

ベル投資環境レポート

アナリストから見た企業価値創造 ～XBRLに求められるもの～

2012年11月6日

鈴木 行生

XBRLの国際会議において、キーノートスピーチをする機会を得た。アナリストの立場から、企業の価値創造をどのように捉えて、それをどのように評価するかという点について、意見を述べた。その活動において、XBRLに求めるものについても言及したので、その論旨をレポートにした。

1. 投資家は何に投資するのか

例えば、30年以上前、コンビニのセブンイレブンが登場した時、あるいはセブンイレブンが十分知れ渡った時ですら、その後これほどまでに成長すると見越してずっと投資を継続した投資家は少ないと思う。

上場企業は、上場するに当って、すでに何らかの強みを有している。それを収益源として利益をあげていく。その利益をあげる仕組みを商品やサービスから見えていくと一見分りやすそうだが、将来を予想するのは簡単ではない。商品やサービスはそのままではすぐに陳腐化していくからである。現在有している強みも、市場の変化に合わせて適合させないと生き残ることはできない。

この利益をあげる仕組みがビジネスモデルである。多くの上場企業は、自社のさまざまな側面に光を当てて会社を説明しようとするが、その会社の根幹であるビジネスモデルをすっきりとはわからせてくれない。では、ビジネスモデルを理解してもらうのは難しいのだろうか。そんなことはない。その会社が最も力を入れている企業価値を創造する仕組み、それがビジネスモデルであるから、理解しにくいということはない。

企業内部の価値創造活動は、一見外部からはみえにくい。しかし、さまざまなステークホルダー(利害関係者)の協力なしに活動は進まない。株式市場に上場している企業にとっては、投資家の理解を十分に得る必要がある。投資家は企業価値創造の仕組み作りこそ投資するのである。会社業績の結果や成果だけでなく、価値創造のプロセスを理解したいし、それを共有したいのである。

Bellek

投資家は何に投資するのか ～企業価値創造のプロセスを共有したい～

- ・企業内部における価値創造活動は、一見外部からは見えにくい
- ・しかし、さまざまなステークホルダーの協力なしに活動は進まない
- ・株式市場に上場している企業にとっては、投資家の理解を十分得る必要がある
- ・投資家は、企業の価値創造の仕組み作りにこそ投資するのである
- ・結果・成果だけでなく、価値創造プロセスこそ理解し、共有したいのである
- ・戦略とは、新しい価値創造の仕組み(ビジネスモデル)作りのためのストーリーである
- ・そのストーリーを十分理解できないときにバイアスが生まれ、ステークホルダーとの共有が生まれれば、その蓋然性(確からしさ)も向上しよう
- ・また、投資家へのアカウントビリティは、社内活動の整合性を高めることにもなる
- ・そのための効果的なエンゲージメントをいかに実践するかが勝負

Belle Investment Research of Japan Inc.
All rights reserved

2. 企業価値評価の視点

武田薬品工業や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。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

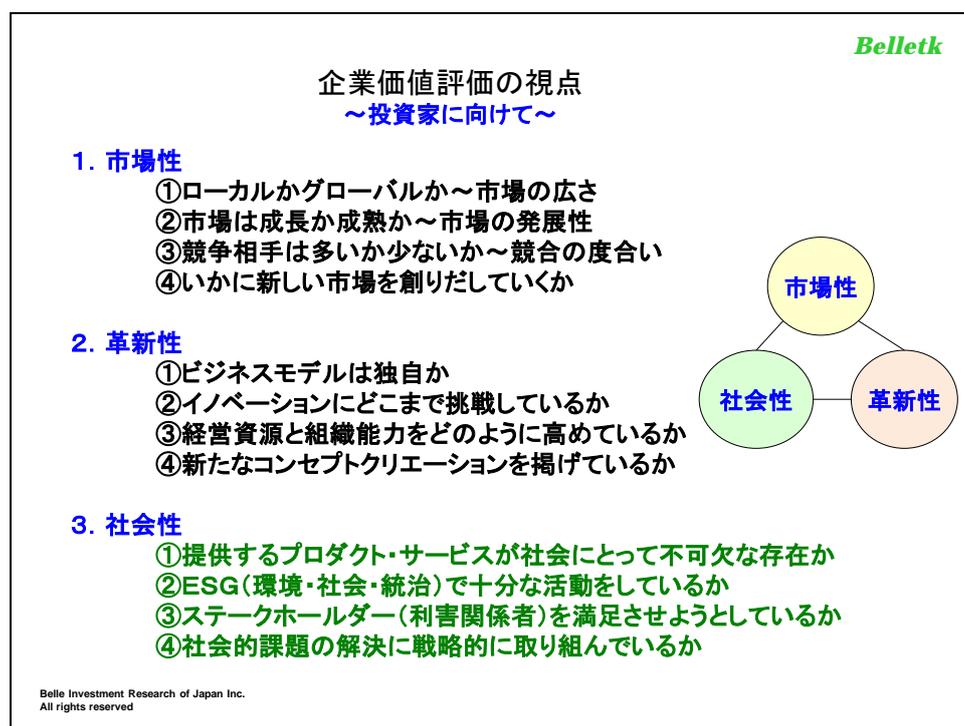
本レポートは、独自の視点から書いており、基本的に会社側の立場に立つものではない。本レポートは、投資家の当該企業に対する理解促進をサポートすることを目的としており、投資の推奨、勧誘、助言を与えるものではない。内容については、担当アナリストが全責任を持つが、投資家の投資判断については一切関知しない。本レポートは上記作成者の見解を述べたもので、許可無く使用してはならない。

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。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イメージがわかないと、言われそうである。



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。

3. ステークホルダー・キャピタリズム

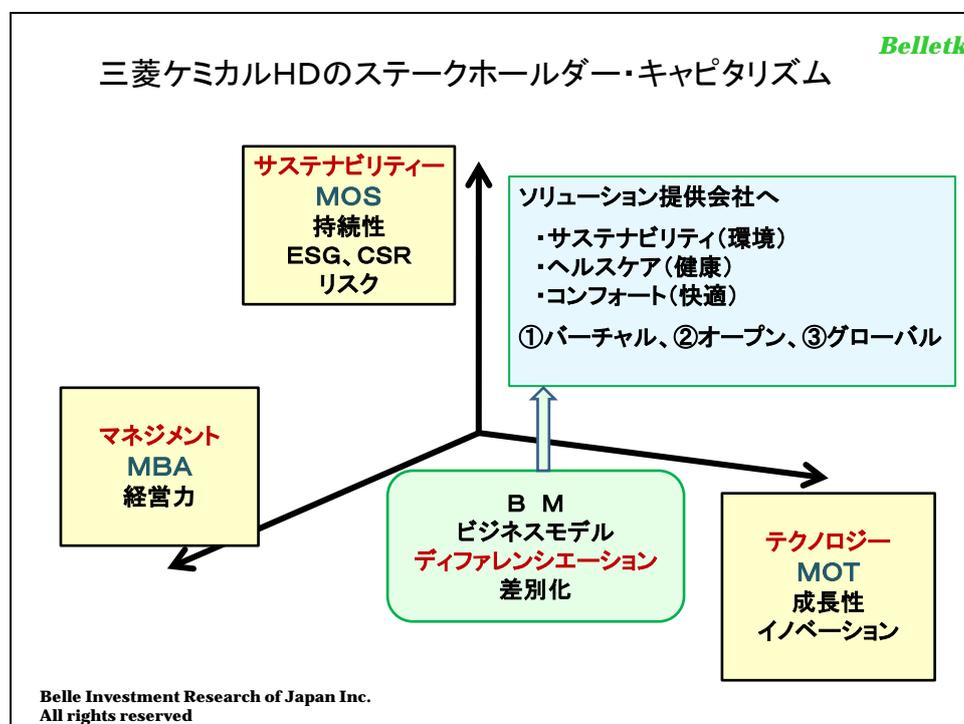
三菱ケミカルホールディングス(HD)の小林社長は、企業経営を3つの軸で捉えている。1つはマネジメント(MBA)である。MBAとは、文字通りビジネス・アドミニストレーションのマネジメントであり、これは通常の財務的な経営力を問うている。

2つ目はテクノロジー(MOT)である。まさに、テクノロジーのマネジメントであり、技術的なイノベーションを通して企業の成長性を追及する。

3つ目は、サステナビリティ(MOS)である。MOSとは、マネジメント・オブ・サステナビリティのことで、これは小林社長が名付けた。ESG(環境、社会、統治)の中でも、特に環境を強く意識している。

三菱ケミカルHDは何を提供する会社なのか。総合化学会社であるという一般的なセクター分類を超えて、当社は「カイトキ(快適)」を提供する会社である、と宣言する。このカイトキこそ、小林社長がコンセプト・クリエーションしたものである。会社の新しいビジョンの柱である。

当社は、バーチャル、オープン、グローバルをベースに、コンフォート(快適)、ヘルスケア(健康)、サステナビリティ(環境)に関するソリューションを提供する会社を標榜すると決めた。



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。

小林社長は、マネジメント(MBA)は1年、テクノロジー(MOT)は10年、サステナビリティ(MOS)は100年の時間軸で見ていく必要があると強調する。もともと技術者なので、新技術の開発は10年単位で見ていくという点には説得力がある。

従来、小林社長は、企業経営についてマネジメントとテクノロジーをしっかりと見ていればよいと考えていたという。しかし、自らがトップになってからは、サステナビリティをもう1つの軸として加え、3次元で企業価値創造を捉えている。

興味深い点は、この3つの軸を大和言葉(和語)でネーミングしており、マネジメントは「欲」、テクノロジーは「知」、サステナビリティは「義」と称している。義とは正義、信義、道義に通じるものがあり、正しさ、あるべき姿の追求であろう。さまざまなステークホルダーを多面的に考慮する資本主義を目指しているといえよう。

最近の金融界は、1年単位の短期的な欲ばかりを追及してはいないか、という小林社長の指摘は傾聴に値しよう。投資家が企業を見るときも、目先の業績だけでなく、中期のテクノロジー、長期のサステナビリティにも着目する必要がある、多くの経営者にもそれをぜひ求めて行きたい。

4. 企業価値評価の4つの軸

ここでは企業価値を定性的に判断する4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、企業の成長力である。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。

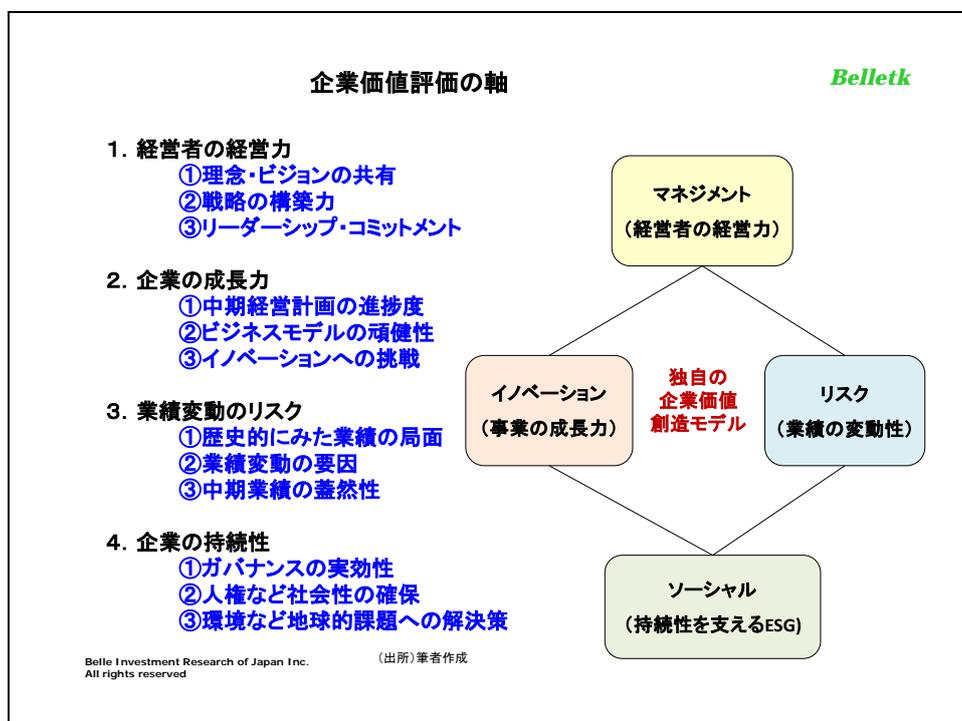
第3は、業績変動のリスクである。その要素として、①は、歴史的にみて現在の業績水準はどのような局面にあるのかを判断する。また、ROEの水準もどのレベルにあるかをよく知っておく。②は、業績変動の要因である。通常利益変動要因のほかに、予想外のことが起きた時にどのように対応するのか。その手立てと影響の度合いについても評価したい。③は、中期業績の方向性とその達成についての蓋然性(確からしさ)である。確からしさ

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。

第4は、ソーシャルである。これはサステナビリティを支えるESGで、①コーポレート・ガバナンスの実効性、②人権などの社会性の確保、③環境など地球的課題への解決策があげられる。

投資家は、こうした4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、そして企業の中長期業績の変動リスクの程度、企業のサステナビリティ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。



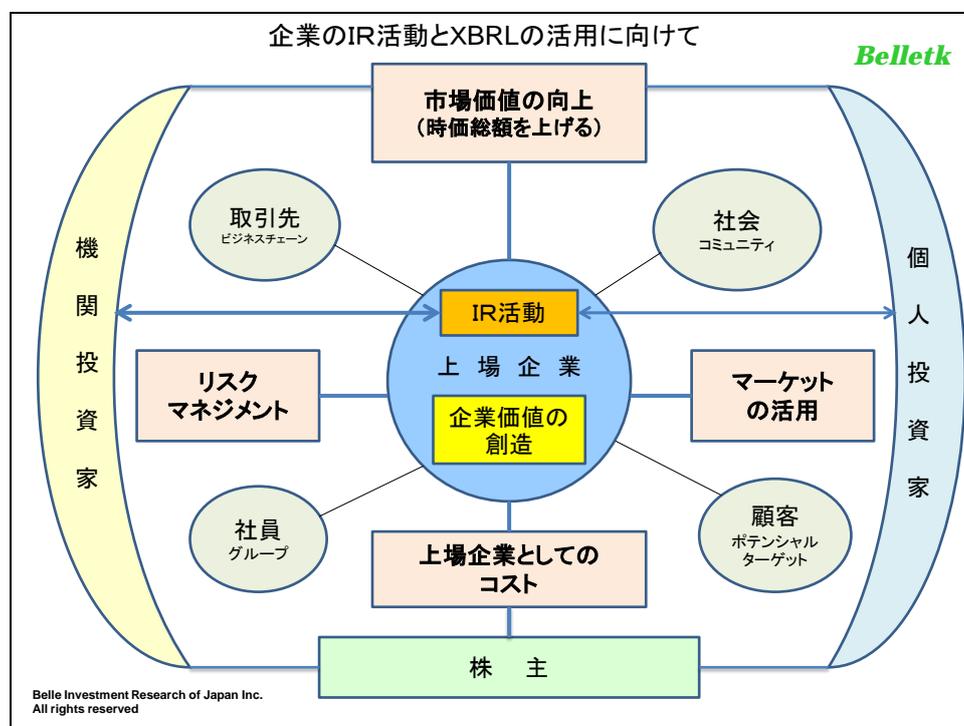
本レポートは、独自の視点から書いており、基本的に会社側の立場に立つものではない。本レポートは、投資家の当該企業に対する理解促進をサポートすることを目的としており、投資の推奨、勧誘、助言を与えるものではない。内容については、担当アナリストが全責任を持つが、投資家の投資判断については一切関知しない。本レポートは上記作成者の見解を述べたもので、許可無く使用してはならない。

5. 有価証券報告書はバイブル

私は長年アナリストとして多くの企業をみてきた。アナリストにとって決算短信の後に
出る有価証券報告書（以下：有報）は、バイブルである。何かあったらいつもここからス
タートし、何かあったらまたここに戻ってくる。ある会社をこれから詳しく知るとい
うときは、まず有報を丹念に読む。次に、その会社に何か重要な事象があったら必ず読む。東
京電力や、オリンパスのような事件が発生したときは、役員とバランスシートと脚注に注
目する。とは言っても、普段は企業の将来展望などに注目しているため、過去の情報であ
る有報をあまり見ることはなく、必要な時に見ているというのが実態である。

住友商事の 2010 年度の有報を例に取ってみよう。この年に住友商事は IFRS に切り替え
ていて、IFRS の 2 期分と SEC 基準の 5 期分が掲載されている。売上に相当する収益が IFRS
基準と米国会計基準では違っているのがはっきり分かる。また、通常日本という商社の売
上とは全く違います。その数字も参考に載っていて分かり易い。

次に注目するのは、『事業の概況』だ。“わが社の企業環境をどう認識しているか”を知
ることは、企業評価に役に立つ。住友商事の場合、有報に中期経営計画の概要と成果が記
載されている。また環境保全への取り組みと社会貢献活動など CSR 報告的な部分も記載が
ある。業績をコメントする中にこういった情報が記載されているのは非常にわかりやすく、
これはとても良い例だと思う。



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。

6. XBRL に期待するもの

有報には似たようなことばかり書かれていると言われるが、『事業リスク』と『対処すべき課題』も注目している。きちんと書いている企業は、かなり詳しく書いています。その他、私がみるのは、『重要な契約』、『設備の状況』、『大株主』、『自己株式』である。『役員』の状況』では、各取締役のキャリアや、執行役員の取締役兼務状況をみる。住友商事の場合は『コーポレート・ガバナンスの状況』で、諮問機関、報酬委員会を設置しているといったことが記載されている。昨今いろいろな企業の問題がニュースでも取り沙汰されているが、長期的に保有する場合はこういった企業の質を最初によく確認する必要がある。全部読むには大変時間もかかるし、複数企業を互いに比較するのは結構難しい。

私の場合、4つの軸、すなわち、①経営者の経営力、②事業の成長力、③企業の持続力、④業績変動のリスク、に当てはめたとえで他社と比較し、評価している。①には、対処すべき課題や、役員の状況を当てはめる。②には、事業の概況やセグメント、③は社外の目がどれくらい入っているか、社外取締役や独立監査人の状況も重要となる。監査法人の変更にも注目する。④はリスクや、重要な契約をみている。

ただ、こうした作業は時間がかかる。だから調査中の企業はもちろん、比較する同業他社の情報について、これらの情報をデータの形で取得でき、財務諸表と同じように比較することができれば、分析を効率的に行うことができ、分析の幅も広がる。

例えば、文章で発表されている中から該当箇所を抜き出して、企業ごとに横に並べるというイメージだ。分析の基本は比較と予測にある。比較では、同業他社比較がある意味において一番楽で、異なる業種の企業を比較するほど難しくなる。セクターアナリストは同じ業種でみているが、ファンドマネージャーは違う業種の会社を見て“どちらがいい”と悩まなければならない。そこで、私が強調している“編集”という作業が一層必要になる。どう編集するかにもっと時間をかけたいし、より多くの企業を調査対象にしたい。XBRL がこのような作業の効率化に役に立つのであれば大いに有望である。

比較はXBRLのコンセプトそのものだから、あとは比較している箇所に的確にタグが付与されるかどうかポイントになる。もう一つ重要なことは、私は新しい会社を調べ始める時には、その企業の有報などの開示書類に最低10年分は目を通す。アメリカの企業を調べる時には、30年分を読んできた。もし有報が30年分あり、30年分の対処すべき課題だけを並べることができたら相当な威力がある。早くそれぐらいデータが蓄積されるとよいと思っている