

Confrontation 直視と覚悟

Commitment
コミットメント

若月共同社長メッセージ

ウィー共同社長メッセージ

取締役会長メッセージ

株主価値最大化 (MSV)

MSV実現に向けた道筋

「アセット・アセンブラー」モデル

自律・分散型経営

「買収主導型コンバウンダー（複利成長）企業」とは？

MSVジャーニーを巡る3つの問い

Strategy in Action 戦略の実行

Governance as the Backbone 屋台骨としてのガバナンス

Sustainable Platform 持続可能なプラットフォーム

Corporate Information 企業情報

「アセット・アセンブラー」モデル

MSVの実現に向けて、オーガニック・インオーガニックの両面でEPSを積み上げる

「アセット・アセンブラー」モデルは、MSVを実現するための当社独自の経営モデルです。

低リスクかつ安定的なEPSの積み上げを、オーガニック（既存アセットの成長）とインオーガニック（M&Aによる新規アセットの積み上げ）の両輪で目指し、その積み上げ能力や実績に対する資本市場からの信認によって「PERの拡大」につなげ、長期視点でMSVを実現していきます。





Confrontation 直視と覚悟

Commitment
コミットメント

若月共同社長メッセージ

ウィー共同社長メッセージ

取締役会長メッセージ

株主価値最大化 (MSV)

MSV実現に向けた道筋

「アセット・アセンブラー」モデル

自律・分散型経営

「買収主導型コンバウンダー（複利成長）企業」とは？

MSVジャーニーを巡る3つの問い

Strategy in Action 戦略の実行

Governance as the Backbone 屋台骨としてのガバナンス

Sustainable Platform 持続可能なプラットフォーム

Corporate Information 企業情報

自律・分散型経営

「自律性」と「アカウンタビリティ」を核に、「持続的なEPSの積み上げ」を推進

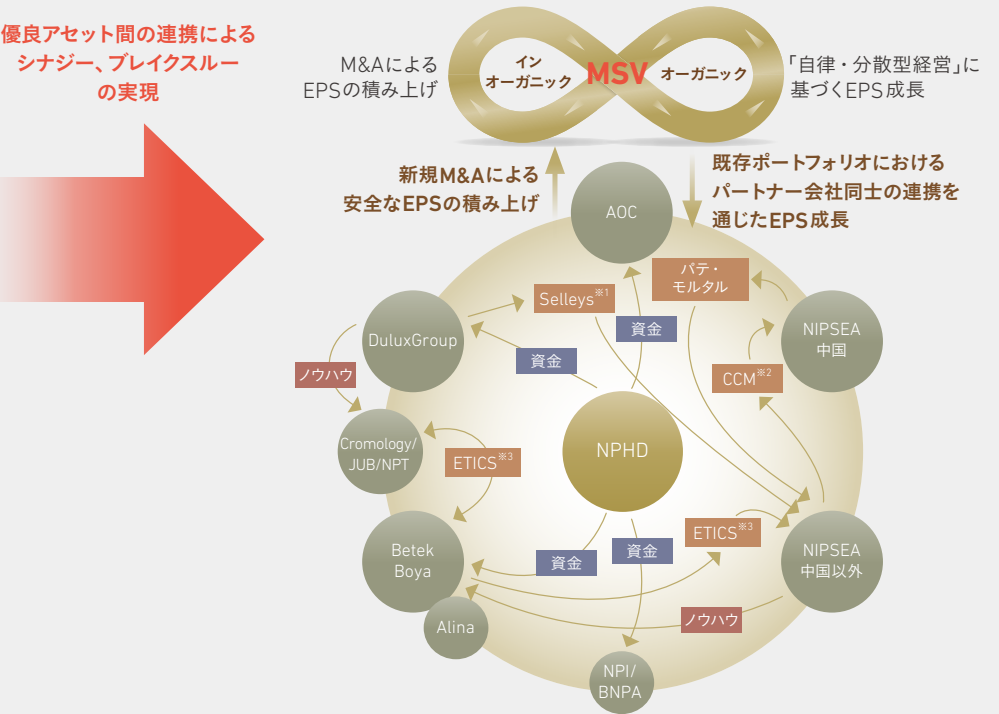
当社グループがMSVの実現に向けて独自の経営体制として採用している「自律・分散型経営」は、各地域・事業の現場における迅速で柔軟な判断を可能にする仕組みであり、変化の激しい経営環境において機動力と競争力を発揮できることを最大の特徴としています。



「自律・分散型経営」を支えるプラットフォーム

各パートナー会社は「自律・分散型経営」のもと、グループが有する資金力や技術力、ブランド力などの経営資源をプラットフォームを通じて主体的に取り入れ、時にパートナー会社同士で自発的に学び合いながら、さらなる成長を目指しています。

「アセット・アセンブラー」モデル ⊙ P29





Confrontation 直視と覚悟

Commitment
コミットメント

若月共同社長メッセージ

ウィー共同社長メッセージ

取締役会長メッセージ

株主価値最大化 (MSV)

MSV実現に向けた道筋

「アセット・アセンブラー」モデル

自律・分散型経営

「買収主導型コンパウンダー（複利成長）企業」とは？

MSVジャーニーを巡る3つの問い

Strategy in Action 戦略の実行

Governance as the Backbone 屋台骨としてのガバナンス

Sustainable Platform 持続可能なプラットフォーム

Corporate Information 企業情報

「買収主導型コンパウンダー（複利成長）企業」とは？

「アセット・アセンブラー」モデルは当社独自の経営モデルではあるものの、グローバルでは「コンパウンダー（複利成長）企業」モデルとして認識されています。

当ページの要点は、Oddbjørn Dybvad、Kjetil Nyland、Adnan Hadžiefendićの共著『The Compounders：From Small Acquisitions to Giant Shareholder Returns（コンパウンダー企業：小規模買収から巨額の株主リターンへ）』において示されている「買収主導型コンパウンダー企業」に関するフレームワークや分析を参照し、当社において再構成したものです。なお、要点の選定や解釈、当社への適用については、当社独自の見解に基づいています。

1 定義と特徴

コンパウンダー企業とは、フリー・キャッシュ・フローを継続的に生み出し、その大部分を長期にわたり高い資本利益率で再投資することで、1株当たり利益を複利的に増加させる企業を指す。コンパウンダー企業の主な特徴は、以下の通り。

- ✓ 非常に魅力的な倍率で、非公開市場において買収案件の発掘から成約までを遂行する能力に優れている。
- ✓ 強力なキャッシュ・フローを生み出し、それを高い資本利益率で再投資する。
- ✓ 経営陣は優れた資本配分能力を持ち、多くの場合、自社株式の相当部分を内部保有している。
- ✓ 自律・分散型の経営体制を採用している。
- ✓ 複数のエンドマーケットにまたがる、多様な中小非公開企業へ投資している。
- ✓ 高い収益性を支える2つの成長エンジン（オーガニック・インオーガニック成長）がある。

2 2つの世界の強みを生かす

複利効果を最大限に発揮するためには、リスクとリターンの両面を適切に管理する必要がある。

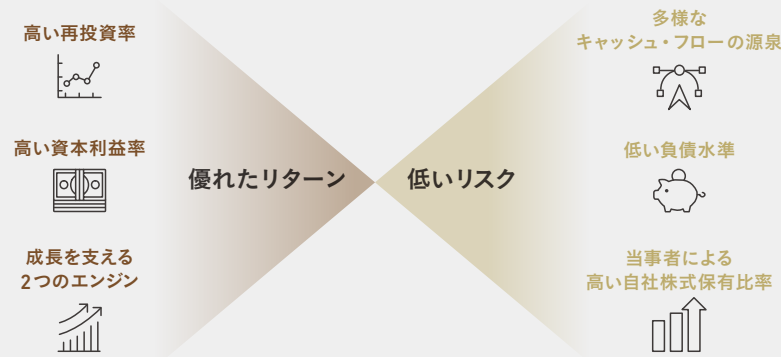
1. 下振れリスクに対する根本対策

強靱な樹木が深く広く根を張るように、十分に分散された事業基盤はリスクの軽減に不可欠。すなわち、単一の製品ラインや顧客、市場に依存せず、事業ポートフォリオの内部に分散を備えた企業が望ましい。

2. 持続可能な成長機会

樹木の枝葉に相当する再投資と成長は、幅広く力強く伸ばしていく必要がある。これは、資本を効果的に配分・活用し、単一リスクへの過度な集中を避けながら、複数の小規模な買収などを通じて事業領域を拡大していくことで実現される。

2つの世界の強みを生かす

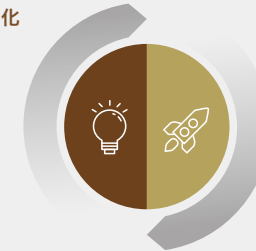


優れた業績を生み出す2つのコア・エンジン

文化と資本配分の融合が、持続的な複利成長を生み出す仕組み

高い業績をもたらす自律・分散型文化

- ✓ 現地経営陣への権限委譲
- ✓ 小さな本社
- ✓ 実力主義を徹底し、妥協を許さない
- ✓ 当事者意識（自社株式保有と現金報酬）
- ✓ 経営陣と株主の強固な利害共有
- ✓ 自律性とアカウンタビリティが支える長期志向



持続的な再投資を可能にする原動力

- ✓ 投資家視点に立った経営
- ✓ 従来の慣行や地理的制約にとらわれない資本配分
- ✓ 高収益の再投資：オーガニック成長と「ボルトオン型」買収
- ✓ 創業者主導によるニッチ企業を選好した買収
- ✓ 資本配分における徹底した規律と再現性

「自律・分散型の優れた経営」と「再投資における規律」という2つの原則の組み合わせにより、コンパウンダー企業は次の3つを実現

- ✓ 高いROICを維持
- ✓ 安定した収益成長
- ✓ 数十年にわたる株価の大幅な上昇



Commitment
コミットメント

若月共同社長メッセージ

ウィー共同社長メッセージ

取締役会長メッセージ

株主価値最大化 (MSV)

MSV実現に向けた道筋

「アセット・アセンブラー」モデル

自律・分散型経営

「買収主導型コンパウンダー（複利成長）企業」とは？

MSVジャーニーを巡る3つの問い

Strategy in Action 戦略の実行

Governance as the Backbone 屋台骨としてのガバナンス

Sustainable Platform 持続可能なプラットフォーム

Corporate Information 企業情報

「買収主導型コンパウンダー（複利成長）企業」とは？

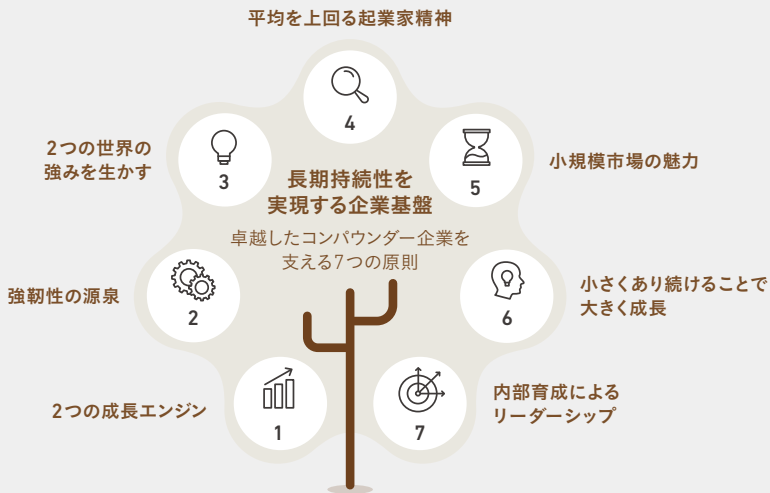
Nippon Paint Holdings Co., Ltd.

3 優れた業績を生み出す2つのコア・エンジン

「優れた業績を生み出す2つのコア・エンジン」とは、「文化と資本配分の融合が、持続的な複利成長を生み出す仕組み」を指す。すなわち、「高い業績をもたらす自律・分散型文化」と「持続的な再投資を可能にする原動力」という2つのコア・ドライバーが重要となる。コンパウンダー企業は「現地経営陣への権限委譲」を行い、「小さな本社」を維持し、「当事者意識」を促し、「自律性とアカウンタビリティ」を通じて「長期志向」を強化する。同時に、「投資家視点に立った経営」によって「従来の慣行や地理的制約にとらわれない資本配分」を維持し、「高収益の再投資：オーガニック成長と『ボルトオン型』買収」を追求し、「創業者主導によるニッチ企業を選好した買収」を進めることで、「資本配分における徹底した規律と再現性」を実現する。「自律・分散型の優れた経営」と「再投資における規律」という2つの原則を組み合わせることで、コンパウンダー企業は「高いROICを維持」し、「安定した収益成長」や、「数十年にわたる株価の大幅な上昇」を実現することができる。

「買収主導型複利成長」の7つの柱

長期的かつ低リスクの価値創造を実現する、従来とは一線を画すM&A戦略



4 「買収主導型複利成長」の7つの柱

長期的かつ低リスクの価値創造を実現する、従来とは一線を画すM&A戦略

1. 高い収益性を支える2つの成長エンジン

既存事業への再投資と小規模な非公開企業に対する継続的な買収は、資本配分における独自の強みをもたらす。オーガニック成長が鈍化する局面では、買収エンジンがその不足分を補うことで、バランスの取れた持続可能な成長軌道を確保するとともに、複利成長が持続する期間を長期化させる。

2. 強靱性の源泉

急成長する売上、高まる市場プレゼンス、拡大する競争優位性（樹木で言えば、その高さや枝葉の広がり）に注目が集まりがちだが、企業の持続可能性を真に決定付け、長期的な成長を支えるのは、目に見えない土台にある。コンパウンダー企業の成功は、表面下で培われる安定性、多様性、そして、外部ショックへの耐性を備え、致命的な失敗を回避し、長期にわたって着実な複利成長を可能にする仕組みに根差す。

2つの成長エンジン

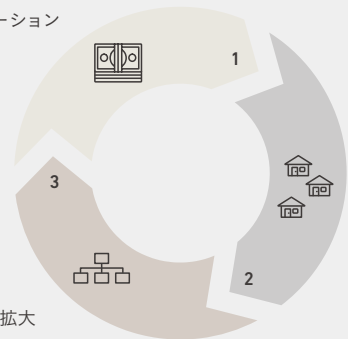
コンパウンダー企業は、ただ成長するだけではない。数十年にわたり相互に作用し合う2つの成長エンジンによって、複利成長を実現する

オーガニック成長

- ✓ ニッチ市場における集中的なイノベーション
- ✓ 顧客との密接な関係性
- ✓ 段階的な製品改良
- ✓ 自律・分散型＝迅速な意思決定

2つのエンジンがもたらす力

- ✓ オーガニック成長＋買収による成長＝規模を伴う複利成長を実現
- ✓ 単一事業に依存する企業に比べて安定的
- ✓ 継続的な再投資によって成長余地が拡大
- ✓ 選択枝の確保：最も高いリターンが見込める領域に資本を配分



仕組み化されたM&A

- ✓ 小規模・高頻度・低リスクの買収
- ✓ ターゲット：創業者が主導する利益率20～30%のニッチ企業
- ✓ 厳格な規律：EBITの8倍を超えるような買収は限定的
- ✓ 高リスクな大型案件を回避
- ✓ 起業家精神を維持するため、創業者は少数株主として残留



Commitment
コミットメント

若月共同社長メッセージ

ウィー共同社長メッセージ

取締役会長メッセージ

株主価値最大化 (MSV)

MSV実現に向けた道筋

「アセット・アセンブラー」モデル

自律・分散型経営

「買収主導型コンパウンダー（複利成長）企業」とは？

MSVジャーニーを巡る3つの問い

Strategy in Action 戦略の実行

Governance as the Backbone 屋台骨としてのガバナンス

Sustainable Platform 持続可能なプラットフォーム

Corporate Information 企業情報

「買収主導型コンパウンダー（複利成長）企業」とは？

Nippon Paint Holdings Co., Ltd.

3. 2つの世界の強みを生かす

長期的な複利成長には、リスクとリターンバランスが不可欠。持続的かつ加速度的な成長を伴う複利効果の重要な局面に到達するためには、企業は成長の初期段階を生き抜き、力強く成長していく必要がある。そのためには、複数のエンドマーケットにおいて、多様な顧客に対して幅広い製品を提供し、単一のリスク要因への過度な集中を避けながら、事業領域を拡大する必要がある。

4. 平均を上回る起業家精神

平均を上回る起業家精神は、強固なキャッシュ創出意識、規律ある社内資本配分、リターンに連動したインセンティブを備えた分散型組織の中で育まれる。買収された企業も起業家精神を維持しつつ、ベストプラクティスの共有によって知見を取り込み、自ら創出した資金を原資として成長を追求する。適切な価格設定、コスト管理、慎重な買収規律を通じて、途切れることのない複利成長を支える。

5. 小規模市場の魅力

小規模市場の魅力は、買収競争が比較的限定的で、より魅力的な価格での投資機会を得やすく、高い株主リターンにつながりやすい。顧客との密接な関係を築く筋肉質な企業が提供する、事業に不可欠でアセット・ライトな製品・サービスは、予見性の高いキャッシュ・フローを生み出し、新規参入を抑制するとともに、多様な再投資の原動力を構築することで、自ら創出するキャッシュを大きく費やすことなく成長することが可能になる。

6. 小さくあり続けることで大きく成長

買収を通じた規模の拡大は、事業運営が分散型である場合に最も効果を発揮する。小規模の事業部門に裁量を委ねることで、起業家文化、顧客との密接な関係、意思決定のスピードが維持される一方、本社は合理的な資本配分に専念できる。こうしたバランスにより、大規模なグループであっても、小規模企業の機動力を失うことなく成長し、環境変化に適応しながら、資源を再配分していくことが可能となる。

7. 内部育成によるリーダーシップ

持続的に成長する企業は、多くの場合、オーナー意識を備えた社内人材によって率いられる。そうしたリーダーは、起業家文化を守り、現場の従業員を育成・支援し、四半期単位ではなく、数十年先を見据えて物事を考える。社内からリーダーを登用し、後継者育成計画を慎重に進めることで、企業文化と戦略の連続性、慎重なリスクテイク、長期的な価値創造を維持できる。同時に、規模拡大そのものを目的とするような経営者の野心や短期的な財務戦略に偏った最適とは言い難い経営判断を抑制することにもつながる。

5 優れた長期株価パフォーマンス

グローバルな買収主導型コンパウンダー企業は、数十年にわたり卓越した株価パフォーマンスを実現してきた。

1. 圧倒的な価値創造力

コンパウンダー企業に対して過去35年間に1万米ドルを投資していた場合、その価値は870万米ドルにまで拡大していた計算となり、年平均成長率(CAGR)は約21%に達する。

2. 市場との比較

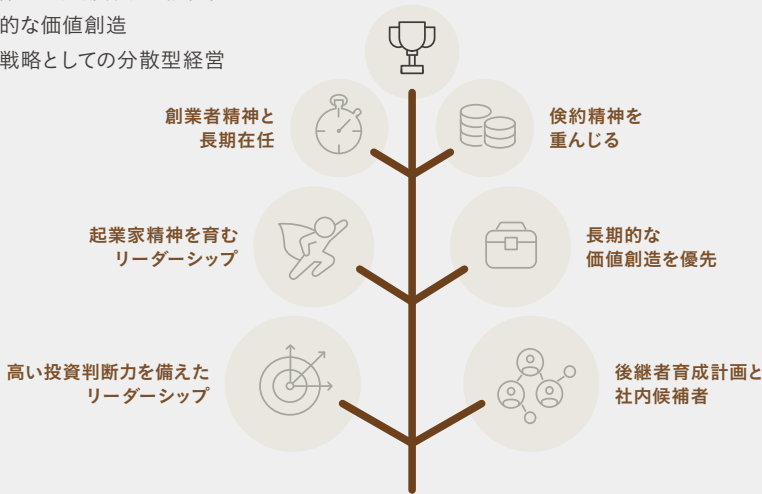
同期間において、コンパウンダー企業への投資リターンは元本の867倍に達し、S&P500の約17倍を大きく上回った。パークシャー・ハサウェイのような業界を代表する企業を一貫して上回っており、多くの場合、あらゆる株式インデックスに大きな差を付けている。

当ページは、Oddbjørn Dybvad、Kjetil Nyland、Adnan Hadžiefendić共著『The Compounders：From Small Acquisitions to Giant Shareholder Returns（コンパウンダー企業：小規模買収から巨額の株主リターンへ）』（The Book Press刊）に基づく。

『The Compounders』資料の使用許可は、著者または出版社が、日本ペイントホールディングス株式会社、その証券、評価、戦略、ビジネスモデル、見通し、投資事例、あるいは、いかなる投資判断についても推奨するものではなく、また、著者または出版社が日本ペイントホールディングス株式会社をコンパウンダー企業として評価、推奨、承認、分類したことを意味するものではありません。

内部育成によるリーダーシップ

自社株式の内部保有と継続性を通じた
長期的な価値創造
成長戦略としての分散型経営





Confrontation 直視と覚悟

Commitment
コミットメント

若月共同社長メッセージ

ウィー共同社長メッセージ

取締役会長メッセージ

株主価値最大化 (MSV)

MSV実現に向けた道筋

「アセット・アセンブラー」モデル

自律・分散型経営

「買収主導型コンバウンダー（複利成長）企業」とは？

MSVジャーニーを巡る3つの問い

Strategy in Action 戦略の実行

Governance as the Backbone 屋台骨としてのガバナンス

Sustainable Platform 持続可能なプラットフォーム

Corporate Information 企業情報

MSVジャーニーを巡る3つの問い

「MSVジャーニー」を巡って投資家の皆様からしばしば寄せられる質問と当社の考え方をお伝えいたします。

Q1 「アセット・アセンブラー」モデルにおいて、オーガニック成長とインオーガニック成長のバランスをどう考えるのか？

A 当社は「アセット・アセンブラー」モデルにおいて、オーガニックとインオーガニックのどちらか一方を優先するのではなく、双方の組み合わせによる「持続的なEPSの積み上げ ⑤」を追求しています。

オーガニック面では、各パートナー会社の潜在力を最大限に引き出すことで、調整後EPS成長で+HSD (1桁台後半)※を目指します。インオーガニック面では、既存事業が創出する豊富なキャッシュを、初年度からEPSにプラス貢献するようなローリスク・グッドリターンのM&Aに優先的に振り向けることで、EPSの上乗せを図ります。

つまり、「オーガニックの着実な成長を基盤とし、M&Aによるアップサイドをノーマリットに上乗せする」というバランスによって、当社はMSVを実現していきます。

※ 2025年の事業ポートフォリオを前提とした中期連結CAGR

Q2 金利が上昇しているが、「アセット・アセンブラー」モデルの競争優位性（特にインオーガニック面）は本当に崩れないのか？

A 金利が上昇する環境下においても、当社の「アセット・アセンブラー」モデル ②の競争優位性は崩れないと考えています。その理由は主に以下の3点です。

第1に、資金調達 は基本的に低金利で安定的な円ベースで行っている点です。日本の金利が上昇したとしても、想定範囲内であれば欧米企業に

対する相対的な低ファンディングコストの優位性は維持されます。第2に、負債調達に加えてEPS増加を前提としたエクイティ・ファイナンス（株式調達）も選択肢としており、負債上限の制約を受けずに最適な資金調達の組み合わせも検討しています。第3に、買収先のブランドや経営陣を尊重する当社の企業姿勢や、日本企業としての信頼性そのものが、優良な買収候補を惹き付ける強い武器となっているためです。

Q3 平時のみならず、コロナ禍や地政学リスクなどの緊急時においてこそ、効果を発揮する「自律・分散型経営」のメリットとは？

A 緊急時における「自律・分散型経営 ⑤」の最大のメリットは、市場や環境の激しい変化に対して、現場レベルで迅速かつ柔軟な意思決定が可能になる点にあります。

コロナ禍や地政学リスクによるサプライチェーンの混乱、インフレなどの緊急時において、本社が世界各国のパートナー会社を中央集権的に管理することは不可能です。当社は「自律・分散型経営」のもと、権限とアカウントビリティを付与した現地の優秀な経営陣が自律的に判断を下すことで、意思決定の遅滞を防ぐ仕組みを構築しています。

具体的には、代替原材料への切り替えや製品への迅速な価格転嫁、サプライチェーンの最適化などを、各パートナー会社が自律的、機動的に実行しています。これにより、不確実性の高い環境下でも当社グループの成長を支える強力な優位性となっています。