

上場企業のワクワクする野心的な変革目標と経営デザインシートの活用

宮下 修 (ジェイ・フェニックス・リサーチ株式会社 代表取締役 CFA)

Exciting and Ambitious Transformation Goals of Listed Companies and the Use of “Business Management Design Sheets”

Osamu Miyashita

Representative Director, CFA, J-Phoenix Research, Inc.

【要旨】 上場企業が野心的な変革目標を設定し事業戦略を立てて中期経営計画を作成する場合、野心的であるほど、新しい概念やどのように価値創造プロセスが変化していくのか、株主をはじめ多様なステークホルダーに説明することは容易ではない。弊社では、そうした上場企業に対して、内閣知的財産戦略本部が2018年に発表した思考ツール、「経営デザインシート」を軸に、株主価値の創造プロセスの説明方法の体系化に取り組んでいる。本論では、その内容を説明したうえで、実際にその体系で作成した証券アナリストレポートの事例を紹介する。1つの事例で普遍的な結論を持ち出すことは困難であるが、株価インパクトを見る限り一定程度効果があったと言える。この結果をふまえ、さらにSDGsやデジタルトランスフォーメーションの説明方法の体系化を一層進めることで、更なる価値創造プロセスの可視化にさらに取り組んでいきたい。

【キーワード】 経営デザインシート 株主価値 インベスターズリレーションズ 価値創造
上場企業

【Abstract】 When a listed company sets an ambitious transformation goal, formulates a business strategy, and creates a medium-term management plan, the more ambitious it is, the more difficult it is to explain the new concept and how the value creation process will change to shareholders and other diverse stakeholders. For such listed companies, we have been working on systematizing a method of explaining the process of creating shareholder value, based on a thinking tool released in 2018 by the Cabinet Intellectual Property Strategy Headquarters, “Business Management Design Sheets”. Although it is difficult to draw universal conclusions from a single case, the impact on stock prices suggests that it has been effective to some extent. Based on these results, I would like to further promote the systematization of methods for explaining the SDGs and digital transformation, in order to further visualize the value creation process.

【Keywords】 Management Design Sheets Shareholder Value Investors Relations Value Creation
Listed Companies

1. 弊社の事業内容と経営デザインシートの活用方法の概要

1.1. 弊社の事業内容

筆者が代表を務めるジェイ・フェニックス・リサーチ株式会社（以下「JPR」）は、AI/IoTソリューション

をSaaS/ASPで提供する東証一部上場の株式会社スカラ（証券コード4845）のグループ会社として上場企業に対して、①中期経営計画などの事業計画策定支援、②計画の実行のためのデジタルトランスフォーメーション（DX）の実践、③会社の開示資料の作成支援、④事業計画の株主価値へのインパクトを可視化した証券アナリストレポートの作成、等

を提供している。また、そうしたノウハウを活用して投資した上場企業のバリューアップを推進する投資ファンドの運用にも関与している。

1.2. ワクワクする野心的な変革目標作りへの支援のアプローチ

上場企業からの要望で増加しているのは、ワクワクするような野心的な変革目標を作り、実践するプロセスへの支援である。そうしたプロセスを円滑に進めるためには、変革目標の実現に向けた価値創造のメカニズムを全体的に俯瞰し、可視化して多様なステークホルダーとの羅針盤を示し、共創や協働を促進していくことが不可欠となる。こうした動きを促す全体的な価値創造のメカニズムを思考し、可視化するツールとして弊社では、経営デザインシート¹（弊社ではより一般化してバリューデザインシート、「VDS」と呼んでいる）を活用している。

さらに、思考・可視化を円滑化するために、VDSと併用する、JPRが開発した独自の4つの思考ツールを用いている。具体的には、①ワクワクする野心的な変革目標の策定、②持続可能性のある株主価値の向上やSDGsおよびESGの可視化（GCC経営システムTM）、③良い関係性デザイン：ステークホルダーの関係性分析、④DX3領域デザインの4つの領域において、それぞれ独自のツールを利用している。

上場企業の場合には、野心的な変革目標について多様な価値観、投資戦略を持つ株主の賛同を得ることが極めて重要であり、特に②の領域とVDSの連携が非常に重要になる。②の領域の重要性は、SDGsを重視する機関投資家が増加していることから増している。なお、本アプローチは、上場企業だけでなく、成長ステージによってカスタマイズ、簡略化することで、幅広く未公開企業やスタートアップ企業にも応用できるものと考えている。

1.3. 本論の目的

本論では、弊社が利用しているVDSと4つの独自ツール、合計で5つのツールによる体系を説明し、

弊社が実践するVDSを活用したワクワクする野心的な変革目標作りと価値創造メカニズムを全体的に俯瞰するデザイン、およびその可視化の体系への理解を深めてもらうことを目的にする。ただ、実際のコンサルティング活動は守秘義務等があり、詳細に説明することは困難なため、ケーススタディとしては、すでに公開された上場企業に対するJPRの証券アナリストレポートを利用して理解を深めることにする。

なお、本論は一定程度の株主価値の理論的な理解を持っている読者を対象としており、基本的な専門用語の解説は紙面の制約上省略している。それらの理解を補うためには、章末に挙げた参考文献等を参考にされたい。

2. VDSと4つのツールの体系

2.1. 全体像

JPRでは、野心的な変革目標の作成と実行を支援するうえで、支援フェーズを「探索・構想」フェーズ「実行・深化」フェーズに分けている。

「探索・構想」フェーズでは、価値創造の本質の把握、ステークホルダーと合意できる本質的な課題について把握し、今までの慣習にとらわれずに全体的に俯瞰した事業計画を構想していく。

「実行・深化」フェーズでは、構想を実行し深化させる。そのためには、まずは知財、人財、取引先との関係等の経営資源について最適な組合せをデザインし、およびその関係性を再定義する。今あるもの、目標達成のために今後強化していくものを整理し、関係性の中の情報伝達、相互理解、相互作用の関係を把握し、デジタル化すべき情報をデータのやり取り、分類、分析、意思決定支援のロジック、それらを支えるデータベース設計等のDXをデザインしていく。

以上の2つのフェーズにおいて、VDSと4つの独自ツール、合計5つの思考ツールを用いている。以下が、フェーズごとの思考ツールの概要である。★がついているツールが独自ツールである。

図表 1 JPR の野心的な変革目標の策定・実行支援体系

探索・構想			実行・深化	
価値創造の本質を把握	課題の把握	今までの慣習にとらわれない構想	組み合わせの再定義	DXの本質を追求
①野心的な変革目標の設定シート★ 野心的な変革目標の内容を簡潔に記載 ②バリューデザインシート ③GCC経営システム™★ SDGs, ESGの視点（外部性を取り込み）で株主に対する説明ストーリーをデザイン。魅力ある株主価値の創出ストーリーをデザイン			④良い関係性デザイン★ 重要なステークホルダーの関係性をデザイン ⑤DX3領域デザイン★ 顧客インターフェース層/ビジネスロジック層/データアクセス層における人とAI/IoTの最適な協働と情報ループ	

J-Phoenix Research Inc All Rights Reserved. ㊞ 2021

2.2. 野心的な変革目標の設定シート

VDSを作成する前段階として、コンサルティング先の上場企業の経営トップや次世代を担う若手社員と、まずは野心的な変革目標の設定シートの作成を行う。内容としては普遍的なミッション・ビジョンからなる「①目指す方向性」、それを実現する「②

成長モデル」、未来に達成する姿を描く「③目指す変革と未来の社会像」の3つの内容を記載してもらう。具体的なシートのイメージは以下の表である。これにより、野心的な変革目標とそれを達成するための全体像について合意する。

図表 2 野心的な変革目標の設定シート

①目指す方向性	ワクワクするキャッチフレーズを記載 - 誰の、どのような目的のために貢献するのか？ - その結果、どのような社会にしたいのか？
②成長モデル	わかりやすい成長モデルとそのカギ要素となる戦略・戦術を記載 - 目指す方向性を達成するために、どのような独自サービスや製品を提供するのか？ - その価値提供のためにどのような事業チェーンを構築するのか？ - すべての利害関係者にとっての発展・成長、良好な関係性、信頼の構築をどのようにバランスさせるのか？
③目指す変革と未来の社会像	だれもがワクワクする未来の社会像を言語化 - 最終的に、顧客、産業、社会の中でどのような未来の社会像の達成をめざすのか？ - その中で、顧客、産業、社会と事業の関係はどのようなものになっているのか？ - 幅広い関係者がワクワクする未来像、改善、発展、進化しつづけていく発展ストーリーはどのようなものか？

J-Phoenix Research Inc All Rights Reserved. ㊞ 2021

参加メンバーおよびJPRのコンサルタントも一緒に作成し、その内容の集合知を集約していく。ここでのポイントは、社長も一若手社員もそれぞれがワクワクするものをゼロから内発的、自発的に作り上げることである。JPRの役割はあくまでコーチングであり、外発的な働きかけは極力排除する。ワクワクという感覚は非常に内発的、主観的であるが、そのために、ワクワク感を意識することで、各人の個性や価値観による多様な視点から思わぬ革新的なアイデアがでてくることが期待される。その革新性を重視していくことが重要である。順番としては、図表2において、①→③→②という形で、未来像を実現するための成長モデルをバックキャスト的に設定する。重視することはまずはラフに全体像を俯瞰するイメージをプロジェクトメンバー全員で共有することである。最終的には対話をかさね、1つのシー

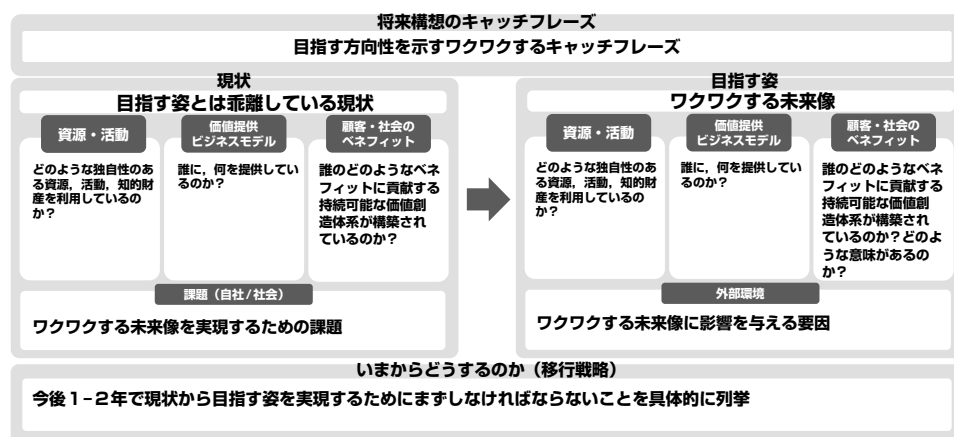
トに各人の思いを反映したその組織ならではの「ワクワク」が集約された整合的、体系的なものにしていく。

弊社の経験からみて、VDSの前に、野心的な変革目標の設定シートを利用すると、ワクワクする「野心的な変革目標」に対する意識がフォーカスされ、全体像を俯瞰する羅針盤がプロジェクト参加者の共通基盤として認識される効果が期待される。この共通基盤が構築されることでVDSの運用が円滑になると考えている。

2.3. VDS-バリューデザインの可視化

弊社では、経営デザインシートを多少アレンジした簡易的なVDSを利用している。以下の表がその概要である。

図表3 VDSとその時間的な展開



複数のVDSの内容を集約し整合性のあるストーリーを作り上げ
 時間軸、空間軸、概念軸でマッピング

		空間軸・概念軸	
		フォーカス	広い
時間軸	1-2年	最優先	2-3年後
	3-5年	2-3年後	3-5年後

野心的な変革目標を実行する全体的・俯瞰的な価値メカニズムについて、VDSを用いてより解像度の高いストーリー展開を構築していく。VDSも各参加者、JPRのコンサルタントがそれぞれ作成し、それらをワークショップ的に発表しながら、内容を精査していく。内容については、複数のVDSを見て、時間軸（短期、長期）、空間軸（地理的な集中・分散）、概念軸（事業や製品サービスの広がり）で整理していく。短期的、空間的、概念的にフォーカスしたものが一般的には取り掛かりやすいため、そこにまずは集中し、その後、長期的で、空間的、概念的に広いものについて、事業展開のしやすさや依存関係から整理していく。

2.4. GCC 経営システム™

2.4.1. 株主価値の向上とSDGsの貢献の同時達成

弊社では、上場企業のコンサルティングにフォーカスしているため、バリューデザインした中期経営計画が、どのように株主価値やSDGsにつながっていくのかを可視化することが極めて重要な視点となる。株主価値の向上とSDGsへの貢献の同時達成が求められている。未公開企業でも外部資金調達の際にはこのアプローチが重要になる。

この達成のプロセスを可視化するのが、JPRが開発したGCC経営システム™のフレームワークである。このフレームワークでは、バリューデザインの内容を株主価値とSDGsに共通している要素との関連性を可視化していく。

株主価値とSDGsに共通している要素を考えるうえで、重要になるのが「持続可能性のある発展」という視点である。「持続可能性のある発展」の要素を、「Growth」「Connection」「Confidence」の3つに分類し体系化したのがGCC経営システム™である。GCCは3要素の頭文字を表現している。

2.4.2. 定性的な3つの視点

3要素についてさらに説明していく。第一が

「Growth」の視点である。「持続可能性のある発展」により、売上成長や人類の進化、新たな知識の獲得など何らかの「成長」に寄与するものと考えられる。英語で言えば、Growthと言えよう。

第二が「Connection」の視点である。目的にそって効率よく利用する資源を最小化し、社員が一丸となって連携し、そこから得られる付加価値を最大化し、かつ社会発展や自然環境の保全という、事業活動の基盤とのつながりを最適化していくことが求められる。これらをバランスよく実現すれば、社会発展や自然環境の保全を実現しつつ高い資本収益性を達成し、株主価値の向上も達成していくことが可能となる。このような視点は一言で言えば「つながり」、英語で言えば、「Connection」と表現できる。

第三が「Confidence」の視点である。事業リスクや利益変動リスクが少なく、コンプライアンスに問題がなく、財務基盤もしっかりしていることでより「持続可能性のある発展」を実現できる。また、そうした企業はリスクが低くなるために債権者や投資家が要求するリターン、別の言葉で言えば、株主価値の重要な要素である資本コストも小さくなる。このような視点は一言で言えば「信頼」、英語で言えば、「Confidence」と表現できる。

以上の3要素を体系化したGCC経営システム™と呼ぶ思考ツールを用いて、野心的な変革目標の株主価値やSDGsとの関連性の可視化を行っている。なお、以上の視点は人間の欲求の段階説と連動している。

VDSデザインした価値創造のストーリーについて以上の3つで整理し、成長と収益性とリスクの、バランスがとれているかどうかをチェックすることが可能になる。成長だけで、関係性が問題な企業は持続性が担保できない。いくら信頼性が高くても、まったく成長しないとステークホルダーの賛同は得にくい。3つがバランスしていることが、持続的な発展のためには不可欠である。

以上の考えを株主価値、SDGsおよび個人の欲求（幸せ）との関係でまとめたのが以下の図である。

図表 4 GCC 経営システム™



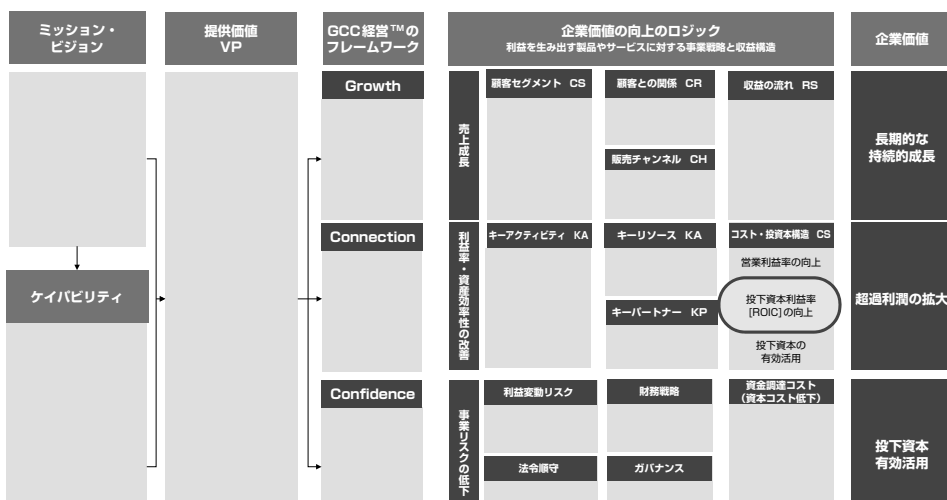
2.4.3. 定性的な視点と定量的な視点の融合による財務モデルへの統合

Growth・Connection・Confidence の定性的な視点を、株主価値の定量的な視点につなげるのが以下の図表で示したツールである。左から右へ徐々に定量的な視点へと連携させ、最終的には、売上成長、投

下資本利益率、資本コストの定量的な予測にストーリーとして連携させていく。

以上のストーリーの連携をベースに、10 年程度の売上高成長率、投下資本利益率（ROIC）、WACC の推計を行い、後述するような「超過利潤法」を用いて株主価値を推計する。

図表 5 定性情報を定量的情報へと統合するフレームワーク

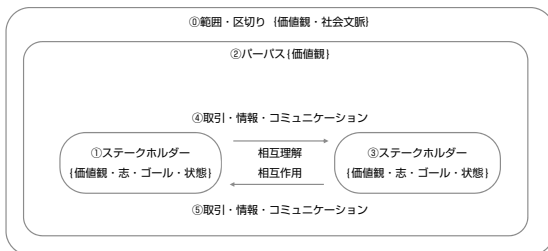


2.5. 良い関係性デザイン：ステークホルダーの関係性分析

実行・深化のフェーズにおいて、JPR ではステークホルダーの関係性を整理していくことが重要と考えている。そのときは、関係性をセットで考えてそこで達成される、ステークホルダーの共通の目的（ここでは「パーパス」と呼ぶ）が重要になる。各ステークホルダーを対象として、それらが持つ価値観やゴールなどの状態も把握するが、より重要なのは関係性により何を達成するかという視点である。関係性の連鎖により価値創造が実現していくというイメージを持つことが重要である。関係性を結びつけるのがデジタルな情報であり、その円滑な流通をデザインしていくことが DX の役割となる。

そのために、JPR では、VDS や GCC の中で特に重要なステークホルダーの関係性を以下の図を用いて可視化していく。

図表 6 良い関係性デザイン



この図は、2つのステークホルダーを例に示している。それぞれに独自の、価値観、志、ゴール、状態があるが、関係性によって共に目指すパーパスが何かを言語化する。そのパーパスを実現するための2つのステークホルダーの間の取引・情報・コミュニケーションがどのようになされ、どのように相互理解、相互作用がなされるのかを整理していく。

2.6. DX3 領域デザイン

DX は、経済産業省によると「企業がビジネス環境の激しい変化に対応し、データとデジタル技術を活用して、顧客や社会のニーズを基に、製品やサービス、ビジネスモデルを変革するとともに、業務そのものや、組織、プロセス、企業文化・風土を変革し、競争上の優位性を確立すること」と定義されている。この定義を実践する DX を進めるうえでは、これまで整理してきた内容を、顧客インターフェース層、ビジネスロジック層、データアクセス層において、A.何をどのようにデジタル化するのか？ B.だれとどうつながるのか？ C.どのようにデータ蓄積していくのか？ D.どのように分類、比較、予測、判断、意思決定するのか？ E.どの順番で何を開発し、どう運用し、どう発展し、どう管理していくのか？という問いかけに基づき要件定義につなげていく。このデザインのためのインプットが、2.5 で説明した「良い関係性デザイン」となる。

図表 7 DX3 領域デザイン

①顧客インターフェース層	②ビジネスロジック層	③データアクセス層
➤ 顧客にとって使いやすいデザイン ➤ WEBコミュニケーションツールを駆使した円滑なやり取り ➤ コールセンターなどのカスタマーサポートとの最適連携	➤ 野心的な変革目標を達成するためのステークホルダーの間の関係性をデザインし、取引のトランスアクションを円滑に設計。 ➤ 各プロセスにおいて最適なリソースや活動を提供するためのAIやビジネスロジックを利用した推論エンジン	➤ ①と②で発生するログ、トランスアクションデータ、及びマスターデータを最適に、情報漏洩なく、また改ざんが不可能な形で、クラウドや自社サーバーで最適なデータベースで保存
A. 何をどのようにデジタル化するのか？ B. だれとどうつながるのか？ C. どのようにデータ蓄積していくのか？ D. どのように分類、比較、予測、判断、意思決定するのか？ E. どの順番で何を開発し、どう運用し、どう発展し、どう管理していくのか？		

3. 東証一部上場企業、株式会社クロス・マーケティンググループの事例

3.1. 全体像と株価効果

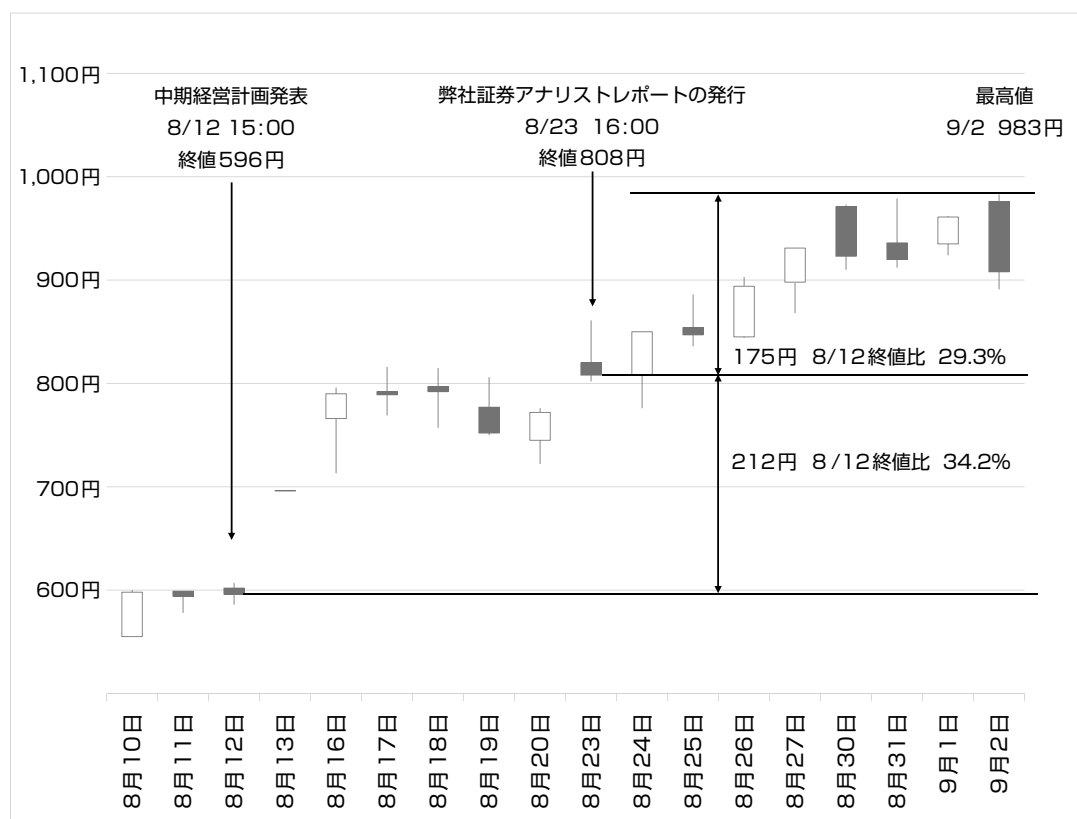
以上のフレームワークで評価し、証券アナリストレポートを開示した事例で、東証一部上場企業、株式会社クロス・マーケティンググループ（以下「CMG」）を取り上げたい。CMGは、2021年8月12日15:00に、「中期経営計画『DX Action 2024』の策定に関するお知らせ」を開示した。内容は今後マーケティングで進行する企業のDXの動きを、戦略策定からITツールの作成までワンストップで支援し、10兆円の市場規模の領域でリーダーとなるという極めて野心的な目標であった。

JPRでは、その内容をこれまで示したフレーム

ワークで整理し文章化し8月23日16:00に証券アナリストレポートを発行した。その内容は、Yahooファイナンス、Bloomberg、トムソン・ロイターなどにより全世界に配信された。

株価は、以下の図で示したように、8月12日終値では596円であったが、8月23日終値では808円、その後9月2日までに最大983円まで上昇した。そもそも中期経営計画のバリューデザインが評価されていたが、さらにその内容をJPRがVDSなどのツールにより定性的、定量的に可視化したことにより、一段と株価の上昇に弾みがついたと解釈することができる。なお、同じ期間、日経平均株価は8月23日終値から9月2日高値までで2.1%上昇した。CMGの株価情報は日経平均株価の上昇をはるかに上回るものであった。

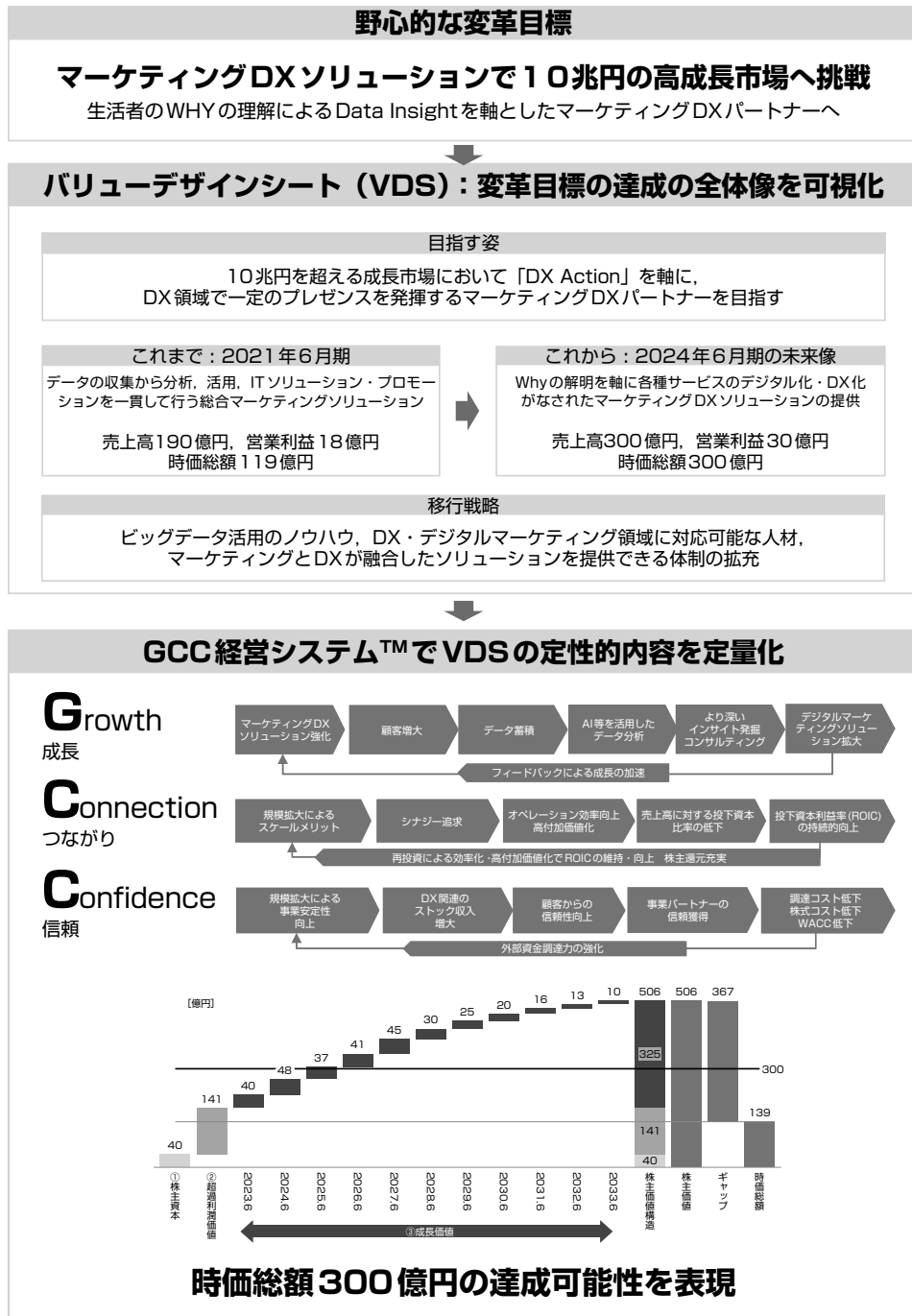
図表8 CMGの中期経営計画・JPRのレポートの開示時期と株価動向



3.2. 3つのツールによる探索・構想ステージの表現
CMGについて、探索・構想のステージの表現における、①野心的な変革目標、②VDS、③GCC 経営システム™による価値創造ストーリーの全体像

を示したのが以下の図である。目標を達成する定性的なストーリーを整理し、GCC 経営システム™で定量化して財務モデルを構築し、最終的な時価総額ターゲット 300 億円の根拠を示した。

図表 9 3つのツールによる探索・構想ステージの表現



株主価値の推計には、「超過利潤法（後述詳細）」を用いた。同法では売上高、投下資本、資本コストの将来の前提をベースに、株主価値を試算する方法で、結果はディスカウントキャッシュフロー法と一致する。これまで見てきた内容、およびGCCの内容にしたがって、図表9のように2032年6月期までの予測の前提で試算した。結果として、2025年6月期において300億円の株主価値を達成する見通しとなった。株価は将来の期待を反映するため、下記的前提をベースにした株主価値が、一年程度の前倒しで時価総額に反映されるとすれば2024年6月期

末には、300億円の時価総額が達成可能となる。さらに10年後程度の成長が織り込まれるとすると時価総額は500億円となる可能性も十分あるとの結論に達した（後述財務モデル詳細を参照）。

3.3. 2つのツールによる実行・深化ステージの表現

実行・深化のステージの表現における、①良い関係性デザイン、②DX3領域デザインの全体像を示したのが以下の図である。①を実現するための②DX3領域デザインの関係性を視覚化した。

図表10 2つのツールによる実行・深化ステージの表現



4. 詳細資料

4.1. VDS

詳細な VDS は以下のように 1 ページを利用して表現した。

図表 11 VDS

A. 目指す姿			
■ 経営理念 ・ 「Discover Something New 未来をつくる」を理念としてお客様の夢を実現する会社を目指す。解決策の提案、実行案の提示まで、お客様の思い描く未来にときめき、それを実現するための全てのプロセスにワクワクすることで未来をつくり出す。			
■ 戦略の特徴		■ 経営方針	
・ 急速に変化する市場環境でポジショニングを明確にするため、デジタルマーケティング事業を成長の軸に据える。グループ内外に対してデジタルシフトを推進する。		・ 10 兆円を超える成長市場において「DX Actionを軸に、DX 領域で一定のプレゼンスを発揮するマーケティング DX パートナーを目指す。	
B.これまで (2021 年 6 月期まで)		C.これから (2024 年 6 月期の姿)	
データの収集から分析、活用、IT ソリューション・プロモーションを一貫して行う 総合マーケティングソリューション		Why の解明を軸に 各種サービスのデジタル化・DX 化がなされた マーケティング DX ソリューション	
■ 資源		■ 資源	
・ 他社メディアとの連携により確保した日本最大級のパネルネットワーク/データ分析・解析ノウハウ/生活者インサイトの発掘ノウハウ/ IT ソリューション（システム開発、IT 人材、アウトソーシング）領域、プロモーション領域にも対応可能なグループ会社/アジア各国、アメリカ、イギリスの海外拠点/M&A のノウハウ		・ 「これまで」に加えて、デジタルマーケティング領域の拡大による総合力	
知財		・ パネルネットワークの進化による生活者 DB を活用した DX・デジタル領域における付加価値	
・ データマーケティング/調査分析/リサーチ手法/M&A のノウハウ		知財	
		・ デジタルマーケティング領域における課題解決のノウハウ	
		・ 生活者の WHY(なぜ)の解明を軸にビッグデータ等と連携した生活者	
		・ パネルのデータ活用ノウハウ	
■ ビジネスモデル		■ ビジネスモデル	
・ ネットリサーチ+オフラインリサーチによる顧客の調査企画内容に沿ったデータ収集サービスの提供/登録モニター管理		・ コンセプト開発、商品マーケティング設計、市場変化の診断、事業機会の発見のマーケティングプロセスをワンストップでサポート	
・ マーケティング活動全般を視野にあらゆる手段で課題解決に貢献するコンサルティング力/データに基づく分析、レポート、コンサルティング、生活者インサイト発掘/専門領域を対象としたソリューションの提供		・ 顧客の課題解決に向けたコンサル/生活者インサイト発掘で意思決定支援/デジタル、IT を中心としたプロモーション/EC、マーケティング支援/IT 人材供給による IT ビジネス支援/SaaS 商品の提供/ AI デスクリサーチ/AI マatchingプログラム	
・ 大規模パネルネットワークを活用したプロモーション・WEB プロモーション、顧客獲得サービスの提供		・ EC/D2C 企業に対する総合的な IT ビジネス支援	
・ システムアプリ開発、運用、保守や IT 人材ビジネス、BPO/BPR サービスの連携による IT ビジネスにおけるトータル支援の提供		・ パネルネットワークを活用したデジタルプロモーションに加えて、総合的なデジタルマーケティングサポート	
知財の果たしてきた役割		知財の果たしてきた役割	
・ データマーケティングのノウハウに基づく新サービスの提供、他社との連携/豊富な登録モニターを利用したスピーディーな調査/M&A による事業領域拡大		・ 「これまで」に加え、生活者パネル・データを活用することによる「インサイト事業」の付加価値向上、「デジタルマーケティング事業」のサービス領域拡大	
■ 価値		■ 価値	
顧客セグメント		顧客セグメント	
・ 一般事業会社、調査会社、コンサルティング会社、広告代理店		・ 「これまで」と同じ顧客の中でデジタル課題を抱える顧客が増加/官公庁・学校法人等への領域拡大/東南アジア・欧州での拡大	
提供してきた価値		提供していく価値	
・ 市場の中身や顧客、満足度に至るまで正確なデータの提供/データマーケティング&コンサルティングを掛け合わせた独自のデータ活用支援方法の提供/海外展開のニーズに応える幅広いリサーチネットワーク/大量のユーザーアクセスに応える WEB/アプリの開発・保守・運用/アンケートによるプロフィール/回答データを起点とした効率の良いプロモーション、顧客獲得		・ 「これまで」に加えて、デジタル課題に特化した顧客へのサービスが拡大/「生活者の WHY(なぜ)の解明」を軸によりマーケティング実行支援のサポートの精度・効率向上	
提供先から得てきたもの		提供先から得るもの	
・ 創業以来培ってきた信頼/豊富な登録モニター/リサーチネットワーク		・ 「これまで」に加えてデジタルマーケティング領域におけるプレゼンスを発揮	
■ これまでの外部環境		■ これからの外部環境	
・ ネットリサーチ市場の市場規模は安定して拡大傾向にある		+ ・ DX 対応ニーズの増加	
+ ・ IT ソリューション、WEB プロモーション市場の高成長の継続		・ デジタルマーケティングニーズの増加	
・ 個人情報保護法による圧力		- ・ 低い参入障壁による競争の激化	
- ・ WEB/IT 技術の進化によるサービスの陳腐化		・ デジタルマーケティング市場における競合企業との資本力の差	
■ 現状の課題		■ 移行への課題	
・ ニーズの変化、多様化への対応力		・ デジタル・DX 領域の強化に必要な採用・人材育成	
・ 事業を横断したビジネス連携		・ 生活者パネル・DB の進化及びシステム対応	
・ ビッグデータ等の専門人材の採用力		・ サービスのワンストップ化	
D.移行戦略			
■ C.に移行するための必要な経営資源		■ C.に移行するための必要な経営資源を獲得するための解決策	
・ ビッグデータ活用のノウハウ		・ リアルな行動データ分析サービスの提供推進	
・ DX・デジタルマーケティング領域に対応可能な人材		・ 外部企業との連携によるデジタルマーケティングサービスの拡張	
・ マーケティングと DX が融合したソリューションを提供できる体制		・ 「DX/デジタルマーケティング領域」における専門人材の採用強化/M&A を含めた事業・サービス提供領域の拡大	

4.2. 株主価値算定根拠～財務モデルの詳細、超過利潤法の説明

定性情報を定量化していくストーリーの具体的な内容を示したのが以下の図である。

図表 12 詳細な GCC 経営システム™

目指す姿	GCC経営システム™の フレームワーク	企業価値の向上のロジック 利益を生み出す製品やサービスに対する事業戦略と収益構造			株主価値 の展望	
ミッション 「Discover Something New」に 基づき、お客様の未来を描くための 解決策の提案、実行案の提示を行 う 新しいサービスメニューの開発・提供 やその他の全く新しいビジネスモデル の創造を行う 社会やその他ステークホルダーから 常に信頼される経営を行い続け、 広く社会に貢献する事業やサービス を創造する	Growth デジタルマーケティング 事業に軸を据えた 「マーケティング DX ソリューション」の提供 で成長 インサイト関連市場 で10兆円市場を視 野に成長推進	売上成長	顧客セグメント 一般事業会社のすべ てのマーケティングプロ セスに関するリサーチ、 コンサルティング。 特にマーケティング DX にフォーカスし、IT、 WEB アプリ等も支 援。 D2C 企業が重要なタ ーゲット	顧客との関係 企業のマーケティング に関連するすべての 部門 販売チャンネル WEB 集客 直接営業	収益の流れ 調査、コンサルティ ング案件ごとの収入 。WEB/アプリなど のシステム受託開 発案件ごとの収入 IT サービス/マーケ ティングサービスの提 供/保守/運用によ る継続的収入 サブスクリプションや SaaS 等でのストック 収入	持続的成長 市場環境からみて中 期経営計画の 2024 年 6 月期の目標 300 億円は十分達成可能 その後もデジタルマー ケティング関連、DX 関 連で高い成長が期待
ビジョン 「Just Go For It」を掲げ、クライ アントのために良いと思つたことは積極 的に行動へ移す 「デジタルマーケティング事業」の成 長を軸に据えて、顧客のビジネス を成功に導く未来を創造する 「マーケティング DX パートナー」とし て継続的な企業価値拡大を目指 す	Connection ワンストップソリュー ションの提供により各事 業の連携を強化 顧客のマーケティング DX のすべてのプロセ スを支援することで 顧客との関係を強化 データフィードバックで ソリューションの改善 サイクルを親展		利益率・資産 効率性の改善	キーリソース 国内最大級のパネル ネットワーク。データ解 析ノウハウ。データマ ーケティングノウハウ リサーチノウハウ。プロ モーションノウハウ WEB、DX 支援ノウ ハウ、UI/UX ノウハウ M&A ノウハウ キーパートナー 連携先メディア 連携先パネルプラット フォーム	キーアクティビティ 分析サービスの診 断から運用までの 一連化 集計運用の刷新/ シームレスな BI 接 続/プラットフォーム 連携 社内向け/クライ アント向けのリサーチ 関連システム構築 リサーチパッケージの SaaS 商品化 フィールドワーク部 門の独立/強化	コスト・資本構造 高付加価値化で 利益率は改善へ 2027 年 6 月期程 度には営業利益が 11%へと改善へ 投下資本利益率 (ROIC) は 2027 年 6 月期に は 31%弱へ 機動的な投資が収 益化し資本効率性 は長期的に改善可 能性があるが、保 守的に現在の 24%程度維持
ケイパビリティ 戦略的な M&A により獲得したグル ープ会社各社及び海外拠点による マーケティングリサーチ、デジタルソ リューションに関する総合力 創業以来蓄積されたデータ分析、 インサイト発掘に関する知見・ノウ ハウ。それをベースにしたコンサルティ ング、マーケティング施策を実行する DX 支援力	Confidence 調査・分析にとどま らず、その先のビジネス 実行の意思決定ま で支援することで、柔 軟でアジリティある企 業活動。時代や環 境の変化/変動にあ わせ、常に対応でき る柔軟な組織/人材 業容拡大による業 績の安定化	事業リス クの低下	事業リスクの低下 業容拡大による業績 の安定性の向上 顧客との信頼関係の 構築	ESG リサーチ、デジタルマ ーケティングを通じた SDGs に直接的ある いは間接的に貢 献する事業会社の 活動、持続可能な 消費と生産のバタ ーンを確保する 財務リスク 規模の拡大による 収益性の向上、安 定性の向上で財務 リスク低下 M&A ノウハウの高 さによる高値掴みの 回避	資本コスト 現状は、加重平均 資本コスト (WACC) は 7.4%程度と推計	投資リスクの減少 今後の規模の拡大、顧 客リレーションの強化か ら、WACC は 1 割程度 低下し、6.7%程度にな ると前提

出所：JPR 作成

以上で整理した内容にもとづき、株主価値を試算した財務モデルの概要が以下の表である。

図表 13 株主価値を試算した財務モデルの概要

	今期	1年後	2年後	3年後	4年後	5年後	6年後	7年後	8年後	9年後	10年後	11年後	12年後
	2022.06	2023.06	2024.06	2025.06	2026.06	2027.06	2028.06	2029.06	2030.06	2031.06	2032.06	2033.06	2034.06
売上高	231	263	300	342	390	444	493	537	576	609	636	660	660
営業利益	19.0	23.9	30.0	35.3	41.5	48.8	54.3	59.1	63.3	66.9	70.0	72.6	72.6
営業利益率	8.3%	9.1%	10.0%	10.3%	10.7%	11.0%	11.0%	11.0%	11.0%	11.0%	11.0%	11.0%	11.0%
売上高成長率	21.0%	14.1%	14.1%	13.9%	13.9%	13.9%	11.2%	8.9%	7.1%	5.7%	4.6%	3.7%	0.0%
NOPAT マージン	5.7%	6.3%	6.9%	7.2%	7.4%	7.6%	7.6%	7.6%	7.6%	7.6%	7.6%	7.6%	7.6%
投下資本売上高比率	24.3%	24.3%	24.3%	24.3%	24.3%	24.3%	24.3%	24.3%	24.3%	24.3%	24.3%	24.3%	24.3%
WACC	6.7%	6.7%	6.7%	6.7%	6.7%	6.7%	6.7%	6.7%	6.7%	6.7%	6.7%	6.7%	6.7%
ROIC=NOPATマージン×投下資本売上高比率	23.5%	25.9%	28.5%	29.4%	30.4%	31.4%	31.4%	31.4%	31.4%	31.4%	31.4%	31.4%	31.4%
ROIC/WACC (1 円の元手を創出する価値)	Y3.5	Y3.9	Y4.3	Y4.4	Y4.5	Y4.7	Y4.7	Y4.7	Y4.7	Y4.7	Y4.7	Y4.7	Y4.7
NOPAT	13	17	21	24	29	34	38	41	44	46	49	50	50
投下資本×WACC	4	4	5	6	6	7	8	9	9	10	10	11	11
超過利潤	9	12	16	19	22	27	30	32	35	37	38	40	40
超過利潤×NOPAT-投下資本×WACC	9	12	16	19	22	27	30	32	35	37	38	40	40
各年で創造する価値	141	42	54	45	53	63	44	39	34	29	25	21	0
ディスカウントレート	100%	94%	88%	82%	77%	72%	68%	64%	60%	56%	52%	49%	46%
超過利潤の現在価値	141	49	49	37	41	45	30	25	20	16	13	10	8
投下資本①: 元手	56												
超過利潤価値 (今期の超過利潤の永久価値) ②	141												
成長価値 (超過利潤の増加分の現在価値) ③	325												
非事業資産価値④	23												
企業価値=①+②+③+④	545												
有利子負債⑤	-39												
株主価値	506												

出所: JPR 作成

上記表の算出は、超過利潤法に基づいて行った。超過利潤は、利用している投下資本に対して、投資家の満足するリターンを超えた利益を推計する。その現在価値が「超過利潤価値」となり、超過利潤が成長していく場合は、「成長価値」となる。また、事業に利用されていない資産を非事業資産価値として加算し、理論的な企業価値を推計する。理論的にはディスカウントキャッシュフロー法 (DCF 法) と超過利潤による企業価値推計値は同じになる。本レポートでは、簡易的に次のように計算した数値を用いて超過利潤を計算している。それぞれの算出方法の概要は以下に示した。

- 超過利潤=税引き後営業利益 (NOPAT) - 投下資本×加重平均資本コスト
- 税引き後営業利益 (Net Operating Profit After Tax: NOPAT)=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
- 加重平均資本コスト=税引き後有利子負債利

子率×D/(E+D)+株主資本コスト×E/(D+E)

- 株主資本コスト=0.5%+リスクプレミアム×β
- リスクプレミアムは、JPR が過去の株価動向 5 年間の動き等から独自に試算、5-9% まで企業のリスクに応じて推計
- β=TOPIX と対象企業株価の 5 年間の日次リターンの一次回帰式の傾き
- 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+少数株持ち分

5. 結語

株価は多様な要素が影響し、また企業のコントロール外の市場コンディションなどに影響されるため、本論で示したツールが実際に株価に影響を与えたのかを正確に検証することは容易ではない。ただし、CMG のケースを見る限り、一定程度の可視化による成果があったと考えることができる。

今後さらに、野心的な変革目標の設定のニーズと、その目標が達成する価値創造のストーリーを全体的

に俯瞰し、デザインし、可視化していくニーズは、SDGsも含めて、一層増していくと考えられる。そのようなニーズにどう対応するのかという視点について、CMGにおけるJPRの取り組みが少しでも読者にとって有意義な情報提供となれば幸いである。

注

- 1 「知財が企業の価値創造メカニズムにおいて果たす役割を的確に評価して経営をデザインするためのツール」。同シートは株主価値の創造ストーリーの可視化について有用である。詳細は以下のURLを参照。 https://www.kantei.go.jp/jp/singi/titeki2/keiei_de

[sign/index.html](#)

参考文献

- 伊藤邦雄（2021）『企業価値経営』日本経済新聞出版。
株式会社クロス・マーケティンググループ「中期経営計画『DX Action 2024』策定のお知らせ」2021年8月12日
<https://ssl4.eir-parts.net/doc/3675/tdnet/2015526/00.pdf>
ジェイ・フェニックス・リサーチ株式会社「GCC 経営™ 分析レポート：株式会社クロス・マーケティンググループ、マーケティングDXソリューションで10兆円の高成長市場へ挑戦」2021年8月23日
https://j-phoenix.com/wp-content/uploads/2021/08/3675_crossmarketinggroup_analystReport_JPR_20210823.pdf