

その1

経営者の迷走

何かについて考えたり、観察したり、評価する時には、何が「原因」で何が「結果」なのかをしっかりと押さえておく。それがとても重要になります。なぜかといえば、原因と結果の区別が甘くなったリ原因と結果を取り違えると、「迷走」が始まるからです。

2020年に『逆・タイムマシン経営論』という本を書いた時にもここでお話しましたが、前世紀の終わりの自動車産業において「400万台クラブ」というものが話題となりまして、新聞や雑誌が連日取り上げて大騒ぎとなったことがありました。400万台クラブとは何かと言いますと、これからグローバル競争が厳しくなり、自動車への開発投資もますます大きくなるので、規模の経済が強く働くことになる。年間の生産

台数が400万台を超える規模の企業以外は、今後生き残ることはできない。400万台クラブに入れるかどうか自動車メーカーの生死の分かれ道だ、そういう話です。

日本では例えばホンダの規模では生き残れないし、ヨーロッパだとフォルクスワーゲンでさえ安泰ではないといった憶測が記事として飛び交っていました。メディアが騒ぐだけでなく、実際に経営者が動いたのです。衝撃的だったのは、1998年に大西洋を挟んでドイツのダイムラーがアメリカのクライスラーを買収し、ダイムラー・クライスラーという会社が誕生したこと。これが「400万台クラブ」騒動のはじまりでした。

アメリカのフォードは、当時ジャック・ナッサーという非常にアグレッシブな名物経営者が、

「プレミア・オートモティブ・グループ」という戦略を打ち出しました。もともと持っていた高級車ブランドのリンカーンに加え、ジャガーやアストンマーチン、ボルボを買収してプレミアム市場で規模を拡張しようとしています。対抗するGMは当時の新興国である中国に注目し、商業用の車両や小型車両が伸びるということでスズキといすゞをグループに加えました。

ヨーロッパではBMWとフォルクスワーゲンが、台数としては決して多くはないロールス・ロイスの買収を巡ってバトルになり、お互いが買収価格を吊り上げて今では信じられない金額になりました。結果BMWがロールス・ロイスを買収し、フォルクスワーゲンがベントレーを買収することになります。

その頃日本で何が起きていたかと言いますと、「日産の経営危機が深刻になっていて、ダイムラー・クライスラーと一緒にいるのではな

いか。日米欧で1つの自動車会社ができるのでは」といった話ももっぱらでしたが、実際には土壇場でルノーと一緒にになり、カルロス・ゴーンさんが送り込まれてきました。その頃のゴーンさんの発言を見ても、もうダイムラー・クライスラーが誕生して自動車業界の競争構造は一変してしまっただけから、もう400万台クラブ以外は生き残れないと言っていましたから、こういう認識が当時の自動車メーカーの



一橋ビジネススクール
PDS寄付講座特任教授

楠木 建
Ken Kusunoki

楠木建の「EFOビジネスレビュー」

写真 = 斎藤弥里

EFO SELECTION

原因と結果

～迷走する経営者～



経営者にあったことは確かだと思えます。

その後400万台クラブ騒動はどうなったのか。ダイムラー・クライスラーは統合がうまくいかず、2007年にアメリカの投資会社に売却されたクライスラーは、GMと共にリーマンショックのときに破産法の適用を受けます。フォードは買収した企業を次々に売却します。その一方で400万台クラブに入るこのできなかったホンダが400万台の生産台数を達成したのは、実にその14年後のことでした。業績の山谷はありますが、ホンダは現在も独立した自動車メーカーです。

『逆・タイムマシン経営論』というのは、近過去のこうした出来事を振り返り、なんでそんなことが起きたのかを考えるという思考トレーニングの提案です。今から当手を振り返ると多くの自動車メーカーが完全に迷走状態にあったことは誰でも分かります。しかしなぜ400万台クラブ騒動は、自動車産業の根底を揺るがすような事態を招いてしまったのでしょうか。

これこそ原因と結果を取り違えた

上場企業の資本市場における評価が回復していることを意味しています。少なくとも前よりはよくなっている。

ただしこれは「結果」です。問題はこの株高の「原因」は何なのかです。企業の稼ぐ力、競争市場での収益力が資本市場で評価された。これが今回の株価回復の主要な原因です。順番としてはまず企業の稼ぐ力が上がり、それが株主にも評価され、株価が上がる。これが王道です。

ただし株価というのは人気投票でもあるので、企業の収益力だけでなくさまざまな他の要因も影響を及

典型的な例だと思えます。普通の常識で考えてみると、競争力ある車を作ることができて、それを世界中で売ることができると、その結果が生産台数となって表れる。つまり生産台数というのは、競争力の「原因」ではなく「結果」なのです。

そもそも弱い者同士が一緒になって強くなれるのか、という話です。買収した時点では足し算で生産台数が増えるのですが、それは別に競争力を意味するものではありません。ダイムラー・クライスラーがまさにそうでしたが、買収は全然違うカルチャーを持つ企業同士が、うまくいくことを保証するものではありません。*PMIという統合プロセスの問題もありますし。

*ポスト・マージャー・インテグレーション：M&A（合併・買収）後の統合プロセスを指す。経営統合、業務統合、意識統合の3段階からなる。

ある状況下におかれると、経営者といえども原因と結果の区別があいまいになり、迷走状態に陥ることがある。「400万台クラブ」はその典型です。原因と結果を取り違えた結果、「成長」が「膨張」にすり替わってしまいました。

ぼします。稼ぐ力が本物かどうかを判断するために、僕は株高の要因を4つのレベルに分けて考えることにしています。

レベル1は、「純粋な「外的要因」です。本来の収益力とは全く別の追い風が吹いて、株価が上がることがあります。今で言うと円安で日本の一部の製造業は巨額の利益を増大させています。あるいはN○○○という会社は、世界的なパンデミックによって株価が一気に上がりました。どちらも外的要因によって起こったことです。他にも景気や金利など、企業は常にいろいろな外的要因の中で事業を行っていますから、ひとつの要因が変化すると利益にも影響します。

しかし当然のことですが、レベル1は稼ぐ力としての持続性がありません。瞬間的に株高になったとしても追い風頼みなので、風が止んでしまうと元に戻ります。

レベル2の要因は「事業立地」です。それぞれの企業がその業界の中でどういう戦略を取るか以前に、そもそも利益を出しやすい構造にある業界と、利益が出にくい構造の

その2

利益の源泉の4つのレベル

以前にも何度かお話ししましたが、企業は常に3つの市場によって評価されます。1つ目は競争市場です。僕は競争戦略が専門分野ですので、その市場でどんな競争があつて、どんな企業が支持されて、どんな企業が利益を出しているのかを日々注目しています。2つ目が資本市場です。株主というステークホルダーがいて、株式の取引市場で

株価が決まり、時価総額という評価が決まります。3番目は労働市場で、この会社で働きたいか、働きたくないか。人気がある企業があればそうではない企業もある。これは働く人々の側から企業が評価されている

業界があります。何によってその構造が決まるのかを最初に研究した人がマイケル・ポーター先生で、これは後の「競争戦略」につながっていくものです。

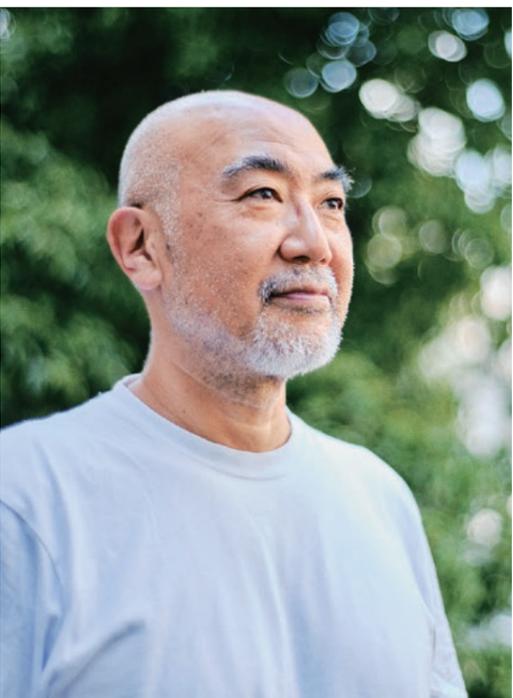
詳細の解説は省略しますが、製業界というのは利益を出しやすい構造の典型です。これに対してパソコン業界というのは元々利益が出にくい構造になっています。事業立地というのは位置エネルギーみたいなものです。利益の出しやすい事業立地は個別の企業の収益性にポジティブに作用します。レベル2の位置エネルギーで収益を上げるためには、他社よりも早く成長する業界を見つけて、そこに身を置くかどうか

が鍵になります。

レベル3の要因は、ある業界の中で競争相手に対してどう違いを作り、独自の価値を顧客に提供できるかどうか。僕の専門分野である「競争戦略」です。その業界の中で独自の「ポジションング」を構築しているかが問題になります。アパレルは事業立地としてはそれほど収益性の高い業界ではありませんが、「LifeWear」という独自の

ということですが。

2024年2月22日、株価が1989年のバブル期の最高値を更新しました。もちろん株価というのは上がれば下がるし、下がれば上がるので今後どう推移していくかは分かりませんが、長期的に見ると2010年前後からずっと回復基調にありました。**これは日本の**



ポジションを作ったユニクロや、ファストファッションというポジションを確立したZARAは、相対的に収益力が高い。戦略的なポジションという視点から見ると、1つの業界の中に複数の勝者は常に存在するわけです。しかし独自のポジションが作れない企業は、収益を上げることが難しい。それがレベル3の競争戦略です。

レベル4は、「戦略ストーリー」という要因です。競争戦略が作る違いが、明確な因果関係による論理でつながっている。その事業の持つ競争戦略というストーリーが、独自の価値となって長期利益を生み出している状態です。レベル3がポジションングという独自性に対して、レベル4の収益力の正体は、独自性に加えて一貫性のある戦略ストーリーの好循環にあります。

レベル1の外的要因、レベル2の事業立地、レベル3のポジションング、レベル4の戦略ストーリーと、レベルが上がれば上がるほど、収益力の持続性は高まっています。この視点から、日経平均株価の変遷を考えてみたいと思います。



その3

株高の原因

企業の株価を上げる原因の王道は収益力ですが、それは長期的に見ないと分かりませんし、前回お話ししたような外部要因が株価を上昇させることもあります。80年代の終わりにバブルを引き起こしたのは企業の収益力ではなく、レベル1の不動産の高騰という一時的な追い風だったことは今振り返ればはっきりしています。

実際に数字で見えますと、バブル景気というわりに当時の企業は儲かっていない。例えばEPS (Earnings Per Share: 1株あたりの純利益)という指標で見ますと、日本の上場企業の平均で89年は今の3分の1ぐらいしかありません。配当利回りは、大体4分の1です。日本企業の経常利益率は、2024年で7.1%。アメリカや

ヨーロッパの上場企業に比べるとまだまだ見劣りする数字ですが、89年のバブルの時はその半分の3.7%しかありませんでした。企業の収益力が株高をもたらすという成り行きが王道ですが、89年のバブルはそうではなかった。

当時の機関投資家と個人投資家の割合を見ると、今よりも個人投資家が多かった時代です。十分な知識のない人が株の売買を行っていました。企業も今と比べれば資本市場からの圧力が小さい状態でした。何よりもバブルの狂騒で多くの企業が事業より資産運用に走りました。昭和の記憶として覚えておられる方もいると思いますが、特金・ファンドと呼ばれていた^{*1}、特定金融信託や^{*2}、ファンド・トラストといった、わりと禍々しい資産運用にリソースを

配分していました。事業利益より運用益のほうが一時的に上回った、それがあのバブルという時代でした。

^{*1} 特定金融信託・信託銀行が顧客の資金を預かって株式や債券で運用するサービスのひとつ。委託者が運用方法や銘柄まで特定する仕組みの信託のこと。

^{*2} ファンド・トラスト・信託銀行が顧客の資金を預かって株式や債券で運用するサービスのひとつ。委託者が運用の目的物の種類を大まかに指示するだけで、信託銀行の判断で運用する仕組みの信託のこと。

当時の株高をリードしたのは、不動産の含み資産を多く持っている企業です。例えば東京湾の辺りに工場跡地を持っている日本鋼管や川崎製鉄や東京ガスなど、ウォーターフロント銘柄と言われた企業が



いました。

そして2008年のリーマンショックで株価は底を打つことになりました。当時の状況を説明する例として取り上げたいのが、日立です。僕は90年代から日立の仕事をしました。日立の方と話をすると、「変革が必要だ」「構造改革が必要だ」と皆さん言われるのですが、何も変わらない。本気で変わる気なんてない、そういう企業だと当時の僕は思っていました。

2009年3月期の決算において日立は、国内の製造業としては当時最大の7873億円という営業赤字を計上します。結果から言うとわずか2年でV字回復を果たし、2011年3月期には最終黒字になっています。それは当時の川村隆社長、その後を引き継いだ中西宏明社長のリーダーシップによるところが大きかったのは間違いありません。

この時の経営判断は、「選択と集中」です。レベル2の事業立地で利益

を出すことが難しい事業から撤退し、赤字事業を切り離します。さらに日立金属や日立化成のような長い歴史を持つ上場子会社の株式を売却。当時22社あった上場子会社が、現在はゼロになっています。2008年をきっかけに、日立はポートフォリオの半分が入れ替わりました。株価はご存じのように9倍から10倍近くになっています。

非常に踏み込んだ改革を断行したわけですが、ポートフォリオの入れ替えによる構造改革の役割は、基本的にマイナスをゼロに持っていくところまでです。ゼロからプラスを作っていくのは、個別事業の稼ぐ力になります。日立のように底を打ったときに素早く動いた企業は、レベル2の事業立地という点で大体やるべきことはやった。中西さんの経営判断が軌道に乗れば、そこからは個別事業の競争力の問題です。東原さん、小島さんのリーダーシップのもと1つ1つの事業がどれだけ独自性を持った価値を提供できるか。個別事業が稼ぐ力を確立できるか。日立の経営の焦点はすでにレベル3の「ポジシヨニング」へとシフトしています。

記事の続きをWebマガジン「Executive Foresight Online」に掲載しています。

楠木建の「EFOビジネスレビュー」

原因と結果

～迷走する経営者～

その4 株高の質

外的要因や事業立地などで起きた過去の株高と、今回の株高は一体何が違うのか。戦略やポジシヨニングで独自の価値を作り、収益力を高める力を持った企業への評価とは。最高値の株価の意味を、楠木建氏が読み解く。



その5 長期的利益の創造

ポジシヨニングを明確にした独自の戦略ストーリーで長期的利益を生み出している「東京エレクトロン」の事例から、これらの経営者のあるべき姿を考える。

