

製造業の企業価値再考

事業・経営・資本の脱構築



松原正尚



八木 創



安森衣音

CONTENTS

- I CASE ver 2.0時代の企業価値再考
- II 事業・経営・資本の脱構築
- III 脱構築に向けた処方箋
- IV 製造業における価値再考

要 約

- 1 非財務情報・非経済的価値の重要性が高まりつつある今、経営者には「稼ぐ力」と「社会価値・顧客価値」の両立を図る、難度の高い経営の舵取りが求められている。自らの舵取りに対する客観的な評価指標として、経営者は企業価値（Enterprise Value）への感度を一層高めていく必要があるが、多くの日系製造業企業はその最大化に苦戦。「稼ぐ力」の継続的改善はもちろんのこと、投資家との効率的・効果的コミュニケーションに基づく「マルチプル」の視点にも一層の配慮が必要である。
- 2 CASE ver 2.0に代表される、次世代製造業の企業価値向上に向けて、経営者は「事業・経営・資本の脱構築」に取り組む必要がある。ボルボ・カー、ケリング、エーザイ、パタゴニアなどの先進企業は、既に各社各様の「脱構築」に着手し、長期目線で自社の価値を高める策を打っている。
- 3 「事業・経営・資本の脱構築」実施のポイントは、①サプライチェーンとKPIの再設計、②非財務情報定量化、③資本政策の見直し、④戦略的スピンオフの活用、の4点である。
- 4 デジタル化の進展で多種多様なデータがリアルタイムで補足され、経済的価値に加え、社会価値・顧客価値も定量化・可視化が可能になりつつある。経営層は、さまざまな価値体系を有機的に統合し、企業価値へと昇華していく工夫に着手すべきである。

I CASE ver 2.0時代の 企業価値再考

1 複雑化する経営の舵取り

海外の経営学者や非日系企業の経営層が日本の製造業について語る際、日系企業の「オペレーショナル・エクセレンス」を評する声が多い。実際、これまでの日系製造業企業の経営における主要関心事項は、品質の追求、量産による規模の経済の追求、労働生産性の向上、コストの抑制、ROEの向上など、効率性に重きを置いた「経済的価値」への比重が高かったように見受けられる。無論、利益追求を一義とする営利組織において、経済的価値の追求が重要であることはいうまでもない。しかし、CASE ver 2.0時代へと突入し、社会価値・顧客価値とのバランスが求められる世界では、財務諸表上の定量情報に代表される経済的価値のみならず、非財務情報をも含めた「非経済的価値」への感度も高める必要がある。

非財務的な側面も加味するとなると、客観性を担保するための定量化が容易ではなく、主観的要素も多分に含まれてくる。こういった状況下、日系製造業企業の経営者には、多様なステークホルダーを意識した難度の高い経営の舵取りが求められている。

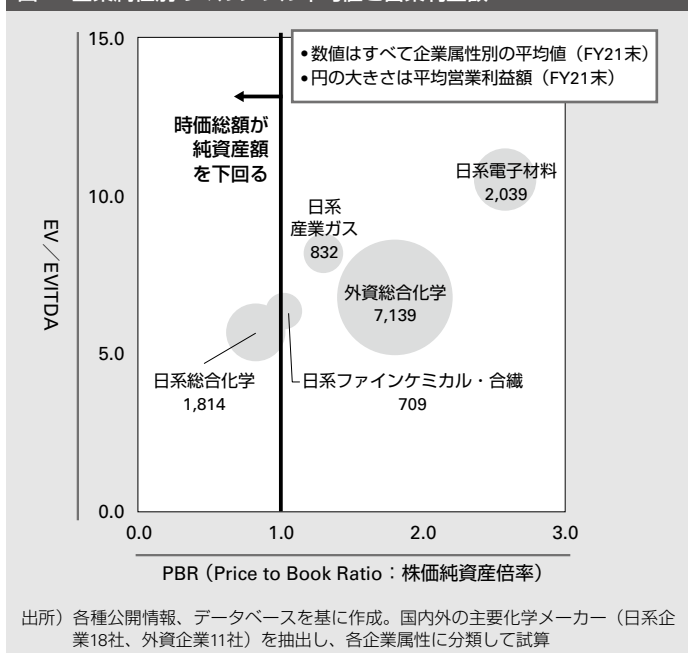
経営者が自らの経営の舵取りのよしあしを判断するうえで、最も客観的な評価指標となるのは、投資家・市場からの評価、つまりは「企業価値 (Enterprise Value)」にほかならない。日系製造業企業は、社会価値と顧客価値、そして経済的価値のバランスを取りながら、「次世代の企業価値のあり方」を今一度再考する必要がある。

2 日系企業に対する市場の評価

企業価値算出における代表的な変数としては、DCF法やマルチプル法、およびその派生手法を前提とすると、「フリーキャッシュフロー」「(CAPMを前提とした) 資本コスト」「永久成長率」「マルチプル」などが挙げられる。原価低減や労働生産性の追求といった「オペレーショナル・エクセレンス」に秀でてきた日本企業は、利益体質の改善による「フリーキャッシュフロー」の改善を得意とする一方、「マルチプル」や「資本コスト」、および「永久成長率」への感度は低い傾向にあり、特に競合企業と比較した際の「マルチプル」については、改善に向け一層の議論がなされて然るべきと見受けられる。

たとえば化学業界のマルチプルに焦点を当てると、脱炭素の観点で課題がある石油化学事業をポートフォリオに有する日系総合化学メーカーは、収益のレベルに比して、低い市場評価に晒されていることが分かる (図1)。他方、同じく石油化学事業を有しながらも、

図1 企業属性別のマルチプル平均値と営業利益額



事業・経営の変革の打ち出し方に秀でた海外総合化学メーカー（例：ダウ、デュポン、BASFなど）は、比較的高いマルチプルを保持しており、企業価値を効率的に高めることに成功しているように見える。

また自動車業界を例にとっても、EV化を中心とする環境変化への対応が遅いといわれがちである日系企業は、マルチプルは低水準にあり、PBR（Price to Book Ratio）が1.0以下のメーカーも多く存在する。一方、EV化を強力に推し進めるテスラ、BYDなどの企業価値は、現在の利益水準に対して際立って高水準にあり、高いマルチプルを保持している。

収益レベルと企業価値のリンクが複雑化する中、日系製造業企業も、市場からの評価を示す「マルチプル」や、「資本コスト」を意識した経営、そして長期目線を意識したコミュニケーションを投資家と丁寧に実施していくことで、自社の企業価値をより意識した打ち出し方を模索する余地がある。

3 投資家・市場との対話の深化に向けて

実際、ある機関投資家は、カーボンニュートラル（CN）対応や人権デューデリジェン

ス対応など、「社会価値」追求への対応が遅い某日本企業について、「将来的に株価が不安定化するリスクがある」と判断し、 β （ベータ）を業界平均値より恣意的に高くした割引率を適用。ESGの観点を投資判断に組み込み、同社の企業価値を意図的に低く算出している。また、日米でエクイティ投資を実施しているあるインパクト投資ファンドは、開示されるインパクト・レポート、マテリアリティ・マップ、ロジックモデルなどの質や充実度に応じて、PSR（Price to Sales Ratio）などのマルチプルについて意図的に業界平均値から加減し、投資判断を実行している。投資家の意思決定要素が、短期的な収益に代表される経済的価値のみならず、長期目線に立った非経済的価値にも広がる中、経営者は「社会価値・顧客価値」と「稼ぐ力」の融合を意識し、長期目線に立って企業価値を高めるマインドを持つ必要性がある。

「財務情報から読み取れる経済的価値」と「企業価値」の間にギャップが生まれ、非財務的・非経済的価値への注目が高まりつつある今、日系製造業企業の多くは、企業価値向上に向けて大いなる悩みを抱えている。表1は、2023年に野村総合研究所（NRI）が実施

表1 「開示している非財務情報が、自社企業価値に反映されていると感じるか」（数値は回答社数）

	食品・飲料	繊維・パルプ	石油・化学	鉄鋼業・金属	輸送用・生産用機械器具	電子部品・電気機械	その他
十分反映されている	2	1	0	0	1	1	0
一定反映されているが改善の余地がある	1	1	2	2	4	4	1
あまり反映されていない	1	2	2	2	2	7	2
全く反映されていない	0	0	1	0	0	0	0
分からない	0	0	0	0	1	0	0
計	4	4	5	4	8	12	3

出所) 野村総合研究所実施アンケート調査 (2023年、大手日系製造業企業の経営層を対象に実施。N=40)

した、日系大手製造業企業の経営層へのアンケート結果であるが、「開示している非財務情報が自社の企業価値へと十分に反映されている」と考える経営幹部が少ないことが見て取れる。

とはいえ、企業価値を高めるためにアクティビストや機関投資家の発言を鵜呑みにすればよいわけではないし、情報開示において耳障りのいいレポートを打ち出すだけでも事足りない。日系製造業企業は、投資家・市場との対話をうまく回しながら「企業価値」を軸にしつつ、社会・顧客・経済価値のバランスを取るために、「事業・経営・資本の3つの脱構築」を図っていくべきである。

II 事業・経営・資本の脱構築

財務諸表上に記載される経済的価値のみならず、長期目線での社会価値・顧客価値の最大化にもコミットし、企業価値を持続的に高めていくために、事業・経営・資本の各面でどのような脱構築が求められるのか。本章では、いくつかの先進事例や萌芽的な取り組みを紹介し、「事業・経営・資本の脱構築」に

向けた各社各様のスタンスを整理する(表2)。

1 「事業の脱構築」の事例

事業面で脱構築を行った典型例としては、まずボルボの環境への配慮を先鋭化させた電動自動車 (EV) の開発が挙げられる。

第一論考でも触れられているが、2023年現在、全世界の自動車メーカーがEUや各国の規制に対応する形でEVの開発を熾烈化させている。ただし、米フォードのEV事業が約30億ドル(23年12月期決算)の赤字を計上する見通しであるように、どの自動車メーカーもEVの開発と生産にまだ多額の投資がかかっているのが現状である。黒字化には生産・販売量を増やして生産コストを低減することが必須となる。

そのような状況の中、21年3月、ボルボは他社に先んじて自社の販売車両を30年に100%EV化する挑戦的な目標を発表した。しかも同社は、グループとして10%以上の営業利益率を維持することを掲げている。EV事業によるマネタイズがまだ難しい状況の中、その目標をどう実現しようとしているのか。それを明らかにするために同社の象徴的な取り

表2 「事業・経営・資本の脱構築」の先進事例

3つの脱構築	企業事例	手法	概要
事業面での脱構築	ボルボ・カー	・環境負荷低減を徹底追求したサプライチェーン改革と顧客訴求	・徹底した環境価値追求でサプライチェーンを再設計し、それをブランディングに活用することで高付加価値販売を実現
	ケリング	・「EP&L (環境損益計算)」や「BIM (生物多様性影響指標)」を活用したサプライチェーン改革	・環境負荷を定量測定し、貨幣価値に換算する仕組みをつくり、製品開発やサプライチェーン最適化に反映させている
経営面での脱構築	エーザイ	・「インパクト加重会計」の適用	・自社の事業や資本が、社会・環境に与える正負のインパクトを定量的に試算し、従来の会計情報に追加。投資家とのコミュニケーションや社内議論の質を高度化させている
	積水化学工業	・(インパクト加重会計をベースとした)「ステークホルダー包括利益」の適用	
資本面での脱構築	カナディアン・ソーラー	・「流動化」を中心とした多様なストラクチャード・ファイナンス	・大規模投資の資金回収とリスク管理を最適化すべく、事業の特性に応じた性格の資本を柔軟に調達している
	バタゴニア	・バーバースを追求するための「非上場」にこだわった資本政策	・自社株式を、新設した2つの財団法人に譲渡。長期目線での戦略実行にコミット

組みを一つ紹介する。

ボルボは、25年以降、内装材に既存車両で一般的に使っていたレザーを一切使用せず、ほかの持続可能な素材に変更することを決定した。具体的には、ペットボトルからつくられた内装材や、ワインボトルに利用されたコルクなどの自然由来の素材、リサイクル素材をインテリアに採用する。25年までに新車に使用される素材の25%を前述のような素材で構成することを目標としている。

この取り組みは従来の自動車の常識に照らし合わせると、一見、非合理である。今まで大量に調達していた素材を変えるため、サプライチェーンも再構築する必要があるし、そもそも自然由来の素材やリサイクル素材を新たに開発しなければならない。コストがかさむ一方で、高級素材であるレザーが使用されないため、下手をすると車両のイメージが廉価なブランドに接近してしまうことになる。だからこそ、同社は徹底的なレザーフリー化を選択し、代替素材で従来以上のデザイン性を実現するとともに、徹底した「環境価値」によって新たな付加価値を顧客に訴求していく決定をした。

それだけでなく、ボルボはSCM・サプライチェーンに視線を広げ、トレーサビリティを高める取り組みを行ってきた。たとえば、同社のベンチャーキャピタル投資部門のボルボ・カーズ・テック・ファンドを通じ、ブロックチェーン・スタートアップのCircular社に20年に出資を行っている。

ボルボは過去数年にわたり、Circular社とともに、EVのバッテリーに使用されるコバルトの生産から廃棄までのトレーサビリティ確立に取り組んでいた。自動車メーカーとし

て初めて、トレーサビリティ向上を目的としたコバルト・サプライチェーン全体でのブロックチェーン使用を行ったのもボルボである。当出資によって、コバルト以外の領域にもブロックチェーンを活用し、素材のトレーサビリティを高めようという狙いである。また、22年に公開したEV「EX90」のウッドパネルの原材料には、森林管理協議会（FSC®）の認定を受けた木材を使用し、FSC認定林からの調達であることを証明することで、トレーサビリティを確保している。これらの認可を顧客に訴求することで、製品面での高単価を正当化している。

同社は、先進的かつ持続的で、クールな車両というイメージでEVを売り出し、ドライバーに「環境に配慮しながら移動ができる」という効用を与えることで、顧客価値を下げずに環境負荷を下げ、社会価値を高めようとしている。実際、21年に同社がThe Future Laboratoryと共同で発表したレポートでも、「Luxtainability（ラグジュアリー＋サステナビリティ）」という、顧客価値と社会価値を合わせたような消費トレンドが広がると予想している。つまり、「値段が高くても売り切るブランド力」で「Luxtainability」の消費トレンドを牽引し、高付加価値販売によってEVのコスト高を吸収する戦略を取っているのである。環境価値をきちんと値づけすることで、事業性も担保しているといえよう。

実際、ボルボの時価総額は、13年4月から23年4月の10年間で2倍以上になっており、市場からも評価されている。同社のEV事業は、「高品質なレザーを使った高級車両」と「レザーが少ない普通車両」というオーソドックスな二項対立からの脱構築といえよう。

また、衣料品業界大手の仏ケリングの事例も特徴的である。同社は「Global 100 ranking of the world's most sustainable companies」で常連のファッション・ラグジュアリー業界のコングロマリットであり、BALENCIAGAやGUCCIといったブランドを保有している。環境面で非常に先進的な企業であり、19年にオフセットを活用しながらScope 3を含めたカーボンニュートラル（CN）を達成している。

ケリングは12年から自社開発のEP&L（環境損益計算）というツールを使って、事業活動とサプライチェーン全体に関連する環境負荷（CO₂排出量、水使用量、水質汚染の度合い、土地利用の状況、大気汚染の度合い、廃棄物の量など）を測定し、それを貨幣価値に換算している。そして測定・換算結果を製品デザインや調達先の決定、製造工程の研究開発に役立てており、同時に同データをステークホルダーにも共有することで、自社の目標や取組成果を市場に発表している。つまり、自社がどのように社会的価値を提供し、事業の持続性が担保されているかを定量化できているというわけである。

現在、ケリングは外部の研究所やNGOなどさまざまなステークホルダーと連携して、目標へのコミットメントを高めようとしている。たとえば、Cambridge Institute for Sustainability Leadership（CISL）と共同でBiodiversity Impact Metric（BIM：生物多様性影響指標）という指標を開発し、EP&Lと統合して運用を始めた。BIMは農地や土地を原材料の生産に利用した結果、失われる生物多様性（土壌や水などの）を測定し、企業の原材料調達に自然にどのような影響を与えるか

を評価・追跡できるようになった。また、金（ゴールド）を倫理的に調達するためのプログラムの一貫であるKering Gold Fundにおいては、NGOと提携し、ガーナの金鉱山周辺の女性のエンパワーメントにまで注力している。

ケリングは、自社の社会価値への貢献が企業価値に与える影響を理解しているため、自社だけでは取り組みづらい領域において、NGOなどとも積極的に協業し、活動の幅を広げている。社会価値と企業価値が二項対立的であるが故の両者のバランス取りに苦慮するのではなく、社会価値と企業価値を明確に結びつけることで、両価値を同時に伸ばしている。

2 「経営の脱構築」の事例

次に、経営面での脱構築に取り組む代表例として、エーザイのインパクト加重会計（IWA）の取り組みに触れたい。

エーザイは、hhc（ヒューマン・ヘルス・ケア）を企業理念として掲げ、会社の第一義の使命を「患者様、および生活者様への貢献」としている。また、その結果として売上・利益がもたらされることも企業理念の要素として見込んでいる。まさに、社会的価値と経済的価値の両立を志向しているといえる。加えて、直近の統合報告書（「価値創造レポート2022」）では、多種多様なステークホルダー、たとえば「長期投資家」も利益の受益者として想定すると宣言している。このような企業理念を掲げるエーザイにとっては、当該事業や取り組みが生み出す利益に加え、長期投資家にとっての関心事である、「社会的インパクトを可視化すること」の重

要性は非常に高い。実際、エーザイに限らず、企業が与える社会的インパクトを定量化し開示する動きは世界的にも高まりつつある。

この、「社会的インパクトの可視化」の手法の一つとして、ハーバード・ビジネス・スクールが中心となって開発したIWAという手法がある。これは、企業が保有する事業や資本が、潜在的に社会や環境に与えるインパクトを測定し、従来の会計情報に調整を加える会計手法のことである。たとえば、ある製薬事業についての社会的インパクトを試算するに当たり、その薬により救命、もしくは症状が軽減した人々がライフタイムで生み出す経済的利得、および本来かかるはずであった医療費コストの削減分を平均寿命で割り戻し、当期利益に加えるという算出方法が該当する。

実際、エーザイはIWAを導入し、人材の価値にフォーカスした「エーザイの従業員インパクト会計」を発表している。同事例において、エーザイは従業員に支払う給与に着目し、それが社会に与える正負のインパクト（従業員満足度、男女賃金差、昇進機会、地域社会への貢献に対する影響など）を試算。269億円に上る社会的インパクトを算出している。これはエーザイ単体（日本）のEBITDAの約1.4倍の価値に値している。エーザイの事例では、同算定結果を同社社外取締役に報告したところ、従来見えなかった価値が定量化されたことで、人材投資の重要性や女性の活躍に関する社内外での理解が大きく進んだという。加えて、多数の長期志向の内外投資家、特に、欧米を中心とした海外の投資家や、大学教授などから高い評価も得ている。

同様に社会・環境価値を定量的な貨幣価値

に換算した事例として、積水化学工業の「ステークホルダー包括利益」も挙げられる。TCFD（気候関連財務情報開示タスクフォース）の影響で、投資家から気候変動対策の価値の定量化を要求される機会が増え、同社で導入された指標だ。こちらもIWAを基に検討された評価方法であり、同社の企業活動全体が生み出す正のインパクト（製品による温室効果ガス削減効果、気候変動課題に取り組む従業員の雇用創出による経済効果など）と、負のインパクト（全事業活動における温室効果ガス排出による経済損失効果など）を当期利益に足し合わせて金額換算している。

上述の2社に限らず、先進企業は、自社の事業がもたらす社会的インパクトの定量的測定結果を用い、社内の投資判断、および長期投資家とのコミュニケーション深化の材料として既に活用し始めている。今後、新たな会計基準・開示規則の導入が検討され得ることも想定し、日系企業も早期に対応を検討していくことが吉といえよう。

3 「資本の脱構築」の事例

最後に、資本面で脱構築を図る企業の事例を紹介したい。まずは、多様なファイナンス・スキームを活用し、社会価値追求に向けた長期投資の資金をうまく調達しているカナディアン・ソーラーだ。

同社は、環境先進国カナダ発の太陽電池モジュールの専門メーカーである。日本国内にも太陽光発電所の開発・運営を担う法人を有し、太陽光発電の川上から川下までを手掛けている。

同社で特徴的なのは、幅広いファイナンス・スキームの活用による柔軟な資金調達

だ。コーポレートファイナンス、シンジケートローン、プロジェクトファイナンス、私募債に加え、ゴールドマンサックスがアレンジャーとなったプロジェクトボンドの組成などを実施。直近では、山口県と青森県に建設した大規模太陽光発電所を対象に、売電収入を得る権利を「信託受益権」として証券化した。投資費用をまとめて回収しつつ、次なる投資を意識して建設資金の回収期間を早めると同時に、機関投資家に対してもESG投資の機会を提供するファイナンス・スキームを組んでいる。回収期間が長く、投資規模も大きい自社事業の特性を理解し、同特性に適した性格の資本を多様に集めている点に、戦略性と柔軟性があるといえる。このような柔軟な資金調達スキームの活用は、太陽光発電事業者に限らず、今後製造業企業自らも活用を検討する余地がある。

また、資金調達のみならず、「パーパス追求にこだわった非上場の維持」というユニークな資本政策をとっている事例として、パタゴニアにも触れておきたい。米カリフォルニア州に本社を置くアウトドア用品大手のパタゴニアは、環境保護先進企業として著名なメーカーだ。1996年に世界初のオーガニックコットンを使用した衣料品製造を実施したことを皮切りに、リサイクル繊維使用などによるCO₂排出量の削減、商品の永久保証や無料修理ガイドを公開するプラットフォームの構築、「Don't Buy This Jacket」というマーケティングキャンペーン、「1% for the Planet」という米国内外における環境保護団体への寄付など、さまざまな手法で環境ファーストの事業展開を実施。これにより、2025年までに「サプライチェーンを含む事業全体のカーボ

ンニュートラル（CN）化、全アパレル製品の再生可能素材（or リサイクル素材）化・リクレイムド素材化、パッケージの再利用可能化」などの実現を掲げ、30年までには「全製品向けコットン・ヘンプ繊維の100%リジェネラティブ・オーガニック認証素材化」などを打ち出している。環境保護を第一義とし、稼ぐ力と社会価値の両立を徹底した経営により、同社は競合と一線を画したブランディングを確立している。

パタゴニアは上述の目標達成に向け、資本市場からの声に惑わされぬことを重視。自社の「非上場」にこだわり抜いたユニークな資本政策を実行している。具体的には、22年、創業家が保有する全株式のうち、議決権付き株式（全株式の2%）を新設のパタゴニア・パーパス・トラスト（同社の価値を守るために新設された団体）に、無議決権株式（全株式の98%）を新設の非営利団体（生物多様性の保全や気候変動対策に取り組む団体）に譲渡。事業で上げた利益の一部を両団体の配当に回し、環境保護活動に投じるとした。同社は非上場企業であるものの、全株式の価値は30億ドルに相当するとの声もある。資本市場からあえて距離を置き、資本主義の価値観そのものに対する脱構築を追求している点で、同社の資本政策は世界の注目を集め続けている。

Ⅲ 脱構築に向けた処方箋

前述の事例群を念頭に置きながら、本章では、日系製造業企業が今後検討していくべき「事業・経営・資本の3つの脱構築」に向けて、4つのポイントを整理したい。キーワードは、「サプライチェーンとKPIの再設計」

「非財務情報定量化」「資本政策の見直し」
「戦略的スピノフの活用」である。

ポイント1 サプライチェーンと KPIの再設計

ボルボやケリングの事例はもちろん、特集内他論考でも再三触れてきたように、事業の社会価値を顧客に訴求していくに当たり、各社は「自社のサプライチェーンの再設計」に取り組む必要がある。たとえば環境に焦点を当てれば、自社製品・サービスについて、製造工程の最上流から最下流、ひいてはリサイクルに至るまで、トレーサビリティの解像度を高め、製造工程前後も含めたチェーン全体で事業を捉え直し、複数企業間の合奏の指揮を取る必要がある。自社がチェーンのどこに位置し、何を価値としてアドオンするのか、今一度、事業そのものの設計を見直すタイミングに来ている。

サプライチェーンの再設計は、すぐにはトップラインにつながらずコストもかさみがちである。たとえば他社とデータ共有を行うには、データ整備や共有に向けたAPI構築などの工数がかかる。また、下請けの中小企業のエネルギー調達脱炭素化を促そうにも、クリーン電力の調達力がなく転換は困難だ。従って、場合によっては自社が下流企業への支援をする必要がある。サプライチェーン全体の脱炭素化を進めるに当たって、ウォルマート自身がリードして再生可能エネルギーの一括調達を主導した事例（Gigaton PPA Program）は象徴的だ。サプライチェーンを再設計することで最終的には顧客のLTVが向上し、利益改善が実現されるといったストーリーが必要になる。

このストーリーを全社大で実現するには、サプライチェーンの再設計と同時並行で、「事業管理KPIの再設計」も進める必要がある。日系製造業企業においては、歴史的に「地域軸」や「機能軸」で経営管理がなされることが多く、「事業・商品軸」単位での経営はどんぶり勘定となっていることが散見される。しかし、サプライチェーンの再設計が進み、事業が加速度的に複雑化すると、事業軸での経営管理の解像度を高めなければ、事業の真の姿を踏まえた意思決定が後手に回る。実際、フォードも「EV事業」としての利益率を開示するなど、事業の解像度を高める取り組みを行っている。

新たなKPI設計における手法の一つとして、事業別投下資本利益率（ROIC）の可視化・管理により、事業管理の解像度を高めるのも一手だ。投資家から見ても、どの事業で資本コストが高く、どの事業では長期目線で成長を見極める必要があるのか判断しやすくなれば、企業と投資家間のコミュニケーションが図りやすくなり、コングロマリット・デイスカウントの解消にも寄与し得る。

この際、「閾値となるROIC値未満の事業は自動的に足切り」と拙速に判断するような、機械的な事業ポートフォリオ管理をすべきではない。現在の利益率が低くとも、長期的な社会価値・顧客価値の最大化、および将来の事業構造変換に必須であると考えられる戦略的的事业については、「フックとなる事業」として、目先の経済価値を犠牲にしてでも維持すべきという考え方もあり得る。ケリングのように事業活動が環境に与える負荷を定量化することで、その戦略的意義も測りやすくなるだろう。「事業軸でのROIC管理」、および

「長期的な顧客・社会価値への貢献」の2軸のバランスを取ることで、最適な事業管理を企図していくのが有効だ。

ポイント2 非財務情報定量化： インパクト測定への挑戦

企業価値向上に向けて、投資家とのコミュニケーションの深化が重要であることはいうまでもない。CASE ver 2.0時代には、自社の短期的収益と長期的収益のバランス、すなわち事業が有する経済的価値・社会価値・顧客価値のバランスに関する考え方を明確に投資家に開示し、効果的に自社の企業価値を正当化することが求められる。

その際にカギとなるのは、自社の非財務的価値をいかに定量化し、貨幣価値へと換算できるかどうかである。自社事業が持つ社会的インパクトを明確に可視化できれば、投資家も意思決定から主観要素を極力最小化し、合理的に投資判断をしやすくなる。

加えて、非財務情報の定量化は、社内における経営判断にも資する。一般的に社内の投資判断時は、「短期的に財務諸表上に計上され得る利益の寡多」が重視されるが、長期目線に立った投資に当たっては、価値計上に時

間がかかり、事業活動における支出は「コスト」と見なされるため、社内説得が難しくなりがちだ。この際、たとえば積水化学工業のように、事業活動の価値を、社会価値も含めて「包括利益」として定量化し、管理会計に計上できるようにすれば、社内的な合理的判断の根拠材料として活用し得る。

上記のような、社会的インパクトの定量測定において効果的なツールの一つが、前述したIWAだ。自社が生み出す社会価値について、一定のロジックを構築し、定量化したうえで、貨幣価値にまで落とし込み、自社の企業価値について投資家と議論するうえでの有効なツールとなり得る。「ESG投資」の概念が既にコモディティ化し、「インパクト投資」にまで検討が及びつつある今、先行してインパクト測定の検討に取り組むことは、決して無駄ではない。まずはスモールスタートで導入を検討するのはいかがだろうか。

日系製造業企業は、定量的なインパクト測定、およびその投資家・市場への説明の観点で、グローバルから遅れを取っているのが実態だ。NRIが大手製造業企業の経営層を対象に実施したアンケートにおいても、「インパクト測定の必要性を感じており議論はされて

表3 インパクト測定の必要性と実態に関する回答のクロス集計（数値は回答社数）

		Q. 「インパクトを測定する必要性が議論されているか」			
		十分議論されており測定を実施している	議論されており実施に向けた計画が進行中	議論されているがアクションに移行していない	議論されていない
Q. 「インパクトを正確に測定できていると思うか」	十分正確に測定できている	2	0	0	0
	一定正確に測定できているが改善の余地あり	1	10	3	0
	あまり正確に測定できていない	0	3	10	0
	全く正確に測定できていない	0	0	6	2
	分からない	0	0	0	3

出所) 野村総合研究所実施アンケート調査(2023年、大手日系製造業企業の経営層を対象に実施。N=40)

いるが、具体的取り組みには至っていない」という回答が目立っている。加えてインパクト測定 of 正確性についても「改善の余地あり」「あまり正確に測定できていない」との回答が目立っている（表3）。

現在、国際会計基準（IFRS）財団が新設した国際サステナビリティ基準審議会（ISSB）を中心に、新会計基準の検討が進んでいる。同基準の中では、サステナビリティ関連の取り組みに関する財務情報の開示が要求される見込みだ。このような潮流に乗り遅れないためにも、先んじて社会的・環境的インパクトを定量化する手法を社内で浸透させることが、今後の重要課題となってくるのではないか。知見を有するパートナーと手を組み、検討をトップダウンで進めていくことが必要になると思料する。

ポイント3 資本政策の見直し

3つ目に、資金面での脱構築のポイントについて一考を付したい。

長期目線に立った次世代型の新たな事業活動においては、異業種連携の必要性に応じた他人資本の活用や、投資回収期間の長期化に伴う「資本の性格」の検討など、一言で資金調達といっても多様な要素を検討する必要がある。加えて、製造業のビジネスモデルが多様化し、モノの売り方の幅が広がる中、「アセットで稼ぐ世界」も視野に入れると、企業のバランス・シートが重くなっていく可能性も否めない。したがって、事業のトランスフォーメーションと一体となって、資金調達・資本政策への感度を一層高めていく必要がある。

たとえば、「流動化・証券化」の活用による資金調達は見逃せない領域だ。前述のカナ

ディアン・ソーラーが、流動化による大規模資金調達を実施したことは典型例であり、実際に太陽光発電事業者の多くは流動化を活用している。最近では、スタートアップ企業でも「事業価値証券化」スキームによって大型の資金調達を実施している例もあり、長期投資における資金調達面で、自社の負担を最適化する工夫が見られる。このような動きは、EV化の進展に伴うリチウムイオン電池の活用など、中長期で新ビジネス検討を迫られる自動車メーカーにとっても他人事ではなく、アンテナを張っておくべきだ。

また、上記の付随領域として、「アセット残価を可視化・保証する仕組み」にも意識を向けるべきだ。ゴードン・ブラザーズなどが提供しているような、アセット残価を評価・デューデリジェンスするサービスは、ビジネスモデルの多様化に応じて今後もニーズが高まることが想定される。実際、三井化学は化学メーカーでありながら「太陽光発電所の診断サービス」を新たに手掛けており、「アセット残価への着目」が新たな価値を生み出しつつある様相だ。

トランジション・ファイナンスや、インパクト投資をはじめとするサステナブル・ファイナンスの活用など、長期目線に立った資金調達を検討することの重要性はいうまでもないだろう。社会価値・顧客価値を意識しながら、事業運営を長期目線で回すうえで、経営者は自社事業に最適な資本政策・資金調達策について頭を使う必要がある。場合によっては、パタゴニアのように「非上場にこだわる」のも一つの手段であり、自社のオーナー目線をより強く意識した経営の舵取りが重要だといえよう。

ポイント4 戦略的スピノフの活用

最後に、社会価値・顧客価値の比重が大きい長期目線での新事業実施に当たっては、その運営を効果的・効率的に実施するうえで、「事業を別ビークル化する」ことも有用と考える。NRIはこれを、「戦略的スピノフ」と定義している。以下、事業の切り出し後も、同事業が親会社のグループ内に残る想定で考察を進める。

日本では、スピノフやカーブアウトという、不採算事業の切り出し（＝リストラ）と捉えられる傾向が強いが、必ずしもそうではない。イノベーション創出力を高めるために、戦略的な新事業をカーブアウトする手法は一般的であるし、事業の「フォーカス」を強化するためにスピノフを活用するのは、海外ではよく見られる手法だ。組織運営や意思決定が効率化されるシグナルとなれば、投資家から見た際の評価を高める戦略的ツールともなり得る。切り出す戦略事業を、「本家本元から切り出されたお荷物事業」ではなく、「グループの改革を担う戦略事業」と位置づけ、前向きな成長ストーリーを描き、実行に移すことができれば、再編後に皆が幸せな状況を生み出すことも可能であると考え。ここでは、同手法がもたらす主なメリットを整理したい。

メリット1 意思決定の迅速化・柔軟化

まず、事業の別ビークル化により、親会社の既存事業と意思決定プロセスが分離され、投資判断時のハードルレートや投資回収期間を柔軟に設定することが可能になり得る。小回りが利く組織運営も期待されるため、意思

決定の迅速化にもつながり、既存事業との一体経営では後回しにされがちであった長期目線での投資判断を、戦略的に素早く実行することが可能になる。

たとえば、石油化学事業におけるCCUの事業化検討など、実用化に時間がかかる技術に依存した新事業検討においては、既存事業との一体経営下の取締役会では投資判断が難しい。当該新事業を本体外に切り出し、意思決定権限や投資基準についても別途設計することで、より迅速で柔軟な意思決定ができる可能性が高まる。

この際に留意すべきは、スピノフ後に実現が期待される「経営の独自性」が形骸化しないよう、場合によっては子会社管理規定についても柔軟に見直し、新たな意思決定ルールをつくっていくことだ。スピノフ後、結局は親会社の意向に強く依存するようなスキームでは、別ビークル化のメリットが薄れる可能性がある。

メリット2 異業種連携推進の容易さ

スピノフによる別ビークル化により、当該新事業において、他社連携を実現しやすくなるメリットも見逃せない。小回りの利いた組織運営による意思決定迅速化に加え、事業領域のフォーカスによって他人資本を受け入れやすくなり、機動的な他社連携を進めることが可能になり得る。サプライチェーン全体を再設計したうえで、ときには業界の垣根を越えた協調と競争が求められる次世代型事業では、「異業種連携の積極推進」を効果的に進めていくことが成功要因となるのはいうまでもない。戦略的スピノフによる事業の別ビークル化は、長期目線での成長事業を育て

るツールとして認識し、活用すべきである。

メリット3 人材育成機会の創出

当該戦略事業を担当する別ピークルをつくり、新たなマネジメント・ポジションが創設されることで、社内の中堅・若手人材の抜擢や活躍の機会創出も可能になる。異業種連携やデジタル技術の最大活用など、これまでのしがらみにとらわれない柔軟な発想が求められる中、経営人材の若返りを図り、当該事業に特化したマネジメント経験を積ませせることは、グループ全体としての人財育成にも資することになるだろう。

さらに新卒・専門人材の採用も、ピークル独自の基準で実施していけば、入社時の配属リスクを回避し、社員のモチベーション低下を防ぐこともでき得る。グループ全体での人材交流を止めない仕組みさえつくることできれば、グループ内での別ピークル化は必ずしもシナジー喪失には至らないと推察する。

メリット4 コングロマリット・

ディスカウントの解消

一般的に、投資家は異なる特性の事業を複数有するコングロマリット企業に対し、企業価値を割り引いて試算する傾向にある（＝コングロマリット・ディスカウント）。投資家はポートフォリオ分散の選択を自ら意思決定できるため、投資先企業の事業が複数領域に跨っていることは、投資判断上非効率だからだ。特に、CASE ver 2.0時代の新事業領域においては、一般的に収益化まで長期目線に立つ必要があり、既存中核事業と比べて利益創出の源泉も複雑であることが見込まれる。よって、投資家としては同事業を極力別出し

してデューデリジェンスしたいという考え方を持たせよう。

この点、戦略的スピノフによって同事業の位置づけを明確にし、事業毎の収益責任と意思決定プロセスを明確化できれば、企業と投資家間のコミュニケーションがスムーズになり、評価に内在していたディスカウントを一定程度解消する効果も期待される。

もちろん、スピノフの実行に当たってはデメリットもある。組織の壁が生まれることによるシナジー喪失リスク、IT・システムや契約面などでのスタンドアロン問題、従業員のモチベーション低下問題など、対応すべき課題が多く発生する。したがって、これらのメリット・デメリットを総合的に勘案し、実行する場合には、必要な課題対策案を慎重に設計したうえで、意思決定後には一気呵成で変革を進めていく必要がある。

IV 製造業における価値再考

従来の日系製造業企業は、質の高い製品を低コストでつくり、顧客に安価に販売することをよしとしてきた。結果として、オペレーショナル・エクセレンスが磨き上げられ、良品廉価な製品を世に送り出してきたことは疑いようのない事実だ。

しかし、エネルギー価格高騰、サプライチェーンの複雑化、デジタル化進展による販売チャネルの多様化、強まる消費者のこだわり志向、さらにはESG視点での社会価値重視への要請など、事業を取り巻く環境は大きく変化している。企業に対するステークホルダーからの見方・評価は多面的になり、「良品廉

価なモノづくり」だけでは市場から評価されない時代になっている。自社製品・サービスの価値を一層研ぎ澄ませ、さまざまな創意工夫で顧客のLTVを最大化しつつ、「大量に安く売る」モデルから「丁寧に高売りする」モデルへと課題が移行。加えて、従業員満足度や社会・環境への影響にも大いに配慮し、意思決定を行っていく必要がある。経営の複雑性が増す中、経営者は「事業・経営・資本」のいずれにも感度を高め、自社の変革を実行していかなばならない。

上述の経営の舵取りに対する評価を見極めるべく、経営者には「企業価値」への感度を一層高めた経営手腕が求められており、そのためには「事業・経営・資本の脱構築」が必要だ。特に日系製造業企業においては、「事業」への注力は得意である一方、「経営」と「資本」を意識した脱構築においては、課題が残されているように見える。

従来は、顧客と常につながり続けること、自社事業の社会的インパクトを定量・定性的に精緻にフォローすること、そして従業員の活動・想いの解像度を高めることは、技術的にもリソース的にも難度が高かった。結果として、社会価値、事業の経済的価値、顧客価値といった「価値」の体系が個別最適であり、それらの「企業価値」との紐づけが不十分であった。しかし、社会価値や顧客価値に対する意識が高まり、デジタル化の進展によってさまざまなデータをリアルタイムで把握できるようになってきた今、一つ一つの価値を測定・可視化できるようになり、因果推論ができる幅も広がってきた。経営ダッシュボードの方法論も日を追うごとに豊富化され

てきており、これによって社内を説得し、トランスフォーメーションを起こしていくことも容易になりつつある。企業活動にかかわる顧客・社会・自社事業の連関性が強まりつつある中、それらを「企業価値」へと昇華させる素地が徐々に整いつつあるのではないか。

このような状況下、いま日系製造業企業に求められているのは、変革を冷静かつ熱量をもってリードできるリーダーシップにほかならない。「できること」「やるべきこと」を丁寧に見極め、自社のミッション・ビジョンに立ち返ってあるべき姿を語り、変革を大胆に実行できる、推進力を持ったリーダーが求められている。

著者

松原正尚（まつばらまさなお）

野村総合研究所（NRI）グローバル製造業コンサルティング部エキスパート・コンサルタント

専門は自動車産業を中心とする製造業企業の経営・機能改革、事業戦略立案。NRIインドのグループマネージャー、ロンドン・ビジネススクールでのMBA取得を経て現在

八木 創（やぎそう）

野村総合研究所（NRI）事業共創コンサルティング部シニア・コンサルタント

専門はデジタルテクノロジーを活用した新規事業開発・事業推進、ビジネスモデル変革、組織のデータドリブン化など

安森衣音（やすもりいおん）

野村総合研究所（NRI）メドテックコンサルティング部コンサルタント

専門はメドテック・自動車産業を中心とする製造業企業の事業戦略・機能戦略立案など