

## ベル投資環境レポート

# 価値創造の源泉をいかに実感するか ～新たなフレームワークの経路を問う～

2021年9月24日

鈴木行生

## 目次

- |                                      |                                             |
|--------------------------------------|---------------------------------------------|
| <b>1. どんな投資家になりたいか</b>               | <b>2. 思い切った企業変革に投資</b>                      |
| ➤ ポストコロナの株式市場～崩れるリスクはいかに             | ➤ サステナブル金融の台頭～ブームの様相                        |
| ➤ プロの機関投資家をみる視点～誰に任せるか               | ➤ ビジョン資本家としてのソフトバンクグループ～新しいパーパスの定義          |
| ➤ バリューストック投資かグロース投資か～新しい価値投資とは       | ➤ DXの先進企業を目指して～DX 銘柄グランプリの日立製作所とSREホールディングス |
| ➤ キャリアと資産形成のための投資とは～納得のサステナブル投資を目指して | ➤ 将来ビジョンと中期計画の達成に向けて～アステナホールディングス           |
| ➤ 株主総会をもっと楽しく～バーチャルを活かすには            | ➤ 中期戦略にM&Aをいかに組み込むか～チェンジ                    |
| ➤ 株主優待の効果はいかに～ポイントの活用                | ➤ サブスク型モデルへのCX（企業変革）～PCデポ                   |

## 1. どんな投資家になりたいか

### ポストコロナの株式市場～崩れるリスクはいかに

・新型コロナへの対応はみえてきたが、市場はまだ楽観と悲観が入り乱れている。COVID-19の感染防止にはワクチン接種が効く。しかし、変異株のデルタ型が1.4倍の感染力で新たな広がりを見せてきた。

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。

・変異株にはこれからも新種が出てこよう。ワクチン接種による免疫効果は1年も経てば落ちてくるようだ。とすれば、集団免疫が相当高くないと、コロナへの感染数は波動的に上下しよう。これに伴って、景気への悪影響が蒸し返されるので、次第に弱まるとしてもマーケットのリスク要因として続こう。

・国内でのワクチン生産、COVID-19の治療薬の普及、3度目、4度目の追加的ワクチン接種（ブースターショット）の体制作りが求められる。今後、1~2年は必要であろう。海外との人の往来となると、平常化するにはさらに数年を要しよう。

・それでも景気回復を反映して、大幅な金融緩和の見直しが進展しよう。インフレ懸念とテーパリング（金融緩和の段階的縮小）の綱引きが、市場の声とのギャップによって、マーケットに変動をもたらそう。

・ポストコロナの経済回復が一巡してきた後は、再び成長戦略の行き詰まりから、景気の停滞が起きるかもしれない。DX（デジタル）、GX（グリーン）を取り込んだビジネスモデル創りが明暗を分けよう。日経平均でみれば、株価は秋口にかけて3万円を回復するとしても、今後1~2年で3.5万円を目指すほどのパワーはまだ乏しい。

・もう1つの懸念は、地勢学的リスクである。半導体のショーテッジ（供給不足）も加わっている。6月に、藪中三十二氏（立命館大学教授、元外務事務次官）の話聴く機会があった。この講演内容を踏まえながら米国、中国、日本の立ち位置について、頭を整理しておきたい。

・藪中氏は、日本の外交を40年ほど担ってきた。変化する世界にあって、外交官は、1) スピークアウト（よくしゃべり）、2) ロジック（理屈っぽく）、3) アウトスタンディング（目立つよう）にふるまわないと、その任務が果たせないという。

・これからの日本は、どのようなプレーヤーになるのか。覇権国としての米国の地位は落ちている。一方で、中国の台頭は著しい。バイデン大統領は、中国を目の敵にしている。このままでは中国に負けてしまうので、何とかしなければならぬと考えている。そのために2つの戦略をとる、と藪中氏はみている。

・中国が、競争相手として、自らの秩序を脅かしている。これに対して、米国を強くする必要があるので、そのために、米国版産業政策を強化する。かつて、日本が台頭してきた時には、

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。

自動車や半導体で、日本の産業政策を徹底的に糾弾した。しかし、今や半導体やAIを育てるために、政府が資金を出すという。

・もう1つは、中国と対峙するには、一国だけでは無理なので、パートナーと組む作戦である。バイデン陣営はG7重視に舵を切った。ワクチン提供で世界に貢献する。中国の一带一路に対抗して、インフラ投資の支援にも乗り出すという。

・中国をどのように抑え込むのか。それには、インド太平洋の同盟国と組む。3月にQUADサミット（米、豪、日、印）を行い、2回目はワシントンで実施する予定ともみられる。そのために、日本の尖閣を支持し、インドではワクチンサポートを強化している。中国包囲をあらさまにし、豪と中国の関係はかなり悪化している。

・日米首脳会談では、日本重視を見せ、1) 台湾海峡の防衛、2) 中国依存のハイテク脱却、3) 日本の製造業とのイノベーション協力、を強調した。

・台湾問題はかなりセンシティブである。台湾有事は戦争を意味する。戦争になれば、日本は必ず巻き込まれる。日米安保、集団的自衛権からみて、中国が台湾を攻めれば、米国は台湾を守る。その時、日本の米軍基地は全面的に使われることになるという見方だ。

・中国は台湾の独立を絶対に認めない。台湾に侵攻する口実を探っている。これまで台湾について、米国は「あいまい戦略」をとってきた。台湾を独立国と認めるわけではないが、西側の一員として重視してきた。

・日本には、尖閣有事、台湾有事、に対して2つの意見がある。1つは、中国共産党の独裁には目に余るものがあり、いざという時に備えて防衛力を強化し、有事も辞さないという対応をとるべし、という考えである。

・もう1つは、平和的解決に向けて、外交力を一段と強化すべし、という考えである。中国は絶えず挑発的なジャブを出してくる。国際的なルール違反、偽装や流言は常套手段である。これには徹底的に論駁していくが、武力的な手出しは中国に口実を与えるだけなので、よほど注意する必要があると、藪中氏は指摘する。

・米中の経済関係は相互依存にあり、完全にデカップリング（切り離す）ことはもはやできない。しかし、テクノロジーをベースにした新成長領域は、そのまま安全保障と結びついていく。

---

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。

・米国は、中国から米国内へのハイテク投資は認めない方針に転換した。台湾の半導体ではTSMC が世界的にも圧倒的である。米国はハイテクで産業政策を実行する。中国も自前主義でハイテクを伸ばそうとしている。

・中国の覇権を狙う大国主義、南シナ海の核心的利益を奪い取ろうとする好戦的な「戦狼外交」は、西側の反発をかっており、明確な対抗戦略が必須となっている。米中の冷戦は、互いの均衡を図りながら続くことになろう。

・こうした局面において、日本の中国に対する平和外交は、従来のようにうまくいかない。2022年は中国国交回復から50年、日本はどう動くのか。米中の綱渡しのあり方が問われよう。

・藪中氏の見解は、米中リスクをみる上で大いに参考になろう。戦争はないとしても、紛争は起こりうる。中国は仕掛けるし、それを待っている節もある。マーケットは紛争リスクのたびに下振れしよう。ここも踏まえて、今後の投資戦略を練りたいものである。

#### プロの機関投資家をみる視点～誰に任せるか

・プロ（専門家）とアマチュア（素人）は何が違うのか。スポーツでみると、その能力のレベルが格段に違う。でも、アマチュアでもプロ並みの能力を有する人はいる。プロになるには、資格が必要な場合やプロの組織に属する必要がある。

・プロゴルフとアマチュアゴルフでみると、頭と体と時間を使ってお金を稼ぐのがプロ、頭と体と時間とお金を使って楽しむのがアマチュアともいわれる。これは、どのプロビジネスにもいえそうである。

・オリンピックはどうか。お金が直接の目的ではないが、アスリート達がメダルという表彰のシンボル（名誉）を目指して、トップを競う。フェアなルールはあるが、ルールは時代とともに変化していく。オリンピック種目からはずれる競技もあれば、新しく加わる競技もある。最近ではプロ、アマに関係なく優れたアスリートが参加できる。

・金融の世界はどうか。資産運用業（アセットマネジメント：AM）について、プロとしての役割を考えてみよう。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2021」が公表された。

---

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。

・プロとして、もっとレベルを上げて、高いパフォーマンスを出すにはどうしたらよいか。同じプロといっても、そこには違いがある。どのプロビジネスでも、差があるのは世の常である。しかし、全体の水準を上げることは必要であり、競争の土俵に何らかの歪みがあるなら直していく必要がある。

・個人投資家として、直接株式投資を行う場合と、公募投信を購入する場合の違いを考えてみよう。生活者のための年金の原資を、アセットオーナーから機関投資家に任せる場合も同じであるが、機関投資家をどのように評価するのか。個人投資家として、注目すべき視点がいくつかある。

・個人で株式投資をする場合、自分でポートフォリオを作ることになる。どんな会社に投資するのか。そのポートフォリオに名前を付けるとしたら、どんなネーミングにするのか。何か楽しそうである。

・自分でやるのだから、全責任は自分にある。でも、パフォーマンスが出なかったら嫌になってしまう。プロのコツをうまく活かして、高いパフォーマンスを出したいと思っても、そう簡単にはいかない。

・個人でうまくやっている人はいる。自分でもやってみたいが、自信がない。本物のプロに任せてみたいという人が大半であろう。では、どこのプロに任せるのか。これがよく分からない。

・その時は、まず運用会社（AM）を、ソニーや伊藤忠商事のような1つの会社として考えてみればよい。そのAM会社に投資しますか。

・その時、何を考えるか。1) AM会社の経営者やファンドマネージャーは優れているか。2) 運用において新しいイノベーションに取り組んでいるか、3) パフォーマンスの変動に対して、リスクマネジメントは十分できるか。4) それを支えるESGはしっかり確立されているか。これらの視点は、株式投資を考える時と同じである。

・よく分からないままに、あるいは、販売会社に勧められるままに、ある運用会社のある商品（投資信託）を購入してはならない。その時は納得したつもりでも、後になって、こんなはずではなかった、ということになりかねない。それは避けたい。

---

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。

・金融庁が問うているのは、1) ルールを守って、しっかり運用している AM 会社であるか、2) AM が、本当に顧客本位の運用になっているのか、3) AM 会社の都合で別の方向をみていることはないか、という点にある。

・AM 会社の投信を買うというのは、当然、顧客として投信という商品を購入する。しかし、それはどういう顧客なのだろう。スーパーで食品を買った顧客とは何か違う。自動車販売店で新車を買った顧客とも異なるように思える。

・当然ながら、購入したのではなく、投資したのである。会社型の投信ならば、まさに投資したことになるが、日本での投資信託は、投資というより商品の購入というイメージが強い。

・独立系の投信会社の方がパフォーマンスがよい。これからを考える時、過去のトラックレコード（実績）は最も大事である。でも、過去よかったからといって、将来もよくなるとは限らない。得てして、逆のことも多い。

・そこを判断するには、AM 会社の経営の仕組みや、運用の体制をよく知る必要がある。AM 会社の社長やファンドマネージャーが、投資家の前に現れて説明会を行う必要がある。実際、しっかり行っている会社のパフォーマンスは良い方向にあるとも言える。

・金融庁のプログレスレポートでは、AM 会社に、1) 顧客の利益を最優先するガバナンスの確立、2) 長期の運用を重視する経営体制、3) 目指す姿と強みを明確にする取り組み、4) それらを実践する業務運営、を求めている。

・AM 会社の社外取締役は機能しているか。AM 会社の独立性は確保されているか。パフォーマンスが劣っているのはどこに原因があるのか。パフォーマンスが出ていないのに、自らのコストを優先していないか。顧客に向き合ってきたりと対話しているか。こうしたことを問うている。

・また、不要なコストを顧客にチャージしていないか。アクティブ運用なのでコストはかかるといいながら、運用パフォーマンスでパッシブに負けたくないという理由で、インデックス運用に近いポートフォリオ（クローゼット・トラッカー）に逃げていないか。個人向け投資一任のファンドラップは、パフォーマンスがそのコストに見合っているか。

・さらに、ヘッジファンド、PE（プライベートエクイティ）、不動産、インフラ、コモディティなどのオルタナティブ運用で遅れをとっていないか。最近でいえば、クリプトコイン

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

(暗号通貨)も検討対象になるかもしれない。

・サステナブルファイナンスに関わる ESG 投資は、ネーミングだけのみせかけファンド (ESG ウォッシング) になっていないか。E (環境)、S (社会、人権)、G (ガバナンス、ダイバーシティ) は、ポートフォリオにどのように組み込んでいるのか。AM 会社は、それを見極める能力を組織として持っているのか。

・CFA 協会で、プログレスレポートを解説した安野氏 (金融庁資産運用高度化室長) は、プロとして、自分自身が本当に投資したくなる投信を、開発し、運用し、販売してほしいと強調した。

・運用コストが高いということが問題でなく、運用プロセスの歪みを是正して、支持が得られるパフォーマンスに見える化してほしい、とも語った。まさにその通りである。個人投資家としては、AM 会社をよく知った上で、その会社のプロダクトを吟味したい。そして、本物のプロに任せたいものである。

#### バリュー投資かグロース投資か〜新しい価値投資とは

・あなたの投資スタイルは? と聞かれたら、何と答えるだろうか。とにかく短期でうまく儲かるように投資して、値下がり損は避けたい。中長期の投資を行っていくので、良い会社に投資したい。伸びる会社に投資して、中長期に大きく儲けたい。いろいろな考えがあろう。

・プロの機関投資家にあつては、そのスタイル (型) として、長らくバリューかグロースか、というのが典型的な分け方であった。バリュー (割安) 株に投資するのか。グロース (成長) 株に投資するのか。

・利益がしっかり出ているにもかかわらず、割安に放置されている株式はいずれ株価が見直されてくる公算が高い。このバリューに投資しよう。あるいは、まだ利益が出ていなくても、かなりの成長が見込める。いずれ利益も出てくるので、その成長性に注目して先行しようという考えもある。

・証券アナリストジャーナルの今年 3 月号は、「バリュー投資再考」を特集した。長らくバリュー投資は、株式運用の主軸として良好なパフォーマンスをあげてきたが、リーマンショック後は相対的にパフォーマンスが劣っており、昨年のコロナショックの時も大きく影響を受けた。

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。

・しかし、ポストコロナに向けて、バリュート投資は見直されるかもしれない。とすれば、どのような条件が重要なのか。こうした点にフォーカスしたものである。

・6月に、野村アセットマネジメントの高柳氏（チーフポートフォリオマネジャー）と片山氏（先端技術研究グループチームリーダー）のセミナーをCFA協会にて視聴した。証券アナリストジャーナルの論文「バリュート投資再考～完全予見による評価」の著者としての論考である。

・彼らの分析によると、過去40年をうち、30年はバリュート優位であったが、この10年はグロース優位で、バリュートが十分効いていない。日本株だけでなく世界でも同じような傾向にあった。

・バリュート投資の基本は、業績に比べて株価が割安であるところに着目する。ここをいち早く見出して、リターンをあげようという投資スタイルである。業績の先行きがカギを握る。

・そこで、もし将来の利益が完全に分かったとすれば、バリュート投資は有効であったかという観点から検証を行った。これが「完全予見による評価」である。

・12か月先の業績が今分かっているという前提で分析を行った。そこでは、最近の10年のバリュート投資にもパフォーマンスが出ている。しかし1年毎にみると、バリュート投資が機能していない年もあった。つまり、業績をベースにした割安株投資が十分な成果を上げられない、という傾向がみられた。

・なぜだろうか。ここからは筆者の主観的な見方である。実証分析を伴っていないので、1つの意見というレベルである。

・第1に、業績予想が難しくなっているのではないかと。マクロ経済環境にしても、個々企業の経営環境にしても、想定外のことが起こると、先行きを見通すことに自信が持たなくなる。12か月先の業績が完全に読めれば、バリュート投資のパフォーマンスが上がるといっても、それが難しい。しかも、12か月はかなり短期である。

・第2は、業績が見通せる範囲において、その業績が伸びるのではなく、停滞もしくは下降しているのではないかと。企業の自力が落ちているとすると、相対的に割安だといっても、そこに注目する投資家は少ない。割安さが発見されないのではなく、割安なのが妥当とみられ

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



ているのかもしれない。

・第3は、リーマショックやコロナショックという大きな変動にさらされると、企業間の格差が一気に表明化する。コロナ禍では、巣ごもり需要が大きく伸びたが、人の移動は著しく制限された。

・これがK字型の業績格差がなって現れた。飲食、旅行、対面サービスは、コロナ禍のダメージが大きく、企業体力を相当棄損している。ポストコロナで戻ってくるとしても、生き残りのターンアラウンドに、バリュー投資としての価値を見出すにはリスクが大きすぎるのかもしれない。

・第4に、バリュー投資の意味付けが変わっていることも十分ありうる。この数年はサステナブル投資やESG投資が注目され、それに値する企業に陽が当たっている。バリューが目先の業績に比べて株価が割安であるというレベルでは、中長期投資家は評価しない可能性が高い。

・一方、グロース投資において、成長への期待先行で株価が上がっても、肝心の利益がついてこないことも多い。あるいは、赤字から黒字になってきたとしても、その利益が思ったほどではないと、株価が大幅調整することもある。

・この10年、GAFAは未知の領域を切り開いて、業績もついてきた。しかし、巨大になってきたので、競争への制約が議論され、何らかの網がかけられようとしている。また、中国の成長企業においても、国家共産主義の枠からはみ出そうとしているとして、別の意味で制約がかけられ始めた。

・コロナ禍で、DXへの期待は過剰な株価上昇をもたらした。バリュー（価値）の評価を超えて、SNSにのせられたミーム株として話題先行になった企業も多い。昔でいえば、材料株、仕手株である。ファンダメンタルを無視して、特定の投資家の周辺で人気を集め、いずれ誰かがババを引くという投機的動きである。

・バリュー（価値）の評価は難しい。評価が十分できるような企業になった時には、材料出尽くしで、新しい魅力はほとんど株価に織り込まれていることになるだろう。

・野村アセットの高柳氏は、これからのバリュー投資について、割安でないところから割安を選ぶのがコツかもしれない、と語った。

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。

・つまり、バリュウ（価値）はこれから創られる。今は割安でなく妥当であっても、あるいはやや割高であっても、今から創られる付加価値が新たなバリュウとなっていくので、それを評価していくという意味であろうか。筆者は、そのように解釈したい。

・伝統的なバリュウ投資か、グロース投資か、というスタイルを越えて、新しいバリュウ投資（企業価値投資）に邁進したいものである。

### キャリアと資産形成のための投資とは～納得のサステナブル投資を目指して

・30年後の未来はどうなっているか。そう問われても漠然としており、答えようもない。確実なのは人口で、2050年の人口は9700万人で、現在より2700万人ほど減少する見通しである。自分の年齢も30歳だけ年を取っている。

・でも、その時、社会はどんな姿になっているのか。自分のキャリアはどのようになっているのか。健康でいられるのか。老後の生活は十分なのか。不安だらけになってしまうかもしれない。

・では、30年前に戻ってみよう。1991年に立った時、30年後に対して何かイメージを持っていたらどうか。過ぎた30年については、誰でも、いくらでも語る事ができる。楽しかったこと、苦しかったこと、こうすればよかったこと、やらなければよかったことなど、まさに喜怒哀楽の出来事が浮かんでこよう。

・オリンピックが開催された7月に、元陸上選手の為末大氏の講演（野村資産形成研究センターによるWEBセミナー）を視聴する機会があった。スポーツ選手の人生から、投資家としての心構えを学ぶ事ができた。そのいくつかを考えてみたい。

・スポーツ選手としての寿命は比較的短い。ミッド ライフ クライシス（早々とくるピーク後の生活危機）をどう乗り越えるのか。自分の能力がどこまで通用するのか。努力と練習は積んできたが、いずれ変曲点がくる。

・よく考えると、人は変化に気が付いているのではないか。しかし、その兆しがあっても、なかなか行動を変えることができない。そういう局面にある時、為末氏は、誰かに変えられるよりは、自分で変えてしまえ、と語る。みんなと一緒にでは遅い、半歩先を行こう、と決めた。

---

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。

・でも、どう変わればよいのか。これが分からない。未来は予測できない。スポーツのルールは、時に大きく変化する。今のルールにフィットしすぎていると、次の変化についていけない。早すぎる最適化は、次の変化に適応できない。身に付いている習慣をいかに変えていくかが問われる。

・スポーツ選手のセカンドキャリアを、いかにサポートしていくか。自分を知ると変化しやすい、と強調する。そのために、自分がやってきたことを、スポーツの用語を一切使わずに語ってみることを勧めている。これはおもしろい。

・陸上、水泳、野球などで、何をやってきたかではなく、その活動を一般的なことばで、社会活動に置き換えてみる。例えば、仲間と、能力を磨いて、人々に喜んでもらう、というように語っていく、そうすると、次のキャリアに向けて、自らの行動変容がみえてくるといふ。

・為末氏の場合は、無意識の中に、こだわりや思い込みがあった。100m走、200m走から400mハードルへ変更したが、これには勇気が必要であった。それは転向で、逃げではないか、と自問した。

・そこで、双方の競技を比較して、違いを書き出してみた。何が差別化要因かを見出して、独自の道を選んだ。彼は「危険は環境であるが、恐れは物語である」と語った。

・独自の道を選ぶことは、別の可能性を捨てることでもある。実際やってみると、恐れは減っていく。一方で、危険はリスクとして分かってくる。こうした変化が連続していき、いずれ大きく変わることになる。

・では、いつ変えるのか。確信ができてからでは遅い。挑戦には、失敗の可能性がついてまわる。しかし、納得しないことには勇気が出ない。このタイミングをいかに早めるかがカギである、と語る。

・外部から強要されるのではなく、自分から一歩変えていく。勇気を出すには、練習や訓練が必要である。まずやってみることが大切である。なるほど、誰にでも共感できる話であり、投資家としての心構えとしても、そのまま通じるところがあろう。

・長生きの時代である。90歳になって生きている確率は、男性で30%、女性で50%である。つまり、10人に3人、あるいは10人に5人は、まだ生活者として活動している。

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。

・自分がそうなるかどうかは分からない。それでも、健康寿命、資産寿命は長く保ちたいものである。資産寿命はお金だけでない。住む家はもちろん、人としての知的資産や社会とのつながりである社会関係資産も含まれよう。

・資産を形成するには、投資が必要である。金融投資、健康投資、人的資本投資など、さまざまな要素がありうる。変化を恐れるのではなく、訓練をしながらリスクを見据えて、一步を踏み出す。それを積み重ねて、大きな変化に結びつけていく。

・人生後半のキャリアを歩みながら、多様な資産形成のために、継続的な投資を実践したいものである。それこそが、サステナブル(持続可能な)投資であろう。

### 株主総会をもっと楽しく～バーチャルを活かすには

・上場企業にとって、株主総会は一大イベントである。総会の準備は会社にとって大変である一方、投資家は参加してもさほど楽しくないことが多い。形式的で、事なかれで済ませたい企業の姿勢や、何かと文句を言いたい特定の株主の発言だけでは、確かに面白くない。

・こんなイメージをもっている関係者は多いことと思う。6月は、3月決算の株主総会が多く催されたが、筆者の場合、同一日と重なって、なかなか出席できなかった企業も多い。

・どうしたら株主総会が楽しくなるか。企業サイドにとっても、総会を実質的に意味のあるものにできるか。コロナ禍にあって、昨年も今年も“来ないでくれ総会”がほとんどであった。

・議案にQRコードで賛成票を投じてくれば、総会前に大勢は決まってしまう。後は形だけである。会場に10人以下の株主しか来なかったという企業も珍しくない。役員はずらっと並んでいるが、コロナ禍を避けるために20~30分で終わらせることが望ましい、という雰囲気であった。質問がなければ早く終わる。議案に関連した質問以外は受け付ける必要はないので、丁寧に却下すればよい。

・これではいけないというので、リモートの活用が進んだ。総会を株主に限定して、スマホやPCで視聴することができる。これは遠方にいる株主や、出かける手間を避けたい株主にはありがたい。

---

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。

・しかし、多くの場合議決権は事前に行使することが求められるので、投票はすでに済んでいる。会場に行ってその場で投票する場合でも、賛成の方は挙手を、あるいは拍手を、と言うだけで、数えている風は全くない。なぜなら事前投票で結果はすでに決まっているからである。

・例外的に、そうはいかない総会が毎年何件かある。経営権でもめている会社、不祥事で混乱している会社の場合は、時によって最後の一票まで数える必要がある。

・多くの株主は投票のために会場に行くのではない。経営陣の顔を見ながら話を聞きたいのである。会社の将来について、いろいろ質問してみたいのである。本気で受け止めて、しっかり答えてくれる会社に対しては、ますます信頼をおくことになるだろう。

・ところが、どの企業も課題を抱えている。顧客に製品やサービスで迷惑をかけた。社員、組合や取引先と係争が起きている。特殊な個人株主が自己都合の主張をしている。アクティビストが経営の本質について、戦略の抜本的変更を求めている。

・これらをきちんと受け止められる社長は大物である。そうでない経営陣は逃げ腰になって、法的ルールは守りながら、うまくかわそうとする。これがみている株主には分かってしまう。こうしたやりとりばかりになると、総会は面白くない。

・では、どうしたらよいのか。総会が楽しくなるように、あるべき姿を考えてみよう。バーチャルオンリー株主総会が開催できるように、まず定款を変更しておきたい。定款を変更しなくても、2023年6月までの2年間は所轄大臣の認可を受ければバーチャルオンリーを行うことができる。

・東証の事前調査によると、この6月の総会でリアル(実出席)のみでの開催は1416社(86%)、バーチャル総会の予定が232社(14%)であった。前年が5%であったからリモートを併用するバーチャルは確かに増えている。三井住友信託銀行の調査でも、オンラインを併用した企業は305社で全体の13%、前年の99社から3倍に増えている。そのうち出席型は14社であった。

・バーチャル総会には、参加型(視聴のみで投票は事前)と出席型(ライブで議決権を行使)の2つがある。出席型のバーチャルは、議決権をライブで行使することができる。その場で投票する方が、実感が湧こう。

---

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。

・経営陣の顔を画面でなく、その場で観たいという株主もいるので、ハイブリッド型で開催するのが望ましい。しかし、ビデオを駆使すれば、例えば 4K を活かして、画面を分割し、ライブ感を伝えることは高い品質でできよう。そうなれば会場に行く必要はなくなる。

・次に、対話（エンゲージメント）のあり方である。リモートでどのように質問を受け付けるか。声で受けるか、チャットで受けるか。その質問のうちどれを採り上げるか。

・会場の場合、挙手を見て、議長が指名する。一定の時間がきたら、質問の受付を止めて、決議に入る。これをバーチャルで、どのようにフェアに行うか。何らかの忖意性が入っているとみられるなら、それは運営のしかたに問題がある。

・企業サイドにも覚悟が求められる。さまざまな質問のうち、答えにくいもの、答えたくないものでも、株主が知りたい項目であれば、フェアに丁寧に説明すべきである。迎合する必要はない。反論すればよいことも多々あろう。カギは幅広く取り上げることである。

・リアルな株主総会だけでも手間とコストがかかるのに、ハイブリットにしたらさらに費用がかかる。そもそも株主はあまり来ないのであるから、そこまでやる必要はない、という考えもある。

・これに対して、筆者は、最初に現状の延長線上でコストの議論をしないでほしいと言いたい。適正な株主構成は企業の発展とともに変化していく。中長期の株主を大事にしたいと思えば、リモートで広く直接対話できることは、やはりあるべき姿であろう。

・ホームページに情報をいろいろ載せても、統合報告書を作成しても、紙ベースだけでは中々伝わらない。映像による開示、ライブの導入はますます重要になろう。そこで、次のような方式をぜひ検討してほしい。

・総会の決議を実行する前に、経営陣のメッセージを映像で使えることは必須である。ライブで株主へのエンゲージメントを総会前に実施することである。そのためには、年2回、決算発表の時に、機関投資家だけでなく、株主・個人投資家説明会をライブで行うことである。

・その上で、ハイブリット株主総会を行い、参加型から出席型へ進め、将来はバーチャルオンリー株主総会へ全企業が移行してほしい。これを5年くらいでやってほしいと思うのがかである。

---

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。

・経営陣は、わが社の経営について自由に語ってほしい。本音で会話してくれると、投資家は楽しくなってくる。企業価値創造に自信を持っている経営者は、自分の言葉で自由に語るができる。株主の質問にも的確に答え、よいアイデアは取り入れることにもなる。

・ぜひ株主総会で新しい経営方針を打ち出してほしい。これが本筋である。これからも株主総会に参加して、ぜひ楽しみたいものである。

## 株主優待の効果はいかに～ポイントの活用

・株主優待を実施している上場企業は 2021 年 4 月末で 1510 件であった。アイアールマガジン（野村 IR）夏期号にデータが紹介されている。

・導入企業数（各年 9 月末ベース）は、1992 年 251 社、2001 年 660 社、2011 年 1046 社、そして 2021 年 4 月に 1510 社となった。ピークは 2019 年の 1532 社であったから、この 2 年は減少傾向にあった。

・2008 年リーマンショックの時に、業績悪化から株主優待をやめる企業が増加した。優待廃止企業は 2008 年 88 社、2009 年 68 社であった。今回はコロナショックの影響があり、2020 年は 75 社であった。

・株主優待では、主に個人投資家に株主になってもらい、配当とは別の魅力で株主を引き付けたいという思いが、企業サイドにある。

・野村 IR のサーベイ（複数回答）によると、提供する優待の中身では、①食品（590 件）、②金券（537 件）、③暮らし（469 件）、④教養・娯楽（372 件）などが多い。自社の商品を利用するケースや、クオカードを利用するケースも多い。

・人気が高いのは、①食品（63.3%）、②カタログギフトセット（61.8%）、③金券（61.8%）、④食事券（54.6%）、⑤地域特産品（41.8%）などであった。

・優待の中身が 1 つではなく、選択できるケースも増えている。その中で寄付などの社会貢献を導入するケースも増えている。また、中長期の株主になってほしいという観点で、株式を長く保有すると、優待の内容が充実してくるというケースも増えている。

・このような優待をどのように考えるか。日本では個人投資家向けに人気があり、すでに本レポートは、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。

着している。個人投資家説明会に出ると、「なぜ株主優待を導入しないのか」、「もっと内容を充実してほしい」という声をよく聞く。

・一方で、機関投資家からは、株主平等の原則に反するので、特定の少数株主を優遇するのはやめてほしい、という意見が一貫してきかれる。

・株主総会に来た株主に、おみやげを配る習慣は急速になくなっている。これは、会場に来れる株主と来れない株主で差が出ることを嫌うからである。かつては、わざわざ足を運んでくれたので、少額の粗品を渡すという考えであった。

・しかし、おみやげ目当てで来る株主もいることから、望まれなくなった。ましてこの2年は、コロナ禍で総会に来ないでほしいという対応も広まった。

・ファイナンスの基本原則から見ると、会社は株主のもので、配当は株主還元の1つである。本来、会社の上げた業績はステークホルダーの貢献によるものである。

・株主へのリターンは、キャピタルゲイン（株式価値の向上）とインカムゲイン（配当）の合計である。自己資本を活用するのであれば、自社株買いも株主還元の1つである。ここまでは、株主1株に対してすべて平等である。

・では、株主優待はどうか。100株、1000株、1万株という株式数への比例ではなく、株主1人に対して、何らかの優待を発行する。例えば、株価1000円で100株(1単位)を保有する株主に、1000円相当の商品券やクオカードを出すとする。10万円投資して1000円であるから、1株10円、配当利回りとしてみると1%に相当する。

・株主構成が、機関投資家10%、オーナーファミリー30%、個人投資家60%の企業にとって、株主数が3000人であったとすると、優待は1000円×3000人で3百万円のコストとなる。

・一方、機関投資家（国内、海外含めて）70%、個人投資家30%の大企業で、株主数が10万人であったとすると、優待は1000円×10万人で1億円のコストとなる。

・株主にとって必ずしも平等ではないが、どの株主によりマーケティングして株主作りをしていくかという姿勢が表れている。株主優待は配当ではない。株主作りのマーケティング費用である。実際、会計上、株主優待の費用は交際費扱いである。

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。



・一定の株主数を必要とする企業にとっては、株主優待でプラスアルファの魅力をつけることは有効である。B to Cの企業にとって、株主にも自社商品の顧客になってほしいと考えるのは自然である。B to Bの企業にとっては、自社商品では株主に対応できないので、お米を送るとか、クオカードを送るとかという選択になってきた。

・最近では、それがもっと進んできた。株主優待の商品やサービスの選択肢が増えている。さらに、優待をポイントにして、貯めることによって使える幅も大きく広がっている。

・マーケティング費用であるから、費用対効果が問われる。本業が悪化してくれば、こうした費用も使いにくくなる。株主にも我慢してもらう必要がある。

・また、優待はおまけのようなおみやげであるから、これが高額になるようでは本末転倒である。その時は、機関投資家が業績への影響という観点で本気でものを申してこよう。

・6月の日本ファイナンス学会で、青山学院大学の芹田教授が「株主優待と日銀買入れは新型コロナショックによる株価急落を和らげたか」というテーマで発表を行った。

・そこでのインプリケーションは、株主優待制度のある企業では、株式市場の急落期・回復期のボラティリティ（変動性）が低下する傾向にある。しかし、新型コロナショックでの株価急落を緩和するほどの効果はなかったと分析した。

・個人株主から企業をみると、第1に、本業が中長期にしっかり伸びていくか、業績の安定性は高いか、が重要である。第2に、株主にとっての魅力という点で、配当とともに、株主優待を充実することは一定の有効性を有する。

・但し、企業から見ると、そこには作戦が必要で、1) 手間がかからずに、ユニークな魅力をつけること、2) 使い勝手のよい喜ばれる中身にすること、3) 費用対効果で決して無理をしないこと、が求めれよう。

・筆者にとっては、クオカードは便利だが、さほど魅力はない。地域の産品もよいが選択肢がない。ふるさと納税の方が便利である。とすると、ポイントをもらって貯めていって、好きなもの購入するというやり方が合っているように思える。改めて、株主優待の活用を検討したいものである。

## 2. 思い切った企業変革に投資

### サステナブル金融の台頭～ブームの様相

・ESG投資が活況を呈し、サステナブル金融が新しい領域として台頭している。EUをリード役に、この10年の動きが活発である。今頃、“サステナブル金融のブーム”という表現を発するようでは、識者から見るとかなり遅れているといわれるかもしれない。

・いつの時代にもブームというものがある。新しいトレンドが急速に立ち上がってくる。イノベーターはそれをリードし、フォロアーはそれに追いかけていく。

・多くの人々に知れ亘ってきた時に、3つのことが起こりうる。1つは、それが定着して当たり前となってくる。2つ目は、ブーム&バーストで、ブームの反動で消えてしまう、3つ目は、そのブームをテコに、次のブームへ舞い上がっていく。

・9月に高崎経済大学の水口剛学長の話を視聴する機会があった。この分野を長く研究し、環境庁のグリーンボンドや金融庁のESG金融、インパクト投資に関する研究会の座長を務めてきた。今後のサステナブル金融をみていく時に、何が大事なのか。この点について、いくつか取り上げてみたい。

・世界各地で山火事や豪雨による災害が頻発している。こうした気候変動は世界の平均気温が上昇していることによるもので、その原因が、人類によるものであることがはっきりしてきた。IPCCは、平均気温が1.5°C上昇するのに要する期間が、このままでは10年早まると警鐘を鳴らす。

・今年の報告で、IPCC (Intergovernmental Panel on Climate Change: 国連気候変動に関する政府間パネル) は、2100年までに世界の平均気温が+1.4°C~+4.4°C上がるシナリオを分析した。自然科学的には、宇宙から地球への放射に対して、地球から宇宙への放射が十分でない、地球の気温が上がってくる。その上昇要因として、人口、経済成長、都市化、技術開発、教育などの社会経済要素がどのように影響してくるか。

・5つのシナリオのうち、唯一「持続可能」というシナリオが、気温上昇を+2°C以下に抑えるもので、これによって、かろうじて地球環境が守られるという。他の「中庸」、「対立」、「分断」、「グローバル化」というシナリオでは、いずれも気温は上がっていく。最悪は+4.4°Cまでいくとみており、極めて深刻な事態となる。

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。

・そのためには、カーボンニュートラル(CO2 ネットゼロ)が不可欠であり、一刻も早く実現する必要がある。宇宙も地球も、人類と関係ないところで量子力学的な変動を起こしており、1万年、1億年単位で見れば、人類の存在など問題外かもしれない。でも、私たちは今生きている。その中で、自らの環境を守ることは、後世の人類の生存そのものに関わってくる。

・こうした基本的な考えを、理念としてどこまで追求するのか。EUの動きは常に理念先行である。崇高な考えを社会の中で実現しようとする。これに論理的に反駁することはなかなか難しい。そこに政治的、経済的な国家間、地域間の競争が入ってくるから、事態は複雑になる。

・大局的にみると、従来の株主資本主義が限界となる中で、国家資本主義対ステークホルダー資本主義の戦いとなる。それでもまだ不十分かもしれない。水口先生は、新しい資本主義の模索が始まっており、金融資本市場では、それがサステナブル金融として意味を持つてくると強調する。

・金融資本、知的資本、人的資本、社会関係資本、自然資本、という広がりの中で、社会や自然は、自らの外部ではなく、自らも影響を与える存在として捉え、人類共通の資本として守っていく。そのために、CO2 ネットゼロのエコシステム作ろうというのだから、大変な努力を要する。

・EUは、この努力を個人や民間に任せるのではなく、政治的な政策として社会を動かすと決めた。サステナブル金融をレギュレーションとして執行し、そのためにタクソミー(サステナブルの分類基準)を作っていく。

・枠組みはEUのレギュレーションとして法制化し、各国を超える規制として機能させる。具体的な方向を示すダイレクティブ(指令)は、各国ごとに法制化を図っていく。タクソミーは、まずCO2などの気候変動について基準を定めているが、今後も新しいサステナブル基準が次々と作られよう。

・サステナブルファイナンスに関するディスクロージャー(開示)のレギュレーション(SFDR)も定められている。1) まずは開示しているか、2) 次に環境や社会に対するサステナビリティを考慮しているか。

・3) そしてサステナビリティをしっかりと促進しているか、というように、そのレベルも問

---

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。

うている。アムンディ、ロベコなど大手の機関投資家は、自社の運用体制を最もレベルの高い水準（第9条）にあると開示している。

・企業には、非財務を含むサステナビリティレポートのダイレクティブ（CSRD）を求めている。何がサステナビリティにとって重要か。そのマテリアリティは、おかれたポジションや活動範囲によって変化する。このダイナミックマテリアリティをどのように捉えるか。企業にとっては、ここが腕の見せ所となる。

・これを財務と非財務の統合報告ではなく、サステナビリティを含めたバリューレポート（価値報告）として捉え直そうとしている。IFRS では、アカウントティング（IASB）に加えて、サステナビリティ（ISSB）の基準も作ろうとしている。

・日本もこの土俵にのっていき必要がある。2050年カーボンニュートラルのハードルは高い。出来るところから入っていくのはもちろんであるが、ストレッチした目標を掲げて、イノベーションに挑戦し、それをビジネス機会にすることがさらに重要であろう。

・さもないと、企業としての競争力は劣化していこう。企業価値創造の中に、サステナビリティ（ESG）を埋め込んで、ステークホルダーと対話していく。サステナブルファイナンスは当たり前になり、もっと高いレベルの要求が出てこよう。

・これに負けないように、準備してほしい。投資家としては、建前としてのサステナビリティではなく、きちんと中長期の企業価値向上に結び付けている企業を見出し、そこに投資機会を見出していきたい。

### ビジョン資本家としてのソフトバンクグループ～新しいパーパスの定義

・ソフトバンクグループ（SBG）の株主総会はおもしろい。理由は2つある。1つは、孫社長が新しいことを話すからである。総会で、会社の将来について新しい発表を行う企業はほとんどない。2つ目は、株主からの多くの質問にかなり丁寧に答えることである。しかも、本音で自らの考えを述べるところがよい。

・今回の株主総会は、出席型のバーチャル総会であった。会社法上まだ定款は変更していないので、総会の場所は設置してあった。しかし、招集通知には、会場に来ないでほしい。来ても役員は全員リモートで参加すると記載してあった。

---

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。

・つまり、会場に来てスクリーンで視聴するだけである。PC やスマホで見ても同じである。そして、出席型であるから、決議の投票はその場で行う形式であった。

・まず質疑で面白かったものをいくつか取り上げてみる。議案でバーチャルオンリー株主総会への定款変更が出されているが、孫社長の顔が見たいので、リアルな会場も用意してほしいというものがあった。

・バーチャルオンリー株主総会ができようにする理由は、1) パンデミックへの対応であるとともに、2) 世界中の株主が決議の場に参加できるようにすることである、と説明した。海外の株主には大きな意義がある。しかし、バーチャルとリアルは双方に良さがあるので、両方が可能となるように考えていくとの答えであった。

・SBG は投資会社なので、KPI は NAV(純資産価値：時価評価資産 - 純負債)である。株主還元には配当と自社株買いをバランスよく考えていく。現在の株価は、NAV の 25 兆円より 50% ディスカウントされている。NAV は日々変動しているので、ボラタイルな面はあるが、これが最も重要な KPI であるという見方は変わらないと強調した。

・AI のユニコーンに投資している中で、投資の失敗もみられるが、出資企業同士のシナジーはどのように出していくのか。キャッシュバランスをみながら、果敢に投資しているが、出資比率は 10~40%で、51%以上を所有する投資は少ない、各々の企業にアドバイスし、緩やかな連携は促すが、あくまでも個々の企業の経営陣のリーダーシップに委ねている。

・ファーストリテイリングの柳井氏が昨年社外取締役を辞めたが、どうしてか。20 年ほど社外取締役を務めてきたが、そろそろ自社の経営に専念したいので降りたい、ということであった。

・柳井氏は取締役会でいつもノーから入ってきた。孫社長は柳井氏を尊敬しているが、柳井氏は、事業家の孫さんは好ましいが、投資家の孫さんは好ましくないと考えていたようだ。そのように孫社長は説明した。

・古い話ではあるが、20 数年前、孫氏と柳井氏の初顔合わせをセットした。筆者は NRI でアナリスト部隊の責任者をしていたが、ユニクロのシステム開発で頼りになる会社をアドバイスしてほしいというので、当時のソフトバンクを紹介した。

・その頃のアナリストにとって、ソフトバンクもファーストリテイリングも難しい会社である。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。

った。孫さんにも柳井さんにも、当時の担当アナリストはなかなかついていけなかった。2人とも、それほど個性的であった。

・SBGのガバナンスはどうか。後継者はどうするのか。これに対して孫さんは、社外取締役からは取締役会がワンマン化しているのかと思ったら、徹底的に議論しているので驚いた、という話を出した。去年も同じような話をした。

・後継者については、長期のテーマとして十分認識している。19歳で起業する時から、50カ年計画を立てて、60代で引退すると決めてきた。しかし、最近は少し予防線を張っているとコメントした。

・ウォーレン・バフェット氏は、資本家として90歳でも現役である。孫さん(63歳)は、69歳を過ぎてても現在の社長兼会長のうち、会長として続けているかもしれないと明確に語った。バトンの引き継ぎは最も難しいが、300年続く会社にしたいという思いは変わっていない。

・Q&Aに入る前の事業戦略の説明では、今回、SBGのパーパス(存在意義)について新しい考えを表明した。孫さんは事業家か投資家か、SBGは投資会社か。これに対して、SBGは「情報革命の資本家である」と定義した。資本家というキーワードを用いた。

・19世紀の産業革命の時代、発明家(例えば、蒸気機関車のワットなど)と資本家(同ロスチャイルドなど)が両輪で文明を発展させた。今日は情報革命が開花している。企業家と資本家がそれをリードする。

・孫さんをリーダーとするSBGは、AI革命の資本家として全力投入する。ビジョンファンド1、2、ラテンファンドLatAmで、現在264社に投資している。AI分野で世界最大の資本を提供している。

・SBGのパフォーマンスは、1994年から2021年までの25年間で、IRR(内部収益率:投資から得られる将来キャッシュフローの現在価値)は年率+43%であった。これは誇れる実績である。ビジョンファンド1、2もこの4年累積で同じように年+43%のリターンを出している。孫は大丈夫かとよく揶揄されるものの、WeWorkなど4~5つの失敗もあるが、大丈夫である、と胸を張った。

・投資家と資本家は違うと孫さんは強調する。その違いについて、投資家はお金をたくさん本レポートは、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。

作る人、これがゴールであり正義である。一方、資本家はお金を作ることがゴールではなく、「未来を創る」ことがゴールであると強調した。タイムスパンは、10年、20年、30年である。目先の株価は毎日見ている、気にはしないという。

・孫さんは、技術のパラダイムシフトをみている。インターネット業界は2000倍（年率34%成長）になったが、AIによる情報革命はまだ始まったばかりであると語る。

・自動運転で事故のない世界、AI解析で病死のない世界、遠隔教育で格差のない世界、生活が楽しく創造的な世界、を創っていこうとする。資本家として、この革命を牽引し、未来を創っていく。当然、大きなリターンはついてくる。このビジョンを共有してほしいと訴えた。

・これは柳井さんの問いに対する、孫さんの1つの答えであろう。SBGの新しいパーパス（存在意義）といえよう。SBGはVCか。世界一のベンチャーキャピタル（VC）であるが、これでは構えが小さい。VCは‘Vision Capital’である。これがぴったりすると宣言した。面白い表現である。SBGの資本家精神に大いに期待したい。

#### DXの先進企業を目指して～DX 銘柄グランプリの日立製作所とSREホールディングス

・6月にDXの表彰企業が公表された。経産省と東証の共催で、2015年からスタートした制度である。当初は「攻めのIT銘柄」と名付けられたが、昨年よりDX（デジタルトランスフォーメーション）にシフトし、今年はDX認定制度をベースに、その上位の表彰と位置づけられた。

・DX銘柄の表彰式にリモートで参加した。評価委員会の伊藤委員長（一橋大学CFO教育研究センター長）は、3つの点を強調した。

・1つは、ビジネスモデル（BM）を変えるのではなく、現状を維持することに汲々としていないか。DXに取り組んでも、POC（概念実証）に留まって、踏み出していないのではないか。本気で実践せよ、という意味である。

・第2は、経営者は自らDXを語っているか。社外取締役はDXに詳しいか。デジタルガバナンスで、日本は遅れている。現場と顧客を重視すれば、日本はDXの遅れを取り戻し、リードすることもできると強調する。

---

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。

・第3は、今回応募した464社（上場3700社中）をみると、戦略的に取り組もうという意欲は分かるが、レガシーシステムの刷新や、人材の育成という点で、まだ課題を残している。DXをもっと推進する「価値協創ガイダンス2.0」を近々公表すると述べた。

・今年の表彰では、DXに優れた銘柄28社（うちグランプリ2社）、特色ある注目企業20社、デジタルによるコロナ対策企業11社が選定された。グランプリの2社は、日立製作所とSREホールディングスであった。この2社について、トップマネジメントのプレゼンを踏まえて、その内容を咀嚼してみたい。

・日立は、1910年の創業以来、小平浪平の精神を受け継ぎ、ベンチャー精神と社会への貢献を追求してきた。リーマンショック後の苦境からV字回復する過程で、社会イノベーション事業に力を入れ、OT（オペレーションテック）とITで強みを発揮しようとした。

・その核となったのがLumada（ルマーダ）で、AIを活用してデータに光を当て、2010年以来1000件の実績（ユースケース）を積み上げてきた。ルマーダを使うことで、さまざまな分野でデータを活かした新しい仕組みを作ることができ、それが効率のアップや価値向上に結び付いている。

・ルマーダはコンテナのようなもので、異なる顧客にも使ってもらえるようになった、と東原会長（CEO）は強調する。OT（リアルなオペレーショナルテクノロジー）とIT（バーチャルなデジタルテクノロジー）を組み合わせ、新しいプラットフォームとしていく。ルマーダはまさにつながりの要となっている。

・今の社会的課題は、日立単独では解決できない。昨年からアライアンスによるソリューションに全面的に舵を切った。環境では、デジタルグリッドやグリーンモビリティ（ディーゼルをバッテリーへ）を作っていく。

・データを活かして、レジリエントなサプライチェーンを作っていく。そのためにグローバルロジクス社を買収することにした。同社は米シリコンバレーに本社をおくIT企業で、アジャイルやクラウドを駆使した「協創型」のアプリケーションやサービス開発を行う。ルマーダとの連携を通してつなげていく。

・2030年を目標に、日立は自社工場のカーボンニュートラルを目指す。その後サプライチェーン全体をニュートラルにしていく。ここでも、ルマーダがつながりのコアになっていくと強調した。日立のAIプラットフォーム、ルマーダの進化と広がり注目したい。

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



・SRE ホールディングスの西山社長は、‘10年後の当たり前を創る’とビジョンを語る。SRE は、ソニーの不動産部から独立して創業した。2014年に1名で会社を作り、不動産テックのAIを、自社で使うとともに外部にも提供している。

・不動産業界で、何が最も曖昧で、分りにくいものであるか。それは取引価格である。そこで、不動産の取引価格のデータベースをともに、AIで価格の推定を行う仕組みを作った。2019年にマザーズに上場し、その後1部上場となった。

・不動産の売買データをベースに事業を展開し、ソニーとの技術交流も続けている。DXの推進では、AIによるデータ活用テクノロジーを活かして、他産業へのサービスインもすでに開始している。

・DXで大事なことは、業務プロセスの改善にとどまることなく、ビジネスモデルの革新で新しいビジネスを創造することである。しかも、その新しい市場の拡大を図っていくことが狙いである。

・SREは、自社で不動産のサービス業務を実行しながら、そのDXツールを外販している。すでに金融分野でも使われている。

・日立は社会インフラをDXでイノベーションすると決めた。OTは有しているので、これにITを加えて、リアルとバーチャルの融合でDXによる社会イノベーションを推進していく。

・東原会長は、2014年に中西氏の後を継いで社長になったが、2年を経て、このままではまた大企業病になるかもしれないとの懸念をもった。ビジネスユニットを小さくして、フロント+プラットフォーム+プロダクトで繋げていく。共通の横串としてルマーダを使う。このプラットフォームがDXのコアである。

・DXを推進するには、社員のマインドを変える必要がある。顧客の課題は何か、という顧客起点に発想を変えた。さらに環境、健康、災害など、サプライチェーン全体を価値起点としてみていく。この顧客起点、価値起点が定着してくると、ルマーダが生きてくる。

・今回、DXグランプリとして対照的な2社が選ばれた。かたや大企業の日立、かたやベンチャー企業のSREである。SREは、ソニーから人材がスピンオフした新しい企業である。不動産業界はIT化が遅れていた。不動産テックは米国と比べても遅れている。ここにデータ

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。

の活用、AIの開発を持ち込んで新ビジネスを立ち上げた。

・大企業もベンチャー企業も、イノベーションの連鎖が求められる。新しいと思ったプラットフォームやそれをベースにしたビジネスモデルも、すぐに陳腐化してくる。大企業にはDXのスピードが求められる。新興企業にはDXの広がりが求められる。

・投資家にとって、表彰は1つの参考にすぎない。次のイノベーションのシンプトン(予兆)をしっかりと見出し、そこに投資していきたい。

### 将来ビジョンと中期計画の達成に向けて～アステナホールディングス

・コーポレートガバナンス・コード(CGC)の改定で会社はよくなるのか。あるいは、長期ビジョンと中期計画の立案で会社はよくなるのか。最近よく聞かれる問いである。

・CGCで会社がよくなるかどうかのデータはまだ十分揃っていない。ビジョンや中期計画を立案しても、多くの会社では、それが実現していない。これらを見ると、上記の問いに対して、一言でいえば、難しいというのが答えであろう。

・ある意味、これは当然のことであろう。抽象的なテーマを条件に掲げて、それを実現する経路はさまざまであり、途中のプロセスを抜きに見通すことはできない。まさに経営者のリーダーシップと実効戦略が明暗を分けるところである。

・ここ数年、中期計画の前に将来ビジョンをかかげ、自らの存在意義(パーパス)を再定義しながら、事業を推進する会社が増えつつある。しかし、それは絵に描いた餅にとどまり、中身をみても実現するにはパンチが感じられない、という場合も多い。

・企業変革は、いつの時代も経営トップに依存する。そこで、1つの事例としてアステナホールディングス(コード8095)を取り上げてみよう。

・ジェネリック医薬品とその原料のイワキは、この6月に社名をアステナホールディングスに変えた。しかも、本社機能の一部を日本橋から、能登半島の石川県珠洲市に移した。

・新中長期ビジョン「アステナ2030」では、2030年に売上高1300億円、ROE13%以上を目指す。そのための最初の中期3カ年計画では、2023年11月期に売上高820億円、営業利益42億円、ROE9.7%を達成する方針である。

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。

・しかし、現在のPBRはまだ0.9倍にとどまっている。これをみると、会社計画はマーケットにほとんど受入れられていない。なぜだろうか。

・①計画はいくらでも立てられるが、実現できるかどうかはまだ分からない。②計画の中身をみてもよく理解できないので、会社の将来は判断できない、③大事なものは足元なので、計画が実現してきたら、それをみながら判断しても遅くないなど、さまざまな見方がある。

・銘柄としての投資対象はいろいろある。よく分からないアステナより、よく分かる会社で、魅力がありそうな銘柄に投資した方が、手っ取り早いし、安心である、という考え方もある。しかし、何事も出会いである。偶然の中に、面白さがあるかもしれない。もう一步突っ込んでみたいという時もある。

・アステナHDの岩城社長は、創業家の4代目で、まだ40代である。2017年に社長に就任したが、副社長の時に、第1期中長期ビジョン(2025年までの計画)の立案をリードし、その実行を担ってきた。

・この5年間で、3カ年の中期計画を4回ローリングした。なぜか。2年か1年でその達成が見えてしまったので、次の計画へ上方修正してきたことによる。何故相次いで上方修正となったのか。それはM&Aによって、ビジネスモデルを強化し、それが次々と成果を上げていくからである。

・新しいビジネスモデルの骨格ができてきた、そこで、2021年から2030年までの第2次中長期ビジョンをスタートさせた。では、事業の中身をどう変えてきたのか。

・アステナは4つの事業を柱とする。1つ目の医薬品の原料では、この領域で、もともと武田薬品工業にあったCMC事業(新薬の原料・原薬の製造方法の開発)のスペラファーマを買収し、従来の原料とは違った高薬理活性原料(がんなどの薬品原料)に参入していく。このCMC事業は、日本でトップである。

・2つ目は、ジェネリック医薬品のメーカーとして、皮膚のぬり薬では既にトップクラスであったが、鳥居薬品から佐倉工場を買収し、これによって注射液分野に参入できることになった。注射液で、がんなどの新しい領域に入っていく。

・3つ目は、化粧品や健康食品の分野で、企業を買収しユニークな商品を広げている。4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。

目は、表面処理薬品で、半導体向けの独自商品で存在を示すと同時に、日立化成の表面処理分野の事業を譲り受けて、顧客基盤を拡大している。

・数年で、こうした M&A に 100 億円を投資した。自社開発と M&A を活かしながら、かつての商社機能に製造機能を加えて、新事業領域の開拓を進めている。ニッチトップ事業とプラットフォーム事業を育てつつある。

・さらに石川県珠洲市の本社をベースに、SDGs と地方創生に役立つ社会的インパクトのある主力事業を、ここから育てていく計画である。100 億円規模を目指している。

・岩城社長の 5 年間のトラックレコード（過去の実績）をみると、有言実行、早期実現である。次代を読む構想力もユニークである。R&D 型なので、新しいネタが事業として目立ってくるには数年を要する。

・セグメント別の 4 つの事業を、目指すビジネスモデルに従って再分類してみると、3 つの領域と 7 つの事業に分けられると、岩城社長は強調する。

・第 1 は、「策揃え」プラットフォーム事業である。ここには、①CMC 事業（医薬品製造の研究開発、国内トップレベル）、②ヘルスケア調達プラットフォーム事業（医薬品、化粧品、機能性食品会社のニーズへ対応）、③CDMO 事業（注射剤、外皮用剤、治験薬の受託製造）、④創業インキュベーション事業（CMC で新薬開発をサポート）が入る。

・第 2 は、ニッチトップ事業である。ここには、⑤外皮用ジェネリック事業（国内塗り薬 No. 1）、⑥ハイエンド表面処理薬品事業（電子部品、半導体向け）が入る。

・第 3 は、「社会変革」ソーシャルインパクト事業で、⑦シニア・アクティブ事業である。化粧品、機能性食品の提供で、シニア層の総アクティブ化、つまり全員アクティブシニアにしようという狙いを目指す。通販事業を主力に既に 110 万件の顧客アドレスを有する。ここに商品を売るだけでなく、新しい仕組みの提供でシニアを元気にするサービスや場を作っていくという方向である。

・一言でいえば、アステナはスペラファーマを軸に新たなプラットフォームを作り、ニッチトップで独自のなくてはならない存在を目指している、といえよう。

・ソーシャルインパクトのシニア・アクティブ事業の 1 例として、農場経営に取り組

---

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。

む。健康食品や化粧品の原料を生産し、それを利用した製品で地域ブランドづくりを目指す。

・アステナの由来は、「明日（未来）+サステナブル」にある。社内公募の中から選ばれた。社長も案を出したが、通らなかったというからおもしろい。四代目の企業変革（CX）の実現に大いに注目したい

### 中期戦略に M&A をいかに組み込むか～チェンジ

・長期ビジョンを掲げ、その推進を中期計画で具体化していく。多くの企業にみられるが、では、その中期計画に M&A をどのように組み込んでいくのか。外部の投資家から見る時、M&A の案件が具体化してこない、何とも評価のしようがない。

・案件が具体化しても、その M&A が本当に成立するのか。成立したとして、その後の PMI（買収後の経営統合）がうまくいくのか。通常はなかなか評価できない。さらに、のれんが大きすぎると、EBITDA（償却前営業利益）は増加しても、EPS が増えないということも起きる。ここをどう乗り越えていくのか。チェンジのケースで検討してみよう。

・チェンジは、IT のコンサル会社として 5 年前に上場した。上場した 1 年目の 2017 年 9 月期の営業利益は 3 億円であった。第 1 次の中期 3 カ年計画が 2021 年 9 月期で終了するが、営業利益の修正計画（58 億円）を 3Q までにほぼ達成してしまった。

・達成が見えていたので、次の 3 カ年計画を 2021 年 9 月期の 1Q が終わったところで公表した。次の 3 カ年計画では、3 年目の 2024 年 9 月期で、M&A を入れなければ営業利益で 110 億円、M&A を実現すれば同 160 億円を目指すというものである。何とも逞しい財務目標である。

・3 年目が始まったところで、3 カ年計画の達成に早々と目途をつけ、次の 3 カ年計画を発表する会社は珍しい。通常はローリングしていくものだが、そうではなく、コミットしたものが実現したら、投資家の期待に応えるには、次の計画を早めに公表して、そのための準備を進めた方がよい、と判断した。将来に対するマネジメントの姿勢を全面に出ている。

・チェンジは、日本のデジタル生産性革命を目指し、人を変え、仕事を変え、日本を変えることをミッションとする。New-IT トランスフォーメーションは急成長を遂げているが、2018 年に「ふるさとチョイス」を運営するトラストバンク（TB）を M&A した。ふるさと納税のプラットフォームで、ふるさとチョイスは、さとふる（ソフトバンク系）や楽天を抜いてトッ

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。

プである。

・当時のTBの企業価値を80億円と算定して、その60%をキャッシュで所有した。その後、持株を70%に増やした。のれんが発生したが、その償却は有税となる。よって、EBITDAは増加しても、純利益への寄与は相対的に小さいものとなった。

・その後100%子会社化する時は、TBの企業価値を300億円と算定し、30%分をチェンジの上場株式と交換した。この株の交換に、チェンジの株式6%強を活用した。のれん代などは発生なかった、TBの創業者はチェンジの株を受け取った。その後、株価は成長とシナジーを見込んで大きく上昇したので、win-winとなった。

・新型コロナショックを契機にして、わが国におけるDX(デジタルトランスフォーメーション)の推進は加速している。日本の生産性の向上と地方創生への貢献が、当社のSDGs、ESGである。次の中期計画(DJ2)では、①デジタル(デジタル技術の活用)、②ローカル(地域のサステナビリティ)、③ソーシャル(社会的課題の解決)の重なる領域をスイートスポットとする。

・東京圏以外のローカルにデジタル化の恩恵を広め、地域課題の解決に貢献する。とりわけDX推進に当たっての人材不足に对应していく。DX人材の育成では、KDDIと合弁で4月から新会社「デジタルグロースアカデミア」をスタートさせた。人材育成のコンテンツを、KDDIの全国法人ネットワークにのせて拡大のスピードアップを図る。好調に立ち上がっている。

・パブリテック(パブリックセクターのNew-IT)では、「ふるさとチョイス」が順調に利益貢献を高めており、パブリテックのLoGoチャット、LoGoフォームなども新たに成長軌道に入りつつある。

・最初の3カ年計画(DJ1)はTBのM&Aをテコに実現してきたが、DJ2でも、大型のM&Aをターゲットとしている。内部成長と外部成長を分けて、M&Aを明示的に目標として掲げている。顧客基盤、プロダクト、リソース獲得の戦略が早晩具体化しよう。

・これは、いい案件があれば取り組みたいというレベルではなく、何としてでも実現していくというコミットメントである。このような中期計画を発表する会社は数少ない。

・会社側は、案件を常にいろいろ検討している。ある意味それは当然で、検討するだけなら、多くの会社でも同じように取り組んでいると表現できよう。しかし、チェンジの動きはかな

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。

り異なる。

・3月に海外投資家向けに公募増資を行い、165億円を調達した。外人持株比率も21%に上昇した。6月には銀行と特殊当座借越契約195億円を締結した。M&Aの実行を目的とした借入枠の設定である。

・次に、8月に臨時株主総会を催した。バーチャルオンリー総会ができるように定款を変更し、バランスシート上の資本金、資本準備金の減少を特別決議として実施した。このために、臨時株主総会を開くことも珍しい。

・3月の公募増資で資本金、資本準備金が増加している。そこで、資本金106億円を10億円へ、資本準備金106億円を10億円へ減額した。その分は、その他資本剰余金に移った。その減額分192億円は、株主への分配可能額として使える。

・つまり、大型のM&Aを実行する時、この資金を活用して自社株買いを行い、その株式を買収先に交付するという株式交換が、余裕をもってできるようになる。こうすると、のれんの発生やのれんの有税償却という問題が避けられる。株主にとっての企業価値向上がより分かり易くなる。

・さらに、9月までに20億円を上限とする自己株式の取得を実施する。これも、M&Aの時に株式交換の対価として活用できる。全体として、200億円規模のエクイティ対応が想定できよう。

・投資家の関心は、次のM&Aがどのような経営資源（人材や顧客基盤）を手に入れていくのかにある。具体的には、どのような会社なのか。その会社をM&Aすることで、本当に企業価値を断層的に伸ばすことができるのか。ここを注視している。

・チェンジはM&Aを成長戦略の柱として、緻密に戦略を練って準備を進めている。今後の展開がプラスのサプライズとなるか、マイナスのサプライズとなるか。人材も集まっており、企業価値の一層の向上が見込めるので、第2期の成長戦略に大いに期待したい。

### サブスク型モデルへのCX（企業変革）～PCデポ

・モノやサービスを1回売り切りではなく、継続的に利用してもらうサブスクリプション型のビジネスモデルへ転換するには、どうしたらよいか。多くの企業がやりたいと思ってい

---

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。しかし、意外に難しい。

・B to B、B to Cの双方において、サブスク型（定額サービス利用）の顧客（会員）を増やすことは、事業のサステナビリティを高める上で極めて有効である。

・例えば、調剤薬局用のレセコン（レセプトコンピュータ：処方箋処理システム）を、5年間の保守付きで、システムを一括販売する。あるいは、それをリースにして、分割払いにする。これを完全な月額課金型に切り替えることは、簡単にできそうだが、そうはいかない。

・月額課金にすると、初期売上が立たない。数年間は売上が大幅に落ち込む。まして、販売代理店を使っていたら、サプライチェーン全体に影響が及ぶ。数年間の赤字に耐えていければよいが、なかなか決断できるものではない。

・一方、スマホはサブスク型の典型である。スマホのハードの代金を、一括で支払うか分割で支払うか。通信料などの使用料は月額で支払うが、それを定額にするか、利用額見合いにするか。有料アプリをどのように使うか。これらをまとめて月額のサービス利用にすれば、安心して便利に使える。本当だろうか。

・サブスク型の利便性は、①初期負担が重くない、②毎月の利用額が定額で分かり易い、③費用がはっきりしているのでサービスが使い易い、という点にある。

・サブスクを提供する企業にとっては、1) 顧客の呼び込みがしやすい、2) 顧客を長く保持（リテンション）することができる、3) 長期的な収入の積み上げで、収益が安定的に拡大できる、というメリットがある。

・サブスク型へのシフトを進めているPCデポのケースをみてみよう。PCデポはパソコンショップからスタートしたが、PCをモノとして販売するところから、PCを使う場面の相談に乗って、うまく使いこなせるようにアドバイスするサービス業に転身してきた。

・それが軌道に乗ってきたので、今年より本格的なサブスク型モデルに切り替えることを目指し、KPI（重要経営指標）を一変させた。10年かけて会員型ビジネスにシフトしてきたが、ビジネスモデルを本格的なデジタルライフプランナー型に移行する。

・顧客をファミリー（一家）として捉え、そこに同社のデジタル担当を置いてもらって、顧客のデジタルライフをサポートしていく。一家に、デジタルに詳しい人がいないことは多い。

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。



そこにデジタル担当をおいて、デジタル格差（デジタルデバイド）が生まれないように、ひいては、デジタルの多様な楽しみが享受できるようにしていく。

・企業の目標を、カスタマーのLTV（ライフタイムバリュー）におき、カスタマーの長期にわたる価値を高めていく。LTV＝サブスクリプション増（月額会員の増加）× 継続期間増、によって測る。

・例えば、家族4人でデバイス4台までとすると、月額サービス料は5500円である。デジタル担当と一緒に、これからのデジタルライフプランを立てていく。まずは家にあるPCやスマホ、タブレット、プリンター、Wi-Fiなどが、しっかり使われているのか。いろいろなデバイスが混在して、契約も含めて無駄になっていないか。

・祖父母の世代の楽しみ、父母の世代のデジタルライフ、子供たちのデジタル活用など、何でも相談に乗ってくれる。すぐに何かを買う必要はない。新製品が出たからといって、買い替えを督促する必要もない。計画を立てて、逐次、商品やサービスを充実させていけばよい。これを計画的需要と呼んでいる。

・今年3月末で45万人（ARPU3500円：会員当たり月次売上高）のうち、デジタル担当がついているプレミアム会員（ニューカスタマーサクセス会員：NCS会員）は約10万人（ARPU8053円）であった。この10万人を、1年を目途に14万人に増やしていく。将来、この会員を20万人、30万人に増やしていくことになろう。

・ここで大事なことは、デジタル担当が本当に役に立って、カスタマーからの信頼が得られることである。NCS会員（デジタル担当付きのサブスク会員）が着実に増え、その継続率（サブスク会員の月次継続率：CRR）を高く保つことである。

・現在、会社全体の売上の約5割がサブスク型であるが、これを3～5年で80%まで高める方針である。デジタル担当は、1件のカスタマーに3～5人でチームを組み、コンサルやサポートに当たっていく。この時使われる「デジタルライフプランナー」という言葉は、当社が商標登録をとっている。

・新卒の採用、パート・アルバイトからの正社員化、HISからの出向受け入れなどによって、チーム（ワークス）の増強を図っている。小型店舗、移動店舗（車両店舗）なども、これから出てこよう。

---

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。

・このようなサブスク型のデジタルリテールサービス企業は、世界にも例をみない。①PCの保守修理から始めて、②技術者を育て、③少額課金でサービスの継続を図り、④10年先行して会員型ビジネスを独自に作り上げてきた。

・モノやサービスの売り切りタイプの企業には、同じようなことがなかなかできない。1) サブスク型は売上が一時的に減少するので、数年これを耐える体力がないとできない。2) 技術サービスを伴うので、社員の訓練がかなり必要である。3) デジタル担当をしっかりと育てるノウハウが必要である。これらの点で、PCデポは優位性を発揮しよう。

・会員型ビジネスであるから、顧客は一定の質を要求する。ここを担保して伸ばしていくことが、カギであろう。結果としての財務成果は、売上高経常利益率10%以上、ROE15%以上がいずれ実現できよう。PCデポのCX(企業変革)に大いに注目したい。