

## ベル投資環境レポート

# 付加価値の向上を目指すマネジメント革新 ～企業価値の評価をアクティブ投資へ～

2024年10月7日  
鈴木行生

## 目次

- |                                 |  |
|---------------------------------|--|
| 1. もう一段のレベルアップを求めて              | 2. 企業価値のマネタイズを深掘り                          |
| ➤ デフレからインフレへ～いかに適応するか           | ➤ 企業価値創造の経営に向けて～新陳代謝の促進                    |
| ➤ 付加価値の向上とその分配～満足度基準はいかに        | ➤ 企業価値をいかに企画するか～積層的なビジネスモデルの構築             |
| ➤ 取締役会の実効性を問う～価値向上に機能しているか      | ➤ 二つの価値に分けて統合を目指すには～社会的価値の認知               |
| ➤ 経営者の報酬はいくらが妥当か～社外取締役の貢献は      | ➤ 企業報告を投資に活かす～独自性の中の一貫性、最適性、比較可能性          |
| ➤ 第2のスタートアップとしての企業再生～成長戦略遂行のM&A | ➤ 統合報告グランプリを投資に活かす～構想力、イノベーション、サステナビリティの評価 |
| ➤ 高齢化社会への対応～認知症への備えと新薬開発        | ➤ アクティブ投資家として知りたいこと～カギはプライシング戦略            |

## 1. もう一段のレベルアップを求めて

### デフレからインフレへ～いかに適応するか

・今年、日経平均は33年ぶりに高値を更新した。デフレ時代を乗り越えて、新値をつけるとはサプライズであった。30年前に、これからのマーケットはどうなるか、と何度も考えたが、1) これほど長期の低迷が続くとは思わなかった、2) いずれ蘇るとは信じていたが、

本レポートは、独自の視点から書いており、基本的に会社側の立場に立つものではない。本レポートは、投資家の当該企業に対する理解促進をサポートすることを目的としており、投資の推奨、勧誘、助言を与えるものではない。内容については、担当アナリストが全責任を持つが、投資家の投資判断については一切関知しない。本レポートは上記作成者の見解を述べたもので、許可無く使用してはならない。

日経平均が新値をつけたのは新鮮であった。

・では、ここからどうなるか。日本株の将来について、通常、強気になることはなかなか難しい。日本経済の構造が、そうたやすくポジティブに変化するとは思えない。それでも、変革できる企業はこれからも出てこよう。よって、個別企業に目を凝らしながら、マーケット環境の良し悪しをみていきたいと思う。

・その中で、日本の金融政策は転換しつつある。日銀の金融政策はこれまでの30年を振り返って、どのように評価するか。うまくいかなかったようにみえるが、本当なのか。雨宮氏（前日銀副総裁）の講演を聞く機会があった。その骨子を参考にしながら、頭の整理をしておきたい。

・日経平均がピークをつけた1989年は、バブルのピークであった。このバブル崩壊とともに、日本経済はデフレに入った。継続的に物価がマイナスとなるデフレである。1998年度～2012年度の消費者物価指数CPI（除く生鮮食品）は、年平均-0.3%であった。

・これに対して、日銀は、1) 1992年2月よりゼロ金利、2) 2001年3月より量的緩和、3) 2013年4月より量的・質的金融緩和(QQE)、という政策を実行してきた。いわゆる非伝統的な金融政策を世界で初めて実施した。しかし、日本のデフレは20年以上も続き、小幅ながら長く、しつこかった、と雨宮氏は語る。

・短期金利をゼロからマイナスにもっていく。イールドカーブコントロールを短期のものだけでなく、長期のものもコントロールする。国債を買うだけでなく、社債や株のETFを買うところまでいった。

・黒田総裁の量的・質的金融緩和(QQE)政策は、異次元緩和といわれた。これは、1) 物価を2年で2%までもっていく、2) そのために量的緩和を大幅に実施することを厭わない、という意味で、異次元であった。デフレを終わらせ、CPIを2%へ、そのためには量的緩和を2倍に拡大しても実現するとコミットした。

・結果はどうだったか。コミットメントは実現できなかった。しかし、この金融政策が効かなかったのかといえば、一定の効果は上げた。

・デフレ論争には、2つの極があった。1つはリフレ派で、デフレが経済低迷の原因であるから、貨幣の量のバラマキでデフレを脱却せよという論である。

本レポートは、独自の視点から書いており、基本的に会社側の立場に立つものではない。本レポートは、投資家の当該企業に対する理解促進をサポートすることを目的としており、投資の推奨、勧誘、助言を与えるものではない。内容については、担当アナリストが全責任を持つが、投資家の投資判断については一切関知しない。本レポートは上記作成者の見解を述べたもので、許可無く使用してはならない。

・もう一方は、雨宮氏の名付ける構造派で、デフレは日本経済低迷の結果であるから、デフレ脱却には、人口減、需要減、生産性低迷にきちんと手を打つ必要があるという論であった。

・アベノミクスが登場する中で、日銀はリフレ派の論を採用した。アベノミクスが構造改革をやるのであれば、リフレ的金融政策は意味があると考えた。しかし、いつの時代も構造改革は容易でない。そこで、金融政策に過度に依存する形となった。

・デフレスパイラルに入ったので、QQEはショック療法として効くと日銀は考えた。当初の1年半はいい方向に向かったが、2014年から再びデフレに舞い戻ってしまった。

・消費税を上げたせいか。逆オイルショックのせいか。これに対して、雨宮氏は、賃金が上がらない中で、人々のマインドが変わらなかったことが大きいという。

・QQEは、短期決戦ではなく、持久戦の戦法になった。マイナス金利、YCC（イールドカーブコントロール）によって、長期金利も、10年ものでゼロにすることにした。株のETFもどんどん買った。

・それでどうなったか。2013年からコロナ前の2019年までをみると、CPIはマイナスからプラスとなり、平均で+0.5%となった。QQEは効いたが、CPI+2%には及ばなかった。

・コロナ後はどうか。ウクライナ紛争で世界のエネルギー需給が変わった。米中の対立が経済にも影響を与えている。大幅な円安が国内物価にも響いている。これらの要因が、最近CPIが2%を超えている主因かといえば、それらはデフレ脱却の触媒であって、やはりQQEが効いてきた、と雨宮氏はみている。

・そこで、今年3月にQQEは終了し、非伝統的金融政策はすべてやめることになった。マイナス金利をやめ、YCCを撤廃した。6月からは国債の買い入れを減額し始めた。従来のオーソドックスな短期金利の操作に戻り、7月にはこの短期金利を上げた。

・デフレからインフレの局面に入ったといっても、1) 需要が増える中でのデマンドプル型なのか、2) 供給制約によるコストプッシュ型なのか、によって政策対応は異なる。雨宮氏は米国のインフレはデマンドプル型なので、ここに金融政策は効く。一方、欧州はコストプッシュ型なので、経済がよくなっても金利を上げて物価を抑えようとしている。

・これに対して、日本は両者の中間型なので、よくみながらバランスを図る必要があるとみ

本レポートは、独自の視点から書いており、基本的に会社側の立場に立つものではない。本レポートは、投資家の当該企業に対する理解促進をサポートすることを目的としており、投資の推奨、勧誘、助言を与えるものではない。内容については、担当アナリストが全責任を持つが、投資家の投資判断については一切関知しない。本レポートは上記作成者の見解を述べたもので、許可無く使用してはならない。

ている。インバウンドや設備投資の需要が高まる一方で、円安やエネルギー価格の上昇でコストも上がっている。賃金が追い付かないと、消費が減少して、人々の行動は委縮しかねない。

・円安は放置できないが、米国の金融政策に対して、日本の金融政策では太刀打ちできない。それでも、輸入物価の上昇が相対的に落ち着き、賃金上昇がトレンドにあるなら、金利の引き上げは有効な手段となりうる。日銀はそのように動いている。

・日本の国際競争力は落ちている。企業には強くなってほしい。その道はある。インバウンドを活かす。外国人労働者を採用する。円安を活かして、海外市場を開拓する、価格戦略を見直して、高付加価値化を図る。AI、DXを活かして、生産性の向上を進める。企業業績を持続的に上げることは十分に可能である。

・日銀が量的緩和の中で、大量に買入れた国債やETFはどうするのか。500兆円の国債は、毎月償還（6兆円）があるので、自動的に減らすことができる。70兆円のETFは今や十分な含み益がある。いずれマーケットに戻すことになるだろうが、必ずやマーケットにインパクトを与えない方策がとられよう。よって、市場にネガティブに働くことはないとみてよい。

・ポストバブルの30年を経て、デフレ世代はインフレ時代への適応を求められる。生活においても、ビジネスにおいても、新しいスタイルが見えてこよう。高齢者は、かつてのインフレ時代を知っているといても、自らの老後にインフレの中で対応していく必要がある。

・ここでも新しい工夫が必要であろう。高齢者は健康のために動き、生活のために働くことが避けられない。資産活用立国に向けて活躍する企業に注目したい。

## 付加価値の向上とその分配～満足度基準は如何に

・企業の1年間の稼ぎを何で測るか。最も広い見方は、付加価値に着目する。収入から費用を除いたものが利益であるが、その前段階として、収入（売上）から、外部から購入し、それに支払った費用を差し引いたものが、企業が自ら生み出した付加価値である。

・付加価値は、人件費、償却（減価償却やのれん償却）、営業利益などから構成される。この付加価値を、従業員数で割った1人当たり付加価値が、労働生産性である。この生産性が上がっていれば、1人当たりの報酬（賃金など）を引き上げることも妥当である。

---

本レポートは、独自の視点から書いており、基本的に会社側の立場に立つものではない。本レポートは、投資家の当該企業に対する理解促進をサポートすることを目的としており、投資の推奨、勧誘、助言を与えるものではない。内容については、担当アナリストが全責任を持つが、投資家の投資判断については一切関知しない。本レポートは上記作成者の見解を述べたもので、許可無く使用してはならない。

・国全体でみると、GDP が総付加価値であり、国民 1 人当たり GDP が生産性に相当する。日本生産性本部の「労働生産性の国際比較 2023」をみると、日本の 1 人当たり労働生産性（就業者 1 人当たりの付加価値）は 8.53 万ドル（833 万円/購買力平価換算）で、OECD 加盟 38 カ国中 30 位であった。

・日本の 8.53 万ドルは、米国 16.0 万ドル、ドイツ 12.5 万ドル、韓国 9.25 万ドルに比べて低い。OECD の平均は 11.5 万ドルであった。

・為替の変動を調整した購買力平価でみると、日本の 1 人当たり GDP（2022 年）は 448 万円（4.59 万ドル）で、米国の 744 万円（7.62 万ドル）の 60%水準、ドイツの 620 万円（6.35 万ドル）の 72%水準である。この 20 年をみると、GDP は伸びず、1 人当たり GDP の順位は年々低下してきた。

・日本が得意とした製造業の労働生産性も、2000 年の 1 位（8.68 万ドル）が、2010 年は 9 位（11.7 万ドル）、2020 年は 17 位（9.43 万ドル）であった。

・一方、米国の製造業をみると、2000 年 2 位（7.88 万ドル）、2010 年 4 位（12.6 万ドル）、2020 年 4 位（15.2 万ドル）、2021 年も 4 位（16.8 万ドル）であった。

・日本はポストバブルへの経済金融対応がうまくいかず、デフレ経済から脱却できなかつた。この間、産業構造の転換にも遅れ、企業の国際競争力は大きく低下した。これが生産性の低迷となって現れた。

・今年、日経平均が 34 年ぶりに高値を更新し、4 万円を超えた。これまでの経済の低迷を脱却して、禍を転じて福と為すことができるか。

・かつて安くて良いもの作る日本の製造業は輸出で稼いだが、貿易摩擦と円高の中で、競争力を低下させ、海外生産にシフトした。今後、中国の生産力が弱る中で、日本の競争力は復権できるだろうか。

・円安の中で、日本の購買力が優位となり、海外のインバウンド（訪日外国人旅行）からみた時、至る所に魅力が表れてきた。日本の良さがローカルでも楽しめ、サービスの質、価格の安さが大いにアピールできる。輸出、海外投資に加えて、消費の輸入が国内投資への呼び水となって、日本経済を活性化しつつある。

---

本レポートは、独自の視点から書いており、基本的に会社側の立場に立つものではない。本レポートは、投資家の当該企業に対する理解促進をサポートすることを目的としており、投資の推奨、勧誘、助言を与えるものではない。内容については、担当アナリストが全責任を持つが、投資家の投資判断については一切関知しない。本レポートは上記作成者の見解を述べたもので、許可無く使用してはならない。

・折から日本は人口減少で人手不足となっている。人材の流動化が本格化しつつある。働き甲斐のある仕事に人々は移っていく。当然、処遇の改善を求めるので、1人当たりの賃金は上昇していこう。十分な賃金を支払えない企業は淘汰されていく。

・製造業でもサービス業でも、自動化は進む。AIは至るところで活用されて、人手をカバーしていく。当然、生産性は上がってこよう。生産性が上がってくれば、賃金が上がっても企業はやっていける。そういう企業だけが生き残っていこう。

・それでも足りない人材をカバーするには、外国人の活用が必須となろう。日本語ができる外国人、外国語のできる日本人、自動翻訳機の活躍の場は大きく広がってこよう。国内におけるDE&I(人材の多様化)は否応なく進展しよう。

・今はその過渡期にいる。1990年代以降、1人当たり名目労働生産性は横這いとなり、1人当たり名目賃金も低下し、その後伸び悩んだ。非正規労働者の活用は有力な方策であったが、その限界もみえてきた。今や低賃金の不規則な仕事場で働きたくないと思う気持ちは無視できない。

・1996年を100として、2021年の日本の1人当たり名目賃金は96.0(1人当たり名目労働生産性は101.6)、ドイツは156.3(同158.6)、米国は232.5(同241.0)であった。日本は生産性の伸びも低い、賃金の伸びはさらに低い。

・厚労省の「労働経済の分析～持続的な賃上げに向けて」(2023年版)によれば、賃上げが伸び悩んだ理由として、1)企業の将来見直しの低さとリスク回避、2)労使感の交渉力の变化(組合組織率の低下)、3)雇用者構成の変化(業種やパート比率)をあげている。

・財務的にみると、企業は内部留保を充実させる中で、労働分配率を適正に保ってこなかった。結果として、現金を貯め、株主還元は充実させても、人件費の上昇は嫌ってきたという構図になった。

・これを修正しようという動きが顕在化している。まずは、付加価値を高めるべし。付加価値余剰を生むような製品・サービスを開発し、それは適正な価格で提供すべきである。

・原材料のアップを価格に転嫁しようという動きは始まった。顧客は‘pay for value’(価値に見合った支払)なので、インバウンドの顧客にとっての適正価格は我々とは異なる。つまり、高くても十分受け入れてくれる。

本レポートは、独自の視点から書いており、基本的に会社側の立場に立つものではない。本レポートは、投資家の当該企業に対する理解促進をサポートすることを目的としており、投資の推奨、勧誘、助言を与えるものではない。内容については、担当アナリストが全責任を持つが、投資家の投資判断については一切関知しない。本レポートは上記作成者の見解を述べたもので、許可無く使用してはならない。

・付加価値の配分も重要である。付加価値＝人件費＋償却＋営業利益であるから、もっと人材投資を増やしてよい。賃上げや頑張った人への報酬は当然である。AI投資やM&Aによる有形資産の効率的活用は大いになされるべきである。投資を拡大して、それがいずれ営業利益に反映されてくれば、価値創造としては大いに望ましい。

・早大のスズキトモ教授は、企業会計のあり方に対して、今のP/L(損益計算書)に対して、付加価値分配計算書(Distribution Statement : D/S)を提案している。

・売上から費用(R&D、賃金など)を引いて、利益＝配当＋余剰金とするのではなく、D/Sでは、売上－費用(最低支払費用)＝分配可能余剰額として、1)最低支払費用に配当予定利益を先に入れてしまう。2)分配可能余剰額に、役員報酬、従業員報酬、R&D額など、付加価値の配分の仕方によって、優先順位の見直しを行うというものである。

・つまり、利益余剰はすべて株主のものではなく、付加価値の配分に、人材投資、R&D投資、社会投資なども同等に組み込もうという考え方をとる。企業経営のあり方として、各々のステークホルダーに、極大化ではなく、満足度基準を持ち込もうという意図であり、興味深い。

・新しい資本主義は、人本主義ともいえる。人本を支える人々の幸せ(ウェルビーイング)を軸に、人的資本コストをベースにした高付加価値経営こそが新しい企業価値創造であろう。付加価値の配分を分析の俎上にぜひ載せたい。その上で、価値向上を図る企業に投資したい。

## 取締役会の実効性を問う～価値向上に機能しているか

・指名委員会等設置会社は、日本ではあまり普及していない。経営の監督と業務の執行を分離して、指名委員会で次の経営陣を選び、報酬委員会で役員の報酬を決めるというやり方に馴染みにくいようだ。多くの企業のトップは、内心では嫌がっており、わが社には合わず、時期尚早と発言する。

・経営陣には会社のパフォーマンスを上げてもらいたい。そうすれば全てのステークホルダーが満足するはずである。パフォーマンスとは何か。今どきでいえば、企業価値を中長期的に持続的に高めていくことである。

・このパフォーマンスを何で測るか。「資本コストと株価を意識した経営」の実践でいえば、ROE、ROIC、WACC、株価パフォーマンスなどがKPIとして入ってこよう。経営陣にすれば、本レポートは、独自の視点から書いており、基本的に会社側の立場に立つものではない。本レポートは、投資家の当該企業に対する理解促進をサポートすることを目的としており、投資の推奨、勧誘、助言を与えるものではない。内容については、担当アナリストが全責任を持つが、投資家の投資判断については一切関知しない。本レポートは上記作成者の見解を述べたもので、許可無く使用してはならない。

自ら頑張ってコントロールできる KPI は納得できるとしても、株価パフォーマンスは自分ではどうしようもないと考えがちである。

・でも、自社の株価は何で決まるのか。これを分析して頭にいれながら経営を実行するのは、当然の姿勢である。筆者は、かつてアナリスト 10 か条というのを作って、実践したことがある。その中から経営陣にも当てはまることをいくつか咀嚼してみると、投資家の目線が分かってくる。

・第 1 が、自社の正確な業績予想が立てられるか。第 2 が、自らの属する業界の分析を的確に行って、中長期の戦略が立てられているか。第 3 に、自社の株価の変動要因を、マクロ・ミクロの観点から分析して、企業価値との連動性を図っているか。

・第 4 に、有力投資家とのネットワークを広げて、自社をマーケティングし、そのフィードバックを経営に活かしているか。第 5 が、広く社会に対して、自らの存在価値を認知してもらいながら、社会的価値のインパクトをアピールしていけるか。こうしたことが問われている。

・自社の株価パフォーマンスが、市場平均である TOPIX を上回っているか。同業他社を上回っているか。何らかのベンチマークを定めて、その成果を測っていく。それが経営陣の成果と報酬に明確に組み込まれている必要がある。

・レゾナックの高橋社長は今年 3 月の株主総会で、株主から質問された。現在の株価水準をどう考え、今後どうなるとみているかと。株主にとっての最大の関心事であろう。

・従来型の経営者なら、株価はマーケットが決めること、自分は足元の業績を固めて、中期戦略の実行に力を入れていく、と答えるところであろう。

・高橋社長は、経営者の責任は株価を上げることであると明言した。社長就任以来、株価は当時の現状で TOPIX 並み、同業他社比では上回っていたが、これを一段と引き上げたいと語った。自らの報酬にも、株価パフォーマンスの評価が明確に反映されるようになっている。

・取締役会は、本来優れた経営執行陣を選ぶことが第 1 の使命であり、第 2 が、経営陣が的確な戦略を迅速に遂行することを監督することにある。

・取締役のスキルマトリックスを通して、本当のコンピテンシー（能力）を知りたい。社内本レポートは、独自の視点から書いており、基本的に会社側の立場に立つものではない。本レポートは、投資家の当該企業に対する理解促進をサポートすることを目的としており、投資の推奨、勧誘、助言を与えるものではない。内容については、担当アナリストが全責任を持つが、投資家の投資判断については一切関知しない。本レポートは上記作成者の見解を述べたもので、許可無く使用してはならない。



取締役だけで CEO の能力が評価できるか。自らの評価と他者の評価はとかく違っているの  
で、社外取締役の目も入れてチェックしていく必要がある。

・しかも、ある局面では適任であっても、同じ CEO がずっと適応していくことは難しい。一  
方で、社外取締役に社内に埋もれている優秀な人材を発掘する力があるのか。

・指名委員会を実効性のあるものにするには、相当の課題がある。それでも実践しないこと  
には組織能力は育ててこない。CEO が安心して、次の後継者選びを任せられるようにしてい  
くには不断の努力を要する。実際、うまく機能している会社があるのだから見習ってほしい。

・ある監査役設置会社の社長は、当面、指名委員会等設置会社には移行しないという。指名  
委員会のメンバー（社外取締役）が十分でない。十分でないまま任せても、最適な人選にな  
らないので、もう一段社外取締役を強化する必要があると述べた。

・自分がやりやすいという意味ではない。自らも信頼できる仕組みに仕上げていく気概をも  
って取り組んでいる。

・資本効率（ROE）の次は人材効率である。人材投資をどのように実践し、それが付加価値  
の創出にいかに関与しているか。個人の能力と共に、組織の能力を高めていく必要がある。  
財務戦略と同時に、人材戦略をしっかりと遂行していく必要がある。

・会社の人事制度は、抜擢ができるようになっているか。ポジションごとの役割がはっきり  
して、その成果に報酬が見合っているか。こうした仕組みが社内で機能していないと、経営  
人材を選任する指名委員会だけが機能するというのは難しい。

・プライム企業の 9 割以上が指名・報酬諮問委員会を設置しているが、本当に機能している  
のか。単に追認する形式にとどまっているようでは、成果は期待しにくい。

・優秀な経営陣が選ばれ、中長期の企業価値向上に見合っていて、株式報酬が組み込まれてい  
るならば、投資家としても信頼できる。そういう企業を見定めて、投資していきたい。

### 経営者の報酬はいくらが妥当か～社外取締役の貢献は

・金持ちになるにはどうしたらよいか。もちろん、お金を稼ぐことである。稼ぐといっても、  
その稼ぎ方にはいろいろある。何らかの能力を身につけなければ、お金を稼ぐことはできな

本レポートは、独自の視点から書いており、基本的に会社側の立場に立つものではない。本レポートは、投資家の当該  
企業に対する理解促進をサポートすることを目的としており、投資の推奨、勧誘、助言を与えるものではない。内容に  
ついては、担当アナリストが全責任を持つが、投資家の投資判断については一切関知しない。本レポートは上記作成者  
の見解を述べたもので、許可無く使用してはならない。

い。もともとの素質なのか、素質を活かした修業によるのか。努力だけではない運もあるなど、成功者をみていると多様である。

・成功者を見習えば、成功できるのか。可能性は高まるかもしれないが、その努力が続けられるか。多くの方は、成功者に比べれば、怠け者なのだろうか。努力の前に、無理だと諦めてしまうことも多い。

・成功への道は多様であるが、世界の金持ちは、圧倒的に企業家である。事業を興して、一代で成り上がれば、それなりの成功者になれる。上場して、公開企業になれば、社会的信用もついて、尊敬される企業として、企業を持続的に成長させていくことができる。創業者に続く経営者にもチャンスもある。

・上場会社の経営者の報酬をどう考えるか。日本に本社があっても、グローバルに活躍している企業は、社員もグローバルである。日本的な人材評価システムでは通用しない。実際、米国担当のマネジメントには、現地で妥当となる報酬が必要である。

・日本の上場企業で時価総額が1兆円を超える企業は現在170社余り、上位100位となると、2兆円を超えてくる。ついでながら、この上位100社で、過去10年で株価が10倍になった企業はどこか。昨年末で、東京エレクトロン（現在の時価総額11.3兆円）やレーザーテック（同2.2兆円）が該当した。

・新規上場で時価総額が100億円の場合、創業者が株式の30%を所有して、無配ならば配当収入はない。企業の成長に全力投入して、時価総額1000億円を目指しているかもしれない。資産価値の増大がすべてである。

・もし配当をしていて、配当利回りが1.5%ならば、オーナーの配当収入は45百万円となる。CEOとしての年間報酬が60百万円なら、全体で1億円を超えてくる。

・時価総額1000億円の企業はどうだろうか。私は、トップの報酬体系として、基本給1に対して、業績給1、中長期の成果報酬1という割合が妥当と考える。基本給が5000万円なら、総額で最大1.5億円となる。中長期の成果報酬は当然株式報酬として対応されよう。

・この企業のオーナーが30%の株式を所有しており、配当利回りが1.5%なら、年間配当は4.5億円となる。オーナーにとっては、CEOの報酬より配当を重視するかもしれない。本来、CEOがオーナーの時でも、CEOの報酬は業績連動にすべきである。それが、CEO以外の役員

本レポートは、独自の視点から書いており、基本的に会社側の立場に立つものではない。本レポートは、投資家の当該企業に対する理解促進をサポートすることを目的としており、投資の推奨、勧誘、助言を与えるものではない。内容については、担当アナリストが全責任を持つが、投資家の投資判断については一切関知しない。本レポートは上記作成者の見解を述べたもので、許可無く使用してはならない。

の報酬を高めることに結び付くからである。

・時価総額 1 兆円企業の場合、CEO の報酬は、基本給 1 億円として、総額 3 億円が妥当であろうか。株式報酬の比率をさらに高めて、うまくいっている時の報酬はもっと上げてよい。

・一方で、オーナーが 30%を所有していると、配当利回り 1.5%として、配当額は 45 億円となる。では、企業の CEO がオーナーではない経営者にバトンタッチされ、その後継者が時価総額を 1000 億円から 1 兆円へ、10 年で 10 倍に増やした場合、この後継者の企業価値への貢献はどのように評価するのか。

・10 年前に、十分な中長期的な株式報酬制度が無かったとすれば、株式報酬に相当する 10 億円（10 年分）を 10 倍して、100 億円の特別退職慰労金を株式で支払ってもよいかもしれない。

・これらは企業価値の向上がうまくいったケースであり、その逆もありうる。上手くいかなければ、株式報酬見合いの分は実現されない。業績報酬も十分でないであろう。基本給のみの評価となるので、全体の報酬は大きく変動する。このくらいの変動が妥当である、という認識が求められよう。

・リスクをとって自ら経営するのであるから、リターンに対する覚悟もみせてほしい。投資家、株主としては、同じ船に乗るわけだから、リーダーの報酬は正當に評価されるべきである。

・マネジメントサイドの執行役員も、CEO に準じて、実力主義が報酬に反映されて当然である。若手の社員においても実績と能力に見合って、高評価や抜擢昇進があつてよい。

・では、社外取締役の報酬はどうあるべきか。独立社外取締役が、ガバナンスの要として、取締役会の実効性を高め、企業価値向上に貢献しているならば、それが報酬に反映されるべきである。

・ここは議論が分かれるところであるが、時価総額 1 兆円企業の場合、社外取締役の報酬は、基本報酬+委員会等の役割報酬+中長期の企業価値向上への貢献の 3 つの軸で評価され、全体として 2000 万円のうち、1000 万円は中長期の企業価値連動の株式報酬であつてもよいと考える。

---

本レポートは、独自の視点から書いており、基本的に会社側の立場に立つものではない。本レポートは、投資家の当該企業に対する理解促進をサポートすることを目的としており、投資の推奨、勧誘、助言を与えるものではない。内容については、担当アナリストが全責任を持つが、投資家の投資判断については一切関知しない。本レポートは上記作成者の見解を述べたもので、許可無く使用してはならない。

・その場合、企業価値向上に社外取締役が本当に貢献したのか。あるいは、単に経営者に同調しただけなのか、を見極める必要がある。的確にアクセルを踏ませ、いたずらにブレーキをかけない独立社外役員の報酬のあり方は再考されてよい。

・今の多くの企業の役員報酬は高いのだろうか、低いのだろうか。カギは、評価に値する役割を担って、成果を上げているか、という点にある。ここを投資家、株主としては見極めていきたい。

## 第2のスタートアップとしての企業再生～成長戦略遂行のM&A

・スタートアップとは、起業が若く、新しいビジネスモデルをもって急成長を目指す企業をイメージする。政府は、こうしたスタートアップを生み出し、育てるエコシステムの構築を掲げて、政策を推進している。

・一方で、上場企業、未上場企業を問わず、勢いをなくし停滞している企業も多い。成熟から衰退に向かいそうな企業を救う手立てはあるのか。激変緩和を助ける補助金が活きればよいが、企業の新陳代謝を妨げて、経済の活力を失ってしまうようでは本末転倒である。

・中堅・中小企業のM&Aをサポートする上場企業の元気がよい。ストライク（コード6196）の会社説明会に参加して、荒井社長の話を視聴した。どこに元気のもとがあるのか。参考になった点をいくつか取り上げてみたい。

・中堅・中小企業の経営者の高齢化が進む中で、後継者不在の企業が、社外の第三者へM&Aによって、事業継承を行う割合が増えている。

・2023年の中小企業白書によると、2022年に休廃業・解散した約5万社のうち、5割超の企業は直前期の決算が黒字であった。事業価値を散逸させるのではなく、次世代の意欲ある経営者へ事業承継し、価値創造を継続・拡大していくことは極めて重要である。

・さらに、事業承継だけでなく、これまでの事業をコアにして、事業変革や新規事業の創造に臨むことも求められる。そのためのM&Aがますます重要になっている。成長戦略の遂行に向けて、イノベーション型のM&A、新規事業創出型のM&A、事業基盤強化型のM&Aなどが加速しつつある。

・「中小M&Aガイドライン」（経産省）が改訂されたが、M&A支援機関による支援の質の確保・

本レポートは、独自の視点から書いており、基本的に会社側の立場に立つものではない。本レポートは、投資家の当該企業に対する理解促進をサポートすることを目的としており、投資の推奨、勧誘、助言を与えるものではない。内容については、担当アナリストが全責任を持つが、投資家の投資判断については一切関知しない。本レポートは上記作成者の見解を述べたもので、許可無く使用してはならない。

向上には一段と力を入れていく必要がある。一定のルールや自主的規制が明確にされることによって、M&A が進みやすくなり、事業再編が進みやすくなる。業界の発展に資することにもなる。

- ・M&A 仲介企業のビジネスモデルは、1) 譲渡先、買収先の双方から仲介報酬を得る収益モデルを基本とし、2) 互いの利益相反に配慮しつつ、3) 双方の顧客満足度を図ることを最重要視する。

- ・譲渡を希望する企業の企業価値を評価し、それを基に、候補企業の選定に入る。買収を希望する企業に対しては、M&A 仲介依頼契約を締結後、買収意向表明書の提出を経て、双方の企業のトップ面談・条件交渉に入る。

- ・基本合意の締結、最終合意の締結を経て、M&A のクロージングに至る。このプロセスにおいて、①基本合意報酬、②成約報酬が仲介料として入ってくる。

- ・報酬体系は、M&A 仲介企業によって異なる。譲渡希望者が相談しやすいか、買収希望企業が受け入れやすいか、という点が重要である。仲介料の妥当性、中立性、透明性も求められる。

- ・国内の M&A 市場規模はどのくらいか。上場企業の公表 M&A 数（適時開示ベース）は 2023 年で 1068 件、5 年前の 785 件から年々増えている。ストライクでは、未上場の M&A 件数はこの 10 倍はあるとみている。M&A は企業戦略にとって、今や当たり前となり、ますます増える方向にある。

- ・「全国社長の年齢調査」（東京商工リサーチ）によると、経営者の平均年齢は 2023 年で 63.8 歳、年々上がっている。

- ・経営者の引継ぎ割合（帝国データバンク「後継者不在率」動向調査）をみると、2023 年のデータでは、親族内承継は 33.1%（前年 37.6%）へ減少し、内部昇格 35.5%（同 33.3%）と M&A・外部招聘 27.5%（同 25.7%）が増えている。

- ・今のところスタートアップ企業の M&A は少ないが、今後増大する余地は大きいとみられる。オープンイノベーションとして、スピード重視で新しい領域へ進出できるからである。但し、R&D 型であればあるほど、うまくいかないことも多いので、この点を十分踏まえて取り組む必要がある。

---

本レポートは、独自の視点から書いており、基本的に会社側の立場に立つものではない。本レポートは、投資家の当該企業に対する理解促進をサポートすることを目的としており、投資の推奨、勧誘、助言を与えるものではない。内容については、担当アナリストが全責任を持つが、投資家の投資判断については一切関知しない。本レポートは上記作成者の見解を述べたもので、許可無く使用してはならない。

・制度として、M&A 支援業者の登録制度（中小企業庁）が始まっている。必須ではないが、ほとんどの業者が登録している。今年 3 月で 3123 件の登録がある。

・そのうち、専従者数が 100 人以上の企業は 6 社、10 人未満が 96%を占める。業界団体として、「M&A 仲介協会」（一般社団法人）は 2021 年 10 月設立されており、ストライクの荒井社長が代表理事に就いている。

・ストライクの主要財務指標をみると、2024 年 9 月期の会社計画は、売上高 182 億円、営業利益 70 億円（前期比+35%）、売上高営業利益率 38.6%である。現状で、PBR 4.4 倍＝ROE 27.8%×PER 15.8 倍である。今後とも年 20%以上の成長を見込んでおり、事業領域の広がり  
に注目したい。

### 高齢化社会への対応～認知症への備えと新薬開発

・高齢化が進んでいる。自分のことを差し置いて、世の先行きを心配したくなる。高齢になれば、認知症を発症しやすくなる。私の母は 90 代半ばまで生きたが、だんだん認知症が進んだ。会いに行くと、どちら様ですか、と言われるようになった。それでも昔の記憶は残っていたので、昔話で覚えていることであれば、会話ができた。

・今年 5 月に、ベネッセスタイルケア主催のオンラインセミナーを視聴した。金沢大学の小野賢二郎教授（脳神経内科学）の話は興味深かった。エーザイの新薬開発には関心があって、長くフォローしている。薬の開発については、理解がなかなか難しい。

・自分もいずれ認知症に罹るかもしれない。長生きすれば、そうなる確率は高まろう。どう備えればよいのか。自分の立場で考えてみたい。

・老化が進めば誰でも、物忘れをしやすくなる。中には<sup>かくしやく</sup>夔鑠とした人もいるが、私の場合、人の名前がすぐに出てこないが増えている。

・体験の一部をちょっと忘れてしまい、いろいろ話していると、ふと思い出すことも多い。これは、まだ認知症ではない。1) 一部ではなく全体を忘れてしまう。2) 人物、時間、場所が分からなくなる。3) 作り話が出てくる。4) 忘れていることに自覚症状がない。こうなると認知症の可能性が高まってくる。

・65 歳以上の 3 分の 1 が、軽度も含む認知症の症状を有する可能性が高く、その 7 割がア  
本レポートは、独自の視点から書いており、基本的に会社側の立場に立つものではない。本レポートは、投資家の当該企業に対する理解促進をサポートすることを目的としており、投資の推奨、勧誘、助言を与えるものではない。内容については、担当アナリストが全責任を持つが、投資家の投資判断については一切関知しない。本レポートは上記作成者の見解を述べたもので、許可無く使用してはならない。

ルツハイマー型であるという。認知症は、脳の神経細胞が劣化する病気である。この劣化をいかに防ぐか。あわよくば、劣化を改善できれば、こんなによいことはない。

・正確ではないが、例えていえば、タンパク質のカスがたまって、それが脳の機能を低下させる。5年、10年かけて、それが進行していく。そのカスが、①ぱらぱらとある状態、②いかにも増えてきた状態、③ガチガチの塊ができてきた状態など、そのレベルはいくつかに分けられる。

・まずは、1) 単なる老化なのか。2) 治療ができる他の病気に由来する障害なのか。3) 本当の認知症なのか。これを診断してもらう必要がある。自覚症状のない人は、病院に行って検査を受けることすら拒否する。こういうところからスタートすると、家族は対応に苦慮する。私の親族のケースでも、本人を病院に連れて行くのに苦労した。

・元気なうちから、認知症に備える姿勢を整えておきたい。自分は元気だから関係ない、ではなく、誰もがいずれそういう場面を迎える、と考えておきたい。CT や MRI の検査を早めに受けておくと、脳の状態を知ることができる。

・認知症のこれまでの治療薬は、まだ正常な脳細胞を守って、これを活性化して、認知症の症状をやわらげようとするものであった。①脳細胞を元気にする、②攻撃的な言動を落ち着かせる、③不安定な幻覚や妄想を抑える、というタイプである。

・アルツハイマー型では、アミロイドベータというタンパク質が変異で溜まってくる。これを、①何とか取り除くことができないか、②増えるのを抑えられないか、という治療薬の開発が進んでいる。

・アミロイドベータがガチガチに固まったものを叩く薬がアデュカヌマブ (モノクローナル抗体) で、エーザイが開発した。この薬は、ガチガチのアミロイドベータに作用するので、その副作用 (頭痛、脳のむくみ、出血など) も目立った。これでは使えない。

・そこで、アミロイドベータがガチガチの塊になる前の状態、細長い状態 (プロトフィブリルのレベル) で、まだひ弱なうちに、これを叩いてしまう薬が開発された。これがレカネマブ (エーザイ) である。これは、アルツハイマーの症状進行を平均的に 7.5 か月遅らせる。米国に続いて、日本でも承認されて、今年から使用が始まった。

・さらに、アミロイドベータが長細い状態になる前に、これを叩くことはできないか。それ  
本レポートは、独自の視点から書いており、基本的に会社側の立場に立つものではない。本レポートは、投資家の当該企業に対する理解促進をサポートすることを目的としており、投資の推奨、勧誘、助言を与えるものではない。内容については、担当アナリストが全責任を持つが、投資家の投資判断については一切関知しない。本レポートは上記作成者の見解を述べたもので、許可無く使用してはならない。

に資する薬の研究開発も進んでいる、レカネマブは2週間に1回の点滴注射であるが、現在開発中のALZ-801という治療薬は内服薬になる。これで効くようになれば、さらにありがたい。

・認知症には、アミロイド系のタンパク質以外にも、タウというタンパク質が作用してくる。そこで、①アミロイド系を叩く薬の次に、②タウを狙う薬の開発も進められている。③さらにアミロイドとタウの双方に効くこともターゲットにしうる。時間は要するとしても、有望な開発に注目したい。

・小野先生によると、治療薬以外でも、そもそも睡眠を十分にとることが大切である。そうすると、アミロイドベータがよく排出されるという。また、ポリフェノールには、その効用がある。緑茶を毎日飲むことがよいらしい。

・ポリフェノールなら、私の好きなコーヒー、赤ワインにも含まれている。勝手な解釈で自己都合に結び付けてはならないが、認知症への備えは普段から十分心掛けていきたい。また、治療薬の開発メーカーには大いに期待したい。

## 2. 企業価値のマネタイズを深掘り

### 企業価値創造の経営に向けて～新陳代謝の促進

・価値とは何か。さまざまな捉え方があるだろうが、第一義的には、「主観的な良さ」とみておきたい。主観的ということは、個々人にとって受け止め方が異なる。良さといっても、何が善いことなのか、大事なことなのかは、人によって違うかもしれない。

・この価値が、個人的なものでなく、何らかの組織や社会で共有できるものとなれば、それは多くの人々に広がっていく。良さは、効用として捉えることもできるし、幸せとして捉えることもできる。

・企業価値という場合は、企業に関わるステークホルダーと共有できる価値（良さ）ということになるだろう。この良さをどう定めるかは、個々の企業の自由である。それがステークホルダーにピンとこなければ共感は得られない。

・わが社の企業価値は、何を成し遂げることによって実現されるのか。こう考えると、価値

---

本レポートは、独自の視点から書いており、基本的に会社側の立場に立つものではない。本レポートは、投資家の当該企業に対する理解促進をサポートすることを目的としており、投資の推奨、勧誘、助言を与えるものではない。内容については、担当アナリストが全責任を持つが、投資家の投資判断については一切関知しない。本レポートは上記作成者の見解を述べたもので、許可無く使用してはならない。



のありようがはっきりしてくる。創業者、経営陣、社員にとってのパーパス、ビジョン、理念がその根幹となろう。

・企業価値のありようを投資家に訴求していく。納得して中長期的な株主になっていただければ、価値創造に邁進できよう。

・では、価値をどう測るか。その場合、定性的な価値を、定量的に測ることを明確にしてほしい。最終的には財務的なお金で測るとしても、その前の段階で何らかのKPIがほしい。例えば、顧客の数を10倍にするとか、1人当たり顧客の満足度を3倍にするとか。さまざまな定義の仕方があろう。

・次に、財務的な指標でみれば、 $PBR=ROE \times PER$  という関係式において、PBRを2倍以上に上げてほしい。ROE 10~15%、PER 20倍を実現すれば、それが達成できよう。

・ROEは、極大化するのではなく、満足度基準として15%をベースにしてほしい。その上で、それを達成するための成長戦略が見える化すれば、PERで20倍が確保できよう。

・上場企業にとって、自らの投資機会はどこにあるのか。まずは自らのリソースを整える必要がある。R&D、人材教育、組織開発、M&Aなど、必要なリソースを求めて、先行投資を行う。そのための資金が足りなければ、ファイナンスしていく。ファイナンスするためには、資金の出し手に事業計画を納得してもらう必要がある。

・デットファイナンスと共に、もっとエクイティファイナンスを活用してよい。手持ちの余裕資金に拘る必要はない。事業の先行きが十分読めなくても、投資をしたい案件もあろう。それをやるのか、やらないのか。このリスクマネジメントも大いに問われる。勝負するにはやはり勝算がほしい。

・企業が事業ポートフォリオの組み替えに本格的に取り組まないならば、投資家は自らのポートフォリオから、その企業は外すだけである。資本市場で一定の評価が得られなければ、自社の衰退は加速しよう。

・企業の新陳代謝が進むという点では望ましいが、その企業にとっては我慢できない。経営陣の入れ替えや、本格的な資本業務提携などが急がれよう。

・経営の変革には時間がかかる。その通りであろう。かと言って、匍匐前進では相対的な遅  
本レポートは、独自の視点から書いており、基本的に会社側の立場に立つものではない。本レポートは、投資家の当該企業に対する理解促進をサポートすることを目的としており、投資の推奨、勧誘、助言を与えるものではない。内容については、担当アナリストが全責任を持つが、投資家の投資判断については一切関知しない。本レポートは上記作成者の見解を述べたもので、許可無く使用してはならない。

れをとって、消耗戦になってしまう。もっと効果的な戦略を立てて、迅速に実行せよ。これが命題である。

・その戦略が分からないとなれば、経営陣は交替するしかない。戦略は分かっても、リソースが足りないという時にどうするか。できる範囲で手を打つというだけでは、負け戦になりかねない。優先順位を決めて、大胆に打って出る必要があるだろう。ここでも、CEOの交替が必須となろう。

・通常の中期計画でそれができるか。ほとんどの場合、無理である。多くの企業は、それほど本気で中期計画を作っていない。本気の中期計画を作って、実践するには相当の準備が必要である。さもないと、実現できない絵にかいた餅になってしまう。それで、経営責任をとらないとなれば、問題外である。

・バックキャスト型経営がよしとされるが、くれぐれも注意してほしい。わが社のあるべき姿が本当に描けているか。あったらいいなというレベルをイメージして、バックキャストしても、実行戦略がついてこない。

・経営環境は刻一刻と変わってこよう。そんな時でも、びくともしない戦略を立てないと、毎年戦略の見直しが必要になってくる。これでは、マーケットで通用しない。

・社外取締役を充実して会社が抜本的によくなるのか。そういうケースもあるが、多くの場合、それほどでもない。経営力のカギは、何といてもCEOにある。CEOの能力をフルに活かしつつ、それを支える執行陣、その基盤として社外取締役による監督と助言がある。

・社外取締役がCEOの選解任に真に役立つように、指名委員会の仕組みを充実させ、それを担うことができる優秀な社外取締役を選ぶべきである。先進的企業では、本物の実効性が実現しているので、その広がり期待したい。

・M&Aは今や当たり前の戦略である。しかし、PMI(買収後の経営統合)で苦労しているケースが多い。事業ポートフォリオの見直しでは、パーシャルスピノフの使い勝手がよくなっている。大いに活用してほしい。ソニーやレゾナックに注目したい。

・PEファンドの果たす役割も高まろう。個々の企業ではできない大胆なポートフォリオの入れ替えを、PEファンドを活用することによってできるようになる。投資のリターンが見込めるとなれば、投資資金は集まってこよう。

本レポートは、独自の視点から書いており、基本的に会社側の立場に立つものではない。本レポートは、投資家の当該企業に対する理解促進をサポートすることを目的としており、投資の推奨、勧誘、助言を与えるものではない。内容については、担当アナリストが全責任を持つが、投資家の投資判断については一切関知しない。本レポートは上記作成者の見解を述べたもので、許可無く使用してはならない。

・日本における PE 取引は、近年、年間 1 兆円を超えており、2021 年 3.2 兆円、2022 年は 2.8 兆円であった。今後も大幅に拡大することが期待される。

・資産運用立国に向けて、マーケットは活況になりつつある。人材不足が著しい中、プロフェッショナル人材の活躍の場は広がっている。人材投資立国をリードして、高付加価値戦略を遂行する企業に注目したい。

### 企業価値をいかに企画するか～積層的なビジネスモデルの構築

・どんなビジネスでも、まず元手を確保する必要がある。次に原価計算をイメージして、いかに黒字を出すか。ここが想定できなければ事業として成り立たない。当然、大いに勝算あり、として事業を構想し、推進していく。

・大企業においても、ベンチャー企業においても、新規事業というのはチャンスがありそうで、なかなかうまくいかない。常識の範囲で事業を計画しても、それが目を見張る価値を提供できるようにはならない。

・何らかの非常識な強みが必要である。一見できそうで、他社にはできないことを強みとして、磨いていく必要がある。走りながら考えるにしても。偶然に頼るだけでは危うい。努力は必要であるが、頑張れば何とかなるというほど世の中は甘くない。

・新しい製品やサービスをアイデアとしてイメージした時、その原価計算を想定できるか。こうありたい、こうできたらいいなという期待はあるとして、それを実現するには相当なツメを必要とする。原価は計算するより、まず企画せよ。原価企画が何よりも重要である。

・原価企画ができるか。企画できるとして、それがビジネスとして成り立つような仕組みに作り上げられるか。この構想力が問われる。

・資金がなければ、事業は継続できない。資金的余裕がなくなると、経営判断に狂いが出てくる。本来のあるべき姿や行動から離れて、当面の資金繰りに四苦八苦するようになる。

・こうなると、事業にも手抜きが出て、ビジネスモデルが崩れてくる。上場企業においても、粉飾決算まがいの会計操作に追い込まれる例も多々ある。

・新規事業を自力で立ち上げるのか。強みを出し合って、合併事業とするのか。他社の事業

---

本レポートは、独自の視点から書いており、基本的に会社側の立場に立つものではない。本レポートは、投資家の当該企業に対する理解促進をサポートすることを目的としており、投資の推奨、勧誘、助言を与えるものではない。内容については、担当アナリストが全責任を持つが、投資家の投資判断については一切関知しない。本レポートは上記作成者の見解を述べたもので、許可無く使用してはならない。

を買収して、一気に立ち上げるのか。スピードとリスクの取り方で、方策はいくつもありうる。

・常に自社とのシナジーを考慮していく。うっかりすると、自社にとって都合のよいシナジーばかりに目がいってしまう。そうすると、判断が狂い、目算が外れてくることもある。

・M&A では、のれんの取り扱いが課題となる。今のバランスシートには計上されていないが、当社にとって価値のある資産を評価して、それを無形資産として購入する。この分がのれんである。

・IFRS（国際会計基準）では、のれんの償却は必要でないが、その資産が価値を生まないとなったら、一気に減損償却が必要になる。日本の会計基準では毎年一定額を償却していくが、見込みが外れればやはり減損を余儀なくされる。

・企業の稼ぎをどうみるか。どの企業にも、その会社の本業がある。まずは本業の儲けを知りたい。そのためには営業利益が最も大切である、というのが一般的な見方である。

・でも、お金に色はない。大事なのはキャッシュ・フローで、どのくらいお金が入って、残っていくか、という見方も有力である。とすれば、純利益よりも EBITDA（償却前営業利益）を重視すべきである。となる。

・M&A の時、その企業の EBITDA の何倍まで企業価値として評価するか。この EBITDA 倍率が重要な指標となる。PER（株価収益率）を企業の成長性評価として利用するのと類似する。EPS も重要な指標であるが、企業の実質価値は EBITDA の方が妥当であるとして、これを KPI として使っている企業も多い。NTT もその 1 社である。

・資本コスト経営が広く求められ、多くの企業で定着し始めている。ROIC と WACC が資本効率を測る上で使われている。でも、本当に使いこなしている企業と、形式的に表示しているようにみえる企業では、大きな差があろう。

・「資本コストと株価と意識した経営」が本気で求められて、ようやく変化が出ている。日本発のグローバル企業で、競争優位性を発揮している企業において、資本コストをベースにした経営はずいぶん前から実行されている。でも、その数は多くなかった。

・製品やサービスが国際競争力を有していれば、それを武器に収益性も確保できた。ところ

---

本レポートは、独自の視点から書いており、基本的に会社側の立場に立つものではない。本レポートは、投資家の当該企業に対する理解促進をサポートすることを目的としており、投資の推奨、勧誘、助言を与えるものではない。内容については、担当アナリストが全責任を持つが、投資家の投資判断については一切関知しない。本レポートは上記作成者の見解を述べたもので、許可無く使用してはならない。

が、競争優位性に陰りがでてくると、それをどう立て直していくか。その時に、収益性や効率性をきちんと測って、ポートフォリオの入れ替えや事業の立て直しを実行するには、共通の尺度が必要である。

- ・これが機能していないと、ビジネスモデルの再構築がうまく進まず遅れてしまう。日本企業はこの20年遅れをとってしまったが、ようやく一部に変化が出ている。

- ・ビジネスモデル (BM) については、多層的にみていく必要がある。大企業であれば、事業部門がいくつもある。事業特性からみてBMもいろいろありうる。一方で、企業全体を俯瞰的に見た時、全社的なBMを総体としてみることも必要である。

- ・全社のBMは、個々の事業 (BM1, BM2, BM3 など) の総和であるが、その総和のあり方も問われる。積層的にとらえることで、BMの社会的価値と経済的価値をうまくつなげることもできよう。

- ・資本効率重視の経営を実践しながら、BMを積層的にとらえて、先進的な企業経営を実践している企業として、例えば村田製作所がある。

- ・通常、企業の将来を予想するのが、アナリストの仕事である。しかし、予想がはずれることも多い。本当に予想できるのか、という疑問も出てこよう。企業経営者は、企業の将来を自ら創り出そうとする。そのためには、企業価値の予想ではなく、価値の企画が必要である。

- ・この企業価値を何年のタイムスパンで立案し、実行していくか。短かくて5年、長ければ20年という期間が想定されよう。投資家はビジョンと中長期計画を通して、この価値企画を知りたい。その内容について議論をして、ビジネスモデルを共有したい。そういう会社を10社ほど選んで投資したいと思う。

## 二つの価値に分けて統合を目指すには～社会的価値の認知

- ・企業価値を2つに分けてみよう。経済的価値と社会的価値の2つである。企業の活動は、ステークホルダーから何らかの賛同が得られなければ続かない。提供する価値に満足してもらえなければ、十分な経済的リターンは得られない。社会的に意味のある価値を提供し、それが認知され、信頼に結び付かなければ、いずれ自らの存在が危うくなる。

- ・経済的価値と社会的価値の2次元に分けられるといっても、それは必ずしも独立したも

---

本レポートは、独自の視点から書いており、基本的に会社側の立場に立つものではない。本レポートは、投資家の当該企業に対する理解促進をサポートすることを目的としており、投資の推奨、勧誘、助言を与えるものではない。内容については、担当アナリストが全責任を持つが、投資家の投資判断については一切関知しない。本レポートは上記作成者の見解を述べたもので、許可無く使用してはならない。

のではなく、相互に関連している。そうはいつでも、企業活動として、2つに分けて分析することには意味がある。財務数値だけで企業の実態は捉えられない。財務数値になる前の活動はもちろん、財務数値では測りきれない価値もある。

・企業価値とは、その企業が生み出す将来キャッシュ・フローの現在価値であるという見方は有力ではあるが、十分ではない。社会的価値がすべて経済的価値として捉えきれないからである。

・測れないものは評価できない。一面の真理ではあるが、測り方にもいろいろあり、常に一元的にまとめられるものではない。多次元の価値評価があつてよいし、人の認識にはそのような行動が反映されることもよくある。

・経済的価値と社会的価値の積和（積集合）を求めて企業活動を行うというのが一般的であろう。社会的な価値を通常の財務数値で捉えきれないとすれば、その効果（インパクト）を何らかの形で測りたい。その試みがいろいろ始まっている。

・今年4月に京都大学の特別セミナーがあつた。「金融・資本市場とサステナビリティの論点～投資家の視点から考える将来像～」というテーマであつた。そこでの論点についてどのように考えるか。いくつか取り上げてみたい。

・気候変動（CC:クライメットチェンジ）に対して、カーボンニュートラル（CC）に向けた対応が求められている。このGX対応が自社の成長戦略と結び付いていけばよいが、CO2排出への対応、そのための投資、投資のためのファイナンスがうまくいくのか。ギャップを埋めることは容易ではない産業、企業も多い。

・鉄鋼、アルミ、肥料、セメント、航空、電力などで、トランジション・ファイナンスがうまくいくのか。人々の生活にとって不可欠の産業であるとするれば、サステナビリティに関する開示基準を統一して、比較可能性を高めてほしい。そうすれば先行投資でリードする企業をファイナンス面でサポートすることはしやすくなる。

・企業のサステナビリティにとって、ISSBの基準は有効となりえよう。そこで何が重要か。そのマテリアリティを経済的基準（財務データ）と社会的基準（社会的インパクトデータ）の2つに分けてみると、理解が進みそうである。それでもスコープ3になると、バリューチェーンの評価は容易でない。

---

本レポートは、独自の視点から書いており、基本的に会社側の立場に立つものではない。本レポートは、投資家の当該企業に対する理解促進をサポートすることを目的としており、投資の推奨、勧誘、助言を与えるものではない。内容については、担当アナリストが全責任を持つが、投資家の投資判断については一切関知しない。本レポートは上記作成者の見解を述べたもので、許可無く使用してはならない。

・慶大の白井さゆり教授は、アジアの国々はEUをみながら米国にとらわれず、もっと早いスピードで対応を進めていると語った。

・CC に対して、どのようにファイナンスを迅速化するか。経営者と共に、投資家・アナリストももっと知見を広げていく必要がある。従来型の狭い価値基準では、企業のサステナビリティを確保していくことはできないと、三菱UFJ リサーチ・コンサルティングの吉田まり氏（フェロー）は指摘した。

・一方で、社会的価値は、大局としては正論であって、反論しにくい。CC は望ましい、あるべき姿である。ところが地政学的リスクや大国の政治的勢力争いが絡んでくると、政策は流動的になる。

・EU のEV 推進は、エネルギー戦略、自動車産業戦略として、一時ほどの勢いが無い。中国の優位性を削ぎ落とすことが必要になっているからである。

・米国ではESGを軸としたサステナビリティの推進について、Eの環境対応という点で、化石燃料拒否、再エネ推進という姿勢に変化が出ている。Pro ESG (ESG 推進) vs Anti ESG (反ESG) で、民主党の推進派と共和党の反対派が対立している。化石燃料に依存する州では、石油産業を守りたいからである。

・社会的課題に、企業は自らのパーパス（存在意義）に照らして、果敢に取り組む必要がある。本業として取り組むか。慈善事業として取り組むか。その姿勢が問われる。

・自らにとっての社会的価値をどのように定義するのか。ここが曖昧では、政治的流れに惑わされかねない。かといって、そこには関わらないという消極的姿勢では、社会的評価は上がらず、人材は集まってこないであろう。

・企業価値を生み出すビジネスモデル(BM)を輝かせるには、経済的価値と社会的価値の双方を高めていく必要がある。BM とは中長期の金儲けの仕組みである、と筆者はわかりやすくいうことにしているが、その上で、尊敬されるには社会的価値が十分認知されることである。

・まずは、社会的価値をどのように測るか。ここに挑戦して、何らかの見える化を始めてほしい。そういう企業の姿勢が投資家に伝わってくるか。企業選択の1つの軸として大いに注目したい。

## 企業報告を投資に活かす～独自性の中の一貫性、最適性、比較可能性

・企業価値創造にとって重要なことは何か。企業価値創造とは中長期の金儲けであり、そのために重要なことをマテリアリティという。こういうと分かり易いが異論もあろう。

・社会的な価値がなければ中長期的に持続できないし、経済的価値が十分になければ、やはり持続できない。経済的価値優先ではないが、中長期の金儲けには社会的価値は当然含んでいる。

・価値を創るには、企業としての何らかの仕組みが必要で、その仕組みがビジネスモデルである。価値創造の仕組み（ビジネスモデル）が今ピカピカに輝いていればよいが、多くの企業は課題を抱えている。

・自社の特色と強みを踏まえながら、今後の経営環境を想定して、将来のありたい姿をイメージする。この構想がどこまで描けるか。社長ひとりで描くのか、社員一人ひとりが関わっていくのか。ここにも社風が出てくる。

・将来のありたい姿をビジョンとして掲げ、自社の存在意義（パーパス）を明確に位置付ける。それを実現するためのビジネスモデルを BM2 とする。今のビジネスモデル BM1 に対して、BM2 は明らかにもっと輝くものになるはずである。

・それを実現するために大事なもの（マテリアリティ）は何か。自社にとって重要なこと、投資家にとって重要なこと、を両サイドから見定めていく。BM2 を実現するために、BM1 で足りないものを、いかに手に入れ作り上げていくか。その方策を戦略という。

・この戦略を立案して、実行していく。それを遂行する経営者の経営能力は十分か。十分でなければ、交替して新しい経営者にリーダーシップを発揮してもらおう。取締役会はそれを担うガバナンスを発揮できるか。ここを知りたい。

・新しい戦略にとって、イノベーションは不可欠である。イノベーションは成長戦略の要であり、技術革新にとどまらず、新しい仕組みの開発、組織は人材の革新を意味する。改善や改良ではない。全く新しい仕組みを創り上げて、世の中をリードすることを狙う。

・新しいことに挑戦しなければ、大きな価値を得られない。一方で、新しいことにはリスクが伴う。何事にもリスクはつきものである。リスクをとらなければ、リターンは得られない。

本レポートは、独自の視点から書いており、基本的に会社側の立場に立つものではない。本レポートは、投資家の当該企業に対する理解促進をサポートすることを目的としており、投資の推奨、勧誘、助言を与えるものではない。内容については、担当アナリストが全責任を持つが、投資家の投資判断については一切関知しない。本レポートは上記作成者の見解を述べたもので、許可無く使用してはならない。



しかし、会社が負担しきれない重大なリスクを抱えるようでは危うい。

・自社が遂行する戦略に、この重大なリスクが隠れていないか。リスクを認識して、そのリスクを担う覚悟を定めておくこと、そのリスクを回避する方策を考えておくことも求められる。これも戦略の1つである。

・非財務情報である ESG も含めて、企業が公表する統合報告書、サステナビリティ報告書、有価証券報告書に目を通して、価値創造の仕組みを確認したい。注意すべきことは、こうした企業報告には、会社として分かったことしか書いていない。

・まだ十分立案できていないこと、気が付いていないことは記載されない。よって、書いていないことは、その会社の弱みであると認識しておいた方がよい。その上で、機会あるごとにフォローしていく必要がある。さらに、記載されていることは本当か、正確であるか、という点で、何らかの保証もほしい。

・ESG については、それが BM に組み込まれているか。つまり、価値創造に貢献するようなレベルで、組織に組み込まれて、機能しているかを問いたい。G のガバナンスにおいて、社外取締役は取締役会を活性化させて、戦略が迅速に実行されているか。

・S の社会では、人材が活かされ、バリューチェーンでのつながりとして機能しているか。E の環境では、気候変動でスコープ 3 を視野に入れて、バリューチェーンを回しているか。ESG が企業のサステナビリティにどれだけ貢献しているかを知りたいのである。

・BM は一般論ではなく、自社の独自性、こだわりをしっかりと示してほしい。KPI を定量的に掲げてほしいが、そこでは一貫性、最適性、比較可能性がほしい。

・つまり、データとして継続性があり、それが良さを示す指標であって、しかも比較ができるような内容であることが望ましい。投資家が望むからではなく、そうならないと、自社のマネジメントにおいても KPI として使えないからである。

・投資家としては、企業報告をどのように活用していくか。四半期毎の決算短信をベースにした決算説明会は、個人投資家（株主）もリモートで視聴したい。四半期なので、CFO や IR 責任者による説明で十分である。

・半期毎には、社長/CEO が説明会に出て、今後の経営環境や戦略の遂行、中期計画の進捗

本レポートは、独自の視点から書いており、基本的に会社側の立場に立つものではない。本レポートは、投資家の当該企業に対する理解促進をサポートすることを目的としており、投資の推奨、勧誘、助言を与えるものではない。内容については、担当アナリストが全責任を持つが、投資家の投資判断については一切関知しない。本レポートは上記作成者の見解を述べたもので、許可無く使用してはならない。

などについて話してほしい。

・年に1回は、有報、統合報告、サステナビリティ報告も入れて、社長及び各々の担当のトップから中長期の見解を聞きたい。文字のレポートは大事であるが、やはりマネジメントからの生の声も理解を深めるには不可欠である。

・今やステークホルダーはマルチである。即ち、社員であると同時に株主である。自社だけでなく、世の中で有望と見られる企業の株主として、その会社の価値創造に参加していく。

・また、バリューチェーンやコミュニティの中で、各々の価値創造にも関わっていく。投資家や株主はすでに多面的な顔をもち、役割を担っている。企業報告の重要性は一段と高まっている。誰が読んでいるかではなく、誰にでもみられている、という局面にある。

・ピンときた会社の企業報告に目を通しつつ、まずは少数株主として関わっていききたい。投資のスタート、投資家としてのリスクリングはここから始まろう。

### 統合報告グランプリを投資に活かす～構想力、イノベーション、サステナビリティの評価

・日経の統合報告書アワードで、2023年のグランプリにコンコルディア FG、東京応化、野村総研が選ばれた。今年2月に選定されたものであるが、改めて熟読してみた。株式投資を考えた時に、いかに役立つかという視点を重視した。

・コンコルディア・フィナンシャルグループ（コンコルディア FG）は、PBR 1倍割れにどう取り組むのか。ROEの向上、資本コストの抑制が本当にできるのか。それを担う経営戦略、人財戦略が素晴らしいと評価された。現在、PBR 0.71倍＝ROE 5.87%×PER 12.1倍である。

・東京応化工業（TOK）は、競争優位性が発揮できるビジネスモデルを確立し、企業価値の向上策をしっかりと遂行しようと評価された、非財務資本の長期的資産化も明解に語った。現在、PBR 2.19倍＝ROE 10.2%×PER 21.5倍である。

・野村総合研究所（NRI）は、成長ストーリーが一貫しており、ビジネスモデルが進化している。社会的課題の解決にむけて提言する具体策も評価された。現在、PBR 7.23倍＝ROE 21.6%×PER 33.4倍である。

・この3社について、筆者（アナリスト）の視点で評点してみた。コンコルディアの片岡社本レポートは、独自の視点から書いており、基本的に会社側の立場に立つものではない。本レポートは、投資家の当該企業に対する理解促進をサポートすることを目的としており、投資の推奨、勧誘、助言を与えるものではない。内容については、担当アナリストが全責任を持つが、投資家の投資判断については一切関知しない。本レポートは上記作成者の見解を述べたもので、許可無く使用してはならない。

長は2年前に就任し、収益力の向上に取り組んでいる。PBR 1倍割れに対処するには、ROEの向上と資本コストの引き下げが必須であると判断し、その具体策を明確に掲げた。

・地域金融機関としてのビジネスの基本は、顧客にソリューションを提供できる関係構築にある。これは30年後も変わらないという認識である。そのためのグループ人財戦略を立案し、サステナブルファイナンスを軸に事業の拡大を目指す。

・リスクアペタイト・フレームワーク (RAF) の高度化をテーマに、これを「資本コストと株価を意識した経営」に直結させようとしている。自社の資本コストを6.0~9.0%と試算した。現在5%台のROEを中期計画では6~7%に上げ、将来は9%以上を目指す。

・ROEの向上に5つの方策、株主資本コストの抑制に3つの方策を掲げている。人材戦略では、営業人員の強化とともに、1人当たりソリューション収益の向上を目指す。

・全体のフレームワークは整合的に明示されている。2024年度は中期計画の3年目を迎える。成果は上がりつつあるが、その実効性をもう少し見極めたいところである。

・東京応化 (TOK) は、種市社長のもと、「社会の期待に化学で応える」を実践している。フオトレジストの世界的トップ企業で、シェア26%を有する。高純度化を推進し、顧客密着のロングラン R&D 体制を確立し、事業ポートフォリオのフルラインアップを目指している。

・社員の幸福度の追求を明確に掲げ、人的、知的、製造資本の一体化、営業、製造開発の三位一体化を実践している。土井専務は営業本部長兼開発本部長である。「光を、熱を、表面をコントロールする材料」作りを通して、イノベーションへ貢献し、社会的価値を創造する。

・ROE 10%以上を実現すべく、目先の好不況にとらわれない経営を追求する。「取締役協議会」を設け、取締役、執行役員、関係部署長が自由に議論する場を通して、戦略遂行の実効性を上げている点もユニークである。グローバルな伸びしろという点で有望と感じる。

・野村総研 (NRI) は、コンサルと IT ソリューションが一体化することで、時代を先取りする「コンソリューション」を追求している。人材の質の高さ、此本会長の社長時代のストーリーの書下ろし力も高く評価できる。グローバル展開も着実に進めており、いかに収益性を高めるかが次の課題である。

・DX1.0(顧客のビジネスプロセスの変革)から DX2.0 (業界横断型プラットフォームによる

本レポートは、独自の視点から書いており、基本的に会社側の立場に立つものではない。本レポートは、投資家の当該企業に対する理解促進をサポートすることを目的としており、投資の推奨、勧誘、助言を与えるものではない。内容については、担当アナリストが全責任を持つが、投資家の投資判断については一切関知しない。本レポートは上記作成者の見解を述べたもので、許可無く使用してはならない。

増価蓄積)を経て、今やDX3.0 向かっている。社会そのものがDXによって変革されていく。このDX3.0 時代にあって、20 のテーマを掲げ、その中からNRI が価値提供でリードできるものを実践していく。

- ・営業利益率、生産性でITソリューション業界トップである。日本取締役協会のコーポレートガバナンスイヤー(2023年)を受賞した。特定の経営者に依存しない経営継承手法の実践が高く評価された。

- ・実際、今年4月に此本氏から柳沢氏へ8年ぶりに社長が交替した。柳沢社長はコンサル出身の女性社長で17人抜きの抜擢人事であった。プロ集団のマネジメントを誰に任せるか。その実践の仕組みが高く評価された。

- ・V2030のビジョンでは、未来社会、最適社会、安全安心社会との共創を図り、営業利益で年率9%成長、2026年3月で売上高8100億円、営業利益1450億円、ROE 20%以上を目指す。シンクタンクとしての会社提言を、自社の経営にも見事に活かしている点に大いに注目したい。

- ・3社を1)経営者の経営力(構想力と戦略性)、2)事業の成長性(イノベーション)、3)業務のリスクマネジメント、4)経営のサステナビリティ(ESG)という点で筆者なりに評価すると、コンコルディアFG 83点、東京応化(TOK) 100点、野村総研(NRI) 92点であった。いずれもAクラスである。伸びしろの違いに着目しつつ、継続的にパフォーマンスをみていきたい。

## アクティブ投資家として知りたいこと〜カギはプライシング戦略

- ・企業が投資家に分かってほしいことと、投資家が知りたいことには常にギャップがある。このギャップをいかに埋めていくか。投資家からみると、多くの他の投資家はすでに知っており、自分だけが知らないことなのか。自分が知りたいことは、みんなも知りたいはずであるが、会社サイドが十分開示していないことなのか。

- ・企業から見ると、そんなことは企業秘密で、競争優位を確保するために、投資家や株主であっても教えられないこともある。一方、多くの場合、投資家は企業の秘密を知りたいと言っているわけではない。企業価値を創り出す仕組みをもっとよく知りたいのである。

- ・企業価値を創り出す仕組みがビジネスモデル(BM)で、分かり易くいえば、中長期の金儲

本レポートは、独自の視点から書いており、基本的に会社側の立場に立つものではない。本レポートは、投資家の当該企業に対する理解促進をサポートすることを目的としており、投資の推奨、勧誘、助言を与えるものではない。内容については、担当アナリストが全責任を持つが、投資家の投資判断については一切関知しない。本レポートは上記作成者の見解を述べたもので、許可無く使用してはならない。

けの仕組みである。今どきの表現でいえば、企業のサステナビリティをいかに確保するか。財務情報だけでなく、非財務情報も含めて、会社の将来を分かり易く語ってほしい、ということになる。

・あえていえば、事業概況を丁寧に説明してほしいわけではない。もちろん会社の中身を知らなくては、投資はできないが、投資家はわが社のことを知らないから、まずはここを丁寧に説明してわかってほしい、という解説を長々と聞かされても退屈してしまう。

・将来を知りたいからといって、中期計画を説明されてもピンとこないことがある。その中期計画に魅力を感じないことも多い。なぜか。中期計画を通して、何を実現していくかという本質が伝わってこないからである。

・社長の人柄と覚悟を知りたい。会社の強みと次のイノベーションを知りたい。リスクマネジメントで最も心がけていることを知りたい。こうした項目について、会社の個性を絡めながら本音で語ってくれるなら共感がわいてくる。

・アクティブ投資家であるから、企業評価に当たっては ESG インテグレーションを基本とする。1) 経営者の経営力、2) 企業の成長力、3) 事業のリスクマネジメント、4) 企業を支える ESG、の 4 つの軸から企業を評価していく。

・事業の推進に当たって、当然マーケティングリサーチがなされていよう。単なる市場調査ではなく、それを踏まえた自社の優位性を生み出す仮説と展望について、何らかの見通しを語ってほしい。長期ビジョンに留まらず、それを具体化していく道筋を知りたい。

・現在の製品やサービスについて、その価格は妥当なのか。顧客にとって安ければよい、高いと受け入れられないというレベルの話ではない。わが社はどのような価値を生み出して、それを提供しているのか。

・顧客はその商品やサービスを通して、次にどんな価値を見出し、満足しているのか。バリューチェーンにおける位置づけを、何らかの形で理解したい。そこには、会社の主張があるはずである。

・プライシング戦略は秘密で開示できないと躊躇してしまうかもしれない。具体的な実行戦略にはふれなくてもよいが、価値をどのように価格に反映させるのか。その配分については考え方を知りたい。別の見方でいえば、もっと値上げをしたら何が起きるのか。現在の製品・

本レポートは、独自の視点から書いており、基本的に会社側の立場に立つものではない。本レポートは、投資家の当該企業に対する理解促進をサポートすることを目的としており、投資の推奨、勧誘、助言を与えるものではない。内容については、担当アナリストが全責任を持つが、投資家の投資判断については一切関知しない。本レポートは上記作成者の見解を述べたもので、許可無く使用してはならない。

サービスのプライシングだけでなく、次の主力分野についても、その方向性が知りたい。

・事業のポートフォリオを見直してほしい、と外部の投資家はよくいう。当然である。将来を見通して、収益性と成長性の低い領域から高い領域へシフトしていくのは当然の経営である。当たり前のことはスピーディにやってほしいと思う。

・ところが、経営の執行サイドは2つの点で同意しない。1つは、方向はその通りだが、迅速を求めるとフリクション(摩擦)が大きいので、タイミングを図りながらじっくり手を打っていくという。

・もう1つは、今は低収益でも、今後やりようによって収益性を高め、場合によっては成長させることもできるとみている。それなら本気で実行してほしいが、甘い期待だけで現場に任せていることも多い。

・新製品・新サービスの開発には時間がかかるのも事実である。中期計画を3~5年で立てているが、技術開発だけで5年を要するという案件もあろう。それは否定しないので、開発戦略、投資戦略のフレームワークははっきりさせてほしい。

・キャッシュを余らせないでほしい。もっと投資をしてほしい。そのためのファイナンスに大いに力を入れてほしい。デットかエクイティか、財務戦略を明確に語ってくれることが企業への信頼性を高める。

・「資本コストと株価意識した経営」は当然のことであり、価値創造のストーリーをしっかりと固めてほしい。投資家とのエンゲージメント(建設的な対話)がうまくいっていないとすれば、どこに原因があるのか。投資家が知りたいことを、企業家である経営陣は分かっているはず。

・但し、すぐにできることとできないことはある。また、そもそも無理な要求もあろう。対話をしながら、投資家のニーズを仕分けして、経営判断に活かしてほしい。ここを相手に分かってもらわないと、経営者として適任でないとみられてしまう。

・投資家説明会でも、個別面談でも、株主総会でも、対話がはずむ経営者はすばらしい。ああ、いい質問をするな。その答えが、なるほどうまい。本音で丁寧に話してくれる。説得力があると同時に、納得できる。こういう会社に継続投資しながらポートフォリオを作って、投資を楽しみたい。

本レポートは、独自の視点から書いており、基本的に会社側の立場に立つものではない。本レポートは、投資家の当該企業に対する理解促進をサポートすることを目的としており、投資の推奨、勧誘、助言を与えるものではない。内容については、担当アナリストが全責任を持つが、投資家の投資判断については一切関知しない。本レポートは上記作成者の見解を述べたもので、許可無く使用してはならない。