

# 魅力あるエクイティストーリーで 株価は上がる

一橋大学大学院経営管理研究科 客員教授 **藤田 勉**



藤田 勉氏

## ■ 1. 株価上昇にはバリュエーションが重要

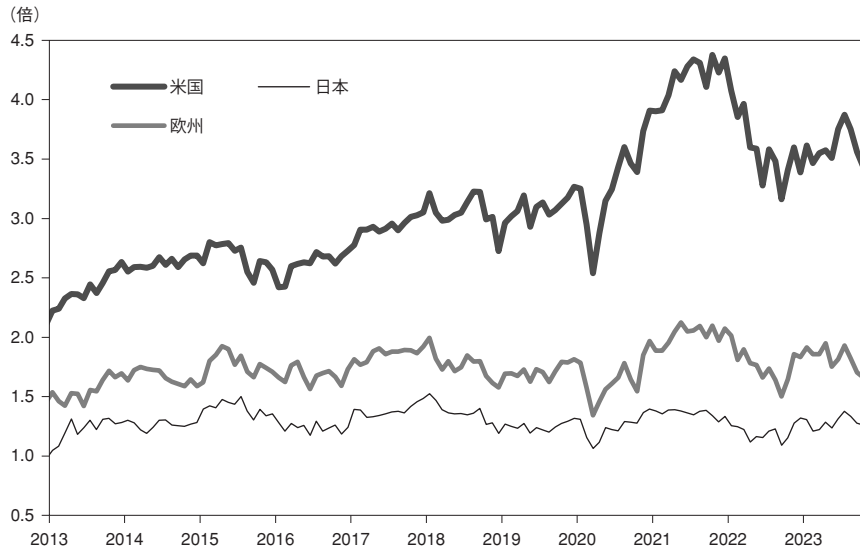
株価上昇には、優れたファンダメンタルズに加えて、バリュエーションの上昇が重要である。多くの経営者はファンダメンタルズ向上に注力するが、バリュエーションを引き上げる明確な戦略を持つことも重要である。以下は、後者を引き上げるためには、エクイティストーリーが重要であることを論証する。

株価の決定要因は①ファンダメンタルズ、②バリュエーション、である。たとえば、 $\text{株価} = \text{株価収益率 (PER)} \times 1 \text{株当たり純利益 (EPS)}$ 、あるいは $\text{株価} = \text{株価純資産倍率 (PBR)} \times 1 \text{株当たり純資産 (BPS)}$ である。

米国の株価上昇率はバリュエーションの上昇の影響が大きい。過去10年間に、米国株の上昇率は116.5%である(2023年10月末、FactSet Market Indices)。この間、BPSは61.4%増加し、PBRは2.6倍から3.4倍に上昇した。

過去10年間に、時価総額世界1位のアップルの株価は10.1倍になった。この間、EPSは4.3倍に増加し、PERは11.8倍から28.3倍に上昇した(FactSet今期予想ベース)。自社株買い等によってBPSは22.5%減少したが、PBRは4.2倍から53.9倍に上昇した(年度ベース)。同様に、先進国過去10年時価総額増加額上位10社の多くは、バリュエーション主導で株価が上昇している。

(図表1) 日米欧PBRの推移



(注) FactSet Market Indices。PBRは、LTMベース。(出所) QUICK FactSet

過去10年間、日本株は92.9%上昇した。BPSは103.4%増だが、PBRは1.2倍である（若干低下）。つまり、概ね、日本株はBPSの増加分だけ、株価が上がったということである。

日本の時価総額1位のトヨタ自動車の株価は113.5%上昇した。この間、EPSは135.1%増加したが、PERは11.1倍から10.1倍に低下した。BPSは176.3%増だが、PBRは1.7倍から1.3倍に低下した。このように、日本株のバリュエーションの低迷が目立つ。

バリュエーション上昇には、エクイティストーリーが有効である。エクイティストーリーとは、その会社の株価と利益を成長させる長期的なシナリオである。経済産業省によると、「投資家に向けて会社の特徴・成長戦略・企業価値の増大の道筋についての説明をするストーリー」である（注1）。株価という観点からは、エクイティストーリーは、主に、実現可能で緻密な経営戦略と「ワクワクする夢」によって構成されると考えられる。

魅力のあるエクイティストーリーの例が、キーエンスである。「付加価値の創造」こそが企業の存在意義と位置づけるキーエンスは、「新商品の約70%が世界初、業界初の商品」というワクワクする夢を掲げる。そして、これを夢に終わらせず、実現させてきた。売上高営業利益率は54.1%と高水準であり、当期純利益は過去10年間で5.4倍（2022年度）、同株価は5.5倍（先月末）となった。PERは38.9倍（FactSet今期予想）、PBRは5.7倍と高い。

(図表 2) 先進国過去10年時価総額増加額上位10社のバリュエーション

	銘柄	時価総額 (兆円)	増加額 (兆円)	PBR (倍)	PER (倍)	株価騰落率 (%)
1	アップル	401.5	336.5	53.9	28.3	905.5
2	マイクロソフト	351.9	310.3	11.4	28.7	848.8
3	アルファベット	248.4	212.4	6.6	23.1	497.0
4	アマゾン・ドット・コム	195.6	174.2	8.9	57.5	713.2
5	エヌビディア	161.2	159.8	48.5	41.0	11,082.3
6	テスラ	119.1	115.6	17.7	75.2	1,841.0
7	メタ・プラットフォームズ	115.9	102.2	6.2	22.2	497.7
8	パークシャー・ハサウェイ	114.6	72.6	1.6	21.1	208.6
9	イーライ・リリー	76.5	68.0	47.9	55.1	967.2
10	ユニテッドヘルス・グループ	70.1	59.1	6.1	20.3	604.1

(注) 1ドル150円で換算。2023年10月末時点。PBRは、直近年度実績ベース、PERは今期予想ベース。

(出所) QUICK FactSet

## ■ 2. エクイティストーリーと中期経営計画

エクイティストーリーにおいて、最も重要なものは、実現可能で緻密な経営戦略である。その代表的なものが、重要業績評価指標 (KPI) を軸とする中期経営計画である。KPIの代表例が自己資本利益率 (ROE)、投下資本利益率 (ROIC)、経済的付加価値 (EVA)、利払前・税引前・減価償却前利益 (EBITDA) である。

中期経営計画を巧みに使う代表的な企業がソニーグループ (以下、ソニーG) と日立製作所である。2010年以降、KPIを3年ごとに進化させ、リーダーがその実現にコミットしてきた。

ただし、中期経営計画は日本独自であり、欧米ではほとんどない。1956年に、松下電器産業 (現パナソニックホールディングス) が「5カ年計画」を公表した。これが成功し、「経営の神様」といわれた松下幸之助社長 (当時) の手腕は大きな注目を集めた。やがて高度成長期が終わり、1980年代には経営計画の期間は3年間が主流となった。

その効用を否定するものではないが、大企業には中期経営計画は不要な場合がある。たとえば、3年前に現在の世界情勢や1ドル150円の為替相場が予測できただろうか。マクロ経済の前提が当たらないのであれば、計画の数値目標に意味がないと考えられる。一方、中小企業は、その策定を通じて、会社全体の運営を、高度化、組織化することができる

(図表3) 中期経営計画を作成・公表していない企業時価総額上位10社

銘柄	時価総額 (兆円)	株価騰落率 (過去5年)
1 トヨタ自動車	42.3	95.8%
2 キーエンス	14.1	110.3%
3 ファーストリテイリング	10.5	73.6%
4 信越化学工業	9.0	135.9%
5 ソフトバンクグループ	9.0	35.4%
6 任天堂	8.1	76.9%
7 中外製薬	7.5	101.8%
8 リクルートホールディングス	7.3	42.7%
9 SMC	4.6	90.0%
10 ファナック	3.7	-7.4%

(注) 2023年10月末時点。中期（経営）計画を策定しているが、公表していない企業は除外。

(出所) QUICK FactSet

ため、有効に機能することがある。

近年、中期経営計画を作成しない企業が増えている。これらの共通点はオーナー企業が多く、経営のリーダーシップが強力ということである。「中期経営計画を作成・公表していない企業時価総額上位10社」のうち、上位4社はオーナー系企業である。

### 3. パーパス、バリュー、ミッション、ビジョンの重要性

米国企業では、中期経営計画は存在せず、一般に1年間の「バジェット（予算）」がある。これは、経営者や社員が必ず達成すべき目標値となり、報酬や昇進、雇用などに大きな影響を与える。同時に、パーパス、バリュー、ミッション、ビジョンのような長期的な理念を重視する企業が多い。代表的な例はジョンソン・エンド・ジョンソンのOur Credo（我が信条）である。これは、1943年に、三代目社長ロバート・ウッド・ジョンソンJr.が会社の果たすべき社会的責任について起草したものである。

つまり、米国企業は、長期的な理念や会社の存在意義などを掲げ、それを目指して1年ごとに数値目標を策定する。それを積み重ねることによって、企業を発展、進化させるのである。

ミッション・ビジョン・バリュー（MVV）の類似概念として、経営理念、経営哲学、綱領、社是、ミッション・ステートメント、XXフィロソフィー、XXウェイなどがある。ミッションは、組織（企業）の使命や存在意義など基本的な価値観を示す。最近、注目さ

---

れるパーパスは、「会社の存在意義」を示しており、ミッションの一つと解釈される（注2）。ビジョンは、組織が目指す理想の状態であり、経営・事業目標である。バリューは、組織の構成員が共有する価値観で、行動規範である。

企業のパーパスを設定する手段として、遡及的アプローチと将来的アプローチがある（注3）。前者は、企業の現在の存在理由をもとに、過去を振り返り、組織・文化的なDNAを体系化し、会社の歴史をよく理解する必要がある。後者は、将来のトレンド、課題、ニーズなどを分析し、企業の存在理由や役割を作り変えるものである。

MVVの最大の問題は、万人に受け入れられようとする、特徴が薄れるということである。印象的なパーパスをつくるためには、企業のDNAに着目する遡及的アプローチが有効であると考えられる。

## ■ 4. 模倣困難性を形成する企業のDNA

緻密な経営戦略が重要であるのは確かだが、これだけではバリュエーションが上昇することは容易でない。そこで、エクイティストーリーには、緻密な経営戦略と「ワクワクする夢」を両立させることが重要なのである。

「ワクワクする夢」を具現化するのは、企業のリーダーである。ファーストリテイリングの柳井正会長兼社長は「次の10年も3倍以上に成長し（売上高）10兆円を目指す」、「今が第4の創業である」、「世界最高のグローバルブランドになる」など、たいへんわかりやすいワクワクする夢を述べている。トヨタ自動車、キーエンス、ファーストリテイリングなどは、オーナー系企業であるため、会長や社長の持つ夢や想いが会社全体の夢や想いに直結しやすい。

一方、非オーナー系企業の「ワクワクする夢」は表現するのは比較的難しい。そこで、その企業に伝承される企業のDNAに着目したい。

歴史的に、経営戦略論では、マイケル・ポーターの提唱する「競争の戦略」などのポジショニング理論が優勢であった。これは、「業界内において有利になるために、自社をどのようにポジショニングするか」ということを重視するものである。

それに対して、企業の内部資源に着目するのがリソース・ベースト・ビュー（RBV、ジェイ・バーニー）、ケイパビリティ（ジョージ・ストーク、フィリップ・エバンス、ローレンス・シュルマン）、コア・コンピタンス経営（ゲーリー・ハメル、C.K.プラハラード）である。ただし、内部資源重視派は「競争の戦略」と比較すると、体系化、洗練化されて

---

いるとはいい難い。たとえば、RBVの概念は定まっておらず、バーニーは、模倣困難性の形成過程は明らかにしていない（注4）。

模倣困難性を形成する有力な要因は、企業のDNAである。創業者が熱い思いをもって起業し、その商品やサービスが世の中に広く受け入れられた時に、企業は本格的な成長を始める。そして、創業者の思いが企業の成長過程において、企業のDNAに進化すると考えられる。人が得意分野で勝負すれば勝てるように、企業もDNAの範囲内で事業展開することが勝利の方程式であると考えられる。

創業時に、トヨタ自動車豊田喜一郎氏、日立製作所小平浪平氏、ソニーGの盛田昭夫氏、井深大氏などの大企業のファウンダーは「ワクワクする夢」を見ていたと想像できる。そして、それらが現在のこれらの経営者に引き継がれていると思われる。

創業者のみならず、中興の祖も重要である。信越化学金川千尋氏（社長（CEO）就任1990年～2023年、通算33年）、オリエンタルランド加賀見俊夫氏（1995年～2023年、28年）、富士フイルムホールディングス古森重隆氏（2000年～2021年、21年）、ダイキン工業井上礼之氏（1994年～2014年、20年）、東京エレクトロン東哲郎氏（1996年～2003年、2005年～2016年、18年）らは、それらの企業のビジネスモデルを抜本的に改革し、大いに進化させた。

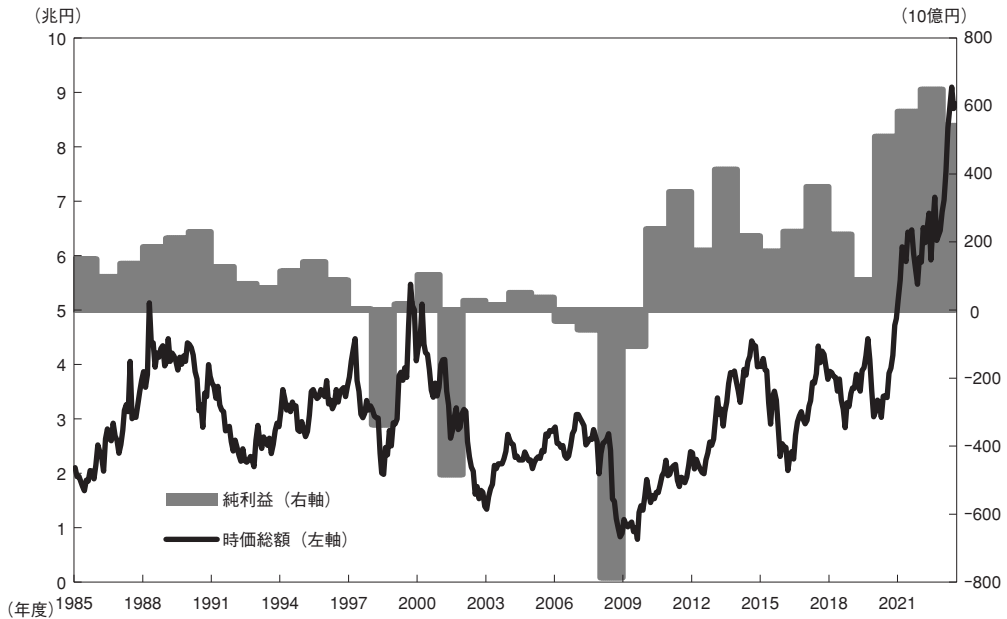
コンビニエンスストア事業のパイオニアであるセブン-イレブンのビジネスモデルは、強力な模倣困難性を持つ。セブン-イレブンの全店平均日販（2023年3～8月）は70.1万円と、ファミリーマート55.4万円、ローソン55.1万円との差は大きい。セブン-イレブンとファミリーマートの差は、2019年度の12.5万円から14.7万円に拡大している。

セブン-イレブンのコア・コンピタンスは、プライベートブランドを中心とする商品力、出店政策、サプライチェーン、オペレーションのイノベーションなど多岐にわたる。これらが相互に関連しあっていることによって、コア・コンピタンス、そして模倣困難性を形成している。これらは創業者である鈴木敏文氏が形成したDNAによるものと思われる。大手商社から社長がやってくる他のコンビニが、これらを模倣し、さらに凌駕することは著しく難しい。

## ■ 5. 企業のDNAに着目したエクイティストーリー

日立製作所は、そのDNAを重視した事業改革を行い、高収益企業に変身した。時価総額は2009年の最低7,780億円から最高9.7兆円（2023年11月）と12.2倍になった。

(図表 4) 日立製作所の純利益と時価総額の推移



(注) 2023年度純利益はFactSet予想。(出所) QUICK FactSet

日立製作所のルーツは、久原鋳業所日立鋳山付属の鋳山機械の修理工場である。1905年、鋳山王と呼ばれた久原房之助氏が銅山（日立鋳山）を買収した。鋳山機械を動かすための電力が必要であったので、翌年、東京帝国大学電気工学科を卒業後、東京電燈（現在の東京電力）に勤務していた小平浪平氏を招聘し、水力発電所を建設した。これが成功し、久原鋳業所は後の日産コンツェルンの源流となった。

当時、鋳山機械の多くがGEやウェスタン・エレクトリックなど外国製品だったが、これらは頻繁に故障した。修理工場を担当していた小平氏は、外国製品の修理だけでは我慢できず、1910年に5馬力の電動機を自社製造した。この年が、日立製作所の創業とされる。創業時の小平氏は当時36歳であり、さぞかし、「ワクワクする夢」を見ていたのではないかと推察される。

その後、日立製作所は、鋳山機械製造から電力、鉄道、産業機械など社会インフラ事業に進出し、これらの中核事業として成長していった。日立製作所のDNAは、①高価格・高技術、②非市況ビジネス、③B2Bの少量生産、であるといえる。

しかし、戦後、日立製作所は、半導体、液晶、ハードディスクドライブなど市況変動事業や、家電、パーソナル・コンピュータ、携帯端末などB2C事業など自社のDNA以外の



---

分野に進出していった。これらは、DNAから大きく逸脱していた。バブル崩壊後、日立製作所は、1998年度3,369億円、2001年度4,838億円、2008年度7,873億円と巨額の最終損失を生んだ。

その後、川村隆氏（社長在任期間2009～2010年）、中西宏明氏（同2010～2014年）、東原敏昭氏（同2014～2021年）が、経営改革に乗り出した。事業ポートフォリオをDNAに沿って入れ替え、20社以上あった親子上場を解消した。同時に、グローバルロジックやABBのパワーグリッド事業などを買収して、グローバル事業を強化し、さらにデジタルイノベーションを強化した（Lumada）。

現在、日立製作所は「社会イノベーション事業」をシングルパーパス（唯一の存在価値）とする。日立製作所は10年以上の大改革を経て、業績は急回復した。日立製作所は「社会イノベーション事業」というDNAに回帰しつつも、グローバル、デジタルという付加価値を加えて成長している。

## ■ 6. 「ワクワクする夢」の理解が重要

エクイティストーリーの「肝」は、その企業の「ワクワクする夢」をどのように表現するかである。以下、ソニーGを例として、これを理解するプロセスを紹介する。

第一に、社史などを通じて、創業者や中興の祖の熱い想いを理解することである。ソニーGの前身である東京通信工業が、創業後最初に開発した製品は電気炊飯器である（1945年）。ただし、これは製品としては失敗だった。次いで発売した電気座布団がヒットし、軍資金を蓄えることができた。1950年にテープレコーダーを発売し、その後の高成長が始まる。つまり、夢を実現するための戦略が重要である。

第二に、企業のDNAから由来するコア・コンピタンスを把握することである。ソニーGの主力事業は、相互に関連しあっており、これが模倣困難性を生んでいる。

ソニーの社名の由来の一つはラテン語で音をあらわすSONUSである。歴代の主力商品は、テープレコーダー、トランジスタラジオ、ウォークマン、CD、MDなど音に関わるハードウェアに強い。盛田氏は、音に関わるコンテンツに進出すべく、1968年に、CBSソニーレコード（現ソニー・ミュージックエンターテインメント）を設立した。1989年にコロムビアピクチャーズ（現ソニー・ピクチャーエンターテインメント）を買収し、1994年にプレイステーションを発売した。これらは、すべて音が付加価値の中核をなしており、現在のコア・コンピタンスを形成している。



(図表5) ソニーグループの純利益と時価総額の推移



(注) 2023年度純利益はFactSet予想。(出所) QUICK FactSet

第三に、現在の社長や経営最高責任者（CEO）のMVVを理解することである。ソニーGのパーパスは、2019年に吉田憲一郎会長兼CEOが策定した「クリエイティビティとテクノロジーの力で、世界を感動で満たす」である。創業の精神を軸としながら、経営者として、クリエイティブの強化、感動空間の拡張を掲げている。

ソニーGは、かつては「電機メーカー」であった。しかし、日立製作所同様、DNA外の事業に進出し、大きな損失を計上した。吉田氏が最高財務責任者に就任した2014年以降、ゲーム・音楽・映画事業の売上高構成比が27%（2013年度）から54%（2022年度）まで高まり、ビジネスモデルは大きく転換した。時価総額は1兆円以下から最高19.2兆円（2022年）に増加した。

こうして、企業の「ワクワクする夢」が投資家に伝われば、バリュエーションの上昇が期待できる。ただし、株価の基本はあくまでファンダメンタルズであり、企業を長期的に成長させる「実現可能で緻密な経営戦略」が重要であることはいうまでもない。結論としては、両者を適切にバランスすることで魅力あるエクイティストーリーができる。

(注1) 経済産業省「スタートアップの成長に向けたファイナンスに関するガイダンス」（2022年4月）

(注2) 佐宗邦威「組織の「存在意義」をデザインする」DIAMONDハーバード・ビジネス・レビュー編集部編

---

『PURPOSEパーパス 会社は何のために存在するのか あなたはなぜそこで働くのか（ダイヤモンド社、2021年）  
31～63頁。

(注3) トーマスW・マルナイト、アイビー・ブッシュ、チャールズ・ダナラジ「パーパスを戦略に実装する方法」  
DIAMONDハーバード・ビジネス・レビュー編集部編『PURPOSEパーパス 会社は何のために存在するのか  
あなたはなぜそこで働くのか（ダイヤモンド社、2021年）161～181頁。

(注4) 延岡健太郎「組織能力の積み重ね：模倣されない技術力とは」（組織化学第40巻第4号、2007年）4～14頁。

