

ベル投資環境レポート

日本経済の展望 ～日本企業の価値創造に求められるもの～

2013年9月17日

鈴木行生

日本に今必要なものは何か。それは、インベストメントとガバナンスであろう。もっと大胆な投資をする必要がある。投資機会は広がっている。日本人中心でなくてよい。組織と人材の仕組み革新に挑戦し、成果を上げている企業が日本企業にもいろいろ出始めている。リーダーシップをもっと発揮してほしいと思いつつ、ワンマンで暴走してもらっては困る。逆に、自己の利益を優先して、リスクを取らず、リスクマネジメントができないようでは、マネジメントの資質が問われる。いい意味での緊張感をもたらすように、ガバナンスを一段と改革する必要がある。アベノミクスで、競争の土俵は広がりそうである。いかに価値を作り出すかは企業にかかっている。企業の挑戦は、投資家にとってもチャンス到来である。企業家と投資家の創発が日本の再生に結びつくように、それぞれの立場で実践したい。

アベノミクスはコンフリクトにどう折り合いをつけるか

日本経済は、景気刺激と円安で回復色を強めている。2013年度はいい方向に向かう。その効果で、2014年4月からは消費税が引き上げられよう。しかし、その分物価は上がるので、成長率にはマイナスに響く。3%の税率アップのうち、2%分は何らかの減税で、緩和措置をとるといふ。デフレ脱却を優先しようという姿勢の現れである。

日本の企業にとって重荷になっていた6つの制約、6重苦について考えてみる。1つ目の円高は、デフレ脱却に向けた金融緩和期待で、円安に方向転換した。日本の金融緩和は、4月から大幅に緩和された。デフレ脱却に向けて、CPIのターゲットを2%に上げると、政府と日銀は合意した。

2つ目は、電力エネルギーについて、原子力発電所を実際に動かせるかどうかである。原子力発電なくして、日本の安定した電力供給は賄えない。今後2年の間に、原子力発電所をきちんと動かせるだけのリスクマネジメントができるかどうか重要である。現状では、放射能を含む汚染水の処置すらコントロールできているとは思えない。東京オリンピックの決定に当たって、9月8日に安倍首相が事故のコントロールを明言したのであるから、原発事故の収束にむけて速やかな対応が求められる。

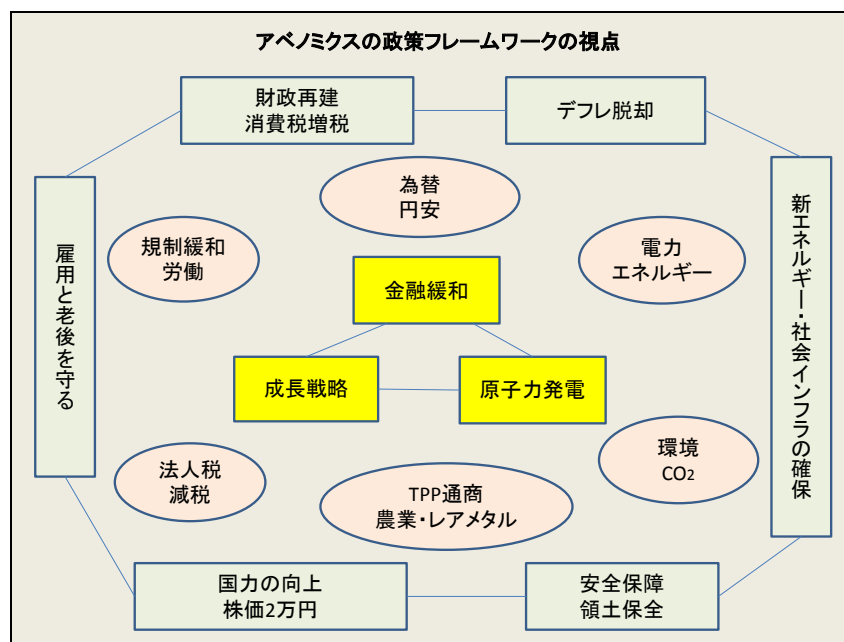
本レポートは、独自の視点から書いており、基本的に会社側の立場に立つものではない。本レポートは、投資家の当該企業に対する理解促進をサポートすることを目的としており、投資の推奨、勧誘、助言を与えるものではない。内容については、担当アナリストが全責任を持つが、投資家の投資判断については一切関知しない。本レポートは上記作成者の見解を述べたもので、許可無く使用してはならない。

3つ目は、TTP(Trans-Pacific Partnership)である。日本は貿易立国であり、投資立国を目指している。不利だからといって、市場を閉ざすことはできない。誰にとって不利なのか。今の既得権益をもっている人々にとっては不利であるが、TPPに入ることによって有利になる人々もいる。大事なことはビジョンとフィロソフィーをしっかりとって、国民に語ることである。日本の農業はあと10年もすれば本当に後継者がいなくなる。新しい農業を作る必要があり、そこにイノベーションの余地は大きい。

4つ目の環境問題にはどう対応するのか。京都議定書でCO2を6%削減すると宣言したが、その後、元首相が-25%を言いだし、国際公約とみなされた。とても無理だ。CO2には取り組んでいくが、もう少し現実的な対応が必要である。

5つ目の法人税減税はどうか。日本の法人税は高い。給与や雇用を増やすと、それに見合っただけで法人税を減税するというインセンティブが具体化しつつある。投資減税、R&D減税、人材開発減税などいろいろな手は打たれていこう。

6つ目の規制緩和はどうか。労働市場をさらに自由化する必要がある。日本の20歳の若者は100万人。半分の50万人が大学に進学しているが、大学を出ても十分な仕事がない。これでは社会保障を支える人材にはなりえない。先進国ではどこも同じような状況かもしれないが、事態は深刻である。雇用を作る会社がいい会社である。企業の活性化が何としても必要である。

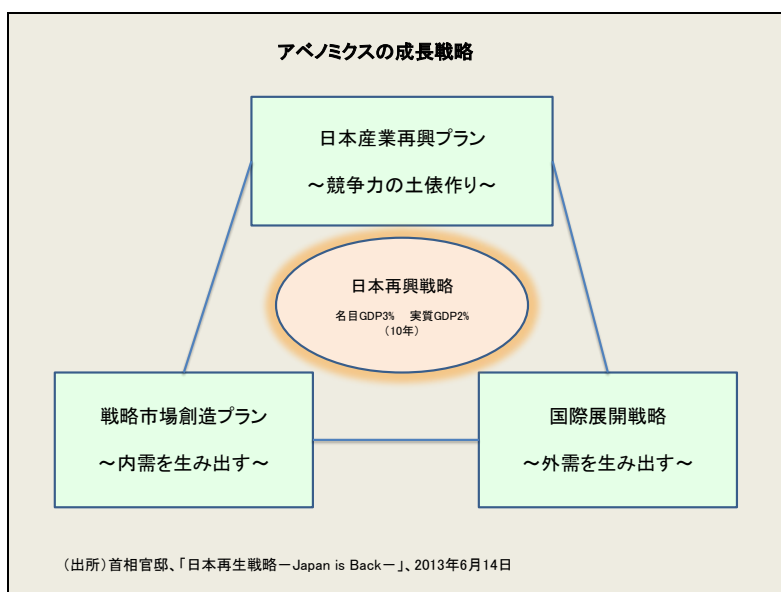


安倍首相は、これらの課題に手を打ち始めた。市場の期待は、ホップ・ステップ・ジャンプのうち、まだホップの域にあるといえよう。

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。

アベノミクスの成長戦略は何か。その領域については、既にはっきりしている。問題は実行力である。①環境・エネルギー（グリーン・イノベーション）、②健康・医療・介護（ライフ・イノベーション）、③アジア経済成長の取り込み（アジア・イノベーション）、④観光・地域活性化（ツーリズム・イノベーション）、⑤科学・技術・情報通信（ST・ITイノベーション）、⑥雇用・人材教育（ワーキング・ヒューマンキャピタル・イノベーション）、⑦金融・投資（フィナンシャル・インベストメント・イノベーション）、⑧中小企業戦略（SMEイノベーション）、⑨食農再生戦略（フード・アグリ・イノベーション）、⑩国土・地域活力戦略（アーバン・ルーラル・イノベーション）、⑪社会的課題の解決に向けたインフラ輸出（スマートインフラ・イノベーション）、⑫日本流の輸出（ジャパンテイスト・イノベーション）などである。

できるだけフィールドを大きくとらえて、その領域で何らかのイノベーション（仕組み革新）を起こそうとしているかを問いたい。民間からのアイデアはいろいろ出ているので、それを支援するようなポリシーを実行すればよい。そもそも実際にビジネスとして実行するのは企業である。国がファンドを作って、投資をしても上手くいくとは思えないが、ファンドにお金を出すことによって、民間の資金を集めやすくなる。リーダーシップをとるのは民間企業である。そうでなければ、実行力が伴わないであろう。



では、デフレ脱却はできるのか。国の政策においても、企業のマネジメントにおいても、何としてもやり切るという覚悟と実践が必要である。デフレに陥らないように手を打った国はいくつもある。今まさに日本もデフレ脱却をやろうとしている。

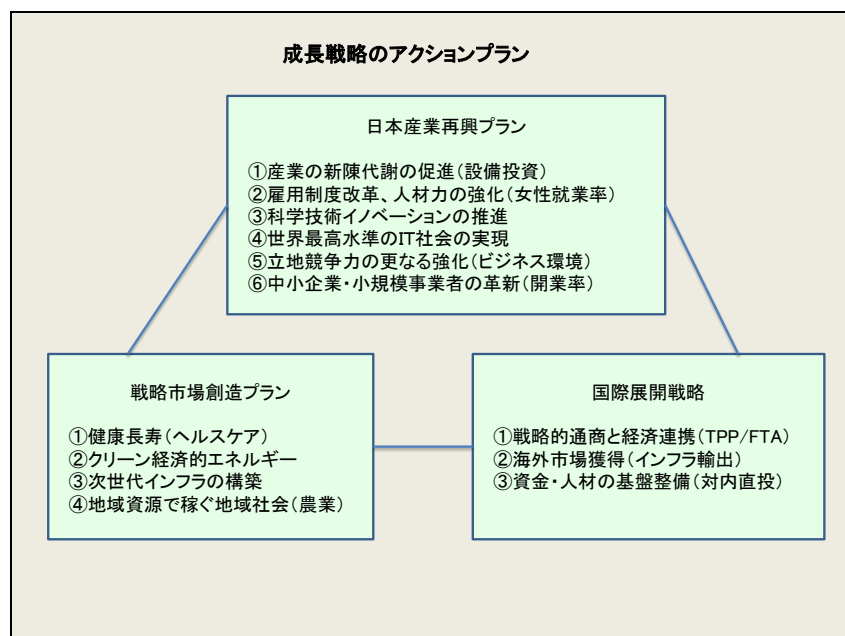
今後景気は明らかによくなる。財政政策として、景気刺激に 25 兆円のお金を使うのだから本レポートは、独自の視点から書いており、基本的に会社側の立場に立つものではない。本レポートは、投資家の当該企業に対する理解促進をサポートすることを目的としており、投資の推奨、勧誘、助言を与えるものではない。内容については、担当アナリストが全責任を持つが、投資家の投資判断については一切関知しない。本レポートは上記作成者の見解を述べたもので、許可無く使用してはならない。

から、ここから2年はプラスに働く。円安が100円で安定すれば、企業業績は大幅に良くなる。日本のGDPに占める製造業の割合は20%であるが、株式市場では40%を占める。日本がものづくりにこだわる理由はここにもある。

景気よくなることによって、消費税増税は2014年4月から実現しよう。日本の財政再建がわずかだが前進する。GDPの2倍、1000兆円の債務を抱えながらも、信用を保っているのは、個人金融資産が1500兆円あり、税で回収する道があるからである。しかし、消費税が10%になっても、財政の健全化に不十分であることは誰でも知っている。

年金、医療など社会保障は十分賄えるのだろうか。それは無理である。日本では後期高齢者を75歳からと定めているが、その75歳まで働く必要があると考えた方がよい。75歳を過ぎると病気になる人がぐっと増えてくる。医療費も金額が重くなってくる。ということは、国民は元気で健康なうちは全員働こうということである。そうでなければ、社会保障の制度など維持できるはずがない。

今の65歳以上の人は、自分にとって有利な仕組みの上にいる。これを改革するのは容易ではないが、早晩年金を減らし、何らかの社会活動をしてもらう必要性は高まってこよう。それを大変だと思わず、工夫をすればおもしろいことができるチャンスと捉えたい。



アベノミクスへの期待は大きいですが、総てうまくいくという可能性はまだ高くない。期待外れになるかもしれない。6重苦に手をうち、構造改革を進める過程では、必ず利益相反が起きる。目先の利益をとるか、将来の利益をとるか。自分の利益だけを考えるか、みんなの利益を考えるか。コンフリクト(対立)はさまざまな場面で起きそうである。

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。

株価を 2 万円にするという活動は、金持ち優遇、老人優遇なのだろうか。日本の個人金融資産 1500 兆円の 6 割以上は 60 歳以上の人が所有しているから、そういう見方もありうる。しかし、企業が元気になれば、所得が増え、雇用も増える。年金の運用も株式投資に依存しているので、原資が増える。国への税収も増えることになる。分配の前に、全体の付加価値を増やす必要があるだろう。

エネルギーに関して、原子力発電は必要であるが、新しいエネルギーの開発も必要である。メタンハイドレートへの期待は大きい。社会インフラも老朽化が始まっている。これから 30 年で公共施設をリニューアルしていく必要がある。しかし、その資金は十分ではない。つまり、前と同じような社会インフラは維持できない。新しい形でコンパクトなコミュニティを作って、そこに移り住んで省資源化を図る必要がある。ここにもスマートシティにみられるようなイノベーションを持ち込む必要があるだろう。これをビジネスとして展開する必要がある。

成長への道筋～いくつかの施策例

- ・コーポレートガバナンスの見直し
機関投資家が受託者責任を果たすための原則
日本版ステュワードシップを年内にまとめる
- ・医療、介護、予防でのICTの活用
レセプト、カルテ、介護情報をナショナルデータベースとして活用
- ・留学生を2020年までに倍増の12万人へ
スーパーグローバルハイスクールを来年後から創設
公務員、大学入試にTOEFLを導入
- ・新産業の拡大
健康寿命延伸産業、クリーンエコノミックエネルギー産業、
安心快適インフラ産業、高品質地域観光資源産業など
- ・新分野の創出
病院(医療ヘルスケア)輸出産業へ、日本流輸出産業へ、無人走行産業、
フィットネスリハビリ産業など

* 2020年東京オリンピックが決まれば、インフラ、メディア、スポーツ、観光に注目

国の安全保障はどうするのか。中国との領土問題、北朝鮮の脅威に対して、日本はどういう戦略をとるのか。日米安保、自衛強化を基本としつつ、隣国とは仲良くしていくことに限る。仲良くする仕方が日本は下手である。“怒り”が最大のリスクであるといえよう。

いずれにしても、打つ手はある。アベノミクスが確実に前進すれば、株価 2 万円が見えてくる。これはバブルではない。実態経済がよくなることの反映である。そうなるように、一人一人が努力したいと思う。

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。

“円安は株高”の次に来るもの

最近の株式市場をみると、円安と株高は連動しているように見える。1ドル80円を切るような円高局面では、日本企業の競争力が衰え、海外生産シフトが一段と進んだ。世界の歴史をみると、通貨が強くなって潰れた国はない。逆に通貨が安くなって、資本逃避とインフレに見舞われて沈没した国はいくつもある。円高のように通貨が高くなって、輸入物価は安くなり、海外旅行に行った時に通貨高が実感でき、海外企業のM&Aが割安に見えるといっても、国内のデフレが長期化するようでは、経済の元気がなくなる。

何よりも働く人々の所得が増えずに、名目では減少が続いた。我々は名目の世界で生きている。実質所得や実質GDPよりも、名目が適度に増える方が実感には合う。金利はゼロよりは下がりにくいので、従来型の金融政策では打つ手はなくなり、量的緩和を続けている。実質所得を重視するなら年金も下げるべきだが、そこには名目の原理が働いて、必ずしもそうはなっていない。

アベノミクスの効果、異次元の金融緩和策で円は100円/ドルまで戻した。これを安定化させられるかが1つの試金石である。通貨は1国だけではコントロールできない。米国、欧州、アジア（中国）とのバランスの中で何らかの均衡点を模索する。あるべき基準、望ましい水準を求めてもなかなか思い通りにはならない。

米国の景気は回復に向かっている。住宅の動きがカギを握っている。雇用の状況がよいという指標が出ると、米国の景気回復が早まるので、長期金利の上昇も連動してくる。そうすると、日米金利差上、円はドルに比べて安い方向に動く。“円安は株高”となって反応する。一方、米国景気が順調に向上するなら、大幅な量的緩和(QE3)は縮小に向かう。このテーパリングによる金融引き締めを懸念して、米国株式市場は調整する。そうすると、日本をはじめ世界の株式市場もそれに反応して弱くなる。

日本企業は、今中国からアセアンに向かっている。中国経済が発展して内需に期待できるとしても、政治的リスクと現実のコストアップが、生産拠点としての中国に見直しを迫っている。アセアンの方が親日的であり、コスト的にも安い。アセアンの中の新興勢力(ベトナム、ラオス、カンボジア、ミャンマー)も政治の安定で魅力を増している。

米国経済はしっかりしている。円安になって、日本企業の輸出採算も戻ってきた。数量的にもいい方向に向かっている。日本の潜在成長率は0.7%前後なので、これを上回る実質GDPの成長率によって需給ギャップも縮小する。

今年度はよいとして、問題は消費税が上がる来年度がどうなるか。まずは消費税を上げるとどうかである。安倍首相は慎重に判断する姿勢を強調する。増税によって、国民の実質所得にもネガティブな影響を持つので、その分だけ実質成長率は確実に下がる。

そもそも消費税を上げるというのは、国民に負担を強いることである。それを将来社会保障に活かすということで納得してもらわなければならない。本当にそうなるか、国民の不安は大きい。消費税を上げずに財政赤字が拡大するままでは、日本への信任は低下し、いずれ厳

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。

しい局面に立たされる。

日銀の経済・物価見通し ～政策委員の大勢見通し(7月時点)～ (%)			
	2013年度	2014年度	2015年度
実質GDP	+2.5～+3.0 +2.8	+0.8～+1.5 +1.3	+1.3～+1.9 +1.5
CPI(除く生鮮食品)	+0.5～+0.8 +0.6	+2.7～+3.6 +3.3	+1.6～+2.9 +2.6
CPI(消費税の影響を除く)	—	+0.7～+1.6 +1.3	+0.9～+2.2 +1.9

(注)各下段は政策委員見通しの中央値
(出所)日本銀行

2014年の海外の回復はさほど強いものではない。日本も円安になったからといって、かつてのような輸出主導の景気拡大は期待できない。欧州は今年後半から債務問題も一巡し、底入れしよう。中国は過剰設備、過剰在庫で従来のように順調にはいかない。成長率は7%台にとどまろう。

日本の最大の課題は、円安によって価格競争力が戻ったといっても、製造業の非価格競争力は相対的に落ちている。非製造業も含めて、日本企業の競争力をどのように強化していくか。ここがポイントである。過当競争に陥るのではなく、何よりも差別化していくことである。古くなった設備を単に更新するのではなく、他社と違ったイノベーションを持ち込むことである。非製造業においても、単なる出店競争や同一サービスの拡大競争ではなく、違いを出していくことである。物流も含めて新しい仕組み作りに取り組んで、他社を出し抜く必要がある。

国内の個人消費はよくなっている。今のリード役はシニアである。日銀の推計によると、60代、70代の消費性向が上がっている。資産効果が表れて、マインドが変化してきたともいえる。サラリーマン世帯の所得が増えてくるのはこれからである。その時に消費税が上がって、水をさされてはたまらないという懸念はある。

しかし、消費税を上げる環境は今しかない。前回(1997年)のようなアジア金融危機が生起することがなければ、今回は乗り切れる。局面が変わりうるのは、何らかの付随的なシ

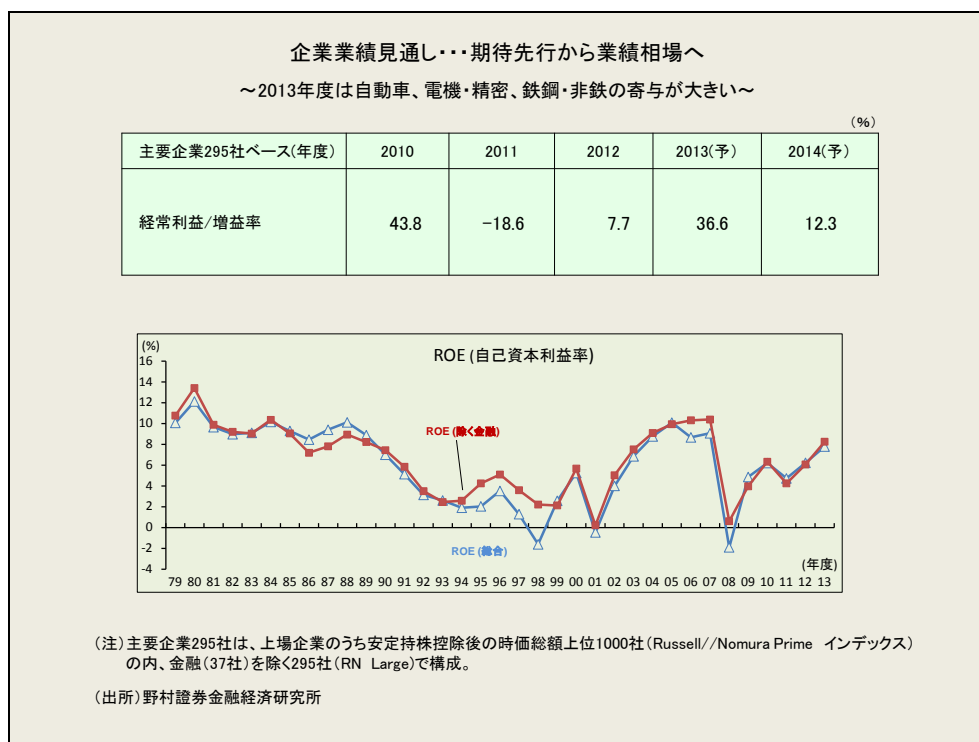
本レポートは、独自の視点から書いており、基本的に会社側の立場に立つものではない。本レポートは、投資家の当該企業に対する理解促進をサポートすることを目的としており、投資の推奨、勧誘、助言を与えるものではない。内容については、担当アナリストが全責任を持つが、投資家の投資判断については一切関知しない。本レポートは上記作成者の見解を述べたもので、許可無く使用してはならない。

ショックによって足を引っ張られる時である。その時には機動的な政策運営が求められる。

デフレ脱却はできるのか。CPI（消費税除く）の+2%達成について、日銀は強気であり、民間エコノミストは悲観的である。できそうもないことをできないとみるか、政策としてやり切るとみるかの違いである。

日本企業にとって肝心なことは、この2年間に競争力を強化することである。円安やマクロ景気刺激で一息ついて、企業の国際競争力は高まらない。長期衰退の中の小休止局面に終わってしまう。グローバル経営を推進する体制を日本国内においても構築し、力をつける企業が続出してほしい。その力を持っている企業は多い。

アベノミクスの成長戦略を、政策のサポートを受けて企業が実践していく。国内に活力が戻ってくる。日本企業の競争力、収益力が一段と高まってくる。もし日本企業の全体が力を付けてくるとどうなるのか。その局面では、再び円高になろう。これはよい円高なので、その局面では“円高は株高”という評価に結び付くはずである。円安で株高というのはまだ本物ではない。本物の競争力で勝負してほしいと願う。



中国からアセアンへ～メコン流域5カ国の中のカンボジア

一度カンボジアに行ってみたくは思っていたが、ようやく実現した。政治が安定するとどんな国でも経済が発展するのは間違いない。政治が国民を向いて、少しまともなインフラ整備を行うだけで浮上してくる。そこから大きく成長するかどうかは社会制度と起業家

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。

精神に依存する。アセアン（ASEAN）10カ国の場合は、すでに一定の枠組みができているので、さらなる発展が続くものと期待される。

アセアン10カ国のうち、メコン川の流域に広がる5カ国（タイ、カンボジア、ベトナム、ミャンマー、ラオス）は、国を超えたインフラ整備によって、メコン経済圏を形成しようと互いに力を入れている。5カ国の人口は合わせて2.4億人と、かなり多い。2015年にアセアン経済共同体が実現すると、その交流は一段と活発化しよう。そこで、メコン川を一度見てみたいと思った。

人口でいえば、ベトナム9100万人、タイ6500万人、ミャンマー6400万人、カンボジア1600万人、ラオス700万人という順である。1人当たりGDPは2012年で、中国（6100ドル）に対して、タイ（5700ドル）、ベトナム（1500ドル）、ラオス（1400ドル）、カンボジア（900ドル）、ミャンマー（800ドル）である。

中国プラス1という言葉にみられるように、中国以外のアジアの国に発展の基盤、拠点をしっかり築こうという動きが一段と活発になっている。シンガポール、香港といった都市国家型ではなく、もっと人口が多い、内需として期待できる国に進出し、成長のドライバーにしようという動きである。

中国にみられる反日感情は、アセアンにはない。タイでもカンボジアでも日本に対しては親しみを持っており、ジャパニストに対して憧れと信頼を抱いている。中国の人件費はこの10年で4倍以上になり、メコン5カ国からみても、かなり高くなっている。中国の労働人口を見ると、労働者の供給が十分できない“ルイスの転換点”に当たっているのかもしれない。

工場働くワーカーの月額給料をみると、北京460ドル、上海450ドル、深圳330ドル、瀋陽310ドルに対して、バンコク（タイ）340ドルはやや高いが、ホーチミン（ベトナム）140ドル、ビエンチャン（ラオス）90ドル、プノンペン（カンボジア）70ドル、ヤンゴン（ミャンマー）40ドルである。教育は必要だが、働きぶりからみても魅力的に見える。

メコン地域ではタイが中心国で、すでに発展を遂げている。自動車では一大生産国にのし上がっている。カンボジアなど周辺国は、賃金が安いことから地の利を活かした分業体制が一層推進されていこう。人口からみて、ミャンマーに注目するのは当然であり、日本企業は、今ミャンマーに向かっている。一方、カンボジアはタイとベトナムの間に位置するので、その地の利を生かして成長の機会を求めていくことになるだろう。

バンコクを電車で移動～ワッツのKOMONOYA(こものや)を見学

2011年3月11日に東日本大震災があったが、その年の夏にタイでは大洪水があった。チャオプラヤ川流域で甚大な被害を出した。洪水は3カ月ほど続き、アユタヤからバンコク市内まで低地の所にはかなり水が入った。アユタヤはバンコクから車で1時間半、この辺りには工場団地が数多く立地しているが、そこもかなりやられた。

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

その後復旧も1年で進み、景気刺激に向けて自動車取得への優遇策もとられた。10万パーツを戻すという期間限定の措置もとられた。これによって、自動車を初めて購入するという層も広がった。内需は好調で、景気はよくなり、失業も0.6%程度と低い。仕事はあるので、離職率も高いという。逆に言えば欲しい人がなかなか採れないし、人件費も上がっている。

2年前に大洪水となったタイのアユタヤまで電車で行ってみた。タイまでは約6時間のフライト、スワンナプーム国際空港からはエアポートレイルリンク（空港鉄道）を利用する。エクスプレスと各停のシティラインがある。シティラインは沿線の人々も普通に使っている。パーヤ・タイ駅までシティラインで27分、エクスプレスなら18分、シティラインに乗ったので、45パーツ（140円）と安い。

翌日の朝にアユタヤ（Ayutthaya）に向かう。行きは5:45発の特急に乗ることにした。帰りは9:41の普通に乗って、バンコクに11:10に着くという便を選んだ。アユタヤ滞在は2時間余りである。

行きは2等の指定席で345パーツ（1100円）に対して、帰りは普通の3等で15パーツ（50円）である。その格差に驚いた。特急車両は冷房付きながら日本のローカル電車の快速より古い。1時間15分でアユタヤに着く。帰りの電車は、昭和40年代の田舎の列車という雰囲気、窓を開けて風を入れる。15パーツは、地下鉄を2駅乗るのより安い。この沿線からバンコクへ行くことを生活の糧にしている人々が利用しているからであろう。

バンコクの中心駅であるフアラムポン駅からは地下鉄（MRI）とBTS（スカイトレイン）を使った。実に便利である。BTSから外を見降ろすと、其処ここで車の渋滞が起きている。インフラの開発が十分伴わないと、こういうことになる。地下鉄もさらに延長されようとしている。アユタヤのような郊外と都心は全く別世界である。都心の店舗見学はMRTとBTSでスイスイと移動した。

ワットタイの「こものや」（KOMONOYA、60パーツ均一ショップ）を見学した。やはり、百聞は一見に如かず、である。まず驚いたのは、日本の商品がそのまま並んでいる。これは昔見たことのある光景だ。米国の商品が英語表記でそのまま陳列してあったことを思い出した。当時何かハイカラに見えて、羨ましく思った。それと同じように日本語はわからないが、日本と同じ商品が並んでいるというのが、タイの人々には信頼と安心感を与えるらしい。タイにおける対日感情は誠に良い。タイの女性はよく働く。こものやの店長も8人中7人が女性である。タイは各週2日休でワットもそれに従っている。

60パーツ（200円）ショップは、日本でいえば、500円ショップのイメージなので、安くはないが、生活の中で普通に利用できそうなほど、タイの購買層は上がってきている、と実感した。ショッピングセンターはどこも賑やかであった。

カンボジアではドルが普通に通用する

タイのケンピンスキーホテルから空港までは30分で着く。日曜日の朝だったので、普段の半分の時間で着いた。料金は400バーツ（1300円）であった。ここから、プノンペン国際空港までは1時間余り、着いてみると、空港はガラガラ。日曜日の9時頃なので空いていた。

カンボジアの通貨はリエル（Riel）、1米ドルが3800R（リエル）、空港の銀行での交換レートだ。空港の出口に、タクシーの受付カウンターがあり、ホテルまで9ドル、いきなり領収書をくれて、これが証明書になり、ドライバーが車まで案内してくれた。

プノンペンは、ペン夫人の丘という意味があり。丘に仏像を祀ったことから始まる。プノンペン空港は市内から7kmのところであり、タクシーを利用し20分で中心地に着く。街に入って、いろいろ動き回って驚いた。ドルが普通に使われている。外国人が多いので、外国人のためにドル表示が普通だ。自国の通貨がまだあまり信用されていない。

ホテルに着いて、どうやって動くかを考えた。なにせタクシーが自由がない。途上国とはそういうものだ。ホテルでハイヤーをチャーターしたのでは、人々の生活実感がつかめない。プノンペンにタクシー会社は2社、メーター制のタクシーを呼ぶには早くても20分かかる。半日走っても50ドルくらいだから高くはないが、自由度が今一つである。

ホテルのベルマンに聴いたら、トゥクトゥクを使えと言う。トゥクトゥクとはバイクの後ろに屋根付きの座席がある台車だ。プノンペンでは自転車で台車を引っ張るタイプはもう少ない。オートバイの後ろに乗るバイクタクシーはさすがに怖い。ベトナムと同じ様に、カンボジアもバイクが隆盛を極めている。街におけるバイクの洪水は7~8年前のベトナムだろうか。バイクに家族4人で乗っているのは普通だが、かつてベトナムで1台に7人が乗っているのを見たから驚かない。

まず、一番賑やかなセントラルマーケットに行ってみることにした。ベルマンに聞いたら、4ドルでいいと言う。ホテルの外に出るとドライバー達が寄ってきた。4ドルは高いので、3ドルに値切った。乗ってみたら、確かに便利である。しかし、埃だらけ、排ガスだらけの道を走るのだから、快適ではない。身体にも良くない。

市場を見た。すごい。何でも売っている。言葉が全く通じないのでどうしようもない。皆、いろいろ食べている。食べてみたい。しかし、裏を見たらとんでもない洗い方だ。さすがに、食べようという気にならず、広場の向かい側にある店に入った。4ドルで、スープ、炒め物、ライスを食べた。明らかに外国人プライスだ。1ドルでも十分と思ったが、交渉する手立てがないので、15000Rを現地通貨で払った。

トゥクトゥクに乗って、国立博物館へ。3ドルを払った。クメール時代の仏像、彫刻の出土品などがいろいろ展示されている。来館者はフランス人が多い。元々フランス領であったからか。表示も英語、仏語が併記してある。ここの入場料は5ドル、これもドル表示で、リエル表示はない。表面上、自国民は相手にしていない。きっと、自国民には別の仕組み

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

があるのだろう。

街をあるいてみた。喧騒の中で、新しい家がそこそこで建っている。建設ラッシュである。きっとビジネスが上手くいった者が自宅や店を建て替えている。かなりの勢いである。高層ビルの建設ラッシュはまだ見られない。新車がどんどん走っている。自国民が乗っている。たぶん、5年も経つと、タクシーが普通になって、トゥクトゥクやバイクタクシーはかなり減っていくであろう。次の課題は、マストランジットだ。バス以上に鉄道や地下鉄をどのように走らせるかが、次の10年の課題になろう。

カンボジアの発展に向けて～かつてポル・ポトはどうして同朋300万人を殺したのか

カンボジアでは7月28日に、5年に1度の総選挙が行われた。今のフン・セン (Hun Sen) 首相の人民党が政権与党を継続する。振り返ると、1997年ラナリット第一首相とフン・セン第二首相派の軍隊が武力衝突し、人民党のフン・セン派が勝利した。98年の総選挙で人民党が多数となり、フン・センの新政権が生まれた。その年にポル・ポトが死亡し、クメール・ルージュが解体した。1951年以来のカンボジア共産主義運動が終止符を打った。その後、2003年、2008年でも人民党が勝利し、圧倒的となった。

ほとんど一党独裁で、フン・セン (62歳) 首相は長らく戦ってきた第一世代である。カンボジアの経済は、外資の導入で発展している。GDPは7%のペースで伸びている。アセアンの一員として、今後どのような政治を行っていくのか、その行方が注目される。

1863年、カンボジアはフランスの植民地となり、1953年に独立するまで、90年間フランスの統治下にあった。独立後、シアヌーク殿下の下で中立国家としてスタートしたが、ベトナム戦争に巻き込まれ、南北対立の狭間に置かれた。親米派のロン・ノルが1970年にクーデターで政権を取ったが、その後1975年ポル・ポトがロン・ノルを倒し、共産主義革命を志向した。それは壮絶で、ポル・ポトは1975年から79年の4年間の間に300万人の同朋の命を奪った。

しかし、1979年ポル・ポトはベトナム軍の侵攻と親ベトナムのヘン・サムリン政権の樹立で倒れ、タイ国境のジャングルに逃げて内戦を続けた。1991年に、パリでカンボジア和平協定が成立した。1993年に国連の監視下で総選挙が実施された。しかし、1年で連立は対立を深めた。

まずキリング・フィールドに行ってみた。ホテルでメーター付のタクシーを呼んでもらった。若いドライバーは全く英語が分からない。市内から12kmほど離れた場所に、ポル・ポト派が2万人を虐殺した現場がある。そこを英語でキリング・フィールドという。何もないうちに記念の塔が建っており、中に頭蓋骨が山のように置かれている。6米ドルを払って中に入ると、日本語のレシーバが渡され、何があったのかの解説がスポットごとに続く。

そこを見学した後、市内に戻り、トゥール・スレーン博物館に入った。2ドルである。ここは元々学校の校舎であったが、ポル・ポトが2万人を殺すために、拷問を行った場所

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。

ある。どうしてこんなことが起きたのか、狂気の世界である。

ポル・ポトはパリに留学して、エレクトロニクス技術を学び帰ってきた。学校の先生をやっていた。毛沢東の考えに心酔し、共産主義革命を起こすことに力を入れた。仲間と共に親米派を倒した。その後、自分と一緒に戦った仲間もほとんど殺した。自分に絶対服従の者のみ残した。

理想の共産主義国を作ろうとした。そのためには、原始農業以外はいらない。都市で生活している人間は全員邪魔である。知識人、テクノクラート、商工業者、その家族、農村から都市に出て行った者全てを抹殺することを考え、実行に移した。

ただ無差別に殺したのではない。嘘の自白を根拠に詳細な情報を手に入れ、それを記録に残して一人残らず殺そうとした。都市にいる者の名簿から一人一人証言をとって、理想から外れていることを自白させた。嘘でも自白を強要し、家族、友人、知人の名前も全部言わせて、その彼らも同じ目に合わせて対象を拡げていった。

その日学校に集めた人々を、毎晩、郊外のチェンエク村（12 km離れたキリング・フィールド）に連れて行って、大半をその晩のうちに殺した。殺したのは誰か。親ポル・ポト派として、農村から集めた教育を全く受けていない若者である。将来は約束されているという共産主義を教えて、都市のゴミを処理することを命じた。殺された方にも、殺した方にも、生き残りがいるから、今はほとんどの全容がわかっている。現政権の意志も入っているので、全てが正しいとは言えないが、大局的には事実であるとみてよい。

北ベトナムが勝利したので、ポル・ポトは山に逃げた。しかし、ベトナムに反対する国はそのポル・ポトを応援した。米国もフランスもポル・ポトを認めて、カンボジアの国連代表はポル・ポト、シアヌークなど反共産同盟から出ていた。結局、ソ連が崩壊し、中国とベトナムが落ち着き、米国がベトナムとつき合うようになり、ポル・ポトが死んでカンボジアは元に戻った。ポル・ポトは82歳まで生きた。仏語はもちろん、英語も出来たので、ボイスオブアメリカをずっと聴いていたという。孫を可愛がって、山で暮らしていた。何の不自由もなく君臨したという。驚くべきことである。

300万人、人口の4分の1の人々が殺され、それが都市の人々であった。1980年から33年、かなりの人材不足ながら、カンボジアは復興を続けている。トンレサップ川とメコン川が合流する中州に大きなホテルが建設中である。川のほとりにあるヒマワリホテルからよく見える。川の反対側に歩いて行くと、独立記念塔が見えてくる。その近くの広場で、人民党の若者が氣勢を上げていた。埃と排ガスにまみれながら、カンボジアの歴史と生活実感を垣間見たことは、今後のメコンの発展を考える上で、大いに参考になった。

福島復興は現場から～アベノミクスのもう1つの軸

根本匠（たくみ）復興大臣の話聴いた。復興庁は何をやっているのか、印象に残った内容について、いくつか検討したい。根本大臣は福島県の郡山出身で、建設省を経て、93

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。

年に衆議院議員になった。復興大臣であると同時に、福島再生統括担当大臣でもある。

大震災の被害は甚大であったが、復旧、復興については、宮城、岩手と福島では状況が異なる。福島は原発の影響があるので、さまざまな対応策について分けて考え、手を打っていく必要がある。その意味で福島は特別なのである。

政権交代後大臣に就任して6カ月、いかにスピードを速めるかに腐心してきた。福島の再生は遅れていた。予算を獲得すると共に、復興体制を見直した。現地に、福島復興再生総局を置き、東京には福島復興再生統括本部を作り、大臣自らが本部長として働いている。

5カ年の復興予算を19兆円から25兆円に増やした。宮城、岩手は津波被災への対応が急がれ、住宅と生業（生活のための産業振興と雇用の確保）が中軸である。一方、福島は別である。

福島ふるさと復活プロジェクトとして、3本柱を作った。16万人の長期避難を余儀なくされている人々に、1) 早期帰還のための区域の見直し、2) 仮設ではない復興公営住宅の準備、3) 屋外活動が制約されて体力の低下や肥満が懸念される子どもたちが元気に動き回れるように、子ども元気復活交付金の活用を図っている。屋内体育館や遊具の更新が喜ばれている。

復興庁は各省庁から出向してきた寄り合い所帯ではあるが、その活動の主旨や財務省からの出向者もいるので予算は通り易い。復興の司令塔として、現場主義に徹して、各省庁に跨っている問題を整理し、指示して、各省庁を動かし、現地の復旧・復興のスピードアップを図ることが最大の仕事である、と根本大臣は語る。

東北の復興について、いくつかの事例を見てみよう。1つは、住宅再建と高台への移転である。津波が到達した場所を避けて高台に移るにしても、通常は5年も掛かってしまう。それをいかにスピードアップするか。法定手続きの簡素化、工程表の見える化（いつまでに何戸できるかをはっきりさせる）、人手の増強などによって、1年半ほど早めるべく動いている。

人手不足、資材不足に対しても手を打っている。復興、復旧の仕事を発注するのに人手が足りない。この発注者支援に1800人を動員している。自治体からの職員の応援、OBの活用、海外青年協力隊の協力などである。特に、海外青年協力隊は役に立ってくれていると強調する。

三陸自動車道を復旧するのにコンクリート用の生コンが足りない。そこで公共事業として生コンプラントを作るように手配し、供給力をアップさせた。公共工事の単価も、人手不足を反映した賃金アップを考慮しないと対応できない。そこで、年1回の定期見直しといういつもの方法ではなく、迅速に検討し21%ほどアップさせることを決めた。

大事なことは、具体的な問題にいかにか手を打つかである。実際に実行するのは所管の官庁であるが、それを横割り推進する役目を復興庁は担っている。

2つ目は、雇用の創出である。生業の再生、つまりは産業、企業が再生して、働く場所を

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。

確保しなくては生活が続かない。そのために、雇用創出企業立地補助金を初めて作った。また、中小企業のためにグループ補助金も出せるようにした。仮設店舗ではなく、しっかりした共同店舗で商店街を作るとすると、建物の4分の3に補助金がでるわけだ。

3つ目は、復興交付金の運用の弾力化である。被災地からの要望に合わせて、まちづくり、観光再生、住民の合意形成、私立幼稚園整備など、従来の復旧の枠組みでは対応できないものにも効果が行き渡るようにしようとしている。40の事業を対象に、一本まとめて国が応えるというのは初めてである。

4つ目は、現場主義の徹底である。根本大臣は、復興庁はホッチキス型のペーパー取りまとめ官庁ではない、と強調する。現場の情報を活かして、各官庁を動かすようにする。そのためには、必要な法令はすぐに見直していくことを各大臣に掛け合っていく。

例えば、福島県の相馬では、高台に移転したいが、農地の転用許可が必要で、これが足かせとなって動きが取れなくなっていた。そこで農地転用許可を不用にする措置をとってもらった。それで、農地の買取りが一気に進んだ。

郡山からの要請で、米の出荷について、全量検査をして問題がないものを出荷しているにも関わらず、「米の事前出荷制限区域」という名称が使われ、消費者に不安を与えかねなかった。そこで「全量生産出荷管理区域」という名称に変えた。

根本大臣は5月の連休にチェルノブイリを視察に行った。福島とチェルノブイリの違いをはっきり認識しておくためである。午前1時に羽田を出るフライトに乗って、朝6時にフランクフルトに着いた。これを使ってみて、自身も関わってきた第1次安倍内閣の時に推進したアジアゲートウェイ構想、オープンスカイ構想の一端を実感したという。オープン&イノベーションで成長戦略を推進するのが本筋である。

成長戦略は単なる規制緩和ではない。イノベーションによって需要がついてこなければ、規制緩和による競争促進は産業、企業が疲弊するだけだと懸念する。実際、交通運輸セクターの賃金は小泉政権以来25%下がり、建設セクターでは30%ほど下がった。よって、パイの拡大を図る成長戦略を打たない限り、本物のデフレ脱却はできない。アベノミクスは、小泉時代とは違う意味で、日本の再生を実行していくと強調する。

東北の復興、とりわけ福島の復興は、そのシンボルにもなるので、復旧と復興、再生と成長が一体となるような次の政策に期待したい。

出雲大社 ～ 大国主と大黒天の習合に捉われず実態を見る

平成の大遷宮が行われた出雲大社に参拝した。60年ぶりの遷宮というのがきっかけであったが、60年に1回という意味ではないという話を現地で聞いて驚いた。縁結びの神様として有名であるが、この縁にも様々な意味がある。若い女性が多いので、良縁を求めてという観光客もいるのだろうが、どんな人にとっても心を清めるものとなる。

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

式年（定められた年）の遷宮で20年に一度行われる。しかし、出雲大社は60年の式年ではない。だいたい60年に一度の割合を目途に大改修を行う必要があるため、それに合わせて、御神体に仮の御新座に移ってもらい、完成後、もとの本殿の戻っていただく。今回は5年前に仮遷宮を行い、今年、主祭神の大国主大神（オオクニヌシノオオカミ）がお遷りになった。

現在の本殿は1744年に造営されて以後、1809年（65年後）、1881年（72年後）、1953年（72年後）に3度の修造が行われた。今回は、2013年（60年後）の大屋根の葺き替えであった。

紹介があって出雲大社の権禰宜（ごんねぎ）に案内してもらい、正式参拝した。白い装束を上羽織り、手を清めた後、本殿の前に進み参拝した。一般の人は、この外側のところまでしか入れないが、特別に中に入れて頂きお参りをした。そお神酒を頂いた後、本殿の周りを一周しながら解説を聞いた。

大社（おおやしろ）はかつて、山の上にあったようだが、その後下に降りてきて、高さは現在の2倍の48mほどあったらしい。昔の基礎工事であるから、杉の木を3本組み合わせ1本の柱として、それを何本も建てて、本殿の構造を支えていく。しかし、地下が6mくらいしか掘り込んでいないので、風雪の中で耐えきれず、本殿が倒れてしまうことがあった。

そこで、江戸時代の建て替えの時には現在の大きさ（高さ24m）に落ち着いた。本当に48mもあったのかということが長らく議論になっていたが、それを裏付ける3本の杉をまとめて1本の柱にした跡地が2000年に遺跡として見つかり、3本の杉柱も掘り出された。その柱の根っこ部分は、大社の隣にある古代出雲歴史博物館に展示してある。

60年に一度の大改修なので、技術の伝承はかなり難しい。今回は昭和28年以来であるが、戦後間もなくの当時でも、それだけの技術を込めていたかと関係者は驚きながら、古いものを剥がして、新しいものに替えていった。今回はすべて記録をとって、ビデオの撮影も行った。次の修造に活かすことができるように配慮した。

屋根は檜皮（ひわだ）で作られている。檜（ひのき）の木の皮である。それを64万枚も使っており、長いものは1枚120cmもある。それを竹の釘でとめていき、軒先の厚さは1mにもなる。雨水を防ぐことも大事だが、速やかに下に通して、水を逃がしてやる工夫もされている。中に雨水が貯まってしまうと腐り易くなり、屋根が長持ちしなくなる。

屋根の上の方にある鬼板や千木（ちぎ）、勝男木（かつおぎ）といった装飾については伝統的な「ちゃん塗り」が施される。これは松ヤニ、えごま油、鉛、石灰を混ぜたものである。銅板を使ったところには、いずれ酸化して緑青（ろくしょう）がふいてくる。こうなると内部の腐食を防ぐので長持ちするようになる。到る処に消火栓が配置されて、国宝を守るようにしてある。屋根の上には避雷針がついているが、ここに雷が落ちたことは一度もないという。

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。

御本殿の中は天井が1つで、そこには雲の絵が描いてある。もともと出雲大社は山の上にあったが、その山は本殿の後ろにあり、八雲山という。天井には雲の絵が7つ描かれているという。どうして8つではないのか。近くの神社の天井に9つの雲が描いてあるところがあり、そこに飛んで行った雲が帰ってこないという説もある。が、本当は完成していないという意味らしい。日本らしさとして、未完にしておくという考えがある。全て完成させるのではなく、次へのつながり、余韻を残しておくという意味である。

最近、パワースポットという言葉が流行っているが、そもそも神社はパワースポットである。全国には八百万（やおよろず）の神様がおられるが、みな何らかの力をもっている。縁結びというのは、いろいろ縁をとりもつという点で一種のパワーであるともいえる。

出雲縁結び空港から、出雲大社まで車で30~40分くらい。島根県（6708 km²）は人口70万人、因みに松江21万人、出雲17万人である。出雲地方と石見地方に二分され、歴史的にも分れていた。出雲弁と石見弁はそれなりに違うようだ。出雲弁の代表は「だんだん」（ありがとう）で、テレビ小説のテーマにもなった。

石見の神楽（かぐら）の展示を古代出雲歴史博物館でやっていた。出雲縁結び空港では、出雲神楽の生演奏を鑑賞した。石見神楽の代表演目は大蛇（おろち）で、スサノオノミコト（須佐之男命、天照大御神の弟）が八岐大蛇（ヤマタノオロチ）を退治するという話である。出雲神楽では丁度、日本武（ヤマトタケル）を演じていた。日本武が東夷（あずまえびす、野蛮人）を成敗する話である。結構激しい踊りで、衣装も派手な作りで面白い。

天照大神の弟がスサノオノミコト（須佐之男命）で、その子どもが大国主命（オオクニヌシノミコト）である。若い時に因幡（いなば）の白うさぎを助け、葦原中国（あしはらのなかくに）を治めた。しかし、ここを譲るように天照大神に命じられ、結果的にその見返りとして壮大な御殿の造営を願い、以来、目に見えない縁結びを司る神様となった。ここには何かもっと深い意味があるように思う。

大国主命は、古事記、日本書紀に登場する。大国はダイコクとも読めることもあり、大黒天と習合（折衷、同一視、融合）されるようになった。江戸時代には両者が一緒になって、民間信仰の中で、ダイコク様として親しまれるようになった。大国主は天皇家につらなる国づくりの神様、大黒天はヒンドゥー教に由来するインド密教として伝来し、仏教の流れとして広まった。七福神の神である大黒天は、大黒柱といわれるように食物、財産などを司る神となった。

私たちはさまざまな祈願を行う。それは自らの気持ちを改めて確認し、今後への決意を込めながら、縁を求め、運を手繰り寄せようとしている。自分だけではどうしようもない事柄に対して、願いの実現を求めている。思いを新たにし、何らかの行動を起こすという意味において、神道は1つの文化であり、その代表格が出雲大社である。投資の世界においても、これから縁が広がり、深まるようにと祈ってきた。

リスクマネジメントのセンスとマインドを磨く

この組織、この会社のリスクマネジメントはしっかりできているだろうか。普通に外から見ただけでは、なかなか分からない。しかし、一旦何か事象が起きると、その会社のリスクマネジメントのレベルが表われる。普段は表に出ないが、どこまで体制を整えておくべきか。7月に日本価値創造 ERM 学会の研究会でユニバーサル・スタジオ・ジャパン (USJ) の ERM について話を聴いた。その骨子を参考にしながら、企業のリスクマネジメントを投資家としてどう評価するかを考えてみる。

企業のもつリスクがネガティブに出ると、突然の業績下方修正となる。この業績下方修正のリスクを、いかに事前に察知するか。会社は、投資家説明会で、この点を明確に述べているか。我々は、そのリスクに対して、会社としてどういう仕組み作りをしているかを知りたい。そこが理解できると、会社のビジネスモデルに対する信頼感が高まろう。

USJ では、大学生が乗り物ボートを転覆させたり、ジェットコースターから身を乗り出して運行を止めたり、といった迷惑行為があった。それをネットに自慢げに載せて風評被害を助長した。USJ は本人を訴えた。メディアへの対応を含めて、中途半端ではダメだと考え、刑事告訴をした。従業員が同じような行為をした場合も厳しく懲戒処分している。年間 1000 万人が来場し、年 7000 人が働いているので、厳しい対応をとっている。このリスク・コミュニケーションの実効性が問われる。

USJ は、ゲスト (来場者) に期待を上回る「感動とサービス」を提供することをモットーに、ビジネスモデルを構築している。収入の 65% は入場料、25% が物販、飲食、残りは駐車料金代やスポンサーフィーである。

アクションコードは、“Decide Now. Do it Now. Everything is possible. Swing the bat !” である。つまり、自ら考え、決断して、行動せよ。リスクをとって変えていこう、という意味である。2014 年には、450 億円を投じて、ハリーポッターのキャラクターを活かす施設が登場する。

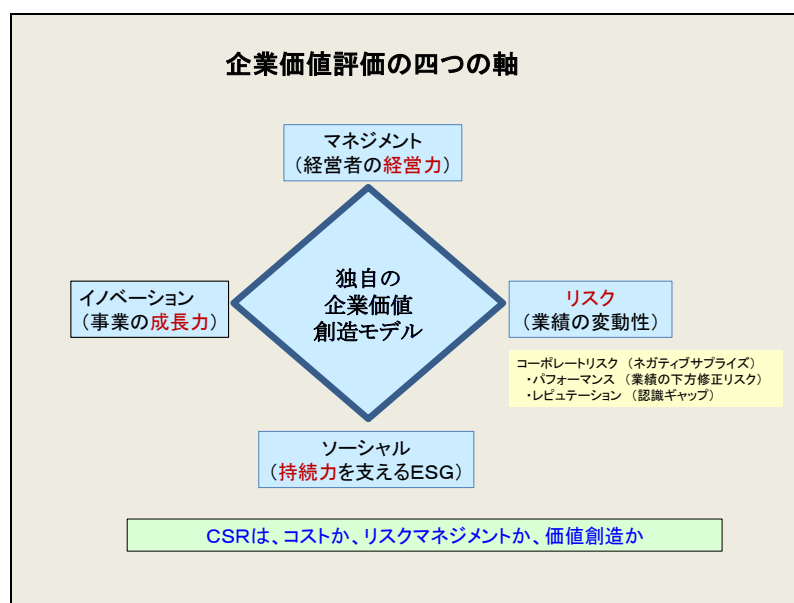
リスクには、戦略リスクと事業運営リスクがある。戦略リスクにはプロダクト (ショウ) リスク、マーケティングリスク (ゲストの心)、需要予測リスク (ライフサイクル)、パブリシティ、プロモーションリスクなどがある。リスクをとって、チャンスを作るのが基本であるが、それをどうマネージするのか。事業運営リスクは、ERM のフレームワークに従い、自然災害や風評、オペレーション、リーガルなど様々な内容を含む。

USJ では、ERM とコンプライアンスの融合を図っている。ERM では、PDCA を回すという点で優れているが、リスクマインド、コンプライアンスマインドが不足しがちである。一方、コンプライアンスは、アクションがはっきりしているが、PDCA のアプローチが足りない。ではどうするのか、とにかく声を上げるようにすることである。マインドのキープと高いモニタリング、そしてスピークアップに徹する。

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

リスクを感知するには、センスとマインドが肝心である。現象には連続性と反復性があると、USJの大森勉氏は強調する。微小の連鎖に何らかの予兆はある。そして、相定外とのイタチごっこは宿命であり、宿命を使命に変えることが、リスクマネジメントの要諦であるという。リスク評価に当っては、①重大性、②影響度、③発生頻度から、重みを付けて評価していく。

我々投資家としても、会社はどのような仕組みでリスクマネジメントを行っているのか。そのリスク評価に対して、どのような手を打つのか。少なくとも過去の重大なリスク事象に対して、どのような対策を立てたのかについては、よく知りたいところである。そして、安易に想定外とは言わないでほしい。自らコントロールできること、できないことを仕分けした上で、その影響度については、十分準備しておく必要がある。何よりもトップマネジメントのセンスとリスクマインドを、組織能力に高めることが求められる。そこまでできれば、投資家に説得的に説明できるはずである。



ものさしの多様化～会計をいかに使いこなすか～

この2年間、金融庁の企業会計審議会に参加した。6月に出された「国際会計基準 (IFRS) への対応のあり方に関する当面の方針」では、3つの方針が具体化した。

1つは、任意適用条件の緩和である。日本の企業がIFRSを使いたいといっても、自由に使えるわけではない。しかし、使いたい企業を制約する必要はないので条件を緩めた。上場企業でなくても、グローバルに大きな規模で活動していなくても、IFRSをしっかりと適用できる体制が整っているならば使えるようになる。海外拠点をもたない企業でも、IPOの会社でも使えるようになる。

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。

2つ目は、IFRSの日本版を作ることになった。今のIFRSの基準の中には、どうしても受け入れがたいものがあるという産業界からの意見は強い。アナリストから見ても、利益に対する考え方や含み益の会計処理について馴染めないものがある。そこで、世界的に高品質で単一の会計基準を作っていくという考え方には賛成であっても、今のピュアなIFRSをそのまま全面的には受け入れられない。

そこで、受け入れられない項目は除いた（カーブアウトした）日本版のJ-IFRS（エンドースメントIFRS）を作ることにした。これから1年ほどかけてASBJ（日本の企業会計基準委員会）で議論をして、早ければ2015年3月期からJ-IFRSが使えるようにする。それならば使ってみたいという大企業はすでに存在する。

3つ目は、単体開示の簡素化である。すべてが連結中心になってきたので、単体の開示は金商法ではなく、会社法のレベルでよいこととする。単体でしか得られない情報というのもいろいろあるが、それは会社やセクター（業種）によって異なる。投資家にとって必要なものであるなら、開示を要求していけばよいし、会社側でも投資家の理解を得たいのであれば、それに応えてこよう。

ピュアなIFRSは2010年3月期から任意適用となり、使いたい会社は使えるようになった。すでにピュアIFRSを適用したいという会社は20社ほどある。今後、適用緩和を受けて、この数は50~100社へ増えていこう。また、J-IFRSについても、2015年3月期以降に任意適用になれば、その数もかなり増えていこう。大手企業の100社から200社がIFRSを採用すれば、時価総額でみて東証の半分は超えてしまう。日本でもグローバルに活躍したい企業はIFRSを使うようになろう。2020年に向けての動きである。

課題は3つある。いずれも投資家サイドからみた時の分かり易さ、使い易さである。1つは、4つの会計のものさしが混在するようになるということである。日本基準、米国基準、ピュアIFRS、J-IFRSの4つである。いずれも日本の市場で上場企業が4つのものさしを使っているわけだから、投資家やアナリストはそれぞれの違いをよく知った上で、活用していく必要がある。

なぜ4つもあるのか。まだ、連結会計で十分でなかった20年以上前は、単体を中心であった。しかし、当時の日本を代表する企業は米国に進出しており、米国に上場することや米国の投資家にすぐに分かってもらえる基準で財務データを見せる必要があった。それで、日本で米国基準が使えるようにした。

次に、IFRSが細かい違いがあっても、世界100カ国以上で使われるようになってきた。日本でもそれを使えるようにしておくことは避けられないと考えた。そこで、ピュアIFRSが任意適用となった。

そして、今回のJ-IFRSの導入検討に至る。①のれんの定期償却は続けたい、②R&Dは資産計上するよりも従来通り早めに費用で落としたい、③バランスシート上の資産を時価評価したとしても、実際に資産を処分した時にはこれまでのように必ず損益計算書に反映さ

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。

せたい、④営業利益、税引利益などの利益の概念はかなり意味があるので、今まで通り使いたいなどの要望を検討することになる。

ピュア IFRS と J-IFRS が違いすぎると、J-IFRS は、そもそも IFRS と違うものであると言われかねない。受け入れがたいものを際立たせて、日本から見たあるべき IFRS を提示して、世界にもの申すという対応が裏目に出ることにもなりかねない。ものさしが変わると、企業経営者の意思決定が変わる。そうすると、投資家の投資判断にも影響が出てくるので、注意して利用する必要がある。

2 つ目は、4 つが存在するのは一時的なステップであって、いずれ収斂させる必要がある。その時、収斂を自然に任せておくのか、つまり企業が任意に選択できるままでよいのか、何らかの強制力によってまとめていく必要があるのか、という点である。今回は強制適用の是非については判断しないと決めた。しかし、投資家は利用しにくいので、すっきり分かり易くしてほしいと思う。よって、早い時期に何らかの強制的な方向を出してほしいと考える。

3 つ目は、4 つのものさしの中で、日本企業が本当に強くなっていくのかという点である。企業経営の本質は会計というものさしによって変わるものではない、という考え方がある。私もそう思う。しかし、人々はものさしによって見えてきた表面的な数字に左右されやすい。そもそもものさしは、同じ尺度で測り、比較し易くするためのものである。それが 4 つもあって、さほど違わないといわれても、大きないくつかの点ではっきり違っているわけだから、企業の見え方が変わってくる。

われわれ投資家、アナリストは、財務データだけで会社の善し悪しや、売り買いの投資判断をしているわけではない。非財務情報も十分みていくが、重要な財務データについて、いつも修正しながら比較可能性を高めていくという作業を当分続ける必要がある。日本企業には 4 つのものさしに負けなくらい強くなって欲しいが、多くの企業は当面悩みながら情報開示を続けることになる。我々は企業の価値創造の本質を見抜くように、ものさしを活用していきたいと思う。

IIIRC の P. ドラッグマンが語る統合報告

IIIRC（国際統合報告評議会）は、2013 年 4 月に統合報告（IR）のあり方に関するコンサルテーションドラフト（フレームワーク草案）を公表した。その関連で IIIRC の CEO であるポール・ドラッグマン氏が 6 月に来日し、さまざまな会合で話をした。私も参加した 1 つの会合で、ドラッグマンが語っていた話の中から興味ある点をまとめてみた。

まずは、T. S. エリオット（英国の詩人・ノーベル文学賞）の詩から引用して、“地球に来て地球を去る”、それを知っている世紀に住む私たちは、情報の中に埋もれている知識をもっと活かす必要がある。という。

この 1 年の IIIRC の活動では、IR のパイロットプログラムに世界の 97 社が参加して、見本レポートは、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。

本となる統合レポートの作成に取り組んでいる。そこでの反応を見ると、レポートを作るメリットが会社自身にもはね返ってきている。パイロット企業にアンケートを取ると、IRの作成は難しいが、9割以上の会社が良いデータを載せることに集中することができ、社内のサイロ（垣根）を崩すことに成功しているという。

ドラッグマン氏がIRに関わることになったきっかけは、サステナビリティと会計について検討する過程で、従来のモデルを変える必要があると感じたことにある。英国会計士協会の会長をしていた時に、2006年、チャールズ皇太子がIRの活動を支援してくれることになった。人というのは、何を知っているかよりも、誰を知っているかが重要であると実感した。

金融危機後、今のディスクロージャーには限界があるという認識のもと、国際的な視点で南アのマービン・キング博士（IIRC 議長）が世界で関心のある人々を一堂に集めた。2010年夏、ジェームズ宮殿に世界の関係者25人（日本からは当時の東証の斎藤社長が参加）が集まり、1時間の会議でIIRCを推進しようと決まった。これが第1回の会合である。

ドラッグマン氏はCEOとなり、実質的にこの組織をリードしている。以来、彼は好きなゴルフを止めて、世界を飛び回り、IIRCの活動を推進している。

IIRCの組織運営の財源はどうなっているのか。IIRCのスタッフは9カ国に30人ほどいるが、会計事務所からの出向が多いので、組織としての負担は少ない。IIRCのメンバーファームからの寄付が4分の1、メンバー持ちの人材供給が2分の1、パイロットプログラムへの参加収入が4分の1（1社当りは少ないが、100社が参加）という内訳である。

IRは、現在いろいろ試行錯誤の段階にあるが、いずれ強制されるようになるのだろうか。これに関して、そのような方針はない。投資家が有益と感じてくれればよい。グローバルに見て、マーケットが望んでいることを具体化していく。今までのいくつかの報告書に加えて、もう1つ統合報告書を企業に作らせようという話ではない。

IR（インベスター・リレーションズ）からみると、今行っている活動をストラクチャーとしてまとめ、フォーカスを当てようとしているようにみえるかもしれない。実際、その通りである。最近出されたSAP社（ソフトウェア）の統合レポートは、フォーマットとしてよくできていると、ドラッグマン氏は評価する。

大事なことは、従来の財務レポートとCSRレポートをコンバインすればよいというものではない。いかに2つをまとめ上げるかというように考えないでほしいという。CSRレポートにあるお金に換算できないものを、財務レポートにどうコネクしていくかという話ではない。

IR(統合報告)は独自に考えるべしという。つまり会社のビジネスモデルと戦略を説明するのが最も重要な第一歩である。その視点から書き下ろしていく。そうすると、従来の財務レポート、CSRレポート、環境レポートなどの中で、何が有用であるかが分ってくるという考えだ。

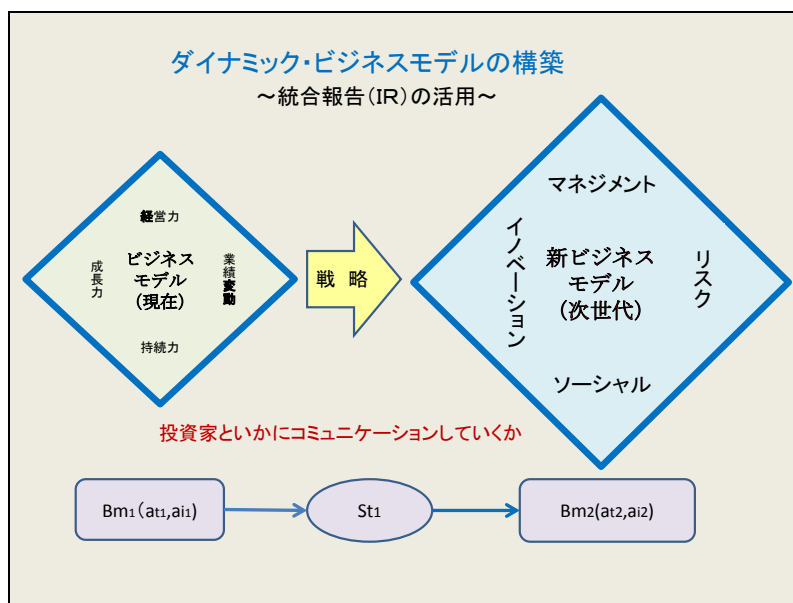
本レポートは、独自の視点から書いており、基本的に会社側の立場に立つものではない。本レポートは、投資家の当該企業に対する理解促進をサポートすることを目的としており、投資の推奨、勧誘、助言を与えるものではない。内容については、担当アナリストが全責任を持つが、投資家の投資判断については一切関知しない。本レポートは上記作成者の見解を述べたもので、許可無く使用してはならない。

日本の多くの企業が作る中期計画（MTP）はユニークで、他の国にはないカルチャーである。豪では、先行きをどうするかは外部に対して秘密であるとはっきり言う。この点で日本は進んでいると評価する。

IRは誰のためか。さまざまなステークホルダーが利用可能であるが、第一義的には投資家のためである。重要なことは、会社のエートスが分ったという状況をもたらすことである。受け手としての投資家が、その企業や組織の本質を理解できるようにすることである。

では、IRで何を語るのか。それは、組織の価値創造についての簡潔なコミュニケーションが目的なので、戦略、ガバナンス、業績、見通しなどについて語る。そのコアはビジネスモデルであり、組織がもつ6つのキャピタル（金融資本、製造資本、知的資本、人的資本、社会関係資本、自然資本）のインプット、アウトプットを具体的に示す。

日本企業でも、こうした考えに沿った統合報告書作りが始まっている。馴染めないことも多いかもしれない。まずは、細かいことに捉われることなく、“わが社の統合報告書”を書き下ろしてみることをお勧めしたい。我々が目標とする“あるべき投資家”（desirable investors）はそれを求めている。



アナリストから見る統合報告

IIRC CEO のポール・ドラッグマン氏を囲む会合で、アナリストから見る統合報告について話をした。その論旨について、いくつかコメントしてみたい。

4月に出されたフレームワークの草案(コンサルテーションドラフト)を読むと、全体としては共感できる。それは、従来のアニュアルレポートとCSRレポートをコンバインして、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。

1つにコンパクトにまとめるという発想ではなく、ビジネスモデルが根幹に座っているからである。

ビジネスモデルをその組織が有する組織能力 (organizational ability) と捉え、価値創造の仕組みと見ている。その組織を運営するにはガバナンスが必要であり、何らかの明確な組織目標が必要である。

私の考えでは、今のビジネスモデルからどのような価値を生み出していくのか。その価値を高める方策が戦略である。と同時に、よりよい価値が生み出せるようにビジネスモデル自身を変えていく。ビジネスモデル (BM) を現在の BM1 からの次の BM2 に変えていく方策こそが戦略である。

価値創造の仕組みである BM を動かしていくには、その構成要素であるキャピタル(資本)が必要である。IIRC では6つのキャピタル、金融資本、製造資本、知的資本、人的資本、社会関係資本、自然資本を定義しているが、これらと BM の関係がなかなか分りにくい。

一般にお金は必要であり、マニュファクチャリング(製造)のしくみも重要である。人材は最も大事なもので、知的資本(知財)も競争の源泉である。世の中との関係はさまざまであり、その繋がり方は関係資本とも言われる。自然はその組織が存在する前提であり、勝手に浪費してもよいものではない。

企業や組織が価値創造の活動を行えば、そのパフォーマンスやリスクが問われる。キャピタルが生み出すアウトカム(結果としての成果)も見えていく必要がある。そのプロセスにおいては、何が重要であるかというマテリアリティ(materiality、重要性)に着目する必要があり、重要な要素(コンポーネント)との結びつきを示す情報のコネクティビティ(connectivity、連結性)にも注意を払いたい。

個別の要素をバラバラに考えるサイロ思考(silo thinking)ではなく、価値創造をする組織能力に重大な影響をもつファクター間のコネクティビティ(結び付き)やインターディペンデンシー(相互依存性)について十分考慮する統合的思考(integrated thinking)が求められる。

その組織のコアが BM であり、BM はキャピタルを使って、新しいキャピタルを生み出していく。その時、BM の頑健性(robustness)や復元適応力(強靱性 resilience)がいかにしっくりしているかが問われる。ここが弱いと、環境変化に BM がついていけなくなる。

社会関係資本という時の1つの例は、サプライ・チェーン・マネジメントである。これも BM を構成する1つの重要なキャピタルである。

アウトカムとはキャピタルから生み出されるものであり、例えば人的キャピタルのアウトカムとして、社員のモラルの水準がある。あるいは、組織としてのレピュテーション(評判)も1つのアウトカムである。

ここでいう価値とは、期待される将来キャッシュ・フローの割引現在価値であるという DCF モデルによる貨幣的価値に限るものではない。もっと広義である。その価値の最大化を

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。

図るという考えである。この点に関して、私は価値の最大化でなくてもよいと考えており、一定の満足水準を満たせばそれでよしとする考えを思っている。

コネクティビティ(連結性)についても十分検討されよう。価値創造の仕組み、即ちBMの将来の姿に対する戦略についてストーリーをもって語れば、自ずと重要なファクター間のコネクティビティには明確に言及しなければならないので心配する必要はない。

企業価値評価のKPI	
<p>1. 経営者の経営力</p> <p>①理念・ビジョンの共有 ②戦略の構築力 ③リーダーシップ・コミットメント</p>	<p>経営者の経営力</p> <ul style="list-style-type: none"> 経営理念はステークホルダーと共有されているか 経営戦略の構築がトップダウンで進められているか トップマネジメントのリーダーシップは発揮されているか トップマネジメントはKPIを掲げているか トップマネジメントはKPIにコミットメントしているか マネジメントの報酬が業績に連動しているか 次世代を担うマネジメントの育成システムを有するか 経営トップ自ら個人投資家説明会に参加しているか 顧客満足度調査を実施しているか 社内改善提案制度を有し機能しているか 社員、組織の新陳代謝を促進するマネジメントが行われているか 人材を育てる教育システムとインセンティブシステムを有しているか
<p>2. 企業の成長力</p> <p>①中期経営計画の進捗度 ②ビジネスモデルの頑健性 ③イノベーションへの挑戦</p>	<p>企業の成長力</p> <ul style="list-style-type: none"> 中期経営計画を策定しているか 中期経営計画の進捗度を明確に示しているか 現状のビジネスモデルについて、きちんと説明しているか 将来のありたいビジネスモデルについて、明確化してあるか イノベーションに挑戦すべく、先行投資をしているか 主力事業は業界トップクラスにあるか 知的資産を開発し、独自に保有する仕組みを作っているか 新製品・新サービス比率を定義し、それを向上させているか 不採算事業を見直す仕組みと基準を有しているか R&Dを積極的に実践する仕組みを有しているか
<p>3. 業績変動のリスク</p> <p>①歴史的にみた業績の局面 ②業績変動の要因 ③中期業績の蓋然性</p>	<p>業績変動のリスク</p> <ul style="list-style-type: none"> 歴史的にみて現状の利益水準に満足しているか ROEの水準はほぼ十分であるか 業績が大きく変動する要因が明確になっているか 目標とする中期業績は十分達成できる方向にあるか リスク情報を迅速に公表しているか ERMシステムを構築して効果的な運用をしているか リスク事象が発生した時に、それをカバーする仕組みを十分訓練しているか 不正に対する内部通報制度は本当に機能するか
<p>4. 企業の持続性</p> <p>①ガバナンスの実効性 ②人権など社会性の確保 ③環境など地球的課題への対応</p>	<p>企業の持続性</p> <ul style="list-style-type: none"> 環境に関するサステナビリティについて、目標を立てて具体的な活動をしているか ダイバーシティについて、明確な目標を持って推進しているか コーポレートガバナンスに関して、複数の社外取締役が取締役会で活発に発言しているか 社員満足度を調査し活かしているか 女性ないしは外国人の幹部の占める割合が増加しているか 高いブランドイメージを形成しているか 地域社会に貢献する活動を全社的に行っているか

このように理解すると、企業の価値評価について、私が折に触れて主張してきた 3 つの点は、統合報告(IR)と何ら矛盾するものではないと納得できる。すなわち、1) 投資家は、結果、成果だけでなく、価値創造のプロセスを理解し、共有したいのである、

2) 企業価値評価の視点は、①市場性、②革新性、③社会性にある、3) 企業価値評価の軸は、①経営者の経営力、②企業の成長力、③変業変動のリスク、④企業の持続性にあり、その4つの軸でレーティングしていく(ベルレーティング法)、という考えである。

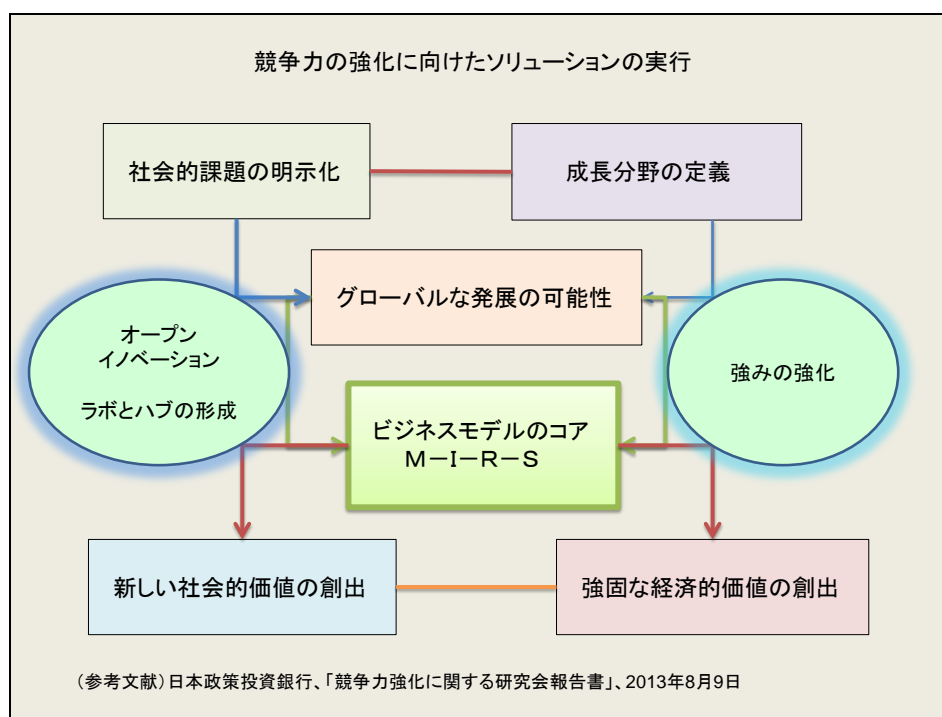
IIRC のフレームワークはまだ曖昧で、理解できないことも多い。私の理解が間違っているかもしれない。しかし、企業の価値創造の活動を長期的に評価していくためには活用できそうである。企業がそういう姿勢を強めれば、投資家もそれを利用して、独自に投資判断をするレベルをそれぞれの立場で高めることができよう。当然、本来の目的である投資

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。

パフォーマンスの向上に結びつくはずである。まずは、公表されるパイロットレポートをしっかりと読んでみたいと思う。

日本の企業価値創造に求められるもの

日本企業の国際競争力は落ちている。トヨタをはじめ世界で戦っている強い企業は数多くあるが、全体としての力は必ずしも十分でない。全国 250 万社の中堅中小企業（SMC）に対して、上場企業は 3500 社である。この 3500 社のうち直近の ROE が 8%（資本コストから見た要求水準）を超えている企業は 1200 社ほどで、全体の 3 分の 1 にとどまる。私自身が直接話を聞いた上場企業の中の超小型企業 200 社をみても、6 割強の企業のビジネスモデルは十分磨かれていないか、かなり色あせてきている。



投資家は輝く企業に投資すればよい、価値に比べて価格が安くなっている企業に投資すればよい、というのはその通りである。これから伸びる企業には投資したいが、競争力が陰ってきた企業に関わっている余裕はない、というのが実感であろう。しかし、それでは資本市場の役割として不十分である。上場している企業全社にもっと頑張ってもらいたい。いいものを持っているので、それを活かして、強みを磨いてもらいたいと思う。そのためにマーケットが果たすべき役割もあろう。アナリストから見れば、投資家の視点で会社を分析して、企業に改善を示唆することも意味がある。

企業にすれば余計なお世話だということかもしれない。自分の会社のことはよく分っている。

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。

長期的な視点で手を打っている。目先の業績のことでいろいろ言われても出来ないことがある。さまざまな言い分があろう。投資家は業績のよい時は株主になってくれるが、調子が悪くなるとすぐに去っていく。本当に会社の将来のことをみているわけではない、と突き放したくなるかもしれない。

しかし、投資家を引き付けるのは会社の仕事である。企業価値を本当に創り出すべく努力をしているならば、それを分かってほしいと思うはずだ。不言実行という会社もあるので、いちいち説明などしたくない、実績を示した上で理解してもらえば十分である、という考え方もある。しかし、私はそれでは不十分だと考えている。もっと適切なコミュニケーションの方法がありうる。

経営者から見ると、自分達は長期的経営を目指して実践しているが、投資家が短期的である。目先のことで一喜一憂して、会社にいろいろ要求を出されてもスタンスが合わないといったくなる。投資家にすれば、長期投資をしたとしても、この20年間でみると日本株についてはいいことがなかった。会社が発表する短期、中期の計画は大半が実現していない。長期投資は「敗者のゲーム」になってしまう。そこで、何よりも足元の確認を重視して、投資を考えていく。短期も当らないのに、長期が当たるわけではないといったくなる。

投資信託にしても年金にしても、四半期とか1年でパフォーマンスを比較するという競争の土俵がある。それに捉われる必要がないといっても、現実はいまうまくいかない。パフォーマンス競争で上位にいることが、何よりも求められる。

ではどうするのか。企業をみると、‘価値創造の仕組みの信頼性’が乏しいといえる。一方、‘投資家の企業を見る目’が必ずしも十分でない可能性も高い。デイトレーダー、ヘッジファンドなど多様な投資家がいて何ら問題はない。しかし、長期投資家も含めて、投資家の層が十分でないというのが1つの課題である。

そこで、5つの対応策を考えてみた。1つ目は、私たちは何に投資するのかという大義を再考して、“投資家は企業価値創造のプロセスに投資する”と定義する。そうすると企業をみる視点が明らかに変わってくるからである。

2つ目は、ビジネスモデルにフォーカスすることである。ビジネスモデル(BM)とは、企業価値創造の仕組みである。そのBMが不十分で弱い企業が多い。この強化、再構築が必要である。BMを4つの軸で組み立てる。①構想力とリーダーシップにおいて、トップマネジメントは十分か、②イノベーションに取り組んで、それを実現しているか、③サステナビリティ追求する中で、社会的価値を創出しているか、④想定しうるリスクに対して、リスクマネジメントは十分か、という4つである。

3つ目は、会社が次に作り上げたいBMを構築し、それを投資家に語ることである。BMを語ることが競争上不利になるならば、全てを話す必要はない。投資家は価値創造の仕組みを共有したいのだから、それに資するように対応してくれば十分である。その上で、その目標とするBMを実現するための戦略(やり方)を語ってほしい。多くの日本企業はこのBM

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。

とそれを実現するための戦略の構築力が弱い。

4つ目は、企業による企業価値創造の視点（わが社の価値創造の軸）と、投資家による企業価値評価の視点（投資家の価値評価の軸）をお互いに出し合っ、そこにおける共通点、相違点を明らかにすることである。相違点について議論してみると、折り合いが見つかるのか、対立したままなのかが分かってこよう。その上で、アウフヘーベン（昇華）する道を探っていく。

5つ目は、これらを踏まえて、1) 企業価値創造のモデル(フレームワーク)を構築し、不確実な将来に対して、いかにサステナブルになるかを検討する。と同時に、2) 企業価値評価のモデル(フレームワーク)を構築し、DCFモデルに捉われない評価システムを検討する。

いずれも容易ではないが、新しい枠組みを作り、企業家と投資家が互いにそれを刷り込んで（インプリンティングして）ビジネスを実行するならば、新しいフロンティアを切り開くことができよう。フレームワークの材料はいろいろ揃っている、実行できるところまでまとめていけば有益なものとなろう。

鈴木行生(すずきゆきお)

(株)日本ベル投資研究所 代表取締役 首席アナリスト



(略歴)

福島県会津若松出身。東京理科大学大学院理工学研究科経営工学専攻修士課程修了。
75年(株)野村総合研究所入社、自動車、重工機械、鉄鋼、国際商品市況、合繊、小売り・サービス、金融などの産業を担当、東京、大阪、パリでの企業アナリストを経て、96年取締役企業調査部長。
97年野村證券(株)取締役金融研究所長。2000年野村アセットマネジメント(株)常務執行役員調査本部長。05年野村ホールディングス(株)取締役、野村アセットマネジメント(株)取締役、野村信託銀行(株)取締役、野村資本市場研究所(株)取締役。08年6月野村證券(株)顧問。
07年社団法人日本証券アナリスト協会会長(09年8月まで)
この間、一貫して証券アナリストの業務に従事。
10年7月(株)日本ベル投資研究所を設立し、アナリスト(Independent Research Analyst)として活動中。
現在、公益社団法人日本証券アナリスト協会顧問。日本IR(インベスター・リレーションズ)学会理事。
金融庁企業会計審議会臨時委員。経済産業省「持続的成長への競争力とインセンティブ～企業と投資家の望ましい関係構築」プロジェクトメンバー。
株式会社スステナ(東証1部、情報通信システム開発)社外取締役。
有限責任監査法人トーマツ顧問。イボットソン・アソシエイツ・ジャパン株式会社(投資顧問、資本コスト情報サービス)内部監査顧問。
日本証券アナリスト協会検定会員(CMA)

(最近のレポート)

「日本経済の再生～日本企業の成長戦略に求められるもの～」トーマツ「会計情報」、Deloitte。2013年7月号
「真の価値創造を目指して～投資家から見た企業価値評価」(花堂靖仁、高橋治彦編著「近未来の企業経営の諸相-2025年-」の16章、中央経済社、2012年3月)。
「日本の復興と投資家の気概～次世代を担う新しい日本を創る～」(証券アナリストジャーナル、2011年7月)。
「提言の論点 東日本大震災の復興に向けて」(公益社団法人日本証券アナリスト協会、2011年6月)など。

(株)日本ベル投資研究所 (ベルトーン) ホームページ www.bellek.com

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。