

ベル投資環境レポート

アセットマネジメントにおけるガバナンスの評価

～日本企業の成長力を問う～

2016年7月5日

鈴木行生

目	次
1. 資産運用と企業のガバナンス	2. イノベーションとビジネスモデル
➤ トランプ旋風の波紋	➤ 攻めのIT経営銘柄～アサヒGHD、東レ、東京センチュリー
➤ 資産運用を見直す～さらなる仕組み革新へ	➤ イノベーションの追求～リアルワールドへの結びつきが鍵
➤ コーポレートガバナンスをIRする	➤ AI（人工知能）を知る～学習モデルの考え方
➤ 株式報酬のすすめ	➤ うつ病を血液検査で調べる～大学発ベンチャーのユニークなコラボIR
➤ 役員報酬のあり方～資生堂のケース	➤ エムスリーの3次元経営～ビジネスモデルの変容
➤ 株主総会の面白さ～東祥、NRI、日立、リクシル	➤ 三越伊勢丹HDのトランスフォーマーショー～百貨店市場縮小の中で
➤ 経営者交代をどう評価するか～セブン&アイの教訓	

1. 資産運用と企業のガバナンス

トランプ旋風の波紋

・4月にウォールストリートジャーナル（WSJ）のジェラルド ベーカー編集局長の話を聞いた。彼は、共和党の大統領候補の討論会で共同司会を務めた。英国人であり、フィナンシャルタイムズ（FT）の記者として東京にいたこともある。米国の大統領選を25年以上追いかけており、かなりのベテランである。

本レポートは、独自の視点から書いており、基本的に会社側の立場に立つものではない。本レポートは、投資家の当該企業に対する理解促進をサポートすることを目的としており、投資の推奨、勧誘、助言を与えるものではない。内容については、担当アナリストが全責任を持つが、投資家の投資判断については一切関知しない。本レポートは上記作成者の見解を述べたもので、許可無く使用してはならない。

・選挙の行方にはさまざまな見方があり、彼自身予測はしないと話していたが、1つの枠組みは持っているの、それを理解しておくことは参考になる。そこで、いくつか印象深かった点をまとめてみた。

・今回の大統領選は異例である。これまで共和党の候補というのは、既にその地位を確立した人が出てくるので、次と目する人が大体予測できた。しかし、今回は党の中で一定の地位をもつジェブ ブッシュやマルコ ルビオが早々と脱落してしまった。従来の流れでは共和党の後継者といえないドナルド トランプやテッド クルーズが台頭している。

・一方、民主党の候補は、気持ちで選ばれることが多いので予測が難しいが、ヒラリー クリントンがバーニー サンダースに追い上げられている。

・トランプはなぜ人気が出たのか。それはエスタブリッシュメントでないから、とベーカー氏はいう。政治家として既に地位を確立したエクタブリッシュメントに、国民の不満がたまっている。共和党のリーダー達に対して不満があり、昨今、この不満を党の政策として全く吸収できていないと指摘する。

・では、不満とは何か。2008年のリーマンショック後の企業リーダーへの不満、イラク戦争をはじめとする米国の戦争への関わり方への不満、社会の不公平・不平等への不満が渦巻いていると強調する。

・これまでは、アメリカンドリームに象徴されるように、米国は機会均等を謳ってきた。貧困の中に生まれても、成り上がることができるという価値観があった。しかし、91年以降、米国の平均所得は伸びていない。この中で、格差が大きく開いている。

・この格差への不満は高まっている。CEOと一般社員の年収格差は、30年前には20倍であったものが、今や320倍になっている。社会システムに不公平があると分かっているのに、政治のリーダー達はこれを解消しようとしていない。

・なぜ格差は開いたか。グローバル化が進む中で、中国やロシアが台頭し、新興国の発展が、米国の不平等を加速した。教育水準が高く、資本を持っている人に有利に働いた。労働の内容や仕組みが変化して、労働者は政治に不信感を強めている。リスクを取って投資をしている投資家は恩恵を受けているが、一般の人々には不安に映るだけであるとみている。

・ここにトランプの人気がある。彼は人々に直接話しかける。分かり易い言葉で話す。これ
本レポートは、独自の視点から書いており、基本的に会社側の立場に立つものではない。本レポートは、投資家の当該企業に対する理解促進をサポートすることを目的としており、投資の推奨、勧誘、助言を与えるものではない。内容については、担当アナリストが全責任を持つが、投資家の投資判断については一切関知しない。本レポートは上記作成者の見解を述べたもので、許可無く使用してはならない。

が伝統を重んじる白人の支持を集めている。過激な暴言も、1つの誇張であって、理解しや
すいと受け止められる。

・しかし、トランプがクリントンに勝つのは難しいと、ベーカー氏は見ている。白人だけの
支持では不十分で、ヒスパニックや黒人にも食い込む必要があるからだ。

・一方、クリントンはサンダースに追い上げられている。サンダースは自ら民主社会主義者
と名乗っており、米国で初の社会主義候補である。サンダースが民主党で勝つことはない
としても、クリントンはポピュリズムに合わせる必要があり、これまでよりも左寄りになら
ざるを得ない。

・民主党でも共和党でも、自由貿易は米国に不利であると考える。TPPへの反対もある。移
民も、不法なものは厳しく取り締まるべしと考える。イラク戦争は間違いであったと考える。
安全保障においては、自分の国は自分で守るのが原則で、米国に頼りすぎるのはフェアで
ないと考える。

・今後、世界の政治における米国の役割は低下していく。次の大統領が誰になると、米国
が世界と関わる姿勢は減っていくと指摘する。トランプは極端主義者であるとしても、米国
が閉鎖的になるのは避けられないとみている。

・トランプは、選挙に自らのお金をさほど使っていない。富豪なので寄付に頼らなくてよい
と豪語する。資金的に政治団体と繋がっていないところがうけている。一方、政治報道にお
いては、トランプの存在自身がニュースになるという。彼はツイッターを効果的に使って
おり、カラフルな存在で、みんなが見たがる。メディアを上手く使って、ポピュリズムにう
まく訴えている。これが続くかどうかははっきりしない。反トランプも台頭している。

・ベーカー氏は、次の大統領がどうなるかはまだわからないが、米国への期待として、英国
チャーチルの次のような言葉を引用した。「米国は正しいことをやる。但し、他のすべての
手段を使ったあとで。」米国の揺らぎは、民主主義の難しさを示している。日本の外交政策
にも大きく関わってくるので、投資環境を読むうえで引き続き注目したい。

資産運用を見直す～さらなる仕組み革新へ

・4月に日本証券アナリスト協会の国際セミナーが、CFA協会との共催で開かれた。テーマ
は「資産運用における新しいパラダイム」であった。その中で、筆者が重要と受け止めた論
本レポートは、独自の視点から書いており、基本的に会社側の立場に立つものではない。本レポートは、投資家の当該
企業に対する理解促進をサポートすることを目的としており、投資の推奨、勧誘、助言を与えるものではない。内容に
ついては、担当アナリストが全責任を持つが、投資家の投資判断については一切関知しない。本レポートは上記作成者
の見解を述べたもので、許可無く使用してはならない。

点について考えてみる。

・日本は資産大国である。個人金額資産は1700兆円ほどあるが、その半分は現預金でほとんどリターンがない。なぜリターンがないものにお金を預けておくのか。いざという時、一番確実なのは現金である。銀行は信用できる。そこで一定のお金は預貯金に置いておこうとなる。

・問題は1000万円以上の預貯金があるのに、日本株や外国債券などリスクのある金融商品に全く投資していないとすると、それには別の理由があろう。1) 1円でも損をするのは嫌だ。2) リスクをとるだけの知識と経験がないので、不得意なことはやめておく。3) ある程度リスクをとってもよいが、どういうポートフォリオにすればよいのか、自分では決められない。4) 信頼して相談できる相手もない。このように、さまざまなケースがあろう。

・筆者のケースでは、子供の教育と不測の事態に備えて、一定の現預金は安定的に確保しておきたいと考える。次に、自らの仕事に必要なオフィスのために不動産を購入した。これは仕事が順調であればリターンを生む。将来は売却してもよい。それ以外は金融投資に向けている。

・常に全額リスク商品に投資をしているわけではなく、待機資金とのバランスを図っている。長期投資なので、日本株のポートフォリオの入れ替えも今のところ少ない。外国株については、国別やテーマ別の株式投信を活用している。海外の個別株について、日本株と同じように十分調べることは難しいからである。

・日本の株式市場は、外国人投資家主体で動いている。日本人の投資家は、日本の株式の魅力外国人投資家のように見抜けないのだろうか。あるいは、外国人投資家は日本を過大評価しているのだろうか。

・GPIF（年金積立金管理運用独立行政法人）のような年金資金、郵貯、簡保といった政府系の資金は、ようやく日本国債中心の運用から、もっとリターンを求めて、グローバルな分散投資を積極化する。そのための運用体制を人材、システム、評価を含めて一段と見直していく。リスクをとって投資リターンを稼ぐ仕組み、グローバル運用に耐えうる仕組み作りが問われている。

・日本の株がもっと上がるには、マイナス金利政策もさることながら、上場企業の稼ぐ力を一段と高める必要がある。そのために、企業価値向上が求められ、それを強化する仕組みと

本レポートは、独自の視点から書いており、基本的に会社側の立場に立つものではない。本レポートは、投資家の当該企業に対する理解促進をサポートすることを目的としており、投資の推奨、勧誘、助言を与えるものではない。内容については、担当アナリストが全責任を持つが、投資家の投資判断については一切関知しない。本レポートは上記作成者の見解を述べたもので、許可無く使用してはならない。

して、企業のコーポレートガバナンスコード（CGC）や機関投資家のスチュワードシップコード（SSC）が導入された。

・企業は中長期の価値向上に力を入れ、投資家も企業を中長期的に評価して投資を行う。この好循環が続けば企業全体の稼ぐ力が高まり、株価も上昇する。ROEが12%に向上してくれば、日経平均で3万円が見えてくることになるだろう。

・GPIFがJPX日経インデックス400の構成企業にアンケートしたところによると、企業からみて機関投資家の6割がSSCに則った行動によって、ポジティブな方向に向かっているという。一方で、東芝のケースは、不正に対してガバナンスが十分でないことを示した。セブン&アイホールディングスのケースは、強烈なリーダーの後継者はどのように選任するのか、ワンマンにならずに戦略立案を遂行するには取締役会はどのように機能すべきか、について課題を残した。

・ゴルフに興味のない人に無理にゴルフをやらせる必要はない。趣味は多様でよい。しかし、自らの資産形成は趣味ではない。仕事と同じように真剣に向き合う必要がある。年金の仕組みを改革し強化するのは国の仕事であるが、年金で足りない部分については働く人々が自助努力する必要があり、自ら貯蓄した資金にもっと働いてもらう必要がある。

・NISA（少額投資非課税制度）に続き、ジュニアNISAも始まっている。金融や経済に関する教育は、運転免許証のように普通の国民全員が身につけるべきものといえる。若者から高齢者まで、その知識の習得、使いこなせるリテラシーを国民的運動として、さらに盛り上げるべきであろう。

・金融機関はどうやって預金者や投資家のニーズを満たしていくのか。多くの国民は投資に興味がないというアンケート結果も出ている。これは身近に成功体験がなく、金融商品に不安、不信が積みまわっているからと思われる。銀行にお金を預けてもリターンはない。いざ預け料に必要になるかもしれない。安全な貸金庫の使用料ともなりかねない。

・投資信託は、金融機関が手数料稼ぎのために、入れ替え営業を行っているのではないか。金融庁はかなりの懸念と疑念をもっている。顧客自身の判断によるものといっても、何らかの勧誘が機能している。そのこと自体何ら悪いことではないが、中長期の保有に耐えられる金融商品に仕上がって、サステナビリティを有しているかどうか問われる。

・金融機関の短期の利益追求と顧客の中長期のリターン追求に齟齬はないか、本当に顧客の本レポートは、独自の視点から書いており、基本的に会社側の立場に立つものではない。本レポートは、投資家の当該企業に対する理解促進をサポートすることを目的としており、投資の推奨、勧誘、助言を与えるものではない。内容については、担当アナリストが全責任を持つが、投資家の投資判断については一切関知しない。本レポートは上記作成者の見解を述べたもので、許可無く使用してはならない。

ためのフィデューシャリーデューティ（忠実義務）を果たしているか。フィデューシャリーをしっかりと確保すると、金融業の儲けはなくなってしまうのか。そんなことはない。中長期にリターンを生む金融商品を提供しつづけるには、その金融機関が中長期にサステナブルであるという証しこそが信頼に結びつく。

・もし、金融機関が自己の利益を優先しているとしたら、その金融機関は顧客に見捨てられてしまう。業界がすべてそうなら、日本の金融業は発展どころか、衰退に向かうであろう。新しいビジネスモデル作りが求められる。世界に範はあるので、ストレッチしてぜひ作り上げてほしい。

・確定拠出型年金（DC）やNISAを、さらに拡大させる仕組みが今後作られていこう。DCでは、積極的運用を選び納得する人々に、何らかのインセンティブがあってよい。DC版株主優待制度である。NISAは枠が拡大して、ジュニアNISAもスタートしたが、さらに長期的に活用できるように制度設計がなされていくことになるだろう。

・資産運用（アセットマネジメント）会社が、銀行系列や証券会社系列である故に、系列親会社の利益を優先して、真に顧客のことを考えていないのではないかと、という懸念に対して、どう応えるか。顧客へのフィデューシャリーを担保するような仕組みと、透明性の確保、みえる化が必要である。現状でも親会社のいいなりになっているわけではない。しかし、独立性が明確に確保されるように、新たなガバナンスの確立が求められよう。

・日本の運用会社はグローバルな競争力を確保できるか。顧客としては、グローバルな運用会社の商品を購入すればよい。競争の確保が日本人で難しければ、グローバルな人材の活用と、それができる組織作りに一層力を入れる必要があるだろう。

・金融教育の基本は株式投資にある。株式投資を身近に実感して、短期に儲かった損したではなく、企業価値と業績、業績と株価の関係を肌で分っていくことが必須である。そうすれば、投資信託の理解も進む。内外のインデックス型やスマートベータ型の商品についても、上がった/下がった、損した/得た、という目先に囚われることなく、中長期のスタンスを身につけることができよう。まずは会社を見る目を養うことを全力で応援したい。

コーポレートガバナンスをIRする

・6月に日本IR（インベスターリレーションズ）学会で、東レの内田章常務の講演とその後のパネルディスカッションを聴いた。企業の立場からコーポレートガバナンス（CG）をどう

本レポートは、独自の視点から書いており、基本的に会社側の立場に立つものではない。本レポートは、投資家の当該企業に対する理解促進をサポートすることを目的としており、投資の推奨、勧誘、助言を与えるものではない。内容については、担当アナリストが全責任を持つが、投資家の投資判断については一切関知しない。本レポートは上記作成者の見解を述べたもので、許可無く使用してはならない。

考えるか、CGとIRはどのような関係にあるのか、というテーマであった。そこでの議論で印象に残った点をいくつか取り上げたい。

・欧米でCGというと、守りのガバナンスであって、リスク回避、不祥事防止という色彩が強い。一方で、日本では‘攻めのガバナンス’にフォーカスしており、企業の稼ぐ力をもっと上げろといわれている。

・なぜ稼ぐ力が弱いのか。内田常務は、1) 日本の風土、価値観という外的要因と2) 経営力という内的要因、その両面に原因があると指摘する。企業は社会の公器であり、三方よしという考えが根付いている。1社だけで高収益というわけにはいかない。また、参入障壁への感度が弱いので、すぐに過当競争に陥り易い。自前主義、単品主義でオープンイノベーションの意識もこれまでは弱かった。この点、米国はドライで徹底している。

・攻めのガバナンスを企業からみると、1) イノベーションの創出には10年単位の時間を要する、2) よって長期投資の継続が必要である、3) 短期的リターンが目標ではない、4) そのことを投資家に分かってもらいたい、と内田常務は強調する。

・経営者には、リーダーシップと先見性が求められるが、それだけでは暴走する可能性がある。そうならないようにバランス感覚を働かせる必要があり、それを支える仕組みも求められる。自律と他律のバランスが必要で、ROEだけのKPIでは不十分である、と指摘する。

・独立社外取締役には、1) 利益相反の監督と、2) 持続的成長に向けた経営への助言が求められる。よって、深い見識が必要であり、その力が発揮されるような体制を作っていく必要がある。一方で守りの機能も重要であり、この点からは常勤の監査役がしっかり活動できる仕組みも重視すべし、と強調した。

・機関投資家への期待としては、1) くれぐれも長期的視点で経営をみってくれること、2) 議決権の行使に当たっては、単一の指標を機械的に当てはめるのではなく、各企業のエクस्पラインの内容をよくみて判断してほしいという。

・内田常務の主張は、1) 欧米型のモニタリングボードに移行すべしという主張は強すぎる、2) 監督と監査のハイブリッド型によさがある、3) 独立社外役員も人数ではなく資質でみるべし、4) 資本コストを上回る利益の極大化ではなく、一定の満足度基準のようなバランスが必要ではないか、という点にあった。

本レポートは、独自の視点から書いており、基本的に会社側の立場に立つものではない。本レポートは、投資家の当該企業に対する理解促進をサポートすることを目的としており、投資の推奨、勧誘、助言を与えるものではない。内容については、担当アナリストが全責任を持つが、投資家の投資判断については一切関知しない。本レポートは上記作成者の見解を述べたもので、許可無く使用してはならない。

・日本は、和魂洋才、多様性を認める国である。いくつかの形があつてよい。形よりも実質的な中身が大事である。まさにその通りである。形だけ合わせればよいというのでは本末転倒である。形を整えるプロセスが中身にも影響を与えるので、実質的によい方向に向かう可能性もある。確かにバランスは必要であり、例えばROEを唯一の指標にして、それを極大化せよという論に組み込む必要はない。筆者もH.A.サイモン流の満足基準は重要であると認識している。

・ROE至上主義である必要はなく、ROE8%というのも1つの目安である。但し、一定の収益力はクリアしてほしい。その上で中長期投資をしていかないと、実はサステナビリティも担保されないからである。ここを共有するための対話が重要であり、それを実践していくことがカギである。

・パネルディスカッションでは、CG新時代のIRはどうあるべきかについて議論された。筆者の着目点は、1) 執行と監督と分離して経営は本当によくなるのか、2) 指名委員会と報酬委員会を作ると本当に収益力は上がるのか、3) 取締役会を評価してよくやっているとはどういう意味か、4) とりあえずコンプライしておけという姿勢でよいのか、5) CGをIRにどう活かすのか、にある。

・会社を経営するのは代表執行役（CEO）である。トップマネジメントが本当に能力のある人か、組織能力が発揮できるように十分活動しているか、一方でワンマンになり暴走していないか、をしっかりとみていく必要がある。トップマネジメントの選任プロセス、その報酬インセンティブのあり方についても、長期的な企業価値創造に結びついているかをベースに判断すべきである。

・ある場面における経営の意思決定に必ずしも正解はない。3年後、5年後に自ずと結果が出てくる。途中で方針を修正することにも何ら問題ない。但し、その意思決定の蓋然性については、よくよく吟味する必要がある。実現しない3カ年計画なら作らない方がよい。もっとビジネスモデルの中身を突き詰めて実行戦略を構築してほしい。

・1年後の業績予想を発表しなくてもよい。単なる目標の細分化を行い、現場に号令をかけるだけでは企業価値は高まらない。企業価値創造に資する意思決定と、そのプロセスを示すビジネスモデル（BM）の確固たる姿を示すことが本質であろう。

・IRとは、会社そのもののマーケティングである。会社を動かす重要な仕組みであるCGについても、しっかり投資家に訴求していく必要がある。その役割を担うIR担当者が、十分

本レポートは、独自の視点から書いており、基本的に会社側の立場に立つものではない。本レポートは、投資家の当該企業に対する理解促進をサポートすることを目的としており、投資の推奨、勧誘、助言を与えるものではない。内容については、担当アナリストが全責任を持つが、投資家の投資判断については一切関知しない。本レポートは上記作成者の見解を述べたもので、許可無く使用してはならない。

に活躍できないようでは、会社がよくなるはずはない。会社の中身をマーケティングし、投資家の声を経営にフィードバックしていく活動を徹底してほしい。

・同時に、投資家を啓蒙し、時に教育指導することも重要である。投資家のニーズに合わせて迎合するだけでは、本来のマーケティングはできない。IR 部門の役割はますます重要になっている。CG を議論できる IR 人材は、会社の実態をよく理解している必要があり、自信をもって語るには、自社の CG の仕組みが磨かれていくべきである。

・そうでないと、IR 担当者は苦しいエクспレインを余儀なくされる。それでは会社のマーケティングが十分できない。‘CG を IR する’という視点で、対話が活発化することを期待したい。

株式報酬のすすめ

・誰が一番お金持ちになれるか。それは企業の創業者である。会社を興し、その会社が成長し上場すれば、企業の価値は株価で計れるようになる。

・では、経営者の報酬はどう決めればよいか。通常のサラリーマンであれば、月額給与、賞与（ボーナス）、それに長く勤めれば退職金に加わるというのが、これまでの姿であった。サラリーマンから、その会社の役員になると、社員の延長のような報酬体系で、社長になっても年俸が欧米系の企業に比べてさほど高くない、というのも一般的である。

・問題は、役員報酬が固定的で、業績に見合って上下する変動が少なく、中長期的な成果を反映するようになっていないことにある。サラリーマンであれば、①年次で基本給が少し上がる、②昇格すれば基本給と役職給が上がる。③ボーナスは月額給の2~4倍程度というのが、1つのイメージである。

・役員はどうか。役員にも、そのクラスによって基本給・役職給があり、これに賞与が加わる。しかし、従来の日本では、賞与のウエイトが低く、変動が少ない。よって、固定報酬のウエイトが上がることになる。

・上場会社の役員といっても、企業によって大きな格差はある。執行担当の取締役の例として、基本給・役職給で年俸1000万円、今期の賞与で1000万円、中長期の価値向上への貢献で1000万円、しかも、その中長期の貢献1000万円分を自社の株式で付与するといわれたらどうであろうか。

本レポートは、独自の視点から書いており、基本的に会社側の立場に立つものではない。本レポートは、投資家の当該企業に対する理解促進をサポートすることを目的としており、投資の推奨、勧誘、助言を与えるものではない。内容については、担当アナリストが全責任を持つが、投資家の投資判断については一切関知しない。本レポートは上記作成者の見解を述べたもので、許可無く使用してはならない。

・さらに、今期の賞与は0～2000万円の変動する。中長期の報酬も0～2000万円の変動する。そうすると、①会社の業績が全く振るわない場合の年俸は1000万円、②しっかりやっけて普通ならば3000万円、③すごくうまくいった時には5000万円となる。

・これが社長なら、取締役の5～10倍として、最低で5000万円～1億円、平均で1.5～3.0億円、最高で2.5～5億円となる。これを聞いて、株主として納得できるだろうか。

・企業としてしっかり稼いでくれるなら文句はない。但し、社長や役員の貢献を、本当に適切に評価できるのか。中長期の報酬の前提となる企業価値評価はどのように行うのか。そこがはっきりしないと、自らに甘い、お手盛り報酬になってしまうのではないかと、という懸念がでてこよう。

・ペイガバナンス社の調査によると、2014年度の大手企業（日本は時価総額1兆円以上）のCEOの平均年俸は、日本1.7億円、独7.7億円、米国10.6億円であった。

・このうち基本給は、日本1.0億円、独2.0億円、米国1.2億円と大きな差はないが、年次賞与は、日本0.5億円、独2.0億円、米国2.3億円であった。

・また、長期インセンティブは、日本0.2億円、独3.8億円、米国7.2億円と全く違う。日本は圧倒的に長期のインセンティブが少ない。米国は長期インセンティブが圧倒的に高く、しかもその大半が株式報酬である。つまり、自社の株式をくれる。

・日本でも、この4月から役員の株式報酬制度がスタートした。中長期の企業価値創造に力を入れて、稼ぐ力を高めるために、コーポレートガバナンスの改革を進めている。この時、経営者の報酬が中長期の業績に見合って支払われるようにしていくことが求められる。とりわけ、自社の株式を持って、投資家と同じスタンスでリターンとしての報酬を得ていくことは重要である。

・企業の経営者や役員は、経営の遂行による企業価値の向上で評価されるべきである。会社の業績が明示的に反映しない役員退職慰労金は、今どきの経営に馴染まない。議決権行使で、機関投資家は反対する。そこで役員の退職慰労金という仕組みはなくなりつつあるが、サラリーマン社長が、自社の株を十分保有していないことは問題である。

・企業のオーナーはかなりの株を所有するので、中長期の価値創造に敏感であるが、そうでないマネジメントに対して、株式による報酬を直接出すことができるようになるので、その本レポートは、独自の視点から書いており、基本的に会社側の立場に立つものではない。本レポートは、投資家の当該企業に対する理解促進をサポートすることを目的としており、投資の推奨、勧誘、助言を与えるものではない。内容については、担当アナリストが全責任を持つが、投資家の投資判断については一切関知しない。本レポートは上記作成者の見解を述べたもので、許可無く使用してはならない。

インパクトは大きい。

・これまでも、ストックオプションや株式交付信託という制度はあった。これに加えて、1)業績連動報酬にROEなどのKPI(重要経営指標)を含めることができるようにした。また、2)株式報酬(譲渡制限付株式：リストラクテッド・ストックの付与)が税務上損金算入の対象として使えるようになる。

・具体的にどのようなインセンティブの仕組みに設計するかは、個々の企業に任せられる。経営者(CEO)や役員が、一定の高額な株式報酬を得て、中長期の企業価値向上に邁進することができるならば、投資家にとって望ましい。業績連動の報酬制度、その中での株式報酬のあり方には、今後大いに注目したい。

役員報酬のあり方～資生堂のケース

・6月に、資生堂について話を聴く機会があった。まずは2015年12月期のアニュアルレポートをじっくり読んでみた。統合報告(Integrated Reporting)としてよくできている。

・筆者の評価では、①マネジメント、②イノベーション、③ソーシャル、④リスクマネジメントという4つの軸に照らして、12点満点中9点となるので良好である。ただ、「VISION 2020」はまだ1年余りを経過したところであり、ビジネスモデルにおける価値創造プロセスの共有という点で、これからである。

・資生堂は、「美しい生活文化の創造」を企業ミッションとする、中長期的な企業価値および株主価値の最大化に努めると同時に、社会の公器として、ステークホルダーへの価値配分の最適化を目指す。

・2015年3月期の売上高7777億円、営業利益276億円、ROE 9.4%に対して、12月期に決算期を変更、3年後の2017年12月期で売上高9000億円、営業利益500~600億円、ROE 9~10%を目指す。そして「VISION 2020」の後半の3年では、2020年12月期に売上高1兆円超、営業利益1000億円超、ROE12%以上を目標とする。

・魚谷雅彦社長(CEO)は2014年に資生堂のトップマネジメントに就任、現在の中長期ビジョンを立案し実行中である。日本コカ・コーラのトップから当社に招聘されたプロの経営者である。

本レポートは、独自の視点から書いており、基本的に会社側の立場に立つものではない。本レポートは、投資家の当該企業に対する理解促進をサポートすることを目的としており、投資の推奨、勧誘、助言を与えるものではない。内容については、担当アナリストが全責任を持つが、投資家の投資判断については一切関知しない。本レポートは上記作成者の見解を述べたもので、許可無く使用してはならない。

・資生堂は監査役設置会社であるが、取締役会における社外取締役を増やし、委員会体制も強化した。取締役7名のうち、4名が社外取締役で過半数を超えている。監査役会は5名のうち社外が3名である。役員指名諮問委員会（委員長は社外取締役）、役員報酬諮問委員会（同）、コンプライアンス委員会（委員長は副社長）のうち、指名と報酬の委員会は社外取締役が各4名、社内が各2名という内訳である。

・監査役設置会社としての監査機能を重視しつつ、取締役会はモニタリングボード型が適切であると判断して、二重のチェック機能をもたせるようにした。社外役員には、①必要十分な判断材料が出されているか、②議論は尽くされているか、③社会的、客観的にみて、合理性のある決定か、をチェックしてもらう。

・役員報酬に関する資生堂のユニークさは、「VISION 2020」の6年間のうち、前半3カ年の計画は、経営基盤を強化することに重心をおくので、それを反映した報酬体系を設定しているところにある。

・あるべき姿として、中長期のビジョンとそれを達成するための戦略的課題を定めた上で、それに合ったトップマネジメントや社外取締役を選任し、執行サイドの報酬インセンティブもそれに合致した適切な内容を取り入れていくという姿勢を取っている。

・事業基盤の強化には、例えば市場在庫水準の適正化が含まれている。これを実行すると、短期的な業績にはネガティブに働く可能性がある。それでもインセンティブが目標達成に結びつくように、報酬体系を考えている。

・CEOの報酬は、基本報酬50%、業績連動報酬50%のウエイトで決まる。これが執行役員レベルになると、業績連動のウエイトが40%前後に下がってくる。

・また、業績連動報酬は、①年次賞与と②長期インセンティブ型報酬に分けられ、そのウエイトは概ね半々である。①の年次賞与について、CEOは会社の業績70%、個人目標30%で評価される。一方、事業担当の役員は担当事業の評価50%、個人目標30%、全社業績20%というウエイトである。

・②の長期インセンティブ報酬はストックオプションを用いているが、1)付与個数と2)権利行使可能な個数には、それぞれのタイミングで業績条件をつけて確定するようにしている。つまり、できるだけ中長期の業績を反映できるようにしている。

本レポートは、独自の視点から書いており、基本的に会社側の立場に立つものではない。本レポートは、投資家の当該企業に対する理解促進をサポートすることを目的としており、投資の推奨、勧誘、助言を与えるものではない。内容については、担当アナリストが全責任を持つが、投資家の投資判断については一切関知しない。本レポートは上記作成者の見解を述べたもので、許可無く使用してはならない。

・この報酬体系をみると、基本報酬という固定の割合が50~60%と高いように感じるが、会社サイドとしては3カ年の基盤固めの時期に、短期的な業績を追わないようにブレーキをかけている。業績連動報酬において、年次賞与と長期インセンティブ報酬が半々というのは、現状において妥当なところであろう。

・役位が同じ役員であっても、役割と責任は個々に異なるので、そこに差がつく仕組みを導入している。また、戦略目標の達成に向けて、短期のインセンティブとしての個人考課を30%ほど入れている。

・こうしたことがアニュアルレポートに明記してあり、IR責任者の説明によって、よく理解できた。報酬制度が会社の目標とどう結びついているかが分かるので、極めて有益である。資生堂の報酬制度とその開示は高く評価できる。今後は、マネジメントを担う執行役員がさらに自社株を多く持てるようにする工夫が求められよう。

・一般論ではあるが、オーナー型の企業のトップは、自社株を相当の比率で持っている。一方、サラリーマン型の社長やマネジメント層は、従来のしくみでは十分な株式を持つことができていない。経営者に少しでもオーナー的センスを発揮してもらうには、株式による報酬のウェイトをさらに上げていく必要がある。

・資生堂のケースでいえば、中期計画が順調に推移するならば、後半の3カ年計画がスタートする時には、基本報酬30%、年次賞与30%、株式による長期インセンティブ40%というような構成で、報酬総額をもっと上げていくような形が望ましいと考える。今後の資生堂の中長期展開力、魚谷CEOのリーダーシップと取締役会のガバナンスの実効性(効かせ方)に注目したい。

株主総会の面白さ~東祥、NRI、日立、リクシル

・今年は4つの会社の株主総会に参加してみた。企業の中期展開力、足元の収益力、経営者の実行力などから企業を評価すると、筆者の評点では12点満点として、東祥10点、NRI8点、日立7点、リクシル6点となった。

・点数そのものに、さほど意味はない。しかし、企業を評価する軸を自分なりにはっきりさせ、それに対して中身を吟味して点数をつけてみると、相対的な位置付けをはっきりさせることができる。

本レポートは、独自の視点から書いており、基本的に会社側の立場に立つものではない。本レポートは、投資家の当該企業に対する理解促進をサポートすることを目的としており、投資の推奨、勧誘、助言を与えるものではない。内容については、担当アナリストが全責任を持つが、投資家の投資判断については一切関知しない。本レポートは上記作成者の見解を述べたもので、許可無く使用してはならない。

・1) 経営者のマネジメント力、2) 事業の成長力、3) ESG からみた持続力、4) 業績に対するリスクマネジメントの4軸に対して、3段階(3点、2点、1点)で評価してみると分かり易い。

・株主総会では、Q&A でいろいろな質問が出る。①質問はまともか、②返答の姿勢は十分か、という点でうまく噛み合わないことも多い。文句をつけたい特殊株主や、「ことなかれ」で答えればよいという逃げの会社は別にして、1) 的を射た良い質問に、2) すっきりした納得性の高い答えをする会社は面白い。

・企業価値創造の資する面白い Q&A を、この4社から取り上げてみたい。東祥(コード8920)は、スポーツクラブとシティホテルの経営で、業界随一の収益力を誇る。1) 社員の年収ランキングをみたら、3000社を超える上場会社の中で、下から1%のところにある。会社は儲かっているのだから、社員の処遇ももっと改善すべきではないか。

→これに対して、会社サイドは3年連続でベアをあげており、年収が低いわけではない。当社は上場会社の中で、社員の平均年齢が26.4歳と最も若い会社の1社である。若い故に平均年収が低く出ている。この若さが当社の強みである、と説明した。

・2) KPI として、売上高経常利益率を最も重視し、現在の28%を30%に上げるというが、これは財務的な指標であって、結果としての数値である。もっと先行的な経営指標を示すべきではないか。

→当社は施設サービス業として、建物を建て10年以内で借入金は返済している。リースも5~6年で満期となる。運転資本を使わない経営をしており、仕入れや営業にもお金を使わない。儲かる出店しかしない。よって、年10店ペースの出店ができるかどうかをみてほしいと答えた。ビジネスモデルが確立されており、中期的な成長性にも全く不安はないと評価できよう。

・野村総合研究所(NRI、4307)は、今年4月に此本臣吾社長が就任し、彼が議長を務めた。1) 事業報告でいくつかの課題をあげていたが、新社長はどこに重点をおいて何をやるのか。

→中期計画 Vision2022 については、総会の後の経営報告会で詳しく説明する予定であるが、2つのことに力を入れていく。1つは、新しい社会のパラダイムを洞察して、顧客と一緒にになって未来社会のインフラを作っていく。

本レポートは、独自の視点から書いており、基本的に会社側の立場に立つものではない。本レポートは、投資家の当該企業に対する理解促進をサポートすることを目的としており、投資の推奨、勧誘、助言を与えるものではない。内容については、担当アナリストが全責任を持つが、投資家の投資判断については一切関知しない。本レポートは上記作成者の見解を述べたもので、許可無く使用してはならない。

・もう1つは、利益率の高い現在のビジネスモデルを磨いて、投資を継続する。その中で、規模とコストで競争はしない。価値で勝負する。NRIは堅実な会社であるが、挑戦への勢いが弱くなっているとも感じる。そこで、海外ビジネスの拡大では、社長自らがリーダーシップをとって伸ばしていくと明言した。

・2) 野村証券がネット取引の台頭で弱くなったら、NRIも一緒に落ち込んでいくのか。フィンテックの影響はどうか。

→野村証券とのビジネスのウエイトはすでに30%を切っている。ネット証券のフロント、ミドル、バックオフィスの仕事も当社は分担しており、そのプラットフォームで、いろんな金融機関にとって、なくてはならない存在となっている。この分野のシェアは圧倒的に高い。

・フィンテックについては、1年前からR&Dに力を入れており、1つのカギを握るブロックチェーンのあり方についても実証実験をしている。これからもベンチャー企業と組んで取り組んでいくと説明した。コンサル出身の此本社長の語り口はソフトで説得力がある。海外ビジネスで実績を上げてきただけに、今後の方向を担うのに適任であると感じた。

・日立製作所(6501)は、2018年までの中期3カ年計画をスタートさせ、‘IoTの推進’を全面に打ち出した。取締役13名のうち社外が9名、うち外国人が5名(女性2名)と多彩である。

・1) AI、IoTに力を入れるというが、IBMを始め、ライバルも皆力を入れている。ライバルに対してどのように対抗していくのか。

→この3年間投資をしてきており、事例も作ってきた。制御と運用でプラットフォームを確立していく。これが強みなので、十分戦っていけると述べた。

・2) ジーメンスや三菱電機に比べて、売上高営業利益率が低い。もっと収益力を高めて頑張ってもらいたいと思うがどうか。

→確かに海外ビジネスで一部躓き、品質面でも課題を残した。今回の中期計画では、それらを克服し、何としても目標を達成していく。12のビジネスユニットのフロントの声が、トップマネジメントへ上がってくるように仕組みを変えたが、ここが課題であるとは認識している。東原社長は座右の銘を聞かれて、それに代わる言葉として、“中計2018を何としても達成する”と答えた。

本レポートは、独自の視点から書いており、基本的に会社側の立場に立つものではない。本レポートは、投資家の当該企業に対する理解促進をサポートすることを目的としており、投資の推奨、勧誘、助言を与えるものではない。内容については、担当アナリストが全責任を持つが、投資家の投資判断については一切関知しない。本レポートは上記作成者の見解を述べたもので、許可無く使用してはならない。

・リクシルグループ (Lixil、5938) は、グローバル化を急ピッチで進め、一部で大きな赤字を出した。引退前の藤森社長が議長を務め、後任の瀬戸欣哉 CEO は 6 カ月前に入社し、子会社の社長として準備に励んできた。

・1) 藤森社長に期待して株主となっていたが、今回退任するという。中国のジョウユウ社の赤字で責任をとらされたのか。

→5 年間 CEO を務め、一つの区切りと考えている。本心ではもっとやりたい気持ちもあったが、グローバル化への布石は行い、変革を実行した。ジョウユウが粉飾決算を行っており、それによって大きな赤字を出した。これを見抜けなかった責任は経営陣にある。今後はそのようなことが起きないように手を打った。

・2) 次期 CEO はこの場にいるのか。今後はどのように経営していくのか、話を聞きたい。モノタロー (MonotaRo、3064) の社長を務めてきたというが、会社の規模が違う。本当に社長が務まるのか。

→瀬戸社長が自らコメントした。確かにモノタローは 350 人の会社で、パートも入れて 800 人である。リクシルはグループ 6 万人の会社である。しかし、時価総額で見れば、リクシル 5500 億円に対して、モノタロー 4500 億円である。

・リーマンショック後の企業の成長力でいうと、モノタローは日本で 1 番、世界で 9 番目に成功した会社である。瀬戸社長は 11 社の会社を作り、新しい企業価値を、スピード感を持って作ってきた。藤森社長は国内の 5 つの会社を 1 つにまとめ、海外の企業を M&A してきた。瀬戸氏は、このベースの上に新しい価値を作っていくという。

・内外の社員とは既に 6 カ月話をしてきた。瀬戸社長曰く、「私は運を持っている」ので、株主を続けてほしい」と訴えた。

・4 つの総会の Q&A の一部を紹介した。価値創造に関わるよい質問がいろいろ出ており、真摯な答えも増えていると感じた。まさに、①マネジメント力、②成長力、③サステナビリティ、④リスクマネジメントの 4 つが整ってこそ、価値創造ができる。総会での対話がそういう場になってほしい。

・1 年後に、今回の筆者の企業評価 (評点としてのレーティング) がどのように変化していくか。今後の変革とその実行力に注目したい。

本レポートは、独自の視点から書いており、基本的に会社側の立場に立つものではない。本レポートは、投資家の当該企業に対する理解促進をサポートすることを目的としており、投資の推奨、勧誘、助言を与えるものではない。内容については、担当アナリストが全責任を持つが、投資家の投資判断については一切関知しない。本レポートは上記作成者の見解を述べたもので、許可無く使用してはならない。

経営者交代をどう評価するか〜セブン&アイの教訓

・投資家として会社を評価する時、最も重視すべき軸の1つは経営者（トップマネジメント）である。創業者が健在の時は、トップの言動と業績をみていけば、その会社の状態はかなり分かるような気がする。

・しかし、会社が大きくなってくると、そういうわけにもいかない。トップは最も大事だが、一人で全てを決めることは不可能であり、必ず権限を委譲していく。さらに、創業者といえども年をとってくる。社長を交代する必要があるが、これを決めるのが難しい。

・ある上場会社では、創業者が70歳を超えてきた。創業の頃から一緒にやってきた仲間は同世代であり、次の世代の後継者には適さない。ところが、40代ではまだ力量不足、50代には適任がいない。どうして後継者が育っていないのか。その社長は自分の眼鏡に合う部下がいなかったという。私は、ちゃんと育ててこなかったのでしょうか、とやんわり聞いた。いや、そうしようとしたが、残念ながら出て行ってしまったと嘆いていた。

・別の上場会社では、創業者の息子がいた。いずれ後継ぎにしようと20代後半に自分の会社に入れた。そして70代の時に社長を譲って自分は会長になったが、経営環境がガラリと変わって、今までの延長では上手くいけなくなった。経営方針の転換とリストラが必要になった。そこで、会長から社長に復帰し、息子を降格して手を打った。その後さすがに年をとってきたので、50代の息子に再び社長を託した。

・創業者はいつまでも創業者である。社内のタイトルがいかにも変わっても、創業者の精神は一緒に過ごした経営陣に息づいており、またオーナーであるから、それなりの株式を所有している。資本の論理もあって、後継者を自分で選ぶことができる。

・問題は、創業者が個性溢れるイノベーターであればあるほど、会社の中でのリーダーシップはフルに発揮される。別の言葉でいえば、ワンマンになり、いつのまにか裸の王様になりかねない。ピカピカに輝いていた頃の先を見る力や皆を鼓舞するオーラも、自分では気がつかないが衰えてくる。それを周りに知られてきた時が危ない。

・創業者の一族が後を継ぐ場合は、後継者争いが一族の中で起きるかもしれない。しかし、一族以外の人に社長の出番はない。一族の場合は社内が比較的まとまりやすい。ところが、後継の息子、娘の能力が不十分であった場合、優秀な家老や番頭が付いていないと会社はもたない。一方で、2代目は苦労しながら、経営環境の変化に手を打ち、創業者の事業や戦略

本レポートは、独自の視点から書いており、基本的に会社側の立場に立つものではない。本レポートは、投資家の当該企業に対する理解促進をサポートすることを目的としており、投資の推奨、勧誘、助言を与えるものではない。内容については、担当アナリストが全責任を持つが、投資家の投資判断については一切関知しない。本レポートは上記作成者の見解を述べたもので、許可無く使用してはならない。

を否定して、新しい路線を作ろうとする。こんな息子で大丈夫かと思った人が、20年を経て立派な2代目経営者になっている例はいくつもある。

・逆に能力不足のまま、ワンマン先行でファミリーが継いだが故に、経営の危機に陥った会社はこれまた数多い。日本を代表するある企業では、一時代前の話であるが、一族からその会社に入っても、本人が優秀なら親会社に残して育てていくが、そうでない時は親会社から外して、しかも早く偉くする。社会的地位はあるが、マネジメントの権限は与えないようにして会社を守り、本人には対外的な社会活動で大いに力を発揮してもらうというやり方をとっていた。

・多くの企業に見られるが、創業者が亡くなって30年経つと、創業者精神の継承が難しくなってくる。創業者と一緒に働いた人々がほとんど引退して、創業者に直接薫陶を受けていない人が社長になる。まして社員にとって創業者は遠い存在となる。こうなると会社は緩んでくる。‘会社の寿命30年’というのは、ここに一因があると、ユニチャームの高原社長(2代目)はいう。

・創業家に優秀な人がいない場合は、ファミリーとは関係ない生え抜きを抜擢して社長に据える。この社長が優秀できちんと会社をリードしていく。そして、一族の若手にバトンタッチしていく。この代表例がトヨタ自動車である。トヨタイズムは脈々と継承されている。

・では一族の手を離れて、サラリーマン経営者が社長に就くようになった会社はどうだろうか。日本の大企業にはこのパターンが多い。創業者精神を綱領に掲げていても、それを本当に実践しているかとなると、抜けがでる場合がある。会社は時のリーダーに依存するが、一人のリーダーや一人のイノベーターにのみ左右されない組織能力(オーガニゼーションルケイパビリティ)を培っていくことが求められる。

・会社の運営において、小さな穴から水が漏れないように、突然想定外の爆発が起きないように、細部にわたって組織を動かす仕組み作りが必要である。それは大変なことである。しかし、人々がきちんと訓練され、カルチャーとして身につけていけば、その基本動作は苦痛でもなんでもない。いつもの仕草である。その組織能力を作り上げるのは、ロケットで成層圏に出る時のGのように大変な圧力がかかるが、成層圏に出れば何ら問題ない、と京セラを創業した稲盛氏は論ずる。

・しかし、強いといわれる組織も絶えず磨いていないと劣化してくる。特に、リーダーが人選を誤って、それが3回くらい続くと、会社はガタガタになってしまう。したがって、会社

本レポートは、独自の視点から書いており、基本的に会社側の立場に立つものではない。本レポートは、投資家の当該企業に対する理解促進をサポートすることを目的としており、投資の推奨、勧誘、助言を与えるものではない。内容については、担当アナリストが全責任を持つが、投資家の投資判断については一切関知しない。本レポートは上記作成者の見解を述べたもので、許可無く使用してはならない。

の組織能力を、経営力（マネジメント）、成長力（イノベーション）、持続力（ESG）、パフォーマンス（リスクマネジメント）の観点から評価していくことが、投資家にとっては基本動作となる。

・今回のセブン&アイの鈴木敏文氏の場合は、会社の創業者ではない。しかし、コンビニのセブン-イレブンを世界に冠たる企業に作り上げたという点では、イノベーターであり、創業者の伊藤雅俊氏から任された後継経営者であった。伊藤名誉会長は自分のファミリーは会社に入れても、次期社長には指名しなかった。

・伊藤名誉会長は、人の話を聞く優しい面はあるが、実はかなり厳しい人でもある。鈴木氏はものごとを演繹的に見通す人で、その言動には一段と厳しい面がある。このタイプのリーダーがトップに立つと、イノベーター故に戦略の立案を一人で担い、あとはいかに実行するかという布陣になる。

・強烈なワンマンリーダーからみると、自分に替わる後継者を見出すのは極めて難しい。みんな劣ってみえる。自分の戦略にそって動く人材は評価しても、自分に替わる人材としては評価できない。しかも、このタイプのリーダーの下では、次のリーダーは育たないかもしれない。リーダーの候補者は必ず意見をいうから、それが気に入られず、居場所がなくなることも多い。

・鈴木氏のいないセブン&アイが動き出す。強烈なリーダーの指示待ち世代、忠実な実行部隊から、次のイノベーターあるいは新しいリーダーが育ってくるか。これは事業における鈴木路線を継承するとしても、企業経営においては鈴木路線を否定する必要がある。

・100円ショップ、セリアの河合社長は、新しいセブン&アイの経営行動にどうい変化がでてくるか、に強い関心を持っている。セリアがヨーカ堂の中にもっと入れるようになるかどうか、という意味である。セリアが入れば、若い女性を動員する力は高まる。つまり、ヨーカ堂の再生の変化に一段と注目が集まろう。

・井阪新社長がどうい経営体制を作っていくか。ガバナンスのあり方、取締役会の運営方法、グループ戦略の抜本の見直し、執行部門の人材の入れ替えなど、大きな変革の行方が注目される。筆者が他の企業を見てきた過去の経験に照らすと、ここで人材の抜擢を誤ると、思わぬ苦難が少し先に顕在化する。伊藤ファミリーから自立しつつも、創業者精神をどう組織能力として継承するか。トップの手腕が問われるところである。投資家としてはここを見極めつつ投資判断をしたい。

本レポートは、独自の視点から書いており、基本的に会社側の立場に立つものではない。本レポートは、投資家の当該企業に対する理解促進をサポートすることを目的としており、投資の推奨、勧誘、助言を与えるものではない。内容については、担当アナリストが全責任を持つが、投資家の投資判断については一切関知しない。本レポートは上記作成者の見解を述べたもので、許可無く使用してはならない。

2. イノベーションとビジネスモデル

攻めの IT 経営銘柄～アサヒ GHD、東レ、東京センチュリー

・6月に「攻めの IT 経営銘柄 2016」の表彰と代表的企業によるシンポジウムが催された。主催は経産省と東証で、競争力のある IT 戦略を実行している企業を、業種(セクター)毎に選んだ。日本企業が IT をビジネスに活かして、稼ぐ力をより高めようという主旨である。

・社内組織の業務効率を上げるのが従来型の IT で、いわゆる「守りの IT」である。それに対して「ビジネスを IT で創り出す」のが、「攻めの IT」といえよう。バックオフィスの効率化は守りであり、今の本業や新規事業において、IT を軸に新たな価値を創出するのが「攻めの IT」である。

・東証に上場している企業の中から、企業価値向上に繋がる「攻めの IT」に積極的な企業を選定して、経営者の意識変革を促し、それを投資家にもアピールしていこうという狙いである。

・評価項目は5つの軸から成り立っている。①経営方針として、企業価値向上のために IT 活用を明確に位置付けているか、②企業価値向上のための戦略的 IT 活用を実行し、成果を上げているか、③攻めの IT 経営を推進するための体制と人材を整えているか、④攻めの IT 経営を支える基盤的取り組み (IT リスク、システム維持・改善などのインフラ構築)を行っているか、⑤そうした IT 投資の評価ルールを持って、PDCA による改善活動を実践しているか、という5項目である。

・選定プロセスは、①東証上場企業にアンケートし、2回目の今回は347社(前回210社)の回答を得た。②それを5項目に従ってスコアリングし、一定基準を満たした候補の中から、③直近3年の平均 ROE が8%以上又は同一セクターの平均以上を達成しているかという条件でスクリーニングした。そして、④最後に選定委員による総合審査を経て、優れた企業を確定した。

・2016年は26銘柄が選定された。その中で時価総額が比較的小さい会社として、小売業の Hamee (コード 3134)、同じく小売業の日本瓦斯 (8174)、その他製品のトッパン・フォームズ (7862)、化学のエフピコ (7947) などが選定された。

・今回のシンポジウムに登場したアサヒグループホールディングス (2502)、東レ (3402)、本レポートは、独自の視点から書いており、基本的に会社側の立場に立つものではない。本レポートは、投資家の当該企業に対する理解促進をサポートすることを目的としており、投資の推奨、勧誘、助言を与えるものではない。内容については、担当アナリストが全責任を持つが、投資家の投資判断については一切関知しない。本レポートは上記作成者の見解を述べたもので、許可無く使用してはならない。

東京センチュリーリース (8439) は、いずれも 2 回連続の受賞であり、それぞれ特色をみせている。共通していることは、経営トップ自らが IT に意欲的に取り組んでおり、会社変革の基軸に据えている。当然、企画、財務と IT 部門は綿密に組んでいる。逆に言えば、社長が担当に〈IT は任せた〉という会社は、攻めの IT に遠い会社ともいえる。

・3 社について注目点をまとめた。アサヒ GHD は、前回の中期計画からグループ経営の強化に向けて、イノベーションを実行するための共通基盤の最適化を進めてきた。今回はその次のステップとして、ビジネスに貢献する IT を目標に、その活用を位置付けている。

・パブリッククラウドを活用した全社ワークスタイルの変革では、AI を用いて予測を行い、生産、出荷の調整に活用している。IoT ではまだ検証段階ながら、ビール鮮度や品質管理に IT テクノロジーを活用しようとしている。

・アサヒ GHD は、IT をいかにダッシュボード化するかという点に力を入れている。まさに経営の見える化をして、それによるコミュニケーションと意思決定の迅速化を図っている。知久氏 (IT 部門ジェネラルマネージャー) は、守りができて攻めができる、と強調した。

・東レは、情報システムの活用によって、グローバルな事業拡大、グループ業績の向上、強靱な企業体質作りを目指している。グループ企業全体で、精度の高い日次データを把握し共有化することで、即時アクションがとれるように対応している。実際グループ会社においても、情報の日次分析による素早い改善活動を利益拡大につなげている。

・また、NTT と共同で生体情報を連続計測する機能素材「hitoe」を開発し、これを使用したウェアを着ることで、日常生活の健康状態を常時モニタリングすることができる。この生体情報をクラウドによって遠隔で見守り、それをサービスとしてビジネス化することを検討している。もの作りと IT を融合させて、新規事業を展開しようとしている。

・東レは、グループ企業における KPI の見える化に力を入れ、それをベースに俊敏な改善に手を打つ仕組みを作っている。また、繊維という素材そのものをセンサーにして、シャツから生体信号をとろうとしており、素材のサービス化を狙っている。西氏 (情報システム部門長) は、いかに PDCA を高速で回すか、そのためには IT 部門がビジネスを深く理解することが重要である、と強調した。

・東京センチュリーリースは、IT を強みとする高い専門性と独自性を持つ金融・サービス企業として、企業価値の向上に努めている。スマートマンション向けエネルギーマネジメン

本レポートは、独自の視点から書いており、基本的に会社側の立場に立つものではない。本レポートは、投資家の当該企業に対する理解促進をサポートすることを目的としており、投資の推奨、勧誘、助言を与えるものではない。内容については、担当アナリストが全責任を持つが、投資家の投資判断については一切関知しない。本レポートは上記作成者の見解を述べたもので、許可無く使用してはならない。

トを担う顧客に対して、その IT ツールと機器リースを活用したサービスを提供している。クラウドを活用し、トータルで一元的にマネージできるようにした。

・また、オートリースサービスにおいて、テレマティクスサービスとして、事故・危険運転などの自動記録や日々の運行管理（運転特性の見える化）を実行し、安全安心の向上に結び付けている。テレマティクスサービスでは、それによって事故が減少し、燃費が改善し、管理の作業負担も3割ほど減っている。

・東京センチュリーリースは、この7年で国内のリースの売上ウエイトが80%から50%へ下がっている。10月より社名からリースをとって、「東京センチュリー」にする予定である。それだけ新しいサービスが伸びており、その要にITを据えている。本田専務（システム部門担当）は、この受賞をIRに活かして会社をアピールしている、と強調した。今後とも一層ITでビジネスの差別化を図ろうという方針である。

・価値創造の仕組みであるビジネスモデルの中に、ITをいかに組み入れるか。①商品やサービスのプラットフォームとして、高付加価値化を推進しているか、②人手を減らして、IoT、AI、BD、ロボットを活かしているか、③社会に役立つソリューションを提供しているかなど、攻めのIT経営はまだ始まったばかりである。国内だけでなく、グローバルに通用するようにイノベーションに取り組んでほしい。そういう会社こそ中長期の投資対象となろう。

イノベーションの追求～リアルワールドへの結びつきが鍵

・かつて自動車アナリストの頃、ダイハツの電気自動車、スズキの水素自動車、いすゞのディーゼル乗用車を追いかけた。話の筋は面白かった。技術革新を追求して、世の中を数歩先行していた。でも、時代の潮流にはならなかった。

・時が過ぎて、トヨタのハイブリッド車が出た。燃料電池車が姿を現している。そして、マツダのディーゼルエンジンが頑張っている。ウォールストリートジャーナル（WSJ）のテックカフェで、未来の車、AI（人工知能）のデザイン、テクノロジーのデュアルユース（民間・軍事への相互利用）について話を聞いた。注目すべき点をいくつか取り上げてみたい。

・マツダは、車の走りに徹する路線に舵を切っている。限られた経営資源をガソリンエンジン、ディーゼルエンジンの燃費改善に投入すると決めた。世の中のトレンドは電動パワートレインに向かっている。環境にやさしく、燃料効率を上げ、しかも走りをよくするには、エンジンかモーターかという二者択一ではなく、それぞれのよさにイノベーションを起こし、

本レポートは、独自の視点から書いており、基本的に会社側の立場に立つものではない。本レポートは、投資家の当該企業に対する理解促進をサポートすることを目的としており、投資の推奨、勧誘、助言を与えるものではない。内容については、担当アナリストが全責任を持つが、投資家の投資判断については一切関知しない。本レポートは上記作成者の見解を述べたもので、許可無く使用してはならない。

それらをミックスして活用していく必要がある。

・2030年でも内燃機関が主力であることに変わりはない。しかし、相対的に増えていくのは電動パワートレインである。一方で、原油を掘ってそれを精製すると、一定比率でガソリンや軽油が抽出される。すべてを火力発電で燃やして電気にするのは効率的でない。

・マツダは2007年に、①走りと喜び、②環境と安全を追求すると決めた。燃費については2008年比で、2015年に-30%、2020年に-50%の改善を行うという目標を定めた。ガソリンエンジンは、燃料に酸素を入れて点火して燃やす。ディーゼルエンジンは、圧縮した空気を燃料に吹き付けて発火させる。燃費を改善する方法はいくつもあるが、ボウリングの1番ピンに相当するのは圧縮比である。そこで、圧縮比からイノベーションを追求した。

・高圧で圧縮すると、エンジンの中の燃え方にバラつきが出る。そうすると、燃えかすがかなり出るようになり、排ガスが多く燃料効率も悪い。そこで、低圧縮、低温で均一に燃えるようにした。均一に燃えるときれいに燃えて、かすが少なくなる。燃焼室をたまご型にして、火がつきやすいインジェクター（燃料噴射ポンプ）を開発した。

・これでディーゼルエンジンの燃費を20%改善し、スカイアクティブDとして、アクセラ、デミオ、CX-5、CX-3などに搭載していった。これはまだ第1ステップである。今は第2ステップの開発を続けており、その先には第3ステップがある。第2ステップでは、さらにきれいに混ぜる方策を取り入れると、マツダの中井英二ディーゼルエンジン副本部長は強調する。

・量産に漕ぎつけるのに6年かかった。なぜ特化戦略を取ったのか。1) 内燃機関が主力の時代は続く、2) ハイブリット戦略では投資にお金がかかり過ぎ、特色を出せない、3) 圧縮比を14にもっていく開発に挑戦する、という経営判断があった。ディーゼルエンジンは欧州では主流であったが、日本では肩身が狭かった。思った性能が出ないので、妥協したくもなかったが、目標に向けて開発を続ける姿勢を貫いた。

・一丸となって選択と集中を行った。リーマンショックで4年連続赤字となり、会社として後がなかった。エンジニアとしては先を見ており、その方向に自信を持っていた。マツダは小手先の改善ではなく、圧縮比という1番ピンを倒すと決めた。

・電動化は進むが、2030年でも内燃機関は7割を占めると予測されていた。電動化については、トヨタとの提携戦略をとっている。一方で、ディーゼルの燃焼効率を上げるという作

本レポートは、独自の視点から書いており、基本的に会社側の立場に立つものではない。本レポートは、投資家の当該企業に対する理解促進をサポートすることを目的としており、投資の推奨、勧誘、助言を与えるものではない。内容については、担当アナリストが全責任を持つが、投資家の投資判断については一切関知しない。本レポートは上記作成者の見解を述べたもので、許可無く使用してはならない。

戦は、その技術がガソリンにも応用できる。ディーゼルとガソリンのいいとこ取りをすると、燃費-50%という目標もみえてくると、中井氏は期待する。

・VW（フォルクスワーゲン）の排ガス不正、三菱自動車の燃費不正がなぜ起きるのか。本質はマネジメントの問題としても、エンジニアのリソースが足りない中で、車の進化が急速に進むと、必ずテストが求められ、テストだらけになってひずみに溜まってくる。テストの工数が増えてくると、こういうことが起こりうる。

・中井氏は、マツダは‘リアルワールド’で勝負する、と強調する。テストデータは大事である。しかし、顧客がその車を実際に使った時に、走り、安全、燃費が実感できなければ意味がない。燃費でいえば、最も大事なことは実用燃費であるという言葉が印象に残った。

・プリファードネットワークス社（PN）の岡野原大輔副社長も、AI（人工知能）のリアルワールドへの応用を強調した。PNはトヨタと、ぶつからない車に関して共同研究をしている。ファナックとは、ディープラーニングで学ぶロボットの研究開発を行っている。さらに、バイオヘルスケア分野にも入っていこうとしている。ゲノムデータを診断データに活用できないかという点で、AIの応用に取り組んでいる。

・ディープラーニングによる強化学習では、データがものをいう。データが蓄積されてシミュレーションモデルが構築されるのであれば、テスト学習ができるようになる。しかし、シミュレーションレベルではまだデータ不足で、リアルワールドで使うには、リアルなデータをもっと大量に収集していく必要があると、岡野原氏は強調した。

・ディープラーニングはニューラルネットワークがベースにあるが、その深層については今や1000層は普通であるという。学習のさせ方は教えられるが、その後はAIが独自に学んでいく。この学んだシステムはブラックボックスなので、後から制御するのは難しい。

・飛行機は、鳥のように空を飛ぶことを目的に作られたが、鳥の構造を真似ているわけではない。車が登場して、馬車産業はあっという間になくなった。これまでの変化は、世代交代を伴いながら産業構造の変化を遂げてきた。しかし、AIの登場で、今や同一世代の中で大きな変化が起きようとしている。自分の仕事が変わっていくので、学び続けて新しい時代に適応していくしかない、と、岡野原氏は指摘した。

・才能のあるトップタレントが新しい時代を切り開いていく。そういう人材を企業の中に抱えて、活躍してもらうことができるか。グーグルとどう戦うか。PN社は、差別化されたB to

本レポートは、独自の視点から書いており、基本的に会社側の立場に立つものではない。本レポートは、投資家の当該企業に対する理解促進をサポートすることを目的としており、投資の推奨、勧誘、助言を与えるものではない。内容については、担当アナリストが全責任を持つが、投資家の投資判断については一切関知しない。本レポートは上記作成者の見解を述べたもので、許可無く使用してはならない。

Bの領域を狙っている。大学発ベンチャーのオープンイノベーションに注目したい。

・防衛産業における軍事技術はどのように捉えるべきか。ステルス戦闘機は、レーダーにひっかからない見えない飛行機である。この技術はフェライトにあり、その基本は日本のTDKが開発したものである。かつて、米国の軍事技術は圧倒的に世界No.1であった。その技術が民間に流れてきた。

・この軍事から民間へというテクノロジーのスピノフが、技術革新の1つの流れであった。ところが最近、民間から軍事へというスピノフが注目されている。軍事イノベーションだけでは優位にたてないので、民間のテクノロジーを軍事に応用しようとしている。実際、ペンタゴン（米国防総省）がシリコンバレーにオフィスを出して話題を集めた。

・あるテクノロジーを軍事にも民間でも使うというデュアルユースが主流になりつつある。サイバーセキュリティ、アドバンスドマテリアル（新素材）、スペース関連など多彩である。サイバーセキュリティでは、軍の防衛システムに加えて、電力ネットワーク、交通インフラ、通信インフラなど、サプライチェーンへの攻撃に対してどう守るかが問われている。ドローン、3D、AI、ロボティクスも同様である。

・日本では、ハイリスク、ハイリターンを狙うR&Dについて、もはや民間だけでは対応できない。こういう分野の呼び水は、国が用意する必要がある。米国に習って、日本でもそういう予算を使おうとしている。基礎技術のR&Dを進め、そのテクノロジーの予見性を高めて、民間に早めに使ってもらおうという作戦である。防衛装備庁でもテクノロジーの予見性について、ニーズマップを作っており、それを活用していく。

・国際的な共同R&Dは増えていこう。日本の中堅企業が担っている独自技術もいろいろある。デュアルユースという視点で見ると、軍事技術、民間技術と分けられない。この分野で技術革新を進め、その技術を守りつつ、民間で大いに活用していくには、従来とは違ったR&Dのフレームワークが求められよう。

・世界最強の日本の自動車産業が、グーグルに負けないか。AIは米国に総取りされてしまわないか。軍事技術のスピノフでも、やはり米国が優位ではないか。これらの懸念に対して、1) 日本はすり合わせ技術をいかに磨いていくか、2) 日本独自のAIを活用したロボット技術でリアルワールドをいかに実現するか、3) デュアルユースのテクノロジーの中で、いかに民間ユースを高めていくかなど、イノベーションに挑戦する本物の企業に注目したい。

本レポートは、独自の視点から書いており、基本的に会社側の立場に立つものではない。本レポートは、投資家の当該企業に対する理解促進をサポートすることを目的としており、投資の推奨、勧誘、助言を与えるものではない。内容については、担当アナリストが全責任を持つが、投資家の投資判断については一切関知しない。本レポートは上記作成者の見解を述べたもので、許可無く使用してはならない。

AI（人工知能）を知る～学習モデルの考え方

・車を運転するには免許証が必要である。その試験の勉強では、車の構造についても学ぶ。なぜ車は動くのか。かつてはエンジンだけであったが、今ではハイブリット、燃料電池と多様になりつつある。

・テレビは誰でも観る。しかし、なぜテレビが映るかという理屈を学ぶ必要はない。しかし、液晶ディスプレイがブラウン管に代替し、一大産業にのしあがったが、投資家としてはその仕組みや部品について詳しく知っておく必要があった。かつての半導体も、日本が DRAM で一世を風靡した時には、機関投資家はみな半導体オタクになった。

・AI、ビッグデータ、ロボット、IoT(もの・コトのインターネット)が、これから新たな産業に育つことは明らかである。資産運用も AI を活用するようになる。プロのファンドマネージャーはいらなくなるのか。個人投資家が出る幕はなくなるのか。そんなことはないと思いつつも、囲碁や将棋のプロが AI コンピュータに負けるという話を聞くと、金融もいずれそうなるのかとも思う。

・そこで、AI はどんな理屈なのか。その考え方を少しは知っておきたいと思った。筆者は若い時に、人の判断能力と制御能力を分けて判定するというモデルを作ったことがあった。車の運転でいえば、状況を見て判断する能力は高くても、ハンドルさばきが鈍い人がある。その逆の人もある。今注目されている自動運転は、人が運転しなくてもよい。車自体が情報を感知し、状況を判断して、車の運転をさばいて、目的地まで運んでくれることを目標にする。

・航空機や新幹線では、自動運転がかなり実用化している。しかし、パイロットや運転士がいらないというわけにはいかない。肝心なところは訓練を受けたプロが責任をもって担当している、不測の事態には人の判断が必要な場合も多い反面、人が判断しない方がよい場面もある。サンフランシスコの空港では、霧が深い時、飛行機の着陸は自動パイロットに任せられることになっているという。視界が悪い中で、計器をみながら人が操縦桿を握る必要はないという考えである。

・これまでのコンピュータは、決められた通りの手続きに従って、計算することは得意であった。大量のデータを高速で処理することができる。その能力はますます上がっている。処理の手続きが明確で、それを人によって事前にすべて決めることができるのであれば、あえて AI は必要としない。AI は、人が事前に決められない事態を自ら学んで経験を積み上げて

本レポートは、独自の視点から書いており、基本的に会社側の立場に立つものではない。本レポートは、投資家の当該企業に対する理解促進をサポートすることを目的としており、投資の推奨、勧誘、助言を与えるものではない。内容については、担当アナリストが全責任を持つが、投資家の投資判断については一切関知しない。本レポートは上記作成者の見解を述べたもので、許可無く使用してはならない。

いく。その学習モデルの構築方法が、ディープラーニング（Deep Learning、深層学習）といわれる。

・DL（ディープラーニング）の前提は、データが大量にあることである。データを通して機械（コンピュータ）が自ら学んでいく。ディープとは階層がいくつもあることで、そこを通してデータの処理がなされていく。入力データから何らかの規則性やパターンを抽出し、そこから、判断するための学習モデルが作られていく。

・オンラインショッピングの購買者属性の特定やそのグルーピング、手書き文字や顔認証のような画像認識、自然言語による音声認識など、入力データを学習モデルに入れて、判別処理をして、何らかの妥当な出力(答え)を得る。こうしたニーズは多様にありえる。

・DL は人の脳のニューラルネットワークをイメージしたアルゴリズム（計算手順）を用いている。脳にある①神経細胞（ニューロン）とそれをつなぐ②軸索（樹状突起、アクソン）、その端の③接合部位（シナプス）に対して、DL では①ノード（層の値）、②エッジ（重み）、③活性化関数をそれぞれ用いてモデル化する。

・入力と出力の関係がはっきりしている模範データ（教師データ、訓練データ）を用いて、学習モデルにおけるつながりのエッジ（重み）の最適化を図っていく、これが上手いくと、AI の判断能力が大きく上がってくる。層をいくつも通しながら、1) 入力データの局所の特徴を浮き立たせたり、2) そうでもない変化の精度を下げたり、3) ある時は層を少なくして、情報を圧縮したり、4) 入力情報が固定の長さではなく、文字や音声のように可変の長さに対応できるようにしたり、といろいろ工夫する。それによって、アルゴリズムのモデルが違ってくる。

・DL では、情報抽出の方法については人が事前に決めるが、実際のデータからどのような学習モデルが作られていくかは、データに任せる。モデルの最適化は、エッジ（重み）の決め方にあり、その方法は、入力データに対して出力データが出てきた時、模範データ（正解）との差ができるだけ小さくなるように、重みを計算していく。

・実際には、ノード（各層にある特徴を形成するファクター）の数が多すぎると、最適化は難しくなる。そこで、最初の計算の時には一定のノードを無視して、ノードの数を少なくし、次第に精度を上げていく。

・勉強をする時、教科書を1ページ目から丹念に学んでいくか。試験問題の設定と答えを見本レポートは、独自の視点から書いており、基本的に会社側の立場に立つものではない。本レポートは、投資家の当該企業に対する理解促進をサポートすることを目的としており、投資の推奨、勧誘、助言を与えるものではない。内容については、担当アナリストが全責任を持つが、投資家の投資判断については一切関知しない。本レポートは上記作成者の見解を述べたもので、許可無く使用してはならない。

て、答えから設問を学び、その設問に相当する教科書の場所に戻って勉強する、というようなやり方ともいえよう。

・これは、ある意味で正解のある模範データがある場合である。世の中には模範データがはっきりしないことも多い。その場合でも、学習モデルをいかに構築し、判断の精度を上げていくかが問われる。

・DL が応用できる分野はどんどん広がっていきこう。その判断の精度も上がってこよう。人がデータ分析を通して判断するよりも、確かなケースが増えてこよう。人が判断するよりは速くて正確なら、それはAIに任せた方がよい。それが制御機能(アクチュエータ)を持ったロボットに内蔵されるならば、ロボットに任せた方がよい。

・人はどうするのか。筆者なら、AIやロボットの研究開発をやりたい。また、人にできて、AIにはできない分野もまだまだありそうである。仕事や生活が、AIやロボットで楽になる。仕事を奪われるという心配をするよりも、よりクリエイティブな新しい仕事が生まれてくるとポジティブに考えたい。投資家としては、AIを活用して新しい付加価値を創り出す企業に大いに期待したいものである。

うつ病を血液検査で調べる～大学発ベンチャーのユニークなコラボ IR

・昨年12月に(株)慶應イノベーション・イニシアティブ(KII)が設立された。慶大では学内の知的資産を活かして、ベンチャー企業の創造に積極的に取り組み、既に13社の慶大発ベンチャーに投資し、3社が上場を果たした。この動きをさらに加速するように今回KII(出資比率：慶應学術事業会80%、野村ホールディングス20%)を設立した。

・上場3社、ブイキューブ(コード3681、時価総額185億円)、ヒューマン・メタボローム・テクノロジーズ(同6090、同65億円)、サンバイオ(同4592、同781億円)のうち、HMT(ヒューマン・メタボローム・テクノロジーズ)にフォーカスしたIRセミナーが今年2月末に催された。

・慶大は15年前に、山形県鶴岡市に先端生命科学研究所(IAB)を設立した。当時の富塚鶴岡市長の強い要請とその支援に応じて、慶大157年の歴史において初めて首都圏以外にキャンパスを設置した。

・そのリーダーが富田勝教授(IAB所長、医学博士・工学博士)である。米国で10年研究
本レポートは、独自の視点から書いており、基本的に会社側の立場に立つものではない。本レポートは、投資家の当該企業に対する理解促進をサポートすることを目的としており、投資の推奨、勧誘、助言を与えるものではない。内容については、担当アナリストが全責任を持つが、投資家の投資判断については一切関知しない。本レポートは上記作成者の見解を述べたもので、許可無く使用してはならない。

を続けていたが、42歳の時に鶴岡市に一から研究所を作る役割を担った。

・コラボセミナーの第1部は、富田教授によるIABの紹介と、そこでいかにHMTが生まれたかの思いを熱く語った。富田教授は、地方の格下感をなくすことに全力投球した。世界トップクラスの研究を行い、その成果を発信し、一流の人材を育てれば、都市に対抗することが十分できると決意した。

・メタボロームとは、動物や植物が創り出す低分子の化学物質(アミノ酸、脂肪酸、糖など)で、この代謝物質群(メタボローム)を一度にまとめて測定してしまうメタボローム解析技術を開発した。今でいうビックデータの解析である。測定のプロである曾我朋義氏(慶大教授)を外からスカウトして、二人三脚で世界トップのR&D拠点に作り上げた。

・メタボロームとは2000年に作った造語である、と富田教授はいう。その5年後に、国際メタボローム学会ができ、第1回の学会は鶴岡市で開かれた。血液のメタボローム解析で肝臓の状態が分かる。血液からうつ病の状況が分かる。唾液のメタボローム解析でがんが分かる。農業では、だだちゃ豆がなぜ美味しいのか、地酒を美味しくするにはどうするのかなど、いろんなことが分かってくる。

・なぜ鶴岡市でそれができたのか。当時の市長の腹がすわっており、市と県が10数年で100億円の投資をしてくれた。それに応えるには成果を活かして仕事を作り出すことしかない。エキサイティングな仕事を作って、人材を集結させた。また、鶴岡市(人口13万人)の1万人の血液をメタボローム解析して観察している。

・唾液については、サリバテックという会社を作った。その代謝マップを作って変化を見る。乳がん、大腸がん、すい臓がんの早期発見が可能になるという。メタジェンという会社では腸内細菌のバランスをとる。そのために、健康な人の便を移植して腸内細菌の調整を行うという。こうした新興ベンチャーが次々と生まれている。

・第2部は、HMTの機関投資家向け会社説明会であった。HMTは2年前に上場した。上場後に株は急騰し、一時5000円台をつけたことがあったが、その後は低迷し、現在は900円前後である。

・HMTはメタボロームに特化し、その解析を行うと同時に、バイオマーカー(診断)の事業を大きく伸ばそうとしている。うつ病にはバイオマーカーがなかった。その診断を定量的行うという点で、うつ病にフォーカスしている。うつ病の患者は国内で100万人、世界で3億人

本レポートは、独自の視点から書いており、基本的に会社側の立場に立つものではない。本レポートは、投資家の当該企業に対する理解促進をサポートすることを目的としており、投資の推奨、勧誘、助言を与えるものではない。内容については、担当アナリストが全責任を持つが、投資家の投資判断については一切関知しない。本レポートは上記作成者の見解を述べたもので、許可無く使用してはならない。

ほどのいる。治療薬はあるが、診断を行うには問診しかない。そこでメタボローム解析を通して血液検査を行い、PEA が低いとうつ病である、という独自の知見を応用することにした。

・PEA(リン酸エタノールアミン)は、気分や食欲に関する脳内代謝物質で、これが低下するとうつ病になり、これを上げると完治する。治療から予防へ広げることできるので、極めて有望である。この特許は日、米、中で申請・取得、シスメックスと共同開発を行っており、2016年度中にR&D用の試薬を出す予定である。

・夢が現実になりつつある。株式市場では、1) 発明・発見がすごいとそれだけで理想買いが入る。いわゆる材料株である。次に、2) それが現実のものとなり事業化できるという時点で、将来への期待を膨らます。第3フェーズは、3) それが事業として実際に収益貢献してくる局面である。その収益貢献が想定を上回ってくると、株価は新値をつけてくることにもなる。HMTは、現在第3フェーズの入り口にいるとみることができよう。

・大学発ベンチャーが、ローカルから世界に向けて挑戦している。HMTの菅野社長は、メタボロームで鶴岡に奇跡を起こしたい、と夢を描いている。第1ステップの上場は果たした。第2ステップは、富田教授がノーベル賞をとることである。そして、第3ステップは、鶴岡市がこの分野の世界的クラスター拠点になって、ボストンへの直行便が飛ぶようになることであるという。ボストンは世界のR&D拠点であるから、そこと直接結びつくような存在になりたいという意味である。HMTの今後の展開に注目したい。

エムスリーの3次元経営～ビジネスモデルの変容

・エムスリー(M3、コード2413、時価総額1.19兆円)は医療業界でリーダーシップを発揮し、新しい付加価値を創造している。業績は躍進を遂げている。成長株の代表なので、投資家はいつ成長に陰りが出るかということをもっと気にする。しかし、新しい価値創造を続けるために、ビジネスモデルの変容を内在化させようとしているので、今のところ陰りは見えない。

・ベンチャー企業は1つの商品や1つのサービスで一世を風靡しても、それがずっと続くわけではない。提供する商品サービスの競争力を保持する形で広げ、マーケットもローカルから全国へ、そしてグローバルへと伸ばしていくことが求められる。この商品サービスと市場を軸とする2次元で成長を遂げよう、というのが普通の企業の姿であろう。

・ここにもう1次元を加えることができるか。つまり、ビジネスモデルにおける価値創造の本レポートは、独自の視点から書いており、基本的に会社側の立場に立つものではない。本レポートは、投資家の当該企業に対する理解促進をサポートすることを目的としており、投資の推奨、勧誘、助言を与えるものではない。内容については、担当アナリストが全責任を持つが、投資家の投資判断については一切関知しない。本レポートは上記作成者の見解を述べたもので、許可無く使用してはならない。

仕組みの高度化である。M3 はそれを実践している。一般論としていえば、1) 商品サービスを提供して、何らかのフィー（手数料）を貰うレベル、2) その商品サービスが本当に役立ったのであれば、その成果に見合って成功報酬を受け取るレベル、3) さらに、商品サービスを提供する先に直接投資して、オーナーシップを握り、自社の経営資源とのシナジーを活かして、新しい価値を丸ごと創り出すというレベルである。

・①商品サービスの多様化、②マーケットのグローバル化、③ビジネスモデルのハイアラーキー化(階層化)、によって、成長の限界を突破しようというのが、M3 の基本戦略である。KPI は利益率 30%である。1) 提供しようとする商品サービス、2) マーケティングする市場セグメント、3) 価値を生むドライバーであるビジネスモデルが、本当にユニークであれば売上高営業利益率で 30%は出せるはずである。

・もし出ないとすれば真にユニークではない可能性があり、そういうビジネスはやらない、と谷村格代表取締役は明言する。しかも、その付加価値の創出について、1) フィービジネスを 10 とすると、2) 成功報酬ビジネスは 50、3) オーナーシップ保有ビジネスは 100 のリターンを生み出す、とみている。

・ヘルスケアのネットサービスにおいて、最初の 10 年は「MR 君」に代表されるように、人界戦術型の医薬品メーカーの MR(医薬情報担当者)を、ネットに代替させるビジネスで急成長を遂げた。MR 君を通して日本のほとんどのドクターと繋がりを築いたので、次のフェーズとして、それをベースに医薬品の臨床検査（治験）に参入した。後発ながら M&A を活かして、あっという間に業界トップクラスに申し上がった。

・しかも、治験が早い。つまり、新薬の治験のデータが圧倒的に早く集まる。欧米のグローバルな医薬品メーカーから、日本の治験は遅いとみられていたが、海外よりも早く進む事例が出始めている。データが早く集まり、しかもスピードが上がれば、治験の枠も増えるので、生産性はより高まる。治験の利益率は、買収前の企業では 10%もいかなかったものが、今では 20%に高まり、次は 30%を目指すことができよう。

・医師や薬剤師のキャリア(転職)ビジネスも急性長している。ここに登録すると、とにかくレスポンスが早い。すぐに転職の候補が返ってくる。どのくらい早いか。ネットに情報を載せると、数分でレスポンスするという。この早さがコネクションを深めるコツで、ここから全国のネットワークを活用して転職先を提案していく。

・M3 のドクターのネットワークは世界に広がっている。日本では 25 万人と、ほとんどの医

本レポートは、独自の視点から書いており、基本的に会社側の立場に立つものではない。本レポートは、投資家の当該企業に対する理解促進をサポートすることを目的としており、投資の推奨、勧誘、助言を与えるものではない。内容については、担当アナリストが全責任を持つが、投資家の投資判断については一切関知しない。本レポートは上記作成者の見解を述べたもので、許可無く使用してはならない。

者と繋がり、圧倒的である。米国、英国、韓国でもドクターの70~80%は抑えた。中国へは2013年に参入して、はや150万人が加入、全国の医師の6割を占めるに至っている。

・世界合計では既に350万人がM3のネットワークに加入している。この繋がり、グローバルにみて断トツトップである。このネットワークを活かして、各々の国の実情に合わせながら、ビジネスを次々に拡大しようとしている。

・M3は現在第2期の成長期にある。第1期はネットビジネスであったが、第2期はネットのプラットフォームを活かしながら、事業のオペレーション(運営)を所有し、展開している。治験でいえば、CRA(臨床開発モニター)を実際に抱えて、治験のe化を推進している。

・そして、第3の成長路線の離陸を目指して、「シーズロケット事業」を開始した。従来から谷村社長はヘルスケア分野のPE(プライベートエクイティ)投資を行うと言っていたが、マイナー投資ではなく、マジョリティを持つことを実践している。つまり、自社の経営ノウハウをフルに活用することで、新しいベンチャー型事業分野の経営をリードして、一気に成功に持ち込もうという作戦である。

・その第1号案件が、メドテックハート社への投資である。この企業は大学発ベンチャーで、磁気浮上遠心タイプの体外式補助人工心臓の実用化を目指している。従来は回転軸があったので、血液が固まらないように2時間ごとに軸部品を交換する必要があった。この機器は磁気で浮かすので、連続して2カ月ほど使える。この会社の株式を85%所有した。

・こうした新事業のパイプラインを5本、10本と増やしていく方針である。M3が入ることで、事業化のコストが安くなり、その期間も圧倒的に早くなって、成功の確率が高まる。そういう事業に厳選して投資する意向である。

・こうした3次元のビジネスモデルを創りながら、中期的に売上高1000億円(2016年3月期646億円)、営業利益300~400億円(同200億円)を目指していくことになる。M3とは、①Medicine(医療)、②Media(メディア)、③Metamorphosis(変容)の3つのMを意味する。まさにM3のビジネスモデルの変容に投資したい。

・機関投資家向け決算説明会で、目先の決算と来期の見通しだけでなく、価値創造の仕組みであるビジネスモデルの進化についてきちんと説明している。その説得力は高く評価できよう。

本レポートは、独自の視点から書いており、基本的に会社側の立場に立つものではない。本レポートは、投資家の当該企業に対する理解促進をサポートすることを目的としており、投資の推奨、勧誘、助言を与えるものではない。内容については、担当アナリストが全責任を持つが、投資家の投資判断については一切関知しない。本レポートは上記作成者の見解を述べたもので、許可無く使用してはならない。

三越伊勢丹ホールディングスのトランスフォーメーション～百貨店市場縮小の中で

・個人的には、日本橋の三越をよく利用しているが、新宿三丁目の伊勢丹にはあまりなじみがなかった。3月の個人投資家説明会で、大西洋社長の話を聴いて、早速二人で出かけてみた。若い、ファッションブルでセンスを感じる。いつもここに来ようと会話が弾んだ。

・百貨店業界の市場は縮小している。業界の年間売上高は1991年の9.7兆円をピークに、2015年は6.2兆円まで減少した。これは1980年頃の規模である。全国の店舗数も99年の311店から238店にまで、継続的に減っている。

・2000年以降、百貨店の再編が続き、そごう・西武百貨店はセブン&アイの傘下へ、松坂屋・大丸はJ・フロントリテイリングへ、阪神・阪急百貨店はエイチ・ツー・オーリテイリングへ、そして三越伊勢丹ホールディングスが誕生した。

・全国の百貨店の店舗(238店)は、その7~8割が赤字とみられる。普通の百貨店では儲からなくなっている。それでも地方のオーナーは不動産事業で百貨店の赤字をカバーしている。その地域の顔でもあるので、赤字だからといって簡単に止められない。百貨店が亡くなると、地域がもっと衰退してしまうかもしれない。しかし、赤字事業をずっと続けるわけにもいかない。いずれ閉店に追い込まれるかもしれない。その時期が次々とやってこよう。

・三越は340年の伝統を有する。伊勢丹も130年を迎えた。上得意客の「お帳場」に代表されるように、お客と向かい合う三越と、他社に真似できないファッション提案力を磨いてきた伊勢丹が、2008年に経営統合した。その後、業績は順調に向上し、2016年3月期は売上高1.31兆円、営業利益370億円を見込んでいる。

・現在進行中の3カ年計画では、2019年3月期に営業利益500億円、ROEで5.5~6.0%を目指している。引き続き収益力の向上が課題で、自社所有のビル(不動産)に対して、百貨店の利益が十分でなく、ここをどう高めていくかが問われている。

・2014年度の売上構成をみると、国内百貨店83%、海外百貨店7%、小売専門店4%、不動産3%、金融3%と、百貨店のウエイトが圧倒的に高い。そのうち、伊勢丹新宿本店は年間売上高2584億円、年間入店客数2500万人(入店客数当たり売上高1.0万円/人)、1店当たりの売上高は世界でNo.1である。

・一方、三越日本橋本店は、年間売上高1655億円、年間入店客数1400万人(同1.2万円/人)

本レポートは、独自の視点から書いており、基本的に会社側の立場に立つものではない。本レポートは、投資家の当該企業に対する理解促進をサポートすることを目的としており、投資の推奨、勧誘、助言を与えるものではない。内容については、担当アナリストが全責任を持つが、投資家の投資判断については一切関知しない。本レポートは上記作成者の見解を述べたもので、許可無く使用してはならない。

人)である。また、三越銀座店は、同 744 億円、同 2000 万人 (同 0.4 万円/人) である。

・伊勢丹新宿はファッションミュージアムとしてのリモデルを実行し、成果を上げている。三越日本橋は、2016 年～2017 年度で大規模なリニューアルに挑戦し、新たなカルチャーリゾートを目指す。三越銀座は市中免税店をこの 1 月にオープンして、外国人向けグローバルストアとして売上高の大幅アップを狙っている。

・大型百貨店ではない中小型の専門店については、現在の 101 店を 2018 年度に 180 店へ、将来は 200～300 店への拡大しようとしている。地域密着型、化粧品特化型、空港ターミナル型、セレクトストア型など、特色を出していく。

・サプライチェーンでは、卸機能を減らして、企画・開発などモノ作りへの関与度を高め、SPA (製造小売業) 型へシフトしていく。婦人靴のナンバートゥウエンティワン、日本の衣食住の価値を提供するジャパンセンスイズ、デジタル試着室など、工夫を一段と凝らしていく。

・大西社長 (60 歳) は、売上高の 9 割を占める百貨店の一本足打法から、将来は、百貨店以外の売上比率を 4 割に高めたいと考えている。2020 年に向けて 9 : 1 を 6 : 4 へ、新規分野の拡大を志向している。ブライダル事業、レストラン・カフェ事業など周辺多角化にもさらに力を入れていく方針だ。

・当社の E コマースはまだ売上高の 1% で、世の中の 10% からみて低い。海外もかつてはアジアの成長にのったが、現状では苦しい面もある。事業構造の転換 (トランスフォーメーション) にはやるべきことが多いといえよう。

・それを担う人材に対しては、販売員 (スタイリスト) が十分接客できるように、営業時間を短縮したり、定休日を増やしたりしている。優秀なスタイリストを全国的に表彰するエバグリーン制度も充実させている。若手を登用する仕組みの活用も実践している。

・大西社長は東京マラソンを 4 年連続で完走した。自ら走り続けることの証でもある。これまで個人投資家説明会はほとんど行ってこなかったというが、今回 300 人を前にした説明会は、社長の個性が発揮されて、有意義であった。何を訴えていくか。さらに改善の余地はあるが、これからも継続的に力を入れてほしい。三越伊勢丹ホールディングスのトランスフォーメーションに注目したい。

本レポートは、独自の視点から書いており、基本的に会社側の立場に立つものではない。本レポートは、投資家の当該企業に対する理解促進をサポートすることを目的としており、投資の推奨、勧誘、助言を与えるものではない。内容については、担当アナリストが全責任を持つが、投資家の投資判断については一切関知しない。本レポートは上記作成者の見解を述べたもので、許可無く使用してはならない。

鈴木行生（すずきゆきお）

(株)日本ベル投資研究所 代表取締役 首席アナリスト



(略歴)

会津若松出身。東京理科大学院修士課程修了

75年(株)野村総合研究所入社、自動車、重工機械、鉄鋼、国際商品市況、合繊、小売り・サービス、金融などの産業を担当、東京、大阪、パリでの企業アナリストを経て、96年取締役企業調査部長

97年野村證券(株)取締役金融研究所長、2000年野村アセットマネジメント(株)常務執行役員調査本部長

05年野村ホールディングス(株)取締役

07年社団法人日本証券アナリスト協会会長

10年7月(株)日本ベル投資研究所を設立し、アナリスト(Independent Research Analyst)として活動中

株式会社システナ(東証1部、情報通信システム開発)独立社外取締役

いちごグループホールディングス株式会社(東証1部、総合不動産サービス)独立社外取締役

日本IR(インベスターズリレーションズ)学会副会長

日本証券アナリスト協会検定会員(CMA)

(個別レポート)

「アナリストからみた統合報告書への期待と課題」、青山アカウンティング・レビュー、2015年第5号(10月)

「稼ぐ力はどこまで高まるか～ROEを超えて求めるもの」、トーマツ「会計情報」、Deloitte、2015年7月号

「持続的成長に向けて～企業価値創造のリターンを求めて」、トーマツ「会計情報」、Deloitte、2014年7月号

「日本経済の再生～日本企業の成長戦略に求められるもの～」、トーマツ「会計情報」、Deloitte、2013年7月号

「真の価値創造を目指して～投資家から見た企業価値評価」(花堂靖仁、高橋治彦編著「近未来の企業経営の諸相—2025年—」の16章、中央経済社、2012年3月)。

(株)日本ベル投資研究所(ペルトーケン)ホームページ www.belletk.com

本レポートは、独自の視点から書いており、基本的に会社側の立場に立つものではない。本レポートは、投資家の当該企業に対する理解促進をサポートすることを目的としており、投資の推奨、勧誘、助言を与えるものではない。内容については、担当アナリストが全責任を持つが、投資家の投資判断については一切関知しない。本レポートは上記作成者の見解を述べたもので、許可無く使用してはならない。