

【特集】経営デザインシート：活用方法

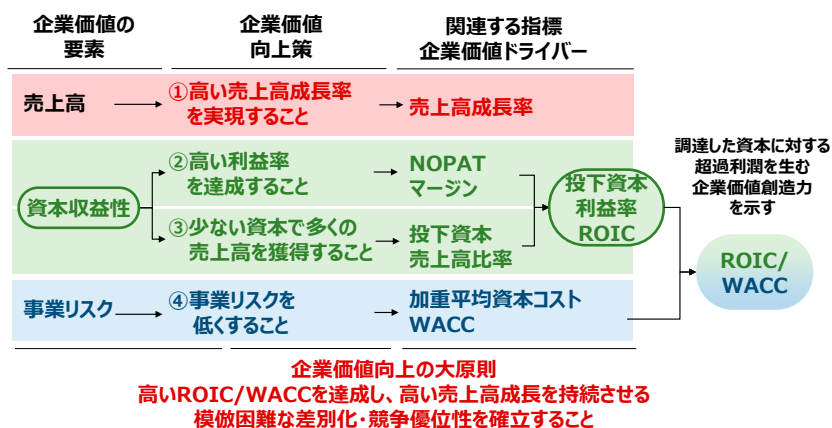
GCC 経営™ のフレームワークと
経営デザインシートの融合ジェイ・フェニックス・リサーチ株式会社 代表取締役
宮下 修 (Osamu Miyashita)

〈要約〉弊社は日米大手の証券会社グループの証券アナリスト経験者が2003年に創業した独立系の財務アドバイザリー会社である。弊社は、独自に開発したGrowth（売上成長）、Connection（人・事業のつながりの改善＝付加価値率・効率性・生産性の向上＝投下した資本に対する利益率が向上）、Confidence（信頼の向上＝調達した資本に対する価値創造力の向上＝事業リスクの低下）の三要素の視点で分析するGCC 経営™ のフレームワークを用いてアドバイザリーを行う。本論では、弊社のフレームワークと「経済デザインシート」を融合して価値創造の動きを株価に反映させる試みについて論じる。

1. GCC 経営™ とは？

GCC 経営™ とは、すべてのステークホルダー、特に社員と株主の幸せにフォーカスすることで、非財務情報と財務情報を統合的に結びつけて、株主価

値の持続可能性を評価する分析フレームワークである。株主の幸せについては、図1で示すように、企業価値の三要素、①売上高成長率の向上、②投下した資本に対する利益率（Return on Invested Capital、

図1 企業価値の三要素¹＝株主の幸せの三要素

宮下 修 (Osamu Miyashita) ジェイ・フェニックス・リサーチ株式会社 (JPR) 代表取締役 米国CFA協会認定証券アナリスト

1989年野村総合研究所入社。財務アドバイザリー従事。1999年スタンズチュワート日本人初のEVA® コンサルタント。花王等にEVA® 経営システムを導入。メリルリンチ証券等で投資銀行業務を経た後、2005年よりJPR参画。2013-16年UTグループ株式会社の上席執行役員兼務。中期経営計画の策定と実行を支援し株価の増大に貢献。

早稲田大学政治経済学部卒、シティーユニバーシティ（ロンドン）MBA

ドイツ・コンスタンツ大学経済統計学部修士

MIT Sloan & MIT CSAIL Artificial Intelligence：Implications for Business Strategy Program 修了

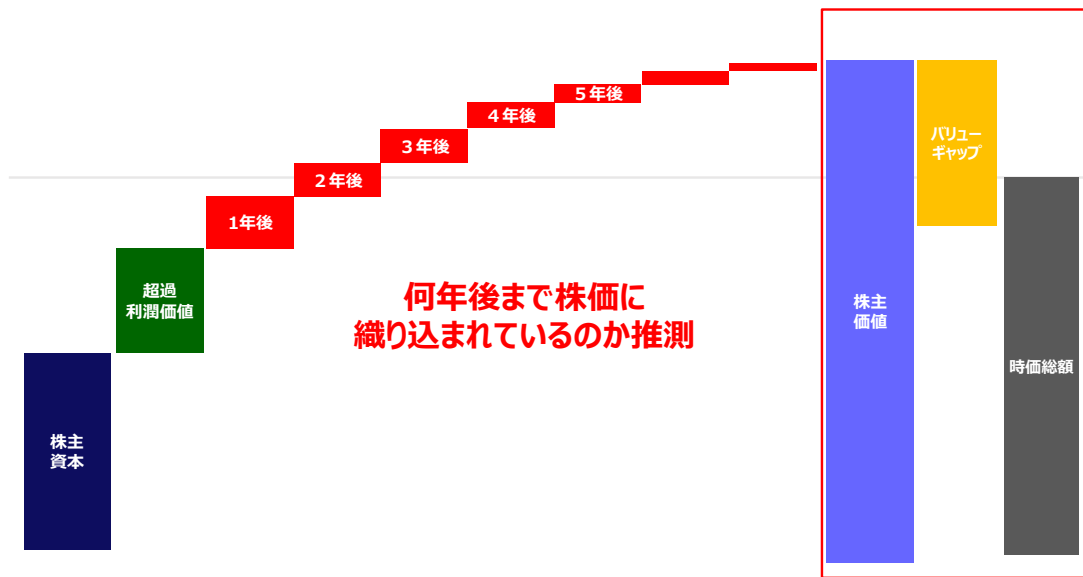
1 NOPAT (Net Operating Profit After Tax：NOPAT) マージン＝税引き後営業利益＝営業利益×(1-実効税率)、投下資本＝総資産－非事業資産価値－有利子負債以外の流動負債、非事業資産価値＝売上高の10%を超える現預金＋短期有価証券＋投資有価証券＋繰り延べヘッジ損益＋土地再評価額金＋為替調整勘定。ROIC＝NOPAT÷投下資本利益率、投下資本売上高比＝期首投下資本÷売上高、WACC＝加重平均資本コスト＝税引き後有利子負債利率×(D/(E+D))＋株主資本コスト×(E/(E+D))、株主資本コスト＝過去10年の10年物国債利回り＋5%×β、β＝TOPIX と対象企業株価の5年間の日次リターンとの一回帰式の傾き、E＝計算時点での時価総額、D＝計算時点での直近決算の短期有利子負債＋固定負債＋少数株主持ち分

ROIC)の向上、③事業リスクの低下(加重平均資本コスト、WACCの低下)を用いる(詳細は図脚注参照)。

この三要素により、世界的に企業価値を推計する指標として著名な、超過利潤もしくは、経済付加価値(EVA^{®2})を算出することができる。日本でも東京証券取引所の第5回企業価値向上表彰で大賞となった花王株式会社が導入するなど、株主価値を取り入

れた経営で高い評価を得ている企業を中心に導入されている。超過利潤は、投下資本×(ROIC-WACC)により計算される。毎期の超過利潤の永久価値を用いて、図2のように、株主価値を①成長価値(将来の超過利潤の改善の価値)、②超過利潤価値(現在の収益力の永久価値)、③株主資本の三つに分解することが可能である。これによりわかりやすくビジュアルに株主価値を分析することが可能になる。

図2 超過利潤による企業価値分析

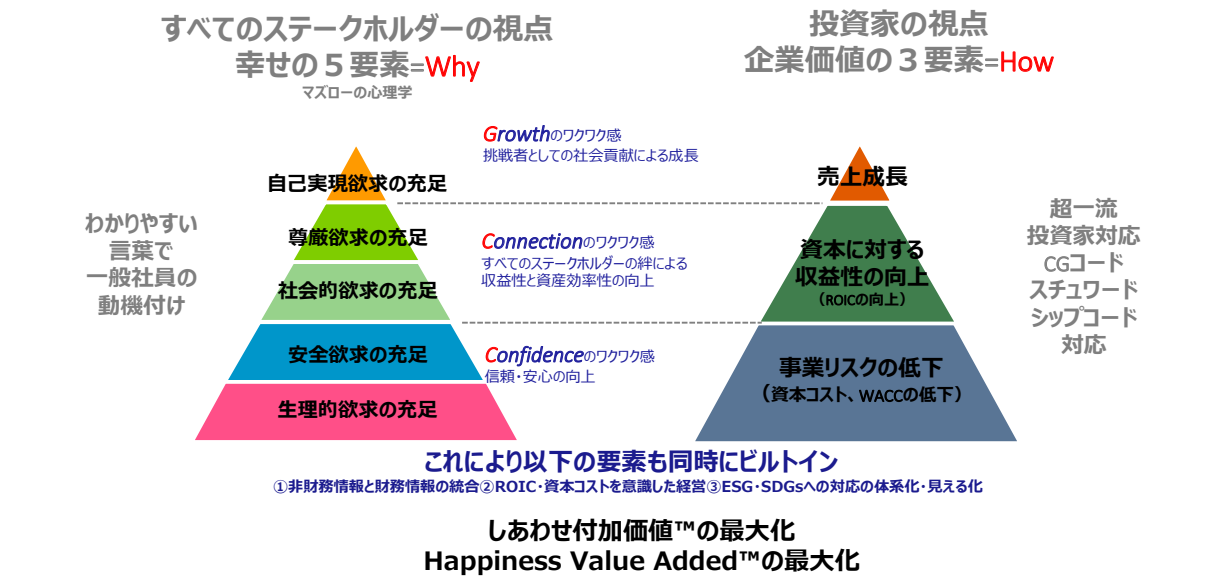


一方、社員の幸せは、米国の著名な心理学者、マズローの五つの欲求段階説を用いる。五つの欲求が満たされれば、人は幸せを感じると考えられる。同じ株主価値でも、社員の幸せが向上する仕組みがビルドインされていれば、より持続可能性が高いと判断できる。欲求の要素、企業価値の要素、の二つを結びつける概念がGrowth、Connection、Confidence(GCC経営TM)である。図3で示したように、このGCCの概念により、社員の幸せと株主と投資家の幸せを結びつけて分析することが可能となる。すべての社員の幸せの向上がビルトインした超過利潤を弊社では「しあわせ付加価値TM、Happiness Value AddedTM」と呼ぶ。幸せを高めることが企業の存

在意義つまり「なぜその企業は存在するのか(Why)」を問うことになり、それがどのように(How)価値に結びついているのかという視点が企業価値の視点となる。このフレームワークを用いることで、社員にわかりやすく企業価値の創造の概念を説明することが可能となる。

2 SternStewart & Co.の登録商標

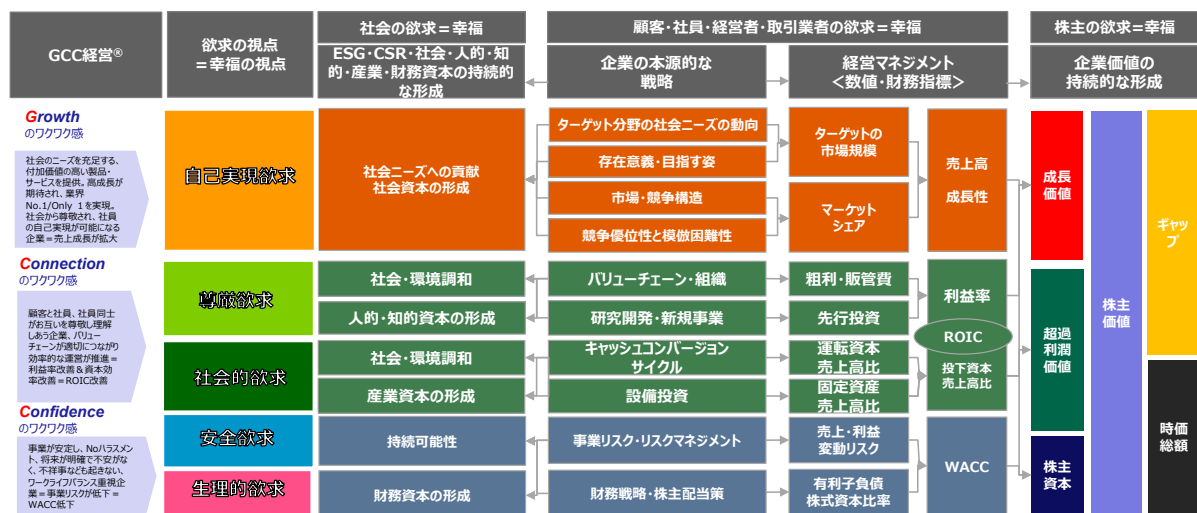
図3 GCC経営™によるすべてのステークホルダーの心をつかむ企業価値創造のフレームワーク



また、このフレームワークにより、スチュワードシップ・コード³対応で必要となる非財務情報の開示も容易になる。そのほか、①非財務情報と財務情報の統合、②ROIC・資本コストを意識した経営

（コーポレートガバナンス対応）、③ESG・SDGs⁴への対応の体系化・見える化にも対応可能となる。より詳細には図4のような分析を行う。

図4 GCC経営™の詳細フレームワーク



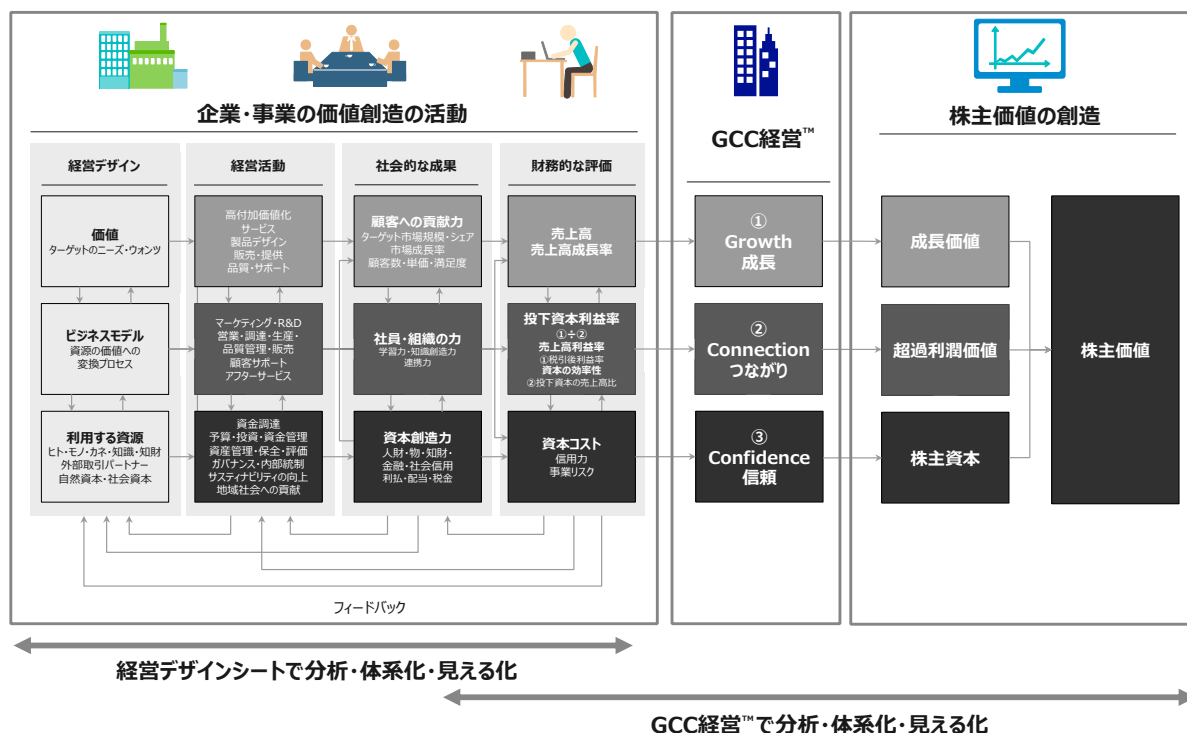
- スチュワードシップ・コード（Stewardship Code）とは、コーポレートガバナンスの向上を目的とした機関投資家の行動規範である。生命保険会社や年金資金運用法人などの機関投資家が、投資先企業の株主総会などにどのような態度で臨むべきかを定めた行動原則。金融庁が2014年2月、英国の制度を参考にしてつくった。
- ESGとは、環境（Environment）、社会（Social）、ガバナンス（Governance）の頭文字を取ったもの。企業の長期的な成長のためには、ESGが示す3つの観点が必要だという考え方が世界的に広まってきている。SDGsとは2015年9月の国連サミットで採択されたもので、国連加盟193か国が2016年～2030年の15年間で達成するために掲げた目標である。いずれも長期的な投資家が重視するため、この二つの視点で高い評価を得る上場企業に対して、長期的な投資家の株式投資が増大すると期待される。

2. GCC 経営™と経営デザインシートの融合

経営デザインシートは、価値、ビジネスモデル、利用する資源について、「これまで」と「これから」に分けて時系列的な変化に着目し、価値を生み出す仕組みについてビジュアルに体系化していくフレー

ムワークであり、非財務情報を統合的に分析する手法として極めて優れていると考えている。GCC 経営™と経営デザインシートを融合することで、図5のように、経営デザインシートを株主価値や株価に反映させることが可能となる。

図5 GCC 経営™と経営デザインシートの融合

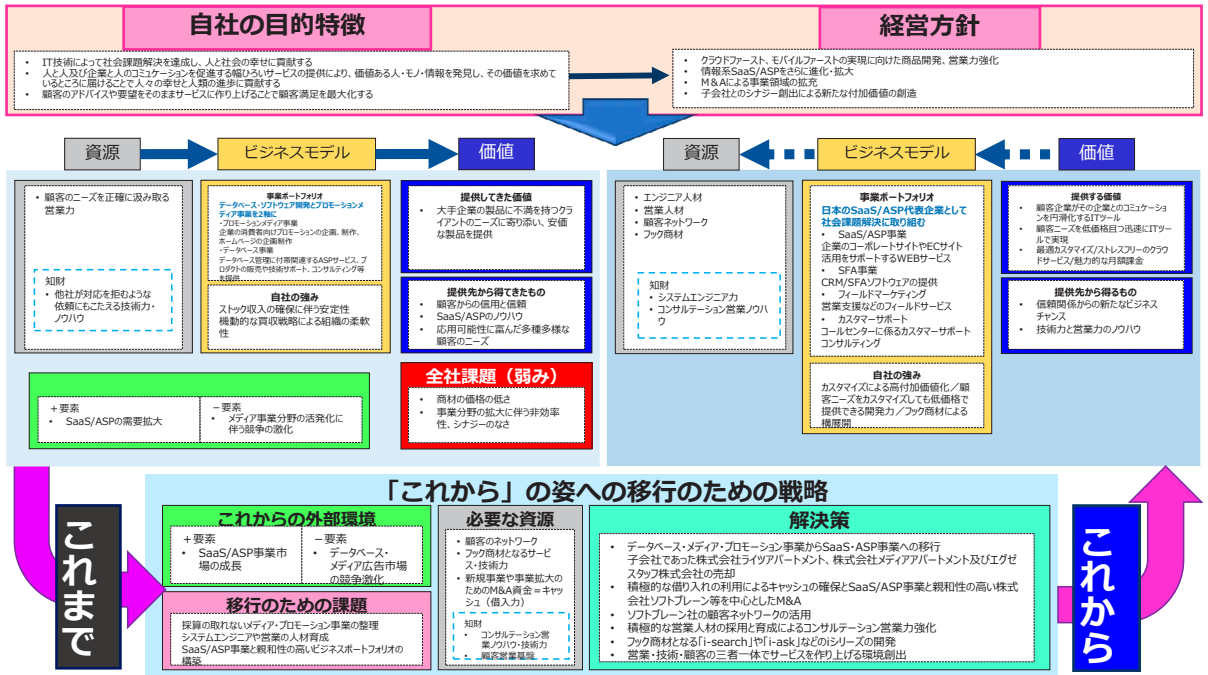


3. 具体的事例：東証一部上場、株式会社スカラの事例

具体的な事例として、弊社が証券アナリストレポートや中期経営計画の策定で、GCC 経営™と経営デザインシートを融合してアドバイスした、東証一部上場、株式会社スカラ（証券コード4845、以下「スカラ社」）のケースを説明したい。スカラ社は、上場企業等の大企業に対して、セキュリティを強化したクラウドベースのコミュニケーションツールをSaaS/ASPで提供する手法でトップクラスの実績を持つ。①最適カスタマイズ、②ストレスフリーのクラウド、③魅力ある月額課金、という「顧客の心をつかむ三つの戦略」を推進している。AI/IoT時代においては、多様な情報がITと融合し、より

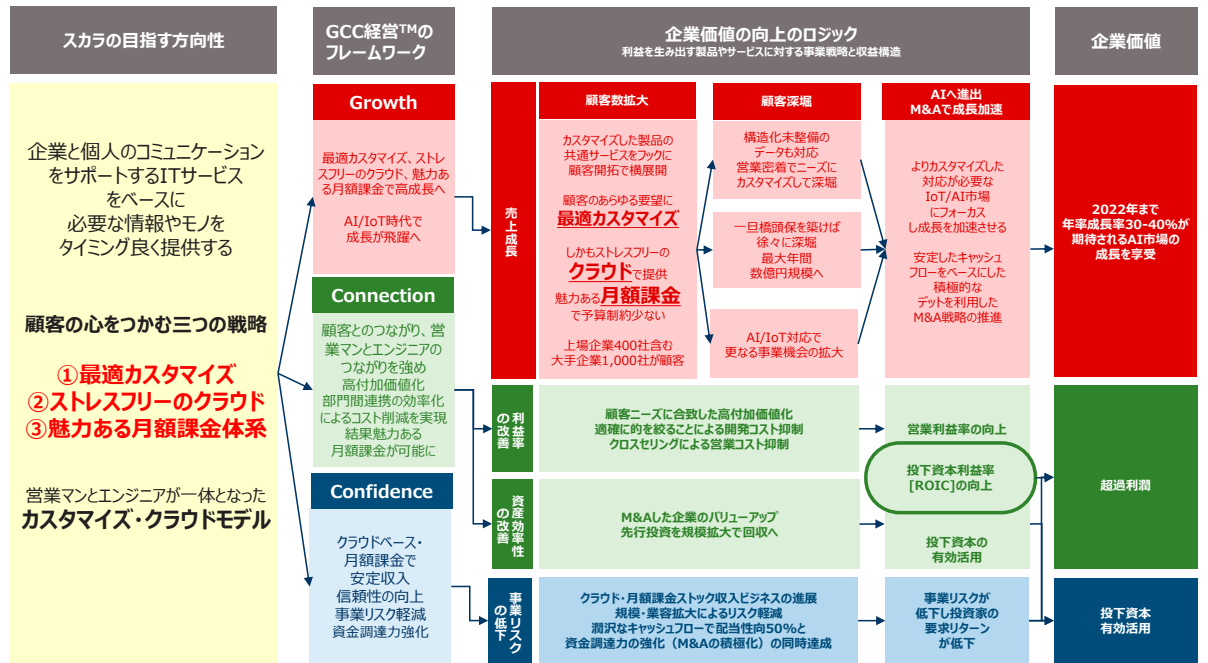
カスタマイズした対応がIT企業に求められる。カスタマイズを軸とする戦略を推進するスカラ社は大きな飛躍が期待できる。その飛躍の動きを経営デザインシートでまとめたのが図6である。

図6 経営デザインシート



以上の内容のエッセンスをベースにGCC経営™のフレームワークで整理したのが図7である。

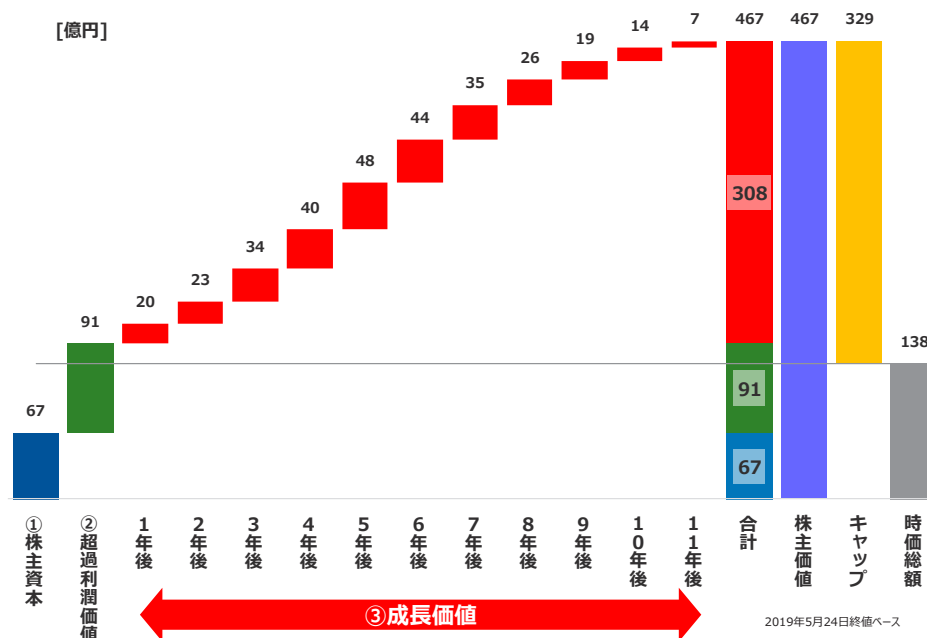
図7 スカラ社のGCCのフレームワークでの分析



さらに、以上のシナリオをベースに株主価値の推計及び5月24日時点での時価総額との比較を示したのが図8である。経営デザインシートやGCC経営™

のフレームワークにより、10年という期間で見れば潜在的なアップサイドが大きく存在していることをビジュアルに示すことができる。

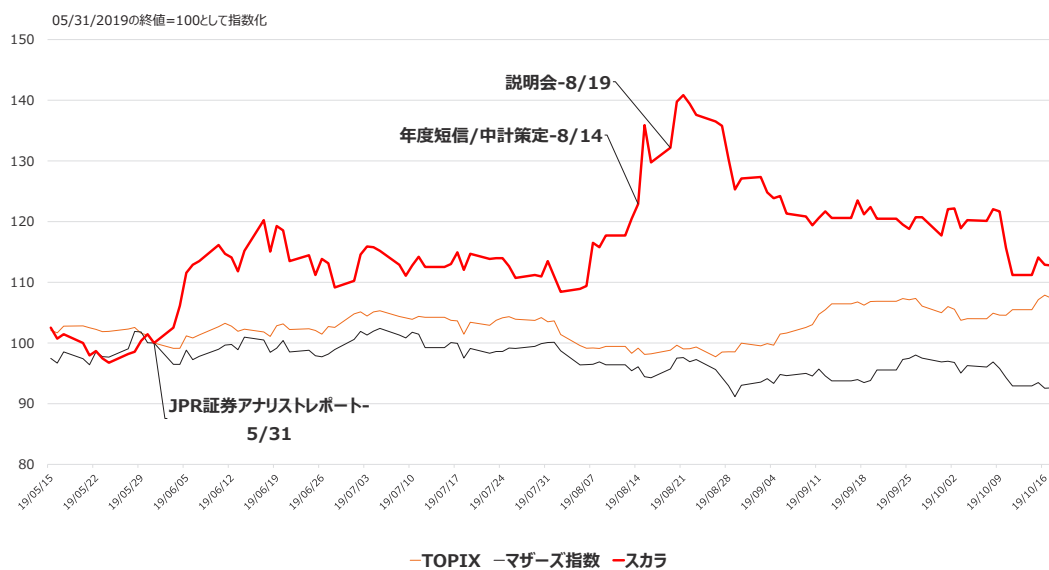
図8 スカラ社の株価分析



このフレームワークによる証券アナリストレポートが2019年5月31日に、中期経営計画が2019年8月14日に開示された。株価の動向は図9の通りであ

る。株価終値は5月31日から見ると最大40%増加した。一定程度の効果があったと推察されよう。

図9 経営デザインシート、GCC経営™の開示とスカラ社の株価動向



(出所) FactSetよりJPR作成。

4. 知財担当者への示唆

経営デザインシートで整理したうえで、さらにGCC経営™のフレームワークを融合することで、実際に知財の活用でどの程度の株主価値、最終的には株価上昇に寄与するのか、理論的なフレームワークを把握することが可能になる。このフレームワークは知財の価値の定量化という視点で、知財担当者

にとって有用ではないかと思われる。その際には、図10のようなフレームワークで整理して、知財の生み出す価値が、企業価値の三要素、Growth、Connection、Confidenceについてどう影響を与えるのか、分解して定性的に、定量的に把握することが考えられる。

図10 経営デザインシートとGCC経営™による知財が生み出す価値の定量化の分析フレームワーク

経営デザインシート	知財の効果を以下の3点で整理	企業価値の3要素で定量化	株主価値への寄与の定量化
価値 ビジネスモデル 利用する資源 の三つの視点で整理	Growth 成長への寄与	売上増大への寄与	超過利潤のフレームワーク で定量化
	Connection 顧客とのつながりの強化への寄与 社員間・部門間のつながりへの寄与 資本効率性の向上への寄与	利益率の向上への寄与 投下資本の効率性の向上への寄与（投下資本の売上高比の改善）	
	Confidence 事業リスク軽減への寄与	WACCの低下の推計（比較類似会社との証券分析）	

非財務情報の分析フレームワークにおいては様々な手法が提示されているが、直接株価まで把握できる体系化したフレームワークとして、経営デザインシートとGCC経営™のフレームワークを併用することは、知財の生み出す価値を定量化するフレーム

ワークとして検討に値すると考えている。弊社は今後とも、各種アドバイザリー活動を通じて実践経験を重ね、より洗練された、経営デザインシートとGCC経営™の融合の仕組みを開発していきたいと考えている。