

株主ガバナンスと「PDCA」



青木英彦 >>
リサーチアナリスト
メリルリンチ日本証券
hidehiko.aoki@baml.com

+81 3 6225 7633

■ 弊社 Bull's Eye セミナーにて稲田将人氏が講演

3月18日の午前11時30分より弊社主催のBull's Eyeセミナーにて、RE-Engineering Partners 代表の稲田将人氏にご講演いただいた。稲田氏は、豊田自動織機、マッキンゼーなどを経て小売各社に転じ、経営幹部として業務改革を遂行された経験を持つ。稲田氏からは、①多くの日本企業には本当の意味での「経営」が不在であること、②経営とは実践であり、③実践は高速で精度の高い「PDCA」を意味すること、などが示された。

なぜ日本企業に経営が不在なのか

「PDCA」は Plan-Do-Check-Action の頭文字をとったもので、計画（仮説）を立て、実行し、結果を確認（検証）したうえで、やり方を修正（進化）し計画を立て直し・・・、という一連の業務サイクルを指す（次項図参照）。稲田氏によると、このサイクルが多くの企業で機能不全に陥っており、日本企業が市場の変化に対応できず、持続的成長力の減退と収益性の低下を招いているという。言うまでもなく、株価は中期的な利益成長力を映し出す鏡であり、その減退は株主にとっても聞き捨てならない損失である。当セミナーにおいては、その様々な原因について議論がなされたが、そのうちのひとつとして、株主ガバナンスの弱さが指摘された。

株主は経営に何を問わなければならないのか？

経営において「PDCA」が高速で精度高く回っていないのであれば、資本市場参加者がそれを正しく指摘し、追及していく必要があるのではないだろうか。具体的には、「いかなる仮説・計画に基づいて（P）いかなる経営施策を実行（D）したのか」「その結果は、計画に対してどうだったのか（C）？」「その結果を受けて、いかにやり方を変え進化させたのか（A）？」という対話を重ねていくことが必要ではないだろうか。

財務会計偏重からの脱却を

資本市場向けに開示される業績数値は当然、財務会計に基づくものだが、結果としての財務会計数値についての詳細な説明を受けるだけでは、経営力を評価することは難しい。特に、企業買収や設備投資など大きな資本流出を伴う経営施策については、その「PDCA」を資本市場から積極的に問いかけ、建設的な対話につなげていく必要があろう。

>>当該アナリストはMLPF&Sの米国外関連会社の役職員であり、FINRAには登録しておりません。特定の業務管轄地域において本レポートの発行に責任を負っている特定のBofAメリルリンチ企業に関する情報は「その他重要開示事項」をご覧ください。

BofAメリルリンチは、当社が発行する調査レポート中で言及する企業と取引関係があるか、または取引関係を結ぶ意向があります。結果としてメリルリンチに利益相反が発生し、本レポートの客観性に影響する可能性があることを念頭において投資を検討されるようお勧めします。本レポートは投資を判断する際の一つの要素にすぎないことを念頭において投資を検討されるようお勧めします。

3-5頁に重要開示事項を掲載。

稲田将人氏経歴

株式会社 RE-Engineering Partners 代表

早稲田大学大学院理工学研究科修了。米国コロンビア大学大学院コンピューターサイエンス科にて修士号取得

豊田自動織機製作所、マッキンゼーアンドカンパニーなどを経て、アオキインターナショナル（現 Aoki HD）、ワールド、ロックフィールド、日本コカコーラ株式会社、三城、卑弥呼などで経営改革に携わる（代表取締役、役員、事業・営業責任者などを歴任）

2008年8月に株式会社 RE-Engineering Partners を設立

著書：「戦略参謀」、「経営参謀」（ともにダイヤモンド社）

図 1: PDCA サイクルの概要



出所: RE-Engineering Partners 福田将人氏作成

重要開示事項

ファンダメンタル株式投資評価の読み方：株式投資評価は株価変動リスク評価、総合投資収益評価、配当収入評価から構成されています。株価変動リスク評価は潜在的な株価変動の大きさを示します。A=小さい、B=標準的、C=大きい。総合投資収益評価は、アナリストが判断する (i) 絶対ベース予想総合投資収益率、(ii) カバレッジクラスター(詳細は下記をご参照ください)内の他銘柄に対する相対的な投資魅力を反映したものです。投資評価は3段階評価です。1=買い(予想総合投資収益率が10%以上、かつ同一カバレッジクラスター内で投資魅力が最も高い銘柄群)、2=中立(株価は現行水準または上昇が見込まれるが、投資魅力は買い銘柄より相対的に低い銘柄群)、3=アンダーパフォーム(カバレッジクラスター内で投資魅力が最も低い銘柄群)。アナリストは、現在から12ヶ月後までの予想総合投資収益率と、メリルリンチが定めている投資評価配分ガイドライン(下記の表をご参照ください)などを考慮しながら、投資収益評価を付与します。予想総合投資収益率に対するご理解を深めていただくために、現時点の目標株価をご参照ください。目標株価はアナリストが予想する株価上昇(下落)率を反映しています。

投資評価	予想総合投資収益率(投資評価開始日から12ヶ月以内)	カバレッジクラスター*内の評価配分率ガイドライン
買い	≥ 10%	≤ 70%
中立	≥ 0%	≤ 30%
アンダーパフォーム	N/A	≥ 20%

* カバレッジクラスター構成銘柄の投資見通しがより正確に反映されるとBofAメリルリンチリサーチが判断した場合には、投資評価配分が変更される場合があります。

配当収入評価は予想現金配当を表しています。7=配当維持・増配(配当安定性が高い)、8=配当維持・減配(配当安定性が低い)、9=現金配当なし。カバレッジクラスターは単一アナリスト、または担当産業、セクター、地域などが共通する複数のアナリストが担当している銘柄から構成されます。特定銘柄が属するカバレッジクラスターは、同銘柄に言及している BofA メリルリンチの直近レポートをご参照ください。

BofA メリルリンチリサーチ社員(本レポートを作成したアナリストを含む)の報酬には、その他の要素とともに、投資銀行業務による利益を含む Bank of America Corporation 全体の収益が考慮されています。

その他の重要開示事項

MLPF&S またはその関連会社の役職員(リサーチアナリストを除く)は、当該企業が発行する証券または関連証券等を保有している可能性があります。リサーチアナリストはカバレッジ企業の現地視察を行う場合があります。BofA メリルリンチのポリシーは、その現地視察に伴って発生する旅費に関し、リサーチアナリストが当該企業からの支払いを受け取ることを禁止しています。

利益相反に関する BofA メリルリンチ・グローバルリサーチのリサーチポリシーは <http://www.ml.com/media/43347.pdf> (英文のみ)でご覧いただけます。

「BofA メリルリンチ」には Merrill Lynch, Pierce, Fenner & Smith Incorporated (“MLPF&S”)およびその関連会社が該当します。本レポートに関するご質問は、BofA メリルリンチの担当者または Merrill Lynch Global Wealth Management のファイナンシャルアドバイザーにお問い合わせください。

「BofA メリルリンチ」と「メリルリンチ」は BofA メリルリンチ・グローバルリサーチのグローバルブランドです。

BofA メリルリンチの米国外関連会社、および関連会社が作成した調査レポートの配布に関する情報:

MLPF&S は以下の米国外関連会社の調査レポートを米国内で配布しているか、または将来配布する可能性があります(略称、登記社名の順)。Merrill Lynch (France): Merrill Lynch Capital Markets (France) SAS; Merrill Lynch (Frankfurt): Merrill Lynch International Bank Ltd., Frankfurt Branch; Merrill Lynch (South Africa): Merrill Lynch South Africa (Pty) Ltd.; Merrill Lynch (Milan): Merrill Lynch International Bank Limited; MLI (UK): Merrill Lynch International; Merrill Lynch (Australia): Merrill Lynch Equities (Australia) Limited; Merrill Lynch (Hong Kong): Merrill Lynch (Asia Pacific) Limited; Merrill Lynch (Singapore): Merrill Lynch (Singapore) Pte Ltd.; Merrill Lynch (Canada): Merrill Lynch Canada Inc; Merrill Lynch (Mexico): Merrill Lynch Mexico, SA de CV, Casa de Bolsa; Merrill Lynch (Argentina): Merrill Lynch Argentina SA; Merrill Lynch (Japan): Merrill Lynch Japan Securities Co., Ltd.; Merrill Lynch (Seoul): Merrill Lynch International Incorporated (Seoul Branch); Merrill Lynch (Taiwan): Merrill Lynch Securities (Taiwan) Ltd.; DSP Merrill Lynch (India): DSP Merrill Lynch Limited; PT Merrill Lynch (Indonesia): PT Merrill Lynch Indonesia; Merrill Lynch (Israel): Merrill Lynch Israel Limited; Merrill Lynch (Russia): OOO Merrill Lynch Securities, Moscow; Merrill Lynch (Turkey I.B.): Merrill Lynch Yatirim Bank A.S.; Merrill Lynch (Turkey Broker): Merrill Lynch Menkul Değerler A.Ş.; Merrill Lynch (Dubai): Merrill Lynch International, Dubai Branch; MLPF&S (Zürich rep. office): MLPF&S Incorporated Zürich representative office; Merrill Lynch (Spain): Merrill Lynch Capital Markets Espana, S.A.S.V.; Merrill Lynch (Brazil): Bank of America Merrill Lynch Banco Múltiplo S.A.; Merrill Lynch KSA Company, Merrill Lynch Kingdom of Saudi Arabia Company.

本調査レポートは、英国では(金融行為監督機構とブルーデンス規制機構の規則に定められた)機関投資家および適格取引相手に対しては、同国ブルーデンス規制機構から認可を受け、さらに金融行為監督機構とブルーデンス規制機構との監督下にある Merrill Lynch International および Bank of America Merrill Lynch International Limited により発行・配布、また(金融行為監督機構とブルーデンス規制機構の規則に定められた)個人投資家に対しては、アイルランド中央銀行の承認を受け、金融行為監督機構とブルーデンス規制機構の限定規定を受けている(規定の規模の詳細は金融行為監督機構とブルーデンス規制機構から入手することができます)Merrill Lynch International Bank Limited ロンドン支店に発行・配布、日本では同国金融商品取引法に基づく登録証券会社であるメリルリンチ日本証券株式会社により検討・配布、香港では香港 SFC および香港金融管理局の監督下にある Merrill Lynch (Asia Pacific) Limited により配布、台湾では Merrill Lynch Securities (Taiwan) Ltd. により発行・配布、インドでは DSP Merrill Lynch Limited により発行・配布、シンガポールでは同国金融管理庁の監督下にある Merrill Lynch International Bank Limited (Merchant Bank) と Merrill Lynch (Singapore) Pte Ltd. (企業登録番号 前者 F 06872E、後者 198602883D)により、Financial Advisers Regulations で定められた機関投資家および/または適格投資家に発行・配布されています。オーストラリアでは Bank of America N.A., Australian Branch (ARBN 064 874 531) AFS ライセンス 412901(BANA Australia)と Merrill Lynch Equities (Australia) Limited (ABN 65 006 276 795), AFS ライセンス 235132 (MLEA)が、2001 年法人法第 761G 条で定められる「ホールセール」顧客に対し、本情報を提供しています。BANA Australia を除き、MLEA および本情報の作成に係わっているその関連会社は 1959 年銀行法に基づく公認預金取り扱い金融機関ではなく、オーストラリア健全性規制庁の規制を受けているものでもありません。ブラジルにおける本レポートの発行または配布について承認は必要なく、Bank of America Merrill Lynch Banco Múltiplo S.A.は適用される規則に基づいてブラジル国内で本レポートを配布しています。Merrill Lynch (Dubai)はドバイ金融サービス機構(DFSA)の承認・規制を受けています。Merrill Lynch (Dubai)が作成・発行する調査レポートは DFSA の事業規約要件に準拠しています。

Merrill Lynch (Frankfurt) はドイツ国内で本レポートを配布しています。Merrill Lynch (Frankfurt)は BaFin による規制を受けています。

2015-03-19

本調査レポートは MLPF&S 及び/またはその米国外関連会社によって作成・発行されたものです。MLPF&S は米国内で本レポートを配布しており、米国内で MLPF&S の顧客に配布される米国外関連会社の調査レポートについては全面的に責任を負っています。本レポートを受け取られ、そこで言及している証券に関して投資を希望される米国投資家は、海外の関連会社ではなく MLPF&S を通して行われますようお願い致します。香港で本調査レポートを受け取られ、証券取引および証券に関する具体的な助言提供に関してお問い合わせの方は Merrill Lynch (Asia Pacific) にご連絡ください。シンガポールで本調査レポートを受け取られ、レポートから派生またはそれに關する事項に関してご質問のある方はすべて Merrill Lynch International Bank Limited (Merchant Bank) 及び/または Merrill Lynch (Singapore) Pte Ltd にお問い合わせください。

一般的投資に関するディスクロージャー:

台湾で読まれる方へ:本情報に記載されている情報や意見は、いかなる証券やその他の金融商品の取引を勧誘するためのものではありません。本情報のいかなる部分に關しても、BofA メリルリンチの書面による合意がなければ、台湾において、報道機関またはそれ以外の人がいかなる形式でも利用、複製、引用することを禁じます。

本調査レポートは一般情報の提供を目的としたものであり、記載されている情報や意見は特定の証券、その他の投資対象、またはそれに關したデリバティブス(オプション、先物、ワラント、差金決済取引)の売買を勧誘するものではありません。本レポートは個別の投資アドバイスの提供を目的としたものではなく、本レポートを受け取られる方の投資目的、経済状況、あるいは特定のニーズを考慮に入れたものではありません。本レポートで言及または推奨している金融商品への投資、または投資戦略の適正さについては投資アドバイスを受けることをお勧めします。また将来的に予想通りの結果とならない可能性があることをご告知おき下さい。いかなる募集における証券の購入や申し込みについても、本レポートではなく、当該証券に関する既存の公表情報、または当該募集に關した目論見書やその他の募集書類に記載された情報に基づいて決定されますようお願いいたします。

本レポートで言及、またはメリルリンチが推奨、オファー、販売している証券やその他の投資対象は、米連邦預金保険公社による保険付きではなく、(Bank of America, N.A.を含む)いかなる付保預金機関の預金や債務でもありません。一般的に投資は、特にデリバティブス投資は、マーケットリスク、取引相手のデフォルトリスク、流動性リスクなど多くのリスクを伴います。証券、その他の投資対象、デリバティブス商品はすべての投資家に適正というわけではありません。証券やその他の投資対象の価値を算出したり売却することが困難な場合もあり、当該証券やその他の投資対象の価値やリスクに関する信頼のおける情報を得られないこともあります。証券やその他の金融商品からの投資収益は変動する可能性があり、証券・その他の金融商品の価格または価値も変動する可能性があります。元本を割り込む可能性もあります。過去の投資実績は必ずしも将来の投資実績を示唆するものではありません。税制の段階や基礎が異なっている可能性があります。

本レポートには短期トレーディングのアイディアまたは推奨が含まれている可能性があります。これらは当該企業の株価に短期的に影響を与えると予想される、当該企業または市場に關した特定の短期カリストまたは出来事に主眼を置いたものです。短期トレーディングのアイディアおよび推奨は、株式銘柄の長期トータルリターン期待値、および当該銘柄が含まれるカバレッジクラスターその他銘柄に対する相対的投資魅力を反映したファンダメンタル投資評価とは異なり、それに影響するものでもありません。短期トレーディングのアイディアおよび推奨は、ファンダメンタル投資評価より強気の可能性もあるし、弱気の場合もあります。

BofA メリルリンチでは、本レポートで述べられている投資アイディアの実行は投資家の証券またはその他金融商品に対する空売りの環境が整っていることを前提としており、各国・地域における空売り規制により、当該投資行動が制限される可能性があることを念頭においています。本レポートに記載されている空売りに関する投資アイディアの実行に際しては、そうした規制の適用に關して専門家のアドバイスを受けられるようお願い致します。

本レポートで言及している証券および金融商品は為替相場の変動により証券の価値、価格、配当・利息収入の換算において為替差損が発生する可能性があります。ADRを含む当該証券およびその他の金融商品には為替リスクがあることをご告知おきください。

英国で読まれる方へ:財務サービス・スキームを含む英国の規制制度による保護策は、BofA メリルリンチのグループ会社が英国外で行っている事業には適応されません。これらのディスクロージャーは、利益相反の扱いに關する BofA メリルリンチ・グローバルリサーチのポリシーは <http://www.ml.com/media/43347.pdf> でご覧いただけます。

MLPF&S またはその関連会社の役職員(リサーチアナリストを除く)は、当該企業が発行する証券または関連証券等を保有している可能性があります。

MLPF&S またはその関連会社は、本レポート中で推奨している可能性がある証券に關した流通金融商品を定期的に発行しています。MLPF&S またはその関連会社は本レポート中で言及した証券および金融商品のポジション(買いまたは売り)を保有している可能性があります。

BofA メリルリンチは、BofA メリルリンチ・グローバルリサーチ以外の事業体を通じて、本レポート中で提供した情報と整合していない、あるいは異なる結論に達するトレーディングアイディアまたは推奨を行ったか、または行う可能性があります。そうした投資アイディアや推奨は、それを作成した担当者の時間軸、前提、見解、および分析手法の違いを反映したものであり、BofA メリルリンチは本レポートを受け取られた投資家に対して、そうした異なるトレーディングアイディアや推奨に対する注意を喚起する義務を負っていません。

別途の手数料による調査サービスの提供に關して MLPF&S と締結した契約に基づき投資家が本レポートを受領し、これに關して MLPF&S が投資顧問を務めているとみなされる可能性がある場合、そのような状況は MLPF&S と直接契約関係にある投資家のみに係るものであり、(書面にて MLPF&S が明示していない限り)本レポートの配布以上に役割が拡大するものではありません。本レポートで言及している証券の取引を含むいかなる取引の執行に關しても、MLPF&S は証券会社としての役割を担っております。

調査レポートに關する著作権および一般情報:

Copyright 2015 Merrill Lynch, Pierce, Fenner & Smith Incorporated. 無断使用・転載を禁ず。iQmethod, iQmethod 2.0, iQprofile, iQtoolkit, iQworks は Bank of America Corporation. の商標です。iQanalytics®, iQcustom®, iQdatabase® は Bank of America Corporation. の登録商標です。本レポートは BofA メリルリンチの顧客を対象に作成したものであり、レポート全体または一部の如何にかかわらず、いかなる形式であろうとも、BofA メリルリンチの合意なしに転用、転送、または開示することを禁じます。BofA メリルリンチ・グローバルリサーチの調査レポートは、調査レポートを掲載できる社内向け、顧客のウェブサイト向け、およびその他のポータルに同時配信され、公に配布される資料ではありません。無許可の使用または開示を禁じます。本レポートを受領し、読まれるにあたっては、BofA メリルリンチの管轄役職員の許可を事前に得ない限り、本レポートの内容、意見、結論または情報(投資評価、予想、目標株価を含む)を転用、転送、または第三者へ開示しない旨、合意されているものとみなします。

BofA メリルリンチ・グローバルリサーチが作成する資料は公開情報に基づくものです。本資料中に提示された事実や見解は、投資銀行部門を含む BofA メリルリンチの他部門に所属する専門職員による確認が行われたものではなく、それら専門職員が保有する情報を反映するものでもありません。BofA メリルリンチは、BofA メリルリンチ・グローバルリサーチと一部の事業部門との間に情報隔壁を設けています。そのため BofA メリルリンチでは、リサーチレポートにおいて、特定の顧客関係や、当該顧客企業より受け取る報酬については開示していません。本レポートにおいて訴訟案件や法的问题が言及されている場合でも、本レポートは、いかなる法的結論、意見、アドバイスを提供するものではありません。本レポートの内容に關する法的问题については、ご自身の法律アドバイザーにご相談されるようお勧めします。本レポートで言及している企業が関係している訴訟において BofA メリルリンチのグループ会社及び/またはその役職員が原告、被告、共同被告、或いは共同原告となっている場合、BofA メリルリンチ・グローバルリサーチ部員の当該訴訟に關する知識は公開情報に基づいています。本資料で提示されている、いかなる訴訟案件に關する事実や見解も、それら訴訟案件に關した法的措置や法的事項について BofA メリルリンチの他部門の専門職員による確認や協議が行われたものではなく、それら専門職員が保有する情報を反映するものでもありません。

本レポートは、その中で言及している証券の発行体と関係なく独自に作成したものであり、いかなる証券売り出し提案に關しているものでも、あるいは証券発行体の代理者として作成したのもでもありません。MLPF&S、その関連会社、または当該会社に所属するリサーチアナリストのいずれも、発行体の代理として表明・保証を行う権限を一切保有していません。BofA メリルリンチ・グローバルリサーチのポリシーに基づき、調査部員は投資評価、推奨、投資論点を含む調査レポートを発行する前に、発行体による確認のために推奨、投資評価、または投資論点を公表することを禁じられています。

本書で言及している金融商品の税制に關する情報は、いかなるものも税制上のアドバイスの提供を目的としたものでもなく、第三者が税制上のアドバイスの提供に使用することを認めるものでもありません。それぞれの状況に基づき税に關する独立機関から税制上のアドバイスを受けられるようお勧めします。

本レポートで言及している情報(BofA メリルリンチおよび関連会社に關するディスクロージャー情報を除く)は複数の情報源から入手したものであり、その正確性を保証するものではありません。本レポートには第三者のウェブサイトへのリンクが含まれている可能性があります。BofA メリルリンチは第三者のウェブサイトのコンテンツに關して、あるいは第三者ウェブサイトのコンテンツに含まれるリンク先のコンテンツに關して責任を負うものではありません。第三者ウェブサイトのコンテンツは本レポートの一部を構成するものではなく、参照することにより本レポートに含まれるものでもありません。本レポートに含まれるリンクは BofA メリルリンチによる内容支持や BofA メリルリンチとのいかなる関係をも示唆するものではありません。第三者ウェブサイトへのアクセスはご自身の責任において実施してください。第三者ウェブサイトに個人情報提出するときには、事前に当該ウェブサイトの諸条件や個人情報保護規約をご確認されますようお願いいたします。BofA メリルリンチは第三者ウェブサイトの諸条件や個人情報保護規約に対して責任を負うものではなく、いかなる義務を負うものでもありません。

2015-03-19

弊社が調査レポートを配布している法的管轄区域の法律に基づく情報提供制限期間や、調査レポートの発行に関するその他の法的および BofA メリルリンチの方針に基づく制限に準拠することを前提とした上で、投資評価に実勢を反映させるべく、ファンダメンタル株式レポートは必要に応じて継続的に発行されます。

発行済みレポートの中には、証券、金融商品、および/または発行体に関する議論や投資評価がすでに更新されているものがある可能性があります。投資を決定するにあたっては企業や発行体に関する最新調査レポートをご参照していただきますようお願いいたします。

企業や発行体がリストラクティド、アンダー・レビューまたはエクステンディド・レビューに分類されている可能性があります。その場合には、当該企業や発行体(またはその証券および/または金融商品)に関する投資評価が一時停止または一時取り消されることを念頭におき、当該発行体(またはその証券および/または金融商品)に関する分析や投資評価に依存したり、そうした分析や投資評価を売買勧誘とみなしたりしないようお願いいたします。MLPF&S またはその関連会社に所属するセールス担当者やファイナンシャルアドバイザーは、リストラクティド期間やアンダーレビュー期間にある証券や金融商品の売買勧誘を認められていません。エクステンディド・レビュー期間にある証券は、社内規定に基づく場合にのみ売買勧誘が認められています。

BofA メリルリンチおよび BofA メリルリンチの役員または従業員は、本レポートの使用またはその内容から生じうる直接的、間接的または派生的な損害または損失に対して一切責任を負うものではありません。

メリルリンチ日本証券株式会社 調査部
〒103-8230 東京都中央区日本橋 1-4-1 日本橋一丁目三井ビルディング
Tel:03-6225-7600 Fax:03-6225-7656