

ベル投資環境レポート

企業価値創造の要を知る ～デジタルプラットフォームづくりと企業延伸～

2018年6月18日

鈴木行生

目次

1. 企業価値創造の要	➤ AIの活用～画期的な画像認識
➤ 統合報告(Integrated Reporting)の課題 ～KPMGの調査を踏まえて	➤ 資産運用業界におけるAIの活用
➤ CGCの今回の改定を咀嚼する	➤ フィンテックと仮想通貨～ビットコイン、 ICOは本物か
➤ 監査報告書のKAM(Key Audit Matters)とは～監査上の主要な検討事 項の導入	➤ 競争力のあるIT戦略を有する企業とは ～「攻めのIT経営銘柄」
➤ セブン&アイのガバナンスから学ぶこと	3. 投資家としての視座
➤ 企業価値向上の実践～塩野義製薬の「自 分ごと化」	➤ しあわせに貢献する企業～財務数値の前 にみるべきコト
2. デジタルトランスフォーメーションによ る新しいビジネスモデル作り	➤ 創業経営者の信念～リッポグループの リアディ氏
➤ デジタルトランスフォーメーションのK PIはいかに	➤ 寿命延伸、資産延伸、そして企業延伸に 向けて

1. 企業価値創造の要

統合報告(Integrated Reporting)の課題～KPMGの調査を踏まえて

・3月に、KPMG ジャパンの統合報告セミナーが催された。その報告を聴き、同社が出版した「社会が選ぶ企業」を読んだ。その中身を踏まえて、統合報告の活用について検討してみたい。

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

・統合報告書（IR）の発行は年々増えている。KPMG の IR 調査は今回で 4 回目であった。2014 年 141 社、2015 年 220 社、2016 年 291 社、2017 年 341 社と年々増えている。2017 年は前年より 50 社ほど増加した。

・KPMG では、この 341 社を、①基礎、②長期志向、③価値創造、④ガバナンス、⑤マテリアリティ、⑥リスクと機会、⑦KPI の 7 つの項目から分析した。

・KPMG の分析によると、341 社中、東証 1 部は 317 社で、時価総額の 51%、338 兆円を占めた。発行時期は、決算期から 3 カ月後が 67 社、4 カ月後が 85 社、5 カ月後が 71 社という分布であった。IR の発行は早い方が望ましいが、その準備にはかなり労力を要するので、5 か月以内であれば十分であろう。また、日本語、英語の同時発行会社は 133 社であった。

・CEO/CFD のメッセージでは、1) CEO の長期ビジョンが十分でない、2) CFD の資本財務戦略が著しく弱い、3) 資本コストの認識が不十分である、という結果が出ている。CEO は中期計画を語る前に長期ビジョンをはっきりさせてほしい。CFD は過去の財務結果だけでなく、将来の資本財務戦略についてきちんと語ってほしい。とりわけ、わが社の資本コストについて、その考え方と水準を明示してほしい。

・なぜ語れないのか。いくつかの可能性がある。1) 将来は不確実であり、自社の先行きの業績に自信がもてない、2) 売上、利益の目標については、社内の合意を得ても、そのための資本戦略、財務戦略について、十分議論ができていない。3) 考え方は固まっているが、社外にディスクローズしてコミットするところまではしていない、4) 資本コストは、考え方は分かっても、社内の KPI として認識することは難しい、ということかもしれない。

・ガバナンスでは、取締役の選任理由の開示が弱い。社外取締役よりも社内取締役の選任理由を書いている企業が少ない。企業はマネジメントによって運営される。その人がどんな実績を有しており、今後何が期待されているかはぜひ語ってほしい。それを知った上で、マネジメントの方針を聞き、実績をみていく。取締役、執行役の中から、いずれ次の社長が出てくる公算が高いわけだから、早目に素質をみていくことは、投資家にとっても重要である。

・マテリアリティについては、それを開示している企業が少なく、開示していてもマネジメントの関与が極めて少ない。そもそもマテリアリティとは何か。重要性と訳すと、その意味が上手く伝わらないとみられる。importance、significance、materiality では意味が異なる。日本語で取って違いを出してみれば、importance は重み、significance は有意味、

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。

materiality は独自要素といえよう。

・マテリアリティとは、企業価値創造にとって、わが社として大事な独自要素である。ビジネスモデルの構成材料であり、自社の価値創出に大きな影響を与える要素である。単に、社会的課題を指すわけではない。

・これに関連して、アウトカムとは何かもはっきりさせておいた方がよい。価値創造の財務的な成果がパフォーマンスであるのに対して、社会的な価値も含めて、価値創造の仕組みであるビジネスモデルを支えるインタンジブル（無形資産）として生み出された結果がアウトカムである。

・これも企業が社会に対して生み出す価値とだけみない方がよい。外部的な影響では正負の両面からみる必要があり、組織の事業活動からのアウトプットそのものではなく、その活動からもたらされる、IIRC がいうところの 6 つの資本に対して、内部的存在として生み出した価値をいう。

・リスクと機会に関して、IR では、リスクとしてオペレーションリスクがトップにきている。次が規制リスク、サイバーセキュリティリスクと続く。KPMG の別の調査 (CEO 調査 2017) によると、重要なリスクのトップは、レピュテーション/ブランドリスクで、次が最新テクノロジーリスクであった。

・IR において、リスクをどのように載せるのか。IR で最も重要なリスクは、ビジネスモデルの劣化リスクであろう。価値創造の仕組みが色あせて、ほころびてくれば、いずれ財務的パフォーマンスにとって致命傷となる。

・① 既存のビジネスモデルをいかに強化していくか、② 新しいビジネスモデルに作り変えていくか、③ あるいは代替させていくか、が最も重要である。そのやり方（戦略）を IR にはぜひ載せてほしい。

・非財務情報の KPI はどのように設定すればよいのだろうか。WICI は人的、知的、社会関係資本にフォーカスしているが、IIRC は 6 つのマルチキャピタルに注目して、価値創造のプロセスをバリューチェーンとしてみていく。

・WBCSD (World Business Council for Sustainable Development : 持続可能な開発のための経済人会議) では、ソーシャルキャピタルのプロトコルの開発に力を入れている。

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。

・経営判断の中核には、経済的成果の前に、事業の社会的成果を問う必要がある。事業価値の創造に当たっては、人的資本（技術、知識、厚生）、社会的資本（関係性、共有価値、仕組み）を重視するという立場である。

・KPMGの今回の分析では、SDGsは取り上げなかった。341社中160社がSDGsに触れているが、多くは単に今の事業とSDGsの関係に触れているだけで、2030年に向けての価値創造とは必ずしも結びついていない。SDGsをいかに価値創造に取り込んでいくかは、今後の課題であろう。

・IRの発行企業は今後とも増えよう。いずれ400社、500社となろう。時価総額に占めるウェイトも6割を超えてこよう。投資家としては、まずはIRを読み込んで、企業の投資価値評価と対話に大いに役立てたいものである。

CGCの今回の改定を咀嚼する

・東証からコーポレートガバナンス・コード（CGC）の改定案が3月に出され、6月から実施に移された。12月までに、次のコーポレートガバナンス報告書にそれらを盛り込んでいくことになる。

・同時に公表された投資家と企業の対話ガイドラインでは、今回の改定内容を踏まえて、それらについて重点的に議論していくように求めている。

・その内容をみると、1つは、将来の事業戦略、財務戦略について十分議論し、明確な方針のもとに経営を行うことが要請される。その時に、資本コストを必ず明らかにすべし、と位置付けている。

・資本コストについて、日本企業の経営者は、多くの場合、頭ではわかっているが、実務においては実践していない。赤字か黒字かという損益分岐点をハードルとするのではなく、投資家が要求するリターンをベースに、事業の採算を考えていく必要がある。

・ここがピンとこない。しかし、事業の採算を考える時に、どのくらい儲けるかを考えない経営者はいない。投資家もそうである。黒字なら十分とは考えない。大儲けに越したことはないが、儲ければいくらでもよい、できるだけ大きく儲けたい、という曖昧な基準では困るのである。それでは、経営判断や投資判断ができない。対話も十分進まない。

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。

・M&Aを検討する時には、簡便といえども、必ずWACC（加重平均資本コスト）を用いる。自社の企業価値が財務的にいくらか、という算定をする時にも必ず用いる。これが分かっていると、自社株買いの判断基準がわからない。

・資本コストが明確でないと、個人投資家の素朴だが的を射た問いに答えられないし、アクティビストの仕掛けに論理的に対抗することもできない。これは経営の基本であり、ゲームのルールである。よって、はっきりさせておく必要がある。

・2つ目は、CEOをはじめとする経営陣の選解任の仕組み、役員報酬のフォーミラ（算定方式）、取締役会と社外取締役の機能の発揮について、考え方を明確にして実行してほしい。このニーズはますます高まっている。

・従来、社長は後継者を自分一人で決めてきた。今でも、自分が決めたいという経営者が大半であろう。それが重要な仕事の1つである。しかし、ステークホルダーから見ると、会社が長く存続して輝いていくには、後継者を育成する仕組みを明確に、第三者の目が入ったところでフェアに優秀な経営陣を選んでほしいと願う。また、眼鏡にかなわなかったら、降りてもらふ必要がある。

・オーナー経営者にとっても、サラリーマン経営者にとっても、十分な能力がないので交替といわれるのは不愉快である。あるいは、能力が発揮できているうちに、次にバトンタッチしてほしい、といわれるのも不満がたまる。

・しかし、もはやそういう時代の流れである。社会の公器としての会社は、その時の経営陣の勝手になるものではない。さまざまなステークホルダーの意思を反映して動いていく。

・当然、成果を上げた経営陣には高い報酬があつてよい。しかし、低い成果しか上げられなかったとすれば、報酬もそれ相応であるべきである。勝負を恐れて、攻めの経営を行わず、そこそこの成果でうまく立ち廻ろうとすれば、投資家も社員もそれには満足できない。早々に経営を交替してほしいということになる。

・3つ目は、政策保有株については、原則として意味がないので保有するな、もし保有に意味があるとすればきちんと説明せよ、という流れである。互いに株を持ち合っ、株主総会を安泰に乗り切りたいというだけなら、それはお断りというのが投資家の声である。

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。

・もっと一生懸命本気の経営をやってほしい。それがしんどいので、うまく立ち廻って逃げたいという経営者はいない、とみられる。資本業務提携に重要な意味があるならば、それはきちんと説明できるはずである。

・4つ目は、企業年金を司るアセットオーナーは、もっとプロの見識と腕力を身につけて、自らの運用資金をマネジメントするべきである。利益相反を疑われないように、独立の仕組みを確立する必要があり、プロとしての力量が問われている。単なる天下りの地位に甘んじていけばよいというものではない。

・以上、今回のCGCの改定の主旨を筆者なりに、少し大胆に解釈してみた。要は、各々の立場で、社会的価値の位置づけが問われるということである。

・ある意味当然のことである。誰にとっても、挑戦は常に新しい試みである。未熟な部分も多い。そこを全力で乗り切っていく努力が求められる。

・次の数年間は、これらを踏まえた新たな対話が進行しよう。これによって、企業の稼ぐ力が高まり、運用のパフォーマンスも目に見えて向上していくことを期待したい。

監査報告書のKAM(Key Audit Matters)とは～監査上の主要な検討事項の導入

・日本でも監査報告書の透明化に向けて、KAM(Key Audit Matters)の導入が議論されている。株主総会招集通知や有価証券報告書に載っている会計監査人の監査報告書がもっと中身のあるものになるのだろうか。4月に日本公認会計士協会の住田^{きやか}清芽常務理事の話を聴く機会が、日本取締役協会とスチュワードシップ研究会であった。

・会計監査報告は決定的に重要である。上場企業の財務諸表が適正に表示されていることを保証する。投資家は、これを前提に財務データをみていく。もし財務データが信頼できないとなったら大変なことである。

・監査意見には、1) 無限定適正意見、2) 限定付適正意見、2) 不適正意見、4) 意見不表明の4つがある。平たく言えば、①概ね正しい、②一部不十分だが、あまり問題ではない、③虚偽の表示があり、正しいとはいえない、④重要な監査手続きが実施できず、意見がいえない、という内容である。

・ほとんど全ての上場企業の監査報告書は、1) の無限定適正意見がつく。例外的に問題企
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。

業が出てくると、2)、3)、4) という場合がある。東芝は一時、4) の意見不表明となって揉めた。粉飾決算が事前に分かれば、3) の不適正意見となろう。

・今回の監査報告書における KAM (監査上の主要な検討事項) は、上記の監査意見とは全く別の話である。財務諸表が適正であるという証明は極めて大事であるが、そのことを記載した定型的な 1 枚が書類としてあるだけなので、中身を読む人はほとんどいない。

・ほぼ同じ文章が書かれているだけの書類である。そこで、監査報告書がペラ 1 枚で、活動の中身がブラックボックスとなっているものを、透明化させていこうというのが、今回の改定の主旨である。

・会計監査人は何を監査したのであろうか。もちろん、我が国が定めた監査基準に従って、しっかり監査したはずである。個々の企業の財務諸表はみな違う。事業活動が異なるのだから、数字の持っている意味や内容もそれぞれである。しかし、一定のルールに従っているので、その点において適正であると判断された。

・では、ある企業に対して、今回の決算ではどこが監査上の主要な検討事項 (Key Audit Matters) であったのか。監査人が着目した会計監査上のリスクはどのあたりが論点であったのか。もしこれらの内容について監査報告書に記されるのであれば、投資家は俄然読みたくなる。

・結果として、適正であり、なんら問題ないとしても、どんなところに着目し、重点的に監査したかが分かれば、企業と投資家(財務諸表利用者)との対話は進むことになる。KAM の開示が前提になれば、企業と監査人とのコミュニケーションは充実し、ひいては監査品質の向上にも結びつくといえる。

・しかし、KAM (監査上の主要な検討事項) とは何なのか。わざわざ書くということは、何か問題があったのか。そうとられかねないと、会社サイドは心配するかもしれない。監査法人の会計監査人は、これまで会社の財務諸表に関わる内容をいろいろ調べて確認しても、その事項について、外部に記載したことはない。

・内部で議論しても、対外的には結論を示すだけである。適正である、といえば、それで完了であった。もし、KAM が導入されると、その内容を開示する必要がある。うまく表現できるか、心配になるかもしれない。

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。

・KAMとは、その年度の財務諸表監査で、監査のプロセスや意見の形成において対応した事項について取り上げる。しかし、それらの事項について個別の意見を表明するものではない。こういう内容をこういう観点から主要な検討事項と判断して、監査上しっかり対応したということを書く。

・ここには企業が未公表の情報は含まれない。また、報告することが企業にとって不利益をもたらすのであれば、報告しなくてよい場合もありうる。

・KAMは、①限定意見を代替するものではないし、②財務諸表の注記を代替するものでもない、また、③注意喚起でもない、と住田常務理事は強調した。監査活動を行った中で、今回重要と認識したプロセスや内容について報告するものである。

・公認会計士協会では、昨年試しにKAMを実験してみた。監査法人7つと上場企業26社に参加してもらい、KAMを試行した。26社に対して、KAMとしての検討項目は68個があげられた。1社当たり平均2.6個である。

・主要な検討事項としての項目は、1) のれん以外の固定資産の減損/18個、2) 企業結合に関する会計処理、のれんの計上および評価/17個、3) 引当金、資産除去債務、偶発債務/14個、4) 収益認識(工事進行基準、変動対価の見積り、期間帰属、過大計上リスク)/9個、5) 資産の評価(公正価値測定を含む)/8個、などであった。

・これらがKAMとして選定された理由は、①金額的重要性、②算定プロセスの複雑性、③算定における主観的影響、④誤りの発生しやすさなどに基づく。また、「監査上の対応」としては、社内の体制、運用、手続きなどの内容を実証的、分析的に検証している。

・筆者は現在上場企業の社外監査役を務めているが、その立場からみると、経営の観点や現場の実務の観点から経理財務サイドとはことあるごとに議論している。

・また、監査法人とは四半期に1回、財務諸表の監査に当たって、1) 今回どこに重点をおいたか、2) 経営上課題となる会計処理は何か、3) 現場優先で課題となる会計処理はなかったか、4) 経理財務部門と認識が十分一致していなかった点はなかったか、などについて議論している。

・会計監査人は、KAMの内容は既に十分持っている。それを適切に表現すれば対応できるものであり、会社サイドも過度に外部の誤解を心配する必要はない。

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。

・投資家は財務諸表が適正であるという前提から企業分析をスタートさせる。最もいやなことは、財務諸表の事後的修正である。小さな修正でも数字が違っていたということがあると、信頼が揺らいでしまう。

・まして、その数値の意味する内容を別に解釈すべきとなったら、不正でないにしてもかなり問題となる。よって、KAMが何であったかが公表されるのであれば、信頼を高めるという点で大いに参考になる。ぜひ推進してほしい。

・監査報告書にKAMが導入されれば、投資家は必ず目を通すようになる。その上で財務諸表をみる。さらに、その内側にある非財務情報、無形資産情報に目を凝らす。企業との対話に弾みがつき、企業価値を見抜く目も一段と鍛えられることになるろう。

・監査人のレベルも上がってくると想定できるので、いいこと尽くめである。但し、会計監査人の手間は増えてこよう。それを監査報酬に適正に反映させることが企業サイドには求められる。それによって、企業への信頼が一段と高まるならば、コストの問題はクリアできるはずである。

・海外においては、英国では既にも実施されており、EUでは今年から本格化する。米国でも2020年にかけて導入が進む予定である。日本も実施に向けて議論がまとまってきた。

・この5月に、日本の監査基準の改定案が出された。現在の監査報告書(短文式)ではなく、「監査上の主要な検討事項」を記載する新しい監査報告書(長文式)の基準を定めるものである。公開草案であるから、これから広く意見を求め、必要な修正を加えていく。実施は、3年後の2021年3月期の決算からの予定である。

・「監査上の主要な検討事項」とは、監査人が当年度の財務諸表の監査において、特に重要であると判断した事項である。具体的には、1) 特別な検討を必要とするリスクが識別された事項、2) 重要な虚偽表示のリスクが高いと評価された事項、3) 見積りの不確実性が高いと識別された事項、4) 経営者の重要な判断を伴う事項、などが対象となる。大いに参考にしたい。

セブン&アイのガバナンスから学ぶこと

・小売りアナリストの青木英彦氏(野村証券)が神戸大学で取得した博士論文を送ってくれ
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。

た。テーマは「純粋持株会社のコーポレートガバナンス機能について」というものである。20年以上の小売りアナリストの経験をふまえて、セブン&アイの事例研究を行っている。学術論文であるが、実に分かり易く大いに参考になる。

・投資家として、企業をみる時、1) 創業経営者の影響力はどこまで続くのか、2) 企業グループを形成していく中で、組織のマネジメントはどのように実行すると効果的なのか、3) 後継経営者の立ち位置はどうあるべきなのか、4) 社外取締役はどこまで機能するのか、という点について考える時、生きたケーススタディとなろう。

・セブン&アイの場合、まだ答えは出ていないが、次はどうなるのか。ここから株式に投資して本当に成果が上がるのか。ここでは、この問いに答えるのではなく、その前提となる企業経営者と組織のあり方について、少し議論してみたい。

・純粋持株会社は本当に機能するのだろうか。多くの会社は、1つの会社の中で、いくつもの事業部を有し、その他にも子会社をもっているケースが多い。この事業部が各々独立した会社として運営され、その上に純粋持株会社がある時、純粋持株会社の社長の役割は、まさに事業ポートフォリオのマネジメントである。

・これがうまくマネージできる社長は多くない。1つの事業の中で育て、その成功を通して昇進してきたからといって、最上位の社長になって異なるビジネスモデルから成る事業ポートフォリオをマネージすることはかなり難しい。通常、その訓練を受けて育っていないからである。

・創業者が一代で企業を大きくして上場している時、次の後継者をどう選定していくのか。資本のマジョリティを持っているのであれば、自分の子供を後継ぎにしたいと思うのが世の常である。社員からみても求心力を持ってまとまるには都合がよい。但し、後継ぎがそれなりに優秀であれば、という条件付きである。そうでないと、会社はすぐにタガが緩んで衰退に向かう。

・子供がそこそこ優秀でもうまくいかない事が多い。創業者は嗅覚に優れており、咄嗟の判断力で苦難を乗り越えてきた経験を有する。それは、もともとの才能ともいえる。後継ぎに同じことを求めるのは、酷であろう。2代目はそこを弁えた上で、自分の力量を高めていなくてはならない。

・その時、先代に仕えてきた番頭というべき役割が決定的に重要である。会社への忠誠心は本レポートは、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。

高く、執事（スチュワード）としての立場を弁えている。さまざまなステークホルダーをよく知っており、まわりからの人望も十分ある。この番頭役が初代から2代目、次の3代目へと繋いでいく時、重要な役割を担う。

・創業者がいなくなり、その薫陶を受けた次の経営陣もいなくなって、創業者を知らない世代が、サラリーマン的経営者になる時、会社は最も変質しやすく、落ちぶれが始まる公算も高い。

・創業者は亡くなるまで創業者である。さらに、死んでも創業者である。その創業者の精神が理念やビジョンの中に生き続け、後継者の心の中に生き続けているなら、会社は持続的に発展できるかもしれない。

・そこで、後継者に誰を選ぶか。社長は、自分の後継者は自分で指名したい。そう思うのが当たり前のように受けとめられてきたが、昨今はそれが通用しない。組織の役割として、必ず第三者の目を通してチェックすることが求められる。指名諮問委員会のような仕組みを通して選任されることになる。つまり、社長の自由勝手にはならないのである。

・経営者は誰のために仕事をするのか。創業者は株主でもあるから、自分のために仕事をする事は、一般株主にとっても同じご利益をもたらすのか。大株主として、自分にとって都合のよい経営を行うことが、一般株主にとっての価値を棄損することはよくある。まして、サラリーマン経営者が自己中心的に、安全で身入りの多い経営を行うとすれば、創業一族はもちろん、一般株主にとっても納得できない。

・ここで自己中心的とは、1) 自らの権力をいつまでも続くように、2) 公平で適確な人事評価をやらずに、3) 敵となるような人材は早目に退けて、4) 依怙^{えこひいき}鼻貞と強権を蔓延させ、5) 特定の会社にとどまらず、グループ会社すべてを身勝手にコントロールしようとする。そして、最後には、サラリーマン経営者なのに自分の一族を重用しようとする。新たな血族企業を作りかねない動きをみせる。

・こんなことがありうるのか。ここに一般的に記したことが、セブン&アイの鈴木敏文氏には発生したふしがある。イトーヨーカ堂の創業者は伊藤雅俊氏であり、鈴木氏はそのもとで、セブン-イレブンを立ち上げた経営者である。セブン-イレブンを米国から導入し、実質的に育ててきたのは鈴木氏であるが、セブン&アイの創業者ではない。

・しかし、伊藤氏から経営を任される中で、セブン-イレブンが圧倒的な高収益企業となり、
本レポートは、独自の視点から書いており、基本的に会社側の立場に立つものではない。本レポートは、投資家の当該企業に対する理解促進をサポートすることを目的としており、投資の推奨、勧誘、助言を与えるものではない。内容については、担当アナリストが全責任を持つが、投資家の投資判断については一切関知しない。本レポートは上記作成者の見解を述べたもので、許可無く使用してはならない。

イトーヨーカ堂が相対的に落ちぶれる中で、純粋持株会社の形を整え、そのトップについて全組織を動かす中で、自分の息子を十分な実績もないまま異常なスピードで出世させていた。

・そして、社内では次の後継者と目された井阪氏を能力不十分として退任させようとした。そこで、社外取締役が動いた。指名報酬委員会が設置されていたが、そこで鈴木氏の人事案が否決されたにもかかわらず、取締役会に同じ案を持ち出したために、逆に鈴木氏が退任に追い込まれた。

・今流に言えば、社外取締役を入れたコーポレートガバナンスが見事に機能したのである。最も大事なことは、鈴木氏の井阪氏退任案を創業家がノーといったことである。これは、日本的に言えば、大義が成立しなかったといえる。鈴木氏は、トップの座にある中で、一線を超えてしまった。

・青木氏は博士論文の中で3つの仮説を論じた。第1は、「純粋持株会社において、専門経営者の権限が大きくなればなるほど、その経営者は、スチュワードシップ理論が前提とする「執事」から、エージェンシー理論が前提とする「機会主義者」の方向へとその性向が振れる。」、というものである。つまり、経営者のモチベーションが株主の要求と一致する方向から、株主の利益を棄損する方向に動いていくという意味である。

・第2は、「専門経営者の持株比率が低ければ低いほど、仮説1の傾向が強くなる。」そして、第3は「純粋持株会社の連結業績が少数の高収益事業に依存している度合いが高いほど、仮説1の性向が強くなる。」と結論付けた。まことに興味深い。

・鈴木氏はどうすればよかったのか。セブン-イレブンを開業した時に、早目にイトーヨーカ堂から独立させて、自ら少額でも一定の株を持って創業者となればよかった。オリックスの宮内氏は商社からリース事業を独立させて、それを育て、持株比率は極めて低いものの、オーナー的存在となった。

・鈴木氏は、革新的な経営者であった。多くの経営者にみられるが、トップに立つ人から見ると、次の後継候補者はみな役不足に見える。自分に代わる人材は育てたくない。できる人材は目障りなので、外に出そうとする。それは本能ともいえる人の感情である。ここをどうマネージするか。そこに社外の目が求められる。常にフェアにみられているという「見られる化」が大きな牽制となる。

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。

・創業家の伊藤氏はどうすればよかったのか。ダイエーの中内氏と違って、息子を社長には選ばなかった。しかし、社長にすべく育成すべきであった。鈴木氏の下でセブン-イレブンの社長につけ、後継者とすれば、鈴木氏も退任を迫ることはできなかったであろう。

・では、投資家はどうしてほしかったのか。そして、今でもどうしてほしいのか。鈴木氏のカリスマ性で、セブン&アイには十分な後継者が育っていない。セブン-イレブン以外の事業は全く見劣りしてしまう。

・一つの方策は、純粋持株会社をやめることかもしれない。持ち株会社のトップは、ポートフォリオマネジメントが仕事である。今、その仕事を専任する必要はない。セブン-イレブンを事業持株会社にして、他はその子会社として、独立して生きていく道探るべきであろう。本体のトップにはいずれ伊藤氏の2代目をつけるようにマネジメント体制を構築すべきであろう。創業者を否定できるのは2代目だけである。

・セブン&アイは、世界で戦える小売りサービス業である。次なるマネジメントイノベーションが起こせるか。投資家との対話に引き続き注目したい。

企業価値向上の実践～塩野義製薬の「自分ごと化」

・東証は、高い企業価値の向上を実現している上場会社のうち、資本コストを始めとする投資家の視点を強く意識した経営を実践している企業を表彰している。

・2017年度で6回目となるが、1回からの大賞企業は、ユナイテッドアローズ、丸紅、オムロン、ピジョン、花王、そして今回は塩野義製薬であった。

・塩野義製薬が優れている点として、1) 投資家との対話を自社の企業価値向上につなげている、2) 投資家視点の経営目標を設定し、その成果を出している、3) 企業価値向上に向けた経営管理の仕組みを構築している、4) 価値向上に向けた意識と仕組みが組織に浸透していることが評価された。

・具体的には、① 経営トップが自らの時間の25%を投資家との対話に充て、そこでの知見を経営にフィードバックしている。② 資本コストを上回るROE、ROICの目標を設定し、過去3年のROEは、9.4%、13.6%、16.3%と大きく向上した。自社の資本コストを適時見直し、それを考慮した指標NPV (Risk adjusted NPV) を用いて、経営上の投資判断を行い、ポートフォリオの管理を実践している。

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。

・③ ROICなどの指標を細分化して、組織の現場におろしている。また、④ 経営トップ自ら四半期ごとに、すべての社員にメッセージを発信しており、次世代経営層の育成にもリーダーシップを発揮している。

・こうした内容は、経営のあるべき姿として、たぶん誰でも理解でき、異論はないであろう。しかし、頭で分かっても、それを実行するのが難しい。組織を実践的に運営して、成果を出せるような仕組みをいかに作っていくのか。その実態に着目したい。

・3月の表彰シンポジウムで、塩野義製薬の手代木功社長の話を聴く機会があった。その内容で注目すべき点をいくつか取り上げてみたい。

・医薬品市場は10兆円、うち9割は医療用で、一般用（OTC）は1割にすぎない。医療用は、新薬とジェネリックに分けられるが、そのまた9割が新薬である。新薬の開発には15年前後、グローバルに通用する新薬となると1000億円のR&D費を要する。

・一方で、成功の確率は0.1%よりも低い。つまりリスクが高いため、財務的に借入依存はできず、自己資本比率を高く保つ必要がある。キャッシュバランスを厚くもつので、ROEが低くなる公算も高い。

・新薬の特許は出願から20年、特許が切れればジェネリック品がすぐに出てくる。年商1000億円の売上があった大型新薬でも、特許切れの6カ月後には年商100億円ペースに落ちてしまう。このジェネリックによって、新薬の売上げが激減するパテントクリフ（特許切れによる収益の崖）をいかに乗り越えていくかが、最大の経営課題である。

・そのためには、パテントが切れる前から次のビジネスモデルを考えておく必要がある。新薬開発には長い時間がかかり、途中で失敗に至る事も多い。新薬が途切れずに、うまくつないで行けるビジネスサイクルをいかに築いていくかが10年単位で求められる。

・塩野義製薬は創業140年、新薬開発に特化している。2016～2017年にメガヒット商品のパテントが切れるので、その準備に力を入れてきた。国内だけでは市場が限られているので、グローバルな基盤作りに注力した。米国企業を買収したが、グローバルな開発体制を進める中で一時かなり苦労した。

・2008年に米国のサイエル社を1500億円で買収し、この会社の有する販売力を活かそうと

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

した。2カ月後にリーマンショックがおき、新薬開発のいくつかのものが開発中止となったこともあり、米国の子会社のマネジメントが上手くいかなかった。

・そこで、大規模なリストラを行い、マネジメントも交代させ、減損も行った。PMI（ポスト マージャー インテグレーション）が甘かった、と手代木社長はいう。

・経営は、論理だけではなく、感情が左右する。新しいマネジメントはビジョンを語り、共感を得るようにリーダーシップを発揮した。失敗を怖れて何もしないのではなく、失敗を通して人材が育つように展開した。

・パテントクリフへの対応として、2013年に Crestor（高コレステロール血症治療薬）に関するアストラゼネカとのロイヤリティ契約を見直した。特許が切れると、当社がアストラゼネカに与えていた新薬の製造販売権も終了し、同社からのロイヤリティ収入（約800億円）が一気になくなってしまふ。互いに困るので、ロイヤリティの受取、支払いの方法を一気にゼロにするのではなく、早目に減らして、ゆっくりなくなるようにした。激減緩和策をとったのである。

・一方、抗HIVの新薬が2013年に承認を得て、グローバルに動き出すことになった。英国の ViiV 社（グラクソスミスクライン：GSK系）と共同開発したテビケイ（HIVインテグラーゼ阻害薬）が2017年に向けて大型新薬に育った。これによって、Crestorからテビケイへのバトンタッチができて、パテントクリフを克服、5年連続でピーク利益を更新した。

・2014年4月に策定した中期計画では、2020年のありたい姿に向けて、3年ローリングで計画をアップデートしていくことにした。2020年のビジョンは、創薬型製薬企業として社会とともに成長し続ける、とした。

・①感染症、疼痛・神経と、②日米に集中し、③SDGに関わるような社会的課題を解決しつつ、④イノベーションと医療経済性のバランスを成長のカギとする。

・2016年10月に、中期計画をアップデートした。社内の慢心と危機感をうめていくには、より高いレベルの目標を定めた方がよいと判断した。2020年までの定量目標として、1) 成長性 KPI（新製品売上 2000 億円、経常利益 1500 億円）2) 効率性 KPI（ROIC 13.5%、CCC（キャッシュ コンバージョン サイクル）5.5 カ月、自社創薬比率 50%以上）、3) 株主還元 KPI（ROE 15%以上、DOE 4.0%以上）とした。

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

・今回の特徴は、①収益構造を変革する、②社員に分かり易い指標を掲げる、③現場へ徹底する、という点にある。ロイヤリティ収入に依存して、自社のコアビジネスは赤字という体質から、コアビジネスでもしっかり稼ぐことを目標とした。KPI を ROE から ROIC に変えて、ツリー分解で組織全体との関連性を分かり易くした。それを組織の末端まで‘自分ごと化’させるように活動する。

・シオノギ流のエンゲージメントでは、1) 社長自らが時間の 25%を使って機関投資家、アナリストと対話を行っている。2) 顧客にも 25%の時間を使って、卸、医師、薬剤師、患者との対話に出かけている、3) 従業員に対しては、毎年平均を上回る昇給に加えて、①女性活躍、②子育てサポート、③健康促進に力を入れている。

・シオノギ流コーポレートガバナンスでは、1) 取締役 6 名中 3 名が社外、2) 監査役 5 名中 3 名が社外、3) 非執行の会長が取締役会議長、4) 指名・報酬の諮問委員会を置く、という体制をとっている。監査役の任期は 2 期 8 年である。

・社外取締役について、手代木社長は、社内のことが分かって、しっかり社長に意見が言えるようになるには 3 年が必要、そこから厳しく経営にも響くような意見が出てくる。よって、任期の目は最長 10 年くらいが適切という印象をもっている。

・株主、顧客、社会、従業員の 4 つのステークホルダーに対して、常に最適なバランスで接していく。社長の時間配分も 25%ずつ使っている。そして、この適切なバランスが崩れた時に企業は破綻する、という手代木社長の主張は、極めて説得的で感銘を受けた。

2. デジタルトランスフォーメーションによる新しいビジネスモデル作り

デジタルトランスフォーメーションの KPI はいかに

・6 月に催されたグローバルデジタルサミットに参加して、話を聴いてみた。テーマは、「シンギュラリティへの挑戦」であった。投資の視点からいくつかの注目ポイントをあげてみよう。

・ガートナー社のソンダーガート氏は、企業がデジタルビジネスをどう作っていくかにフォーカスした。データこそ企業が走る上でのガソリンである。しかし、顧客との結びつきであるインターコネクティビティが十分でないとしている。

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。

・顧客の経験をどう取り込んでいくか。従来のサプライチェーンをエコシステムとみて、パートナーとAPI でつないで、デジタルプラットフォームを構築することが重要である。

・支配するのではなく、連携してリードしつつオーケストレーションをとって、全体最適にもっていく。こうしたプラットフォームビジネスを作るには、リーダーのマインドセットを変える必要がある。

・いかにつなぐか。従来のモード1 から新しいモード2 へトランスフォームさせるには、CEO が企業文化の重心を動かすしかない。今、これが問われていると強調した。

・IDC のデルプレテ氏は、新しいデジタルプラットフォームの台頭について話した。この10年で、FB、アマゾン、Twitter などが登場し、プラットフォームの基盤はできてきた。デジタルトランスフォーメーション(DT)は始まったばかりで、顧客の経験はこれから変化してくる。ひいては、情報の中身も変化してくる。

・2020 年以降、新しい時代が来る。今はまだ古いシステムを使っている企業が多い。従来型の競争ではなく、新しいエコシステムを作っていく必要がある。企業は、デジタル革命のKPI を設定して、それを推進すべきであろう。例えば、3年後のAI 利用率30%とか、5年後にDT 関連ビジネス比率が20%とか、新しい目標を掲げることが望ましいと強調した。

・テクノロジーは大きく変化し、1) AI は普通に使われるようになっていく、2) 既存のアプリの大半は統合されていく。3) クラウドはスペシャルな部分は別にして、分散しつつもつながれていく、4) ブロックチェーン(BC)はさまざまな分野で使われるようになる、とみている。

・実際、AI は、人々の仕事を補完し、生産性を上げるように使われていく。手動を減らし、プロセスを自動化する。人々の判断をサポートし、問題が発生する前の予防に関する作業を自動化する。AI アプリがどんどん使われると、従来のソフトはかなりいらなくなる。

・BC はデータのセキュリティを高める。取引履歴の透明化が偽造を防ぐので、売買に革命が起きる。スマートコントラクトが当たり前になり、金融はもちろん、高級ラグジュアリーから食品、飲料、電子カルテなど、さまざまな分野でBC が使われるようになる。

・この10年でDT が進む。これが企業のBM を変え、パワフルなAI が登場してこよう。仕事
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。

が新しくなってくるので、人々のスキルも入れかえていく必要がある。

・日本の大企業はどうするのか。日立の東原社長は、自社の社会イノベーションについて語った。DTのプラットフォームでは中国のスピードが速い。データの利用がカギであるが、新サービスとともに、AIシステムリスクなど、DTの影の部分にも手を打っていく必要があると強調した。

・日立の社会イノベーションは、デジタル＋リアル、IT×OT（オペレーションテック）で展開する。例えば、日立が提供したコペンハーゲン（デンマーク）のメトロは、24時間無人運転、駅のセンサーで人流データを測り、列車の運行本数を最適化して、ピーク時には2分間隔で走る。

・この他にも、不良発生の未然防止アラーム、熟練技能のデジタルによるノウハウ伝承、癌の粒子線治療などにDTを応用し、デジタルビジネスを創り出していく。協創(collaborative creation)がカギである。

・NECの新野社長は、世界No.1の顔認証技術の応用を強調しつつ、DTがブラックボックスだけにならないように、プロセスと仕組みのホワイトボックス化に力を入れていくと述べた。

・それを通して、AIが人への示唆の高度化に役立つようにする。例えば、デジタルホスピタルの推進も興味深い。患者との会話、診断、治療、チームの連携、病院・クリニックのつながりなど、まさにさまざまな人々を包摂するデジタルインクルージョンに結びついていこう。

・富士通の田中社長は、これまで苦手であった分野のデータ化に先進的に取り組んでいると強調した。SNSや取引ログにあるグラフやデータは取り扱いが難しかったが、富士通はテンソル(数学)を用いて、グラフ構造のデータを学習するディープテンソルを開発し応用している。

・また、組み合わせの最適化で圧倒的強みを発揮するデジタルアニーラで、交通経路の最適化や癌の放射線治療の最適化で圧倒的なスピードと精度を実現している。

・米国ドロップボックス社のハウストン CEO は、エンタープライズ(企業)向けシステムをいかにセルフサービス型にしていくかが重要であると話した。セールスがいない仕組み

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。

である。

・ツールはいろいろあるが、まとまっていない状況にあって、余計な作業はAIを通して自動化させる。いかにナレッジをまとめて、生産性を上げるかがポイントである。デザインも格好良くしていく。その場合、使うのは簡単だが、作るのは難しい。

・エンジニアリングには高度の人材が必要である。ベストの人材を集めるには、1) 新しい技術にチャレンジする。2) 世界にインパクトを与えるものに仕上げる、3) それを通してエンジニアが面白いと思う、という場を提供することである、と語った。まさに、いい文化を持つ企業に人は集まる。その通りであろう。

・かつて、コンピュータが普及して仕事のやり方が変わった。今AIが普及する中で、仕事の中身が変化していく。例えば、医者は、レントゲンを見て自分で判断する必要がなくなっていく。ほとんどの場合AIがやってくれる。画像診断という同じ作業は自動化できるからである。それでも、患者と向き合う医者の仕事はなくなる。ここが重要である。

・米クォーラ社のディアンジェロ CEO は、共進化を強調した。AI は人と知識を共有しつつ、共に進化するという意味である。人類は 20 万年前に言葉を作り、そこから新たな進化が始まった。600 年前に印刷機を発明し、35 年前にインターネットが登場した。次第に誰でも何でも表現できるようになってきた。それでもまだ限界がある。

・人の頭の中にある知識を、別の人の頭の中へ届けることはまだできない。この共有化をどう進めるかというのが、ディアンジェロ氏の起業の原点であった。AI を使って、Q&A のプラットフォーム (Quora : クォーラ) を開発した。

・例えば、花と虫は共進化 (コ・エボリューション) してきた。暖かい色が虫を引き付けるという習性が互いに働いた。同じよう AI は進化する。人の知識の共有に役立つように、次世代の AI は開発されていこう。AI の進化は人と共にあるという見方である。

・米ドコモ社のハリントン氏の表現も印象的であった。データドリブンが、ビジネスを変えていく。リアルタイムデータが命ながら、普通の企業はこれができしていない。「ほう・れん・そう」(報告、連絡、相談)はすばらしいが、やり方が古い。無駄な時間を減らして、働く人をいかにエンパワーするか。今、これが問われている。

・どの企業も社内に DT プロジェクトチームを作った方がよい。リーダーは社長である。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。

して、長期ビジョンと中期計画の柱に DT 戦略を位置付けるべきであろう。そして、KPI を設定してほしい。投資家はそこを知りたいし、その中身について対話したいと願う。

AI の活用～画期的な画像認識

・AI の新たな実用化が始まっている。その応用研究は熾烈を極めており、新たな実用研究を行い、プログラムを自ら書き下ろせる人材の価値は飛躍的に高まっている。現在は 3 回目の AI ブーム期にある。東大の松尾豊准教授の話を知ったので、その骨子を投資の視点で整理してみる。

・今は IT を AI と呼び変えるくらい、AI という言葉が幅広く使われている。自然言語をマシーンラーニングで検索や分析に応用していく方法は、教育、医療、金融の分野で使われている。IBM のワトソンもその領域である。

・しかし、もっと画期的な分野が画像認識である。ヒトの目の役割を果たすように、画像や映像を認識して、運動や行動を習熟し意味を理解していく。この画像認識のエラー率が、ディープラーニング (DL) の技術で大幅に低下しており、すでにヒトのレベルを上回っている。画像認識とロボット (制御機械) の組み合わせで、強化学習のスピードが上がっている。上達がものすごく早くなっているのである。

・従来、子供が普通にやることを、ロボットにさせようとするのが最も難しいと言われてきた。例えば、積み木を積むことがすいすいできなかった。それが、画像認識ができるようになったことで、AI ロボットで一気に行えるようになった。自転車にもバランスをとってすぐに乗れるようになってきた。

・生物において、目の誕生がどれだけ重要であったか。進化の過程で光を感じ、目が見えるようになって、目を持つ動物の発展が飛躍的に増大した。今、機械に目が付くようになる。そうすると、これから機械が爆発的に発展するというのが、松尾先生の見立てである。

・これまでの機械は、目の見えない機械であった。映像はみても、その理解度は初期設定されたプログラムの内容にとどまり、学習して自ら認識力を高めて、適応していくことは十分できなかった。実際、防犯カメラは映像を記録しても、それを見て判断しているのはヒトであった。

・機械の目が見えるようになると、新しいことがどんどんできるようになる。農業は人手に
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。

頼ってきたが、これはヒトの目が不可欠であって、代替がきかなかったからである。例えば、トマトの収穫ロボットは作れなかった。バラバラな枝から熟れたトマトだけ取るには、それを見る目が必要である。これができるようになる。建設現場もそうである。多様な作業はヒトの目に頼っていた。現場を見る目ができてくると、建設ロボットは多様に発展してこよう。

・食品の製造作業や外食サービスも人手に頼る部分が多い。調理を進めるにはヒトの目に頼って判断していた。これが、機械の目に置き換わるならば、調理ロボットが大きく発展してこよう。外食産業の自動化は大幅に進むことになり、腕が上がって味は美味しくなり、コストは下がってくる。人手不足にも対応できる。

・目を通した認識という能力がヒトから切り離される。かつて、人力や馬力が蒸気機関車に転換して、産業革命が起きた。目が機械化することによって、ロボットのカンブリア爆発が起きると松尾先生は予想する。5億年前に生物に目が生まれることによって、目を持つ動物の大繁殖が起きたことになぞらえている。

・目を通して、状況を認識できる家電製品や家電サービスが続々と出てこよう。家事労働の自動化が進む。人々は家事労働からかなり解放されるようになる。医療における画像認識はすでに実用化されており、その診断への応用では医者を超える精度を超えてきている。

・目を持って、画像の認識を通して、ものごとを理解し、判断し、作業を行うAIロボットの分野はこれから大きく成長していこう。この分野で、日本の人材、日本企業が活躍する領域は広い。輸出して世界に出ていくことも十分可能である。

・AIロボットの応用分野は、人材の育成、人材の取り合いが勝負を分ける。20代後半～30代前半の若い人材がカギを握る。この人材の取り合いが始まっている。中国はわずか3年でDL（ディープラーニング）の先進国にのし上がってきた。

・米国では、AI人材の年収が5000万円、5億円というレベルである。米国のプロ野球選手を見れば分かる水準である。日本は500～600万円、よくて1000万円である。これでは戦えないと、松尾先生は指摘する。

・金融の分野でも、かつて日本で一流の若手が1000万円の時、米国のウォールでは1億円であった。お金がすべてではない、米国の人材が本当にそれに値するのか、バブルではないか、という議論も盛んであった。

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

・しかし、米国には世界中から人材が集まってくる。日本も優秀な人材を集めるには外国人のスカウトが必須である。外国人の一流の若手に 5000 万円を払い、日本人の若手は 1000 万円というわけにはいかない。働き方のグローバル化にいかに対応するかが問われている。

・これから AI 関連のベンチャー企業が続々上場してこよう。その時、①持っている AI の技術開発力は本物か、②何らかの技術があっても、それを価値創造のビジネスモデルに作り上げているか、③それを推進する経営人材は十分か、という点を見抜き、サポートする必要があるだろう。

・面白い時代が始まっている。AI 人材教育を推進しつつ、新しい AI 企業に大いに投資したものである。

資産運用業界における AI の活用

・今年 1 月に「AI/フィンテックは運用業界に何をもたらすのか」というセミナーが日本証券アナリスト協会にて催された。その中の話で、筆者が参考にしたい点をいくつか取り上げて、AI の可能性について検討したい。

・NTT データシステム技術の和田芳明氏は、まず投資家のタイプに注目する。相場の短期的な変動に注目するトレーダーと、投資家の長期的なパフォーマンスに注目するインベスターでは、求めるデータに違いがあり、AI の利用方法も異なってくる。

・株式投資においては、企業のリスクに関わる予兆(シンプトン)をいかに見出して評価するかが重要である。リスクにはポジティブな面とネガティブな面があり、それをヒト(投資家、ファンドマネージャー)がいかに見抜いていくかが問われる。

・データには、構造化されたデータ(財務データや統計データなど)と、非構造化されたデータ(テキスト、イメージ、動画など)がある。そのうち、非構造化データはこれまであまり分析されてこなかった。この領域に AI テクノロジーを応用して、投資判断に役立つ情報を手に入れようとしている。

・データには、数値化されたものと数値化されないもの(画像、文章)がある。また、データには定形型なもの(数値型)と非定形型なもの(画像、文章)がある。これらを縦軸、横軸としたマトリックスの中で、とりわけ非数値型・非定形型データに AI を利用しようとしている。

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。

・では、非構造化されたデータをどのように分析するのか。1つは何らかの制度、仕組みを通して、構造化されたデータとして公表されるようになれば使いやすくなる。そうではない文字や音声によるニュース、企業トップの会見映像などを、AIを使って分析する。AIによる自然言語分析やAIによる表情などの画像分析がその手法であろう。

・さて、そこから何が読みとれるのであろう。投資に役立つ情報が本当に得られるのであろうか。野村アセットマネジメントの工藤秀明氏は、新たな情報をいかに引き出すかという点で、AIの応用を試みている。

・フェアディスクロージャーのルール変更や、投資や企業経営の短期指向を避けるために、企業の開示情報は一部後退している。例えば、半導体のBBレシオ、東京エレクトロンの受注額、電通、ヤマダ電気、オリエンタルランドの月次開示などが終了となっている。

・アナリストのカバレッジも十分でない。3700社の上場企業に対して、セルサイドのアナリスト数は450人前後、アナリストレポートの出るカバレッジも1100社前後である。もっと情報がほしいと思う。これまでの情報を別の角度から分析して、新しい情報を引き出したいとニーズは高まっているといえよう。

・株式運用において、テキスト情報を活用する場面を考えてみよう。調査に当たっては、サーチとリサーチがある。また、データドリブン系のクオンツ分析と企業を個別に調べるボトムアップ系のファンダメンタル分析がある。そこから得られる情報をポートフォリオマネジメントに活かしていく。

・ファンドマネジャーにとって、セルサイドからアナリストレポートが発行されても、それを逐一詳細まで読んでいく暇はない。何らかのトレンドや特性、重要なインプリケーションが素早く手に入るならば、その後の活用もスムーズに進む。そこに、自然言語処理技術の応用が考えられる。

・工藤氏はアナリストレポート(AR)の実証分析を試みた。ARのレーティング変更のロジックをテキスト情報としてAIの分析にかけるようにした。単語ベースでポジティブな言葉、ネガティブな言葉を抽出し、それをスコアとして利用する。

・また、投資判断の変更前後でのセンチメントスコアを作成して、それと業績見直しとの関連性、レーティング変更の影響度を分析している。うまく活用すると、株価面でも超過収益の違いとなって表われるので、こうした分析は一定の効果をも有している。

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。

・1) 今まであるデータが使いこなせていない。2) データと認識されていなかったものが、データとして活用できる。そこにAIテクノロジーを応用する。投資の場面では、テキストデータが中心で、画像データの利用はまだ十分でない。画像のうまい活用法はあるのだろうか。画像のDL（ディープラーニング）がアセットマネジメントでどのように活かせるのかは今後の課題であろう。

・京都大学の加藤康之教授は、AIが資産運用のビジネスモデルを着実にかえていくとみている。1) 既存業務の自動化（ロボット化）、2) データ利用の範囲の拡大（ビッグデータ、テキストマイニング）、3) 運用モデルに関する更新の自動化（DL等による学習効果）などが貢献するからである。

・データ利用の範囲拡大では、1) テキスト情報の数値データ化、2) BDによる市場情報の集約（センチメントインデックス等）、3) 企業の非財務情報の収集評価（ESG、ニュース、SNS等）がある

・これらはFM（ファンドマネージャー）の投資判断を効率よくサポートする。しかし、これらの情報が、直接パフォーマンスの向上に寄与するかどうかは、やはり、FMの能力に依存する面が強いという見方をとっている。

・AIを活用して、1) 他者より優れた分析と予測ができるか、2) 市場にまだ折り込まれていない情報を独自に使えるか、3) これによって α を生み出すことができるかどうか、が勝負である。

・筆者の考えでは、短期の運用においては、AIが活用できる場面は増えそうに思える。しかし、長期になればなるほど、非財務情報、無形資産の影響が高まってくる。それらは非定型の非構造化データなので、AIですぐに分析予測できるとは思えない。

・かといって、ヒト（FM）の判断が、非構造化データの分析でとりわけ優れているともいえない。つまり、AIの活用ができる領域では、①ヒトに代替する部分はかなりあり、②ヒトをサポートする領域も増えてこよう、③場合によっては、ヒトの能力を超えてくるので、そこに特化すれば、ヒトを上回る α を出すことができよう。運用における「AIロボット型FM」が本格的に登場してこよう。

・しかし、企業経営の意思決定は、ヒト（経営者）が行っている。経営環境も刻一刻と変化

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。

する。その中で、長期の投資をいかに実践していくか。AIの支援を受けつつ、今後ともヒトの果たす役割は大きいといえよう。AIに負けない投資家ではなく、AIを仲間にした投資家として活動したいものである。

フィンテックと仮想通貨～ビットコイン、ICOは本物か

・3月に東大で、2017年度フィンテック研究フォーラム公開シンポジウムが催された。テーマは「仮想通貨・フィンテックの未来」であった。その中の議論で興味深かった点について、いくつか取り上げてみたい。

・フィンテックは、家計や企業間を仲介する金融業の機能を、新しいテクノロジーを用いて代替したり、新しい機能を加えたりしようとする。特定の機能に特化して、付加価値の高いサービスや低コストのサービスを提供しようとする。

・そこにITを活用する。インターネットをベースに、AI、BD(ビッグデータ)、VC(仮想通貨)、BC(ブロックチェーン)などを組み込もうとしている。預金、モバイル送金、仮想通貨、投資、保険、決済、融資などの分野で独自のサービスを競っている。

・金融仲介機能をアンハンドリングし、リバンドリングして、より広い範囲の顧客に新しいサービスを提供する。従来の金融機関にとっては自らの領域が浸食されてくるので、そこにどう対応していくかが問われる。

・新しいサービス機能に特化した新興企業が続々と台頭してくる。彼らは本当に信頼できるのか。お金に関わるサービスへの信頼は、それなりの手を打ったつもりでも、手抜きを見透かされて、すぐに破られてしまうことも多い。

・信頼できないところにお金を預けたり、流通させたり、投資した顧客は、本来のサービスが受けられないどころか、元のお金が戻ってこないということも起こりうる。企業サイドは、信用を一気に失うことにもなりかねない。

・金融に関わる規制当局も、新しい分野だけに規制作りが間に合わないことも多い。勃興期の企業は、既存の規制をかいくぐって、新しいサービスを伸ばそうとする。国内だけでなく海外の規制も絡んでくる。

・内外の取引において不正を働いていないといっても、多くの顧客に大きな損失が発生すれ

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。

ば、当然、取締の対象として責任を追求される。個人情報保護、情報セキュリティの確保、マネーロンダリングはもちろん、VC(仮想通貨)をどのように規制するかも喫緊の課題である。

- ・VCにはさまざまなものがあるが、VCのユーザーとなるには、まずネットワーク上に自分のウォレットを作成する。このウォレット間でVCの移転が可能となる。VCの全取引はBC(ネット上で共有される電子台帳)に記録される。

- ・採掘(マイニング)とよばれる取引の認証を行った者は、その報酬としてVCがシステム的に新規に発行される。VCを入手するには、採掘を行うか、交換所(取引所のようなところ)を通して購入するか、他者からの移転によって手に入れるか、による。

- ・日本では、昨年4月に改正資金決済法が施行された。1) 仮想通貨と法定通貨の交換業者に登録制が導入され、2) 利用者が預託した金銭や仮想通貨の分別管理がルール化され、3) マネロン対策として、口座開設時の本人確認が義務付けられている。これらは、株式取引では当たり前のことである。

- ・VC(仮想通貨)の価格変動は激しい。代表的なビットコインの価格は、2013年の前半には100~200ドルであったものが、その年の年末には1000ドルを超えた。その後、2015年の前半までに200~300ドルに下がったが、2017年の春には1200ドルを超えた。

- ・その後が凄まじい。2017年の年末に向けて2万ドルに近づいた。その後は再び急落し、1万ドルを割って6000ドルまで下落した。それでも今年の9~10月には5000ドル以下であったから、それよりは高い水準にある。

- ・火が付くとすぐに10倍、20倍になり、不正、不祥事、規制の話が出るとすぐに半値以下に下がる。よくいえばダイナミックな変化であるが、思惑だけの異常なボラティリティをみせている。上がるから面白いという人もいれば、すぐに痛い目に合う人も出てくる。

- ・日本仮想通貨交換業協会のデータによると、VCの取引額(主要5通貨ベース)は、2014年度26億円、2015年度877億円(前年度比34倍)、2016年度3兆5159億円(同40倍)、2017年度69兆円(同20倍)と急拡大した。

- ・利用者は延べ350万人、20~40歳代が9割、証拠金や先物取引が8割であった。実際の入金額は、2016年度510億円、2017年度1兆9173億円(同38倍)で、VCの価格が急騰し

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。

た昨年12月だけで1兆1714億円と、1年度分の6割が1か月で入った。

・VCの上位10社を3月の時価総額で見ると、Bitcoin、Ethereum、Ripple、BitcoinCash、Litecoin、NEO、Cardano、Stellar、IOTA、EOS、Monero、Dashの順である。これまでビットコインが圧倒的な存在であったが、ICO（イニシャル コイン オファリング）が台頭するとともに、イーサリアムがのし上がってきた。

・ICOとは、企業などが電子的にトークン（証券）を発行して、一般公衆からファイナンスを行う行為である。IPO（イニシャル パブリック オファリング）は、金融商品取引法などの既存の法制度のもとで、株式を発行してファイナンスを行うものである。しかし、ICOは似て非なるものである。既存の法制度にひっかからないように動いており、全く異なる。

・そうはいつでも、トークンとしての流通性が問われるので、イーサリアムが利用されるようになった。これは、一定標準（ERC-20 Token Standard）に準拠したトークンなので、これが広まった。2017年のICOは210件、3880百万ドルと、2016年の46件、96百万ドルに比べて大幅に増大した。

・では、何のために資金を集めたのか。その半数以上の組織は、未だに何らプロダクトが存在しないという。トークンは、証券に相当するのか。そもそも相当しないなら、金を集めて何もしなくてよいのか。もし証券に類するものなら、ほぼ詐欺になってしまう。

・そこで、各国の当局はそれぞれの立場でICOを規制しようとしている。中国はいち早く、全面禁止にした。VCは上がれば儲かる。まわりに儲かった人が何人も出現している。自分もやってみよう、ICOでトークンを手に入ればもっと儲かる、と考えた人が急増した。

・そんなことがあるはずもないのに、ブームとなった。日本のコインチェック事件は何だったのか。コインチェック社のVCの管理が急成長に追い付かず、いい加減なものであった。そのため顧客から預かったVCネムが盗まれてしまった。

・ネム580億円分が自社のウォレットから秘密カギを勝手に使われて引き出された。秘密カギは外部からの攻撃にさらされて解読されてしまった。送金は別のアドレスになされた後、さらに動かされているので、追跡して取り戻すことが困難となった。

・VCを取り扱う新興企業は、何人かの優れたエンジニアでVCをビジネスにする仕組みを作ってスタートさせた。丁度ブームに乗って爆発的な取引量の拡大を取り込んだ。そもそも設

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。

計思想、仕組み、セキュリティ、法的な守りなどがついていかなかったので、外部からの攻撃に負けてしまったといえよう。

・これをどう考えるか。VC そのものが未熟な証左でもあり、イノベーションの勃興期には現実の方がルールよりも先行してしまい、そこに犠牲者も出てくる。投機、不正、詐欺も横行する。

・VC の革新的な面に注目しても、中央銀行や国家と対峙する領域が出てくる。新しい規制とのせめぎ合いは強まろう。VC の交換業者がますます増えてくる。どのサービスをいかに信頼するか。欲に目がくらんで、泣きっ面にならないように、くれぐれも注意したいものである。

競争力のあるIT戦略を有する企業とは～「攻めのIT経営銘柄」

・5月に、4回目となる「攻めのIT経営銘柄」が公表された。経産省と東証の共同で実施されたものである。従来の業務効率化を中心とした‘守りのIT投資’ではなく、企業価値向上に結びつく‘攻めのIT投資’にフォーカスしている。

・今回は、IoT、BD（ビッグデータ）、AIなど、最新のITを活用して新たなビジネスを創出する取り組みを評価すると同時に、将来に向けてレガシーシステム（老朽化、肥大化、ブラックボックス化したシステム）の刷新を行う取り組みも高く評価している。

・選定プロセスは、1) 東証上場 3500社にアンケートを送り、2) 491社から返信のエントリーを受けた。3) アンケートのデータをもとにスコアリングして一次評価を実施した。その中ではROEの水準も加点されている。

・4) そこで選ばれた企業を二次評価した。具体的には、アンケートに記述された企業価値向上のためのIT投資プロジェクトの事例を選定委員が評価し採点した。

・セクターごとに「攻めのIT経営銘柄」が選定され、今回は32社が選ばれた。1社も選ばれないセクターもあれば、時価総額の大きいセクターからは数社が入った。

・3年連続で選ばれた企業は、アサヒグループHD、ブリチストン、日産自動車、JR東日本、三井物産、東京センチュリーであった。今回初めてという企業は、建設業のTATERU、サッポロHD、帝人、凸版印刷、関西電力、ANA HD、大和証券グループ、大京、DeNAであった。

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

・また、攻めの IT 経営銘柄には選定されなかったが、注目される取り組みを実施している企業を「IT 経営注目企業」として 22 社ほど選んだ。

・例えば、三菱ケミカル HD、資生堂、ダイキン、MS&AD などに加えて、京都機械工具、システム情報、テクマトリックス、シンクロ・フード、TDC ソフト、ルネサンスなども入っている。

・評価項目は 5 つの柱から成る。第 1 は、経営方針としての IT 活用である。経営方針、経営計画において、企業価値向上のための IT 活用がなされているかを評価する、例えば、IT 活用に関するミッション責任者が任命されているかも重要である。

・第 2 は、戦略的 IT 活用である。ここでは、企業価値向上のための IT 活用の取り組み内容とその成果を問う。

・第 3 は、推進体制と人材である。攻めの IT 経営を推進するための体制と人材について、IT 活用の検討体制、最新のデジタル技術適用の検討体制、IT 活用を支える人材などを評価する。

・第 4 は、インフラとしての基盤的取り組みである。IT 経営を支える基盤として、経営トップの情報セキュリティリスクについての認識や、全社データの整合性確保への取り組みなどをみる。

・そして、第 5 は、IT 投資評価である。投資における評価基準を定め、改善への取り組みを行っているかを問う。例えば、実験的な IT 投資に関する評価基準、投資効果最大化への取り組みなども評価する。

・IT 活用で最も大事なことは、ビジネスモデル(BM)の変革を通じて、製品・サービスの競争力を高め、新たな価値を創出することである。ところが、企業価値創造は、1 つの要素だけに依存しているわけではないので、IT 投資の効果は中々見えにくい。効果が見えないものには投資しにくい、となってしまう。

・攻めの IT は、BM の変革に直接働きかける必要がある。ビジネスの現場で IT 投資を見える化させることである。当然、人の働き方も変わってくる。顧客が新しい価値を感じとれることが最大のポイントである。

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

・この表彰のねらいは、セクターごとにベストプラクティスの事例を示して、それが他の企業にも波及して、攻めのIT経営を産業全体に広げることにある。IT投資はすでに盛り上がっているが、もっと拍車をかけて変革を進める必要がある。

・攻めのITは今や当たり前になりつつある。製造業でのIoTは実践レベルにあり、フィンテック（金融）、不動産テック、パブリテック（公共）など、～テックというIT投資が推進されている。ベンチャー型企業が大企業のすきまをついて、新しいサービスを提供しようと勃興している。

・いずれの分野も、米国の方が進んでいる。日本では、社内システムができ上がっていているほど、変化への対応が遅れてしまうかもしれない。企業内に攻めのITが分かっている人材がいても、イノベーションになかなか火がつかない。

・ここをどうするか。それはトップの見識に依存する。レガシーシステムに胡坐をかいていれば、それは相対的退歩を意味する。レガシーを一新するにはパワーがいる。社長としては、そんなことよりもやることは山のようにあると考えて、IT投資が後回しになりかねない。しかし、ここで差が付くと取り戻すのは困難で、まして先頭に出ることができなくなる。

・人材がいなければ、既存の人材を再教育する必要がある。営業現場、開発現場、生産現場、サービス現場の人材をIT部門に集めて、外部のIT企業と組んでいくことである。自社の新しいITモデルを定めずして、外部のIT企業と組むことはできない。新BMの要件定義が問われるからである。

・攻めのITには、3つの組織能力が求められる。①機動性（スピード）、②柔軟性（フレキシビリティ）、③拡張性（エクステンシビリティ）である。そのためには、経営トップがITについて分かっている必要がある。IT担当者の問題ではない。CEO自らの戦略的能力が問われる。

・デジタルトランスフォーメーションを経営戦略に組み込めなければ、その企業の将来性に黄信号がつく。投資家としては、経営トップに攻めのIT戦略を直接聴いて、対話を進めたいと思う。

3. 投資家としての視座

しあわせに貢献する企業～財務数値の前にみるべきコト

・5月に8回目の東日本大震災復興支援の株式セミナーが催された。「日本復活と投資を語る義援金セミナー～未来を創る子供たちの為に今できることを」というテーマであった。寄付はテイラー・アンダーソン記念基金に届けられる。

・セミナーで、アナリストやファンドマネジャーが議論するセッションがあった。その話の中で、筆者に最も響いたフレーズが“しあわせに貢献する企業”であった。株式投資セミナーであるから、どの銘柄が儲かるかという点への関心は高い。その前提として、どのようなセクターが有望かという議論も中心となる。

・その中で、小型株の投信で高いパフォーマンスを上げているファンドマネジャーが、「しあわせに貢献する企業」という視点を指摘した。ここに注目したい。

・株は業績で決まる。業績が伸びる会社の株価は上がる。よって、業績を見ていくことが最も重要である。というのはその通りである。しかし、ここでいう業績は財務的な数値であり、企業活動の結果として出てくるものである。

・結果としての財務データ以前に、会社はどんな価値創造を行っており、人々にどんなしあわせを提供しているのか、という点をよくみていく必要があると解釈できよう。

・しあわせと言われても抽象的で、曖昧である。人によって感じ方も違う。よって、主観的な判断に頼ることになるので、いい加減になりやすい。そんなことで株式投資はできないといわれるかもしれないが、果たしてそうであろうか。

・企業価値創造は誰にとっての価値か。ステークホルダーにとっての価値である。顧客、取引先、働く人々、株主、債権者、地域社会にとっての価値である。その価値を創り出すべく企業はビジネスモデルを磨いて、活発に活動する。投資家は何よりも活動の中身をよく知りたい。そこに共感した上で、財務的な成果をみていく。

・この価値創造を、ファンドマネジャーは、「しあわせに貢献する企業」と分かり易く表現したのであろう。企業はどんなしあわせの贈り物を届けてくれるのであろうか。

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

・経営者は立派な人か。働いている社員は厳しい中にも楽しさを感じているか。顧客はなくてはならない商品やサービスを受けとっているか。バリューチェーンがB to Bの場合もB to Cの場合もあるが、競争の土俵でへこたれずに輝いているだろうか。怠けているとすぐに色あせてくるので、次の手をどんどん打ってビジネスモデルの進化を遂げているだろうか。ここをみていくと、株式投資は面白くなる。

・AIは普通に使われるようになっていく。IoT、ロボットにどんどん組み込まれていく。それを活用する商品、サービスが出てくる。人手不足を補うように利用されていく。

・その時、精密高機能の電子部品やモーターが必ず必要になる。しかも超小型化していく。これらの部品を単品としてではなく、ユニット部品にまとめて高性能を発揮しようという動きが一段と本格化する。家電で負け、半導体で負けた日本であるが、この高性能ユニット部品では世界をリードしていけよう。

・健康食品、化粧品、生活用品でも日本企業の品質の良さは認識が高まっている。すぐに真似されないようなブランド価値にまで高めていけば持続的成長は十分期待できる。

・どの企業にもベンチャースピリットが求められる。これを活かす仕組みを内在化させないと、古い体質のままでは伝統ある企業でも衰退を余儀なくされよう。産業、企業の栄枯盛衰は世の常であり、企業の投資は成長に向けて国境を超えていく。

・中国、インドのマーケットは大きい。高い成長が続くので、豊かな人々がますます増えてくる。この中国、インドの企業と正面から戦う必要はない。日本企業としての独自性を商品・サービスで出せるならば、現地の企業と組んでいけばよい。

・社内の人材もダイバーシファイ（多様化）させて、それをマネージしていく必要がある。現地のビジネスが分かった上で、英語ができる人材、中国語ができる人材をますます増やしていくことが求められる。

・ネット時代に、モノやサービスは必ずしも所有する必要はない。必要な時に借りてシェアすればよい。所有価値から使用価値に、利便性は移っている。自前のオフィス、自前の工場、自前の車はなくてよい。洗濯も自前の機器でなくてよい。シェアリングエコノミーが本格的に台頭している。車は自分で運転しなくても、自由に移動できるようになる。仕事はどこにいてもできるようにしたい。その環境づくりがビジネスになる。時間の節約に向けて、分業はさらに進もう。

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。

・そうすると従来の産業（セクター）の垣根が崩れてくる。例えば、銀行業界、証券業界、保険業界といった区分はさして意味がなくなってくる。フィンテックで伸びてくる企業は、伝統的金融業の隙間をついて、いずれ業界を再編に追い込むことになるだろう。これも100年の歴史をみれば、さまざまな産業で絶えず起きてきたことである。

・AIの人材が著しく足りない。これから社内人材の再教育、転用が始まっていこう。社員は自ら外部の再教育を受けて、転職を考える必要が出てこよう。自分の働く企業がいつ再編に巻き込まれてもおかしくない時代が始まっているからである。

・AIの活用はいずれPCのソフトのように普通に誰でも使えるようになる。人々が目で判断していた作業がかなり自動化されて楽になるだろう。仮想通貨に始まったブロックチェーン（BC）の技術の応用は至る所に広がるだろう。セキュリティのニーズは高まるので、この分野の成長はこれから本格化するところである。

・高齢化で介護が大変になる。人手がかかる割に、報酬は低い。介護が必要な人は2025年以降一段と増加してくる。日本は高齢化先進国であるが、世界中でいずれ同じ問題がおきてくる。身の回りにセンサーをつけ、監視カメラでAIが働き、音声認識で普通に会話できれば、いちいち人手はいらない。力仕事も介護ロボットでできるようになる。遠隔診断で、薬が宅配できるようになれば、従来型の薬局はいらなくなるかもしれない。

・日本の上場企業3800社の新陳代謝は進む。毎年新規公開企業が100社以上出て、ほぼ同じだけ消えていくことになるだろう。そのダイナミズムを前提に、自分の眼鏡にかなった10社を選んで、自分のポートフォリオを作りたい。

・その上で、もっと幅広い資産運用を考えていくことが望ましい。世界の成長分野、優良企業に目を向けたい。投信の活用も大いに結構である。企業サイドも、「しあわせに貢献する企業」としての活動を、世の中との対話を通して、もっと見える化してほしいと願う。

創業経営者の信念〜リッポーグループのリアディ氏

・日経の「私の履歴書」に合わせて、5月にリッポーグループ（力宝）の創業者であるモフタル・リアディ（李文正）氏の講演を聴く機会があった。一大企業を育てた経営者の半生はどれも波乱万丈である。しかし、何か共通するものがある。企業をみる時、経営者を評価する時の重要な視点について考えてみたい。

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

・リアディ氏はインドネシア生まれの華人で、インドネシアで育ったが、大学は南京であった。20歳までに、4つの戦争（福建省軍閥、日本侵攻、オランダ独立、南京国共内戦）を経験し、恐怖、飢餓、貧困、死を目の当たりにしてきた。

・事業では、布の販売、自転車部品の輸入、海運、銀行と展開し、その後不動産開発と情報通信を軸とした生活関連産業へ拡大した。華人財閥として、インドネシアで5指に入る。

・話を聴いていて印象に残ったところが10個ほどあった。まずは、教育に熱心であった父の教えである。第1に、財産は汗を流して稼げ、という点である。浮利を追うなという意味である。第2は、贈り物を受けるなど戒められた。物を貰えば、借りを作ることになる。それが、判断を狂わせるということであろう。

・第3は、リアディ氏の母を早くに亡くしたが、父は後添えをもらわなかった。子供が苦しむだろうからという配慮である。子供優先である。今どきであれば、違う考え方もあろうが、子供の気持ちを考えると同じ普遍性があると感じる。

・第4は、子供の頃に銀行業にあこがれて、それをものにしていく事業力である。オランダから独立した後のスカルノ時代に、つぶれかけていた銀行の再建に入って、銀行ビジネスのバランスシートを半年かけて学んだ。しかし、当時の銀行は不正が横行していた。これではダメだと、その銀行をやめて出てしまう。

・1960年代スカルノからスハルトに政権は移っていくが、この時期に別の銀行を買収して、再建を進める。当時の銀行は担保をとらずに高金利で貸し付けていたが、これでは双方が成り立たない。担保をとることで、金利を大幅に下げて、本来の金融機能がまわるようにした。

・しかし、この銀行も問題を抱え、直しきれないとみると、再び辞めてしまう。そして、もっと理想の銀行を作ろうとして、サリムグループのスドノ氏と組んで、BCA（バンクセントラルアジア）のトップとなる。

・一方で、リップー（力宝）として展開していた貿易の会社が、輸入代行業者から香港で投資会社の色彩を強め、80年代の末にはインドネシア国内で、リップー銀行を作るところまでできた。

・89年に健康問題からリアディ氏は手術を受けることになり、自らのグループを整理しよ

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。

うと考えた。資本関係を見直して、BCAはサリムグループに渡し、リッポー銀行は自らが実質的なオーナーとなった。こうして、子供からの夢であった銀行を、自分の意志で目指す姿に向けて経営できるようにした。

・ところが、97年にアジア危機が起きた。タイから始まって、インドネシアも国際的な資金の流れという点では、大変な事態となった。金融危機で銀行は身動きがとれなくなった。幸いリッポー銀行はつぶれなかったが、事業としては難しい状態が続いた。そこで、2004年までにリッポー銀行の株をすべて売却して、自らは銀行業から撤退した。

・そして、不動産開発と情報通信を軸とする生活関連産業にシフトしていく。アジア危機を契機に全く新しい企業グループを形成していく。このような事業の変遷にあたって、常に政治に頼ることはなかった。

・第5のポイントは、事業を行う時、常に政治とは距離をおけ、ということである。インドネシアの政治はどう変わっていくかわからない。時の政権を取り入ってしまうと、その政権と共倒れになりかねない、これを避けて、不利を被っても自立の道を確保しようとした。

・第6は、グローバル展開である。1980年代から、コンピュータや通信が伸びて、太平洋の時代がくるとみていた。そこで、香港、シンガポールに発展の軸を置いていた。世界はデジタルエコノミーに時代に入っていく。香港では、不動産の李嘉誠(リーカーシン)と親しくし、中国ではアリババのジャック・マー(馬雲)とEコマースやEペイメントについて語り合ってきた。

・第7は、発展のためには、チャンスをつかむ必要がある。そのためにはメガトレンドを読んで、事業をシフトさせていくことであると、リアディ氏は強調した。

・一代で財を成しても、三代は続かないといわれる。それはなぜかと、彼は問いかけた。事業の継続(サステナビリティ)には、1) 後継者を育て、2) 常に改革を怠らず、3) 変化へ適応していくことであると述べた。

・次男はオーストラリアで大学教育を受け、いくつかの苦労を経験しながら、今はリッポーのインドネシアビジネスを担っている。三男は米国で大学教育を受け、シンガポールを拠点として海外ビジネスを統括している。そこで、第8のポイントとして、ファミリーを後継にするには、教育とともに苦労をさせよ、と体験的に語る。

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9として、現在90歳のリアディ氏は、インドネシアのSDGs(持続可能な開発目標)として、農民に医療が受けられるようにしたいと強調した。このことを後継者のファミリーもわかっており、実践している。国は家族から成り立つ。そこでは教育と健康こそ大切である。そこで、農村に病院、学校を作ることを社会的使命とし、自らの責任としている。

・最後の10番目のポイントは、日本に対する評価である。日本の企業はスピードが遅いといわれるが、日本人はロジックで動く。人が変わっても、日本企業の方針は一貫して続く。インドネシアでうまくいっている事業は、日本企業がきちんと対応してくれたからである。

・他の国の旨い話には継続性がない場合がある。そこで、しっかりやりたかったら日本企業と組め、とアドバイスしているという。大いに勇気づけられた。

・一代で財閥を築いてきたが、いわゆる政商ではない。話しぶりに誠実さを感じる。リッポ一の二代目経営者たちは、どのように次代を担っていくのだろうか。大いに注目したいところである。

寿命延伸、資産延伸、そして企業延伸に向けて

・4月に、フィデリティの野尻哲史氏(フィデリティ退職・投資教育研究所長)の話を聞いた。テーマは、「人生100年時代を生きるお金との向きあい方」であった。人生の長寿化に備えて、資産の長寿化も考えてみたい。

・100年も生きられるか。たぶん無理だろう。でも、私の場合、母は95歳、叔父も92歳まで生きた。身近にそういう人がいるのも事実である。これまで、90歳まで生きるという気持ちで生活してきた。

・それまでお金はもつか。国の年金が実質的に減額の方角に向かうのは明らかである。年金財政が今のままでは苦しくなるからである。貯蓄は十分か。貯めてきたつもりであるが、おろして使うとなったら30年はもたない。

・40年働いて、あとの30年を蓄えて暮らそうといのは、土台無理な話である。90歳まで生きるなら、80歳まで働く必要がある。75歳以上の後期高齢者になると、病気になる人も増えてくるから、元気なうちは働くというのが妥当であろう。

・では、そんな高齢者に仕事はあるのか。元気であれば、仕事はありそうである。しかし、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。

どこで働くにしても、1) 誠実に、2) 親切に、3) 丁寧に、4) できるだけテキパキ、と活動する姿勢が問われる。一方で、ダイバーシティ（多様性）を認めないようなところでは働きたくない。

・お金はいくか必要か。これは毎月いくらで暮らすかという覚悟に依存する。いい暮らしをしていた人は、その水準をなかなか落とせない。しかし、前の生活年収との比率である目標代替率を定める必要がある。70%か 50%か 30%か。年をとると通常的生活費は減っても、医療費が増えてくるので、ここをよく考えておく必要があると野尻氏はいう。

・生活費として年間 500 万円を望めば、今後 30 年として、合計 1.5 億円が必要である。これは大変である。年金が 200 万円×30 年あるとすると、0.6 億円はカバーされるが、残りの 0.9 億円は自分で何とかする必要がある。

・これが 80 歳まで働けば、あと 10 年であるから、300 万円×10 年=3000 万円となる。これなら、なんとかかなりそうである。とすると、80 歳まで働くことが大事である。まずは健康を維持すること、そして継続的にできる仕事を見出すことである。

・野尻氏は、老後は「使いながら運用する時代」と提言する。若者は、年収の 12%を資産運用にまわして、資産形成に力を入れるべし、と強調する。年 3%で回る投信はいろいろあり、非課税型の口座（積立 NISA など）を使うともっと効率がよい。

・そして、老後に資金が必要になってきたら、運用を続けながら「一定の比率」で引き出すことがカギであると主張する。例えば、総運用額の 4%を引き出し、残りを継続的に 3%のリターンで回せるなら、実質的な目減りは 1%である。これが手持ちの資産を長持ちさせるコツである。

・年金で足りない分として毎月 13 万円引き出し、15 年間使うと 2340 万円の貯蓄がなくなってしまう。これが 4000 万円を運用するとして、年 3%でまわしながら、手持ち資産の 4%を引き出すとすると、資産の減少額は累計 600 万円で済む。ずいぶん違ってくる。

・野尻氏は 2 つの点を強調した。1 つは、アセット・アロケーションではなく、アセット・ロケーションが大事であるという。アセット・アロケーションは資産配分の比率を意味するが、それよりもまず資産をどこにおくか、ロケーションをよく考えよという意味である。きちんと増やすという意識を持つことが重要である。

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。

・2つめは、デキュミュレーション（取り崩し）をよく考えよという。野尻氏は、これを単なる資産の取り崩しではなく、資産活用と名付けている。運用しつつ、どう取り崩してバランスを図っていくか。これが長生き時代の「資産延伸」ともいえよう。

・フィデリティのアンケート調査によると、現役世代は66歳での退職を希望しており、80代前半までの人生を想定している。また、投資をいつまで続けるかという点では、1) 75歳までが40%、2) できるだけ長くという人が37%を占めた。

・運用を続けながら取り崩しを必要とする世代を、野尻氏はD世代（Decumulation Generation）と名付け、そのD世代にとって重要な資産活用のコツを示唆する。資産運用のパフォーマンスは年によって変動する。その時、毎年定額で引き出すとして、15年の長期で見ると資産は大幅に減ってしまう。

・これを定率で引き出せば、パフォーマンスがよくて資産額が大きい時は、少し多めに取り崩せ、パフォーマンスが悪くなって資産額が減った時には、引き出し率が同じなので、引き出し額はその分減ってくる。パフォーマンスが悪い時は、少し慎ましく暮らす必要があるということの意味する。その方が、運用額を多く維持できるので、パフォーマンスが良くなった時の取り戻しも多い。ひいては、長い期間で見ると、総額の運用資産を多めに確保できる。

・現実の年間パフォーマンスを当てはめてみると、4000万円を毎年160万円（毎月13万円）ずつ引き出して、残り分を運用した時の資産残高は、15年後で、a) いい時で2680万円、厳しい時で960万円であった。一方、引き出し率4%で対応した時には、15年後の資産残高は、b) いい時でも悪い時でも2480万円であった。

・このように、引き出し率をよく考えて、資産の減り方をコントロールするという話は大いに参考になる。私も年間4%で取り崩すことをベースに、90歳まで生きようと思う。そして、投資家としての運用は、80歳まで続けるつもりである。

・さて、みなさんはいかがでしょう。そして、皆さんが働く企業はどうか。次の30年間、持続的成長が維持できるだろうか。「企業延伸の条件は何か」を改めて聞きたいと思う。