

# 「広く持つ」から「深く勝つ」へ ——PBR 起点で考える化学・素材産業のCXと再編の論点

古澤 利成

経営共創基盤 (IGPI) マネージングディレクター  
ものづくり戦略カンパニー  
IGPI グループ共同経営者

## はじめに

化学・素材産業は今、大きな産業構造の変化に直面している。競争の軸が規模やスペックからニーズへの適応に移ったことで、基礎化学品事業に加え、川中にも複数の事業ポートフォリオを有する「総合化学メーカー」は大きな課題に直面している。

本稿では、稼ぐ力を示す自己資本利益率 (ROE) と市場からの期待を示す株価収益率 (PER)、そしてこの2つの乗算で求められる株価純資産倍率 (PBR) を起点に、日本の化学・素材産業の構造変化を読み解き、各社のコーポレート・トランスフォーメーション (CX) の進め方、そして業界再編の論点を明らかにする。

## 1. 化学・素材産業を取り巻く事業環境の構造変化

化学・素材産業を取り巻く環境は、足元の市況変動というより、産業構造そのものの変化として捉えるべき局面に入っている。川上の基礎化学品領域では、国内需要の減少、設備稼働率の低下、中国の増産による輸出競争圧力、老朽化したコンビナートの更新負担、さらに脱炭素に対応するための省エネやリサイクル関連投資が同時に進行している。他方、川中・川下に近い機能性化学品領域でも、電動化、半導体の進化、ライフサイエンスの高度化に伴う創薬開発のコスト増などを背景として、求められる材料の質と開発スピードが大きく変化している。

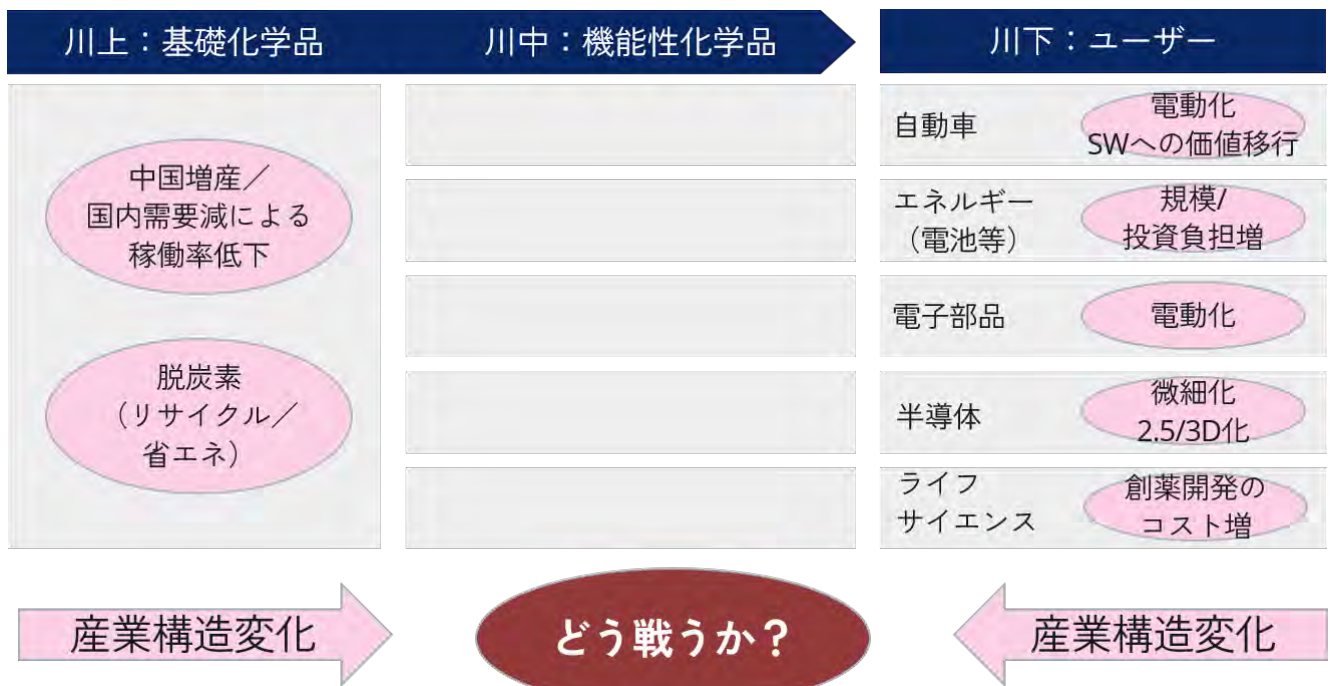


図1：化学・素材産業を取り巻く産業構造変化 筆者作成

図1が示すとおり、川上・川中の双方で競争条件が変わっており、従来の延長線上の経営では企業価値を維持しにくくなっている。

この変化の本質は、単に「市況が厳しい」「成長分野が出てきた」という話ではなく、化学・素材メーカーがどの領域で、どのように稼ぐべきかという戦い方そのものの変化にある。川上では規模の経済だけでは十分な収益を確保しにくくなり、川中では“高付加価値”というだけでは差別化になりにくい。ユーザーに近い場所でニーズを捉え、製品ではなくソリューションとして提供できるかどうか、競争力を左右する時代になっている。化学・素材メーカーに求められているのは、個別事業の改善ではなく、事業ポートフォリオ全体の再設計を伴うCXである。

## 2. PBR からみた化学・素材メーカーの競争力格差と構造的理

1章でみた化学・素材産業で進む構造変化を企業価値の観点から読み解く上で有効なのが、PBR、ROE、PERの関係である。PBRはROEとPERの積として整理できる。ROEは企業の稼ぐ力、PERは市場からの期待値を示し、その双方の結果としてPBRが形成される。ゆえに、PBRの高低は単なる株価評価ではなく、足元の収益力と将来の価値創造ストーリーに対する市場の評価を映す指標だと理解すべきである。弊社WEBサイトの「知見」ページで公開されている論考『[上場の意義を戦略的に再考せよ](#)』（IGPI 宮下和昌）でも、「PBR = ROE×PER」であり、ROEが一定水準まで戻っていてもPBRが伸び悩む場合、それは市場の成長期待、すなわちPERが十分に織り込まれていないことを意味すると整理している。資本市場は単に「稼ぐ力の維持」だけでなく、「稼いだ資本の再配分を通じた価値創造ストーリー」が描けているかを見ているのである。

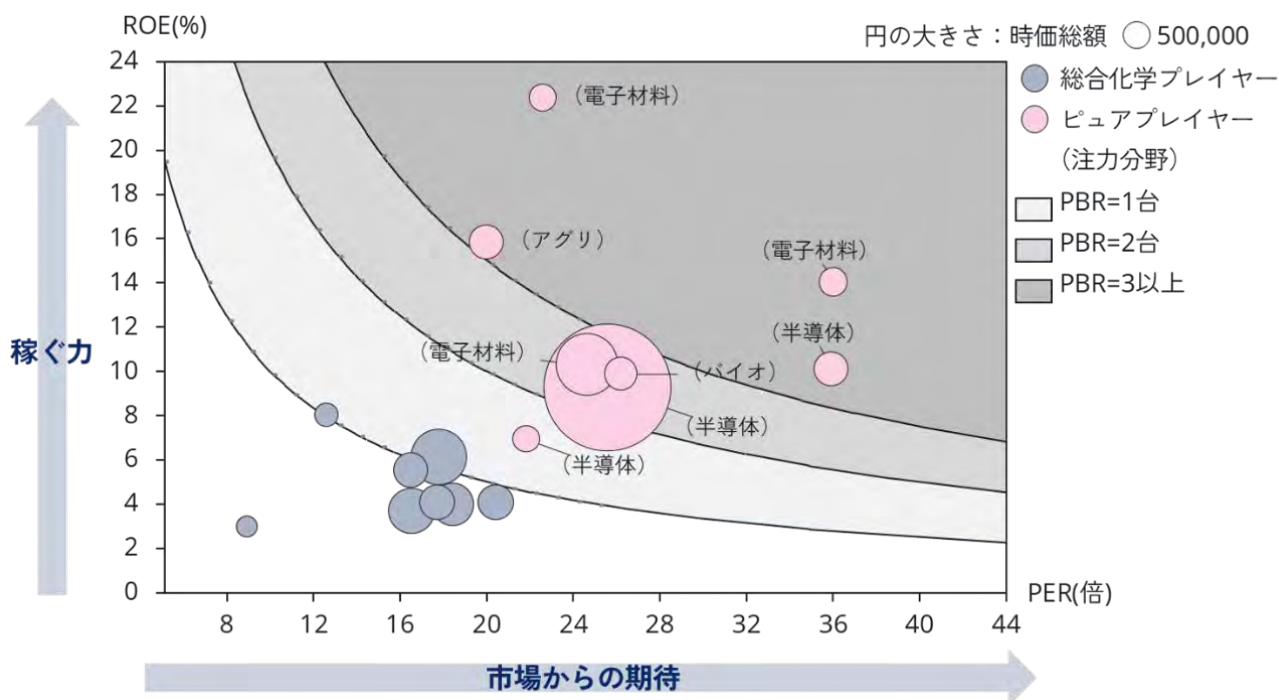


図2：PBR からみた国内化学・素材メーカーの競争力ポジション 各社IR データより筆者作成

図2では、代表的な日本の化学・素材メーカーを、縦軸にROE、横軸にPERを取って配置し、その結果としてのPBRを時価総額のバブルで示している。ここで示唆的なのは、材料ポートフォリオを広く持つ総合化学プレイヤーが相対的に左下、すなわち低ROE・低PER側に位置しやすい一方、主力領域を明確に定めた企業が右上に位置しやすいことである。すなわち、総合化学メーカーはROE・PERの双方で不利になりやすく、その結果としてPBRでも見劣りしやすい構造が示唆される。

ここで、本稿における企業類型を明確にしておきたい。本稿でいう総合化学メーカーとは、基礎化学品事業を有し、かつ川中領域の機能化学品事業にも複数の事業ポートフォリオを有する、川上・川中コングロマリット型の企業を指す。他方、ピュアプレイヤーとは、その逆に、川中の機能性化学品を中心に事業を有し、特定の一ないし二領域に特化している企業を指す。両者の差は単なる事業数の多寡ではなく、川上を含めて広く持つか、あるいは川中の特定領域に重心を置くかという経営の基本姿勢の違いにある。

この違いは、そのまま資本市場からの見え方の差につながる。総合化学メーカーは、歴史的に基礎化学品を起点として徐々に機能性化学品へと広がってきた経緯を持つ。その結果、川上から川中にかけて分散的なポートフォリオを形成しやすい。こうした分散は、市況変動への耐性や一定の安定性をもたらす一方で、成長市場への注力度合いを薄める側面も持つ。とりわけ機能性化学品のような高付加価値領域に対し、広い領域への分散投資は、結果としてシェア1位、2位を取り切れない構造を生みやすい。それは結果としてROEが上がりにくいだけでなく、投資家から見ても「総合化学関連企業」として映りやすく、どの成長テーマに乗っているのかが伝わりにくいいため、PERも伸びにくい。

一方、ピュアプレイヤーは、特定領域に経営資源を集中させ、場合によっては川下領域にまで進出することで、その領域内で強い製品ポートフォリオを形成しやすい。川下ユーザーのニーズが多様化し、高度化する中で、ユーザーニーズを誰よりも早く捉えて材料開発につなげることが競争力になる。したがって、機能性化学品の競争では、特定領域に特化し、よりユーザーに近い場所でニーズを把握し、ソリューション提案までできる企

業がシェアを獲得しやすい。こうした企業は、収益力が高まりやすいだけでなく、投資家目線でも「半導体関連」「ライフサイエンス関連」といった成長テーマ企業として理解されやすく、PER の面でも有利になりやすい。ここに、同じ化学・素材産業の中でPBR 格差が生まれる構造的理由がある。

### 3. 二極化の背景にある川上から川下までの「面の取り方」の変化

この二極化の背景には、化学・素材産業を取り巻く産業構造の変化に伴う「戦い方」の変化がある。



図3：川上から川下までの戦い方の変化（イメージ） 筆者作成

図3が示しているのは、川上から川下までを一つの地図としてみたとき、その「面の取り方」が変わってきているということである。規模の経済が機能し、付加価値の高さが競争力に直結していた頃は、基礎化学品の供給力や技術蓄積を起点に、周辺領域へと徐々に広がっていくことに一定の合理性があった。しかし現在は、川上で十分な収益を確保すること自体が難しくなり、川中でも広く持つことがそのまま競争力にはならない。広く面を取りに行くことよりも、特定の領域に深く入り込み、顧客接点と用途知見を獲得することの方が重要になっている。

川上の基礎化学品領域は、基幹産業として需要が消えるわけではない。しかし、国内需要の低下、中国の攻勢、そして脱炭素動向を背景とする投資家の厳しい視線の中で、大きな収益を安定して上げることが難しい構造にある。これは、ROE の面でも PER の面でも逆風が吹きやすいことを意味する。総合化学メーカーがこの川上事業を抱えながら、さらに川中で分散的なポートフォリオを維持する場合、全社としての資本効率も市場評価も伸び悩みやすい。

対して、川中の機能性化学品領域では、付加価値の高さそのものよりも、ターゲットとなる業界にどれだけ注力し、どれだけ深く入り込んでいるかが問われる。用途側の変化が速い分野ほど、ユーザーの課題を理解し、それに即した材料やソリューションを提案できる企業が強い。その意味で、競争の軸はスペック競争から用途起点の競争へと移っている。ピュアプレイヤーが相対的に高い評価を得やすいのは、この構造変化により適合しているからにほかならない。

さらに、川中領域でシェアを広げるためには、単に川中で製品を揃えるだけでは不十分であり、川下領域にまで経営リソースを踏み込み、ユーザーニーズを誰よりも早く捉えられる体制を築く必要がある。顧客の製品開発や用途進化の方向性を先回りして把握し、それを材料開発や提案に結びつけられる企業ほど、競争優位を確立しやすいからである。逆にいえば、従来型の分散型ポートフォリオのままでは、こうした川下側への十分なりリソース投入が難しくなり、結果として個別領域で大きなシェアを獲得しにくくなる。

その帰結として、川下側を含めて経営リソースを重点投下しようとするれば、企業は結果として特定の一領域、あるいは二領域程度にまで注力対象を絞り込まざるを得ない。広く持つことよりも、限られた領域に深く張ることの方が、いまの機能性化学品における競争には適しているのである。そして、そうした注力を通じて当該領域で大きなシェアを獲得することが、収益性の向上だけでなく、資本市場からの成長期待の獲得にもつながる。すなわち現在の化学・素材産業で求められているのは、総花的に広がる戦い方ではなく、特定領域に集中し、その領域で勝ち切る戦い方への転換である。

#### 4. 資本市場に価値創造ストーリーを示した事業再編の事例

こうした潮流を象徴的に示しているのが、米国化学メーカーである Dow と DuPont の変遷である。

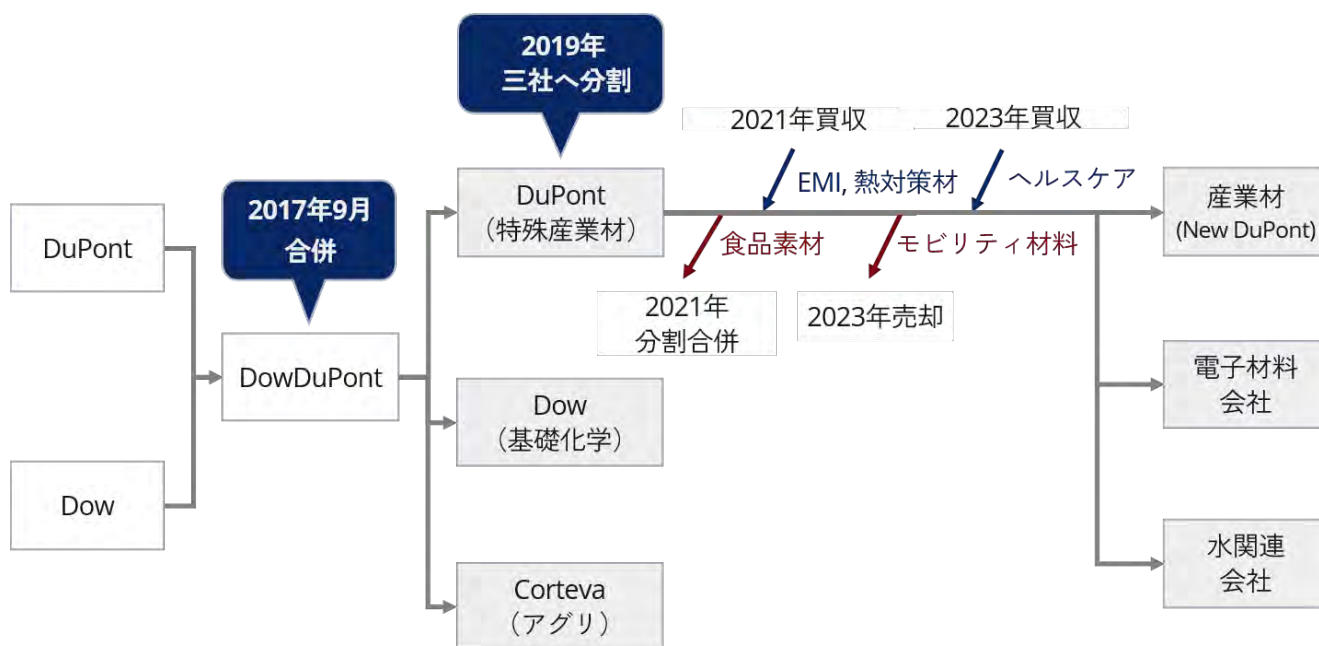


図4：米国化学メーカーにおける Dow・DuPont の再編の変遷 筆者作成

図4では、両社が統合し、その後に基礎化学、特殊産業材、農業などの領域ごとに分かれ、さらに新たなDuPontも買収・売却を通じてポートフォリオを組み替え、産業材、電子材料、水関連へと再整理を進めている流れが示されている。ここで重要なのは、これが単なる事業売買の連続ではなく、「異なる競争条件と異なる評価軸を持つ事業を、より資本市場に伝わりやすい形へ組み替える」動きとして理解できることである。

日本の化学・素材メーカーにとっても、この示唆は大きい。基礎化学、機能性化学、電子材料、水関連といった事業は、それぞれ必要な経営資源も勝ち筋も異なる。にもかかわらず、それらを一つの企業体の中に抱え続けられれば、全体としての評価はどうしても平均化されやすい。逆にいえば、何を残し、何を切り出し、どこに資本を集中するのかを明快に示せる企業ほど、市場から見たストーリーは鮮明になる。事業再編とはオペレーションの整理にとどまらず、企業価値の伝え方そのものの再設計でもある。

## 5. PBR 向上に向けたポートフォリオ改革の要諦

3章までの議論、そして4章の事例が示す通り、化学・素材メーカー、とりわけ多くの事業を抱える企業に求められるのは、PBR 向上に向けた改革を個別施策としてではなく、相互に連動する複数の論点として一体的に進めることである。重要なのは、どれか一つの論点を切り出して対応するのではなく、全体として企業価値向上のストーリーを構築することである。ここでの論点は、図5に示した5つに整理できる。

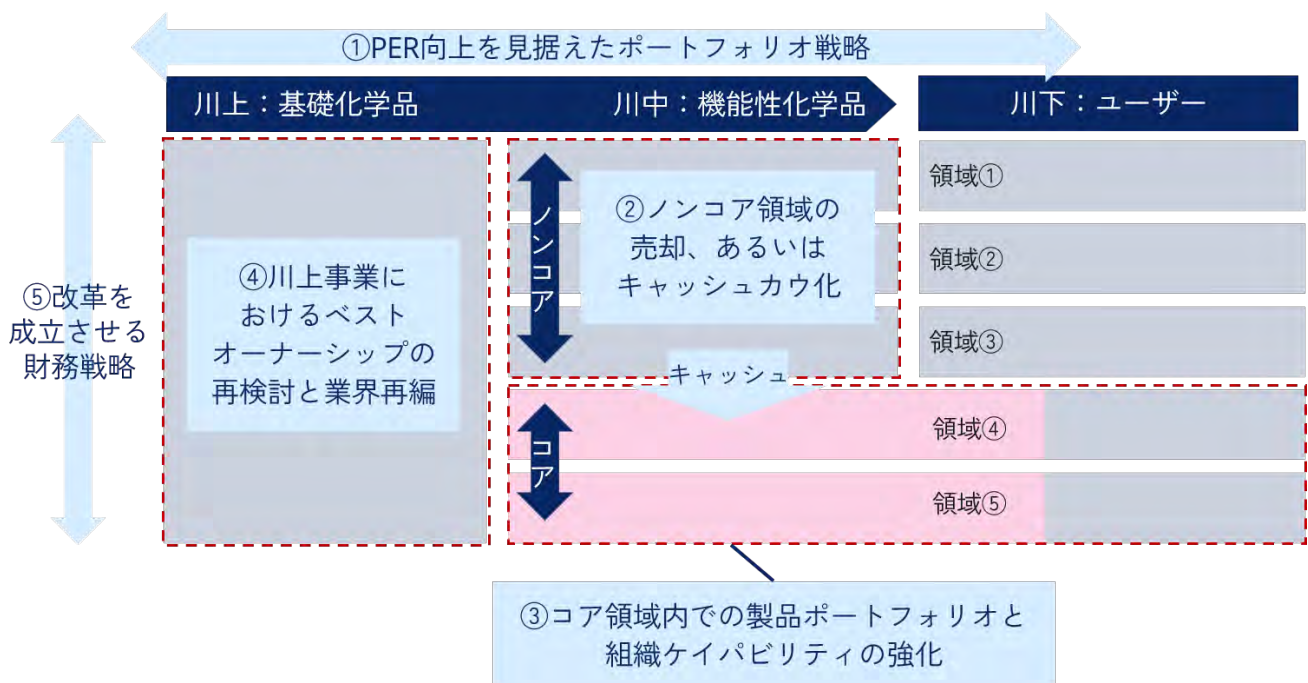


図5：PBR 向上に向けた改革論点 筆者作成

## ① PER 向上を見据えたポートフォリオ戦略

出発点となるのは、PER 向上を見据えたポートフォリオ戦略である。すなわち、自らが今後どの領域に注力し、どの領域をコアとして位置付けるのかを明確にすることである。ここでいうコアとは、単に現在の利益額が大きい事業ではない。成長市場との接続があり、自らが競争優位を築くことができ、将来的に資本市場から高い期待を得られる領域である。どの事業を軸に企業価値を高めていくのかが曖昧なままでは、投資家に対して将来像を示すことができず、PER の改善にはつながらない。したがって、まず経営として、自社の重心をどの領域に置くのかを明確にする必要がある。

とりわけ化学・素材産業では、複数の異なる競争原理を持つ事業を抱えやすいからこそ、どの領域を将来の企業価値創造の軸とするのかを明確に示すことが、資本市場との対話の出発点となる。

## ② ノンコア領域の売却、あるいはキャッシュカウ化

ポートフォリオ戦略を明確にした後に求められるのは、ノンコア領域の扱いを明確にすることである。ノンコア事業については、売却によってコア事業への投資原資に変えるか、売却しないのであればキャッシュ創出事業として徹底管理するかのいずれかである。最も避けるべきなのは、ノンコアでありながら成長投資と防衛的投資を中途半端に続ける状態である。そのような資本配分は、資本効率を毀損し、全社の価値創造ストーリーを曖昧にする。

特に、成長投資余力に限られる局面では、ノンコア領域からどれだけ資金を創出し、コア領域へ再配分できるかが、ポートフォリオ改革の実効性を左右する。

## ③ コア領域内での製品ポートフォリオと組織ケイパビリティの強化

コア領域については、単に「残す」と決めるだけでは不十分である。重要なのは、どの製品群に経営資源を集中し、その領域で勝ち切るための組織能力まで含めて強化することである。機能性化学品の競争の軸は、もはやスペックではなく、用途起点・顧客起点へと移っている。したがって、コア領域の強化とは、製品数を広げるのではなく、特定領域に深く入り込み、顧客にとっての価値を確実に取れる体制を築くことを意味する。

その際、第一に重要なのが、ソリューション提案力である。材料の性能を示すだけでなく、顧客の製品性能向上、加工性改善、歩留まり改善、工程短縮、環境負荷低減といった成果まで含めて提案できて初めて、高い付加価値を実現できる。

さらに、その価値を収益につなげるうえでは、バリューベースプライシングの考え方が不可欠である。すなわち、自社材料が顧客にもたらす便益を明確にし、その価値に見合った価格を獲得していく発想である。材料開発と価格戦略は切り離せず、価値提案をマネタイズするところまで含めて設計する必要がある。

第二に、そうした提案を可能にするためには、川下ケイパビリティの獲得が必要である。用途側の変化が速い領域ほど、顧客の開発テーマや評価プロセスを深く理解し、設計、試作、評価、量産化の流れの中で自社材料を位置付けられる企業が強い。したがって、コア領域で勝つためには、材料技術そのものに加え、用途知見、顧客接点、アプリケーション開発力といった川下側の能力を取り込んでいかなければならない。

第三に、こうした転換を支える基盤として、人的ポートフォリオの変革とデータ・評価基盤の整備が欠かせない。材料開発人材だけでなく、アプリケーション、営業、業界知見を持つ人材を組み合わせ、顧客課題を理解し価値提案につなげる体制が必要である。あわせて、評価データやアプリケーション試験、顧客別知見を蓄積・共有し、提案の精度とスピードを高められるかどうか、競争力を左右する。

要するに、コア領域の強化とは、有望製品を持つことではなく、その製品群について、ソリューション提案力、価値起点の価格設定、川下ケイパビリティ、人材、データ・評価基盤を一体で強化することである。化学・素材メーカーにとって、コア領域での競争力とは、技術を顧客価値へと翻訳し、それを継続的に収益化する仕組みを設計するところまで含めて、初めて成立する。こうした取り組みは、必要に応じてM&Aも活用しながら、コア領域での競争力を再構築するCXそのものである。この意味で、5つの改革論点の中でも、コア領域内での製品ポートフォリオと組織ケイパビリティの強化こそが、企業価値向上の成否を分ける中核論点である。

#### ④川上事業におけるベストオーナーシップの再検討と業界再編

さらに、川上領域を有する企業にとっては、当該事業におけるベストオーナーシップの再検討が重要な論点となる。すなわち、「本当にこの川上事業は自社が持ち続けることが最適なのか」を正面から問う必要があるということである。川上事業は基幹産業であり、雇用、地域経済、供給責任といった論点も絡むため、簡単に再編できるものではない。しかし、動かしにくいことと、企業価値の観点から持ち続けるべきことは同義ではない。もし自社がベストオーナーでないのであれば、ジョイント・ベンチャー（JV）化、統合、切り出し、再編といった選択肢を含めて検討しなければならない。今後は、個社内での構造改革だけでなく、業界再編を伴うスクラップ・アンド・ビルドが、化学・素材産業における重要な経営テーマになっていく可能性が高い。

川上事業は個社の意思だけで動かしにくい領域である一方、その見直しを避け続けることは、全社としての資本効率と成長投資余力を制約し続けることにもつながる。

#### ⑤改革を成立させる財務戦略

そして、これら4つの論点を実際に成立させるためには、それらを支える財務戦略が不可欠である。事業売却、コア領域への成長投資、M&A、さらには業界再編まで含め、すべては資本配分の意思決定を伴う。したがって、財務戦略は最後に付け足される補助線ではなく、改革全体を動かす実行装置として位置付けなければならない。どの資産からキャッシュを創出し、どこに再投資し、どの順番で構造改革を進めていくのかを明確に示すことが求められる。PBR向上は、ROE改善だけでも、PER向上だけでも達成できない。事業ポートフォリオ、ベストオーナーシップ、資本配分、財務戦略を一体で設計し、それを市場に対して一貫したストーリーとして示すことによって、初めて実現される経営戦略なのである。

したがって財務戦略は、単なる資金手当てではなく、どの改革をどの順番で実行し、企業価値向上へつなげるかを支える実行基盤として位置付ける必要がある。

## 6. 終わりに：PBR改善の本質としての経営意思の提示

最後に図6が示しているのは、日本の化学・素材メーカーが、なお海外企業に比べてPBRで見劣りしているという現実である。

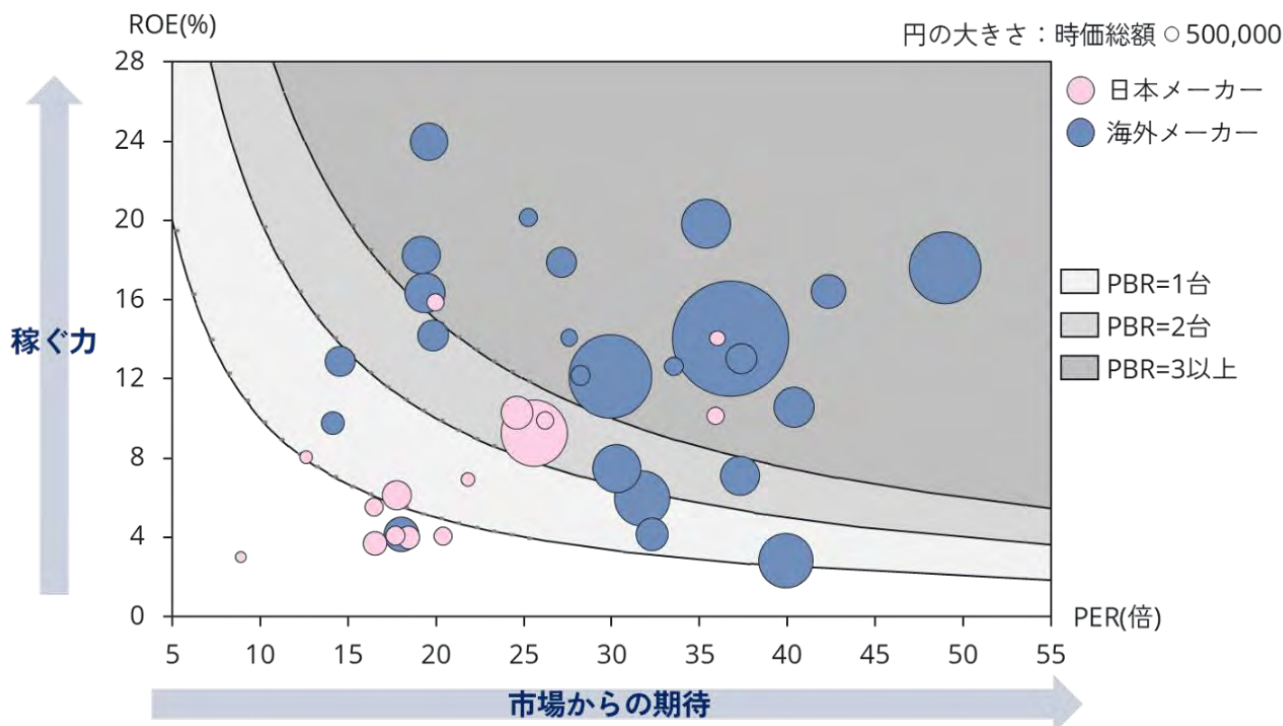


図6：PBR からみたグローバル化学・素材メーカーの競争力ポジション 各社IR データより 筆者作成

日本企業は高い技術力や素材開発力を有している一方で、その強みが全社ポートフォリオとしての企業価値向上に十分つながっていない。言い換えれば、技術の強さを企業価値へと転換する経営力が、なお問われているということである。

本稿が主として念頭に置いているのは、基礎化学品事業を有し、川上から川中にかけて広い事業ポートフォリオを抱える総合化学メーカーである。一方で、ここで示した論点は、川中の機能性化学品を中心に一ないし二領域へ特化するピュアプレイヤー、中堅化学メーカー、他業種グループ傘下の化学メーカーにとっても共通する。競争の性質がスペックから顧客のニーズに移った今、注力領域の明確化、ノンコア事業の扱い、コア領域での製品ポートフォリオ強化、そしてそれを支える財務戦略は、企業類型を問わず、企業価値を左右する重要な経営課題である。

さらに、今後の化学・素材産業の改革は、自社単独の改革だけでは十分ではない。総合化学メーカーにおける川上再編はもちろん、ピュアプレイヤーや中堅メーカーを含めた業界全体でも、より高い付加価値や競争優位を実現するために、他社との統合、再編、アライアンスといった選択肢を視野に入れる必要がある。化学・素材産業に求められているCXとは、自社内改革にとどまらず、再編も含めて勝ち筋を描き、企業価値を高めていく営みにほかならない。今、経営者に求められているのは、何に賭け、何を組み合わせ、何を手放すかを明確に示す覚悟である。

## 執筆者

### 古澤 利成

経営共創基盤 (IGPI) マネージングディレクター

ものづくり戦略カンパニー

IGPI グループ共同経営者

IGPI ものづくり戦略カンパニーでは、化学・素材領域や半導体製造装置を含む半導体分野で豊富な実務経験を有し、企画から開発、製造、販売に至るバリューチェーン全体を俯瞰した全社改革および実行支援に従事。またその改革においては、エンジニア実務経験を持つメンバーとともに各製造業の競争力を支える技術を深く理解し、産業構造の変化を踏まえた戦略策定や、財務・組織の最適化を考慮した実行支援を実施。また、先端技術共創機構 (ATAC) が有するネットワークを活用し、アカデミア・研究機関の最先端技術を取り入れた、製造業の新規事業創出支援にも従事。

先端技術共創機構 (ATAC) 代表取締役

早稲田大学教育学部卒、東京大学大学院理学系研究科修了

発行：株式会社 経営共創基盤 (IGPI) Industrial Growth Platform, Inc.

〒105-6311 東京都港区虎ノ門一丁目 23 番 1 号 虎ノ門ヒルズ森タワー11階

TEL : 03-4562-1101 E-mail : [news\\_igpi@igpi.co.jp](mailto:news_igpi@igpi.co.jp) URL : <https://www.igpi.co.jp>