

## ベル投資環境レポート

# 魅力ある成長戦略の構築に向けて ～ビジネスモデル 3.0 へのパラダイムシフト～

2021年6月30日

鈴木行生

## 目次

- |   |   |
|---|---|
| <p>1. ESGの追求を投資機会に活かすには</p> <ul style="list-style-type: none"><li>➤ ESGをいかに投資に活かすか～ESGインテグレーションの仕組み作り</li><li>➤ カーボンニュートラルに向けた成長戦略～イノベーションがカギ</li><li>➤ 人的資本（ヒューマンキャピタル）の評価はどのように</li><li>➤ CGCの改訂で企業経営はよくなるか～格差は明らかに広がる</li><li>➤ 新市場区分と投資機会～問われるスタンスの違い</li><li>➤ Jリートとインフラファンド～ポートフォリオへの活かし方</li></ul> | <p>2. 企業価値をいかに見い出すか</p> <ul style="list-style-type: none"><li>➤ 企業分析の基本～何を知りたいか</li><li>➤ 統合報告書を読み比べて～中外、日立、オムロン、三菱ケミカル</li><li>➤ 投資魅力の比較～NTT データ、日本ユニシス、MS&amp;AD、三井住友トラスト</li><li>➤ ポストコロナのDX～ショーテッジの克服に向けて</li><li>➤ モビリティのDX 3.0 とは～新たなパラダイム</li><li>➤ EVのインパクト～Beyond Mobilityへの期待</li><li>➤ 感動への共感～ソニーのバリューチェーンはいかに</li></ul> |
|---|---|

## 1. ESGの追求を投資機会に活かすには

### ESGをいかに投資に活かすか～ESGインテグレーションの仕組み作り

・ESGをいかに投資に活かすか。まず、いくつかの条件がある。第1に企業がESGに基づいたサステナビリティ経営を実践していないことには、ESGを投資の評価に用いることはできない。ESGが今ほど注目される前から、ESGの精神を創業者の思いと企業文化として実践し

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。

てきた企業はいくつもある。

・この10年ESGに先進的に取り組んで、一定の成果を上げている企業も多い。現在、本格的に取り組んでおり、5~10年後に目に見える形で成果を上げてくる企業もあろう。その取り組みと変化のスピードを評価することになる。

・第2は、ESGをベースにした中長期的な社会的価値の創造は、経済的価値とどのように結びついてくるのか。その考え方が明確になっていないと、みせかけだけのいいとこ取りになりかねない。つまり、社会的価値を追求するといいいながら、目先の経済的価値を優先するかもしれない。

・第3は、ESG投資の価値評価をどのように行うのか。その方式に定番はなく、いまのところ多様である。この評価方法について、一定の見識をもって考え方を定めておかないと、投資判断が納得できるものとはならない。ひいては、投資パフォーマンスに寄与しているかどうかにも、自信を持ってないことになる。

・Quick社による「2020年ESG投資実態調査(156社中54社が回答)」によると、1) ESG投資の手法では、ESGインテグレーションが最も多く、2) 非財務情報を活かしてスコアをつけている、3) ESG専門チームによるスコアリングを活かしつつ、投資チームのアナリストが総合評価していることも多い。

・4) 自社でレーティングしている運用機関が大半で、外部データは参考に用いている。5) ESGのエンゲージメントでは、E(環境)からS(社会)へ関心がシフトしており、ESGへのコミットメント、マテリアリティの特定や、KPIの設定が問われている。

・日経とQuick ESG研究所は、伊藤教授(一橋大学CFO教育研究センター長)のROESGのコンセプトを定量的に評価する方法を考案し、2020年度のROESGランキングを公表した。(2021年3月20日日経新聞)。

・その方法は、 $ROESG = ROE \times ESG$ として、ROEは直近3年間の平均を用いた。ESGスコアは、ESG評価機関(4社)の評点を10分位にして、上位10%から下位10%までを1.0点から0.1点きざみとし、4社の平均点を用いた。例えば、ROE 20%でESGスコア0.4ならROESGは $0.2 \times 0.4 \times 1000 = 80$ ポイント、ROE 10%でESGスコア0.9ならROESGは90ポイントとなる。

---

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。

・評点の方式には様々な議論があろう。資本効率の財務指標はROEの3年平均でよいのか。ESGのスコアは、ESG評価機関のデータをそのまま使ってよいのか。中長期的評価はどこまで入っているのか。所詮は現時点のデータにすぎないのではないか。それでも、企業間の違いを相対的にみる1つの方式として興味深い。

・京大ESG研究会のセミナーで、UBSアセットマネジメント(UBS AM)の松永氏(執行役員、運用本部長)の話を聴く機会があった。ESGをベースにしたサステナブル投資をどうみているか。

・結論として、松永氏は、社会的リターンと経済的リターンの収れんが実務ではみられると強調した。この10年間でサステナブル投資は大きく発展してきた。しかし、そのニーズは多様で、投資手法も様々である。

・それでもESGベースの株式投資はUBS AMの場合、アウトパフォームしているという。なぜか。ESGがしっかりしている会社は、脇が締まっており、リスクマネジメントに優れている。つまり、ネガティブなニュースが少ない。グリーンボンドもコロナ禍にあって下落耐性に優れているとみている。

・ESGをベースにしたサステナブル投資では、カーボンニュートラルが最大のテーマである。アプローチとしては、ネガティブを避けるリスク管理型、バランスをとるESG統合型、社会的リターンを重視するサステナブル投資、そして、社会的リターン中心のインパクト投資へと広がっている。

・リスク管理型のケースでは、例えば同じ投資スタイルは継続するものの、CO2はしっかり減らすポートフォリオに組み替えていく。統合型のアクティブ運用においては、どの企業にとってもCO2削減は大命題である。

・その場合、エネルギー、電力、鉱山などの企業において、トランジション(途中のプロセス)をどのように進めるか。ここも重要である。また、どの企業においても、DXがその推進においてカギを握ろう。

・UBS AMでは、1) サステナビリティを評価するスコアを自ら検討し、2) 各企業の取り組み姿勢を確率モデルとしてモデル化し、3) それをベースに積極的にエンゲージメントしていく、という方式をとっている。サステナブルスコアが高く、長期的バリューがまだ織り込まれていない企業群をベースにポートフォリオを作っていく。

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

・エマージング株については、メガトレンドを考慮したサステナブルリーダー戦略をとっている。メガトレンドとしては、DX、ヘルスケア、消費高度化、気候変動（エネルギー、スマートモビリティ、再エネ）、反グローバリズムと地政学などをみている。

・ESG投資においては、1) 財務的には10年のP/L、B/S、C/Fをみていく。2) 企業の定性評価では、① 業界構造（競争力）、② 収益性への結びつき、③ G(ガバナンス)を中心としたESGの開示を評価する。とりわけ、社内評価モデルの活用と、外部スコアも取り入れたリスク管理モデルを両面で使っている。

・筆者は、企業評価において、ESGインテグレーションをベースとしているが、とりわけ、1) 経営者の経営力、2) 企業の成長力（イノベーション）、3) 業績のリスクマネジメント、4) ESGのサステナビリティ、の定性評価を重視する。

・それぞれをレーティングして全体をみる。その上で、バリュエーション（割安か割高かの判断）を行う。これを続けていると、投資の勘が磨かれてくるはずである。今後とも実践していきたい。

## カーボンニュートラルに向けた成長戦略〜イノベーションがカギ

・野村アセットマネジメント資産運用研究所では、ESG投資に関わるセミナーを継続的に催している。そのセミナーに参加して、識者の意見を聴いていると、新しい動きがみえてくる。

・カーボンニュートラルに対するメガトレンドが、全く新しいステージに入ってきた。従来のイメージでは、世の中の課題に対して、それが深刻化してくると政府が重い腰を上げて、経済界の反対にあいながらも規制を強化し、インセンティブをつけて、生活者や働く人々を味方につけていく。

・その中で、企業が前向きの活動を始め、そこでようやく投資家もついていく、というイメージであった。この流れが、この10年は、投資家が他のステークホルダーに遅れることなく、むしろリードする形で、社会的課題へのソリューションに取り組む動きが顕在化している。

・従来型のリスク・リターンではなく、もっと社会的インパクトを重視する。新しい投資スキームでNGOのニーズにも対応していく。投資家を動かす方が、企業の戦略変更にも近道である。こうした傾向が高まっている。

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。

・建前として社会的価値といっても、所詮は経済的リターンを優先して、これが成り立つところしかやらない、という金融の仕組みから、社会的インパクトが本当にあるところに、経済的価値も両立するようにビジネスモデルを創っていかうとしている。

・投資資金がバリューチェーンをどのように流れていくかを、公正かつ透明に見える化していく。それができると、広義の投資パフォーマンスの納得性が高まってくる。そのようなビジネスに資金が集まって、事業が発展していく。関わっている人々のやりがいも大いに高まる。

・リスクのオン・オフ、有事対平時という二項対立ではなく、テールリスクや不測の有事も想定において、投資環境を中長期でみていく視点を共有したい、というニーズも高まっているようだ。

・このような認識の下に、昨年12月に経産省が出した「2050年カーボンニュートラルに伴うグリーン成長戦略」を再考してみたい。中長期の投資アイデアがいろいろ沸いてこよう。

・地球温暖化を防ぐことは、経済への制約やコストではなく、成長の機会と捉える時代に入っている。そのためには、ビジネスモデルを根本から見直していく必要がある。

・2050年カーボンニュートラルに向けたグリーン成長戦略では、1) 電力部門の脱炭素化、2) 産業や家庭での電化、蓄電を基本とする。2018年で日本は10.6億トンのCO<sub>2</sub>を排出しているが、これを2030年で-25%、2050年で-100%に持っていく方針である。容易ではない。

・再エネなどの脱炭素電源を増やし、CO<sub>2</sub>の回収を最大限図り、新しいエネルギー源も大いに活用していく。回収したCO<sub>2</sub>はどのように処理するのか。原子力発電はどこまで利用するのか。蓄電池の活用はどのくらい当たり前になるのか。全く新しい社会生活の基盤が形成されてこよう。

・こうしたグリーン戦略の遂行を、現在の産業連関に入れて試算すると、2030年で年間90兆円、2050年で同190兆円の経済効果がある、と経産省はみている。波及効果が大きいというのは確かであろう。

・この戦略を遂行するには、1) R&D投資、2) 実証投資、3) 導入拡大投資、4) 自立商用投資が必要である。政府の基金、民間の協調投資、規制や標準化の推進、民間ベースの自立的

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。

商用化が、それぞれのフェーズで進められよう。

・政府は、1) グリーンイノベーション基金を用意し、2) カーボンニュートラルに向けた税制インセンティブも創設する。金融分野では、3) 脱炭素に向けたイノベーション、ファイナンス、低炭素化に向けたトランジション・ファイナンス、4) 10年以上にわたる長期計画推進のための長期ファイナンス（成果連動型利子補給など）に加えて、5) TCFD をベースにした情報開示が必須である。

・規制改革・標準化では、1) カーボンプライシングなどのメカニズムをどのように活かすのか、2) 排出量取引の市場は機能するのか、3) 炭素税は公正、公平に導入できるのか。4) CO2 対応の国家間取引に公平な関税（国境炭素税）が設定しうるのか、などがテーマとなるう。

・2050 年に向けての成長分野として、本レポートでは 14 の産業をあげている。まず全体を 3 つに分けて、1) エネルギー関連産業、2) 輸送・製造関連産業、3) 家庭・オフィス関連産業とした。

・2030 年までの 10 年で伸びてくるのは、エネルギー関連では、①洋上風力（風車本体、部品、浮体式風力）、輸送・製造関連では、②EV、FCV、次世代電池、③データセンター、省エネ半導体、家庭オフィス関連では、④次世代型太陽光（ペロブスカイト型）とみている。

・2050 年までみると、エネルギー関連で、⑤燃料アンモニア（発電用バーナー）、⑥水素（発電タービン、水電解、運搬船）、⑦原子力（小型炉心の SMR）が注目される。

・輸送・製造関連では、⑧船舶（新エネルギー）、⑨スマート交通・物流ドローン・FC 建機、⑩スマート農業、⑪ハイブリッド航空機、⑫カーボンリサイクルが期待される。

・家庭・オフィス関連では、⑬バイオ・再生・廃棄物発電、⑭地域の脱炭素化ビジネスがあげられる。

・多くの企業にとってビジネスチャンスはありそうだが、カーボンニュートラルに向けたグリーン成長戦略をものにするのは容易でない。成長領域とわかっているにもかかわらず、イノベーションで先行し、ビジネスモデルに仕上げるにはかなりの先行投資が必要である。

・それを担う経営力が勝負となろう。しかも、この分野はグローバルな競争が強いられよう。

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



オープンイノベーションが重要になるので、ベンチャー型企业にもチャンスがある。こうしたメガトレンドを視野に入れて、イノベティブな企業に注目していきたい。

## 人的資本（ヒューマンキャピタル）の評価はどのように

・企業における人材の価値はどのように測るのか。社員数、開発・生産・販売部門の人数、人件費や労働生産性（1人当たり付加価値）などは知ることができても、会社全体の人財を把握するのはかなり難しい。外部から投資家として、人的資本をどう評価するのか。筆者のアナリストとしてのやり方をいくつかの側面から取り上げてみたい。

・昨年9月に経産省から「持続的企業価値の向上と人的資本に関する研究会報告書」が出された。ここでは、企業価値の創造に向けた人材戦略を議論し、その特徴を「3P・5Fモデル」として提言している。3P (Perspectives) とは、人材戦略を経営として俯瞰する視点で、1) 経営戦略との連動、2) 人材ギャップの把握、3) 人材の行動変容と定着、をあげている。

・目指すべきビジネスモデル（新たな価値創造の仕組み）を作る上で、どのような手を打っていくのか。その時、どのような人材が必要なのか。現在の人材ポートフォリオでは、何が足りないのか。ここを見える化しておく必要がある。その上で人材を採用し育成する中で、行動変容を促し、それを企業文化として定着させていくことが求められる。ここまでやらないと、人材戦略は本当に生きてこない。

・では、人材戦略の共通要素は何か。この報告書では5つのファクター（Common Factor）をあげている。①ダイナミックな人材ポートフォリオ、②知と経験のダイバーシティとインクルージョン、③リスキル化と学び直し、④社員とのエンゲージメント、⑤時間や場所にとられないワークライフバランス、である。

・多様な個人の能力を把握し、一人ひとりが活躍できるように、ダイナミックな人材ポートフォリオを構築し、それを活用していく。その時、多様性と包摂性は能力をふまえながら積極的に図っていくことが求められる。

・今いる人材は、どんな人でも将来に向けて新スキルが求められ、学び直していく必要がある。今や生涯学び続けることは当たり前であり、そのために必要な機会を企業においても提供し、人材の活用を図っていくことがサステナビリティに不可欠である。

・社員の意欲を高めて、主体的に行動するようにならないと組織のパワーも出てこない。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。

コロナ禍で経験したように、働く時間、場所の柔軟性も求められる。仕事の内容もジョブ型に再定義していくことが始まっている。

・今回の報告書は、企業のマネジメントやそれをモニタリングする取締役会、そして、機関投資家のエンゲージメントにも役立つような内容としてまとめられている。

・人材は企業経営の根幹であるが、この人材が十分でないこともはっきりしている。企業価値創造と人材戦略はどう結びつくのか。ピンとくるにはどうしたらよいか。投資家の視点で考えてみよう。

・マネジメントのコアメンバーは、CEO、CSO（戦略）、CFO、CHRO（人材）、CDO（デジタル）など、各々役割がある。CEO、CFOの話はよく聞くにしても、CSO、CHRO、CDOと対話する機会は少ない。なぜか。企業の内部組織に関わることなので、情報が直接外には出てきにくい。

・人材戦略が、経営戦略にうまく結びついて実効性が上がってくれば、その内容についてCEOやCFOが開示することになる。これが通常のパターンである。でも、それ以前に知りたいことがある。別に企業秘密を知りたいわけではない。CEOではなく、CSOが経営戦略に対して、どのような認識を持っているか。その人物のキャリアやビジョンを通して、これから動いてくるビジネスモデル作りのフレームワークを把握したい。

・CHROには、人材の活用や育成について、若手だけではなく、中堅や次のコア人材を対象にして、その実行戦略を聞きたい。外部人材の登用についても、実績と今後の考え方を知りたい。

・CDOには、DXにどのように取り組むのか。多くの企業では、戦略が十分でなく、人材も不足している。競争力上のネックとなっているにもかかわらず、十分手が打てていない。どうするのか。さらに踏み込んで知りたい。

・まずは、CEO、CSO、CFO、CHRO、CDOの人物を経営者として評価する。これは、投資家やアナリストの基本動作である。難しそうにも思えるが、何度かインタビューしていると、次第に分かってくる。

・どの会社にも独自のカルチャーがあり、人材はその雰囲気を持している。ベンチャー型企業では、まだ個性の寄せ集めで、カルチャーが形成されていない場合も多い。その時は創業者の人望をみると概ね分かってくる。

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



・一定のカルチャーがある会社では、必要な人材を再生産する仕組みが社内できているものである。それが、使い倒し型が、這い上がり型か、育成型か、入れ替え型かなど、様々なパターンがある。社内のしかるべき人にインタビューしながら、その周辺に話を聞いていくと、状況がわかってくる。

・グローバル人材やデジタル人材は、社内では中々育ちにくい。外部から経験者を採用してくる時は、いかに社内と融合して、新しい化学反応を起こしているかを聴いていく。企業のM&Aも、人材のM&Aも、その後のPMIが重要である。

・人的資本のカギは、「知の客体化」にある。新しい知を産み出し、それを価値創造に結びつけていく。R&Dにおける知のイノベーター、新規ビジネスにおける知のリーダーシップ、新しい知の組織化など、属人的な知をいかに外部に客体化していくか。これがうまい会社ほど、人的資本（ヒューマンキャピタル）の価値生産に優れている。

・投資家もアナリストも、人の評価を行っている。企業のマネジメントはもちろん、IRなどそれぞれの場面で出会う人々についても、その実績と能力について評価している。もちろんその逆もあり、企業の人々は投資家、アナリストを同じように評価している。

・筆者の場合、企業のビジネスモデルの評価と同じように、個々の人材との対話を通しながら、会社全体として、ヒューマンキャピタルが企業価値創造に結び付いているかを見ていく。具体的には、1) 人材の経営力、2) 人材の革新力、3) 人材のリスクマネジメント力、4) 人材のESG推進力を知ろうとする。

・その人材は、コアか、イノベーターか、あるいはフォロアーか。人材は多様であってよいので、序列をつけるわけではない。特性をみて、戦略遂行に合致しているかを判断していく。

・コーポレートガバナンスにおいて、マネジメントや社外役員のスキルマトリックスが開示されようとしている。今までよりは、大いに分かりやすくなる。しかし、それだけでは本当の力量は分からない。

・組織における人的資本のパワーを何とか知りたい。投資家は、財務もさることながら、人を見る目も一段と養う必要がある。企業サイドも、コアメンバーが投資家と幅広くエンゲージメントすることによって、互いに切磋琢磨できよう。これによって、人的資本の価値創造力は高まってくることを期待したい。

---

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。

## CGCの改訂で企業経営はよくなるか～格差は明らかに広がる

・4月にハーミーズ (Federated Hermes) の「投資家との対話」に関するスチュワードシップ活動について話を聴く機会があった。ハーミーズのEOS (Equity Ownership) はスチュワードシップサービスの提供で業界をリードしている。

・EOSは世界15カ国の機関投資家の代理として活動しており、アドバイザリー対象の資産は2020年末で1.3兆ドルにのぼる。ESG信任の改善は、長期的な株主価値の向上につながるとして、社会、環境、ガバナンス、戦略、リスク、コミュニケーションに関わる12のテーマでエンゲージメントを行っている。

・社会では、①人権、②人財、③倫理・文化、環境では、④公害、⑤天然資源、⑥気候変動、ガバナンスでは、⑦取締役会の実効性、⑧役員報酬、⑨株主権利・保護、戦略・コミュニケーションでは、⑩事業のパーパスと戦略、⑪リスクマネジメント、⑫企業報告をテーマとしている。

・その中で、日本における優先課題として、1) 気候変動 (2050年までにネットゼロ、TCFDの実行)、2) 人財マネジメント (ダイバーシティとインクルージョン)、3) 取締役会の実効性 (議長とCEOの分離、筆頭独立社外取締役、取締役のスキル、意思決定プロセス、投資家との対話)、4) 株主の保護と権利 (株主資本の非効率的な使用、株主の不平等な扱い) をあげて、その改善に向けた対話に臨んでいる。

・日本では、3年に1度のコーポレートガバナンスコード (CGC) の改訂が6月になされた。その改訂内容をみると、フォローアップ会議での議論を踏まえて、新しい内容が盛り込まれている。

・2022年4月に、東証の新市場区分がスタートする予定なので、その内容とも歩調を合わせている。プライム市場とスタンダード市場はCGCの全原則を適用、グロース市場は基本原則を適用する。

・さらに、プライム市場はCGCのより高い水準が要求され、例えば、1) 独立社外取締役が3分の1以上 (親子上場子会社の場合は過半数以上) 2) 指名・報酬総会の委員は過半数が社外、3) サステナビリティではTCFDの充実、4) 電子議決権行使や英文開示などが求められている。

---

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。

・CGCの改訂で、日本企業の経営はよくなるのか。実はこの“よくなる”という中身が何であるかが問われよう。①株価が上がる、②財務パフォーマンスが向上する、③会社を構成する仕組みが強化される。④ステークホルダーの会社に対する信頼が増す、など様々な見方ありうる。同じことを言っているようで、掘り下げてみると、異なる側面から企業をみるともいえる。

・経営の執行と監督をもっとはっきり分離して、世界の常識のようにするとすれば、社外取締役を過半数にすればよい。プライム市場の親子上場の時に限って採用するというのは、限定的すぎるようにみえる。

・できもしないことをいっても仕方がないので、現実的でできそうな内容を改善策に盛り込んでいく、という日本的なやり方を踏襲しているともいえる。

・あるべき姿を議論して、もっとラジカルな改革をしてもよいと思うが、すぐに反論にあう。①日本的経営の文化がある、②社外取締役のなり手がそんなにいない、③社内育ちの経営者がそれでは力が発揮できない、などといわれそうである。

・ダイバーシティも遅々としている。女性の取締役、執行役員が少ない。人財を育成しながら登用していくとすると、10年以上はかかるのだろうか。男性か女性かではない。能力が決め手である。

・では、能力が発揮できるように育成と昇進の機会を平等に整えているか。社会や社内の仕組みにハンディがあるとすれば、それを考慮する必要もあるのではないか。それは平等でないかもしれないが、別の視点で見ればより公正であろう。

・サステナビリティを支えるESGの仕組みの中で、Sの人権がとりわけ注目されている。国内ではハラスメント、グローバルにはバリューチェーンにおける人権侵害が問われている。中国や途上国において、働く人々の人権が守られていないとすれば、それも公正なビジネスとはいえない。価値創造のよさに問題がある、とステークホルダーから糾弾されかねない。

・気候変動をビジネスチャンスと捉え、イノベーションに挑戦し、投資を実行することは望ましい行動である。しかし、カーボンニュートラルを目指すとして、業種によって、企業によって差が出る。その差を努力不足として過小評価することは必ずしもフェアでない。全体のバランスをいかに図るのか、トランジションプロセス（移行過程）をどのようにサポートしていくのか。ここにもガバナンスのあり方が問われよう。

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

・親子上場は何が悪いのか。子会社の取引が親会社によって影響され、子会社のステークホルダーが不利益を被ることが懸念される。親子取引が一定以上ある場合、子会社上場は適切とはいえない。

・こうした利益相反を客観的にみていく上で、独立社外取締役が過半数以上必要であるという指針は有効そうだが、本当だろうか。あるいは、それをチェックする特別委員会は機能するだろうか。いかに機能させるか。その実効性を開示してほしい。

・政策保有株はなぜもっと減らないのか。明らかに2つの動機がありそうだ。1つは、議決権を会社側の都合のよいように互いに行使し合う、ということが暗黙に長年なされてきた節がある。これが少数株主の意見と異なる時に、その意見が阻害される可能性が高い。

・もう1つは、資本を一部持ち合うことがビジネスを円滑に進める証となって、少数株主からみても、企業価値向上につながることである。後者は十分ありうるし、そういう事例も多い。一方で、持ち合いにそんなプラス効果はないと明言する企業も多い。

・では、やめたらどうかというと、その手間が大変で、先方との交渉に時間がかかる。特に弊害はないからそのままにしているという意見もよく聞く。この姿勢はすぐにやめてもらいたい。

・事業ポートフォリオの見直しは、まさに企業経営の基本であって、株主に指摘されるようでは困る。むしろ、意見をぶつけ合う中で、中長期の価値向上のありようが明らかになってくるものと期待したい。

・このようにみえてくると、今回のCGCの改訂で、マーケット全体の財務パフォーマンスがすぐに上がってくるとは評価できない。しかし、ビジネスモデルを強化するインセンティブは働くので、これまで以上に収益力を高め、浮上してくる企業は増えてこよう。逆に没落する企業も増えてこよう。この格差に注目したい。

## 新市場区分と投資機会～問われるスタンスの違い

・東証が市場区分を見直す。来年4月よりスタンダード、プライム、グロースの3つの市場がスタートする。現在の東証1部(2192社)はスタンダードかプライムへ、東証2部(474社)とジャスダックスタンダード(663社)はスタンダードへ、東証マザーズ(356社)とジャスダックグロース(37社)はグロースに移行する予定だ。

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。

- ・新しい市場区分は、投資家からみた時、自らの投資態度にどのような変化をもたらすか。ステークホルダーにとってはどうか。顧客として、取引先として、社員として、新しい市場区分はどのような意味を持つのか。それは、レピュテーションにどのような変化をもたらすのだろうか。このイメージを固めるために、いくつかの論点があろう。
- ・投資家として、プライム市場の銘柄にしか投資しないのか。スタンダードでもいい会社には投資するのか。グロース市場は成長を求めて大いに活用するのか。この判断が問われよう。
- ・規模や流動性の違いはあるが、中長期のアクティブ投資を基本とする筆者にとっては、3つの市場の違いはほとんど問題にならない。いい会社かどうか重要な判断基準である。グロース市場はガバナンス基準が緩いが、成長を目指す若い企業にとっては立ち上げ期はそういうものであろう。リスクが高いのは覚悟の上である。
- ・3つの市場は互いに独立しており、従来のように2部から1部へ、1部から2部へといった移行基準は設けない。スタンダード市場からプレミアム市場への変更は、同市場への新規上場と同じ基準で改めて審査される。
- ・今までならジャスダックから2部に指定替えして、2部から1部に緩い基準で移行できた。このようなことがなくなる。逆に、プライム市場の上場基準が厳しく変更されたので、現在の1部上場企業の中には、そのハードルをクリアできない企業が出てくる。
- ・全体の2~3割の企業が対象となろう。数は多くても、時価総額からみると全体にとっては微々たる比率なので、サイズとしてはさほど問題にならない。
- ・市場変更はレピュテーションへどう影響するのか。東証2部やジャスダックからスタンダードに移ることは、ほとんど問題なさそうである。1部に比べて2部という、格下のようにはみられるが、プライムとは独立したスタンダード市場なので、規模の違いはあっても、上下関係のイメージは薄い。
- ・筆者がアナリストレポートを書いている東証2部の会社は、小型企業ながらしっかりした収益基盤を持っており、B to Bの取引先は大手上場企業クラスである。2部だから格下といった見方はほとんどない。つまり、取引への影響は全くない。また、採用に当たっては、中途を厳選して採用しており、女性の活用でも優れている。ただ、新卒採用では、知名度という点で多少ハンディがあるようだ。

---

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。



・グロース市場に移る企業には、3つのパターンがありえよう。1つはどんどん成長して、プライム市場に上場できる基準を十分満たしているにも関わらず、グロース市場で個性を發揮したいという企業である。2つ目は、日本を代表する企業として、プライム市場に移る企業である。

・そして、3つ目はいつまでもグロース市場にはとどまれないとして、ガバナンス基準を強化して安定収益をベースに、スタンダード市場に移る企業である。3つの市場とも上場廃止基準は新規に定められ、別の市場に横滑りで移るということとはできない。

・最大の課題は、今1部に上場しているが、そのままプライム市場に移るには、基準のハードルが高い企業である。ここには2つの選択肢がある。1つは、無理をせずにスタンダード市場に移って、いずれプレミアム市場への上場を目指すという道である。これが格落ちとみられ、弊害はあるのだろうか。このレピュテーションをどう認識するか。

・取引に影響が出るだろうか。顧客の買い控えが起きているだろうか。社員のやる気が落ちて、新規採用がやりにくくなるだろうか。経営者が外部の会合に出た時に肩身の狭い思いをするだろうか。ほとんど関係ないと思うがいかがであろうか。

・もう1つは、猶予期間が設けられるので、基準をクリアする計画書を提出して頑張るといふ企業もあろう。ハードルをすぐにクリアできないにしても、その道を探る企業は多いとみられる。筆者がカバーする中小型企业で5社がこの領域にいる。

・時価総額で300億円を安定的に確保したいとすれば、PER15倍として純利益20億円が必要である。経常利益では30億円はほしい。PBR=ROE×PERという関係式において、ROE10%をあげていくことが求められる。よって、PBRは1.5倍となろう。

・これが目指せる会社になることである。しかも、これは成長戦略の途中であって、ゴールではない。5社のうち、3社はこうした財務パフォーマンスを達成できるようなビジネスモデルへ変革できそうである。

・ビジネスモデルが変革できそうな会社は、プライム市場の基準を満たすべく計画書を提出し、それを中期計画に盛り込んで実現を目指せばよい。3社は新市場区分の議論とは全く別に、ビジネスモデルの変革に取り組んでおり、現在途上にある。

・2社にとっては、ハードルがまだ相当高い。基準達成が難しい会社が、高い目標をかかげ

---

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



プライム市場への移行を目指すとは何が起こるのか。ここでも2つの可能性がある。1つは、これがきっかけとなって、これまでできないと思われていたビジネス革新が一気に進むことである。ハードルが高くても挑戦すべし、という展開をめざす。

・もう1つは、ハードルの高い計画が、いつまでも未達のプロセスを歩み、企業としての信頼を失っていく。無理な計画が短期利益の追求に終始して、自らの収益基盤、成長基盤を損なってしまうかもしれない。

・今回の市場区分の見直しは、どの企業にもビジネスモデル（価値創造の仕組み）の革新を迫る。安閑とはしてられない。投資家としては、変革に挑戦している中身をよくみていきたい。飛躍してくる企業が必ず出てこよう。ここに投資機会あり、と注目したい。

## Jリートとインフラファンド～ポートフォリオへの活かし方

・5月に日経Jリートセミナーに参加した。改めてJリートやインフラファンドは、今どのような局面にあるのかについて検討してみたい。

・東証によると、4月末時点で東証1部の上場数は2191社、時価総額は702.4兆円であった。2部は474社、5.8兆円、JASDAQは702社、10.6兆円、東証マザーズ358社、9.6兆円であった。これらの市場区分の行方が注目を集めている。

・これとは別に、東証Jリート市場がある。上場数61社、時価総額16.8兆円と、2部とジャスダックを足した規模の時価総額を有する。

・Jリートは不動産投資法人である。不動産賃貸業に特化した不動産会社である。投資してその株主になるのであるから、賃貸不動産の小口オーナーになるともいえる。どの不動産に投資するかは運用会社に任せる。賃貸不動産を購入し、そこから得られる賃料や売却益を投資家に分配する。

・Jリートには、不動産のタイプとその組み合わせで、いろいろな種類がある。1つのタイプに特化したものが特化型リートで、①オフィス（ビル）、②住居（マンション）、③商業施設（ショッピングセンター）、④物流（倉庫）、⑤ホテル（宿泊、リゾート）、⑥ヘルスケア（シニア向け住宅）などがある。

・いずれも不動産の賃貸料をもらうのであるが、それを利用する顧客特性によって、リスク

---

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。

が変動する。とりわけコロナ禍の前と後では経営環境が激変しており、ホテルが最も大きな影響を受けた。

・住居（レジデンス）が最も安定していそうであるが、これも誰が住んでいるかによって影響される。オフィスも安定していそうだが、不況が長引くとオフィスの見直しを迫られる企業が増えてくる。物流では EC（インターネット通販）が急拡大しているのも、ここに関連した市場は拡大している。

・来年春までにはワクチンの接種が進み、集団免疫が得られてくる。それにつれて、ポストコロナのビジネス活動が活発化してこよう。マーケットはそれを先取りして動いているが、どのような展開になるのか。

・1つのタイプ（特化型）ではなく、いくつかのタイプを組み込んだ複合型リートや全体をまとめた総合型リートもポートフォリオに多様性をもたらす。テーマ型か安定型かという観点ともみられる。

・全Jリート61本を分けてみると、1) 特化型31本、(オフィス8、住居5、商業3、物流9、ホテル5、ヘルスケア1)、2) 複合/総合型30本(複合11、総合19)である。複合には、オフィス+住居、オフィス+ホテル、オフィス+商業などがあり、複合には、オフィス+住居+商業+ホテルなど、これもいろいろ組み合わせている。

・ポートフォリオであるから、どのタイプの不動産か、その不動産は個別にどんなものか、立地、築年数、入居率、入居者、入居年数などをよくみていく必要がある。ポートフォリオ構築の巧拙がパフォーマンスに影響してくる。

・過去のトラックレコードをよくみておくと共に、1) 不動産売買市場のリスク、2) 不動産賃貸市場のリスク、3) 自然災害や環境リスクなどにも注意しておく必要がある。

・Jリートの平均分配金利回りは、過去20年でみると1~7%で変動しており、中心ゾーンは3~5%である。4月末の利回りは3.46%であった。この利回りのよさが注目されて、一定の人気を保っている。短期の変動にとられずに、中長期の安定リターンを求める投資家には大いに向いているといえよう。

・Jリートの質をみる上では、ESGへの取り組みが問われており、投資法人も開示を積極化している。利益相反を招かないようなガバナンス(G)は十分か。環境(E)に配慮した施設

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。

運営を行っているか。地域社会や働き方といった社会（S）とのつながりにおいて、バリューチェーンは健全か。こうした点を担保する認証（外部評価）を得ているかも重視されている。

・加えて、JリークのETF（上場投資信託）も、東証リート指数連動、東証リートコア指数連動、日経ESGリート指数連動、野村高利回りJリート指数連動などいろいろある。また、日銀は2010年以降Jリークの買い入れを継続的に行っている。

・同じ投資法人の仕組みで、インフラ資産に投資するファンドがインフラファンドである。市場はまだ1600億円と小さいが、この5年で大きく育ってきた。現在上場している7銘柄はすべて太陽光発電設備に投資している。

・太陽光はこの10年再生エネルギー発電の雄として注目され、国の支援もあって順調に拡大した。投資法人は太陽光発電の設備インフラを所有する。それをオペレーターに賃貸して賃料を得る。オペレーターが運用した電力は、電力会社に売電される。この時の価格はFIT（固定価格買取）制度に基づく。

・FITは太陽光で発電した電力を20年間同じ価格で買い取る仕組みである。発電設備が高く小規模である時、民間企業が通常の経済動機で事業を立ち上げようとしても、採算が成り立たない。そこで政府が電力使用者に一部割高な電力を利用するように補助の仕組みを作った。

・その価格（FIT）は、規模の拡大とコスト低減をみながら、逐次下げられてきた。それでも20年間の価格が保証されていれば、しっかりした経営を行うことで、毎年一定の利益を出すことができる。これを投資家に分配金として支払っている。

・7社の分配金の利回りは、過去5~7%のゾーンにあり、直近は6%前後である。この分配金は、利益分配金+利益超過分配金から成り立っており、利益超過分配金は本業のリターンとは性格が異なるので、注意が必要である。

・インフラには、太陽光の他に、風力、地熱、バイオマスなどがある。発電以外でも、公共施設運営権、運輸インフラ、上下水道、通信施設など、いろいろありうる。再生エネルギーの拡大が望まれる中、インフラファンドが果たす社会的役割はさらに高まりそうである。

・Jリートはこの20年、インフラファンドはこの5年の上場商品である。リターン・リスク

---

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。

クのプロファイル（特性）が株や債券とは異なるので、分散効果という点で、ポートフォリオの構成には大いに活用できる。

・安定した不動産賃貸ビジネス、環境にやさしい再生エネルギーへの投資で、リスクとリターンのバランスをさらに向上させたい。

## 2. 企業価値をいかに見い出すか

### 企業分析の基本～何を知りたいか

・投資家として、まだよく知らない上場会社を理解したいと思った時、どうすればよいか。私の場合は、次の3つを基本動作とする。

・第1は、直近年度の決算短信を読む。財務の状況を知ることができる。P/L、B/L、C/Fの現状をみて、次期の会社計画を知る。会社計画を公表していない会社もあるが、それはそれでよい。そういう方針であると理解する。ここで、 $PBR=ROE \times PER$  の関係式において、その会社が現状どのような水準にあるかを知る。株式市場でどうみられているかをイメージすることができる。

・第2は、有価証券報告書（有報）をみる。決算短信には載っていないところを重点的にみていく。会社の構成、歴史、主要株主、経営陣の経歴、ガバナンス、経営方針、監査法人などを知る。この有報の内容が、最近充実している。

・第3に、統合報告書を読む。わが社の企業価値創造を財務、非財務の両面から総合的に語っているので、大いに参考になる。統合報告書を出していない会社は、ホームページを見て、本来なら統合報告書に載せるような内容について、関連する表示をみていく。当然、バラバラなことが多く十分でない。それでも取り敢えずの理解には役立つ。

・ここまで進むと、知りたい項目が山のように出てくる。これを、個人投資家説明会や決算説明会で聞いていく。動画をみることもできるので、社長やCF0の説明を聴き、会社の内容を理解するとともに、マネジメントの人柄に触れていく。

・こうして一度突っ込んでおくと、その後関連情報がニュースとしていろいろ耳に入ってくる。自分が興味を持っていると、その会社にまつわる情報が目に飛び込んでくるのである。

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。

こうして1~2年みていると、会社への理解が深まる。

・そこで面白そうと思ったら、少しだけ株を買って株主となる。株主になると、会社の情報がさらに入ってくる。株主総会に出て質問をしてみると、ますます分かってくる。そこで中長期に投資できると思ったら、タイミングを見て買い増していく。これが個人投資家としての私のやり方である。

・アナリストとして、レポートを書く場合は全く別で、個別インタビューをかなり頻繁に行う。分析の基本は、比較と予測にあるから、できるだけ多面的に比較して、会社の将来を予測していく。予測はそう簡単に当たらないが、何よりも大局面な蓋然性（確からしさ）を見る。その上で、業績予想や株価評価を行い、逐次修正しながらフォローしていく。

・2020年3月期から、有報の記述情報（非財務情報）が充実されるようになった。投資判断に必要とされる情報は、財務情報と非財務情報が一体となっている。この非財務情報を、有報では記述情報といっている。

・記述情報には、①ビジネスモデルと経営戦略、②MD&A（経営者による議論と分析）、③リスク情報などが含まれる。すなわち、事業目的をどのように実現するのか。事業のパフォーマンスはどうであったか。これからどのように実現するのか。その時、リスクはどこにあるのか。こうした内容に、有報はかなり踏み込むようになってきた。

・情報開示には常に表と裏がある。会社としては、得意なところは大いに開示してアピールしたい。一方で、知られると不利になることや、得意でないことは開示したくない。それでも開示を迫られる時は、できるだけ通り一遍に当たり障りないようにする。ただ、こうした姿勢は、真剣に読む投資家にはすぐわかってしまう。

・一方、自社の課題をあげて、まだ決め手が十分でないにしても、次の対応策をきちんと開示する会社は、その姿勢をみるだけでいい会社と分かってくる。

・統合報告書はどうであろうか。単なる会社紹介レポートになっていないか。単年度の業績報告になっていないか。中長期の価値創造ストーリーがきちんと語られているか。ESGが価値創造に結び付けられているか。

・経営（CEO）、戦略（CSO）、人材（CHRO）、DX（CDO）、財務（CFO）などのマネジメント人材が、ユニークな文化を創っているか。最近では、開示のレベルが上がってきているが、まだ十本レポートは、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。

分とはいえない。

・統合報告書にも2つの側面がある。経営の実態が充実しているのに、それを十分表現できていない企業と、実態が不十分なのに形だけを整えようという企業である。投資家からみると、この差も意外にはっきり分かってしまう。

・まだ統合報告書を作っていない企業は、ぜひ作成してほしい。どの会社も一定レベルのレポートは作れるはずである。それをホップ、ステップ、ジャンプとレベルアップしていけばよい。

・企業価値創造にあたっては、将来のありたいビジネスモデルをきちんと構想することである。これはマネジメントの仕事であり、取締役会の実効性を評価する上で、根幹に関わることである。その進行状況を適切に開示してほしい。

・どの企業にも自社の良さがある。そこは大いに語ってほしい。そうすると、足りないところが相対的に見えてくる。投資家は、その点についてエンゲージメントしていく。マネジメントサイドも分かっているはずで、何らかの手を打っており、場合によってはそれが加速されることにもなる。経営が強くなるポジティブサイクルとして働こう。

・投資家は、有言実行を求める。かつて筆者が自動車アナリストだった頃、トヨタは不言実行を基本としていた。当時はそれが美德でもあったが、今は説明責任が問われる。しかし、有言実行は難しい。日本電産の永守氏やソフトバンクグループの孫氏は、それを“ホラ”と称する。夢と長期ビジョンを本音で語って、その実現に邁進する。

・一方で、確実にできそうなことしか語らない経営者も多い。その割には日本企業の中期計画は、目標を掲げても実現できない場合が多い。目標をストレッチしながら、その実現を達成するような経営をぜひ実践してほしい。統合報告書にはそうした内容を期待したい。

### 統合報告書を読み比べて～中外、日立、オムロン、三菱ケミカル

・2020年の日経アニュアルレポートアワードを受賞した企業の年次報告書（アニュアルレポート）を読んでみた。グランプリの中外製薬、準グランプリのオムロン、日立製作所、三菱ケミカルホールディングスの4社である。

・投資家、アナリストとして、統合報告書の内容に目を通してみた。1) 将来めざす価値創  
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。



造の仕組み（ビジネスモデル：BM2）はどのようなものか、2) それを実現するための戦略は立案、実行されているか、3) レポートを読んでもっと知りたいことは何か、4) 投資魅力はどこにあるか、という観点を頭においた。

- ・中外製薬は、ロッシュの子会社（持株比率 61.2%）として、独自の連携を図っている。企業価値向上には、イノベーションの追求しかないとし、それを実践し、ヘルスケア産業でトップイノベーターを目指す。

- ・自社の歴史を振り返りながら、どのような共有価値の創造を目指してきたかを辿り、これからはライフサイエンス×デジタル技術で新たな価値創造モデルを構築していく。11 のステークホルダーに、各々どのような共通価値を提供するかを明らかにして、その測定指標（KPI）も社内向け、社外向けに設定している。

- ・医薬品業界の中で自社の立ち位置を説明し、ロッシュといかに win-win の関係を築いているかも、ビジネスモデルとして明解に語っている。様々な KPI が出てくるが、それがどのようにつながっているかを関連図表として分かり易く示している。

- ・ステークホルダーとのエンゲージメントから示唆を受けた点を記載し、経営に活かしている。サステナビリティのあり方については、リスクの特定、マテリアリティの特定をしっかりと行って明示している。中計の IBI21（Innovation beyond Imagination）では、定量目標として Core EPS CAGR（年率成長率）を 30%前後（2018～2021 年）としている。

- ・新薬ビジネスの各ステージ、研究、開発、製薬、マーケティング、メディカルアフェアーズ、安全性、信頼性、知財などの領域において、各々 SWOT 分析を行って中身を示している。新薬開発の進捗についても丁寧に説明している。

- ・知りたいことがほとんど網羅されており、計画に対して実績もついてきている。統合報告という点では圧倒的な完成度で、素晴らしい。

- ・日立製作所は、社会イノベーション事業の加速を軸に、5つの事業領域（IT、エネルギー、インダストリー、モビリティ、ライフ）でソリューションの提供を目指す。それらに横軸で、Lumada（ルマーダ）のユースケースを取り入れている。

- ・グローバルな競争力の確保では、グローバル人材マネジメントが進展していることを強調し、収益力向上に向けた経営基盤の強化も大いに図っている。

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。

・事業セクターごとに価値創造ストーリーを語っており、分かり易い。リスクと機会の把握では、気候変動、情報セキュリティ、安全・衛生・健康にも十分配慮している。

・オムロンでは、山田 CEO が「選択と分散」を強調した。選択と集中ではなく、複数の事業の柱をしっかり作っていく分散型経営でコロナショックを乗り切っていく。

・近未来をデザインした上で、事業創造モデルの構築を目指しており、COVID-19 への対応を踏まえながら、社会的な課題と事業ごとのニューノーマルを設定している。

・統合リスクマネジメントを明示して、サステナビリティへの取り組みでは、事業部別の内容とともに、人材、環境、SCM、情報セキュリティなどについても力を入れている。とりわけ、人財マネジメントを重視し、TOGA（社員による社会的課題への提案）活動もユニークである。

・TCFD への対応もしっかりしている。マネジメントの報酬では基本、賞与（短期）、中長期の比率を 1 : 1 : 1.5 と開示しており、望ましい比率といえよう。

・三菱ケミカルホールディングスは、小林会長が創案した KAITEKI 価値をベースに、MOS（戦略）、MOT（技術）、MOE（経済）の 3 軸経営を長年展開している。

・KAITEKI 価値をきちんと数量化して測り、その改善に力を入れている。2030 年に向けて、「KAITEKI VISION 2030」を策定し、2050 年のビジョンも構想している。

・4 月に新社長ジョンマーク・ギルソン氏が就任した。中期計画 APTSIS（アプトシス）25 では、2021~22 年度を Step1、2023~25 年度を Step2 として、まずはコロナ禍を乗り切る 2 年計画をスタートさせた。DX を活用する DX グランドデザインも本格化する。2 年後に次の 3 カ年は策定する方針である。

・日立は、グローバルな競争力の強化に新たな施策がほしいところであったが、今回、大型の M&A が動き出そうとしている。オムロンではビジネスモデルの進化に、次の飛躍がほしいところである。三菱ケミカルは、社長交代を踏まえて、どのような新経営計画が打ち出されるか。ポートフォリオの見直しも踏まえた新ビジネスモデル（BM2）への展開に注目したい。

・BM2 の確立という点では、中外が優れており、日立、オムロン、三菱ケミカルという順で本レポートは、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。

あろう。BM2の構築に向けた戦略遂行という点でも、同じ順位であろう。もっと知りたいという項目では、中外のDX、日立、オムロンのイノベーション、そして三菱ケミカルの新社長の新しいBM2があげられる。

・投資魅力という点で、企業価値を創造するパワーを見ると、中外、日立、オムロン、三菱ケミカルの順であるが、これから変化する糊代でみると、逆の順番になろう。これは現時点における筆者の主観的評価であるが、今後とも次の一手を見ながら、統合報告を投資判断に活かしていきたい。

### 投資魅力の比較～NTTデータ、日本ユニシス、MS&AD、三井住友トラスト

・日経アニュアルリポートアワード2020で、14社が優秀賞を受賞した。その中から興味のある4社をピックアップして、投資対象として比較してみた。エヌ・ティ・ティ・データ（NTTデータ）と日本ユニシスは情報システム関連、MS&ADインシュアランスグループホールディングスと三井住友トラスト・ホールディングスは金融関連である。

・これらの4社を定性的にどのように比較するのか。業種も違えば、事業内容も異なる。企業規模の違いもある。財務データで横比較するというのはすぐにできそうだが、数字を並べても、その意味するところをすぐに理解するのは難しい。

・まずは、統合報告書を読んで、すでに知っていることは確認に留めて、これは自分にとって新しい、何か興味深いという内容を抽出していくと、関心を持って大局的に目を通すことができる。そうしながら投資対象として候補になるかどうかをみていくと面白い。

・NTTデータは、親会社のNTTが株式の54%を保有している。親子上場であるが、子会社固有の魅力はどこにあるのか。

・NTTデータの10年後の目指す姿はTrusted Global Innovatorにある。本間社長はITサービスのデザイン思考を強調する。CX（カスタマーエクスペリエンス）、UX（ユーザーエクスペリエンス）を取り込んで、インフラとしてのITではなく、現場で活用できるサービスを目指す。

・グループ共通の価値提供モデルを「4D Value Cycle」においており、Design（企画）、Develop（構築）、Drive（運用）に加えて、Discover（最適な技術を取り入れる目利き）を重視する。

---

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。

・Global Top 5 入りを目指して、2025 年までにその目途をつけようと、M&A には引き続き力を入れていく。Growth (成長力) と Earnings (稼ぐ力) をつけるには、Transformation (変える力) と Synergy (連携する力) が必要であるとして、これらの 4 つの力を GETs と名付けている。

・今持っている経営資源をベースに強みを明らかにし、さらに備えるべき目標を明示して、新しいアセット (資産、経営資源) を作っていかうとしている。

・海外子会社 (米国 8 社、欧州 4 社) をベースに、グローバルデジタルオフリングがどこまで実行できるか。マーケティングとテックを活かして、新しいプロジェクトを推進していく。

・ESG 経営では、イノベーション、人財、セキュリティ、環境、ガバナンスに力を入れている。2020 年 6 月に、監査役設置会社から監査等委員設置会社に移行してだが、ここでは 5 つの変化を強調した。

・①監査担当の意見が議決権に反映され、社外取締役が 3 分の 1 以上となった。②必要なら、指名、報酬への意見を株主総会で述べるができる、③内部監査との連携が大幅に強化される、④これらによって、取締役の監督機能が強化される、⑤ひいては、海外の子会社や投資家からみた時、取締役会の役割が一段と分かり易くなったという。

・日本ユニシスは有力なシステムインテグレータであるが、コーポレートステートメント (企業の目指す姿) として、「Foresight in sight」を掲げている。社会的課題と顧客のニーズについて、先見性を発揮して洞察し、それを見える形にしていくという意味を込めている。

・価値創造の注目領域として、1) ネオバンク (新しい地域金融)、2) デジタルアクセラレーション (デジタルビジネスパートナー)、3) スマートタウン (新しい暮らし)、4) アセットガーディアン (老朽公共インフラの見守り改善) をあげている。

・平岡社長は、社会的課題の解決に、デジタルコモンズを追求すると強調する。社会の未稼働財 (未稼働資産) をデジタルで活用し、社会的価値と経済的価値の向上を目指す。ビジネスモデルの変革でワクワクする未来を作ろうとしている。

・三井住友トラスト・ホールディングスは、住友、三井、中央の 3 信友銀行が合併し、傘下  
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。

に日興アセットマネジメントも有する。信託とは、①貯める・増やす（資産形成・運用）、②守る・活かす（資産管理・活用）③つなぐ、ゆずる（資産継承）、④役立てる（社会貢献）、を担い支えていく。

・大久保社長は、トラストバンクならではのサービスを個人、法人、投資家に提供していくと語る。三井住友トラストは、年金受託、投信受託、不動産証券化受託、証券代行、遺言書簡保管（遺言信託）、資産流動化信託受託などで、No.1 である。

・新たな成長領域として、1) プライベートバンキング（ウェルスマネジメント）、2) 資産形成層（職域でのライフプランニング）、3) イノベーション企業との取引、4) 資産運用ソリューションの深化・拡大を図っている。

・サステナビリティの推進では、金融包摂（インクルージョン）、TCFD(気候関連財務情報開示)とともに、RAF（リスク アペタイト フレームワーク）に力を入れている。これは、リスクキャパシティの範囲内で、リスクアペタイト（進んで受け入れるべきリスクの種類と総量）を決定するプロセスと、その内部統制の仕組みである。

・MS&AD インシュアランスグループホールディングスは、損保、生保、海外保険、金融サービス、リスクサービスの5つをビジネス領域とする。原社長（グループCEO）は、世界トップクラス入りを目指して、中計 Vision21 を推進している。

・価値創造ストーリーとしては、①リスクを見つけ伝える、②リスクの発現を防ぎ、少なくとも、③リスクが現実となった時の負担を小さくする、という点から将来のビジネスモデルを語る。中期計画の後半では、サステナビリティをCSV(Creating Shared Value：共通価値の創造)で追求し、先進的なDXで多様化を統合し、プロとしての生きがい求めつつポートフォリオを変革していく。

・イノベーションとしては、1)RisTech、2) テレマテック、3) サイバーテックで変革を図っていく。社会的課題のソリューションをCSVで実行しようとしている。実際、新しいリスク、事故のないモビリティ、一人も取り残さない支援などに応用しようとしている。

・グループ内のサステナビリティコンテストでは、世界初のリアルタイム被害予測 Web サイトが表彰されたりしている。

・これら一見異質な4社を、1) マネジメントのリーダーシップによる経営力、2) 事業のイ

---

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。

ノバージョンによる成長力、3) 業績変動のリスクマネジメント、4) サステナビリティを支える ESG、という観点で評価すると、筆者にとっての評価順位は、MS&AD、三井住友信託、NTT データ、日本ユニシスの順であった。

・これは今回の主観的評価であって、これから各々の企業をより関心を持ってフォローしていきたい。将来のビジネスモデルに確信がもてた時には、株主として参加したいと思う。

### ポストコロナのDX～ショーテッジの克服に向けて

・6月に日経と総務省主催で、「世界デジタルサミット 2021」が催された。その中の講演や対談を聴いて、今後の投資環境を考える上で参考になりそうな点をいくつか取り上げてみたい。

・テーマは、「ポストニューノーマル～レジリエントな社会を目指して」であった。レジリエンスとは、しなやかな強さ、復元力という意味で、突然の変化への対応力が優れていることを指す。

・日本は、かつてモノづくりで世界の先頭を走ったが、IT を使いこなすという点では遅れをとってきた。デジタルテクノロジーを活かす先進的な企業は存在するし、それを支える電子部品分野でも世界に誇れる企業は多い。

・しかし、今回のコロナショックで、デジタルが使い切れていないことがはっきりした。とりわけ、医療、教育、行政などの分野で遅れが目立ち、世代間、地域間のデジタル格差も制約となった。

・やるべきことははっきりしており、政府の成長戦略「骨太の方針」でもDXを強力に推進する。電子政府をリードするデジタル庁は9月にスタートする。5Gに続くBeyond 5G、つまり6Gについても、R&Dを官民あげて展開する。

・方向は分かるが、うまくいくのか。世界からみて遅れを取り戻せるのか。グローバルに躍進する企業がどんどん出てくるのか。期待は大きいですが、懸念も拭えない。

・アーム (Arm、英国、半導体チップのソフトウェア開発) のCEOであるサイモン・シガース氏は、DXの質的向上はこれからであり、やるべきことが山のようにある。よって、モバイル向けを中心とした半導体チップの将来について全く心配していない。

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。



・クラウドは拡大し、オフィスのDXもポストコロナでさらに高度化してくる。いたる所で監視ニーズが高まり、需要が増えてくる。半導体チップについて、コロナ前は需給が一定のバランスを保っていたが、現在は需要が指数関数的に供給力を上回っている。

・いずれ供給力は追いついてこようが、供給拡大のための投資については、その回収が読めることが重要である。過剰投資になって、需給バランスが崩れることを供給サイドは常に恐れる。だが、今は将来に対して楽観的であるという。リモートニーズが圧倒的に増えてくる。EVも大きく伸びてこよう。インテリジェントなICチップが必要になってくるので、投資はいたる所で拡大するとみている。

・一方で、地勢学的リスクが高まっている。ICチップをどこで生産するのか。主要な国々は、自国に生産拠点を確保したい。台湾、中国依存では困る。米国もECも日本も、自国で一定のICチップ拠点を確保したいと考えている。SCM(サプライチェーンマネジメント)において、分散化とそのコストをどのように克服するかが問われている。

・シガース CEO は、DXの高度化がさまざまな組織の管理と、迅速な意思決定に必須であると強調する。この点で、3つの変化に着目したい。第1は、コンピューティングの量が拡大する中で、エネルギー効率の向上が不可欠である。さもないと発電コストや環境負荷が大きな制約となる。

・第2は、次の10年をみると、省エネと安全(セキュリティ)に対応した商品が決定的に重要で、コンピューティングのソリューションをAIで解決していく必要がある。

・第3は、そのための戦略として、アームはエヌビディア(NVIDIA、画像ICチップメーカー)に買収されることに同意した。ソフトバンクグループ(SBG)が2016年にアームを買収したが、これによって大型の長期投資が実行できた。これは非上場となったおかげであり、孫氏もその経営を認めてくれた。SBGはエヌビディアの株主でもあるので、次の展開も期待できよう。

・エクイニクス(Equinix、米国)のCEOであるチャールズ・マイヤーズ氏は、データセンター(DC)のインターコネクション(相互接続)を強調した。エクイニクスは世界最大のDC企業である。コロナによって、リモート(Zoom、Webex、Teamsなど)が伸びた。これにもDCが必要である。エクイニクスは、GAFAにもNTTにもサービスを提供している。

・DCのインターコネクションは、血液のようなもので適切にスムーズに流れないと役割を

---

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

果たすことができない。つながりが大事で、ストレージしつつ、リアルタイムに使うことが拡大している。リテールでも、ゲームでも、工場でも、交通でも、リアルタイムでの流れがカギを握る。5Gの普及でインターコネクションが益々重要になってこよう。

・パブリッククラウド、プライベートクラウド、そしてエッジのつながりに向けて、投資はさらに必要になってくる。マイヤーズ CEO は、1) 日本の企業は世界のニーズを知って、グローバルにデジタル化を進め、そして、2) 新しいテックを取り入れてそのペースを速めることが必要である、と強調する。

・今後の課題として、1) DXは誰もがやろうとしているので、いかに俊敏に信頼性を持って、サービスを提供していくか、2) ハイブリッドクラウドを統合していくアプリをうまく生み出していけるか、3) インフラの分散化を的確に遂行できるか、という点を挙げた。

・エクイニクスは26カ国で事業を展開するが、日本ではまだトップではない。アジアのシェアを高めると共に、日本でもNo.1を目指すべく戦略を打ってこよう。

・NTTの澤田社長は、社会の脅威として、①パンデミック、②自然災害、③安全保障、④エネルギー、⑤食料、⑥経済の6つをあげた。これらに、いかに立ち向かうのか。

・実際、ワクチンの自国開発・生産が必要である。米中などに有事が生じた時のサプライチェーンマネジメントが問われる。日本は再生エネルギーで相対的に不利なポジションにいる。経済的な停滞で、この20年、日本は相対的に貧しくなっている。これらの対応には、分散型ネットワーク社会の形成がカギである、と位置付ける。

・NTTグループの新しい経営スタイルとして、澤田社長は、1) クラウドベースのゼロトラストシステム、2) 事業プロセスのDX、3) リモートワークインフラで職住近接、4) 組織の地域分散、5) 人材のダイバーシティとジョブ型人事制度の導入、6) 情報インフラの地産地消、を強力に推進すると語った。

・KDDIの高橋社長は、コロナ禍によって、ライフスタイルが変化し、価値観も変化しつつあるとみている。フィジカル空間がメイン、サイバー空間がサブではなく、サイバー空間がもう1つのメインになってきた。コロナによって社会的課題が浮き彫りになり、SDGsへの貢献がどの組織においても問われるようになった。その解決には、通信テクノロジーの革新とDXの推進がカギを握っている、と強調した。

---

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。

・DXとは、ITの言い換えではなく、1) BM（ビジネスモデル）の変革であり、2) つながり続けることであり、3) リカーリング（継続循環的）な価値と収益を作り出すことである、と高橋社長は語る。

・例えば、①トヨタとの「つながるクルマプロジェクト」、②JR東日本との「空間自在プロジェクト」、③MICINによるオンライン診療、④ローソンとの食品ロス削減に向けた個店単位の1to1マーケティングなど、さまざまな取り組みが始まっている。

・KDDIは、「NEXTコア」として、通信、IoTで事業ドメインの拡大を目指す。1) コーポレートDX、2) ビジネスDX、3) 事業基盤DX、によって、スマートワークにおける働き方のデータ可視化、BMに効くデジタルゲートやデジタルデザインの推進、サイバー空間のライフスタイルへの応用を目指す「リサーチアトリエ」の設置、などに取り組んでいる。

・このようにDX投資は大きく盛り上がってこよう。半導体は供給不足が続く。人材も圧倒的に不足している。DXでBMの革新ができるようなマネジメント人材は限られている。こうしたショーテッジ（供給不足）にいかに対応するか。若いベンチャー企業にとっても大いにチャンスがあろう。ポストコロナの新しいDXの成長に期待したい。

### モビリティのDX 3.0とは～新たなパラダイム

・情報を運ぶモバイルに対して、ヒトやモノを運ぶモビリティをいかに変革していくか。モバイルの次はモビリティという認識のもと、事業領域は急速に広がっている。「世界デジタルサミット2021」では、この領域の議論も活発であった。MaaS（Mobility-as-a-Service：移動のサービス化）として、いかにBM（ビジネスモデル）を創り上げていくか。

・クロネコヤマトの宅配便はすでに生活に定着しているが、次はどうなるのか。最強のネットワークを作ってきただけに、次のイノベーションを進めるに当たって、既存の仕組みが制約とならないか、という懸念がある。

・ヤマト運輸は、トラックで運ぶ有人ネットとDXを駆使する無人ネットに、新たなイノベーションを起こそうとしている。顧客第一を基本に、次なる企業変革（CX）を実現するには、自前主義に拘らず、世界のベスト企業を組んでいく、と牧浦専務は語る。そのために、1000億円のDX投資を行うと決めてスタートさせた。

・クロネコヤマトは40年前に開発された商品サービスである。最適ではあるが、‘未来の  
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。

敵’がいるのではないか。R&Dを進めても、新たなD（ディスラプション：破壊）で、クロネコヤマトのBMが一気に崩されてしまうかもしれない。まずは現場でAIを活用したDXを進め、ハイブリッドな展開を開始した。

・Mobility Technologies(モビリティ テクノロジーズ:MoT)の川鍋会長は、日本交通の3代目社長である。タクシーのDXをどう進めるのか。昨年DeNAと連携して、互いの部門を切り出し、MoTを新会社として設立した。日本交通のDXではなく、タクシー業界全体のDXを推進する方針である。

・タクシー業界の売上高は、コロナ禍で4割減となったが、その中でタクシーを呼べるアプリは1.5倍へ伸びている。ベテランドライバーが流しで稼ぐ経験と勘が通用しなくなっている。今どこに客がいそうか、というデータ解析に基づくAIナビが有効になりつつある。

・ドライブレコーダの機能も充実してきた。どのようなルートを走っているか。一時停止などのルールはしっかり守っているか。どこを走れば乗車率を高められるか。こうしたところにもAIが使われ始めている。

・タクシーはヒトだけを運ぶのか。相乗りはいけないのか。コロナ禍にあって、食事を運んでもよいということになった。自転車で運べない食事を、スムーズに届けることができる。では、もっといろいろなモノを運んではいけないのか。DXによって、バイク、乗用車、トラックなどの境界が曖昧になってこよう。

・ZMPの谷口社長は、創業20年、現在は宅配ロボット(DeliRo)に力を入れている。自動運転が進みつつあるが、ロボットが路上を動いて、家庭や店舗、オフィスにモノを届けることができれば、確かに便利である。

・運転免許を返納した高齢者が、一人乗りの「ラクロ(RakuRo)」に乗って、道路を時速2km~4kmで自動運転してくれれば、これもありがたい。すでに路上実験が始まっている。

・ここで何が大事か。谷口社長は、マップが最も重要であると強調した。ロボタウンを作っていくには精密なマップが必要で、それをサポートするカメラ、センサーなども普及してこよう。

・ロボタウン構想は、中央区や、谷口社長の出身である姫路で進めている。地方創生にも役立つ。実際、ラクロで安全に病院通いができれば、利便性は大きく高まろう。

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。

・宅配ロボは人と共働する、と谷口社長は語る。人が運ぶか、ロボットが運ぶか。ラストワンマイルを担うのに、ロボットの活用は十分ありうる。また、ラクロが実用化すれば、公共サービスの間隙を埋めることができよう。MaaSの1つのサービスとなろう。

・ロボットをモビリティとして活用するには、ロボット単体では無理で、それを支える社会インフラを作っていく必要がある。地図も2次元ではなく、ビルの中もイメージして3次元にしていく必要がある。こうした社会インフラ作りを含めて、スマートタウンが形成されることになろう。

・リアルな組織に、バーチャルなサイバー空間をどう持ち込むのか。ITやDXといっても、現場に馴染まないことも多い。ヒトは保守的である。公共の自治体で働く職員、高齢の住民にとって、新しいデジタルサービスの導入は馴染めないかもしれない。

・ZMPの谷口社長は、地域を巻き込んでいくには、自治体のトップと徹底的に話し合う。どういう町にしたいかという点を突き詰めていくと、新しい発想との共通点が見えてくるといふ。

・旅客運送業は半分IT業界になってきた。会社もIT企業に変身していく必要がある、と川鍋氏は強調する。顧客に便利で、働き手にも優しい仕組みを開発していこうとしている。

・MoTの川鍋社長は、日本交通とDeNAではそもそも文化が全く異なる。合併で新会社を作った当初、互いに馴染まない面もあった。ところが1年を経て、何が社会的課題かという点を突き詰めていくと、PMI(統合後の経営)が一気に融合に向かい出したという。共通課題のソリューションを通して、新しいアプリやサービスを作り、それが融合の糧となっている。

・日本のDXの課題と何か。海外に比べてスピードが遅い。コロナ禍でスピードアップが図られているが、まだまだである。①最速でやる、②数多くやる、③やってみると当たり前になる、というのが成功パターンのようなのだ。

・その逆もある。そもそも腰を上げない。PoC(概念実証)ばかりで実践に入らない。試みにやってみても、事業としてのサステナビリティ、マネタイズを十分描けない。ここに格差が生まれる。

・NRI(野村総合研究所)では、DX1.0をプロセス改革、DX2.0をBMの変革、DX3.0をパラ  
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。



ダイム変革、と名づけている。現在多くの企業は、業務プロセスの変革ではなく、BM（価値創造の仕組み）の変革が問われている。今ここへの挑戦でしを削っている。

・その先がある。DX3.0は、パートナーと社会的課題の解決に取り組む大型のDXである、とNRIの此本社長は語る。モビリティの世界はグローバルに一大変革期を迎えている。既存業種新業態への脱皮に大いに注目したい。

### EVのインパクト～Beyond Mobility への期待

・EV（電気自動車）の普及が本格化しつつある。①社会性、②技術力、③市場性、という3つの視点からみて、今後どうなるであろうか。

・筆者は若い時、自動車アナリストであった。いろいろな車に試乗して将来予測を行った。1970年代の石油ショックを契機に、省エネがテーマとなり、小型車がブームとなった。同時に、車社会が排ガスをまき散らすので、排ガス規制も逐次強化されてきた。

・燃費と排ガスを克服しつつ、移動を楽しみ、生活の糧にすることが当たり前になった。カッコいい乗用車や、実用的な商用車がイノベーションによって生まれてきた。しかし、当時の電気自動車は黎明期にあつて、実用化には程遠かった。バッテリーの性能が問題外に低く、モーターも全く不十分であった。例え量産したとしても、コスト以前に性能で対抗できなかった。

・あれから30年、何度かの試行錯誤を経て、EVは新たなブームになろうとしている。今回は間違いなく伸びそうである。「世界デジタルサミット」で、日産自動車の星野朝子副社長は、Beyond MobilityとしてのEVを強調した。日産はリーフでEVに先鞭をつけ、10年で50万台を販売した。

・EVはゼロミッション、つまり排ガスのCO2やNOXはゼロであるが、カーボンニュートラルでは、車や電池を製造時、走る時、処分する時も含めて、ゼロにもっていく必要がある。EVは、ガソリン車の2倍以上のCO2を製造工程で出す。一方で、EVが長い距離を走行すれば、ゼロエミッションとして、製造工程の排出分をカバーすることができ、有利になってくる。

・同時に、事故を起こさないこと、死亡事故ゼロも大きな命題である。走る情報通信機器として、センサーを駆使して事故を防ぐことが期待される。

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。



・もう1つ、EVは走る蓄電池としての役割も有している。災害時に、避難場所や老人ホームなどにおいて、EVのバッテリーから電気をとることができる。家庭においても、非常用電源の1つとして有力な道具となりうる。

・Beyond Mobilityとは、クリーンな移動手段としてだけではなく、電気を貯める役割にも着目して、EVを活用していこうものである。Beyond Mobilityが新しいニーズとして、社会インフラに組み込まれよう。

・EVの普及で、日本は遅れをとるのか。欧州は、かつてガソリンよりもディーゼルの燃費を優先したが、環境への配慮からEVシフトを一気に進めようとしている。補助金を出し、インフラ整備を進め、エコ教育にも力を入れている。米国ではテスラのようなとんでもないベンチャーが登場してきた。

・自動車メーカーは、今モビリティ（移動）を提供する会社に変身しようとしている。世界的にも、新しい競争相手が続々と出ている。中国でもIT企業が参入しようとしている。EVの販売価格も下がりつつある。原価の中で大きなウエイトを占めるバッテリーのコスト低減が進んでいることによる。

・日産自動車の新型EVアリアの予約は好調である。但し、生産能力に制約があるので、すぐに急拡大はできない。星野副社長は、テスラのイーロン・マスク氏はカリスマ的であるが、EVの技術という点では日産のライバルとみていない。日産はブランドを回復できるか。ワクワクする新車が出せるか。そして、主力の世界市場で戦っていけるか。星野副社長の役割は一段と重要になる。

・では、EVシフトはどこまで進むのか。自動車大国日本はその地位がキープできるのか。NRIの株主総会後の経営報告会で、この点について、シンクタンクとしての分析と予測を示した。

・EVでは、今や中国と欧州がリードしている。カーボンニュートラルは、CO2排出をEVのライフサイクルを通して評価する必要がある。そうすると、EVは必ずしも優等生ではないと指摘する。EVを製造する時の電力消費が課題であり、再生エネルギーがどこまで使えるかによって、大きな差が出てくる。

・再生エネルギーが十分に使えないならば、ハイブリッド車の方がまだましであるという意見も出てくる。2030年で再生エネルギーを30%以上使えるならば、EVの方が望ましいとい

---

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。

う見方ができる。欧州、中国、北米は、それがクリアできそうだが、日本を含むアジアの条件は不利である。

・ユーザーはEVを購入するのか。NRIのアンケート調査によると、若い人のEV関心度は高い。では、EV化がどんどん進むのかというと、必ずしもそうはならない。バッテリーが引き続きネックとなる。再生エネルギーの利用に制約があり、主力のLiB（リチウムイオン電池）のリチウムなど希少金属の資源にも制約がある。

・それでも、グローバルにみて2030年には新車の15~20%がEVになり、その市場規模は2000万台になるとNRIでは予測している。2020年の200万台強に対して10倍規模で、年率26%の高成長となろう。

・EVシフトが進むと、エンジン回りの部品がいらなくなる。バッテリーとモーターの性能にもよるが、EVの部品点数はエンジン車の3分の2になる。新しい電気部品には大いにチャンスがあるが、従来のエンジン関連部品は減ってしまう。

・EVを日本で生産して世界に輸出できればよいが、EVの部品を輸入に頼るようだと、自動車産業は縮小が余儀なくされよう。EV産業は、従来の垂直的産業構造から、水平分業的な産業構造へ大きくシフトしよう。

・EVの普及に日本はどう取り組むのか。いくつかの課題がある。まず、エネルギーインフラで、再生エネルギーの比率を上げていく必要がある。次に、国の立地からみて風力などに不利な面があるので、それをカバーするために、エネルギーマネジメントを一段と強化することが求められる。

・さらに、電池の有効活用という点で、蓄電でイノベーションをリードしていく必要がある。従来のモノづくりという視点ではなく、EV社会を見据えて、日本の強みを活かすプラットフォームを構築してほしい。

・中国も欧州も、自国の電池メーカーの育成に力を入れている。日本は国内市場だけでは、規模が小さい。ボリュームを確保し、ハイブリッド部品を活用し、EVインフラを輸出していく戦略的対応が重要となろう。

・EV用電子部品はグローバルに成長する。ここに強い日本企業はいくつもある。これを超えて、EVプラットフォームで世界に対抗できるか。トヨタを始め、有力企業の挑戦はすで

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。

に始まっている。Beyond Mobility に大いに期待したい。

### 感動への共感〜ソニーのバリューチェーンはいかに

・コロナ禍にあって、どの世界でもリアルとバーチャルのあり方が問われた。体験価値はやはり生でなくては、いやいやサイバー空間でも十分共感できるなど、場面によってさまざまな意見があろう。

・ライブ会場においても、デジタル技術は活用されている。リモートのデジタル世界で、音楽、演劇、スポーツがどこまで楽しめるだろうか。臨場感が高まってくれば、その価値に価格がついてこよう。

・生のライブ公演と同じように、例えば1回1万円が支払われるようになれば、エンタメ業界は復活し、再び成長産業となろう。先端デジタル技術を活かしたサービスのあり方が問われている。

・ソニーグループが見事に復活した。6月の世界デジタルサミットで、ソニーの前社長平井一夫氏の話聴いた。1984年にCBS ソニーに入社し、エンターテインメントの世界でビジネスをやってきた。まさかソニーのマネジメントを担うとは思わなかったと話す。

・2012年に社長になった時、長年の本業ともいべきエレクトロニクス事業が苦しくなっていた。平井氏はソフトの分野で育ってきたが、実はハードには子供の頃から親しんできた。苦境の頃のソニーのエレキ商品には魅力がなく、自信の無さが商品の出ていると感じていた。では、どうやってこの溝を埋めていったか。

・ソニーのミッション、ビジョン、バリューは「感動にある」と社員に語った。しかし、それだけでは誰も聞いてくれない。そこで、とにかく社長を特別扱いしないでくれ、と要請した。

・社員食堂ではVIPルールではなく、社員と同じ席で食事をするようにした。ホテルに泊まると、ソニーのTVが置いてある。よくみると、その時だけ運び入れたらしい。こういうことを、1つ1つやめさせたという。

・力を入れたのは、社員とのタウンホールミーティング（対話集会）である。月に1〜2回、30〜40代の内外の社員と、10人くらいで弁当を食べながら対話した。これを社長の間、6年

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。

間行った。社員に問題意識はある。アイデアはある。情熱はある。これを感じたので、方向を示せばターンアラウンドできる、と確信したと話す。

・赤字に陥って経営状況がよくないと、何もかもが抑え込まれる。アイデアを吸い上げても実行に移さなければ、誰も信用しない。エンジニアをいかにエンカレッジするか。いいものは商品化すると決めて、実際「100 インチ 4K」の商品化は社長直轄にした。こうしたことを通して、実現へのスピードをみせる必要があった。

・平井氏は、「異見」を大事にした。異見とは、異なる見方である。イエスマンはいらない。ベストアプローチはマネジメントチームで探す。社長がすべてわかっているわけではない。知ったかぶりをしても、まわりには分かってしまう。素直に教えてもらった方がよい。

・もう1つ、平井氏は、「肩書で仕事はしない、人格で仕事をする」と強調する。上がこうしろと言えば、下は少し仕事をするとしても、リスペクトしていない上司に対しては頑張れない、という意味である。

・社員 11 万人のモチベーションをいかに上げるか。その場を作ることがマネジメントの役割である。リーダーは IQ よりも EQ を重視して、モチベーションを引き出す。これはリーダーしかできないと実感した。

・では、異見を出す場は、どのように作るのか。まず、自分からはしゃべらない。意見を出してもらおう。じっと待つ。いいアイデアは、自分の考えと違って採用すると覚悟する。その上で、議論して決める。その責任は社長がとる。責任を取らないとみられたらおしまいである。これを 6 年間やって、ようやくソニーのカルチャーになってきた、と語った。

・2018 年に社長を退任した。現在はシニアアドバイザーであるが、マネジメントには一切関わっていない。子供たちの貧困を支えるためのプロジェクトに、意欲的に取り組んでいる。

・この平井氏の後を継いだ吉田 CEO の経営方針説明会を 5 月に聴いた。ソニーのパーパス（存在意義）は、感動を届けることにあり、これを軸に、エンタメもライフプランもつなげていく。

・人々に寄り添って、テクノロジーを活かして、クリエイティブなコンテンツで、コネクティブを実現する。現在 1.6 億人と繋がっているが、これを 10 億人に広げると宣言した。

---

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。

・平井氏が社長になった翌年、吉田氏は当時のソネットから本社に戻ってきた。子会社に12年いて、その社長を6年務めた。インターネットとエンタメの会社であるソネットのトップとして、経営をリードしてきた。本体に戻ってCFOを担ってきたが、いわゆる財務専門ではなく、事業経営が分かるCFOであった。後継のCEOに就いたのも自然であった。

・平井路線の「感動を人々に」は継続している。吉田CEOは、再生への道のりを振り返って、1) 規模は追わず、プレミアムに徹する。2) エレキのリストラでは、PCはやめて、TVは分社化、モバイル継続して黒字化にもっていった。3) 半導体関連はCMOSに集中した。4) ソニーフィナンシャルを100%子会社化した。5) この間、プレステは10倍に成長した。

・営業C/Fは、0.6兆円から2.6兆円へ拡大し、フリーC/Fはプラスに転じた。時価総額はボトムの1兆円が14兆円となった。今後も2兆円規模の投資を続けていくと明言した。

・ソニーグループは、パーパスを軸に、価値創造に邁進する。クリエイターを育て、ユーザーから選ばれて、人々に近づく。感動をバリューチェーンにして、シームレスに届けていく。①エンタメ、②サービス、③モバイル、④ソーシャルなど、さまざまな場面がある。

・カギは、1) クリエイティビティ、2) テック、3) ワールドにある。クリエイティブな作品はジャンルを超えていく。映画のコンテンツが、ゲームになり、TVでシリーズ化される。漫画がアニメ、TV、映画へと繋がっていく。歌はどのコンテンツでも使われる。そして、こうしたIP（知財コンテンツ）を米国市場から世界へマーケットを拡大していく。

・音と映像のテックでは、イメージセンサー（CMOS）がキーデバイスとなり、8Kの動画へと広がっていく。バーチャルプロダクションが本格化し、体験テクノロジーが次世代VRへとつながっていく。

・アニメがゲームと繋がり、モバイル、ソーシャルへと広がっていく。コンテンツの作り方も変化して、クリエイターとユーザーがプレステを通して、ソーシャルで繋がっていくことになる。

・モバイルの次のモビリティである。EVでは、車載センシングに力を入れていく。まずはモビリティの安全に貢献する。次にEVの中、EVのまわりで、エンタメ空間を広げていく。同時に、IoTが社会の生産性向上に寄与するようになる。

・一方で、このままいくと2030年には、今の消費電力と同じだけのデータセンターが必要

---

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。

になる。AI による分散データ処理、エッジデバイス化が進展しよう。ここにも新たなソリューションを見い出していく。

・このように、ソニーグループは感動のバリューチェーンで、10 億人のつながりを目指す。吉田 CEO のプレゼンは明解であった。再生を越えて、新たな成長を目指すソニーグループの次のステージに、大いに期待したい。