

株式会社東京証券取引所 主催 企業価値向上経営セミナー「『資本コスト』認識の経営戦略上の意義」

【第2部】 改訂コード 5-2 及び対話ガイドライン 2-2の意図

2018年12月18日(火)・25日(火) 15:50-16:50

三瓶 裕喜
ヘッド オブ エンゲージメント
フィデリティ投信株式会社

キー・メッセージ

“「資本コストを意識する」とは、
単に●●.●%を
計算することではない。

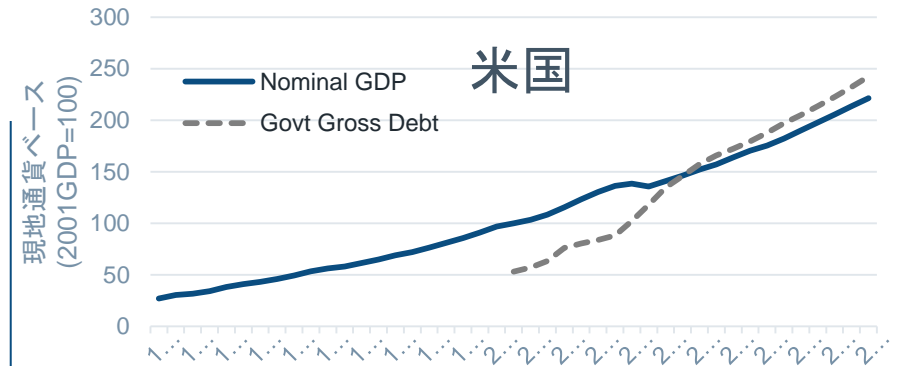
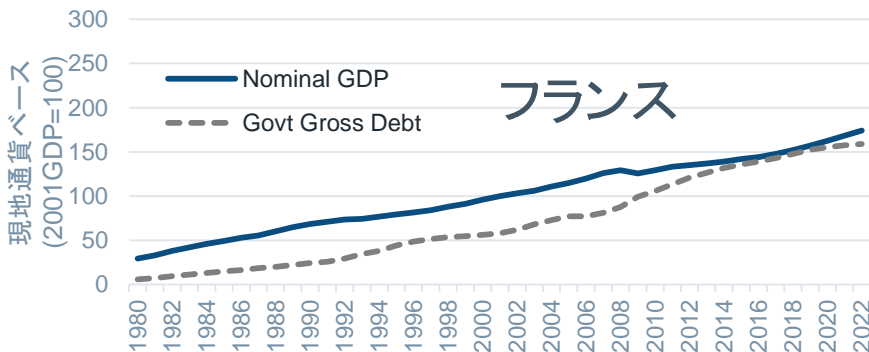
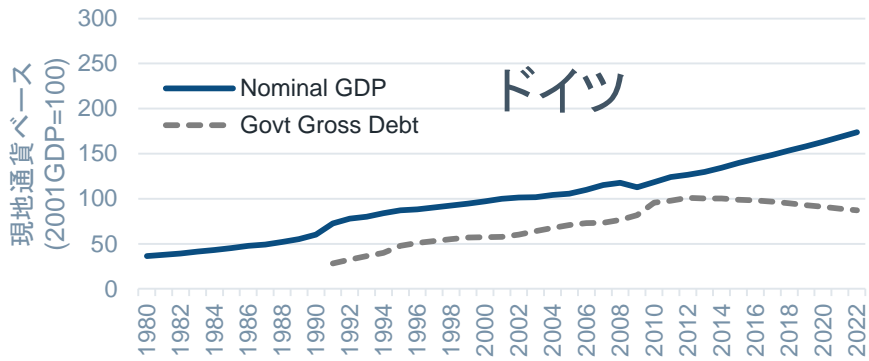
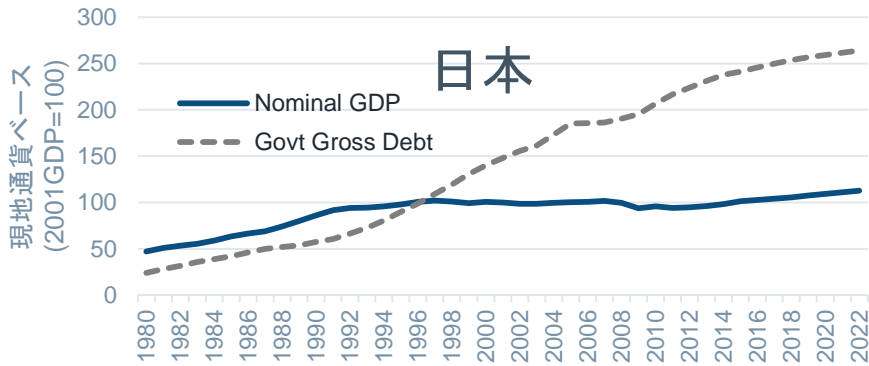
資本コストを踏まえた
合理的なキャピタルアロケーション
(資本の配分)
を行うことを求めている。”

Contents

1. 成長戦略と建設的な『目的を持った対話』
2. 改訂コード5-2、対話ガイドライン2-2
3. 資本コストについて
4. バランスシートマネジメントに不可欠な資本コスト認識

1. 成長戦略と建設的な『目的を持った対話』

日本の課題：名目GDPと政府債務の不均衡

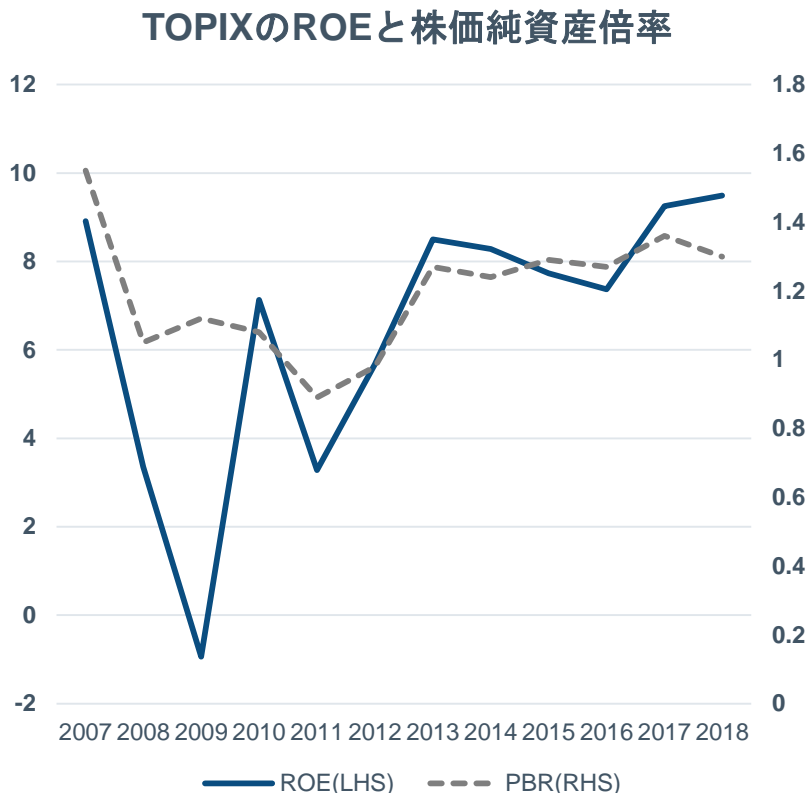


出所: IMF World Economic Outlook October 2017よりフィデリティ投信作成

■ 果断な経営判断によって企業価値の向上がもたらされたか

... 円高是正・為替安定効果を除いた企業価値向上効果はどれほどか

資本効率と株価評価



出所: Thomson Reuters

為替レート



出所: Thomson Reuters

ガバナンス改革の目的

本来、ガバナンス改革は社会の価値観、文化的背景などを踏まえて時間をかけて進めていくべきことであると考えるが、現状維持を引っ張り過ぎた日本には“時間がない”。

国内では財政問題、少子高齢化・人口減少問題の時限爆弾を抱え、国際的な観点からもESG(環境・社会・ガバナンス)意識の高まりやAI活用の浸透などイノベーションが経済社会にさまざまな変化をもたらし、私たちの生活習慣、行動、経済活動に変革を迫っている。経営改革は待ったなしである。

出所: 三瓶裕喜、ビジネス法務2018年8月号巻頭言「地平線」より

■「対話ガイドライン」

「投資家と企業の対話ガイドライン」前文からの抜粋

- 中長期的な企業価値の向上に向けた機関投資家と企業との対話において、重点的に議論することが期待される事項を取りまとめたものである。
- 企業が、自社の経営理念に基づき、持続的な成長と中長期的な企業価値の向上を実現し、ひいては経済全体の成長と国民の安定的な資産形成に寄与することが期待される。
- 本ガイドラインは、両コードの附属文書として位置付けられるものである。コードの各原則を実施する場合や、実施しない場合の説明を行う場合には、本ガイドラインの趣旨を踏まえることが期待される。
- 課題に対処する際の優先順位は、企業の置かれた状況により差異があることから、対話に当たっては、形式的な対応を行うことは適切でなく、個々の企業ごとの事情を踏まえた実効的な対話を行うことが重要である。

出所:「投資家と企業の対話ガイドライン」2018年6月1日、金融庁

■ 両コードと「対話ガイドライン」



スチュワードシップ・コード

対象：機関投資家

受入れ表明

任意

競争条件

コンプライ・オア・エクスプレイン

コンプライ

エクスプレイン

コーポレートガバナンス・コード

対象：上場企業

有価証券上場規定

規則

コンプライ・オア・エクスプレイン

コンプライ

エクスプレイン

「対話ガイドライン」

出所：フィデリティ投信作成

「対話ガイドライン」の重点項目

1. 経営環境の変化に対応した経営判断
 - 資本コストを意識した経営
 - 事業ポートフォリオの見直し
2. 投資戦略・財務管理の方針
 - 成長投資
 - バランスシート・マネジメント
3. CEOの選解任・取締役会の機能発揮等
 - CEOの選解任・育成等
 - 経営陣の報酬決定
 - 取締役会の機能発揮
 - 独立社外取締役・監査役の選任・機能発揮
4. 政策保有株式
 - 政策保有株式の縮減方針
 - 政策保有株主との公正な関係
5. アセットオーナー
 - 企業年金のスチュワードシップ責任

ガイドライン	コード改訂	新設
1、2	原則5 - 2	
3	補充原則4 - 1③ 補充原則4 - 2① 補充原則4 - 10① 基本原則3 考え方 原則3 - 1 補充原則3 - 1① 原則4 - 11 原則4 - 8	補充原則 4 - 3② 補充原則 4 - 3③
4	原則1 - 4	補充原則 1 - 4① 補充原則 1 - 4②
5		原則2 - 6

出所：フィデリティ投信作成

2. 改訂コード5-2、対話ガイドライン2-2

「対話ガイドライン」の重点項目

1. 経営環境の変化に対応した経営判断
 - 資本コストを意識した経営
 - 事業ポートフォリオの見直し
2. 投資戦略・財務管理の方針
 - 成長投資
 - バランスシート・マネジメント
3. CEOの選解任・取締役会の機能発揮等
 - CEOの選解任・育成等
 - 経営陣の報酬決定
 - 取締役会の機能発揮
 - 独立社外取締役・監査役の選任・機能発揮
4. 政策保有株式
 - 政策保有株式の縮減方針
 - 政策保有株主との公正な関係
5. アセットオーナー
 - 企業年金のスチュワードシップ責任

ガイドライン	コード改訂	新設
1、2	原則5 - 2	
3	補充原則4 - 1③ 補充原則4 - 2① 補充原則4 - 10① 基本原則3 考え方 原則3 - 1 補充原則3 - 1① 原則4 - 11 原則4 - 8	補充原則 4 - 3② 補充原則 4 - 3③
4	原則1 - 4	補充原則 1 - 4① 補充原則 1 - 4②
5		原則2 - 6

出所：フィデリティ投信作成

“資本コスト”の文言記載

原則5 - 2の表現改訂(赤字下線部分)

【原則5 - 2. 経営戦略や経営計画の策定・公表】

経営戦略や経営計画の策定・公表に当たっては、自社の資本コストを的確に把握した上で、収益計画や資本政策の基本的な方針を示すとともに、収益力・資本効率等に関する目標を提示し、その実現のために、事業ポートフォリオの見直しや、設備投資・研究開発投資・人材投資等を含む経営資源の配分等に関し具体的に何を実行するのかについて、株主に分かりやすい言葉・論理で明確に説明を行うべきである。

“資本コストを踏まえた
合理的なキャピタルアロケーション
(資本の配分)
を行うことを求めている。”

出所:コーポレートガバナンス・コード2018年6月版(改訂前からの変更点、東京証券取引所)

資本コストを意識したバランスシートマネジメント

対話ガイドライン2 - 2原案から最終案への修正点(赤字下線部分)

2. 投資戦略・財務管理の方針

2-2. 経営戦略や投資戦略を踏まえ、資本コストを意識した資本の構成や手元資金の活用を含めた財務管理の方針が適切に策定・運用されているか。

資産サイドの収益力に見合った負債・資本の管理や、戦略と統合的なキャッシュフロー管理を行うべきことについて明示すべき。

2-2案

経営戦略や投資戦略は、事業資産の収益力およびリスク、その特性に見合った資本の選択(有利子負債、株主資本)、および株主資本の使途・その配分(有利子負債調達に必要な財務健全性を担保する目的、リスク性資産に対する直接のバッファーとしての目的)、といった財務管理を踏まえ適切に策定・運用されているか。

出所:「投資家と企業の対話ガイドライン」(金融庁)、「投資家と企業の対話ガイドラインについての意見書」(平成30年2月15日、フィデリティ投信 三瓶裕喜)

東証へのパブリック・コメントで寄せられた意見・疑問

「フォローアップ会議の提言を踏まえたコーポレートガバナンス・コードの改訂について」に寄せられたパブリック・コメントの結果について

5:我々は特に以下のコード改訂部分を評価する。(CaIPERS)

- 原則1-4: 上場会社が政策保有株式の保有に伴う便益やリスクが**資本コストに見合っているか**を具体的に精査することを提案していること
- 原則5-2: 上場会社が**経営戦略や経営計画を策定するに当たって自社の資本コストを把握すること**を求めていること

31:「資本コストを的確に」把握することは、**ファイナンスの専門家でも困難であり、一律に事業会社に対する規範として設けることは現実的ではない。**(経営法友会)

33:「自社の資本コストを把握し」という表現では、**多くの企業が数値にのみ関心を向けてしまう可能性が高い。**(スチュワードシップ研究会)

34: 資本コストの把握が的確にできていない会社を念頭に置いて注意的な意味で規定をおいているにせよ、このようなことは**自明の理であり、明記する必要があるかは若干疑問に感じる。**(青山学院大学 企業法研究会)

出所: 株式会社東京証券取引所HP

東証へのパブリック・コメントで寄せられた意見・疑問

「フォローアップ会議の提言を踏まえたコーポレートガバナンス・コードの改訂について」に寄せられたパブリック・コメントの結果について

- 35: 「資本コスト」は、推計や仮定を伴うものであると考えられることから、例えば、**注意書きで一般的な計算方法を参考情報として明示する、あるいは資本コストが株主資本コストと加重平均資本コストのどちらを意味するものを明示すること**（日本投資顧問業協会）
- 36: **原則1－4と原則5－2で使われる「資本コスト」は、同じ意味か。「資本コスト」は、総資本コスト（WACC）か、株主資本コストか。**（個人）

疑問の整理

Q:「資本コスト」とは、株主資本コストかWACCか？ ⇒適宜

- ROEとの比較では、株主資本コスト
- ROICとの比較では、WACC
- 投資家が企業価値評価で使うのは“割引率”

Q:「資本コスト」を的確に把握するのは困難？ ⇒対話

- 資本コスト・割引率に関する様々な見方→P.20-23

Q:資本コストの地域差はあるのか？

- 市場は世界で繋がっている
- 投資家は割引率に調整条件を加える

3. 資本コストについて

資本コストについて①

“Corporate Finance”と“Investments”は同じではない

Cost of capital, capitalization rate, multiplier (yield), discount rate, WACC, ...

出口のない資本コスト論議

資本コストは企業側から見れば、資本市場での資金調達力、資本構成を反映したコスト(WACC)であるが、投資家から見れば資本市場における資金の余剰・逼迫感、多様なリスク、事業リターンを反映したハードルレート(割引率)である。両者の見方が一致すれば「割引率=WACC」ということになるが、現実には必ずしもそうではない。

投資家が使う割引率と企業が計算する資本コストの最大の違いは、前者がフォワード・ルッキングであるのに対し、後者は現在の断面、または過去データに依存している点である。

株価、または企業価値(投資価値)をキャッシュフロー割引モデルで説明しようとするとき、割引率は最も厄介で最も重要な変数の一つであることは言うまでもない。異なる国の株式市場、同一国でも資金の余剰・逼迫感、多様なリスク、事業リターンを反映し、大型株・小型株では異なる水準の割引率を使うのが妥当と考えるのが普通である。

資本コスト・割引率を巡る一般的な論争のポイント/キーワードを以下に列挙する。

資本コストについて②

WACC

- 1) WACC(負債コスト、株主資本コスト、時価加重平均)のスタンダードはあるか？
 - ⇒負債コストは何を使うか？(長プラ、リスクフリーレート+信用リスクプレミアム等)
 - ⇒リスクフリーレートは？(現行の長期国債利回り、長期国債利回りの過去平均)

- 2) 株主資本コストはCAPMを使用⇒ β 値は何を使うか？(過去の β 値、推定値等)
 - ⇒マーケット・リスクプレミアムは何を使うか？(過去データ、推定値)
 - ⇒どんな過去データか？(国債利回りに対する超過収益、他)
 - ⇒推定値の場合は？(国際比較、投資家の要求水準等)

資本コストについて③

最適資本構成～理論と実践～

1) 企業毎に異なる資本構成をどう捉えるか

⇒MM(モジリアーニ=ミラー)理論(最適資本構成はあるか?)

完全競争市場の仮定の下で投資の総資本コストは投資資金の調達方法に左右されず一定である。つまり、企業が生み出すキャッシュフローが同じであれば資本構成にかかわらず企業価値は一定であり最適資本構成など存在しないとする説。

〈しかし、税金を考慮すれば、総資本コストは資本構成(負債比率)の関数になり、税制メリットがある有利子負債が大きい程総資本コストが低いことになる。〉

2) 経営者の行動の実際

⇒ペッキング・オーダー理論

企業は調達コスト水準に関係なく、融通のしやすさ(「内部留保」→「負債」→「増資」の順＝“ペッキング・オーダー”)で資金調達しているためコスト水準による最適資本構成など存在しないとする説。

資本コストについて④

まとめ

確かに難解だが、海外企業が使いこなしているのに日本企業が使えない理由はない

WACCを決定する全ての要素(①負債コスト、②株主資本コスト、③資本構成)について疑義が残る。事後的な研究で資本コストを説明する方法はいくらでもあるが、将来については信頼できる予測方法が無いのが実情。

そもそも投資判断とは、場合によってimplicit/explicitの違いはあれど相対的なものである。(相対的とは、TOPIXというベンチマークに対し相対的という意味ではない。例えば、対期待インフレ率、対名目金利、対代替可能投資対象、などである。)“正しい資本コスト”の探求は際限なく時間がかかり、本来の現実的な投資判断(株式投資および事業投資)とは相当な乖離がある。

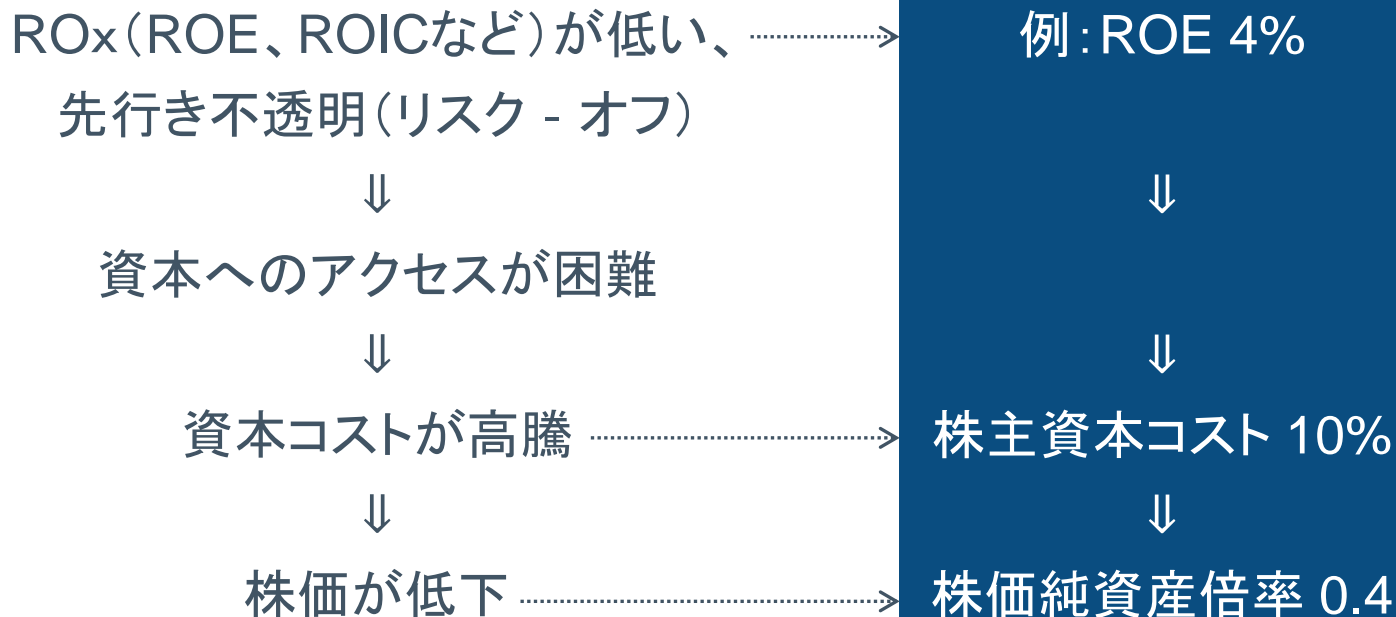
また、投資判断におけるハードルレートという側面から、当事者のリスク許容度、予想前提、投資対象の範囲に左右される一種主観的なものとも言える。

資本市場においては、有利な資金配分(アセットアロケーション、銘柄選択)を目的とするため、“正しい資本コスト”を追求しなくても、投資対象を相対比較できればよい。

同時に、企業においても有利な資金配分(キャピタル・アロケーション)を目的とするとき、厳密に“●●.●%”を追求しなくとも判断できるはずである。

資本へのアクセスと資本コスト①

市場の価格調整機能



BPS=100

EPS=4

株価=40

益利回り=10%

【注1】株主資本を維持しているということは、資本にアクセスしているということ。ROxが低過ぎ、市場が許容しなくなったら株主資本を株主から預かり続けることはできなくなる。

【注2】右の例は、期待成長率一定、持続可能なROE一定、ROEに注目した投資評価を行った場合の例示である。

<ご参考> PBRとROEの関係は一定ではない

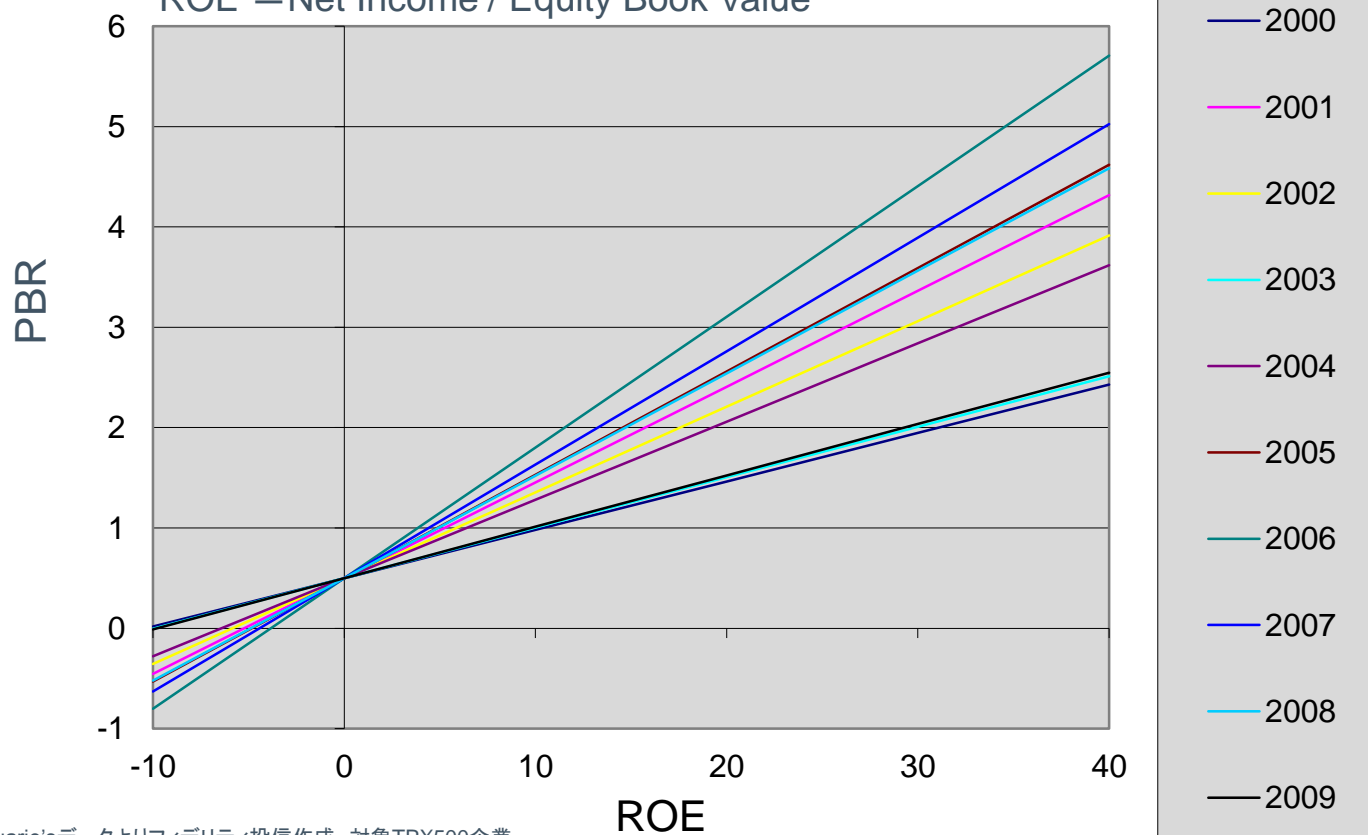
何故なら、市場はフォーワード・ルッキングだから

$$\text{PBR} = \text{PER} \times \text{ROE}$$

$$\text{PBR} = \text{Equity Market Value} / \text{Equity Book Value}$$

$$\text{PER} = \text{Equity Market Value} / \text{Net Income}$$

$$\text{ROE} = \text{Net Income} / \text{Equity Book Value}$$



出所: Macquarie'sデータよりフィデリティ投信作成、対象TPX500企業

資本へのアクセスと資本コスト②

資本集約型製造業の危機

- 資本市場では、資本集約型企業の投資回収への不信感や懸念があり、同時にローリスク・ハイリターンに見えるマネタイズサイクルが短い投資対象(ネットビジネス等)の時価総額が増えている。
- 一方、資本集約型企業は、資本へのアクセシビリティへの疑念(資本市場への不信)から現金を抱え込み、その結果、資本効率が一層悪化する。
- こうした悪循環が資本集約型企業に対する長期投資へのリスク許容度低下(採算疑問視)をもたらすと、資本効率の高いネットビジネスや成長率の高い新興国市場との資本獲得競争において資本集約型企業は著しい劣後を強いられることになる。
- その結果、資本集約型製造業のサステナビリティが危機に直面する可能性がある。

キャピタルアロケーションの見直し急務

日本固有の問題

- 不採算事業の負担が優良事業の利益を相殺している、または、有望事業への経営資源配分を抑制している。
- 事業セグメント毎には目立った不採算部門は少ないが、本部コスト負担が大きい、または、内部消去のため連結ベースでは収益性は高くない。
- 撤退の決断と、新たな柱になる事業の構築をかなり早い段階で行う必要がある。

念のため、「撤退＝従業員の失業ではない」。

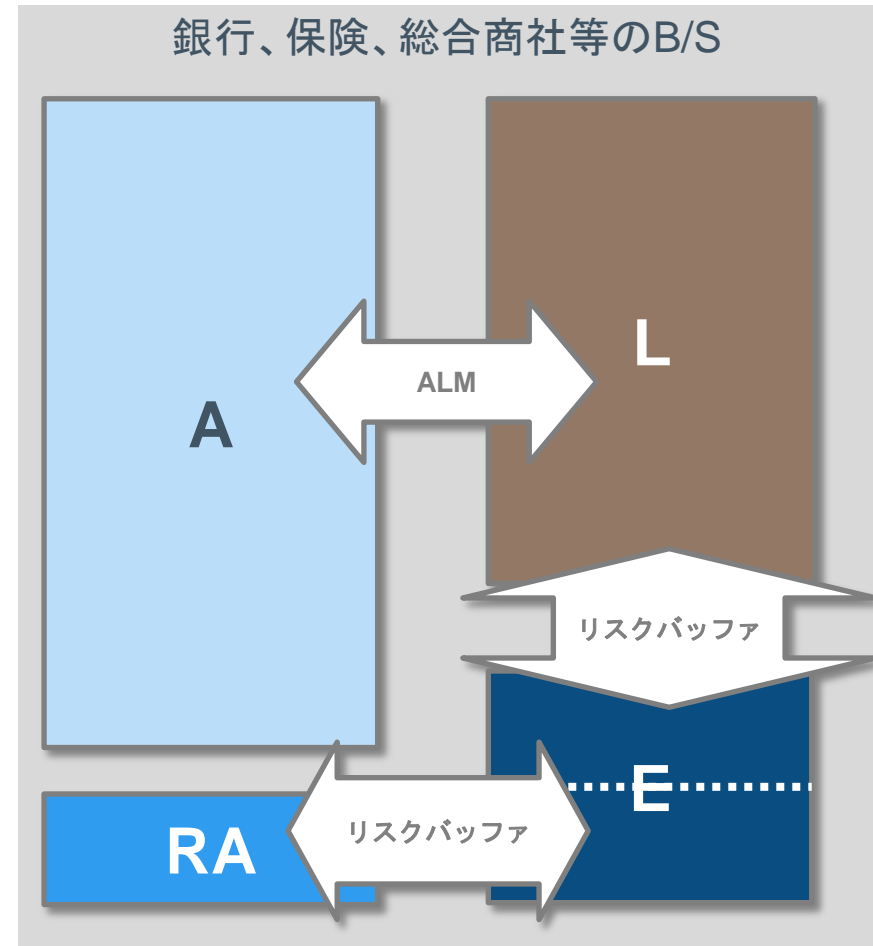
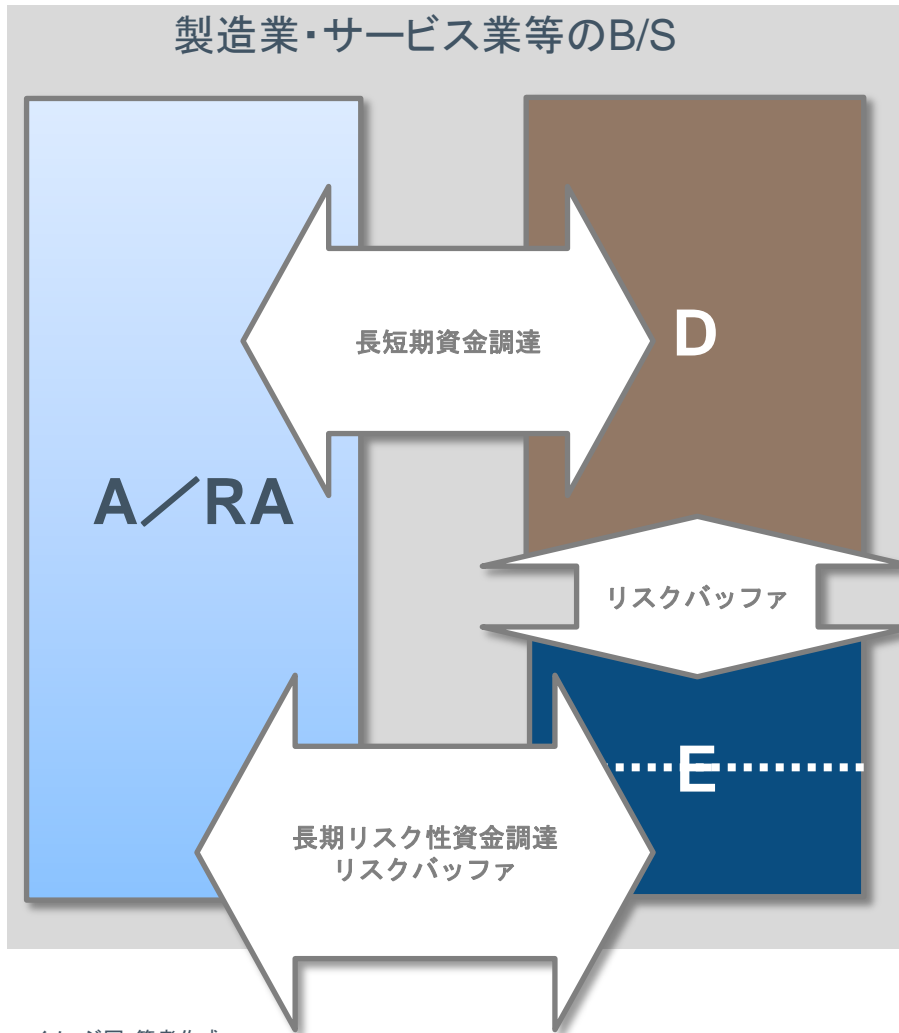
その事業を最も有効に活かせる企業が経営すべきである。A good parent of the businessという表現がある。Businessが悪いのではなく、Parentが相応しくない場合が少なくない。相応しいParentの下でそのBusinessを行えば、潤沢な経営資源のサポートがあるし競争力がついて成長する。したがって、従業員はより報われる。

- ポテンシャルの高い事業が最適な企業の傘下に置かれているとは限らない。全体最適発想の欠如で、局所局所での部分最適に陥っていないかチェックする必要がある。

4. バランスシートマネジメントに不可欠な資本コスト認識

バランスシートマネジメントに不可欠な資本コスト認識①

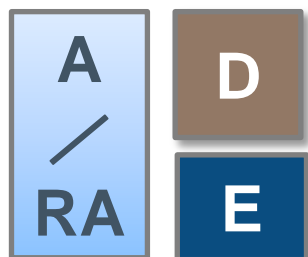
株主資本の使い方、リスクへの備え方、競争力の向上



イメージ図:筆者作成

バランスシートマネジメントに不可欠な資本コスト認識②

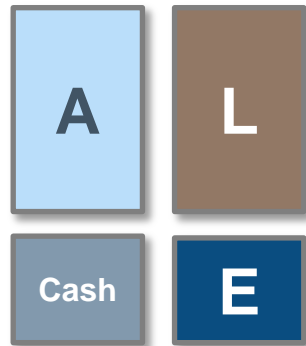
製造業・サービス業等



- 事業会社によって適切な資本構成(D/Eレシオ)は、さまざま。
- 事業資産が創出するキャッシュフロー・リターンの長期安定性、事業リスクに応じて、各事業を賄う資本は株主資本か有利子負債かを定める。
 - 1) CFが長期安定⇒有利子負債
 - 2) 事業リスクが高い、資産価値の変動大、CFが見通せない⇒株主資本
- 効率的(Moody'sやS&P基準でシングルA程度)に取り込める有利子負債比率は、上記1)、2)の組み合わせからある程度定まる。

バランスシートマネジメントに不可欠な資本コスト認識③

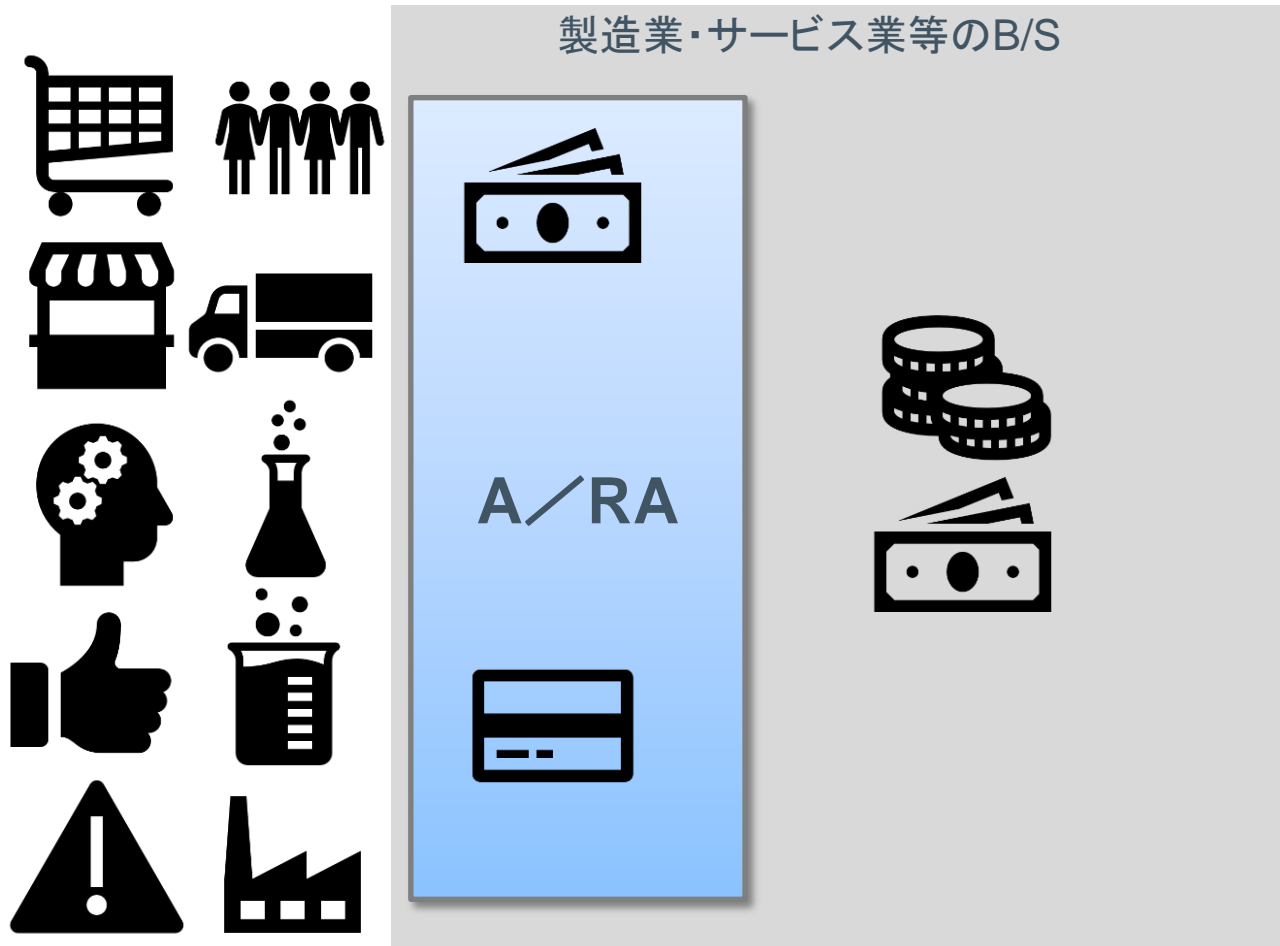
銀行・保険・総合商社等



- 資産も負債も金融商品なので、A-Lの利鞘(スプレッド)は限定的である。
- スプレッドを確保するには、高い信用格付けを維持して調達コスト(L)を下げること、信用リスクをとってAのリターンを引き上げること、が挙げられる。
- Lのコストを下げるには、株主資本(バッファ、E)に見合った規模にLを管理すること。
- したがって、規模的拡大を図るにはEの増加が必要になる。
- ここで、Lは調達資金であるが、事業会社に喩えれば“製造原価”に近い性格を持っている。損益計算書上の基礎利益を確定する際に“原価”として既に反映しているのである。
- したがって、LとEの加重平均であるWACCは使わない(ROICも使わない)。ROEと株主資本コストを使う。

バランスシートマネジメントに不可欠な資本コスト認識④

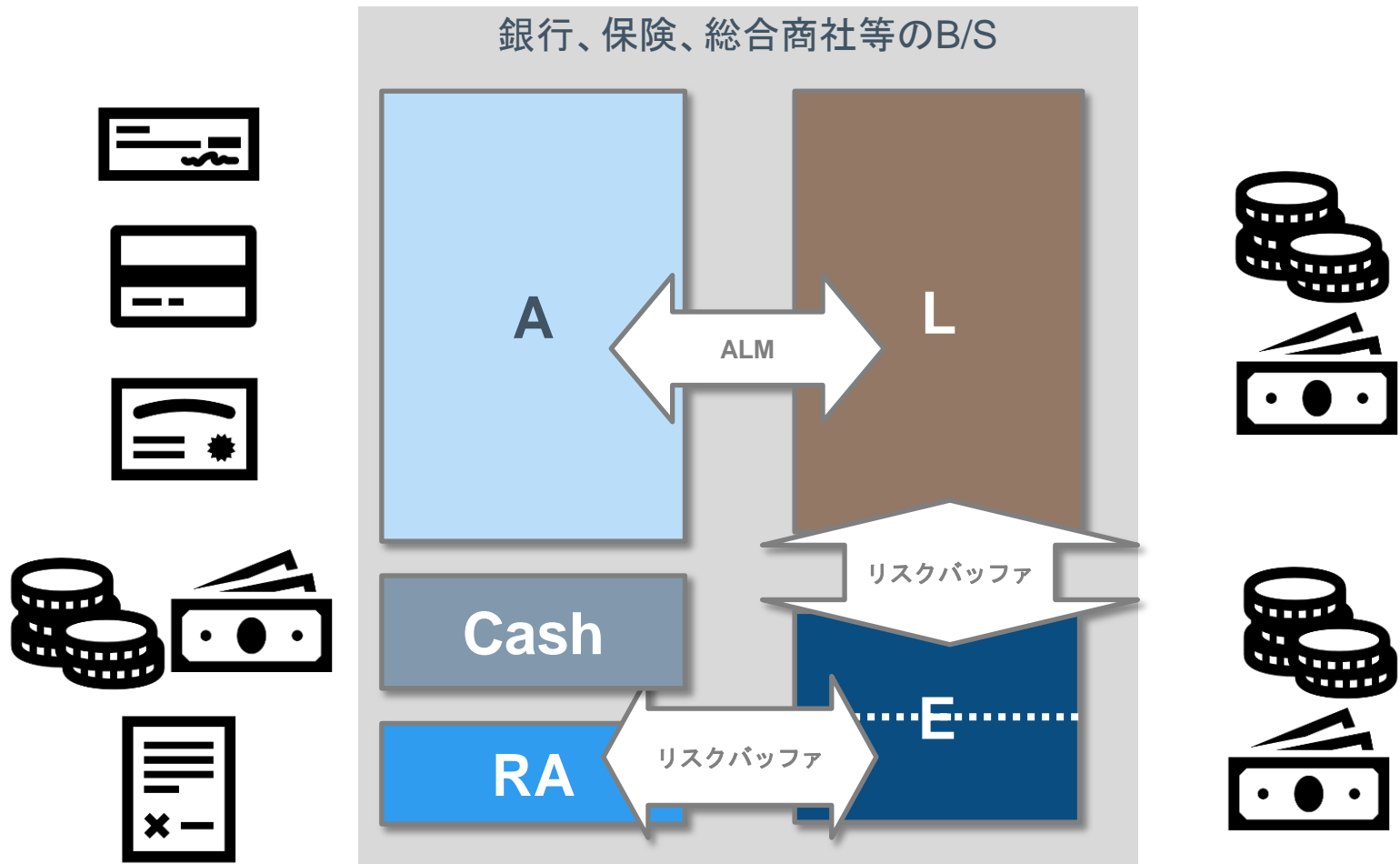
バランスシートの左右の整合性が持続可能性を高める。



イメージ図:筆者作成

バランスシートマネジメントに不可欠な資本コスト認識⑤

薄利なのでレバレッジを掛けるか(ALM)、リスクとコストが高いがRAで勝負するか



イメージ図:筆者作成

例) 大和ハウス工業

機能別分類

現金・預金	1,797	仕入債務	1,138
売上債権	758	その他負債	7,270
棚卸資産	3,000	有利子負債	4,583
その他資産	5,626	純資産合計	6,177
賃貸等不動産	4,275		
固定資産	3,713		

2009年度末

- ① 運転資本(売上債権+棚卸資産-仕入債務)は、2,620億円から6,652億円へと増加。
- ② 有利子負債は4,583億円から7,805億円へと増加しているものの、自己資本に対する比率(D/Eレシオ)は、0.74倍から0.53倍へ低下。

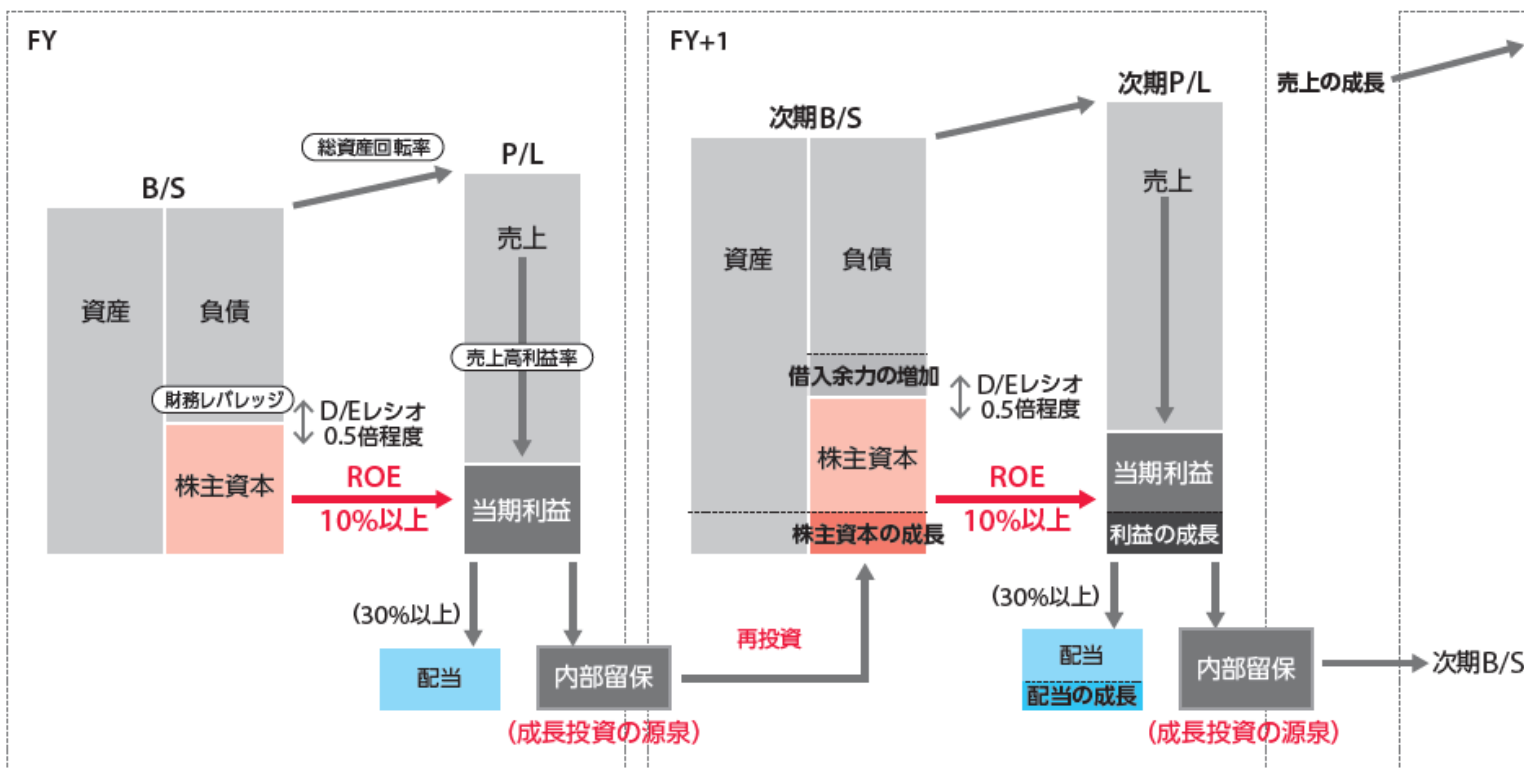
現金・預金	3,308	仕入債務	4,794	①
① 売上債権	3,603			
① 棚卸資産	7,842	その他負債	12,614	
その他資産	9,543	有利子負債	7,805	②
③ 賃貸等不動産	9,783	純資産合計	15,135	②
③ 固定資産	6,269			③

2017年度末

- ③ 賃貸等不動産を増加させつつ、自己資本に対する賃貸等不動産および固定資産の比率は1.29倍から1.09倍へと低下。

出所: 大和ハウスグループ統合報告書2018 P.57

例) 大和ハウス工業



FY

成長投資に必要な資金の源泉となる、営業キャッシュ・フローを確保し、一部を株主還元のうち内部留保を積み増し、適正水準の財務レバレッジを維持しながら成長分野へ資本を再投資しています。

FY+1

再投資した資本を株主のみならずの期待収益率(株主資本コスト)を上回る資本効率でリターンに結びつけることで、利益や配当の成長につなげるとともに、次なる成長投資に必要な資本を増加させていきます。

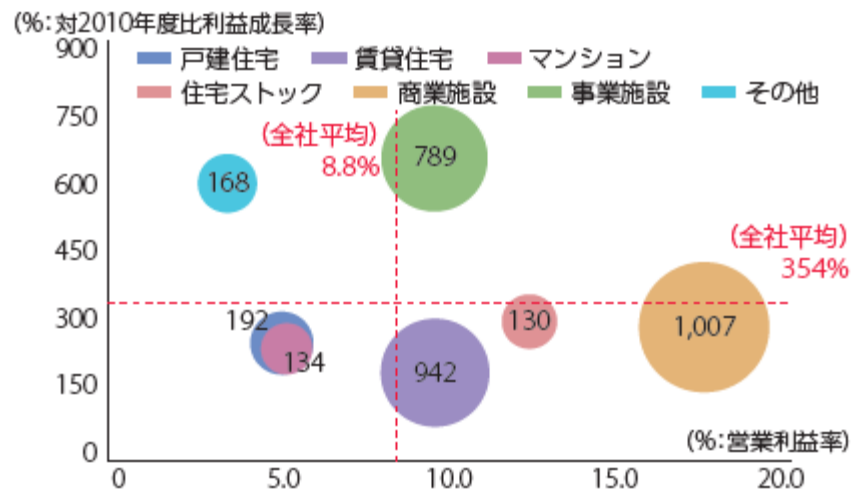
安定的な営業キャッシュ・フローの確保

最適資本構成を踏まえたROEの維持・向上

出所: 同社統合報告書P.47

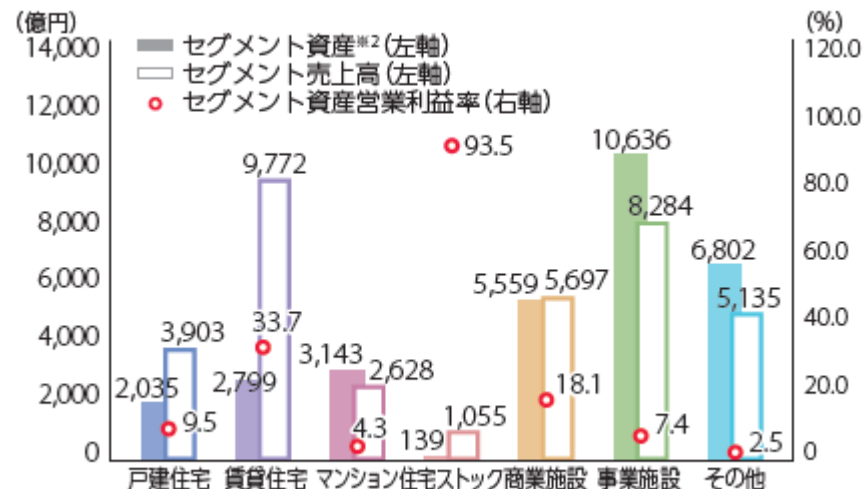
例) 大和ハウス工業

図10 [セグメント別] 営業利益^{※1} / 営業利益率 / 対2010年度比利益成長率



※1 円の大きさは2016年度の営業利益額を表しています。

図12 セグメント資産営業利益率(2016年度)



※2 セグメント資産は期中平均

セグメント資産に対する営業利益率 図12

セグメント資産に対する営業利益率については、住宅ストック、賃貸住宅、商業施設事業が高い数値を示しています。事業施設事業については、物流施設等の市場の急成長に対応し、積極的な投資を行っていることから、現時点における資産利益率は低い水準となっておりますが、今後の投資回収期にはキャッシュ・フローに大きく寄与してくることを見込んでいます。

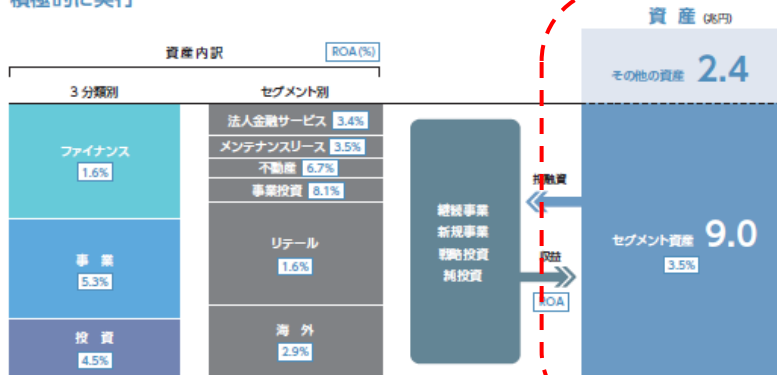
出所: 同社統合報告書P.51

例)オリックス(ノンバンク金融サービス)

バランスシートで見るオリックス (2018年3月期)

資産

低収益資産の積み増しは抑制しつつ、持続的な成長が見込める分野への新規投資を積極的に実行



→ P.20 「ROA」の実績

資産の状況

【3分類別】

- 現在の低金利環境下では、「ファイナンス」よりも「事業」および「投資」の新規投資に注力
- 2018年3月期の「事業」と「投資」の新規投資の総額は約7,400億円

【セグメント別】

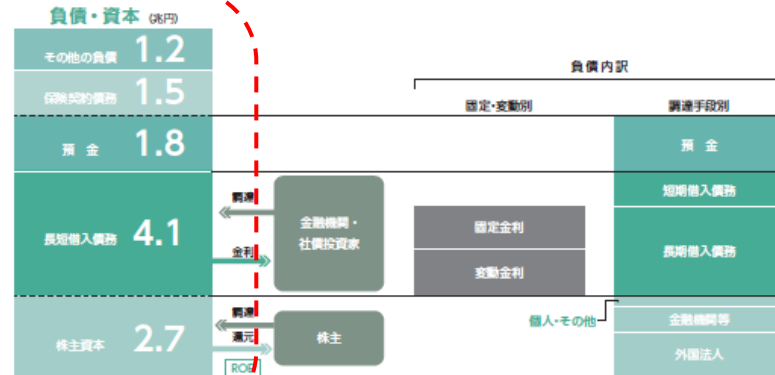
- 2018年3月期のセグメント資産は、主に航空機・船舶(海外)、環境エネルギー(事業投資)、銀行(リテール)で増加
- 2018年3月期の不動産セグメントの資産比率は7%(2008年3月期: 25%)

総資産とROAの推移



負債・資本

信用格付A格を維持できる財務レバレッジのもとでROE11%以上を目指す



負債の状況

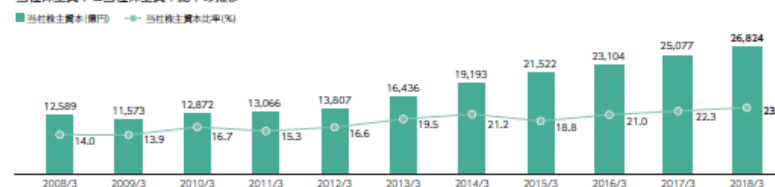
- 資金調達が多様化、調達期間の長期化および償還時期の分散、適切な手元流動性の確保を実施
- 2018年3月末の現金とコミットメントライン未使用額の合計は1.7兆円、長期借入比率(預金を除く)は93%(2008年3月末: 77%)
- 2018年3月期のD/Eレシオ(預金含む)は2.2倍(2008年3月期: 5.0倍)

資本の状況

- 自己株式取得は、必要な内部留保の水準を考慮しつつ、経営環境の変化、株価の動向、財務状況、目標とする経営指標を勘案の上、弾力的かつ機動的に対処

→ P.28 「財務資本戦略」

当社株主資本と当社株主資本比率の推移



出所:オリックス統合報告書2018 P.18-19

<ご参考>

オリックス 統合報告書2018より

財務資本戦略

資本配分の最適化を通じて 企業価値の向上を図る

資本の適切なコントロール

2019年3月期から2021年3月期までの中期的な方向性は、当期純利益年間成長率4~8%、ROE11%以上、信用格付A格の維持を目標としています。信用格付A格の維持に向けては、株主資本使用率を適切にコントロールしていきます。オリックスの株主資本使用率は、グローバルなベンチマークと、格付会社におけるRAC (Risk Adjusted Capital) 等の評価手法を参考に、独自の計測方法で算定しています。2018年3月末の株主資本使用率は84.6%で、財務の健全性と新規投資の機動性の両面において適正範囲内と考えています。

オリックスの投融資案件は、案件のリスクに見合ったリターン、かつ株主資本コストを上回るリターンを上げられるかを、個別に確認した上で意思決定をしています。大型の

新規投資の検討にあたっては、必要に応じてシナリオ分析を行い、資本へのインパクトを事前に評価しています。既存事業については、案件レベルおよび事業ポートフォリオレベルのリスク・リターンを継続的にモニタリングしています。

資本配分の最適化は、株主・投資家の皆さまの関心が特に高いテーマであると認識しています。株主・投資家の皆さまとの対話にあたっては、中長期の価値創造を実現するオリックスの本質的な強みをご理解いただくことを特に意識していますが、それとともに資本配分に関する対話も重視しています。経営戦略の中での事業ポートフォリオの構築と組み換えの考え方や、バランスシートのマネジメント、利益成長に向けた新規投資と安定した還元との最適なバランスについて、中長期的な目線で対話を深めていきたいと考えています。

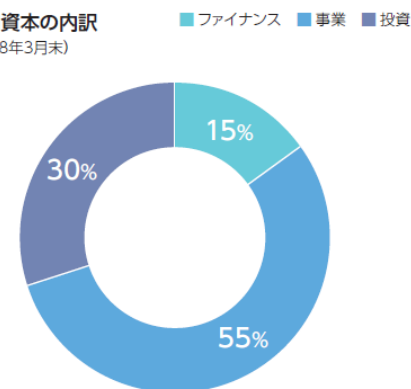
株主資本使用率*

	2018年3月末
当社株主資本	26,824
使用資本	22,698
未使用資本	4,126
株主資本使用率	84.6%

*オリックス社内基準に基づく株主資本使用率(=リスクキャピタル÷株主資本)

使用資本の内訳

(2018年3月末)



出所:オリックス統合報告書2018 P.28

<ご参考>「三方よし」のROE

- ❖ 「売り手よし、買い手よし、世間よし」という表現は江戸時代の近江商人の家訓に出てくる言葉ではない。「三方よし」の表現が使われたのは大正期から昭和初期の頃^(注1)。
- ❖ 特徴：藩の加護のない私的藩際商売(他国商い)、商人相手の卸行商。
- ❖ 家訓：質素儉約、勤勉、薄利、利は余沢など^(注2)。
- ❖ 資本の概念確立：本支店合併決算「多帳簿制複式決算簿記法」^(注3)(期首と期末の純資産の差が利益で、前期の純資産に今期の利益を加えて今期末の純資産を表記)^(注4)
- ❖ “節約と勤勉の生活身上は、「薄利多売」と表裏一体をなしている。薄利であっても回転をよくして利益総額を高めれば、資本利益率は上昇する。回転をよくするためには多売のための努力、つまり他の追随を許さぬ勤勉さが要求される。”^(注5)



出所：外村宇兵衛邸資料(東近江市五箇荘、筆者撮影)

期初	西暦		年数	純資産		増加率 年率% (ROE%)	調整後* ROE%	インフレ率%	家	
	西暦	西暦		期初 金両	期末 金両					
享保 20	1735	寛延 02	1749	14	20	775	29.9%	99.7%	3.1%	初代中井源左衛門光武
寛延 02	1749	明和 06	1769	20	775	7,468	12.0%	40.0%	-0.2%	同上
明和 06	1769	寛政 08	1796	27	7,468	87,255	9.5%	31.7%	0.7%	同上
享保 20	1735	寛政 08	1796	61	20	87,225	18.8%	62.7%	0.9%	同上

表中のデータ：インフレ率は、三井文庫編「近世後期における主要物価の動態」(東京大学出版会、1989年)、瀧澤武雄・西脇康 編「日本史小百科<貨幣>」(東京堂出版、1999年)より、筆者が算出、純資産その他は、中井家永代店卸勘定書に基づく「中井家資本増殖表」(近江日野の歴史 第七巻 日野商人編)より筆者作成

*：三ツ割制度(利益三分主義：本家への上納(為登金)5割、出店での積立(内部留保)3割、奉公人への配当分2割)を前提に調整

(注1)末永國紀「近江商人と三方よし」(モロロジー研究所、2014年)；(注2、注4、注5)芹川博通「日本の近代化と宗教倫理」(多賀出版、1997年)；(注3)小倉栄一郎「簿記組織論・複式簿記原理」(関書店、1952年)

キー・メッセージ(再掲)

“「資本コストを意識する」とは、
単に●●.●%を
計算することではない。

資本コストを踏まえた
合理的なキャピタルアロケーション
(資本の配分)
を行うことを求めている。”

“Great things are done by a series of small things
brought together.”

- *Vincent Van Gogh, Letter to Theo van Gogh from The Hague*

重要情報

- 当資料は、信頼できる情報をもとにフィデリティ投信が作成しておりますが、データの正確性・完全性について当社が責任を負うものではありません。
- 当資料に記載の情報は、作成時点のものであり、市場の環境やその他の状況によって予告なく変更することがあります。また、いずれも将来の傾向、数値、運用結果等を保証もしくは示唆するものではありません。
- 当資料にかかわる一切の権利は引用部分を除き当社に属し、いかなる目的であれ当資料の一部又は全部の無断での使用・複製は固くお断りいたします。