

## ベル投資環境レポート

# 独自の企業価値をいかに追求するか ～ 企業価値評価のモデルを考える ～

2012年8月24日

鈴木 行生

### 1. はじめに ～ 企業価値評価の視点

・武田薬品工業の企業価値はどこにあるのだろうか。日立製作所の企業価値はいくらなのだろうか。東京電力の社会的価値はどのように棄損したのであろうか。企業価値は本当にお金で測れるのだろうか。確かに価値は価格では測り切れない。そもそも価値付けは人によって異なる。価格に割り戻してみようとする時、大事なものが失われる可能性もある。それでも我々投資家は企業価値を評価したいと考えている。

・企業価値を評価する視点はいくつあってもよい。しかし、人が定性的に、できるだけ違った視点からものごとをみるには、3つか4つくらいの方がよい。あまり多くなると見極めが難しくなり、バイアスも大きくなる。しかも、分り易いほうがよい。そこで、3つの視点に絞ってみよう。

・第1は市場性である。その企業は何らかの価値を創造している。その価値を提供している活動は、どこで行っているのか、商品やサービスを提供するマーケットについて知りたい。ローカルかグローバルかという市場の広さを問う。その市場は成長しているのかすでに成熟しているのかという市場の発展性を評価する。そして、競争相手が多いいのか少ないのかという競合の度合いについて検討する。

・第2は革新性である。その企業の価値創造の仕組みであるビジネスモデルはどこまで独自であるか。新しい仕組み作り、すなわちイノベーションにどのように挑戦しているのか。そうした仕組みを通じて、経営資源や組織能力をいかに高めているか、が本質的に重要である。

・第3の視点は、社会性である。提供する商品やサービスが本当に不可欠な存在として認められるものであるか。ESG（環境、人権、統治）という活動において、十分な責任を果たしているか。自らの価値創造に関わるステークホルダー（利害関係者）と良好なコミュニケーションを図り、彼らの理解と満足を得ているかどうか問われる。

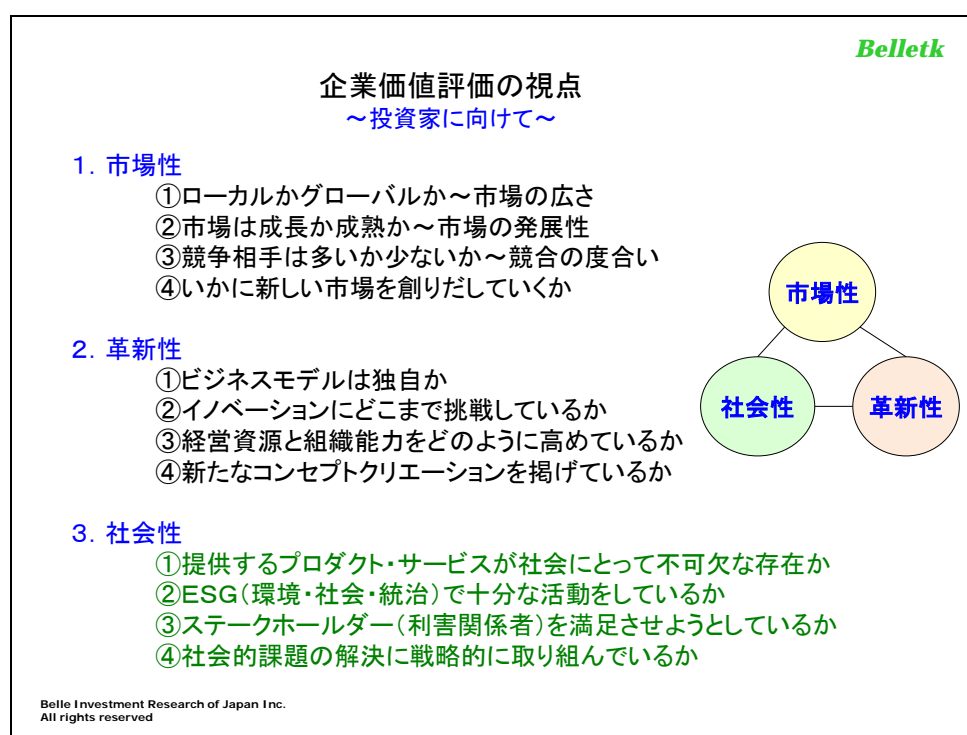
・企業が商品やサービスを作り出し、提供する一連のプロセスが価値創造である。価値創造を行う仕組みがビジネスモデルであり、それを単刀直入に言えば金儲けの仕組みである。

---

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。

しかし、自分だけ儲かれば後はどうでもよい、というのでは長続きしない。皆にいい顔をして、利益が上がらなければ、同じように長続きはしない。1つの仕組みが今は有効に働いていても、経営環境の変化に適応しなければ、いずれ陳腐化して衰退してしまう。

・市場は創り出すものであり、革新は挑戦するところから生まれる。どの場面においても、社会的存在としての持続性が常に求められる。投資家は企業活動の市場性、革新性、社会性を評価して、投資判断をする。そう考えると、さほど難しいことではない。しかし、そんな抽象的なことをいわれても具体的なイメージがわからないと、言われそうである。ものごとの基本を定めて、それを自分の言葉で互いに語ってみることがまずは大事であろう。



## 2. ビジネスモデルに着目

### ワンカラにみる「既存業種新業態」というビジネスモデル

・成熟経済に入った日本において、健康で快適に余暇を楽しむことは大きなテーマであり、潜在需要は大きい。また、成長期のアジアにおいても豊かさが増してくれば、余暇に対するニーズは当然高まってくる。余暇産業といえば、通常、アミューズメント、スポーツ・

フィットネス、観光・行楽、趣味・教養に分けられる。

・人々は歳を重ねても元気でいたい、若者には負けられない、という気持ちを持っている。健康であり続けるには、運動、コミュニケーション、家族、食事、ストレス発散、リラックス、睡眠が大事である。ここを市場にしていけば、マーケットはまだまだ開拓できる。活動的なアクティブシニア層をどう開拓して、コミュニティ化していくかが焦点で、今の時代に合った方向である。

・衣食住の次は余暇。カラオケは1つのアイテムであり、フィットネスも1つのアイテムである。いずれも大衆的(ポピュラー)で手軽である。この庶民的なものを新しい形で提供することができるのか。事業ドメインは余暇。余暇市場はマクロの統計でみると全く伸びていない。しかし、その中で、安・近・短志向は強まっている。安くて近くて短くという手軽で身近・なレジャーの集合体が攻めるべきターゲットとなりうる。

・それには、イノベーション(革新的な仕組み)を持ち込む必要がある。これをコシダカホールディングス(コード2157)の腰高社長は、「既存業種新業態」と呼んでいる。取り組む事業分野(セクター)に目新しさはないが、そこでやろうとしていることは、全く新しい仕組み(ビジネスモデル)でサービスを提供しようというものである。まねきねこやカーブス(女性専用フィットネス)はまさにその典型で、ボウリングや温浴もこうしたものにしようとしている。

・既存業種新業態といっても、新しいことはすぐ真似されてしまうのではないか。確かに、どんなビジネスでもそのまま続けていけば時代に合わなくなってくる。そこに新しい仕組み(イノベーション)を持ち込んでビジネス化する。真似ができないようなもので先行し、後で真似されても、徹底的に考えて先行すれば、結果的に真似できないものになる。カラオケ本舗まねきねこも、既存のカラオケ店を活用するという仕組みであるが、誰も同じような水準まで真似できず、当社が圧倒的な低コストを実現している。

・1人カラオケのニーズは相当ある。新宿の歌舞伎町に通常のカラオケ店を出店したが、昼間の3割は1人客である。かき入れ時に1人で来られては困るが、1人で楽しみたいというニーズはあるので、ワンカラを作ることにした。小スペースで、ヘッドフォンを使ってカラオケを楽しむというスタイルである。

・1人カラオケの専門店として、昨年11月に神田駅前に1号店、今年4月に高田馬場に2号店をオープンした。1人でカラオケを歌う、ワンカラが予想以上に好調である。神田店の場合は24のピット(個室)があり、料金は1時間600円(9:30~18:00)、1100円(18:00~23:30)である。楽しみ方は、ゴルフの練習場やバッティングセンターといった感じである。但し、いかにも練習というのではなく、1人で気兼ねなく好きな歌を好きなだけ歌い

たいということだ。1人でゆっくり歌うことが楽しいのである。

・ワンカラは偶然当たったのではない。腰高社長の発案で、カラオケのいろいろな楽しみ方を研究し、提案すべしという方針の中で、社長自身がやりたいと思ったことである。本社の社長室の隣に実験ルームを作って工夫を重ねてできたものである。

・飲食の消費は少ないが、効率よくピットの使用料が稼げるので、従来のカラオケに比べても採算は良好である。単価が高いこと、シフトの人数が少なくて済むこと、稼働率が高いことである。これが当たったので、ワンカラの出店を加速する。従来、当社のカラオケ店(まねきねこ本舗)は都心には少なかったが、うまく立地さえ合えば都心でも出店する。今期中に10店は出店する計画である。

・コシダカは、カラオケ、フィットネスの店舗数でどちらも日本ナンバーワンである。2月末でカラオケ317店、フィットネス1100店、ボウリング16店、温浴4店を展開している。今2012年8月期は経常利益で43.5億円、前年度比+30.4%と引き続き好業績が見込め、ピーク利益を更新しよう。フィットネスのカーブスは極めて好調であり、カラオケもキャッシュカウ(金のなる木)として着実に貢献度を高めていることによる。

・カラオケは500店へ、フィットネスは1500~2000店へ、ボウリングは45店へ、温浴は50店へ拡大する計画である。これによって、売上高700億円、経常利益100億円は十分狙える体制を整えつつある。独自のビジネスモデルで価値創造を行うユニークな企業として注目したい。

### グローバル・マイクロ・カテゴリー戦略に勝機あり

・日本企業は、はさみ打ちに合っている。途上国と先進国の両方から攻められて、逃げ場を失っているようにも見える。しかし、産業によって、企業によって大きな差があり、強さ・弱さを一方的に見るだけでは偏りが生じる。

・製造業はもちろん、サービス業でも多くの企業がアジアに進出していく。アジアに出て行って成功している流通業の代表は、コンビニ(コンビニエンス・ストア)であろう。日本で培ったビジネスモデルが見事に通用している。

・かつて、こんな話を聞いたことがある。ある大手の流通業のトップがGMS(大型スーパー)の効率化を進めた。この仕組み革新を自動車会社の合理化の達人にみてもらったところ、全く不十分であるとの診断が下ってしまった。ところが、同じグループのコンビニを見たら、これは十分合格であるということであった。製造業の視点で見ても、コンビニのビジネスモデルはしっかりと出来上がっていたのである。

---

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。

・自らの強みを突き詰めていき、そして、それがアジアでも通用するのであれば、現地進出は上手いこう。ここが問われている。一方で、製造業にありながら、海外現地生産にでていけない会社もある。海外での販売は大いにしているが、現地生産はせずに競争力を確保する作戦である。

・日進工具（コード6157）は、金型を加工する工具の中で、刃先径6mm以下の超硬小径エンドミルメーカーとして、業界トップである。この会社は海外に工場を作らない。メイド・イン・ジャパンで世界を目指す。

・日本の電子部品は世界トップクラスである。海外に出ていくにしても、コアは日本に残す。その日本市場において、小径エンドミルでトップになれば、世界でもトップになることができるという考えである。

・当社は、輸出中心で、海外生産は考えていない。メイド・イン・ジャパンでいいものを作り、国内を固めれば、小さい商品なので世界に輸出するにも物流コストは高くない。コストダウンも進めるので、輸出で十分戦える。輸出の仕向地をみると、欧州の輸出先は、独、仏、伊、スイスで、自動車、航空機、医療機器の部材加工分野に強い。これに関連した機器メーカーにエンドミルを納入している。アセアンでは自動車、家電向けが多い。

・輸出では刃先径12mmなどの市場はかなりある。生産すれば売れることは分かっているが、当社では積極的にはやらない。あくまで小径で差別化していく方針である。欧州とアジアは攻めているが、米国には積極的には参入していない。欧亜は日本と同じcm、mmでいけるが、米国はインチである。メートル法でない国の商品は別に作る必要があり、それは効率的でない。

・途上国の追い上げへ対抗する戦略、つまり韓国、台湾、中国の企業との競争についてはどのように考えるか。アジア市場もニッチ戦略でいく。市場が伸びているので参入しやすいが量を追いかけるといずれ価格競争になる。これを避けるには当初から差別化していくことを考える。

・今のところ、超硬小径エンドミルについて、アジアの企業は競争相手になるほどではない。性能、品質面でのバラつきから見て、その差は大きい。価格は日本の2分の1、3分の1ながら、肝心の性能が出ない。しかし、レベルは上がってきているので、次の手を打っていく必要がある。当社はメイド・イン・ジャパンを基本としつつ、2つの戦略を実行している。1つは、新製品の開発であり、もう1つは生産性の向上である。

・生産性の向上では、生産効率のアップに向けて、自社開発機械による無人化を図っている。これによって20~30%の生産性アップは十分できる。新製品の開発と相まって、現地ローカル企業にネットワークを広げ、販路を確保しておくことが重要である。販路がしっか



りできていれば、いざとなつて無人化機械で現地生産に入ることは十分可能である。今のところその計画はないが、十分な競争力を確保するために手を打っている。

・中期的には、超硬小径エンドミルのシェアを40%に高めることは可能であろう。また、海外売上げが現在20%であるが、これを30%に上げていけば、その分成長余地は高まる。海外の採算は今のところ国内よりやや低いが儲かっている。海外も国内と同じように小径で攻めていく、このニッチ戦略は十分通用する。グローバル・マイクロ・カテゴリー戦略に勝機あり、といえよう。

### 場所ではなく、ヒトに届けるクロネコのアジア戦略

・ヤマトホールディングス(コード9064)の木川社長の話を聴いた。ヤマトHDは海外ではあまり知られていない。1919年創業の運輸会社、パーセル・デリバリー・サービスをスタートして、30年がたつ。7年後に創業100周年を迎えるが、現在、7ヵ年の中長期計画を立てて、それを推進している。

・目標は、アジアでNo.1の流通ソリューションプロバイダーになろう、というものである。海外フォワーダー(海外貨物運送業)や国際引越しは20カ国で展開しているが、宅急便は2000年に台湾に進出したのが初めてで、2年前に上海、シンガポールへ、昨年香港、マレーシアに進出した。

・クロネコヤマトの宅急便をアジアで本格的に展開しようとしている。しかも、サービスは国内と同じもので、日本国内と同じレベルの内容で提供しようとしている。日本のサービスは過剰ではないか、というアンケートも出ているが、サービスのレベルは落とさない方針である。

・その場合、海外でモノを運ぶという役務(サービス)を日本人でやることはできない。現地の人に同じレベルでやってもらうことになる。日本と同じようなセールスドライバーになってもらう。営業マンがドライバーをやって届ける。一定の時間帯に届ける。不在なら何度でも訪問するという日本のやり方は崩さない。

・代金回収のコレクト、世界で真似のできないクール宅急便、コンビニへの受渡窓口の設置など、すでに現地でスタートさせている。香港ではサークルK、白洋舎もデリバリーの拠点になっている。新鮮な生ガキもクール宅急便で届けられる。香港をアジアのハブにして、華南(深圳、広州)、華東(上海)、華北(北京)を結んでいく。広域の中で、日本と同じような仕組みを実現して行こうとしている。

・日本では宅急便によって、生活スタイルや生活文化が変わった。この変革をアジアで起

こしていきたい、と木川社長はいう。宅配は、場所に届けるのではなく、ヒトに届けることをミッションとしている。中国では、Eコマースの配送がネックとなっている。ここにニーズがある。

・一方、アジアでは、何でもすぐに真似されてしまう。すでに似たような業者も出ている。しかし、日本で作り上げた仕組みをアジアの広域で展開するならば、その優位性が生きるはずである。まさにジャパンテイストの実践である。現在数%の海外売上比率を7年後には20%以上に持っていくことを目標に掲げている。ROEでも11%以上を目指している。大いなる挑戦である。日本での強みをアジアでも発揮できるか、アジア版クロネコヤマトのビジネスモデルの確立に期待したい。

### ものづくりを超える日立の社会イノベーション

・日立イノベーションフォーラムで、日立製作所(コード6501)の中西宏明社長の話を聞いた。最も印象的であったことは、日立はものづくりを超えてきた、という点である。社会イノベーションを事業にするという思いが実行に移されている。

・世界のGDPは伸びて行く。とりわけアジアの伸びが高く、2030年には世界のGDPの47%(2010年26%、1990年11%)をアジアが占めるようになる。その時日本はわずか4%にとどまる。アジアが伸びるといふ見通しに疑問のある人は少ないと思う。

・その成長に当たっての課題は、都市化である。都市の人口が増えて行く。都市の社会インフラ(エネルギー、交通、水、通信など)をいかに整えていくかが大きなテーマであり、ビジネスチャンスでもある。この都市化がテーマであるという点は、ドイツのジーマスでも全く同じ認識である。

・そこで日立は社会イノベーションをテーマに、日立グループが社会イノベーションを担っていくことを宣言し、ここで新しいビジネスを創り上げようとしている。今後10~20年で、100万人都市がアジアに続々登場してくる。当然、電力、情報通信、水などが必要になるはずで、すでにさまざまなプロジェクトが動き出している。

・日立の社会イノベーションは、社会インフラ作りとITを融合させることによって、新しい仕組みを創ろうとしている。CEMS(コミュニティ・エネルギー・マネジメント・システム)もその1つである。ビッグデータ(大量のデータ)を活用することによって、人の行動を分析し、新しい商業施設、災害に強い町づくりなどに結び付けていく、ということもできる。

・そもそも日本の強みは何か。それは、ものづくりにある、というのが従来の基本的な考え方であろう。ものづくりが大切であることに何ら異論はないが、いいものを作るという

やり方だけでは、アジアでは必ずしも通用しない。ものづくりをもう少し突き詰めてみると、現場に密着したきめ細かな対応である、と中西社長はいう。狭い意味でのものづくりにこだわるのではなく、現場に密着し、現場と対話して、そのフィードバックを活かして、よりよいシステムを作り上げていくという考えである。

・単に自国のものを、他の地域にもっていけば、役に立つはず、売れるはず、ということではない。例えば、シンガポールは四季のない国である。空調エネルギーシステムについて、日本や欧米のものをそのまま持っていけばよい、というものではない。別のノウハウが必要である。水の配管についても、その国の実情に合わせて行く必要がある、と中西社長は強調する。現場密着で本当のニーズを知って、それに合致したシステムを提供しようとしている。

・ストレージ事業では、単なるベンダーから IT ソリューションプロバイダーへシフトしていく。シリコンバレーに拠点を有するが、米国、アジア、欧州に地域本社を置いて、マーケットインしていく。英国での鉄道事業では、現地に販売、エンジニアリング、メンテナンスの会社を設立し、英国人のマネジャーを軸に、現地で雇用を増やし、継続的な収益を上げて行こうとしている。水に関しては、シンガポールのハイフラックス(Hyflux)、日本の商社と事業運営会社を設立して、インドで工業立地の水の利用について、ビジネスの拡大を目指している。

・社会イノベーションの戦略強化は、2010年の中西社長の就任から加速されている。現在の中期計画では、2012年の見通しである売上高 7900 億円、営業利益 327 億円、売上高営業利益率 4.1%、海外売上高比率 23%に対して、2015年度の目標は、同 1 兆円、同 700 億円、同 7%、同 33%を掲げている。

・昨年、かつて日立のトップであった庄山氏のコメントを聞く機会があった。ものづくりは、単にものを作るのではなく、ものを作る仕組みの重要性を強調していた。今の日立はものづくりを超えようとしている。世界のトップクラスとどこまで戦っていけるか、日本を代表する日立の社会イノベーションに注目したい。

### 3. ポーターの共通価値創造 (CSV) からの示唆

#### ポーターのCSVから企業を見る

・ハーバード大学のマイケル・ポーター教授の話聞いた。彼の提唱する“共通価値の創造” (Creating Shared Value、CSV) について、ポーター教授の論旨を私なりに咀嚼し

---

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。



てみる。

・企業が社会の中で果たすべき役割は何か。その社会のテーマや抱えている課題に対して、ソリューションを提供するようなイノベーションを起こすことが求められている。そのための企業活動が、共通価値の創造(CSV)である。これが、ポーター教授のコアアイデアである。

・組織を考えると、政府やNGOは一定の役割は担うことができても、人々に十分な繁栄をもたらすことはできない。ビジネスを展開する企業こそが繁栄を生み出すことができる、とポーター教授はいう。

・世の中にはさまざまな社会問題が発生している。それに対していろいろな組織が対応しようとしているが、現実には難しい。解決に当たって、十分なリソースがないからである。政府が、国民にベネフィットをもたらさないこともある。一方で企業活動においても、企業が社会に損失を与えるような問題を起こすことも多い。いわば、企業と社会の緊張関係が高まっているともいえる。

・では、企業はどのように行動すべきなのか。これまでの流れをみると2つの動きがあった。1つは、フィランソロピー(寄付やボランティア活動)である。このこと自身は良いことであり、これからも続けてほしいことである。しかし、活動のインパクトが大きくなり、問題の解決になっていないことも多い。ロックフェラー財団でもインパクトは限られている、とポーター教授はいう。

・もう1つは、CSR(企業の社会的責任)活動である。確かにリスポンシビリティ(責任)が鍵であり、コンプライアンス、シティズンシップ(市民権)、サステナビリティに結びつく。環境への影響に配慮すべし、という考えに象徴されるように、企業は広く社会を痛めつけてはならない。人々の生活にとって、将来の制約要因にならないようにする必要がある。実際、ここ15年ほど多くの企業はCSR活動に力を入れてきた。このCSR活動も良いことであるが、社会へのインパクトという点では必ずしも十分ではない。問題解決への影響度という点では、軽減には貢献しているが、未だ不十分である。

・そこで、さらなる前進が必要である、ポーター教授はいう。それが共通価値の創造(CSV)の追求である。CSVでは、経済的価値の創造と社会的問題の解決による社会的価値の創造を統合する。つまり、社会的価値(ソーシャルバリュー)を組み込んで、企業価値を追求するというのである。

・資本主義を広義に機能させようとしている。企業のビジネスモデルを使って、社会的な課題を解決しようとする。そこでは、企業はソーシャルバリューを創りだすとともに、エコノミックバリュー(経済的価値)も伸ばしていく。対立ではなく、相乗効果を狙っている。

---

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。

総てがうまくいくわけではないだろうが、納得できるベクトルである。

- ・企業価値の評価に当たっても、例えば、ベルレーティング法における評価軸の1つであるソーシャルにも、ESG、CSRだけでなく、ソーシャルバリューの向上に結びつくような枠組みを具体的に取り入れて行きたいと思う。

### CSVにみる発想の転換

- ・多くの企業活動は、伝統的顧客、限定されたマーケット、従来型のアウトソーシング、自己中心的なグローバル化などにしばられて、社会のニーズに十分応えておらず、それに対応するイノベーションへの挑戦が低下しているのではないかとハーバード大学のマイケル・ポーター教授は指摘する。
- ・そもそも社会的課題の解決を目指すソーシャルバリュー(社会的価値)の追求と、企業価値(コーポレートバリュー)の追求は両立する、とポーター教授はいう。例えば、環境汚染を減らすにはコストがかかるというが、それはこれまでのやり方に問題があるからである。リソースやシステムが効率的に使われていないからで、ここにイノベーションを起こせば汚染は克服できる。
- ・労働環境における事故についても、安全と企業の利益をトレードオフ(折り合い)の関係で捉えることは間違いである。こうした認識は誤りで、安全性を高めれば労働生産性は向上する、というように考えるべきだ。トレードオフではなく、シナジー(相乗効果)を追求していくことが求められる。
- ・社会的価値を上げることと、経済的価値の追求にはシナジーがある、とポーター教授はいう。これをイノベーションで解決していく。そこに、企業の新しい存在価値がある。例えば、水をもっとほしいという社会的ニーズに対して、企業はイノベーションを通じてその解決に貢献していく。
- ・ポーター教授のいうCSV(共通価値の創造、Creating Shared Value)を追求するには、3つの見直しが必要である。①製品・サービス、顧客、ニーズの再認識、②バリューチェーンの見直しによる生産性の再定義、③企業活動を行う地域を活性化させるローカルクラスターの開発、である。
- ・例えば、インシュリン関係を得意とする医薬品メーカーのノボノルディクス社(デンマーク)は、先進国の人々に糖尿病の薬を提供して成長してきたが、これは一部の人たちに対する貢献でしかない。途上国も含めて、医療サービス、薬を提供しようとする、薬、価格、教育などを全面的に見直す必要があると考えた。そこで新たなターゲットを定め、テクノ

---

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。

ロジーでそれを切り開くことにした。このイノベーションに成功すれば、それは途上国での市場開拓とともに、先進国でもそのまま通用するはずである。リバース・イノベーションが実現する。

・CSVは制約条件を取り払い、社会から求められる課題を大きく捉えて、そのテーマを解いていく。その中で、社会的価値を含めたコーポレートバリュー(企業価値)を拡大していくことが、大きなチャンスを開き出すという発想である。ポーター教授のCSVという視点を、企業を評価する時のもう1つの軸としてぜひ活用したい。

**Belletk**

**M. ポーターの共通価値 (Shared Value) に共感**

1. 日本企業は効率化を進めてきたが、戦略が不十分であった
  - ・ 本来に人のやらないことをやっていたか
  - ・ 真似のできない戦略目標を作ろう
2. 共通価値の創造 (CSV, Creating Shared Value)
  - ・ 経済的価値と社会的価値はトレードオフではない
  - ・ ソーシャルなテーマをイノベーションによって克服していく
  - ・ 企業こそそのソリューションを持続的に提供できる
3. ファイランソロピー(寄付、ボランティア活動)、CSRでは解決しえない
  - ・ ソーシャル・イシューに対するインパクトが小さい
  - ・ 本当のソリューションの提供にならない
4. 社会的価値向上と経済的価値向上にはシナジーがある
  - ・ 環境汚染と保全・・・効率的に使われていないから汚染が出る
  - ・ 安全と事故・・・安全になれば効率、生産性は高まる
5. CSVの3つのレベル
  - ①製品-ニーズ、カスタマーの再認識      ダウケミの農薬、ノボルディクスのインシュリン
  - ②生産性-バリューチェーンの再定義      ロジスティクス、長期雇用
  - ③地域-ローカルクラスターの活性化      コミュニティをよくする
6. CSVの追求
  - ・ ネスレは食品会社ではなく、栄養を提供する会社
  - ・ ナイキは靴の会社ではなく、健康を提供する会社
  - ・ 利益は目的ではない。いかに社会にベネフィットをもたらすかである
  - ・ 戦略の中に社会を入れよ

(出所)マイケル・ポーター(ハーバード大学MBA教授)、  
講演「Creating Shared Value」、日立イノベーションフォーラム、  
2012年7月20日

**Belle Investment Research of Japan Inc.**  
All rights reserved

## その会社は何屋さん、CSVに見る新しいコンセプト

・日立製作所は、かつて重電機メーカーといわれ、その後総合電機メーカーといわれた。今や社会イノベーションを標榜する会社に転身しようとしている。日立イノベーションフォーラムで、ハーバード大学のポーター教授が、持論であるCSV(共通価値の創造、Creating Shared Value)について講演した。

・企業は社会に対して、どのようなスタンスを取るのか。社会が抱える課題を解決すべく、そのニーズに応えながら、自らのビジネスも拡大していけばよい。つまり、社会的価値と

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。

経済的価値をトレードオフ(折り合い)と捉えるのではない。つまり、一方を立てれば、他方が成り立たないという対立の中で、うまく折り合いをつけるというのではなく、より大きな解を求めて行く。社会への影響を企業の価値創造の本来的活動と捉え、ここにイノベーションを起こしていく。

・その場合、バリューチェーンの見直しも必要になる。リソースの活用、ロジスティクスの削減、サプライヤーの支援などを通して生産性を上げることが求められる。社員に長く働いてもらい、病気にならないようにすることや、そのための保険の仕組みはいずれも生産性の向上に結びつく、とポーター教授はいう。

・しかし、社会の課題を解決しようという社会的価値の追求は、慈善事業ではない。新しい事業を生み出す推進力にすることである。新しい共通価値をいかに追求していくか。そのためには、企業が活動する地域社会、コミュニティそのものを良くしていく必要がある。また、産業クラスターのレベルを上げて行くことも重要である。典型的には、日本の自動車メーカーと部品メーカー(サプライヤー)が永年やってきたことでもある。しかし、昨今の日本企業は、この新しい共通価値創りで苦勞しているのではないかと、ポーター教授は指摘する。

・CSVでは、ネスレ(スイス)が最も進んでいる、とポーター教授は評価する。栄養と水と田舎の開発をテーマに、CSVを企業のミッションにしている。実際、ネスレは、「共通価値の創造」は、ネスレが事業を行ううえで基盤となる考え方であり、主幹事業の中の特定の分野、すなわち、栄養、水資源、農業・地域開発といった社会と株主双方にとっての価値を最も創出できる3分野に焦点を絞っている、とホームページの中で述べている。

・重要なことは、企業戦略の中に、ソーシャルディメンション(社会的価値の軸)を加えることである。米国のホールフーズ・マーケット(WFM、食品スーパー)はCSVで成功している。そういう目でみると、多くの業界で新しい動きが広がっている。戦略的ポジションの転換が重要で、ネスレは食品の会社ではなく栄養の会社、ナイキはくつの会社ではなく健康の会社、IBMはスマートシティやスマートプラネットを提供する会社であるといった具合である。

・ポーター教授は、①経営戦略の中に社会(ソーシャル)を入れよ、②その上で、製品、プロセス、地域を見直せ、③さらに目先の収益性ではなく、いかに社会を変えていくかという視点で評価体系を見直せ、と提言する。既に実践している会社は続々と出ている。

・われわれが企業評価を行う時にも、例えば、ベルレーティング法の4つの軸において、ソーシャルバリューを組み込んだ企業評価に一段とシフトしていく必要があるだろう。企業の新しいコンセプト・クリエイション(考え方の創造)をベースに、ビジネスモデルの革新に

取り組んでいるかどうかを的確に判断するうえで、ポーター教授のCSVの考え方は大いに活用したいと思う。

#### 4. 企業価値評価と株価評価

##### 企業価値評価の3つの軸

・企業の価値を評価する時、将来収益をディスカウント・キャッシュ・フロー（DCF）法で現在価値に割り戻して計算するやり方が一般的であるが、将来収益を予測するのは容易でなく、数量化できない部分も多い。

・ここでは企業価値を定性的に判断する3つの軸を考えてみる。第1は経営者の経営力である。これを3つの要素から評価したい。①は、経営理念やビジョンを明確にして、それが共有できており、コーポレート・ガバナンス（企業統治）の仕組みもしっかり作っているか、という点である。②は、経営戦略の立て方からみて、その戦略構築力は十分か。そして、③は、将来の目標へのコミットメントと、それを遂行するリーダーシップを十分発揮しているか、という点である。

・第2の軸は、企業の成長力・持続力である。本来、会社の成長力と持続力は分けて考えた方がよいが、ここでは1つにまとめてみていく。ここでの3つ要素とは、①として、中期経営計画の中身とその進捗度が適切であるかどうかである。②は、ビジネスモデルの頑健性（ロバストネス）である。企業価値創造の今の仕組みが、多少の経営環境の変化にびくともしない強さを持っているかをみていく。③は、イノベーションへの挑戦である。今の強さを持続し、次の成長機会を手に入れるためにどのようなイノベーション（仕組み革新）に取り組んでいるかを評価する。

・第3は、業績変動のリスクである。その要素として、①は、歴史的にみて現在の業績水準はどのような局面にあるのかを判断する。また、ROEの水準もどのレベルにあるかをよく知っておく。②は、業績変動の要因である。通常の利益変動要因のほかに、予想外のことが起きた時にどのように対応するのか。その手立てと影響の度合いについても評価したい。③は、中期業績の方向性とその達成についての蓋然性（確からしさ）である。確からしさが高いとすればどうしてか、かなり低いとすればどこに課題があるのか、を知っておきたい。

・投資家は、こうした3つの要素を、まずは分る範囲で確認する。次にすぐには分らないとすれば、どのような点がはっきりしないかを明らかにする。そうすると、投資家やアナ

---

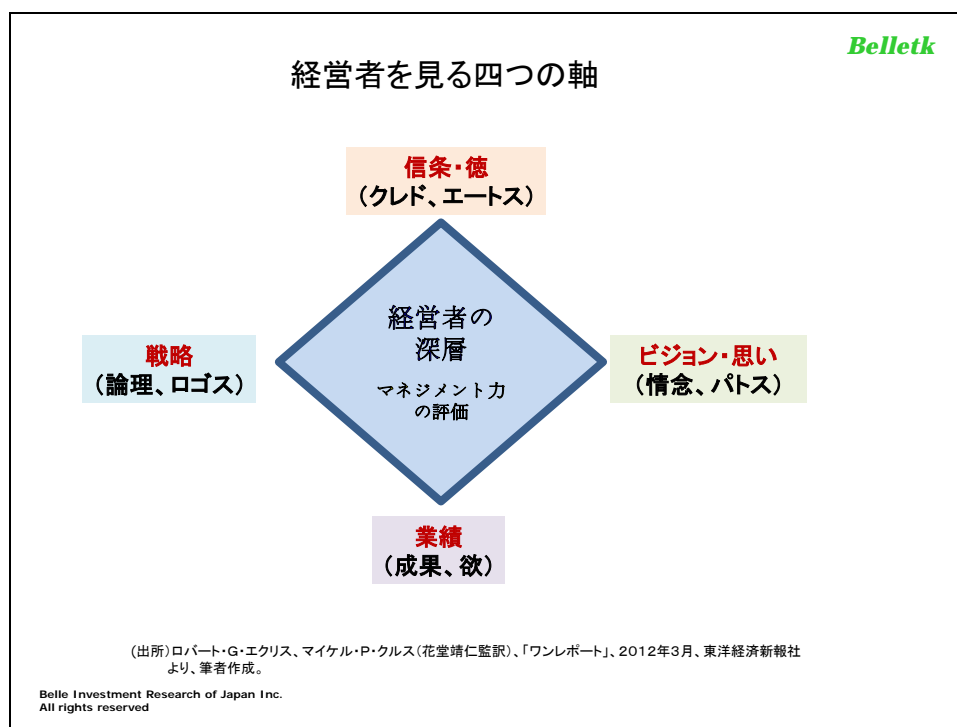
本レポートは、独自の視点から書いており、基本的に会社側の立場に立つものではない。本レポートは、投資家の当該企業に対する理解促進をサポートすることを目的としており、投資の推奨、勧誘、助言を与えるものではない。内容については、担当アナリストが全責任を持つが、投資家の投資判断については一切関知しない。本レポートは上記作成者の見解を述べたもので、許可無く使用してはならない。



リストは、この点について会社側に聞いてくる。経営者に直接会って、それを知ろうとする。事業担当の責任者に会って公表されたベースで、内容を理解しようとする。あるいは、IRの担当者に事実の確認や将来の見直しに関する材料を聞いてくる。

・経営者の経営力、企業の持っている事業の成長力や持続性、そして企業の中長期業績の変動リスクの程度については簡単には分らない場合も多いが、投資家はそれを知りたい。将来に関わることについては、IRの担当者にとっても明確な答えがないかもしれない。しかし、投資家は会社の未公開情報や秘密を知りたいわけではない。将来を判断する材料、ヒントを公開情報の中から得て、それをもって自分なりのシナリオを描いていく。

・大事なことは同じ会社を継続的にみていくことによって、理解が進んでいく。株主になる前に十分な時間が必要であり、株主になった後も会社は変化していくので、その状況を丹念にフォローしていく必要がある。そのためには、これらの3つの軸に分けて評価してみるものが役立つであろう。



### ベルレーティング法の実践～3軸の場合～

・評価軸が3つの場合のベルレーティング法について説明する。これは個人投資家向けに利用をすすめているものであるが、実は筆者自身が実践している。会社説明会に行って社

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。

長の話聞いた時に、その直後に次の3つについて自分で採点してみるという方法である。

・評価の軸は、①経営力、②持続力・成長力、③リスクの3つである。厳密に言えば、この3つの軸が評価者にとって本当に独立した事象であるか、評価点数が主観的であるため、その加法的性(アディティブルール)が成り立つかという疑問もあろう。

・ここでは、投資家が何となく1つの軸で会社の善し悪しを判断してしまうことを避けるために、3つの視点に分けて、より分析的に会社を評価するように導くための便法として用いている。3つでなくて、もっと細かくファクターを抽出してもよいが、人の主観的判断の適性を考慮して、ここでは3つにしている。

・機関投資家はプロであるから、企業評価に当ってはより精緻な定性分析や定量分析を行っている可能性がある。その方法は運用機関やファンドマネージャー固有のやり方であって、一般に外部には公表されていない。しかし、ここで用いているようなファクターについては、当然よく検討しているはずである。

・企業のIR部門においても、投資家が会社に対して知りたいと思う項目としては納得できることが多いと思う。それを前提にして、3つの軸について、3段階で採点してみる。人が主観的に判断する場合は、3つくらいが丁度よく、とりあえず差をつけやすいからである。

・企業のIRについて話を聞いた後、①その経営者の経営力が十分優れていると思えば3を、良好だが努力を要すると思えば2を、かなり改善を要すると思えば1をつける。②企業の事業内容の持続力、成長力について、十分な持続力や成長力が見込めるならば3を、持続や成長の機会は有するが努力を要すると思えば2を、持続・成長の確保には改善を要すると思えば1をつける。③リスクについて、業績の下振れの可能性が少ないとみれば3を、下振れしても小幅に止めることができると思えば2を、大きく下振れする可能性がかなりあるなら1をつける。

・自分で判断したものを記録する。例えば、その会社が222なら、そう記録する。222は、点数でいうと60点であると理解する。 $2+2+2=6$ 、 $6\times 10=60$ である。そうすると組み合わせ上、111~333までいろいろあるので、30点から90点までばらつく。

・ここで大事なことは、評点した内容を自分で再考することである。他人の判断を参考にする必要はない。自分がいつも111(30点)をつけるなら、どうして自分は何の話も聞いても厳しい評価をしてしまうのか、いつも222(60点)となるのはどうしてか、333(90点)になった要因は何なのかなど、自らの判断の根拠を見直ししていくことが重要である。

・IRの担当者は、同じ話をきいてもらっても、投資家によって受け止め方が違うと感じる

---

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。

はずである。違ふとすればそれはどうしてなのか、を突き詰めていく必要がある。さらに皆の評価が低いとすればなぜか、高いとすれば何がよかったのかなど、理由を検討していけばよい。常に仮説をもっておくことである。そうすれば次なる改善案も浮かんでくる。

・とにかく1度やってみると、いろいろ分ってきておもしろい。まずは是非試していただきたい。

## 企業評価と株価評価の関係

・この会社の企業価値はいくらか。それをお金の尺度で測りたいと思えば、DCF（ディスカウント・キャッシュ・フロー）法で計算すればよい。その企業が生み出す業績を予測する。その業績のうち、特にキャッシュ・フローを現在価値に割り戻す。理屈ははっきりしているが、その予測数字を作ることはかなり難しい作業である。

・予測には絶えず、不確定な要素が入り込む。数値になりにくい部分も多く、数値化するプロセスには主観的な判断も入ってくる。よって、投資家やアナリストの予測というのは多様なものになる。その予想のぶつかり合いの中から、株式市場は何らかの均衡点を求めていく。

・均衡を求めているのであって、価格（株価）の決まり方がフェアであるということはいえなくても、その値が妥当な価格かどうかはわからない。しかし、マーケットで付いた値段であるという点では、万人が容認しやすいものである。もし価格の決まり方に何らかの操作（マニピュレーション）が入っているとすれば、それはもはやフェア（公正）とはいえない。

・では、主観的な判断にそれなりの意味付けはできるのだろうか。各人がどう判断するかは本人の勝手であるが、そのプロセスを第三者にどれだけ論理的に説明できるかが重要である。だが、説明しにくい直感というのも入り込んでくるので、他人に納得してもらうのは容易ではない。

・多くの会社は今期の業績予想を公表している。今期の業績だけで会社の価値は決まらないうが、足元の業績について会社の姿勢を知ることは出来る。会社によっては、3カ年計画など中期計画を作っている。中期計画は予測ではなく、実現に向けて努力する目標とやり方（戦略）を示しているものである。そこで、その実現の確度（確からしさ）を判断するのも1つの予想である。

・つまり、予想には2つある。業績という結果（アウトカム）がいくらになるかという業績予想と、その予想値の実現性に関する確からしさ（確率）である。確率100%の予測値を

出せればよいが、そう簡単ではない。ところが金融の世界では予測が1つという場合が少なくない。アナリストの業績予想は1本であり、確率はない。最も可能性が高い予測を1つだけ表示している、と解釈できる。その方が分かり易いからである。ヒトの特性に合っているともいえる。

- ・今の株価が著しく割高か、割安か、あるいは概ね妥当ゾーンにあるかを判断するのはさしてさして難しくない。まず、PBRを見る。1を下回っているとすればどうしてか、3を大きく上回っているとすればなぜかをよく考えてみる。次に、ROEをみる。ROEが8%を大きく下回っているとすれば、どうしてかを考えてみる。当分ROEが8%を上回る見込みがないとすれば、株価は割安とはいえない。

- ・次にPERをみる。PERが10倍を大きく下回っているか、30倍を大きく上回っているかをみる。EPSが変則値ならば、どうしてそうなのか。EPSが一応まともな数値ならば、どうしてPERが高いのか、低いのかを検討する。最後に、配当利回りをみる。配当利回りが5%に近いのであれば、どうしてかを考えてみよう。

- ・このように考えると、その会社の足元の業績と中期業績の方向性・蓋然性（確からしさ）について、マーケットがどう受け止めているかが分る。ここから勝負である。それでは、自分はその会社の業績の将来についてどう考えているか。ここに何らかの確固たる自分の判断が求められる。それを確認するのがベルレーティング法である、と理解していただくと、使い勝手が出てこよう。

## 良い会社と割安な会社を見分ける

- ・企業の‘良し悪し’と、投資する時の株価の‘割高・割安’は峻別した方がよい。良い会社の株を買っておけば、よいパフォーマンスが得られるというわけではない。割安な株を買っておけば必ず儲かるかといえば、割安な株にはそれなりの理由があるので、これも一概にパフォーマンスがよいとはいえない。

- ・企業の良し悪しなどといわなくても、その会社のキャッシュ・フローを予測すれば、割引現在価値から、1株当たりの企業価値が出てくるのだから、それと株価を比較すれば、バイ、セル、ホールドはすぐに分かる。なにも良し悪しと割高・割安に分けて考える必要はない、という見方も成り立とう。

- ・投資家がIRの場に参加して、企業の良し悪しを判断する時、ベルレーティング法を使ってみるのも1つの方法である。これにこだわる必要はないが、大事なことは自分で判断することである。専門家と称するアナリストのレーティングではなく、自分で腕を磨いてい

く必要がある。機関投資家は当然それをやっており、プロのはずである。

・一方で、株価の割高・割安を比較的簡単に判断するには、次のようにすればよい。

\*まず、PBRを見る。1.0倍を下回っているならば、割安な可能性はあるが、そうとも限らない。

\*次に、ROEを見る。当期純利益が異常値でないことを確認したうえで、今期予想のROEを見る。会社予想の当期純利益を使えばよい。それが5%を下回っているなら、PBRが1.0を下回っていても割安とはいえない。逆に、10%を上回っているなら、良好といえる。

\*その次に、その会社の成長イメージを考える。①どちらかといえば、利益はもう伸びそうにない、②伸びるとしても変動が大きく、平均的な成長率はイメージしにくい、③着実にそこそこは伸びて行けそうだ、④かなり高い成長率が見込めそうだ、という4つのパターンに分けてみる。

\*その上でPERを見る。PERが5倍を下回っているなら、何か問題がありそうだ。20倍を上回っているなら、それなりに十分評価されている可能性がある。

\*最後に配当利回りをみる。ROEが8%を上回っており、ROEが安定していて、その上で配当利回りが4%以上あるなら、かなり割安かもしれない。

・こうした5段階にわけて、はっきり割高・割安といえない銘柄は、概ね妥当ゾーンにあると考えればよい。割高・割安がはっきり分かる会社にだけ着目すればよい。

・こうした企業レーティング（ベルレーティング、企業の良し悪し）と株価レーティング（割高・割安）を比較してみると面白い。私自身が、超小型企業93社の会社説明会に参加して、自分で実際に判断し、両方のレーティングを付けてみた。そうすると、そこに1つの傾向がはっきりと読み取れる。ベルレーティングで高い点数の付いた会社は、株価レーティングで割安になり易い、という傾向だ。これは、私だけのバイアス（偏見）かもしれない。

・ベルレーティングで低い点数の付いた会社は、株価レーティングでも割高と出てくる。企業レーティングが平均的な会社には、その中に割安な会社、割高の会社も混ざっているが、大体はそのどちらでもない。まあまあ妥当なところという水準である。

・このように、私の判断では、よい会社は割安の傾向があり、悪い会社は割高の傾向がある。大半の会社は良くも悪くもないと同時に、割高でも割安でもない。だいたい織り込み済みの状態にある。ならしていえば、2割強の会社が良い会社で、同じく2割強の会社が割安な会社であった。さらに、その6割が共通していた。



・これは私自身が付けてみたデータの傾向値である。投資家は自分の傾向値を知るために、同じようなことを実践してみると面白いと思う。企業を見る目と株価を判断する目は分けておいた方が、目利き力が上がると思う。是非実践していただきたい。企業のIRの方も、このところをきちんと分けて議論しないと、投資家とのコミュニケーション、互いの理解がうまく進まないと感じる。

## 5. 上場企業のIRサイドの対応

### 上場企業のIR担当者は機関投資家とどうつき合うか

・日本に3600社の上場企業がある。そのうち機関投資家が関心をもつ企業は何社あるだろう。TOPIXがベンチマークならば、東証1部上場企業が対象になる。それならば1部上場企業になればよいが、その数は1700社弱であるから、全体の半分にも満たない。また、アナリストが継続的にカバーしている会社は1000社余りと、全体の3分の1である。

・逆に、上場企業のうち、IRに積極的な会社は何社あるだろうか。はっきりしたデータは持ち合わせてないが、セルサイドのレポートが出ているという点で、1000社は確実に積極的であろう。証券会社は機関投資家から注文がもらえそうな会社のレポートを書く。機関投資家は自らのファンドに入れたいような会社を求めている。

・大手の企業は、機関投資家向けIRを自ら行っている。3社以上アナリストがついている会社は600社前後であるから、これらの会社はIRに積極的とみてよい。また、さまざまなIR支援会社が企業のIRをアシストしている。機関投資家向け、個人投資家向けにミーティングを設定したり、IRレポートを発行したりしている。日本証券アナリスト協会も機関投資家向けアナリストミーティングの場を提供している。それらの数から推測すると、外部のサポートを得ながらIRに意欲的に取り組んでいる企業は1000社程度であろう。そうすると、投資家向けIRに前向きな企業は2000社といったところであろう。

・また、全上場会社のうち、2000社は時価総額が100億円以下である。これらの企業は、よほど魅力的な会社でない限り、機関投資家には相手にされない。主因は、市場性・流動性という点で、自由に株式を売り買いできないからである。

・そうすると、機関投資家とつき合うには、2つのクラスに分けて考える必要がある。1つは、機関投資家が投資対象とする規模にすでになっているか、そうでないかという基準による分け方である。2000社の会社は一定の流動性を満たしていないという点で、そもそも

投資対象になりにくい。しかし、実はそれでもやりようはある。

・もう1つは、すでに機関投資家が投資対象とするのに、市場性からみて何ら不足はないのに、今一つ認知度が高まらない場合である。本当は機関投資家の側にもかなり問題があるのだが、ここでは企業サイドの問題だけに絞ってみる。

・発想を変えてみると、理解しやすい。1つの具体例をあげてみよう。かつて自動車アナリストをやっている時に、工作機械メーカーの営業担当の方がよく会いに来て、互いに議論した。当然、自動車業界の話であった。暫くして、その方が、全く別の会社に移ることになった。生産担当の役員か、管理担当の役員かという選択の中で、管理担当を選んだ。上場企業であるから、IRの責任者にもなった。

・さて、どうしたらよいかと相談してこられた。Tさんは営業のプロ、しかも、工作機械のような生産財は、こんにちとは訪問しても、すぐには売れない。顧客の事情をよくよく知らないで受注には結びつかない。この工作機械の営業担当としてやってきたことを、機関投資家を顧客とみたと同じことをやればよい、とアドバイスした。

・3年後に、彼は企業のIRで、最も有名な一人になっていた。当時、ホギメディカルのTさんといったら、かなりの人に知られていた。何を売るのか、わが社を売る。よく理解してもらわなければと、そこまでやるかというくらい熱心に説明して歩いた。アナリストを何時間も帰さないという熱心さであった。新しいアナリスト、新しいファンドマネージャーは新規見込み客であるから、とりわけ力を入れた。問い合わせに答えるのではなく、Tさんからどんどん電話をしてアポをとって、説明に行った、営業だから待ちの姿勢ではない、常に攻めていた。

・同時に自分の会社のことを徹底的に勉強した。分らないことは、社内を調べ回った。オーナー社長に絶えず議論をふきかけていた。わかったというところまでいくことを信念にしていた。今でいうB to Bのコミュニケーションを徹底して実行したのである。当時はPCも十分ではなく、電話が主流であった。

・今の時代、新しいネットワーク・システムを利用してIR活動を行えば、さらに工夫できよう。いかに、差をつけるか。Tさんのように、大いに議論し実行していききたいものである。

## 無理のない消極的IR

・IRで困っている方に、無理のない消極的IRをお勧めしたい。IRの担当者になっているものの、当面は必要最低限のことだけをやっておけばよい、と考えている人も多いか

と思う。

・いわく、

- \* 社長がI Rに積極的でない。
- \* I Rの前に会社の業績をよくする必要がある。
- \* 投資家にアピールする、これといって分かり易い強みがない。
- \* 上場会社として作成する資料に手が一杯で、そもそも人手と予算がない
- \* 機関投資家に相手にしてもらうには存在が小さすぎて、同業他社より見劣りがする。
- \* 個人投資家はいろいろうさいことを言うので、そんなに関わりたくない。
- \* 株主総会を恙無く済ませることが大事なので、目立つことはやりたくない。
- \* 会社のことをいろいろ聞かれても、社長ではないので、よく分からないことが多い。
- \* 投資家は何を基準に投資をするのか、今1つ全体の整合性が分からない。
- \* 自社の株価が何で動くのか、どこが妥当株価なのか、なかなかしっくりこない。

一言でいえば、輝く企業のI R担当者に比べて、会社にも自分の役割にも自信が持てない、という面があるのかもしれない。

・会社の中身が充実しているのに、株式市場でまだ十分認知されていないとすれば、それはそれでやりがいがある。一方で、I R活動をいろいろ手掛けても、なかなか目に見える成果が出てこないという点も悩みであろう。

・もっと厳しい局面もある。主力の商品やサービスがじりじりと後退し、業績も減益が続く、低迷を脱しきれないという局面である。I R活動をやろうにも、長く低迷していると投資家の関心を集めることができない。投資家は、業績が良くなると集まり、悪くなると逃げていく。当然といえば当然だが、もう少し長い目で見てほしいと願っても、将来の改革や新しい芽について、話せないことも多い。十分話せない中で、信じろといっても無理がある。

・ではどうすればよいか。難しくはない。①過去の事実、②今後の方向、③今やろうとしていること、の3つに徹すればよい。1つ目は、事実を明らかにしておくことである。今はよくない、目先は悪い、ということをはっきりさせておく。業績低迷の要因を明確にする。同業他社、類似企業との違いを分かるようにしておく。同じなら同じでもよい。というのは、同業他社から同じような情報を出された時に、当社はそんなことは十分わかっているという状況にしておくことである。

・2つ目は、将来の目指す方向やそのたたき台について、社長の方針を語っておくことである。抽象的でもよい。まだ固まっていないなら、十分固まっていないといえよ。今考えていることの意味付けをしておくことである。3つ目は、それを踏まえて、今取り組んでいることをはっきりさせておくことである。社長は必ず社員に語っている。そうでなければ組織は動かない。必ず何か持っているはずである。

・必ずしもコミットする必要はない。投資家はコミットメント(約束)を求めるが、まだ固まっていないもの、出来そうもないことを口に出す必要はない。しかし、これらの3点について整理して、分かるようにしておくこと、問い合わせに戸惑うことは少なくなる。最もよくないことは、結果としてよく分からないという状況を作り出してしまふことである。そうすると、疑心暗鬼が生まれ、ちょっとしたことがネガティブ情報として、マーケットにサプライズを与えてしまふ。

・問い合わせに対して分かるようにしていく。奇をてらわずに、不十分でも素朴に対応していると、会社は誠実であると受け止められる。投資家は、会社の状況をたえず把握しておきたいと思うので、印象は随分改善しよう。そうすれば、第1ステップとしてのIRの役目を果たすことができよう。

・まずは無理のない消極的IRに自信を持つことである。その中で、IRのプロとしての腕を磨いておくことである。会社全体を知りうる立場にあるのだから、これを活用して、キャリア・ディベロップメントに備えておきたい。次の場面での出番には、必ず活かすことができるからである。

## 大黒天物産、月次データの先にあるものを見る

・岡山県倉敷市に本社のある食品を中心としたディスカウントストア、大黒天物産(コード2791、東証1部)の決算説明会に参加した。ラ・ムー、ディオなどの店舗名で、中国地方、近畿地方など15府県に83店を展開する。

・今2013年5月期の業績予想は、売上高1139億円(前年度比+16.7%)、経常利益49億円(同+6.0%)、売上高経常利益率4.3%、ROE14.8%である。今期で創業27年目、経常利益ベースで27年連続増益を目指す会社である。今期の業績も十分達成可能であろう。

・今期の出店予定15~30店を入れても、総店舗数はまだ100店前後だが、25年の超長期計画では1000店舗、売上高1兆円を目指している。夢は大きく、それに向けてイノベーションに挑戦している。同業のバローは9県(都道府県数)で230店、ライフコーポレーションは8県で224店、マックスバリュージャパンは7県で168店、ヤオコーは7県で118店、マル

---

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。

エツは6県で266店である。これらに比べると、1県当たりの出店はまだ薄い。これから、ドミナントを目指して行く。

・本当にできるだろうか。誰でも疑問を持つであろう。この成熟した国内マーケットにおいて、後発ながらディスカントストアという業態を徹底して追及し、製造業も組み込み、農業法人を作り、他の食品スーパーを仲間に入れて効率を追求していく。

・この大黒点物産は、月次の既存店売上高の伸び率を公表しない。この会社はベンチャー企業であり、成長志向である。これからもいろいろ仕掛けていく。その時に既存店の伸び率に捉われたくない。投資家にもここで一喜一憂しないでほしい、という考えだ。あくまで中長期の視点で戦略を遂行していく。そのための戒めとして、既存店の数字は開示しない。今回の説明会でも一部のアナリストから強い開示要望が出されたが、大賀社長はこのように説明した。

・同じことが少し前のファーストリテイリング(FG)の柳井社長の発言にも見られた。柳井会長兼社長はいつもの口調で、短い言葉ながら単刀直入に‘思いと戦略’を語っていた。ユニクロは国内の利益率が圧倒的に高い。しかし、海外が伸びており、営業利益に占める比率も海外がウエイトを高めようとしている。店舗の数でも、海外のウエイトが本格的に高まっていく局面にある。

・ファーストリテイリング(FR)は、ファストファッション(fast fashion)の分野で世界一を目指している。2020年で売上高5兆円、経常利益1兆円を目標とする。最大のビジョンは、真のグローバルブランドを築くことである。ブランドとは単なる商品名や価格の認知ではなく、企業活動の全て、企業の本質そのものが永続的に支持されることであると位置づけている。

・興味深かった点は、これから海外のウエイトが高まっていくので、国内と同じように、海外の売上高に関する月次データを公表する予定はあるのか、という質問に対して、柳井会長はその予定はない、と答えたことである。柳井会長は、月次データの振れによって株価も変動する、月次データに本当にどのような意味があるのか、よく考える必要がある、と述べていた。

・投資家、アナリストは、企業の足元の動きを知りたい。短期的な業績に最も響くのは、月次の売上であるから、小売業、サービス業では月次のデータ(前年同月比伸び率、既存店伸び率)を公表する企業も多い。確かに役立つ。とすれば、多くの企業はどんどん海外に出ていくので、海外の月次データの動きも知りたいと思うのは当然である。

・それでは、月次ではなく、週次、日次のデータも同じように知りたいであろうか。月次実績や月次予想の当てっこゲームになっては本末転倒である。そんな目先の数字ではなく、

---

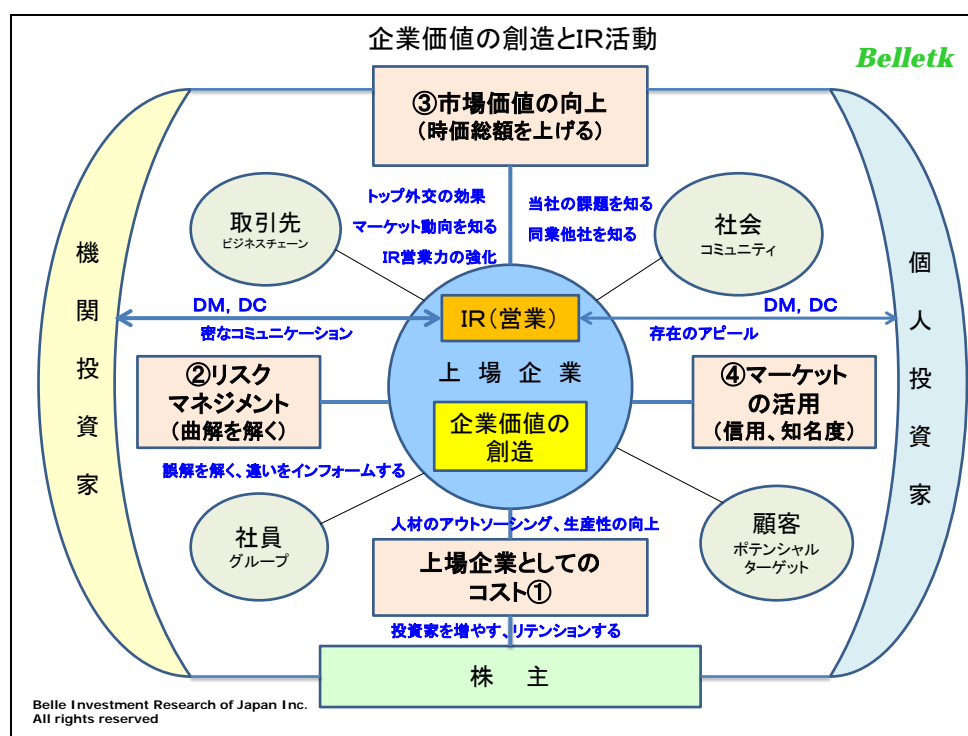
本レポートは、独自の視点から書いており、基本的に会社側の立場に立つものではない。本レポートは、投資家の当該企業に対する理解促進をサポートすることを目的としており、投資の推奨、勧誘、助言を与えるものではない。内容については、担当アナリストが全責任を持つが、投資家の投資判断については一切関知しない。本レポートは上記作成者の見解を述べたもので、許可無く使用してはならない。



会社が市場環境の変化にどのような手を打っているのか、それが上手くいっているのか、もう少し時間を要するのかなど、もっと大事なことがある。

・我々の短期志向を戒め、中期的な視点で会社を見ていく指標や分析の視点に注目したい。FRのグローバル展開について、柳井会長は短期的に多少失敗してもビクともしない。全てが上手くいくわけではないが、失敗を教訓として次の手を打っていく。

・大黒天物産の大賀社長も自らの思いを持って、佐々木副社長と二人三脚で、全国制覇を目指している。どこまでいけるか。そのビジネスモデルと成長戦略をよく見極めたいと思う。大黒天物産のおもしろさに大いに注目したい。



## 6. おわりに ~ やってはならないこと

・またぞろ金融不祥事が相次いでいる。何が問題なのか。人は放っておくと何をやるか分からない。ルールを決めて教育すれば分かっているはずであるが、どうして犯罪行為に走ってしまうのか。つい誘惑に負けてしまうからである。もうちょっとうまくやりたい、人より多く儲けたい、自分のノルマを達成する必要がある、らくして儲ける方がかっこいい、

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。

少しくらいなら見つかるまい、みんながやっていることだから、自分だけ手を染めないのは損をするなど、こうした感覚であろう。

・本音で、自分に問うてみたい。結局、自分はどうしたいのか。所詮、ヒトと比較して、うまく儲けたいだけだろう。これでは、メイクマネーのためには手段を選ばない、という行動に行きついてしまう。では、どうすればよいか。さほど難しくはない。3つの信念を固めておけばよい。いずれも、同じことを別の側面からみている。

・1つ、ダメなものはダメ。超えてはならない一線を自分なりに決めておくことである。具体的なことではない。何らかの事象に直面したら、これって大丈夫なの、と疑問を持つことである。そのうえで、ならぬことはならぬ、ダメなものはダメ、と判断すればよい。それを前提にどう立ち回るかを考えて行くと、進むべき道は自ずと見えてくるはずである。

・2つ、イマフはやらない。インサイダー取引、マニピュレーション、フロントランニングは絶対にやらないことである。インサイダー情報を入手した場合、自分が第1次情報受領者であっても、本人がその情報を使って金融取引をしなければ、人に伝えてもインサイダー取引にはならない、というのが本当だろうか。法に抵触しない形で工夫をすればすり抜けられるので、その工夫をするのが腕の見せ所という視点では話にならない。

・さらに、マーケットを操作して、自分だけうまく立ち回ろうというマニピュレーション(操作)も許されない。情報開示や取引執行の上前をはねて、先回りしてひと儲けしようというフロントランニングも姑息な手法である。

・3つ、ウソ取引はやらない。うそは必ずばれる。誰かをだまして自分だけうまく儲けようというウソ取引は必ず見つかってしまうと覚悟すべきである。ウソ取引は1人ではできない。必ず相手がいる。最初はうまくいったとしても、いずれ相手との間に齟齬が生じる。利益の取り分やうまくいかなかった時の対応で、必ず仲たがいが始まる。あとは文句が噂として広まり、通報によって知られてしまう。うまくいったとしても、自慢話や派手な生活を通して分かってしまう。ばれたら、全てはおしまい。全く割に合わない行動である、と理解しておいた方がよい。

・まして、情報を捏造しようという粉飾は許されない。架空取引、循環取引はもちろん、ありそうもない将来収益を尤もらしく作り上げ、それを現在価値に割り引いて企業価値を高く見せようという一見合法的な手法に騙されてはならない。

・さらに気をつけておきたいことがある。自分の才覚でビジネスがうまくいっている時でさえ、ヒトは何か違法なことをやっているのではないかと疑い、その疑念を広め、陥れようとする。悪気はないとしても、明らかに意図があるので注意したい。ヒトは、不確かな

情報を聞いた場合、誰かに話したくなるのである。「ねえ、ねえ、知ってる!」と始めてしまう。要は疑われないようにすることである。

・この3つの原則さえ身につけておけば、細かい法律以前に自分を律することができる。その上でどう戦うか。マーケットで戦い、望むようなパフォーマンスを上げるには、価値創造を見抜く目利き力が問われる。ゼロサムゲームはできれば避けた方がよい。そこにはリスクマネジメント上一定の価値はあるが、本来の価値創造にもっと貢献したいものである。そのために、経営者を見る目、企業を見る目、金融商品のリスクとリターンを見る目を一段と鍛えていきたい。企業のIRの方も、運用機関とマネジャーを見抜く目を同じように養う必要があるだろう。