

ストラテジーブレティン (318号)

喫緊の企業戦略 3つの大転換

～円高デフレを克服した企業戦略から、円安インフレ下で勝つ戦略へ～

Q: 武者リサーチは2023年が日本経済大転換の年であり、企業も戦略を抜本的に変更しなければいけない、と訴えています。

武者: 2023年こその大転換の年である、過去の成功体験に基づく経営戦略を大転換させないといけない。3つの転換が必要である。

図表 1: 喫緊の経営戦略大転換

喫緊の経営戦略の大転換(過去の否定)、ここが勝負
3つの転換が必要

1. 生産拠点の転換(海外から国内へ)
円高対応から円安対応へ ⇒ 日本でコストを・供給力を作る、輸出&輸入代替
2. 労働政策の転換(コスト抑制から価値の源泉へ)
良質な人を集めチームを作る。賃上げとモチベーションの喚起、チーム作り。
3. 資本政策の転換(安全性偏重から財務効率重視へ)
低レバレッジからの決別・高株価経営(自社株買い/高配当/M&A)

出所: 武者リサーチ

Q: 2023年は日本大復活への転機になる明るい年だ、と主張する根拠は。

武者: 急激な円安の定着により、経済の大きな枠組みが変わった。円高が原因となったデフレの時代が終わり、2023年日本経済はバブル崩壊後最も明るい数量景気の年となるだろう。円高で日本から海外に逃げて行った工場や資本、ビジネスチャンス、雇用の、円安によって日本に戻ってくる。米中対立も日本への工場回帰を加速させる。円安はまたインバウンドを急増させ外国人観光客が日本の津々浦々の地方内需を刺激する。極端に割安になった日本製品を個人や中小企業が購入し、インターネットを通して海外へと販売する越境EC(イーコマース)も急増している。このように安い物価国日本に、世界の需要が集中し、国内景気を活性化するだろう。既に設備投資計画はバブル前も含めて過去最高水準の伸びを見せている。IMFは2023年は日本が先進国中最も高い成長率になる(日本1.6%、米国1.0%、ユーロ圏0.5%)と予測している。企業はこの数量景気の波に乗らなければならない。

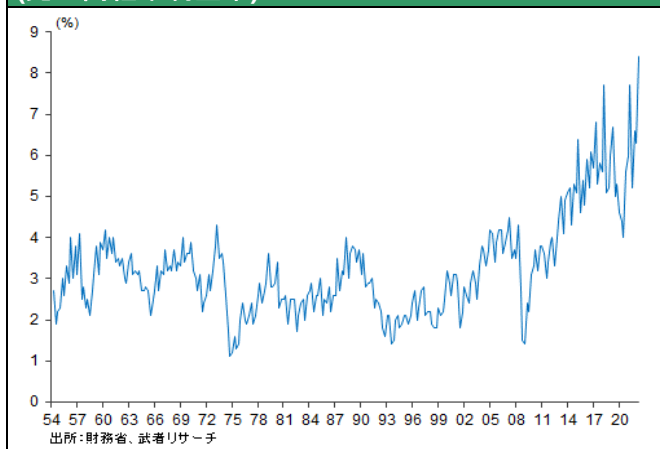
Q: 円安により日本のコストが著しく割安になりました。これが定着すると見られるので、企業は円安の恩恵を受けられるよう、戦略を変えなければなりません。

武者: 日本企業は円高に対応して工場をコストの安い海外に移転させ、生き延びた。日本経済の名目GDPゼロ成長、ゼロ物価、ゼロ金利という長期停滞状況の中でも、企業利益は大きく飛躍し、おかげで日本の将来に明るい展望を描くことができる。多くの競争力の強い企業が台頭しており、それらが日本経済をけん引してくれるだろう。この企業の収益力の向

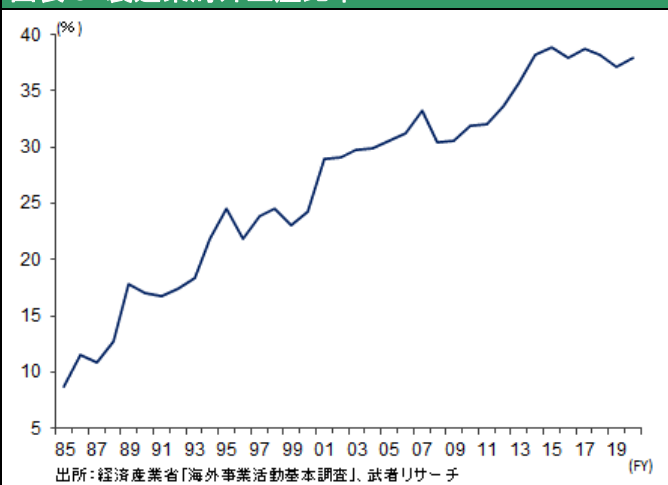
株式会社 武者リサーチ
代表
武者 陵司
E-mail: musha@musha.co.jp
www.musha.co.jp
〒108-0075
東京都港区港南 2-16-7

上は、ひとえに、企業の海外シフトが功を奏した結果である。しかし円安で日本の方がコストが安くなるとすると、今度は国内で生産する体制に変えなければならない。グローバル供給体制(サプライチェーン)を抜本的に転換させなければならない。

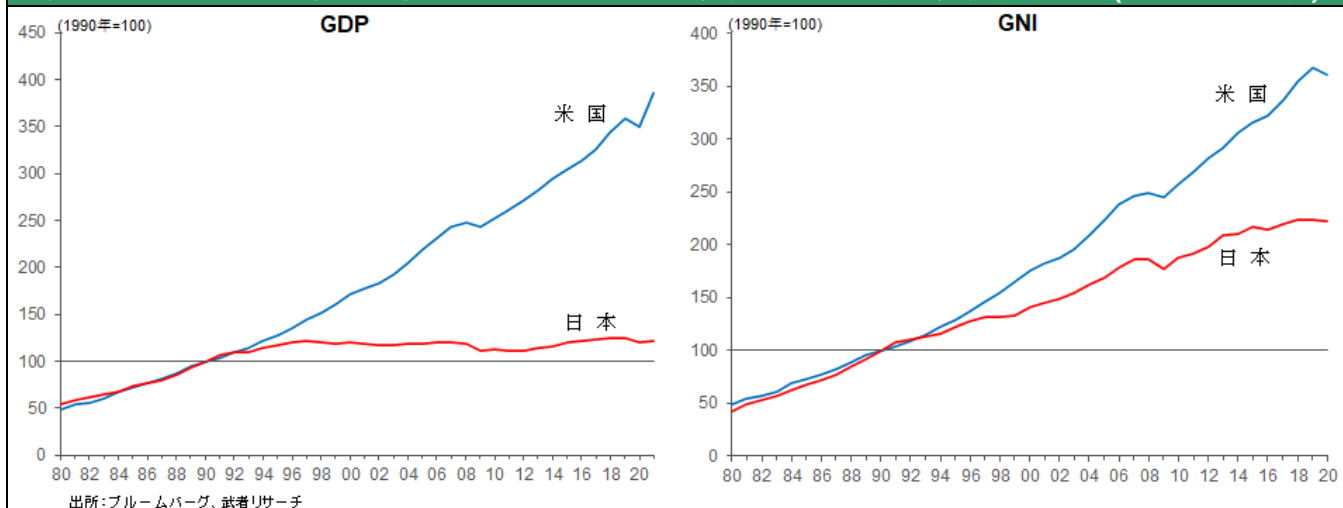
図表 2: 過去最高を更新している企業利益 (売上高経常利益率)



図表 3: 製造業海外生産比率



図表 4: 海外でのみ価値創造を増価させた日本企業 - 成長停止の GDP、成長続けた GNI (GDP+海外所得)

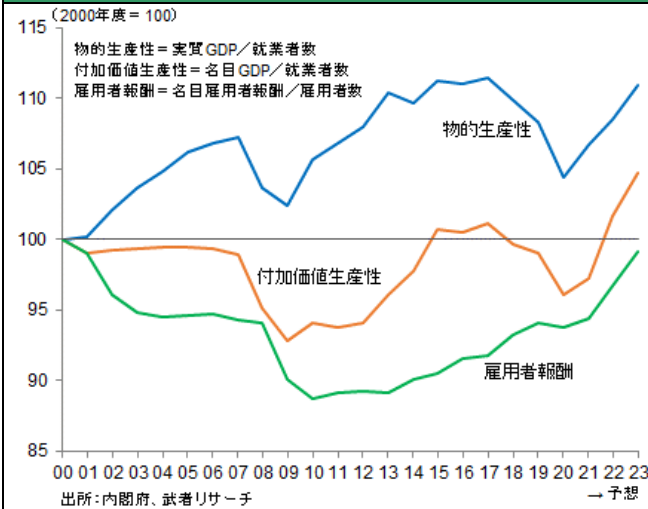


Q: 多くの企業経営者からは、今更国内生産体制の構築は困難である。人が集まらない、技術者がいない、との嘆きが聞こえます。

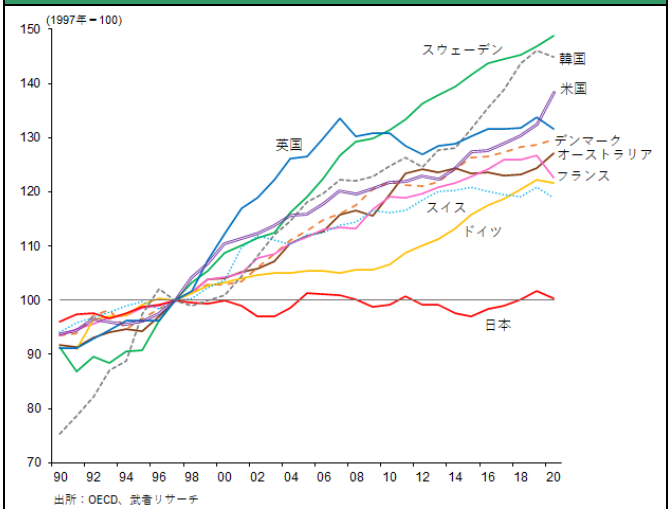
武者: 一旦失われた生産体制の再構築は困難だが、それをやりきることが勝敗を分かち。そのためには労働政策を根底から見直さなければならない。円高デフレ下での企業の労働政策は、コストの抑制にあった。円が2倍になったことで、日本人労働者の賃金を半分に引き下げないと競争できなくなり、賞与・残業代カット、工場の海外移転を推し進めた。図表5は企業における一人当たりの物的生産性、付加価値生産性、労働報酬の推移であるが、日本企業は世界的技術発展の恩恵を受け、物的生産性をそれなりに上昇させてきた。にもかかわらず、円高とデフレによる販売価格低下により、企業には生産性上昇の果実が残らず、付加価値生産性は横ばいであった。しかし労働報酬をそれ以上に抑制し、それによって企業利益が確保された、という連鎖が起きた。日本の実質賃金が過去30年間全く上昇せず、デフレに陥ったが(図表6)、その起点は、円高下での企業の価格競争力維持の努力にあったと言える。

しかしこれからは労働が価値の源泉であるという認識の転換が必要である。高い賃金を払ってでも良い人を採用し、モチベーションを高めて競争力のあるチームを作らなければならない。労働はコストという認識から労働は価値の源泉という認識へと、発想の大転換が必要である。

図表 5: 物的生産性・付加価値生産性と賃金推移



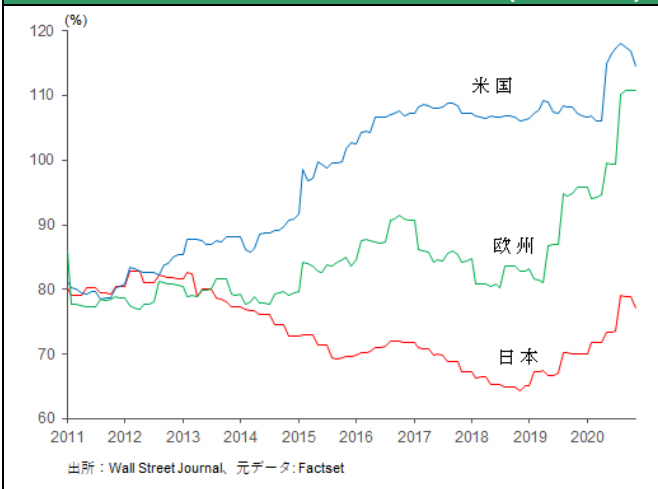
図表 6: 実質賃金推移の国際比較



Q: 企業の財務資本政策も大転換が必要だ、その柱が自社株買いによる高株価経営だとも主張しています。

武者: バブル崩壊以降、日本企業は保守的財務戦略に徹してきた。借金を減らし、利益の社外流出を抑えて自己資本を厚くし、ひとたび危機が起きた時に備えるため財務クッションを著しく高めてきた。図表 7 は日米欧の上場企業の Debt to Equity レシオであるが、日本企業の極端な保守性が際立つ。このデレバレッジの財務戦略は、資本効率を無視し安全性のみにこだわったバランスを欠いたものになっている。今や低レバレッジ経営は株価低迷をもたらす買収されやすくなる一方、他企業の買収や新規分野への投資などの将来に対する布石を縛ることで、負けパターンの企業戦略と言える。

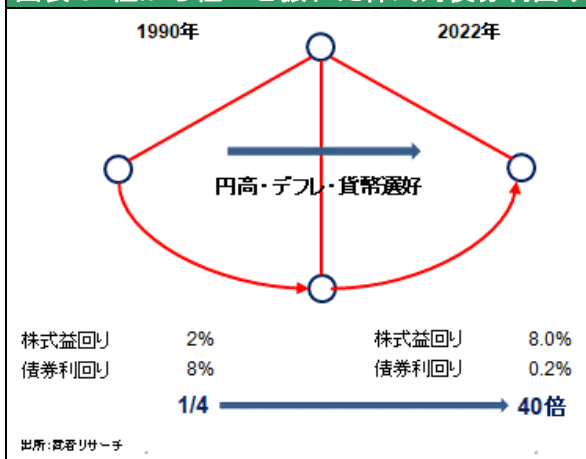
図表 7: 日米欧上場企業の負債資本倍率 (DE レシオ)



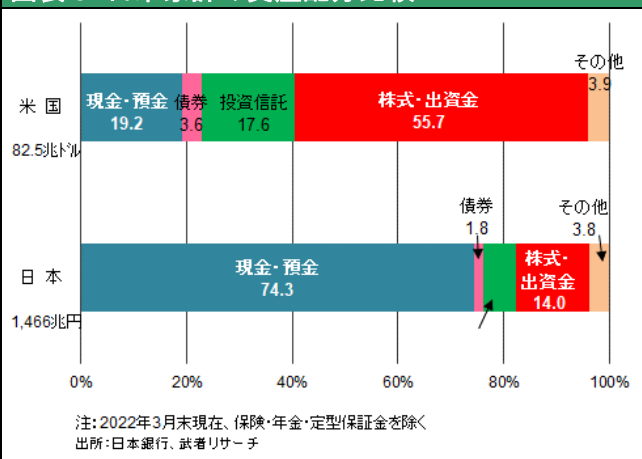
Q: 日本株式は超割安なので、借金をして(または預金を下ろして)株を買うと大きな利益が得られます。このことは個人だけに限られたことではなく、企業にも同じチャンスがあるのですか。

武者: 今の日本は 10 年国債利回りが 0.25%なので、投下資本を回収するのに 400 年かかると計算される。他方株式は益回り(1 株利益/株価)が 8%なので、投下資本を回収するのに 12.5 年で済む計算となる。ここから株式は債券に対して 1 対 40 という極端な割安状態にあることがわかる。この債券と株式の極端な価格差は、世界を見渡しても、日本の歴史を振り返っても、かつてなかったことである。債券を売った(または預金を下ろした)お金で株を買うことで、とてつもなく有利な運用が可能になっていることは説明するまでもない。

図表 8: 極から極へと振れた株式対債券利回り



図表 9: 日米家計の資産配分比較



この株式の極端な割安さがもたらすチャンス(or 格差をつけられるリスク)は、個人以上に、企業にとって大きいと考えられる。デレバレッジ経営(=高自己資本比率経営)とは、企業の資本調達においてコストが低い Debt(負債)が小さく、コストが著しく高い Equity(株式)の比重がとて高い財務構成である。Debtの比重を高め(=借金を行い)、Equity 投資をする(=自社株を買う)ことで、大きな利益が得られる。仮に 0.5%の利子で借金を行い自社株(配当率 2.5%と仮定)買いを実施すれば、利回り差 2%プラス節税効果により 2.2%程度の差益が発生する。加えて ROE が高まり需給が改善することで株価が上昇する。

Q: 2023年の日本経済にとって、最大のリスクはYCC(イールドカーブコントロール)によって0.25%に抑えられている金利が急上昇する可能性だ、と指摘されています。企業はどのように対応すればいいのでしょうか。財務上それはプラスにもなりえますか。

武者: 主要国に比べて著しく低く抑えられている日本の長期金利は、早晩上昇する。YCCには日銀が2%インフレ達成を実現して終える「勝ちの終焉」か、所期の目標を達成できないまま円安投機に堪えられなくなって終える「負けの終焉」か、の二通りがあるが、2023年にはどちらになるかがはっきりするだろう(武者リサーチは「勝ちの終焉」の可能性が極めて高い、と考えている)。この明白な金利上昇トレンドは対処次第で、プラスにもマイナスにもなる。今後金利が上昇すれば債務の元本時価が減価するのであるから、今借金を増やすべきである。また今株価が割安であれば、今後株価が上昇する可能性が大きく、取得した株式の価値が上昇するのであるから株式投資を増やすべきである。企業にとって自社株買いは最も有利な株式投資とも言えるのである、と強調したい。多くの企業が武者リサーチの見解に賛同すれば、既に2022年に10兆円に迫ろうとしている企業の自社株買いがさらに大きく増加し、2023年の日本の株価上昇に弾みをつけるだろう。今の低金利、低株価を利用したリレバレッジは大きな財務利益を企業に与えるものになる。

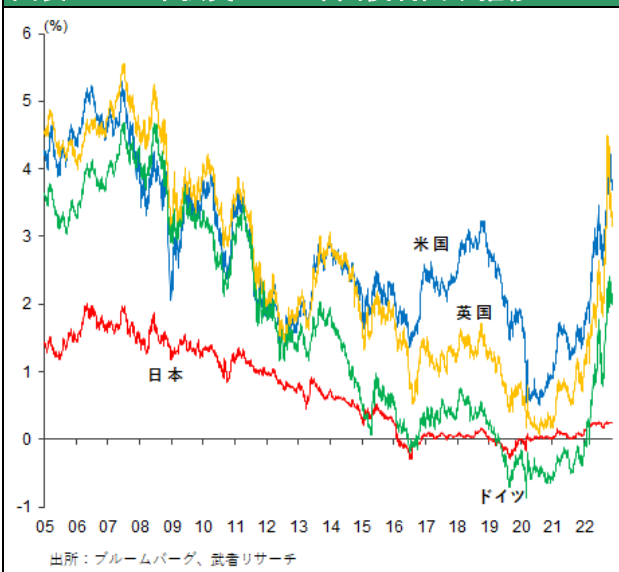
図表 10: Debt finance か Equity finance か

Debt finance か Equity finance か

- ⇒ 金利低下局面(=債務価値増大局面)では負のDebt finance(=借金返済)が有利
- ⇒ 金利上昇局面(=債務価値減少局面)では正のDebt finance(=借金増加)が有利
- ⇒ 株価割高局面 ⇒ 正のEquity 調達(=時価発行増資)が有利
- ⇒ 株価割安局面 ⇒ 負のEquity 調達(=自社株買い)が有利

出所: 武者リサーチ

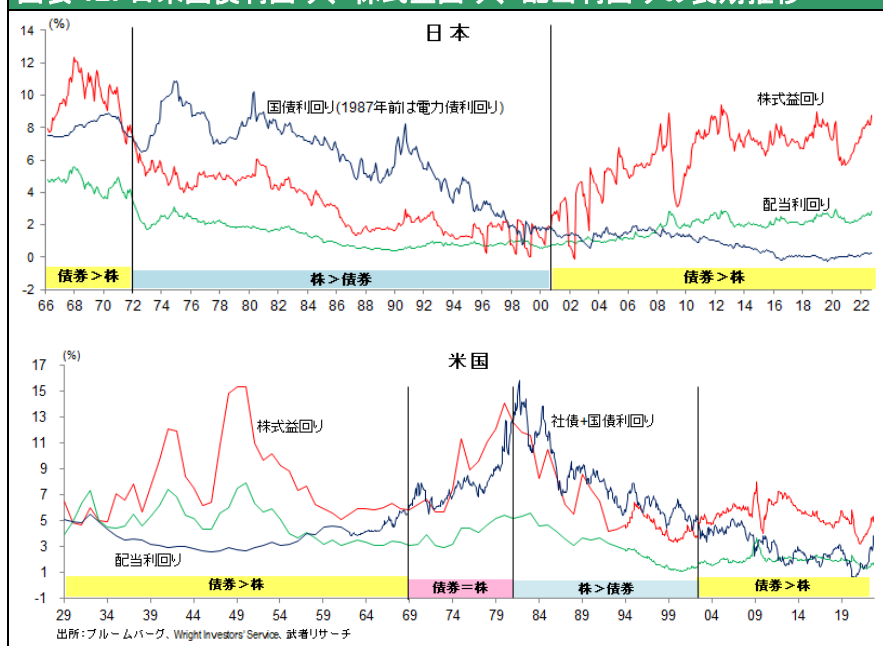
図表 11: 日米独英の10年国債利回り推移



Q: 株価がばかげているほど割安だ、と過去 10 年来主張し続けていますが、今はそのチャンスがどれ程大きいのか、思い知らされる時代ですね。

武者: 図表 12 により日米の国債利回りと株式益回りの推移を振り返ると、株式割高(債券割安)時代と、株式割安時代が交互に到来していることがわかる。そして現在の日本の株式の相対価格は、ばかげていると見えるほど割安であることがわかる。こうした極端な株式の割安さは、1950 年代初頭の米国株式急騰前夜にしかなかったことである。1949 年 W・パフェットの恩師であるベンジャミン・グレアムが名著「賢明なる投資家」を表わし、その 20 章(最終章)で投資において「将来がどうなろうと安全だ、と見られる投資領域=Margin of Safety(安全域)がある」、と主張した。1949~1950 年の米国株式益回りは 15%、国債利回りは 2.7%であり、米国株式は歴史的安値にあった。この時の米国よりも今の日本株式のバリュエーションは低く、今がいかに極端であるかが分かるだろう。ベンジャミン・グレアムが今の日本株式を見れば、まさしく歴史的「安全域」と評すであろう。5 年 10 年後になって、振り返ると今の日本がかつてない株式投資チャンスの時代であったことが分かるだろう。

図表 12: 日米国債利回り、株式益回り、配当利回りの長期推移



著作権表示©2022 株式会社武者リサーチ

本書で言及されている意見、推定、見通しは、本書の日付時点における武者リサーチの判断に基づいたものです。本書中の情報は、武者リサーチにおいて信頼できると考える情報源に基づいて作成していますが、武者リサーチは本書中の情報・意見等の公正性、正確性、妥当性、完全性等を明示的にも、黙示的にも一切保証するものではありません。かかる情報・意見等に依拠したことにより生じる一切の損害について、武者リサーチは一切責任を負いません。本書中の分析・意見等は、その前提が変更された場合には、変更が必要となる性質を含んでいます。本書中の分析・意見等は、金融商品、クレジット、通貨レート、金利レート、その他市場・経済の動向について、表明・保証するものではありません。また、過去の業績が必ずしも将来の結果を示唆するものではありません。本書中の情報・意見等が、今後修正・変更されたとしても、武者リサーチは当該情報・意見等を改定する義務や、これを通知する義務を負うものではありません。貴社が本書中に記載された投資、財務、法律、税務、会計上の問題・リスク等を検討するに当たっては、貴社において取引の内容を確実に理解するための措置を講じ、別途貴社自身の専門家・アドバイザー等にご相談されることを強くお勧めいたします。本書は、武者リサーチからの金融商品・証券等の引受又は購入の申込又は勧誘を構成するものではなく、公式又は非公式な取引条件の確認を行うものではありません。本書および本書中の情報は秘密であり、武者リサーチの文書による事前の同意がない限り、その全部又は一部をコピーすることや、配布することはできません。