

## ベル投資環境レポート

# 企業のIRが投資家に訴えるもの ～投資家は何を見ているか～

2012年3月15日

鈴木 行生

### はじめに

・「投資家の求める企業価値創造～知りたいことを伝えるIR活動をどのように実践するか」というテーマで、事業会社のIRに関連した方々に話をする機会があった。上場企業によるIR（インベスターズ・リレーション）活動がさまざまな場面で熱心に行われている。多くの会社は善意をもって、一所懸命「わが社」の説明をする。会社側は、自分達の伝えたいことに力をいれるが、投資家は自分の知りたいことを伝えてほしいのである。ここに、情報のミスマッチがおき、ギャップが生じる。投資家は何を知りたいのか。投資家は何に投資するのか。さまざまなタイプの投資家がいるが、企業価値創造を本気で応援する投資家について、一緒に考えていきたい。

### 個人投資家と機関投資家は何が違うか

～1つの視点～

**Belletk**

<p><b>◆個人投資家はどこが違うか</b></p> <ul style="list-style-type: none"><li>* 多様な投資家の中に分かってくれる人がいる</li><li>* 思いを実績で訴えていく</li></ul> <ol style="list-style-type: none"><li>①印象を大事にする</li><li>②新しい動きを重視する</li><li>③経営者の思いに共感する</li></ol> <ul style="list-style-type: none"><li>* ビジネスモデルをいかに理解してもらうか</li><li>* 長持ちする企業情報が重要である</li><li>* ビジネスコンセプトを語る</li></ul>	<p><b>◆機関投資家はどこが違うか</b></p> <ul style="list-style-type: none"><li>* プロとしての土俵で勝負をしている</li><li>* 分かったイノベーションを対象に訴えていく</li></ul> <ol style="list-style-type: none"><li>①数字を大事にする</li><li>②短期的な動きを重視する</li><li>③中期計画を重視する</li></ol> <ul style="list-style-type: none"><li>* 経営戦略がいかに実行されているか</li><li>* 現場の生情報が重要である</li><li>* 足元の状況をビジョンをベースに語る</li></ul>
--	---

Belle Investment Research of Japan Inc.  
All rights reserved

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

## 目 次

はじめに	10. フライングゲット
1. IR 担当者は会社の顔	11. IFRS の影響を知っておく
2. 企業と企業家を知ってもらう	12. 韓国のフルアドプション
3. 企業の経営力をみせる	13. 中国のコンバージェンス
4. 質が違えば飽和はない	14. 8%成長からの転換
5. 社長の時間をどこに使うか	15. 中国はゲームのルール作りに参加 したい
6. あっという間に真似されないように！	16. サステナビリティと向き合う
7. リチウムイオン電池の第二波	17. 新しいIR
8. コンセプト・クリエーション	18. 上場企業が克服すべきハードル
9. 成長企業はいつ配当を支払うのか	

### 1. IR 担当者は会社の顔

・「投資家の求める企業価値創造 ～ 知りたいことを伝える IR 活動をどのように実践するか」というテーマで、事業会社の IR に関連した方々に話をする機会があった。上場企業による IR (インベスターズ・リレーション) 活動がさまざまな場面で熱心に行われている。多くの会社は善意をもって、一所懸命「わが社」の説明をする。会社側は、自分達の伝えたいことに力をいれるが、投資家は自分の知りたいことを伝えてほしいのである。ここに、情報のミスマッチがおき、ギャップが生じる。投資家は何を知りたいのか。投資家は何に投資するのか。さまざまなタイプの投資家がいるが、企業価値創造を本気で応援する投資家について、一緒に考えていきたい。

・ホットランド (築地銀だこ・たこ焼き) はまだ上場していないが、少し前に聞いた佐瀬守男社長の話は面白かった。①創業期の苦しかったエピソードとして、25歳の時、焼きそば屋としてスタートしたが、客が来ないので、チラシ配りを兼ねて新聞配達をした。②事業を拡大する局面では、銀座に事務所を置いて、いつの間にか客を見ていないことに気づき、強い思いで、本社を被災した石巻に移すことにした。③今強調していることは、石巻の何もないところから社員の現場力を鍛えていく、ここでは社員が自ら動かないと何も始まらない。④海外展開については、韓国に5年前に出た。当初はとにかく売れたが、すぐにまねされて負けた。参入障壁をいかに作るか、であるという。⑤10年後どんな会社になりたいのかという点では、日本発のもので、世界のマック (マクドナルド) のようになりたい。そして、若い人に対して、佐瀬社長は「起業して苦労ばかり、でも、いい仲間といい

仕事をして、いい酒を飲みたいではないか」という。佐瀬社長は石巻への本社移転から、次の新しいことを起こそうとしている。

・機関投資家は、こうした企業の創業期の苦労、発展期の課題克服策、現在の重点戦略、10年後の会社の姿を知りたいと考えている。大震災からの復興、ユーロ金融危機の局面をどのように乗り切って、事業の成果を追求するのか。今回の危機を契機に企業の行動は変化しているのか、リスクを管理しながらチャンスを生かすために、どのような手を打っているかを知りたい。企業と投資家をつなぐ役割を果たしている証券市場にはまだ不十分なところもあるが、機関投資家の視点から儲かる会社、割安な会社を見抜こうとしている。

・投資家が企業をみる目を養うには、何事もそのつもりで見て、聴いて、考えて、最後は感じることである。大事なことは、起業家、経営者の気持ちを知ること、そして、自分なりに納得することである。投資の視点でたえず会社を評価していく。株を買ったらすぐに必ず儲かるか、ということだけに捉われるのではなくではなく、その会社をたて、よこ、ななめから、よく分析してみる。あるいは、身近になるように工場へ、店舗へ、研究所へ、海外拠点へ出かけてみる。そこで、今までよくわからなかったこと、当然と思っていたことが、違って見えてくるようになれば大きな前進である。なるほど分かったという気分になったとしても、それは他の機関投資家にとっては既に常識かもしれない。それでは遅いと思われるかもしれないが、自分が納得して初めて、自信が湧いてくる。自信がついたからといって、うまくいくとは限らないが、バリエーションが面白くなりそうである。

・IR担当者としては、いかにトップマネジメントの思いを投資家に伝えるか。経営者のメッセージ、熱意、リーダーシップや組織能力を知ってもらうことである。中身を伝えるという点では、会社の位置付け、株主価値の創造、株主還元のあり方についてアピールする。投資家が知りたいことを伝えるという点では、経営戦略（攻め、守り、新規、M&A）、数値目標、歴史的教訓、重要な意思決定の物語が必須である。材料を伝えるという点では、コーポレートガバナンス（企業統治）、リスク管理、CSR（企業の社会的責任）が一段と問われる。機関投資家やアナリストの分析の枠組みを知って、分析のプロセスをサポートすることが必要になる。

・さらに、自社に足りないものを認識し、新たに創ることも求められる。会社に欠けているもの、経営に入れ込むものをマーケットから学んで、トップマネジメントへフィードバックしていくことが重要な役割となる。伝え方としては、分かり易さが必要で、ビジュアルな表、グラフ、イラストなどを使い、Q&Aによって、理解を深めてもらう。最も大切な姿勢は、逃げずに、本音でシンプルに話すことである。それには入念な準備と場数が必要であろう。IR担当者は、まさに会社の顔である。

## 2. 企業と企業家を知ってもらう

・機関投資家は会社の何を知りたいのか。一言でいえば、経営者が重要な局面でどのような意思決定をしたのか、それがビジネスの発展にどう結びついていくのかについて、何らかの臨場感を共有したいのである。

・2つの例で考えてみよう。1つ目として、カラオケ（まねきねこ本舗）とフィットネス（カーブス）を展開するコシダカホールディングス（コード2157）の腰高博社長は、①創業期に家業のラーメン屋が債務超過となって苦しくなり、何とかしなければならぬと考え、30歳の時に新規事業として、カラオケボックスを起業した。②事業を拡大する局面では、カラオケの居抜き出店で事業効率のコツをつかみ、これだと思った。

・③今強調していることは、慢心するな、安逸に流れるな、会社の経営がよい時期に入ってくる社員には、創業の精神をしっかりと伝えようとしている。④アジア展開では、韓国に出てみてインフレを実感し、経営の仕組み作りにはかなり違う前提が必要であると、チャレンジしている。⑤10年後には、日本ではアクティブシニアを、アジアでは若者をターゲットに事業を展開しようとしている。腰高社長は母校の東北大学とも連携し、次の新しいことを起こそうとしている。そして、若い人に対しては「世のため人のためになりたいなら起業せよ、起業するなら早い方がよい」と説いている。

・2つ目として、アイウェア（メガネ）のジェイアイエヌ（コード3046）の田中仁社長は、①創業期の24歳の時、とにかく資金繰りが厳しくて、銀行に行くと連帯保証人が必要と言われた。②事業を拡大する局面では、一時期うまくいったが、それはラッキーともいえるもので、その後苦境に陥った。3年前に志をもとにビジョンを作り直して、新たな気持ちでもう1度創業するという覚悟をした。

・③今強調していることは、日本発の世界ブランド、世界モデルを作り、日本テイストのおもてなしの心でアイウェア（メガネ）の新しい市場と業態を作っていくことである。④海外展開では、アジア企業はアグレッシブ、日本企業は元気がない中で、競争の場に自らをおいて本気度を示す。⑤10年後に向け、会社をグローバル化するには海外の人材が不可欠であり、そのためのマネジメント力を身に付けていく。田中社長はファーストリテイリングの柳井社長に会い、その問いかけに一大発奮した。そして、若い人には「起業＝リスクではない、自分で決められる良さがある、大企業では上司に決められているのではないか」と示唆する。

・2つの例で言えることは、1) 創業期、発展期に経営者はどんな意思決定をして乗り切ってきたのか、2) 現在の課題への対応、アジア展開への考え方、将来の会社のあり方、に対

してどんなビジョンと戦略を立てているか、3) それをどのように決めたのか、という点である。実例と実行戦略、意思決定のプロセスを知りたいのである。それによって、分かったという感触を得たいと思っている。その琴線に触れてこないと、いくら詳しい解説を聞いても、機関投資家には納得してもらえない。

・アナリストの役割は、その機関投資家の代理として企業を分析することである。では、アナリストは本当に企業価値を見抜けるか。簡単ではないが、そのことに最も力を入れている。そして、機関投資家に有効な投資情報・パフォーマンス（成果）を提供しようとしている。

・優秀なアナリストは情報の非対称性を突破して、1つの判断材料、基準を示すことができる。経営者の怠慢を批判し、企業の虚偽を見抜くことができる。経営者（情報優位者）から投資判断に有用なシグナル（信号）を引き出すことができる。そして、アナリスト自身がマーケットにおいて情報優位者になり、シグナルを出すこともできる。なぜならば、同業他社をよく知っており、機関投資家と株式マーケットをよく知っているからである。

### 3. 企業の経営力をみせる

・家電量販店は今後どう勝ち残っていくか。太陽光発電の販売に出ていく、電気自動車を売る、中国に本格出店するなど、さまざまな手立てがありうる。ただ、これからは消費者が単にモノを買う時代ではなくなりそうである。家電量販店もモノを売るだけでは成り立たなくなるかもしれない。顧客は商品やサービスの機能を求めているのであって、その機能に価値を見出してお金を払ってくれる。

・つまり機能を提供して、その機能の利用に見合っただけで料金を得るのである。実際、モノを売るのではなく、何らかのエコシステムという機能を提供し、その使った分に見合う使用料をいただくという課金システムが成り立つかもしれない。あるいは、サービスに見合った料金を継続的に一定期間もらうという形もありうる。パソコン・クリニックのPCデポ（ピーシーデポコーポレーション）では、物販よりもそうしたサービス収入の粗利の方が多くなっている。

・1995年の家電量販店のトップはベスト電器、2位が上新電機、3位がコジマであった。それが2000年には1位がコジマ、2位がヤマダ電機、3位はヨドバシカメラとなった。そして2010年には1位がヤマダ電機、2位がエディオン、3位がケーズデンキと大きく入れ替わった。経営戦略の巧拙が影響した。ケーズホールディングスの加藤会長(CEO)は、結果を

優先させるのではなく、会社が健康になるような施策に重点のおくべしという。それを、「がんばらない経営」と名付けている（日経ビジネス、2012.2.13）

・家電量販店のPBR（株価純資産倍率）が1を下回っているとすれば、今のマーケット環境にあって割安になっているという見方ができる一方で、将来の成長機会が現状の延長では乏しいのではないかという懸念がある。それに対して、「商品売るのではなく、機能売っていく」、「サービスを継続的に提供していく」というビジネスモデルの革新に挑戦していけば、全く新しい仕組みになる。

・伊丹教授（東京理科大学大学院イノベーション研究科）は、経営戦略とは長期的な基本設計図であり、イノベーションを起こすには主張を持って、未知のニーズを掘り当てることであるという。経営者の決断は常に作用と反作用を生むが、それに挑戦しなければ新しい道は拓けない。現状の延長線上ではなく、ビジネスモデルの革新をいかに起こそうとしているか。これが経営者の経営力を見るポイントであろう。

・通信や電力のような業界には、使っただけ支払うという課金システムはある。ケータイ、スマホはその典型である。スマホ時代に新しいeビジネスを展開し、従来の家電量販店という枠にとどまらないビジネスモデル（企業価値創造の仕組み）を構築できるかどうか注目したい。

・このように、自社の経営力を語っていくことは重要である。投資家はそれを受け止めながら、同時にリスクも見ている。機関投資家はたえずリスクを管理できるようにしたいと考え、実践している。平時と有事を分けて考え、リスクと不確実性を分けて、ものごとをみる。今が平時か有事かを判断するのは嗅覚である。有事には、平時の判断や方法が通用しないので、マックスミニの原理で最悪の事態に備えようとする。一方、平時には分散投資で、リスクを軽減することができる。勝負する時は自信を持って行動する。そして、外れたと思ったら、すぐに引く。よくわからない時はアンテナ程度にする。チャンスは1年に数回、数年に1回である。普段から判断の訓練をしていないと、肝心な時に動けない。そういう投資家に、企業の経営力をみせるIRの工夫がぜひとも必要であろう。

#### 4. 質が違えば飽和はない

・セブン&アイ・ホールディングスの鈴木敏文会長の話は昨年秋に聴いた。セブン-イレブン・ジャパンの業務改革（業革）の話は有名であり、その業革はずっと続いている。小売業はもう飽和ではないか、という常識的な問いに対して、鈴木会長の視点はかつてと同じように異彩を放っている。

---

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。

・当社の業革は30年続いている。初期の頃から、売上げが伸びない。利益が伸びないという現象に対して、①売れ筋、死に筋を見極めるための単品管理を導入し、②死に筋の排除、つまり不良在庫の削減に力を入れた。これには、全社、全員で対応した。全幹部、全社員が参加しないと、改善はしても、改革はできない、という決意である。

・イトーヨーカ堂とセブンイレブンの業革は違っていた。当時、コンビニのセブンイレブンは新しい仕組みなので、見本がない。自ら作っていく必要があった。一方、イトーヨーカ堂は、過去の習慣がなかなかとれない。よって、業革の成果が上がらない、という状況が発生した。どうしても過去のやり方に捉われてしまうのである。いかに過去を断ち切るかが鍵である、と鈴木会長は強調する。

・セブン銀行の立ち上げの時は、流通企業が銀行を始めるのは無理だといわれた。セブンイレブンで、いろいろやってみてわかった。顧客が困っていることを、便利に手伝ってさしあげるといふ発想である。電気料金の収納を始めたら、次々にいろんな収納をやってくれといわれた。銀行の代わりに便利になることもできると考えた。

・近くのコンビニに行けば、普段着で24時間いつでも銀行のATMが使えるようにした。1台800万円もするATMを交渉の末200万円に入れられるようにして、店の中へ置いた。現在は570の金融機関がこのATMに入っており、全国に1.6万台置いてある。結果は上出来であった。自分たちで考えたことを自分の信念でやる。これが大事である。

・改革には3つの条件がある。第1は、もの真似をしないこと。学んでもよいが真似をしてはならない。第2は、過去にとらわれないこと。過去にとらわれると、改革が進まない。第3は、新しいことに挑戦すること。真似をするより挑戦する方が楽であると知ってほしい、という。

・さらに、鈴木会長は、「顧客のために」という表現を禁止している。“~のために”という発想は、実はじぶんの立場からものを見てると厳しく戒めている。よって、「顧客の立場で」を基本としている。例えば、ナショナルブランドに対して、PB(プライベート・ブランド)商品を作るとする。そうすると安く作ろうとする。それではダメだ、と鈴木会長は言う。今はものが豊富な時代である。安いものより上質なものが求められている。グループには、百貨店もコンビニもスーパーもある。安いというコンセプトでは自分の立場を主張しているだけで、本当の顧客に立場に立っていない。

・そこで“上質なモノを作れ”という方針にした。セブンプレミアムは1500アイテムになり、食品中心に使われており、在庫ロスも出ていない。この成功は、過去の固定観念に捉われないことが重要である、ということをお話している。

- ・国内でコンビニはもう飽和したという声をよく聞く。これは正しくないと鈴木会長は指摘する。飽和とは同じものが揃って溢れることである。質が違えば飽和ではない。差別化して、リードしていれば、飽和することはないと考えている。
- ・流通を見ると、コンビニは近くて便利である。人口が減っても世帯数は増えていく。高齢化とともに女性客が増えていく。やりようはいくらでもある。ネットとリアルの融合も始まった。ネットスーパーは5年前から本格化している。全店舗の8割で実施しているが、3年前から黒字化してきた。店舗がなくても配達してくれる、商品を玄人が選んでくれる、というのは確かに便利である。
- ・日本発で世界標準を目指そうとするセブン&アイ・ホールディングスの次の打つ手に注目したい。

## 5. 社長の時間をどこに使うか

- ・サイバーエージェント（コード4751）の藤田晋社長の話を個人投資家向け説明会で聞いた。藤田社長は、今まで力を入れていたIRへの登場を控え、社内の人材採用面接への参加も控え、会食、海外出張も減らして、社長の仕事のバランスを意図的に崩し、一点に集中しているという。
- ・では、何に時間を使っているのか。それは、“スマホのサービス開発”で、今ここで頑張らないと後悔するからであると強調していた。今年春から夏にかけて、スマホ(スマートフォン)向けにいろいろなサービスを出して勝負する意気込みである。
- ・1998年に会社を設立し、この時26歳、丸2年で上場した。当時はネットバブルの時代であったが、ここで225億円のファイナンスができたことが発展の基となった。PCのインターネット広告で基盤を作り、アメーバ(Ameba)のメディア事業を2004年からスタートさせた。
- ・アメーバは5年間赤字を続け、累計60億円の損失を出した。それが2010年から黒字化し、10年~11年の2年間で64億円の営業利益を出して、過去の損失を帳消しにした。2012年9月期については、売上高1300億円、営業利益170億円を計画しているが、このうちアメーバの利益が100億円を占める予定である。
- ・インターネット広告も、FXも一つの繋ぎであって、ようやく、元々やりたいたいと思っていたメディア事業が本格的に立ち上がってきた。収穫逦増のビジネスモデル(コストが増えずに、売上の増えた分がそのまま利益に積み上がっていく仕組み)で、現在の売上高営業利益率13%を、1~2年で30%に近づけていくことができると藤田社長はみている。

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。



・その事業転換に向け、スマホ関連のネットビジネスで100の事業を立ち上げると宣言する。昨年12月までに30ほど作ったが、このために全ての時間を使い、人材の投入を図っている。全ての事業が成功するわけではないが、1つの事業が上手くいかなくてもリスクは小さいので心配はない。

・かつて、PCからケータイにシフトする中で、サイバーエージェントはやや出遅れた。それを教訓にスマホ対応では、すべてを一気にやり直している。人材については、これまで新卒採用100人中20人が技術系であったが、今年は200人中100人がエンジニアである。その先は60~70%をエンジニアとする方針である。

・中途採用にも力を入れているが、自社の社内文化を大事にしているので、内部成長を重視して、大型のM&Aはしない方針である。事業も人材も自社で育てるというサイバーエージェントのスマホシフトに注目したい。

## 6. あっという間に真似されないように！

・昨年12月に東証マザーズに上場したリブセンス（コード6054）の村上太一社長の話を個人投資家説明会で聞いた。

・リブセンスは、インターネットの求人広告会社で、2006年の設立、5年余りで上場した。村上社長は、大学1年、19歳の時に仲間4人で創業し、25歳の時に上場した。新規上場企業の最年少社長として新記録となった。

・村上氏は、子供の頃から人に喜ばれるのが嬉しい、人に影響を与えるのが好きだったので、小学生の頃に、将来は社長になると決めた。両祖父が経営者であったことも影響したという。会社を起こすことを考えていたので、高校の時に商業簿記の2級を取り、システム・アドミニストレーションの資格をとった。会計の仕組みとITシステムの仕組みをしっかり勉強していたのである。

・高校生の頃にアルバイトを探していて、パソコン（PC）で見ても自分の家のそばで働けるようなアルバイトはネットに載っていない。しかし、自転車で近くを走ってみると、アルバイトの求人の張り紙を出している店はいろいろあった。

・「ビジネスの基本は問題解決にある」ので、アルバイト探しの不便を解消する必要があると実感していた。早大の1年生、18歳の時に、大学のビジネスプランコンテストで、このネタでいきなり優勝し、1年間起業のためにビジネスインキュベーションの部屋が借りられることになった。インターンシップとして外部の企業に働きに行き、名刺の渡し方か

ら、仕事の仕方まで学んだ。こうした準備を経て、何と19歳で起業したのである。

・やっている仕事は、成功報酬型のインターネットメディアである。求人情報をネットのサイトに載せるが、それまで他の企業がやっていたような掲載料はとらない。その企業が求人成功し、採用が出来たら、そこで初めて料金をもらうという仕組みにした。その料金の中から、求人が決まった人にもお祝い金（報奨金）を払う。このお祝い金を出すという仕組みを入れたことで、その求人が成立したかどうかは必ず分かるので、会社に成功報酬を請求することが出来る。

・このアイデアは面白い。しかし、ここからが本領発揮である。このタネだけでは、すぐに真似されそうである。実際、2008年から上手く行き出したが、あっという間に同じようなサービスを提供しようという会社が続々と出てきた。同業他社が100社を超えてきたという。しかし、この分野で当社は圧倒的な力を見せている。

・当社を立ち上げる時から、ITシステムが鍵を握ると分かっていたので、①ウェブマーケティング技術（検索技術）や、②サービス開発力、を内製化してきた。ここで独自性を確保した。したがって、当社に追随するのは簡単ではない。アイデアだけではなく、ビジネスモデルの差別化をきちんと実現するところまで考えて実行している点がすごいところである。

・今2012年12月期の目標は、売上高18億円、営業利益7億円、売上高営業利益率40%である。当社のサイトを使いたいという申し込みは、上場後さらに勢いを増している。求人だけでなく不動産、中古車にも領域を広げている。“文化となるWebサービスを、作る。”というテーマで、国内において圧倒的No.1を目指すリブセンスの事業展開に注目したい。

## 7. リチウムイオン電池の第二波

・旭化成のフェロー、吉野彰氏の講演で、リチウムイオン電池の開発経緯と将来展望について、話を聞いた。リチウムイオン電池は1994年に市場として立ち上がった。小型、軽量なので、民生用機器に幅広く使われていった。

・リチウムイオン電池は、炭素をマイナス極に、リチウムイオン含有金属酸化物を陽極にして、放電と充電を繰り返すものである。高い充放電効率と低い自己放電率が特徴である。ほぼ100%の変換効率と、1カ月おいても自己放電が7~8%と低い。

・1次電池としてのリチウムは既に開発されていたが、2次電池化がなかなか進まず、業界での開発は悉く失敗していた。旭化成では、1981年からR&Dがスタートし、10数年を要し

---

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

てようやく商品化に至った。

・R&Dには3つの壁があるといわれる。魔の川、死の谷、ダーウィンの海である。基礎研究の魔の川とは、流れの早い変化の中で、どれを研究対象として選ぶかである。開発研究における死の谷とは、製品化に向けて、人材や資金が枯渇しないように、死の谷をどう渡るかである。事業研究（応用研究）のダーウィンの海とは、生存競争においていかに自らの存在を確保していくか、即ち、いかに面白い使い方を創るかが問われる。

・旭化成では、電気を通すプラスチックとして、ポリアセチレンの研究をしていた。この領域は、白川教授がノーベル化学賞を受賞した分野で、材料としての研究を手掛けていた。ポリアセチレンの材料は、イオンと電子が同じ方向に動くので、2次電池の材料、新しい電極材料になりうると考え、1983年にリチウム電池の原型ができた。

・基礎研究を続け、1.5Vから4Vへアップさせることができた。この段階で何か致命的な欠陥がないかどうかを実証する必要があった。そこで、次のテーマが安全性の問題であった。旭化成は延岡工場に火薬工場をもっている。筆者もかつて、このユニークな工場を見学したことがあった。ここで、1986年に実験をして、リチウム電池は火を噴かないことを確認した。それから、いくつかの個別の問題を克服して、91～92年に商品が発表された。しかし、最初は売れなかった。

・95年はWindowsが出た年であり、1月17日には阪神淡路大震災があった。この頃からケータイの普及が始まり、ノート型パソコンが本格化していく。リチウムイオン電池（LIB）は、ここから急速に市場を拡大した。電池メーカーとしては、日本のサンヨー、パナソニック、韓国のサムソン、LG、中国のBYDが大手として育った。

・エネルギー密度でみると、92年の200w/1が09年には600w/1へ高まった。エネルギー密度が3倍になるということは、コストが3分の1になることを意味する。小型、軽量になると同時に、コストダウンが図れるわけだ。wh当りのコストでいうと、鉛電池の5円に対して、リチウムは当初600円であったが、95年で300円、2000年で100円、そして2011年には22.5円程度まで下がってきた。

・22.5円/whになったことで、電気自動車が現実味を帯びてきた。そこで、95年当時と同じように、リチウム電池の開発競争に第二波がきている。特許の出願をみると、第一波は95～02年であった。この後市場が立ち上がって、LIBメーカーの勢力争いが本格化した。第二波を特許の申請でみると06～10年で大きく増えている。ということはここから7～8年で電気自動車専用のLIBで勢力争いが本格化する。

・民生用では、22.5円/whまで下がったが、中大型のLIBでは、09年で100円、10年80円、11年60円という動きであった。家庭での電気の使用量は1日平均10kwhなので、22.5円/whとすると、225万円の家庭用蓄電池システムがあると、電気が賄えることになる。自動車は15~20kwhが必要なので、100円なら150~200万円がLIBのコストとなり、60円なら90~120万円、家庭用並みの22.5円に下がるとLIBのコストは34~45万円となり、一気に普及が広がる。

・現状の電気自動車は1回の充電で100~150kmほど走行できる。これが500kmは欲しいとなると、エネルギー密度を今の3~5倍にして単価を下げる必要がある。ここが、現在の最大の課題であり、イノベーションの要である。5倍にするには、材料を変える必要があり、あるいは方式を変える必要が出てくる。

・材料の変更では空気電池、方式の変換ではワイヤレス給電技術が注目される。ワイヤレス給電は無線で電気を送るという仕組みである。電磁誘導型、電場磁場共鳴型、電波受信型の3つの方式がありうる。JR東海のリニアモーターカーでも、ディーゼル発電機を積むのではなく、ワイヤレス型を実用化しようとしている。これを高速道路に設置できれば、走りながら充電できることにもなる。

・何とも大きなビジネスチャンスが広がりそうである。リチウムイオン電池の開発者である吉野フェローは、「95年のITの教訓を思い出して、学べ」と鼓舞していた。次の時代もおもしろそうである。

## 8. コンセプト・クリエーション

・ダブル・スコープ(コード6619)は、リチウムイオン2次電池の分離膜(セパレーター)を手掛ける。その個人投資家説明会に参加した。昨年12月の上場後、初の個人投資家説明会であったが、個人投資家に何を知ってもらいたいのか、という点で、社長の崔元根(チョイ ウォンゴン)氏が示唆に富む話をした。

・崔社長は韓国人で、サムソンで働いていた。サムソンにいる時、かつてカシオで働いていた人が顧問で来ていたので、彼に日本語を習った。なるほど、サムソンはいろいろな技術者を日本から招いているが、ついでに日本語も学んでしまったらしい。

・ビジネスは常にシンプルであるべし。コスト、品質などをしっかりみればよい、という。この説明会の参加者の3分の2くらいが、崔社長より年上である。日本の成長期に現役で働いていた人の前で、話ができるのがうれしい。自分の気持ちがわかってくれそうであるからだと述べた。

- ・そこで、彼は自らのビジネス・コンセプトについて説明した。リチウムイオン電池のマーケットはこれから大きく伸びる。そのためにはコストを今の半分以上にする必要がある。コストの大半は部材で決まるので、部材の1つであるセパレータのコストをいかに下げるかが、当社にとっては勝負となる。
- ・当社は低コストを実現する技術を有している。そのためには設備投資が必要で、その資金調達を韓国ではできないので、日本の神奈川サイエンスパークに本社を設立した。工場は全て韓国にある。
- ・生産ラインの3号機は4月から稼働するが、投資額は22億円を要した。その後、4~5号機に55億円を投じる予定である。つまり、セパレータ作りは装置産業である。
- ・韓国で起業したくても、リチウムイオン電池用セパレータについて、当社が成功すると理解してくれる投資家はいなかった。しかし、日本にはいた。そこで、日本に本社を作った。工場は全て韓国にある。その方がメリットは大きいからである。投資優遇で、工場の家賃は50年間タダである。韓国の法人税は22%だが、5年間は無税である。2013年まで無税、2015年でも11%で済む。
- ・日本で上場した理由は2つある。1つは、恩義である。会社を起こす時に、日本のベンチャーキャピタルはお金を出してくれた。もう1つは日本市場の開拓である。日本では信用が第一で、ここでシェアを上げるには日本で上場するのがよいと考えた。
- ・2012年12月期の業績は売上高56億円、営業利益21億円、売上高営業利益率37.0%を見込んでいる。税金はほとんどない。
- ・崔社長は、日本経済が今の閉塞状態を突破するには、やはりモノづくりを大事にすることであると強調する。日本、韓国、中国はモノづくりが得意である。コンテンツで米国と競争するのは大変なので、得意分野を磨く方がよい。しかし、中国と戦うには、今の日本のやり方では難しい。韓国のサムスン流のやり方に対抗するにも注意を要する。日本は、いいもの、きれいなものを作りすぎる。これでは戦えない、ということ認識して勝負していくべき、という指摘は興味深いものであった。
- ・個人投資家には、自分の考え（ビジネス・コンセプト）を知ってほしいという、崔社長のプレゼンは極めて説得力があり、感動を与えた。

## 9. 成長企業はいつ配当を支払うのか

・昨年12月に東証マザーズに上場したダブル・スコープが急成長を見せている。経常利益ベースで、2010年12月期が1億円、2011年12月期が12億円、今2012年12月期は21億円の予想である。今期は米国の電気自動車向けのリチウムイオン電池用セパレータ（分離膜）が先方の都合でやや遅れており、それを織り込んでこの数字である。売上高営業利益率は37%である。しかも、当期純利益も20億円で、税金はほとんどかからない。

・崔（チョイ）社長は韓国のサムソンで働いていたが、セパレータの成長に着目し、会社を立ち上げた。しかし、韓国では当社の新製造技術にお金を出してくれる人はいなかったため、日本で本社を設立した。日本には理解してくれるベンチャーキャピタルがあった。工場は全て韓国にある。装置産業なので、大型の投資を必要とする。4月に稼働する3号機は22億円、次に準備している4~5号機には計55億円を要する。

・韓国の工場では、家賃が50年間無料。これは20億円の土地代に相当する。韓国の法人税は本来22%だが、5年間は無い。2013年まで無税で、2015年でも11%で済む。日本の資本を活かして、韓国で生産し、世界に売っていくという戦略である。同じ工場地域に、トステム、リンテック、旭硝子も出ている。

・リチウムイオン電池の価格は量産、市場拡大とともに下がっていく。部材の価格も下がるが、それ以上にコストを下げて、現在の高い利益率をキープしようという作戦である。

・崔社長はサムソンの企画部門にいた。半導体も液晶もそうであるが、装置産業は、投資をするとキャパシティ（生産能力）が一気に増える。しかも、単一マーケットなので競争が激しく、ジャストタイミングで参入できるかどうか、鍵を握る。通常、分離膜（セパレータ）の投資は稼働まで2年ほどかかるが、当社は1年でできる。社内で設備を設計していることが強みである。早く準備できれば、市場を読みやすい。

・リチウムイオン電池メーカーはどんどん出てくる。台湾でも新規参入が相次ぐ。中国では、数え切れないくらいである。これらの企業とどう付き合っていくか。分離膜（セパレータ）はすぐには参入しにくいので、当社は優位なポジションにある。売上構成では、中国向け73%、米国23%、韓国4%である。

・中国に電池メーカーは400社以上ある。中国企業の戦略は、まず安く作る。品質は不十分でもよい。作って儲ける。そこで資金が貯まると、エンジニアを入れる。高額で日本をはじめ、外国から雇ってくる。これで品質、性能を上げていく。それでトップを目指すというやり方である。世界のメジャーマーケットは中国であるから、ここで勝ち残っていく

必要がある。サムスンも中国にバッテリー工場を作るが、韓国の10倍の規模である。

・当社は6ラインまでの増設を決めた。2ラインで50~60億円の設備投資を必要とする。毎年2ラインの増設が内部資金でできるようになれば、資金的な余裕も出てくる。そうになれば、配当をすることも可能となろう。

・個人投資家からは、キャピタルゲインは売却しないと実現しないから、配当がほしいという質問が説明会で出た。成長余地が大きいだけに当面は難しい。日本の旭化成、東レやセルガード（米国ナスダック上場）に対抗して、2015年には業界No.1になりたいという当社にとって、しばらくは成長資金が必要である。

## 10. フライイングゲット

・昨年11月にNECのC&Cユーザーフォーラムで、AKB48をプロデュースする秋元康氏の話の聴いた。テーマは「にんじんの嫌いな子供ににんじんを食べさせる方法 ~ 予定調和の崩し方~」というものであった。

・答えは、人参をすり下ろして、りんごジュースに混ぜる、である。人参にいかにか栄養があるか、と説いてみても、嫌いな子供が納得するわけではない。多くの企業の会議では、一生懸命スペックの話をする。商品特性を訴えて、顧客に受けたい、売りたいという。しかし、これをいくら言っても、顧客には届かない。このギャップをどうするか。

・例えば、ファックスの性能が何秒早い、といくら訴えても、それでは売れない。売れ続けるには最高のスペックが必要であるが、売れるきっかけにはならない。と秋元氏は言う。きっかけは、興味にある。いかに興味をもたせるか、何かを足して、食べやすくすることが必要で、これを本当にやっているか。相手の立場にたった努力が問われている。

・秋元氏はある時、伊豆に向かう134号線で防波堤に空き缶が貯まっているのに気がついた。どうしてこんなところに空き缶があるのか。この道は大渋滞になる。そうすると、その場所が丁度空き缶を並べて捨てるのに都合がよい。何のことはない、人は皆同じ行動をとるのである。

・秋元氏は、若い時から売れっこの作詞家だったので40歳まで自惚れていた、と自分で言う。ところが、自分も大衆である。そのことを忘れていた。そして、自分で見ない、自分で行かない、という自分に気がついた。自ら行って、見るのが重要であるという教訓である。自分は特別ではない。自分も大衆も差がないのだから、自分がどう思うかがヒントになると分かった。

---

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。

・人々の足を止めさせるには、一工夫が必要である。“皆が行く野原に野イチゴはない”のだから、いつもほかのことを考えていく。予定調和から新しいものは生まれないという。一緒に飲み食いしても、仕事は決まらない。誰でも企画、アイデアはあるのに見過ごしている。材料をいかにためておくかが最大のポイントであるという。

・ラスベガスに行って、ロスに戻る時、飛行機がオーバーブッキングとなった。さてどうするかと見ていたら、CA（キャビン・アテンダント）が誰か降りてくださいと言う。次に是非代わってくださいと言う。そして代わってくれたら200ドルくれると言う。まだ、調整がつかない。250ドル、300ドルと上がっていった。一種のオークションである。やっと最後の一人の入れ替えが済んで話がまとまったら、乗客から大きな拍手がおこった。

・これを見て、彼は「フライングゲット」が、材料としてリュックサックに入ったという。2011年8月のシングル発表に向けて、AKBの「フライングゲット」プロジェクトは進行していく。5月の「Everyday、カチューシャ」の発売前日からメンバー選定が始まり、話題作りに入っていたのである、秋元氏は、いかに“ささる”かがポイントで、ささらないものは流されてしまう、と言う。

・フォーラムに来ていた多くの人に対して、秋元氏は日記を付けることを提案した。カレンダーの余白に、1行日記を書くことよい。もし書くことがないとすれば、何かを書けるようにすぐ行動を起こすことだ、と言う。これから生きていく日々を無駄にしないために。行動して、見て、体験して感性を養っていくという姿勢は、投資家として最も大事にしたいことである。但し、まだ公表されていない重要情報のフライングゲットはインサイダー取引で必ず捕まることになるからくれぐれも注意していただきたい

## 11. IFRSの影響を知っておく

・IFRS（国際財務報告基準）については、日本においても任意適用が認められ、既にHOYAや住友商事などがそれを採用している。両社の機関投資家向け会社説明会に参加してみたが、特に違和感はない。

・IFRSはEUでは幅広く使われ、隣の韓国でも全面採用されている。投資家のためにグローバルにより統一された基準によって、品質の高い財務諸表を作成しようというものである。会計基準が変わるということは、企業の持っている財産や儲けた利益の測り方が変わる可能性がある。

・会計の基準が変わったからといって、もともとの企業の本質や中身は変わらない。しかし、形式が変わるとみえてくるものが変わってくる。一般的に人々は形式にとらわれる。

---

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。



そこで投資家は会社のなにを实態利益として捉えればよいのか。ここをはっきりさせていく必要がある。

・IFRSは資産負債アプローチを基本としているので、概念としてバランスシートの方から企業の財務データを追っていく。B/SもP/LもC/Fはどれも重要であり。それぞれの役割があるという点では、IFRSになったからと言って何ら違いがあるわけではない。しかし、営業利益、税引き利益、包括利益をどのように定義するかという点では、まだ議論の余地は大きい。今のIFRSでは営業利益は重視されていないが、韓国では、営業利益がないと困るということで、P/Lの注記として、営業利益の開示を認めている。

・IFRSはまだ開発途上にあり、これからも基本となる原則がいろいろ修正、変更されていく。その議論に乗って、より使い易いものにしていく努力は必要である。同時に、上場企業においては、どのような影響が自社の財務諸表に出てくるかを早めによく知っておいた方がよい。投資家もそれを知りたいと思う。特に、外人投資家はそうだろう。

・セグメント利益は重要である。経常利益がなくなり、税引き前利益がそれに代わるものになる。その後当期純利益と、その他包括利益(OCI)が出てくる。ただ、包括利益(=当期純利益+その包括利益)が1年で稼いだ企業の損益かといわれると、違和感はある。

・会社の実態は、どのくらいキャッシュ・フローを生み出す力があるか、という点にある。従って、EBITDA(減価償却前営業利益)をみればよいという考えも有力である。R&D費用の扱いも変わる可能性がある。無形資産の評価も変わる。M&Aを行った時ののれんの償却は一定期間で均等償却するのではなく、実際に価値が減価したと判断した時に減損(impairment)すればよくなる。

・日本企業はどんどん海外に出ていく。グローバル経営を実践する上で、海外子会社との会計の整合性や経営の一体化はますます必要になろう。HOYAの鈴木洋CEOは、IFRSを適用したからといって、自らの経営判断が変わるわけでない、と言っていた。投資家にとって、IFRSの活用によって経営の実態がどのように見え易くなるか。多くの上場企業においても、経営への影響について、もう一段の理解と開示の工夫をしてほしいと思う。

## 12. 韓国のフルアドプション

・韓国の会計制度について、現地に行って話を聞く機会があった。韓国はIFRS(国際財務報告基準)について、それを丸ごと導入するというEU並みのフルアドプション(全面採用)をスタートさせた。しかも連結だけでなく単独にも適用し、それに伴って税制までもIFRSとの整合性をとるように変えていこうという意気込みである。

---

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。

・韓国は1997年のアジアの金融危機において、建国以来の厳しい経済状況に立たされた。以来、財閥解体など制度改革に力を入れてきたが、韓国企業の会計については海外から十分な理解が得られていないと感じていた。数年かけて国際的な会計基準に9割程度合わせてきたが、資本市場における信頼は必ずしも十分でなかった。そこで、韓国企業がグローバルな信頼を得て、グローバルに活躍するには、IFRSをそのまま総て導入することが問題を一気に解決すると判断した。政府のリーダーシップでフルアドプションを決断した。

・ポイントは、不透明な親会社支配と単独中心の企業評価を改善するためであった。韓国では単独決算から企業をみる見方が根強かったが、連結の範囲を整理して透明化を図った。ある大手企業では、経営者が連結で業績評価を考えるようになったと述べていた。海運では機能通貨(企業が営業活動を測定する基準となる通貨)として、ウォンではなく、米ドルを使っているが、税制上、従来に比べて不利にならないように税法も変えて対応している。

・船舶のリース(用船・傭船・チャーター船)については、当面の課題である。用船という仕組みは世界でも日本と韓国が中心になって利用している。これを通常のリースと同じように取り扱われては、ビジネスに不都合が生じる。そこで、現状のルールが適用できるようにIASB(国際会計基準審議会)を説得しようとしている。用船という仕組みはもともと日本に倣って導入したもので、日本とも共同歩調をとって論議したいという考えである。

・IFRSのアドプションは、グローバル企業にとっては1つの基準で財務報告が作成できるので、これはメリットである。単体の決算も同じ仕組みであり、税法もそれに合わせて変わる。一方、国内で事業をしているだけなら、従来の基準で十分であるという意見も強い。また、IFRSの英語は時に難しい。世界中で使う可能性があるのだから、普段は使わないような英語を微妙な言い回しとして使わないでほしいという声もきかれた。

・韓国では多くの投資家が営業利益を利用している。そこで、営業利益の表示を注記で認めさせた。IASBは、もともと原則に明示していないものを禁止しているわけではない。営業利益については、役に立つのであれば利用可能であるというスタンスをとっている。営業利益は、今の投資家にとって当然欲しい情報なので、韓国企業はその表示を望んだのである。

・韓国の場合は、韓国会計の信認と金融市場の透明化のために、国がアドプションを決めた。決めたくて、現実の不都合を精査しながら。必要なことには手を打っている。税制まで変えて対応しようというところに韓国の強い意志が感じられる。その徹底さには、韓国企業のグローバル展開における意思決定の素早さに一脈通じるものがある。わが日本はどのような展望と覚悟をもって、IFRSをどこまで取り入れていくのか。自らのスタンスが問われるところである。

---

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。

### 13. 中国のコンバージェンス

・最近中国に行って、中国の会計制度について話を聞く機会があった。中国はIFRS(国際財務報告基準)を全面的に自国の制度の中に取り入れている。自国の制度をIFRSにフルに収斂(コンバージェンス)させて、全く同等のレベルにするという意味で、フルコンバージェンスといわれる。

・中国がこのような仕組みの導入に積極的であったのは、国有企業の株式の流動化がトリガー(引き金)であった。国有企業の実質的支配とそのために流動性が乏しい状況を何とか打開したいと考えた。そして、これを機会に自国の会計制度を一気に近代化させようとし、そのためにIFRSを活用することにした。

・IFRSは原則ベース(プリンシプルベース)を基本とし、日本や米国の会計のように細かいルール(細則)を全て決めていくものではない。しかし、中国では原則ベースといいながら、運用上は矛盾や齟齬が出ないように、実質的にはルールベースのように適用の仕方を決めている。原則ベースに基づいて、具体的なガイダンスを出している。使う側にとっては、どう適用すればよいかははっきり分かるので便利かもしれないが、国の考えに基づいて方針を決めるという点で自由度はない。

・公正価値については異論が聞かれた。中国は発展途上国であり、IFRSを適用しようという多くの国も発展途上国である。金融先進国ではないので、公正価値会計を過度に使うことには消極的な姿勢である。将来価値を見据えて現在価値に直すといっても、無理にやるとかえって信頼性を損なうのではないかという意見である。

・IFRSで要求している固定資産の減損の戻し入れについては、これを認めないというルールにしている。フルコンバージェンスといっても納得できないところは主張し、その適用に待ったをかけている。実際、固定資産の減損について、その後戻し入れが必要になるような事態は発生していないという見方である。ある大手企業では、固定資産の減損は実施していない。戻せないで慎重に対応しているらしい。開発費の資産計上もやっていない。慎重性重視という考え方をとっている。

・中国企業にとってIFRS導入のメリットは何か、という点については、国内で事業活動を行うなら手間がかかるだけで特にメリットはないという。むしろ、グローバルな資本市場の整備に役立っていくと強調していた。中国企業の海外進出に当っては、IFRSの適用は役に立つ。ビジネス上もファイナンス上も有益である。外国企業の中国進出に当っても役立つ。そして、これから進展する資本市場の開放に当っても、その威力を発揮するものとみられる。

・自分達のことは自分達で決める。自国の制度にかかわることなので、丸呑みするアドプション（全面採用）ではなく、全面的に適用（フルコンバージョン）するといいいながら、その中身をよく吟味し、都合に合わないところは大いに主張して反論していく。しかも、場合によっては適用を認めない、という姿勢である。それはフルコンバージョンではないのではないか、という見方もできるが、彼らは同じ土俵には乗っているのだから、大いに主張して、その適否は自ら判断する、という考えのように聞こえる。中国としての強烈的な哲学と戦略が感じられる。日本の対応を考える時にも何らかの参考になろう。

#### 14. 8%成長からの転換

・香港で屠光紹（トゥ クァンシャオ）上海副市長の話聴いた。中国の政治家の演説は声大きい、論旨がはっきりしている、建前を言う傾向があるにしても、興味深い点がいくつかあった。話しだけ聴いていると、どこの国の人かと思ってしまうくらいである。

・2011年後半の上海市の成長率は30都市で下から2番目に低かった。今や成長は投資によって引っ張られていない。消費が+20%と伸びている。しかし、サービス業の柱である不動産がダウンしている。不動産価格は下がっているが、クリエイティブな産業が伸びているという。

・上海経済は転換期にあり、次の方向に舵を切ろうとしている。不動産税制について上海で実験している。上海は、ハイテク産業、第3次産業、生活の質の向上にフォーカスしている。今までのようなGDPの拡大ではない。そのためにはリストラが必要で、生みの苦しみも避けられない。先手が後手かといえば、先手をとる。それは選択肢を増やすことであると強調していた。

・それを牽引するドライバーは政府ではなく、市場が担う。大きな政府にならないように調整を図り、市場がリーダーシップをとるようにしていく。そのためには人材が重要で、知的資産が鍵を握る。その点で、上海は香港からどこまで学習していけるかがポイントである。香港の行政長官とはこの点で合意している、と屠氏はいう。

・改革の基本は、市場中心になるように、いかに規制緩和を進めていくかである。改革はまだ途上にある。為替も金利も次第に市場へ任せていく方向にあり、そうやって上海は本物の金融センターになれる。2020年までには、そうなりたいと強調する。

・中国における社会不安、不動産市場の崩壊、改革のペースダウン、などを懸念する見方がある一方で、中国の改革の方向は明確であり、改革・開放を戦略的に行っていくので、心配ないという意見も強い。

・中国のPE（プライベート・エクイティ）ファンド、ハニー・キャピタルをマネージする趙令歆（ジョン・ツァオ）CEOは、中国は8%成長をいかにキープするかが重要であると指摘する。ツァオ氏は70億ドルを運用し、中国の60社に投資している。趙氏は、今見えていないものに注意せよという。中国は多くの調整を余儀なくされている。雇用不安は大きく、一方で今のまま環境破壊を続けるのにも無理があるという。

・中国は資本を輸入してきたが、今や資本はリッチになっている。経済にとって製造業が要であるが、これからはR&Dが必要で、ハードに加えて、ソフトも内製していく必要がある。輸出も重要だが、中国の優良企業はすでに中国人向けにいい商品を作っている。

・多国籍企業も中国のペースに慣れることが必要である、とツァオ氏は言う。中国は特殊な市場であり、マクロ的には大きな市場だが、スーパーパワーではない。PEファンドとしては、中国の都市化と消費の高度化が中国経済のキードライバーなので、そこで価値を創造できる企業に投資しているという。中国政府の能力は高いので、政府の政策に沿ったものであるかどうかが大変である。民主主義とは別の手を打つ国である、というツァオ氏の指摘に着目したい。

## 15. 中国はゲームのルール作りに参加したい

・1月に香港で催されたアジア金融フォーラム（AFF、Asian Financial Forum）に参加した。2200人（前年は1700人）が参加して活況であった。ユーロ危機の克服、アジアシフト、中国経済の改革、中国企業のグローバル化、元の国際化などについて論議が展開された。

・その中で、中国TCL集団の李東生（リー・トンシャン）会長兼CEOの話が興味深かった。TCL（元々は、Telephone Communication Limited）は1981年に設立され、中国最大のコンシューマエレクトロニクス企業の1社である。現在、世界で6万人を雇用し、TV、ケータイを自社で製造販売すると同時に、トムソンのTV、アルカテルのケータイ（モバイルフォン）を買収して、事業をグローバルに展開している。2011年のネット利益は前年度比2.3~2.8倍の15.5~18.0億元（190~220億円）が見込まれている。TCLは昨年、創業30周年を迎えた。実質的な創業者である李会長は現在54歳で、急速な成長にリーダーシップを発揮している。

・李会長は、中国がWTOに加盟して丁度10年、今や中国の成長がアジアの燃料である、という。中国の企業がダイナミックに活躍できる理由は3つあると指摘する。1つは、中国経済が安定していること、2つは過去20年の改革を通して、多くの産業が競争力をつけてきたこと、3つは、開発余地の大きい自国の内需をもっていること、にある。

・欧州危機の影響で、当面中国の輸出の伸びはダウンするが、それでも2012年に2桁の伸びは確保出来るであろうと予測する。また、内需をもっていることが、海外企業にもチャンスを提供していると、自信のほどを見せている。

・一方、中国経済の最大のリスクは、改革を怠ることであると警告する。政治的、社会的な改革は痛みを伴うが、それでもやる必要がある。さもないと、今の中国の発展形態に失望している人々が多いので、インターネットが発達した社会では、ネガティブな動きが出かねない。

・中国経済の基礎は製造業にある。今後、サービス業のウエイトが50%を超えるとしても、製造業の競争力がポイントである。中国人は起業家精神に充ち溢れている。これが、中国のダイナミズムの源泉である。これからもインフラ構築を進めることで、労働コストの上昇に一定の歯止めをかけようとしている。

・李会長は、政府による産業界への干渉をなくしていく必要があると強調する。産業界はイノベーションに取り組んでいく必要があると強調する。ローエンドからハイエンドへ品質を上げてシフトしていくことが重要だが、品質はまだまだである。その中で、品質を上げて、グローバルマーケットに出ていくことが求められている。

・WTOに加盟して恩恵はあった。しかし、ゲームのルールは欧米によって決められ、中国はそれを受け入れてきた。端的に言えば、米国がルールメーカーであって、中国はそこから外されていた。しかし、これからはBRICS(有力な発展途上国)もルール作りに参加したい、と李会長は強調する。今後は今までとは違う。中国もルール作りに参加していくので、中国と先進国の間には軋轢が生じることもあろう。しかし、そこは競争と協調で乗り切っていく必要がある、という。

・中国経済に自信を持ちつつ、その力を背景にゲームのルール作りに自ら入って行こうという気概である。大きな市場は魅力ではあるが、グローバルな陣取り合戦とそれに伴う軋轢は一段と激しさを増すであろう。

## 16. サステナビリティと向き合う

・機関投資家は上場企業にどんなことを要求するのか。まず何よりも会社の中身をよく知りたいと思う。IR(インベスターズ・リレーションズ)としては、もし伝え方が十分でないとなれば、IRにおけるマーケティングのやり方を変える必要がある。双方向のコミュニケーションが重要であるが、往々にして会社側に伝えるべき中身が十分整っていない場合も多い。会社も生き物であるが、経営環境の変化に常に盤石な適応ができていないわけでは

ない。

・企業は競争市場において他社に追い込まれている時もあるれば、次の攻めに備えて体制を立て直している時もある。攻めのための作戦や武器について、手の内を明かしたくないと思う時もある。注意すべき点は、投資家は「ないものねだり」をすることも多いということである。競争上不利になること、会社経営の本質には関係のないこと、興味本位のこと、などには答えなくてもよい。但し、その問いに答えないことが妙な誤解を生まないように、丁寧な対応をとることは必要である。

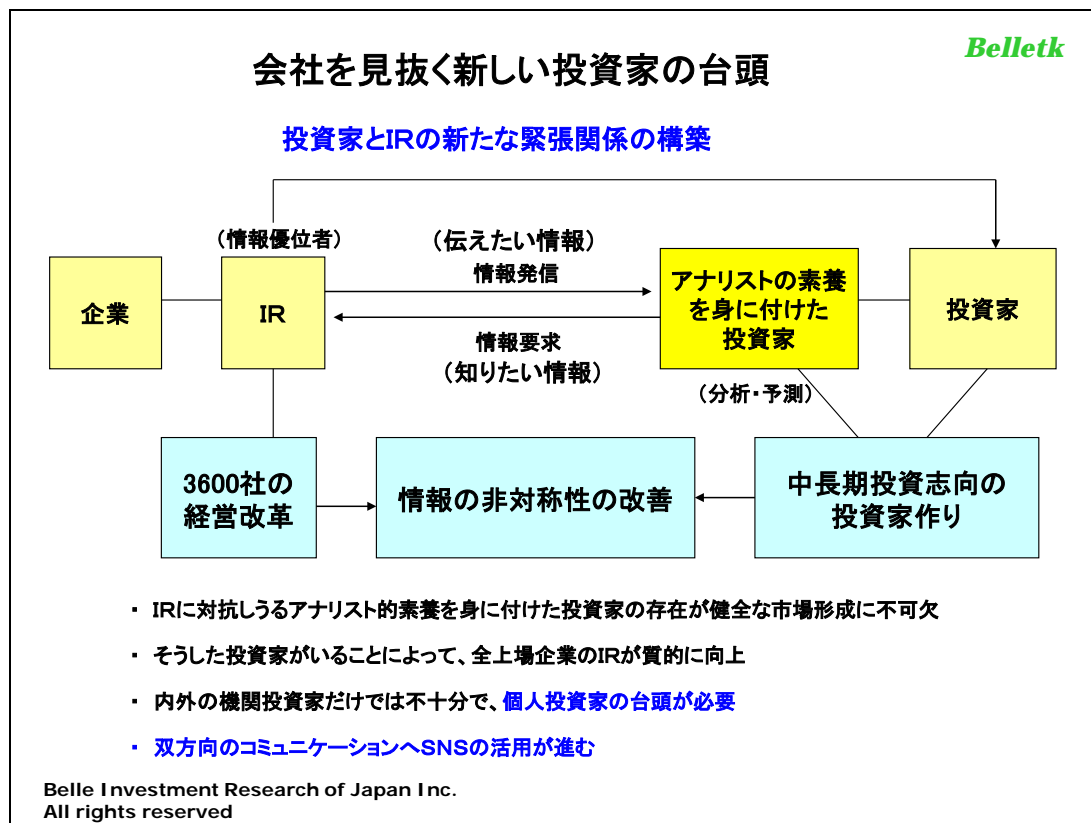
・その一方で、本質的な問いに対して、どう答えればよいかを悩むことも多いと思う。例えば、サステナビリティについて、どのような考えを持って、会社としてどのような手を打っているかと聞かれた場合、その真意について投資家とよく会話する必要がある。サステナビリティ（持続性）といわれても、その意味は広く、文脈（コンテキスト）をよく理解しないと誤解を生むからである。企業が長期的に生きていくための理念や戦略の捉え方である場合もあるし、いわゆる環境に重点をおいた対応策やビジネスを問うている場合もある。

・サステナビリティというと、投資の世界ではESG（環境、社会、統治）への配慮を意味するが、世の中では地球環境をどう守るかというウエイトが圧倒的に高い。生物多様性（COP11）を守り、気候変動（COP17）にどう対応していくかが問われている。この点では、欧州における考え方を知っておくことが役に立とう。EUでは環境について徹底的に議論し、それがいかに大事かという共通理念を作る。地球環境を守ることに総論として反対する人はたぶん誰もいないであろう。

・次に具体的な目標を定めようとする。そうすると各国の利害が対立し、外交交渉となって、なかなか決まらない。当然であろう。その時にEUの人たちは安易な妥協はしないようだ。理念先行であるから、反対の人や立場の違う人には何らかの条件やハンディを認めた上で、先頭グループは理念にそって走らせるというやり方をとろうとする。積極的に何もしない不作為のマイナス効果をはっきりさせつつ、合意内容に差を認めるという姿勢をとる。

・企業はサステナビリティを確保するために、例えば環境に対して、どのようなスタンスで活動していくのか。何もしなければ、不作為のマイナス面を指摘されかねない。一方で慈善活動的な行為だけではコストがかかるだけで、親身になることはできず、ステークホルダーの共感を得ることはできない。さて、どういう中身（コンテンツ）を作っていくか。

こうした本質的な企業活動をいかに実践しているかを投資家は知りたいのである。それに  
応えられるような IR をぜひ展開してほしいと願う。



## 17. 新しいIR

・ 昨年12月にWICIの「統合報告時代における戦略的企業経営」というシンポジウムが催された。参加者は少なかったが、内容は示唆に富むものであった。そこで、感じたことをいくつか挙げてみたい。

・ 財務報告は確かに重要だが、財務報告だけでは、会社の中身はよくわからない。そこで、非財務情報の重要性が問われる。しかし、それがCSRレポートのように独立してしまうと、機関投資家やアナリストにはあまり読まれないということになってしまう。読まれない理由は、投資に直接関係ないと思われているからである。

・ 非財務情報の中身は、知的資本 (Intellectual Capital) にあるといえる。この知的資本は本質的にヒトに依存するので、そのヒトと組織をうまく評価していくことが重要とな

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。



る。しかし、これがなかなか難しい。

・IIRC（世界統合報告委員会）は2010年8月に設立され、2011年9月に第1弾のレポートを出した。その内容は企業価値創造のモデルを的確に捉えており、大いに参考になる。今年は、その報告書に基づいて、世界を代表する企業についてパイロットレポート（統合レポート）を作成するという試みに入っている。

・企業価値  $V$  を、 $V=Bm(a_t, a_i)$  で表してみよう。  $Bm$  はビジネスモデルであり、 $a_t$  は有形資産、 $a_i$  は無形資産である。通常、この  $V$  はCF（キャッシュフロー）の割引現在価値と定義されることが多い。しかし、単純に、お金の換算して評価するというだけでは必ずしも適切ではない。企業の実態が捉えきれないのである。DCF（ディスカウント・キャッシュフロー）モデルは1つの算式であって、ヒトが企業価値を総合的に判断するモデルとしては不十分な面がある。 $a_t$ 、 $a_i$  の何が重要なインプット項目なのか、構成要素であるのか、 $Bm$ （ビジネスモデル）は、どのように仕組み作られているのか、をよく知る必要がある。

・どの上場企業も、すでに何らかの自分の  $Bm$ （ビジネスモデル）を有しているが、それを明確に表現しているだろうか。そして、その  $Bm$  は十分に差別化されて、なかなか真似のできないものになっているだろうか。多くの場合、そう簡単にはいかない。では、その会社は、次のステージとして、どのような会社になりたいのか。その姿を、 $Bm$  としてはっきり描けているだろうか。そのためにすべきことは何か。それがまさに企業戦略であるが、その戦略を構築することも容易ではない。

・しかし、既に会社はそれを日々行っている。投資家はその内容をよく知りたいと思っている。非財務情報というとCSR、ESGに焦点が当たってしまいがちであるが、それは望ましくない。企業の価値創造の仕組みである  $Bm$  とそれを変革する戦略 ( $St$ ) を示す内容が、本来の非財務情報であるべきである。その重要な構成要素としてCSRやESGが位置付けられるならば、その意味は大きく、企業価値評価にも役立ちそうである。

・こういったことをまとめて投資家に知らせようというのが、IR（Integrated Reporting）である。投資家にはかなり有益である。企業のIR（インベスターズ・リレーションズ）活動においても、総合報告を磨いていく動きがこれから本格的に始まっていく。

## 18. 上場企業が克服すべきハードル

・機関投資家は、どのくらいのサイズの上場企業を投資対象とするのだろうか。サイズは関係ない、企業の魅力がポイントである、という見方は、その通りである。しかし、現実

---

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

には流動性の問題から、サイズには一定の制約がある。一般に小さい企業は、機関投資家の投資対象にはなりにくい。

・360社の上場企業を時価総額でみると、つぎのように分類される。第1群は時価総額3000億円以上で、180社ほどある。第2群は500億円～3000億円で520社程度ある。この1群、2群で700社あり、機関投資家が主に対象とする企業である。ということは、時価総額で500億円以上は必要である。

・時価総額で500億円以上の企業になるには、PER15倍として、経常利益60億円を目指せるビジネスモデルであるかどうか問われる。そうであるならば、機関投資家はその企業に注目してくる可能性が高い。

・第3群は時価総額200億円～500億円で、500社ほどある。第4群は時価総額100億円～200億円で460社程度である。機関投資家が投資対象にするにはやや小さい。でも、成長企業であれば可能性はある。一般には、個人投資家が主流となる企業である。時価総額100億円、PER10倍すると経常利益で20億円を目指せるビジネスモデルであるかどうか問われる。

・第5群は時価総額100億円以下で、約2000社弱ある。時価総額30億円以上で1000社弱、30億円以下で1000社弱という割合である。上場の時の東証マザーズの1つの条件である時価総額10億円でみると、10億円以下の企業が200社ある。同じく東証1部の条件である時価総額20億円でみると、10～20億円の企業が400社ほどある。

・第5群の平均時価総額は30億円である。30億円で個人投資家に着目されるには、PBR1.0倍として、自己資本30億円となる。ROEで10%は求められるので、経常利益5億円はほしい。配当傾向50%として、配当利回り5%を安定的に確保することが求められる。

・実際、超小型企業でいえば、食品原料を手掛ける商社のオーウイル（コード3143）は時価総額19億円、自己資本14億円であるが、ROEは10%をこえており、配当利回りは5%を安定的に確保している。

・上場会社は、まず次のハードルをチェックする必要がある。①PBRが1.0を割っているとすれば、その理由に手を打てるか、②ROE8%以上をどうやって目指すか、③PERが割高、割安であるとすれば、それに応えることはできるか、④配当利回りで安定的に5%を目指すか、という点である。

・IRの担当者としては、株式市場での現在の評価を理解したうえで、自社の何がアピール不足なのか、あるいは自社の経営に何が不足しているかを知る必要がある。その上で経営

のトップは、自社の企業価値創造の仕組みを革新的なビジネスモデル（イノベーティブ・ビジネス・モデル、IBM）に再構築すべく、必死に取り組んでほしい。

・機関投資家は、その実行戦略を知りたい。IRの責任者は、その中身についてステークホルダーとよくコミュニケーションしていくことが求められる。マーケットでの理解が得られていくにつれて、会社の実態が株価に反映されていく可能性が大きく高まってこよう。フェアバリューを求める相互作用は長期的に続くのである。