の戦略に左右される指標であり、事業特性や経営フェーズによっても組み立てがまったく異なるのである。言い換えれば、限られた経営資源から資本コストを上回るROICをどう創出するのかが、企業戦略そのものと言っても過言ではない。

味の素では、 $ROIC > \text{資本コスト}$ を「重点

事業への集中」「無形資産（人材・顧客）への投資強化」という2つの柱によって実現する方針を示した。そしてそれぞれについて、価値を生み出すストーリーと必要なインプットを定義したうえで、アウトプットの代替指標となるKPIまで紐づけた構造に落とし込んでいる。

PLのコスト費目に計上される「人財への投資」も「生産性向上」というアウトプット・リターンに組み込まれている点にも注目したい。超過利潤を生み出す視点は、必ずしもBS上に計上される有形資産だけではないのである。

ROICを実現する道すじさえ見えれば、その両隣にあるROAおよびROEとのバランスは一般的な財務規律の問題と捉えることができる。日本企業の中には少なからず「政策保有株」「無借金経営」といった慣習が根強く残っている課題はあるものの、打ち手としては現金保有水準の設定、非事業資産の圧縮、借入の活用など、どの企業にも通じる一般的な財務ソリューションにすぎない。

2つめのポイントは、「ROICの“IC=Invested capital”と“R=Return”には時間差がある」ということである。日々の商売で生じる費用とは異なり、ヒト・モノ・カネの投資は、投じてからリターンに結びつくまでに時間がかかる。そのため、少なくとも3~5年以上の時間軸で成長の論理を組み立てることが必要であり、単年度業績の断面を切り取った議論をしても意味はない。

投資とリターンの時間差に起因するもう1つの問題は、投資が先行することで資本生産性は一時的に悪化する、ということである。場合によっては“一度屈む”ということを許

容してでも長い時間軸で超過利潤を最大化する思考が求められる。味の素やダイセルが発表した中長期経営計画を見ても、5年後のROIC目標達成に向けた道筋は必ずしも線形ではない。また、その方策として挙げられている内容も、誰もがすべてを容易に理解でき、かつ確実にリターンを見込めるものではない。

だからこそ、経営者は投資家との対話を重ね、投資と回収の時間軸およびその超過利潤の目線を合わせていく必要がある。一方で投資家も、自らの時間軸および求めるリターンを示したうえで経営者と対話・伴走していくことが大事なのである。

資本コストを意識した経営の本質は単に「投下資本を抑制する効率化」に留まるものではなく、長期で超過利潤を生み出すための「リスクテイクを動的に組み立てていく」、すなわち戦略そのものであるということがわかりただけだろうか。

### 《おわりに》

以前と比べれば資本生産性の概念自体は広く知られるようになり、「資本コスト経営」「ROIC経営」という言葉も市民権を得つつある。我々も経営者との対話あるいはIR資料に日頃触れるなかで、事業別ROICの開示やROICツリーの展開により現場レベルで意識浸透が進んでいる例を目にすることが増えてきた。

一方で、資本生産性の基準を満たすために固定資産や在庫の「効率化」に血眼になったり、場合によっては設備や研究開発といった本来必要な投資を絞ったりする事例も散見さ

れる。本来ならば、固有の経営の組み立てによって長期・動的に実現すべき資本生産性が、短期・静的に達成すべき目標にすり替わっていないかと感ずることもある。

そのような短期的手法で一時的に高い資本生産性（＝超過利潤）を実現できたとしても、再投資がさらなる超過利潤を生んでいく「複利の経営」には決してならない。長期で超過利潤を最大化しようとするならば、たとえ一旦屈んだとしても、数年後にはそれが大きな果実となることを信じてリスクを取っていく思考が不可欠なのである。

本稿の読者には、まず「みさきの黄金比<sup>®</sup>」に過去から現在までの長期で自社の資本コスト・資本生産性を当てはめ、経営のリトマス試験紙として使ってみてほしい。そして、自社なりの論理と時間軸で、高次元の資本生産性バランスが成り立つ道すじを組み立ててほしい。そこには数々のトレードオフが潜んでおり、決して簡単ではないことがわかるだろう。しかし、トレードオフをトレードオンにしていく固有かつ動的な論理こそが他社と異なる価値となり、長期持続的な複利をもたらすのである。今回紹介した先進事例のように、「みさきの黄金比<sup>®</sup>」を経営指標として掲げ、投資家との建設的な対話に活用される事例が増えていくことを願っている。

なお、本稿の議論をより詳しく紐解きたい方は、書籍『三位一体の経営——経営者・従業員・株主がみなで豊かになる』（中神康議、ダイヤモンド社、2020年）を読んでいただければ幸いである。