

## ベル投資環境レポート

# アナリストからみた質的な企業の見抜き方 ～アナリスト 10 カ条が基本～

2015 年 1 月 5 日

鈴木行生

---

目 次	
<b>1. いか</b>	<b>2. 分析の基本は比較と予測</b>
➤ アジアの経営者からみたアジア	➤ 比較可能性の向上～伊藤忠商事、オムロン、日本郵船、堀場製作所、ローソン
➤ 「日本化」を打破するのは日本	➤ 「変化への対応」のDNA～セブン&アイ・ホールディングス
➤ <small>しにせ</small> 老舗企業のサステナビリティ	➤ 事業ポートフォリオの進化～旭化成と富士フィルムホールディングス
➤ 決してあきらめない～イノベーションの決め手	➤ これからの経営～安川電機、日揮、アシックス
➤ アナリストからみた業績予想と企業価値評価	

---

## 1. いか

### アジアの経営者からみたアジア

日経主催の世界経営者会議で、アジアの経営者 5 人の話を聴く機会があった。それぞれの立場でマーケットとマネジメントをどうみているのか。注目すべき点についていくつか取り上げてみたい。

タイの CP (チャロン・ポカパン) グループの CEO であるタニン・チャラワノン会長(75 歳)は、伊藤忠商事と組んで、各国の中堅企業とともに発展したい、と強調していた。CP グループは食品、小売り、通信などのコングロマリットで、年商は 4 兆円を超え、従業員数も 30 万人に及ぶ。16 カ国に投資し、中国では正大集団として知られる。

家族経営でありながら、どうしてこのように大きく成長できたのか。それは分業にあるという。一族で働いてきたが、目標を定め、リーダーに決定権を与えた。チャラワン氏には、3 人の兄がいるが、本人に権限を与え、それをサポートしてくれた。経営にはスピードが必要である。民主的に議論をされていては時間がかかりすぎることも多い。やはりリーダーが必要で、30%のミスをして、70%が正しいのなら OK である。基本を間違えないこと

---

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。

であるという。

チャラワン氏は、自分が間違った時に、人のせいにする人を許さない。ミスをした理由をよく考えるべきで、ミスは成功の母でもあると強調する。幹部がミスをして、それを認める。そして、次の成功に活かす。

事業の選択に当たっては、先を見てその分野でトップになれるかどうかを判断する。トップを目指しても、利益が出ないのであれば、諦めることもある。まずは1位になることを目指す。それが無理なら、1位になれそうな相手と組むことを考える。

利益については、3つの利益を考える。第1に国の利益、第2に人々の利益、そして第3にわが社の利益である。その国の利益になることを考えないと、政府のサポートは得られない。国のサポートがなければ、全てを失うこともありうる。人々の利益という点では、豊かな人も貧しい人も、全ての人々に役立つことを考える。この2つがはっきりしていれば、会社が成功する可能性は高い。

会社は先に与えよ。そして、回収は後にする。途上国に足りないものは、資本であり。技術であり、人材である。それらを与えて、機会を創り出す。これが上手く回りだせば、会社の利益は自ずとついてくるという考えである。

チャラワン氏は、伊藤忠商事のトップマネジメントを高く評価している。伊藤忠商事とCPが組んで、途上国の中小企業と一緒に発展するモデルを作っていく。かつて、日本が成長期にやったことを、これから発展する途上国で展開する。

中国経済については、減速するのは合理的であり、第2ステージに入っているとみている。また、ネット社会になっても、ものづくりは必要であり、ロジスティックはますます重要になる。そこでは生産性が求められるので、実態経済のプラットフォームには大いに投資していくと強調する。いずれ‘ものづくりの天下がくる’というのがチャラワン氏の見立てであった。

**タイ石油公社 (PTT)** のパイリン・チューチャーウオン社長 (CEO、58 歳) は、東工大で博士号を取得しており、東京は第2の故郷ともいう。PTTは民営化で2001年に上場しており、フォーチュン誌のグローバル企業ランキングで84位に入る大企業である。

これから世界中で都市化が進む。つれてエコシステムへの負荷は増えてくる。同時に、コネクティビティとモビリティが一段と高まり、どこからでもチャンスに飛び付くことができる。よって、シスコのジョン・チャンバースが言うように、テクノロジーを軸に、常にイノベーションを続ける会社のみが生き残っていくと指摘する。

その中でPTTは、バイオマテリアルの時代に、ケミカル企業としてグリーン化を目指す。現在タイで最大の植林を行っているが、バイオとグリーン技術を軸に、バリューチェーンを作っていくと強調する。そして、バイオプラスチックで世界のリーダーになると宣言する。

---

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。

タイは、人口 6000 万人、出生率は下がっており、高齢化も進み始めた。共働きも普通である。タイでは失業率が低く、人的資本も不足している。アセアン統合で移民が入ってきたとしても、経済成長が高いので、さほど大きな問題にならないとみている。

アセアンはインフラが不足している。かつて中国はインフラ投資を優先したが、アセアンもそうすべきであるという。それが経済にはプラスに働く。PTT は、インドネシア、ベトナム、ミャンマーにも投資している。アセアンで 6 億人の市場が統合していく効果は大きい。電力の相互融通（パワーグリッド）もタイ、ラオス、カンボジア、ミャンマーで始まっており、将来はインドネシアやフィリピンも入ってくるとみている。

フィリピンの **SM インベストメンツ** のテレシタ・シー・コソン副会長 (64 歳) は、小売、ショッピングモール、不動産、銀行を中核とするコングロマリットを経営する。SM はシュー・マートを意味し、父の靴屋から商売を学んだ。彼女は傘下の BDO ユニバンクの会長も務め、ここはフィリピン最大手の銀行でもある。

ビジネスをやる時に、過去を振り返っても仕方がない。どこが伸びるかを見る。その意味において、フィリピンは、過去はダメであったが、これからは有望であるという。GDP は年 6.3~6.9% 伸びている。1 人当たり GDP も 3000 ドルに近づいてきた。フィリピン人の出稼ぎで送金が増えており、海外送金は年 250 億ドルにも及ぶ。これからは都市化が進むので住宅が足りない。それを購入できる層が増えている。

SM インベストメンツは 50 年間、不動産、銀行、小売をコアとしてビジネスを展開してきた。SM プライム HD はディベロッパーとして国内最大である。600ha の埋め立て地の開発も手掛けてきた。SM ストアはトップの小売業である。ユニクロとも J.V. を展開している。BDO は 12 の銀行を M&A して大きくなってきた。

フィリピンには、技術と資本が欠けている。ポテンシャルは十分ある。マニラのインフラ不足はむしろ投資のチャンスにしてほしいという。2015 年にアセアン統合がスタートする。6 億人の市場ができる中で、フィリピンはタイよりも遅れている。これからインフラ投資が加速するとみている。

フィリピンの **サンミゲル** のラモン・アン社長 (COO、60 歳) は、インフラ事業への多角化を進めてきた。サンミゲルといえば、ビールでの知名度が高いが、食品、飲料、容器のほか、発電、石油精製など、インフラ関連が全体の 7 割を占めるコングロマリットである。

フィリピンの経済は 6.5% 以上の GDP 成長を遂げている。国の格付けも投資適格に入っている。1 億人の平均年齢は 23 歳と若い。その中でサンミゲルはビールのシェア 95%、ウィスキーや食品（加工肉、乳製品）、包装容器でもリーダーである。日本の麒麟 HD や山村硝子ともパートナーを組んでいる。それ以上に、電力、石油精製、高速道路、ガソリンスタンド、空港、鉄道、橋など、インフラ企業へと変身してきた。

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。

アン社長は、1) かくれたリスクに関する情報を十分収集せよ、2) そのためには、ローカルなパートナーと組むことである、3) しっかりした信頼関係を構築して、4) 適切な品質と価格を提供することである、という。同時に、5) 想定されたリスク (calculated risk) はとれ、6) 想定外のリスクを十分考え、7) いつもイノベータティブに、8) チームワークと対話を続けていくべし、と強調する。

サンミゲルは、フィリピンで 2.3 万件のガソリンスタンドをもつが、これからもインフラ関連投資はどんどん続けるという。投資のチャンスはアジアでもトップクラスと評価している。かつて戒厳令があったし、誘拐もあったが、今はない、セメントの消費量は 1 人当たり 150 kg と、他のアジアに比べて圧倒的に少ない。フィリピンはリスクの少ない国になっている。

フィリピンの人材は、バンカー、会計士、エンジニアなどプロフェッショナルサービス業に向いており、有望である。また、フィリピンは水力発電のリソースをもっており、パワーグリッドのアセアン統合に大いなる期待を抱いている。

中国の **CITIC (中国中信集団)** の常振明会長 (58 歳) は、北京第二外国語学院日本語学科を卒業しており、若い時には大和証券で研修を受けた。今回は日本語で講演した。CITIC は 2014 年 9 月に香港に上場しており、時価総額 5 兆円、アジア最大のコングロマリットである。

金融と実業の両部門を有し、金融では、銀行、証券、信託、保険などを手掛ける。実業では、重工などの製造業のほかに、不動産、建設・エンジニアリングに手を広げる。アルミホイールのダイカストでは世界最大の企業である。2013 年の売上高は 6 兆円、営業利益は 1.3 兆円であった。

もともとは、中国企業の競争力を高めるために、海外からのマネジメント導入、技術導入、ファイナンスを担当する会社であった。日本との結び付きも強く、1982 年に初めて債券を発行し、野村証券が幹事を務めた。90 年代には東証へ上場することも検討したという。中国では、オリックス、野村証券、サントリー、神戸製鋼などと合弁を組んでいる。

中国は今や転換期を迎えており、新しいチャレンジを行っている、という認識である。1) 都市化、2) 内需消費、3) 環境・エネルギー、4) ネット・IT など、新しい成長分野を自ら切り拓こうとしている。

その中で、CITIC は 5 つの優位性を生かし、大型のコングロマリットとして、一段と成長することを目指している。優位性とは、①ブランド、②ネットワーク、③人材、④資本金、⑤ガバナンスである。CITIC の魂は、「市場化とイノベーションの精神」にあると強調する。

このように 5 人の経営者の話を聴くと、1) 中国は転換期にあるが、十分チャンスはある、2) アセアン統合による 6 億人の市場は魅力あるもので、かなりの発展が期待できる、3) フィリピンはかつてのイメージとは全く違って、成長の余地が大きい、という点が印象に

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。

残った。

さらに、中国がリードして創設するアジアインフラ投資銀行（AIIB）について、タイ、フィリピンの経営者が両手を上げて歓迎していたのには驚いた。アジア開銀（ADB）と競ってファイナンスの規模が広がるなら大いに結構という姿勢であった。それだけインフラ投資の機会が豊富にあるということである。ポートフォリオにおけるアセアンのウェイトを一段と高めておく必要があると感じた。

### 「日本化」を打破するのは日本

昨年10月に催された日立イノベーションフォーラムで、ポール・クルーグマン教授（プリンストン大学）の話聴いた。2008年にノーベル経済学賞を受け、現実の経済についても論客であり、彼の主張はいたるところで論評されている。なかなかついていけない面もあるが、「日本化」（Japanification）をどうするのかという点に関して、改めてまとめた。

欧米から見て、1980年代までの日本は輝いていた。スーパー大国のイメージがあった。しかし、日本は脆弱な国になってしまった。90年代の金融危機を克服しても、景気がさほど良くなり、長期停滞に入った。そして、まだ脱却できていない、と分析する。日本は明らかにミスをした。90年代以降の政策は間違っていた。日本は畏にはまると主張する。アベノミクスで、それを克服できるかどうか問われている。

しかし、日本が例外ではなかった。リーマンショック以降の世界経済が、日本と同じような畏にはまってしまうかも知れないと懸念した。経済が当時の日本のようになることを「日本化」（Japanification）とクルーグマン教授は名付けた。

バブル後の住宅価格の推移をみると、「日本化」が欧米でも起きているようにみえた。米国はようやく脱しつつあるが、欧州はこれから本格化するかもしれないと指摘する。その本質はデフレにある。価格が毎年下がる経済が始まっている。まだゼロにはなっていないが、これをもとに戻すには困難を伴う。20年前の日本と同じであるという。

デフレはなぜ悪いのか。負債が増える中で、問題が悪化するからである。新興市場が新しい成長エンジンとなって、需要不足をカバーしてくれると思ったが、そうはいかないと分かってきた。貸出基準が緩んで負債が増えると、どこかの局面で人びとが不安になり、皆が同じ行動を取り出す。つまり、クローズドシステムの経済の中で、皆が支出を減らすと、大不況に陥る。日本ではバブル崩壊後の企業の負債が問題となり、米国ではリーマンショック後の家計の負債が問題となった。

90年代に日本はデフレを阻止しなかった。‘できる’のに‘しなかった’という意味で、それをクルーグマン氏やバーナンキ氏は批判した。財政をもっと使うべきだったのに、ストップ&ゴーを繰り返して、不十分なままであった。さらに、当時消費税を上げた。これも間違いであったと強調する。

---

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。



政策を間違えて、日本はデフレを定着させてしまった。同じことを欧米もやっており、日本を批判するどころではなくなったというのが、クルーグマン氏の見方である。米国は欧州よりはずっとよいが、日本を批判したバーナンキ氏も FRB 議長になってからは脱デフレの政策に苦勞した。それでも事態を改善する方向にもっていった。米国は財政政策をもっと拡大すべきであったが、議会を動かすことはできなかった。欧州は深刻である。財政を拡大すべきなのに、それができていない。財政政策でも金融政策でも、これまでにちぐはぐな動きを見せている。

日本の教訓は2つあるという。1つは、人口動態の変化であり、労働者が減少するような経済では、そのままでは投資をする必要がなくなる。これが欧州でも起きている。欧州では2009年から労働人口が減り始めている。米国は出生率が高く、移民も入っているので状況はよい。2つ目は、経済のイノベーションである。米国は頑張っているが、イノベーションを示す全要素生産性の勾配はやや緩やかになっている。テクノロジーは進歩しているが、空飛ぶ自動車のような画期的なものはまだ十分でないという。

新興国について、クルーグマン氏は3~4年前と違って伸びるとみている。但し、中国については懸念している。中国はマクロ経済のバランスがとれていない。国内消費の弱さを、投資と貿易黒字で埋めてきた。投資と貿易だけではもたない。中国は1980年代後半の日本のような状態で、いずれ調整が深刻になるとみている。

そこで、もう1つのイノベーションに期待したいと強調する。それは政策のイノベーションである。従来の伝統的考え方に捉われた不適切な政策から脱却することである。均衡予算に捉われるな、二桁インフレを心配するな、と強調する。

この命題に対して、今、日本だけが挑戦している。アベノミクスはその試みであると、クルーグマン氏は評価している。インフレ率の目標2%はもっと高い方がよいとまでいう。黒田日銀総裁はサクセスフルにやっている。消費税は上げるべきでないのに、1回目は上げてしまった。2回目は間違ってもやるべきでないと進言した。デフレ脱却には、型破りな政策が必要であり、政策のイノベーションに期待している。かつての「日本化」を打破するのは今の日本である、という指摘は興味深かった。

## 老舗企業のサステナビリティ

昨年10月にある企業の100周年パーティーに参加した。1部上場企業で3代目の創業家社長である。4代目も取締役で頑張っているから、いずれバトンタッチもなされよう。次の100年に向けて経営を継続すると宣言する。

「伊藤レポート」の議論に参加した時、過去20年の株価パフォーマンスをみると、ファミリー企業の良さが目立っているという論点が注目された。確かに新興企業は創業者が初代であり、創業者の馬力で会社を成長させていく。日本電産(世界最大の総合モーターメーカー)の永守社長は初代であり。独特の慧眼と実行力で、M&Aも含めて急成長を持続させて

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。

いる。

初代に限らず、ファミリーが健在で、リーダーシップを発揮している企業も多い。創業者の精神が、創業者が健在の時に薫陶を受けたマネジメントが継承している間は続く可能性が高い。しかし、急激な外部環境の変化や、自社の根幹を支える仕組みが新たなイノベーションに晒されると、従来から維持してきた強みが大きく崩されてしまうことも多い。

直系の2代目社長が創業者より優秀であるという保証はない。3代目がファミリーである場合にはさらに難しくなるかもしれない。しかし、2代目、3代目で立派に会社をリードしている社長も多い。ユニ・チャームの高原社長は2代目であるが、初代の作り上げた基盤を取捨選択しつつ、全く新しい会社を作り変えて成長を続けている。

かつて本田宗一郎氏は、ファミリーをホンダには入れず、後継者とはしなかった。創業者はイノベーターであるから、常人でないところがあり、リーダーシップを発揮すると同時にワンマンでもある。ワンマンがあらぬ方向にいかないように、それをいさめる番頭役が必要である、ホンダの場合、藤沢武夫氏が副社長として本田社長を支えたという話は有名である。

この創業者の精神をどのように受け継いでいくのか。創業者と同じ釜の飯を食った人で、マネジメント人材が育っていれば、しばらくは続くことになる。しかし、その次の世代になっても企業の強さを維持していくのは容易ではない。三菱商事や三菱重工に、三菱グループの創始者である岩崎彌太郎のファミリーがマネジメントを継承するという文化はない。それでも三菱商事は企業として輝いている。三菱4代目社長の岩崎小彌太の訓諭を基に、①所期奉公(豊かな社会の実現)、②処事光明(公明正大の堅持)、③立業貿易(世界視野での事業展開)を行動指針としている。そのもとで、立派な経営者を後継者として輩出する仕組みがこれまで機能してきたということであろう。

このように創業者の精神を大事にしつつ、それを経営のビジョンに活かし、中長期経営を行っている会社も多い。しかし、それが現実の経営の中で本当に活かされるにはもっと別の仕組みが必要である。

トヨタ自動車はファミリー企業とみられている。現社長の豊田章男氏は、豊田佐吉(曾祖父)、豊田喜一郎(祖父)、豊田章一郎(父)からみると4代目である。その間、一族とは関係ない有能な経営者が社長を務めて、会社を率いてきた時期も長い。一族からトップが出るということは、求心力が働く。会社がまとまって、一丸となって力を発揮するには都合がよい。しかし、トップに十分な力量がなく、的確な経営の意思決定ができなければ、その企業の将来に禍根を残す。

中堅の上場企業で、創業者が息子に社長を譲った後、経営が厳しくなって、会長から再び社長に戻ってくるという例は数多くある。創業者が健在であれば手の打ちようがあるかもしれないが、その時では手遅れであるという場合もある。つまり、ファミリー出身であっても、直系であっても、周りも認める経営能力がなければ、トップは務まらない。トヨ

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。

タの場合は、それをよく見極めた上で、トップの座に4代目を据えた。豊田社長のマネジメント力は現在見事に活きている。

日本に長寿企業は世界一多い。日本経済大学の後藤俊夫教授の調査によると、日本には100年以上続く会社が2.5万社以上ある。200年以上が3900社、300年以上が1900社、1000年以上が21社ほどある。西暦578年創業の金剛組はギネスブックに載っており、718年創業の法師（旅館、46代目）もギネスブックに載っている。この長寿企業の数、第2位である米国の1.1万社に比べても圧倒的である。

日本に企業といえる会社は260万社ほどあるが、その97%はファミリービジネスである。そのファミリービジネスが長く続くには6つの定石があるというのが、後藤教授の見立てである。1つ目は長期的視点である。経営者の交代という視点でみると、短期が10年、中期が30年、長期が100年となる。3代先まで考える必要がある。2つ目が、持続的成長の確保である。身の丈に合った経営を行うこと、他人資本には頼らないこと、上場をしないことも重要である。

3つ目は、優位性の構築と強化である。ドミナンスやコアコンピタンスに拘り、事業の広がりも周辺分野から攻める。4つ目は、利害関係者（ステークホルダー）との長期的関係を築くことである。信用こそが最大の財産であるという考えを貫く。5つ目が、経営の安全性を守ることである。リスクマネジメントや独立性の確保を徹底する。

そして6つ目が、継続への強い意志である。稼業（生活のための仕事）は尊いものという思いを強く持って、継続性を追求する。儒教の朱子学は、商業は尊いものとみなさなかったが、日本の商業倫理思想には、鈴木正三（世俗的生活は仏道修行と同じ価値）、石田梅岩（利潤は正当なものとして奨励）、二宮金次郎（報徳思想）、渋沢栄一（道徳経済合一）、松下幸之助（社会の公器）に見られるように、一貫した理念が生きていると後藤教授は強調する。

昨今のコーポレートガバナンスやステュワードシップにも、こうした考えと通じるものがある。実際には、理念やビジョンをいかに組織能力として定着させ、維持していくかが問われる。新興企業はイノベーションの連鎖で長くサバイバルすること、老舗企業はサステナビリティを維持するための仕組みに磨きをかけることに力を入れてほしい。

その中で上場企業においても、ファミリービジネスとしての良さを追求してかまわない。但し、少数株主にも配慮して経営を力強く推進してほしい。そのためのガバナンスが求められる。ファミリー色が無い企業では、社内の論理や人材に拘ることなく、経営力を磨いてほしい。価値創造の目標をストレッチして、それに挑戦するためのガバナンスが必要である。投資家はそれを実践する企業に長期投資をしたいと思うはずである。

## 決してあきらめない～イノベーションの決め手

リーダーシップをどのように見抜くか。投資を考える時、その企業のトップマネジメントは、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。



トに、どのくらいのリーダーシップがあるかは誰もが知りたいところである。しかし、事前にはなかなか分からない。引退した後に評価出来たとしても、それでは遅い。社長にリーダーシップがあるといっても、平時と有事では求められる資質が異なることも多い。まして、イノベーションのためのリーダーシップとなると、その見極めはさらに難しい。うっかりすると、ワンマンになり会社を崩壊させかねない。一方、常識人から本物のイノベーションが生まれるとも思えない。

昨年 10 月に催された日立イノベーションフォーラムで、HBS（ハーバードビジネススクール）のキャンター教授（ロザベス・モス・キャンター）の話を聞いた。テーマは、「イノベーションを創造するリーダーの条件（The Leadership for Innovation）」であった。彼女はイノベーションに優れた企業のトップマネジメントをみると、5 つの共通点があるという。どこの国にも、イノベーションを起こすリーダーはいる。そういうリーダーをいかに育てるかは容易でないが、そのリーダーの条件を知っておくことは投資判断にも大いに役立つ。

イノベーションを創造するリーダーシップの第 1 は、好奇心である。好奇心が旺盛でないとい、新しい変化やニーズを見出すことができない。顧客満足度調査をして、80%が満足していると知って納得するか、20%も不満を持っている人がいると嘆くかである。

パフォーマンスを過去と比べるだけでは不十分である。ベンチマークする他社と比べるだけでも今一つである。つまり、本来求めるべきポテンシャルと比べて、どのくらいギャップがあるかを認識し、そのギャップを埋めるにはどうするか。ここから本物のイノベーションが生まれるという。

そのためには、オフィスから出て現場に行け、自国を出て世界を見に行けと強調する。世界の現場で困っている社会的課題をどう解決するか。それを若い人に体験させることが重要である。倒れたコダックはロチェスターから出ることができず、デジタル化を理解できなかった。一方で IBM は世界に出ている。日本のオムロンでは、営業担当者が察知した課題を会社に持ち帰って解決策を出そうとする。パワポ（パワーポイント）のきれいな資料をいくら作っても、本質的な文脈を本音で語らなければ、意味がないと示唆する。

第 2 の条件は、オープンネスである。新しいアイデアに対して絶えずオープンであれという。万華鏡（カレイドスコープ）のような多様性が必要である。見え方は、角度や方向によって異なる。リーダーが、それはダメといったらお終いである。イノベーションにはジョークやわるふざけが必要である。インテルインサイトや iTunes ストアは新しいアイデアの固まりとして登場した。

第 3 の条件は、ビジョンである。ビジョンを示し、可能性を引き出し、コミュニケーションをとることである。ビジョンは情熱が持てるものでなければならない。インスピレーションを引き出すことが大切である。イノベーションは破壊的変化をもたらすので、絶えず人々を奮い立たせることが必要である。エンパワーして勇気づけなければ、夢はすぐに

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。

消えてしまう。逆に強制するだけでは脅威となってしまう。イノベーションは1人ではできない。いかにつながりを見出すかに掛かっている。シスコのジョン・チェンバースはそれを実行してきた代表格であると強調する。

第4の条件は、コラボレーションである。ステークホルダーを巻き込んで、コラボすることである。間違いを起こすリーダーを見ると、ここを無視することが多い。しっかりしたパートナーシップを築くことである。いかに抵抗勢力を排除できるかがポイントである。アップルがiPhoneを出したのを見て、ベライゾンと組んだ。イノベーションプロセスを他社に開放して、アンドロイドで対抗策を示した。

第5の条件は、パーシステンスである。つまり、ねばり強さであり、決してあきらめないことである。イノベーションに挑戦する途中のプロセスにおいては、何もかも失敗したようにみえる。すべてが上手くいかない。このような中間期の局面を、彼女は「カンターの法則」と名付けた。努力をしても次々と躓き、時間もコストも浪費していく。先行きは予測できず、上手くいく方向が見えない。しかも、この中間期においては、批判者が次々と登場し、声を大きくしてくる。はじめは夢を受け入れていた人が、抵抗勢力となってくる。こうなるとチームは疲れてしまう。

では、どうするのか。リーダーは粘り強く、頑張らせることが必要であるという。上手くいくのか、いかないのか分からない。そこでやめてしまうのか。その時の判断は、もう一度、第1～第4の条件を確認することであると、カンター教授は強調する。好奇心としてのニーズ、アイデアに対してのオープンさ、ビジョンを通じてのインスピレーション、コラボレーションとしてのパートナーを見直していく。ここに確信を持ったら、諦めずにしぶとく続けることである。

イノベーションを創り出すリーダーシップは、この5つに基づくというのが、カンター教授の見立てである。当たり前のように聞こえるが、それを実践できるかといわれれば簡単ではない。環境変化への適応力は、社内の組織能力の盛衰によって次々と変わっていく。富士フィルムは輝いている。オムロンの組織能力は相当高まっており、イノベーションを推進する力を有している。イノベティブな企業かどうかを、この5つの視点を持って対話してみることを大いに実践したい。

## アナリストからみた業績予想と企業価値評価

かつて「アナリスト10カ条」というものを作った。自らが実践し、それを踏まえてアナリスト育成の原則とした。今でも当時のアナリスト達が時々使ってくれているらしい。そこで、この10カ条を振り返ってみる。

第1条は、「担当企業の正確な業績予想ができますか」、という内容である。これが難しい。多くの会社は、今期の会社予想を発表するが、来期の予想はない。来期を予想するためには、いろいろな要素を勘案する必要がある。ましてその先となると呻吟するかもしれな

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。

第2条は、「担当企業のベーシックレポートを書いていますか。」ベーシックレポートとは、その会社について、①特色、②強み、③中期経営方針、④当面の業績、⑤企業評価がしっかり書いてあるレポートである。会社のホームページやマニュアルレポートからそのまま引用したのでは意味がない。自分なりにその会社をどうみるかという点を強調して書き下ろすのである。これをやっておかないと、来期の業績すらきちんと予測することはできない。

第3条は、「担当業界の深い産業分析レポートを書いていますか。」会社は必ず競争相手とどこかで戦っている。なかには、1社1業種というのものもあるが、所属する業界について同業他社も含めて分析する必要がある。その会社がグローバルに活動するなら、海外の企業も詳しく調べる必要がある。とすると、そのための時間と労力はかなりかかることになる。

第4条は、「担当企業のマネジメントと良好な関係を築いていますか。」担当企業に対して理解を深めるには、トップマネジメントと議論できるような関係を作っておく必要がある。先方から一目おかれる存在になっておくことが求められる。そのために企業レポートや産業レポートが重要な役割を果たすことになる。

**Belletk**

**アナリスト10か条**

1. 担当企業の正確な業績予想ができますか
2. 担当企業のベーシックレポートを書いていますか
3. 担当業界の深い産業分析レポートを書いていますか
4. 担当企業のマネジメントと良好な関係を築いていますか
5. 担当企業の株価動向を説明できますか
6. 投資判断をタイミングよく顧客にリコメンドできますか
7. 投資アイデアを提供する顧客ネットワークを持っていますか
8. 財務戦略について担当企業に提案できますか
9. 経営戦略について担当企業に提案できますか
10. 産業界、金融資本市場に政策提言ができますか

Belle Investment Research of Japan Inc.  
All rights reserved

第5条は、「担当企業の株価動向を説明できますか。」株価は長期的には業績を反映するとしても、短期的にはいろんな要素によって変動する。株価変動の7割はその会社の固有要因ではなく、マクロ的な要素が大きく影響するともいわれる。経済の動き、市況の変動、為替の影響などのマクロの要因、業界のイノベーションや構造変化、競争条件の変化などに関わるミクロの要因がどのように株価を動かしたかについて、十分理解しておく必要が

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。

ある。

第6条は、「投資判断をタイミングよく顧客にリコメンドできますか。」 株価とういのは、業績に並行してなだらかに動くわけではない。年に数回、数年に1回という頻度で大きく水準を変えることが多い。大きく変動する前に、自分なりの分析に基づいて人よりも早く違った意見を発する必要がある。株価が動いてしまった後、つまり多くの投資家が売買をした後、後追いでフォローしても独自の存在感はでない。

第7条は、「投資アイデアを提供する顧客ネットワークを持っていますか。」 自分の意見に一目おいてくれる投資家と普段からしっかりした信頼関係を築いておかななくては、大事な勝負の時にアクションをとってもらえない。顧客の投資判断の参考になってはじめて、アナリストとしての意味があり、ビジネスも成り立つのである。

第8条は、「財務戦略について担当企業に提案できますか。」 インベストメントバンキング（企業金融）の立場ではない。あくまで投資家の立場に立つアナリストとして、担当企業の財務戦略について、アドバイスできるようになると、会社の CFO にとっても大いに役立つ。

第9条は、「経営戦略について担当企業に提案できますか。」 会社は自らの経営について、最も分かっているはずである。アナリストや投資家に経営判断などわかるはずないという意見も有力であるが、そんなことはない。広い視野で、同業他社や、別のセクターの先行事例などをみていると、その会社のマネジメントについて別の意見が出てくる。それが、会社にとって役立つこともある。ここまできると一流のアナリストといえよう。

そして第10条は、2つのパターンがある。1つは、「産業界、金融資本市場に政策提言ができますか。」 もう1つは、「独立しても今の仕事が続けられますか。」 国や業界に関わる政策について、現在所属する組織を離れて、的確な政策を提言できれば、その意義は大きい。また、独立してもビジネスが遂行できれば、本物のプロフェッショナルといえよう。

分析（アナリシス）の基本は、①比較と、②予測にある。比較は、同質なものと異質なものに行くほど難しくなる。予測は、短期、中期、長期と、長くなるほど容易ではない。

企業業績の予測能力は、企業レポートを書いて、3年程度フォローすると積み上がってくる。企業の中身は常に変化しているが、ビジネスモデル（価値創造の仕組み）のコアや勘所が身に着いてくるからである。

それでも、注意すべきことがある。1つは、予想が当たるということは、その企業にあまり変化がなく、なだらかな動きが続く場合である。もっと大きなビジネス変革が必要なのに、それを怠っていることもある。従って、当たったと喜んではいられない。

もう1つは、予想が当たらず、はずれる場合である。業績予想のモデルは合っているが、インプットのデータが違った場合、それはインプットを入れ直せば修正可能である。ところが、モデルが間違っていた場合はそもそも当たらない。後者の場合は、自らの能力を抜本的にたたき直す必要があり、資質としてアナリストに向いていない可能性も高い。

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。

実は、ビジネスモデル自体が常に変化していく。会社の意思によって戦略的に変化させていく場合と、マーケットにおける次なる革新によって、その会社のビジネスモデルが崩されていく場合もある。従って、最も大事なことは、価値創造の仕組みであるビジネスモデルの頑健性と自律的な変容についての的確に分析し、フォローしていくことである。ここに、業績予想と企業価値評価のベースを提供するアナリストの本質的役割があるといえよう。

**Bellek**

**新たなエンゲージメント(対話による関係構築)の確立に向けて**

- \* 企業価値創造の差異化を追求すべし**
  - ・わが社の企業価値創造を見える化せよ
  - ・ステークホルダーとの緊張と協調の対話が競争力を高める
  - ・売上高営業利益率から世界標準のROEへ転換
  
- \* 投資家は企業価値創造のプロセスを共有すべし**
  - ・短期志向のインセンティブを克服せよ
  - ・長期的な企業価値評価の軸について対話する
  - ・経営の仕組みにROEや資本コストをビルトインしているかを評価
  
- \* 対話の質の向上を図る場を作るべし**
  - ・高収益を実現するイノベーションの連鎖を語る
  - ・長期投資家を育てるインセンティブを組み込む
  - ・統合報告を軸にしたIRの場を設定し、対話を実践する

Belle Investment Research of Japan Inc.  
All rights reserved

## 2. 分析の基本は比較と予測

### 比較可能性の向上～伊藤忠商事、オムロン、日本郵船、堀場製作所、ローソン

モノサシが同じであれば、量的な比較をするのはさほど難しくはない。企業の株価が何%上がったか、ポートフォリオのパフォーマンスがどのくらいの数値になったかを計ることはできるし、それを比較することも容易である。

企業の業績はどうか。これは少し難しくなる。日本の場合、企業会計の基準がいくつかあるので、モノサシが違くと測った結果にも違いが生じる。上場会社においては、大半が日本基準であるが、一部の大手企業は米国基準を用いている。そして、最近ではIFRS（国際会計基準）を使う会社も増え始めた。さらにJMIS（修正国際基準）というのも、日本の意見発信するモノサシとして導入されようとしている。

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。



2014年11月時点で、東証1部上場企業のうち、日本基準が1754社、米国基準が25社、IFRSが47社（採用予定も含む）である。IFRSはいずれ100社を超えてこようが、300社までいくかどうか注目されている。

ROEを測るには、税引き利益と自己資本が必要である。M&Aをした時ののれんの償却を日本基準は行うが、IFRS基準は行わない。とするとIFRSの方が、税引き利益が増える。時価評価次第で自己資本も変わってくる。ROEが高く出る可能性があるし、低くなる場合もあるので、比較する時は注意が必要である。IFRSの採用で、国際的には比較可能性が高まるが、国内的には違いが大きくなる。

どちらが良いか悪いかという話ではない。数量的な比較する時には、基準を明確にして、その違いについても知っておく必要がある。のれんを始めとする基準の違いが数値として公表されていれば、それを修正することも可能であるが、そうでない場合は厳密な比較が難しくなってくる。

さらに注目すべき点がある。三井物産の岡田譲治副社長（CFO）は、12月の講演で、モノサシを替えることによって経営が変化してくることを、「連結経営の進化」と強調した。三井物産は2014年3月期より米国基準からIFRSへ変更した。400社を超えるグループ企業の経営の目線をIFRSに合わせていく。リサイクリングがなくなるので、保有する有価証券の含み益を使って、P/Lの利益を調整することができなくなる。投資先の時価評価を行ってフェアバリューを算出して、それをB/Sに反映する。資産の評価を的確に行う必要があり、減損が発生する可能性も早まる。

つまり、IFRSを適用するということは、従来よりも厳しい経営が求められる。それによってキャッシュ・フロー経営への意識改革が進むことになるかと指摘する。つまり、IFRSの採用によって、経営スタイルが変わるので、それを自覚し納得して利用すべしと強調する。

ここまでは、定量的な比較であるが、定性的な比較においては、どのように比較可能性を高めることができるのか。その時に、総合報告が大いに役立つ。財務報告と非財務報告を統合して、企業の価値創造のプロセスを、投資家を始めとするステークホルダーによりよく理解してもらおうというのが、統合報告の最大の目的である。

統合報告は財務報告と、CSRや環境報告などの非財務報告を単純に合体すればよいというものではない。財務、非財務という区分けを一旦捨てて、企業の価値創造について、一から書き下ろすのである。そのフレームワークは、IIRC(国際統合報告評議会)から提案されている。これにすべて従う必要はないが、十分に咀嚼した上で、自社の価値創造のプロセスとストーリーを語ってほしい。

この統合報告の内容について、質的にどう評価するのか。その時の比較可能性はどのように担保するのか。まず作り手の企業には、強みを思い切り語ってほしい。想定されるリスクや対応すべき課題についても、十分検討して開示してほしい。本気で考えて、手を打っていることであれば、強みとして記載されるはずである。そうでないものは、通り一遍

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。

の表現にとどまり、横並び的なものになってしまうであろう。投資家は、企業が自らの強みと、こうありたいという思い、そのための具体的な戦略について、独自の言葉で語ってあげれば、それを咀嚼して比較する。

アナリシス（分析）の基本は比較と予測である、というのが持論である。比較は定量的に行うと同時に、定性的にも行う。できるだけ、定量化してほしい。その意味において、重要経営指標（KPI）について知りたい。しかし、定量的に捉えられない内容も多い。そこを定性的に判断することになるが、その判断に当たっては、いくつかの評価軸を定める必要がある。その上で、会社が語っている価値創造のプロセスと強みについてレーティングしていく。

このように見てくると、比較可能性を高めるには、①定量的に測るモノサシの統一を図ること、②その定量データの意味を十分理解すること、③定性的な評価に当たっては、評価軸を明確に定めること、④その上で、自らレーティングしてみることである。誰かが評価したものを参考にするのはよいが、それをそのまま信じるのではなく、必ず自分として納得できる作業が必要であろう。

**第1回(2013年)、第2回(2014年)WICIジャパン「統合報告」表彰 Belletk**

World Intellectual Capital/Assets Initiative(「世界知的資本・知的資産推進構想」以WICI)の日本組織であるWICI ジャパンは、協力団体である「国際統合報告評議会(International Integrated Reporting Conference 以下 IIRC)が展開する事業報告の簡潔・明瞭化により事業体のステークホルダーとの双方向コミュニケーションを高め、事業体と社会の持続可能性を向上させようとする「統合報告活動(Integrated Reporting 以下<IR>)」に呼応し、その活動を日本において推進する方策として、WICI ジャパン「統合報告」表彰制度を創設した。

**「統合報告」優秀企業賞**…ペーパーベースの年次報告書を作成する伝統を承継し、株主・投資家向け報告を基軸にするか、あるいはCSR向け報告を基軸にするかのいずれであれ、財務・非財務のデータを統合し、企業の価値創造活動を簡潔に示し、企業の将来が見通せるようにするものについては、次の3社を表彰する。

第1回 伊藤忠商事 オムロン ローソン	第2回 伊藤忠商事 オムロン ローソン 旭硝子 日本郵船
------------------------------	---

**Web 統合開示特別賞**…株主・投資家向け報告を基軸にするか、あるいはCSR向け報告を基軸にするかのいずれであれ、当該企業の特徴を概観できる年次報告を目次ないし索引と位置付けたうえで、ハイパーリンク等を利用してホームページ上の詳細データにアクセスできるようにするものについては、次の2社を表彰する。

第1回  
TOTO  
三菱商事

**【審査ポイント】**

- 1) IIRCが定める<IR>フレームワークに定められると見込まれる必須記載事項を反映して、当該発行体の価値創造ストーリーが簡潔明瞭に記されているか否か。
- 2) 過去の事業活動で達成された成果と残された課題が整理され、それと今期の実績との繋がりが明確にされていると共に、それを踏まえた将来の事業展開が、そのリスクと合わせて適確に見通せるようになっているか。
- 3) 営む各事業活動の価値創造ドライバーがKPIとして、経時的ないしピアグループ間で比較できるような形で提供され、KPIと開示する企業データとの繋がりが示されているか。
- 4) 事業活動の長期にわたる持続可能性を支えるコーポレート・ガバナンスが当該発行体に相応しい形で保たれているか。
- 5) 経営執行陣が自社の資本コストを自覚し、それを意識した経営に取り組んでいるか。
- 6) 企業の報告・開示は、主たるステークホルダーを意識するとともに、その他のステークホルダーに対しても、適確な開示メディアを選択活用してそれらの情報ニーズに応えているか。

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

企業サイドとしては、1) 会計基準については、自らの考え方を固めて対応してほしい、2) 決められたら従うという姿勢ではなく、長期的な企業経営にとってのモノサシを選択す

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。

ると考えてほしい、3) その上で、統合報告に挑戦してほしい、4) 今あるものを統合的に表現するだけでなく、新しい価値を創り出す経営革新に結び付けてほしい、5) そして、そのプロセスを強みとして个性的に開示してほしい。そのことによって、比較可能性は高まり、ステークホルダーからの評価もより適切なものとなってこよう。

2014年11月に公表されたWICI ジャパン統合報告優秀企業賞では、伊藤忠、オムロン、日本郵船、堀場製作所、ローソンの5社が選定された。それぞれに優れた個性を発揮している。一方で、まだ改善すべき課題も抱えている。統合報告書を比較してみると、企業のスタンスが良く分かる。投資家として、企業を見抜く目を養うには、このレポートの比較を行ってみることが大いに役立つ。

### 「変化への対応」のDNA～セブン&アイ・ホールディングス

昨年10月の日本証券アナリスト大会で、セブン&アイ・ホールディングスの村田紀敏社長の記念講演を聴いた。テーマは、経営革新のDNAについてであった。セブン&アイは、「変化への対応」を経営の大原則としている。

村田社長は、変化を予測できればそれにこしたことはないが、現実には難しい。むしろ今起きている変化を読みとって、それにいかに対応していくか。これがセブン&アイのDNAであると強調する。

一見「変化への対応」は誰にでもできそうであるが、そうはいかない。他社に真似できないところまで、企業の組織能力を高めている。これが本物の差異化である。具体的には、①社会の変化を的確に読み取って、②新しいイノベーションを持ち込み、③組織能力を高めていく。イノベーション(技術革新に基づく仕組み革新)には、チームとして取り組んでいく。組織で大事なのは現場なので、現場力を高めていくことに力を入れる。これがセブン&アイの基本的な考え方である。

高度成長期は売り手市場で10人一色であった。それが買い手市場に変わり、バブル期は10人十色となった。その後のデフレ期は1人十色となり、商品とサービスの多様化が進んだ。変化は常に起きている。マネジメントや現場がそれに合わなくなると、成績が落ち始める。すると、現場は必ず言い訳から説明を始める、と村田社長はいう。

これに対して、セブン&アイの「業革」は1982年1月、鈴木会長が専務の時から始まった。どうして、なぜの一点張りで、それが今でも続いている。その中からセブン&アイの単品管理が生まれた。

デフレの時代に総合小売業(GMS)は衰退していった。ライフサイクルの短縮化が進み、品質の良さと新しい価値がなければ売れない時代に入った。専門店化が進んできた。では、これからはどうなるのか。村田社長は3つの点を強調する。

第1は、60歳以上の高齢者がますます主役になっていく。高齢化は世帯数の増加に結び付き、有職女性も増加する。消費者の構成をみると、ニューファミリー層よりも高齢者の本レポートは、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。

比率が上回っている。そうなるセルフ(セルフサービス)が邪魔になってくると指摘する。つまり、お店に行って、自分で選んで、カゴに入れて、持って帰ってくるというパターンが必ずしも通じなくなるという意味である。

第2は、商品について新しいものが求められる。そこで、自社の情報にメーカーの技術を組み合わせて、チームとしてPB商品を展開してきた。PB商品作りは2007年5月にスタートし、粗利率30%を目標に、少量パックで売ることには力を入れてきた。PB商品は、現在8000億円の年商に育っている。

例えば、金の食パンは2枚入りで119円。通常の6枚切の237円よりも割高であるが、ニーズには合っている。但し、美味しいものはすぐに飽きられる。そこで、絶えずリニューアルしていくことが求められる。

セブンカフェは2013年1月に1杯100円でスタートして、1店当たり60杯/日売れたが、その後どんどん売れだして、2014年8月には同120杯となった。しかし、もっと美味しくするために10月にはまたリニューアルする。セブンプレミアムのPB商品は、2015年には目標の1兆円に乗ってこよう。

第3は、オムニ戦略によって、グループのシナジーを強めることである。日本における2013年のスーパーの売上高は13.0兆円、百貨店は6.4兆円、コンビニは9.4兆円であったのに対して、Eコマースは11.4兆円へ拡大している。どう対応するのか。ネットと店舗は対立競争するだけではなく、補完共存できるという考えがオムニ戦略である。

セブンイレブンを中心にしたグループの2万店が、顧客へのアクセスにとって重要な意味を持つ。ラスト1マイルが鍵を握る、と村田社長は強調する。商品やサービスを、見る、比較する、実際に手に取って感じる、そして近くの店まで取りに行く、あるいは家に届けてもらう、という点で、ネットとリアル(店舗)の融合は意味がある。2015年の秋には新しい形のものが登場してくるという。大いに注目したい。

もう1つ興味深い話があった。米国のセブンイレブンをいかに再建したか。本家のサウスランドは1980年代には8000店を有して、売上高127億ドル、純利益2億ドルで全米6位の小売業までにのし上がっていた。しかし、90年にチャプター11を申請し、実質的に倒産した。91年3月に当時のイトーヨーカ堂が70%の資本参加をして子会社化した。

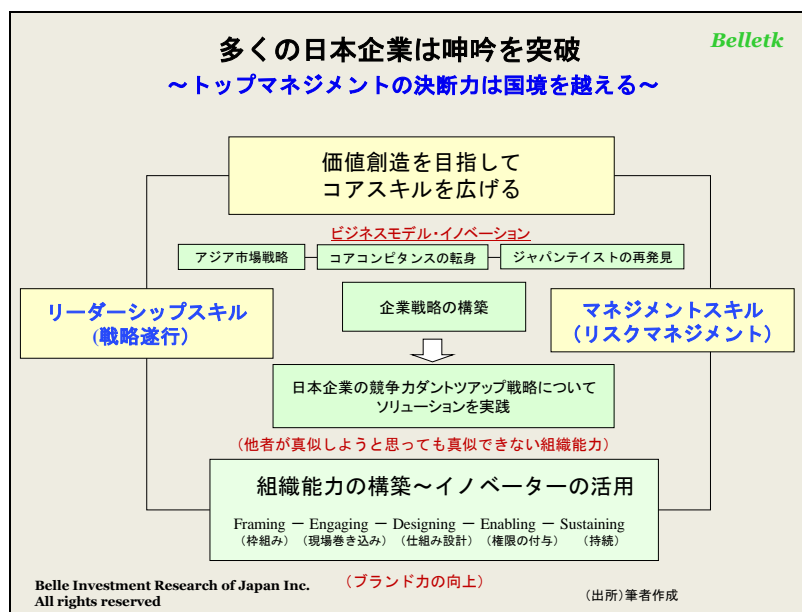
経営がうまくいかなかった原因は、本部と現場の乖離にあったと村田社長はいう。自分の店、自分の商品という意識がなくなっていた。そこで、①ディスカウントストアからの脱却と、②物流センターの売却を図った。つまり、安売りをせず、店にいらぬものまで大量のロットで輸送させないようにした。

全てを見直した。お客の立場で、現場主義を徹底した。その間、日本から日本人のマネジメントは送らなかつた。応援と教育はしたが、全て現地が自分たちでやるように仕向けた。5500店まで減った店が、8500店まで増えた。2000年に13年ぶりに再上場した。その後経営を一体化するため2005年にTOBを実施して、完全子会社とした。

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。



重要なことは、経営者を送ったのではなく、日本における経営の仕組みを米国に移植し、現地で再生したのである。つまり、移植可能な経営のシステムが、日本において出来上がっていたということである。ものづくりの製造業とは別の形ではあるが、サービス業のグローバル展開に当たって、本質的な競争力の源泉であると高く評価できよう。



## 事業ポートフォリオの進化~旭化成と富士フイルムホールディングス

“昨日まで世界になかったもの”の旭化成と“化学の芸術品”の富士フイルムホールディングスはどちらがよい会社か。この比較は難しい。それぞれに良さもあれば、課題もあるというのが普通の答えであろう。ただ、こういう問いを設定してみると、両社の個性がよくみえてくる。12月に両社が実施した個人投資家説明会で話を聴いてみた。多岐に亘る事業内容をもう一步踏み込んで、今後どうしたいかを語っていた。

旭化成は、①ケミカル・繊維、②住宅・建材、③エレクトロニクス、④ヘルスケアの4つの事業ポートフォリオ(セグメント)を有する。旭化成といえば誰でもサランラップとヘーベルハウスをイメージするが、紙おむつ用の不織布、電子材料としてのフィルムや、医療用の人口透析器、骨折抑制効果を有する骨粗鬆症薬などが伸び盛りである。

旭化成の事業ポートフォリオは、常に時代の要請に応じて変化を遂げてきた。延岡の水力発電をもとにアンモニアを作り、そこから化学肥料、合繊、建材、エレクトロニクス、医薬品へと多角化を進めてきた。“昨日まで世界になかったものを”提供することを、グループのスローガンとしている。

2016年3月期までの5か年中期計画(For Tomorrow 2015)では、売上高2兆円、営業利益2000億円(途中で1600億円へ修正)、ROE10%以上を目指している。2015年3月期の会社本レポートは、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。



計画が売上高 2 兆円、営業利益 1540 億円、ROE 10%強であるから、いいところまできている。

事業戦略の柱は、1) グローバルリーディング事業の積極展開と、2) 新しい社会価値の創出である。グローバルリーディング事業では、①省燃費タイヤ用合成ゴムで、シンガポール工場の能力増強のほか、次の海外拠点作りも検討している。需要が拡大するアジアで、No.1 のシェアを獲って行く。また、②紙おむつ素材の（スパンボンド不織布）で、タイ工場の生産能力を上げていく。アジアの紙おむつ市場は、2012 年の 300 億枚が 2015 年に 600 億枚、2020 年に 900 億枚へと伸びると会社側では予想している。

新しい社会価値の創出では、製品別の事業推進ではなく、①環境・エネルギー、②住・暮らし、③ヘルスケアといった横断的なカテゴリの中で、水処理膜、リチウムイオン二次電池用セパレータ、高機能断熱材、医薬品、医療機器などに取り組んでいる。

リチウムイオンのセパレータ（ハイボア）ではすでに世界シェア No.1 であるが、その用途は PC、スマホから車へと、さらに広がっていく。大量水処理用ろ過膜（マイクロザ）は、このプラスチックの筒を通すことによって、汚染水がきれいな水になる。米国の浄水用ろ過膜でシェア No.1、中国での生産体制も強化している。

ヘルスケアでは、骨粗鬆症薬が好調、国内シェア 40%の中空系型透析器（ダイアライザー）で海外展開を加速させていく。また、2012 年に買収した米国ゾール・メディカル社が手掛ける着用型自動除細動器（ライフベスト）の国内サービスにも力を入れている。これは心臓疾患があり、心停止のリスクのある人に用いられ、米国でのシェア No.1、世界で 10 万人以上が使用している。さらに、水銀ランプに替わる水を殺菌する深紫外発光ダイオードのサンプル出荷も始めている。

このように事業ポートフォリオの中身を着実に入れ替えながら収益性の向上を図っており、今後も安定した利益成長が見込めよう、イノベーションの連鎖が効いている点が評価できよう。配当性向 30%を目途に、継続的な増配を目指している。

**富士フイルム HD(ホールディングス)**は、もはや写真用フィルムの会社ではない。では、何の会社に変貌しているのか。これがなかなか分かりにくい。売上高の 47%がドキュメントソリューション（富士ゼロックスを中心とした複合印刷システム）、38%がインフォメーション（化粧品、医薬品、医療機器、高機能電子材料）、15%がイメージングソリューション（デジカメ、インスタントカメラ、カラーフィルム）である。営業利益の構成で見れば、2015 年 3 月期の上期でドキュメント 57%、インフォメーション 37%、イメージング 5%という内容である。

富士フイルムは、2000 年から 2010 年にかけて、構造的危機に直面した。カラーフィルムの市場が、デジカメの普及で 2000 年をピークに、10 年で 10 分の 1 以下に減少した。自社の主力製品の市場が世界的に消えてしまい、世界のトップであったイーストマンコダック

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。

は2012年に破綻した。

ところが、当社は事業ポートフォリオを組み換えつつ、見事にサバイブし、ここに来て収益力を再び高めつつある。写真フィルムは“化学の芸術品”ともいえるほどの高度な技術を要し、世界でも4社しか競争の土俵に乗れなかった。その要素技術（有機合成、薄膜形成、光学、解析、画像・ソフト、メカ・エレキ）を新規事業に展開した。

化粧品には2006年に参入した。フィルムの主原料はコラーゲン（ゼラチン）なので、これをもとに、フィルムの抗酸化技術を応用し、写真用粒子の微細安定性を高めるナノテクノロジーで、成分の浸透力を高めた。これをもって、エイジングケアシリーズ（アスタリフト）を発売した。

中期計画（VISION2016）では、2016年度に売上高2.63兆円（2013年度2.44兆円）、営業利益2200億円（同1408億円）、売上高営業利益率8.4%（同5.8%）、ROE7.0%（同4.2%）を目指す。さらに、その先の2018年度には、営業利益率10%、ROE8%をターゲットにする。

ヘルスケアの領域では、①ライフサイエンス（予防）で、機能性化粧品、サプリメントを伸ばす、②メディカルシステム（診断）では、医療IT、内視鏡、超音波診断装置で、2桁成長を目指す。③医薬品（治療）では、富山化学工業、J-TEC（ジャパン・ティッシュ・エンジニアリング）、Diosynth（ダイオシンス）、Kalon（ケイロン）など、内外の買収した子会社を活かして、抗がん剤、アルツハイマー型認知症薬、アビガン錠（抗インフルエンザ）、再生医療の分野へと展開している。

高機能材料では、FPD（フラットパネルディスプレイ）材料など、圧倒的シェアを有する分野で新製品を投入していく。ドキュメントでは、富士ゼロックスを軸にプロダクションサービスやグローバルサービスを強化していくと同時に、新興国へのリソースシフトにも注力する。

株主還元では、まずROEを7%に上げる。その上で、配当性向25%を目途にし、増配及び自社株買を考えていく。

富山化学工業のアビガンは、インフルエンザの薬であるが、エボラ出血熱にも効果があるのではないかとということで、12月よりギニアにおいて、仏の協力のもとで臨床試験が始まった。これが効くということであれば、その供給力を高めていく。

富士フィルムHDは、2018年度あたりから医薬品の利益貢献度が高まってくるので、そうなればROE10%もみえてこよう。アビガンで注目度が高まったが、事業ポートフォリオの組み換えという点で、もう一段加速しようとしている。順調にいけば、収益力向上の変化率が高いので、大いに期待できよう。

旭化成、富士フィルムHDとも、自社の事業ポートフォリオを、イノベーションを通して転換、進化させている。企業の長期的なサステナビリティには不可欠のサイクルである。

このビジネスモデル（企業創造の仕組み）を、目指すべき方向に変えていく経営力と組織本レポートは、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。

能力が問われる。今回の投資家説明会でのプレゼンに対して、ベルレーティング法（12点満点）による筆者の評価は、旭化成 10 点、富士フイルム HD 9 点であった。事業ポートフォリオと企業価値創造のコネクティビティ（つながり）について、今後とも大いに注目したい。

### これからの経営～安川電機、日揮、アシックス

昨年 10 月の日本証券アナリスト大会で、3 社の経営者のディスカッションを聴く機会があった。それぞれに競争優位の個性を作り上げているが、これからどんなマネジメントを展開するのか。印象に残った点をいくつか取り上げてみたい。

**安川電機**はモーターで創業して 99 年、最初の 50 年間は世界へのキャッチアップであったが、25 年前にサーボモーター、ロボット、インバーターの 3 分野に集中し、プロダクトとサービスをグローバルに伸ばすと決めた。プロセスオートメーションからディスクリートオートメーションへ展開してきた。今では海外売上比率が 65%（中国 20%、米国 17%、欧州 15%、アジア他 13%）という構成である。

海外では、現地化をさらに進める。作る、カスタマイズする、自前で販売する、という点に力を入れていく。新しい経営としては、環境エネルギー（発電、自動車）や、ヒューマン ロボテックスアシスト（ファシリティの中でのロボット）に取り組んでいく。

これからはロボット革命である、と安川電機の津田純嗣社長は強調する。この 10 年で日本の製造業の生産性は 2 倍になったが、非製造業の生産性は上がっていない。日本でロボットは 30 万台ほど動いている。これからの潜在成長力のアップには、新しいロボットが貢献することになるという。

日本からの海外移転は止まってきた。需要地立地はこれからもあろうが、円高対応という点での流れは変わってきた。自動化すると、中国で作るよりも日本の方が安いという傾向も出ている。

デフレ脱却の出口もみえている。インフレと賃上げが噛み合うようにするには、すべての産業で生産性を上げていく必要がある。労働力不足の中、ロボットの果たす役割は大きい。その意味において、新しいロボットに力を入れていくと強調する。

ロボット、インバーター、サーボで、シェアがまだ 2～3 位にとどまる地域も多いが、ここでシェアをとっていく方針だ。ROE の数値目標は掲げていないが、現在の ROE13.8%に対して、どのような水準がよいかをこれから検討していく。コーポレートガバナンスとしての社外取締役には、どうやって成長を加速するかという視点も含めて、取締役会の中での役割を考えてほしい、と津田社長は指摘した。

**日揮**は、化学やエネルギープラントのエンジニアリング企業である。ビジネスの 8～9 割は海外で、1 件 1 兆円のプロジェクトを 2 つほど手掛けている。中東では、プラント建設に

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。

5万人の労働者を使っている。彼らは世界60カ国から来ている。日本人は100人くらいしかいない。最近ではプラントを作るだけでなく、自ら事業として、オペレーションを行うという展開もみせている。

米国のシェールガス革命で、米国経済は活性化している。日本はアベノミクスでインフラ輸出に力を入れているが、システムやオペレーションのノウハウという点で、日本企業の良さが生きている、と川名精一社長は強調する。実際、日本企業としての当社の良さが、中東ビジネスを通して評価され、それが米国でのビジネスにも結び付いている。

日本企業の良さは、契約を守り実行すれば終わり、と考えないところにあるという。契約の先を見ている。つまり、相手の立場でビジネスを考えるという点が、おもてなし文化の表われともいえる。日揮のエンジニアは1万人いるが、半分は外国人である。外国人の新入社員も増えている。グローバルな商慣習にはきちんと対応するとしても、日本の良さであるメンタリティは保っていくという。

中期的な事業ポートフォリオでは、中東のウェイトを下げ、米国、カナダを伸ばしていく方針である。5年平均のROEで10%を達成すべく収益性を確保する。大型プロジェクトに耐える財務基盤も必要なので、自己資本比率50%も目標とする。重点課題として、海外拠点を強くしていく、と川名社長は強調する。サウジアラビアの現地法人でも、ローカライゼーションのニーズは強い。そのためにはローカルの人材を育成して、組織力を高めていく必要がある。コスト、スケジュール、品質、環境、安全に関するマネジメントを日本並みに確保できるようにバックアップしていくのが、日本本社の役割であると指摘した。

**アシックス**はランニングシューズが売上の7割を占める。海外売上比率は70%で、社員6500人のうち日本人は1500人、5000人が海外である。神戸の本社がグローバルヘッドクォーターで、日本語と英語を共通語にしている。取締役会以外の全てのマネジメントに関する会議は英語で行っている。

米国、ブラジルを始めとして海外市場は伸びている。課題は、人員余剰を抱えている日本事業にある、と尾山基社長はいう。また、シューズ以外ビジネスでは、売上の17%にとどまるアパレルをもっと伸ばすことに力を入れていく。

現在、売上高3300億円、経常利益270億円であるが、売上の4000億円はみえている。次に、いかに1兆円を目指すか。ナイキの売上高は3.0兆円、アディダスは2.5兆円である。現在は世界4位だが、世界No.3になろうとすると1兆円はほしいという。そのためにM&Aも視野に入れている。

オリンピックを見据えて、2020年の日本の魅力をどこに置くか、さらに2021年のポストオリンピックをいかに克服するか。日本企業は世界で戦うのか、ローカルに生きるのか。当社は世界で戦うので、若者を鍛えていく必要がある。その若者の国籍はどこでもよい、と尾山社長は強調する。

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。

一方で、マネジメント人材の争奪戦も始まっている。マネジメント人材にとって、家族も含めて、学校、医者など安心して生活できる環境が大事である。家族が病気になったら、自国に帰るというのでは不十分である。

また、日本の法人税は高い。グローバル人材の活用を考えると、日本に本社を置く必要があるのか、という点について真剣に問題提起する。リージョナルヘッドクォーターはすでに各地域に置いているが、機能の見直しが求められている。

加えて、いかにブランド力を上げるか。ブランドに国籍は関係ない。一方で、made in Japanが欲しいというニーズもアジアでは強い。アシックスは売上高営業利益率 10%、ROE15%を目標にしている。現在 ROE は 13% レベルであるが、もう一段高めることを狙っている。アシックスの挑戦は興味深い。

3社とも業態は全く違うが、国境を越えて世界で戦っていく体制を整えている。独自の強みを活かして、日本的な良さは生かしつつ、グローバルなマネジメントを実行しようとしている。投資ポートフォリオの対象としてフォローしたい価値創造企業であろう。

**Belletk**

**投資家としての基本方針～マイケース**

- ・ 企業価値に投資する
- ・ 割高、割安は市場価格の変動次第、ここに一喜一憂はしない
- ・ **投資判断する時は、自分が想定した仮説(付加価値の源泉)をはっきりさせる**
- ・ ROE、PBR、EPSの中期成長、FCF、そしてB/Sからの包括利益をみよ
- ・ 仮説が妥当なうちは、その投資を持続せよ
- ・ その仮説が当てはまらなくなったら、売却せよ
- ・ **予測せよ、でも予測は当たらないと覚悟せよ**
- ・ 現実には、予想以上に早く動くので、躊躇するな
- ・ 投資家は畢竟企業家と同じである、あらん限りの努力をせよ
- ・ そのためには、意思決定の回数を増やして知識と感性を養う
- ・ 企業価値も変動する、市場価格に惑わされるな
- ・ ミスにとらわれて、自滅しないように過去の間違いは記録として残しておく
- ・ **本当のリスクは、想定もしないことが起きることである**
- ・ その時どうするかは、よくよく考えておくこと
- ・ その投資に自信のあるときだけ、勝負する
- ・ **自分の知っていることは、人も知っていると考えておく**
- ・ とりつかれて破滅しないように、バランスの取れた投資をする
- ・ 行き過ぎた分散や集中は避ける

Belle Investment Research of Japan Inc.  
All rights reserved



**Belletk**

**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 首席アナリスト



(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、重工機械、鉄鋼、国際商品市況、合機、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、98年取締役企業調査部長。  
97年野村證券(株)取締役企業調査部長、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、野村資本市場研究所(株)取締役。  
07年社団法人日本証券アナリスト協会会長(08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。  
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などを歴任。  
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。公益社団法人日本証券アナリスト協会顧問。  
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)

「持続的成長に向けて～企業価値創造のリターンを求めて」、トーマツ「会計情報」、Deloitte、2014年7月号  
「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」(花登増仁、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)

Belle Investment Research of Japan Inc.  
All rights reserved

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。