

## ベル投資環境レポート

# 持続的成長の条件 ～企業価値創造のリターンを求めて～

2014年4月4日

鈴木行生

目次	
1. アベノミクスと株式市場	➤ MUJI の価値づくり
➤ 企業価値創造のリターン～株価3万円に向けて	➤ 逆ツリーでROICを社内へ浸透させる経営
➤ 規制改革とアベノミクス	➤ 会社を根本から変えるパワー
➤ 日本再興と株式市場～策はみえてきたか	3. 企業価値創造に向けて
➤ 機関投資家は執事役になれるか	➤ 企業価値は信頼度の総和
➤ JPX 日経インデックス 400 はスマート経営を反映するか	➤ 企業価値向上のループ
2. 企業経営の革新	➤ 財務的価値と社会的価値の追求
➤ 日本標準ではなく、世界標準を目指す日立	➤ ROE 8%は価値創造企業の必要条件
➤ グローバル展開における持続的成長とは～トヨタのこだわり	➤ 価値創造の仕組みを盤石に
	➤ 価値創造と価値評価を長期的に共有

## 1. アベノミクスと株式市場

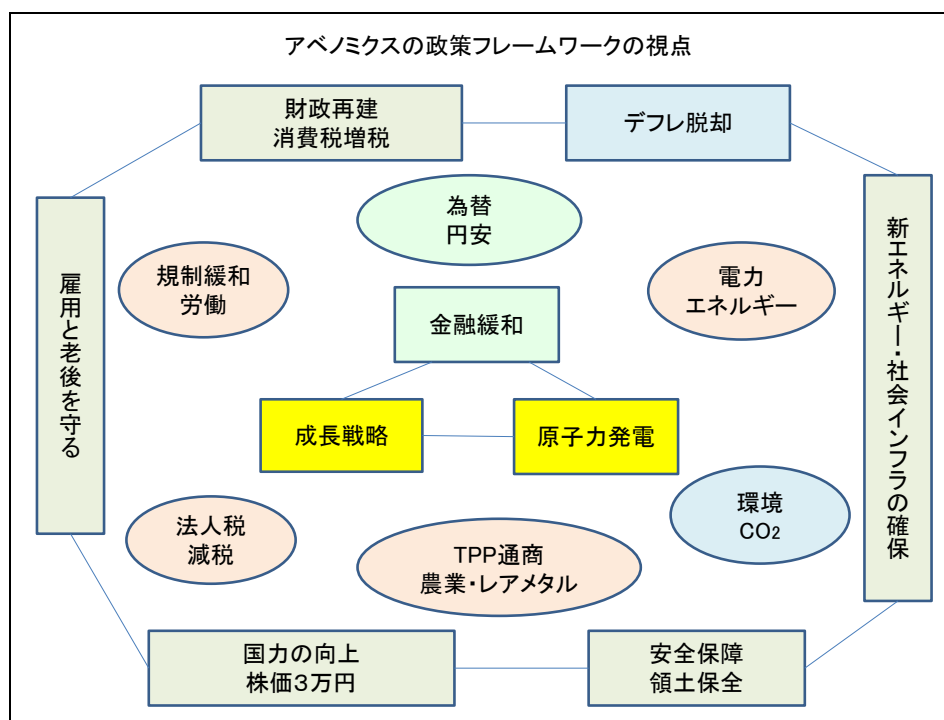
### 企業価値創造のリターン～株価3万円に向けて

アベノミクスは道半ばである。第3の矢の実行が問われている。この第3の矢は第1、第2の矢に比べると効果ははっきりみえない。民間活力を引き出すために規制緩和をすべし、税制の見直しによってインセンティブをつけるべしといっても、利害が錯綜して、政策が小出しになっているようにも思える。

第1の異次元の量的・質的金融緩和は効果を上げている。大幅な円安によって、日本の輸出型企業は一息つけるところまで来た。1ドル100円台の居心地はよい。これが120円までいくとなると、輸入品の価格が一段と上がってきて、企業全体にとっては苦しいことになる。しかし、世の中はいつも想定外のことが起こりうる。自らにとって都合のよい状態が長く続くとは考えない方がよい。次の円高、円安に対して、どういう覚悟と対応策を考

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。

えておくかが今問われている。



第2の財政拡大もこれまた順調な効果を上げている。政府支出を増やせば、何らかの景気拡大効果は生む。従来型のばら撒き型公共投資は、財政赤字の制約から抑えられてきたが、東日本大震災からの復興のためには大型予算が必要であった。10兆円～20兆円規模で復興予算が執行されている。それは経済的には効果を有するが、本当に十分な復興に結びついているだろうか。避難している人々の生活基盤を整えるという意味ではまだ不十分である。とりわけ、原子力発電所への対応という点では、全力をあげているとしても極めて不満を残している。

4月から消費税が上がった。2015年10月にはさらに2%ほど上がることが予想されているが、その最終判断は今年後半頃に目途をつける必要がある。消費税を上げれば個人消費はその分落ち込む。そうならないためには、全体の景気が腰折れせずに一定の伸びを続け、働く人々の所得が増えてこなければならない。追加の景気対策は打たれる。個人所得については、目先はマイナスとなるが、いずれカバーされよう。ベアは上げられており、時間外労働も増えている。企業収益が拡大しているの、ボーナスも増える方向だ。3割を超える非正規労働者の雇用も増えており、その所得も上昇傾向にある。いたるところで人手不足が目立っている。とすれば、来年10月からの消費税も上げられることになるだろう。社会保障を充実させるために消費税の増税は必要であるという大義名分はそれなりに説得的である。消費税を上げて税収を確保するという構造を強化することはやむをえない。

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。

第3の矢はどうか。産業競争力強化法は動きだした、事業再編、先端設備投資、ベンチャー事業の拡張などはやり易くなる。特区もいろいろできるので、規制緩和はそれなりに促進されよう。ここでの課題は、誰かが得をすれば、誰かが損をするというパイの取り合いに終始してはならないということである。規制緩和は、利害は対立する面もあるが、それぞれの頑張りで、全体のパイを大きくすることが第一義的な目的である。そのためには損して得取れという発想で人の3倍頑張れるかどうかである。政策の立案遂行に当たっても、目先のバランス、摩擦の回避ばかりに気を配ってはいは大胆な手が打てない。土俵は広くして、民間の活力を引き出すことである。

#### 産業競争力強化法の効果

1. 実行計画  
5年間で集中実施、3か年改革を毎年見直す  
実行すべき制度改革に期限、担当大臣を決定
2. 規制改革  
事業実証特例制度・・・企業単位で特例的に規制を緩和  
グレーゾーン解消制度・・・新規事業分野のホワイトの明確化
3. 産業の新陳代謝  
業種横断的に、税制を含めて支援  
\*ベンチャー投資の支援・・・事業拡張期ベンチャー  
\*事業再編の促進・・・企業を超える再編・統合を支援  
\*先端設備投資の促進・・・先端医療機器、3Dプリンターなど  
会計の明確化、リースの活用
4. その他

最大の課題は、民間企業の経営行動にある。昔からの秩序を守りたい、今からの変化を避けたいという考えに凝り固まっているのでは、新しい土俵に乗って勝負することはできない。そもそも不戦敗になってしまう。日本企業の現場力は強いといわれるが、経営者の構想力と実行力が問われる。

第3の矢が見えにくいのは、新しい土俵作りに時間がかかるのと、その土俵に乗って頑張る企業の成果がみえてくるにも一定の期間を要するからである。中長期の経営戦略が一段と求められ、タイムスパンを長めにとる必要がある。そこでは東京オリンピックが1つのきっかけを与えてくれよう。2020年までの6年間を展望して、社会のインフラ作り、日本の魅力作り、若者の挑戦、高齢者の活用、技術革新の導入による福祉の見直しなど、中長期視点が導入しやすい。オリンピックを単なるお祭りに終わらせるのではなく、その後の日本の活力に結び付くような仕組み作りと位置付けるべきである。

人口減少社会の日本は、皆で仲良く我慢するだけの現状維持型であれば、平均的には貧乏になって衰退する。その中で格差は広がるから、社会は不安定化する。それを回避するには、企業が中長期的な価値を創造するような経営に力を入れ、投資家はそれを応援する

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。

姿勢を大幅に強めることである。

#### アベノミクスの成功は道半ば

##### 6重苦をいかに突破するか ~株価 3万円に向けて

- ・円高から円安への定着・・・デフレ脱却へのステップ
- ・原子力発電は動くか・・・新エネルギーとの両立
- ・TPPへ踏み出し・・・国力の向上に結びつけられるか
- ・社会インフラの確保・・・競争力の回復
- ・領土問題と安全保障・・・紛争リスク、中国からの大気汚染
- ・老後と雇用は守れるか・・・消費税、増減税と財政再建

企業価値創造とは、中長期のお金儲けであるが、そのための枠組み作りも進んでいる。企業は社外取締役を入れてコーポレートガバナンスを強化し、投資家は企業ときちんと対話していく必要がある。「対話をする」と宣言するスチュワードシップ・コードが整備され、実際の対話（エンゲージメント）もこれから活発になろう。

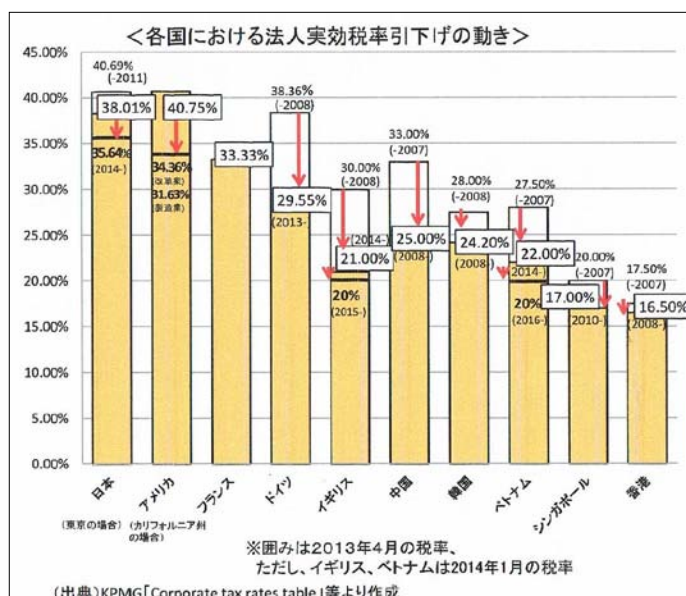
対話の根幹とは何か。それは企業価値の向上を実践して収益力を上げることである。まずはROEを現状より2%上げて、8~10%を必達とすることが求められる。一般に、どの企業でも赤字になったら大変だと認識し、日本的にはいえば、経営者は恥ずかしいと感じる。その基準を赤字・黒字の損益分岐点（BEP）ではなく、資本コストを意識したもう少し上の水準においてほしい。具体的には、‘ROE8%以下では尻に火がつく、恥ずかしい、何としてもそれを上回る業績を中期的に上げていく’というようになれば、様変わりとなる。それはできる。日本の上場企業の大半はその力を十分持っているからである。

そうすると何が起きるか。株価3万円がみえてくるのである。ただ、そのための絶対条件が1つある。法人税を現在の35%から25%へ下げることである。日本基準ではなく、世界標準の競争の土俵に置き直すことである。税率を下げると税収が減ると心配するかもしれない。確かに単純な計算でも、税収は現状より29%ほど減る。財務省では5兆円の影響が出るともいう。しかし、経済財政諮問会議でも議論されているように、税率を下げて企業活動が活発になれば、逆に税収は増えるという試算もある。

法人税の引き下げを決めると、3つの効果が期待される。①日本は変わると、世界の企業と投資家は判断する。海外企業の日本への投資が増える可能性が高まり、外人投資家は日本株を買ってくる。②日本企業が投資を活発化させる。海外に出るだけでなく、国内での投資にも前向きになる。また、③利益が上がってくれば、株価が上がるのに加えて、企業は配当も増やすようになり、年金基金を通して年金生活者にプラスの効果をもたらす。

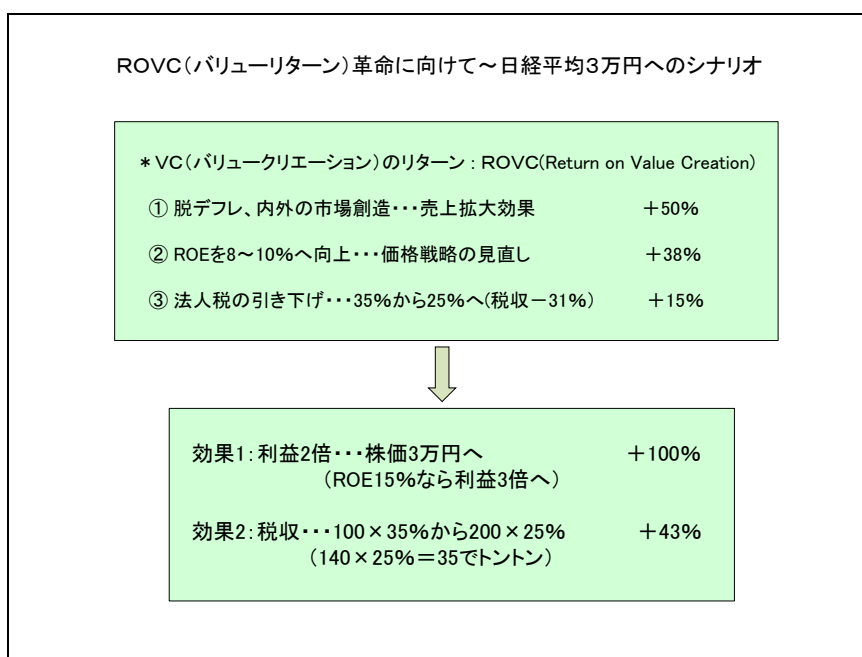
本レポートは、独自の視点から書いており、基本的に会社側の立場に立つものではない。本レポートは、投資家の当該企業に対する理解促進をサポートすることを目的としており、投資の推奨、勧誘、助言を与えるものではない。内容については、担当アナリストが全責任を持つが、投資家の投資判断については一切関知しない。本レポートは上記作成者の見解を述べたもので、許可無く使用してはならない。

法人税の国際水準への引き下げは実現するか



(出所)経産省「産業構造審議会製造産業分科会資料」2014年3月19日

企業価値創造（バリュークリエーション、VC）のリターン（R）はどのように効いてくるのか。簡単に試算してみると、ROVC（Return on Value Creation）は、1）脱デフレと内外での市場創造による売上拡大効果で利益が+50%、2）競争力の強化によるROEを8~10%へ向上させる価格戦略の見直しで同+38%、3）35%から25%への法人税の引き下げで同+15%が見込めよう。



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。



その効果は2つのインパクトを生む。効果1は、企業の利益が2倍になるので、日経平均株価はそれを反映して3万円にのせよう。効果2は、法人税収が現状より+43%と大幅に増えることになろう。まさに、企業価値創造のリターンは大きい。株価3万円に向けて、それぞれの立場で全力投入をしたいと思う。

## 規制改革とアベノミクス

規制改革がなかなか進まない。医薬品のネット販売に関して、ネットで販売できるものをめぐってかなり論議があった。ネットで何でも買えれば便利に思う。しかし、薬には絶えず副作用を伴う。適切に使っても個人差がある。まして、使用方法を間違えたり、悪用したりすれば、事態は深刻になろう。

自己責任を徹底してほしいと思う反面、世の中には自分で判断できない弱者も多い。弱者に対する保護は必要である。ルールを破る人や、悪用する人には厳罰が必要であろう。しかし、技術革新が進み、ネットに慣れ親しむ人が増えるという環境変化にあつて、従来のルールを守ればよいというのでは、生活価値の向上に結び付かない。

アベノミクスの第3の矢の一翼を担う規制改革会議のメンバーである安念潤司教授（中央大学・弁護士）から、日本証券アナリスト協会で話を聞いた。なぜ規制改革は進まないのかという点について、論旨が明解であった。世界中どこでも規制改革は進みにくい。それは既得権を手放さない人々がいるからである。それも含めて4つの要因があると、安念教授は言う。

第1は拒否権プレーヤーの存在である。業界団体、マスコミ、学会、個人など、様々な立場がある。拒否権の発動に拘束力はないにしても一定のパワーはある。現実的な決定に対してノイズとなり、それが無視できなくなる。ノイズを和らげるために、妥協を重ねるということも生じる。

第2は、団結力の差である。国民の多数にプラスのメリットをもたらす可能性が高いといっても、その効果が目にみえて大きいわけではない時、既得権を有する人々は相対的に少数でまとまり易いので、彼らの方が政治的パワーを持ち易い。

第3は、リスクゼロを求める国民の心情である。規制というのは国民の安心、安全に関わることが多い。今の規制を見直す、とりわけ規制を緩めるということに対しては、緩めればリスクが高まる、リスク=(イコール)危険という理解のもとで、それは危ないと受け止められやすい。原子力発電は危ない、薬のネット販売は薬害を引き起こしかねない、というような心情的な議論が噴出して来る。

第4は、様々な関係者において、トレードオフ(折り合い)が理解されないという点である。保育所は今すぐに足りない。とすれば期限を切つて、保育児一人当たりのスペースを少し減らして、受け入れ人数を増やすというのが現実的な解であるが、それは一切認められないという風潮になりやすい。今の規制内容の見直しをフレキシブルに考えることがで

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。

きず、イチゼロ的に善し悪しを決めてしまいがちである。

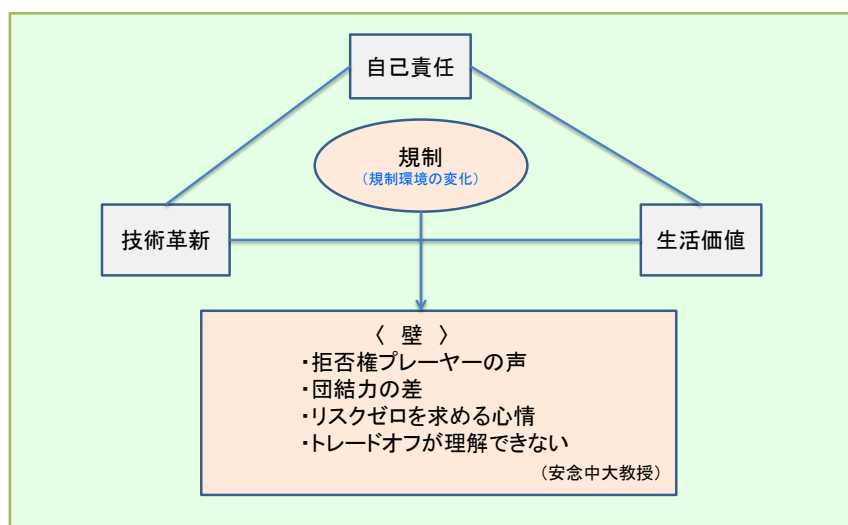
安念教授の挙げる 4 点については、重複するような内容があるとしても、まさにその通りと納得できる。自分に関わりがない時には冷静でいられるが、直接的な利害が及んでくると、この 4 つのパターンに陥りかねない。

政府が設ける様々な「審議会」には拘束力がないので、言いつ放しに終わることが多い。そうならないためには、政府が閣議決定をすることが求められる。そうなれば政策として動く可能性が高まる。閣議決定は全閣僚の全員一致が慣例上必須である。全員一致を逆にみると、各省に拒否権があるもいえる。よって、誰も拒否しないようにするには、政策案を丸くする必要がある。金平糖のように尖った規制改革案も、通すためには研磨剤で磨かれて、パチンコ玉のようにツルツルになりかねない、と安念教授は指摘する。

薬のインターネット販売については、今まで薬事法という法律ではなく、厚労省の施行規制で決められていた。この省令が不十分であるということで、今回薬事法が改正された。一般用医薬品（医師の処方箋がいらない）の 1 類、2 類、3 類のうち、28 品目を除いてネット販売ができるというように改めて認めた。議論は、この 28 品目はなぜネットで扱えないのかということに集中した。

しかし、本丸は別のところにあったという。医療用医薬品（医師の処方箋がいる）については、対面販売を法的に明確に義務付けることにしたのである。医療用医薬品の市場規模は一般用医薬品の 10 倍である。この市場がネットによって荒らされないように手を打ったという見方である。医者が処方したものをなぜ対面で売らなければならないのか。在宅医療が本格化する時代にあって、それが不要でない場面も出てこよう。ここを規制で守ることにした薬剤師業界の勝利という見方もできよう。

#### 規制改革とアベノミクス ～規制改革は進むか～



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。

では、アベノミクスで進む規制改革はあるのか。すぐできることで反対が少ないのは、容積率の緩和である、と安念教授は強調する。オリンピックに向けて、老朽マンションの建て替えも促進されよう。その時の目玉として注目できる。特区構想の中でも大いに活用されよう。不動産ビジネスにチャンスあり、ということになるろう。

### 日本再興と株式市場～策はみえてきたか

3月にICGN(世界コーポレートガバナンスネットワーク)の国際会議が東京で開かれた。そこで印象に残った点について、いくつか述べてみたい。結論からいえば、海外から来たガバナンスに関わる人々にとって、日本は意外に動いているという印象を持ったのではない。日本が先進的なわけではない。かなり遅れており、改革が進まない国とされていたが、そうでもない。結構進め始めた、と受けとめられたように思う。

東証は3つの点を強調した。1つは、社外取締役について、1人以上入れることが望ましいという指針を出して、その導入を促進している。社外取締役を入れている企業は2000年に20%であったものが2013年に54%(東証1部では62%)に上がってきている。あと1~2年で、この比率は8割前後となろう。経団連の歴代会長会社で、社外取締役など必ずしも必要ないといっていた会社も次々と導入を決めている。

では、次に何が求められるか。社外取締役が本当に機能しているかが問われよう。社外取締役を入れてみると、1人では不十分なことがわかってこよう。1人入って、その人がモノを言わないのであれば、役割を果たしていないことになる。何か意見をいうとすると、その意見の妥当性が問われる。経営方針に関われば関わるほど、1人の意見では不十分で、もう1人の意見というのを聴きたくなる。さもないと、執行サイドとしてもバランスがとりにくい。社外取締役の意見を無視するわけにはいかないし、かといってそのまま取り入れるわけにもいかないからである。十分議論するには、複数の社外取締役が必要とを感じるようになるろう。

2つ目は、JPX日経インデックス400の導入である。ROEの指標を入れているので、このインデックスに入った企業も、入りきれなかった企業も、これまでよりROEを意識するようになるろう。ROE経営とは何か。これは20年も前から議論されてきたことであるが、日本企業には十分身につけていない。業績を上げれば、ROEという指標も改善されるので、結果として付いてくる数字であるとみられている。それでは、ROEはよくなる。ROEがすべてではないが、投資家が最も重視するKPIであるROEを、自らの経営に組み込んで実践してほしいのである。その企業価値向上の仕組みの革新こそ、投資家は知りたいのである。

3つ目は、東証の2013年度企業価値向上企業の表彰として、丸紅が大賞に、麒麟ホールディングス、アンリツ、バンダイナムコホールディングス、伊藤忠商事が優秀賞に選ばれた。この表彰は、企業価値向上を社内の仕組みとして組み込んで、資本コストを意識して経営を実践しているかという点をみている。

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。



アンリツは別の組織の表彰である「誠実な企業」表彰にも選定された。伊藤忠商事はWICI(世界知的資産イニシアティブ)の統合報告(インテグレートド・レポーティング)の優秀企業にも選ばれている。表彰される企業が完璧に優れているというわけでない。足りないところも数多くあろう。しかし、求められる“よさ”をみると、それぞれの視点からみて、一歩抜きん出ているということだ。

金融庁は、日本版スチュワードシップについて、そのスタートを宣言した。機関投資家が企業と対話をして、中長期的な企業価値向上に貢献しつつ、自らのパフォーマンスを向上させていく上での行動指針を定めたものである。

この指針は原則(プリンシプル)ベースで、ルールベースではない。“コンプライ・オア・エクスプレイン”を基本とする。つまり、細かいルールに従ってやるのではなく、原則を自分で考えて具体化する。自ら方針とルールを固めて、それを実践するのである。もし自らの考えに合わないところがあれば、自分のところはどのようにしてその原則に従わないかを明確に説明するという行動をとる。これは、従来の日本には馴染んでいない行動様式である。しかし、多くの機関投資家はこのスチュワードシップを取り入れていくことになる。これから、その中身が問われることになる。

経済産業省は、企業と投資家の望ましい関係(エンゲージメント)について、英国のジョン・ケイ教授(有名なケイレポートのリーダー)を交えて、現在進めているプロジェクトのフレームワークを強調した。企業と投資家のあるべき対話(エンゲージメント)とは何か、論点の明確化が議論となった。

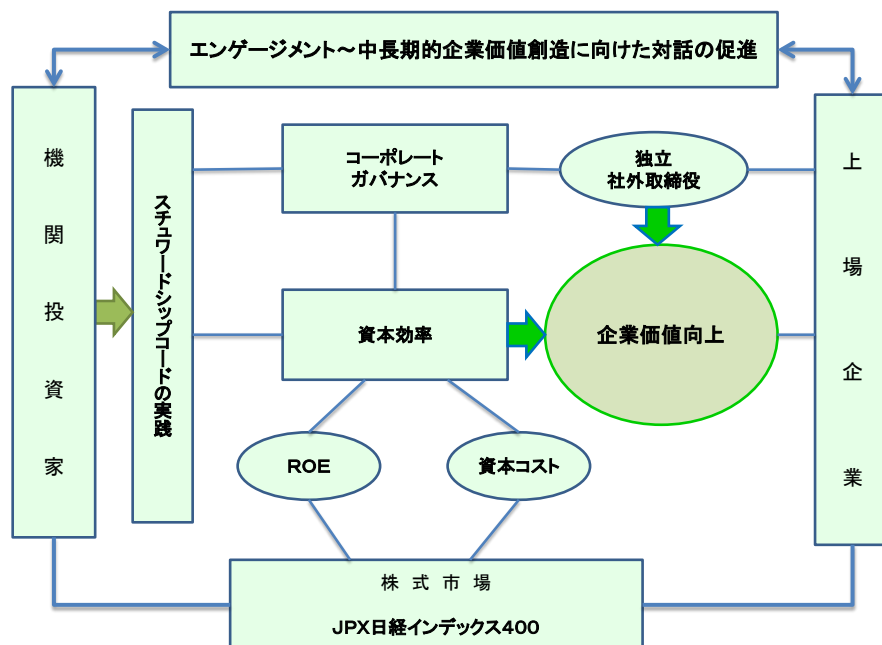
ここでのポイントは、企業からみた時、投資家との対話は、投資家から聞かれたことに答えるだけでは不十分であるということだ。もっと自らの主張をすべきである。そういうと投資家のニーズを無視して、一人よがりになっていると言われそうである。そうではなく、会社が考える長期的な企業価値創造について、熱く語っていく必要がある。投資家によってはそんな抽象的な話より、足元の数字を知りたいというかもしれない。しかし、この点だけは譲らずに主張してほしい。実際、それを実践している会社がある。もちろん企業価値をきちんと作り上げている。

機関投資家は、企業価値を見抜く実力を養う独自の仕組みを工夫し、実践することである。対話には見識が必要である。スチュワードシップ原則の7番目には実力を養え、という項目が入っている。企業価値向上に寄与する運用を行うことが求められる。

セルサイドアナリストには何が求められるか。一言でいえば、しっかりしたレポートを書くことである。このin-depth reportを書くことがカギである。それを促進するようなビジネスモデル(インセンティブの働く仕組み)を業界あげて作ることである。その方策はある。単なるコストやR&Dと捉えるのではなく、価値創造のナレッジ・ドライバーとして活かすことである。一流のアナリストはここからしか育たない、ということをもう一度認識する必要がある。

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。

日本の再興と株式市場～策は見えてきたか



機関投資家は執事役になれるか

かつて飛行機の客室乗務員はスチュワーデスといわれた。当時は女性の仕事という色彩が濃かった。その後男女平等の呼称として、フライトアテンダントという名称が一般化した。最近では、機関投資家にもこのスチュワードという言葉が関わってくるようになった。

個人投資家は自分のお金を運用するが、機関投資家は他人のお金を運用する。他人のお金を預かるのだから、そこには絶大な信用と規律が必要である。預ける方は「信じて託す」のだから、預かる方は誠心誠意その顧客のために努力をして、成果を上げてほしい。顧客の利益を最優先し、そこに自らの利益は介在させず、忠実に義務を果たすことが求められる。その忠実義務（フィデューシャリー・デューティ）が、運用の世界では最も大切な倫理（基本精神）である。

最近それに加えて、“スチュワードシップ”という言葉をよく聞くようになった。「日本版スチュワード・コード」について、日本証券アナリスト協会金融庁の油布志行企業開示課長から話を聴いた。機関投資家のあるべき姿をまとめたもので、誰もが参考にしたい内容である。

スチュワードとは直訳すれば‘執事’のことである。英国の大きなお屋敷にいる忠実な召使いのトップという感じである。もともとは荘園の管理人で、不在地主のためにしっかり財産管理の仕事をする人であった。現在の投資の世界では、お金を預ける人（マスター：個人や年金）に代わって、資産の運用を行う人（スチュワード：機関投資家）の役割を指す。

そのスチュワードの行動規範をまとめたものがスチュワードシップであり、英国版を参考

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、今回日本版を作った。

日本版スチュワードシップ・コードのここは、「機関投資家が企業との対話を通して企業の中長期成長を促す」というところにある。企業はコーポレートガバナンス（CG）をしっかりと確立して、企業価値の向上に邁進する。機関投資家はスチュワードシップ・コード（SSC）を遵守して、受託者責任を果たす。SSCは、その精神（原則）を7カ条にまとめた。

このSSC、即ち「責任ある機関投資家の諸原則」に賛同するならば、その運用機関は‘賛同表明’を公表する。賛同するからには、その組織が7つの精神に則った活動を行っている必要がある。また、7つの原則・指針に従うならばそれでよいが、もし従えないのであれば、どうしてか従えないかを十分に説明する。この“コンプライ or エクスプレイン”を明確に表明する必要がある。

金融庁は、SSCに準拠すると表明した運用機関の名称を公表する。それをもって、しっかりした運用を行なおうとする機関投資家をサポートするという姿勢である。企業との対話を通して、企業にもいい意味での緊張と協調が生まれる。企業経営がよくなる可能性が高まる。機関投資家も中長期の視点を強く持ってパフォーマンスを追求できるようになる。双方がウィンウィンで、経済の発展に結び付く。アベノミクスの第3の矢の1つに採り上げられた理由もここにある。

では、その7つの原則とは何か。1つは、まず基本方針を自分で策定し、それを公表することである。簡単なことのようにだが誰かの借り物ではなく、自分達の言葉で宣言することが重要だ。2つ目は、利益相反の管理である。委託者との利益相反が生じないように、自らのルールを定めることである。3つ目は、投資対象となる企業の状況を的確に把握することである。企業価値や資本効率を高めていけるかどうかをよく見ていく必要がある。ROEも重要な指標となる。

4つ目は、企業の課題に対して認識を共有し、問題の改善に努めるということである。企業の課題にどのように関与していくか、その方針を固めておく必要がある。5つ目は、議決権の行使について、明確な方針を持ち、実質的に工夫することである。6つ目は、自らがSSDの責任をどう果たしたいかについて、顧客や受益者に報告することである。7つ目は、機関投資家自身が、SSDに値するだけの実力を養う必要があるということである。

当り前のことを掲げているように思うかもしれないが、原則とは抽象的でありながら、人びとの行動の根幹を支えるものである。自ら咀嚼して活かすならば、極めて有益な行動を促すものとなる。

英国版と違う日本版の特色は何か。1つは、英国の実態を調べ、日本の実態にも馴染み易いように、考え方と表現を手直ししている。例えば、議決権行使について、英国では公表すべしといいながら、実態の公表は5割程度である。そこで公表の仕方には工夫があってよいという内容に捉え直している。もう1つは、7番目の原則を企業に対する要求ではなく、機関投資家自らが研鑽に励むという内容を盛り込んだ。これは日本独自のものである。

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。

投資家と企業が対話を行うには、投資家の見識も高めていく必要がある。十分な価値創造ができていない企業経営も困るが、レベルの低いファンドマネージャーが目先の利害に囚われたような要求だけをつきつけても困るのである。私たちは、投資家や企業による現状の要求を、求められた(desired)ニーズとしてそのまま捉えるのではなく、あるべき企業やあるべき投資家の視点から、望ましい(desirable)企業価値創造と中長期投資のあり方を見据えていく必要がある。

### JPX 日経インデックス 400 はスマート経営を反映するか

近年さまざまな対象や事象に‘スマート’という言葉が使われるようになった。その意味するところは、‘インテリジェントで、迅速に、高性能な’特性をもつことにある。その点でいえば、スマート経営とは、「企業経営者が、感度のよいセンサーを有し、高度な情報処理をスピーディに行って、大胆な意思決定を行い、それを実行に移して、確固たる成果をあげる経営を行うこと」であるといえよう。現実のマネジメントがうまくいっているかといえば、必ずしもそうではない。多くの上場企業は呻吟しながら、前へ進もうとしているのが実態であろう。

投資家と企業をつなぐ株式市場は、企業によい成果を出してほしいと願っている。ここでいう成果とは、持続的成長に結び付く企業価値の創造である。投資家の視点からみた時、重要な指標はROEである。ROEが一定水準より低い企業は、価値創造企業とはいえない。ここで、ROEを上げてほしいと常に望んでいる。企業サイドにもさまざまな言い分はあるが、一定の水準を超えていないことには、その言い分に重みがないともいえる。

株式市場を代表する指数(インデックス)にはいろいろある。日本の株式市場では、日経225(ダウ式平均株価)とTOPIX(東証1部株価指数、時価総額ウェイト)がその代表である。では、日経225やTOPIXに入っている会社は、日本を代表する会社として、持続的な価値創造を行っているいい会社といえるだろうか。

日本の上場企業の3分の2はROEが8%以下の水準にある。8%以下ではいい会社といえない可能性が高い。そこで、もっとROEを上げて、資本効率の高い企業経営を行ってほしい。それを代表するインデックスを定め、そのインデックスをベンチマークに投資を考える方が望ましい。ということで、「JPX日経インデックス400」(以下JPX日経400)が開発され、スタートした。では、このJPX日経400がスマート経営をフルに反映しているかということ、そうでもない。市場を代表させるという点で、さまざまな要素が入っているからである。

JPX日経400はTOPIXを上回るパフォーマンスを上げている。過去7年のデータをみると、TOPIXに対する超過リターンは年率0.8%、同トラッキングエラー(標準偏差)は同1.6%である。なぜパフォーマンスがよいのか。野村証券金融工学センターの徳野明洋氏が、「パッシブ運用ベンチマークの多様化とスマートベータ」という講演(日本証券アナリスト協会)の中で、その要因について詳しく解説してくれた。

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。



東証によると、JPX 日経 400 は、1) 3 期連続赤字企業などを除き、売買代金などの流動性を考えて上位 1000 社を選び、2) 3 年平均の ROE (ウェイト 40%、利益率)、3 年累計営業利益額 (40%、利益規模)、その時の時価総額 (20%、株価規模) で順位を決め、そこに定性評価を少し加えて順位 (10 社以内) を微調整する、3) そこから上位 400 社を選ぶが、浮動株調整時価総額加重ながら 1.5% のウェイト上限があり、それがリバランスバンドとなる。

通常は、ROE という指標が入っているからパフォーマンスがよくなると捉えがちであるが、徳野氏の説明によると、別の 2 つの要素もあるという点が興味深い。1 つは、1 銘柄のウェイトを 1.5% に制限している効果である。このキャップによるリバランス効果がパフォーマンスに効く。超過リターン 0.8% のうち 0.3% はこの効果であるという。もう 1 つは、キャップをはめたことによって、通常の時価総額ウェイトよりは小さい企業が入ってくる。この小型株効果も効いている。

よって ROE の効果がフルに効いているとは必ずしもいえない。また、ガバナンス (独立取締役 2 名以上) などの定性評価のウェイトも極めて小さい。市場を代表するインデックスを作るという性格からやむを得ない面はある。それでも ROE に着目したインデックスを作り上げたという点では高く評価されてよい。普通の TOPIX よりも JPX 日経 400 の方が、パフォーマンスは良さそうである。そちらに投資する方が相対的には有利なはずだ。これをベースにした ETF も次々と登場しているので、マーケットでは大いに利用されるようになるだろう。

では、企業経営への影響はどうであろうか。一定の規模を前提に ROE を上げると、このインデックスに入れるので、投資家の注目度は上がる。企業による ROE 経営への意識が向上してくることは望ましいことである。ROE が持続的に高い企業の経営は、スマート経営であるといえる。個々の上場企業においては、ROE8% 以上、できたら 10% 以上をクリアして本物の価値創造企業になってほしいと期待する。投資家としても、企業をみる目を養い、スマート経営を先取りした自らのポートフォリオを作って、JPX 日経 400 をさらにアウトパフォーマンスしたいものである。

## 2. 企業経営の革新

### 日本標準ではなく、世界標準を目指す日立

日立製作所は 1910 年創業、今年で 104 年目を迎えた。2008 年度には日本の製造業で過去最悪の 7873 億円の当期損失を出した。米国の GM は 100 周年を迎えて 2 年後に倒産した (チャプター 11 適用)。当時、日立の 100 周年も危うい存在となっていた。この時、川村隆会長 (現在 74 歳) は、日立再建のためグループ会社から本体のトップとして戻ってきた。何をやったのか。川村会長の話を CGNW (コーポレートガバナンスネットワーク) で聞いた。

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。



2009年度の経営戦略は、守り（止血）60%、攻め40%でスタートさせた。平時ならば攻め60%、守り40%であるが、当時の事態は深刻であった。中期3カ年計画を立てるといっても無理であったから、1年間は非常事態宣言で、3カ年計画は2010年度から始めることにした。当時も全社の営業利益はかろうじて黒であったが、出血事業を止める必要があった。そこで、「総合電機」を止めると決断した。100年近く標榜してきたことを止めたのである。創業来、事業は多角化してきた。事業の核は1本足ではダメだが、10本では多すぎる。6本足でやっていくことにした。つまり、変動の大きいボラタイルな事業からは撤退することにした。

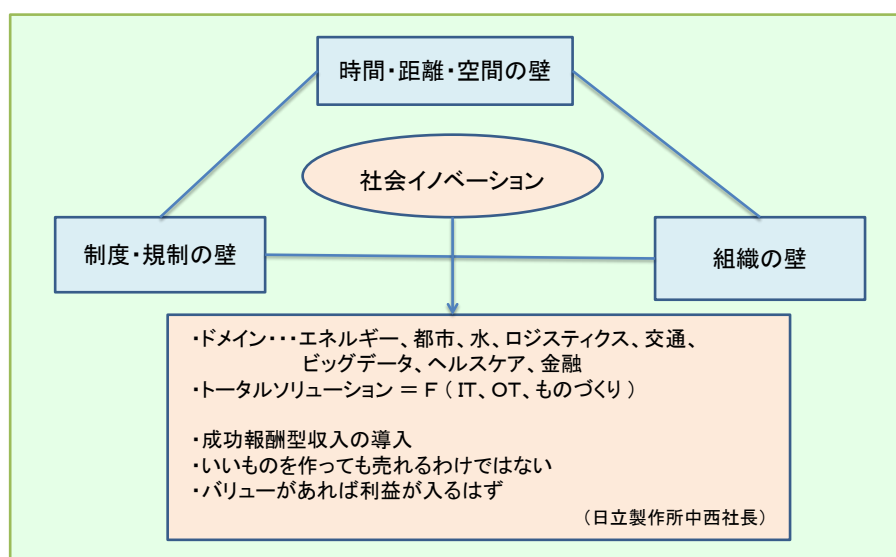
経営改革は並列で、いくつものことを同時に進めた。大事なものはスピードであった。それまで日立時間といわれた時間感覚を、一気に取り払った。スピード重視のため、1年間だけは社長兼会長を兼務した。改革のスピードアップである。しかし、このワンマン体制は危険である、と川村会長は指摘する。まずは事業の機会損失を招くからである。トップ外交が必要な場面が多々あり、一人では手が回らずに、勝機を逃しかねない。そこで、2年目からは会長と社長を分けた。当時の常務会は32名で構成されていたが、これでは決められない。そこで、副社長を入れた6人で意思決定していくことにした。ここで構造改革を次々と実行していった。

組織改革では、カンパニー制を導入した。本社依存のどんぶり勘定を許さないようにした。バランスシートも別にして、グループ上場企業も同列に並べた。カンパニーのトップはIRの場にも全員参加させ、機関投資家に自ら説明させた。コミットメントせざるをえないような局面に持ちこんだのである。それぞれのカンパニーにベンチマークの会社を決めた。国内の会社だけでなく、必ずグローバルな海外企業を入れた。建機事業ではコマツとキャタピラー、医療機器事業では東芝、シーメンス、フィリップスといった具合である。

日立の連結売上高は9兆円、このうち国内売上は59%、人員は32.6万人中64%の20.7万人が国内、会社数は964社数33%の315社が国内である。海外の重要性が高まるので、世界市場を6つに分け、日本はその6地域のうち1つと位置付けた。海外企業を入れてベンチマークしてみると、日立は海外勢に比べてコスト競争力、利益率で負けていた。負けている分の5%のコスト削減に力を入れた。なぜ負けているのかを調べてみると、GEもシーメンスもキャタピラーも、10年前から収益構造改革に意欲的に取り組んでいた。日立は周回遅れになっていたと川村会長は強調する。

例えば、英国で鉄道事業の仕事を獲得している。先行投資をして35年で回収する。英国で原子力発電にも参入する。事業をサステナブルに継続するには、5%ではなく10%の利益率は必要であると痛感したという。そこで、コスト削減5%、利益率の5%アップを目標に掲げた。日本標準ではなく、世界標準を基準にすることにしたのである。そのためには、財務体質の強化、キャッシュ・フローの創出も必須であった。

### 境界の壁に挑む日立の社会イノベーション



グローバルな人材戦略にも力を入れている。世界共通の育成配置プログラムを作った。人事制度をグローバルに統一して、例えば財務一級という社内処遇は世界同格ある。インドの人材をいつ日本に持ってくるかという話である。年功序列をやめているが、国内ではすぐに年次ベースの話が戻ってくる。ある人材を登用すると、彼は何年次だ、ならばうちでも何年次の誰をうんぬんという話になる。そうではない本来の成果主義をグローバルに徹底するように力を入れている。

そのために日立はフロントランナー方式を採っている。誰かがやって全体に広げていくやり方である。R&Dの発表会も海外から10%ほど参加をさせるようにした。すると、発表は英語になる。上手くなくても英語でやるようになる。学び直しにも力を入れている。TV事業を止めて、1000人のエンジニアに別の部署に移ってもらった。常に学び直すことを誰もが心掛ける必要がある。エンジニアリングはもちろん、英語やMBAもそうである。

経営陣の仕事の2割は人材教育にあてる方針だ。月間200時間の20%は40時間だが、まず2日間は教育に時間を使う。様々な機会に会長自らタウンホールミーティングを行っている。いかに宣教師を増やしていくか。その意識改革が大事であるという。女性のためも含めて、メンター制度も取り入れている。将来昇進しそうな上級者に、教育的指導の仕方、やる気を引き出すコミュニケーションなどについて、指導者のサポートをつけているのである。

財務体質では、従来30%を超えていた自己資本比率が2008年度末には11.2%まで落ちた。2009年12月に資本充実の公募増資3492億円を行っており、2012年度末には同21.2%、13年度末には24%前後に戻してこよう。S&Pの格付けも4年半かけてAマイナスまで戻してき

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。

た。それでも 1990 年から 2013 年度までの当期純利益を合計すると、やっとなんとんというレベルである。

2010~2012 年度の 3 カ年計画でようやく会社は立ち直ってきた。社会イノベーションの軸も見えてきた。プロダクト+IT+サービスで稼ぐというビジネスモデルも明確になってきた。次の 3 カ年計画では、2015 年度に売上高 10 兆円、営業利益 (EBIT) 7%、当期純利益 3500 億円、EPS 70 円、自己資本比率 30%を目指す。2012 年度の売上高営業利益率は 4.9%であったが、今回の計画でもまだ 7%が目標であり、10%にはとどかない。

コーポレートガバナンスについて、川村会長は明確な考えを持っている。経営改革を実行してみると、それはかつて機関投資家にいわれたことばかりであった。かつて、日立の経営者は投資家に言われたことを十分咀嚼しなかった。なぜかといえば、会社のこと、経営のことは、投資家より自分達が分かっていると思っていた。しかし、90 年代から 2000 年代にかけて、欧米の同業では構造改革をやっていた。日本は 6~7 年ほど遅れをとってしまったという。機関投資家のマクロ観は意外に正しいので、それを尊重すべきであると川村会長は強調する。

日立製作所は 2003 年 6 月に委員会設置会社に移行した。監督と執行の分離である。14 名の取締役中社内は 6 名である。8 名の社外取締役の中に、3 名の外国人が入っている。取締役会が多様な価値観を反映するようになってきた。どうして利益率が 5%しか出ないのかと真剣につっこまれる。執行役が説明しても反論される。会議は同時通訳で行っている。日英での資料作りは大変である。社外取締役の採用には高度な人材紹介会社も利用している。インドやワシントンで取締役会を催したりしている。英国の原子力会社の買収のような案件は、検討段階から取締役会に上げている。

川村会長の話は実に論理的で明解である。スッキリ筋が通っている。機関投資家を高く評価している点には筆者も驚いた。104 年前の日立の創業者は子どもに会社を継がせなかった。だから、後継者をどう選ぶかに、より客観的であってよいという考えだ。経団連の多くの会社では、社長自身が後継者を選びたいようだが、その考えに拘ってはいない。一人よがり (COMPLACENCY、自己満足) の弊害をよく知っている。日立の危機にグループ会社から呼び戻された人物である。その実行力は実にすばらしいと感じた。

日立は次の社長を選んだ。中西社長が会長・CEO になり、東原専務が社長・COO となる。この社長候補には 3 名がノミネートされ、1 年間選考してきたという。米国の IBM のようなやり方である。川村会長は平時の改革を強調している。追い込まれる前に改革を進めること、そのためにはグローバル企業をきちんとベンチマークすること、その上で自らの考えと信念を持って実行することであろう。日立の組織能力は大いに高まっている。サステナブル投資に値する企業として高く評価できよう。

## グローバル展開における持続的成長とは～トヨタのこだわり

トヨタの考える持続的成長とは何か。トヨタ自動車のグローバル事業展開について、その考え方を歴史的な変遷も含めて話を聴く機会があった。かつて自動車アナリストであった筆者にとって、実に印象深いものであった。企業のグローバル戦略を評価する時の重要な視点を与えてくれる。

トヨタではグローバル展開を4つの時期に分けている。第1期は国内で日産と戦いながら、輸出中心に海外へ出ていった時代である。70年代後半から80年代前半の時期で、安くていい車売ることで自らが、貿易摩擦の激化を招いた。その頃に自動車アナリストをやっており、トヨタの米国現地生産の可否をサーベイしたことがあった。第2期は1984年にトヨタとGMが合弁で自動車工場（NUMMI）を設立し、86年にはケンタッキーに単独で工場を作った。トヨタ式生産方式を米国に持ち込んで通用するかどうかには挑戦した。現地生産をしなければ、貿易摩擦が終わらない状況の中での展開であった。

第3期は2003年からで、日本を中心に世界に車を広げていくという考え方ではなく、海外専用車を米国、欧州、途上国へと本格的に分けていった。年間1000万台を目指して、GMを抜くかという局面であった。第4期は2007年からで、新興国での事業拡大が本格化した。韓国の台頭など新しい動きの中で、人材や投資の多様化、意見決定のスピード化が問われた。今では、販売台数の半分が途上国となっている。

こうした展開の中で、トヨタは“持続的成長”にこだわってきた。車はすり合わせ技術の固まりであり、投資金額は莫大で裾野も広い。常に「人間尊重」を基本とし、「知恵と工夫」を活かし、「現地現物」を実践していくのがトヨタウェイである。それがグローバルにはどう活かされているのか。

持続的成長に対する考え方の違いが、GMとの合弁事業にみられた。NUMMIでは、カローラをベースに共同で商品企画を行った。モデルチェンジの時に、目標販売台数の考え方に差が出たという。トヨタはいい車を作る。作った限りは、きちんと20万台売ることを前提にする。一方、GMは出来栄をみて販売台数と価格を考える。良ければもっと生産し、思うようであれば工場のリストラをやればよいと構える。ここが大きな違いであった。

では、新興国における持続的成長とは何か。新興国では社会・経済環境に何が起きるか分からない。いい時があっても3年とは続かないことも多い。それを覚悟で進出していくのが原則である。インドでの低価格車は当時惨敗したが、インドネシアの多目的車（IMV）は成功した。IMVの副次的効果として、現地の人材が育ってきた。タイでは、タイ人の社員が自発的に活動するようになった。それまでは何事も日本人中心であったが、タイトヨタは全く生まれ変わったという。IMVの生産工場は10カ国に展開するが、これはタイ人社員が他の現地工場に行き指導した。

タイの輸出拠点化はうまくいっているが、南アや豪州は苦しんだ。豪州は通貨高で撤退せざるを得なくなった。その国の国内市場で確固たる地位を固めないと、輸出拠点として

---

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。



も十分使えないということである。1997年のアジアの通貨危機の時には、タイやインドネシアの工場を縮小せずに、歯を食いしばって頑張った。これが2000年以降、アジアで圧倒的強さを発揮する原動力となった。苦しい時にも逃げなかったことが、大きな成功に結びついた。

アフリカはどうか。アフリカの市場は現在180万台で、タイとマレーシアを合わせたくらいの台数である。韓国や中国も進出しているが、トヨタは早くから取り組み、アフリカの厳しい環境でも使える車作りに力を入れてきた。今やアフリカ53カ国中、32カ国で販売実績No.1である。

海外工場の育成はどのように進めるのか。第1は、品質一番である。“変化点を極小にするマネジメント”に力を入れる。つまり、生産の安定化である。台数が安定しなければ、一定の品質を追求できない。そのために、ブリッジ生産という方式をとる。現地は安定生産して、需要変動には例えば日本の工場に対応するというやり方である。

第2が原価低減である。現地の熟練度を上げ品質を安定させれば、原価低減も可能となる。日本の工場を見に来れば、アイデアはいろいろ出てくる。そして、第3が台数の拡大である。品質と原価がはっきりみえてから、生産台数の拡大を図る。これが、トヨタ流の優先順位である。

しかし、これが崩れた時がある。2000年代に入って毎年50万台の生産増が必要になり、新工場が次々と立ち上がった。その時にリコール問題が起きた。米国では事実誤認もあったが、世の中では厳しい局面に立たされた。ここでの教訓は、「人と組織の成長のスピード以上に、成長を望んではいけない」ということである。機会損失で会社は潰れないが、ブレーキがきかなくなると、その反動は大きくなる。その後、2011年に出したグローバルビジョンを見ると、台数や収益の目標数値はない。“まち一番の自動車会社になろう”というビジョンで、分かり易い。

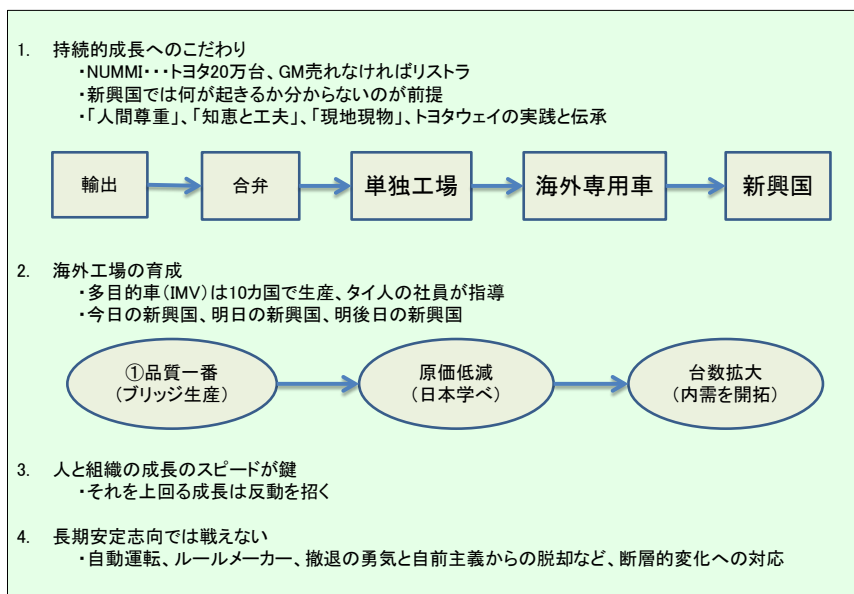
新興国での事業拡大に向けて、2013年4月に新しい組織運営体制を敷いた。地域別、機能別のマトリックス型から、4つのビジネスユニットへ再編した。その中に第1トヨタ、第2トヨタをおき、第1トヨタが先進国を、第2トヨタが新興国を担当する。それぞれ副社長が全責任を持ち、即決即断できるようにした。新興国は、①今日の新興国（中国、タイ、インドネシアなど）、②明日の新興国（フィリピン・ベトナム・イラクなど）、③明後日の新興国（ミャンマー、カンボジア、ケニアなど）に分けている。明後日の新興国では、中古車のサービスなどをやりながら将来に備える。

一方で、持続的成長が長期安定志向であるとする、それだけでは戦えないと戒める。①‘自動運転’では、テスラモーターズ、グーグル、アップルとの戦いになる、②新しい規則作りのようなルールメーカーによる支配では欧州が長けている、③撤退の勇気と自前主義からの脱却は覚悟を持って対応していく必要があるなど、断層的な変化への準備も必要であると強調する。

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。



### グローバル展開における持続的成長～トヨタのこだわり



同時に、絶対にぶれない軸も不可欠である。いいものは取り入れ、変えるべきものは変えていく中で、トヨタウェイの精神は伝承していく気構えである。世界の自動車業界の中で、トヨタは輝いている。トヨタ流の持続的成長を実践するグローバル経営に今後とも注目したい。

### MUJI の価値づくり

良品計画の松井忠三会長の話をお聴きする機会があった。無印良品の挫折からの復活と、その後のグローバル展開には目を見張るものがある。グローバルプレーヤーとして、H&M、ZARA や UNIQLO と並んで、MUJI は独自のポジションを築いている。「日本の常識、世界で通じず」を、どのように打ち破ってブランドを築いているのか。印象深い点をいくつかとり上げる。

現在、国内店舗は 387 店 (2 月末現在)、海外 257 店 (24 カ国) を有する。売上高 2000 億円、経常利益 220 億円という規模である。西友の PB (プライベートブランド) から始まって、唯一生き残った。90 年 3 月に直営店がスタートし、90 年代は順風満帆であった。99 年度には売上高が 1000 億円を超え、経常利益も 136 億円を記録した。SPA (製造小売業) として成功し、ユニークな存在となった。

しかし、2000 年から会社は曲がってきた。松井氏は西友出身、再建に向けて 2001 年 1 月社長になった。当時株価は 8 割以上下がりと、無印は終わったとまでいわれる局面であった。専門店ではよみがえった企業はないという中で、リストラを断行した。

外部環境はデフレになっており、百貨店の品質を安く売りたいというだけでは通用しなくなっていた。原因は内部にあった、と松井会長は強調する。①漫心、驕りがあった。②

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。

焦りが短期的対応をあおった。③ブランドが弱体化し、それなりに売れてもパワーを失っていた。店舗を1割閉め、大幅な在庫の処分を行った。原価で38億円(売価ベースでは100億円)の在庫を焼却処分した。それでも、事態は十分改善せず、再度の処分を強いられた。2度も失敗すると、さすがに社内は一変した。

品質の劣化もかなり見られた。2002年には不良品の回収が相次いだ。年間7500件も発生していたクレーム件数を減らすことに力を入れた。品質の見直しを進め、5年で1400件まで縮小させた。その結果、業績は2005年度にピーク利益を更新するところまで好転した。

その後、ブランドのコンセプトを進化させることで、経営の変革を加速させた。従来の「わけあって、安い」というキーコンセプトを、「“これがいい”ではなく、“これでいい”」に変化させた。従来の‘シンプル、機能性、経済合理性、自然志向、洗い晒し、ユニット’を、‘ハイクオリティ・ベーシック、リーズナブルプライス(賢い低価格、豊かな低コスト)、創造的な省略=究極のデザイン、素(素食・スローフード)’に変えたのである。

さらに、WORLD MUJI、FOUND MUJIを打ち出した。世界のものを海外で作っていくという考えだ。WORLD MUJIは、世界の才能にMUJIのコンセプトをインプットし、世界からMUJIを生み出し発信する。FOUND MUJIは、日本を含めて世界各地へ入り込み、“いいもの”を探し出し、現代の生活にフィットさせる。これで、世界を攻めることにした。

MUJIの海外展開は91年からスタートしたが、11年間赤字が続き、2002年によりやく黒字となった。2012年度は、海外257店で売上高350億円、営業利益23億円を稼ぎ出したが、これを2013年度は400億円(海外売上比率20%)、2014年度は740億円(同29%)に拡大させようとしている。

欧州展開では家賃が重要な問題であった。イギリスでは売上高家賃比率が18.7%のところに出店して、うまくいかなかった。今では、ロンドン11.3%、ミラノ10.3%、パリ7.1%、というレベルである。物件は自分達で見出している。たとえ1階は狭くても、2階が広いところは家賃効率がよい。ミラノはこのみたてにより、1年で黒字になった。

米国は2007年にニューヨークのソーホーに出て成功した。小さくて性能、品質がよいところがアジア系の人々に受け入れられた。今は西海岸に展開している。中国は2008年に本格出店して、現在33都市に101店を出している。中国全土の1~2級の都市に出店する。現地のデベロッパーと組んでおり、これが鍵となって、1年半で回収できるモデルとなっている。

松井会長は、ジャパンリスク、OKY、日本病について注意を喚起する。①海外に誰を送るのか、②OKY(お前が来てやってみろ)にならないように、ビジネススタイルとコミュニケーションをいかに確立するか、そして、③日本の常識が世界で通じないというようにするな、と戒める。

キーポイントは、MUJIGRAMといわれる販売オペレーションマニュアルによる店舗運営の標準化と見える化の実行にある。日本語版は13冊1994ページを擁するが、これを社員の

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。

改善提案を入れて定期的に改訂していく。社員の声をどしどし取り入れている。海外版では、英語版は5冊378ページ、中国語版7冊401ページ、韓国語版4冊164ページなどがあり、これらを逐次充実させている。

マレーシア、クウェート、ドバイ、オーストラリアなど進出地域は広がっており、海外展開に弾みがついている。世界でMUJIブランドがどこまで高まるか、大いに注目したい。

### 逆ツリーでROICを社内へ浸透させる経営

オムロンの山田義仁社長が、野村CEOフォーラムで、企業価値向上に向けて3つの視点からその方策について語った。1つは事業成長について、成長イコール規模の追求ではなく、強みを活かして収益力を高めていく。2つは変化対応力で、変化に強い企業になろうとする。3つは経営管理について、資本の有効活用を独自の手法で図っていく。

山田社長(現在52歳)が社長に就任した2011年に、長期ビジョンVG2020(Value Generation 2020)を発表した。2013年度は、その中の第1期3カ年計画の最終年度に当たる。この期間は、売上高粗利益率の向上にこだわってきた。生産、販売、開発、企画という各事業部門の各機能がいかに連結力を高めてきたかという数字が、粗利率に最も表われると認識したからである。実際粗利率は上昇し、今期は過去のピークであった2007年度にほぼ並ぶ業績(売上高7500億円、営業利益650億円、同利益率8.7%)が達成できそうである。

当社は、ビジネスセグメントとして、①工場自動化用制御機器、②家電・通信用電子部品、③自動車用電子部品、④社会システム、⑤健康・医療機器、⑥環境・新規事業の6つの事業を展開し、その事業ポートフォリオ全体の収益力を高めることに主眼を置いている。その中で、ROIC(投下資本当期純利益率)をベースにした経営管理を強化している。

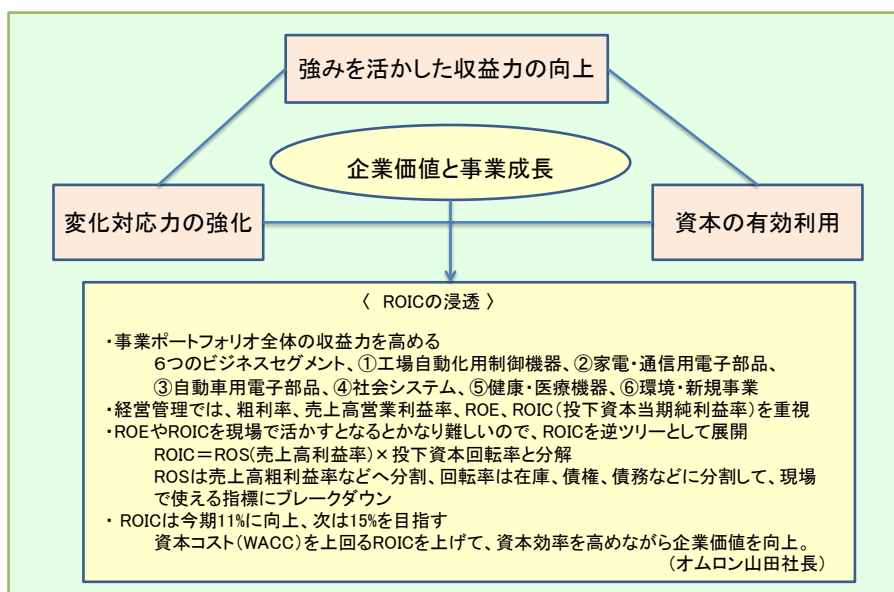
新興国でも経済の発展につれて、人件費は上がり、環境対応が求められ、社会インフラの充実が不可欠となってくる。そうすると、当社の自動化システムに対するニーズが高まる。そこで、プログラミング言語を世界共通語に対応させて、コントローラの集約を図っていく。人件費を抑えて生産性を上げ、品質を安定化させるためのオートメ化はますます進む。また、世界シェア5割を有する血圧計も新興国で伸ばしていく。環境機器でも領域を絞って強みを追求していく。

経営管理では、粗利率、売上高営業利益率、ROE、ROIC(投下資本当期純利益率)を重視する。社内において、粗利率や営業利益率は馴染み易いが、ROEやROICを現場で活かすとすると、これはかなり難しい。そこでROICを逆ツリーとして展開していく。つまり、 $ROIC = ROS(\text{売上高粗利益率}) \times \text{投下資本回転率}$ と分解する。ROSは売上高粗利益率などへ分割、回転率は在庫、債権、債務などに分割して、現場で使える指標にブレークダウンしていく。

財務諸表の分析としては簡単であるが、それを各事業のラインにまで落とし込んで、使いこなすようにするのは結構大変である。しかし、それを実行していくと、投資家が期待する価値創造プロセスのKPIとして機能するようになる。オムロンはそれを実行している。

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。

### 逆ツリーでROICを社内へ浸透させる経営



このROICは今期11%まで向上してくるが、次は15%を目指していく。今期の粗利率は39%、営業利益率8.7%、ROE11%、ROIC11%であるが、海外の同業大手(シュナイダー、ロックウェルなど)はROSで15~20%を上げているので、現状では当社はまだそこに及ばない。しかし、連結力を高めて、在庫のマネジメントにさらに力を入れれば、粗利率は42%まで改善できる、と山田社長はみている。

一方で、先行投資も続けている。ヘルスケアの-marginはまだ二桁に届いていないが、新興国でのチャネル開発に積極的に投資している。米国には技術開発拠点を置いて、米国が先行しているウェアラブルな(身に付ける)健康管理機器やシステムについても変化を取り込もうとしている。

オムロンは資本コスト(WACC)を上回るROICを上げて、資本効率を高めながら企業価値の向上に取り組んでいる。逆ツリーの展開を実践しているところに注目したい。ROICを15%に上げていく戦略がはっきりしているので、市場での評価も一段と高まってこよう。

### 会社を根本から変えるパワー

トステム、INAX(イナックス)、サンウエーブという名前は知っていても、リクシル(Lixil)という社名はまだ馴染みが少ない。LixilはLiving × Lifeからとっており、逆から読んでも同じだ。以前の社名は住生活グループだが、これも十分知られていたかといえば、さほどでもない。かつて、トステムが上場した時のことをよく覚えている。創業者の潮田健次郎氏は強烈な個性の持ち主で、リーダーシップを発揮して企業統合を進めてきた。

2代目の潮田洋一郎氏は、どのように会社をつないでいくか。ここで、潮田氏はユニーク本レポートは、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。



な仕組みをとっていった。自らが経営の指揮を全て執るのではなく、コーポレート・ガバナンス（企業統治）の責任者として企業を発展させることを考えた。ワンマン経営ではなく、グローバルに通用する企業になると決めた。

そこで、企業としてもビジョンを固め、そのシンボルが Lixil となった。会社運営の仕組みは委員会設置会社を選び、自らは取締役会議長としてガバナンスを担いつつも、経営の執行という意味では、会長や社長から外れている。経営のトップには、GE に長く勤め、実績をあげてきた藤森義明氏を 2011 年に社長（CEO）として迎え、全権を任せている。

ここから Lixil グループは大胆な変貌を遂げるべく、本格的なスタートを切った。この 2 月に、藤森社長による個人投資家説明会が開催された。90 分のうち社長のプレゼン（説明）は 45 分、後の 45 分は全て Q&A である。個人投資家説明会で、Q&A に半分の時間を使い、どんな質問にもしっかり丁寧に答えるというのは珍しい。質問はどれも投資家として「知りたい項目」ばかりであった。質問の内容から会社の方向がよくわかったので、そのいくつかを採り上げてみる。

中期経営ビジョンで、売上高 3 兆円、うち海外 1 兆円、売上高営業利益率 8%、ROE8%以上を挙げている。海外ビジネスの拡大に向けて M&A を次々と行っている。アジア、中国、イタリア、米国、ドイツの会社を M&A している。直近ではドイツのグローエを 4000 億円で共同買収した。これはどういう考えで行っているのか。

基本的には全て戦略に則っている。将来それぞれの分野で No. 1 を確固たるものにすることを狙っている。買収対象企業は、①ブランドが強い、②デザイン力や技術力がある、③流通網を押さえている、④経営がしっかりしている、ことが基本である。海外企業のリストラは日本人ではできないので、リストラが終わった企業を対象とする。

株価 EBITDA（償却前営業利益）倍率は 10～11 倍までで、ROI も 10%を出せることが基本である。その上で相手と価格交渉をしていくが、この基準をクリアできないならば、深追いはしないという。また、M&A は国内と海外では意味が異なり、国内はコンソリデーション（コスト削減）、海外は成長を目指した M&A となる。

同業の YKK は、買収の対象とはならない。サッシについては当社がシェア 5 割、YKK が 3 割を有するので、独禁法上合併は難しい。世の中では価格カルテルが話題になるが、当社はどう対応するのか。グローバルに M&A を進めていくと、各国でのコントローラシップ（会計情報）、コンプライアンス、ガバナンスを相当強化する必要がある。そのために、今年 4 月から新しい仕組みを導入するという。日本人が日本からマネージするのではなく、CLO（チーフリーガルオフィサー）を海外から採用する。世界に通じる法に則ったルールを社内の仕組みとして作る。要は、ずるいことをやった人には、即出て行ってもらう。

海外企業の M&A でどんな成長を目指すのか。米、欧の先進国でのビジネスは 5～10 年は伸ばしていける。それでも 2 桁成長まではいかない。とすると、途上国に展開する必要がある。現状のブラジル、アルゼンチンには手を出せないが、トルコ、南ア、ミャンマーなど

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。



は考えていくという。先進国に比べて、途上国は投資規模も数 100 億円と少ないので、安全をみながら、そのウエイトを上げていく。

不測の事態にはどのように対処するのか。タイの洪水とか、国内でも地震や豪雪がある。タイのサプライヤーの供給体制は大丈夫かなど、何かあっても 1 社のパーツには頼らないようにしている。さもないと、その影響ですべてが止まってしまうということが起きるからである。

儲からないビジネスはどうするのか。事業の撤退、売却については、3 年間で一定の利益率を達成できるかどうかを基準にする。コア事業については、8~10%の利益率を確保できるか。コア以外の事業については、10%以上の利益率がとれるのかが判断の分れ道である。ノンコアビジネスについては、収益性が高くなければ売ることもありうる、コア事業については、利益率が 2%から 6%まで上がっている。もし自力で 8%までいかないなら、誰かと組むことも考えていく。

家電量販のエディオンやシャープに一部出資しているが、その狙いは何か。家電量販店は、リフォームに力を入れている。その意味ではどの量販店ともいい関係を作って、当社の製品をおいてもらうようにしている。エディオンはその連携の 1 つであり、他の量販店とも付き合いしていく。シャープとの連携は、やはりリフォームにおける家電の新しい動きに注目しており、その分野で協業できると考えている、シャープとは 3 年前から連携してきたので、今の高橋社長とは前向きに話ができるという。

リクシルは主要 5 社をはじめ、多くの企業が合併してできた。グループの人事はどうなっているのか。よその会社にみられるように、統合がうまくいかないのではないかと。2 年半前に藤森社長が外部から入った。内部から昇進したのではないので、グループ会社のどこから来たという出身母体に意味はない。人事の仕組みは全社 1 本にした。

ここに米国流の経営を持ち込んだ。トステムにはもともとそういう社風はあったが、INAX は伝統的な日本の会社の雰囲気が強かった。そこで、グループすべてを利益中心主義にして、執行役員の実任を明確にした。株主目線を入れて、報酬のストックオプションも導入した。よって、グループのどの会社出身、何年時入社というようなことは意味をもたなくなった。

藤森社長は外部から入ったが、彼は 2 つのポジションに自分と同じ考えの人材を入れた。ファイナンスとヒューマンリソース（人事）である。その上で、社内の改革を断行しつつ、成長路線へ大きく舵を切った。社内では従業員サーベイをやっており、社員の意識、意見はよく聴くようにしている。優秀な人材を内外から登用する。どこからきたかは問わない。年長者になればなるほど社内の変革に不満があるかもしれないが、やるか、やらないかである。実績で評価すればよいと考えている。

今の経営陣をみると、日本人中心だが、これでグローバル経営はできるのか。13 人の執行役（うち女性 1 人）はすべて日本人であるが、これを見直して、2014 年 4 月から新体制

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。

にする。機能別担当（10人）と地域担当（6人）に社長を入れて、17人の執行役に増やす。このうち半分は外国人になる。外国人が外国の会社をコントロールするようになる。

役員会は日本語、英語の同時通訳でやっている。役員にとって大事なことは、自分の意見をきちんと発表することで、それを英語でやれと強要はしない。しかし、会議の時以外は通訳がつかないので、普段会話する時に英語ができないと、コミュニケーションには困る。結果として、日常会話は英語でやるようになっていく。30~40代の人材にも、マネジメント層に上がるということは、そういうことだとロールモデルを示している。

ROEを8%以上にするとコミットしているが、実際のところ、社内ではどのくらい意識されているのか。投資家には、EPSとROEでコミットメントを出している、株価も配当もEPSをベースに決まるわけだから、EPSを重視する。ROEはバランスシートとの関係で決まるので、ROEも重視する。為替変動をカバーする仕組みも作っていく。社内では営業利益を大事にして、給料もここで決まるようにしている。

藤森社長はGEで25年働いた後、リクシルのトップに就任した。2020年まではリクシルブランドの下で、従来のトステム、INAXといったブランドも使っていく。まだ、既存の方が馴染みやすいからで、いずれはリクシルに統合していく。2014年3月期の売上高1.6兆円、営業利益700億円（同4.4%）を2016年3月期には1.75兆円、1400億円（8%）にもっていく計画である。ROEも近々8%にのせてくるので、次は10%台を狙っていく。

ユニークなのは配当政策である。3年後には国際会計基準（IFRS）に変更する。そうすると、のれんの償却が必要なくなる。元々、のれんの償却は外部流出するものではないので、のれん償却前利益を計算して、それをベースに配当性向30%以上を目指すとした。2014年3月期の配当は従来の40円が55円となるが、今後も増配が期待できよう。

藤森社長の経営は尋常ではない。会社を変えていくとはこういうことか、ということスピーディにパワフルに実践している。しかも、分かりやすく、納得できる。今後の展開に大いに注目したい。

### 3. 企業価値創造に向けて

#### 企業価値は信頼度の総和

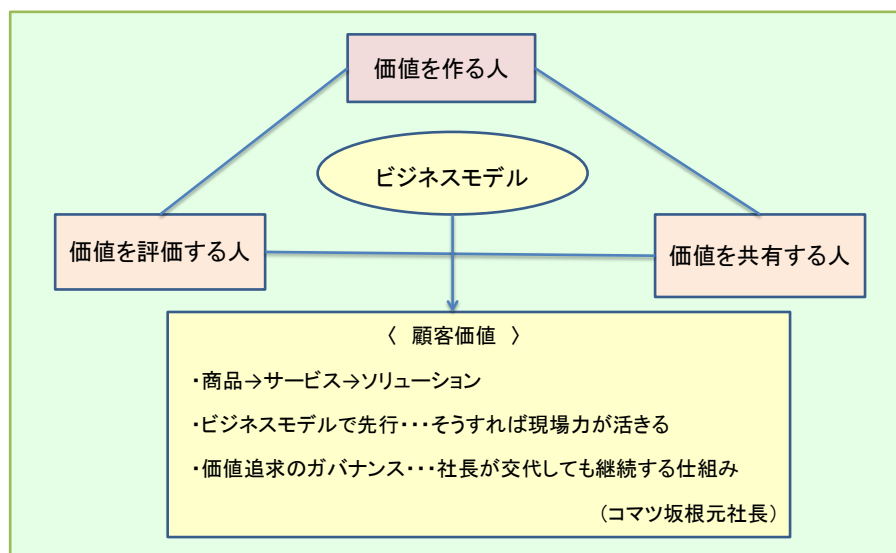
コマツの坂根正弘相談役は社長の時、「日本国籍グローバル企業」になると決めた。自社の弱みを論じて仕方がないと考え、強みを磨くことに集中した。その場合、ビジネスモデル（BM）で先行する必要がある。BMで先行すれば現場力を活かすことができる。

その本質は企業価値の追求にあり、あらゆるステークホルダーの信頼度の総和が企業価値であると定義する。ステークホルダーには、価値を創出する人、価値を評価する人、価値と共存する人がおり、それぞれの信頼度を高める必要がある。その中で、価値を創る人、

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。

つまり顧客の信頼度が最も重要であると考え、ブランドマネジメントを本格化させた。それが2006年からスタートさせた「コマツウェイ」への挑戦であった。

#### 強みを磨いて企業価値を追求



#### 企業価値向上のループ

メイテックの西本甲介社長は、創業者に代わって1999年に社長になって以来、事業の社会性について考えた。技術者の人材派遣は、人の価値を高めるビジネスであると決めて、エンジニアの成長を支援することとに力を注いだ。

西本社長は、企業価値とは社員価値、顧客価値、株主価値、社会的価値の総てを高めることであると定義する。但し、そこには順番があり、社員価値を起点とする。次に顧客価値、株主価値、そして社会的価値を続ける。これがループして、全体の価値が向上していく。

つまり、プロのエンジニアがスタートであり、それが信頼されるパートナーとして顧客価値を形成する。そうすると、持続的成長を通して株主価値が向上する。エンジニアの働き方を通して社会に貢献し、それがまた社員価値に結びついてくるというサイクルである。

#### 財務的価値と社会的価値の追求

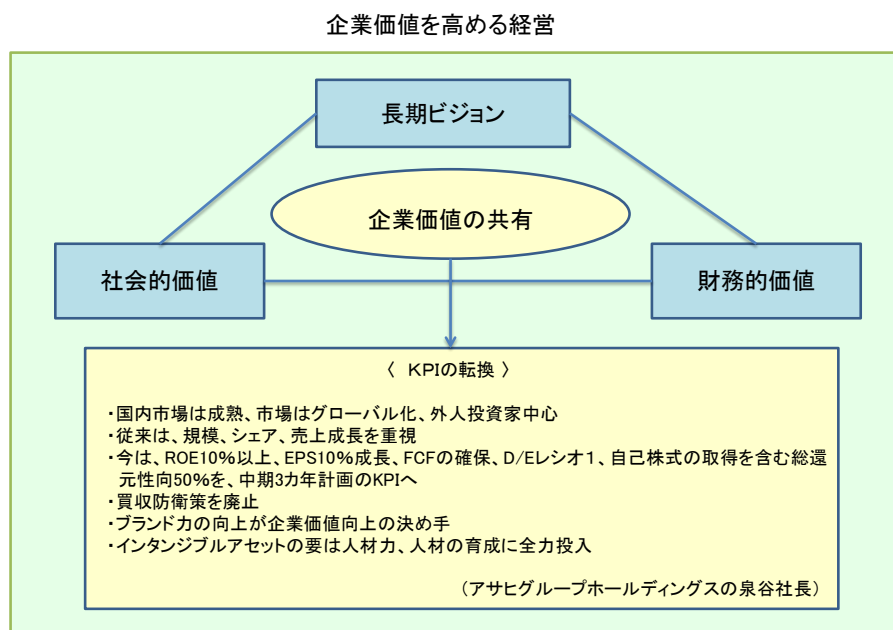
アサヒグループホールディングスの泉谷直木社長は、国内市場が縮小する中で国内を守りつつ、海外を成長エンジンにしてグローバル企業を目指すには、企業価値を全面的に追求する必要があると考えた。2020年に向けた長期ビジョンでは、“ありたい姿”を掲げた。

同時に、その実現に向けた中期3カ年計画では、企業価値の向上を第一義とし、ここでは財務的価値（時価総額）と社会的価値（CSRレピュテーション）の双方を追求する。財務的価値では、ROE10%とEPS年平均10%以上をKPIとする。ROEと共に、フリーキャッシュフ

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。

ローの確保、D/E レシオ（1 倍）、自己株式取得も含む総還元性向（50%）など、財務指標は具体的である。

泉谷社長は、経営者と投資家がそれを共有できれば、長期的な価値向上の仕組みになるとみている。



## ROE 8 %は価値創造企業の必要条件

日本企業の国際競争力をみると、トヨタをはじめ世界で戦っていける強い企業はいくつもあるが、全体としての力は必ずしも十分ではない。上場企業 3500 社のうち直近の ROE が 8%（資本コストから見た要求水準）を超えている企業は全体の 3 分の 1 にとどまる。

経営者から見ると、自分達は長期的経営を目指して実践しているが、投資家が短期的である。目先のことに一喜一憂し、会社にいろいろ要求を出されてもスタンスが合わないといいたくならう。投資家にすれば、長期投資をしても、過去 20 年間でみると日本株についてはいいことがなかった。会社が発表する短期、中期の計画は大半が実現していない。長期投資は「敗者のゲーム」になってしまう。そこで、何よりも足元の確認を重視して、投資を考えていく。短期も当たらないのに、長期が当たるわけではないといいたくならう。

## 価値創造の仕組みを盤石に

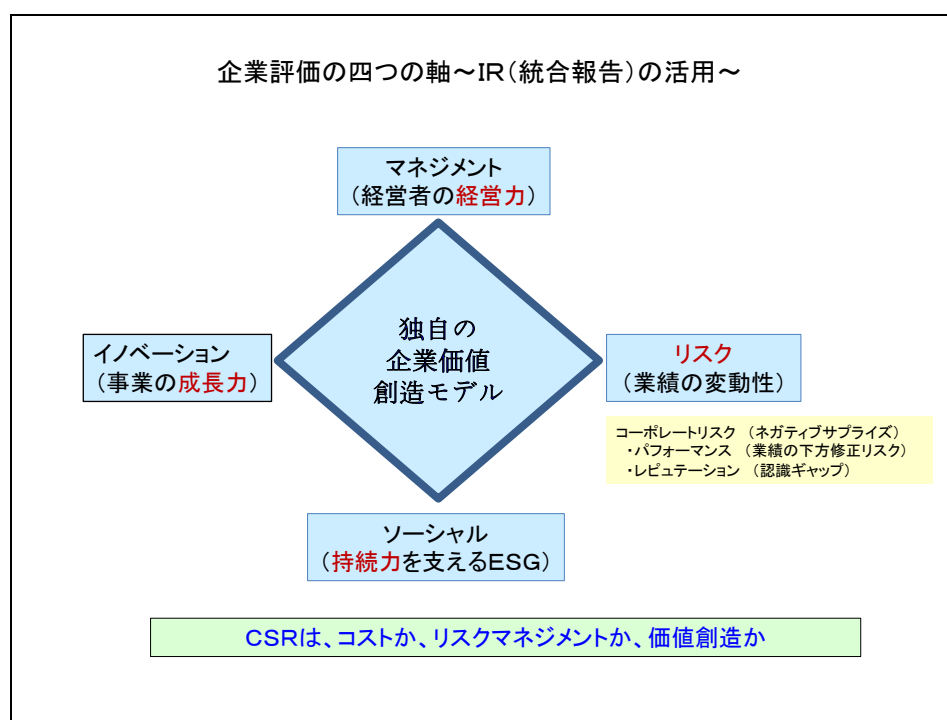
企業をみると、‘価値創造の仕組みの信頼性’が乏しい。一方、‘投資家の企業を見る目’が必ずしも十分でない可能性も高い。そこで、5つの対応策を考えてみた。

1 つ目は、私たちは何に投資するのかという大義を再考して、“投資家は企業価値創造のプロセスに投資する”と定義する。そうすると企業をみる視点が明らかに変わってくる。

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。

2つ目は、ビジネスモデルにフォーカスする。ビジネスモデル (BM) とは、企業価値創造の仕組みである。BM を、①構想力とリーダーシップにおいて、トップマネジメントは十分か、②イノベーションに取り組んで、それを実現しているか、③サステナビリティ追求の中で、社会的価値を創出しているか、④想定しうるリスクに対して、リスクマネジメントは十分か、という4つの軸で組み立てる。

3つ目は、会社が次に作り上げたい BM を投資家に語る。BM を語ることが競争上不利になるならば、総てを話す必要はない。投資家は価値創造の仕組みを共有したいのだから、それに資するように対応してくれれば十分である。その上で、その目標とする BM を実現するための戦略を語ってほしい。多くの日本企業はこの BM とそれを実現するための戦略の構築力が弱い。



### 価値創造と価値評価を長期的に共有

4つ目は、企業による企業価値創造の視点 (わが社の価値創造の軸) と、投資家による企業価値評価の視点 (投資家の価値評価の軸) をお互いに出し合って、そこにおける共通点、相違点を明らかにする。相違点について議論してみると、折り合いが見つかることなのか、対立したままなのかが分かってこよう。その上で、新しい関係 (エンゲージメント) を構築する道を探っていく。

5つ目は、これらを踏まえて、企業価値創造のモデル (フレームワーク) を構築し、不確実な将来に対して、いかにサステナブルにするかを検討する。同時に、DCF モデルに捉われな  
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。



い評価システムを確立する。

いずれも容易ではないが、新しい枠組みを作り、企業家と投資家が互いにそれをインプリメンティングしてビジネスを実行するならば、新しいフロンティアを切り開くことができよう。フレームワークの材料は揃っているのだから、実行できるところまで仕上げれば有益なものとなるだろう。

(注)本稿の図表について、特に出所がないものはベルトークン(当社)作成

(参考)第3章の‘企業価値創造に向けて’は、証券アナリストジャーナル2014年2月号、視点「日本企業の企業価値創造に求められるもの」(鈴木行生)より作成

鈴木行生(すずきゆきお)

(株)日本ベル投資研究所 代表取締役 主席アナリスト



(略歴)

福島県会津若松出身。東京理科大学大学院理工学研究科経営工学専攻修士課程修了。  
75年(株)野村総合研究所入社、自動車、重工業、鉄鋼、国際商品市況、合繊、小売り・サービス、金融などの産業を担当、東京、大阪、パリでの企業アナリストを経て、96年取締役企業調査部長。  
97年野村證券(株)取締役金融研究所長。2000年野村アセットマネジメント(株)常務執行役員調査本部長。  
05年野村ホールディングス(株)取締役、野村アセットマネジメント(株)取締役、野村信託銀行(株)取締役。  
07年社団法人日本証券アナリスト協会会長(09年8月まで)。この間、一貫して証券アナリストの業務に従事。  
10年7月(株)日本ベル投資研究所を設立し、アナリスト(Independent Research Analyst)として活動中。  
現在、公益社団法人日本証券アナリスト協会顧問。金融庁企業会計審議会臨時委員。  
経済産業省「持続的成長への競争力とインセンティブ～企業と投資家の望ましい関係構築」プロジェクトメンバー。  
株式会社システナ(東証1部、情報通信システム開発)社外取締役。  
有限責任監査法人トーマツ顧問。イボットソン・アソシエイツ・ジャパン株式会社(投資顧問、資本コスト情報サービス)顧問。  
日本IR(インベスターズリレーションズ)学会副会長。日本証券アナリスト協会検定会員(CMA)

(最近のレポート)

「日本経済の再生～日本企業の成長戦略に求められるもの～」トーマツ「会計情報」、Deloitte、2013年7月号  
「真の価値創造を目指して～投資家から見た企業価値評価」(花堂靖仁、高橋治彦編著「近未来の企業経営の諸相-2025年-」の16章、中央経済社、2012年3月)、  
「日本の復興と投資家の気概～次世代を担う新しい日本を創る～」(証券アナリストジャーナル、2011年7月)、  
「提言の論点 東日本大震災の復興に向けて」(公益社団法人日本証券アナリスト協会、2011年6月)など。

(株)日本ベル投資研究所 (ベルトークン) ホームページ [www.belletk.com](http://www.belletk.com)

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。