眠れる無形資産

～Vision is the art of seeing things invisible～

応募区分：高校部門
チームID：SL2002695
チーム名：３人の魔法使い
学校名：大妻中野高等学校
学年：２年
メンバー：福井　凪（リーダー）
川野　桃代
水谷　由夏
指導教員：高村　亮先生

基礎学習

1　私たちの生活に必要な財やサービスを（[1] 生産 ）し、（[2] 分配 ）させ、（[3] 消費 ）することを経済という。財やサービスには、代金を払った人だけが消費を独占できる（[4] 私的財産 ）と、政府が税金等を使って提供する（[5] 公共財 ）とがある。

2　経済活動を行う主な主体には、消費の主体である（[6] 家計 ）、生産・流通の主体である（[7] 企業 ）、行政サービスや公共財の提供などを通して一国の経済活動を調整する（[8] 政府 ）がある。

3　成年年齢の引き下げに関する次の説明文のうち、誤っているものは？　（[9] b ）

a．成年年齢の 18 歳への引き下げに先立って、選挙権年齢の引き下げが行われた。

b．成年年齢の引き下げに伴い、飲酒や喫煙、競馬などの公営競技に関する年齢制限も引き下げられた。

c．親の同意なしで、携帯電話の契約を結んだり、高額商品を買うためのローンを組んだりできるようになる。

d．成年年齢引き下げ後は、いったん結んだ契約を取り消すことができる「未成年取消権」の行使はできなくなる。

4　日本の人口の年齢構成の推移を見ると、総人口に占める 65 歳以上人口の割合を示す（[10] 高年化率 ）は上昇傾向にあり、2000 年の 17.4%から 2018 年には（[11] 28.1 ）%まで増加している。

5　日本では、「働き方改革関連法」が成立し、2020 年 4 月から、*同じ企業・団体で働く正規雇用労働者と非正規雇用労働者*（有期雇用労働者、派遣労働者等）*の間で不合理な待遇差を設けることを禁止する*（[12] 同一労働同一賃金 ）の導入が進められている。

6　「仮想空間と現実空間を高度に融合させたシステムによって経済発展と社会的課題の解決を両立する社会」として注目されている未来社会（[13] Society 5.0 ）を実現するための主な中核技術に、「IoT(internet of Things)」と（[14] 人工知能 ）がある。

7　グローバル化の進展に関する次の説明文のうち、正しいものは？　（[15] d ）

a．貿易が自由化され、安い輸入品が国内に入ってくることは、消費者にとっても国内の生産者にとってもメリットになる。

b．グローバル化の進展による影響は、経済以外の分野ではあまり見られない。

c．「環太平洋経済連携協定（TPP)」は、アメリカの離脱により各国の署名が遅れている。

d．近年の日本の国際収支をみると「投資収益」が大幅な黒字を計上している。

8　「持続可能な開発目標（SDGs)」の 17 の目標のうち、今回、グループで設定した投資テーマと特に関連が深い目標を挙げ（3 つ以内)、その主な理由を記述してください。

0	関連の深いSDGsの目標	
	ロゴ	特に重視するターゲット
	その主な理由	

1. 5. ジェンダー平等を実現しよう

	(5.4) 公共のサービス、インフラ、および社会保障政策の提供、ならびに各国の状況に応じた世帯・家族内における責任分担を通じて、無報酬の育児・介護や家事労働を認識・評価する。 (5.5) 政治、経済、公共分野でのあらゆるレベルの意思決定において、完全かつ効果的な女性の参加および平等なリーダーシップの機会を確保する。 (5.b) 女性のエンパワーメント促進のため、ICTをはじめとする実現技術の活用を強化する。

(5.4) 近年、男女平等が強く叫ばれている。その中で、社会の中での男女平等だけでなく家庭内での男女平等も意識する必要がある。例えば、最近では育児休暇が女性のみでなく男性も取得できるようになった。我々は、スクリーニングの基準として**女性の育休制度の充実度を図るだけでなく、男性の育児休業の充実度**にも注目した。それにより、家庭内での男女平等が実現しやすくなると考えたからである。

(5.5) 意思決定が平等になることは、偏ることなく**様々な視点から物事を判断する**ことにつながり、顧客獲得にもつながると考えたから。

(5.b) テレワークなどの現場に行かずに仕事のできる方法は、**育児や介護をする女性にとっても活用しやすい**。さらに、ICTを活用することで業務プロセスを削減し、サービスの向上につなげることができると考えたから。

2. 8. 働きがいも経済成長も

	(8.2) 高付加価値セクターや労働集約型セクターに重点を置くことなどにより、多様化、技術向上およびイノベーションを通じた高いレベルの経済生産性を達成する。 (8.4) 2030年までに、世界の消費と生産における資源効率を漸進的に改善させ、先進国主導の下、持続可能な消費と生産に関する10カ年計画枠組みに従い、経済成長と環境悪化の分断を図る。 (8.5) 2030年までに、若者や障害者を含むすべての男性および女性の、完全かつ生産的な雇用およびディーセント・ワーク、ならびに同一労働同一賃金を達成する。

(8.2) 無形資産の向上はより多くの付加価値を企業に提供し、企業の成長にもつながる。その**付加価値は、社員の能力から生まれる**と我々は考えた。そのため、スクリーニング基準において、社員の能力向上を図る人材育成にも注目した。

(8.4) 世界の消費と生産における資源効率は、個々の企業におけるESG投資を推進することを意味する。また、「効率」という面に焦点を当てると、企業の業務効率化にもつながると考えたから。

(8.5) ディーセント・ワーク（働きがいのある人間らしい仕事）は新型コロナウイルスによって継続が難しい状況であるが、従業員と企業の双方にメリットをもたらし、**従業員の満足度を向上させる。**それにより、**企業のブランド力を向上させる**要因にもなると考えたから。また、ディーセント・ワークの中でも2012年3月に厚生労働省より公表された「ディーセントワークと企業経営に関する調査研究事業報告書」にある7つの軸のうち、WLB軸・公正平等軸・自己鍛錬軸・労働者の権利軸・安全衛生軸を重要視した。

3. 9. 産業と技術革新の基盤をつくろう

	(9.4) 2030年までに、資源利用効率の向上とクリーン技術及び環境に配慮した技術・産業プロセスの導入拡大を通じたインフラ改良や産業改善により、持続可能性を向上させる。全ての国々は各国の能力に応じた取組を行う。 (9.5) 2030年までにイノベーションを促進させることや100万人当たりの研究開発従事者数を大幅に増加させ、また官民研究開発の支出を拡大させるなど、開発途上国をはじめとする全ての国々の産業セクターにおける科学研究を促進し、技術能力を向上させる。

(9.4) 環境に配慮した事業を展開していくことは持続可能な社会に貢献していくだけでなく、**消費者が安心してサービスを受けられるようになる。**それは、見えないところで企業を支えていることになると考えた。さらに、環境に配慮した技術で事業を行っている企業は、**時代に合わせて事業を変えていく「適応能力」がある**と考えることができ、今後の成長にも期待できると感じたから。

(9.5) 今回我々がテーマにしている「無形資産」は、研究開発が大きく関わっており、今後無形資産の魅力をさらに広めていくには欠かせない事業であると考えるから。また、開発途上国をはじめとする海外へ進出することで企業の持つ能力や研究成果を発揮し、企業アピールにも繋げることが可能であるから。

9 「ESG 投資」で重視する３つの要素の組み合わせとして、正しいものはどれか？
（[16] b ）

a．環境 ― 科学 ― 成長
b．環境 ― 社会 ― 企業統治
c．効率 ― 公正 ― 企業統治

10 ＧＤＰ（国内総生産）に関する次の説明文のうち、誤っているものは？ （[17] a ）

a．ＧＤＰとは、一定期間に国民全体として生産したモノやサービスの付加価値の合計額をさす。
b．ＧＤＰとは、一定期間に国内で生産したモノやサービスの付加価値の合計額をさす。
c．実質ＧＤＰとは、名目ＧＤＰから物価の変動による影響を差し引いたものである。
d．2019年(暦年)の日本のＧＤＰの額は、名目ＧＤＰが実質ＧＤＰを上回っている。

11 株式投資のリスクを少なくする方法には、（[18] 資産 ）を分散させることや、投資する（[19] 対象 ）を分散することなどがある。

12 「投資信託(ファンド)」に関する次の説明文のうち、誤っているものは？（[20] a ）

a．投資信託は、分散投資の考え方から生まれた金融商品の一つである。
b．投資信託では、多くの投資家から集めた資金をまとめて運用している。
c．投資信託では、それぞれの投資家からの要望を受けて投資先の選定を行っている。
d．投資信託は、元本が保証されている金融商品ではない。

13 次のうち、現在の企業価値（株価）が割高か割安かを判断するための指標は？
（[21] d ）

a．ＲＯＥ　　b．自己資本比率　　c．純利益　　d．ＰＥＲ

14 「日経アジア 300」は、アジアの 11 の国・地域を対象に、（[22] 時価総額 ）、（[23] 成長性 ）などを基準に選定した約 300 社の有力企業で構成されている。

要旨

我々は、投資テーマとして「無形資産」に着目した。その名の通り、「見えない資産」である。ここで言う無形資産には、企業価値を向上させる要因ともいえる「人材」「研究開発」「ブランド」など、貸借対照表に計上されない無形資産も含む。2020 年は、経済界においても、新型コロナウイルスによる株価の大暴落「コロナショック」が起こり、たくさんの企業は多大なる被害を受けた。2008 年の世界的な「リーマンショック」では「カネ」の動きが止まったが、「コロナショック」では「ヒト」と「モノ」の動きが止まった。これにより、リモートワークが日常的に行われるようになった。企業価値を測る基準にも変化が出始めている中で、コロナ禍の各企業の対応はそれをより加速させた。

「無形資産」を客観的に数値化することは、非常に難しい。しかし、「見えない」ものと向き合い、「見える」ようにするためには、自らの「無意識」を見つめなおす必要がある。企業のブランド価値というものは、消費者が無意識のうちに作り出し、社会に還元されていると考えるためだ。そこで、我々は、①4 つのランキングから企業を選別し、②「無形の 3 分類」と「無形の 4S」をもとに作成した独自指標で評価し、③ESG 投資、④投資家比率でそれぞれ、企業に必要不可欠な親近感、配慮、信頼を数値化し、最後に⑤財務に注目をする、という手順でスクリーニングを行った。

本レポートでは、長期的にストックを積み重ねていく「BS 脳（Balance Sheet）」を持ちながら、脱株主主義として、企業をサポートし、ともに進み、成長することができるポートフォリオ作成の経緯をまとめた。そこには、「DX（デジタルトランスフォーメーション）」を推進する企業の姿があり、結果として我々に未来へ希望を持つきっかけを与えてくれた。また、オンライン訪問を含む 4 社への企業訪問を行った結果、「見えない」価値の偉大さを感じることができた。投資という切り口から「見えない」ものと正面から向き合うことで、企業とステークホルダーが「ともに」成長できることを期待している。

目次

Ⅰ. 背景 6
Ⅱ. 投資テーマの決定 7
Ⅲ. スクリーニング 9
1. 第 1 スクリーニング 10
2. 第 2 スクリーニング 11
3. 第 3 スクリーニング 14
4. アジア 300 対象企業のスクリーニング 16
Ⅳ. ポートフォリオの決定 18
1. ポートフォリオ銘柄紹介 18
2. 株価の推移についての考察 23
Ⅴ. フィールドワーク 25
Ⅵ. 日経 Stock リーグを通じて学んだこと 27
Ⅶ. 終わりに 28
参考文献 29

Ⅰ．背景

2020 年の締めくくりを迎えようとしていた師走、京都の清水寺ではその年の世相を表現する「今年の漢字」が発表された。清水寺の森清範貫主が揮毫した一字は「密」。新型コロナウイルスの感染拡大を受けた世界中は、歴史的な株価の大暴落「コロナショック」により、多くの企業が危機的状況に陥った。まさに、「ヒト」と「ヒト」とを遠ざけ、多くの人が命をも背負う重大な決断を下すことを迫られた。そして、その「決断」は後に企業価値基準の大規模な変容を生んだ。企業価値を測る指標にはどのような変容があったのであろうか。我々は「無形資産の台頭」であると考える。

見えない価値の源泉を辿ると、それはやはり FAANG や GAFAM などと呼ばれる巨大 IT 企業の台頭にあるように思う。事実、それに代表されるマイクロソフト社の有形資産は、資産のわずか 4%であった。それはまた、時価総額の 1%に過ぎない。つまり「資本なき資本主義」を実現したのである。マイクロソフトの時価総額が帳簿上の純資産を大きく上回るのは、経営者ビル・ゲイツ氏の能力が無形資産に反映されていないからではないか、と欧米の会計士が問題意識を抱いていたことからも読み取れるだろう。2020 年 3 月に取締役を退任したビル・ゲイツ氏は次のように述べている。

> *「知識は力なり」というふるい諺があるが、これはときとして人に知識を独占する気持ちにさせる。知識を独占することで自分が欠かせない存在になると信じるからである。力は知識を隠しておくことからではなく、分かち合うことから生まれる。会社の価値観や報奨のシステムもこの考えを反映すべきである。*

ポスト・コロナ市場で求められる企業像は、人の可能性を信じ、当事者の意見に耳を傾け、温故知新の精神で根本的な企業観に疑問を持ち、改革に足を踏み出すことのできる企業なのではないだろうか。

政府の未来投資会議やそのスローガンである「Society5.0」は IT を中心とした新産業の創造や GAFA のような企業群の育成を目標に置いてきたはずである。しかし、厚生労働省によれば、企業が従業員の能力開発に支出する費用の GDP に対する割合は、米国が 2%超、欧州主要国が 1%台であるのに対して、日本はわずか 0.1%であるという[1]。能力開発費を単なるコストと見なし、利益の圧迫要因と捉えているからであると考えられる。これは、今の市場において重大な課題であろう。

無形価値の向上は「ヒト」への投資のみならず、「ソフトウェア」への投資も必要とする。例えば、2020 年 6 月 10 日、電気自動車企業テスラが時価総額でトヨタ自動車を抜き、世界で最も価値のある自動車企業になった。共同設立者兼 CEO のイーロン・マスク氏は次のように述べている。

> *会社を作ることは、ケーキを焼くようなもの。全ての材料を正しい割合で入れなければならない。*

会社の組織には多くの付加価値が点在している。それを最大限に発揮できる企業こそが真の能力を持つことになるだろう。

経験したことのない大きな壁に立ち向かっている今、ウィズ・コロナの時代は、いつになったら終結するのだろうか。そして、アフター・コロナ時代を牽引する企業はどのような特質を兼ね備えているのだろうか。人類には、今もこれからも多くの困難が待ち受けているだろう。その中には、コロナショックに次ぐ株価の大暴落の未来も待ち受けているのかもしれない。しかし、ある決断の結果が株価の下落を引き起こそうとも、もしかするとその決断は、長いスパンで見て、企業価値を向上させる要因になるのかもしれない。時代の流れは時に我々の予測を超えた結果を引き起こすこともある。そのような世界を生きる我々にできることは、人の可能性に賭けることだろう。それは、まさに無形価値に賭けることを意味するのではないのだろうか。

---

[1] 厚生労働省「平成 30 年度版労働経済分析」よりデータを取得した。

Ⅱ. 投資テーマの決定

2-1 テーマ選定の過程

我々が、「無形資産」というテーマを選定したのは、以下の理由によるものである。

企業の潜在能力

まず、「**現代の企業に求められる力**」を中心に考えたためである。まさに今日、全世界が収束に向けて闘っている新型コロナウイルスは、日本国内でも感染者が日々増加している。企業ではリモートワークが今まで以上に積極的に取り入れられ、これまでの働き方を大きく変化させている。つまり、「新しい生活様式」へと移り変わっているのである。「新しい生活様式」へのシフトは、これまで企業に求められなかった力、すなわち企業の持つ「潜在能力」が試されることを意味する。急激な環境変化への対応力の高さを持ち合わせていることから、リモートワークへとすぐに切り替えられたり、柔軟に対応できる労働環境が整っていたりなど、企業の持つ数値だけでは分からない企業の秘めた能力がこれからの時代には不可欠であると考えた。これは、我々学生の視点から考えてみるならば、大学入試における総合型選抜のように**「何をやったか（＝数値）」だけでなく、「そこから何を得たのか（＝潜在能力）」**をアピールしていく感覚と似ているように感じる。そこで、これからの時代はそのような企業の潜在能力にも注目していくべきであると考えた。

DX 推進社会

次に、我々は情報化が急速に進む日本の情勢について考えた。先ほどの新型コロナウイルスを例に挙げるならば、各企業の **DX（デジタルトランスフォーメーション）**[2]への対応である。以前から DX を意識し、業務プロセスの削減やシステムの導入に努めていた企業は、今回の事態にもいち早く対応できた。しかし、その一方でデジタル化を全く意識してこなかった企業は、予期していなかった今回の事態にとても苦労しただろう。AI や IoT の重要性も高まっていき、さらに情報化が進む社会にいかについていけるかが、今後の日本企業の焦点になるだろうと考えた。

はじめにこれからの時代は企業の「潜在能力」が試されていくと述べたが、では、企業を成り立たせるのに必要なものには一体何があるのだろうか。もちろん、営利を目的としているのが「企業」であるから、業績は企業を成り立たせるものに必要である。しかし、**業績のような「目に見える」資産だけではなく、企業内の労働環境や職場の雰囲気、人材能力など「目には見えない」資産も企業が成り立つ上で必要ではないだろうか。**

2-2 投資テーマの決定・投資テーマに込められた思い

「眠れる無形資産～Vision is the art of seeing things invisible～」

2-1 で示した過程の理由により、我々の投資テーマは「眠れる無形資産～Vision is the art of seeing things invisible～」に決定した。ここでは、主題と副題に込めた思いを述べたい。

まず、主題である「眠れる無形資産」は、文語であるが、口語では「眠っている」を意味する。我々は、眠っている無形資産をお姫様であると考えた。無形資産は潜在的に企業内の根源として「眠って」おり、**我々の役目はそれを「起こす」ことのできる王子様を見つける、魔法使いになることである**と考えた。

そして、**最終的な理想は、王子様がお姫様を起こしたときに現れるバージンロードへの扉を開くこと**である。

---

[2] 企業が避けて通れないデジタル技術による業務やビジネスの変革のこと。

バージンロードは、「花嫁の人生」を表しており、扉はまさにお姫様の「誕生」を意味し、その先には「未来」が待っている。つまり、我々は無形資産の重要性をここで示すことで、明るく持続的な未来へと導くことを目指す。

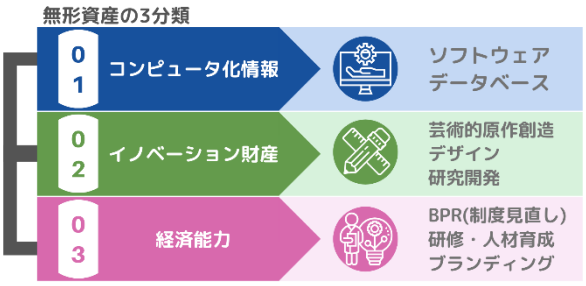
次に副題である「Vision is the art of seeing things invisible.」は「**ビジョンとは、見えないものを見る技術だ。**」を意味する。これは、『ガリヴァー旅行記』の著者で知られる**ジョナサン・スウィフト**による言葉から引用した。スウィフトは、当時のイギリス政治や社会のみならず、人間全般に対する鋭い風刺に満ちており、大きな反響を呼び起こした。晩年は不遇であったが、その著作は単なる子供向けの童話ではなく、政治と社会のあり方に警告を発する書物として多くの読者を得ている。我々がスウィフトによるこの言葉を引用した理由としては、彼の著作は「単なる子供向けの童話」ではなかったことに注目をしたためである。我々の真のテーマである「無形資産」は単に社会だけに必要なものではなく、**子供も含め、すべての人が向き合うべき事項である**と考えるためである。そして、企業のビジョンすなわち理想像は、企業の内面にある見えない努力（=無形資産）を表面化しており、企業人はもちろん、我々の世代も向き合う必要があると考えた。

しかし、無形資産が本当に「投資」へ結びつくのか。実際、これは非常に我々を悩ませた。だが、我々がここで企業の内面と向き合い、その価値を証明することができれば、持続的な社会への第一歩になるであろうと信じて、この投資テーマに決定した。

2-3 そもそも無形資産とは何か

本レポートの序から述べ続けているが、無形資産とは、「見えない資産」のことを指す。一般的に貸借対照表の固定資産の中に「無形固定資産」の項目があるが、そこには、特許権、借地権、商標権のような法律上の権利やソフトウェア、営業権などが含まれる。そして、有形固定資産と同様に一定年数で償却されるが、市場価値で貸借対照表に計上がされているわけではない。また同様に、ブランド、ノウハウ、人的リソースもその金額的価値も貸借対照表には表れない。しかし、ここでの無形資産はこれらも含めて企業の価値評価を行う。

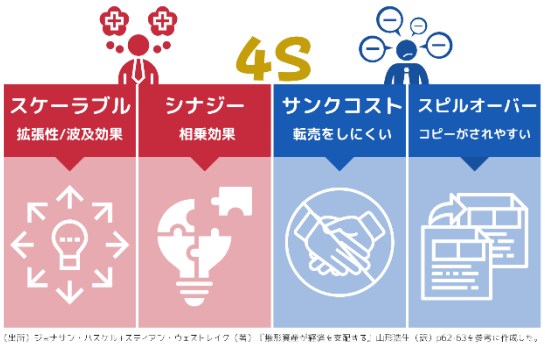
内閣府によると、無形資産の特徴は大きく分けて 2 つあるという。「1 つは有形資産投資が長期的に伸び悩んでいるのに対し、**無形資産投資は着実に増加している点**（中略）また、有形資産投資は大きく変動を見せる中で、**無形資産投資は比較的安定している点**[3]」である。



（出所）ジョナサン・ハスケル＋スティアン・ウェストレイク（著）『無形資産が経済を支配する』山形浩生（訳）p62-63を参考に作成した。

無形資産の 3 分類というと「コンピューター化情報」「イノベーション財産」「経済能力」がある（左図）。なお、日本は研究開発投資が多い反面で**「経済能力」への投資が最も欠けているといわれている**[3]。そのため、後述するスクリーニング 2-1 では「経済能力」の得点比率を多く設けた。

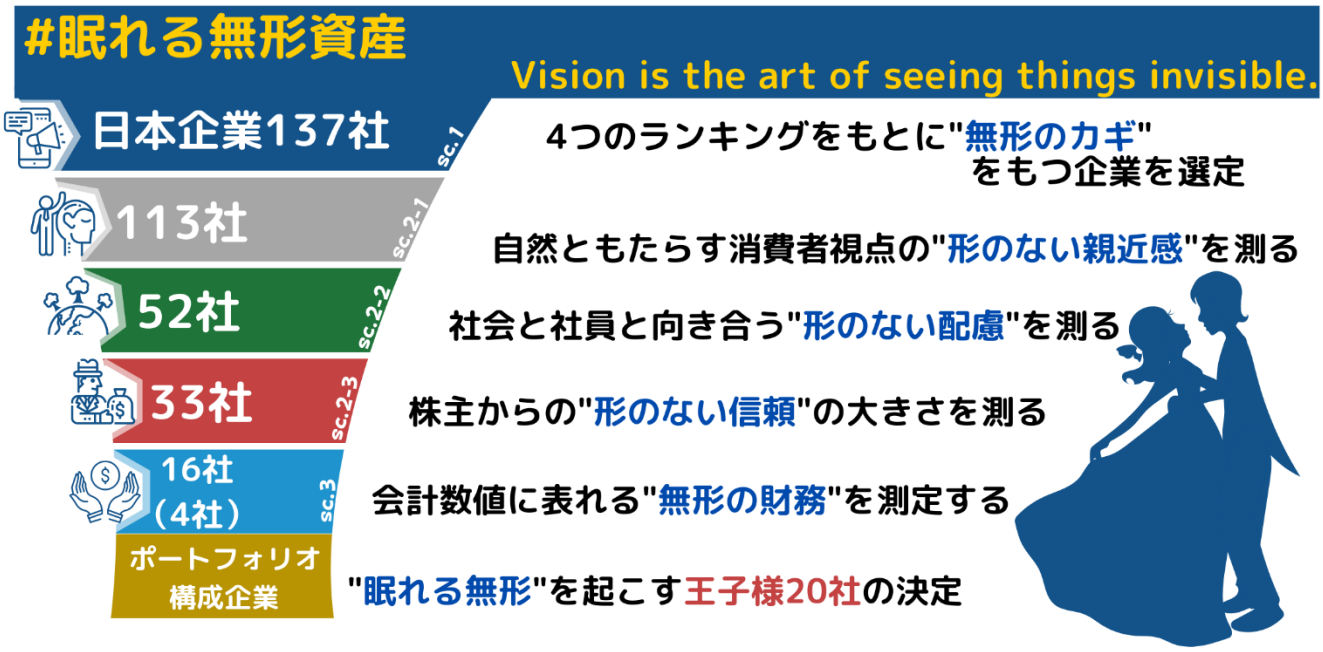
また、有形資産とは違う無形資産の特徴のことを「無形の 4 S」と呼ぶ（右図）。スケーラブルとシナジーは無形の最大のメリットである。スケーラブルはグローバル進出、シナジーは M&A が効果を発揮する対象として代表される。



（出所）ジョナサン・ハスケル＋スティアン・ウェストレイク（著）『無形資産が経済を支配する』山形浩生（訳）p62-63を参考に作成した。

[3] 内閣府(2011)「平成 23 年度　年次経済財政報告－日本経済の本質的な力を高める－」の p.187 より引用した。

Ⅲ. スクリーニング



上の議論をもとに、我々は「形のない」「無形」の価値を測定し、それにふさわしい企業を選出するべく 3 つのスクリーニングを設定した。スクリーニング 1 において、無形への扉を開けるカギをもつ企業、すなわちその能力があることが見込まれる企業を 4 つのランキングを用いて選出する。スクリーニング 2-1 においては、無形資産を測る上で大切とされている 3 つの観点と無形に及ぼされるメリットとデメリットを独自の視点で可視化し、評価した。スクリーニング 2-2、2-3 では、いわゆる ESG 投資の観点と客観的な視点からそれぞれ測定し、選出した。それに加え、スクリーニング 3 において企業の「見えない」価値を会計数値から読み取り、最終ポートフォリオを構成する企業を決定する。

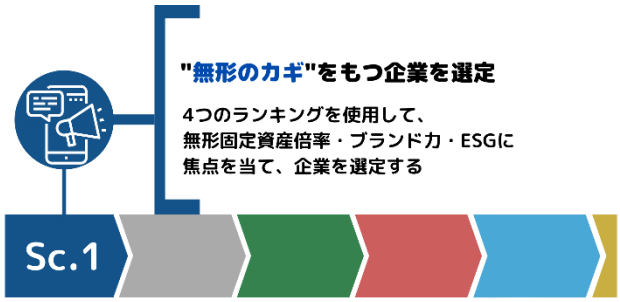
分析の詳細

分析をしていくにあたり、日本企業については日経電子版の日経会社情報、アジア 300 対象企業については Bloomberg から主にデータを取得した。日経会社情報からデータ取得が困難であったものについては、企業価値検索サービス Ullet、バフェット・コードよりデータを取得した。原則として、直近会計年度を基準にデータを取得している。

アジア 300 対象企業の分析においては企業別ではなく、国別の比較で選定作業を行った。また、我々の都合上、国別比較を行う際にデータ取得が困難であったものに関しては、独自に調べた情報をもとに、数値化をしている。なお、以上の事情に踏まえて、アジア 300 対象企業について取得が難しい項目があったことや国別に総投資に占める無形投資のシェアが異なることから、日本企業とアジア 300 対象企業では別々にスクリーニングを行う。

1. 第 1 スクリーニング

“無形のカギ”を持つ企業の選定　137 社



我々は、無形に通じる企業を選定するため、4 つのランキングを用いて選定作業をし、計 137 社を第 1 スクリーニング通過企業とした。使用したランキングは、日本経済新聞にて掲載がされた①「無形固定資産倍率ランキング」[4]と②「無形固定資産倍率（NEXT1000 対象）」[5]、そして見えない価値であるブランド力を持つ企業を選定するために、インターブランドジャパンにより発表がされた③「Best Japan Brands 2020」[6]。加えて、スクリーニング 2-2 でも評価を行う見えない細やかな配慮のある企業を選定するため、東洋経済オンラインより④「ESG に優れた企業ランキング」[7]を用いて選定作業を行った。

以上のランキング指標のうち、①②からは上位 25 社、③④からは上位 50 社の選定を行った。なお、上場廃止になった企業は除いている。

以下、第 1 スクリーニングを通過した企業の一覧である。

下表の記載例

証券番号	企業名	選定理由
	Sc.1　突破企業	選定ランキング[ランキング内順位]
	Sc.2-1突破企業	C[23]
	Sc.2-2突破企業	A②[1]
	Sc.2-3突破企業	A②[8]
	Sc.3　突破企業	C[7]

選定理由のアルファベットはそれぞれ、

A①　「無形固定資産倍率ランキング」[4]

A②　「無形固定資産倍率（NEXT1000 対象）」[5]

B　「Best Japan Brands 2020」[6]

C　「ESG に優れた企業ランキング」[7]

を示している。また、かっこ内は各ランキング内での順位を示している。

なお、ここでは各スクリーニングの突破企業も、記載例にそって色別に表した。

加えて、ここでは日本企業のみの選定であるが、アジア 300 の企業選定については「4. アジア 300 対象企業のスクリーニング」にて記している。

---

[4] 日本経済新聞「見えない資産が多い企業、首位はエス・エム・エス（最終閲覧日：2020.7.23）」

[5] 日本経済新聞「無形固定資産倍率の高い企業　見えない資産で稼ぐ（最終閲覧日：2020.9.22）」

[6] 日本最大のブランディング会社であるインターブランドジャパンによる、ブランドの持つ価値を金額換算する独自のブランド価値評価（Brand ValuationTM）手法を用いた日本発のブランドを対象としたブランド価値ランキングのこと。

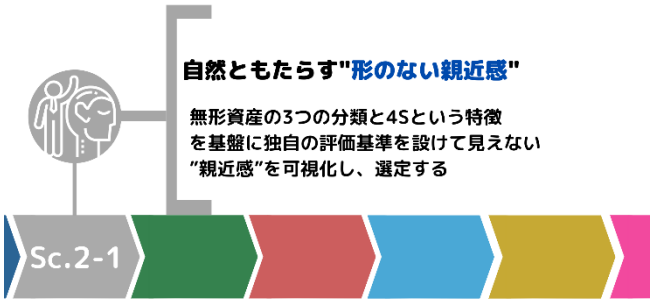
[7] 東洋経済オンライン 岸本 吉浩「最新版「ESG に優れた企業」ランキング上位 200（最終閲覧日：2020.10.21）」

第一スクリーニングでの選定企業一覧（137 社）

証券番号	企業名	選定理由	証券番号	企業名	選定理由	証券番号	企業名	選定理由	証券番号	企業名	選定理由
1803	清水建設（株）	C[14]	4381	ビープラッツ（株）	A①[7]	6361	荏原製作所	C[4]	7912	大日本印刷（株）	C[28]
1928	積水ハウス（株）	C[23]	4436	（株）ミンカブ・ジ・インフォノイド	A①[17]	6367	ダイキン工業（株）	B[28]	7936	（株）アシックス	C[1]
2175	（株）エス・エム・エス	A②[1]	4452	花王（株）	B[20]	6501	（株）日立製作所	B[33]	7974	任天堂（株）	B[10]
2181	パーソルホールディングス（株）	A②[8]	4476	ＡＩ　ＣＲＯＳＳ（株）	A①[4]	6503	三菱電機（株）	B[42]	7994	（株）オカムラ	C[5]
2229	カルビー（株）	C[7]	4482	（株）ウィルズ	A①[18]	6538	（株）キャリアインデックス	A①[1]	8002	丸紅（株）	C[46]
2267	（株）ヤクルト本社	B[39]	4502	武田薬品工業（株）	A②[5]	6573	アジャイルメディア・ネットワーク（株）	A①[23]	8031	三井物産（株）	C[49]
2334	（株）イオレ	A①[5]	4503	アステラス製薬（株）	A②[6]	6586	（株）マキタ	B[48]	8053	住友商事（株）	C[20]
2371	（株）カカクコム	A②[12]	4506	大日本住友製薬（株）	A②[2]	6594	日本電産（株）	C[35]	8056	日本ユニシス（株）	A②[10]C[37]
2391	（株）プラネット	A①[19]	4519	中外製薬（株）	C[29]	6619	ダブル・スコープ（株）	B[24]	8058	三菱商事（株）	C[50]
2412	（株）ベネフィット・ワン	A②[13]	4523	エーザイ（株）	A②[22]	6620	宮越ホールディングス（株）	A①[3]	8113	ユニ・チャーム（株）	B[31]
2413	エムスリー（株）	A②[9]	4528	小野薬品工業（株）	C[6]	6645	オムロン（株）	B[45]	8209	（株）フレンドリー	B[18]
2432	（株）ディー・エヌ・エー	C[33]	4536	参天製薬（株）	A②[7]	6702	富士通（株）	C[43]	8252	（株）丸井グループ	C[45]
2433	（株）博報堂ＤＹホールディングス	A②[24]	4543	テルモ（株）	A②[18]B[46]C[32]	6724	セイコーエプソン（株）	C[21]	8306	（株）三菱ＵＦＪフィナンシャル・グループ	B[9]
2579	コカ・コーラ　ボトラーズジャパンホールディングス（株）	C[11]	4555	沢井製薬（株）	A②[21]	6752	パナソニック（株）	B[8]	8309	三井住友トラスト・ホールディングス（株）	C[47]
2587	サントリー食品インターナショナル（株）	B[21]	4576	（株）デ・ウエスタン・セラピテクス研究所	A①[6]	6758	ソニー（株）	A②[15]B[4]	8316	（株）三井住友フィナンシャルグループ	C[48]
2651	（株）ローソン	B[47]	4587	ペプチドリーム（株）	C[44]	6845	アズビル（株）	C[2]	8411	（株）みずほフィナンシャルグループ	B[25]
2656	（株）ベクター	A①[10]	4597	ソレイジア・ファーマ（株）	A①[11]	6869	シスメックス（株）	C[12]	8586	日立キャピタル（株）	C[40]
2801	キッコーマン（株）	B[43]	4689	Ｚホールディングス（株）	A②[3]C[26]	6902	（株）デンソー	B[36]	8604	野村ホールディングス（株）	C[39]
2809	キユーピー（株）	C[8]	4733	（株）オービックビジネスコンサルタント	A②[19]	6971	京セラ（株）	C[9]	8750	第一生命ホールディングス（株）	C[27]
2897	日清食品ホールディングス（株）	B[35]	4755	楽天（株）	B[19]	7068	（株）フィードフォース	A①[15]	8766	東京海上ホールディングス（株）	B[26]
3086	Ｊ．フロント　リテイリング（株）	C[18]	4762	（株）エックスネット	A①[12]	7094	（株）ＮｅｘＴｏｎｅ	A①[20]	8802	三菱地所（株）	B[41]
3138	（株）富士山マガジンサービス	A①[24]	4765	モーニングスター（株）	A①[22]	7201	日産自動車（株）	B[3]	8876	（株）リログループ	A②[23]
3333	（株）あさひ	B[23]	4777	（株）ガーラ	A①[2]	7203	トヨタ自動車（株）	B[1]	9020	東日本旅客鉄道（株）	C[16]
3382	（株）セブン＆アイ・ホールディングス	C[25]	4812	電通国際情報サービス(ISID)	C[34]	7261	マツダ（株）	B[30]	9201	日本航空（株）	B[40]
3390	ＩＮＥＳＴ（株）	A①[8]	4911	（株）資生堂	B[17]	7267	ホンダ	B[2]	9433	ＫＤＤＩ（株）	B[12]
3401	帝人（株）	C[31]	4922	（株）コーセー	B[37]	7269	スズキ（株）	B[22]	9434	ソフトバンク（株）	A②[20]B[11]
3622	ネットイヤーグループ（株）	A①[21]	5020	ＥＮＥＯＳホールディングス（株）	C[17]	7270	（株）ＳＵＢＡＲＵ	B[13]	9437	（株）ＮＴＴドコモ	B[6]
3626	ＴＩＳ（株）	C[30]	5108	（株）ブリヂストン	B[15]	7272	ヤマハ発動機（株）	B[32]	9613	（株）ＮＴＴデータ	A②[17]
3760	（株）ケイブ	A①[13]	5334	日本特殊陶業（株）	C[36]	7309	（株）シマノ	B[34]	9735	セコム（株）	B[38]C[24]
3796	（株）いい生活	A①[25]	6027	弁護士ドットコム（株）	A②[4]	7453	（株）良品計画	B[29]	9962	（株）ミスミグループ本社	A②[25]
3998	（株）すららネット	A①[9]	6035	（株）アイ・アールジャパンホールディングス	A②[11]	7701	（株）島津製作所	C[13]	9983	（株）ファーストリテイリング	B[7]
4005	住友化学（株）	C[19]	6098	（株）リクルートホールディングス	B[14]	7709	クボテック（株）	A①[14]	9984	ソフトバンクグループ（株）	A②[16]
4063	信越化学工業（株）	C[15]	6113	（株）アマダ	C[3]	7741	ＨＯＹＡ（株）	B[50]			
4204	積水化学工業（株）	C[22]	6301	コマツ	B[27]	7751	キヤノン（株）	B[5]			
4307	（株）野村総合研究所	A②[14]C[38]	6326	（株）クボタ	B[49]C[10]	7849	スターツ出版（株）	A①[16]			

2. 第 2 スクリーニング

(3-2-1)自然ともたらす消費者視点の“形のない親近感”を測る　137 社→113 社



本スクリーニングでは、未だ「無形資産価値」に関する評価方法が明確でないため、独自の評価基準を作成して選定作業を行う（次ページ図表 1）。

なお、ここでは、2-3 で前述した無形資産に関する 3 つの分類と無形資産の特徴である「無形の 4 S」をもとに、独自指標を作成した。

また、「無形の 4S」には、プラスの要素とマイナスの要素がそれぞれ 2 つずつあるが、コロナショックの時と同様に、マイナスの要素をもポジティブ要素に切り替えることができる企業はまさに「鬼に金棒」である。マイナス要素である「サンクコスト」と「スピルオーバー」は「**転売のしにくさ**」と「**コピーのしやすさ**」を指すが、それはまた、企業の「**協調性・意思決定能力**」と「**謙虚さ**」を測ることが可能である。「謙虚さ」は一見すると積極性のない企業に見えるが、「謙虚な心」は競合他社を研究し、**いつまでも限界突破を目指し、進み続ける能力を持つ**と我々は考えた。

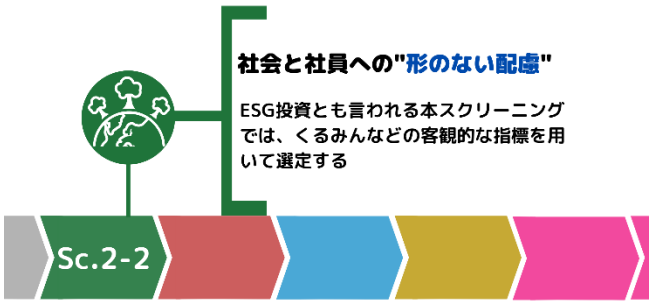
なお、2-3 で前述した理由により、「経済能力」の得点比率を多く設けた。

本スクリーニングにおいて、137 社から、無意識的な親近感の度合いが高い 113 社が選出された。

[図表 1]

(2-1)自然ともたらす消費者視点の”形のない親近感”を測る(48点満点)　137社→113社					
指標				点数	理由
無形資産投資	コンピューター化情報	ソフトウェア開発	経済産業省が選定をしているDX銘柄／攻めのIT経営銘柄のデータより 2018年の結果に入っている場合は1点、 2019年に入っている場合は2点、 2020年に入っている場合は3点	0～6	全ての産業においてIoT化が進んでいる中で、ITシステムやソフトウエアの開発や事業への組込は企業競争優位を左右すると考えたため。また、IT投資によって、市場開拓力の可能性が向上すると考えたため。
	イノベーション財産	娯楽・芸術的原作創造	多用なニーズに対応が出来る商品開発を行っているか。	0～3	多様なニーズに対応することによって、消費者間での親近感や話題に上がる頻度が向上すると考えたため。
		デザイン	自社のロゴに対してストーリー性があるか。	0～3	ロゴを一目見ただけで企業イメージがしやすいことには、企業のロゴに対する思いが込められていることが原因であると考える。それはまた、企業価値すなわち無形資産向上に繋がると考えたため。
			自社に対してテーマカラー及びコーポレートカラーが決められているか。	0～3	コーポレートカラーがあることは、他社との区別を無意識的かつ間接的に行うことができると考えたため。
		研究開発	研究開発に関する情報を開示しているか。 また、それには将来性があるか。	0～3	研究開発は、企業の将来性を計るひとつの指標であると考える。その情報を開示することによって、消費者は企業への応援思考が高まると考えたため。
	経済能力	研修・人材育成	人材育成を大切にしているか。 社員に対する研修制度は充実しているか。	0～3	社員のノウハウはまさしく無形資産向上に直結するものであり、研修制度はその第一歩であると考えたため。
		市場調査とブランディング	競合企業の有無。自社の主力商品があるか。	0～3	国内に競争企業がいないことで海外事業拡大、海外企業を相手とする企業の成長が見込まれると考えたため。 主力商品があることは、企業イメージが最も根付く最大の要因であり、リピーターが多くいることが読み取れるため。
			HPに英語verのサイトがあるか。 また、それは日本語版と見やすさに差がないか。	0～3	HPからの情報収集は手軽であり、今は世界中で普及している。 その中でも英語版HPにおける見やすさには、外国人消費者をも取り残さないといった配慮があり、ひとりでも消費者を逃さない力があると考えたため。
			キャッチコピー及びコーポレートメッセージが頭に残りやすいものか。	0～3	多様な情報が行き交う社会の中で、”音”からの情報は大切である。中でもコーポレートメッセージは短いものが多く、消費者の身近にあると考えたため。
			主力商品から派生して他の商品開発を行っているか。	0～3	主力商品に頼りすぎることなく、その商品から派生した商品開発を行っていること、そして、いつまでも”向上”し続ける精神は、リピーターの気持ちも置き去りにすることのない配慮があると考えたため。
		BPR(既存の制度見直し)	業務プロセスの根本的な部分から無理や無駄を削減し、問題解決のために少しずつ改善を進めているか。	0～3	BPRの根底には、顧客満足度の向上だけでなく従業員満足度の向上もあると考えたため。
	無形の4S	スケーラビリティー（+） （拡張性/波及効果）	海外進出をしているか。SNSを有効的に使用した広告活動を行っているか。	0～3	スケーラビリティーの向上は海外進出と比例関係にあると考えたため。また、SNSを使用した広告活動はその駆け出しであると考えたため。
		シナジー（+） （相乗効果）	M&Aを積極的に行っているか。	0～3	アイデアは他のアイデアと組み合わされることで新しい力を発揮する。その一歩はM&Aにあると考える。加えて、それはまた、消費者の興味を引き、消費者を増やす要因にもなり得ると考えたため。
		サンクコスト（-） （転売をしにくい）	M&Aをすることにおける意思決定で企業価値向上しているか。 買収先の良さを尊重し、取り入れているか。	0～3	無形の転売のしにくさは、すなわち意思決定の正確さをも発揮されると考える。そのためには、M&Aをした企業の良さを取り入れ、尊重していることが重要であると考えたため。
		スピルオーバー（-） （コピーがされやすい）	他社が始めたことに続く力があるか。 模倣する力があるか。	0～3	無形資産はコピーのされやすさがデメリットであるが、その点を逆手に取る。我々が考える無形に強い企業は模倣さえも得意とすると考えたため。

(3-2-2)社会と社員と向き合う“形のない配慮”を測る　113 社→52 社



本分析では、職場環境や環境対策などのいわゆる ESG 投資に重点を置き、企業の“形のない配慮”を可視化する（図表 2）。より客観的な指標を用いるため、「えるぼし 3 段階」や「くるみん」を使用した。中でも、以上 2 つの指標の配点を高く設定した理由として、女性活躍推進に伴う無形資産の向上を期待したためである。

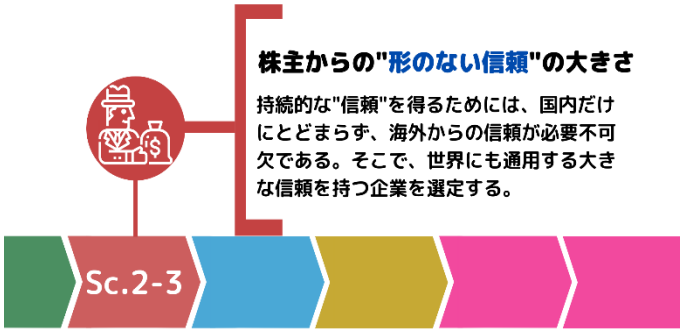
女性の活躍推進は、新しい優秀な人材確保はもとより、企業に「**新しい付加価値**」を創造することが期待できる。多様な人材の幅広い視点を活かすことで、業務効率における新たな発見があり、根本となっている仕組みを変えることができると考える。また、企業によるポジティブ・アクションは、社員に対しても自主性や積極性における大切さを無意識的に教え、**内部にもまた「新しい付加価値」**を生み出す。つまり、企業価値の**グッド・サイクルが成立する**のだ。

[図表 2]

(2-2)社会と社員と向き合う”形のない配慮”を測る（11点満点）　113社→52社					
指標				点数	理由
ESG投資	職場環境	えるぼし3段階	女性の職業生活における活躍の推進に関する法律（女性活躍推進法）に基づく認定制度。５つの評価項目のうち、基準を満たしている項目数に応じて取得できる段階が決まる。ここでは、段階に合わせて点数をつけている。	0～3	職場環境においては、社員のやる気向上の期待が出来る。それはまた、自らの仕事に誇りを持って働く社員を増やすことにもつながる。 そこから得た社員のノウハウは、最も「無形価値」向上において必要不可欠な要素である。つまり、職場環境をより良くすることは、新しい創造的アイデアを現出する第一歩であると考えられる。加えて、客観的指標であることからも優秀な新入社員が注目し、入社まで至る可能性も十分に期待が出来るため。
		くるみん	「子育てサポート企業」として、厚生労働大臣の認定を受けた証である。プラチナくるみん認定を受けた企業は2点。	0～2	
		イクメン企業・なでしこ銘柄・ダイバーシティ経営企業・MSCI日本株女性活躍指数（WIN）・MSCIジャパンESGセレクトリーダーズ指数		各0～1	
	環境対策	植林などの自然保護活動、省エネ活動	HPから読み取れる環境保護活動の有無について評価する。	0～1	情報化が加速する中で、目に優しい自然を他人任せにすることのない企業は消費者からの持続的な指示と持続的未来を創出する能力があると考えたため。また、それは対照的なDXを進める企業に必要な心構えであると考えたため。

本スクリーニングにおいて、113 社から、ステークホルダー[8]に対する配慮が厚い企業 52 社が選出された。

(3-2-3)株主からの“形のない信頼”の大きさを測る　52 社→33 社



本分析では、①海外売上高比率、②外国人持株比率、③IFRS 導入企業の 3 つの視点から、企業を長期的に支えることができる“株主からの信頼度”を測る（図表 3）。株主からの信頼の大きさは、企業の挑戦心を加速させることだけでなく、長期的な株式保有において安定感を期待することが出来ると我々は考える。

また、海外売上高比率と外国人持株比率においては、無形資産投資を活発化させる要因の一つであり、その重要性が内閣府により立証されている。

[8] 株主、経営者、従業員、顧客、取引先などを含む企業組織における利害関係者のこと。

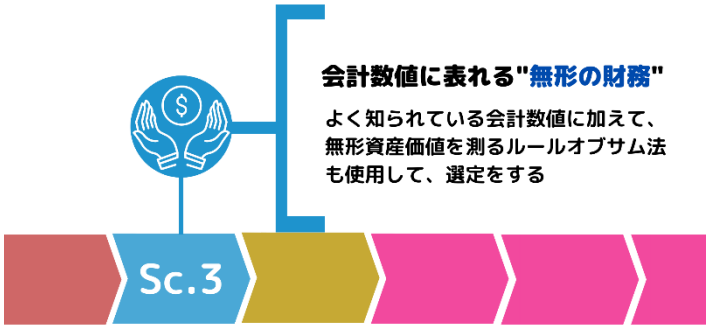
[図表 3]

（2-3）株主からの”形のない信頼”の大きさを測る（7点満点）　52社→33社				
指標			点数	理由
客観的視点	海外売上高比率	海外売上高比率により企業を順位付けし、四分位に分け、上から3～0点与える。	0～3	内閣府　平成23年度　年次経済財政報告より、 「海外売上高比率の高い企業の方が無形資産が増加した時のトービンのqの上昇幅が大きいことが分かる。売上面でのグローバル化が進んだ企業は、そうでない企業と比べて、無形資産投資の効果が大きいと市場に認識されている。（一部省略/p193）」 以上のように分析がされていることから、海外売上高比率が無形資産と強い相関関係があるとみて、指標に組み込んだ。
	外国人持株比率	外国人持株比率により企業を順位づけし、四分位に分け、上から3～0点与える。	0～3	平成23年度　年次経済財政報告より、 「外国人持株比率が高い企業ほど無形資産投資が活発である。国内投資家一般と比べた場合に海外投資家の視点からは、無形資産投資の重要性がより強く理解されていると言えよう。（一部省略/p191）」 以上のように分析がされていることから、外国人持株比率が無形資産と強い相関関係があるとみて、指標に組み込んだ。
	IFRS導入企業（国際会計基準）	IFRSを適用している会社・IFRSを任意適用することを決定している会社は1点 適用なしは0点	0～1	海外の投資家が経営状況を把握しやすく、資金調達の幅を広げることが可能となる。加えて、グループ企業全体の財務報告プロセスを効率化・透明化への期待が出来るため。 また、日本基準と比べ、研究開発費が無形資産計上される割合が高いとされているため。

本スクリーニングにおいて、52 社から、ステークホルダーから信頼を置かれている 33 社を選出した。

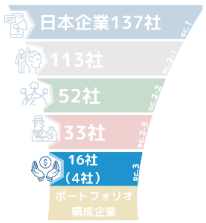
3. 第 3 スクリーニング

会計数値に表れる“無形の財務”を測定する　33 社→16 社



本スクリーニングでは、一般的に使用される会計基準に加えて、無形資産価値を測る会計基準を用いた（図表 4）。しかし、知的財産における評価方法は多岐にわたっており、どれも一概に正しいとは言えない状況である。主に「コスト・アプローチ」「マーケット・アプローチ」「インカム・アプローチ」の 3 つに分類がされている。その中でも、**インカム・アプローチは評価方法の国際基準**とされ、**私たちの意向のひとつである見えない技術価値を重視することに基づいていた**ことから、ここでは「③**ルール・オブ・サム法**[9]」を使用する。なお、インカム・アプローチには他に資産控除法やロイヤルティ免除法などでも知られている。

[9] 特許庁(2017)「知的財産の価値評価について」を参照した。



また、このスクリーニング指標における、①PBR と②予想 PER においては評価基準を 2 種類作成し、それぞれ評価した。（図表 4 では割安株を測る評価基準は青、割高株を測る評価基準は赤を背景色にしている。）

その理由として、3 点挙げることができる。

1 つめの理由は、「**割安株が売られ、割高株が買われる**」という現象が直近数年程度にわたり進んでおり、それが**コロナ相場のもとでより深刻化している**ためである。そして、**割高株のほうが割安株よりも延々と高いリターンを生み出し続ける**「モメンタム効果」が圧倒的に優勢になってきている[10]ためである。マネー現代に掲載された記事[10]によると、この価格の常識が覆された背景としては、2008 年のリーマンショックから 2012 年の欧米債務危機まで続いた金融危機によるリスク回避傾向の高まり、さらにテクノロジーの発達に伴う情報格差の縮小などが考えられる。しかし、これらの理由が一概のものであるとは言い切れず、**需給との過剰流動性と株式市場の特性としての銘柄間の成長性のギャップがモメンタム効果を促進する**グロースギャップ効果[11]が大きな理由として考えられるようである。日本では、米国と比べ、過剰流動性が止まることなく拡大がされ続け、その一部がリスク資産としての株式市場へと流れ込みやすくなる効果が生まれる。過剰流動性と PER 投資効果の推移を比較すると、トランプ相場を除けば、多くの局面で流動性の拡大とともに PER 投資効果は股裂きとなっている。また、グロースギャップと過剰流動性の動きは全体的に連動がしやすく、日本株市場のグロースギャップと PER 投資効果は逆相関に近い関係性となる。つまり、**予想成長率の格差が大きくなればなるほど、先述した割高株が好まれ、割安株が敬遠されやすい市場環境になりやすい**といえる。

2 つめの理由は、今までは PBR が低い企業の方が、高い企業よりも株価は上昇すると期待されてきたが、現行の会計ルールでは社内で創出した無形資産を貸借対照表の資本に計上できないことにある。つまり、今や高い PBR は、割高な株価を意味するのではなく、コロナ禍にあっても企業価値を維持できる知的財産やソフトウェアといった**無形資産を多く抱える企業であることを示す**とも考えられる。日本の企業統治改革を牽引した「伊藤レポート」の委員でもあるエーザイの柳良平・最高財務責任者によると、株価の状態を判断する PBR について、1 倍以内の部分は純資産の会計上の簿価である財務資本で、1 倍を超える部分は非財務資本で説明できるという。

最後の理由は、一橋大学の中野誠教授の研究により世界の上場企業について売上高に占める**総人件費比率が高い業種と PBR の高さに正の相関がある**ことが示されたためだ。人件費は収益を圧迫し貸借対照表上の資産も増えない。GDP 比でみると、企業による社員の能力開発は 1995～99 年の 0.4%から 2010～14 年には 0.1%に低下し、米国の 2.1%やドイツの 1.2%に後れをとっている中で、**無形である社員の能力開発をしている企業を評価したい**と考えた。なお、最後の理由については、スクリーニング後の記事[12]により判明した。

以上のことを考えると、**高成長銘柄[13]を長期的に保有することが安定したリターンを得られる近道になる可能性があり、無形資産を多く保有する企業を評価したい**ことから 2 種類の評価基準を作成し、割安株を高く評価する基準から上位 4 社、割高株を高く評価する基準からは上位 13 社で計 16 社選定した。（なお、両基準の上位にランクインした富士通は割安株としてみなすこととする。）

これによって、市場動向に沿ったポートフォリオになり、また割安株も企業価値はスクリーニング 2 で評価したうえで 4 社組み込んでいることから、**安定的にリターンを得られることが期待でき、4 社が値下がりへのリスクヘッジも期待ができる**ポートフォリオとなる。

---

[10] 大川 知宏「コロナ相場のウラで、日本株の「常識」をぶっ壊した「黒幕」のヤバい正体」（最終閲覧日：2020.12.25）を参照し、一部引用した。

[11] ここでのグロースギャップとは「市場内の銘柄間に存在するコンセンサス予想成長の格差の対前年比」と定義している。

[12] 日経電子版「人への投資で PBR 拡大　米欧に後れ、挽回課題に(最終閲覧日：2020.12.27)」

[13] ここでは PBR や予想 PER が高い企業のことを指す。

また、収益力や株主価値への貢献度合いを測る代表的な指標で知られる④ROE の点数が高いのは、一般的に高い方が効率的な経営をしているためだけではない。もう一つの理由として、無形資産投資を進めれば生産性も向上が期待されるため、**無形資産倍率が高い企業は ROE も高くなる相関関係がある**と指摘されているためだ。また、⑥配当性向が低い方が点数が高い理由は、**企業の更なる成長を期待したため**である。つまり、配当性向が低い企業は資産を研究開発や人的コストなどの無形資産へとまわし、事業拡大を目指していると我々は考える。そのほかの指標に関しては、一般的な財務指標とともに、無形資産の特徴の一つでもある「シナジー」をいかに向上させているかという面から⑦買収キャッシュフローに注目をした。

[図表 4]　①②の指標では、割安株を測る評価基準は青、割高株を測る評価基準は赤を背景色にしている。

会計数値に表れる"無形の財務"を測定する（34点満点）　33社→16社						
基準			基準の説明	評価基準	点数	
財務面	企業価値	①PBR	株価を一株当たりの純資産で割ったもの。 数値は、低い方が割安とされている。	1倍未満	5	1
				1倍以上2倍未満	3	3
				2倍以上	1	5
		②予想PER	株価を一株当たりの純利益で割ったもの。 数値は、低い方が割安とされている。	10倍未満	5	1
				10倍以上20倍未満	3	3
				20倍以上	1	5
		③ルールオブサム法	事業によって得られた収益のうち、おおよそ25パーセント程度が技術によって得られた価値に相当するという考えに基づく。 事業価値×25% ※事業価値＝株式時価総額＋純有利子負債	企業を順位づけし、四分位に分けて点数を与える。	0～3	
	収益性	④ROE	純利益を自己資本で割ったもの。 株主として投資効率を測る指標。	10%以上	5	
				5%以上10%未満	3	
				5%未満	1	
	安全性	⑤自己資本比率	総資産のうち株主から集めたお金の割合。 高いほど良い。	60%以上	5	
				30%以上60%未満	3	
				30%未満	1	
	株主還元	⑥配当性向	一株当たりの配当額を一株当たりの 当期純利益を100倍したもので割ったもの。	30%以下	5	
				30%以上40%未満	3	
				40%以上	1	
	資金分析	⑦買収キャッシュフロー	M&Aによって「シナジー」が起こり、企業価値向上に繋がる。 キャッシュフロー計算書における「子会社の取得による支出」、 「子会社買収」の額をみる。	プラス	1	
				マイナス	0	
		⑧無形固定資産倍率	無形固定資産倍率=無形固定資産/有形固定資産	10倍以上	5	
				1倍以上10倍未満	3	
				1倍未満	1	

4. アジア 300 対象企業のスクリーニング

次にアジア 300 対象企業のスクリーニングを行う。本スクリーニングでは、国別の比較を中心に行い、そこから無形資産に強い「通信や情報」など、無形の 4S である**スケーラブル（拡張性）が大いに期待できる**業種に注目をして選定作業を行う。

日本企業のスクリーニングと比べて、分析における情報取得が困難であったこと、日本企業に使用したスクリーニング要素をアジア 300 対象企業に反映させることは情報源の偏りがあると判断し、反映させることを断念したことから、ほぼ独自視点となってしまい分析の精度が低くなってしまったが、アジア 300 対象企業をポートフォリオに組み込み「無形」の可能性を広げたいというメンバーの総意からこの結果を採用した。

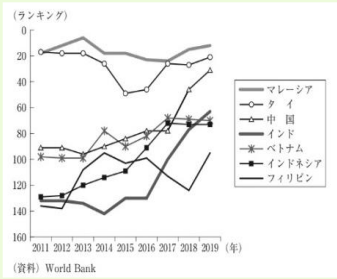
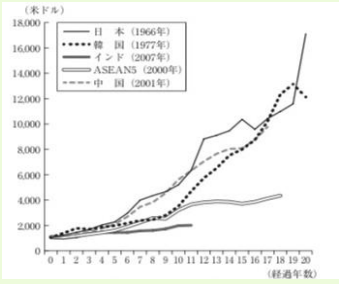
国別の比較を行うにあたり、**①Country Risk ②人口成長率**に注目をした。最終的には、以上２点を総合的に見て選定した。なお、アジア 300 対象企業から４国４社を最終的に選定し、「**国際分散投資**」をした。それには２つの理由がある。

１つめの理由は、「**スケーラブル効果を高める**」ためである。国別に分散して投資を行うことは、各国の強みを生かしたアプローチ方法で、多角的なポイントからの波及効果が期待できると考えた。

２つめの理由は、「**価格変動リスク**」を抑えることができるためである。これにより、運用効率を最大限に高めることができる。政治や経済の状況によって株価の変動がある中で、１国に集中投資を行うことには危険が伴う。そのため、４国に分散して投資を行うことで、ポートフォリオ全体のリスクヘッジにもつなげた。しかし、一方ではこの投資手法へのリスク分散が経済のグローバル化により弱まりつつあるとの指摘もある。そこで、我々からは「時間的投資」を提案したい。今回のバーチャル株式投資では、日本企業のスクリーニングに要した期間との兼ね合いもあり、残念ながら実践するまではいかなかった。しかし、「**投資国の分散**」と「**投資時期の分散**」は必ず大きなリスクヘッジとなると確信している。

スクリーニングに使用した Country Risk とは、「投資対象国や地域において、**政治・経済の状況の変化**によって証券市場や為替市場に混乱が生じた場合、**そこに通した資産価値が変動する可能性**のこと[14]」をいう。Country Risk を用いて分析するにあたり、前述した通り、情報取得が困難であったことから様々な資料を用いて、我々の独自の視点も含めた「**Original Country Risk**」を用いて相対的に評価を行った。そのため、ここでは詳細な分析報告ができず、心苦しい気持ちではあるが、選定した４国について、一部の参考図表[15]も併せて、まとめたいと思う（図表 5）。また、同時に最終的な①と②の総合分析結果である我々独自の国別順位もここで記載する。なお、数値が大きい方（図表中の High(－)側）がリスクが高い。

[図表 5]

Original Country Risk 選定国分析結果		参考図表	High（－）
ベトナム	韓国	アジア新興国のビジネス環境	
近年、中国投資のリスク回避としてベトナムへの投資が注目されており、米中対立により利益を得ている。また、ベトナムはコロナウイルスの抑え込みに成功しGDPの成長率がプラスになる見込みである。	サムスン電子は、韓国企業の中でも韓国経済を引っ張るほどの大企業であり世界市場でも大きな影響を誇っている。さらに、韓国は1人あたりのGDPがほかのアジア圏の国々に比べて高く、GDPの観光業が占める割合が低いため、コロナウイルスにより国境を越えた行き来が少なくなっても経済に大きな影響が出にくいと考えた。		タイ インドネシア 中国 フィリピン マレーシア 香港 台湾 シンガポール インド 韓国 ベトナム
インド	シンガポール	一人あたりのGDP	
新型コロナウイルス感染拡大防止のために強力なロックダウンが行われたため景気は悪化した。しかし、近年経済成長が著しく人口も近く中国を超えるといわれているため、これからの経済成長が見込まれると考えた。また、インドが2016年モディ政権が経済改革を具現化した年から、ビジネス環境において大幅な伸びを示している。	政治的リスクが低く最高経営権力者のリーダーシップが取れている。加えて、大国の干渉による社会不安化の可能性も低い。また、シンガポールではコロナウイルスの死者数が世界最小であり感染拡大を抑え込んでいる。		Low（＋）

[14] SMBC 日興証券のホームページより引用した。

[15] ２つの図表の出所は日本総合研究所より。

以上の理由から、我々は、アジア圏の国や地域の中から今後の経済に期待できるとしてベトナム、韓国、シンガポール、インドを選んだ。経済や社会問題のみならず、現在世界で流行中の新型コロナウイルスの対策や結果なども考慮したうえで選定作業をしたことは、必ず我々のポートフォリオに良い影響を及ぼしてくれると期待している。

Ⅳ. ポートフォリオの決定

1. ポートフォリオ銘柄紹介

4-1-1　銘柄の配分

スクリーニングにより、日本企業 16 社、アジア 300 対象企業 4 社の計 20 社が選出された。(図表 6)

[図表 6] ポートフォリオ名：無形の国の王子様

コード	企業名	コード	企業名	コード	企業名	コード	企業名
6702	富士通	5108	ブリヂストン	2229	カルビー	7701	島津製作所
6367	ダイキン工業	1803	清水建設	3626	ＴＩＳ	6869	シスメックス
6098	リクルートホールディングス	9984	ソフトバンクグループ	6845	アズビル	6645	オムロン
4452	花王	6594	日本電産	4519	中外製薬	6758	ソニー
FPT/HO	ＦＰＴ(ホーチミン)	532540/INI	タタ・コンサルタンシー・サービシズ	005930/KO	サムスン電子	Z74/SP	シンガポール・テレコム

ポートフォリオの構成にあたり、日本企業と海外企業で同様にスクリーニングができなかったこと、国ごとの違いを一律に評価しがたいことから、500 万円のうち 300 万を日本企業、200 万を海外企業に割り当て、日本企業には図表 7 により算出した得点の比により配分し、先述した通り、海外企業には国際分散投資を行った。

4-1-2　銘柄の評価方法まとめ

以下の図表 7 にこれまでの銘柄評価を行ってきたスクリーニングのまとめを記載する。

[図表 7]

項目	スクリーニング	配点
形のない親近感	2-1 無形資産投資	48点
形のない配慮	2-2 ESG投資	11点
形のない信頼	2-3 客観的視点	7点
無形の財務	3　財務面	34点

このポートフォリオは、割安株と割高株の比率がそれぞれ 1:3 で構成がされている。その理由としてはスクリーニング 3 で前述した通りであるが、これによって安定的なリターンが得られることは大いに期待ができるであろう。

次の 4-1-3 日本銘柄紹介では、銘柄、配分紹介とともに、最終的な確認として、スクリーニング 3 とは別に行った財務分析の結果も掲載する。収益力が強く、本業で利益を生み出す力について、**①売上高営業利益率**[16]を用いる。最近は、IT を使用することで相対的に人件費や外注費を大幅に減らすことが可能となり、またリモートワークを推進している企業には、より高い数値が付いている。また、企業の「無形」で勝ち進むための成長性を測るため、**②売上高成長率**[17] **③経常利益成長率**[18]を用いる。①については、該当企業の指標の値を黄緑、業種平均を桃色の棒グラフで示している。平均よ

[16] 売上高営業利益率（%）＝営業利益÷売上高で求まる。この平均値は、経済産業省「2019 年企業活動基本調査確報－平成 30 年度実績－」より取得した。

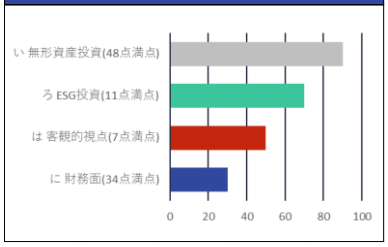
[17] 売上高成長率（%）＝（当期売上高－基準年の売上高）÷基準年の売上高×100 で求まる。

[18] 経常利益成長率（%）＝（当期経常利益－基準年の経常利益）÷基準年の経常利益×100 で求まる。

りも値が大きいことが望ましい。また、該当企業の②の指標の値を黄緑、③の指標の値を桃色で表している。②売上高成長率よりも③経常利益成長率の方が大きいことが望ましく、良好な成長をしているとみることができる。

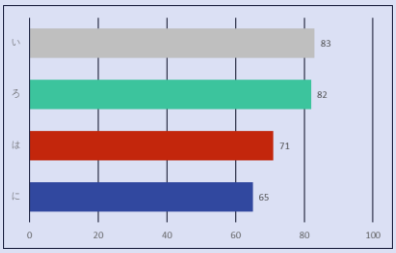
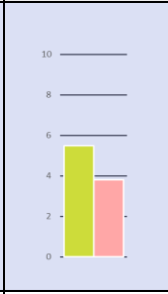
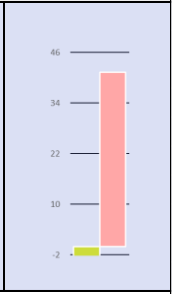
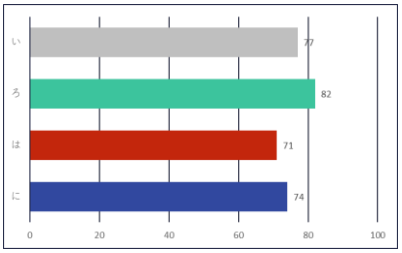
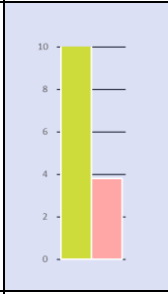
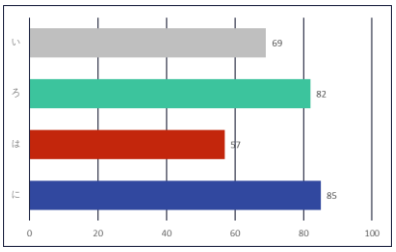
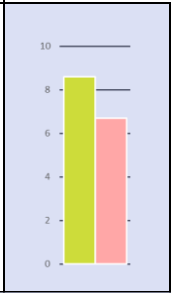
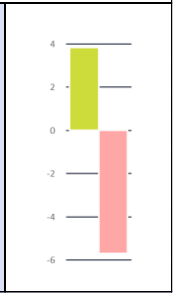
以上のように、図表 8 では各指標が望ましい値をとっている場合、そのグラフの背景に色を付けている。また、4-1-3 で紹介する点数のグラフは左表の見方に準ずる。なお、割安株として選定をした銘柄に関しては、「点数のグラフ」の背景に色をつけている。データ取得が困難であったものには斜線を入れている。

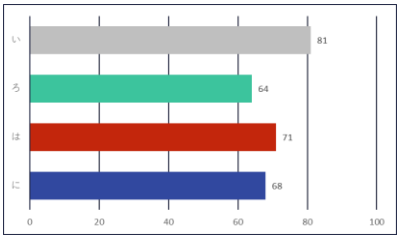
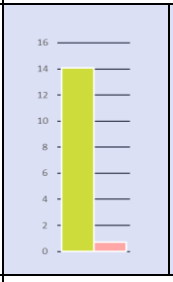
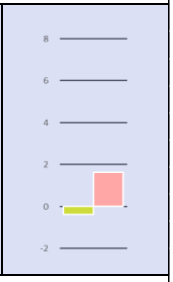
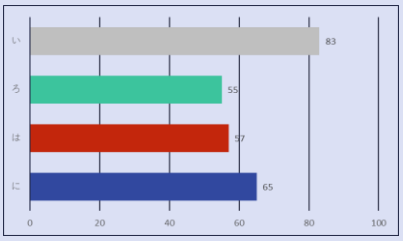
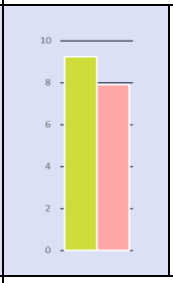
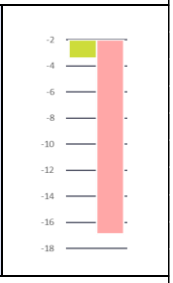
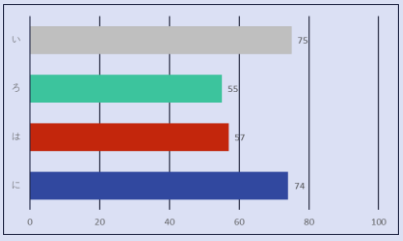
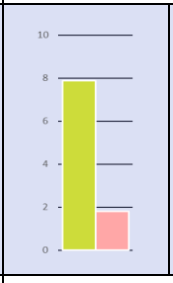
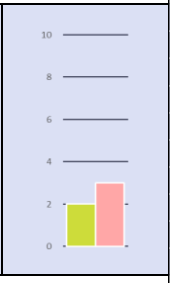
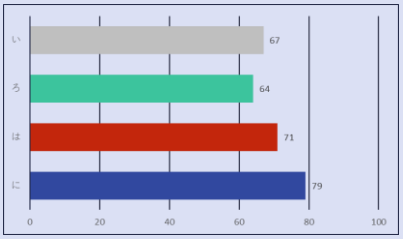
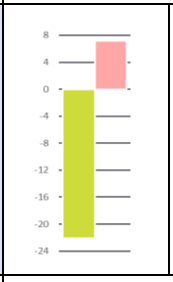
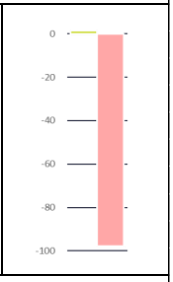
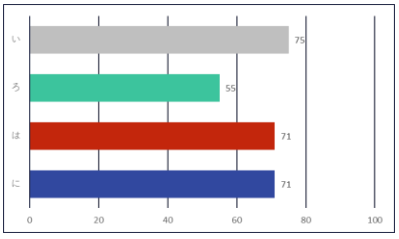
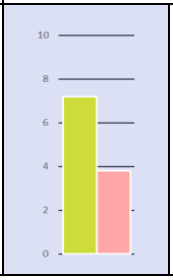
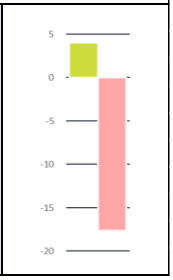
cf.) 点数のグラフ（%）の見方

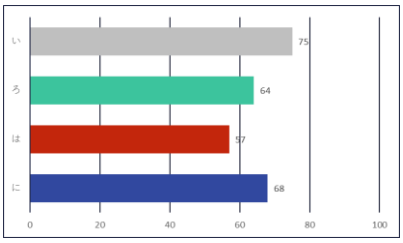
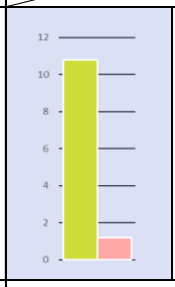
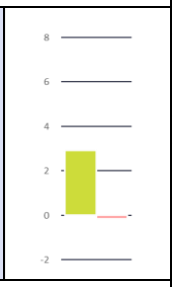
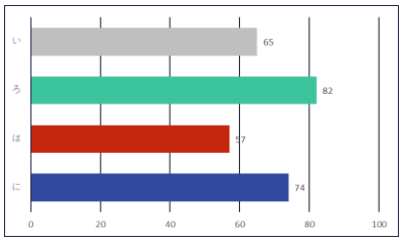
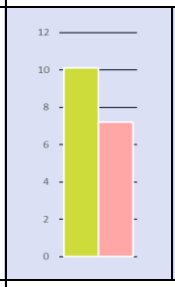
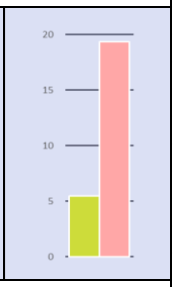
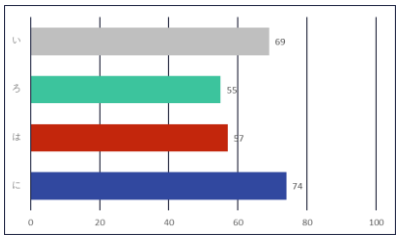
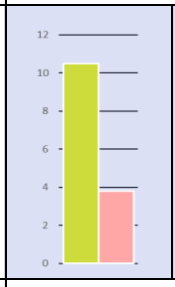
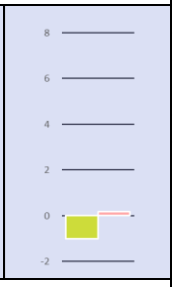
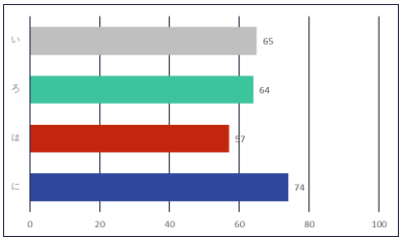
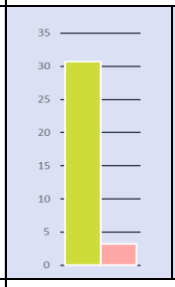
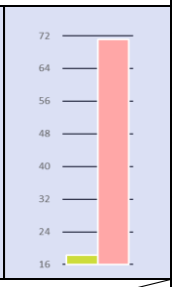
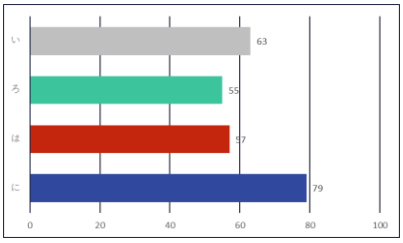
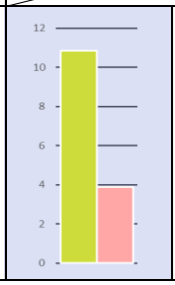
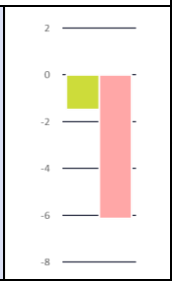


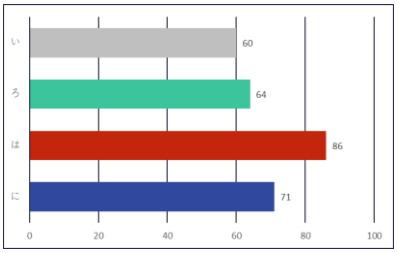
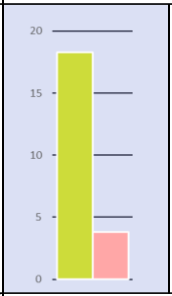
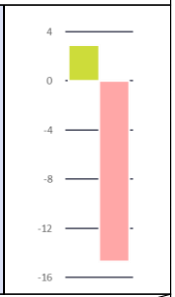
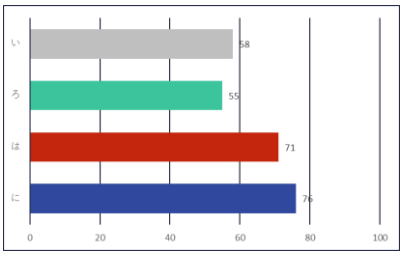
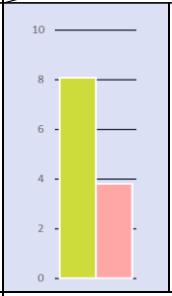
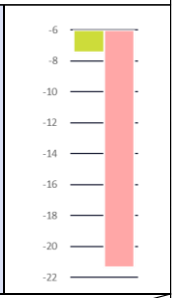
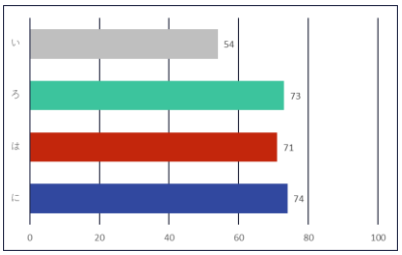
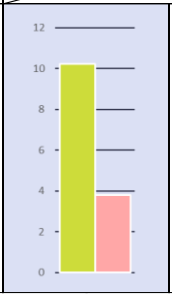
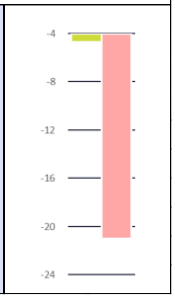
4-1-3　日本銘柄紹介

[図表 8]

0	コーポレートメッセージ・理念など			ロゴの意味	コーポレートカラー	
	コード	企業名	業種	点数のグラフ（%）	売上高営業利益率	売上高・経常利益成長率
	得点	購入金額	比率		(%)	(%)
1	shaping tomorrow with you			上部にあるマークは、「地球」と「太陽」で、宇宙への拡がりと無限の可能性を表わす。	コーポレートカラーであるFUJITSUレッドは、チャレンジ、人間的、エキサイティングな企業を象徴している。	
	6702	富士通	総合電機			
	76点	¥187,400	3.94%			
	主な事業内容 ICT分野において各種サービスを提供するとともに、最先端、高性能かつ高品質のプロダクトなどの開発、製造、販売から保守運用までを提供するトータルソリューションビジネスを行う。 無形としての"魅力" 富士通は「DXにフォーカスした知財戦略」、「社会に信頼をもたらす知財戦略」、「持続可能な世界に向けた知財戦略」の3つの視点で知財活動を行う。具体的な取り組みとして公的研究開発プロジェクトへの参加や有償開放特許などの知的戦略を行っている。			点数のグラフ  	 	
2	空気で答えを出す会社			ダイキンロゴは、高い理想に挑戦し続ける企業の姿をシンボル化した。	コーポレートカラーである青、黒からなる三角形は、機械分野の技術、化学、エレクトロニクスの3分野の発展と複合を表わす。	
	6367	ダイキン工業	家庭用電気機器			
	76点	¥190,640	4.01%			
	主な事業内容 主な事業は、空調・冷凍機、化学、油機及び特機製品の製造（工事施工を含む）、販売であり、それらの全事業の製造、販売を行っている。 無形としての"魅力" 技術開発に力を入れ、様々な大学や企業と共同で研究開発を行っている。人材育成でも「モノづくり」や「IT分野」にとどまらず、「ダイキン経営幹部塾」や「海外拠点実践研修」なども行い主体的に行動する社員育成を推進している。			点数のグラフ  	 	
3	まだ、ここにない、出会い。			ロゴのデザインモチーフは架け橋である。いろいろなものとの架け橋となることを目指している。	ウェブサイトや広告では、虹色カラーがよく登場する。十人十色の架け橋になることをイメージしている。	
	6098	リクルートホールディングス	人材紹介・人材派遣			
	75点	¥185,484	3.90%			
	主な事業内容 販促領域と人材領域や事務職派遣、製造業務ならびに各種専門職の派遣などの総合的な人材派遣サービス事業を各国で展開するとともにオンライン求人プラットフォームの運営を行う。 無形としての"魅力" テレワークを行っていたり、業務プロセスの簡略化を図ったりしている。また、社会のためになる事業となることを第一に考えていることから、顧客からの高い評価を自然と獲得することができている。			点数のグラフ  	 	

0	コーポレートメッセージ・理念など			ロゴの意味	コーポレートカラー	
	コード	企業名	業種	点数のグラフ（%）	売上高営業利益率	売上高・経常利益成長率
	得点	購入金額	比率		(%)	(%)
4	自然と調和するこころ豊かな毎日をめざして			この月のマークは美と清浄を象徴したマークといわれている。	新鮮で躍動感のあるグリーンがコーポレートカラーである。	
	4452	花王	日用品・生活用品			
	74点	¥181,700	3.82%			
	主な事業内容 主に「化粧品」「スキンケア・ヘアケア」「ヒューマンヘルスケア」「ファブリック＆ホームケア」の4つの事業分野を手掛ける。 無形としての"魅力" 商品開発研究と基盤技術研究とのマトリックス運営を行い、新しい価値を提案している。また、ユニバーサルデザインのシャンプーボトルを開発するなど持続可能な社会へ向けての商品開発も行っている。			点数のグラフ  	 	
5	Solutions for your journey			「人々との共生」「しなやかな強さ」「時代に対するスピード感」を表現している。	赤と黒をコーポレートカラーとしており、Bマークとして親しまれている。	
	5108	ブリヂストン	自動車部品			
	72点	¥178,788	3.76%			
	主な事業内容 主に「タイヤ部門」「多角化部門」の２つの部門で事業を展開している。タイヤ・チューブの関連用品や自動車整備、化工品やスポーツ用品などに関する事業を行っている。 無形としての"魅力" ブリヂストンは、研修や社内環境が充実していることが評価され、これまでに国内だけでなく世界からも数多くの評価を得ている。さらに、製品を提供していく事業として環境宣言を掲げ、環境問題に対して積極的に行動している企業である。			点数のグラフ  	 	
6	子どもたちに、誇れるしごとを。			未来を見通す先見性を象徴する「眼」を表し「アイマーク」の愛称で親しまれている。	純白（光）をベースに、青（空・海・水）、赤（人間）、黒（宇宙）の4色を組み合わせている。	
	1803	清水建設	建築・土木			
	71点	¥177,016	3.72%			
	主な事業内容 主に学校や病院、トンネルなど、施設の建設を行う建設事業と、不動産開発やエンジニアリングなどの非建設事業の2つの事業を展開している。 無形としての"魅力" 人財育成に強く力を入れており、HPの情報からも分かるように、個々の能力に応じたきめ細やかなプログラムが設置されているのが魅力だ。また、SNSを活用した企業宣伝やテレビCMも充実しており、その企業名は広く世間に知られている。			点数のグラフ  	 	
7	情報革命で人々を幸せに			坂本龍馬が率いた海援隊の旗印がモチーフで、「2本ライン」と「シルバー」を組み合わせたもの。	他の色に影響されず、その色自体で輝くイメージとしてシルバーが使われている。	
	9984	ソフトバンクグループ	通信サービス			
	71点	¥174,000	3.66%			
	主な事業内容 主に日本国内での移動通信サービスや携帯端末の販売を行う。また、固定通信サービス・インターネット広告の提供も行っている。 無形としての"魅力" 独自の理念・ビジョン・戦略が具体的に明記されているのが大きな特徴である。これらがはっきり記されているからこそ、時代に応じた多くのサービスがこれまでに展開されている。また、グループシナジーを活かして付加価値の向上にも努めている。			点数のグラフ  	 	
8	All for dreams			創業者デザインで、右斜めの字体は右肩上がりの「成長」や「飛躍」を表現している。	九星術では「土」の性質を持つ二黒土星であり、土に欠かせず、豊かな土壌になる理解から、成長力をイメージさせる緑を基調とする。	
	6594	日本電産	半導体・電子部品			
	71点	¥171,275	3.60%			
	主な事業内容 主に車載関連やロボテックス、家電分野など技術面で事業を展開している。また、医療関連の事業も行っている。 無形としての"魅力" M＆Aを早期の段階から積極的に行っている。技術や販路を育てるのに要する「時間を買う」という考えのもとにM＆Aを行い、企業成長には欠かせないものとなっている。さらにモーターの研究開発にも力を入れており、グローバルな海外進出そして企業の活躍が大いに期待できる企業である。			点数のグラフ  	 	

0	コーポレートメッセージ・理念など			ロゴの意味	コーポレートカラー	
	コード	企業名	業種	点数のグラフ（%）	売上高営業利益率	売上高・経常利益成長率
	得点	購入金額	比率		(%)	(%)
9	掘りだそう、自然の力。			文字に丸みを持たせることで、やわらかい印象と人にやさしい・温もりのある企業を感じさせる。		
	2229	カルビー	食品製造			
	70点	¥172,700	3.63%			
	主な事業内容 主にポテトチップスやじゃがりこなどを主力とする製造事業を展開している。さらに、海外では９つの地域で現地に合わせたスナック菓子の販売を行っている。 無形としての"魅力" コーポレートメッセージや企業理念、ビジョンが非常に分かりやすく熱意がストレートに伝わってくる。また、消費者により企業の魅力を知ってもらえるようにHPを充実させている。商品の写真や宣伝動画を掲載することで、読み手が分かりやすく、楽しくなるようなHPだ。			点数のグラフ  	 	
10	Go Beyond			ＴＩＳインテックグループの一体感、そして未来へ向かって進み続ける躍動感を表現している。	新たなる挑戦の場を表すオーシャンブルーと、堅実さと確かな技術の裏付けを象徴するインテリジェントグレーが使われている。	
	3626	ＴＩＳ	システムソフトウェア			
	69点	¥171,440	3.61%			
	主な事業内容 主に「システム・インテグレーション」「システム開発」「アウトソーシング」「コンサルティング」「クラウドサービス」を中心に事業を展開している。 無形としての"魅力" 独自の品質マネジメントシステム「Trinity」を整備している。TISが提供するこの"付加価値の基盤"に創意工夫を加えることで、「品質」「生産性」「技術力」の向上につながっている。さらに、海外進出とＭ＆Ａを積極的に行うことで、企業に新しい知識や経験を常に取り込んでいる。			点数のグラフ  	 	
11	人を中心としたオートメーション			小文字は柔らかい人間味を表し、楕円と右上に弾むリズムで無限の可能性を表現している。	理念を象徴する情熱や生命感を赤で表現。やや渋めの「赤」は、歴史ある企業の誇りと将来のチャレンジ精神で、azbil red と呼ばれる。	
	6845	アズビル	建設資材・設備			
	68点	¥165,550	3.48%			
	主な事業内容 建物市場でビルディングオートメーション事業、工場やプラント市場でアドバンスオートメーション事業、ライフラインや健康などの生活に密着した市場において事業を展開している。 無形としての"魅力" 常に「アズビルらしさ」を追求している。例として、研究開発に力を入れて事業の枠を超えたシナジー効果を高めていたり、独自に製品の品質保証体制を整えていたりしていることが挙げられる。また、企業紹介動画の作成や展示会へ出展を開催しており、企業の名を広めることにつながっている。			点数のグラフ  	 	
12	創造で、想像を超える。			注射薬アンプルを表現しており、ロシュ社とも戦略的アライアンスを機に、ロシュ社のマークを併記した。	2002年にブルーに変更した。「海の色(根源を見つめ)」「空の色(無限の可能性を追い求め)」「地球の色(いのちを見守る)」を表現している。	
	4519	中外製薬	バイオ・医薬品関連			
	67点	¥164,934	3.47%			
	主な事業内容 主に医薬品の研究、開発、製造、販売および輸出入を行っており、がん領域の医薬品では、国内シェアNo. 1 を12年維持している。 無形としての"魅力" 誰が読んでも分かりやすい企業HPを作成している。例えば、研究開発は個人の投資家目線で見ると難しい内容・説明である企業が多いが、中外製薬では図やレイアウトを駆使することで理解しやすい研究開発の説明になっている。さらに、人財育成にも力を入れている。			点数のグラフ  	 	
13	Excellence in Science			「丸に十の字」の社章は、創業者の島津源蔵が、島津家の家紋を商標として定めたことに由来する。		
	7701	島津製作所	精密機器			
	67点	¥166,320	3.50%			
	主な事業内容 主に「人の健康」「安心・安全な社会」「産業の発展」の事業領域で、分析機器や計測機器、医用機器など様々な製品の提供を行っている。 無形としての"魅力" 「健康経営優良法人」認定企業として健康宣言を掲げ、社員の健康を維持していく独自のプログラム「ミル・ミル・Genki」を行っている。また、海外進出を積極的に行い、特に医療面において現地をサポートしている。			点数のグラフ  	 	

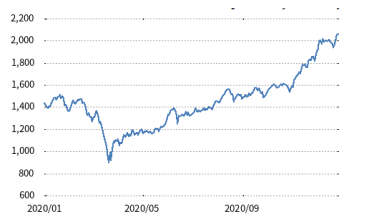
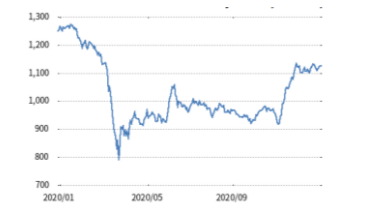
0	コーポレートメッセージ・理念など			ロゴの意味	コーポレートカラー	
	コード	企業名	業種	点数のグラフ（%）	売上高営業利益率	売上高・経常利益成長率
	得点	購入金額	比率		(%)	(%)
14	Lighting the way with diagnostics			相反する概念の融合と昇華を象徴。∞は秘めた可能性で海と山は生命の「進化」と誕生の「神戸」	フロントランナーとしての「責任」と「誇り」を表すシスメックスブルーをコーポレートカラーとしている。	
	6869	シスメックス	バイオ・医薬品関連			
	66点	¥160,725	3.38%			
	主な事業内容 主に検査領域において事業を展開しており、検体検査事業やライフサイエンス事業、メディカルロボット事業などを行っている。 無形としての"魅力" これまでに数多くの評価を得ており、財務面だけでなく、ESGの観点からも世界的に実績が評価されている。さらに、ヘルスケアに関わる企業として、環境保全活動にも積極的に取り組んでおり、今後の環境方針についても具体的に示されている。			点数のグラフ 		
15	人と機械の融和を目指して					
	6645	オムロン	半導体・電子部品			
	65点	¥160,820	3.38%			
	主な事業内容 主に制御機器や電子部品、駅の自動改札機や太陽光発電用パワーコンディショナーなどの社会システム、ヘルスケアなどにおける事業を多数展開している。 無形としての"魅力" グループ会社である特徴を活かし、幅広い事業を展開している。オムロングループ全会社の技術を一つにすることで、企業の成長にもつながるのだ。さらに、社員の働く環境も整っており、女性活躍の機会を増やしたり、グローバルな人材を増やしたりしていくことで、より創造的な企業へと進歩している。			点数のグラフ 		
16	make.believe			四文字が文字の塊として美しくバランスよく見えるように、何度も手が加えられ現在のロゴになっている。		
	6758	ソニー	総合電機			
	64点	¥156,992	3.30%			
	主な事業内容 主にゲーム＆ネットワークサービス、音楽、映画、エレクトロニクス・プロダクツ＆ソリューション金融及びその他の事業等を展開している。 無形としての"魅力" 基本となる音楽事業だけではなく、難民・災害支援や子供たちへの教育プログラムなど、社会貢献活動も積極的に行っている。さらに、新たな試みとして、宇宙空間におけるエンタテイメント事業への挑戦やAIテクノロジーの活用など、これからも企業の活躍に期待できる。			点数のグラフ 		

4-1-4　アジア 300 銘柄紹介

次にアジア 300 の選定銘柄を紹介する。アジア 300 選定銘柄の紹介にあたり、株価のチャートも同時に掲載した。比較をすると、中でも「シンガポール・テレコム」がシンガポール指数と比べて、大きく急伸していることがわかる。また、新型コロナウイルスがほぼ同時期に世界全体で打撃を受けたことも読み取れるだろう。

[図表 9]

0	コード	企業名	業種	該当国の利点	
	国	購入金額	比率	該当国の日経Aisia指数	銘柄チャート
17	FPT/HO	ＦＰＴ(ホーチミン)	情報技術	GDPが上昇傾向にあり、今後も人口増加とともに伸びることを期待できる。今後の成長を見越したグロース株はより魅力のある株として注目される。また、配当金への現地課税がない。NVDRが導入され今まで制限されていた外国人投資家たちが株主としての決議権がないものの、配当などはほかの株主同様得ることができる。	
	ベトナム	¥499,770	10.5%		
	主な事業内容 FPT ShopとFPT By F.Studioを含む2つの小売チェーンの運営を行う。FPT Shopは携帯電話、タブレット、ラップトップ及びコンピュータアクセサリー等の個人用電子製品を提供する。 無形としての"魅力" ベトナムに限らず世界中に拡大しており、日本にも拠点を持つ。主にクラウドサービスやIoT、アプリケーションの開発などのテクノロジーや通信技術を推進している。また、10年チャートからみても右肩上がりで株価が推移している。				

0	コード	企業名	業種	該当国の利点	
	国	購入金額	比率	該当国の日経Aisia指数	銘柄チャート
18	005930/KO	サムスン電子	電子技術	マクロ経済の成長期待を背景に高成長割安企業が多く、日本と比べて株価が成長している。また、新型コロナウイルスの抑え込みにも成功し経済活動が回復傾向にある。さらに、世界的に新型コロナウイルスの影響で家で過ごす時間が増え、サムスン電子やSKハイニックス、LG電子などのテクノロジー株が注目されている。	
	韓国	¥494,155	10.4%		
	主な事業内容 主に電子機器及びコンピューター周辺機器の製造販売を行っている。例として、エアコンや医療機器を含む生活家電や携帯機器を含むIT・モバイルコミュニケーションなどが挙げられる。 無形としての"魅力" サムスン電子は韓国において数多くの大企業の中でも最高峰にある電子メーカーであり、世界を驚かせる製品を多数作り上げてきた。近年は、アジア各国の競争企業もふえてきているものの、「Galaxy A51 5G」の発売など、まだまだ成長が見込まれる。				
19	532540/INI	タタ・コンサルタンシー・サービシズ	技術サービス	モルディ首相に政権が変わり、法人税率が25%まで引き下げられた。このことにより、GDP成長率に拍車をかけ、コロナ禍の中でも他国に比べ高い株価を維持することができている。世界人口２位であるにも関わらず、消費が安定している。 さらに、今後の人口も増加が予想されるため将来的にも消費の安定が期待される。	
	インド	¥497,152	10.5%		
	主な事業内容 主にITサービスとビジネスソリューション、アウトソーシングを手掛ける。IT関連の相互的なサービスを企画・立案型で提供する。 無形としての"魅力" インドの主要産業であるITサービスの中でも群を抜く。人工知能や「IoT」ビックデータ解析など最先端ITをデジタル分野としている。また、新規分野の技術開発、育成に向けて世界各国の学術機関やベンチャー企業と連携を進める。				
20	Z74/SP	シンガポール・テレコム	通信	地理的に日本や欧米と離れているため天災が起こっても影響が出にくいことから、リスク分散が可能である。また、ほかの東南アジアの国々に比べて法制度がより整っているいるため、シンガポールを通じて急伸している東南アジアに投資することができる。さらに、シンガポール株は英語で情報が開示されるため情報へのアクセスがしやすい。	
	シンガポール	¥497,789	10.5%		
	主な事業内容 主にモバイル、有料テレビ、固定ブロードバンド・音声、機器販売を含む事業を展開。また、サイバーセキュリティー面においてもサービスを提供している。 無形としての"魅力" シンガポール・テレコムは、これまでに世界各国の企業の買収を行っている。これによって、これまでには得られなかった新しい知識や人材を得ることができ、そしてよりグローバルな企業へと進歩している。				

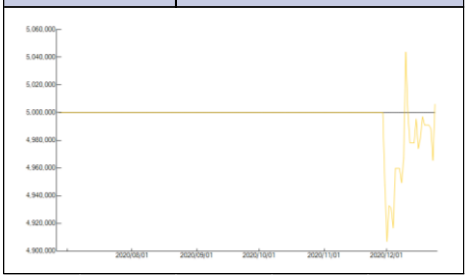
2. 株価の推移についての考察

4-2-1　ポートフォリオ運用結果

我々は、11 月 29 日に株を購入し、12 月 31 日の約 1 か月間で、現金 193,008 円を含む全体の評価額は、5,000,000 円から 5,006,096 円とやや値上がりした形で年内を終えた。なお、株価の最高額は 5,043,717 円で最低額は 4,906,893 円であった。

右図を見るとわかるように、12 月の株式市場は、日経平均株価が最高値をつけた月であり、12 月だけでも 26,400 円台から 1000 円近い幅があり、12 月 29 日は年初来高値の 27,568 円を更新した。この推移からも日本内株式市場への期待感が伺える。

ポートフォリオ運用結果	
評価額	¥5,006,096



4-2-2　全体的な株価の推移と考察

各銘柄の株価の推移を考察する前に、日経平均株価とダウ平均株価の 1 年間の推移を考察したいと思う。

2020 年の世界的な経済予想は、米国大統領選挙・東京五輪開催などが控えていたこともあり、世界的な景気拡大・株価上昇が期待されていた。年初は、日本株式市場含め、世界的株式市場は好調であった。しかし、

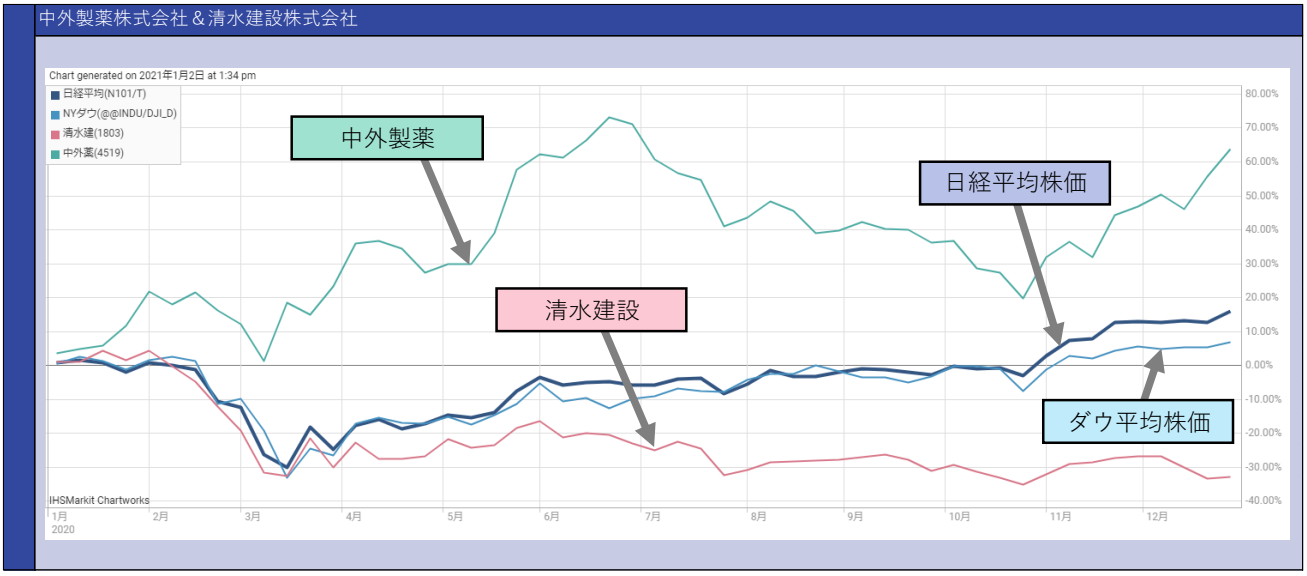
2 月頃のコロナショックにより世界経済は激変した。「ヒト」「モノ」の流れにも制限がかけられた結果、世界経済は急速に減速し、国際通貨基金が「グレート・ロックダウン」と表すほど歴史的な経済危機が発生した。感染拡大抑制のための外出制限、自粛、渡航制限、対面サービスの制限、観光・宿泊・航空の制限等、前例のない規模で需要の縮小につながった。

3 月の日本市場は全面安を目の当たりにし、日経平均株価 16,000 円台まで売り込まれた。米国では、1930 年代の大恐慌以来の失業率となり、ダウ平均株価は一時 18,000 ドル台まで値下がった。しかし、各国の経済政策・大規模な金融緩和に支えられ、急速に世界市場は回復を見せた。11 月のアメリカ大統領選挙バイデン氏優勢が認められ、株価上昇につながった。

12 月に入り、日経平均株価が約 30 年ぶりの最高値を更新した。2020 年最終取引日は 27,444 円で終え、日本市場の相場の強さが伺えるようである。また、ダウ平均株価も史上初の 30,000 ドルを突破し、今後の株式市場への期待感が伺える。以上が我々の日経平均株価とダウ平均株価の考察である。

4-2-3　個別の銘柄の株価の推移と考察

次に、株価の値動きが特徴的であった 2 社について考察したい。製薬会社と建設会社はまさにコロナショックにより正反対の影響を受けた企業であるといえる。



中外製薬は、スイスの世界大手ロシュの傘下に入って 20 年近くなる。収益率はここ 3 年近くで倍になっている。4 月下旬に開示した第 1 四半期のコア営業利益は前年比 55%増、血友病治療薬「ヘムライブラ」が好調であった。加えて、関節リウマチ治療薬「アクテムラ」をコロナ治療薬とする治験を進めていることが投資家の期待を刺激し、株価を押し上げた。4 月発表の通り 5 月 25 日から治験のための患者登録を開始したことがきっかけで株価の急伸劇が始まったといっても過言ではないだろう。更に、6 月 30 日を基準日として 1 株につき 3 株の株式分割をすると 1 月に発表したことから投資単位を下げ株式流動性を高めた。投資家層の拡大を図ったことをきっかけに株価が大幅続伸した。

清水建設は、オリンピック・パラリンピックへの期待感を寄せられていたが、延期になってしまったことで株価の下落を引き起こしたと考えられる。加えて、コロナショックにより建設業は大打撃を受け、4 月 5 日に緊急事態宣言下の 7 都府県で建設工事を原則すべて止めると表明したことは、大幅な続落を引き起こした。10 月 29 日に年初来安値を付けているが、コロナ禍収束に向けて次世代に対する現役世代の責任と捉え、役員・従業員一人ひとりが感染防止対策を徹底し、主体的な事業活動に全力を注いでいる。

V．フィールドワーク

ここまで、我々は４回にわたるスクリーニングを経て様々な視点から「無形資産」に強い企業を選定し、ポートフォリオを作成したが、実際に企業はどのようにして無形価値を高めているのであろうか。企業側はどこまで無形の価値を重視しているのであろうか。そもそも、我々は企業の現状を知らないままで投資家の方々に情熱をもってポートフォリオ銘柄を進めることができるのだろうか。これらの疑問を解決するため、我々は最終的な投資対象となった以下４社へインタビューを行い、フィールドワークによる調査を実施した。なお、新型コロナウイルス感染拡大を考慮して、３社についてはオンラインによる訪問となった。

株式会社リクルートホールディングス

日時	12/16(水) 14:00~15:30
訪問方法	対面での訪問
場所	株式会社リクルートマーケティングパートナーズ本社
ご担当者様	まなび事業統括本部 ヘイダル様 まなび事業統括本部 山下様
参加者	左から、山下様、水谷、福井、川野、ヘイダル様

①業務プロセス削減への取り組み

新型コロナウイルスの影響を受ける以前からリモートワークを行っていたという。また、流動性の激しい企業スタイルであることから、「**知識の仕組化**」を行っている。人の出入りがあることを肯定的に考え、知識をプログラム化することで、次世代への引き継ぎを確実に行うことができている。また、社員に権限委譲をすることでプロセスの削減を測っている。一方で、OKゾーンとNGゾーンの区別は正確に行い、正確な意思決定をもたらしている。

②新型コロナウイルスの影響

主に観光や飲食業界の広告で去年と比較して減少傾向にある。観光業界は規模の大きい企業が多く、且つ体力のある会社が多い。それに比べて、飲食業界は規模の小さい企業が多くあるため、体力のない企業が多い。そして、広告業界は景気と連動して業績が変わる特性を持つことから、リーマンショックや東日本大震災でも景気が落ち込んだため業績が下がっていたそうだ。

オンライン学習サービスであるスタディサプリは、過去５年間と今のコロナ禍で申し込み件数が同じだった。

③無形に強いと感じられた印象的な点

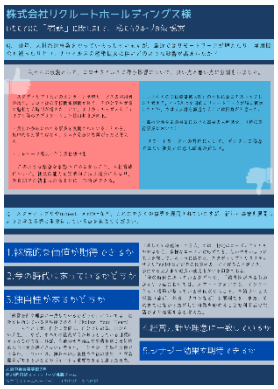
社員のパッションを第一に考える企業スタイル

ゼクシィに代表されるように、日本で成功しても海外では文化や習慣が違い事業を同じように展開しても失敗するケースがある。そこで、M＆Aを行うようになり、**ともに成長していく**ことで企業がより成長することを目指しているそうだ。これはまさに**無形におけるシナジー効果を最大限**に利用することができていると言える。

また、人材マネジメントにおける**新事業提案制度「Ring」**では、優勝すると実際に事業を立ち上げる権限を受けることができる。しかし、審査の際には辛口なことを言われるため生半可な気持ちでは優勝できない。この根幹には、社員にいかに情熱があるのか、事業をやり遂げる力を持ち合わせているのかを測るという点があるという。事実、今ではコロナ禍で大活躍のスタディサプリが誕生した場でもある。情熱のある社員が３度目の正直で優勝を勝ち取った。社員を第一に考えている企業スタイルはまさに見えない価値であると感じた。

(補足) 訪問にあたりいただいた宿題

提示した質問内容に対して、自分たちの意見を考えてくる、という宿題をいただいた。以下は、提示資料として作成したものである。



資料作成を通じて、よりリクルート様の社員の情熱を大切にしている姿勢を身にしみて感じるきっかけにもなった。

富士通株式会社

日時	12/22(火) 15:00~16:00
訪問方法	オンライン訪問(Zoom使用)
ご担当者様	総務・人事本部総務部 前沢様 総務・人事本部総務部 及川様 総務・人事本部総務部 水島様
参加者	(上段)左から川野、福井、水谷 (下段)左から前沢様、及川様、水島様

①DX企業としての自覚ある取り組み

運輸や医療など様々な分野で事業展開で培ったデータを活用している。例えば、顧客の生体情報登録でレジレスのコンビニ店舗を作り、退店するだけで会計ができるようにする。この方法は、店員と買い物客が接触せずに買い物が可能になるため衛生的であり、POS業務がなくなるため店の売り上げ拡大につながる。**膨大なデータ管理を行うため、"trust"がキーワード**であり、サーバーセキュリティや個人情報の保護を行う。また、ビジネスリーダー育成やデジタル人材を育成している。

②新たな働き方の推進

独自の仕組みの1つに「**Work Life Shift**」が挙げられる。①でも記載した通り、DX企業としてのミッションを果たすため、コロナ禍でも十分に対応できる三本柱が考えられた。最適な働き方を実現するSmart Working、オフィスのあり方を見直し、オフィス・通勤という概念を変えていくBorderless Office、そして、社内カルチャーの変革を行うCulture Changeだ。これらは、今後持続可能な社会が求められていくなかでの企業の発展には必要不可欠なものである。この三本柱があるからこそ、時代にあった事業・取り組みが進められ、**"ニューノーマル"へと対応できる社会変化に強い企業**へと進歩していくのだ。

③無形に強いと感じられた印象的な点

多様な人材の流動化

「社内ポスティング制度」という自分がやりたいことと、企業側が求めていることがマッチすれば異動できる制度や、異動したい本人が自らをPRし、それが評価されると異動できるという「FA制度」がある。実現のために、日々のコミュニケーションを大切にすることを心がける。**社員側は能力を磨くことが求められ、企業側は能力のある人材に来てもらうために魅力のある組織作りが必要**になる。他にも、これまで会社一律で行っていた社員の研修を、社員の選んだ研修に参加できるようにすることで、社員の成長や目指すキャリア支援へと繋げている。

株式会社島津製作所

日時	12/23(水) 10:00~10:40
訪問方法	オンライン訪問(Microsoft Teams使用)
ご担当者様	コーポレート・コミュニケーション部 大八木様 コーポレート・コミュニケーション部 上木様
参加者	(左列)上から水谷、川野 (中央)上から大八木様、福井 (右列)上木様

①海外進出の重要性

グローバル人材を活かし海外進出も積極的に行い、アメリカ・中国・ヨーロッパ（ドイツ）・オーストラリア・シンガポールに拠点をおき、先進国だけではなく、トルコやエジプトなどにも拠点を置く。これらの世界進出で様々なニーズをつかみやすく、人口的な面でも販売需要が高まる。また、各々のニーズを見極めて商品を販売することも海外進出をするうえで気をつける点であるそうだ。よって、国内事業よりも海外に進出することで企業の成長が見込める。

②SNSを通じた活動

B to Bの企業であり、個人を顧客にするのではなく企業相手にビジネスを展開しているため、一般の人々に認知してもらうことが難しい。ツイッターなどの拡散性のあるSNSの利用で、人々に知ってもらう機会を作った。SNSを使用した発信は、**情報の伝え方や発信時期を操作することが可能である**。また、視覚的にアピールも可能であり、情報発信だけではなく、発信した情報の反応も見ることができる。実際に、PCR検査装置を発売したという情報がSNS上で拡散され医療関係者から連絡がくることもあったそうだ。加えて**、広報をデジタル化することによりビックデータの分析が可能**になる。

③無形に強いと感じられた印象的な点

企業と社員が相思相愛

ビジネスリーダーの育成として、「経営塾」などを実施する。選抜されたメンバー4人でチームを作り、テーマ選びを1年間かけて行う。その後、**代表取締役の前で1人1人プレゼン**をする。部門を越えて集まったメンバーにより、多様な意見交換が可能である。さらに、グローバルマネージャー・トレーニングや海外現場研修もあり人材育成に力を入れている。2020年で145周年という歴史を持ち、2002年には島津製作所社員の田中耕一さんがノーベル化学賞を受賞した。長い歴史の中で培った技術やデータが研究開発や経営方針に役立っている。**社員1人ひとりが、会社の社風や文化、技術に誇りを持っているのが大きな強み**である。

アズビル株式会社		
日時	12/23(水) 19:00~20:30	
訪問方法	オンライン訪問(Microsoft Teams使用)	
ご担当者様	取締役兼執行役員専務 横田様 サステイナビリティ推進本部 復本様 グループ経営管理本部 根本様 技術開発本部センシングデバイス技術部 小笠原様	
参加者	(左列) 上から根本様、復本様 (中央) 上から小笠原様、水谷 (右列) 上から横田様、川野、福井	

①業務プロセス削減への取り組み

業務プロセスをテーマの一つに取り上げて事業を展開している。アズビルにとって、業務プロセスとは「**お客様との関係のプロセス**」でもある。お客様との関係をより良いものに変えていくために、業務の見直しが定期的に行われている。さらに例を挙げるならば、新型コロナウイルスへの対応だ。以前からDXを基本として事業を行ってきたアズビルであるが、“計測”と"制御”のサービス・製品を提供してきたことが突然のコロナ禍にも迅速に対応できた要因の一つであった。会議などはすべてオンライン上、実際に会社へ来て仕事している社員は通常の約２割ほどである。これらも確実に業務プロセスの削減につながっている。**リモートでできることは「すべてやる」**。そのような強い意志が、急激な社会変化のなかでもアズビルを支えたのだ。

②社内環境の充実

azbilグループの理念である「人を中心としたオートメーション」。人を中心としているからこそ社内環境が充実していると考えた。まさに「**人に優しい会社**」である。それは、これまでにえるぼしをはじめとする社外評価を得ていることからも読み取れる。一度病気で仕事の世界を離れた社員でも現在では重役についているというのは、"本当に働きやすい環境”の代表例であると言える。さらに、**コロナ禍ではまず初めに「社員の安全をどう図るか」が最も重要視**された。このように、単に事業を進めていくだけではなく、人を中心に考えて社員が働きやすい環境づくりに努めているという点も、アズビルという企業としての魅力・価値をより一層高めていると感じた。

③無形に強いと感じられた印象的な点

縁の下の力持ち

アズビルでは、お客様のニーズの分析とともに積極的に行ってきた研究開発や、「**自らが海外を開拓していく**」という思いでM＆Aを行ってきた海外進出など、これまで数多くの視点から「azbilらしさ」を求めてきた。この独自性が企業価値向上に貢献しているのは間違いない。独自性を追求してきた結果が、日本のビルの空調制御で約7~８割のシェアという数値に表れているといっても過言ではないだろう。アズビルの提供するサービス・製品は、我々が生活で直接見ることは少ないが、「azbilらしさ」を追求しながら我々の見えないところで社会を支えてきた。**見えないところで支える「縁の下の力持ち」企業**は、我々のテーマである"無形”そのものである。

訪問した４社のいずれも、新型コロナウイルスへの対応を含め、見えない企業価値のあり方について考えを深めていた。そして、それを実行に移していた。また、オンライン訪問ではご担当者様も自宅参加の場合が多くみられ、企業がリモートワークを推進していることを実感することができた。

VI. 日経 Stock リーグを通じて学んだこと

今回、我々は３度目の「日経ストックリーグ」への挑戦であった。今となっては、中学３年時に初めて「投資」の世界を知り、夢中になって新しい世界に飛び込み、数えきれない疑問を解消しようと、試行錯誤を重ねた３年間が走馬灯のように蘇ってくるようである。過去の２年間は、授業の一環としての全体活動であったが、今回は初めて、**自分たちの「意志」でストックリーグに挑戦することを決めた**。何より、互いにストックリーグに挑戦をしようと決めた時が分散登校期間中であったため、オンラインでの初対面を含んでいたことには、「ストックリーグに対する情熱に差異はないか」「本音で議論ができるのか」と不安を抱えていたものである。

約 6 か月間にも及ぶストックリーグへの挑戦は、我々に多くの困難や喜び、そして発見をもたらしてくれた。

最初の困難は、「**話し合いの頻度**」である。新型コロナウイルスの感染拡大が懸念される中でのグループ活動は、大変なことも多かった。放課後の話し合いにも制限がかかり、「いかに意見を端的にまとめ、熱意をもってメンバーに伝えるか」の能力が大いに求められた。

2 つめの困難は「**テーマ選定**」である。テーマ選定には多くの時間を費やした。現代社会に求められ、しかしまだ潜在的なものであり、且つ独自性のあるものを見つけることは、同テーマでも多角的な視点を持って繰り返し向き合わなくてはならず、何度も挫けそうになった。いざ「無形資産」がテーマになった際も「**どのように数値化を行うのか**」「**正確な分析方法が実証されていない**」「**そもそも客観性の維持はできているのか**」という大きな壁にぶち当たり、数えきれないほど自問自答を重ねたものである。しかし、「**見えない**」**ものを**「**見える**」**ようにするには**「**言葉**」**を使うしかなく**、いかに言語化するかを考え、話し合いを重ねてきた。

また、フィールドワークにおいても同様に、初めての企業との連絡では、不備のないスムーズな返信を心がけた。3 度に渡るオンライン訪問での貴重な経験は、対面では感じることのできない緊張感と目元だけでの表情づくり、そして、「**その場に応じて対応する能力**」が求められた。また、対面の訪問という我々の意向を受け入れてくださったリクルートホールディングス様含め、何より、企業の皆様における優しさを身にしみて感じられ、最後の最後で膨大な情報をまとめるレポート作成において、挫けそうになった我々に、本来の強い思いを取り戻させてくれた。感謝の念に堪えない。

新型コロナウイルス感染拡大に伴い、困難も多くあったがそこには、困難以上に多くの学びがあった。思考力をはじめとして、意思疎通の能力、判断力、チームワーク力、批判的な意見を含む多角的な視点、そして何よりも「無形」を追い求めるうちに、人間として、互いを思いやる大切さを学ぶことができた。「**見えないものを見る力**」**は、企業相手だけでなく、学生相手にも求められる**と考える。やはり「**人間性**」**や**「**思いやり**」**の心は、非常に重要であり、周りのものを**「**幸せ**」**にする見えない不思議な力を持つ**。それはまた、相乗効果により、互いのモチベーション向上にもつながる。こんなにも双方にとって贅沢なものは、ほかに存在しないと思う。事実、メンバー間での最初のぎこちない会話がストックリーグではあったが、今では苦難を共にし心を許し合える大切な仲間であることがその証明であろう。

企業の「見えない」価値をいかに数値化するかを問い続ける日々であったが、「見えない」からこそ価値のあるものであるのだと身にしみて感じられた。**見えないからこそ、真摯に自分から向き合いたくなるものである**。過去の入賞レポートを隅から隅まで分析を行い、色合いやレイアウトにもこだわりつくした。テーマ選定からレポート作成に及ぶ 6 か月間を最後の最後まで諦めずに、真っ直ぐ向き合ってきたことは我々を大いに成長させてくれたと自負している。そして、それは必ず将来の我々の強みになると確信している。

Ⅶ. 終わりに

サン＝テグジュペリの名作『星の王子さま』の台詞の中に「It is only with the heart that one can see rightly. What is essential is invisible to the eye. （こころでみなくちゃ、ものごとはよく見えないってことさ。かんじんなことは、目に見えないんだよ。）」というものがある。この言葉は投資においても応用ができるのではないだろうか。数値では測ることのできない企業の配慮や信頼は想像以上に偉大な力を持つ。その力を持つ王子様企業は、必ず 21 世紀に大きな変革を遂げ、情報化社会を牽引してくれる存在となることを確信している。そして、我々も目先の利益にとらわれず、企業と一体になって歩んでいくことこそが、真の持続的な社会を実現し、包括的に企業価値の向上へとつながるに違いない。

企業の無形価値を正確に測るためには、向上の「期待できる」、成長力のある企業も見つけなければならな

い。実際、そこが我々の最大の懸念点でもあった。本レポートで、そこを大いに考慮できたとは胸を張っては言うことはできず、課題を残す形にはなったが、無形価値こそが長幼の序を問わず、企業を身近に感じる要因となっていると思う。その親近感は、必ず企業における見えない率先力と成長力を向上させると期待している。

最後に、このコンテストは、投資の魅力に気づかせてくれたきっかけである中学 3 年時、公民の授業の一環として「ストックリーグ」を取り入れてくださった大西先生がいなければ出会うことのできなった場でした。そして、このレポートは、最後の最後まで我々の挑戦に対していつも身近で親身になって支え、見守り続けてくださった高村先生のお力添えがなければ完成し得ないものでした。感謝してもしきれません。この場を借りて御礼申し上げます。また、我々の取材に快く受け入れてくださったリクルートホールディングス様、富士通様、島津製作所様、アズビル様、そして我々の依頼に最後までご丁寧にご検討をしてくださいました各社皆様、日経ストックリーグを開催して下さった日本経済新聞社様、野村ホールディングス様に厚く感謝申し上げます。

参考文献

特許庁(2017)「知的財産の価値評価について」pp.22-34
経済産業省(2017)「価値創造のための統合的開示・対話ガイダンス-ESG・非財務情報と無形資産投資－」
経済産業省(2017)「伊藤レポート 2.0」
内閣府(2011)「平成 23 年度　年次経済財政報告－日本経済の本質的な力を高める－」pp.184-193
三菱 UFJ 信託銀行 山口智弘(2009)「無形資産価値の評価について」
野木森稔 関辰一 熊谷章太郎(2020)「アジア経済見通し」
アジア大洋州局地域政策参事官室(2020)「目で見る ASEAN －ASEAN 経済統計基礎資料－」
ジョナサン・ハスケル/スティアン・ウェストレイク(2020)『無形資産が経済を支配する』山形浩生（訳)、pp.6-16, pp.61-64, pp.69-74, pp.83-132
モニターデロイト(2019)『SDGs が問いかける経営の未来』
産業能率大学 井口秀昭(2016)『財務諸表の仕組みを理解する』
産業能率大学 井口秀昭(2016)『財務諸表で会社を評価する』
日本経済新聞社 日経 MOOK(2020)『まるわかり！アジアの株式投資』
日経電子版
「見えない資産が多い企業、首位はエス・エム・エス(最終閲覧日：2020.12.27)」
「無形固定資産倍率の高い企業　見えない資産で稼ぐ(最終閲覧日：2020.12.27)」
「人への投資で PBR 拡大　米欧に後れ、挽回課題に(最終閲覧日：2020.12.27)」
「エーザイの「非財務力」、潜在価値は純資産の 2 倍超か(最終閲覧日：2020.12.27)」
「ベトナム、東南アジア成長率で一人勝ち　7～9 月期(最終閲覧日：2020.11.29)」
「「見えない資産」に注目を　コロナ禍から反転攻勢へ(最終閲覧日：2020.1.2)」
「人への支出 資産計上を 編集委員　小平龍四郎(最終閲覧日：2020.1.2)」
「ビル・ゲイツからイーロン・マスクへ、株価支える人の力（一目均衡）(最終閲覧日：2020.1.2)」
「アップルが拓く「帳簿の世界史」の新局面(最終閲覧日：2020.1.2)」
「[FT]デジタル経済で新たな危機(最終閲覧日：2020.1.2)」
Bloomberg
東洋経済オンライン
岸本 吉浩「最新版「ESG に優れた企業」ランキング上位 200(最終閲覧日：2020.12.27)」

マネー現代
大川 知宏「コロナ相場のウラで、日本株の「常識」をぶっ壊した「黒幕」のヤバい正体(最終閲覧日：2020.12.25)」
MONNEY Zine
土居雅紹「アジア・アフリカの黄金期が到来？人口爆発と超長期投資シナリオを考える(最終閲覧日：2020.11.29)」
Newsweek
「シンガポール、新型コロナ死亡率が 0.05%と世界最少の理由とは？(最終閲覧日：2020.11.29)」
日本総研
塚田雄太「【2020 年アジア経済の見通し】二極化が続くものの、総じて底堅いアジア経済(最終閲覧日：2020.11.29)」
・富士通（株） https://www.fujitsu.com/jp/
・ダイキン工業（株） https://www.daikin.co.jp/
・(株）リクルートホールディングス https://recruit-holdings.co.jp/
・花王（株） https://www.kao.com/jp/
・(株）ブリヂストン https://tire.bridgestone.co.jp/
・清水建設（株） https://www.shimz.co.jp/
・ソフトバンクグループ（株） https://group.softbank/
・日本電産（株） https://www.nidec.com/jp/
・カルビー（株） https://www.calbee.co.jp/
・ＴＩＳ（株） https://www.tis.co.jp/
・アズビル（株） https://www.azbil.com/jp/
・中外製薬（株） https://www.chugai-pharm.co.jp/
・(株）島津製作所 https://www.shimadzu.co.jp/
・シスメックス（株） https://www.sysmex.co.jp/
・オムロン（株） https://www.omron.co.jp/
・ソニー（株） https://www.sony.co.jp/
・ＦＰＴ(ホーチミン)
・タタ・コンサルタンシー・サービシズ
・サムスン電子
・シンガポール・テレコム
Interbrand「Best Japan Brands 2020(最終閲覧日：2020.11.8)」
企業価値検索サービス「Ullet(最終閲覧日：2020.11.20)」バフェット・コード(最終閲覧日：2020.12.29)
投資の教養 「「無形資産倍率」とは？新型コロナ相場で大注目の DX 銘柄でも重要な指標を解説！(最終閲覧日：2020.12.27)」
ヤッパン号「シンガポールに関する Q&A(最終閲覧日：2020.11.29)」
Bookservice.jp「【カントリーリスク引上げか？】韓国公取委が三菱電機などに課徴金。(最終閲覧日：2020.11.29)」
格付投資情報センター「R&I カントリーリスク調査(最終閲覧日：2020.11.29)」
K-ZONE money「【第 14 回】成功体験しか知らないベトナム　ネガティブ要因とは 中国・アジア新興国特集(最終閲覧日：2020.11.29)」
※表紙・アイコン等は「Canva」のテンプレートを使用して作成。