

# 長期投資家と企業との対話

2024年12月19日

農林中金バリューインベストメンツ株式会社  
おおぶねファンドマネージャー 奥野 一成



会社名	農林中金バリューインベストメンツ株式会社
所在地	東京都千代田区内幸町2-2-3 日比谷国際ビル14階
代表取締役社長	酒見 直秀
業務	第二種金融商品取引業、投資運用業、投資助言業 関東財務局長（金商）第2811号
資本金	4.4億円（+ 資本準備金4.4億円）
主要株主	農林中央金庫65%、農中信託28%
役職員	42名（常勤37名）
設立・開業	2014年10月2日設立、2015年1月23日開業
運用・助言残高	約3,221億円（NAVベース、2024年10月末時点）

## 設立から現在まで

“ 2007年

農林中央金庫株式投資部にアルファ株式投資班を立ち上げる

“ 2009年

農中信託銀行にチームを移籍

“ 2012年

運用部から企業投資部として独立

“ 2015年

農林中金バリューインベストメントの営業開始（設立2014年10月）

“ 2017年

個人投資家向けおぶねの運用開始

“ 2019年

投資運用業取得。おぶねJAPAN及びグローバルの運用開始

2007年  
日本株  
投資開始

JAPAN

運用・一任・助言残高

2,277 億円

厳選投資企業数

22社 (2024年3月末時点)

2012年  
グローバル株  
投資開始

GLOBAL

運用・一任・助言残高

1,283 億円

厳選投資企業数

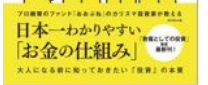
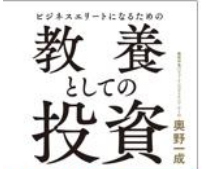
米国29社 欧州18社 (2024年3月末時点)



# 奥野 一成

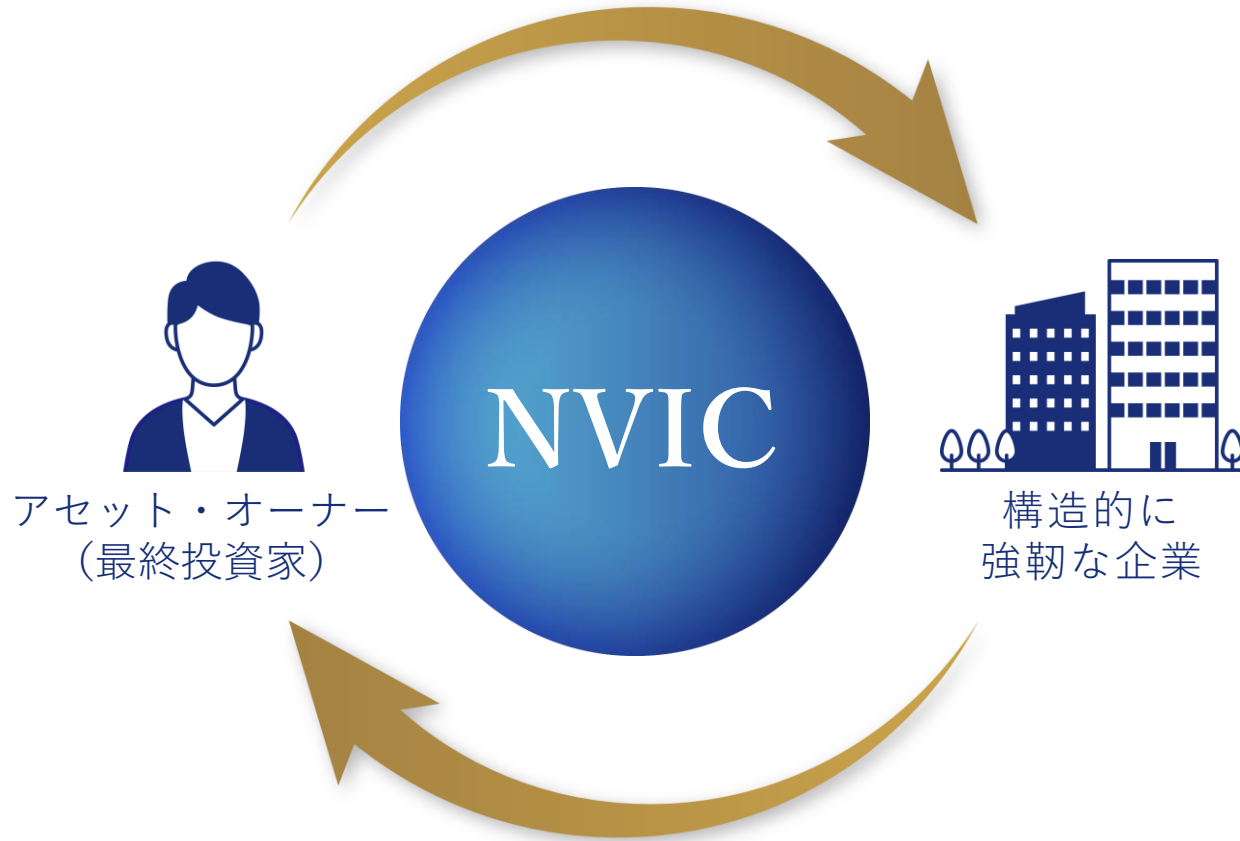
投資信託おおぶねファンドマネージャー  
 農林中金バリュートンベストメンツ株式会社  
 常務取締役兼最高投資責任者

京都大学法学部卒、ロンドンビジネススクール・ファイナンス学修士 (Master in Finance) 修了。1992年日本長期信用銀行入行。長銀証券、UBS証券を経て2003年に農林中央金庫入庫。2007年より「長期厳選投資ファンド」の運用を始める。2014年から現職。日本における長期厳選投資のパイオニアであり、バフェット流の投資を行う数少ないファンドマネージャー。機関投資家向け投資において実績を積んだその運用哲学と手法をもとに個人向けにも「おおぶね」ファンドシリーズを展開している。著書に『ビジネスエリートになるための投資家の思考法』『ビジネスエリートになるための教養としての投資』『先生、お金持ちになるにはどうしたらいいですか?』（いずれもダイヤモンド社）、『マンガでわかる お金を増やす思考法』（池田書店）など。



「構造的に強靱な企業®」へのキャピタルアロケーション

長期保有：企業価値増大を加速

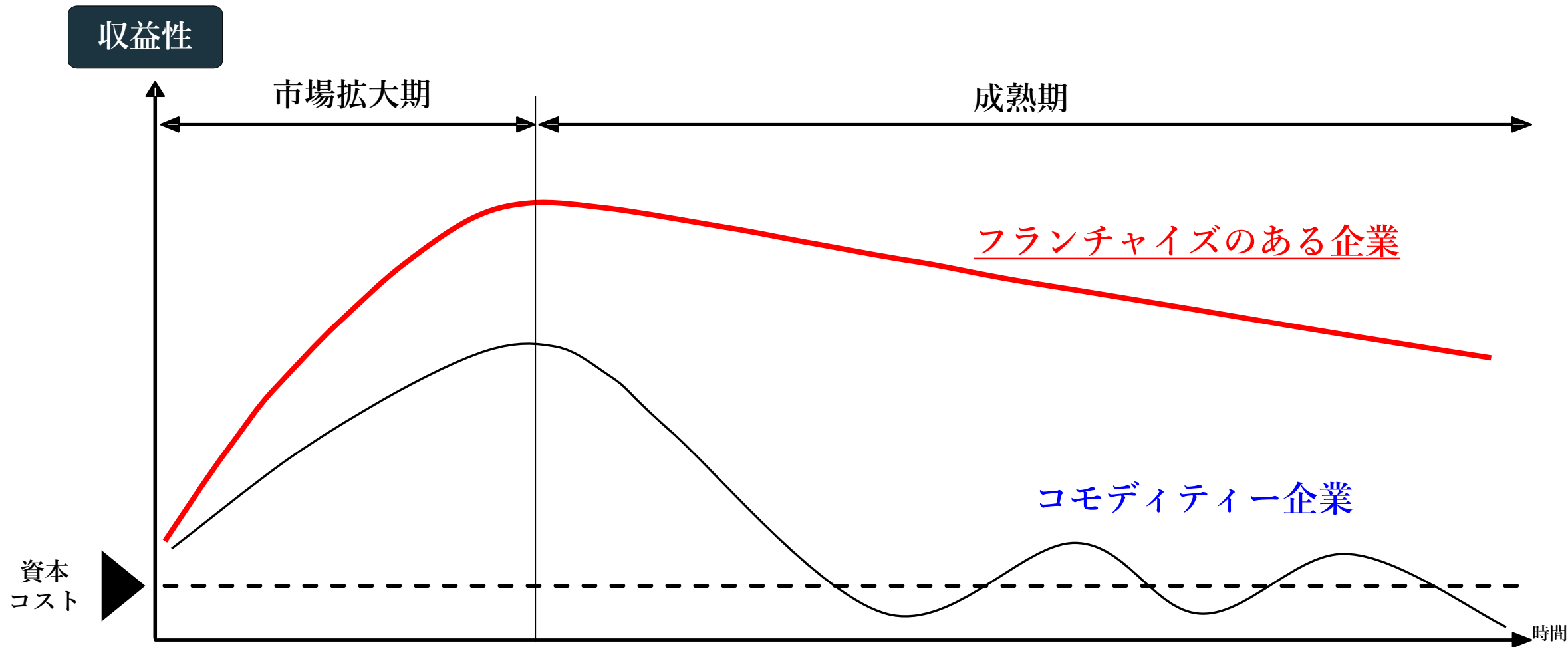


企業価値増大を通じた還元

「構造的に強靱な企業®」の条件



※「構造的に強靱な企業」はNVICの登録商標です。



<市場拡大期>

- ✓ 市場自体が拡大することで競争環境は比較的緩やか

<成熟期>

- ✓ 需要一巡により、参入障壁が低ければ競争が激化し収益性は資本コストまで低下

## どの事業に資源を配分するのか WHAT

### 資本配分=Capital Allocation

- 事業の経済性を見極めて選択する
  - 産業構造
  - 競争環境
  - 潮流
- 最適な配分方法を選択する
  - 設備投資
  - 研究開発投資
  - 事業買収(M&A)
  - 少数株主投資
  - 事業提携

## 事業を適切に運営する HOW

### 事業運営=Business Management

- 競争戦略
  - 商品戦略/価格戦略
  - 製造戦略
  - 販売戦略
  - 人事戦略
- 効率的に運営する
  - コスト管理

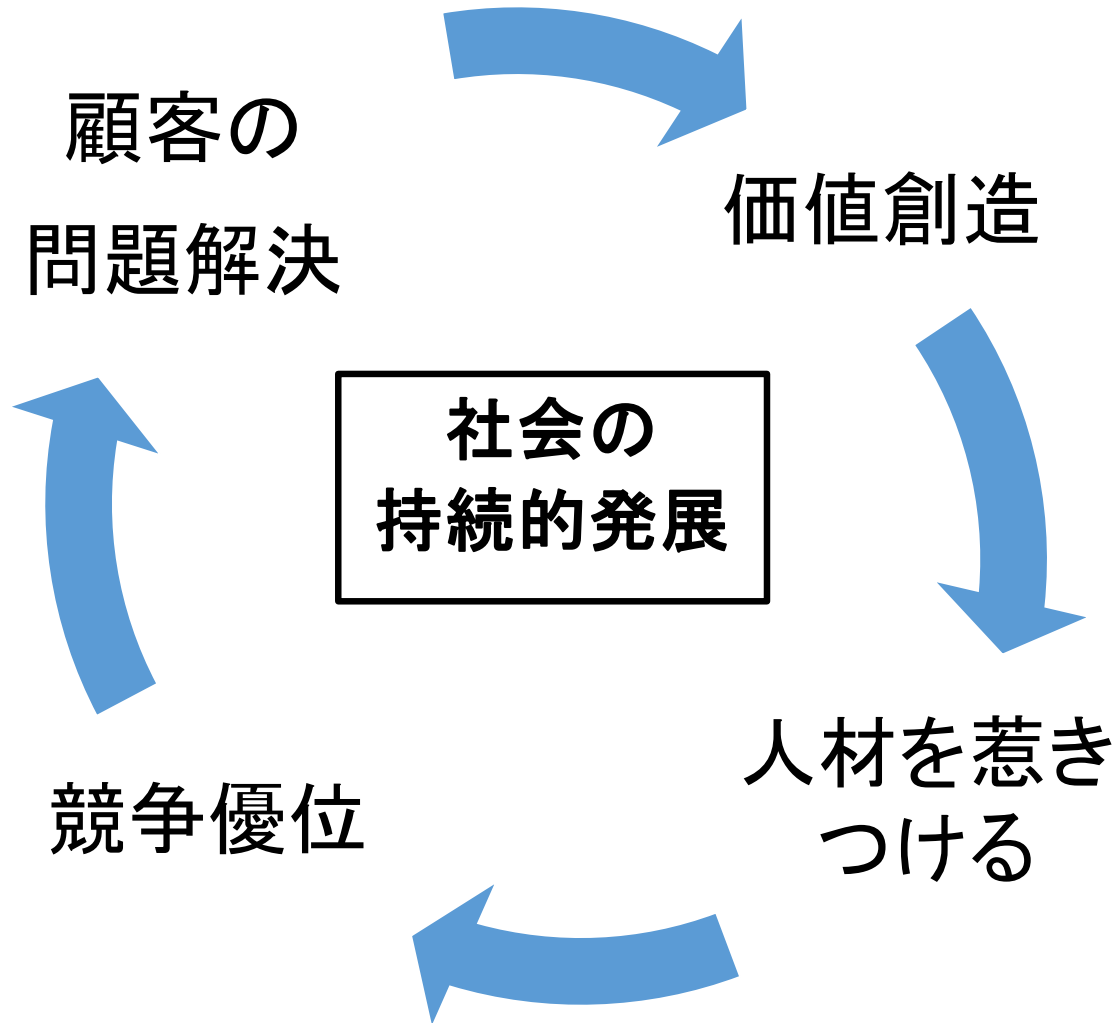
		事業経営における キャピタルアロケーション	長期投資
共通点		事業の経済性（付加価値、競争力、潮流）を見極める。	
相違点	メリット	選択した事業の経済性にアクティブに働きかけることが可能。 たとえば競合そのものを変えるようなM&Aも可能。	業種、地域等においてあらゆる投資機会をとらえることが可能。上場株式投資であれば、流動性がある。
	デメリット	事業選択領域が既存事業の周辺に限定される。	あくまでパッシブに選択するのみであり、事業そのものに対する働きかけはできない。



NVICの基準	持続的な企業価値創造を可能にするビジネスモデル構築
付加価値	<p><b>顧客の問題を解決する</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>✓ 顧客は必ずしも自らの真のニーズに気が付いていない</li> <li>✓ 顧客のビジネスを理解する (Value Proposition)</li> <li>✓ 顧客のニーズを再定義する (Blue Ocean)</li> </ul>
競争優位	<p><b>参入障壁を意識する</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>✓ 顧客にとってのスイッチングコストを認識する</li> <li>✓ 競合との彼我の差を認識する</li> <li>✓ 持続的・再現性を可能にする投資活動 (内部投資・買収)</li> </ul>
長期潮流	<p><b>対象市場の成長性をマクロ的に捉える</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>✓ 方向性に逆らわない</li> <li>✓ 変動性は企業体力とのバランス</li> <li>✓ 産業バリューチェーンの中で俯瞰する</li> </ul>

**顧客の問題解決を排他的に行うことのできる事業こそが持続的に価値を創出する**

- 売上とは「顧客の問題解決」の対価
- 利益の持続性は「参入障壁」の有無で決まる
- 潮流に逆らってはならないが、単に潮流にのっても持続的な価値創造はない



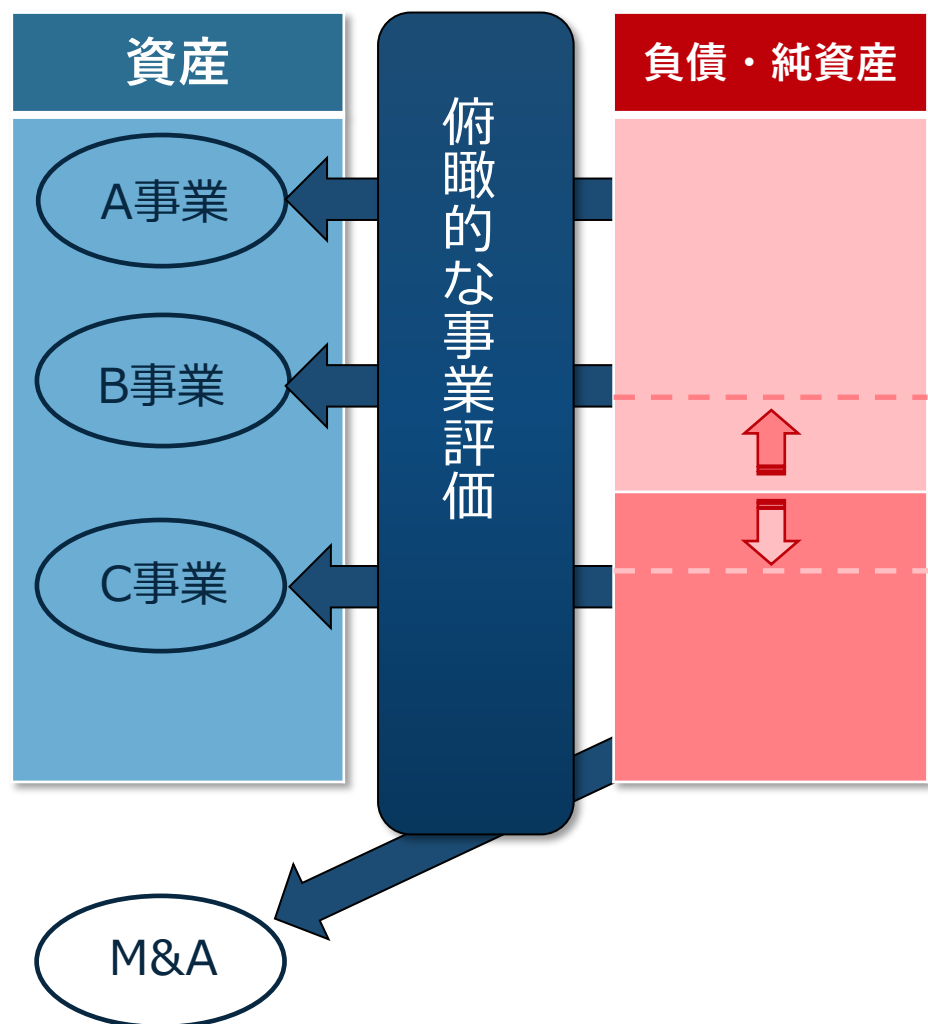
・顧客とのWin-Win関係を構築する

- ✓ 顧客のビジネスを理解し、解決策を提示する能力→顧客に従属するWin-Lose関係には持続性はない
- ✓ バリューチェーンを大きく捉えることで、顧客を広く捉えることが可能になる  
→社会が抱える問題を解決することにつながる

・持続性のある競争優位を構築する

- ✓ 価値創出こそが、すべてのステークホルダーを継続的に満足させる
- ✓ 価値創出に惹きつけられた人材が競争優位を補強し、新たな価値を創出する

## 企業の価値創造プロセス



### キャピタル・アロケーションにおける価値創造

① 事業の経済性を俯瞰する  
(価値を創出する海外企業の事例共有)

② M&A戦略  
(M&A巧者の比較分析)

### 投資を支える資本調達における価値創造

③ 資本コストと最適資本構成  
(部門別資本コスト分析)

④ 投資家政策  
(長期投資家を惹き付けるIR)

①事業の経済性を俯瞰する  
(価値を創出する海外企業の事例)

化学メーカーAの事例:社長以下役員、R&Dチーム  
(3M・TIに関する研究の共有)

②M&A戦略  
(M&A巧者の比較分析)

医療機器メーカーBの事例:社長  
(M&A巧者の分析を通じた戦略の考え方)

③資本コストと最適資本構成  
(部門別資本コスト分析)

電子部品メーカーCの事例:経営管理担当役員  
(資本コストの分析を通じたB/Sの改善提言)

④投資家政策  
(長期投資家を惹き付けるIR)

重工メーカーDの事例:副社長以下役員  
(長期投資家を惹き付けるIRの考え方)



貴職限り

資本コスト(WACC)に関する基本的考え方と  
セグメント別資本コストに基づくEVA価値評価

(株式会社A 御中)

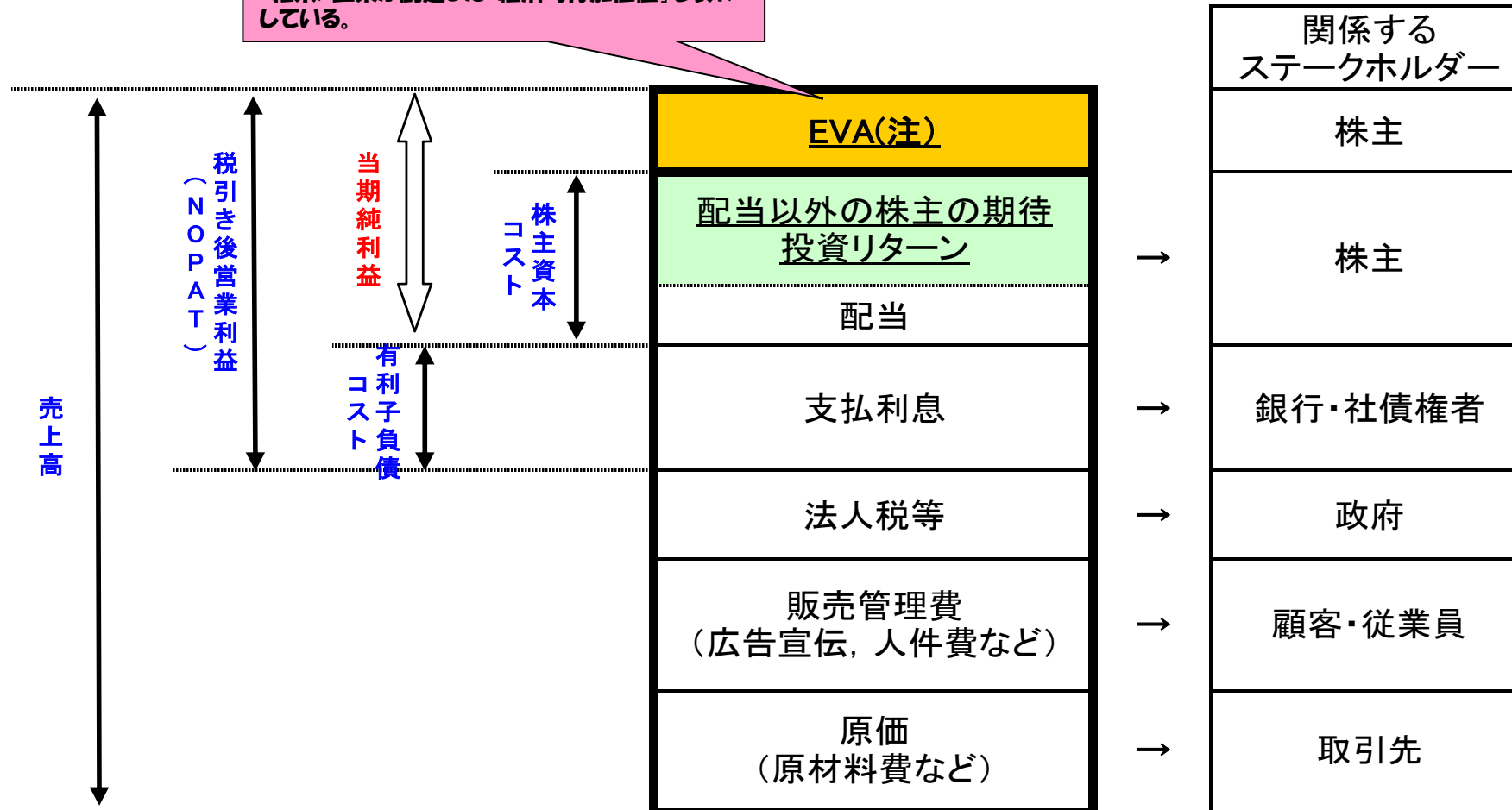
～次ページ以降、対話にあたり実際に使用した資料を一部加工、抜粋してご紹介



「経済的付加価値 (EVA※)」の概念

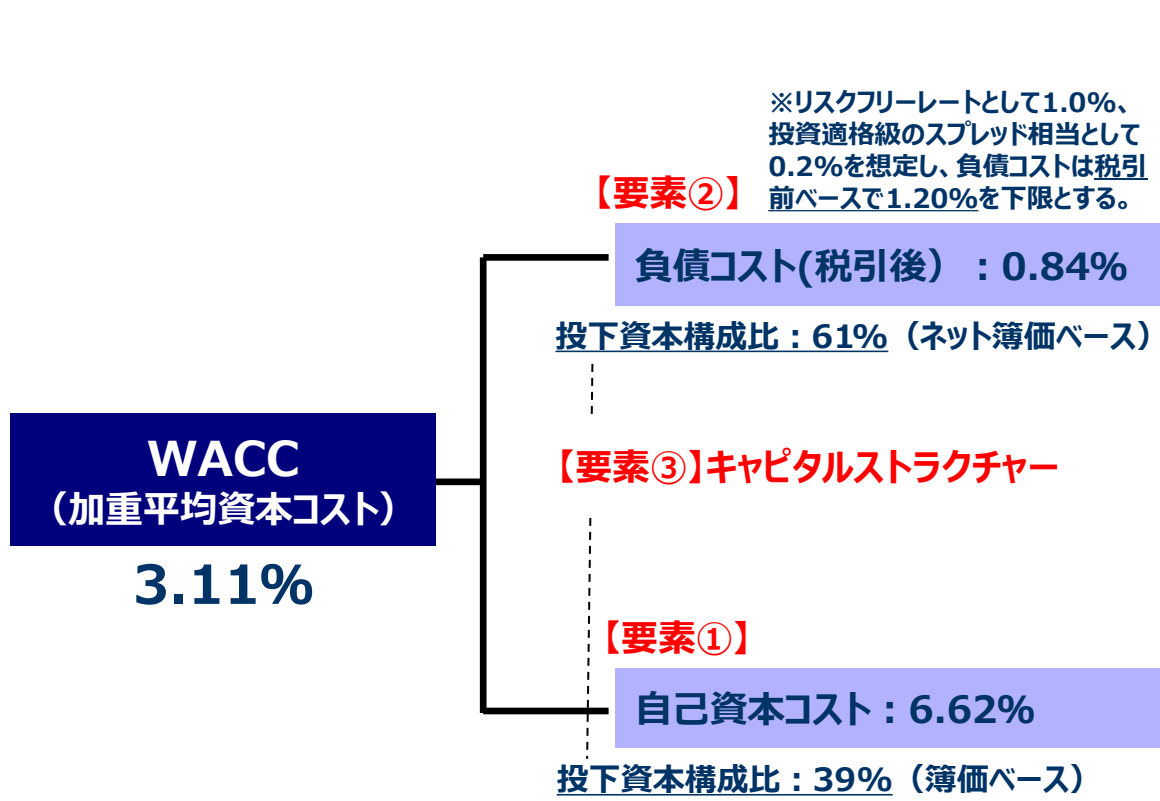
※スターン・スチュアート社が提唱した収益性指標。

・いわば、有利子負債コストに加え、株主に対するコストを差引いた後の残余利益  
 ・結果、企業が創造した「経済的付加価値」を表わしている。



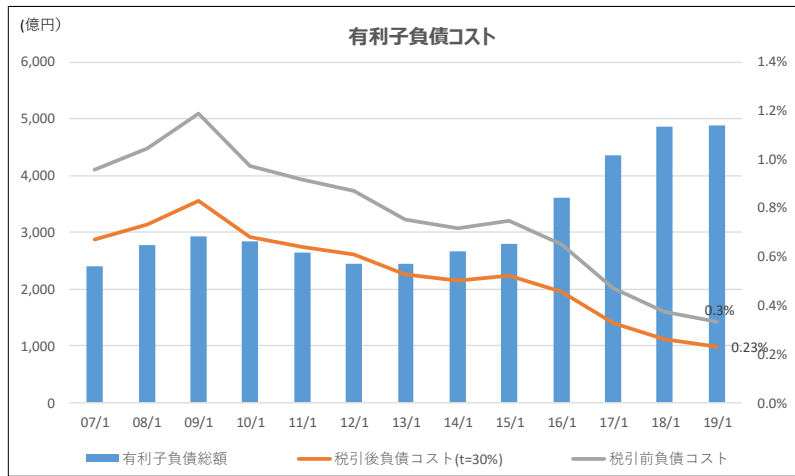
(注) 「NOPAT-総使用資本コスト額」として定義される実際のEVA計算にあたっては、NOPAT及び総使用資本コスト額について、経済的実態という観点から、細かな修正を加えていく必要がある。例えば主要な修正項目として、費用とその効果のタイミングをあわせるために行う「研究開発費」の期間按分処理、総使用資本計算のための資産化。他にはオフバランスになっているリース額の資産計上と金利相当額のNOPATへ足し戻しなどが代表的。本資料中では大まかな考え方を理解するとの趣旨から、EVAを細かな修正プロセスを省いた簡易EVAとして捉えている点には留意。

- ▶ 資本コストの3要素（株主資本コスト、有利子負債コスト、キャピタルストラクチャー）について、以下の通り推定した結果、全社の加重平均資本コストは3.1%と算定される。



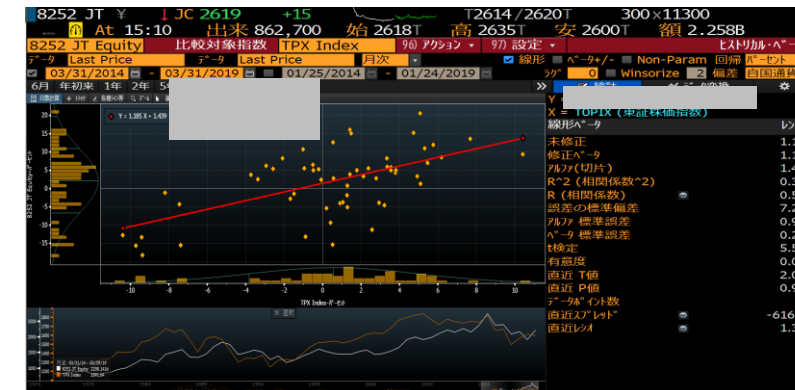
※リスクフリーレートとして1.0%、投資適格級のスプレッド相当として0.2%を想定し、負債コストは税引前ベースで1.20%を下限とする。

「負債コスト率」= 支払利息 × (1 - 税率30%) ÷ グロス有利子負債

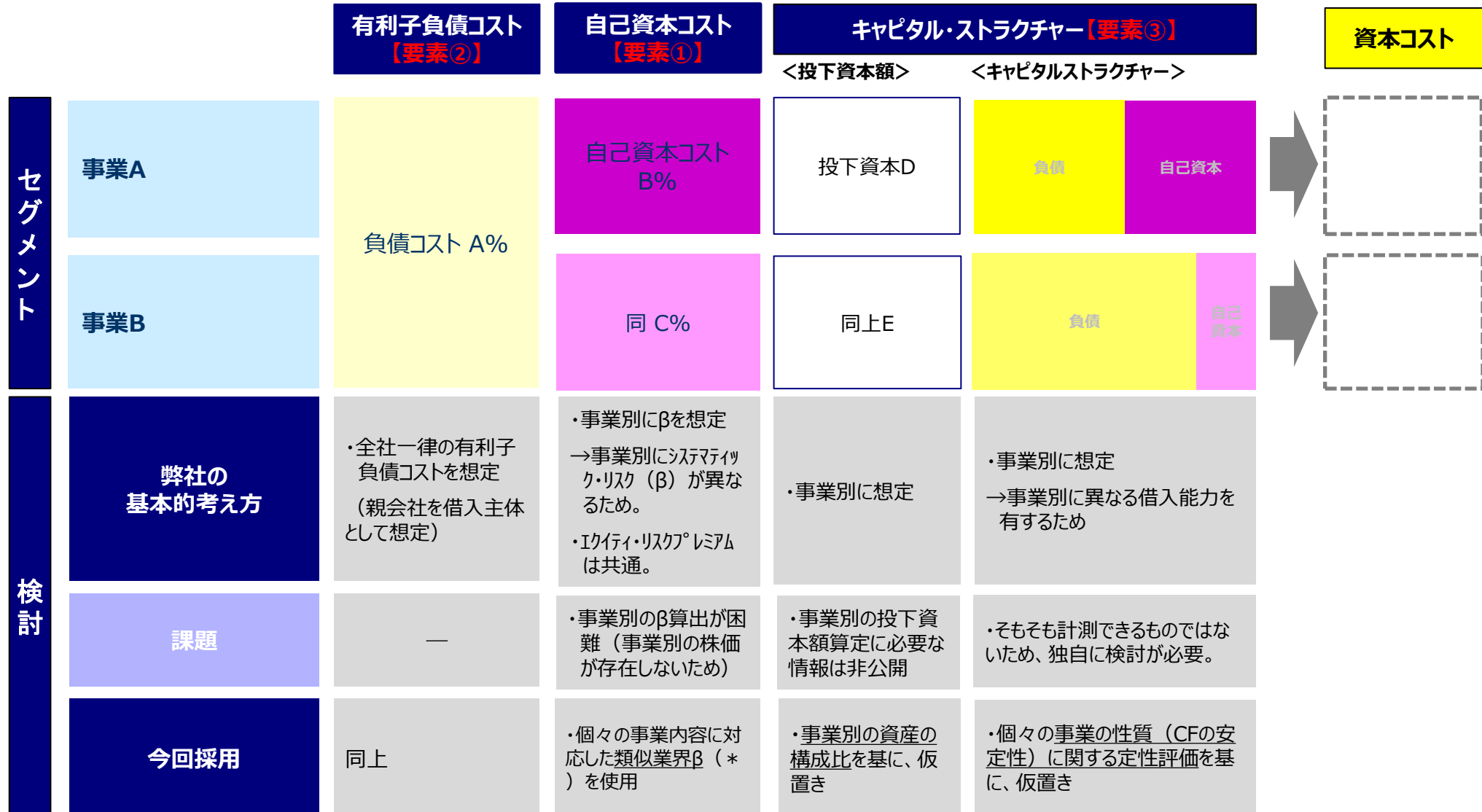


「自己資本コスト率」=  $R_f + \beta \times \text{エクイティリスクプレミアム}$

ORf (リスクフリーレート) : 1.0% (定常値として仮置き)  
 Oβ (修正ベータ) : 1.1 (下図表より)  
 Oエクイティ・リスクプレミアム : 5% (仮置き)



## セグメント別の資本コスト算定イメージ



(\*) 業界D/Eレシオを用いた業界βのアンレバード化と、対象セグメントの想定D/Eレシオを基にした当該βの再レバード化は行わず。

## 1. Credit Pricing Corporation (CPC社) が算出する業界β (約150の業種小分類)

- ・インデックス業種分類のような画一的な分類によるのではなく、有報等の開示資料に基づき、原則として各社の売上構成をベースとしつつ、資産保有状況等による修正を加えることで、より事業実態を反映しやすい詳細業種区分が設定されているもの。
- ・当該業種分類における各構成企業ベータ値をもとに、各業種ベータが算出されているもの。

## 2. 貴社セグメントに対応すると想定する類似業界β

貴社セグメント



採用類似業界β

	百貨店 (12社)	賃貸不動産業 (31社)	信販業 (9社)
構成企業	J. フロント リテイリング, 三越伊勢丹ホールディングス, 高島屋, 松屋, エイチ・ツー・オー リテイリング, 近鉄百貨店, 大和, 丸井グループ, さいか屋	東建コーポレーション, 大東建託, 日本駐車場開発, ヒューリック, ユニゾホールディングス, 日本管理センター, トラストホールディングス, AMBITION, シーアールイー, G-FACTORY ほか	あんしん保証, ジェイリース, イントラスト, 日本モーゲージサービス, Casa, クレディセゾン, ジャックス, オリエントコーポレーション, アプラスフィナンシャル
β	1.10	0.75	0.74

※Credit Pricing Corporationが算出する各業界β(5年、月次ベース)の修正βを使用

- 事業Aについては、百貨店事業と賃貸不動産事業の中間的な性格を有すること、賃借化推進の方向性をあわせて勘案し、百貨店業と賃貸不動産業を1:2の割合で加重平均した**0.86**を採用。

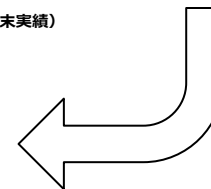
		(億円)		
		事業A	事業B	
営業利益	事業A			
	事業B			
ROA	事業A	事業B		
①平均ROA		3.3%	5.2%	
②ROA標準偏差 (ブレ)		1.8%	2.2%	
③変動係数 (=②/①)		<b>0.54</b>	<b>0.43</b>	
性財質の	<p>・物販から定借へと事業構造を転換中。                  ・定借を前提とすれば、テナントを満足させるような消費者のトラフィックさえ確保すれば、自社物販が伸びなくとも収益性を確保することが可能。</p>		<p>・装置型産業で、スケールメリットが重要な財。                  ・カード自体の差別化要因は、ポイント還元率や年会費の水準等に限られ、差別化は比較的難しい。                  ・家族全員、家計全体へとカード利用を最大化し、消費者の囲い込みを図っている。</p>	
競市場環境	<p>・伝統的な百貨店業は、各分野の専門小売業やショッピングセンター業、EC専業など、競合相手が多様化し、かつコト消費重視など消費者ニーズの多様化もある中で苦戦。</p>		<p>・銀行系、ノンバンク系、小売系、IT系等プレイヤーのバックグラウンドは様々。非クレジットカードのキャッシュレス事業者の参入もあり。</p>	
評価	<p>・小売モデルから不動産賃貸モデルへ移行。好立地の店舗を核に定借化のフィー収入によりシカlicalな業績変動の抑制が図られている。                  ・顧客とのリアルな接点を持ち、消費意欲旺盛な若年層のトラフィックを確保しつつ情報の蓄積ができてきていることが、事業Bの競争優位性の源泉となっている。</p>		<p>・事業Aのリアルな店舗がもたらす顧客接点か他の信販会社とは一線を画した相対的優位性をもたらしている。                  ・顧客獲得コストや信用コストの抑制、顧客セグメンテーションの差別化、ロイヤリティの向上などに小売事業が果たす役割も大きいことから、一体的な運営も有効と考えられる。</p>	
想定エクイティ・コスト	有利子負債 (D)	60%	75%	61% 39%
	株主資本 (E)	40%	25%	

## <キャピタル・コスト-想定<sup>の</sup>基本的な考え方>

- ✓ 各事業のCFの相対的安定性、事業のリスク特性、各業界の平均的な財務構成等を踏まえて推定。
- ✓ リスクが比較的低いと評価される場合は、デットを活用して、節税効果を楽しむべく、デットのウェイトを高める。
- ✓ リスクが比較的高いと評価される場合は、自己資本で手当てしなければならないという想定で、エクイティのウェイトを高める。

全社 (2019/3末実績)

有利子負債 (D)	61%
株主資本 (E)	39%



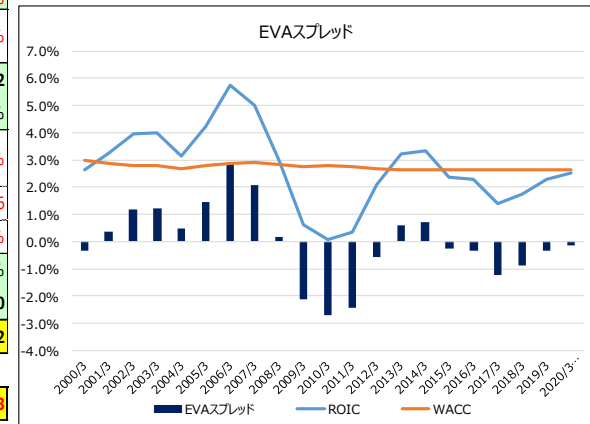
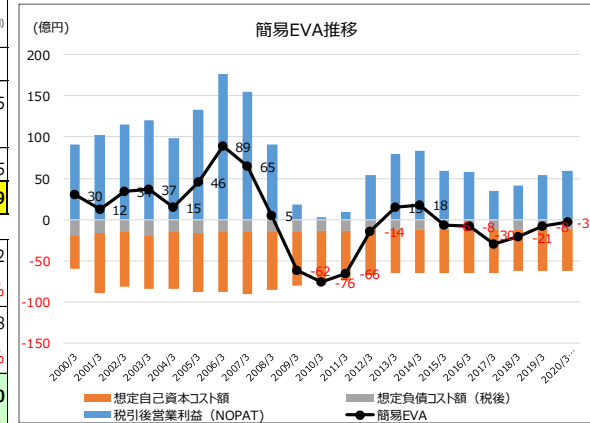


# セグメント別 簡易EVA算出 (事業A)

## 事業A

(億円)

		2000/3	2001/3	2002/3	2003/3	2004/3	2005/3	2006/3	2007/3	2008/3	2009/3	2010/3	2011/3	2012/3	2013/3	2014/3	2015/3	2016/3	2017/3	2018/3	2019/3	2020/3(計)
売上高		5,156	5,185	5,349	5,345	2,854	5,352	4,894	5,239	4,869	4,381	4,003	3,828	3,899	3,817	3,873	3,638	1,974	1,481	1,381	1,317	
営業利益		129	146	165	172	141	191	253	222	129	26	4	13	76	113	119	84	82	50	59	78	85
同利益率		2.5%	2.8%	3.1%	3.2%	4.9%	3.6%	5.2%	4.2%	2.7%	0.6%	0.1%	0.3%	2.0%	3.0%	3.1%	2.3%	4.1%	3.4%	4.3%	5.9%	
法人税等(T=30%)		39	44	50	52	42	57	76	67	39	8	1	4	23	34	36	25	24	15	18	23	25
税引後営業利益(NOPAT)①		90	102	116	121	99	134	177	155	91	18	3	9	53	79	83	59	57	35	42	54	59
投下資本	②ネット有利子負債(簿価)	2,048	1,703	1,803	1,818	1,966	1,829	1,880	1,859	1,775	1,721	1,682	1,562	1,474	1,477	1,505	1,472	1,520	1,444	1,431	1,422	1,422
	構成比	60%	60%	60%	60%	60%	60%	60%	60%	60%	60%	60%	60%	60%	60%	60%	60%	60%	60%	60%	60%	60%
	③自己資本等(簿価)	1,365	1,135	1,202	1,212	1,310	1,219	1,253	1,239	1,183	1,147	1,122	1,041	983	984	1,003	982	1,013	963	954	948	948
	構成比	40%	40%	40%	40%	40%	40%	40%	40%	40%	40%	40%	40%	40%	40%	40%	40%	40%	40%	40%	40%	40%
想定投下資本額		3,414	2,838	3,005	3,029	3,276	3,048	3,133	3,098	2,958	2,868	2,804	2,603	2,456	2,461	2,508	2,454	2,533	2,407	2,384	2,370	2,370
同全社構成比		71%	59%	57%	56%	57%	54%	53%	52%	51%	50%	50%	50%	49%	47%	45%	44%	41%	36%	33%	33%	33%
コスト	④負債コスト率(全社ベース、税引) (2004年以降は一律1.2%を採用)	1.31%	1.30%	1.27%	1.52%	1.20%	1.20%	1.20%	1.20%	1.20%	1.20%	1.20%	1.20%	1.20%	1.20%	1.20%	1.20%	1.20%	1.20%	1.20%	1.20%	1.20%
	⑤負債コスト額(税引き後)	19	17	16	19	16	16	16	16	15	15	14	14	13	12	13	13	13	12	12	12	12
	同率(税引き後、T=30)	0.9%	0.9%	0.9%	1.1%	0.8%	0.8%	0.8%	0.8%	0.8%	0.8%	0.8%	0.8%	0.8%	0.8%	0.8%	0.8%	0.8%	0.8%	0.8%	0.8%	0.8%
自己資本コスト	⑥10年国債利回り(期首期末平均) (2013年以降は一律1.0%を採用)	1.8%	1.5%	1.3%	1.0%	1.1%	1.4%	1.6%	1.7%	1.5%	1.3%	1.4%	1.3%	1.1%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%
	⑦ベータ(産業)	0.86	0.86	0.86	0.86	0.86	0.86	0.86	0.86	0.86	0.86	0.86	0.86	0.86	0.86	0.86	0.86	0.86	0.86	0.86	0.86	0.86
	⑧想定エクイティ・リスク・プレミアム	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%
	⑨自己資本コスト率(=⑥+⑦×⑧)	6.1%	5.8%	5.7%	5.4%	5.4%	5.7%	5.9%	6.0%	5.8%	5.6%	5.7%	5.6%	5.4%	5.3%	5.3%	5.3%	5.3%	5.3%	5.3%	5.3%	5.3%
⑩自己資本コスト額(=⑨×③)	42	73	66	65	68	72	73	75	70	66	65	61	55	52	53	53	53	53	51	51	50	
⑪総資本コスト(=⑤+⑩)	60	90	82	84	84	88	88	91	85	80	79	75	68	65	65	65	66	65	63	63	62	
⑫簡易EVA(=①-⑪)	30	12	34	37	15	46	89	65	5	-62	-76	-66	-14	15	18	-6	-8	-30	-21	-8	-3	
EVAスプレッド	ROIC	2.6%	3.3%	4.0%	4.0%	3.1%	4.2%	5.7%	5.0%	3.0%	0.6%	0.1%	0.3%	2.1%	3.2%	3.4%	2.4%	2.3%	1.4%	1.7%	2.3%	2.5%
	税引後営業利益率	1.8%	2.0%	2.2%	2.3%	3.5%	2.5%	3.6%	3.0%	1.9%	0.4%	0.1%	0.2%	1.4%	2.1%	2.2%	1.6%	2.9%	2.3%	3.0%	4.1%	
	投下資本回転率(右軸)	1.5	1.7	1.8	1.8	0.9	1.7	1.6	1.5	1.4	1.4	1.5	1.6	1.6	1.5	1.6	1.5	0.8	0.6	0.6	0.6	
	WACC	3.0%	2.9%	2.8%	2.8%	2.7%	2.8%	2.9%	2.9%	2.8%	2.8%	2.8%	2.7%	2.6%	2.6%	2.6%	2.6%	2.6%	2.6%	2.6%	2.6%	2.6%
		-0.3%	0.4%	1.2%	1.2%	0.5%	1.4%	2.9%	2.1%	0.2%	-2.1%	-2.7%	-2.4%	-0.6%	0.6%	0.7%	-0.3%	-0.3%	-1.2%	-0.9%	-0.3%	-0.1%

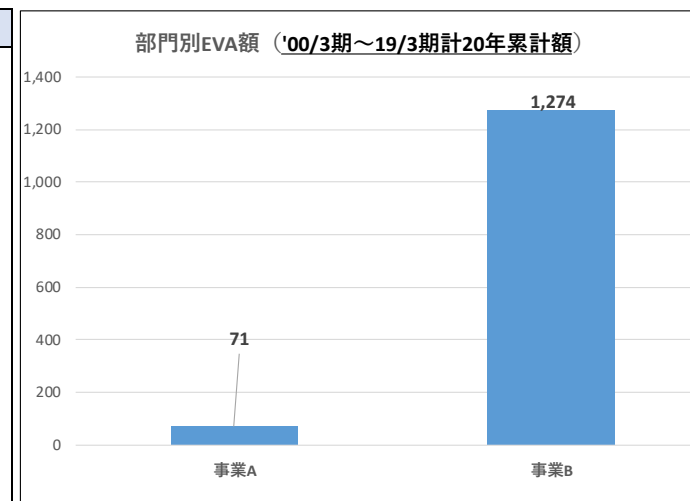
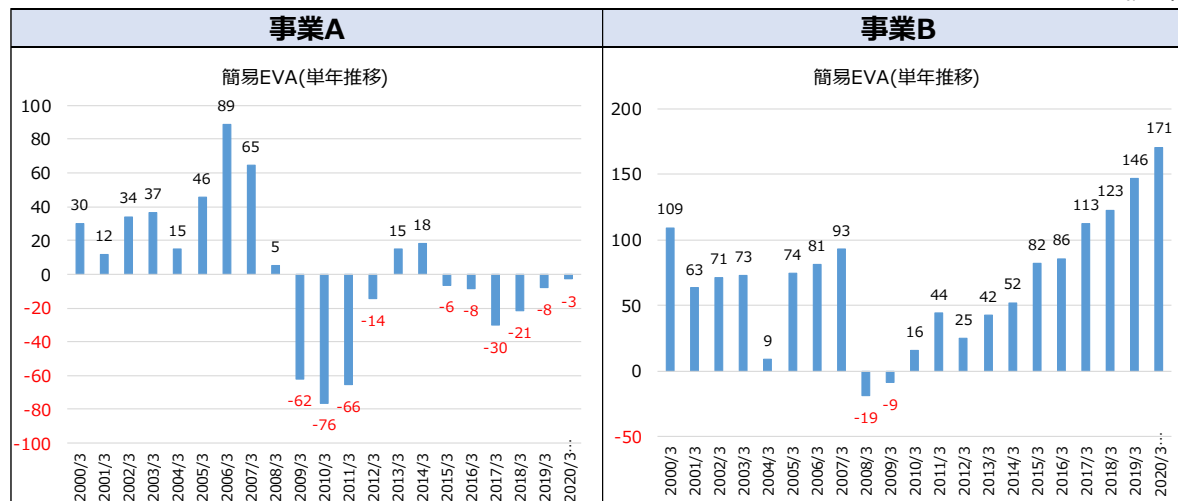


<コメント>  
・リーマンショック後はEVAと資本コストが均衡する程度の状況が継続している。

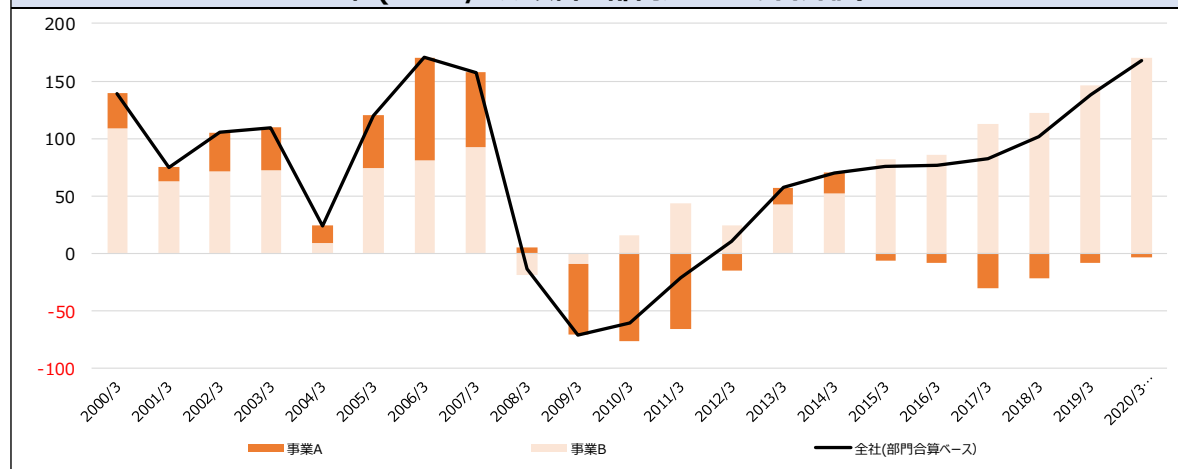
※営業利益の「調整額」は、各部門の連結従業員数に応じて配賦。

## <簡易EVA (単年) の推移>

(億円)



## 全社(2015/3期以降は部門別EVAの合算値)



## <EVA評価のまとめ>

- 近年は事業Bが貴社EVA創出のドライバーとなっているものの、事業Aのリアルな店舗を通じた顧客接点や情報蓄積がフィンテック事業の競争優位性を作り出している面を定量的に評価し、キャピタルアロケーションに反映させることが重要と考えられる。

## サステナブルな企業価値創造のための長期経営・長期投資に資する対話研究会（SX研究会）

2021年5月より8回にわたる議論を経て、2022年8月に伊藤レポート3.0と価値協創ガイダンス2.0が公表された。

### <研究会委員22名（五十音順、敬称略）>

#### 委員（◎座長）

井垣 勉	オムロン株式会社 執行役員 グローバルインベスター&ブランドコミュニケーション本部長	三瓶 裕喜	アストナリング・アドバイザー合同会社 代表
井口 謙二	ニッセイアセットマネジメント株式会社 チーフ・コーポレート・ガバナンス・オフィサー 執行役員 統括部長	伊達 英文	株式会社三菱ケミカルホールディングス 取締役 執行役常務 CFO
市村 雄二	コニカミノルタ株式会社 常務執行役	寺沢 徹	アセットマネジメント One 株式会社 責任投資グループ長
◎伊藤 邦雄	一橋大学 CFO 教育研究センター長	中空 麻奈	BNPパリバ証券株式会社 グローバルマーケット統括本部 副会長
江良 明嗣	ブラックロック・ジャパン株式会社 運用部門 インベストメント・スチュワードシップ部長	西口 尚宏	一般社団法人 Japan Innovation Network 代表理事
大塚 友美	トヨタ自動車株式会社 サステナビリティ推進室 (Fellow) Deputy Chief Sustainability Officer	花崎 浩二	塩野義製薬株式会社 上席執行役員 経営戦略本部長
大森 恵子	川崎重工業株式会社 理事 サステナビリティ推進本部企画部長	平原 彰男	三井化学株式会社 常務執行役員
奥野 一成	農林中金バリューインベストメント株式会社 常務取締役 CIO	松島 憲之	SESSA パートナーズ株式会社 チーフアドバイザー 三菱 UFJ リサーチ&コンサルティング株式会社 委嘱アドバイザー
加藤 浩嗣	株式会社丸井グループ 取締役 常務執行役員 CFO	松原 稔	りそなアセットマネジメント株式会社 執行役員 責任投資部長
河村 芳彦	株式会社日立製作所 代表執行役 執行役専務	溝内 良輔	麒麟ホールディングス株式会社 常務執行役員
菊池 勝也	東京海上アセットマネジメント株式会社 理事 責任投資部長 ESG スペシャリスト	村越 晃	三菱商事株式会社 代表取締役 常務執行役員 コーポレート担当役員 (CDO、CAO、広報、サステナビリティ・CSR)

### 伊藤レポート3.0（SX版伊藤レポート）（2022年）

- 急激に事業環境が変化中（サステナビリティ課題の多様化、世界経済の不確実性の高まり）、サステナビリティへの対応は、企業が対処すべきリスクであることを超えて、経営戦略の根幹をなす要素。
- 企業や投資家等の多様なプレイヤーが、長期経営の在り方につき、建設的・実質的な対話を行い、それを磨き上げていくことを通じて、サステナビリティ・トランスフォーメーション（SX）を実践することが、これからの「稼ぎ方」の本流に。
- SXの実現に向けた経営の強化、効果的な情報開示や建設的・実質的な対話を行うためのフレームワークとして、「価値協創ガイダンス2.0」を策定。

サステナビリティ要請の高まり  
資本主義の在り方を巡る議論の深化

### 伊藤レポート2.0（2017年）

- ・ 企業による再投資においては、競争優位・イノベーションの源泉となる「無形資産投資」が重要。
- ・ 無形資産投資やESGへの対応が、中長期的な企業価値向上のために必要な「投資」であることをストーリーとして説明することが必要。
- ・ 企業と投資家の対話の内容に関する「共通言語」として、「価値協創ガイダンス」を策定。

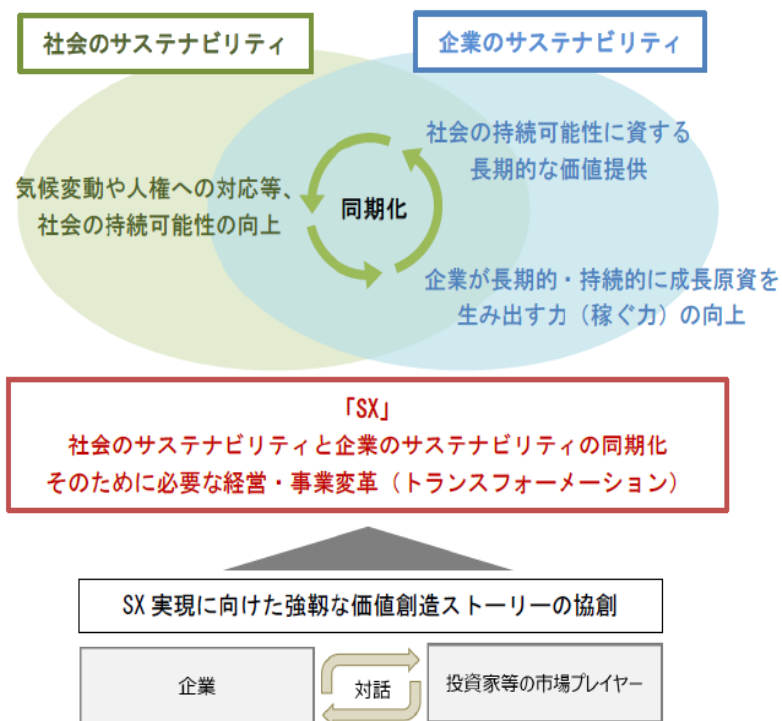
持続的な企業価値の向上・中長期的投資の  
促進の重要性の高まり（日本再興戦略2016）

### 伊藤レポート（2014年）

- ・ 日本企業がイノベーション創出力を持ちながらも持続的低収益に陥っているというパラドックス。投資家の短期志向（ショートターミズム）が顕在化。長期的なイノベーションに向けた投資が困難になっていると指摘。
- ・ 長期的なイノベーションに向けた企業による再投資と、中長期の視点を持つ投資家からの投資による中長期的な企業価値向上が重要。両者の協力関係の構築（エンゲージメント）が重要。
- ・ 資本効率性の観点から、資本コストを上回るROEの達成を要請。

コーポレートガバナンス改革の機運の向上

- 「SX（サステナビリティ・トランスフォーメーション）」とは、**社会のサステナビリティと企業のサステナビリティを「同期化」させていくこと、及びそのために必要な経営・事業変革**を指す。
- 「SX」の実現のためには、企業、投資家、取引先など、インベストメント・チェーンに関わる様々なプレイヤーが、持続可能な社会の構築に対する要請を踏まえ、長期の時間軸における企業経営の在り方について建設的・実質的な対話を行い、磨き上げていくことが必要。
- 気候変動や人権などのサステナビリティ課題の多様化、これらを含む様々なルール環境の変化、サプライチェーン・リスクやサイバーセキュリティ等の経済安全保障関連課題の顕在化など、**複雑化する事業環境の中で持続的な競争優位を確保**していくため、SX実現に向けた強靱な価値創造ストーリーの協創と、その実装が期待。

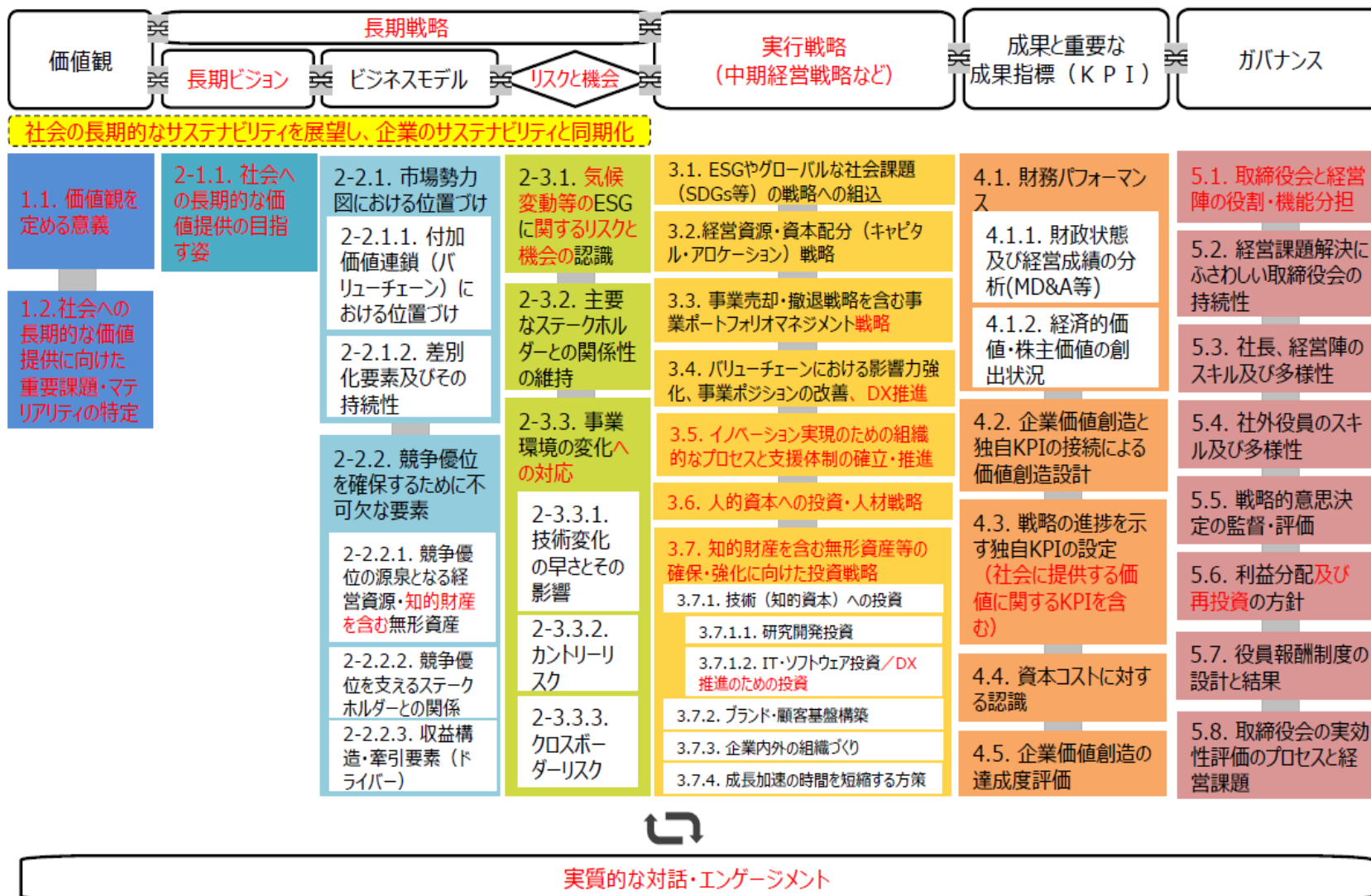


### （補足）SX、GX、DXの関係

「新しい資本主義」において重点投資として位置づけられているGX（グリーン・トランスフォーメーション）についても、気候変動をはじめとする幅広いサステナビリティ課題を対象とするSXの中に位置づけて取り組むことが、両者を一体的かつ効率的に推進していく上で有用である。

その際、SXとGXをさらに効果的かつ迅速に推進していくためには、DX（デジタル・トランスフォーメーション）と一体的に取り組んでいくことが望まれる。

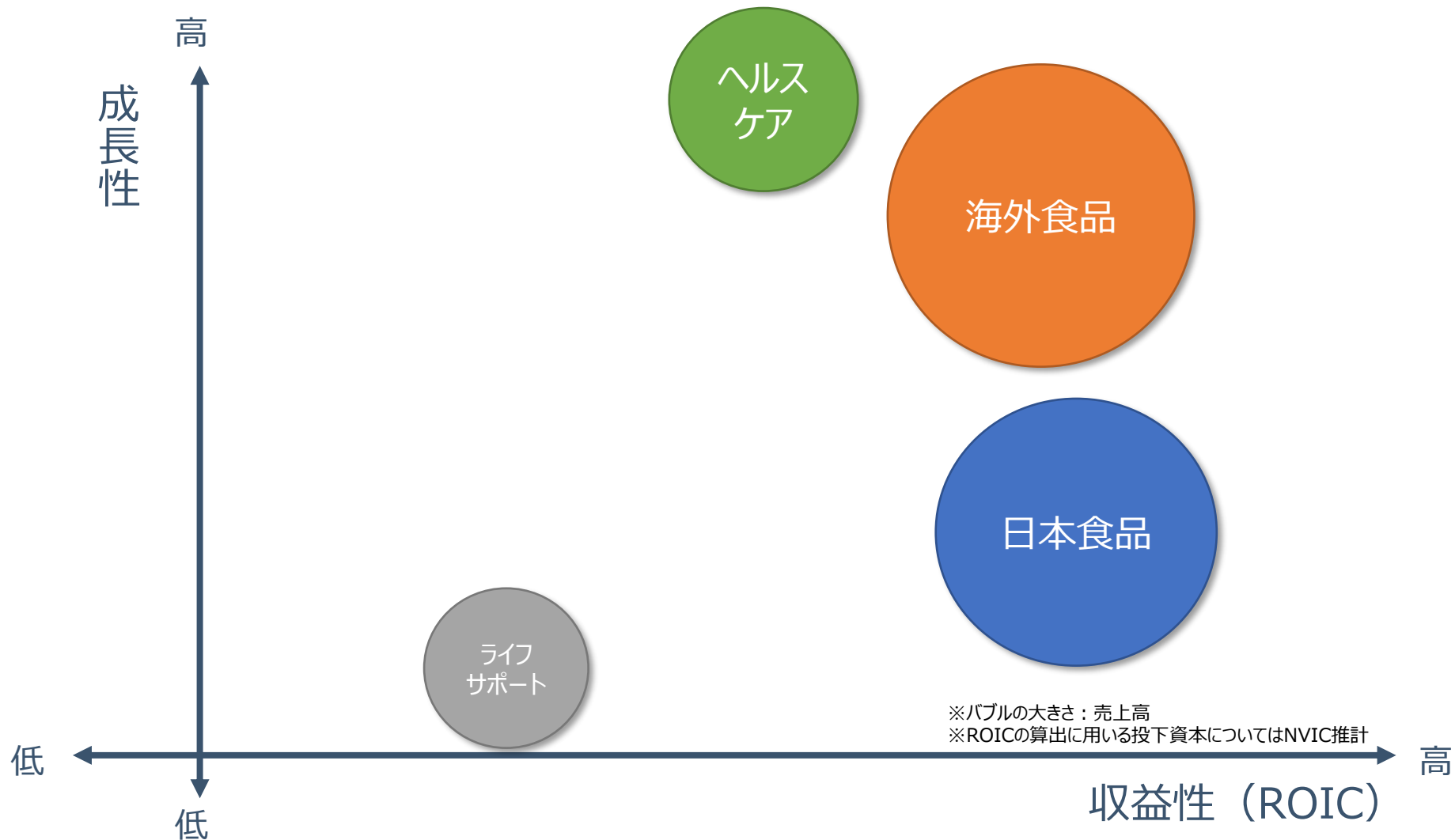




- ✓ **価値協創**：中長期的な企業価値向上を実現するために、企業が投資家との対話を通じて価値創造ストーリーを磨き上げるプロセス。
- ✓ **価値創造ストーリー**：企業が経営理念やビジネスモデル、戦略、ガバナンス等を統合して思考し、いかに価値を創造するかの筋書き。
- ✓ **価値協創ガイダンス**：価値協創を加速させるために、企業と投資家の対話にかかる共通言語をまとめたもの。

「相対的な競争優位性」を主軸に据えた  
事業ポートフォリオ運営の考察

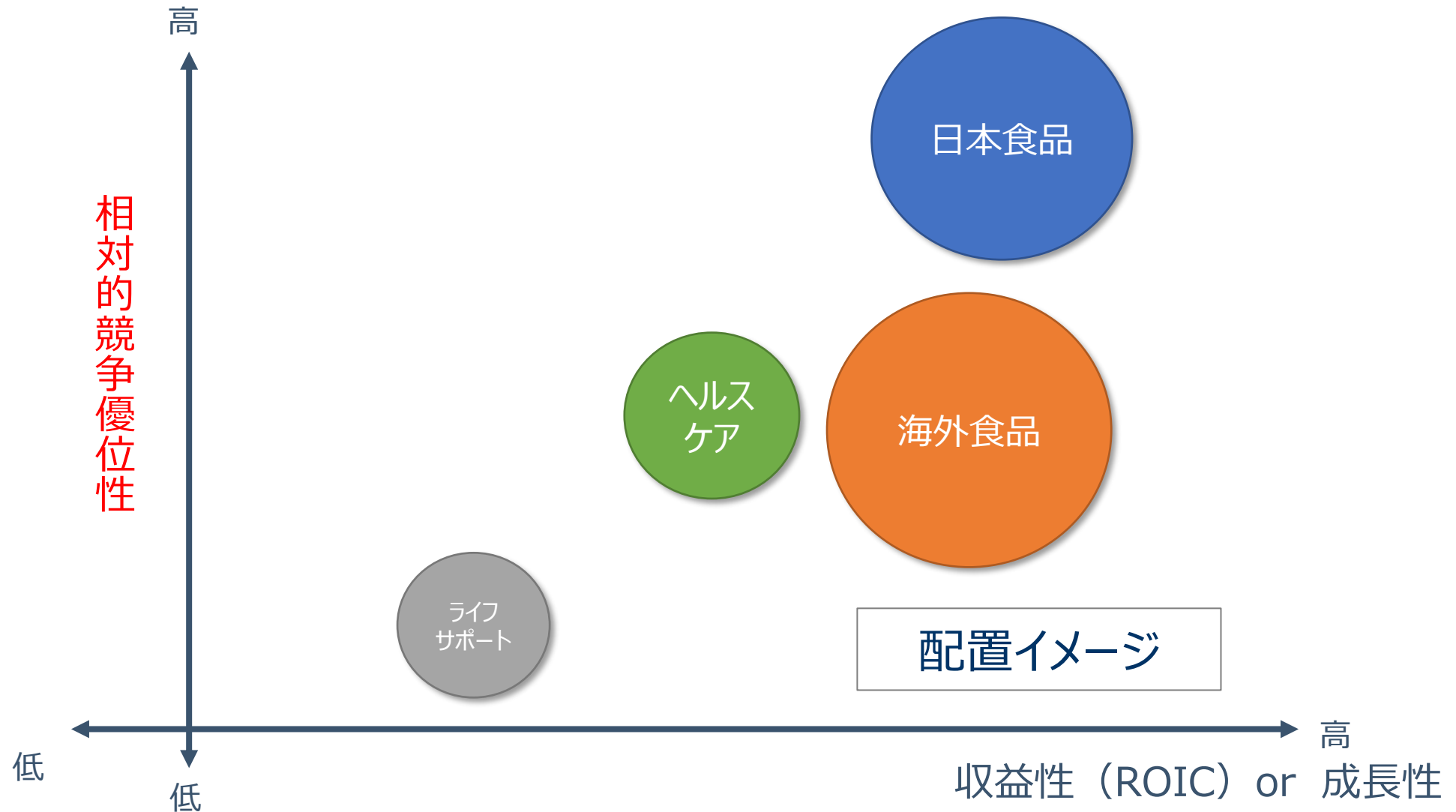
# 「成長性」と「収益性」を用いた事業マッピング



## <論点>

- 現実には、市場成長ほどに自社の売上が成長するとは限らない（業界並みの収益性確保が叶うとも限らない）  
⇒対象事業の将来的な価値向上可能性を評価するには、別軸による評価も加える必要ありとの認識

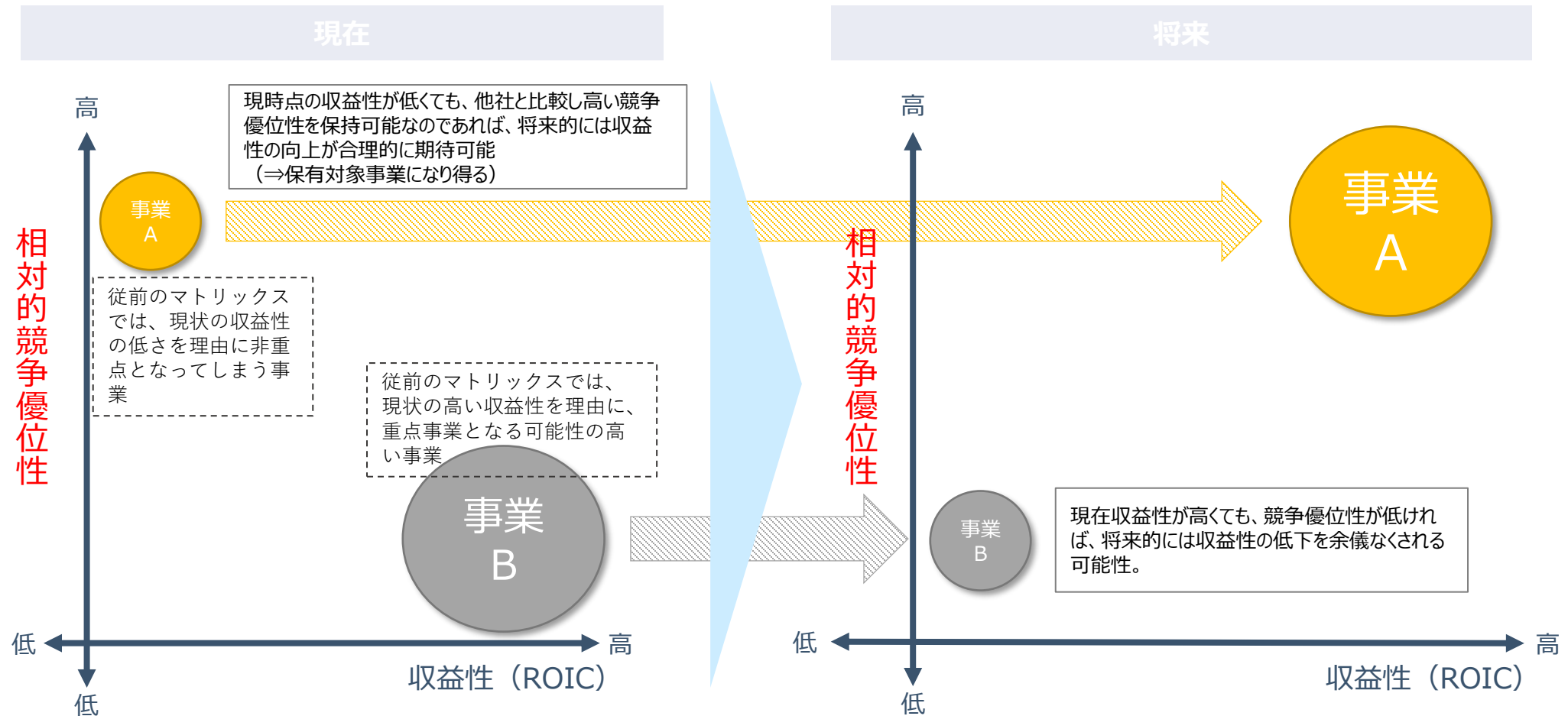
# 「相対的競争優位」を主軸に据えた事業マッピング



将来事業価値の根源的ファクターを成す「競争優位性」を評価軸に加えることで、「成長性」・「収益性」による評価を有機的に補完することが可能（理由は次ページ）



# 「相対的競争優位性」を主軸に据えた動的 (現在⇒将来) 事業マッピング

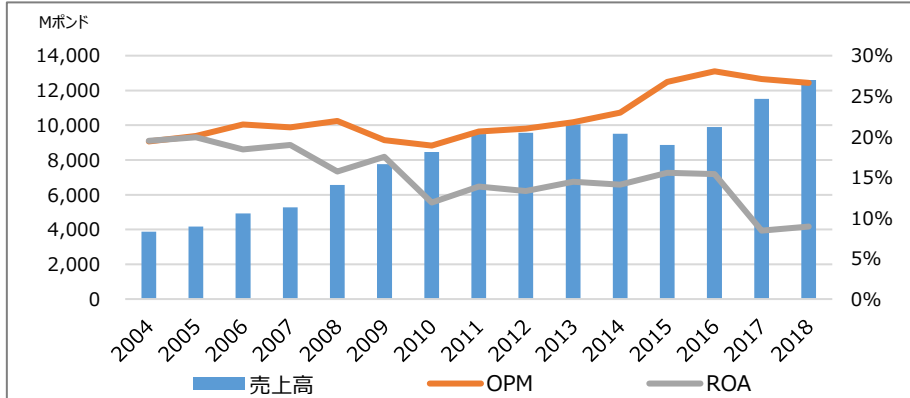


➤ 市場が拡大すれば自ずと売上高や収益性が改善するといった保証は無く、競争優位を持つ市場で戦うことが事業運営上重要

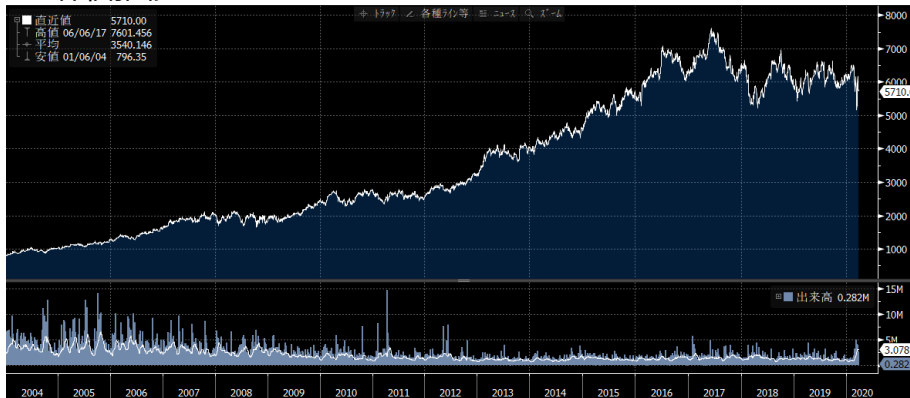
# 「相対的競争優位性」を軸に戦略を練るグローバル企業の事例

## レイトハンナー・グループ（英国）

### ＜業績推移＞

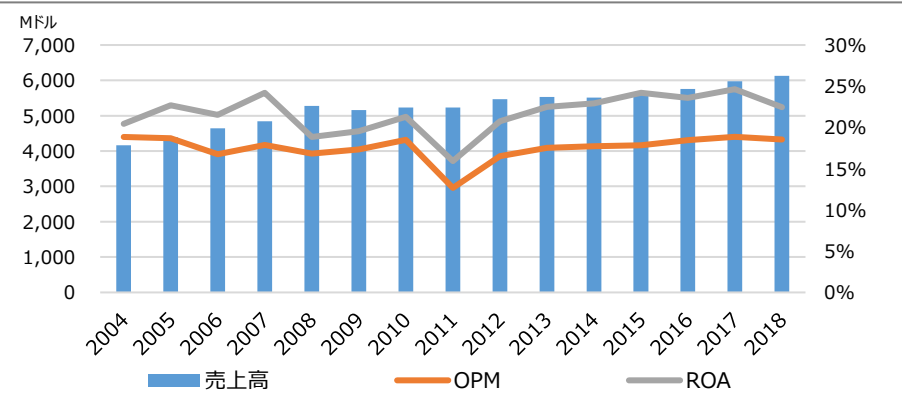


### ＜株価推移＞



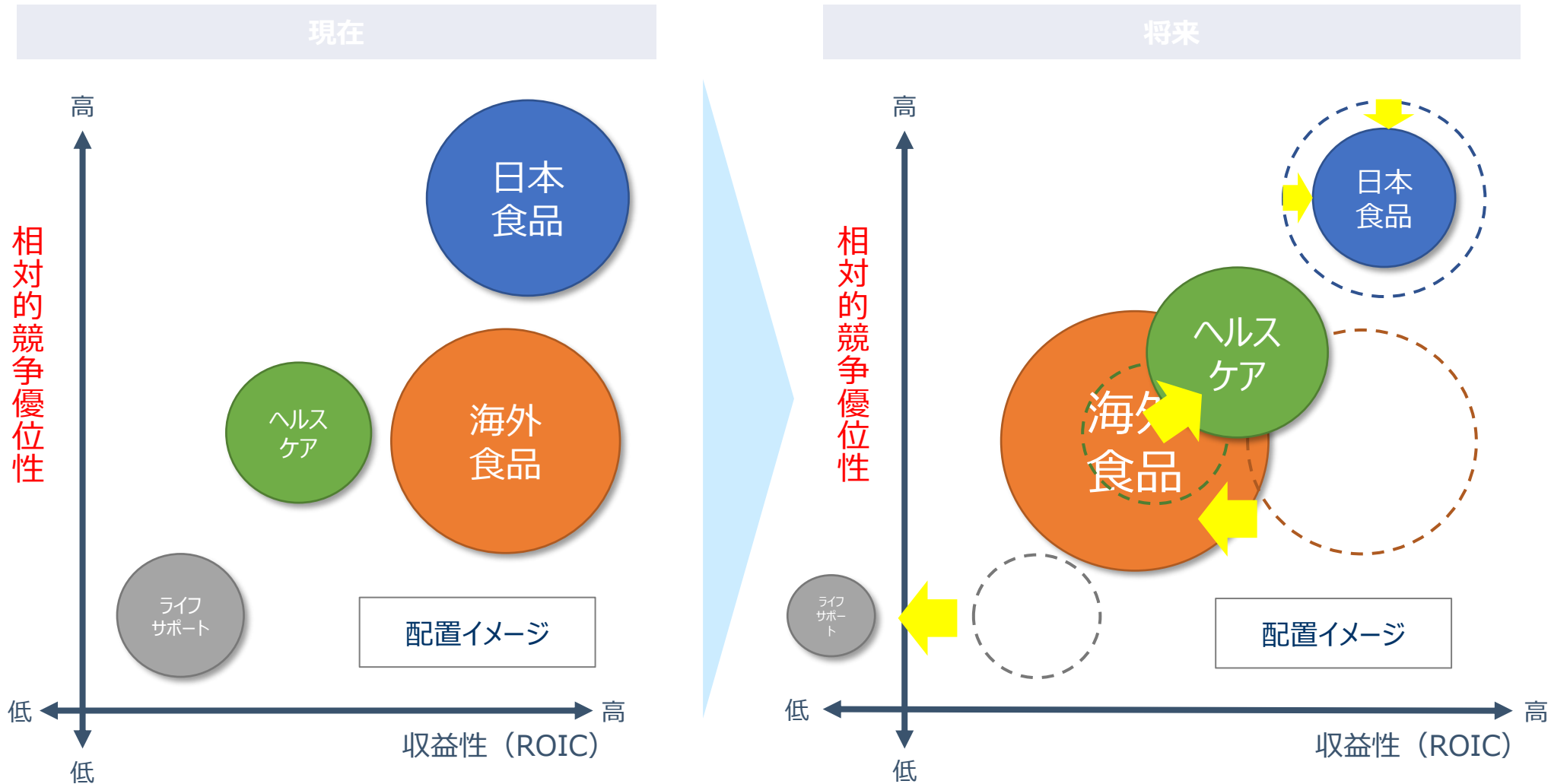
- 売上高 £ 12.6B、OPM26.7%、時価総額 £ 40.5B
- P&G等のメガブランドとは異なり、単なる日用品ではなく、自社の競争優位性の生きる薬と日用品の中間的な商品カテゴリーに特化し競争の軸をずらすことで、高収益を享受しているグローバル日用品企業

## クロックス（米国）



- 売上高 \$ 6.1B、OPM18.5%、時価総額 \$ 20.7B
- 取扱商品（漂白剤、ゴミ袋等）と進出地域（中国でなくアルゼンチン等を選択）の両面で、勝てる市場のみで戦うことを事業戦略とすることで高収益を享受している米国日用品企業

# 「相対的競争優位」を主軸に据えた事業マッピング（御社ケースイメージ）



# 持続的な企業価値増大の実現のための3要素



# (参考) 貴社の事業ポートフォリオ再編の考え方

## ■ 重点事業にポートフォリオを集中




- 1** 非重点事業は、FY22までに再編
- 2** 成長性/効率性に課題がある事業は、FY22までに見極め、FY25までに再編




**X (旧Twitter)**  
@okunokazushige

奥野一成個人アカウント。個人の長期厳選投資実践のために投資や強靱な企業について発信していきます。



**Note**  
【NVIC】農林中金バリューストメンツ

各種講義イベントの書き起こしレポート、アナリストによるコラムなどを通じて、NVICの考え方をより理解していただくとともに、「投資」を身近に感じていただくことを目的としています



**VOICY**  
教養としての投資チャンネル

奥野一成個人アカウント。投資家の思考法について対談や投資に関するニュース、相場観など、Twitterよりも深掘りした形でパーソナリティとしてラジオ配信を行っています。





## 長期厳選投資が社会のためになるという確信

株式投資とは会社のオーナーとなり、会社を通じて社会へ貢献していくこと。

その信念に基づいて投資ファンドを運営しているのが、農林中金バリューインベストメンツだ。

オーナーシップ精神を広めたいとの思いから、若い世代への金融教育にも力を入れる。

投資家が語る「長期」という概念の重要性とは。



### 【佐藤優さんプロフィール】

1960年、東京都生まれ。85年同志社大学大学院神学研究科修了。2005年に発表した『国家の罫 外務省のラスプーチンと呼ばれて』（新潮社）で第59回毎日出版文化賞特別賞受賞。『自壊する帝国』（新潮社）で新潮ドキュメント賞、大宅壮一ノンフィクション賞受賞。『獄中記』（岩波書店）、『交渉術』（文藝春秋）など著書多数。





前編

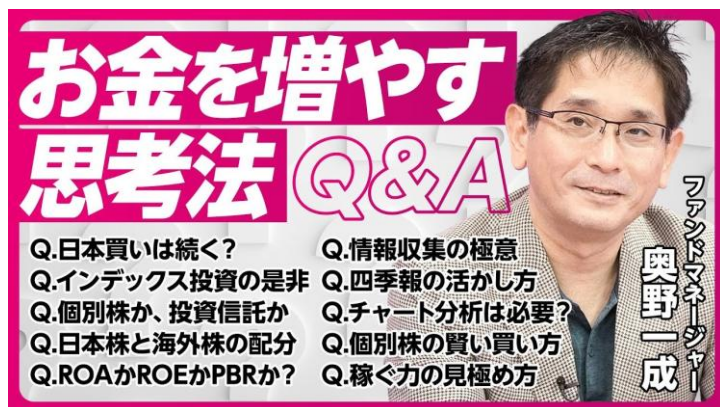


後編



テレビ東京の朝の経済金融ニュース番組「モーニングサテライト」豊島晋作キャスターとテレ東BIZにて対談しました！

2023年6月末時点で、視聴回数は前編56万回、後編51万回突破！



動画



PIVOTにて、視聴者からの質問に答えるQ&Aセッション「PIVOT INTERACTIVE」に出演いたしました。  
テーマは「お金を増やす思考法Q&A」！



動画



PIVOTにて、EXITりんたろー。さん、国山ハセンさんを相手に資産運用について熱く解説しています。

2023年7月時点で、視聴回数は103万回突破！



動画



PIVOTにて、投資家の思考法について佐々木さんと対談しています。継続して投資家の思考法を深掘りしていきます。

2023年6月末時点で、視聴回数は51万回突破！

- ✓ 本資料に記載の内容は、企業分析手法の一般的な例示であり、題材として取り上げた企業は弊社が運用または投資助言を行うポートフォリオに現在含まれているとは限らず、ポートフォリオに現在含まれている場合であっても、弊社の現時点における企業分析内容と一致するとは限りません。
- ✓ 本資料は、企業分析手法に関する一般的な情報提供を目的としたものであり、特定のファンドへの出資、金融商品の取得又は投資顧問契約の締結の勧誘を目的としたものではありません。
- ✓ 弊社は本資料を提供することによりその受け手に対して信認義務を含むいかなる義務を負うことにならず、その受け手その他の第三者に対してその内容に起因又は関連して生じる損失及び損害について責任を負いません。
- ✓ 本資料中で使用しているすべての情報は弊社が信頼できると判断した情報に基づいて作成されておりますが、その正確性、完全性を保証するものではありません。
- ✓ 過去の成果は将来における利益を保証するものではありません。
- ✓ 本資料に記載された過去のデータは、将来の結果を示唆あるいは保証するものではありません。本資料に記載された市況や見通し等は、本資料作成時点での当社の見解であり、将来の動向や結果を示唆あるいは保証するものではありません。また、将来予告なしに変更する場合があります。
- ✓ 本資料は、著作権法が許容する「私的使用」（第30条）、「引用」（第32条）等の範囲内で使用する以外においては、弊社に無断で複製及び転載することはできません。