

ベル投資環境レポート

中長期投資の基軸 ～協創している企業に投資～

2017年6月24日

鈴木行生

目 次	
1. 政治経済の揺れと変化の行方	ナンス
➤ 景気よさをどうみるか～平時と有事を視野へ	➤ 統合報告をいかに書き下ろすか～読み手のアナリストからみて
➤ アジアの未来～4つの視点	➤ プロの人材育成～あなたの会社はプロを育てていますか
➤ IoHからIoTへ～FTとAIの活用	3. 中長期で会社を見る
➤ 資産運用ビジネスの見直し～森金融庁長官の苦言	➤ オムロンの中期計画とアナリストの反応
➤ 個人投資家にとって大事なこと	➤ 丸井グループの共創経営～ビジネスモデルのイノベーション
2. 投資家との協創	➤ 資金調達工夫～ADワークスのライツ・オフアリング活用
➤ 見えない資産をいかに見抜くか～「価値協創ガイド」の活用	
➤ 海外から見た日本のコーポレートガバ	

1. 政治経済の揺れと変化の行方

景気よさをどうみるか～平時と有事を視野へ

・決算短信で最も大切なのは、業績の実績と会社側予想である。一方、最も無味乾燥なのが、コメント欄（経営成績の概況）の冒頭にある景気の現況についてのマクロ経済の内容である。説明の枕詞として定型文のように入れているが、ほとんど独自性はない。

・どうすればよいのか。1つは、すべてとってしまうことである。もう1つは、わが社の業績に本当にクリティカルな影響を与えるマクロ経済の動きについて、自社のビジネスに結

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。

びつけて語ることである。まさにコネクティビティ(つながり)が問われる。

・今 2018 年 3 月期の業績を見る時に、マクロ経済はどのように影響してくるのか。その前提として、主要国の GDP をどうみるか、為替はいくらを前提にするか、原油価格はどの程度とするかなど、知りたい要素は多々ある。

・企業サイドはマイルドなコンセンサスをイメージしながら、保守的な前提を是認する形で見通しを立てる。後は、為替が 1 円動いたらいくらの影響が出るか、といったシミュレーションに基づくセンチビティ(感度分析)を説明に用いる。

・街に出て景気のよしあしを議論すると、人々の印象は何をみているかによってかなり異なる。中小企業の店舗では、売上げが伸びていないので、ずっと不況が続いているという。それは自分の店だけなのか、まわりもそうなのか。

・サラリーパーソン(勤労者)は自分の給料やボーナスが増えるか減るかがとても気になる。グローバルに活動している企業にとっては、日本よりも海外の売上比率が高いことも多いので、そうなるとう米やアジア新興国の政治経済の方がはるかに影響してくる。

・日本の株式市場から景気をみる場合にも注意を要しよう。株価=利益×成長性であるから、まずは利益がどのくらい増えるか減るかが第一の関心事となる。次のその利益が中長期的にどのくらい伸びるかに期待が集まるので、成長戦略の行方を見極めたいとなる。

・ところが、この成長戦略の見極めがなかなか難しい。そうすると、足元の業績が今見込んでいるものより、よくなるのか悪くなるのか、といった短期的なところにばかり目がいってしまう。足元が分からずして将来など分かるはずもないとして、この 1 年の業績を最も重視する投資家は多い。

・日本の GDP をみると製造業のウエイトは 2 割にすぎないが、株式市場では 5 割を占める。しかも、輸出から現地生産にシフトしたといっても、円/ドルレートや円/ユーロレートの変動がかなり影響する。つまり、円高になると業績は落ち込み、円安になると利益が増える構図である。

・米国の金融政策によって、ドルが動くとき、それにつれて日本の株価も変動する。円高は株安、円安は株高というパターンで連動する。米国の利上げが緩やかに今年 2 回はありうる一方で、日本では現在の金融緩和政策が続くとみられる。日米金利差が開くことへの期待を織

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。

りこむ形で、円安が進行するというのが1つの有力な見方である。そうなれば、株価は日経平均で2万円台から次を目指すことになるだろう。

・一方で、北朝鮮のリスクはどのように考えておけばよいか。韓国の株式市場は新高値圏にあり、今のところ何の心配もしていないようだ。文在寅^{ムンジェイン}が選出されて動き出した。米国の株式市場も堅調である。もし米国が直接関わる有事であれば、その不安が高まるにつれ、株安、原油高、ドル安というパターンになるだろう。

・野村証券の木下チーフエコノミストの資料によると、91年のイラクのクウェート侵攻、2001年の対テロアフガン空爆、2003年のイラク戦争の場合、一旦有事が始まってしまうと、その収束を織り込むという動きがはっきり出た。つまり戦争は米国優位が明らかなので、短期で終わるという見方であった。

・北朝鮮の場合はどうであろうか。朝鮮半島は、第2次世界大戦後の東西分裂がまだ続いている。ソ連邦が崩れ、東西ドイツが統合した時は、その過程で大きな戦争が起きたわけではない。しかし、民族紛争は次々と起きている。では、北朝鮮が内部崩壊するだろうか。

・現状で、米国サイドからイラク戦争のようにしかけるのはかなり難しい。北朝鮮がぎりぎり追いつめられて、彼らの方から何らかの紛争をしかけ、それを防衛するという形で一気に叩くということになるのだろうか。韓国の文新大統領は緊張緩和に効果を上げるのだろうか。

・もし、本格的な戦争に向かうとすれば、中国がカギを握る。かつての日米開戦のように数年も続くのであろうか。長引くと同一民族での戦闘は激しいものとなり、米軍基地のある日本も相当巻き込まれる。日本を守るための戦いも必要になる。中国がいる限り、韓国寄りの統合というわけにはいかない。

・いずれにしても、紛争がスタートする前はかなり緊張と不安が高まり、勃発後もマーケットは混乱しよう。この時はドル安、円安という展開になるだろう。当然、原油高、株安である。日本に人的被害が出る可能性もあり、防衛のあり方を抜本的に見直すことが急務となるだろう。

・こうしたリスクは当面杞憂であり、平時の枠組みが維持されるのであれば、2020年のオリンピック前の2019年まで景況は安定的に拡大しよう。その頃まで米国景気もリード役となるだろう。しかし、トランプ政権の政策のツケが剥げてくる可能性があり、2020年の大統領選挙に向けて、対外的な軋轢が増す展開も想定される。

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。

・一旦有事になるとマーケットはリスクオフになる。日本から遠いシリアや東欧、アフリカであれば、円高という動きであろうが、日本に近いアジアや日本が直接関わる有事となれば、事態は一変する。そのリスクが従来に比べて高まっている。誰もが分かっているが、その準備はこれからである。

・2017～2018年度の平時の景況は順当なものであり、企業の自助努力が評価される相場展開が予想される。一方で、何らかの有事が発生することも想定しておくべきであろう。企業においては、BCP(非常時の事業継続計画)を見直し、緊急時の撤退プランも実践ベースで立てておく必要がある。

・投資家としては、有事も視野に入れてポートフォリオの見直しを機動的に検討する必要があるだろう。冷静にみつめれば、有事でマーケットが混乱した時にチャンスあり、という余裕も持っておきたい。

アジアの未来～4つの視点

・6月に日経主催の「アジアの未来」というフォーラム開かれた。直接聞いた中で、今後の投資戦略を考える上で参考にしたい点について、いくつか取り上げたい。

・タイのスリン・ピッサワン氏(アセアン前事務局長)は、アジアはグローバル化で発展してきたと主張する。ところが、先進国からグローバル化反対論が出て、多国間プラットフォームの再考が求められている。その中で、貿易だけでなく、資本や技術についても協力することで、アジアはさらに発展できると語る。

・グローバル化が所得格差をもたらしたという論調があるが、このリンクは小さい、と木村福成教授(慶大)は分析する。1%の人が高所得を得ているという現象は、米英では起きているが、日独では起きていない。とりわけ、日本での格差は、若者と高齢者の分配格差にあり、グローバル化とは関係ない。

・グローバル化の問題は産業調整にある。産業構造が変化し、企業のビジネスモデルが変わっていく。労働者にとっても、雇用の代替が起きる。かつて米国ではレイオフされても、次の職探しは容易であったが、それがラストベルトのような地域では簡単にいかない。

・産業調整に労働調整がついていかないことが本質で、ここのバランスをいかにとるかが課題である、と木村教授は指摘する。日本をみると、50人以上雇用している企業で、総体と本レポートは、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。

して雇用は減っていない。企業内で雇用をシフトさせて対応している。これが日本の特徴である。

・アジアのグローバル化は、バリューチェーンのつながりとみることができる。インフラができると、国も地域も発展する。非関税障壁を減らすと、インドや中国のような大国はもちろん、周辺国も分業の中で発展していく。

・これに対して、米国のトランプ政権はどのような意味をもつか。保護主義を主張し、2国間での公平性を追求しようとしている。しかし、2国間での貿易交渉は摩擦が大きくなりがちで、反アメリカ色が顕在化してこよう。トランプ大統領が孤立するのではないかという見方も有力である。

・インドはRCEP(東アジア地域包括経済連携)を重視している。RCEPは今年末には合意に至るのではないかという動きである。インドはまだ世界経済発展のバリューチェーンに入っていない。国民のスキルが低いのも事実であるが、もっと成長できるはずであると、ラジェシュ・チャダ氏(インド応用経済研究所シニアフェロー)は話す。RCEPが1つの軸として動き出すと、欧米を置いていくことになる。これでよいのかというのが次なる課題となろう。

・マハティール氏(マレーシア元首相)は、これまで世界のリーダーは米国であり、米国に依存する面が強かった。だが、米国は自国第一で進むという。貿易の枠組みもこれまでは米国中心であったが、これからは米国抜きで平等なしくみを作っていくべしと主張する。

・一方で、中国はどうするのか。中国は大国であり、貿易相手国として重要である。この巨大な市場を除外することはできないので、中国とはしかるべく関係を作っていく必要がある。反グローバル化の中で、中国の一带一路をどう考えるか。シルクロードをベースに、住んでいる地域で経済圏を作り、一緒に発展しようとしている。近隣国を結ぶためのインフラを作っていく。

・いかに結びつけるかがカギで、ここに協力のメカニズムをきちんとルール化していく。中国の一带一路は、中国が利益を独占するのではないか、というのは全く誤解であると、リー・シャンヤン氏(李向陽、中国社会科学院世界戦略研究院院長)は強調する。

・中国はこれからも成長していく。日本も一带一路に条件付きながら協力すると安倍首相は述べた。中国企業はこれから巨大になり、高度化する時代がくる。その時、中国は軍事力ではなく、経済面での古いルールを変えてくるはずである、とマハティール氏はみている。

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。

・アセアンはどのようにするのか。今のところ中国は軍事力をちらつかせている。中国の出方はよくみることがあるが、戦争でものごとは解決しない。中国のリーダーは話せば分かるはずである、とマハティール氏はいうが本当だろうか。

・もう1つの課題として、アジアにも本格的なテロが入ろうとしている。フィリピンのミンダナオ島では、ドゥテルテ大統領がIS(イスラムテロ国家)の拠点作りとの戦いを本格化させている。インドネシアやマレーシアでも火種はある。

・セキュリティ(安全保障)のための戦いは必要であるが、テロの本質、テロの憎しみとは何かについて、精神的な戦争と捉え考える必要があるとマハティール氏は示唆する。

・人口17億人を有する南アジアが、グローバル成長スポットとして脚光を浴びるという見方は本物であろうか。モノづくりという観点で、インド及び周辺国が注目されている。パキスタン、バングラデシュ、スリランカ、ネパール、ブータン、モルディブなどがその地域である。

・GDPが7%で伸びており、労働力も豊富であるが、貧困も多く、栄養不足が2.8億人に達する。南アジア域内での貿易は少なく、市場としての統合は全く進んでいない。これからチャンスはありという見方と同時に、宗教的対立もありなかなか難しいともいえる。互いの国の信頼関係は築かれておらず、テロ、人身売買、関税障壁などが歴然とある。社会インフラは全く不足しており、FDI(海外直接投資)もほとんど入っていない。

・それでも、バングラデシュは発展している。2021年には貧困国から脱出したいと、目標を掲げている。港も、発電所も、道路も鉄道も足りない。そこで全国に100の特区を作って、投資(FDI)を呼び込もうとしている。日本特区、中国特区を作る方向である。

・低開発国や発展途上国は、1)変な独裁者が搾取をしない、2)戦争をしないで平和を保つ、ということができれば、3)社会インフラ作りの援助が得られる、4)貿易に参加できればグローバルチェーンの中で、発展の機会が得られる。そうなれば、どの国も間違いなく成長できる。南アジアが成長を加速する可能性は確かにある。

・道路も水力発電所も鉄道も、一国を跨いでいく。いくつかの国で共同利用するというのが条件であり、地域の融和が必要である。中国の一带一路もそうであるが、インフラの連携は不可欠である。

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。

・近隣国はどの地域でもすぐに仲が悪くなるし、摩擦や紛争が絶えない。協調や信頼関係を確立し、維持するのが難しい。ここをどう乗り越えるか。ひとえにトップ首脳のコミュニケーションしかない、というのが一致した見方である。対立があっても、会って話ができれば、前に進むことはできるという考えである。

・アジアの安全保障はどうであろうか。世界は不安定化している。テロと難民が広がっている。秩序を保とうとする力がぶつかり合っており、その不均衡を意図的に利用しようとする行為は世の常で現在も跋扈している。

・北朝鮮とは、どの国もまともな話ができない。中世の御領主様のような独裁国になってしまった。レッドラインを越えれば、とんでもない暴発が起きるので、どの国もそこまでは追い詰めない。とすれば、手の打ちようがない。中国と米国が一定の話し合いを継続する中で、暴発を防ぐように収めていくしかない。

・中国は北朝鮮をコントロールできないが、そこそこ押さえることはできる。南沙諸島への進出も力でゴリ押ししてくるわけではない。大国としての覇権はいずれ手に入るのだから、ゆっくり進むという見方も有力である。中国は南シナ海での行動規範について、今年末までにアセアンと交渉をまとめるという。

・米国はトランプよりも強い。トランプ大統領は国内に弱い。トランプがどんな政策をとろうとしても、一定の歯止めが働き、米国の継続性は保たれるという見方がある。日本は北朝鮮の核武装に対しては、どのように手を打っていくのか。今までの枠組みでは決め手を欠く。いかに遅らせるかというのが精一杯かもしれない。

・こうした観点を踏まえて、今後の投資環境として、1)北朝鮮をいかに押さえこむか、2)中国、韓国とはどこまで未来志向になれるか、3)アセアンの発展は引き続き有望か、4)南アジアのポテンシャルは広がりを見せるか、という4点に注目したい。

IoH から IoT へ～FT と AI の活用

・フィンテック (FinTech、FT) や AI (人工知能) で儲かる銘柄は何か。誰でも知りたところである。デジタルトランスフォーメーション (DT) の新しい時代が始まっている。ヒトのコミュニケーションを便利にしたインターネット (IoH) からモノやコトのコミュニケーション (IoT) へ、通信が大きく広がっていく。

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。

・DTのコアテクノロジーは、IoT、BD、AI などにある。IoT でモノやコトの情報（データ）をどんどん集める。その情報は BD（ビッグデータ）となるが、データを集めてもそのままでは宝の持ち腐れになりかねない。データをどう処理して活用するのか。

・従来はヒトが処理のプログラムを全て決めて、コンピュータに計算させていたが、データの特徴を抽出して、自ら学習するディープラーニング（DL）という手法が AI の分野で大きく発展してきた。

・一方で、ブロックチェーン（BC）という技術が普及しつつある。ビットコイン（仮想通貨）は、BC の技術を応用しており画期的であるが、BC の応用はビットコインに留まらず、さまざまな産業分野に広がりつつある。

・BC とは、取引データをブロックごとにまとめて、それをチェーン（鎖）状に繋げて記録していくことを意味する。ブロックごとに承認し、BC に参加する人々の間で、同じ台帳に記録し管理する。データを分散管理するが、全体はまとまっている。

・分散して保存するのでコストが安い。分散して管理しているので、障害に強く、安全である。ブロックごとに多くの人に関わっているため、データの一部に侵入して改ざんしてもすぐにはばれる。よって、データ改ざんが困難で、使う人々に安心してもらえる。このような、低コスト、安全、安心というメリットがある。

・最も重要なことは、取引データをすべて正確に記録できる。お金（コインや紙幣）は、何ら裏付けはないが、みんなが信用しているので、売買取引の時に便利に使える。しかし、通常は誰がどのように使ったかは記録されていない。

・今のビットコインも、取引データを直接利用しているわけではないが、信用が保証され、送金に便利である。いちいちその国の通貨に交換しなくても使えるという利便性が認められ、早く、安く使えることが普及を促進している。

・エバーレジャー（Everledger）社の C.Schibetta 氏は、BC が現在のダイヤモンド取引から、次は美術品や保険に広がるだろうと話した。（CARF 主催「2016 フィンテック研究フォーラム」にて）BC の基本技術は、所有権の系譜（provenance）がすべてわかることにある。ラグジュアリー商品において、契約、認証、証明書などの履歴がすべてわかるようにできれば、その価値に対する信用力は大きく高まる。

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。

・偽物ではない、不正取引でない、盗品ではない、不当な価格ではない、というようなことがわかるようになる。紛失した時の保険にしても、履歴が分かれば保証もしやすく、紛失品を公のマーケットで取引することはできなくなる。詐欺やサイバーリスクにも強い。

・エバーレジャー社はBCを使って、ダイヤモンドの価値をトラッキング(追跡)することをビジネスにしている。BCによって、①データの修正や改ざんが出来ない、②複数の人々はその正当性を証明することになる、③データがリアルタイムに共有できるのでスピードが圧倒的に速い。取引情報がひも付なので、すべてトラッキングできる。ダイヤモンドの鑑定・認証からスタートして、次はジュエリー、芸術品に拡大しようとしている。

・別の分野をみると、例えば、ブルームバーグでは、機械学習(ML)の中で、自然言語処理(NLP)に力を入れている。まず英語で手掛けて、スペイン語や中国語に広げようとしている。テキストを抽出して、つなげたり(リンキング)、センチメントを判断したり(中立、ポジティブ、ネガティブを学習させて確率でカテゴライズ)、トピックを分類したりしている。また、短文のニュースの生成や、銘柄ごとの自動ニュースの作成も行っている。

・検索でグーグルが登場し、SNSでフェイスブックが生まれ、eコマースでアマゾンが台頭した。SBI大学院の藤原洋副学長は、1980年代以降に生まれた30代以下の若者は、デジタルネイティブという新世代で、彼らは既存の金融機関よりもITネットワーク企業への親和性が高いと指摘する。

・フィンテックはBCを使うことで、金融仲介機能がいらなくなり、偽装も難しくなるので、安全性、利便性は圧倒的に高くなる。但し、将来、量子コンピュータができてくると、この安全ネットワークも破られる可能性があるので、注意を要するとも警告する。

・BCの活用に当たっては、誰でも参加できるパブリック型(unpermissioned)と、特定の人々にしか参加できないプライベート型(permissioned)がある。金融ではビットコインは一定の役割は果たすとしても、パブリック型では、速い、安い、安全の3つを大規模に揃えることは難しい。そこで、日本のメガバンクは許可型のプライベートコインに力を入れている。

・一方、次世代の移動通信システムである5Gモバイルは、2020年ごろから本格化してくる。そうすると、超高速、低遅延、多接続が飛躍的なレベルで実現するので、IoTやBDの活用が一段と進み、AIやFTの応用分野も大きく広がってくる。

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。

・SBI 大学院金融研究所の藤田勉所長は、1) 楽天はフィンテック分野ならアマゾンに対応できるかもしれない、2) 自動運転において、トヨタはグーグルに差別化できるかもしれない、3) 既存の金融機関はこのままでは生き残っていけないが、オープンイノベーションにはチャンスがある、4) いずれにおいても金融と IT の融合が要である、と指摘する。

・AI 革命において、日本株ではキーエンス、村田製作所、日本電産に注目せよ、というのでは新鮮味がない。これらの企業は一段と伸びる可能性を有しており、将来とも有望である。しかし、今着目したいのは、新しい企業の台頭である。

・まずは 10 銘柄のポートフォリオ作りを考えたい。IoT、BD、AI などのデジタルトランスフォーメーション (DT) を担う新世代企業を探し、入れ替えていくことで投資を面白くしたいものである。

資産運用ビジネスの見直し～森金融庁長官の苦言

・森金融庁長官の金融業界に対する憤りは一段と激しさを増しているように感じた。4月に開催された日本証券アナリスト協会の国際セミナーにおいて、森長官は基調講演を行った。テーマは「日本の資産運用業界への期待」、その論旨は正論であり、あるべき姿を求めている。いくつかの論点を取り上げてみたい。

・森長官の主張は、“金融機関よ、顧客本位の業務をやるべし”という一点にある。そして、顧客には“成功体験を”とも強調する。現状については、資産運用 (アセットマネジメント、AM) 業界は生産者の論理で商品やサービスを提供しており、そこから脱却できていないとみている。

・積立 NISA が来年から始まる予定であり、長期積立ての税制メリットは大きい。金融庁では、それに値する商品を選定する方向であるが、その状況が興味深い。

・日本で販売されている公募株式投信は 5406 本もあるが、そのうちインデックス型株式投信は 381 本、ここから長期投資に合ったものを一定の基準で選ぶと、残ったものは 50 本であった。全体の 13%である。

・長期投資に合致するという観点で、1) 複利が重要なので毎月分配型は除き、2) レバレッジのかかった投信を除き、3) 信託期間が短いものも除いて、4) ノーロードで信託報酬が一定率以下のものに限る、という条件でスクリーニングした。

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。

・では、アクティブ投信はどうか。日本で10年以上存続している日本株アクティブ投信は281本。過去10年の平均リターンは、信託報酬控除後で年率+1.4%であった。同じ期間の日経平均が年率+3%であったから、インデックスに負けている。

・しかも、全体の3分の1は、リターンがマイナスであった。悲しいことに、チャールズ・エリスのいう“敗者のゲーム”を体現している。

・2707本あるアクティブ型投信のうち、1)設定以来、3分の2以上の期間において資金流入となっており、2)ノーロードで信託報酬が一定率以下という条件を満たすものは、何と5本のみであった。全体の0.2%である。資金流入があるというのは一定の評価を受けているということであり、資金の流出が続くようなファンドは長期積立てに向かない。

・米国はどうか。同じ基準で比較すると、積立NISAの基準を満たしているものが、1)米国では残高トップ10の株式投信のうち8本もあった。これに対して、2)日本では1本もなく、上位30までみた時、29位に1本あるだけであった。

・マーケット環境の違いや投資家の成熟度といった違いもあるだろうが、森長官は何よりも投信の販売姿勢を問題にしている。つまり、“顧客本位”でない商品が作られ、売られてきたからではないか、と主張する。

・なぜか。日本の運用会社は販売会社（証券会社や銀行）の系列になっている。投信運用額の82%がそうした系列の運用会社によって占められている。系列の運用会社は販売会社が売り易く、手数料を稼ぎやすい商品を作っているのではないか、という疑念にある。

・つまり、AM会社の独立性に問題があり、フィデューシャリー・デューティ（顧客への忠実義務＝顧客本位の受託者責任）が果たされていないと指摘する。実際、2月末の運用資産上位10本の投信をみると、販売手数料は平均3.1%、信託報酬は1.5%である。このコストは高いとみている。

・金融庁は、すでに「顧客本位の業務運営に関する原則」を公表している。7つの原則から成るが、1)利益相反の適切な管理、2)手数料等の明確化、3)重要な情報の分かりやすい提供など、理屈をいうのではなく、徹底すべしと檄を飛ばす。

・森長官は、例えば1)パッケージ型商品は、債券、投信、保険に分解して別々に購入した時との比較を示せ、2)毎月分配は、複利で運用した時とどのくらい違うかを示せ、3)人気投

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。

信が高値掴みにならないように、そのリスクをわかるように示せ、4)コストについては%だけでなく金額でも示せ、という。

・販売会社が売りにくくなるから、やりたくないと思われることを明示して、分かってもらえるのか、と強調する。つまり、建前ではなく、本当に顧客の立場に立って、商品サービスを作り上げないと、業としての存在意義はなく、国際競争力をつけることはできない。何よりも国民の資産形成に役立たない。

・金融庁としては、見せかけの高くて不味いレストランではなく、安くて美味しいレストランが賑わうように、有名レストランガイドのようなプラットフォームを作り、資産形成を支援していく方針である。

・日本のAM業界は、まだ世界のプロスポーツのような実力本位になっていない。1)運用経験のない人が親会社からAMの社長になったり、2)プロのポートフォリオマネジャー、ファンドマネジャーである前に、サラリーパーソン的なマインドで業務を行ったりすることは許されないとみている。

・顧客本位の業務運営は、インベストメントチェーン全体に革新を起こす。小手先の対応は許さず、二流は淘汰されてしかるべき、という強固な姿勢で政策運営に当たっていく。単に形だけなのか、本物を求めて魂を入れていくのか、AM会社の力量が問われている。

・新しい組織を作るのには、数年を要しよう。それが組織能力として実力を発揮するには10年がかりとなる。日本のAM業界のトラックレコードが問われている。経験豊富なベテラン長期投資家であるなら、まずは積立NISAのスタートに当たって、若者に声をかけ、支援をしてほしい。

個人投資家にとって大事なこと

・5月に、7回目の義援金セミナーに参加した。2011年の東日本大震災で被災された方々を応援しようという趣旨である。株式セミナーに参加して頂き、1口3000円の募金をお願いした。参加者は株式投資に関心のある個人投資家である。

・パネラーとして、何を話したか。自分が実践している「個人投資家として大事なこと」についていくつか取り上げてみたい。

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。

・第1は、日本株のポートフォリオを自分で作ろう、という点である。10銘柄のポートフォリオを自分で作ることを一から考える。いいと思う個別株にバラバラ投資するのではなく、2年くらいかけて自分がよいと思う企業の株を等金額で買って行く。

・2000円の株を100株買うとすると20万円、これを10銘柄だから200万円となる。まず買いたい会社を選んで行く。次に、その会社を安く買うのがコツである。しかし、いずれもそう簡単ではない。

・自分が納得できるよい会社を1社ずつ選んで行く。次に、マーケットが下がって皆が弱気になっている時に買う。ベストのタイミングは中々選べないのだから、自分なりにここぞと思った時に動けばよい。

・私の場合、1つのポートフォリオは8銘柄で構成されており、その中にはエムスリーや東祥が入っている。このポートフォリオは2年で20%強上昇している。もう1つのポートフォリオは10銘柄で作っており、かつて自分が働いていたNRI(野村総合研究所)が入っている。2つ目のポートフォリオのパフォーマンスは5年で40%近く上がっている。

・投資を本格的にスタートさせるには日本株がよい。会社の中身がよく理解できる日本の株式から始めないと、納得がいかないからである。何をやっている会社か、経営者は信頼できるか、利益が伸びる会社かなど、身の回りからイメージできて、情報がそれなりに得られる会社がよい。

・今の独立リサーチ会社を設立し、アナリスト活動を始めて6年ほど経つ。現在、15社のアナリストレポートを書いている。累計で20社ほど書いてきたが、5社は卒業している。他社に買収されたり、大きく成長して多くのアナリストがカバーするようになったり、社長が交代してフォローする必要がなくなった会社である。それらのレポートはやめている。

・6年間で1社ずつレポートを書き加えてきたが、それぞれ1回目のレポートを書いた時の株価をスタート台とし、15社に100万円ずつ等金額で投資したとすると、このポートフォリオは2.8倍の4200万円になっている。

・企業評価はA(十分よい)、B(ほぼよい)、C(今一歩)でレーティングしている。15社のうちAの会社は5社で、株価は平均5.9倍となっている。Bの会社は7社で3.8倍となり、Cの会社は3社で1.2倍である。Aの会社でも昨年公開した会社のパフォーマンスはまだ上がっていない。これからであろう。Bの会社でも、1社は0.8倍と2割ほど下がっている。

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。

・しかし、平均してみると、パフォーマンスのよさは、A、B、Cの順である。つまり、よい会社と判断をした株価パフォーマンスが相対的によい。Cのパフォーマンスはよくないので、AとBから10社のポートフォリオを作っていけばよいといえよう。

・エムスリー、東祥、NRIなどは、将来利益が2倍、3倍に伸びそうである。当然株価も同じように動くものと期待され、有望である。エムスリーやNRIは大型株で、東祥はまだ中小型株である。

・A、B、Cはどのように評価するのか。大型株と中小型株では評価の視点は少し異なる。この点について、中小型企業の場合、企業のよさを、①経営力、②成長力、③パフォーマンスのリスクマネジメント力、の3軸から判断する。一方、大型企業の場合は、この3つに、④持続力としてのESGを加える。

・小さい企業の場合、ESG（環境、社会、ガバナンス）を重視するといっても、それを別建ての軸にするよりは、経営力、成長力、リスクマネジメント力に包含されているとみた方が簡便である。一方、大企業になるとESGの重みが増してくるので、分けて評価していく。

・経営力では、何といても経営者のビジョンやリーダーシップがカギを握る。成長力では、イノベーションを活かした新しい仕組み作りによるマーケット開拓が重要である。リスクマネジメントは、会社の業績が想定外にドスンと落ち込まないように、いかに手を打っているかが問われる。

・ESGは今最も注目されているが、これを株価評価に使うといっても、ピンとこないかもしれない。しかし、日本でもコーポレートガバナンス改革が、日本企業の収益力向上の要であると位置付けられ、制度改革が急ピッチで進んできた。

・ガバナンス改革で、中長期の利益が本当に増えるのか。その答えは、それぞれの企業がガバナンス改革にどれだけ魂を入れているかに依存する。形だけなのか、社長が真剣なのか。本気で取り組めば、企業価値の向上に結びつくことはほぼ間違いない。

・これらの4つの軸に沿って、企業を評点していく。それをA、B、Cと、3つのクラスに分けていく。大事なことは、誰か他人がやったものをそのまま鵜呑みにしないことである。自分でやってみることが最も大事である。何度も実践して、感度を上げていく。そうすると、自分なりの見方が固まって、身に付いてくる。

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。

・特別の能力がなくても、誰でもできるようになる。定着すると、意外に使い勝手がよい。3つか4つの視点(軸)に分けて企業をよく見ていくと、企業の善し悪しが次第にわかってくる。分析とは比較と予測にある。いろいろな企業を同じ視点でみる。しかも将来を見て、1年経つごとにそれを振り返っていくと、良さ悪さがはっきりしてくるのである。

・こうしたやり方で、日本株について、ある程度経験を積んで行く。その上で、海外に視野を広げたい。しかし、海外について、日本と同じようにいかない。とすれば、投資信託を活用するのが有力な方策であろう。今度は上場会社ではなく、投信というファンドを会社と見立てて評点していく。

・いいファンドと思ったら少し買って見て、その中身をよく見ていく。よさそうなら買い増せばよいし、今一つならやめればよい。私の場合は、グローバルゲノムやウォーターファンドのようなテーマ型投信や、アジア各国のカントリーファンドなど、8ファンドに投資してきた。5年で約30%のリターンという水準である。

・いずれのポートフォリオにおいても、現時点で大儲けではないが、一定のリターンは出ている。大損はしておらず、本人としては納得している。自分にとっての満足度基準は満たしているといえよう。

・今後とも、個人投資家の方々が、中長期投資の視点で成功体験を積み上げられるように、アナリスト活動を継続し、奮励貢献したい。

2. 投資家との協創

見えない資産をいかに見抜くか〜「価値協創ガイダンス」の活用

・伊藤レポートの第2弾ともいえるべき「価値協創ガイダンス」が、5月末にMETIより公表された。この「価値協創のための統合的開示・対話ガイダンス〜ESG・非財務情報開示と無形資産投資」をどのように活用するか。

・企業にとっては、中長期的な企業価値を高めるための戦略的投資のあり方の参考にしてほしいという。投資家にとっては、長期的な視野から企業を評価する方法の参考になるとみている。そして、両者にとって、企業の情報開示と投資家との対話のあり方という観点で、そのガイダンス(指針)になることを意図している。

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。

・無形資産への投資や ESG への取り組みは、企業にとって単なる費用なのか。本来的に投資ではないのか。こうした点を含めて、無形資産に対する対話が不足しているのではないのか。建設的対話が十分できていないのではないのか、という問題意識から出発している。

・ガイダンスの基本的な枠組みは 6 項目からなる。①価値観、②ビジネスモデル、③持続可能性・成長性、④戦略、⑤成果・重要な成果指標、⑥ガバナンスである。これだけみると、ピンとこないかもしれない。つまり、中身とつながりをよく知る必要がある。

・価値観とは、企業理念やビジョンのことで、これらが自社の進むべき方向やそのための戦略を決める時の判断軸になるという。確かにこの軸が定まっていないと、いきなり時価総額 1 兆円の会社になりたい、といわれても投資家は困惑するだけである。

・ビジネスモデル (BM) は企業価値創造の仕組みである。故に、ここを最もよく知りたい。企業は頑健な BM を創り上げるべく努力し、投資家に分かってもらう必要がある。ところが、これができていないことが多い。投資家は BM について自分では分かったつもりでも、その理解が投資家によってかなり違ったりする。BM に共通の理解を持たないと、将来の目指すべき方向について十分な議論ができない。

・BM の持続可能性を ESG でとらえ、成長性のリスクについても十分検討していく必要がある。それを踏まえて、目指すべき BM を創り上げるために、どのような戦略をとるのか。そこでは競争優位を作り出す経営資源や無形資産の強化策について立案実行する。同時に、事業ポートフォリオを最適化する方策についても決めていく。

・企業を支える 6 つの資本として、1) 金融資本 (ファイナンス)、2) 知的資本 (R&D)、3) 人的資本 (人材)、4) 製造資本 (設備)、5) 自然資本 (環境)、6) 社会資本 (ステークホルダー) をあげ、とりわけ無形資本に対する投資に注目している。単なる費用としてのコストではなく、投資であると位置付けている。投資こそが新たな価値を生み出すという考え方である。

・これら 6 項目はバリューチェーンのつながりの中で認識されるべきだが、よく吟味しないと、各項目がバラバラになってしまい、全体のつながりが腹に入っていない。それでは上手くまとまらない。もしこのレポートを読んで、言っていることは分かるけど、抽象論の建前ではないかと感じたら、全体のつながりについてもう一度考える必要があるだろう。ここでの枠組みにとらわれずに、自分なりの整理で再考してもよい。

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。

・では、本レポートで、1) 何が新しいのか、2) どう活かすのか、3) ハードルは何か、について、いくつか取り上げてみる。レポートを読んだだけなので、理解不十分なところがあるかもしれない、という前提付である。

・何が新しいかという観点では、BM の設計図にフォーカスした点に注目したい。現状の BM1 に対して、将来の求める BM2 やあるべき BM2 を明確に描けという。この BM2 が十分描けていない企業が多い。BM における価値創造のドライバー（成長、供給、マージン、内部・外部）をはっきりさせよと強調する。

・また、それを実現するための戦略について、無形資産への投資を明示し、そこに重要な成果指標を入れることを求めている。無形資産では、人的、知的（R&D、IT、ブランド、組織作り）、ESG（SDGs への取り組み）を具体的に検討すべきであると提言する。

・では、どう活かすか。コアは BM 作りにあるので、全体のフレームワークを統合的に伝え、投資家と議論することであろう。無形資産にフォーカスした戦略遂行について、ぜひ独自の KPI を示してほしい。それを軸に対話が弾むことになろう。

・ハードルは何か。BM1 を BM2 へ持っていこうとする戦略は、ともすると上手くいかない。上手くいかないことが普通かもしれない。ここをどう乗り越えるか。できそうもないことをやりきるには、トップマネジメントの力量はもちろん、現場の社員、ステークホルダーに至るまで、BM の革新に対して自律的活動がビルトインされていることである。これが組織能力となっている企業は強い。米国の 3M が 1 つの事例であるが、日本企業の多くはまだそこまで至っていない。

・ESG に取り組む戦略をどう評価するのか。ESG は、1) 超過収益の源泉か、2) 中長期的なリスクマネジメントか、という論点にどう応えるか。ここは立場によって意見が分かれようが、過去にも似たような議論があった。

・かつて公害問題が騒がれた時、公害対策はコストか、リスクマネジメントか、会社の価値そのものを高めるものか、という議論があった。今日の価値基準でいえば、環境対応にしっかり取り組み、そこで先進的であることは企業価値にとって明らかにプラスであろう。

・CSR の初期にも同じような議論があった。CSR はコストか、リスクマネジメントか、企業の本業そのものか、という議論である。今までも、リスクマネジメントであるという見方は強いが、CSR を本業と位置付けた会社はあったし、あるべき方向であった。

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。

・ESGはどうであろうか。時間軸が長くなるほど、価値創造におけるESGの重みは増す。やはり、資本コストを下げるリスクマネジメントというよりは、企業価値の向上を通して超過収益の源泉にもなりうるという見方を取りたい。

・投資家はどうか。企業評価にあたって、筆者は価値創造のBMを最も重視し、それをESGインテグレーションの観点から評価するレーティング方式(ベルレーティング法)をとっている。

・最近、三井住友信託銀行や日本生命といった機関投資家からESGを含めた企業評価方法について話をきいた。いずれもDCFによるバリュエーションとは別に、企業価値創造の仕組みをいくつかの軸にそって定性的に評価し、それを3段階や5段階でレーティングして定量化する方法を実行している。

・それを企業のバリュエーションに上手く結びつけようとしている。しっかり実行できれば、運用パフォーマンスは上がってくるはずなので、大いに注目される。今回の「価値協創ガイド」を実践的に使いこなし、対話のレベルアップを通して、企業と投資家の双方が互いにパフォーマンスの向上に成功することを期待したい。

海外から見た日本のコーポレートガバナンス

・英国の運用機関ベイリーギフォード(Baillie Gifford)の話を聴く機会があった。ここはエジンバラに本拠地をおく世界的にも有力な長期機関投資家である。その中で、コーポレートガバナンスを統括しているマリアンヌ ハーパー ゴウ氏の意見は興味深い。注目すべきいくつかの論点を取り上げてみたい。

・ベイリーギフォードは1908年創業の資産運用会社で、パートナーシップ制をとっている。41人のパートナーで会社を所有しており、AUM(運用資金)は20兆円、9割がグローバル株式である。社員は1000名、このうちファンドマネジャー、アナリストが100人、コーポレートガバナンスチームが10人で、マリアンヌ氏はガバナンスチームのリーダーである。

・運用会社として、M&Aをしたことはなく、内部成長を基本とする。人材も新卒から自社で育成している。短期業績を気にせず、リーマンショック時でもリストラは行っていない。株式運用は長期のボトムアップ方式で、経営陣の評価を最も重視している。ESGもこの観点からみており、昔から企業とのエンゲージメント(対話)を実践してきた。

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。

・最も大事なことは、コーポレートガバナンス(CG)が企業文化にまで結びついているかどうかにあると主張する。カルチャーは人によって作られる。なかでも、価値観、社外取締役、モチベーション、時間軸がとりわけ重視される。

・スチュワードシップ(SS)活動は、企業に対する深い洞察につながる。SS という考え方自体は新しいものでなく、‘注意深く管理することを託す’倫理観や道徳観に基づく。運用の世界ではこの10数年で広まってきた。英国、日本をはじめ各国でスチュワードシップコード(SSC)が作られてきた。米国でも作成されている。

・日本のCG改革やSS原則の実践は、この2年でかなり進捗したが、まだ回り道をしていると指摘する。コーポレートガバナンスコード(CGC)は1つのきっかけであり、コンプライ or エクスプレインも1つのフレームワークである。CGCを踏まえて、その実践が問われるが、時間がかかりすぎているという。

・CGCのエクスプレインは単なる言い訳ではない。自社のフィソロフィーを語って、理解を求める行動である。日本のCG改革はいい方向に進んでいるが、まだピッチが遅い。企業文化として定着させるには、マインドセットと変え、CG改革の定性評価を行い、役員とのトレーニングにも力を入れていく必要がある。経営陣全員が、あるべきCGについて体得すべきである。

・かつて、英国でも社外取締役は楽な仕事で、経営者の友だちレベルという時期もあった。しかし、今や専門的で責任を伴う役割を担っており、尊敬される仕事となっている。その点でみると、日本では、プロのCFO、プロのIR担当者、プロの社外取締役が少なく、役員ダイバーシティが全く不十分であると指摘する。

・質の改善が求められる。形だけのコンプライよりも真剣にエクスプレインすべし、社外取締役の質の改善を図るべし、そして、ガバナンス報告書の改善を行うべし、と強調する。また、アセットオーナー(AO)、アセットマネジャー(AM)のガバナンス改革も、日本においては急がれる。

・一方で、日本の相談役は役割が不明なので、社内には残らず、社外で貢献すべきであると進言する。元社長が相談役で残るのをエクスプレインでもよいが、本来的には社内に残らない方がよい。必ず何らかの権力が残るからである。それでは新たな経営改革が出来ない。

・CGCやSSCの制定や見直しは世界各国で進んでいる。由来や背景は異なるとしても、コーポレートガバナンス改革は、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。

ドの中身については類似性が高まっている。米国でも2年前までは、われ関せずというスタンスであったが、ここに来てCGのコモンセンス、SSのフレームワークができていく。米国も本格的に動き出した。

・SSCにおいて、英国で取り入れられているコレクティブアクション(集団的エンゲージメント)は、株主がまとまってCEOを交代させようという極端なものではないと説明する。個々の株主と個別に対話するよりは、まとまった方が時間の効率がよい。また、株主の意見を1つにまとめるという面でも効果がある。英国で実際に議論になるのは、報酬のあり方が中心であると指摘する。

・カルチャーという点では、日本の労働市場にみられる終身雇用的なフレキシビリティの低さは弊害である。働き手がかたがたダイナミックに仕事を選べるようになった方が、活力が出るという考えだ。執行担当のマネジメントも多様であってよい。社内育ちの同質マネジメントだけでは強さがあるとしても、大きな変革を起こしにくい。

・これらの論点を踏まえて、3つのことを考えておく必要がある。1つは、SSCに基づくエンゲージメント(対話)において、日本のファンドマネジャー、アナリスト、あるいはCG担当の運用者も、長期の企業価値向上をめざすマネジメントとはどのようなものかについて、十分に身につけているとはいえない。

・2つ目は、トップマネジメント経験者が相談役で会社に残るのではなく、社外取締役の役割を担うべしというのはその通りであるが、今求められる新しい経営ではなく、昔ながらの経験を持ち込まれても、それは通用しない。3つ目は、ESGについてもまだ建前先行である。企業価値創造のプロセスとの結びつきをもっと突き詰める必要がある。

・こうした活動は始まったばかりであり、効果が上がるのには3~5年を要しよう。マリアン氏が指摘するような企業文化にまでCGCやSSCが定着してくるにはさらに時間を要しよう。この局面で決定的な差がついてこよう。本物の新しい企業と新しい運用機関が育ってくることを大いに期待したい。

統合報告をいかに書き下ろすか~読み手のアナリストからみて

・企業の価値創造の仕組みをすばやく知りたい時、統合報告書が最も役に立つはずである。ホームページをみると、さまざまな情報が載っている。それを丹念にみていけば、一定の知見は得られる。しかし、価値創造の仕組みが分かったとは中々ならない。

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。

・会社サイドとしては、それぞれの立場のステークホルダーに、自分の会社のことをよく知ってほしいと思う。その一方で、企業としての「金儲けのしくみ」についてはあまり詳しくはしたくないという気持ちも強い。

・そこで、どうしても自社の商品やサービスの説明に重点をおき、会社の歴史を語り、中期ビジョンを概念的に解説し、中期計画の財務データを羅列することになりがちである。

・確かに一生懸命説明しようとする。しかし、投資家サイドに立つアナリストから見ると、平板な解説を長々と聞きたいわけではない。企業価値創造の仕組みを腹に入れて、分かったという状態になりたいのである。

・では、どうしてほしいか。まずは、統合報告を書き下ろしてほしい。どこかにあった別々の開示資料を寄せ集めて単純に合体しないでほしい。読んだ時に、書き下ろしたか、寄せ集めたかはすぐにわかってしまう。寄せ集めは知識の羅列となるのでまとまりがない。

・大上段にかまえて、価値創造の仕組みを表現してほしい。価値創造の仕組みがビジネスモデル(BM)である。BMとはまさに長期の金儲けの仕組みである。企業価値には経済的価値と社会的価値の双方を含むので、すべてが将来キャッシュフローと結びつくわけではない。

・日本の多くの統合報告書を読むと、このBMの書き下ろしが弱い。ここをしっかりと固めて展開しないと、統合報告の訴求力が焦点ボケになってしまう。

・企業は事業領域の広さによっていくつものBMを有しているが、ここでは単純化して1つのBMを取り上げる。現在のBMをBM1とすると、そのBM1が輝いている企業もあれば、色あせている企業もある。BMが常に盤石という企業はほとんどない。

・BM1を次のBM2へ変革していく必要がある。つまり、次に目指すBMについて構想を練り、あるべき価値創造の仕組みを設計する。当然、あるべき論だけの、ないものねだりではしかたがない。

・現在のBM1には、さまざまなキャピタル(資本)が使われている。有形、無形のキャピタル(アセット:資産)について、そのコンテンツを見定める必要がある。キャピタルを財務的なパフォーマンスと直接結びつけようとしても、ほとんどの場合無理がある。

・例えば、コーポレートガバナンス(CG)をよくしたら、企業の稼ぐ力(1つの指標としての本レポートは、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。

ROE) が上がるのか。これを一次関数的に結び付けようとしても、そんなことはできない。

・BM1 を形作る重要なキャピタルについて、しっかりと意味付けることが重要である。次に、将来作り上げたい BM2 を明確にして、それを達成するための戦略を語ってほしい。

・BM2 にも当然コアとなるキャピタルが必要であり、それを作り込んでいく必要がある。BM2 を実現するための方策が戦略であり、そこには抽象論ではない、独自の具体策が求められる。そのストーリーを知りたい。

・重要なキャピタルが、BM2 へどう構築されていくか。それがどのように結びついているか。そのマテリアリティ(重要性)とコネクティビティ(つながり)を、BM2 の実態に即して語るべきである。

・さもないと、BM2 の漠然とした姿に対して、いくつかの方向から解説しているだけになってしまう。それでは戦略性が欠けて、単なる目標の細分化に陥ってしまう。こうしたケースはよくみられる。

・BM2 を語る時には、外部の経営環境についてどのように認識しているかに関して、意見を述べる必要がある。自社が攻める新しい事業領域の成長機会とリスクについて論じることが求められる。その中で、BM2 がいかに強いものとなるかを強調してほしい。

・新たないくつものキャピタル(マルチキャピタル)を使うので、そのリソースの調達、配分についても知りたい。人材、知財、組織作りは必須である。BM2 を動かすイネーブラー(実現のカギ)、人々を動かすインセンティブ、制約となるバリアについて、どのように取り組んでいくのか。

・BM1 から BM2 へ変革する時のコア戦略については、そのアウトカム(結果)を明示してほしい。1) 新たなキャピタルとなる無形資産のアウトカムを定量的に示す必要がある。2) もし定量的に表示できない場合は、定性的な判断を入れて何らかの定量化(評点)を行うことが望ましい。

・それらのアウトカムを通して、BM2 の動きが分かり、最終的には財務パフォーマンスとして表れてくる。これが企業価値創造の仕組みに対する筆者の基本的な考え方である。

・統合報告は、会社サイドが書き下ろすベーシックレポート(深い分析レポート)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。

これが投資価値判断の重要な材料として対話(エンゲージメント)の基礎を形成することになる。

・一方、アナリストは、投資家の目線で、企業の価値創造プロセスを解明していく。1)企業の特徴、2)企業の強み、3)将来ビジョンと計画、4)実現に向けた戦略の実効性、5)新たなBM作りを支える経営力、イノベーション、リスクマネジメント、ESGについて、マテリアリティとコネクティビティを踏まえて、大胆かつ論理的に分析し予測する。

・企業価値の評価に当たっては、1)会社の善し悪し(企業レーティング)と2)株価の割高割安(バリュエーション)は明確に分けて判断する。こうすることによって、長期的な企業価値評価が身近なものとなり、対話も円滑に進もう。

・ぜひ、読み手としてのアナリストや投資家が対話の質を上げられるように、すべての上場企業において、わが社オリジナルな統合報告の書き下ろしに取り組んでほしい。それを継続することによって、価値創造の仕組みそのものが洗練され、魅力的なものとなってこよう。

プロの人材育成～あなたの会社はプロを育てていますか

・自らがリードする組織やチームの成果を上げようとする時、人材はどのように育成し活用していくのか。有能でポテンシャルのある人材こそ、チームの外に出して活躍の場を広げていくべし、というのが筆者の考えである。

・これに対して、別の人から言われた指摘が印象深い。それでは自分のチームの成果が上がらないではないか、当面の成果に寄与しない人材こそ外に出した方がよい、と。ここは意見の分かれるところであろう。

・自分が新しいことに挑戦していくには、今やっている仕事のうち、自分でなくてもできる仕事は新しい人材に教えて任せた方がよい。そうすると、若手は責任を持った仕事を分担でき、実力を養え、自分は新しい仕事に振り向ける時間が増えてくる。

・自分はプロであり、今の仕事を誰にも渡さないとすると、まわりの人材は育たない。自分もマンネリに陥って、惰性で仕事をするようになるかもしれない。

・一方で、日本の従来型人事異動は、社内でいろんな仕事を経験しながら、次第に適材適所を探していくというものである。いやな上司がいても2~3年我慢すれば、どちらかが移っ

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。

ていく。社内人脈が養われるので、どこに回されても仕事を上手くやる人が出てくる。そういう人が偉くなっていくことも多い。

・しかし、別の会社に転職して、自分のやりたいことを進めようとする、専門性が問われる。あなたは何が専門ですかと聞かれた時に、私は何年入社で、この部署でこんな仕事をしてきたと答える人が多い。誰もあなたの経歴を聞いているのではない。あなたは今どんな仕事の専門性を持って、何ができるのかを問われているのである。

・企業が求めているのは、専門性である。それはどこで磨くのか。大学や専門学校で一定の基礎を身につけた人もいる。会社に入ってから、オン・ザ・ジョブトレーニングと実践で、専門性を高める人もいる。しかし、一定の年限を経ても、自分の専門性を売りにできない人は、どの会社でもかなり多い。

・自分の専門性が売りにできないうちに転職しても、それはうまくいかない。多少の経験があるといっても、新しい組織に入った時に、その会社にいる社内人脈に長けた人には敵わないからである。

・では、一定の専門性を身に付けた人が新しい会社に転職したとして、その会社のカルチャーが社内人脈優先型であったら、自分の実力が組織の中で十分発揮できずに、フラストレーションがたまり、居場所がないと感じてしまうかもしれない。

・かつて、社内で通用する人がジェネラリスト、社外でも通用する人がスペシャリストといわれたが、実は正反対であるという見方も有力である。社内ではしか通用しない人は、その会社の中でのスペシャリストであって、別の会社に移っても人脈がないから仕事ができない。一方で、どの会社に行っても通用するというのは、会社を越えたジェネラリストであり、それはプロとしての能力を備えていることになる。

・どの会社でも、専門としての業務知識は必要である。業界（セクター）共通のナレッジも重要であろう。しかし、今最も問われているのは、企業としての新しい価値を作り出す個性のあるビジネスモデル（BM）である。

・価値創造の仕組みである BM は、人材を中心とする組織能力によって支えられている。トップマネジメントの経営力、新しいイノベーションを創り出す開発力、独自の組織能力を支える ESG（サステナビリティ）、業績を確固たるものにするリスクマネジメントの作り込みなどが鍵を握る。

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。

・どの組織にもイノベーターは必要であり、従来型組織に馴染まない異能タイプはいるものである。しかし、そういう人材を活かそうとすると、摩擦を伴う。手間がかかり、何倍もの労力が必要となるので、普通はつまはじきにされ、外へ出されてしまう。

・一方、イノベーターを許容するだけでは、組織は強くならない。組織で働く人々がそれぞれ自らの専門性を養い、役割や機能としての能力を発揮することが求められる。どの会社も、ここに力を入れようと努力しているが、それがうまくいっていないことも多い。

・少子高齢化社会に入って、人材は取り合いになっているが、今や大学の新卒は短大並みである。実際には2年くらいしか学んでおらず、自分なりに何かを追求するという訓練が身につけていない状態で就職先を探す。まさに潜在能力の青田買いであろう。理工系はマスターに行くのが当たり前なので、それで専門性を少し身につけたといえる。

・30代、40代の女性が再び社会に出ようとした時に、その専門性が同じように問われる。時給1000円の仕事というだけでは、今や人は採りにくい。仕事の内容と働く仕組みを大きく変えていかざるを得ない。

・50代、60代のシニア世代の人材をいかに活用するか。ここでも専門性が問われる。何をやってきたかという経験ではなく、これができるというプロの能力が求められる。どんな仕事でも20年、30年働いてきたのであれば、実はプロとしての力量はかなり養われているはずであるが、その能力に気付いていない場合も多い。

・人には、得意なことと苦手なことがある。腰の重い人は敬遠され、フットワークの軽い人は重宝がられる。威張る人は敬遠され、知ったかぶりして口先だけという人もいる。一方で、時に意見は言いつつ、任されたことをきちんとやり遂げる人は、すぐに信頼を築いていく。

・企業サイドでも、人材を上手く使えない会社は衰退していく。若者、女性、高齢者を単に安く使い倒そうという会社に将来はない。そんなBMが長く続くはずはない。ステークホルダーに早々に愛想をつかされてしまおう。

・投資家として会社をみる時には、①人材が増えている会社がいい会社、②生産性が上がっている会社がいい会社、③プロを育てている会社がいい会社と評価できる。投資家向け説明会に行ったら、社長にあなたの会社はプロの人材を育てていますか、と聞いてみたい。その答えに会社のカルチャーがはっきりと出てこよう。

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。

3. 中長期で会社を見る

オムロンの中期計画とアナリストの反応

・4月27日に、オムロンは2016年度の決算発表と新中期計画の説明会を行った。28日の株価は4665円、前日の5060円から-7.8%の下落となった。その後の株価も戻りも鈍い。これをどう見るか。

・2017年3月期の業績は売上高7942億円（前年度比-4.7%）、営業利益675億円（同+8.5%）、税前利益654億円（同-0.3%）、純利益459億円（同-2.8%）であった。

・この期で終わった3カ年計画では、1) IA（制御機器）の最強化、2) 中国・アジアでの飛躍的成長のための基盤構築、3) 環境に続く、産業、社会生活での新規事業の創出によって、“自走的”な成長構造の確立を目指した。

・会社側の評価としては、①IA事業の成長回帰、②稼ぐ力の着実な向上、③収益を伴った成長を実現する事業構造への転換について、成果が上がったとしている。

・2014年4月に発表した2017年3月期の定量目標は、売上高9000億円以上、売上高粗利率40%以上、営業利益率10%以上、ROIC 13%前後、ROE 13%前後、EPS 290円前後というものであった。

・結果は、売上高7942億円、粗利率39.3%（3年前の2014年3月期38.5%）、営業利益率8.5%（同8.8%）、ROIC 10.3%（同11.3%）、ROE 10.1%（同11.6%）、EPS 215円（同209円）という内容であった。定量目標には届かなかった。業績が最もよかった1年目の2015年3月期にROIC 13.4%、ROE 13.5%と目標をクリアした局面もあった。

・今2018年3月期の会社計画は、売上高8100億円（前年度比+2.0%）、営業利益680億円（同+0.6%）、税前利益655億円（同+0.0%）、純利益485億円（同+5.5%）と、ほぼ横這い圏に留まる。

・今期から始まる新中期計画「VG2.0」では、1) 注力ドメインをFA、ヘルスケア、モビリティ、エネルギーマネジメントに再設定し、事業を最強化する、2) FAにおけるi-Automation、ヘルスケアにおける循環器（血圧計）、呼吸器（ネブライザ）、ペインマネジメント（疼痛管理）などにおけるビジネスモデルを進化させる、3) AIを活用したディープセンシングなど

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。

の技術を磨くために、東京（先進 AI 技術）や米国西海岸（AI アルゴリズム開発）に新たな拠点を設け、コア技術を強化する。これらの3つの戦略を自社だけではなく、4) パートナーと協創することで、質量兼備の地球価値創造企業を目指す。

・4年後となる2021年3月期の定量目標は、売上高1兆円（2017年3月期7942億円）、粗利益率41%以上（同39.3%）、営業利益1000億円（同675億円）、営業利益率10%（同8.5%）、ROIC 10%以上（同10.3%）、ROE 10%以上（同10.1%）、EPS 300円以上（同215円）である。注力ドメインの制御機器とヘルスケアで売上高年率10%成長を図り、全体の粗利率の向上を通して、営業利益でも年率10%の成長を確保する。

・そのために、今後4年間で成長投資（M&Aとアライアンス）1000～2000億円（過去3年では447億円）、R&D費2700億円（同1514億円）、設備投資1600億円（同1007億円）を予定する。前半2年で先行投資しつつ後半2年で成果を上げていくというパターンである。このR&Dに関する先行費用増もあって、今2018年3月期の営業利益は横這いに留まるという計画を組んでいる。

・こうした先行投資がうまく成果に結びつくのだろうか。そこを分析するのがアナリストである。山田社長はトップ分野を一段と強化し、新分野を開拓すると熱く語る。投資家はどうか受け止めるのだろうか。1) 前期の業績はパツとしなかった、2) 今期の会社計画では利益はほとんど伸びず期待はずれである、3) 中期計画も4年先ではどうなるかわからない、4) アナリストは目先期待外れだったので、株価にはネガティブというコメントを出している、5) とりあえず売っておいて、その後の業績がよくなってきたらその時に買おう、という流れかもしれない。

・長期投資家にはどうみえるだろうか。1) 経営者の実行力は一段と充実している。2) 成長分野へのイノベーションは競争優位を高めることができる、3) コーポレートガバナンスは効いており、働き方、環境への取り組みも十分である、4) 業績のリスクマネジメントではもう一段グリップを強化してほしいが、収益力の向上と安定度は高まっている、と判断できる。先行投資の内容と進捗をさらに詳しくフォローしていく必要があろう。

・筆者の企業評価はAである。①経営力、②成長力、③持続力、④リスクマネジメントの4軸から、各3段階（3点、2点、1点）で評価して、A（12～10点）、B（9～7点）、C（6～4点）という3クラスで、オムロンは10点に相当するというのが筆者の判断である。

・4月27日の説明会後のセルサイドアナリストの反応は、1) 説明が不十分でネガティブ
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。

サプライズ、2) 収益力の強化策は評価できるが、株価面では材料不足、3) 増益で待っていたが、横這い予想を出してきたので、もう少し様子をみたい、4) 中長期には期待できるが、短期的な費用増が嫌気される、5) 投資効率がはっきりせずもの足りない、6) 先行投資で低成長局面に入っている、7) 会社計画は保守的でノーサプライズなど、さまざまである。

・おしなべて、短期のモメンタムが株価にマイナスになるという反応で、中長期の会社計画は十分腹落ちしないので、慎重にみておこうというスタンスであるのだろう。

・中長期の企業評価は難しい。株価の上げ下げにフォーカスすると、どうしても短期の業績に目がいき、それが市場コンセンサスに比べて上か下で一喜一憂しがちである。そんなセンチメントに基づく株価反応を当てることが本筋ではない。アナリストは、会社の中長期計画についてもっと深い分析を行うが必要であろう。

・会社サイドとしては、次の統合報告書ができた段階で、内外の機関投資家、個人投資家に統合報告説明会を開いてほしい。中長期的な理解を求めて、対話の工夫を継続していく必要があるだろう。

丸井グループの共創経営～ビジネスモデルのイノベーション

・2016年の統合報告書で、どの企業が優れているか、という議論をした時、丸井グループに関していくつかの論点があった。ビジネスモデルを革新するという計画は画期的であるが、本当に実現できるのか。従来のビジネスの課題は克服できているのか。

・フィンテックの個性は分かるが何が新しいのか。経営者のリーダーシップと組織能力は十分か。資本コストをビルトインした経営は効果を上げるのか。こうした点で意見がわかれ、もう少し実績をみたいということになった。

・投資の視点で見ると、これらの論点が財務データで確認できないと投資しにくい、というのでは投資のタイミングが遅すぎる。一方で、実行するという計画の宣言だけではなかなか信頼をおけない。多くの企業の中期計画は結果として実現しないことが多いからである。

・とすると、もっと中身をよく吟味していく必要がある。そこで、丸井の「共創経営レポート2016」を読んだ上で、昨年12月の共創経営レポート説明会、今年5月の決算説明会、IR DAY（事業中期経営計画説明会）に参加してみた。

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。

・結論からいえば、「その先が知りたい」という期待を持った。投資家ならば、まずは株主となって丸井をフォローし、今後の展開を見極めながら持株のウェイトを高めるかどうかを判断することが妥当であろう。

・共創経営とは、すべてのステークホルダーとともに企業価値を創ることである。顧客・取引先・従業員・地域社会・株主投資家にとって、各々の価値の重なりあう部分（積集合）を、調和をもって拡大する。

・ここがユニークである。日本では、ステークホルダーにとってのそれぞれの価値の合計（和集合）とスタート台にすることが多い。これに対して、丸井は共有部分の価値にフォーカスしている。

・今回の中期5カ年計画で、百貨店型のビジネスモデルからショッピングセンター型(SC型)のビジネスモデルに、小売りの形態をガラッと変えると決めた。そのシンボルが博多マルイで、従来型の店舗に比べて全てを一新した。

・これが上手くいっている。顧客、取引先との共創に取り組み、「SC・定借型」のビジネスモデル(BM)で創り上げた初めての新店である。

・「お客様企画会議」を600回以上催し、延べ1.5万人の顧客が議論に参加した。従来の百貨店型は、1Fは化粧品、2Fにアパレルというのが一般的であったが、SC型では、1Fに飲食、2Fも飲食とした。

・「味の兵四郎」(だし)は、1Fの店舗ならぜひ出店したいと考えた。一方で、顧客の声を取り入れて、だしパックのサイズ、デザインを一新した。共創によって、店舗の配置やパッケージまで新しくした。売れ行きは大幅にアップしている。

・SC型の店作りでは、車イスやベビーカーに優しい広い通路を確保するなど、環境への取り組みも格段に進展させた。顧客と出店する取引先の声を徹底的に反映したのである。

・博多マルイ全体で見ると、アパレルの面積ウェイトは従来タイプの60%から30%に下がり、ライフスタイル型の商品サービスが40%から70%に上がった。

・エポスカード(丸井のクレジットカード)の発行枚数も倍増ペースとなった。店舗の収益性は、売上は増え人件費・償却が減ったので、大幅に改善した。

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。

・カードについては、もともと丸井の本業であるが、キャッシング（小口短期の現金融資）が消費者金融を中心に過払い金で問題となった時期に同じように苦しみ、一時期会社は財務的に極めて厳しい状況に追い込まれた。

・それを乗り越えて、新しいクレジットの仕組みをエポスカードとしてスタートさせ、成功している。小売支援のクレジットカードであるが、自前の IT 開発で、カードの即時発行、若い顧客層への信用調査、リボルビングの高い利用率で、ユニークさを発揮している。

・タブレット端末を利用し、申し込みから発行まで世界最速の 20 分、運転免許証の読み取りで名前・住所の入力が不要、口座登録は印鑑なし、システムによる自動審査など、画期的である。お店のレジで支払いの時、その場で 2000 円の割引が受けられるので、メリットが実感できる。

・これらによって、カードの会員数は 600 万人強と大手クレジット会社の 4 分の 1 の規模であるが、稼働カード 1 枚あたりの利益は 2.5 倍以上を確保している。

・サステナビリティ(持続性)の ESG はどうか。青井社長は創業家ファミリーの 3 代目であるが、その次の経営者作りには 10 年は要する、と岡島社外取締役はいう。そこで、次世代経営者育成プログラムを実際に開始している。

・組織風土について、阿部取締役（マルイファミリー溝口の女性店長）は、いくつもの例をあげた。上司は「育休はいつ」と気軽に聞く。男性の育休取得率は 2 年前の 14%が 60%に上がっており、2020 年には 100%を目指す。

・共創経営にとって重要なテーマを考えていく「中期経営推進会議」では、手を挙げればグループの全社員が参加できるようにした。毎回 1000 名が応募し、選抜メンバーで積極的に対話している。

・中期計画の 1 年目である 2017 年 3 月期は、ROIC（投下資本利益率）が 3.1%と WACC（加重平均資本コスト）の 3.0%を上回った。フィンテック事業の ROIC は 3.9%、小売事業の ROIC は 2.5%であった。一方、負債のコストは 0.2%、株主資本コストは 7.2%なので、加重平均の資本コストは 3.0%となる。ROE は 6.7%であった。

・小売事業の「SC・定借化」は 20%から 62%へアップした。2018 年 3 月期は 84%へ高める予定で順調である。フィンテック事業では、リボ・分割取扱高の伸び率がショッピング取扱高

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。

の伸び率を上回った。分割利用加盟店の拡大が寄与している。新規カード会員数は目標の年80万人に今一步届かず74万人であったが、今後も80万人ペースを目指していく。

・10年後に向けては、①EC化、②モノからコトへの消費、③シェアリングエコノミーの台頭、④少子高齢化、⑤インバウンド需要の拡大、⑥キャッシュレス化、⑦貯蓄から投資へ、⑧低金利時代の終息、を長期トレンドと定め、手を打っていく。

・8番目の低金利時代の終息は、説明会後の懇談で投資家から話題にされ、すぐに取り入れた。対話を経営に活かそうとする青井社長の姿勢は常に意欲的で一貫している。

・フィンテックでは、貯蓄から投資がなかなか実現しないわが国にあって、若者層に強いカード基盤を持つ丸井が、資産形成のサポートに動こうとしている。次にどのような金融サービスを打ち出してくるか、注目したいところである。

・財務ベースでは、営業利益で2017年3月期の313億円（ROIC3.1%）を2021年3月期に500億円以上（同4%以上）に持っていく計画である。その路線に沿って展開することは十分可能であろう。

・かつてのビジネスモデル(BM₀)を、新しいビジネスモデル(BM_N)に革新する、と決めて走っている。その戦略の実行性を1)経営力、2)成長力、3)持続性、4)業績のリスクマネジメントという4つの軸から評価すると、各項目を3段階で評価して、全体として10点というのが筆者の評点である。

・A（12～10点）、B（9～7点）、C（6～4点）というクラス分けでいえば、企業価値創造企業としてAクラスに属すると評価できる。青井社長が企業の質的転換（トランスフォーメーション）をさらにどのように進化させていくか、大いに期待したい。

資金調達の工夫～ADワークスのライツ・オファリング活用

・上場企業が資金調達をする時、公募増資が当たり前の時代があった。企業が成長するには投資のための資金が必要であり、借入だけでは不十分で株式による調達（エクイティ・ファイナンス）が財務バランス上求められた。

・かつてはエクイティ・ファイナンスを発表すると株が上がることも多かったが、今や株は下がってしまう。ファイナンスをするということは成長投資をするはずなので、成長の機会

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。

があることを意味する。投資をすれば、いずれ儲けが拡大する。利益が伸びれば株価も上がるという構図であった。

・今は、本当に投資をするのか。借金を返すのに使ってしまうのではないか。投資をしても、本当に儲かるのか。リスクの高い投資は危ない。エクイティを使うと株数が増える。ひいては自分の今の株式の持分が減ってしまう。将来の成長よりも、今の持分の減の方が確実である。その希薄化（ダイリューション）を嫌気して株が下がるという図式である。

・機関投資家はエクイティ・ファイナンスを嫌う。本当だろうか。成長への投資機会を活かして、将来の利益を2倍、3倍に増やしてくれるのなら、そのためのファイナンスを応援して、株価の値上がりや増配を期待したいはずである。そこをどう理解してもらい、納得してもらおうかが問われている。

・時価総額100億円の企業がもう一段成長したいと考えている。内部留保を活用した投資だけでは、豊富な投資機会が活かしきれない。銀行から借入れは行うが、一定の自己資本を充実していなければ信用は得られない。現在、純資産は60億円である。内部留保が年間4億円であるから、自己資本比率を25%確保したいと思えば16億円は借金できるかもしれない。合わせて20億円の投資はできる。

・これに対して、30億円のエクイティ・ファイナンスができれば、自己資本比率25%として120億円の借入が可能となり、合わせて150億円の投資ができることになる。その投資を確実に実行して、投資家の期待に応えるようなリターンが上げられるならば、それは大いに注目できよう。

・時価総額100億円の企業が30億円のエクイティ・ファイナンスを行うことができるだろうか。ダイリューション（希薄化）を招くので、株価は2割強下がってしまうかもしれない。将来の利益成長ではなく、足元の株数増加だけを織り込んでしまうからである。

・とすれば、このファイナンスに当たって、2つのことを考慮しておく必要がある。1つは、30億円のファイナンス資金を活かして、3年後、5年後に利益を2倍、3倍にできるような投資案件を組み込んだビジネスモデル（価値創造の仕組み）をがっちり作り上げることである。

・もう1つは、足元のダイリューションを懸念する既存株主や投資家に、それを回避するような機会を平等に提供することである。不平等なダイリューションを避ける方策があるな

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。

らば、それを実行することが望ましい。

・4月に、エー・ディー・ワークス（ADW、コード 3250、東証1部）はノンコミットメント型のライツ・オファリングの実施を公表した。中長期の成長資金の調達を目的としたファイナンスである。

・ライツ・オファリングとは、新株予約権という権利（ライツ）を株主に無償割当で提供（オファリング）し、その権利行使（行使価額）で払い込まれる資金でお金を集める手法である。

・この新株予約権は東証に上場され、自由に売買されるので、権利を割り当てられた株主は、権利を行使してお金を払い込みたいと思わなければ、その権利を市場で売却することができる。

・つまり、会社は今後の成長のための元手となる資金を、株主に平等に出してくれと願う。その成長投資で株主が中長期的に儲かると思えば、追加の投資に応じることになる。それが納得できなかつたり、自分の資金の都合が合わなかつたりする場合は、自分に割り当てられた権利は使わずに、市場で誰か別の人に売って、それをキャッシュ化することもできる。

・儲けの機会を手離すのだから、一定の金額で売れる公算はある。新株予約権に値段がついて、売買できることになる。市場なので、売りたい人と買いたい人の折り合いがつかなければ、売買としての価格は成立しない。人気があれば高くなり、人気があれば安くなる。安ければ売ることよりも、権利を行使して、もう1株手にいれた方がよいかもしれない。

・ライツ・オファリングは、既存の株主に平等に投資の機会を提供する。誰か他の投資家が入ってきて、自分の持分が減ってしまうということにはならない。例えば、時価発行増資で、株式が30%増えたら、翌期の一株当たり利益は単純にみれば23%減ってしまう。それだけ既存株主の持分が減少する。ひいては、EPSが減るのだから、PER（株価収益率）が同じとすれば株は下がり、BPS（一株当たり純資産）も同じとすれば、ROEも下がってしまう。

・そうならないためには、このファイナンスによってEPSが短期的には減ったとしても、投資が生きてくるにつれて、将来のEPSが大きく増えてくることが期待される。EPSの拡大、つまり利益成長が見込まれるなら、EPSの増加とともにPERも切り上がってくる。当然、ROEも高まってくる。PBR=ROE×PERであるから。PBR（株価純資産倍率）も上がってこよう。

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。

・ROEを上げるには、売上高利益率を高め、資産の回転率を上げる必要がある。PERを上げるには、EPSの成長率を高める必要があるため、成長機会を実現させることがカギとなる。PBRは、BPSが簿価上の純資産であるから、今回の投資によって、新しいBM（ビジネスモデル）の無形資産（人的資産、知的資産、組織資産など）がどれだけ高まってくるかを示す。

・ADWのライツ・オファリングは、ノンコミットメント型で、しかも行使価格ノンディスカウント型である。

・ノンコミットメントというのは、権利行使が確実に約束されないことを意味する。逆に、コミットメント型というのは、権利行使が確実にコミット（約束）されたタイプで、もし権利行使がなされなければ、最後は引受証券会社がそれを実行する。つまり、行使がすべて確実に実行されるので、資金調達が目途がたちやすい。

・一方で、引受証券会社は引受リスクを下げたいので、ディスカウント比率を大きくする。また、ディスカウントされた行使価格をベースに特定の投資家に大量に売却されるのであれば、大株主の変化にも結びつく。

・ノンコミットメント型は、引受をコミット（約束）しないので、権利行使がなされない可能性があり、目的とするファイナンス額に届かないことがある。一方で、ディスカウント率が少なく済むというメリットがある。

・今回のファイナンスは、行使価格ノンディスカウント型なので、株価に対して、行使価格のディスカウントを想定していない。ここが全く新しい。新株予約権の市場価格の理論値は、〈普通株式の時価－新株予約権の行使価額〉であるから、ディスカウントによる株価下落の可能性は排除されることになる。

・一方で、株価が行使価額以下で推移すると、権利行使が進まず想定した資金調達ができないことになる。それでもADWはあるべき姿を求めて、株主、投資家にファイナンスを求めていくことにした。

・具体的には、どんな内容なのか。6月29日の株主総会で承認が得られれば、7月12日の株主に対して1:1の割合で新株予約権を無償割当する。4月25日の取締役会で今回のファイナンスを決議したが、その前日の株価39円が行使価額である。但し、株主総会の前日の株価が39円より下がった場合は、その前日の株価を行使価額とする。

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。

・以下は39円を行使価額として話を進める。新株予約権の総数は約223百万個である。39円×223百万個＝約87億円に相当する。権利行使の期間は7月13日～9月12日の2カ月間である。

・この期間でどのくらいの権利行使比率となるか。100%なら発行費用(1.6億円)を差し引いて、85億円の調達となる。50%なら発行費用(1.2億円)を差し引いて、42億円の調達となる。もし、株価が39円より下の水準でずっと推移するならば、権利行使は0%となって、資金調達もゼロとなるかもしれない。

・そこで、今回のファイナンスでどんな投資をしたいのかをよく吟味しておく必要がある。会社サイドの説明によると、目的は2つある。1つは、収益不動産残高の戦略的拡充で、コア事業の基盤を強化する。もう1つは、不動産テック関連への投資を推進し、不動産特定共同事業法を活用した新しい不動産流通マーケットのプラットフォームを創っていくことである。

・行使比率50%のケースでは、42億円のファイナンスのうち、40億円を収益不動産の残高拡充へ、2億円を不動産テックに使う予定である。40億円を利用した収益不動産の残高拡大に伴う賃料収入は、年間2億円(税引ベース)が見込め、このROEは5.0%(2÷40)に相当する。

・一方、40億円の自己資金が用意できると、79億円の銀行借入が可能となる。合計で119億円の新規不動産取得が見込める。この収益不動産をバリューアップして、その売却益を逐次実現していく。2年で1回転とすると、年間60億円の売却で、そこでの利益(税引ベース)も1.0～2.0億円が想定できる。全体でROEは7～10%となるので、投資家の期待に応えることができよう。

・ADWのライツ・オファリングは今回で3回目である。過去を振り返ると、1回目は2012年10月に実施し(ノンコミットメント型、7400円の株価に対して行使価額4000円、ディスカウント率45.9%、権利行使比率92.8%)、約5億円を調達した。5億円あれば銀行から25億円が借りられたので、30億円のビジネス拡大ができた。

・2回目は2013年10月に実施し(コミットメント型、70円の株価に対して行使価格20円、ディスカウント率71.4%、権利行使比率100%)、約22億円を調達した。これによって収益不動産残高は、2013年9月末の64億円から2017年3月末には200億円へ拡大した。

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。

・2012年9月末で時価総額10億円の会社が、2回のライツ・オファリングを活かして収益基盤を強化し、時価総額100億円前後の会社へ事業を拡大した。これはライツ・オファリングなくしてはできないものであった。

・今回のファイナンスでは、どのくらいの権利行使比率になるか。1回目は92.8%、2回目は100%であったが、今回はファイナンスの公平性、平等性を考慮して、ノンコミットメント型、日本初の行使価額ノンディスカウント型を選択している。

・最大の大株主である田中社長（持株比率19.7%）は手持ち資金から数千万円分は権利行使を行うが、それは全行使可能額の一部にすぎない。持株比率は下がってよいという考え方をとる意向である。

・行使比率50%で42億円のファイナンス、25%で21億円のファイナンスとなるが、20億円あれば60億円の収益不動産の残高が積み上げられる。40億円あれば119億円が可能となる。会社サイドとしては、1) 日本企業として先行し、収益性の高い米国収益不動産ビジネスの拡大、2) フローの回転よりもストックを重視した収益不動産残高の積み上げを重視している。これによって、収益の安定化が進むので、事業基盤は強化される。

・また、不動産テックでは、不動産関連の小口化投資商品の流通プラットフォームを本格稼働させる。子会社スマートマネー・インベストメントを軸に地位の確立を目指している。

・現在株主は1.2万人強と多い。100株で3900円、1000株で3.9万円、1万株で39万円の払い込みとなる。1万株以下の株主が大半を占める。多くの少数株主にとって、投資可能な金額の範囲であろう。前2017年3月期の配当は年間0.55円である。1000株として550円、3.9万円に対しては1.4%の配当利回りである。

・これに対して、今2017年9月末の中間配当で、1.65円の感謝配当を行う予定である。株主として3回のライツ・オファリングに協力し、会社を応援してくれたことに対する株主還元である。それを感謝配当と名付けた。いわゆる株主優待ではなく、全株主に対する平等の株主還元である。1.65円は4.2%の配当利回りに相当する。この配当利回りは高いので、権利行使する価値はあろう。

・中間配当1.65円に対して、期末配当は決まっていない。ファイナンスの状況をみて、検討することになる。もし従来通りの0.35円とすると、通期の配当は2.0円である。権利行使後の株価が40円とすると配当利回りは5%となる。この配当利回りが想定されると、株

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。

価は 50 円程度に値上がりしてもよい。なぜなら、株価 50 円でも 4%の利回りが見込めるからである。

・中期の事業展開も十分期待できるので、株主や投資家の理解が得られるなら、今回のファイナンスはうまくいくものとみられる。当社の本業のなかでは、個人富裕層への米国ビジネスのユニークさと、不動産テックのプラットフォームへの展開の可能性、に大いに注目したい。同時に、今回のファイナンスが既存株主を大事にした成長資金の調達である、という点も高く評価したい。