

## 物流企業の値段

第2回

# ヤマト運輸

優良物流企業といわれるヤマト運輸にも課題はある。UPSやフェデックスといった海外物流企業に比べ、収益力が決して高いとは言えない点だ。日本の物流企業の雄に終わるのか。それともグローバル・ロジスティクス・プロバイダーとして名乗りを上げることができるのか。経営の転換点に差し掛かっている。

今回はヤマト運輸について詳述してみたい。ヤマト運輸は過去数年間に渡って増収増益を続けてきた数少ない物流企業であり、そのサービス・クオリティや企業認知度は、他産業に属するトップ企業と比較しても遜色ないレベルにある。宅配便事業のトップランナーとしての地位は揺ぎないものであり、商品開発力やコスト管理能力、マーケティング力など評価すべき事項は多い。

ただし、このような視点からだけでなく、同社を捉えてしまうと、ただ単に「ヤマトは別格だから」とか「宅配便の専業者だから」などと言われて評価の対象外に置かれてしまい、物流業者として正当に扱うことができなくなる。反対に、ヤマトのウィークポイントを闇雲に指摘しても、あまり創造的な議論にはならないだろう。

そこで、今回は資本市場、特にグロ

ーバルな投資家の視点から、ヤマト運輸を評価してみたい。以下で述べることは、日本の機関投資家、そして海外の機関投資家、例えば海外の年金資金の運用者やヘッジファンドなどと議論を繰り返す中でコンセンサスをまとめたものだとして理解して頂きたい。

具体的には国内外の機関投資家から見て、投資対象として魅力的な点、今後の改善を期待する点、の二つに論点を絞って整理してみる。

### 投資家が注目する三つの理由

投資家がヤマト運輸に注目する理由として、主に次の三つが挙げられる。

第一に、宅配便業界でトップシェアを維持している点である。いうまでもなく、海外で優良といわれる企業の多くは明確なコアビジネスを持ち、そのシェアを高めていく戦略に注力している。業界内での地位が高まれば、価格

支配力が高まり安定収益の源泉となるからだ。トップシェア・プライスリーダーと置き換えることも出来る。ただし、トップシェアを確保しているも、価格支配力がなければ意味はない。その点、ヤマト運輸の「宅急便」の運賃単価は恒常的に高水準を維持している。ここ数年、運賃単価は下落傾向にあるものの、下落率は他社に比べて低く抑えられている。投資家はここに注目しているのである。

今年に入って物流業界では大手、準大手企業の経営破綻などもあり、慢性的な供給過剰状態が解消される方向に向かっている。物流企業を取り巻く環境が変わり、ヤマト運輸の利益率が予想以上に改善するのではないかと、可能性も期待されている。

第二に、景気変動による業績の影響度が低い点である。すなわち、米国や日本の経済が不透明な状態であろうとも

安定した収益力の維持・向上が期待できると投資家は判断しているのである。ヤマト運輸の収益力が過去数年間に改善されてきた背景には、コスト管理能力のレベルアップがあると考えられている。現場レベルへの権限委譲、パートタイマーの活用による人件費管理、効率的な輸送ネットワークの構築、高度な情報システムによるバックオフィスコストの抑制などに、同社は積極的に取り組んできた。こうしたコスト管理を怠らない姿勢が、投資家の共感を呼んでいる。

第三に、連結業績が単独業績に比べて優れている点である。すなわち、連結子会社や関係会社がコストセンターではなく、プロフィットセンターの機能を果たしているのである。

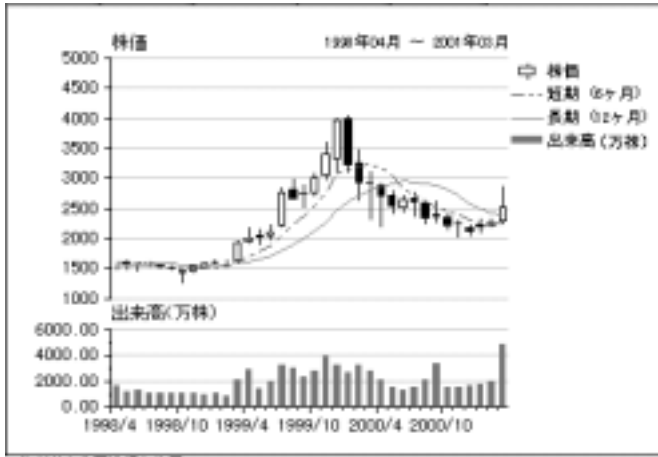
投資家は単独の業績でなく、連結で企業を評価するようになってきている。ヤマトシステム開発、ブックサービス、

ヤマトコレクトサービスなど子会社群が今後どのような収益貢献を果たすのか。また、今年六月にサービス開始予定で総合商社、通信会社、広告代理店などと共同出資したイー・バンクなどの将来性を期待し、かつ直近の状況も確認しているのである。

## 明確なビジョンが望まれる

投資家はヤマト運輸に対して、そんな期待感を膨らます一方、以下のような懸念材料を挙げ、早急な改善策を望んでいる。

第一に、海外の物流企業、特にUPS、フェデックス、TNTポスト、ドイツポストなどに比べ、収益力が決し



※権利等修正補正を使用。

出典：野村総合研究所ホームページより抜粋

て高いとはいえない点である。彼らがその資本力を引っ提げて、アジアマーケットに進出してきた際に、ヤマトは現在の収益力を維持できるのか、という点に疑問符がつく。

海外の有力物流業者を向こうに回した場合、ヤマト運輸が競争優位に立つと確信を持って結論付けることのできる投資家は少ないだろう。すなわち、国際競争力という面では、ヤマト運輸にもまだまだ改善すべき余地が残されているということである。

これまではヤマト運輸を分析する場合、国内の競合他社を引き合いに出し、それに対する競争優位性を論じていれば良かった。しかし、物流事業がボーダレス、かつグローバルになるにつれて、そもいかなくなってきたのである。その時にヤマト運輸が何をすべきか。その具体策を投資家に示す時期が訪れていると言えるだろう。

第二に、株式市場から見たときの相対的なパリュエーション（企業価値を評価する指標）の高さである。連結ベースの株価収益率（PER）や株価純資産倍率（PBR）は国内外の事業者と比較して、割高に見える。足元の利益水準よりも期待値がやや先行しているということである。

将来のビジネスプランが具体的に描かれていて、投資家はその達成度を確認しながら株価が切り上がっていくの

ならともかく、Eコマースに対する過度な期待が、株価に織り込まれてしまっていることもある。

逆説的には、その高い時価総額を武器にした企業買収などの積極展開の機会を株式市場は暗黙のうちに要請しているとも言える。こうした期待値に対して、どのように応えていくかは、今後の株価形成に大きなインパクトを与えるに違いない。

第三に、期待に反した情報の開示に対する消極的な姿勢である。ソニー、トヨタ自動車、セブンイレブン・ジャパンなど企業ブランドの認知度が高く、消費者に対するサービススコアリティが評価されている企業は、総じて株主に對する情報開示の姿勢も悪くない。

企業経営とは顧客、従業員に加えて株主とも情報を共有し合い、相互に企業価値を高めていくことである。全ての関係者に対して目を配り、利益配分をしていく姿勢こそが、グローバルな目で見た一流企業の条件だとすれば、ヤマト運輸がその必要条件を全て満たしていると言つのは難しいだろう。

単なる日本の宅配便事業者の雄にとどまるか。もしくはグローバルなロジスティクス事業者として無限の可能性を追求するのか。ヤマト運輸は今後どちらを選択するのだろうか。その方向性を明確に外部に示す時期を迎えている。現在のヤマト運輸に求められてい

るのは、競争優位にある企業だからこそできる変革を実行に移すことなのではないだろうか。

《用語解説》\* 出典：野村証券ホームページ

株価収益率（PER）

株価と企業の収益力を比較することによって、株式の投資価値を判断する際に利用される尺度である。株価が500円で、一株当たり税引き利益が50円ならば、株価収益率は1.0倍である。企業の活動分野が近似している場合、すなわち同一業種では株価収益率も同程度であることが想定される。ある企業の株価収益率が業種平均より高い場合に、その株式が割高であるといった判断ができる。また、株式市場全体の平均値を利用して株価収益率を算定し、相場水準を検討する際に利用することもある。どのくらいの株価収益率が適当かについての基準はなく、国際比較をする場合には、マクロ的な金利水準はもとより、各国の税制、企業会計の慣行などを考慮する必要がある。

株価純資産倍率（PBR）

PBRは、当該企業について市場が評価した値段（時価総額）が、会計上の解散価値（株主資本）の何倍であるかを表す指標である。株価を一株当たり株主資本（純資産）で割ることで算出する。PBRは、分母が株主資本であるため、企業の短期的な株価変動に対する投資尺度になりにくく、また、将来の利益成長力も反映しにくい。また、単独の投資尺度とするには問題が多い。ただし、一般的にはPBR水準一倍が株価の下限であると考えられるため、下値を推定する上では効果がある。さらに、PERが異常値になった場合の補完的な尺度としても有効である。