

## 企業価値の評価もつと儲ける極意はいかに

鈴木 行生

### ビジネスの盛衰をいかに乗り切るか

経済の先行きを予想するエコノミスト、株式市場を予想するストラテジスト、企業の株価を予想するアナリストは、それぞれ結果をみると本当に当たっているのだろうか。

企業経営者も将来を予想する。変化の方向を見定め、メガトレンドを見据えて、自社の強みに磨きをかけようとする。その上で、リスクをとって勝負に出る。その勝負に勝算はあるはずだが、見

込み通りにならないことも多い。自社の強みを活かすはずであったが、他社がもつとすばやく別の手を打ってきて、強みが発揮できないこともある。

リスクを取らなければリターンはない。成功する経営者と、そうでない経営者は何が違うのか。長年の観察では、経営者によって見えている世界が異なっているようだ。これを外部からみると、先が読める経営者、読めなかった経営者となつて、はつきり差がついてくる。

どの企業にも本業がある。その本業が輝いてい

ればよいが、長い年月を経ると次第に色あせてくる。しかし、本業であるから、そこに人材、資金など経営資源を最もつぎ込んでいる。しかし、リソースを使っているわりには成果が上がらない。大企業のトップは得てして本業育ちであるから、なかなかその土俵から出ることができない。

新規分野を伸ばす必要があると分かっているも、そこへの投資は十分でなく、常に遅れがちになる。そうなると成果が出ないから、社長が変わったりするとすぐにやめてしまうことも多い。こうして企業の停滞が長期化していく。

既存事業と新規事業はどのように運営したらよいのか。上場企業をみると、確かにうまくやって、新規事業を伸ばして、ポートフォリオを広げ、組み換えている企業がある。安定感がありながら、きちんと成長している。エムスリーなどはその典型であろう。

創業者が大株主である場合は、事業を長期的に発展させるために、ステークホルダーを大事にするのは当然である。一方で、創業者でない経営者がマネジメントする場合は、自分の任期を見据えて、その期間のパフォーマンスを上げようとする。その場合、経営者はどうやって選ばれるのか。成果が上がればずっと続けられるのか。成果が上がらない時は、誰が交代を告げるのか。成果に対する報酬はどのように決まっているのか。それは、成果に見合っているのか。株主にはきちんと開示されているのか。これらの点が近年大きく問われ、改善が進もうとしている。

パフォーマンスはどのように測るのか。短期的な財務上の利益だけでなく、中長期の非財務上のKPI（成果指標）も重視されるようになっていく。企業の経済的価値と、社会への貢献である社会的価値の両立を図るように、その領域の拡大を

目指すことが必須である。

## ビジネスモデルの変革に向けて

株主が中長期のリターンを継続的に得ていくには、トップマネジメントが中長期の企業価値創造に主体的に取り組む必要がある。そのための会社の仕組み作りがESG経営である。「会社は誰のもの」ではなく、「会社は誰のために」を問い直す必要がある。

価値創造の仕組みがビジネスモデルであるから、今のビジネスモデル(BM1)を、革新的なビジネスモデル(BM2)へ作り替えていく。さらに、このBM2を多層的にみていく。(1)経営理念、パーパス(存在意義)、ビジョンの構築と浸透、(2)ESGの構築と実践、(3)経営力、イノベーション、リスクマネジメントなどの評価軸が想定

される。

ポストコロナの経営は、ここが勝負となる。二〇二一年の世界経済も楽観はできない。サステナブル経営は生き残ればよいというレベルではなく、投資家に独自の輝きをみせるような発信をしてほしい。

企業も投資家も、(1)世のため人のために行動し、(2)いかに儲けるかを重要な動機としている。そのために、①理念を明らかにし、②ビジョンを立てて、③ビジネスモデル(価値創造の仕組み)を構想し、④それを実践する戦略を練っていく。そのプロセスにおいて、ESGをいかに位置付けるのか。

理想は、社会的リターンを追求すると、それにつれて経済的リターンも最大限高まってくるようになるべきだが、現実はそのなによりまくいかなしい。しかるべき経済的リターンを捨てて、社会的

リターンに重心をおくということは、フィデューシャリーデューティ（受託者責任）の観点に立てば許容できないともいえる。

しかし、長年のアナリストとして実践を踏まえると、さほど難しくなく、パフォーマンスは十分上げられると実感している。大手機関投資家にとってはどうだろうか。イノベーターとしての力量と、組織能力を高めるマネジメント力がカギを握る。その成果に期待したい。

アナリストとして、若い時から三つのことに力を入れてきた。産業・企業を調べる調査（リサーチ）において、常に①ベーシック調査、②フォロアアップ調査、③ネタ探し調査をバランスよく実行するように心掛けた。

フォロアアップ調査は、ニーズはあるが、多くの場合付加価値は小さい。ベーシック調査は、時間と手間がかかる。現地まで出かけてグローバル

な調査をし、中長期な予測を打ち出す。それを産業だけでなく、個別の企業の戦略や業績予測にまでおろしていく。これを行うと、全体がみえてくる。経営トップとも、さして議論ができる。戦略の変化や予測を速やかに修正できる。

そして、三つ目がネタ探し調査である。当時の私でいえば、水素自動車の可能性について、いくつもの研究所を訪ねた。新素材について物理学会に行つて、ネオジム磁石を発表した研究者と直接議論した。国際商品市況をみると、金融先物が影響していた。シカゴの商品取引所までいってインタビューした。こうしたネタが本業周辺のいたるところで役立つ。

投資家としては、こうしたネタをポートフォリオにどう組み込んでいくか。でき上がった企業を中心にポートフォリオを作つて、それをフォロアアップするだけでは新鮮味がない。たぶん、パ

フォーマンスに大きな変化はでないであろう。

## 四つの軸で評価

企業をどのように分析するのか。さまざまなやり方があってよいが、筆者は、誰もが簡単に共通の軸で分析できる方法を実践している。

まず、現在のBM（ビジネスモデル）を四つの軸で評価する。第一は経営力（マネジメント）である。経営者のビジョン、経営方針、これまでの実績、中期計画の立案の仕方、PDCAのまわし方などである。第二は成長力（イノベーション）である。事業の成長力を高めるために、どんなイノベーションに取り組んでいるか。

第三は企業の持続性（サステナビリティ）を確保するために、どのようなESGの体制を作り活動を行っているかをみる。SDGsとの結びつき

についても検討する。そして、第四に、業績のリスクマネジメントである。想定外に業績がドスンと落ち込まないように、どのような仕組みを動かしているか。業績変動要因の分析を確実に進める。

これは現在のBM（BM1）に対する分析である。次に、会社が将来作り上げたいBM（BM2）を明らかにする。すでに明らかになっている場合もあれば、十分描き切れていない場合もある。BM2をどう実現していくのか。そのやり方（方策）が戦略である。

会社がやろうとする戦略が価値創造の仕組み作りにとって本当に重要か。新しいBM2の形成にきちんと結びついていくか。こうしたマテリアリティ（重要性）とコネクティビティ（結びつき）を定性的に読んでいく。KPIが設定されていれば、それにこしたことはないが、よくあるケース

では単なる目標の細分化になつているので注意を要する。

ここで議論が分かれる。企業価値は将来キャッシュフローの現在価値であるから、DCFをベースに算定しようというやり方がオーソドックスである。現在のファイナンス理論の基本であり、ゲームのルールとなつていゝ。現時点で数値に織り込めるものはできるだけ入れていく。織り込めないものは、それができるようになつたら数値化していくというやり方である。

しかし、企業経営をみると、まだ数値に織り込めないものも必死で作ろうとしている。それこそが中長期の価値創造の仕組み作りであり、BM2を構成するキャピタル（無形資産）への投資である。その蓋然性を読んでいくのが投資家やアナリストの本領である。

中長期の企業価値創造を評価するには、定性評

価の仕組みを精緻化することである。機関投資家はすでにいろいろ試みて、自社の評価システムを作りつつある。定量評価の方式はすでにはつきりしている。企業サイドにおいても、この両面で議論するエンゲージメントの用意が求められる。

価値創造の仕組み作りにおけるマテリアリティとコネクティビティは多様であつて、丹念に対話していく必要がある。とりわけ、経営者の意思決定プロセスに迫っていくことが大事である。新しいネットワークの形成がカギとなろう。

新しい価値をいかに生み出すか。価値とは、相手が感じてくれる有難さである。社会に対する貢献を感じてもらえれば、それが価値である。その価値提供を続けるには、持続性（サステナビリティ）を支えるための原資（リソース）が必要である。

これを株式投資の視点に置き換えると、①創業

の精神は今活かされているか、②経営者のリーダーシップは輝いているか、③新しい社会的価値の創造にビジネスとして取り組んでいるか、④中長期的にもっと儲かる企業になるか、ということになる。ポストコロナを見据えて、おもしろい会社を引き続き探索したい。

（すずき ゆきお・日本ベル投資研究所代表  
取締役主席アナリスト）