

ベル投資環境レポート

株式市場の調整局面における長期投資の視点

～対話の極意～

2015年9月28日

鈴木行生

目 次	
1. 株式投資の視点	2. 企業価値をいかに見抜くか
➤ 革めて株価水準を考える	➤ 東芝問題を考える～社外取締役に求められる資質
➤ 日銀の金融政策第3弾はあるか	➤ 個人投資家の信頼を得るには
➤ ITに優れた企業とは	➤ シニアからプロの腕を磨く
➤ 介護ヘルスケア～どこに住むか、どこで看取られるか	➤ 長期投資と短期投資
➤ 都市の発展～東急の渋谷開発	➤ 対話の極意
	➤ 対話の達人づくり

1. 株式投資の視点

革めて株価水準を考える

中国リスクで株が急落した。中国経済の失速、元の切り下げ、国際商品市況の下落などが実態悪として顕在化するのではないかという不安が広がったことによる。6月上旬までに、中国株ファンドを整理し、日本株ファンドのウェイトを下げた投資家もいた。予兆はいろいろ出ていたので、次の投資に備えてキャッシュ比率を高めていたのであろう。では、ここからどう見るか。

相場の流れは変わったのか。日経平均株価がすぐに3万円になると予測しているのではないが、そのための条件について検討してみたい。野村証券で投資家向けのセミナーをいくつか聞いた。海外政治情勢、株式投資、ハイイールド債投資である。この局面で、株か債券かといえば、株式投資に妙味があろう。

まずは中国向け輸出比率の高い国への影響が懸念された。オーストラリア、台湾、韓国、チリ、ブラジル、日本、ニュージーランド、南アなどである。日本では、中国からのインバウンドの爆買い減少もありうる。ブームの後には必ず調整が来るので覚悟しておく必要はある。

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。

しかし、中国は国家資本主義である。いざとなったら国のコントロールが強烈に働く。このままコントロール不能になるとも思えない。今回の株価急落に対して、国の介入が入った。市場がコントロールされるまで介入が続くとみてよい。自由なマーケットではないが、中国から世界株安の連鎖が拡大するという可能性は低い。

確かに、政府による投資主導の拡大成長が長期的に続くはずがないともいえる。過剰設備投資が不良資産になってしまう。民間消費主導に移行せざるをえないが、その時には規制緩和や自由化が問われるので、容易でないのも事実であろう。それでも当面は、経済に対するコントロール余地は有しているのだから、引き続き手を打ってこよう。中国発世界大不況というのは想定しにくい。リスク要因ではあるが、いずれ落ち着きを取り戻して、株式市場は戻して来よう。

一方、米国は利上げをしたくなるくらい景気がよくなりつつあり、物価も少しずつ上がりそうとみられている。しかし、いくつか課題がある。1) 景気がよさそうなのは米国くらいで、中国は減速しつつあり、欧州はまだまだである、2) パッとしない世界経済の中で国際商品市況は下がっており、資源国も元気がない、3) 米国の物価もインフレが心配という水準ではない。とすると、これまでと同じように、利上げを急ぐ必要はない。12月に利上げがあるとしても、その後はゆっくり、利上げの上限も過去に比べてかなり低そうである。米国以外の国々は金融緩和が必要である。そうなるからこそ債券価格が下がる心配は相対的に少なくなる。

こうした環境で、世界の低格付債（ハイイールド債）には引き続き魅力があろう。格付けが低いとクレジットリスクを反映して、債券の利回りが高くなる。しかし、すぐに倒産（デフォルト）するわけでない。むしろ、その確率は低い。金融緩和が続き、利上げができそうな米国でも、そのスピードと幅はゆっくりかつ小さいという読みである。

ハイイールド債は、利回りが高い。為替リスクはあるにしても妙味がある。1) 欧州は低成長、低インフレ、2) 米国はエネルギー関連の状況が悪いが、すでにかなり織り込み済み、3) 中国の元建ては格下げになるとしても、米ドル建ての信用力は相対的に高い、という状況である。デフォルトの可能性をよくみていく必要はあるが、利回りがほしい投資家は大勢いる。分散を考えると、米国ハイイールド債、欧州ハイイールド債、アジアハイイールド債など、それぞれ投資チャンスがありそうだ。

ハイイールド債は株との連動が高いので、株価が下がる局面では注意を要する。今回の急落局面でも影響を受け、イールドスプレッドは広がった。ベースが低格付けの企業なので、企業業績を反映する株式市場との関係も相対的に強い。米国の利上げがどのような影響をもたらすか。社債の値下りで混乱を招くか、ドル高の進行で途上国の通貨安を加速するか。FRBは、ゆっくり小幅を基本として、ネガティブなマーケットインパクトを避けるよう行動しよう。投資家はそうのように期待する。とすると、金融緩和の中で、株式市場にネガティブになる必要はない。

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。

日本は、円安、民間設備投資、爆買いがリード役となっている。中国の景況悪化がマイナスではあるが、それによって流れが一変するほどではない。企業業績は向上し、ボーナスも増えようとしている。配当の増大もプラスに働こう。追加の景気対策も必要に応じて打たれよう。

日本のコア CPI は、エネルギー価格の低下によって、上昇が穏やかになっている。日銀の目標とする 2%にはとどかないが、脱デフレという状況は何とか確保することができよう。為替は 120~125 円/ドルの間で上下しながら、方向としてはやや円安へ向かおう。

人手不足を反映して、生産を高めるような設備投資は製造業でも非製造業でも続こう。現在、日本の大企業（ラッセル野村除く金融）の ROIC（投下資本利益率、営業利益（1-税率）/投下資本（純資産+有利子負債）は 4~5%の水準にある。リーマンショック前は 6%近かったのもう一段上げていく必要がある。企業業績は主要大企業（ラッセル野村除く金融）で 14 年度+7.0%に対して 15 年度+14.6%、16 年度+9.4%が予測されている（野村証券エクイティ・リサーチ部）。この業績予想はやや下方修正されようが、減益に陥るほどではない。

2016 年度の ROE は 9.8%前後まで上昇するとしても、過去のピークである 07 年度の 10.4%にはまだ届かない。グローバルに比較すると、日本の ROE（MSCI-JAPAN ベース）10%に対して、欧州 12%、アジア（日本を除く）12%、米国 16%である。この日本で中期的に収益性を改善し、売上高利益率を上げることによって、ドイツやアジア企業並みの ROE12%になれば、PBR が 1.4 倍から 2 倍に上昇することが期待できよう。

そうすれば、日経平均株価で 3 万円もみえてくる。正に ROIC や ROE を軸にした稼ぐ力の向上こそが問われている。その可能性を高めるために、企業と投資家の対話（エンゲージメント）による上場企業全体の収益力の底上げに注目したい。

日銀の金融政策第 3 弾はあるか

8 月末にアナリスト協会で、日銀の関根敏隆調査統計局長の話を聴いた。彼は 28 年間の日銀勤務の中で調査統計局は 5 回目、累計 16 年間はここで働いた。直近 2 年は黒田総裁のスタッフとして、内外を総裁と一緒に飛び回っていた。外部からは分かりにくい政策決定プロセスに関わる経済の見方について、率直に語ってくれた。その中で、筆者にとって興味深かった点をいくつか取り上げてみたい。

1 つ目は、世界経済の減速、とりわけ中国の行方である。世界経済の先行きについて、IMF はここ 2 年ほど見通しを見直すたびに下方修正を余儀なくされている。とりわけ新興国がさえない。資源新興国でドル債務が膨らんでいることは懸念されるが、マレーシアやインドネシアは凌げるとみている。注目の中国について、関根局長は「急性疾患」ではないという。株式市場が急落しているが、これが中国経済の実態を全て反映しているとはいえない。金融機関の倒産が出ているような状況ではないので、過度な心配はいらないという。

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。

一方で、中国の「慢性疾患」に関しては懸念している。不動産を始め資産価格のバブルが逆回転するとバランスシート調整に入ってしまう、これは長引くことになるので、実績データをよくみていく必要があると指摘する。

2つ目は、日本経済の消費の行方である。この点では実質 GDP（国内総生産）と共に、実質 GNI（国民総所得）を重視する。これには海外で稼いだ所得も入っている。輸出入価格の変化によって生じる実質的な所得の増加分が交易利得として加わる。これが伸びているので、日本の儲けは増えているという認識をもっている。

つまり、外需が今ひとつでも内需を支えるお金は溜まっているとみている。所得が増えつつあるので、消費にお金を使ってほしいが、まだそこまでは至っていない。企業の利潤率は上がっているので、設備投資は徐々に高まっている。雇用者報酬も増えているので使ってほしいが、実績では消費性向が下がっている。しかし、これは一時的でこれから伸びてくるとみている。かつて議論された「ダム論」（ダムにお金は溜まっている）が、現状にもあてはまるのではないかと判断している。

3つ目は、物価を2%にもっていけるかという点で、3つのエビデンス（証拠）があると強調する。つまり単なる願望ではなく、そうなる蓋然性がでている。第1は、東大のデータや一橋のデータ（POS データ）をみると、物価は着実に上がってきている。第2は、CPI（消費物価）を構成する500品目の価格をみると、価格変動が0%で物価が動かないという山（中央値）が次第に下がっており、一方で価格が上がる品目が増えている。この0%の山が日本の特徴であり、米国では物価2%が山（中央値）となっているが、日本もそちらの方に動く可能性がある。第3は、期待インフレ率をどうみているかという点で、ハイテク（高度計量分析）でトレンドインフレ率をみると、確かに上がっていると判断できる。全体として生鮮食品、エネルギーを除く物価は+0.9%となっているので、基調はよいとみている。

4つ目は、企業や家計を含めて日本経済に染み付いてしまったデフレ体質を打ち破る政策に力点をおいている。日銀のとっている非伝統的金融政策というのは、①フォワード・ガイダンス（先行きの方向に関するマーケットとの対話）と②資産購入（量的緩和）にある。これによって長期金利を下げるようになってきた。米国は既に量的緩和を終えており、いつでも金利を上げられる状態にある。欧州はデフレ均衡に陥りかねないので、さらなる緩和を要する。

5つ目は、経済の長期停滞をどうみるかである。OECD は日本の規制緩和（雇用や製品などに関する緩和）がさほど進んでいないと指摘する。言われるまでもなく、アベノミクスの第3の矢は何としても実効を上げる必要がある。人的資本に関して、例えば、米国における外国人留学生の構成比率をみると、中国31%、インド12%、韓国8%、日本2%、台湾2%と、日本は低い。日本企業に関するコーポレートガバナンス改革が進み、ROEも上がりつつあるが、そのROE水準も欧米からみればまだ低い。形式を整えるだけではなく、コーポレートガバナンスに魂を入れるのはこれからである。

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。

6つ目は、アベノミクスの3本の矢のうち、第1の金融の矢について、黒田総裁は何としても実現させる覚悟である。つまり、経済の基調がこのまましっかりしているなら、物価2%に向けて今の動きはよいとみている。反面、経済のファンダメンタルズが崩れるような状況に陥ると判断した時には、黒田バズーカ第3弾はいつでもありえる。黒田総裁に裏表や駆け引きはない、と関根局長は強調する。2%は黒田日銀のマנדート(委託された使命)なので、必要なら躊躇なく手を打つと明確に示唆した。

世界経済がパッとせず減速し、原油価格も低位にある。内需の盛り上がりが続かなければ、第3弾の量的緩和はいつでもありうるという見方に確信がもてた。それにしても潜在成長力を少しでも高める第3の矢(成長戦略)はもっと必要である。ROE12%に向けて、政策の遂行と企業の稼ぐ力の向上に大いに注目したい。

ITに優れた企業とは

9月にマイクロソフト(MS)の展示会に参加してみた。ITを企業経営にどう活かすか。どの会社もMSのシステムを何らかの形で使っている。

ミノルタカメラの山名社長は、ものからことづくりへ、サービスのビジネス化を推進する。ものづくりの会社も、ものだけでは付加価値を十分生み出せない。ものを使う場面ごととして捉え、ことの中にサービスビジネスを作り出していく。一回だけのもの売りから、何度でも使う場面ごとのストック効果をサービス需要として捉えていく。このイノベーションを自力だけでなく、パートナーと組んで実現していくという考えである。

CCC(カルチャー・コンビニエンス・クラブ)の増田社長は、自社を企画会社と位置付け、ライフスタイルを提案できる会社にするという。そのために、データが集まるプラットフォームを作る。そのデータを顧客価値に転換することで、ビジネスの拡大を図る。まさに、ビッグデータの活用である。二子玉川の蔦屋家電はその新しい提案である。

日本郵便は受け取りロッカーサービスのはこぼす、全国どこでも360円均一配送のポストパケットなど、新しいサービスをどんどん開発している。11月の上場を控えて日本郵政(JP)グループは、JPの有するビッグデータから新しいソリューションを見出して、そのビジネス化を急ぐ。同時に、ビッグデータを扱えるマネジメント人材も育てていく。戦略的ITでMSと組んでいる。

では、ITを活用して、生産性をどのように上げるのか。ワークスタイルの変革が求められる。ヤフージャパンはクラウドの活用をあげる。どこにいても働けるようにする。会議はいらぬ。大事なものは会話であるという。

資生堂の魚谷社長は、変化のスピードにいかに対応するか。そのためには組織をフラット化し、ITを活用するという。日立製作所の岩田副社長は、海外売上高が5割を超え、海外の従業員も全体の30%を超えている。そのコミュニケーションツールとしてITはますます必要度を高めていくと強調する。

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。

MS ジャパンの平野 CEO は、1) テレワーク、モバイルワークの必要性、2) 新しいコラボレーションに向けた現場での意思決定力の向上、3) データのコネクティビティを高める紐付け方、4) クラウドにあるインテリジェント（高度知識情報）のパーソナル活用を強調した。IT を本当に活用するには、業務プロセスと組織を抜本的に見直す必要がある。同時に、働く人々の自らの付加価値の源泉についても見直す必要があろう。

次に、ビッグデータカンファレンスに参加して話を聴いてみた。ビッグデータ (BD)、IoT（もののインターネット）、AI（人工知能）は三位一体である。経産省は現在、第4次産業革命の羅針盤（新産業構造ビジョン）を作っている。

個人情報について、匿名加工情報なら企業が利用できるようになったので、ビッグデータの利用価値は大きく上がってくる。法的な課題はまだいろいろある。例えば、車の自動走行（無人運転）は国際問題である。ジュネーブ条約に基づいて日本の道路交通法も作られているが、車にはドライバーがいなくてははいけない。これを変えるには、ジュネーブ条約から見直す必要がある。

内閣府の小泉進次郎政務官は、3K（勘、経験、勘違い）に頼る政治ではなく、エビデンス（科学的根拠）に基づく政策立案をしていくには、データの分析を通して政策の質と精度を上げていく必要があると強調した。最近国が作っているリーサス（RESAS：地域経済分析システム）では、①産業マップ、②人口マップ、③観光マップ、④農業マップ、⑤自治体比較マップが利用可能となっており、ダイナミックなデータの動きを通して、地方創生の政策立案やビジネス創出に効果を発揮するものと期待されている。

一つの公共体が有するデータや、一つの企業が有するデータの活用だけでなく、複数の組織体が有するデータを互いに利用し合って、より新しい知見を見出し、それを新しいサービスやビジネスに活かすということもできるようになる。医療データに対しても、そのような方向に進むことが望ましい。

ビッグデータをリアルタイムでアクションに結び付けたい時、AI が威力を発揮する。AI の分野では、最近ディープラーニング（深層学習）が進んできた。また、認識機能のレベルアップも進んでいる。かつてはできなかつたみかんを見分ける、魚を見分けるという高度な認識が機械でできるようになってきた。こうした認識の高度化で、例えば監視コストが従来の100分の1になるとすると、全く新しい仕組みが実現できるようになる。

ものづくりにおいても、まずデータを取り（BDのセンシング）、それを集めて判断し（AI）、そして機械を動かす（ロボット）というIoTが本格化しようとしている。IoTとは、ICTの進化した形であるが、東大の森川教授はそれをデータ駆動型経済という。データを集めたものが勝つという意味である。IoTとはものの情報を集めるメカニズムである。

森川教授はIoTの例として、モバイルヘルス（院内から院外へ）、スマートメンテナンス（橋やトンネル）、スポーツ（経験と勘からデータベースへ）、古紙回収システム、マイカートランク利用型運送など、さまざまな例を挙げる。確かに新しい利用法はいろいろ出て

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。

きそうである。

IoTは共創である。今まで独立していたシステムを連動させて新しいサービスや価値を生み出す。電気代が安い時間帯に洗濯機が動くというようなことはすぐできそうである。つまり新しいテクノロジーではなくても、既存の技術ですぐにもできることある。しかし、日本ではこの共創が働きにくい面がある、と森川教授は指摘する。

CCCの蔦屋が始めたT pointは、今やみんなが使うプラットフォームになり上がった。現在5500万人が使っており、ポイントを貯めている。いろんな企業が入ってきたので、このアライアンスから新しいデータ分析が可能となっている。1歳刻みの人気音楽の動き、その地域に合ったスーパーの新しい店作り、外食チェーンの商品作り、外車ディーラーの集客企画、マンション販売の見込み客作りなどに、今までにない新しいビッグデータの活用が始まっている。CCCマーケティング社はT pointの運営と共に、そのデータを利用したマーケティングやコンサルティングに事業を広げている。それを通して増田社長のいう生活提案を実践していこうとしている。

ビッグデータは今あるデータの活用を目指す、それ以上に重要なことは、今までにないデータを集めることである。データを作って、その利用を考える。SB(ソフトバンク)の柴山副本部長(ビッグデータ戦略本部)は、データサイエンティスト(DS)には、①ロジシティ、②イマジネーション、③インスピレーションの3つの能力が求められるという。データを論理的に分析する。それをみて、マネジメントの視点で仮説を立てる。さらに、データから見えてくる先にあるものを感じることである。そんなDSはなかなかいない。それなら、社内で人材を育てていくことが最も重要であると強調した。

クックパッドはビッグデータのかたまりである。料理レシピをみんなが投稿してくる。今や200万品のレシピが載っている。毎月5600万人が利用している。日本語だけでなく、英語、スペイン語、インドネシア語、アラビア語のクックパッドも始まっている。このデータを社外に販売している。食品の企画に企業が利用している。例えば、地域特性を分析して、北海道ではカレーラムが生まれ、沖縄ではカレーヨーグルトが人気となった。

クックパッドの特長は、とにかく何でも公開する。レシピを公開する。ノウハウを公開する。スキルを共有する。そのことを通して、実はデータをより一層集積していく。そのことが差別化になるので、他社はまねできなくなる。まさに、ビッグデータの究極の姿であろう。

IoTで従来の産業セグメントが崩れていく可能性が高い。BDやAIで新しいビジネスモデルが次々と生まれ、サービスの生産性が上がっていく。その時、働く人々の付加価値はどこにあるのか、が改めて問われよう。それについて筆者は、マン・マシン・シンバイオシス(ヒトと機械の共生)にあると考える。どこまでいっても、ヒトにしか感じられないこと(センサー)、ヒトにしかできない情報処理(プロセッシング)、ヒトとしての判断力(デジジョンメイキング)、ヒトとしての細やかな動き(アクチュエーター)、さらにグループ

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。

中での気配り(コミュニケーション)などが機械と共存する。この共存する仕組みのイノベーション(革新)の中で、新たな価値創造がなされよう。

介護ヘルスケア～どこに住むか、どこで看取られるか

誰でもいつかは介護を受けるようになる。その前に、自分の親や親族の介護で一定の役割を果たす必要がある。順送りの巡り合わせといえよう。介護制度が充実してきたとはいえ、自らの現場にあってその負担は重い。人生の下り坂を人に迷惑をかけずに過ごしたいと思いつつ、互いに支え合う仕組みの充実も一層求められる。

敬老の日、田舎に住む95歳の母を訪ねた。特養(特別養護老人ホーム)に入っている。要介護3のレベルながら、至って元気である。会話をすれば、息子であるとわかってくれるが、すぐに忘れてしまう。月額費用は本人がもらう年金でほぼ賄える。これも国のおかげである。福島県猪苗代にある特養の施設は広く充実しており、お世話を担当する人々にも恵まれている。

9月に、ベネッセホールディングスで有料老人ホーム事業を展開するベネッセスタイルケアの滝山真也社長の話を聴いた。滝山社長は現在44歳、20年間この仕事をしている。介護制度の実態について認識を深めたが、印象に残った点をいくつか取り上げてみたい。

介護保険は2000年にスタートした。これによって利用者はサービス内容や事業者を選べるようになった。一方で、民間営利法人も参入できるようになった。現在、介護サービスの6割以上が民間企業によって運営されている。その次が社会福祉法人で、2割強を占める。

介護保険料は、40歳以上の人を支払っている。65歳以上は年金から天引きされ、40～64歳の方は医療保険と一括して徴収されている。介護保険を利用したい時は、要介護認定(市町村の認定調査、医師の意見書)を受け、ケアマネジャーが作成したケアプランに従う。7段階(軽いほうから要支援1～2、要介護1～5)の認定に応じてサービスを受ける。本人の自己負担は1割で済む。但し限度額があり、これを超えると全額自己負担となる。財源は、保険料が半分(現在40～64歳が29%、65歳以上が21%を負担)、税金(国、県、市町村)が半分を担う。

問題は、この財政負担がどんどん増えることである。介護保険の税費用は2000年度3.6兆円であったが、2014年度10.0兆円となり、このペースでいくと2025年度には21兆円になりそうである。65歳以上の人払う保険料もスタート時は月2900円であったが、現在は5500円、これが10年後は8100円に増えるものとみられる。

介護保険料を支払う人は、いずれ自分もお世話になるとしても、保険料がどんどん上がっていくのはたまらない。介護サービスを受ける人は少しでもよいサービスを受けたい。家族や周りの人も自己の経済的・労力的負担が減ることを望む。国は財政がもたないのだから、できるだけ切り詰めようとする。問題は確実に大きくなっていく。

民間企業は介護サービスをビジネスチャンスと捉えるが、介護サービスの付加価値を
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。

のように高めていくのか。時に不正も発生しているので、フェアな競争環境が必須である。介護サービスで働く人々の報酬は全般的に低い。ひいては働き手が不足している。しかし、他の仕事と同等の賃金を実現するには介護サービスの生産性を上げることが求められる。しかし、人へのサービスはそう簡単に効率が上がるものではない。ここに、どうイノベーションを起こすかが問われている。

民間企業に比べて社会福祉法人は税制（非課税）、施設整備への補助（国が半分を負担）、職員への給付等で優遇を受けている。民間企業ではできない介護サービスを担っているという側面もあるが、その組織体制のガバナンスや財務状況の情報開示については、今後の改革が必要であろう。

介護の人手不足は著しい。正社員の処遇は全国平均で月 20.4 万円、パートの時給は 1200 円弱である。全国の正社員の有効求人倍率は 2 倍、東京 23 区のパートの倍率は 10 倍である。つまり、パートでは人がほとんど集まらない状況にある。介護職員数は 2013 年度 171 万人であったが、2025 年度には 253 万人が必要で、このままでは 38 万人ほど不足するという試算（厚生労働省）もある。外国人介護士の導入も容易ではない。ここにも仕組み革新が求められよう。

介護サービスの住居には、①特養（9000 カ所、54 万人）、②グループホーム（認知症対応、1.25 万カ所、18 万人）、③ケアハウス（軽費老人ホーム、500 カ所）、④有料老人ホーム（3500 カ所）、⑤サ高住（サービス付高齢者住宅、250 カ所）がある。③、④、⑤は特定施設入居者生活介護で、その他に居住介護支援（ケアプラン）、訪問介護（ホームヘルパー）、通所介護（デイサービス）等がある。

これらの施設が不足している。高齢者はますます増える。既に生まれる子供数より亡くなる高齢者の方が多く、人口減少社会となっている。これからは「多死社会」となる。厚生労働省の統計では、2030 年の年間死亡者は 165 万人に達するとみられる。その内訳（死亡場所）は、医療機関 89 万人、介護施設 9 万人、自宅 20 万人、その他 47 万人となっている。この 47 万人はまだ死亡場所が推計できない人である。つまり、死に場所が不足している、と滝山社長は指摘する。

死亡前 1 年間の医療費は急増する。病院に比べて、在宅で死亡する場合の医療・介護費は少ない。さまざまな理由や要因はあるが、医療機関以外での看取りができるような整備が必要であるという見方には賛同できる。苦しいだけの高額延命治療を受けたくないという人も今後増えてこよう。自分らしい最後をどのように迎えるかは、それぞれの覚悟として自ら定める必要がある。

財政的な負担増からみると、補助を必要とするような介護施設を作るよりも、在宅で済むようにしたいという政策が働くことになろう。しかし、在宅介護にも課題がある。介護と仕事の両立が難しいことである。介護のために職を離れる人も増えている。年間 10 万人が介護離職している。老老介護の問題もある。介護のストレスや悩みを緩和する仕組みも

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。

必要となっている。

2011年度の改正以来、サ高住が増えている。特養やグループホームよりは手軽にサービスを提供できると考えた。しかし、サ高住では看取りができない。介護付有料老人ホームは看取りにも力を入れている。死亡を理由にした退去者のうち、50%がホーム内での逝去であり、3年前と比較して14%増加しているというデータもある。しかし、介護付有料老人ホーム（特定施設）は介護給付費が自宅暮らしの住民に比べ高いため、各自治体は建設総量を規制する方向にある。

主要業態別に提供企業のトップ3をみると、1) 有料老人ホームで、ベネッセスタイルケア、ベストライフ、メッセージ、2) グループホームでニチイグループ、メディカル・ケア・サービス、ユニマット、3) サ高住で、メッセージ、学研、ヴァティーである。

ベネッセは、現在280の介護付き有料老人ホームを有する。1.36万人が入居しており、そのうち2014年で3000人が退居した。平均年齢は85歳で、その7割が死亡であった。死亡した2000人のうち、半分の1000人をホーム内で看取っている。業界のデータとほぼ一致する。ホームへの平均入居期間は5年であった。ベネッセには、この4月に新卒420名が入社した。新卒を採って、人材を育成している。企業としての発展と人材育成が若い人材を引き付けているものとみられる。

介護ヘルスケアの潜在ニーズは大きい。マーケットの拡大は公的費用の増大をも意味するので、費用は抑制しつつサービスの量的・質的増強を図るということになる。民間がいいところ取りするだけでは済まない。かといって、従来の規制に守られてサービスするだけでは、需要増に全く対応できない。規制改革と民間企業のイノベーションに期待したい。個人的には、ベネッセスタイルケアなら将来入居したいという実感をもった。

都市の発展～東急の渋谷開発

9月に2015年の基準地価（国土交通省）が公表された。全国の地価はまだ下がっているが、東京、大阪、名古屋の三大都市圏は上がっている。全国の商業地は前年比-0.5%であったが、三大都市圏は+2.3%、その中でも東京都は+3.3%となった。

住宅地の県別価格は、その差が著しく大きい。東京都を100（平均32.4万円/㎡）とすると、神奈川54、大阪45、埼玉33、京都32、兵庫31、愛知30、北海道6である。例えば、筆者のオフィスがある日本橋人形町は1㎡当たり124万円、自宅のある世田谷区桜は58万円、故郷の福島県会津若松市は6万円である。

どこに住むのが快適か。生き方、仕事、家庭など、それぞれの理由によって意見が分かれよう。自分の思うようにならないことも多い。安全・安心、故郷、老後、子育てといった局面によっても選択肢は異なろう。

最も地価の高い東京の再開発はどんどん進んでいる。古いビルが高層ビルに建て替えられている。新しいビルは耐震性を始めとする防災や、オフィス・居住機能としての快適性

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。

にも優れている。誰でも新しく便利なオフィスで働き、ファッションブルな街の近くに住みたいと思うであろう。

街の付加価値をいかに高めるか。その再開発が活発化している、その中で、渋谷はどうか。東急電鉄（東京急行電鉄）の濱名取締役（都市創造本部）に話を聴く機会があった。いくつかの注目すべきポイントを採り上げてみる。

東急電鉄のビジネスモデルは、「不動産開発の街づくり」と「鉄道の敷設」によるスパイラル効果の創出にある。①交通事業、②不動産事業、③生活サービス事業を三位一体として、シナジー（相乗効果）を追求している。

近年の沿線開発では、二子玉川ライズが注目される。構想から30年余りをかけて、今年7月に全体が完成した。店舗、住宅（高層マンション）に加え、オフィス、ホテル、シネマコンプレックスなどが整った。楽天の本社が集結し、蔦屋家電がオープンしたことで話題を集めている。週末に二子玉川へ行くと、ヤングファミリーでいっぱいである。ここにオフィスが大移動してきたので、全く新しい街に仕上がっている。

東急電鉄の起点である渋谷は、鉄道の乗降客数で新宿に次いで2位、池袋を凌いでいる。1日当たり300万人を超える。東急線沿線には520万人が住み、一人当たりの所得は全国平均の1.5倍である。年収1000万円以上の世帯も首都圏の2割を占める。

渋谷はIT・クリエイティブ系産業の集積が進んでいる。2000年以降に設立された東京都のIT企業数で、渋谷区は最も多い。IT企業2317社のうち渋谷区が588社を占めた。また、インバウンド（来日外国人）の訪問率では、新宿・大久保、銀座、浅草に次いで、渋谷は第4位（42.6%）で、丸の内・日本橋、秋葉原よりも多い。欧米系の人々が多いのも特徴である。

一方、課題はインフラの脆弱性にある、と濱名取締役は指摘する。その内容として、1) 駅施設の老朽化、2) バスターミナルの交通立地、3) 谷地形での浸水・冠水被害、4) バリアフリーが不十分、5) 乗り換えの不便、6) 歩行者空間の不足などがあげられる。

もう1つの課題は、オフィス床の不足である。大規模オフィスの供給が有力企業の成長スピードに合っていない。グーグルやアマゾンが渋谷から出て行った。ラインも間もなく出ていくかもしれない。成長に見合ったスペースが用意できないと起こりうる。逆に、新しいビルが建つと、そこには成長企業が移ってくる。街のインフラが、新陳代謝を加速することにもなる。

東横線の地下化と副都心線との直通運転はすでにスタートした。かつての東急文化会館を渋谷ヒカリエに衣替えする再開発も完了した。今後は鉄道で、山手線ホームと埼京線ホームを近づけて並列化する。銀座線の乗り換え動線を分かり易くしてホームの拡幅を図る。この鉄道の整備は2027年に完成する予定である。東口広場、西口広場を1.3倍に広げる。渋谷川を改良して、雨水貯留槽（4000t）を2019年頃に作る計画もある。

将来、「日本一訪れたい街 渋谷」の実現を目指す。これが東急電鉄のビジョンである。

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。

ヒカリエは2012年4月に開業し、オフィス、ファッション、レストラン、ミュージカル劇場「東急シアターオーブ」、情報発信拠点「ヒカリエホール」・「クリエイティブスペース」が活用されている。このオフィスには、DeNAの本社が入っている。オーブは2000席のミュージカル専用シアターである。

渋谷駅には、東棟、中央棟、西棟を建てる。高層の東棟はオリンピック前の2019年度に開業を予定し、中央棟、西棟は鉄道との連携があるので2027年の完成予定である。地下2、3階が東横線、田園都市線、2階がJR、3階が銀座線で、縦の動線がコアとなってつながるようにする。また、1~4階の各階に歩行者の動線が出来て、渋谷界隈のビルに歩いて移動しやすくなる。多層な歩行者ネットワークを形成する考えである。

渋谷区南(旧東横線ホーム)では、オフィス、店舗、ホテルの高層ビルを建設する。2018年秋に開業予定である。ここでは渋谷川の再生を図って、水辺空間を演出する予定である。道玄坂1丁目(旧東急プラザ)に新しいビルを建て、2019年に開業する。空港リムジンバスを含むバスターミナルが、ここで一新される。また、渋谷駅桜丘口(2020年予定)や宮下町(2017年度予定)では、住居も含めたビルを建設し、クリエイティブ・コンテンツ産業との連携を創出するという方針である。

こうしてみると、オリンピックの2020年までに、主要なビルは完成し、人の動線は大幅に改善される。また、2027年に鉄道がすべて再整備されれば、ビルの縦の動線で鉄道間の移動もスムーズになる。オフィスや住宅の供給も大幅に増えるので、全く新しい街が形成されよう。ここでITやクリエイティブ産業が一段と発展すれば、新しい産業集積(クラスター)が大きな力を持ってこよう。渋谷をコアに、東急沿線には住みたい街がますます形成されてこよう。東急電鉄の街づくりに期待したい。

2. 企業価値をいかに見抜くか

東芝問題を考える～社外取締役に求められる資質

東芝の不正については、まだよくわからないことが多い。そのよくわからないことを、社外取締役の立場で考えてみよう。

1つは、社外取締役の現場を見る力である。外部から見て、ビジネスが上手くいっていないということはわかるはずである。環境悪化と競争劣位の進行で、どうすればよいかという決め手が得られない場合もある。

そうすると、赤字を減らすという縮小均衡の手を打つしかない。この時に、抜本的な手を打つことをトップマネジメントは嫌う。しかし、相対的危機の局面で対応しないと、絶対的危機まで追い込まれてしまう。

執行は社長に任せているのだから、回復を期待してゆっくり手を打つといわれれば、そ

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。

れもありということになる。その時に、現場で不正が行われるとは普通考えないが、人は追い込まれると、とんでもないことをする場合がある。

厳しい事業を担当する責任者や、現場のさまざまなレベルの担当者に、よく意見をきく必要がある。このような調査を行う必要がある。取締役会に出るだけでは分からない。それとは別にヒアリングやディスカッションを行っていく必要がある。経営陣が嫌うかもしれないが、こうした対話を行うことに何ら問題はない。

これにはかなり時間が取られる。それでも、社外取締役が必要に応じてビジネスの実態を把握しようとするれば、このような行動が求められよう。これが社外取締役にできるかどうか、重要な資質の1つである。できない人は社外取締役に向いていないといえよう。

2つ目は、投資家の立場を身に付けていることである。社外取締役は常に少数株主の立場で経営を監督していく必要がある。とすると、投資家の気持ちが分かる必要がある。最も大事なことは、中長期的な企業価値創造としての ROE 経営を理解し、その視点で経営をみることである。

それには、ROE 経営を実践した経営者であることが求められる。これまで経営者であったとしても、「伊藤レポート」でいう ROE 経営が十分理解出来ない人が、経営者としての経験を社外取締役として活かすといわれても必ずしも十分ではない。

もちろん社外取締役もポートフォリオであるから、人材は多様であってよい。さまざまな経験を活かして、その会社の経営を監督していく。しかし、その人材の中に ROE 経営が身に付いた人を一人以上入れるべきであろう。とすると、機関投資家で株式運用を実践し、マネジメントを経験したような人も望ましい対象となろう。

3つ目は、トップマネジメントが本当に優秀かどうかを見抜く力量を持つことである。役員として選ばれ昇進した時に、その人がこれまでいかに成果を上げて、どんな資質を見込まれ、将来何を期待されているかを知る必要がある。社外取締役にそんなことが分かるのか。分かる必要がある。

取締役会でそれがわからないとすれば、その取締役会での議論が十分でない可能性がある。十分でないとすれば、別の形でそれを知る必要がある。社長は後継者を自分で決めたい。当然であろう。しかし、リーダーシップが独断的偏向にならないような仕組みを作る必要がある。そうでないと、社外も社内も納得しない。

難しくはない。マネジメント層の人材と業務の実態を知るという意味で、個別に話していけばよい。この動作をきちんとなすことが求められる。社外取締役になるような人は、このことが出来るはずである。これが無理という人は社外取締役に向いていない。

①ビジネスの中身を追求する力、②ROE 経営を評価する力、③マネジメント人材の経営能力を見抜く力、この 3 つが社外取締役に求められると考える。東芝の社外取締役はどうであったか。それでも組織ぐるみで粉飾が行われたとすれば、不正を追求することはできなかったかもしれない。

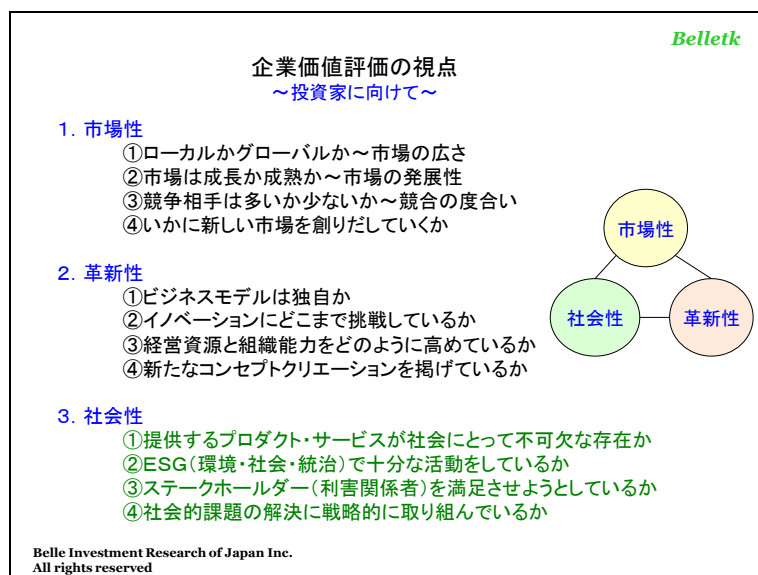
本レポートは、独自の視点から書いており、基本的に会社側の立場に立つものではない。本レポートは、投資家の当該企業に対する理解促進をサポートすることを目的としており、投資の推奨、勧誘、助言を与えるものではない。内容については、担当アナリストが全責任を持つが、投資家の投資判断については一切関知しない。本レポートは上記作成者の見解を述べたもので、許可無く使用してはならない。

1つの限界がありうる。しかし、何か予兆はあったのではないか。もし自分がその立場であつたら見抜けたか、何らかの行動を開始したか。この問いを重く受けとめたい。

多くの場合、不正を実行する人間は一人ではない。必ず仲間がいる、そうでなければ、組織のためであっても怖くてできない。それを防ぐには、1) 不正は絶対にばれる、2) よって絶対にやってはならない、というカルチャーを組織能力として身に付けていくしかない。内部通報という仕組みが機能すれば、うそは必ず発覚すると覚悟すべきであろう。

東芝は例外か。今回の事案に関しては例外かもしれない。しかし、同じことが起きる土俵は、どの会社にもある。それが起きないように、人材の教育と組織の仕組み作りを行ってきたはずである。ガバナンスをしっかりと企業価値を上げようという時代に、粉飾で見た目をよくしようというのでは話にならない。

2代目伊藤忠兵衛は、「うそをつくな。一度をうそつくと、必ず何倍にもなって暴れだす」と諭した。この名言を肝に銘じたい。同時に、投資家の「企業を見抜く目を養う」という鍛錬は、経営者や社員の人材教育においても一段と重要性を増すことになる。



個人投資家の信頼を得るには

伊藤忠商事の個人投資家説明会に参加した。会社側では、昨年の15回に対して、今年は30回の説明会を開催しようと力を入れている。面白かったのは、アンケート回答用の機器を全員に配り、要所要所で質問をして答えをスクリーンに映し出し、飽きさせないようにしていた。

伊藤忠商事を知っているかという質問では、繊維に強いという答えの次に、朝型勤務が2番目に多かった。岡藤社長の名前は意外に知られていない。説明会の最後に、今日の説明で株式購入を検討するかという問いに対して、一定の反応は出ていた。機器は250台用意

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。

してあって、参加者は150名前後であった。大きなフォーラムやシンポジウムでは参加型アンケートはよくあるが、個人投資家説明会で使っているのは初めて見た。確かに面白い。

では、説明会の中身はどうであったか。50分の説明はよくまとまっており、分かりやすかった。しかし、まだ会社を知ってもらいたいという解説型であった。これをいかに超えていくか。それが個人投資家向け説明会の大きなテーマであろう。

もう少し別な場面を想定して、ベンチャー型の企業が個人投資家から投資を募ることを考えてみよう。いくら説明しても実際に投資してくれなければ、事業を拡大するための資金が手に入らない。何を伝えれば、実際のアクションに結びつくのだろうか。その要素について検討したい。これは、私が納得して投資したくなる条件である。

第1は、経営者の人物像である。創業者がイノベーターである場合、あるいはイノベーターは事業のコンテンツに邁進し、マネジメントは外部から招いたプロに任せるという場合もあろう。いずれにしても、コアメンバーの人物に、‘個性としての凄さと信頼感’を持てるかどうかポイントである。凄さとは、自分の言葉で実現したい夢やビジョンを語り、実際の事業について設計図を描いてみせることである。信頼感とは、嘘をつかずに本音を語り、常に誠実であるという姿勢である。これは表情や言葉の端々に必ず出てくる。

第2は、事業の革新性と成長性である。新業種新業態の場合は、まだ世の中にないビジネスをやろうとするので、その新しさについていけない可能性がある。一方で、既存業種新業態の場合は、すでに先行する企業があり、それに対して新しいやり方や仕組みで市場を作りつつシェアも上げていくというパターンである。ここでのポイントは、イノベーション（仕組み革新）にある。簡単に真似のできない新しい仕組みを構築して、それを一人のイノベーターに依存するのではなく、組織能力にしていくことである。事業の中身を逐一説明するのではなく、事業の革新性がどう「長期の金儲け」に結びつくかを説得して、投資家に納得してもらうことが重要である。

第3は、事業計画が上手くいかない時の対応である。そもそも、ほとんどの事業計画は上手くいかない、と考えた方がよい。計画には必ず願望が入る。当然である。問題は目標達成が上手くいかない時に、どのような手を打っていくか。それを事前にどこまで考えているか。あるいは、そういう事態を想定して、逃げ道を考えてあるかが問われる。

投資家は逃げ道の話など聞きたくない。何としても目標を達成してほしいと思う。それがある程度確信できるから投資をするのである。しかし、予想外にドスンとくることもある。それも想定して覚悟しておくことが求められる。企業サイドではドスンと来た時に、次の作戦を打てるように対応し、そのことを投資家に逃げずに説明してほしい。

上場を目指すベンチャー企業にとっては、第1のイノベーターのマネジメント力、第2のイノベーションによる成長力、第3の上手くいかない時のリスクマネジメント力、によって投資家を引き付けられるかが決め手となろう。ここでピンとくれば、投資家はお金を出す。

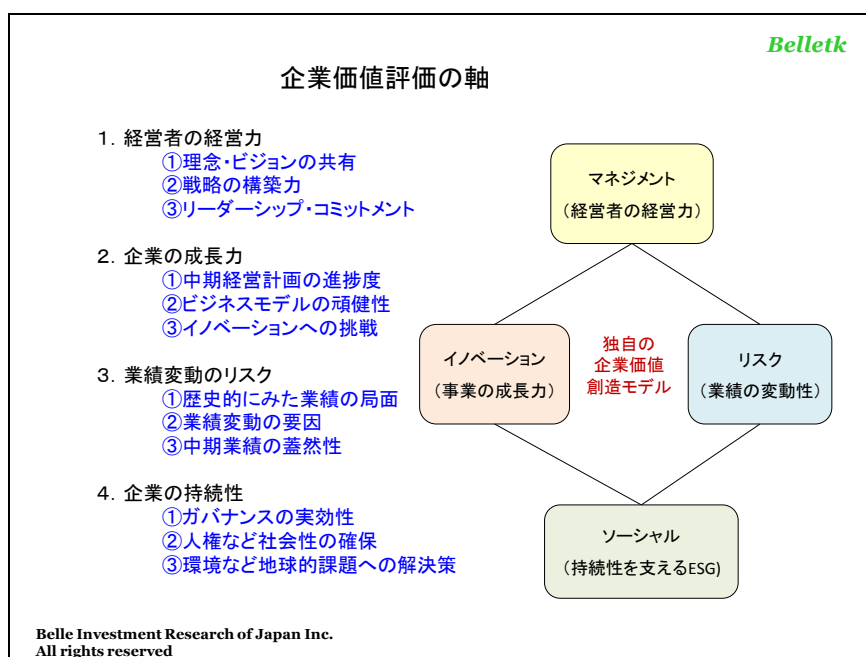
本レポートは、独自の視点から書いており、基本的に会社側の立場に立つものではない。本レポートは、投資家の当該企業に対する理解促進をサポートすることを目的としており、投資の推奨、勧誘、助言を与えるものではない。内容については、担当アナリストが全責任を持つが、投資家の投資判断については一切関知しない。本レポートは上記作成者の見解を述べたもので、許可無く使用してはならない。

次の第4の条件は、その企業が少し大きくなってきて、もう少し大型のファイナンスをしたくなった時には、第4の要素としてESG、つまり社会性が問われる。環境、働き方、ガバナンスに対して、しっかりした組織的対応を実践していくことが求められる。社会的価値を組み込んで企業価値の向上を目指していく、ここのところを投資家に「見える化」してほしい。

最後の第5の条件は、イノベーションの連鎖を生むような仕組みをビジネスモデル(BM)の中に組み込んでほしい。現在のBMを新しいBMへ変換させようと、どの企業も取り組んでいる。そのために中長期計画を作り、戦略を実行している。しかし、これではまだ不十分である。今のBMをとことん追求していくと、新しいBMにオートマチックに変身していくような‘イノベーションを内在化したBM’が本物のサステナビリティ(持続性)を保証することになる。そのような企業を見出したい。例えば、米国の3Mはその1社かもしれない。

ベンチャー型の企業に関して、投資家は最初の3つの軸で評価しよう。上場企業になると、ESGも入れた4つの軸で評価されよう。そして、長期投資を考える投資家にとっては、第5のイノベーション内在型のBMを持った企業が最も信頼できよう。投資家はピンとくる企業に投資したい。つまり共感し納得できる企業かどうかを知りたいのである。

そのために‘長持ちする情報’を企業に求める。この長持ちする情報とは何か、を企業には問いたい。それは、事業の解説ではない。今期の業績の増減ではない。中期計画の目標数字ではない。‘投資家と共有できる企業価値創造のプロセス’にこそ共感の源泉があるといえよう。そういう企業に投資をして、長期に保有したい。



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。

シニアからプロの腕を磨く

75歳からを後期高齢者という。この辺りから病気になる人が増えて、一人で生活することが難しくなることが多い。今は年金が65歳からになりつつあるが、将来は75歳くらいまでは元気に働いてほしいという時代になりそうである。

若い時には自分の仕事に忙しく、金融について学ぶ機会が少なかったという人も多い。50歳を過ぎて、あるいは60代の定年になってから、株式投資を学ぶといっても遅すぎると思うかもしれない。しかし、そんなことはない。シニアから株式投資のプロの腕を磨くことは十分できるのである。

プロといってもいろんな投資家がいる、若くしてデイトレーダーを本業としている人、大手の投資運用会社でファンドマネージャーをやっている人、事業家でありながら株式投資に熱心な人など多様である。そこで、まず自分はどんな投資家になりたいかをイメージしてみよう。

1) 自信はないが、自分で投資判断をして投資してみたい、2) よく知られた大物投資家のようにになりたい、3) 特に尊敬する人はいないが、慎重に着実に投資したい、4) せっかく投資するなら、時に思い切って勝負することがあってもよい、5) 自分ではよくわからないので、誰か信頼できる人に全部お任せしたい、などいろいろな考えがあろう。

まずは自分の人生を振り返って、一番の決断は何であったかを思い出してみよう。人生で重大な決定をした時に、何を最も重視したか。何か偶然に流されたという人もいよう。それでも自分なりには必死に考え、その上で決断をしたはずである。何か自分なりの根拠を持って、納得したはずである。それがうまくいった場合もあれば、いまだに後悔していることがあるかもしれない。そういう決断に比べて、株式に関する投資判断というのは、随分性格が異なる。訓練して、腕を上げていくことができるからである。

すでに株式投資の経験のある人は、①うまくいった時は、読みが当たったのか、予想しないことがいい方向に作用したのか、②うまくいかなかった時は、同じように何が原因であったのか、を考えてみてほしい。予想したことが外れた場合、なぜ外れたのだろうか。予想しないことが起きた場合、なぜ予想できなかったか。それは、本当に自分の判断による責任だろうか。何か言い訳がしたくなる。しかし、くよくよ後悔しなくてもよい。

これから株式投資をやってみようと思う人は、1) その会社の社長と同じ気持ちになれるか、2) 顧客としてその会社の商品やサービスを素晴らしいと感じるか、3) もし尊敬する人がいるとすれば、その人の何が優れていると思うかを考えてほしい。その上でもう一度、自分はどんな投資家になりたいかを問うてみたい。

資産運用のプロにはどんな能力が必要なのだろうか。しばらく前に、プロのファンドマネージャーであった依田孝昭氏と話したことがあった。彼が書いた本「外資のアセットマネジメント」には、プロに求められるいくつかの必要条件があげてあった。①意思決定ができる判断力がある、②論理的なものの考え方ができる、③間違いを恐れない、④間違い

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。

は素直に認める、⑤旺盛な知的好奇心を有する、⑥他人の意見を聞くことができる、⑦思考の柔軟性がある、⑧精神的なタフさを有する、⑨実行力がある、という点である。

なるほどと思いつつ、よく考えてみると、これは普通のサラリーマン、キャリアウーマンにとっても当たり前に必要なことである。何らかの組織で10年、20年、30年と働いたことのあるシニアなら、仕事におけるこのあたりの厳しさと必要性はよく分かっていると思う。それができない人と一緒に仕事をして、人間関係で悩んだことも多いと思う。長い人生でさまざまな苦勞をしてきたので、思い当たることがいろいろあろう。そう考えると、個人差はあるとしても、プロの腕を磨くのに特殊な才能が必ずしも求められているわけではない。

事業家であり、個人投資家でもある竹田和平氏は、「徳」のある投資を心がけよ、とよく言っていた。徳というと難しそうであるが、そう深刻にならなくてよい。徳には仁義礼智信などがあるが、人としての大事なことを踏まえて、その視点で投資する会社をみていけばよい。竹田氏は、1) 株主になれば、自分で事業をしているのと同じである、2) 将来への確証はないが、頑張っている会社を見つけて長期的に育てていくという気持ちを持つ、3) この投資が会社を通して世の為、人の為になるかを考える、4) 過去の成功体験や人情といったしがらみを取り払って自分で判断する、5) 1社がダメでも他の会社でカバーするように積極的に攻める、という点を強調した。感謝の心を忘れずに、徳のある投資を心がける。そうすると、投資の腕が上がり、成長への道が開ける。投資をしてワクワクすることが、投資の原点であるという。確かに共感できる。

大事なことは、自分で判断することである。そのために、何らかの判断材料が欲しい。専門家を活用してもよいが、頼りすぎないことである。将来を予測するのは難しいが、その範囲を広くとれば、予測の蓋然性（確からしさ）は十分考えることができる。人の意見を聞いて、当たったか外れたかで判断するのは得策でない。但し、自分の見方と違った予想外のことが起きたら、さっさと出直しの行動をとるべきであろう。

会社を見る時には、ビジネスモデルをはっきりさせ、納得できるように心掛ける。ビジネスモデルとは、企業価値創造の仕組みであり、「儲ける仕掛け」である。どうすると儲かるのか、そのためにどのようなリスクをとっているかを知っておくことが大事である。会社の話聞いた時には、①社長の経営力、②事業の持続力・成長力、③組織としてのリスクマネジメント力について、自分なりに評価してみる。難しくはない。1) A社、B社、C社と、3社以上を比較してみる。2) 同じ会社について、前回と今回と違いは何かを比べてみる。そうすると、経営力、持続力・成長力、リスクマネジメント力が何となく分かってくる。そういう視点で会社を見るのが、次第に身についてくるからである。

次に株価を見る。その時には、①まずROEの水準を見る、②次にPBRを見る、③そしてPERをみる。通常、株価はすでに妥当な水準にある場合が多い。そこで、EPSが大幅に下方修正される可能性を検討する。その上で、長期的に利益が2倍、3倍になりうるかどうかを

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。

判断する。よくわからない時には急ぐ必要はない。機会を見つけて会社の話を聞きながら、判断できるまで待てばよい。

人は合理的であることを求めているが、時として非合理的で感情的になる。しかし、怒ったり、嘆いたりする必要はない。自分の儲けだけを考えて一喜一憂しても、ストレスが溜まるだけである。「人々には好機を逃すことで、リスクを回避している」(ロバート・シラー)という見方がある。「会社にも冬眠すべき時がある」(堀場雅夫、堀場製作所創業者)という名言もある。“投資にも休む時がある”というゆとりを持って、中長期の視点で構えていれば、タイミングをとらえることができよう。

自分の知っていることは、人も知っていると考えておいた方がよい。投資は美人投票である、人を出し抜くことが常套手段である、という見方に与する必要はない。なぜなら、企業は新しい価値を創造していく。そういう企業に投資しておけば、価値創造のリターンは株主にもしっかり返ってくる。信頼できる企業を応援していくことで、プロの腕を磨くことが十分できるのである。

長期投資と短期投資
～長期投資＝長期保有ではない～

Belletk

1. そのファンドマネジャーの投資スタイルを知る
・短期情報に振り回されないように
2. あなたは何に投資するのか
・投資対象の価値と価格について仮説を立てる
3. 投資価値追求の仮説は何か
・その仮説にどのくらい自信があるか

Belle Investment Research of Japan Inc.
All rights reserved

長期投資と短期投資

自分は長期投資家だろうか短期投資家だろうか。これにどう答えるか。NISAが5年なので、5年くらい投資するのであれば長期で、1年以下なら短期というイメージだろうか。では、デイトレーダーは超短期で、年金基金を運用するAM(アセットマネジメント)会社は超長期といえるのか。

これは短期、長期をどのくらいの期間で定義するのかという問題だけではなさそうである。同じ投資家でも、長期投資の対象、中期投資の対象、短期投資の対象がありうる。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。

期投資といっても、一年も経たないのに売ってしまう場合もある。短期投資のつもりでも意外に長く持つ場合もある。大事なことが3つある。

1つは、自分の投資スタイルを考えて、自分にとりあえず合っていそうな投資のやり方を定めることである。すでに投資している人は、自分のスタイルは何かを改めて考えてみる。自分のスタイルをはっきりさせたいので、その通り行動しているかを見直す。そうすると、自分が予め考えたスタイル通りのアクションを継続していないことが多い。

2つ目は、何に投資するかを考える。株か債券か投資信託かという投資商品の種類（アセットクラス）をいっているのではない。例えば、日本株に投資するとして、株の何に投資するのか。トヨタか日立かという銘柄の話でもない。その株式のどんな価値に投資するのか、を問うているのである。

そんな難しいことをいわれてもよく分からない。値上がりする株に投資したい。値上がりする株の材料に注目して、それに上手く乗っていけばよい、というかもしれない。これも1つのスタイルであるが、それで本当に上手くいくであろうか。

3つ目は、投資する対象の価値と価格について、絶えず仮説を立てることである。例えば、米国の利上げが遠のくという新しいニュースで、昨晚ドル安が進んだ。円高だから、今朝の輸出株の中ではスバル(富士重工業)が下がるだろう。寄り付きで値下がりが見込めるはずだ。これをとらうと考えた時、そのストーリーが仮説である。この仮説に投資するとすれば、かなり短期のデイトレードであろう。

一方、会社の利益が2倍になれば株価も2倍になるはずである。利益が2倍になるという見方はまだ株価に織り込まれていない。スバルの競争力は大きく高まっている。大型の設備投資で生産能力を高めている。これが上手くいけば、BMWのような新しい企業イメージを確立できるのではないか。米国でのスバルの評価をみているとそのような気がする。新しい海外市場の開拓もできそうだと、会社説明会で社長は自信を持っていた。そこで、新しい市場開拓による増産で利益が2倍になるとすれば、今後5年間でみて株価も大幅に上昇しよう。この仮説に投資するとすれば、これは長期投資といえそうである。

自分はどんな仮説を立てるか。それにどのくらい自信が持てるか。仮説はその通りにならないことも多い。上手くいかないと分かった時にはすぐに反対売買で降りる必要がある。よく「長期的視点で投資を考えるが、実際の売買は短期で行うこともあり、長期投資＝長期保有ではない」といわれる理由の1つは、ここにある。

自分の投資スタイルを1つに固める必要はない。資金の性格によって分けて、スタイルはいくつあってもよい。どんな投資価値を見出すのかという視点もいろいろあってもよい。株式における「企業価値の向上」の捉え方にもさまざまな側面がある。経済的価値と社会的価値のバランスをどのように判断するかによっても意見は分れよう。投資対象に対する仮説に至っては、千差万別である。多様な投資家の多様な判断が市場で切磋琢磨することになる。

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。

かつて臨床試験（新薬の治験）を行うメディサイエンスプランニングという会社が上場していた。業界4位で、2番手クラスであった。それなりの個性はあったが、大手と勝負できるわけではなく、何とか差別化の道を探していた。2代目の社長は医者で、「病気を治すにはやはり新しい薬が大切で、その新薬開発で日本は遅れている。とりわけ、臨床試験のコストが高く、時間もかかる。ここにイノベーションを起こしたい。」と考えていた。自力でもよいが、他社と組んだ方がよいと考えて、エムスリー（コード2413）と組むことにした。

最終的には、エムスリーに買収された。メディサイエンスプランニングの株主はエムスリーの株を受けとったが、そのエムスリーの株はそこから2年で2倍になっている。当時、メディサイエンスは売上高100億円、経常利益10億円を目標にしていた。その時の社長は、将来どんな会社になりたいかという問いに対して、日本の医療に新風を吹き込んで、新しい領域で3000億円くらいの売上を上げる会社になりたいという強い思いを持っていた。

エムスリーは新しい事業ポートフォリオをどんどん拡大している。ネット分野の医療ビジネスでは今や世界でも最先端を走り、日本だけでなく、米国、欧州、中国、アジアでも圧倒的な広がりを見せている。エムスリーへの投資は、スタイルでいえば、成長株投資である。成長株投資の最大のリスクは、成長が止まる時である。この点には十分注意する必要がある。

長期的視点といいながら、短期の情報に一喜一憂して売買を繰り返すようでは本物の中長期投資家とはいえない。企業も中長期の経営を行うといいながら、中長期の経営の中身を十分語れずに、短期の情報にふりまわされているようでは、本物の中長期経営がサポートされない。

長期投資を増やして、長期的経営を推進するには、短期の情報以上に信頼できる長期の情報が必要である。その長期の情報の共有に向けて対話を推進したいものである。

対話の極意

対話とは、何らかのテーマについて意見を交換することである。互いに言いっぱなしではなく、そこから改善の方向とか進むべき道について、有意義な示唆が得られることを期待する。企業価値向上における経営者と投資家の対話は、その意味において単なる話し合いではない。互いに納得できることを踏まえて、合意できないことについても的確に認識することである。その上で、ソリューションを求めていく。

対話の極意とは何か。かつて、NRIの先輩から伝授されたコンサルの達人の流儀に通じるものがある。それは「話し上手、聞き上手、話させ上手」である。こちらからはポイントを絞って分かり易く話す必要がある。そして、先方の話をよく聞き、話を引き出し、対話の領域を広げていく。そうすると、互いに話しながら、今まで気がつかなかったこと、十分納得できなかったこと、新しい論理展開やアイデアが浮かんでくる。それが次の意思決定に生きてくればこの上ない。

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。

ところが、同じ話をしても、相手によっては不愉快になり、聞き入れられないことが間々起こりうる。単なる好き嫌いや相性の悪さだけともいえない。対話が噛み合っていないのである。一方的に言いたいことを言って、相手を説得しようとしてむきになり、分かってくれないと、これはダメだと突き放してしまう。

対話の極意は、互いに話させ上手になって、ゆっくり理解を深めることにある。人の考えというのは大体でき上がって、固まっている。そこには思い込みもある。それを棚卸して、もう一度磨くには時間がかかる。人は自分に合わないものを否定したくなる。そこを、この人が言うなら考えてみようという姿勢になるには信頼関係がベースになる。資本の論理を振りかざしても上手くいかない場合が多い。

例えば、資本コストを考えてみよう、ファイナンス理論を学んだ人は頭では分かっている。では、金融関係者で資本コストを自らの企業のマネジメントに本当に活かしているかと問われれば、素直に頷けない面もある。資本コストを上場企業の経営者にどのように分かってもらえるか。頭で数式の意味を理解するのではない。そんなことは十分分かっている。大事なことは、企業経営の実践の場面にどのように組み込んでいくかである。その取り込み方には工夫が必要である。それぞれの現場で使えるように落とし込んでいく。その落とし込み方について対話しましょうといわれたら、経営者も投資家もどんな反応を見せるだろうか。躊躇するか、乗ってくるか。今、ここが問われている。

経済産業省が今年3月に「経営者・投資家フォーラム（MIF）に関する報告書（委託先トーマツ）を出した。その内容をみると、3つの仮説に対する検証を試みた。1つ目は、中長期投資が中長期的経営を可能とするか。2つ目は、企業と投資家の建設的な対話は中長期的な投資を促進するか。3つ目は、日本企業と投資家との間の建設的な対話はその質が低いのではないか。

これらの仮説に対して、文献調査や公開情報調査、ヒアリング調査を行った。結果としては、1) 持続的な成長に取り組む企業には、中長期投資家による株式保有がみられ、5年以上の投資では収益性や資本効率の向上につながっている。2) 対話のあり方は多様であるが、ファンダメンタルな情報分析や議決権行使を通じたエンゲージメントが長期的投資を促進するし、長期的視点を有する投資家の方がCSRやESGに強い関心を持つ。3) 企業と投資家の間にはギャップが存在する可能性があり、そのギャップの解消に努力してきた面もある。このような内容であった。

今のところ傍証はあるが、確実とはいえないのかもしれない。中長期投資と中長期的経営が上手く好循環を作り出すことができるか。過去と現状をみても一義的な関係を見出すことは必ずしも十分ではない。上手くいっている例もあるし、優良企業にはその傾向がみられる、というのが実態であろう。

SSC（スチュワードシップ・コード）、CGC（コーポレートガバナンス・コード）の実践が始まった。ここで二極化論が出ている。当然の見方であろう。つまり、きちんとできると

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。

ころと、形だけ整えようというところに二極化するという見方である。投資家としては、きちんと実行する企業に投資すればよい。企業にすれば、中長期的投資を考える投資家を相手にすればよい、というスタンスになる。

しかし、これでは不十分である。今問われているのは、日本の稼ぐ力の向上である。一部の優良企業と一部の機関投資家がよいパフォーマンスを上げればよいというのではなく、全体の水準を押し上げるような対話に持っていく必要がある。対話の達人を是非とも増やす必要があろう。

対話の極意
~全体水準の押し上げが必要~

Belletk

1. 単なる話し合いではない
 - ・合意できなきことも的確に認識し、その上でソリューションを求めていく
2. 「話し上手、聞き上手、話させ上手」になる
 - ・新しい気づき、論理展開、アイデアが次の意思決定に生きる
3. 日本企業の経営者と投資家による建設的対話は質が低いのではないか
 - ・中長期投資が中長期経営を可能にするか

Belle Investment Research of Japan Inc.
All rights reserved

対話の達人づくり

企業価値向上に向けて、「経営者と投資家は対話せよ」といわれる。はたして対話をして双方のパフォーマンスは上がるのか。中長期的投資が実践されるのであれば、その蓋然性は高いが、さまざまな要素がからんでくるので、現実には複雑である。

まず対話の中身（コンテンツ）について考えてみる。投資家は価値創造の仕組みを知りたい。その仕組みがビジネスモデルである。そこで、現状のビジネスモデルをどのように進化させていくのか。ここを「見える化」してほしいと考える。投資家はビジネスモデルの進化、すなわち価値創造のプロセスの展開を共有したいのである。

この共有ができていない。なぜか。1つには、企業のビジネスモデルが不十分で分かりにくいという面がある。あるいは、ビジネスモデルの本当の姿をみせるわけにはいかない、という可能性もある。価値創造の仕組みを詳らかにすることで、企業自らが不利になるかもしれない。価値創造に支障がでるのであれば、投資家にとってもマイナスとなるから、

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。

その秘密は開示しなくてよい。しかし、自社の強みや良さは強調できるはずである。そして、新しいビジネスモデルの構想についてもできる限り言及してほしい。

ROEについて誤解があるかもしれない。投資家はROE至上主義ではない。つまり、まず何よりもROEを極大化しろと主張しているわけではない。しかし、一定水準以下のROEは許容できないので、8%はクリアしてほしいと考えている。もっと大事なことがある。ROEは結果としての1つの重要な指標にすぎないので、これを達成するための現場のKPIをきちんと定め、それを実行するマネジメントが各々の事業において機能しているかどうか問われる。現場のKPIが、会社全体の価値創造にしっかり結びついているコンネクティビティが鍵である。ROAやROICでもよい。投資家が納得できるところまで、一貫性を持たせてほしい。

KPIが数量で測れないこともある。イノベーションのビジネス化に10年以上かかることもありうる。その時には「ビジョンと意思」を語ってほしい。細かく逐一報告する必要はない。考え方を明確にして説明してくれば十分である。投資家によっては納得しないかもしれないが、そこはしかたがない。その場合でも、経営全体としては、事業ポートフォリオとしてパフォーマンスを追求し、一定の成果を上げるようなマネジメントを展開してほしい。

では、中長期の投資を推進し、対話を通して成果を上げるにはどのような仕組みの改善が必要なのだろうか。もし現状が不十分であるという認識を共有できるのであれば、各々の立場でやるべきことがある。それにはかなりパワーを要するが、私の考えをいくつか述べてみたい。

対話の達人づくり
～統合レポート説明会の開催～

Belletk

1. 価値創造の仕組みをいかに共有するか
・イノベーションのビジネス化に10年以上かかることもよくある
2. 中長期投資を推進し、対話を通して成果を上げる方策は
・アセットオーナー、アセットマネジャー、アナリストの役割の見直し
3. 統合報告の充実とIR(Integrated Reporting)説明会の開催
・統合報告書だけで投資判断できる内容にレベルアップ

Belle Investment Research of Japan Inc.
All rights reserved

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。

好循環を作るという意味で、年金基金のスポンサー(アセットオーナー)からスタートする。彼らはまさに長期投資家である。日本株のアクティブ運用について、中長期の企業価値向上ファンドを改めて設定する。規模は大きいほどよい。そこでは、機関投資家に中長期の企業価値向上を図るようなポートフォリオ運用を求める。その時に、企業のファンダメンタル情報を重視し、それを活かすような独自の仕組みを重視して、マネージャーを選定する。

運用会社は、社内にファンダメンタル重視の運用調査を行う仕組みをこれまで以上に充実させる。バイサイドアナリストには、社内における投資対象企業について中長期レポートの作成とその活用を義務付ける。バイサイドアナリストは今まで以上に、企業の関係者と中長期の視点で対話するようになる。年金スポンサーは、運用会社のパフォーマンスだけでなく、この中長期レポートの作成とその中身についても重要項目として評価してほしい。

次に運用会社は、セルサイドの証券会社に対して、ファンダメンタルを重視した中長期レポートの作成を要請し、ブローカー評価において、この評点のウェイトを明確に高める。ベストエグゼキューションとは別に評価する仕組みも工夫する。そうすると、セルサイドはディープレポートの質の向上と差別化を求めて、企業とより深く議論し、それを表現するようになる。

上場企業のマネジメントやIR担当者は、中長期レポートを書くセルサイド、バイサイドのアナリストと選択的に議論するように務める。フェアディスクロージャーは基本であるが、対話のプライオリティに差があっても何ら問題はない。つまり、中長期的分析を優遇するのである。

但し、ここで注意すべきことがある。短期の財務情報については会社が圧倒的情報優位である。しかし、中長期になればなるほど、会社としての願望はあるとしても、ビジョンや目標達成の確度は低下する。その時、会社の中長期展望に対してポジティブなアナリストを重宝して、会社の中長期にネガティブなアナリストを冷遇しないことである。

あくまでも分析の内容、論旨を重視すべきである。アナリストの意見は多様であってよい。ファンドマネージャーも、その方が参考になる。このファンダメンタルレポートについて、セクターごとに企業 CFO によるアナリストの評価やディープレポートの評価があってもよい。

もう1つ企業が手掛けるべきことは、統合レポート(Integrated Reporting)の充実である。統合レポートだけで投資判断できるくらいの内容にレベルアップしてほしい。できる企業は本格的な総合レポートを、そこまで準備できない企業は株主通信の統合報告化から始めてほしい。そして、決算説明会とは別に、統合レポートを軸にした会社説明会を行うことを提案したい。

個人投資家説明会もこの方向に含まれよう。株主総会では、議案の前提に統合レポート本レポートは、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。

が使える。投資家や株主にとって、本当に役に立つ統合レポート作りに力をいれることが、企業価値向上と軌を一にすることだろう。

これらの内容について、すでに実行しており、何を今さらという意見もあろう。しかし、経営者と投資家の対話をレベルアップしていくには、対話のビジネスモデルを再構築する必要がある。SSC (スチュワードシップ・コード)、CGC (コーポレートガバナンス・コード)を踏まえて、業界横断のプラットフォームの改革にぜひとも取り組んでいただきたい。

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)

福島県会津若松出身。東京理科大学大学院理工学研究科経営工学専攻修士課程修了。
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、合織、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、野村アセットマネジメント(株)取締役、野村信託銀行(株)取締役、野村資本市場研究所(株)取締役。
07年社団法人日本証券アナリスト協会会長(09年8月まで)。この間、一貫して証券アナリストの業務に従事。
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。
金融庁企業会計審議会臨時委員、経済産業省「持続的成長への競争力とインセンティブ～企業と投資家の望ましい関係構築」プロジェクトメンバーなどを歴任。現在経済産業省「経営者・投資家フォーラム(MIF)メンバー」。
株式会社シンステナ(東証1部、情報通信システム開発)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JQ、総合不動産サービス)社外取締役。
有限責任監査法人トーマツ顧問。公益社団法人日本証券アナリスト協会顧問。
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)、
「日本の復興と投資家の気概～次世代を担う新しい日本を創る～」(証券アナリストジャーナル、2011年7月)、
「提言の論点 東日本大震災の復興に向けて」(公益社団法人日本証券アナリスト協会、2011年6月)など。

(株)日本ベル投資研究所 (ベルトークン) 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。