

ベル投資環境レポート

ESG 経営によるサステナビリティの追求

～日本企業に足りないものは何か～

2020年12月28日

鈴木行生

目次

1. 問われる環境変化の先取りと対応力	2. 本物の ESG 経営と ESG 投資の追求
➤ ポストコロナを見据えた投資とは～新たな価値創造社会の実現	➤ 花王の ESG 経営～きれいイノベーション
➤ SDGs の共有は幻想か～米中対立の構図	➤ 日立のソーシャルイノベーション～スマートシティへの挑戦
➤ データによるプロファイリング～自己情報をいかにコントロールするか	➤ エーザイの企業価値経営に学ぶ～ESG 効果のインパクト
➤ COVID-19 禍の CEO に求められるもの～経営力の評価に向けて	➤ 社外取締役との対話～何を聞きたいか
➤ 経営者の経営力とは～いかに尖がるか	➤ 建設的対話の促進～いかに食い込むか
➤ リスクへの挑戦～バイタリティの継承はいかに	➤ 投資信託のパフォーマンス～アクティブ運用のイノベーションに期待

1. 問われる環境変化の先取りと対応力

ポストコロナを見据えた投資とは～新たな価値創造社会の実現

・「ポストコロナの経済学」の著者である熊谷亮丸氏（大和総研専務取締役調査本部長）の話聞いた。熊谷氏は菅内閣の内閣官房参与でもある。首相に経済・金融について、いろいろアドバイスしている。今後の経済をどう見るのか。熊谷氏の話参考に、注目すべき点をいくつか吟味したい。

・感染症パンデミックは歴史の断層につきものである。人が移動すれば、折にふれてウイル

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。

スもついてくる。天然痘、ペスト、コレラ、スペイン風邪などが世界を激変させた。今日の新型コロナ（COVID-19）もその1つであり、生活様式の見直しが迫られ、元に戻れない部分も多い。

・ワクチンと治療薬が行き渡れば、コロナショックは収まろう。楽観はできないが、1年後には落ち着きが出てこよう。それまでは、できるだけ動かずに生活を維持するしかない。でも、それでは生活が保てない人々が続出する。すでに世界的に事態は深刻化している。

・大和総研の見通しでは、第3波、第4波が緊急事態宣言までいけば、今年度のGDPが-6.0%ではなく、-9%へ低下し、来年度の回復も遠のく。さらに、世界的な金融危機が加われば、-16%への落ち込みもありうると分析している。

・コロナから生命を守ると同時に、生活も守らないと社会は混乱に陥る。生命を守るにはワクチンが行き渡るまで、とにかく医療崩壊を防ぐしかない。さもないと、医療を受けられずに亡くなる人が続出して来る。一方、働けなくなって収入がなくなれば、希望を失って自殺者が急増してくる。すでにその傾向もみられる。

・生活を守るには、1) 現金を配る、2) 需要を作る、3) 働き方を変える、4) 企業をつぶさない、5) 新しい雇用を創ることがスピーディーに求められる。政府の資金を100兆円単位で使うことになろう。大盤振る舞いである。日本のGDP 540兆円のうち、年率換算で50～80兆円が消えようとしているのであるから、何としても手を打つ必要がある。

・動く人はとにかく検査を受けて、陽性ならすぐ隔離することである。エッセンシャルワーカーはもちろん、相当多くの人々が検査を受けられるようにする。

・人と直接会わない非接触型行動をとるには、IT ネットの活用を図ることである。これもすでに始まっているが、まだ十分でない。今は一定の限られたオフィスワーカーしか、リモートの活用ができていないが、今後1～2年で相当な広がりが出てこよう。

・会わないと仕事が進まない。集まらなると教育できない。対面でないとサービスが提供できない。これまでの常識では、そうであったスタイルも大きく変化しよう。リアルとネットのハイブリッドワーク、ハイブリッドライフ、ハイブリッドレジャーが当たり前になってこよう。

・一番困っている人々へのサポートとして「Go To キャンペーン」が始まった。補助金をつ

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。

けて、お金を使ってもらい、困っている地域、観光、交通、サービスへの需要を作ろうという狙いであった。経済効果は大きいので、うまいやり方とみられたが、弊害もある。

・人が動くと、それなりに防備していても、コロナが広がってしまう。実際、第3波によって、Go To キャンペーンは年末に一旦停止となった。常に経済活性化と感染防止は綱引きである。

・政府のサポートがあるとしても、危機に直面してうまく対応できないことも多い。かなりの産業、企業がつぶれることになろう。失業者も増えよう。緊急の100兆円を使っているうちはよいが、経済が落ち着いてくれば、いずれ減らす必要がある。しかし、民間の自力で500兆円のGDPを600兆円に持っていく活力を引き出すには相当のパワーを要する。

・菅政権は、①コロナ対策、②グリーン対応、③デジタル革新を軸に、産業構造を変革させる構想を推進しようとしている。いずれの場面でも、変革のための支出を費用（コスト）としてではなく、投資（インベストメント）と捉えてリターンを求めていく姿勢が重要である。このリターンのあり方が問われている。

・人材の再教育は、ヒューマンキャピタル投資である。CO2の削減は環境コストではなく、実行のためのイノベーションが、新しい投資として需要を作り出すと捉える。あらゆる分野におけるデジタルライゼーションが、全く新しいライフスタイルを生んでいく。

・学ぶために都会に来なくてよい。働くために都会に来なくてよい。遊ぶために遠くに出かけなくてよい。国際的な交流もわざわざ出かけなくてよい。本当にそうなるだろうか。すぐには無理と思うが、いずれ実現する方向に進むのは間違いない。

・グローバル化の中で、エネルギー資源の取り合い、食料資源の取り合いが、歴史の必然であった。今や格差が生存権の取り合いになっている。先進国 VS 途上国ではなく、どの国においてもクラス間（格差の広がり）の戦いになっている。米中の覇権争いは今後とも激化しよう。コロナショックで各国の財政は限りなく膨張している。財政破綻も中進国以下で顕在化してこよう。

・このようにコロナショックを乗り切ったとしても、次の経済は停滞しかねない。でも道はある。新しいネットワークの形成がカギとなろう。

・新しい価値をいかに生み出すか。価値とは何か。それは相手を感じてくれる有難さである。

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。

社会に対する貢献を感じてもらえれば、それが価値である。その価値提供を続けるには、持続性(サステナビリティ)を支えるための原資(リソース)が必要である。

・企業でいえば、価値創造とは、中長期の社会的価値創造のためのビジネスモデル(持続的な金儲けのしくみ)を作り出すことである。新たな価値創造社会の実現に向けて、各々の立場で邁進したいと思う。

・これを株式投資の視点に置き換えると、①創業の精神は今活かされているか、②経営者のリーダーシップは輝いているか、③新しい社会的価値の創造にビジネスとして取り組んでいるか、④中長期的にもっと儲かる企業になるか、ということになる。ポストコロナを見据えて、おもしろい会社を引き続き探索したい。

SDGsの共有は幻想か～米中対立の構図

・戦争は紛争解決の最後の手段である。これは歴史的命題ともいえる。かつて学んだ視点の1つとして忘れることはない。米中対立はどうなるのか。投資家にとっても、地政学的リスクの一大テーマである。

・華為(Huawei)の通信機器に、日本の電子部品は今後とも使えるのか。それを加工する機器や化学品材料の供給はどうなるのか。TikTokは中国本土と遮断できるのか。また、GAFによるデータの独占は公益に反するのではないか。そのプラットフォームを使って、情報操作や偽情報の拡散が、国際政治のプロパガンダとして利用されている節がある。

・日経新聞の創論(10月1日)に「米中対立の行方」というインタビューが載った。米国のB.グレイザー氏(米戦略国際問題研究所上級顧問)と、閻学通氏(清華大学国際関係研究院長)の対談は極めて興味深い。

・米中とも経済的に相互依存している。よって摩擦が起きる。かつて80年代の日本も、日米自動車摩擦に相当悩まされた。一方が利益を過大に得ると、同盟国といえども許容できずに、政治的対立は激しいものとなった。米国向け輸出の自主規制、米国現地生産の拡大が解決策であった。これによって日本の優位性はかなり抑えられ、一応の決着をみた。

・今は、米ロ冷戦に次ぐ、第2次冷戦に突入しつつある。習近平国家主席の独善と野心は、世界の支配を狙っているのだろうか。覇権大国の米国にとって、それを許すことはできない。一方で、米国は中国の体制転換を図ろうとするのだろうか。双方が共存する道は険しく、衝

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。

突のリスクは高い。長期の争いが続く、とグレイザー氏は主張する。

・ヤン氏は、軍事衝突による紛争が起きることはあっても、中米大戦のような戦争には至らないとみる。核兵器の抑止力が働くことと、中国の実力が向上しているといっても、米国を超えることはできないからである。

・では、グローバルな民間交流が両国の関係改善に役立つかといえば、それは思い込みで、ありえないという。米中の競争は経済、貿易、デジタルテクノロジーで続く。友好か敵対かは、相互理解ではなく、双方の利益が一致するか衝突するかに依存すると主張し、友好は共通の利益の上に成り立つと明言する。

・中国は、米国にかわって世界のリーダーになりたいのか。大事なことは、願望ではなく、その能力があるかどうかを決め手となると分析する。今のところ軍事力では敵わない。経済力は世界2位であるが、科学技術の差は追いかけているといっても、その差は大きい。

・この科学技術の差が縮まることを、米国は最も恐れている。よって、ハイテク摩擦が激化し、そこに制約をかけようとする。フェアかアンフェアかと同時に、安全保障の命運がかかってくるからである。

・では、科学技術の流出に歯止めをかけて、米国の優位性が高まるのか。一方で、中国は一帯一路で実力以上の無理をしている、とヤン氏は指摘する。

・日本電産の永森会長は、米中のハイテク摩擦を乗り切るに当たって、規制強化でうまくいくはずはなく、互いに相手の利益に貢献するなかで、いかに折り合いをつけていくかにかかっていると強調する。

・ICUの岩井克人教授（経済学者）は、米中対立の時代にあって、両国とも、理想郷とは真逆のディストピア（反理想郷）になってしまったと論じる（読売新聞10月4日）。

・米国は利己心だけを煽って、格差社会を創り上げた。中国は強権独裁を追求して、経済的には豊かになっても、国民に服従を強いている。自国の価値を一方向的に押し付けるといづれ戦争になる。

・一国においてどのように秩序を保つか。それには、「法を定める自由」と「法に従う義務」を認めることであると語る。法的拘束を認める中での自由、その均衡をいかに図っていくか。

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。

この社会的契約論を問うている。岩井先生は、米中ともここに疑念があると憂慮する。

・グレイザー氏は、米国と日本の国益は一緒ではないという。ヤン氏は、中国は実力にふさわしい責任を負うべきであると指摘する。これらが受入れられるものなのか。平和的共存が幻想であるとするならば、日本の立ち位置はどのようなものなのか。

・日本は社会正義を国内で実現し、世界に訴えていく必要がある。経済力は高めておく必要がある。しかし、現状の日本は相対的に没落しつつある。軍事力は自衛と抑止のために一定程度は確保しておく必要がある。しかし、それを支える技術力の向上は制約されており、米国に頼るしかない。これではいつか追い込まれよう。

・1つの方策は、SDGsで尊敬される国になることであろう。そのためには、さまざまな組織がSDGsに向けてESGをベースにした仕組みを作り、自らの価値創造を行い、その貢献を見える化していくことにある。

・世界各地で紛争は絶えない。日本に打撃を与える米中紛争もアジアで起きよう。当然、株式市場は乱高下しよう。投資家としては、常にそれに備えておく必要がある。何よりも紛争解決の最後の手段が戦争ではなく、紛争回避の常套手段はSDGsにあり、という観点を踏まえて、企業価値創造を求めていきたい。

データによるプロファイリング～自己情報をいかにコントロールするか

・NRIの機関誌、金融フォーカスが「COVID-19が導くDXへの挑戦」(9月号)を特集した。第1章で、山本龍彦慶大教授(憲法学)がインタビューを受けていた。テーマは、「憲法学からみたデータ活用が変える自由と民主主義」であった。その内容が興味深い。いくつかの論点を取り上げ、投資家として活用すべきこと、注意すべきこと、を考えてみたい。

・データを集めていくと、何らかの特徴が見えてくる。EU一般データ保護規制(GDPR)では、プロファイリングが規定されている。データを組み合わせると、特定の個人の特徴がかなりわかってくる。このプロファイリング(人物像の特徴抽出)によって、その人の趣味嗜好から考え方までが分かって予測できるようになるという。こうしたデータ利用が、監視資本主義につながりかねない。

・自分の行動が知らないところで検知され、それが集められて行動が予測され、何らかのアクションをとってくることは、ネット上の広告などによくみられる。路上の監視カメラでも、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。

いざとなるとかなり追いかける。ここで大事なことは、自分が何らかの検索をするという事は、すでにその情報が第三者にとられている。あるいは、外で活動するという事は、その記録が残る可能性が高い、と常に意識しておくことである。

・通常の動きであれば何ら問題は起きないが、明らかな犯罪は別にして、1) 感情がからんだり、2) お金に関わったり、3) 知られたくない秘密があったりすると、それを悪用されかねない。ここをどう守るか。まずは、便利だからといって迂闊な行動をとらないことである。国としては、データの高度活用による社会福祉の向上と、自由と民主主義を守るための新しいルールについて、議論を深める必要がある。

・マイナンバーカードはなぜ普及しないのだろうか。わが家では家族 5 人がすでに所有しており、身分証明や、役所からの書類取得に便利に使っている。反面、運転免許証があれば十分、公的書類が必要になることは滅多にないので、特に困らないともいえる。それ以上に、マイナンバーの利用によって、自分の個人情報が知らない間に吸い取られるのではないかと、簡単に盗用されて被害が及ぶのではないかと心配しているようだ。

・欧州ではプロポーショナリティ（比例性）が重視されているという。個人情報を守ることは絶対であるとしても、過剰ではなく、目的に比例する限りにおいて、プライバシー権は制約されるという考え方をとる。公衆衛生や社会福祉における政策遂行において、正・反という硬直した二項対立ではなく、一定のバランスをとろうとしている。

・どちらか一方の利益を主張するだけでは、全体最適にはならない。山本教授は、ドイツのような「自己情報コントロール権」を基本的人権として認めた上で、データの活用とプライバシーの保護を体系化していくべしと提言する。

・データが生み出すプロファイリング（人物像）には注意する必要がある。プロファイリングが生み出すデジタル人格は、生身の本人ではない。データダブル（data double: データ上の分身）にすぎない。それによって、例えば信用スコアがつけられ、就職や社会生活にまで影響するようでは、社会の仕組みが危うくなる。

・筆者は、Facebook を楽しく利用している。自分の日記のようなもので、親しい人と情報を共有して、そのやり取りが面白い。こうした情報を Facebook の本来的サービスと関係ない目的にも使うことがある、と同社のプライバシーポリシーに書いてある。同意するか、しないか、と聞かれた時に、さほどの考えもなく同意すると答えてしまう。抱き合わせ的な情報利用の強要ともいえる。

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。

・山本教授は、Facebook のやり方に対して、「ドイツのカルテル庁は、市場支配力を利用した搾取であるとして、競争上違反と考えた」と指摘する。Facebook がユーザーの情報自己決定権を侵害しており、国家はこれを保護する義務があると考ええる。

・我々は、便利なものを使う時、気軽に「同意する」をクリックしていることが多い。内容を読んでも、当面の利用に何ら問題がないように思える。しかし、どこかに思わぬ抱き合わせの了解が仕組まれている可能性がある。よほど注意する必要がある。かといって、使わな
いわけにはいかない。

・日本では、これまでのところ憲法の間接的適用という考え方がとられてきた、と山本教授は説明する。つまり、法律の制定や解釈を通して、民間企業の活動に間接的に制約をかける。

・これに対して、最近の SDGs や ESG は憲法のような考え方に近いという。企業が自らの行動を社会的ゴールと整合性とり、ステークホルダーは、それを的確に評価する。機関投資家は、SDGs や ESG に十分適合しない会社には投資を行わない。金融機関も十分なサービスを提供しないという方向に動きつつある。

・SDGs は、人権の保障を市場メカニズムに組み込もうとしている。これが実現するなら SDGs は大いに魅力があると山本教授は強調する。憲法が求める価値を民間ベースで追及できるからである。

・では、必要な情報やデータは本当に得られるのか。適切に開示されるのか。情報操作が行われていないか。人々は、自分が好む情報を受け入れる傾向がある。プロフィールを特定して、そこに重点的に好ましい情報を流すということは十分ありうる。実際、米国の大統領選挙では行われている。このフィルターバブルは健全な競争を阻害する。

・もう 1 つはアテンションエコノミーの弊害である。ユーザーのアテンション（注意）を引き付け、その注目度を広告主に売る SNS モデルである。過度な刺激に乗せられないようにする必要がある。

・ほしい情報を追いかけると、実は先方の誘導に乗せられているかもしれない。パッと引き付けるようなコンテンツは、実は呼び水や撒き餌である可能性がある。途中で気づくこともある。しまったと思った時に、先方の手の内に入らないことである。

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。

・ランサムウェア(身代金要求ウイルス)などに絡まれて、不当な金品の徴収に応じないことである。とりあえず済ませようとする、後々とんでもないしっぺ返しがかかることになる。隠すと足元をみられる。

・ここでも大事なことは、開示にある。一時の恥を覚悟で、開示してしまえば楽になる。妥当な責任をとればよい。投資家はとにかく早い開示を求めている。マーケットは織り込んでしまえば、それを許容する。くれぐれもデータに惑わされないようにしたい。

COVID-19 禍の CEO に求められるもの～経営力の評価に向けて

・経営者の経営力をいかに見抜くか。投資家にとっては最も重要なことである。結果が出てから納得するのは容易であるが、これまでの成功が今後も続くとは限らない。経営環境は刻一刻と変化し、時に激変ショックがやってくる。

・たとえばガバナンスのきいた指名委員会で選任されたとしても、その人が適任かどうかはなかなか見抜けない。それでも経営者の経営能力を何としても知りたい、と投資家はたえず努力している。

・世界経営者会議で、KPMG から「KPMG グローバル CEO 調査 2020～COVID-19 特別版」が報告された。その資料を参考に、コロナ禍にあって、経営者は何を呻吟しているのかについて咀嚼してみたい。

・平時と有事では、リーダーシップに求められる資質が異なる。今回のコロナ危機では、1) 経営における優先課題の見直しが迫られ、2) 社員の健康を第一に考え、3) 社会への貢献をとりわけ重視すべし、ということがサーベイで示された。

・具体的には、①企業の組織としてのパーパス(存在意義)を再確認し、②市場の変化に適應できる人材の確保に取り組み、③自社の DX(デジタルトランスフォーメーション)を加速させることが必須となった。

・コロナショックを受けて、世界の経営者はどんなガバナンスに直面したのか。ヒューマンキャピタル(人的資本)の重要さに改めて気付き、人件費は単なる費用ではなく、無形資産として、いかに投資していくかが問われた。

・デジタル資本主義はすでに始まっていたが、バリューチェーン全体の中で、DXをいかに本レポートは、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。

推進するか。すでに大きな格差が生まれているが、デジタル化はまだ始まったばかりであり、これから10年が勝負となる。

・ステークホルダーに対する長期的価値の提供が一段と重視されるようになり、将来の働き方ではリモートワークにどこまで委ねるのか。グローバルサプライチェーンのあり方も再検討する必要がある。

・組織の目的が、経済的価値と社会的価値の両面での追求にあるとしても、1) その積集合（共通部分）に集中するだけでよいのか、2) 積集合を大きくするには、和集合の見直しも必要となる。3) 将来の共通部分をどのように定義していくかも必要である。この観点でパーパス（存在意義）を見直すべし、という提言は的確である。

・ESGによる企業価値の向上において、例えばサプライチェーンの全体において、弱い顧客、弱い働き手、弱い地域などをどう扱うか。強みと効率だけの最適化に特化してよいのか。リスク分散を考慮しながらも、時間軸を長期に持つていくことが求められる。これが許容できるであろうか。

・組織の運営において、CEOが自社のパーパスに対して、より感情移入するようになったとサーベイは報告している。コロナへの対応で、今まで以上に熱意を持って共感を行動に移そうとしている。確かに、経営にはビジョンとパッションが不可欠である。

・しかし、パッションに流されては、無謀な行動に陥ってしまうかもしれない。将来の姿をビジネスモデルとして具体化するには、冷静で論理的な分析とそれを踏まえた戦略が必要である。この戦略を的確に作れない企業が多い。コロナショック後の経営者のパッションに改めて注目したい。

・バリューチェーンの全体に目を配ると、コロナショックを踏まえて、いかに人を守り、社会を守るかが第一義的となっている。企業行動における優先順位（プライオリティ）が変化している。そう簡単に戻りそうにない。自然災害、気候変動とともに、パンデミック型感染症も組み込んで、価値創造に取り組む必要がある。それができる企業に投資したいと思うのは当然である。

・弱者のため社会的支援を、緊急事態として行うことはもちろん、平時においても継続的に活動することが広がろう。それを広義の企業価値創造にいかに結び付けていくか。ここのKPIにも着目したい。

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。

・バリューチェーンがデジタル化で変質していく。従来のリアルな業務プロセスにデジタル化が入るにつれて、業務プロセス自体がDXで根本から変わっていく。B to Bにおいても、B to Cにおいても、対面の持つ価値付けが変化していこう。

・定型的な取引はもちろん、新規取引のスタートや着地においても、対面と同様の臨場感を、デジタル空間で提供することがここ5年で大きく進展しよう。やっぱり会わなければ話が進まない、という固定観念は見直す必要がある。人々の意識は急速に変化している。では、肌で感じる信頼感をいかに醸成していくのか。ここに取り組む企業にチャンスが来そうである。

・サーベイに見られるリスクの変化も興味深い。世界のCEOが認識した成長に対する脅威では、2019年の順位が①環境/気候変動リスク、②最先端技術/破壊的技術のリスク、③保護主義の回避であったものが、2020年7~8月では1)人材リスク、2)サプライチェーンリスク、3)保護主義の回避に変化した。

・投資家による経営力の評価において、マテリアリティとプライオリティは絶えず変化する。評価すべき軸も時代とともに変化していくが、それ以上に各々の軸に対する重み（インポートランス）が変わっていく。この重み付け（allocation of importance）が投資家の価値観の表れでもある。企業経営のCEOにも自ら認識する重みがあるので、CEOと投資家の互いの主観的重みのすり合わせが重要となっている。

・ESGの軸においても、その一貫性、比較可能性、透明性が問われる。より開放的であるとともに、何が最適化という議論になると、かなりの相違もでてこよう。合意できない面もいろいろ出てきそうである。改めて、本当の共感とは何かが問われよう。

・本サーベイでは、ニューリアリティの考察として、①パーパス（存在意義）、②プロスペリティ（成長と繁栄）、③プライオリティ（優先課題）のあり方を分析している。それを踏まえながら、企業価値創造における経営者の経営力をいかに見抜いていくか。ますます腕を磨きたい。

経営者の経営力とは～いかに尖がるか

・11月に日経主催の世界経営者会議がオンラインで催された。毎年参加しているが、コロナショックを踏まえて、投資家として経営者の経営力をいかに評価していくのか。いくつか

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。

の事例を取り上げながら検討してみたい。

・FCA（フィアット・クライスラー）とPSA（プジョー・シトロエン）は合併して、1月にステランティス(STELLANTIS)になる。リードしているのは、ジョン・エルカン氏（44歳）である。

・彼はフィアット創業家の5代目で、アニュエリ家の当主であり、投資会社エクソールのオーナーだ。エルカン氏はFCAの会長であり、エクソールはFCAの株式の29%（議決権では44%）を所有する。彼は、FCAから独立したフェラーリの会長でもある。

・なぜ合併するのか。理由を3つ語る。第1は、投資効率の向上である、1台当たりの投下資本を削減できるので、年間50億ユーロのコスト削減が見込める。第2は、年間生産900万台の規模はトヨタ、FW(フォルクスワーゲン)に並び、一定の競争力を確保できる。第3は、それぞれが合併を経験しているので、この文化融合を通してシナジーを発揮できる、という。

・フィアットはクライスラーと、プジョー・シトロエンはGMの欧州事業（独オペルと英ボクスオール）を経営統合している。業界再編を経験しているので、次の変革期も乗り切っていくと自信をみせた。

・エルカン氏は、伊を代表するファミリービジネスの当主でもある。長く家業としての事業を続けるコツに特別なマジックはないが、1) ファミリーのトップとしての責任、2) 悪い時でも恐れず、良い時には慎重にしっかりケアする長期的投資、3) 時代の変化に適応して新しい歴史を描いていく挑戦、をあげた。

・車は新しい黎明期にある。エンジンからモーターへ、メカからエレキへ、排ガスからカーボンニュートラルへ、手動から自動へ、大きく変貌していく。デジタル化の中で、取り残されるのではなく、進化をリードしていくと語った。

・まさに電気自動車（EV）の時代がくる。トヨタは、2018年にカーマニュファクチャラー（自動車製造会社）からモビリティカンパニー（モビリティサービスプラットフォーム企業）に変身すると宣言した。新しい競争相手が登場してくる。トヨタ、VW、ステランティスという従来の規模の競争が通用するとも思えない。ステランティスがEVについていけるのか。見物であるが、エルカン氏は飄々としてやり抜く覚悟のように見える。

・日本電産の永守会長（CEO）の永守節は今回も冴えわたっていた。1995年に車載用モーター

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。

一に参入した。ガソリンからEVに変わると読んだ。2010年にEV時代がくると想定したが、10年以上遅れた。これまでは燃費規制や排ガス規制で凌いできたが、ようやくEVでないと無理と誰もがわかってきた。

・車は100年に1度の大変革期を迎えている。まさに、新参者が参入できる。新しい競争が始まっている。技術革新と新規参入で、製品・サービスの価格は劇的に下がる。いい部品も安くなる。ハードの時代は終わり、ソフトの勝負となる。もはや系列取引でグループを維持するという時代ではないと強調した。

・EVの動力源は、モーターとバッテリーにある。現在はいずれのコストも高い。今の車の価格を200万円とすれば、2035年にはEVの比率が50%になり、その価格は5分の1くらいになると予想する。40万円になるというわけだ。途上国でも十分買えるようになる。車の需要は、2億台はある。中国も台頭している。5年後の2025年が分水嶺になるとみている。

・日本電産はモーターで圧倒的世界No.1を目指す。そのためには、人材が足りない。若い人には夢や希望がなく、閉塞感がある。これでは若者は育たない。批判ばかりしていても進まないで、自らの私財で大学を運営し、人材を育てることにした。

・創業以来、日本国内で1万人を採用してきた。会社が大きくなるにつれて、いい大学から人を採れるようになった。でも、全くの期待はずれであったという。偏差値と仕事のできる人間の間に関係もないと分かった。これまでは社内で人材を育ててきた。しかし、今の大学は、企業が望んでいない人材をどんどん出してくる。

・これでは、グローバルに戦えない。大学の偏差値志向、ブランド志向では人材は育たない。2018年から大学の経営に参画し、京都先端科学大学（旧京都学園大学）に変え、今年4月にはモーター技術者を育てるための工学部を新設した。

・2025年から授業は全て英語になる。教師も公募で3分の1が外国人になった。教とともに育に力をいれている。教え、学び、礼儀、作法、常識を身につけて、創造性豊かな人間を育てる。大学を創り、企業を起業する人材、挑戦する人材を育てるという構想と実践に、大いに期待したい。

リスクへの挑戦～バイタリティの継承はいかに

・シーメンスのジョー・ケーザー社長（CEO）は、社歴40年以上の生え抜きだが2013年に社長に就任して以来、家電を売却、医療機器をIPOしたのに続き、発電機などのエネルギー部門を分離上場させた。ソフト企業の買収を続けて、本体のデジタル化を推進している。日立より一足早く重電会社から脱皮しつつある。

・ケーザー社長は、半導体などを担当した後、CFOも務めた。経営のスピードアップに向けて、医療機器、エネルギー、デジタルの3つの事業領域をグループとしてではなく、各々がオーナーシップをもってブランドを作っていくってほしいと考え、3つの会社に分けた。これを2年前から実行していたので、今回のコロナショックも乗り切れると話した。

・フォーカスを重視し、規模よりスピードを大事にした。3社は独立して、経営を行っている。DXも水素エコノミーも、カーボンニュートラルもチャンスと捉えている。リモートワークは働き方がフレキシブルになって、創造性も生産性も発揮できるという。今後のカギはデジタルツインにあると強調した。

・そして、未来のモデルはイノベーションを追求しつつ、インクルーシブ(包摂的)な資本主義に進むことになることと明言した。人々は、自分の会社のこととして働くことが大切になる。自らの評判と重なるオーナー的なふるまいが求められる。

・オーナーシップカルチャーをいかに作るか。シーメンス38.8万人中30万人が自社株を持っている。CEOの役割は、1) 危機管理は他にまかせられない。自ら先行して進めるしかない、次に、2) コロナが終わった後、どう進むかをはっきりさせておくことである、と語った。

・マイクロソフトのブラッド・スミス社長は法務出身である。ソフトウエアがプラットフォームとなる時、独占的競争法、技術の倫理的対応、プライバシー保護という点で、絶えず矢面に立たされる。

・スミス氏は、IT大手企業のプロとして、テックの光と影について手腕を発揮している。1) どんな時も法を超えてはならない、2) 常に新しいルールができてくる、3) 民主主義は脆弱で、ハッキングや誤情報を防ぐには、皆で守るという共通認識が必要である、と強調する。

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。

・そのために、IT セクターの責任者として、あるべき道を作っていく。同時に、政府にはルールとしてのもう 1 つの道を作ってほしいと要求する。この 2 つの道の建設に、常に努力すると強調した。この 10 年が大事になる。

・政府や IT 大手に、プライバシー情報を預けて大丈夫か。マイクロソフトは透明性に関するレポートを出している。1) 知る権利を守り、2) 個人の情報は個人のものという基本を公開し、3) 透明性と説明責任を果たしていく。

・もう 1 つは、ダイバーシティとインクルージョンを含めて、世界のために IT を使う。マルチナショナル、マイノリティ、女性、障害のある人々にも貢献する。格差を少なくすることにいかに貢献したかも、スミス社長の報酬の評価に入っている。

・ネットフリックスのリード・ヘイスティング CEO は、1997 年の創業時から、いずれ配信の時代がくると読んだ。DVD の郵送レンタルからスタートして、2007 年からはストリーミング配信を開始した。世界で 2 億人、日本でも 500 万人が会員として利用している。年間 3000 万人以上のペースで会員が増えている。

・成長戦略は、ストリーミングに加えてスタジオを持ち、オリジナル作品を創って世界に提供している。コンテンツは制作国だけでなく、世界に配信する。韓国もの、日本ものも世界 190 カ国で見ることができる。

・ネットフリックスの企業文化は、ノールールにある。各国の文化によって価値観は異なる。それをグローバルに統一して運営をすることは難しい。工場なら命令と管理が必要だが、新しいアイデアで作品を作っていくには、ルールで型をはめることはできない。

・多くの人々からアイデアを出してもらうには、各国で優秀な人材を集め、彼らに任せてしまう。カオスきわの際で人々に上手く働いてもらう。才能のある人に任せて、自由にやってもらう。うまくいくと一体感が生まれ、各人が自分の任をさっさと果たして、能力を発揮する。

・例えば、米国人はストレートだが、日本人は行間を読む。このギャップを埋めていくことは大事で、シリコンバレーの文化を世界で広げることにはできない、と強調した。

・日本のチームを、スポーツのチームと同じようにみればよい、と例えた。スポーツチームがベストのパフォーマンスを追求するのは当然である。メンバーが不十分であれば交替してもらう。そのための退職パッケージも用意している。

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。

・革新的なことをやろうとすると、ミスも出る。クリエイティブな仕事のイノベーションにはミスもありうる。これを許容していく。他の産業では、例えば製造業やエアラインでは安全第一なので、こうしたことはできない。

・これからも競争は激しくなるが、ネットフリックスの強みはオリジナルコンテンツにある。わくわく感を増やしていけば、勝負に勝っていけると自信を見せた。

・楽天の三木谷社長は、リスクをとるのが仕事であると明言する。ECなど、この20年の楽天エコシステム作りは、スマホで5Gの世界に打って出る準備のようなものであったという。5Gで2980円という価格は、後発ながら通信ネットワークのイノベーションの賜物で、楽天独自の仕組みとして開発した。

・社内の公用語を英語にするといった時、そんなことは無理といわれた。しかし、英語の点数は、TOEICの520点がいまや870点に上がっている。経営会議も英語でやっている。外国人が2割いるが、エンジニアでは8割が外人である。

・英語で仕事ができるから、能力のある人材が入ってくる。5Gのイノベーションも英語圏だからできたという。今、海外売上比率は2割であるが、楽天の5Gテクノロジーを活かせば、海外比率を5割に上げることもできるとみている。

・楽天の挑戦は続く。自分がアントレプレナーとして実践している楽天から、起業家がどんどん出ている。ロールモデルとなって人材を育てて、飛び出ていく人がいてもよい。ネットはまだこれからで、ワクワクしていると三木谷氏は語った。

・ニトリホールディングスの似鳥会長（CEO）は、リスクがないと生きている気がしないとまで言う。ニトリは家具屋ではない。ホームファッションがすでに6割を占める。1か所で何でも揃うデスティネーションストア（欠くことのできない店）となっており、コロナ禍でも売上が伸びている。

・SPA（製造小売り）を追求して、海外で生産し輸入してきた。95%は海外から調達し、在庫を持つ。よって、物流を強くする必要があった。コンテナの取り扱いが日本一で、物流量としてはヤマトに次いで2位である。

・ニトリカードの保有者は4000万人、そのうちアプリを有する人が900万人になろうとし

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。

ている。アプリを利用する人は、通常の顧客の2倍以上購入する。7000億円の売上高の10%はアプリを有する人で、このアプリ会員の7割は店にも来ている。つまり使い分けている。

・経営は常に逆算でやってきた。1000店、1兆円を目標にしてきたが、ここ数年で達成できよう。次は、3000店で3兆円という目標になるだろうが、そのためには常に新しいやり方が必要である。

・未来からの逆算とは、顧客がほしいものを実現すべく、5年先に行くことである。店にも寿命があり、似鳥社長は20年とみている。人に例えれば80歳である。現在、店舗の平均年齢は8~9年。10年は人でいえば40歳である。伸び盛りは5~8年で、10~15年過ぎると下降に入る。主因は、顧客が移動していくからで、店舗のスクラップ&ビルドが必要となる。

・似鳥社長は自らに発達障害があったことを公言し、それをむしろバネにして事業を大きくしてきた。米国で起きたことは、いずれ日本で起きるとみている。米国のウォルマートとアマゾン、日本ではユニクロ、ニトリ、しまむらがリード役で、今後、業界での淘汰はさらに起きると予想する。

・コロナはいつか終わる。その時経済にも反動が起きて、株のバブルも終わりがこよう。この時がニトリにはチャンスであると語った。来年新たな5か年計画を作る方針である。

・このように創業者は面白い。このバイタリティをいかに受け継いでいくか。これは次なる課題である。同時に、創業家の時代を終えた大企業が経営革新を持続するには何が本質なのか。ここもさらにつきつめる必要があるだろう。

2. 本物の ESG 経営と ESG 投資の追求

花王の ESG 経営~きれいイノベーション

・10月に、日本証券アナリスト大会がWebで開催された。その中で、花王の澤田道隆社長が「ESG経営に大きく舵を切る」というテーマで講演した。

・花王の経営は常に先進的である。若い頃、当時の丸田社長から特命を受けて企業調査部をあげて調査したことがあった。常に理詰め徹底している。資本コストを上回る企業価値経営、R&Dで根本から違いを作る経営、ESGを重視した経営で独自性を出している。

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。

・昨年9月に、ESG経営に舵を切ると発表した。来年1月には長谷部佳宏専務が社長に就任する。8年ぶりの社長交代となるが、花王の経営風土をしっかりと継承できるものとなる。今回のプレゼンはそれを実感させるものであった。

・どうしてESG経営に舵を切ったのか。その理由を澤田社長は3つあげた。1) 企業理念を実現するには、ESGが根幹である、2) CSRやサステナビリティでなくESGとしたのは、Gのガバナンスが最も大切であることによる、3) 技術革新で社会に貢献することを目指しているが、このイノベーションを進めるに当たっても、ESGをど真ん中に据える必要がある。

・これまで、Eの環境では脱炭素に力を入れてきた。Sの社会では、社会貢献に努めてきた。しかし、一人よがりにならないように、自己満足にならないようにするには、Gが最も重要であると強調する。

・もう1つ、イノベーションには常に表と裏がある、と語る。例えば、プラスチック（ポリエチレン、ポリプロピレンなど）は便利で社会に役立ってきた。しかし、時間が経つと、表の良さだけでなく、裏の弊害も目立ってきた。これからは、表も裏も同時に考えて、イノベーションの取り組む必要がある。そのためにESGが問われる。

・では、特徴あるESG経営を実行する上で、どのようなアクションをとるのか。ここでも3つアクションを掲げている。

①攻めのESG：ESGはコストではなく、投資としてとらえる。投資であるから、当然リターンを追求する。

②グローバルな取り組み：ESGの推進に当たって、米国人のマネジメントを統括責任者にした。日本人の視点ではなく、グローバルに通用するESGを実現するためである。

③花王らしい戦略：清潔、美、健康を追求するには、心もきれいである必要がある。生活者を起点に正道を歩む。Kirei Lifestyle Planでは「きれいを、こころに、未来へ」をシンボルとした。

・この決意表明には、3つの意味が込められている。第1は、抜本的に変える。これを澤田社長は‘突き抜けるレベル’と表現する。第2は、廃棄まで責任を持つ。パーティカルインテグレーションを視野に、ESGを設計していく。第3は、きれいイノベーションの領域を拡大し、人、社会、地球にインパクトを与えていく。

・Kirei Lifestyle Planの第1ステップとして、プラスチックにフォーカスしている。脱本レポートは、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。

炭素はこれまでやってきたので、ボトルレス、シールレスに注力する。リデュースでは、詰め替え、濃縮という点で日本は先進国である。次はボトルの再生、フィルムの再生によって、廃棄ゴミをゼロにする。リサイクル品を再加工して活用するリサイクリエーション活動を一段と進める。

・フィルム容器のリサイクルでは、リサイクルしやすい容器、分別しやすい容器、回収運搬の水平リサイクルに業界あげて取り組む。まず花王とライオンが組んで成功事例を作り、P&Gにも入ってもらおうという流れである。

・きれいを社会へ、というテーマでは、例えば、洗浄を3つのレベルでとらえている。1つは、簡単便利にして、洗浄の時間減らす。泡で流すようにすると、水の使用量も20%削減できる。

・2つ目は、泡を3D形状にしてわくわく楽しくする。ディズニーランドのミッキーの形をした泡は楽しさを提供し、手洗いの習慣化に役立っている。

・3つ目は、きれいにすることで、感謝の気持ちを表す。小学生が卒業するに当たってお世話になった教室、校舎をきれいにする。マジックリンシートを使ってきれいにする。すると気持ちがいい。こうした活動を花王はサポートしている。

・Sのソーシャルイノベーションでは、QOL（生活の質）を向上させるという意味で、医療の領域に入っていこうとしている。きれいにすることの先に、命を守るという目標を掲げた。感染症予防という見えない敵と戦うことも視野においている。

・5月に新型コロナウイルスの中和抗体の開発に成功した。ワクチンは自分の体の中に中和抗体を作るが、今回の治療薬候補はコロナウイルスを中和抗体で不活化させる。大量生産できる技術も有している。北里大学の片山教授と共同して、臨床試験を進めている。

・新社長の下で、来期からスタートする新中期計画（2025年）では、このソーシャルイノベーションとして、命を守ることをど真ん中におく、と澤田社長は熱く語った。

・Kirei Actionで、持続的利益のある成長を目指す。この基盤となるのかが、ESG経営である。とりわけ、Gを磨いていくと改めて強調した。

・コロナ禍での経営はどうか。コロナは人と人を引き裂いてしまう。人は繋がって本レポートは、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。

学び、働き、生活することが楽しい。逆に、間がなくなってしまうと、不安になり、不健康になり、創造力が低下する。

・人はマスクで無表情になり、企業は赤字になって持続できなくなる。人を見なくなったり、人が見えなくなったりすると、自己中心的な発想になる。そうならないように守るのが ESG 経営であると、澤田社長は明言した。

・リアルとリモートをハイブリッドにして、新しい良さを先んじて作っていく。ニューノーマルは自ら作れ、と鼓舞する。一方で、多様化を取り入れることは、コストアップにもなるので、そこは工夫する必要がある。経営戦略は、①ブレるな、常に理念に戻れ、②戦わずして勝つイノベーションを突き進めよ、そして、③文化を創れ、と語った。

・今話題になっている ESG 経営や ESG 投資について、疑問や疑念の声もある。しかし、花王のような本物の企業価値経営にふれると、そうした疑念は払拭されよう。ハードルは高いが、こうした会社が次々登場してくるよう、企業も投資家も大いに切磋琢磨したい。

日立のソーシャルイノベーション～スマートシティへの挑戦

・日立製作所は創業 110 年、5 つの事業分野のイノベーションで社会に貢献しようとしている。COVID-19 で生活は一変しており、制約のある環境資源の中で、節約だけでは 77 億人は生きていけない。サステナブルに豊かな社会を創っていくには、イノベーションが不可欠である。それを日立はソーシャルイノベーションと名付けている。

・11 月に恒例の日立ソーシャルイノベーションフォーラムが Web で開催された。東原社長の講演など、いくつかのセッションを拝聴した。特に印象的であった点を、スマートシティに関連付けて取り上げてみる。

・電車を待っている時、ホームに人が増えてくると電車が頻繁に来るようになる。人が少なくなってくると電車がくる間隔が空いてくる。こうした日立のシステムが、コペンハーゲンで実証実験されている。

・いわゆるイノベーションと社会イノベーションの違いは何か。お掃除ロボットは道具で、道具を便利にするイノベーションといえる。社会イノベーションでは、もっとつながりを大事にして、結びつきから新しい価値を生みだそうとする。

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。

・例えば、世界にいくつもの工場がある時、工場間の連携ができれば、それは1つの工場として動かせる。工場をつなげて、1つの世界工場にしようという試みが、ダイキンと日立によって展開されている。実際、今年6月からフッ素化学品の数百品目を連携させて、生産の決定期間を大幅に短縮させている。

・QOL(生活の質)にとっての価値とは何か。同じ1ドルのパンでも、タイミングや場所によって価値は変わる。生活や仕事の仕方、仲間との会話、モノやサービスのデリバリーなど、工夫は限りなく広がっていく。AIを活用してQOLを向上させる。最小の資源で、最大のQOLを実現するスマートシティ作りに、日立は取り組んでいる。

・街としてのQOLの向上に向け、エリアとエリアをつなぐことによってスマートワールドへ広げていく。日立では、AIのルマーダ(Lumada: illuminate+data)をプラットフォームにして、IT+OT+Productの力を合わせて、すでに1000件のユースケースを作っている。

・今後とも、新しいパートナーと一緒にソリューションを追求して、ソーシャルイノベーションを推進する、と東原社長は力強く語った。価値創出のスピードを一段と上げていく方針である。

・QOLの向上には、ハピネス(幸せ)が欠かせない。幸福に暮らすこと(Well-being)は、かなり主観的である。健康寿命は延びているが、それで自分が思う主観的な幸福度が上がっているとは必ずしもいえない。

・ヒトは一人では生きられない。誰かとつながって、何らかの貢献をしているという気持ちが必要である。会社における働き方においても、決められたことを命令されて、黙ってやるだけでは、給料のためとはいえ楽しくない。いやなことを我慢してやるのが仕事である、という見方はもはや通用しない。

・フランクに会話が成り立ち、フラットにつながって、信頼できる関係が築けている働く場は気持ちがよく、リモートワークでも生産性は高いかもしれない。かといって、ずっとリモートでは寂しい。

・生活の場においても同じで、孤立した空間では生きていけない。笑いと共に、役割や誰かに貢献するやりがいが必要であろう。旧世代と新世代と一緒に共存し、互いを刺激しあい、尊重することで、変化を受け入れていくことができる。

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。

・Z世代はデジタルネイティブであり、SDGs ネイティブである。では、どんな暮らしを創っていくのか。シニアとヤング、ファミリーと一緒に暮らし、働く街がよい。デジタルを活用してデータを取り、便利さも追及するが、街に少しお節介な人がいる工夫も求められる。

・主観的な幸福感は人にとって異なる。集団としての幸福感も文化によって違う。達成感を重視する場合もあれば、人並みの満足を求める場合もある。コロナと戦うのか、コロナに順応するのか、その姿勢にも違いが出る。独立心か協調心かという対立も起こりえよう。

・すぐに好き嫌いを持ち込んで、差別したり、壁を作ったりしないようにしたい。スマートシティが、ある特定の人々のクラス（階級）になってはならない。でも、一定の生活水準を前提にすると、格差が生まれそうである。人は同質を好み、群れる習性があるともいえる。

・東京などの中核都市中心ではなく、地方郊外の街がそれぞれコンパクトなスマートシティを形成していく方が望ましい。シニア棟、ファミリー棟が混在している。生活の場、仕事の場がコネクティド交通で移動できる。買い物、ヘルスケアサポート、観光、エンタメもエリアごと、エリア間で特色を出して、デジタルでつながっていく。

・デジタルスマートシティは、環境、エネルギー、交通、水資源などにおいても、災害に強く、セキュリティも守られている。これから50年かけて、日本の生活空間は大きく作り変えられていこう。

・生活におけるデジタルデバイドを減らし、互いにハピネスを感じられるような共感の場を創っていく。センサーを使ってAIを働かせれば、プライバシーの侵害ではなく、心の状態を気遣うこともできるようになる。

・ここにイノベーションを持ち込み、あらゆることを投資と捉える。当然、リターンを求め。その時のリターンをどのように定義するか。インフラ投資にリターンはあるのか。公共と民間を分けるにしても、できるだけ民間の役割を重視する必要がある。その時、民間企業においてもSDGsをベースにしたESG投資を考慮することが当たり前となってこよう。ステークホルダーがそれを求めるからである。

・とすると、日立が追求するソーシャルイノベーションは、ビジネスの王道ということになる。これを建前と捉えるか、次のビジネスモデル（価値創造の仕組み）のあるべき姿と捉えるか。東原社長は本気でビジネスモデルの革新に取り組んでいる。その1つの分野がスマートシティの推進であろう。スマートシティにはあらゆる事業が関わってくる。今後の成長産

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。

業となろう。

・実際、スマートシティ（都市のデジタル化）がこれから加速しそうである。NRIの機関誌「知的資産創造」（10月号）が、スマートシティの実装について特集している。そのエッセンスを抽出してみると、次の5点になろう。

・第1は、QOL（生活の質）の向上と都市のレジリエンス（強靱さ）の強化である。かつては田園都市をイメージしてニュータウンが作られたが、それが40年を過ぎてくると、生活者も含めて見直しが迫られている。都市に人々が集まることで集積効果を発揮してきたが、負の側面がCOVID-19でさらに露わになっている。郊外型の住みやすい街が新たに求められている。

・第2は、住宅、商業、オフィスなど人が滞在する空間、とりわけビルにおいては、利用者のQOLからみて、3S（Small、Smart、Safety）が加速する方向にある。QOLの向上には、利用者のデータを収集し、その分析を通して適切なバランスを図る必要がある。ワンフロアの大部屋に集まる必要はない。

・第3は、まちのエネルギー、モビリティ、BCPなどを、デジタル化によって緻密にコントロールしていく。そのためには、街のガバナンスを第三者が適切に担っていく必要がある。実際、MaaS（移動の総合的サービス）の導入においても、効率性と収益性をみながら、オンデマンド、シェアリング、自動運転などの導入が大きく進もう。

・第4は、生活者や働く人々が、こうした施設サービスを簡単に利用できるスーパーアプリの台頭である。いろいろなアプリがバラバラにあるのは使いにくい。デジタルデバイドを避けさせるためにも、共有化、簡便化が求められる。こうしたデジタルプラットフォームの戦いも激しさを増そう。

・第5は、COVID-19に強い街づくりである。デジタルの活用で感染症の検知、検査、追跡、隔離、治療などを速やかに進める必要がある。非接触の常態化と、リアルとリモートのハイブリッド化のバランスを図る必要がある。感染症に強い街づくりは、スマートシティのレジリエント化（強靱化）と軌を一にしている。デジタル・ツイン（リアル＋サイバー空間の双子利用）による新しいデザインの継続的な導入がまちのサステナビリティの確保には不可欠である。

・このようなスマートシティにぜひ住んでみたい。同時に、新しい投資機会として関連企業
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。

にも大いに注目したい。

エーザイの企業価値経営に学ぶ～ESG 効果のインパクト

・エーザイの統合報告書（2020年度）を読んで、10月に開催されたESGに関する意見交換会にZoomで参加してみた。

・統合報告書の重点内容について、各責任者から15～30分ずつ報告がなされた。1) COVID-19(新型コロナウイルス感染症)への取り組み、2) 企業理念を知識創造に結びつける実践、3) 人財のイノベーションと働き方改革、4) SDGs達成に向けた取り組み、5) ESGのみえない価値をいかに見える化するか、という内容であった。

・今回の統合報告書はとりわけよくできている。企業価値向上に向けた経営とは、こういうことをやるんだ、とわかる。投資家としては、企業価値評価に当たって、企業のどこをみていけばよいかを、本レポートで学ぶことができる。特に興味を持ったことをいくつか取り上げてみたい。

・エーザイといえば、認知症薬で世界のトップを走っているが、COVID-19にも役立ちそうな治療薬にも急遽取り組んでいる。別の目的に開発していた薬（エリトラン）が肺炎の重症化を防ぐことに役立つかもしれない。

・エーザイにとってのマテリアリティ（重要課題）は何か。課題の特定、優先順位、前年度からの変更点などをマトリックスにまとめている。横軸がエーザイの事業にとってのインパクトの強さ、縦軸が長期投資家にとっても関心の強さ、として表示した。

・「革新的な医薬品の創出」が最も重要な項目であるが、「医薬品の提供にとどまらないソリューションの提供」も重要な関心事である。認知症は簡単には治らない。とすれば、認知症にならないようにするにはどうしたらよいのか。そのエコシステム作りにも取り組んでいる。

・脳の健康度（ブレパ：ブレインパフォーマンス）は、定期的な運動やバランスのよい食事など、生活習慣の見直しによって保つことができる。ブレパ低下のリスクを減らす予防行動や認知機能のチェックを、もっと一般化させていく必要がある。

・新しい習慣を作っていくためには、乗り越えるべき溝（キャズム）がある。このキャズム
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。

の解消には、医療領域だけではなく、日常生活領域における行動変容を促す必要がある。

・エーザイの認知症プラットフォーム「easiit」は、認知症の治療薬だけではなく、生活を見直す社会イノベーションも目指している。これを内藤執行役 CDO（チーフデジタルオフィサー）が担っている。

・認知症は、薬だけでは解決できない。薬剤以外のソリューションもありうる。GAF A (Google、Amazon、Facebook、Apple) などのメガプラットフォーマーがビッグデータをもって、ヘルスケア領域に参入してくることも想定される。

・そこで、エーザイは独自の認知症プラットフォームを作ろうとしている。この構想が興味深い。すぐに儲かるわけではないが、新しいソーシャルイノベーションへの挑戦である。内藤社長の長男がそれをリードしている。

・新しい知をどのように創っていくのか。野中教授の^{セキ}SECIモデル（共同化→表出化→連続化→内面化）をベースに、エーザイの hhc（ヒューマン・ヘルスケア）理念を共同化において、30年実践している。つまり、社員一人一人が、患者に実際に寄り添って、直接の体験を通して、患者に共感して、暗黙知にふれていく。ここから社員の働く意欲を汲み上げていく。

・新しい知を、どのようにビジネスモデル（価値創造の仕組み）に創り上げていくのか。直接体験し、対話を通して考え、それを1つの仕組みとしてまとめ上げ、ビジネスモデルとして実践する。

・ビジネスモデルの構築は、どの企業でもやっていることで、それぞれの企業には固有のやり方があり、それがカルチャーになっていることも多い。エーザイでは、hhc 理念をまさに知の創造で実践している。

・では、そのようにして作り上げた見えない資産 (ESG) を、いかに見える化していくのか。柳 CFO が実証的な分析を行っている。エーザイの内部データを使って、ESG が本当に企業価値の向上に結び付いているかどうかを、統計的に検証した。学問的実証としても、高く評価される内容である。

・まず10年平均のROEが資本コストを上回っていれば、本当の価値創造企業といえたと自らを定義する。医薬品の開発には長期間を要するからである。実際、資本コスト（リスクフリーレート2%+リスクプレミアム6%）を8%として、過去10年の平均ROEは11.1%であ

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。

った。よって、その差（エクイティ・スプレッド）は3.1%である。財務的な価値を産んでいると評価できる。

・では、ESGの価値はどこに表れているのか。PBR = ROE × PER という関係式において、もしROEが8%で、PERが15倍であればPBRは1.2倍となる。PBRが1.0を下回っているということはバランスシートの簿価以下の価値しかないことになる。

・よって、PBRで1.0倍を上回っている部分がバランスシートには出てこない非財務資本（ESG）であると理解できる。そこで、エーザイのPBRとエーザイのESGと示すKPIとの相関を重回帰分析した。100弱のESGのKPIについて、10年のデータをサンプルとして分析した。

・そうすると、人財に関するKPIやR&D費について、正の相関が認められた。柳CF0によると、人財投資を行うと、5年の遅延効果をもって企業価値に効いてくる。女性管理職は7年後に寄与してくる。さらに、R&Dは10年後にタイムラグをもって効いてくることがわかったという。

・分析を通して統計的に有意となった変数をみると、その関係式から感度が分かる。例えば、① 人件費の投入を1割増やすと、5年後のPBRが13.8%向上する。② R&D費を1割増やすと、10年超でPBRが8.2%拡大する。③ 女性管理職を1割改善（8%から8.8%）すると7年後にPBRが2.4%上がる。④ 育児時短勤務制度利用者を1割増やすと9年後のPBRが3.3%向上する。

・つまり、エーザイのESGを示すKPIは5～10年の遅延浸透効果で、エーザイの企業価値を各KPIで500～3000億円上げることが示唆されると分析した。

・確かに、これを画期的である。あくまでエーザイがhhc理念に基づく経営を実践してきた中で、この10年のデータを使って分析した。そこで一定の正の相関を示すデータが得られた。これはエーザイ固有の結果である。それでも、長年先駆的な価値創造を実践してきた会社において、ESGが企業価値向上に結び付いているということ、具体的なKPIを使って統計的に実証した。

・通常われわれは、定性的に尤もらしい因果関係を語る。例えば、多様性を図れば、人材の活用が進み、それが組織の能力を高めて、企業価値の向上に結びつくはずである、と。一般論としては、そうであるとしても、どのように実践しているのか、それが成果として出てい

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。

るのかとなると、よくわからないことも多い。

・エーザイでは、統合報告書でその内容を紹介した。多くの企業にとっても、ESGが企業価値向上に結びつくことの励みとなろう。但し、本当に実践すれば、という条件がつく。実践して、データで検証できるような成果を期待したい。投資家はそこを見抜いて、長期投資に活かしたいと願っている。

社外取締役との対話～何を聞きたいか

・企業の要は取締役会にある。代表取締役社長（CEO）が最も大事であるが、中小企業が中堅企業、上場企業になると、取締役会が格段に重要になる。執行の代表を、誰が取り締まるのか。その役割を担うのが社外取締役である。

・コーポレートガバナンス・コードの次の改訂では、社外取締役の役割をより高めようとしている。先進的な企業では、欧米はもちろん日本でも、取締役会の議長は、執行サイドの社長ではなく、社外取締役の代表が務めている。社外取締役が全体の過半を占め、指名や報酬委員会も過半が社外で、委員長も社外である。

・それがあべき姿なら、全社に義務付ければよいという意見もありうる。しかし、日本は中庸を重ずるので、①急にはできない、②形を整えるにも時間がかかる、③内容が大事なので、全員一律にはいかない。④大企業には求めてもよいが、中堅企業は別である、⑤ベンチャー型企業にはもっと大事なことがある、という意見がいろいろ出ている。

・「社外取締役の教科書」（日本取締役協会編）が出版された。早速目を通して、改めて気になる点をいくつかあげてみたい。取締役会の役割はモニタリングにあるというが、何をモニタリングするのか。取締役会の議題には何を選ぶのか。その時議長は誰がやるのがよいのか。取締役会が本当に役割を果たしているのか。その実効性は本当に評価されているのか。こうした問いに答えようとしている。

・取締役会のあり方として、2つの考え方がある。1つは、アドバイザー・ボードで、社外取締役の役割として、経営者へのアドバイスが重視される。もう1つは、モニタリング・ボードで、株主の代表として経営者の経営を監督し、経営を厳正に評価して、選解任や報酬に直接関わっていく。そのためには、過半を社外で占めるようになり、権限も重くなる。

・では、何をモニタリングするのか。社外取締役の役割として助言はあってもよいが、監督
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。

がカギを握る。助言は監督を通しての助言にとどまるともいえる。その役割は、公正性の確保と効率性の追求である。日々の執行は経営陣に任せてよいが、組織の仕組み作りや、中長期の戦略に関する方向についてはしっかり議論して、それが評価できるようにしておく。

・これをきちんとできる社外取締役としての人材、人物は限られるかもしれない。かなりハードな仕事である。経営を厳しく評価するという意味において、経営陣から独立している必要がある。

・独立という観点において、会社から報酬をもらってよいのか。ストックオプションはありうるのか。中長期の価値向上に貢献しているのに、1年単位の少額報酬しかないとは、奉仕の精神で頑張れというのか。一方で、報酬が生活の糧となるようでは、いざという時、独立の判断は下せないかもしれない。

・12月にエーザイが、機関投資家に対して「社外取締役との意見交換会」を催した。社外取締役7名のうち6名が参加した。Webでの開催であったが、全員の紹介があったあと、すぐに意見交換の質疑に入った。

・社長やCFOに会社の実態を聞くのではない。社外取締役に聞くのである。何を聞くのか。1) 取締役会で何を議論しているのか、2) 社内ではどのような活動をしているのか、3) それらが企業価値の向上に結び付くような内容になっているのか。

・抽象的にいえば、こうしたことを聞くことになるが、具体的な内容には踏み込みにくいので、議論はなかなか難しい。社外取締役は経営の執行ではない。執行サイドを監督している。よって、内容は分かっているけど、それを具体的に外部に話すわけにはいかない。投資家から出た意見は、監督に当たって、次のような点をさらに突っ込んでほしいというものであった。

・議決権行使の結果として、毎年社長に対する反対票がかなり出ている。広義の買収防衛に関わる指針が、投資家から十分賛同を得ていないように見える。社外取締役の役割が重要で、独自の仕組みを整えているとしても、未だ十分な理解が得られない。この点について、今後どのように進めていくのか。さらに議論してほしいという意見があった。

・R&Dの推進において、社外取締役はどのように関わっていくのか。医薬品開発の専門的な知見について、どのように投資判断を監督していくのか。新薬が開発できたとしても、日本の医療制度の中で、薬価にはかなり制約がある。新薬の社会的貢献と経済的リターンについて、どのようにサステナビリティを追求するのか。

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。

・社外取締役としては、中立客観的な立場からもっと社会に対して意見を発信すべきではないか、という意見も出た。社外取締役の役割をもう一步広げてはという提案である。

・ESGにおいて、エーザイは先進的な取り組みを行っているが、執行サイドに報告を求めるだけでなく、もっと働きかけが必要ではないか。Eの環境について、取締役会においてさらに提言をしてほしいという要望もあった。

・Sにおいては、経営環境をビジネスモデルにどう結びつけていくのか。治療薬と予防・予知へのビジネスの広がりをもっと明確に推進するように、社外取締役として活動してほしいという意見も出された。

・こうした意見を聞いていて、3つのことを感じた。1つは、社外取締役との対話はまだまだこちないが、互いに対話をしていこうという姿勢が強いので、今後内容が深まっていこう。

・2つ目は、どうしても執行サイドの内容に、話が行きがちである。監督という立場でどういう活動をしているかを知ってもらうには、さらに工夫が必要である。

・3つ目は、社外取締役は取締役会においてもっと突っ込むことができるのではないかと。ここに一段と力を入れるべきである。社外取締役の活躍に一層期待したい。

建設的対話の促進～いかに食い込むか

・9月に経団連から「企業と投資家による建設的対話の促進に向けて」というレポートが出された。金融資本市場ではショートターミズム（短期主義）への反省・批判から中長期的な価値向上を重視したESG投資等が急拡大している。

・しかし、中長期目線での建設的対話（エンゲージメント）には多岐の課題が存在すると指摘する。その課題は何か、求められる取り組みは何か、について提言している。

・企業と投資家による対話は進展しているが、まだ中長期の将来像を評価するための情報が不足している。対話が形式的なものにとどまって、企業と投資家の双方において具体的な行動に結びついていない。

・中長期の視点に立つ対話において、さまざまなギャップが存在し、ガイドラインの混在な本レポートは、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。

どもあって、説明の難しさが際立つ。企業・投資家両サイドの努力が一層求められるという内容である。その中から、いくつかの論点を取り上げてみたい。

・“Society 5.0 for SDGs” がわが国の目標であるが、新型コロナウイルス感染症によって、デジタル革新 (DX) を目指しながらも、社会の脆弱性がむしろ顕在化してしまった。金融資本市場も、投資による資金供給を通して、これを推進していく使命を担っている。

・コロナショックを踏まえて、世界の投資家の多くは、目先の利益ではなく、雇用の維持を求める動きや、議決権行使において ROE の低下や減配に対して柔軟な対応を示している。米国の経営者団体 Business Roundtable は、多様なステークホルダーを尊重するマネジメントを志向すると宣言し、世界経済フォーラムでは「ステークホルダーキャピタリズム」が掲げられた。

・より長期的な目線で対話を行うには、従来型のデータ提供による情報開示 (ディスクロージャー) だけでは限界がある。対話を通して、1) 企業サイドは自らの課題の克服や中長期的な価値向上のための気づきを得る、2) 投資家は企業の成長による果実を得る、と述べている。その通りであろう。

・GPIF (年金積立運用機関) の今年のアンケート調査によると、①東証 1 部上場企業の 7 割強が ESG を含む非財務情報の任意開示を行い、②同じく 7 割強が企業の長期的ビジョンを示している。また、③機関投資家においては、約 6 割が ESG 投資の推進担当組織を設置している。

・有報 (有価証券報告書) において、経営戦略やリスク情報などの記述情報の充実も、法定開示として改正された。アニュアルレポート、統合報告書などの任意開示を含めて、1) 開示すべき情報の一貫性のなさ、2) 重複開示の要請、3) それに伴う業務負担の拡大なども指摘されている。

・課題は、開示すべき情報の内容、範囲、質について、日本の企業が悩んでいることにある。これについて、2019 年に実施した経団連米国ミッションの調査を通して、①ESG や TCFD については一定の進展がみられる、②指名・報酬委員会の委員やその役割に関して、基本的情報の開示が乏しい、③情報開示は、重要度 (マテリアリティ) と優先度 (プライオリティ) を意識して実施すべきである、という示唆を受けた。

・「コンプライ・オア・エクスプレイン」の考え方も、コーポレートガバナンス・コードの本レポートは、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。

形だけ受け入れて（コンプライして）も何も生まれない。また、必要ないという説明（エクस्पライン）と共に、なぜ受け入れたのか、それをどう実行しているのかの説明や対話がより重要であると指摘する。

- ・2019年の日本投資顧問業協会の調査アンケートによると、機関投資家の4割強が、対話を行った内容に関して、企業サイドからフィードバックを受けていない、と答えた。対話の中でいろいろ提案した内容について、すぐに答えられなかったことも多かったとみられる。

- ・その場合、トップマネジメントが経営を動かして、提案について意思を示す必要がある。対話とはQ&Aではない。将来の企業価値創造について、戦略を語り、実行し、投資家からの提案についてもより深く議論していく場である。

- ・提案については、土俵に乗せて、今後の方向について方針を出していく必要がある。当然、受け入れられないこともある。意見相違の理由を説明し、納得（同感）が得られなくても、理解（共感）を得ておくことが大事である。

- ・共感とは同意することではない。違いを認めつつ、理解を持って受け入れていくことである。投資家は、方針に反対なら、反対の議決権を行使すればよい。

- ・上場会社にとって、株主総会における議案について、投資家がどのような議決行動をとるかは最大の関心事である。投票であるから、しっかり判断して投票してほしい。個人投資家が多いと投票率は低下する。機関投資家は投票してくれるとしても、本当に分かってくれているのか。

- ・パッシブ運用が増えている。TOPIXと同じようにポートフォリオを作ると、多くの銘柄に投資することになる。1社1社の議案を調べて判断する余裕はない。そこで、議決権行使の助言会社を使って議決権行使を行うことになる。

- ・一定のガイドラインに合意しているとしても、個社の事情を本当に理解してくれているとはいえない。そこで、対話が必要になるが、これについても社数に限界がある。企業としては、助言会社及びそれを使う運用機関に、本当に分かってくれているのかと疑念をもつこともある。

- ・運用サイドにすれば、もっとしっかり経営していればそんな心配はいらないと考えるかもしれない。仕組みとしての改善はさらに図られようが、開示を通して一層対話していく必要

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。

があらう。

・議決権行使プラットフォームの活用も課題である。改正会社法では、株主総会資料を3週間前までに電子提供することを上場会社に義務付けた。これによって、投資家は議案の検討期間をこれまでより長く確保することができる。

・実際の議決権行使はどうか。機関投資家も個人投資家もまだ郵送が多い。米英では9割以上の機関投資家が議決権電子プラットフォームを使っているが、日本では13% (2019年10月時点)にとどまっている。このデジタル技術の活用も対話の実効を上げるには必須である。すべてを電子化したらコストは大幅に削減できる。

・機関投資家との対話において、7割を超す上場企業が長期ビジョンを示しているといっても、その中身は3~5年の中期計画を指すことが多い。本レポートでは、10年単位を見据えた企業像を提示することが望ましいと提言している。10年ビジョンを掲げた上で、3~5年の中期計画を立てて推進していくというやり方である。

・ここにも課題がある。ビジョンは思いである。思いは何よりも大事であるが、それだけでは投資判断に至らない。中期計画も参考になるが、経営環境が刻一刻と変化する中で、ほとんどの中期計画は実現しないことが多い。ここをいかにうまくつなぐか。

・価値創造の仕組みであるビジネスモデルに、長期ビジョンを結び付けることである。そうすると、次のビジネスモデルを構築する上で、足りない資産(アセット)が明らかになってくる。それをどう創り込んでいくか。ここまでしっかり示してほしい。

・経団連と東大・GPIFの共同研究(2020年3月)では、長期ビジョンを、投資家が成長性を想起させる要素に分解してみた。そうすると、3つの要素が重要であると分かった。①人を起点とする事業展開、②グローバル課題の解決、③新たなる市場の創出、である。

・レポートでは、これらの3つの要素に着目して長期ビジョンを策定すべしと提言する。より重要なことは、それらをビジネスモデルに結び付けて提示することであらう。

・ESGをテーマにした対話についても、機関投資家はそれをネガティブクリーニングに使うだけでなく、もっとサステナブルな成長に結びつくようなポジティブスクリーニングにもっていくことを求めている。まさに正論である。

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。

・今回の経団連の提言は、バランスがとれており納得できるものである。どう実践するかは、各企業に任せるといふ姿勢であるが、企業においてはさらなる食い込みがほしい。投資家は企業サイドの独自の食い込みを求めており、それを投資判断に活かしたいのである。

投資信託のパフォーマンス～アクティブ運用のイノベーションに期待

・個人的な例をあげてみよう。筆者は個人投資家として2本のポートフォリオを別々に運用している。1本は10年前にスタートし、現在は1.5倍になっている。もう1本は4年前に開始して2倍になっている。

・2年前まで各々の資金の6割を有価証券に投資し、4割をキャッシュとして待機していた。当時いずれトランプショックが来るとみて、1本目はキャッシュの比率を6割に上げ、2本目はキャッシュの比率を9割にして、リスク回避を図った。

・1本目はそのまま現在に至っているが、もう1本の方は、コロナショックを踏まえて、株式などの比率を6割にまで戻した。1本目のポートフォリオの有価証券のうち、8割が株式、2割が投資信託である。この投資信託のパフォーマンスは元本を10%ほど下回っている。

・投信は海外株である。海外株については、個別銘柄の分析が日本株のようにはできないので、アジア株の投資信託など8本に投資している。プラスのリターンのものであるが、全体としては現在マイナスである。

・2本のポートフォリオとも中長期投資が基本なので、ポートフォリオの見直し、銘柄の入れ替えは年に1~2回行うだけである。ポートフォリオの銘柄は各々10社前後で、金額も個人投資家のレベルなので売買（流動性）には何ら問題ない。経験上10銘柄でもかなり分散投資が効いてくる。

・パフォーマンスが相対的によい理由は、自分なりに銘柄研究をして、中長期で投資すると決めていることにある。銘柄はよく選んでいる。銘柄を決めても、すぐには売買しない。1~2年の間にタイミングをみて投資する。

・ベースは等金額投資で、たまにリバランスを図ることもある。個別銘柄をみると、半値になったものもあるが、5倍以上になったものもある。中長期の見方が変わったものはずし、新しくピンときた銘柄に入れて替えていく。極めてシンプルであるが、重要なのは個別銘柄との出会いである。

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。

・では、投信はなぜ儲からないのか。6月に金融庁から「資産運用業高度化プログレスレポート2020」というレポートが出された。プログレスとは、目標に向かって絶え間なく進歩・発展していくことを意味する。現状にはかなり不満があるとみられる。

・国内で提供される公募投信について、過去5年間のパフォーマンスをみると、アクティブ投信の信託報酬控除後のシャープレシオは平均0.20で、パッシブ投信の平均0.40を下回っている。信託報酬控除前でもアクティブ0.29に対してパッシブ0.42であるから、市場平均を下回る超過収益しか上げられていない。

・意味するところは、プロのファンドマネージャーに任せて、成果の上がりそうなポートフォリオを作っても、そのパフォーマンスが市場平均を下回っている。市場平均のポートフォリオに特別な腕はいらない。システムできちんと対応してもらえばよい。

・シャープレシオとは、リターン（収益）をリスク（分散・バラツキ）で割ったもので、リターンは高い方がよく、リスクは低い方がよいので、ポートフォリオのパフォーマンスを見るときによく使われる。

・アクティブの方が通常リスクが高い。でも、それに見合ったリターンが出ていない。ということは、ファンドマネージャーの腕が今1つであるとみられてもしかたがないが、実はもっと深い要因がある。

・世界的にみてもパッシブ投信が伸びるという傾向がみられる。米国のミューチュアルファンドのパフォーマンスをみると、同じ5年間のシャープレシオで、アクティブ0.67、パッシブ0.71であった。

・アクティブがパッシブに負けているのは同じだが、両者ともパフォーマンスの水準が高い。米国では、アクティブがパッシブを上回っているファンド数が日本より多い。日本でもアクティブパフォーマンスがパッシブを凌ぐファンドはあるが、その運用機関をみると、そもそも取扱ファンドの数が少なく、しかも独立系の運用会社である。

・日本の公募投信は、ファンド数が極めて多く、しかも少額である。また、販売会社を1社のみとする専売を商慣行としてきた。この専売本数の比率が、全体の3割を占めている。運用金額が10億円以下の専売投信の多い販社は、大手証券会社、大手信託銀行である。

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。

・大手金融機関のグループに属する運用会社は、業務運営体制がグループリーダ格である証券会社や銀行のマーケティング方針に沿った商品開発を行ってきたのではないか。そういう面があるとすれば、いかに修正していくか。

・本レポートでは、4つの対応が必要であると指摘する。第1はガバナンスで、運用会社の経営及びファンド運営に対して、顧客利益の観点から、より牽制機能を発揮させるようにする。販売優先、親会社の利益優先にならないような組織、人材を配置して機能させる。

・第2は経営体制で、トップマネジメントが運用経験豊富な人材で構成され、長期間在任できるようにする。そして何よりもプロとしての能力が発揮できるように、キャリア開発を実行する。

・第3は目指す姿や強みを明確にして、その実現に向けた取り組みを実行する。国内で成長している独立系運用会社や海外の大手機関はここがはっきりしている。

・第4は、それらを実行する業務運営体制作りとして、少額投信の償還や併合、パフォーマンス確保のためのキャパシティコントロール（運用上限管理）、パフォーマンスに見合った報酬制度（成功報酬型信託報酬）なども一層取り入れるべきである。アクティブ運用において、新しいテクノロジーに基づきリサーチを一段と充実してほしい。

・運用は常にポートフォリオである。パッシブ運用といっても、どの国にどのくらい投資するかによって、パフォーマンスは違ってくる。国内の株式型アクティブファンドの課題をみると、実は日本企業の経営課題と何ら変わらない。

・①顧客の利益を優先するガバナンス体制を作る、②ビジョンを掲げて強みを磨く、③トップマネジメントに優秀な人材を選び、プロの人材育成とそれに見合った報酬体系を作る、④事業再編を行って、常に新しいテクノロジーを活用しつつ、リサーチベースのイノベーションを行う、ということになる。

・運用において、その継続性は最も重要である。一方で、サステナビリティを確保していくには変革が求められる。運用機関は、グローバルな視点にたつて、中長期に儲かる投資信託を開発し、実績（トラックレコード）を作してほしい。その時には、自らのポートフォリオにもっと投信を組み入れたいと思う。

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。