

ベル投資環境レポート

企業価値を追求する ～今こそ問われるアクティビズム～

2020年3月29日

鈴木行生

目次

1. 新しいマネジメントのあり方	2. 組織能力をいかに高めるか
➤ コロナショックをどう乗り切るか～ビジネスモデルの余裕度	➤ 独立役員企業の企業価値向上への貢献～やれ ばできそうだが
➤ これから伸びる産業～DX、SDGsは儲かる のか	➤ 独立社外取締役の効果はいかに～練磨と 新陳代謝の推進
➤ DXがリード役になる企業変革	➤ 取締役会のあり方～TDKの実効性は高い
➤ 日本の企業経営に足りないもの～パワー かティールか	➤ 次のCGC改革と市場区分の見直し～ルー ルの変更を企業品質向上のばねに
➤ 営業から価値生産へ～デジタルライフブ ランナー	➤ 求められるエンゲージメントのあり方～ 監査の視点から
➤ CX（顧客経験価値）からみたインベスタ ーエクスペリエンス	➤ 投資家にとってのナッジとグリットとは ～行動科学の活用

1. 新しいマネジメントのあり方

コロナショックをどう乗り切るか～ビジネスモデルの余裕度

・新型コロナウイルスがパンデミック（世界的大流行）を引き起こした。特定の感染者の集団（クラスター）を個別に抑え込めればよかったが、最初は誰も深刻に考えなかった。

・特定の感染者とのつながり、特定の場所・地域にとどめることができず、感染源（リンク）が広がって、医療の能力（キャパシティ）を超え、感染爆発（オーバーシュート）が起きてしまった。中国、韓国、欧州のイタリア、スペイン、米国などに時間差をもって広がった。

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。

・日本はどうか。東京は正念場にある。3月末から4月初めにかけて、外出を抑え、密閉、密集、密接を避けて、凌ごうとしている。感染を広げないようにするには、人の動きを止めることである。

・深刻化した街は、都市封鎖（ロックダウン）や戒厳令（外出禁止）に追い込まれた。潜伏期間からみて、2週間動かなければウイルスを持った人も状況を落ち着かせることができる。発病して重篤な人だけ病院に行って次の処置を行うことができれば、オーバーシュートは抑えられる。

・ところが、こうした強制手段の実行は簡単ではない。強権国家なら都市封鎖や戒厳令はすぐにもできるが、民主国家は事態が深刻化しないと簡単には動けない。それでも感染爆発が起きて死者が急増してくると、民主的な同意の取り付けなどと悠長なことはいつてられない。

・命を優先するとなると、経済活動はストップしてもやむを得ない。毎年インフルエンザで多くの人々が亡くなっているとか、経済がストップして困窮する人が大勢出てくる、という問題ではなくなった。

・我々にとって初の恐怖なので、リスクは過大に受け止めざるをえない。ウイルスとの戦争なので、①まずは戦死者を減らす手立てを打つ。次に、②ウイルスに勝つ治療法、薬を開発する。③パンデミックを抑えたところで、経済の立て直しに手を打つ。

・経済がストップしている間に生活や仕事が回らなくなるとは困るので、お金を回すようなバラマキ政策は必須となる。緊急事態には、通常の禁じ手を使うことも容赦しない。

・新型コロナウイルスのオーバーシュートはいつ収まるのか。封じ込めを3か月でできればよいが、国や地域を超えた人の移動でパンデミックが連鎖的に続く可能性がある。それでも、今から6か月あれば、かなり状況が落ち着いてくると期待してよい。

・9月までに最悪期を脱していれば、経済的な打撃も早めに克服できるものとなろう。もし1年も続くとなれば、オリンピックを1年延期して済む問題ではなくなってくる。

・経済的打撃については、3つの側面からみる必要がある。第1は、人の動きを封鎖するところからくる需要の喪失である。インバウンド、レジャー、ホテル、小売、外食、ヘルス

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。

ケア、交通などには、需要の減少が瞬間的に大打撃となる、企業としての存続すら危なくなっている中堅企業が続出しよう。

・第2は、サプライチェーンから見た供給の喪失である。中国など海外からの部材が入ってこない。国内での生産体制が十分揃わない。取引先との関係で仕入れが不利になってくる。輸出や海外拠点との連携が有事を想定していないので、うまく回らない。こうした供給面での制約によって、商品・サービスが提供できない、ということが長引くかもしれない。

・気候変動や自然災害へのBCP(事業継続計画)やリスクマネジメントは、それなりに経験してきたが、今回のようなウイルスパンデミックに直面して、緊急の対応策やビジネス遂行の仕組みに関して、抜本的な見直しが迫られよう。

・事業ポートフォリオをどのように再構成していくのか。BCPのグローバル戦略はどのように再構築するのか。サプライチェーンからみて、在庫、人員、施設能力などの水準はどこにおくのか。一定の余裕度(アローアンス)は、これまで以上に持っておきたいと思う。

・第3に、資金繰りはどう考えておくのか。リーマンショックの後、3か月~6か月の間仕事がなくなっても社員をリストラせずに会社を継続できるように、それ分の現金はもっておきたいという会社がでた。一見資金効率が悪そうであったが、いざという局面で、そのサステナビリティが輝いてくる。

・日本の場合、パンデミックへの対応で3か月経済がストップするとすれば、GDPはどのくらい落ち込むのか。GDPの10%が減少するとすれば、年間で54兆円規模、3か月で13.5兆円の影響を受けることになる。事態は相当深刻である。経済対策として、少なくとも実質ベースで10~15兆円が必要であり、大規模な手が打たれよう。

・中国、米国、欧州が空前の金融・財政政策を打とうとしているのも当然である。GDPの10%が一つの目途であろう。米国は、20兆ドルのGDPの10%に相当する2兆ドルを投入するという。消費需要が喪失し、失業者の所得補填、雇用者の所得補償が急務である。現金や商品券の給付が大幅に実施されよう。

・新型コロナウイルスの治療薬の開発も急ピッチで進められている。ここにも継続的なR&D費の投入が必須である。医療施設、医療機器、医療人材の配置については、平時と有事の想定を見直す必要がある。

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。

・新型コロナウイルスショックで、グローバル化、ボーダレス化は後退しよう。米中貿易摩擦に端を発した貿易戦争は、コロナショックでウイルス戦争に入っている。人類共通の敵と、医療テックを携えて戦うべきであるが、政治的にはブロック化を加速することにもなりかねない。

・企業においては、プライベートな単独の企業価値向上だけでなく、新たな社会的価値も視野においた連携を強化していくことが望まれる。ESGの観点からは、働き方のBCP、リモート化が次のステージに飛躍しよう。

・個人のライフスタイルでは、クリーンで安全な生活の確保が一段と重視されよう。ウイルスはこれからも新型へ変質してくる。感染症は、がんや認知症とともに、うまく抑え込んで、何とか克服していく必要がある。

・投資家として、1年半前からトランプショックに備えてきたが、これがコロナショックで現実となった。このショック克服には3年をみておく必要がある。一方で、投資のタイミングとしてはおもしろい局面に入る。

・分かっていることではあるが、いつ、どのように動くか。あわてる必要はない。濡れ手に粟はなく、あぶく銭身につかず。何よりも投資に対する信念（投資態度）を確認し、平常心で資産形成に取り組みたい。

これから伸びる産業～DX、SDGsは儲かるのか

・ESG投資で、投資家のパフォーマンスが上がるのか。この問いに対して、いくつかの見方がある。1つ目は、世界的にESG投資が注目され拡大しているが、そのパフォーマンスをみるとインデックスを下回っている。例えば、MSCI 米国 ESG 指数の投資収益率は、米国株指数を過去10年でみて下回っているという指摘がある。

・2つ目は、ESGを重視した投資こそよい投資なので、インデックスを下回っているからといって、そのことに捉われる必要はない。ESG投資はまだ始まったばかりで、パフォーマンスはこれから上がってくるという見方である。

・3つ目は、ESGの中身をどう捉えるか。一般的に、客観的なデータを重視するならば、例えば環境保全データのよい会社、女性参加の高い会社、社外取締役が多い会社がよい評点を

得そうである。しかし、ESGを重視する経営が企業価値向上に結びついているか、という点
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。

を深く分析するには、形式的なデータの集計だけでは不十分である。

・ESGをよくすれば、企業価値が上がり、ひいては株価パフォーマンスにも反映するという見方は、論理としてありうるが、そう一筋縄にはいかない。

・筆者は、これから伸びる産業は何かと聞かれたら、DX（デジタルトランスフォーメーション）産業とSDGs（持続可能な開発目標）産業と答えている。他に長寿（Longevity）産業や5G産業も有望であろう。問題は、その産業でビジネスを展開して儲けられるか。その仕組み作りが問われている。

・DXは、ほぼ全ての企業に関わってくる。ITの活用は、ミドル・バックからフロントに進んでいる。ビジネスの現場でITをいかに取り入れていくか。商品・サービスの付加価値を高め、人手不足を乗り越えて生産性を上げるには、デジタル（ビッグデータ）の活用が必須である。

・現実はどうか。経産省の「攻めのIT経営銘柄～DXの実践企業」の表彰をみると、多くの企業が意欲的に取り組んでいるが、その差は極めて大きい。トップマネジメントの認識、人材の育成、経営の実行戦略への組み込みが手始めである。

・次に、それがビジネスの現場における差別化戦略として、競争力を発揮し、付加価値の創出に結びつくかが問われる。DX投資は何よりも人材投資である。本気で取り組んで3年かかる。システムが出来上がればバランスシートに載ってくるが、それよりもR&D型の人件費が発生してくる。この先行投資に注目したい。

・SDGsは今やブームである。サステナブル（持続可能な）世界を実現するために17のゴール（貧困、飢餓、健康、教育、平等、水、エネルギー、成長、産業、居住、気候、海、陸、平和、協力）に取り組もうとするものである。国、公共、企業、NPO、生活者など、様々な組織で具体的な課題を認識し、その克服に向けて活動が始まっている。

・社会の課題に対して、自らゴールを設定し、その達成に向けて行動する。企業の場合、どのようなSDGsを設定するのか。日本の多くの企業が現在取り組んでいることは、17ゴール（169のターゲット）に対して、まず自社のビジネスをひも付けしている。

・次に、将来の課題として自社で遂行する目標を選択し、その戦略を立案する。そして、課題克服という社会的価値の向上と、自社のビジネスとしての経済的価値の向上の両立を狙

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。

・この両立がカギである。中長期的にハードルが高くても、わが社でなければできないゴールを目指して、ビジネスモデル (BM) を作り上げていく。困難な課題に取り組む人材をいかに組織化していくか。目先は儲けにつながらないが、社会的貢献を通して、いかにレピュテーションを高めていくか。そのためのイノベーションを通して、いずれ新しいビジネスを創出し、ポートフォリオの進化を図っていく。

・もちろん、うまくいかないことも多い。先行投資が徒労に終わることもあろう。経済的価値をうまない事案については、社会貢献活動として、別枠にするケースもあろう。

・では、SDGs で掲げたビジョンの遂行を通して、企業は本当に儲けられるのか。ここが大きなテーマである。日本の企業はこの 20 年間低収益で成長性も相対的に乏しかった。それが SDGs のターゲットを組み込んで、収益性や成長性を高められるのか。

・そもそも日本企業は、どうして収益性が低迷したのか。過去の ROE をみると、日本は 5~7%であったのに対して、米国 16~19%、英国 18~21%、ドイツ 11~14%、フランス 10~12%であった。最近の日本の ROE は、8~9%まで上がっているが、まだ劣っている。

・これに対して、いくつかの論点がある。1つは、米国型の ROE 経営は株主至上主義であり。そこを目指す必要はない。日本にはもともと三方よし (売り手よし、買い手よし、世間よし) という近江商人以来の伝統がある。ステークホルダーとのバランスをとってきたのであって、その流れは大事にすべきである、という考え方である。

・2つ目は、次のような考え方を大事にする。日本企業に、ROE 至上主義の経営をやってほしいといっているのではない。グローバルにみて日本の ROE が低いという点を十分考慮して、これをもう一段レベルアップしてほしい。分かり易くいえば、5% 以下の企業はまず 8% へ、8%の企業はアジア、欧州企業並みの 10~12%へ、10%を超えている企業は米英並みの 15~20%を目指してほしい。

・ROE は 1 つの財務数値である。指標の立て方は多様でよい。重要なことは、1) 社会的存在としてのわが社のビジョンを、CEO が自分の言語で語ることである。2) どのような社会的課題の解決に貢献するのか明らかにしてほしい。

・3) それをどのように経済的価値に結びつけるのか。そのビジネスモデル (BM) を掲げてほ

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。

しい。4) そのBMを実現していくには、足りない資産がある。人的、知的、組織的、社会的、環境的、財務的資本などを調達し、開発していく。5) 何が重要で、どう価値創造に結びつけていくか。その戦略を立ててPDCAをまわしてほしい。

・ROEの前に重要なKPIがいくつもあり、その結果としてROICやROEがみえてくる。SDGs産業は、企業がお題目に揚げればよいというものではない。17項目につながるの線を引けばよいというものでもない。中長期の価値創造に本当に結びついて、しっかり儲けることが本筋である。

・日本企業はこの儲け方が必ずしもうまくない。甘い経営に陥りがちである。日経225を構成するような日本代表する企業が、ROEを中長期的にもう3%ほど高めるような高付加価値戦略を遂行できるか。

・これを分かり易くいえば、いい商品を安く大量に売るのではなく、他社ができないサービスを適正に提供し、大いに満足して頂くのである。つまり、価格が高くても、それ以上の満足が得られればよい。大企業でも中堅企業でも、このタイプの価値創造企業が出現している。しかし、もう少し主流にならないと、全体のトレンドとはいえない。

・DX産業は伸びるし、SDGs産業も伸びる。そこできちんと価値創造できる企業が一部に留まるのではなく、もっと広がってほしい。投資家としては、新しいDX企業、おもしろいSDGs企業を選別したいので、大いに挑戦してほしい。

DXがリード役になる企業変革

・1月に、新春野村投資セミナーに参加した。その資料を改めて読んで、参考になりそうな点をいくつか取り上げたい。テーマは、「デジタル変革への次なる一手」であった。

・マーケット環境を見ると、コロナショックがさらに本格化している。人々が感染症を恐れ動かなければ、消費が停滞し、生産や物流が滞って、企業活動にも大きく影響する。一方、これが一過性ならば次の反発も期待できる。下がった局面は絶好の仕込み期であるという見方も有力である。よって、中長期的な視野で先行きを読んでおきたい。

・企業の成長を、セクターを超えて、横軸でリードしそうなテーマを考えると、DX(デジタルトランスフォーメーション)とSDGsが浮かぶ。ブームに流される必要はないが、中長期のトレンドを見誤るとチャンスを逃し、取り返しがつかない。

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。

・米中貿易摩擦は、第1段階の合意をしたといっても、覇権争いはこれからも続く。製造業の景況感はこの半年悪化、停滞局面にある。このあたりが大底なのか、もう一段悪化するのかという点では、さらに悪化する公算もかなり高い。

・個人的には、今年11月の米国大統領選挙でトランプには引いてほしいが、そうはいかない。米国第一を旗印に、自らの支持者に徹底的にフォーカスした政策のみを先導してくる。対抗国には、独自の交渉術で、脅しつつ譲歩を引き出そうとする。その動きにマーケットはこれからも一喜一憂しよう。

・新型コロナウイルスのパンデミックを受けて、空前の財政出動と大幅な金融緩和は続けざるをえない。気候変動による自然災害は、従来にも増して悪い影響をもたらそうである。回復もすんなりとはいきそうにない。日経平均の振れは大きく、当面12000円から18000円のボックス相場が続くと想定しておきたい。

・どの企業においても、ITシステムが、ミドル・バックからフロントの現場に出てきている。DXでいかにBM（ビジネスモデル）を変えられるか。

・その1つのシンボルが、ソフトバンクグループ（SBG）であろう。ここについていく必要はないが、少なくともその動きをフォローしておく必要はある。いつ躓くかという不安と懸念を内包しつつ、イノベーションを実践してきた会社である。

・また、SDGsに掲げられた社会的課題の解決を、①本当に自社のビジョンに組み込むことができるか、②その実行戦略が立てられるか、③それを見事に投資機会にできるか、④そこにイノベーションを持ち込んでいけるか。DXとの結びつきも強く求められよう。

・DXとは、既存のBMの効率化を超えて、新BMを確立するために自社に合ったデジタル技術を開発し、組み込むことである。日本は、企業の新陳代謝が遅いといわれる。新しい企業に変身していく力も弱い。大胆な変革を望まない風潮がマネジメントに根強くあるともいえる。

・そもそも新しいDXについて、企業の経営者は十分理解して、自らのこととして取り組んでいるのか。DXシステムのことがわからないとすると、それはROE経営がわからないのと同じように、経営者としては十分でない。

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。

・日本全体の伝統的な ICT 投資の金額をみると、この 20 年間ほとんど伸びていない。年間 15～20 兆円の間で推移しており、DX 推進のための人材投資も著しく不足している。

・次の 10 年で、1) バリューアップ投資を拡大し、2) 人材を採用養成し、3) 新しい BM への転換を進めるならば、マクロでみた GDP を 20%以上押し上げることもできる、という経産省の試算もある。

・IoT の活用による製造業の DX、ここでは 5G によるセンサー需要が大幅に拡大しよう。クラウドとともに、現場でのエッジコンピューティングが一段と重要になる。多品種少量生産によるマス・カスタマイゼーション型の付加価値創造が可能となる。こうなると、日本の製造業も存在感を示すことができよう。

・ネットとリアル融合による小売りサービス業の DX、ここではネット事業とリアル店舗やサービス拠点との連携、結びつき（コネクティビティ）がカギとなろう。この両面が生きるプラットフォーム作りの争いが一段と激しくなろう。

・そのためには、情報の入手、モノ・コト・サービスの体験をシームレスにまわしておく必要がある。さらに、生産者・提供者にとっての価値創造以上に、ユーザー・カスタマーにとっての消費者価値をどれだけ高められるか。この顧客価値を十分高められるならば、提供者にとっての付加価値の取り分も高められるはずである。

・業態を超えて金融機能を追求する DX、ここでは伝統的金融機関は自ら変身しない限り、新興のフィンテック企業に根こそぎ領域を取られることになる。銀行を介さない決済、API（データインターフェース）による決済のエコシステム提供、電子マネーの本格利用など、金融機関とテクノロジー企業の合従連衡が大いに進展しよう。

・DX を推進するには、そのガバナンスが問われる。攻めの DX ガバナンスを強力に展開しないと、日本の多くの企業はさらに遅れをとってしまう。今の色あせた BM（ビジネスモデル）を、将来の輝ける BM に変革するには、将来の BM の構想が必要である。そのコアの 1 つに DX を明確に位置付けてほしい。投資家はそこに期待している。

・5G も、供給者サイドのイノベーションだけでなく、利用者サイドの価値創造（消費者余剰の創出）にどれだけ貢献するか。この視点を重視して企業価値を評価したい。DX のインフラ企業、コアパーツ企業、独自サービス企業が台頭してくるので、大いに注目したい。

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。

日本の企業経営に足りないもの～パワーかティールか

・昨年12月にCFOフォーラム・ジャパンが催された。テーマは、「デジタル時代に求められる未来志向の企業経営」であった。パネルディスカッションでの議論から、今後の企業経営に何が必要かを考える。

・モデレータの昆氏（3M ジャパン社長）は、ケン・ウィルバーのインテグラル理論から展開されている‘ティール組織’に言及した。組織にはいろいろなタイプがある。ワンマン型、軍隊型、多国籍大企業型、家業型など、さらに上場企業でいうと、オーナー型、サラリーマン型、今流のガバナンス型もあろう。

・フレデリック・ラルーが名付けた5色カラーによる組織の特徴と変遷でいうと、ティールは青緑色という意味で、レッド（衝動型）→アンバー（順応型）→オレンジ（達成型）→グリーン（多元型）→ティール（進化型）と繋がる。

・日本企業をみると、創業者がリードするオーナー型企業のパフォーマンスが相対的によく、内部から社長が出てくるサラリーマン型大企業は成熟を突破できず元気がない。オーナー型も後継者が問題で、2代目、3代目が優秀とは限らない。そこで、「攻めのガバナンス」が登場したともいえる。

・ティール型組織は、組織の存在目的に合わせて進化していく。ビジョンや事業は社員の意見を重視して変化していく。個々人に意思決定権があるセルフマネジメント（自主経営）とホールネス（全体性）を重視する。

・このティールは、利益追求のオレンジではなく、コンセンサスや人間関係を重視するグリーンでもなく、セルフマネジメントしながらネットワークでつながり、上下関係のハイアラーキー（階層）ではなく、アドバイスを受けながら自分で決めていく。

・自分たちで組織全体の存在意義を問い、事業内容も組織形態も変えて進化していく。こうしたティール型組織が新しい組織としてこれからの価値創造をリードする、という見方がある。

・筆者は、会社を分析する時、社長（CEO）の能力とともに、組織能力を最も重視する。傑出したリーダーで会社は大発展する。その時、そのリーダーの能力をいかに組織能力に埋め込んでいくか。その組織にとって当たり前のような文化になっていけば、特定のトップに過

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。

度に依存しなくても、企業は自律的に発展していける。米国の3Mはそうした組織能力を有しているといえる。

・名取氏（弁護士）は、34年の実務経験の中で、17年は企業の中にいた。企業内法務のプロとして、裁判になる前にいかに企業をプロテクトしていくかに尽力してきた。在籍した企業では、IBMが長かった。

・企業がインターナショナル→マルチナショナル→グローバルへと展開する中で、グローバルな全体最適を追求するには、1) 業務プロセスやブランドを統一して、地域特性を解消すること、2) 予算やヘッドアカウントなど、資産・資源の最適分配をグローバルに行うこと、3) 適材適所の統一化を図ることをあげた。

・高倉氏（味の素の理事でグローバル人材担当）は、農水省→ファイザー→味の素へと移ってきたが、味の素ではこの6年間、ファイザーで25年前からやってきたことを実践している。

・それは、いかにダイバーシティ（多様性）を進めるか。味の素は海外売上比率が6割で、従業員3.5万人のうち2.5万人は外国人、130カ国に展開している。

・食文化は国によって異なるので、国×製品は限りなく広がる。適材のためのタレントマネジメント（人）、適所のためのポジションマネジメント（組織）が問われる。

・花田氏（日揮常務執行役員兼CDO：チーフデジタルオフィサー）は、石油ガスのエンジニアからスタートして、アルジェリアにもいたことがある。現在は、人事とCDOを担当している。2018年にITのグランドプラン（ITGP）を作った。オイルメジャーから2030年にマンパワーを3分の1にするにはどうすべきか、という問いに対する方向付けを行った。

・2030年にどういう会社になりたいかを描き、そこからバックキャストイングして、6カ月でプランを作った。5つのイノベーションのロードマップを立てている。横軸は直近の課題から将来の姿（デザイン）へ、縦軸は達成の難易度をとっている。すでに実行に移しているが、ハードルは高い。

・^{にっ}戸氏（オムロン専務CFO兼グローバル戦略担当）は、6年前から経営企画を担当し、グローバル戦略本部長であるが、3年前からCFOも担当した。オムロンでは、社長、CTO、CFOは直接組織を担当せず、全体をみていく。オートモーティブ関連事業の日本電産への売却、

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。

SDGsの展開など、全部門をみわたして戦略を遂行していく。

・日本企業のグローバル化に向けて、名取氏はリーダーのパワーが足りないという。強烈的なポリシーを決めて、トップダウンで一気にやりきることを、米国人のエクゼクティブなら迷いなく実行する。日本人には、1) 言語のハンデイに加えて、2) 気力のハンデイ、3) 体力の壁（時差）がある、と指摘する。

・味の素の高倉氏は、チェンジではなくトランスフォーメーションを実践すると決めた。日本企業の人事制度は、米国とは違うし、風土も異なる。外科的な変化は馴染みにくいと、味の素に来てから悩んだ。

・しかし、人事は企業のOS（オペレーティングシステム）の根幹である。チェンジという全部を変えるように捉えられるので、トランスフォーメーションでいくという方針をとった。ゆらぎをつなぎ、ずらしていく。こわすのでなくかえる、そしてもっとかえる、という展開である。

・日揮の花田氏は、プランは作れても、どう実現するかについて、二面作戦をとった。モード1（今の課題の解決）をモード2（将来のIT経営デザイン）にいかにもっていくか。まずIT部門を1つにまとめた。次に、2つに分けた。

・生産性アップのIT（モード1）と新しい価値創造のIT（モード2）に分けて、各々にD00（デジタルオペレーティングオフィサー）を付けた。スピードが違い、テーマが違うことを考慮した。花田氏は元々、地質工学を学んだので、人材の地質をかえる工夫をした。

・DX（デジタルトランスフォーメーション）に乗れない人材（ねんど層）に若い人材（砂）を入れて、新しい地層を作ろうとした。水と油ではなく、地盤改良であるという。デジタル化推進のカギは人材と組織にある。よって、人材開発とCDOを兼務するというのは1つのアイデアであろう。

・オムロンの日戸氏は、創業者のサイニク理論をベースに、今は百花繚乱ともいうべき時期と位置付ける。外部の経営環境の変化に一喜一憂せず、バックキャストしていく。イノベーションがコアなので、そのためのリソースを捻出していく。ROICをベースにポートフォリオの入替を、規律をもって実行すると強調した。

・未来はきっと明るい。でも、視界不良である。雲、霧、嵐の中に突っ込んでいくには、コ本レポートは、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。

ックピットに計器、コンパスが必要である。このままでは会社は潰れると危機感を持ちつつ、もがきながらも会社を活かして自分も前へ、という日戸氏の気概が印象に残った。

営業から価値生産へ～デジタルライフプランナー

・PCデポ(コード7618)の野島社長は「ステークホルダーの皆様」へという自らの考え方をまとめた4ページの書簡を、2018年5月に公表した。これは画期的であった。

・第1に、事業が長期的価値創造に対して、生産的であることと位置付けている。AI・ロボットが注目される中で、「人間としての生産領域の拡大」を掲げている。

・第2に、会社としての価値観として、①Social(社会性、社会貢献)、②Environment(環境)、③Education(働き方、学び方)、④Entertainment(楽しさなど人間発信の新たなる価値創造)、⑤Governance(企業統制、運営統制)の5つを挙げている。ESGに2つのEを加えて、EEESG(トリプルESG)としている。

・第3に、Educationでは、生活の安定×生産性、人間性の向上×生産性を考慮して、新しい働き方へのシフトを提案する。大事なことは、未来をデザインすることと位置づけている。

・第4は、Entertainmentの重視である。顧客が店に来て楽しい、当社のスタッフも楽しさや未来創造と共感し、提供できるようにする。新しい使い方を学んで楽しい。デバイスを組み立てるのが楽しい。自分のIT機器が点検されているのを見て楽しい。家族と来て、将来のデジタルプランを一緒に作っていくのが楽しい。そういう楽しさを提供する場にしたいと考えている。

・第5に、ステークホルダーとのコミュニケーションを相互発信、相互受信して密にした。従来は、①CCC(お客様窓口)、②CR(コールセンター)、③IRSR(インベスター・シェアホルダー・リレーション)、④PR(パブリック・リレーション)があった。

・これに加えて、⑤AR(アソシエイト・リレーション)、⑥PTR(パートナー・リレーション)、⑦MR(メンバー・リレーション)、⑧ICR(インカンパニー・リレーション)などの専任者を置いた。ARは社員、家族との接点、PTRは取引先との接点、MRは会員との接点、ICRは社内広報としての接点を担っていく。

・この社長メッセージは、会社の統合思考(Integrated Thinking)を表現したものである。

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

これを社長自らが書きおろした。

・ コラージュによる参加型意識改革を、“デジタルライフ・デザインシート”で実践している。社長のリーダーシップのもと、新しい価値創造のコラージュ（頭の中を整理したふかん図）を作り、お客とは一人一人に合った計画図（デザインシート）を作り上げていく。

・ 新しいスマホが出たから、買い換えて、ということではなく、今後4年のデジタルライフを互いに検討して、それに対して計画的提案を行い、計画的に価値創造をしていく。

・ 社員には、コラージュによる課題設定や提案を実行させている。イメージや考えをみえる化するには、A4 1枚（パワーポイント1枚）やさまざまなサイズのコラージュ作成を通して身につく編集力が威力を発揮する。

・ 会社としては、社員のES（満足度）を上げるように仕組みを作っていく。そのためのインセンティブも報酬につけていく。70歳まで働けるようにして、50歳を過ぎても社員として採用していく。つまり、働き方を多様にして、ステークホルダーとのつながりの中で、信用、信頼を作り、やる気を引き出していく。

・ チーム作りには、人材育成が最も重要であり、現在野島社長は自らの時間の7~8割をこの育成に使っている。スタッフが一堂に会して方針発表を聞く機会や検討を行う機会は年1回から3回へ。社員はもちろん、パート・アルバイトに至るまでトップの考えを直接語って対話している。

・ 1つのチーム（ワークス）となった担当者が、メンバー（会員）の将来計画図（デザインシート）を書いていく。その計画図こそがアセット（資産）である。これがいずれ需要を生み出す。この将来コンサルこそ、PCデポが目指すビジネスモデルである。将来のあるべきビジネスモデル（BM2）を描けている点を高く評価したい。

・ メンバー（会員）には店舗にきてもらい、3~5人の専任チームと一緒にところで、わが家の将来デジタルライフプランを語ってもらう。最初はすごく時間がかかる。そのわりにビジネスにはならない。しかし、計画図が次第にはっきりしてくると、自分、妻、子供たち、親たちのそれぞれに、どのようなデジタルライフを組み込むことが楽しみにつながるかがわかってくる。

・ 野島社長は、当社で働いている子育て世代のパートママを集めて、デジタルライフプラン本レポートは、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。

ナーの活動について話をした。パートママは大いに盛り上がり、いろいろアイデアを出し始めた。店舗に戻ると、各人はどこかのチームの一員である。早速メンバー（会員）の新規加入に結びついたというケースも出ている。

- ・子育て世代のパートママは、いずれ子供の手が離れて、PC デポで本格的に働きたいとなれば、大いなる戦力となろう。仕事をきちんとしながら、楽しい職場にしていこうとしている。

- ・チームメンバーが学び合って、1) 常にメンバー（会員）にとっての価値を優先する、2) 思いこみや独りよがりが無理なことはしない、3) チームの全員が助け合って、メンバーの将来計画図をどんどん貯めていく。

- ・これがまさに、攻めと守りのガバナンスとして、チーム内をコントロールしていく。上司の指令で、無理な行動をとることもない。成績をあげようと、押し込み的な販売に走ることもない。

- ・何が違うか。商品の販売によって粗利を得るビジネスモデルでは、フローを追わないと当面の利益が上がらない。これを丸ごとなしにして、ストック型の収益を我慢強く追うというのはつらい。足元が赤字になって数年がまんするということはほぼできない。

- ・実は、多くの証券会社の対面サービスにおいても、ストック型のビジネスを求めてきた。しかしながらも、フローのビジネスから脱却できずに苦しんでいる。なぜできないか。数年の赤字を覚して、フローからストックへの死の谷を渡れないからである。

- ・PC デポは、今なぜ将来デジタルライフのプランナー型へシフトできるのか。それは、すでにプレミアム会員によるサブスクリプションが定着しているからである。10 年先行した強みがある。よって、当社にできても、家電量販店など他社には相当難しい。

- ・顧客との接点の意味付けが違っている。かつては、新しいデバイスが発売されると、それを顧客にアピールして販売した。今は、今日出た新商品を今日売る必要はない。

- ・それは供給側の論理で、メンバーである顧客のニーズではない。メンバーのデジタルライフと一緒に考えて将来計画図を描いているので、その時がきたら買い替えたり、買い増したりしていけばよい。

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

・デバイスファーストではなく、ソリューションファーストである。つまり、メンバーである顧客がデジタルライフで本当にやりたいことを実現できるように、ソリューションをサポートしていく。

・通常顧客は、自分で買い替えや買い増しを検討し、店舗にやってくる。それはそれとして受け入れるが、当社が定義する計画的需要ではない。当社のいう計画的需要とは、メンバー（会員）が当社の専任チームと対話をして、それを1枚の計画図に描いた後で、実際の需要に結びついたもの、と定義している。

・計画図を描くと、計画的に需要が見込めるようになる。計画図こそストック（資産、アセット）であり、そこを積み上げることで需要が生み出される。2020年3月期の2Qで、計画的需要の全売上高に占める比率は2.5%とみられるが、これを2024年4Qには50%に持っていこうという目標を掲げている。

・計画的需要の比率が上がってくると、1) 約束が売上となってくる、2) メンバーの長期化につながる、3) メンバーの来店頻度が上がってくる、4) コールセンターへの問い合わせが減る、5) メンバーの退会が減る、6) 折込チラシが少なくなる、などの効果が見込める。即ち、企業価値が大幅に向上してこよう。

・チームでデジタルライフの計画図を書く。計画図こそが最大のアセットであるというカルチャーの形成である。この現場におけるマイクロガバナンスに、人材育成の魂を入れようとしている。この成果に注目したい。

CX（顧客経験価値）からみたインベスターエクスペリエンス

・NRIの機関誌「知的資産創造」の2月号に“CX戦略起点のサービス革新”が特集されていた。CX（カスタマーエクスペリエンス）とは、体験して感じる感覚的な価値のこと。この考え方を投資家に当てはめてみると、どんなことがわかるか。いくつか検討してみたい。

・投資家はどんなビジネスモデルを持っているのか。投資家といっても、機関投資家から個人投資家まで多様であるが、改めて価値創造の仕組みであるビジネスモデルを思い起こしてみる必要がある。

・新型コロナショックにどれだけ耐えているか。一時的なことなので、びくともしていないか。パフォーマンスの急落に青くなっているか。企業への影響はマイナス面プラス面いろいろ

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。

ろ出ているが、体力の弱いところは3か月で存亡の危機に直面しよう。

・CXは顧客経験価値のことで、よい商品・サービスとは、客観的な機能的価値だけでなく、直観に訴え心を動かす情緒的価値にも十分配慮することが求められる。

・確かに生活者として、日用品、スマホ、車、家などを購入する時、その消費行動には、過去の経験や現在の経済的状況をもとに、自らの感性を重視して好みの順位付けをしている。CXの提供者である企業は、顧客の経験価値を高めてほしいと行動する。顧客をいかにおもてなしするか。その工夫に力を入れていく。

・NRIでは、エクスペリエンス（経験）には、5つの側面があると分析する。①五感に心地よさを感じる感覚的価値、②すばらしいと心を感じる情緒的価値、③理解が進んで分かってくる知的価値、④ライフスタイルに取り入れてやってみたいと思う行動的価値、⑤参加してメンバーとなって貢献したいと思う社会的価値である。

・こうした経験をすると、1) その商品やサービスを継続したくなり、2) もっと多様に使いたくなり、3) 広く共感を求めるようになる。つまり、カスタマーがリピート客になり、単価がアップし、SNSで発信したくなる。プラットフォームを長く使い、サブスク型の契約となり、仲間を呼び込んでくれる。

・従来のCS（顧客満足度）は、顧客の合理的満足と感情的満足を分けて捉えていなかった。どんな商品・サービスが欲しいか、という視点から満足度をみていた。

・これに対してCXは、経済的な満足と感覚的満足を分けて、なぜその商品・サービスがほしかにフォーカスする。経済的な側面だけではコモディティ化して、価格競争になりやすいが、whatではなく、whyを追求して、ロイヤリティの向上やファン化を図っていく。

・つまり、結果としてのパフォーマンスだけでなく、結果を生み出すに至るプロセスを共有していくのである。このプロセスにCXのストーリー（物語）があり、ジャーニー（旅路）がある、という見方である。

・ここは投資家にとっても全く同じである。株式や投資信託の結果としてのパフォーマンスだけでなく、その投資スタイルに共感できるか、投資する企業の価値創造のビジネスモデルに信頼がおけるか、そのストーリーや戦略こそが根幹である。

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。

・CXを2つの軸で見ると、4つの象限に分けられる。2つの軸は、A) 商品・サービスの提供者が気付いている感覚（経験価値）と、B) 消費者・投資家が気付いている感覚（経験価値）である。

- ① 両者がすでに気付いている「共有の領域」はすでに常識であって、新しさはない。
- ② サービス提供者は気が付いていて、消費者がまだ気づいていない「秘密の領域」は、マーケティングによってプロアクティブにアピールできる。
- ③ 逆に、サービス提供者が気付いていなくて、消費者が気付いている「盲点の領域」は、提供者がリアクティブにすぐにでも改善できそうである。
- ④ そして、最も難しいのが、両者とも気付いていない感覚の「未知の領域」である。この経験価値をどう生み出していくか。そこには潜在価値を創出するイノベーションが必要である。

・イノベーションを起こすには、CXデザインシートが求められる。未知のエクスペリエンスをデザインし、革新的な感覚的な満足（サプライズ）を提供することである。消費者は、今まで感じたことのないおもてなしを受けることになる。

・投資に例えると、新しいことに挑戦しなければ、結果は生まれない。これまでの延長だけでは、大きな成果はついてこない。楽しい「共感の領域」へ進化していく必要がある。

・CXイノベーションへの課題として、NRIでは、例えば、1) 介護では、認知症、高齢者虐待、人手不足、低い待遇への対応、2) 保育では、児童虐待、保育士不足、働き方、場の価値への対応、3) 金融では、顧客本位でない業務運営への対応、4) 教育では、問題解決アプローチから問題発見へのアプローチへの対応、5) 不動産では、場の提供ではなく、場から生まれる付加価値の提供を挙げている。

・CXを生み出すには、EX（社員の経験価値）も高めていく必要がある。そのためには、①インセンティブだけではなく、②データドリブンの経営（社員がリーダーシップを発揮できるベース）、③経営者のオーナーシップ（変化へのコミットメント）が重要である。

・では、投資家はどうすればいいのか。まずは、企業を見る時、CXを活かしてビジネスモデルの変革に取り組んでいるかを見極めたい。同時に、投資家サイドのIX（インベスターエクスペリエンス）を磨いていくことが求められる。

・金融商品サービスの提供者としては、1) もっときちんと分らせてくれる、2) もっと共本レポートは、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。

感できる、3) 新しい仕組みに投資家も参加できるようにする、4) おまかせではなく、投資家としての自分の役割を明確にしてくれる、5) そして、アウトカムとパフォーマンスがきちんと分けられ、各々がよくなるように、IX イノベーションを実践する、ことであろう。CX から投資家も大いに学んで行きたい。

2. 組織能力をいかに高めるか

独立役員企業の企業価値向上への貢献～やればできそうだが

・筆者が社外監査役を務めている会社が昨年12月に東証マザーズに上場した。新規ということで、東証から「ハンドブック独立役員の実務」（東証編著）を頂いた。また、昨年7月に「改定コーポレートガバナンスコードへの対応状況」、11月に「コーポレートガバナンスに関する開示の好事例集」がレポートされた。

・これらに目を通して、投資家から見た時、何を知りたいか、という点について、いくつか考えてみる。

・企業をみる時、執行サイドの役員、とりわけ社長（CEO）に最も注目するが、次に社外役員（社外取締役、社外監査役）を有報（有価証券報告書）で調べる。1) 独立かどうか。独立ではないとすればなぜか。各々の経歴をみて、どのような経緯で社外役員に選ばれたかをIR担当役員に必ず聞く。

・次に、社外役員が取締役会でどんな発言をしているか。執行サイドにとって、役に立っているか。いろいろ発言してうるさいか、いいところをついているか。ナレッジが十分でないのか、ピントがずれていないか。何も発言しないのか、などについて雑談的に会話する。

・知りたいのは、事例と雰囲気である。これについて、差しさわりのない範囲でいろいろ話してくれる会社は、大体風通しのよい会社である。逆に、そんな個別のことには一切対応しないという会社は注意した方がよい。

・社外役員は、常に一般株主（少数株主）の立場で役割を果たすことが求められる。オーナーや大株主に対して意見をいえるか。利益相反になるような事案をチェックし、歯止めをかけているか。

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

・社内取締役や社内監査役が突っ込みにくい論点について、常に質問し、意見を引き出しているか。これが活発に機能している取締役会かどうかを知りたい。CEOに遠慮するようでは困る。また、出された質問や意見を、社内役員が尊重しない雰囲気は最悪である。

・よい経営者は、社外取締役が聞くような内容について、ほとんど自らの考えや方針をもっており、そうでない場合はきちんと取り上げて検討するはずである。

・MBO(マネジメントバイアウト)、買収防衛策、第三者割当増資、粉飾や不祥事案件の時に、独立役員の果たす役割はとりわけ大きい。大半の企業にとってはそんな事案は発生しないので、独立役員も形だけで恙無く過ごせればよいかというと、そんなわけにはいかない。

・どの上場企業も間断なく経営の意思決定を行っている。いつもの手続き的決定もあれば、たまにしかない重要案件もあろう。経営環境は常に変化しており、従来通りのマンネリ経営しかやっていないと、外部の投資家にもすぐにわかってしまう。

・それはCEOの責任であって、社外取締役が執行を推進するわけではない。その通りであるが、日本は世界でも珍しく、守りではなく、攻めのガバナンスをこの5年政策として掲げてきた。成長力が弱い、収益力が低いところをもっと高めようしてきた。

・一方で、大企業の不祥事が目立っている。実は、攻めどころか、守りも弱いのではないかと、海外の投資家は疑っている。たまたまの例外的事件では済まされない、何か日本のガバナンスに構造的欠陥があるのではないか、という見方も有力である。

・CGC(コーポレート ガバナンス コード)をベースに、新しい経営手法に精通し、投資家とのミーティングにも参加し、常に経営の実態を把握しておく必要がある。執行サイドと十分意見交換しているか。独立役員間の定期的なミーティングを十分行っているか。そこで、どんな認識をもっているか、について投資家は知りたい。

・次の社長が誰になりそうか。これは投資家にとっても大きな関心事である。今の社長が優秀なら、次はどのような仕組みで選ばれるのか。現社長の一存なのか、指名委員会が選定するのか。

・指名委員会を通して、結局は社長の意のままなのか。安易にファミリーの二代目、三代目が出てくるのか。社内には派閥はあるのか。そうなると、ベストの人材が出てこない。その選任のプロセスと結果について、投資家は議論したい。

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。

・昨年、改訂・新設された CGC へのコンプライ状況（2019 年 7 月）に関するアンケートをみると、1) 経営後継者計画の策定、2) 経営報酬制度と透明な設計、3) 指名・報酬など独立した諮問委員会の設置、4) 取締役のダイバーシティ（女性、外国人の登用）が、70%台以下と相対的に低かった。

・では、どうしたらよいか。CG に関する好事例（2019 年 11 月）は参考になる。

- 1) 資本コストで、エーザイ、参天製薬、三和ホールディングス
- 2) 取締役会の実効性評価で、三井物産、アサヒグループ HD、荏原製作所
- 3) 取締役・監査役のトレーニングで、みずほフィナンシャルグループ、コニカミノルタ
- 4) 任意の指名・報酬委員会で、T&D ホールディングス、第一三共
- 5) 取締役会のスキルバランスで、三菱ケミカル HD、日立製作所
- 6) 取締役会の実効性確保で、花王、群馬銀行
- 7) 政策保有株の縮減で、三菱 UFJ フィナンシャル・グループ、
- 8) 政策保有株の議決権行使で、渋谷工業、日本プラスト
- 9) 基金型企业年金の取り組みで、パナソニック、セブン&アイ HD、コロナ
- 10) 確定拠出型年金の取組で、日本通運、はるやま HD、
が取り上げられた。

・これらの事例をみると、やればできそうなことばかりである。しかし、実際に自社に合致した仕組みや制度として定着させようとすると、既存の考え方や方針を抜本的に変えて、現場に新しい仕組みを定着させていく必要がある。

・この時、3つのレベルがある。1) 形だけ真似て、やっていますとコンプライしても、実態は何も動いていないケース、2) 本部の組織は意欲的だが、現場に浸透していかないケース、3) トップマネジメント、社外役員、現場がきちんと PDCA をまわして、年々改善して、3～7年かけて大きな成果に結び付けていくケースである。

・形式を整えていくと中身が伴ってくる、という事例も増えている。CGC で企業価値は上がるのか。社外役員によって、実効性は本当に発揮されるのか。その可能性は十分あるが、まだ三合目といったところである。投資家の評価は、成果が見えてこないと実際には上がってこない。この2年が勝負であろう。大いに期待したい。

独立社外取締役の効果はいかに～練磨と新陳代謝の推進

・『「独立取締役が増えると、いいガバナンスになる」というのは迷信にすぎないと思われる。』これは、藤田勉氏（一橋大学特任教授）が日経ヴェリタス（2020年1月26日）に書いた「独立取締役の効果疑え」からの引用である。

・まず、CGC（コーポレート ガバナンス コード）を導入したものの、①企業の収益力は上がっていない、②企業の不祥事が多発している。そもそもCGCを導入した国で、それが上手くいっている国はない、というのが1つの検証である。

・CGが優れていれば、すべてのステークホルダーの利益を長期的に拡大しつづけるはずである。その代表がアップルやトヨタであると、藤田氏は指摘する。では、CGCに従って、ガバナンスをよくしようとしてもうまくいかないのはなぜか。

・その主因として、独立取締役が機能しにくいところを挙げる。CEOが独立取締役を選任している。監視される人（CEO）が監視する人（独立取締役）の人事権と報酬決定権を握っている。さらに、独立性が高いと利害関係がない。関係がないので、CEOを厳しく監視する理由が乏しい。よって、いいガバナンスになるはずがない、というのが藤田氏の論点である。

・これにどう反論するか。今のCGCは、独立取締役を増やし、いろいろ役割を与え、仕組みを改革していけば、ガバナンスはよくなり、ひいては企業価値向上に結びつくはずであるという論理で動いている。

・会社と利害関係がないから、CEOを厳しく監視するインセンティブが働かない、というのはユニークである。ふつうは、利害関係がないから、客観的にCEOを監督できるというのが、有力な見方である。社長に盾突けないというのであれば、執行担当の取締役と同じレベルになってしまう。

・指名委員会で、社長が全く知らない人を社外取締役に選んでくる例は極めて少ないと思われる。報酬委員会で社外取締役の報酬を決めるとしても、その水準は常識的なものであろう。

・独立取締役に就いている人は、地位に固執しているのか。報酬がそんなにほしいのか。社会的使命を担っているという名誉に拘っているのか。

・したがって、取締役会でCEOに逆らっても、より高い企業価値向上を目指すような意思

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。

決定を誘発できないのか。そうだとすれば、藤田氏の指摘は的を射ている。

・では、どうすればよいのか。形は大事である。社外取締役を半数以上にして、多様な人材を整えれば、議論は充実しそうである。取締役会の議長を社外にして、CEO と分離すれば、何をアジェンダにするかについて中身が変わってきそうである。指名委員会、報酬委員会を社外中心にして透明化を高めれば、社長のいいなりにというわけにはいなくなる。

・独立社外取締役には各々求めるべき役割があり、それに副った資質を有する人を選任していくべきである。社長の知り合いだから、経営者を経験しているから、専門性を持っているから、というだけではなく、選任プロセスの透明性と一定の開示が求められる。

・会社の将来を決めるのに決定的に重要な機能は、社長（CEO）である。では、独立社外取締役が素晴らしいCEOをフェアに選べるのか。社内はもちろん、社外から呼んでくることができるのか。

・社外取締役の責任は重い、それを慈善事業のごとくやれというのか。社会的使命というだけで、十分なインセンティブが働くとも思えない。CEOを鍛える社外取締役が求められているが、投資家がそれを望んでも、社長には疎ましいかもしれない。社長の器も問われる。

・日本の上場企業にいい会社は数多くある。よいガバナンスの会社もある。しかし、大多数ではない。ガバナンス改革はスタートして5年、まだ形すら十分でない。中身はこれからである。

・今の平均的な姿をみると、これで日本企業のパフォーマンスが平均的に向上するとはいえない。もっとガバナンスを充実させて、そこから10年のデータを積み上げれば、ガバナンスがよくなって企業価値が向上し、株価パフォーマンスが市場全体としてよくなってきたとなるかもしれない。

・しかし、道は遠い。どうすればよいか。ガバナンスをよくする努力は、全上場企業に必要である。まずは、ガバナンス改革に真剣に取り組み、成果が上がりそうな企業を見出して、そこに投資していくことである。

・ガバナンスが唯一の投資尺度ではないが、重要な1つの尺度として活用したい。アクティブな投資がパフォーマンスで上位にくるようになれば、ガバナンスの成果として、認知されるようになるだろう。

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。

・それでも市場全体からみれば、一部の企業に留まるかもしれない。インデックス投資の投資家からみれば、一部の企業がよくなるだけでは満足できない。市場平均を持ち上げたいのである。

・そうすると、例えば米国企業、日本企業、アジア企業をみて、市場全体を含めて評価する必要がある。現状では、1) ガバナンス改革はまだ十分でない。2) ひいては、経営者の経営力も今一步である、3) 成長戦略への取り組みも弱腰である、という見方が有力である。これではパフォーマンスはついてこない。

・独立社外取締役の効果を発揮するには、形も実質も一層練磨する必要がある。CEO を入れ替える必要がある。企業も日本株式会社のポートフォリオの1社なので、どんどん入れ替わってよい。そうすると、藤田氏のいう新陳代謝の推進こそガバナンスの要ということになる。独立社外取締役の奮起を促したい。

取締役会のあり方～TDKの実効性は高い

・日本取締役協会は、1年前の2019年2月にコーポレート・ガバナンス・オブ・ザ・イヤーズ®2018の表彰企業として、ヤマハ (Grand Prize)、TDK (Winner)、明治ホールディングス (Winner)、オムロン(経済産業大臣賞)、大和ハウス工業(東京都知事賞)を選定した。その中のTDKについて、12月に話を聴いた。

・ガバナンスの表彰に当たっては、1) 東証1部上場企業から、過去3年を通じて社外取締役が3名以上おり(625社)、2) 3期平均ROE 10%以上、ROA 5%以上(非金融)で、時価総額1000億円以上(106社)を候補とした。

・さらに加点として、3) 特定の大株主がいないこと、取締役会議長の執行からの分離、指名・報酬委員会の設置、4) 経営パフォーマンス安定性などを加えて、総合的に評価した。

・TDKの澄田会長は、もともとハイテク分野のアナリストからスタートして、上場企業の社長を務めた後、TDKの社外取締役、取締役会の議長(非執行)を務めた。その後、執行も担う取締役会長となって現在に至る。非執行から執行へというユニークな転身を遂げている。

・藤原取締役会室長兼秘書室長と、澄田会長から話を聴いた。TDKは、日本を代表する電子部品企業、売上高1.4兆円、営業利益1100億円、時価総額1.5兆円、従業員10.5万人の会社。本レポートは、独自の視点から書いており、基本的に会社側の立場に立つものではない。本レポートは、投資家の当該企業に対する理解促進をサポートすることを目的としており、投資の推奨、勧誘、助言を与えるものではない。内容については、担当アナリストが全責任を持つが、投資家の投資判断については一切関知しない。本レポートは上記作成者の見解を述べたもので、許可無く使用してはならない。

社である。驚くことに、海外生産比率 85%、海外売上比率 92%、海外従業員比率 91%と、圧倒的に海外の比率が高い。

・事業の中身も大きく変化しており、製品ポートフォリオを大胆に組み換えてきた。戦前に東工大の大学発ベンチャーとしてフェライトを事業化し、その後、音楽・ビデオ用のカセットテープ、買収をベースに HDD ヘッド、バッテリーからセンサーへと、事業の入れ替えを実行してきた。

・現在の中期計画 Value Creation 2020 では、2021 年 3 月期で売上高 1.65 兆円、営業利益率 10%以上、ROE 14% 以上を目指している。

・取締役は 7 名で、うち社外が 3 名、監査役は 5 名のうち社外 3 名である。取締役会は全員日本人で男性、監査役は社外 3 名のうち、1 名外国人、1 名女性である。

・執行役員は、18 人中 11 人が外国人、15 年前は外国人が 1 人であったから大幅に増えた。TDK 本体の部門長に、買収企業のメンバーを積極的に登用している。人事部門のトップはドイツ人である。

・経営会議は英語、資料・発表・議事録も全て英語である。事業計画検討会、四半期レビュー、部門長の会議等も英語ベースである。取締役会は日本語であるが、英語で説明される議案が多く、その時は同時通訳を入れている。

・取締役会室が取締役を支援するが、これは戦略本部の中においてある。経営企画から遠いと、M&A の遂行などにおいて、情報の共有、スピーディな議論や審議が十分できないという経験に基づく。

・取締役は社内 4 人、社外 3 人、監査役は社内 2 人、社外 3 人なので、社内対社外でみると 6 : 6 である。取締役に事業部門の代表は入っていない。会長、社長、財務、戦略担当の 4 人である。

・取締役会議長は社外で、指名、報酬委員長も社外である。石黒社長は指名委員会のみに入っている。澄田会長は、コーポレートガバナンス委員会の委員長のほか、指名、報酬委員会の委員になっている。この点では、監査役設置会社ではあるが、監督と執行の分離は先進的になされている。

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。

・取締役会の実効性評価では、アンケート→個別インタビュー→ディスカッションを行い、改善策をまとめ実行に移す。個別インタビューでは、澄田会長（コーポレートガバナンス委員会委員長）が、全取締役、監査役に1時間以上行っている、さらに、3年に1度は第三者による外部評価も受けるようにしている。

・常勤監査役は経営会議に陪席しており、八木社外取締役（取締役会議長）は監査役会にも出ている。これによって、情報の共有、連携を図っている。

・社外取締役と社外監査役の役割は本来違っているが、取締役会の議論の場においては、すべて対等ということで、議論を活発化させている。取締役会がマンネリ化しないように、常に新しい機能を加えていくようにしていると、澄田会長は強調した。

・次の中期計画、長期ビジョンはどうするのか。中期計画は3カ年でやってきたが、2020年度が現在の最終年度となる。長期となると中期計画の2~3回分として、2021年度から6~9年となるので、2030年が1つの目途かもしれない。ここはこれから議論がスタートする。

・TDKはこの15年でM&Aを活発化させ、グローバル化を進めてきた。コーポレートガバナンスも、その実効性が高まるように大きな改革を実施してきた。買収した企業のマネジメント層が実力を発揮している。本社の執行部門のリーダーにも登用されている。

・今後は日本の本社においても、グローバル企業としてのマネジメント体制がもう一段求められよう。攻めのガバナンスが、TDKでは定着し、ビジネスの成果に結びついている。明らかに価値創造企業として世界に誇れよう。取締役会の次なるイノベーションに注目したい。

次のCGC改革と市場区分の見直し〜ルールの変更を企業品質向上のばねに

・日立製作所は、この5年でノンコア（非中核）事業の売却を進めている。物流（日立物流）、金融サービス（日立キャピタル）、電動工具（日立工機）、半導体製造設置（日立国際電気）、自動車関連（クラリオン）の持株比率を大幅に下げた。

・2019年度からは、セクター（セグメント）毎のROIC目標を定め、中期3カ年計画でその向上を目指している。事業部門別のROICの目標を定めるというのは画期的で、ポートフォリオの見直しが加速することになる。

・機関投資家向けSSC（スチュワードシップコード）は、2014年制定、2017年改定を経て、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。

今 2020 年に再び改定される。今回は ESG 重視が全面的に盛り込まれる。

・一方、上場企業向けの CGC（コーポレートガバナンスコード）は、2015 年開始、2018 年改定、そして 2021 年の改定に向けて、今年は本格的な議論が始まろう。

・この 20 年で、M&A が企業の外部成長にとって当たり前の戦略となってきた。ポートフォリオの見直しを図るには、1) いらぬ事業は切り出し、2) 必要な事業は買ってくる、という動きが活発になっている。そのためには、自社の事業価値を個別に正確に把握しておく必要があり、類似の他社についても、同じように分析していくことが求められる。

・特殊な投資家からわが社を守るためには、買収防衛策が必要であるという考えが、かつては有力であった。しかし今では、買収防衛策を入れていると、企業価値の向上に手抜きがあるのではないかとみられてしまう。アクティビストにつけ入れられるのも、マネジメントに隙があるからではないか、という見方も成り立つ。

・親子上場は、1990 年代以降大幅に増えた。傘下の有望な子会社を、子会社そのまま上場されるというやり方をとった。子会社にとっては、上場会社として認められるので、信用力は高まり、ブランドも向上した。

・上場子会社の少数株主にとっては、もし大株主の親会社が自分の都合で、子会社の利益を犠牲にするような行動をとれば、それは許せない。そこで、親子上場が問題視されるようになった。親子上場は 2006 年度末の 417 社をピークに、2018 年度には 262 社に減っているが、まだかなりある。

・東証の小沼常務の話を聴く機会があった。CGC の次に改定に向けて、どのようなことが論点となるのか。すでに、トップマネジメントの選解任、利益相反の監督、マルチステークホルダーへの配慮は組み込まれている。それでもまだ不十分である。

・次の CGC では形ではなく、実質的な役割が効果的な働き方をするように底上げを目指す。ポートフォリオの再編に向けて、TOB の案件は一段と増大してこよう。アクティビストによる提案、ファンドによる買収、事業会社による敵対的買収なども活発化してこよう。

・その時、誰がどのように考えるのか。何が本当の企業価値向上になるのか。トップマネジメントの立場とは別に、独立社外取締役の働きが一層重要になる。監督と助言の力量が問われよう。買収防衛策を導入している企業数は、2014 年の 576 社から、2019 年には 335 社へ

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。

減少しているが、まだ多い。

・取締役会の実効性では、やはり議長と CEO の分離がテーマになろう。経営会議で議論したことを、同じレベルで、取締役会で審議するだけでは意味がない。アジェンダ（議題）の設定をどうするかという点で、取締役会議長の役割は重要である。このあり方と運営方法が重要である。

・東証の市場区分の見直しにも、CGC の視点を強く入れていくようである。東証 1 部、2 部、マザーズ、ジャスダック（スタンダード、グロース）という今の区分に対して、①プレミアム、②スタンダード、③グロースの 3 つに仕分けしていく。

・東証としては、スタートの時点で絞り込みはしない。但し、企業改革に力を入れ、価値向上を図る企業を重視する。よって、基準を引き上げて、将来へコミットさせるようにもっていく。

・つまり、一部上場企業というブランドと信用力は、そのままプレミアム市場にもっていくとしても、その質的基準を上げて、そこをクリアできないと、プレミアム市場にとどまることはできないようにするとみられる。2022 年上期での実施を目指している。

・CGC の 3 回目の見直しと市場区分の見直しは機を一にしている。解釈すれば、1) もっと企業価値を高めるように誘導する、2) そのためには取締役会がさらに機能するようにする、3) 取締役会議長と CEO を分離する、4) 社外取締役を過半にする、5) 親子上場を認めないようにする、6) 買収防衛策を抜本的に見直す、という方向性が強まることになろう。

・市場区分では、1) プライムが質的に最も高い水準をクリアし、2) スタンダードが規模は小さくても、同じように高い企業品質を確保し、3) グロースは、まさに新興企業として、企業の品質作りも発展途上ということになろう。

・制度やルールの変更は、必然的に投資家に企業価値評価の再検討を迫ってくる。ここは、絶好の投資タイミングである。SSC での ESG 評価、CGC と市場区分による企業価値の創出力に注目したい。

求められるエンゲージメントのあり方～監査の視点から

・監査法人の依頼で、社外監査役の方々に話す機会があった。筆者自身も 2 社の独立社外監本レポートは、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。

査役に就いている。投資家、アナリストの立場かたaramita時、エンゲージメントについてどのような姿勢で臨んでいるのか。いくつかのポイントについて触れてみたい。

・6つの視点から議論を進めた。第1は、アナリストの役割の変質である。アナリストといっても多様で、その存在感は人によって異なる。企業アナリストは、産業・企業を分析して、業界予想や企業の業績予想を中心に行う。30年前のアナリストの姿である。

・次の世代の証券会社のセルサイドアナリストは、業績予想をベースに株価評価を行い、目標株価を算定し、株価の割安・割高をレポートする。運用会社のバイサイドアナリストは、ポートフォリオマネージャーのサポート役で、運用スタイルに合った企業評価を行う。

・世界にはさまざまなファンドがあるが、ファンドアナリストは、そのファンドを1つの会社のように見立てて、年金用、投資信託用、プライベートファンド用に分析して推奨を行う。そして、昨今、ESGアナリストやSDGsアナリストが脚光を浴びている。セクターを超えて、ESGやSDGsの観点から企業を分析し評価していく。

・上場企業はさまざまなステークホルダーと対峙することもあるが、いかに調和を図りながら、企業価値を上げていくか。その中で、投資家はどの位置付けられるのか。

・最も大事なことは、少数株主としての立場を損なうことのないように対話をして、企業の意味決定を行っていくことである。筆者のこの基本姿勢は、投資家であろうが、アナリストであろうが、監査役であろうが、全く変わらない。

・第2は、企業価値創造に当たって、日本企業に足りないものは何か、という視点である。CEOの気合なのか、将来ビジネスモデルの構想力か、それを実現するための実行戦略か。企業価値を上げるのは、第一義的に執行担当のトップマネジメントである。社外役員はそのサポート役に留まる。

・CEOはもちろん、企業の執行担当の幹部は、わが社の企業価値創造を自らコンパクトに語れるはずである。同時に、しっかり書き下ろしてほしい。これができるそうでありながら、必ずしも十分でないと感じる。なぜ十分でないと分かるか。それは、企業価値創造の仕組みであるビジネスモデルについて、明確に語れないからである。

・今のビジネスモデルではない。次にこうしたいという将来のビジネスモデルと、それを創り上げるための戦略が投資家サイドに伝わってこないことによる。ビジネスモデルの構成

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。

要素はいろいろある。社内に足りないものもあろう。組織、人材、知財など、無形・有形資産などをどう構築していくのか。すぐに実現できないものもある。

・ないものねだりでは意味がない。挑戦し、試行錯誤が続くとしても、そのターゲットとプロセスを知りたい。CEOには、ビジョンを将来のビジネスモデルに具体化、実現させる力が求められる。CEOから、このパワーを感じたい。

・第3は、投資家サイドの課題である。パッシブ投資が広がっている。ESGやSDGsが重視されるようになってきている。インデックス投資が急拡大する中で、アクティブ投資はどうなるのか。個別企業の中身をしっかりとみるアクティブ投資が十分でないとなれば、企業価値創造を牽引する力が十分発揮されなくなってしまう。

・アクティブ投資は、インデックスに勝てない「敗者のゲーム」に成りやすい。インデックス投資に入っているだけで、それにスライドするだけでは、自社の企業価値が的確に評価されるとはいえない。最近、スマートインデックス投資が注目されている。ESGインデックスはパッシブながらアクティブな側面を確かにもっている。

・ピュア（純粋な）アクティブ投資は、インデックス台頭の中で、独自の情報を活かすことができるならば、チャンスがある。そのためには、従来とは異なるイノベーションで、コストをかけて高付加価値に挑戦していく。この動きもこれからいろいろ出てこよう。

・そうになると、プロとアマの違いはどこにあるのか。個人投資家はアマで、機関投資家はプロというのはあまりに形式的である。一方で、ESG投資なのだから、インデックスに負けても許容されるといえるのだろうか。FD（フィデューシャリーデューティ）の基本が問われよう。

・第4は、コーポレートガバナンスの改革は、パフォーマンスに結びつくのかという視点である。企業統治として認識されているが、その中身についてはCGC（コーポレートガバナンスコード）に明示されているとしても、経営者、投資家によって、さまざまに解釈されている。

・海外、M&A、新規事業の経営スタイルによって、グループ・ガバナンスをどう考えるのか。グループ・ガバナンスの弱さが守りのほころびになっている例も多い。親子上場も課題となっている。上場子会社に投資する少数株主にとっては、ガバナンスが十分働いていないという覚悟も必要である。

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。

・攻めのガバナンスというが、独立役員が企業価値向上に役立つには、それが機能できるだけの仕組みに仕上げる必要があり、その上で、独立役員の資質が問われる。これから伸びる産業として、DX やSDGs が注目されるが、企業は本気で取り組んでいるのか。それらを自社の企業価値創造に取り入れて、儲かるようにできるかを投資家はみている。

・第5は、IR（統合報告）を中長期投資に活かすという視点である。カギは将来のビジネスモデルを描き、その実現に挑戦することである。日立製作所の統合報告書は、その中身が飛躍的に改善した。経営の実態を投資家とのエンゲージメントも取り入れて、改革している。実態が良い方向にあるので、統合報告書も充実してくる。

・統合報告書は会社が用意するベーシックレポートである。これに対して、アナリストは自らの深い分析によるベーシックレポートを出してほしい。

・ここから本格的な対話が始まる。投資家、アナリストの企業評価に当たっては、統合報告書に盛り込まれたESG、SDGsの観点も含めて、企業価値創造の評価を行うことが必須となっている。その時、ESGインテグレーションによる総合評価が有効であろう。

・第6は、対話の活発化に向けてやるべきことをまとめたい。FD（フェアディスクロージャー）に委縮することなく、企業情報開示の充実を図ってほしい。オープンイノベーションへの嗅覚も問われる。内部成長、外部成長を問わず、トラックレコードが組織能力の現われである。

・深い分析レポートは、それを通して会社の意思決定と五分になれる。ここまできて、本物のエンゲージメントができよう。その時、アクティビストといっても、敵対的か友好的かによって、その後の展開は異なってくる。

・付加価値をいかに創り出すか。KDS（経営デザインシート）を活用しながら、新しいデジタルデータ経営を求めて、労働生産性、資本生産性、デジタル生産性を高めていくことを期待したい。

・社外監査役には、以上のような視点を確認して頂きながら、もっと外に出てほしい。自らの目でよく見てまわり、二人称としての対話を共同注視してほしい。そこには、もう一人の客観的な自分が必要である。

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。

投資家にとってのナッジとグリットとは～行動科学の活用

・かつて大学院で行動科学を専攻した。今でいう行動経済学、行動ファイナンスである。当時、期待効用理論に基づく“平均値は高く、バラツキ（分散）は低い方がよい”という原理で、ヒトは必ずしも行動していないということを実験し、ポートフォリオ構築の新しいモデルを考えてみた。

・ヒトは合理性を求めているが、常に合理的に行動するわけではない。情報は完全でなく、認知能力にも限界があり、努力にも限りがあるので、合理性もその範囲に限定される。この限定合理性の中で、一定の満足度を求めるというサイモン流の考えには今でも共感する。

・トヴェルスキーとカーネマンの論文を読みながら、佐伯胖先生のもとで、同僚が実験をして、私はマルコヴィッツのポートフォリオの最適化を別のモデルで解いてみた。当然、最適ポートフォリオが違ってくる。

・その後、1980年代から行動経済学が大きく発展し、2010年には日本でも行動経済学会がスタートした。その10周年を記念して「行動経済学の現在と未来」が出版された。それを読んで、今後の投資の世界で役立つこと、IRの参考になることをいくつか取り上げてみたい。

・セイラーのナッジ（気づき、誘導）は、よく知られている。ヒトの行動には現状維持バイアスがある。合理的な決定と現状の決定との乖離であるバイアス（偏り）がある時、選択肢のうち、現状の延長線にとらわれがちである。この時、何らかのデフォルト（参考となる初期設定）をおくことで、望ましい決定や行動に導こうというものがナッジである。

・市場は必ずしも効率的ではなく、投資家はいつも合理的とは限らない。常に何らかのバイアスにとらわれ、悩まされている。それは、ファクトとしての情報のギャップだけでなく、心理的なバイアスも含んでいる。

・疑り深いのは望ましいことかもしれないが、思い込みや早飲み込みでは不利になる。常にギャップ、バイアスについて、認識を共有していく作業が必要である。

・ナッジ（誘導）は、さまざまな場面でありうる。ヒトが合理的に行動するには何らかの判断基準が必要であるが、先が読めない場合や今の指標を見落としてしまう場合もある。その時、デフォルト（初期値）をどこに設定するか。判断基準の参考値を出しておくことはそれ

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。

なりに意味がある。

・しかし、これには注意も要する。善意をもって参考となる指標を出すことで、適切な導きに資することができる一方で、特定の意図をもって、別の判断に誘導することもできる。ヒトの特性の分析し、その活用を考える場合、悪用することもできる。

・生活習慣病への対応、健康維持のエクササイズ、健康食品の選択、エネルギーの節約、金融商品への投資、自然環境や安全の確保など、さまざまな場面が想定される。ヒトは面倒くさがりで、怠けものでもある。最初はナッジを新鮮に受け止めても、そのうち慣れて効かなくなってしまうことも多い。

・行動を変えることがどれだけの価値を持つのか。認知バイアスに絶えず訴えていく必要がある。スイッチングコストを手間と思うので、ここにどう訴求していくか。大事なことは、金銭的なインセンティブとは別に、ナッジをどう認識し受け止めていくかである。

・リスクをいかに回避するか。これもヒトによってかなり違う。リスクをとらなければ、リターンはない。リスクを避けるほど、現状のままになってしまう。しかし、それが本当にリスク回避になるのか。

・正確な情報があればあるほど、合理的な選択や行動がとれるのか。そうとも限らない。リスク回避的なヒトほど、特定のがん検診を受けにくいというデータがある。受診しない方が、そのヒトの効用が高くなるからである。

・将来の健康は大事であるが、現在の手間や負担の方を優先してしまうことも多い。これは、時間選考において、リスク回避的なヒトの方が、時間割引率が高いといえる。将来の効用を高い割引率で現在価値に割り戻すと、その効用が小さくなってしまう。そのヒトにとっては、今の方が大事で、それは合理的なことになってしまう。

・本来望ましいことをすぐに実行せずに、先延ばしにしてしまうヒトも、こうした傾向が強い。では、どうするか。デフォルト（初期設定）を変更する工夫がナッジとして必要である。

・時間割引率が大きいヒトは、将来の健康の利得や長期投資の利益を過小評価して、現時点の費用や目先の利益を優先してしまう傾向が強い。何らかの形で、将来の利得の方が大きいということを認識してもらうようなサポートが必要であろう。つまり、将来の利益を大きくみせて理解を深めることが大切である。

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。

・行動を望ましい方向に変えるには、1) 目標設定がモチベーションを高めるようにすること、2) 理想と現実のギャップを埋めるようなプロセスを持ち込む工夫をすること、3) 利得と損失のメカニズムをはっきりさせること、などが必要であろう。

・ヒトの情報処理と意思決定には二面性がある。1 つは、直観的で、自動的で、効率的で、努力を要しないものである。もう 1 つは、熟慮して、意識して、分析して、努力を要するものである。

・前者は、高速で、後者は低速である。マーケティングサイドとしては、どこを狙うのか。投資家であれば、どんな投資態度をとるのか。ここもよく見極めたい。

・現代ポートフォリオ理論 (MPT) は、正規分布を暗黙の前提として、確率分布が分かっているリスク下の意思決定として、平均値は高い方がよく、分散は小さい方がよいというモデルを基本とする。

・しかし、ヒトは宝くじように当たることが極めて低いことを過大に評価し、比較的好く起こることを過小に評価する傾向がある。確率を歪めて認識しているともいえる。期待効用を非線型に捉え、確率分布を重み付けでみる必要がある。トヴェルスキー・カーネマンのプロスペクト理論は、これを実証的に表現したものである。

・1) ヒトは皆エコノミックパースンで、違いは状況や環境によって生まれると考えるのか (MPT 型)、2) ヒトは期待効用を最大化したいとしても、その効用のとらえ方が、エコノミックパースンとは別にみているのか (プロスペクト型)、3) そもそもヒトの効用の感じ方は一人ひとり違うとみるのか (新しい型) によって、モデルが違ってくる。

・CAPM (資本資産価格評価モデル) では、過去のデータから平均リターンと β の関係が線形であるかをまず確認する。これを前提として CAPM が使われているが、これでは現実を十分説明できないことが分かっている。

・この点を AI はどう扱うのか。従来の規範モデル (期待効用に基づく CAPM) や、限定合配型モデルに頼る必要はなく、 $y=f(x)$ の f をニューラルネットワークとして捉え、既存の統計的手法に拘らない。機械学習として、多変量の x を例えば正則化最小二乗法 (LASSO) で選択し、予測可能性を高めようとする。

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

・一方、行動経済学は、グリット (Grit: やり抜く力) に着目する。長期的な目標達成に向けてのやり抜く力である。このグリットは、持って生まれた才能や知能ではなく、後天的に獲得した能力である。やり抜く情熱や粘り強さは伸ばすことができる。目の前の困難や誘惑に負けることなく、抗う能力はいかに養うのか。

・これを身に付けたヒトは強い。それを育てる組織も強い。いかにしてグリットを手に入れるのか。言葉でいえば平易である。①興味を持たせ、②訓練し、③自分のためではない利他的な目標をかかげ、④希望を持ち続ける、ことである。

・言うは易く行うは難し。まさに、その仕組みが問われる。自分のためだけでは、努力は続かないので、世のためヒトのためという大志が必要である。また、努力は報われるという希望がなければ、エネルギーは続かない。この組織能力に注目したい。

・組織の在り方も問われる。市場メカニズムの他に、公共メカニズムがあり、近年は共同体メカニズムが一段と重要になっている。個人、企業、NPO、公共機関、政府などと、どのように付き合い機能させていくのか。

・自らの効用極大化でよいのか。利他の効用はどのように織り込んでいくのか。功利主義、社会的厚生、道徳的義務や徳としての倫理とは、どのように折り合っていくのか。

・個人の効用だけでなく、社会や共同体への貢献による充実感も善く生きることにつながる。その根幹となる徳には、勇気、正義、人間性、節制、智慧、超越の6つが普遍的である見方も有力である。

・新しい価値創造の仕組みとして、どの組織においても、1) ヒューマンキャピタル 2) ソーシャルキャピタル、3) スピリチュアルキャピタルを再考してみる必要がある。企業のCSRをもう一度つき詰めてほしい。投資家としては、自らの投資行動を見直すとき、行動経済学のアプローチを大いに参考にしたい。