

ベル投資環境レポート

不確実下の企業経営 ～企業評価の4つの軸～

2012年11月11日

鈴木 行生

経営環境はいつの時代も変化しており、先を見通すことは容易ではない。そうした不確実下にあいながらも、企業の経営者は何らかの意思決定をして、企業の進路を決めていく。

投資家はそうした企業の将来をどのように評価したらよいのだろうか。本レポートでは、企業をみる目を養うために、いくつかの視点を提供している。柱は、「企業評価の4つの軸」にあり、そのケーススタディとして、6つのエピソードを挙げておいた。経営者をみる視点、成長性をみる視点、サステナビリティ(持続性)をみる視点である。アナリストが企業に求める情報開示についても議論している。

ここに出てくる事例は、いずれも講演会等で直接聞いた話である。内容に曲解があるとなれば、すべて筆者の責任である。何らかの参考になれば幸いである。

1. 不確実下の企業経営をみる

・国際法律事務所のホーガン・ロヴェルズと英国の金融紙FT(フィナンシャルタイムズ)が、企業経営者に調査を行った。グローバル企業はいかにリスクを切り抜けるか、というテーマについてサーベイをした。企業の成長戦略を評価するために、英、欧州大陸、米、アジアの4地域のシニアマネジメント160名に聞いたものである。2012年のこのレポートを読み、責任者の話を聞くと、いくつかの視点が参考になる。

・世界の経済、政治は不確実さ(uncertainty)を増しているが、その中で、主要企業の経営者は楽観的であり、戦略的志を大いに有している、という。実際には、不確実さによって、目指すべきものが阻まれることは十分想定されるが、彼らはその不確実性を組み込んで長期戦略を立てている、という。本当に不確実さをリスクとして捉え、効果的にコントロールできるならば、そこから利益を得ることは可能であろう。

・レポートの中で、成功のための5つの条件を挙げている。そのステップとは、①自社が精通している分野に専念する、②最悪の事態に備える、③現地、現場に目を凝らす、④社内の組織体制を整える、⑤‘キャッシュイズ キング’ という認識の下、バランスシート

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

を健全に保つ、という点にある。このような対応が、各企業からにじみ出ているという。

・経済の先行きが明るくないのに、企業のマネジメントは意気消沈しておらず、慎重ながらも将来について楽観的である、という指摘がおもしろい。自社の内部成長に主軸をおきながらも、M&Aを狙っている。2012年のM&Aは、2004年以来の低い水準になろうが、そうした環境だから、比較的安い価格で企業を買収できるチャンスと見ている。

・自社が精通している分野については、既存市場ではM&Aを考え、新たな地理的市場の拡大を狙い、長期的な戦略的パートナーを求めている。アジアでは、近隣国への市場拡大を目指して、企業の直接投資が急速に増加している。アセアン10カ国によって、2015年までに設立される共同市場から創出される機会が注目されている。

・最悪の事態の備えるという点では、ユーロ圏の経済危機が、自社にとって大打撃にならないように、十分克服していけるという。実際、4割のシニアマネジメントは、ユーロ危機は自社の成長戦略にとって大きな影響はないとみている。一方、中国に最も批判的なのはアジア企業であり、5割強のマネジメントが最も困難な市場であるとみている。

・現地、現場に目を向けるという点では、保護主義、労働規制、金融規制などについて、十分事情を理解しておく必要があるという。社内体制を整えるという点では、優秀な人材の維持確保、効果的な技術開発と活用、バランスシートの健全性の確保に力を入れている。

・キャッシュイズキングという点では、潤沢な現金が必ずしも必須の条件ではないが、借入金の調達が厳しいという認識の現れである。また、その余裕資金をすぐに使わなければならないという圧力を、株主からはさほど感じていないともいう。

・不確実下の企業経営は、最悪の事態を想定し、その時の損失を最小にするように行動することである。しかし、縮こまっているだけでは停滞し、活力を失ってしまう。不確実性を見据えて、それをリスクとして捉えられるように、準備することである。リスク下の意思決定であれば、多くの経営者の得意としていることであろう。不確実さを組み込んで、どこまで長期戦略を立てられるのか、そこを見極めていきたいと思う。

・上記の5つのステップについて、日本の上場企業の経営者にも改めて聞いてみたい。企業評価の視点として、活用することができよう。

(出所) Evolution : Profiting from Uncertainty, FT insight, Hogan Lovells, 2012

2. 価格で測れない企業価値

・企業は大きくなればなるほど、社会的存在となる。自分の都合だけで行動することはで

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。

きずに、さまざまなステークホルダー(利害関係者)への影響をよく考えて活動することが求められる。存在そのものが、多面的影響力を持つからである。活動の波及効果を事前によく考慮しないと、いずれ環境不適合を起こして、自己の存在が否定されかねない。

・1人の企業家のがむしゃらな思いからスタートした会社は、次第に企業としての組織活動が備わってくる。中小ベンチャーの時は、まずは目先の利益を追求する。志を大きく持っても、投資・回収のキャッシュフローをうまく回さないと、会社は立ちいかなくなってしまう。利益追求には一定のルールがあるが、それさえ守れば、後はいかに商品・サービスを売るかである。

・簡単に金儲けの仕組みは作れない。うまくいきそうでも、顧客に訴求しなければ、宝の持ち腐れになってしまう。競争も激しいので、自分の考えるようなアイデアは、すでに誰かが先んじていると思った方がよい。しかも、目先の金儲けだけでは長続きしない。長期的に生き残って、成長していくには、顧客への価値提供が納得してもらえ、それが信用となって、リピート客になってもらうことが問われる。その証が、その会社のブランドとなっていく。

・では、企業はどのように利益の極大化を図ればよいのだろうか。そもそも、利益の極大化は必要なのだろうか。今日得られるものを根こそぎいただいてしまおうというのでは、必ずしも極大化にならない。将来得られるものを大きくするには、まず先行投資が必要である。R&Dや人材投資も速やかに実行することが求められよう。

・将来は分かりそうで分からない。常識な定義では、企業の将来キャッシュフローを現在価値に割り引いたものが企業価値であるというが、本当だろうか。価値をお金で測ろうとするのは1つの方策ではあるが、それですべてが捉えられるはずがない。価値判断は人によって異なり、何が妥当であるかは局面によって変わりうる。それでも、価格で測ろうというのが今のやり方である。市場経済は、その価格をできるだけ公正なマーケットで決めていこうとしている。

・岩井克人先生の話聞いた。「資本主義と公共性は両立するか～契約社会から信任社会へ」というテーマであった。ミルトン・フリードマンは、CSRは株主からの盗みであるという。ジョージ・ソロスは、投資家として徹底的に自己の利益を追求するが、市民としては慈善活動を大に行っている。いずれも、企業は株主のために総ての活動をすべきである。企業と市民はきちっと分けるべきであるという論理だ。

・しかし、マイケル・サンデルはこの考えに抵抗している。市場になじまないものが、生活の領域にも入ってきている。お金で買えないものがある。道徳はお金では買えない、と岩井先生はいう。しかし、サンデルの考えでは、フリードマンに勝てないという。なぜな

ら、よく生きることは普遍化できないので、説得力が弱いと指摘する。

・そこで、岩井先生は、社会全体をカバーする普遍性、基本原理として、フィデューシャリー(信任、fiduciary)を掲げる。このフィデューシャリーとは、信任(信じて任せる)、信託(信じて託す)を意味する。我々は、投資信託、信託銀行、遺言信託などを通して、このことをよく知っている。資産運用(アセットマネジメント)業務においては、フィデューシャリー・デューティ(忠実義務)が最も重視される。受託した顧客の資産を、全身全霊で顧客のために運用し、自己の利益をそこに介在させてはならない。

・岩井先生は、契約中心の社会を、もっと信任中心の社会にしていくべきだと主張する。信託においては、相手のためだけに活動する。自分の利益を追求してはならない。そこに倫理が登場する。契約というのは、自己責任に基づく自己の利益の追求である。互いが対等で、自己責任がとれるのが前提である、という。

・確かに、世のなかで自己責任といっても、通用しない場面は多い。それだけの判断をできない人が大勢いる。医者と患者、未成年、老人、障害者など、専門家とそうでない人には絶対的非対称性があると、岩井先生は強調する。そういう場面での経済活動には、信任が入らざるを得ない。

・先生は、思いやりは大事だが、普遍性を持ちえないので、それだけではだめだという。誰もが場面、局面によって弱い立場になりうる。逆に、誰でも、一定の分野の専門家になりうる。その意味で、契約中心社会を信任中心社会に変えていくことが必要であると提言する。信任が主軸で、その中で対等の関係が成り立つ時に契約社会は成立するという内包関係を考えている。

・今の企業は、何らかの社会的課題の解決に向けて、企業価値の創造を手掛けようとしている。これによって、サステナビリティを追求し、自らの存在を広げようとしている。一方で、企業価値の追求だけでは不十分な世界がある。社会的価値の追求を支える仕組みや組織が求められているのも事実であろう。

・その組織運営には何らかのマネジメントが必要である。我々は、1人ではたいしたことができない。社会の何らかの組織に関わっていく。そのなかで、信任を重視し、価値創造をする企業、組織を応援していきたい。強者の論理にも、信任(フィデューシャリー)は十分通用するはずである。

3. 「まなびほぐし」に学ぶ

・恩師であり、尊敬する佐伯胖教授(青山学院大学)の話を聞いた。佐伯先生は、日本を代表する認知心理学者で、「学びの構造」を研究する教育学者である。佐伯先生の議論には、おもしろい話がいろいろ出てくる。普段の常識から離れて異質な思考に触れ、視点を変えてみると、参考になることが多い。

・「‘こびと’を送る」 人は多面的にもものを見る必要がある。その場合、自分の分身を擬人的に‘こびと’として、関心のある現場に送ってみる。そうすると、多様な視点から物事が見られるようになる。つまり、傍観者ではなく、当事者として事態を観察する。この擬人的な‘こびと’を本当に送れるかどうか重要である。

・「自己原因性を問う」 やる気はどのような時にかきたてられるか。人は自分が参加して、それなりに貢献していると感じる時にやる気が出る。この自己原因性がなくなると、落ちこぼれる可能性がある。自分が原因となって影響を与えている時、自己の存在が確認でき、生きがいを感じる。この指し手感覚、自分が動いて、参加しているという感覚を大事にしたい。

・「双原因性がより重要」 自分が原因であると感じる以上に、他者が自分の中で動いているという双原因性が一層重要である。そうすると自分が動くとともに、相手の言うことにも聞く耳が持てるようになる。お互いが影響し合う存在となってくる。

・「共同注視」 自分だけで物事を見て分かった気になるのは難しい。他者との共感を通して世界を知ることができれば、理解は深まるし、分かったという気持ちになれる。この共同注視(joint attention)、つまり、見ているものを共に見ることが出来る人はすごい。①私が見る、②相手が見ている、③相手が見ているものを見る、④その見ているものを私が見る、という感覚と行動である。

・「相手の身になる共感」 共感にもいろいろある。まず、共感している自分がある。次に、共同注視で生じる共感性がある。これは相手の身になる共感である。そもそも人間の原点には共感性があり、ケアリング(看護、介護)に求められるのも、この共感であるという。

・「まなびほぐし」 まなびほぐしとは、毛糸のセーターをほどいて、元の毛糸をもう一度編み直すようなものである。私たちは学校で学び、学校を出た後も学んできた。この学んだことを一度ほぐして、もう一度学びなおしたいという気持ちは内心誰にでもあろう。

・「学び＝勉強＋遊び」 学校教育は一方的に型にはまった内容を教える。教えられたほうは仕方なく覚える。そうすると、学校はおもしろくない。ひいては、勉強はおもしろく

ない、となってしまう。佐伯先生は、「学び＝勉強＋遊び」であって、学ぶことは本来おもしろいものであるという。ところが、「勉強＝学び－遊び」となって、勉強はおもしろくないものになっているのではないかと危惧している。

・「unlearn」 まなびほぐしは、英語で言うと unlearn。学びなおすことがおもしろいという状況になってほしいという。エジソンは「天才は99%の努力と1%のひらめき」と言ったが、あのジミー大西（タレントで画家）は、これをもじって「99%の遊びと1%のひらめき」と言った。何のための努力か。おもしろくない勉強のためか、おもしろい遊びのためか。本来の遊びはおもしろい。「まなび」においても、このおもしろさをいかに取り戻していくかが問われている。確かに、遊びなら、好きなことなので、いくら努力しても苦痛には感じない。

・「まなびとる」 一度まなびほぐした後は、改めてまなびとるという行動に入る。まなびとるために、学校は前提にしない。教えられることから始めない。勝手に学ぶのである。まなびとる内容は、身体的なわざと一体となった知性である。まなびとって、新しい型を作っていく。そのためには、①予感も持って気づくこと、②体にしみ込んで、いつのまにか感化されること、③相手の身になって自らを振り返り吟味していくこと、が重要である、と佐伯先生は指摘する。これは、と思った人から、勝手にわざを「盗む」感覚だという。少し難しそうだ。

・「ネガティブ・ケイパビリティ」 何でも分かったような顔をしたいが、そうはいかない。今日わからないことは、わからないと受け入れていくことも大事である。わからない状態を受け入れて、決断や診断を遅らせることも1つの判断である。今日結論が出ないことが、結論であるということが大事な場面もある。保留しながら受け入れていく。不確実なものや未解決のものを受容する能力を意味するネガティブ・ケイパビリティ(消極的受容力)は、ケアリングの本質でもあるという。

・以上、投資に直接関係ないことを引用した。しかし、よく考えてみると、投資の世界にも一脈通じることが多いと思う。何らかの固定観念にとらわれて、物事の本質をつきとめきれていない可能性がある。一方的に決めつけて、損をした、得をしたと一喜一憂している可能性もある。私たちの投資の知識、経験知もまなびほぐしてみたい。投資家と経営者の共感、投資家同士の共感、そして、マーケットとの共感が得られるように、まなびほぐしを通して、投資をおもしろくしていきたいものである。‘互いにまなびとる活動’を本格化させたいと思う。

(参考文献) 「まなびほぐしのデザイン」 荻宿俊文、佐伯胖、高木光太郎編、東京大学出版会、2012年9月

4. 企業価値評価の4つの軸

・企業を評価する軸について、成長性と持続性を分けて、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。ベンチャー型の企業には3つの軸でよいと考えているが、企業が成長してくると、成長性と持続性を分けて考えた方がよい。そこで、マネジメント、イノベーション、リスク、ソーシャルの4つの分けて考えると、企業がよく見えてくる。

・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。

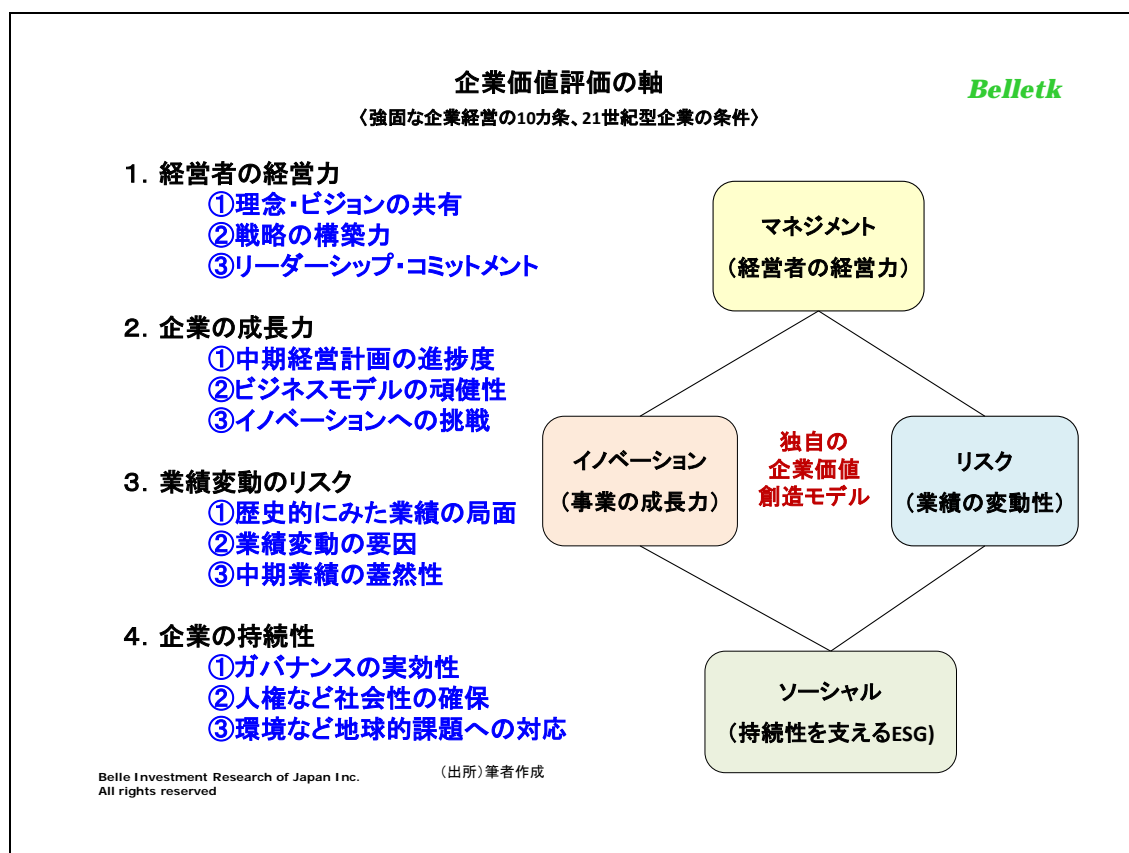
・第4は、ソーシャルである。これはサステナビリティを支えるESGで、①コーポレート・ガバナンスの実効性、②人権などの社会性の確保、③環境など地球的課題への解決策があげられる。

・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。

・例えば、今のパナソニック、シャープをどう見るか、再生したJALをどう判断するか、世界トップの座にあるブリヂストンの強さはどこにあるのか、商社の収益力の高さは資源に投資したからなのだろうかなど、新しい視点から企業の実態が見えてくる可能性がある。4つの軸をベースに、大いに企業をみる目を磨いていきたいと思う。

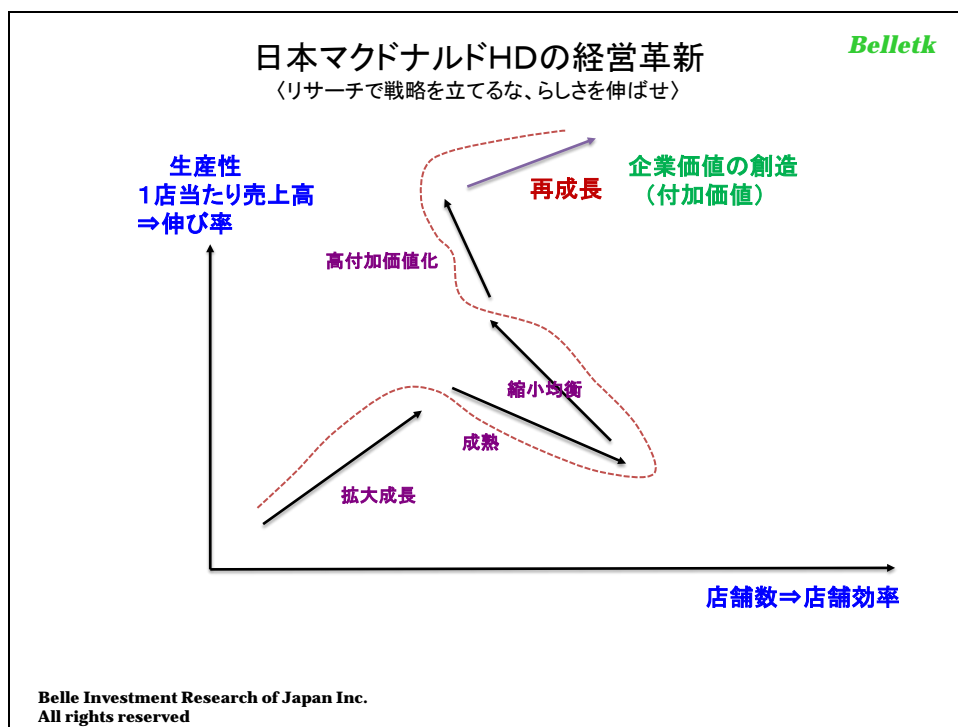


本レポートは、独自の視点から書いており、基本的に会社側の立場に立つものではない。本レポートは、投資家の当該企業に対する理解促進をサポートすることを目的としており、投資の推奨、勧誘、助言を与えるものではない。内容については、担当アナリストが全責任を持つが、投資家の投資判断については一切関知しない。本レポートは上記作成者の見解を述べたもので、許可無く使用してはならない。

(1) マックの経営改革・・・マネジメントの視点

- ・日本マクドナルドホールディングス(コード 2702)の原田泳幸 CEO(会長権社長)の話を聞いた。マックの経営改革をどのように進めてきたか、というテーマであった。会社を見抜く時のポイントが指摘されており、大いに参考になる。
- ・マックは日本で1号店を出してから、2011年で40年を迎えた。現在、FC(フランチャイズ)店も含めた全店の売上高は5400億円、アルバイトのクルーが17万人、1年間の来店客数は16億人にのぼる。
- ・1人当たりのクルーの生産性を年平均10%上げると、全社で年間100億円の利益増になる。そのくらいスピードと1円のコスト管理が重要である。また、大型店と小型店の売上規模の差は10倍以上もあり、店舗効率のばらつきも著しく大きい。そうした中で、どのように経営効率を高めていくか。
- ・改革には痛みを伴う。結果を出さなければ、誰も理解してくれない。成功の秘訣は何かという問いに対して、原田社長は結果を出すこと、業績を上げなければ誰も認めてくれないという。
- ・過去40年を5つの時期に分けて説明する。創成期(1971～)、成長期(1977～)、低迷期(1992～)、回復期(2004～)、再生期(2008～)である。最初の20年(創成期、成長期)で1000店の出店を果たし、この時期は順調であった。
- ・次の10年で3000店の出店を行い、店舗数は約4000店となった。しかし7年連続で、既存店はマイナスになり、経営は低迷した。なぜか。それは商品も人もアナログなのに、人よりも店舗を優先したからであると、原田社長は指摘する。
- ・2004年にアップルからマックのCEOになった原田社長は、改革に着手した。何をやったか。回復期は基礎のみを徹底した。基礎とは、QSC(Quality品質、Serviceサービス、Cleanliness清潔)の実践である。外食の基本である。会社がおかしくなった時は、大体基本を忘れてる。それに戻るのだ。
- ・マックの場合は、QSCが追いつかないのに、店舗を急拡大した。そこで、改革の1年目はQSCを徹底し、それで業績を上向かせた。2年目は、value for moneyを追求した。すべての価格帯で、顧客の納得感を得られるようにした。
- ・社長になって9年目であるが、昨年度までの8年間、連続増益を達成してきた。2003年の店舗数は3773店であったが、2011年には3298店まで減らした。しかし、来店客数は1億人から16億人に増やしたのである。

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。



・戦略を立てるのは簡単だが、実行するのは難しい。価格についての円高還元セールや、材料費高騰に対する対策として1個当たりの量を減らす作戦では、長期的なシェアは取ることはできない、と原田社長はいう。価格競争には地域別価格を取り入れ、9年で6回も値上げを実施した。デフレの時代に、価値に見合った価格付け(プライシング)で、顧客の納得感を得てきたのである。

・店舗開発では、2010年に433店を戦略的に閉店した。目先の売上を500億円ほど失っても、次なる投資に踏み切ったのである。FCの比率も2004年の30%から2011年には62%に引き上げた。今後の目標は70%である。FCの比率は上がったが、FCのオーナーの数は半減した。つまり、1人のオーナーが10店を持つようになったのである。できるオーナーが経営し、キャッシュフローを使って、店舗拡大の投資をしてきた。

・人事では、ES(働く人の満足度)を徹底して上げるようにしてきた。17万人のクルーの満足度を上げる。そうすると離職率が下がる。それがCS(顧客満足度)の向上に結びつき、ひいては既存店の売上増に効いてくる、という循環である。

・もう1つは、女性の管理職を増やすことに力を入れている。04年にゼロであった女性店長の比率が今や17%まで上がった。女性の雇用は、会社の競争力に結びつく。ポテンシャルのある女性には、成功するようにサポートしている。執行役員に2名が昇進した。女性

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。

店長 50%、新卒採用の女性比率 60%を目標にしている。

・経営改革の究極は、強さと‘らしさ’の追求である、と原田社長は強調する。当社は、2011年度に史上最高の業績を上げた。この2012年12月期も経常利益で284億円と、ピーク利益の更新を目指しているが、上期は経常利益で前年同期比-14.7%となった。さてどうなるか。目先の業績にとらわれることなく、次なる経営改革の実践に挑戦する原田マネジメントに注目したい。

(2) 強さと‘らしさ’の追求・・・マネジメントの視点

・日本マクドナルドホールディングスの原田泳幸 CEO(社長兼会長)は、アップルからマックに移って9年目、8年連続で増益を続けており、経営改革の成果を出し続けてきた。その真髄は、会社を見る目を養うという点でも大いに参考になる。

・1つは、リサーチで戦略を立ててはならないという。マックの店に行くと、ランチ時は行列ができています。データを見るとこの時間帯は十分で、課題は14時以降の時間帯の来客数をどう増やすかだ、と見えてしまう。これをどう考えるか。

・原田社長は、14時以降の客をいかに増やすかという考えがダメだと諭す。顧客が食べたいのはランチ時である。行列ができていなくてもよしとするのではなく、昼時の売上げをもっと伸ばすにはどうすればよいかを考えよ、という。ケータイで予約ができる、ドライブスルーを2ラインにするなど、仕組みの革新に取り組んでいる。

・どんなメニューをほしいかとリサーチすると、サラダ、ダイエットというテーマが必ず出てくる。では、そのメニューが売れるかという点、そうでもない。売れるのはダブルバーガーである。ダイエットは、顧客自身が個別にバランスを図るものであって、マックを食べる時はしっかり食べたいのである。リサーチはツールであっても、現場のストーリーではない、と原田社長はいう。頭で考えることと実際の行動は違ってくるので、よくよく見極める必要がある。

・2つ目は、会社を良くするには、強さと‘らしさ’を伸ばせ、と主張する。弱点については誰でも指摘できる。しかし、ここから議論を始めても仕方がない。いかに強さを伸ばすか、いかにマックらしさを追求するかである。マクドナルドは、ビックマックを提供するのが本業である。コーヒーはビックマックを売るためにやっている。真夜中や早朝に、コーヒーだけを買いに来る客がいてもよい。ビックマックとの出会いを作るのである。

・店舗のあいているスペースでお菓子を売ろうという提案が出てくるが、それはやらない。

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。

施設の有効利用という点で、誰でも考えそうである。ちょっと売れただけでも、3000店で売れば相当の金額になる。でも、それはマックらしくない、と原田社長はいう。マックはビックマックを売るのであって、妙な力の分散は行わない。

・強さを鍛えるには、筋トレに学べともいう。マックでは、予算を超えたら成功、予算を下回ったら失敗、というのは禁句である。売った数字か、売れた数字かをよく見る必要がある。予算は1つの目途であって、どのように伸ばすかが鍵である。例えば、+4.8%であるならば、あと数日で+5.0%にすることを狙えという。

・ストレッチして、工夫して、努力することが強さを養う。原田社長は週2回ほど筋トレをやるが、筋力トレーニングでは、限界的に筋肉を使った時に初めて、新しい筋肉がついていく。ぎりぎりを越えた時に強くなっていく。経営にもこれが必要であるという。

・3つ目は、知識と経験が創造力と改革力の障害になる。スティーブ・ジョブズもそうだった、と原田社長は指摘する。投資を伴わない改革はない。投資をしない施策は単なるリストラだ。改革には投資が必要で、それによって次の成長が見えてくる。

・この8年間、業績は毎年上昇してきたが、この上半期(2012年1~6月)は減益となった。状況は厳しいが、ここは打って出る。来店客数の増加に向けて、客単価が落ちても、既存店増収率が下がっても、次への投資を行い攻めている。

・4つ目は、後継者をどうするか。経営者の使命は後継者の育成である。日本と米国の経営を見て最も感じるのはこの差で、米国に比べて日本は後継者の育成が遅れているという。とりわけ、グローバルに通用する人材は、自ら育てていく必要がある。

・5つ目はブランドの追求である。日経のブランド調査で当社は4位となった。ブランドと何か。一連の経営改革が評価されてきたと思うが、原田社長は業績の拡大があって、ブランドが光るのだという。ブランドは、TVコマーシャルで作られるのではない。徹底して基本をやるのがブランドになる。

・マックでは、あの目立つ看板がない店を出し始めた。ブランドとは看板ではない、顧客に本当に認知されたならば、店に看板は入らないという。商品とサービスを通して、ブランドは顧客の中に生きているからである。マクドナルドの看板のない店に大いに注目したい。

(3) 音声認識から音声対話へ・・・イノベーションの視点

・音声認識の技術・サービスがスマホ向けに大きく拡大している。NTTドコモの「しゃべっ

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。

でコンシェル」には、フュートレック(コード2468)の音声認識エンジンが使われている。この音声認識技術はケータイにとどまらず、カーナビ、業務支援ソリューションなど応用範囲は広い。

- ・音声認識とは人が自然に話す音声で入力する技術である。UIはユーザーインターフェースの略で、人と機械の接点に関わることを意味する。スマートフォンをはじめとするさまざまな電子機器(家電、自動車)に、声で情報を入力する音声認識技術が一気に広がる局面を迎えた。

- ・今までのキーボードはタッチパネルとなり、音声での入力も可能となった。情報機器と使い手である人間との接点(UI:ユーザーインターフェース)が多様化している。音声認識機能には、①声を認識する音声認識、②テキスト(文章)をスピーチ(話声)に変換する音声合成、③機器と人との対話を実現する音声対話、の3つがある。

- ・例えば、スマートフォンに「朝6時に起こして」と話しかけると、スマートフォンは“アラームのセット”と理解し、「アラームを6時にセットします」と返答のうえ、アラーム機能をセットする、という具合である。

- ・また、業務支援ソリューションの分野では、業務日報システムが注目される。銀行では、外回りを担当する営業員の残業代の半分は昼間の活動を報告する日報作りといわれている。これを、営業先を出るごとに音声で要点を入力し、後で会社に戻り文章を手直しすると日報が出来上がる、というように効率を高める。

- ・現在国内で、音声認識、音声合成、音声対話の3つの技術すべてを有しているのは、フュートレックのみである。同業のアドバンスト・メディア(3773、東証マザーズ上場)のものなどに比べて、外の環境で使った時の雑音に強い。

- ・音声認識には、以下の3つの種類がある。①分散型音声認識ソフトウェア～分散型はサーバーを利用する音声認識エンジンである。音声の特徴量を抽出し、それをサーバー側で認識して認識結果を戻す。サーバー上の膨大なデータをもって認識するので、ケータイの中だけの認識より精度が高い。フュートレックは2年以上前から先行し、NTTドコモに採用された。

- ・②ローカル型音声認識ソフトウェア～ローカル型はサーバーと通信せず、ローカルに実行する音声認識エンジンである。通信をしない分スピードは速いが、端末内に持てるデータに限界があり、認識の範囲は狭い。③ハイブリッド型音声認識ソフトウェア～ハイブリッド型は、分散型とローカル型を組み合わせたもので、名前などケータイのアドレス帳を用いてローカルで判断し、文章はサーバーで認識するというものである。

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。

・これらをうまく使い分けながら、ケータイ、カーナビなどで効果的な音声認識を実現していく。音声認識技術の中で現在最も力を入れているのは、音声対話技術である。ユーザーの発話を認識し、キーワードから返すべき返答を選択して、合成音声で発話させる。かつてのSF映画の世界で、ロボットと話しをするようなものである。それが現実のものとなってきた。

・この技術は他にも製品化できる分野がある。例えばカーナビである。現在は手入力のため、安全上車が止まっている時しか必要な項目の設定ができないようになっている。これが音声対話なら、ハンズフリー(手を使わず)に声で設定することができるので、将来的には運転しながらの操作が可能になるかもしれない。

・単語への対応も重要である。新しい単語というのは、日々かなりの勢いで増えていく。例えば、数年前にツイッターという言葉は一般的でなかったが、今は普通に使う。そこで、ツイッターという単語の音質を分析し、モデル化して辞書に加えておく必要がある。これがしっかりしていると、音声認識の精度が上がる。早く正確に認識して、間違いがないということが、音声認識にとって最大の競争力となる。

・音声認識では、①音声認識関連技術などを機器に組み込むことで発生するライセンス料、②製品搭載に伴って行うカスタマイズ収入、③アプリ「しゃべって翻訳」などの有料会員からの月額利用料、という3つの収益機会がある。

・フュートレックは、R&D投資にも力を入れている。日本語だけでなく、多言語化を図る予定だ。中国語、韓国語、タイ語、マレーシア語、ヒンズー語など主にアジア系の言語である。多言語化については、現地の企業と組んでいく。例えば、タイ語はタイ語のデータを持っている企業からデータベースを購入する、中国語は中国企業と提携する、などという具合である。

・この音声認識技術はケータイにとどまらず、カーナビ、業務支援ソリューションなど応用範囲は広く、今後の事業機会は一段と拡大しよう。

(4) 家電量販店はどこへ行く・・・イノベーションの視点

・ヤマダ電機の山田昇会長（CEO）の話を個人投資家説明会で聞いた。当社は来年度、創業40周年を迎える。直営店、FC（フランチャイズ店）を合わせて、全国に3700店の店舗を有し、業界No.1の家電量販店である。外人持株比率50%に対して、個人は5%にとどまる。もっと個人投資家比率を上げたいと思い、10年間個人投資家説明会を続けている。当社の説

明会は、参加者に豪華景品が当たるので、人気が高い。

・業界環境は厳しい。ブームのあとの反動でTVが売れなくなっており、それをいかに乗り切っていくかが問われている。市場は2年続けて縮小している。かつてない動きである。当社はチェーン展開する中で、専門店としての事業領域を拡大しながら、規模の利益を追求してきた。シェアにこだわっており、主要な製品カテゴリーで30%のシェアをとっていくことを目指している。松下幸之助の水道哲学に学び、当時、松下は全国4万店のナショナルショップをベースにすれば、それだけで工場の利益が確保できるといわれた。こうしたネットワークの強さを作ろうとしてきた。

・この7月にベスト電器との資本業務提携を発表し、年内に子会社とする予定である。ベスト電器は九州を基盤とするので、当社と合わせると5割のシェアをとれると見込んでいる。東南アジアにも展開しているので、当社の中国と合わせて、アジア展開にも力を入れていく。ベスト電器の立て直しには、当社が実践しているサービスやソリューションの充実を図れば、1年でヤマダ電機並みの利益率に近づくことはできる、と山田会長はいう。

・ネット販売にはどう対応するのか。米国での家電量販店はネット販売との競争で苦戦している。日本もいずれネットにやられてしまうのではないかという懸念がある。これに対して、山田会長は、ネットと店舗の融合でメリットを追求していく考えである。ネットで売れるものは、ある程度決まっている。少し珍しいものである。通常の商品は店舗に来た方が安く買える。当社は2300万人のSNS(ソーシャルネットワーク)の会員を有しているが、このマルチSNSを充実して、顧客を囲い込み、ビジネスにも結びつけていく方針である。

・環境ビジネスでは、スマートハウスを提案している。省エネ、創エネ、蓄エネはこれからの重要なテーマである。住宅企業や住宅設備企業もグループの傘下に入れている。住宅まで手掛けるのは、電気専門店として究極の姿であると、山田会長は強調する。住宅は大手のハウスメーカーがトップグループにいるが、全国の工務店が担っている部分が市場全体の8割もある。全国3700店のネットワークを活かして、地域密着の活動ができるとみている。

・少子高齢化を救う道は何か。このままでは、日本の人口減少が負の資産となってしまう。これを防ぎ日本の発展に資するように、当社は2世帯住宅を提案していく。爺婆と同居すれば、共稼ぎしながら子供を2人もつことができるようになる。住宅も35年ではなく、50年もつようにする。ここにスマートハウスを導入する。土地付き40坪の家にHEMS(ホーム・エネルギー・マネジメント・システム)を導入する。月々のローン返済に対して、太陽光発電の売電収入が入れば、負担は軽くなる。そこに、当社は業界より2~3割安い発電システムを提供していく。

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。

・こうした環境にあって、家電量販店業界は大手3~4社のチェーンにさらに再編されていくと、山田会長は読んでいる。むしろ、それを仕掛けていこうとしている。では、ヤマダ電機は安く売っても他社よりどうして儲かるのか。それは戦略売価にある、と強調する。量売ることによって、安く仕入れることができるというメリットがある。これは分り易い。もう少しいえば、都心の大型店と郊外店では売れるものが違う。地域によって売れ筋に差がある。しかも、各々の店には競合店がある。その競合一番店と比較して、価格を安くしていく。

・それを具体的にどう組み建てるのか。まず、台数限定の赤字商品（赤目玉）を用意する。これは台数限定である。そうしないと、不当廉売になるので注意を要する。さらに、一定の粗利益の稼げるものの中で、当社は全体の売上構成の50%を安く、50%は平均の価格で売る。他社は当社ほどの仕入れ量が多くないので、当社ほど安く仕入れられない。よって、他社では安くできる比率が売上の50%ではなく、20~30%に留まる。結果として、ヤマダ電機は安いとなる。しかも、当社はそれで十分稼げるのである。

・つまり、当社は安くできる確率が高いのである。それによって、どこにいてもプライス・リーダーシップをとることができる。これがヤマダ電機の強みである。この「戦略的売価50%」が強さの源泉である。

・日本の家電メーカーが弱ってきている。ここが弱くなると、販売にも影響がでる。例えば、アップルに対して量売るから安くしろという日本流がそのまま通用するわけではない。海外の製品を扱うことも増えてくる。逆にアジアに出ていけば、ここでも日本と同じ売り方、ビジネスのやり方でよいというわけでない。ヤマダ電機の強さを家電量販以外に、どう拡げていくか、日本での強さを、アジアではどう発揮していくか。新しいビジネスモデルへの発展が問われている。山田会長の次なる戦略に注目したい。

(5) シーメンスの チーフ・ダイバーシティ・オフィサー・・・ソーシャルの視点

・シーメンス・ジャパンの織島社長(CEO)の話を聞いた。創業者ヴェルナー・フォン・シーメンスが会社を興してから165年、190カ国に進出している。国別の売上げでは、1位米国、2位中国である。

・2011年度の売上高は735億ユーロ(7.35兆円)、税引き利益63億ユーロ(利益率8.6%)であった。従業員は世界で36万人。R&D費は売上比で5.3%、研究者は2.8万人いるが、そのうち1.7万人はソフトウェアのエンジニアである。

・事業分野は、エネルギー、ヘルスケア、インダストリー、インフラストラクチャー&シ

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。

ティという4つのセクターである。最近、インフラ&シティを既存のセクターから切り出して、第4のセクターと位置づけた。この4つのセクター(事業)を14のクラスター(地域)で実行している。その中で、日本は1つの独立したクラスターで、織畠氏はここのトップであると同時に、ヘルスケアのクラスターのリーダーでもある。

・シーメンスは総合テクノロジー企業として、One Siemens を合言葉に、持続可能な価値創出を目指している。会社全体としての財務目標として、①同業他社を上回るスピードでの売上高の成長、②ROCE(使用総資本利益率)を重視した資本効率の向上、③バランスの取れた資本構成で、健全な配当性向を確保する、という内容を掲げている。

・そして、4つのセクターは、いかなる景気下においても、各マーケットにおいてトップレベルの利益率(EBITDA ベース)を上げることを目指している。いかなる条件でもトップレベルとは、明快である。利益ではEBITDA(償却前営業利益)を重視している。会計基準は、IFRS(国際財務報告基準)である。

・その上で、戦略を立てる前提として、世界のメガトレンドに注目する。①途上国を中心とした都市化の進展、②高齢化が進行する人口構成の変化、③CO2による気候変動、④新興国と天然資源に関わるグローバルイゼーションの進展。これら4つを将来に影響を及ぼす世界的な傾向と捉え、ビジネスチャンスにしようとしている。一方、この10年で、モバイル、半導体、コンピュータなどの事業を売却し、エネルギーやヘルスケア分野のM&Aに集中してきた。

・今後の戦略の方向性は、1) イノベーション主導の成長市場にフォーカスする、2) お客様にとっての真のパートナーになる、3) シーメンスとして持てる力を人財として結集する、という点にある。1つ目のイノベーションでは、例えば、アフリカの砂漠を太陽光発電へ利用する、CT(コンピュータ断層撮影)装置を中国で開発生産し世界に輸出する、などを狙う。

・2つ目のパートナーシップでは、新興国で売上を2桁成長させるとともに、新興国での従業員を2倍に拡大し、同時に顧客との戦略的提携を一段と強化していく。顧客ごとのアカウントマネジャー(世界で1200人)をはっきりさせるキアアカウントマネジメントを強化している。

・3つ目の人財(ヒューマンキャピタル)については、社員の能力開発、ダイバーシティの尊重、インテグリティの推進に力を入れていく。ダイバーシティ(人材の多様性)は、‘ビジネスの成功に不可欠の要素である’として、チーフ・ダイバーシティ・オフィサー(CDO)をおいている。また、インテグリティ(誠実さ)の重要な要素であるコンプライアンスについては、「真正、明確、妥協なし」を基本としている。

・セクター(事業)とクラスター(地域)のマトリックス経営に関して、事業展開はセクター

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。

中心に、クラスターは地域密着とガバナンスを担っていく方針である。戦略の実行に当たっては、米国も欧州も同じやり方で進む。ガバナンスのあり方は米国に近い。しかし、人事戦略という点で、今のところ、マネジメントのトップクラスはドイツ人中心である。この10年で大きく変身してきたシーメンスの次の展開に注目したい。

(6) ステークホルダー・キャピタリズム・・・ソーシャルの視点

・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。

・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。

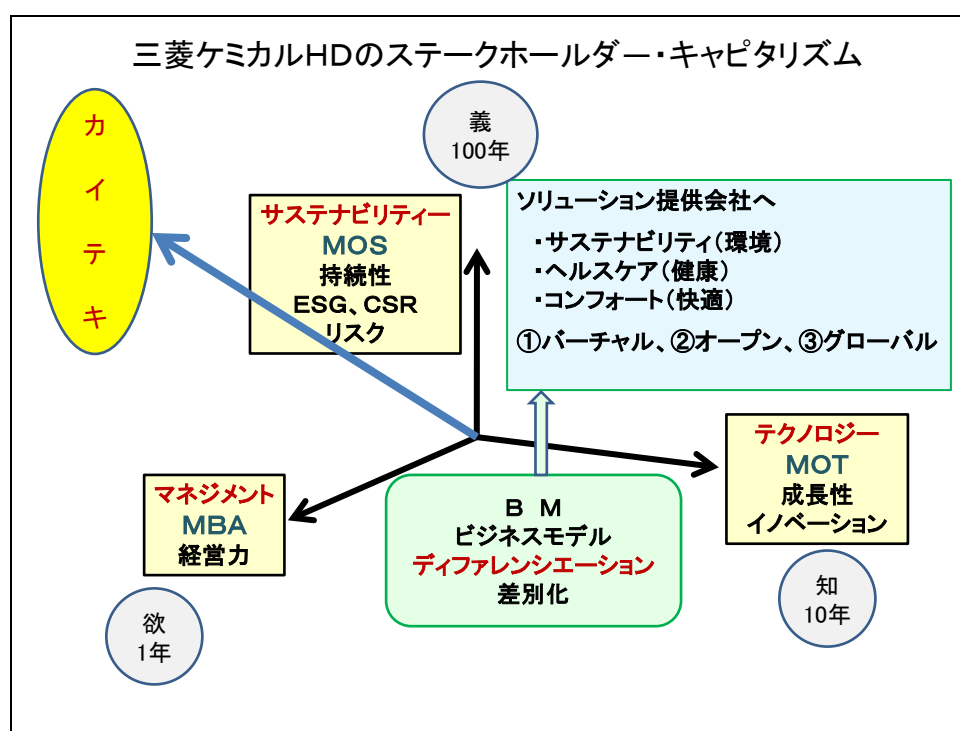
・従来、小林社長は、企業経営についてマネジメントとテクノロジーをしっかりと見ていればよいと考えていたという。しかし、自らがトップになってからは、サステナビリティをもう1つの軸として加え、3次元で企業価値創造を捉えている。

・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

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。

クホー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。



5. 投資家に向き合う姿勢 ～ メインスピーカーをどう育てるか

・少し前にソネットエンタテインメント(コード 3789)の IR 責任者の話を聞いた。その会社が親子上場をやめることになり、その子会社は M&A で新たな展開をみせている。興味深い動きである。

・ソネットエンタテインメント(以下ソネット)は 2005 年にマザーズに上場した。ソニーが 58.2%の持ち株を所有しており、典型的な親子上場であった。2001 年にソニーがトラッキングストックを発行し、インターネット接続サービスを本格化させた。メディア・エンタテインメント事業も伸ばし、ゲーム、広告、医療ポータル分野にも進出した。

・とりわけ、医療ポータルを運営するエムスリー(コード 2413)は上場している。ソネット

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。

の時価総額は1444億円(9/26)であるが、その子会社で、ソネットが55.9%の株式を所有するエムスリーの時価総額は2315億円である。このソネットを、ソニーが完全子会社にする決めた。ソネットはソニーの100%子会社となり、上場廃止となる。

・一方、エムスリーは、全国の医師の大半が加入するネット(m3.com)を通して、ドクター向けのさまざまな専門情報を提供している。ネット版のMR(医薬情報担当者)である。事業の深掘りを目指して、最近是新薬の治験分野(CRO)を強化し、関連企業を買収している。

・ソネットは、2008年に東証1部に上場したが、そのころにIRの専任部署が作られた。以来3人のチームで、①ワンオンワンのミーティング、②海外IR、③英文アニュアルレポート作り、④個人投資家向けサービス、に力を入れてきた。

・ワンオンワンでは、年200件の個別ミーティングをこなしてきた。機関投資家向けラージミーティングはやっていない。海外IRも年50件を数え、外国人の株主比率も20%を超えるところまで増えた。

・また、セルサイド・アナリストへは積極的にアプローチし、その影響力の大きいことを実感し、以来継続している。

・国内でソネットは知られていても、海外では無名であった。しかし、海外投資家は先入観を持たずに会社を見てくれたので、率直に会社の本質を理解してくれ、訪問する度にストレーナなQ&Aができるようになったという。海外IRはやってみると効果は大きかった。

・英文アニュアルレポートは、インベスターガイドのようなものであるが、これは多面的に活用できるように工夫して、営業にも利用している。

・個人投資家向けでは、IRサイト、株主通信、個人投資家向け会社説明会に力を入れてきた。個人投資家向けIRはいくらやってもなかなか響かないのが実感であるという。

・個人投資家向けIRは、IRの広告宣伝であると割り切った方がよい、とアドバイスする。1回100~150万円かけて個人投資家説明会を行っても効果は見えない。しかし、個人投資家にきちんと向き合っている会社である、ということアピールする機会であると考えれば納得できるので、実践している。

・最も大切なことは、メインスピーカーをどう育てるか、であると強調する。ソネットの場合は、社長が語学への対応力も含めて、しっかりしたプレゼンができた。社長とIR担当者の2人で、内外の投資家をどんどん回ることができた。

・IR担当者も社長の分身として、的確に語る事が求められる。そうなれば、IRの効果は大いに高まってこよう。そのため、コミュニケーション・ネットワークを一段と充実し

ておく必要がある。

6. 有価証券報告書はバイブル、XBRL への期待

・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、通常日本でいう商社の売
上とは全く違う。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。

・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、に当てはめたうえで他社と比較し、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(コンピュータ言語、eXtensible Business Reporting Language)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のポイントになる。

・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