

ベル投資環境レポート

日本の目指すべき方向 ～企業価値の創造に向けて～

2013年6月7日

鈴木行生

はじめに

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低い。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。コンフリクト(対立)はさまざまな場面で起きそうである。アベノミクスの先を見ると、日本企業の経営革新がまだ不十分である。国としての成長戦略が実行に移されれば、企業にとっての活躍の土俵は広がる。しかし、そこで戦う力が十分備わっていなければ、勝ち組には入れない。まして、今から日経平均が2倍になるには、上場企業全体のパワーが一段と高まってこないといけない。そのためには何が必要かを考えてみよう。

アジアの未来～6つの提案

・5月に日経新聞主催の国際交流会議「アジアの未来」が催された。私が聴きたいいくつかのセッションを参考にしながら、アジアの見方と日本の行く末を考えてみた。投資家として、という視点を軸にしている。

・日銀の黒田総裁は、自らの45年のキャリアを振り返って、いつもアジアと向き合ってきた。リーマンショック後、アジアは高い成長をキープしたが、中でもアセアンは一段と好調である。アジアの原動力は、①サプライチェーンの高度化、つまりネットワーク化が進んだこと、②域内、域外とのFTA(貿易の自由化)、国別ではアセアンと韓国が先行したこと、③生産の拡大によって所得が増加し、それが外需から内需へシフトさせていることにあると指摘する。これを“ファクトリーアジア(工場としてのアジア)からコンシューマアジア(消費地としてのアジア)への発展”と称している。

・今後30年をみてもアジアは有望である。しかし、アジアの成功が約束されているわけではない。黒田総裁は、タイムリーな政策で、「中所得層のワナ」をいかに脱していくかが、鍵であると強調する。この言葉は、もともと中南米などの資源輸出国について使われた。天然資源で豊かになっても、その後が続かないという意味である。

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。

・アジアの場合は、人的資源の活用である。農村の余剰人口がなくなってくると、それが1つの制約になって、生産拡大が出来なくなり、賃金の上昇が重荷になってくる。この“ルイスの転換点”を超えて成長できるのか。そのためには、どうするかが問われる。日本、香港、シンガポール、韓国、台湾はこれを乗り越えたが、続く国々はどうか。

・アジアに成長のフロンティアはある。黒田総裁は、各国が構造改革に取り組み、イノベーション+ガバナンス+ヒューマンキャピタルの3つの高度化に成功すれば、アジア各国はこのワナを克服できるという。

・世界銀行のスリ・ムルヤニ・インドラワティ専務理事（元インドネシア財務大臣、女性、51歳）は、世銀のテーマである“貧困をなくす”ことを進めるには、中間層を大事にしないといけない、と強調する。

・東アジアの開発では、ミャンマー、ラオス、カンボジアが課題である。アジアが安定していれば、アセアンの一員として離陸することは十分できると見ている。一方、中所得層の国は、教育、技能、金融システムのレベルを上げて、次の高所得国を目指す。これに成功した例は少ないので、ハードルは高いと指摘する。

・しかし、その中間層は、東アジアで現在1.65億人に増えてきたが、これが2030年には10億人まで増えると想定できる。消費者、生活者としての国民はより良いサービスを求めるので、社会の求心力も変化してくる。政治がその動きにダイナミックに適応できないと、オプトアウト（拒否権）が行使されかねない。国に貢献しない、税を払わないというような風潮が蔓延すれば、発展は阻害される。

・その壁に直面しているのが中国である。中国は30年間成長して、今後、世界最大の市場になっていく。しかし、これまでの成功モデルが限界にきている。都市化の進展、環境の悪化、生産性の向上という点で、次の改革が必要である。スリ専務理事は、人の高付加価値化に向けて、イミテーターではなく、イノベーターが求められる。そのためには社会システムの改革が必要であると指摘する。

・タイのインラック・チナワット首相（45歳）は、アジア発展の舞台は整ってきたようにみえるが課題も大きいという。アジアは多様である。東アジアだけでなく、南アジア、中央アジア、中東も視野に入れて発展を期する必要がある。政治的に上手く連携しないと、すぐに利害の対立も生まれる。

・そこで、今後の発展のために、投資は“連結性の強化”に使うべしと提案する。陸上と海上のインフラをいかに充実していくか。それに発展の基礎がある。陸上では鉄道によるリンクにより現代版シルクロードが実現してほしいと期待する。

・海上の地政学がどうか。2015年にアセアン共同体の構築を仕上げるべく力を入れている

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

が、南シナ海の安全をどうするかは大いなる難問である。問題は中国の国家主義にあると、シンガポールのリー・シェンロン首相はいう。しかし、どこの国も中国と貿易をやっている。その意味では中国の成長が続けられるか。これが重大テーマである。

・アセアンはどうするのか。2015年までにアセアン共同体を完成させる。アセアンの各国はそれぞれで、同じではない。それでも共通のプラットフォームを作ることによって世界に影響を与えることができると考えている。アセアンは協力団体であり、パートナーシップで結ばれている。決して他の地域に脅威を与えるものではない、とリー首相は述べる。

・ベトナムのグエン・ティエン・ニャン副首相は、紛争と利害の対立をどう乗り越えるかという点について、連帯と協調が力を生み出すと強調する。そのために、6つの領域でアジアフォーラムを設立しようと提唱する。

・1つは環境汚染、気候変動について、国を超えて協力する。2つは海事サービスの拡大に向けたセキュリティの確保。3つは、持続可能な水源の管理。大河はあるが水は足りない。国ではなく流域全体を管理する必要がある。4つは、サイバーセキュリティへの協力。各国への技術の移転で、情報システムのサステナビリティを確保する。

・5つは、人材の育成と活用。先進国の高度スキルの人材を活かしつつ、教育メカニズムの強化が必要である。一方、途上国からの海外労働協力はもっとあってもよい。6つは、金融市場の透明性の確保。金融市場のリスク評価に当って、十分なデータが各国で揃っていない。データベースの整備が金融システムの安定化に結び付く、と提案する。誠に良い考えである。

アジアの中で日本が目指すべき方向

・アジアの中で、日本は何が課題なのか。中国と韓国は安倍政権にネガティブである。日本の右傾化を危惧している。ドイツと何が違うのか、ドイツはナチを完全否定した。フランスとドイツは歴史認識について同じストーリーを持っている。しかし、アジアではそうでない、とリー首相はいう。

・シンガポールも日本との戦争で厳しい目にあつた。シンガポールの第一世代は日本がシンガポールを侵略し、陥落した2月15日を忘れない。第二世代は親から聴いている、第三世代は新しい世代で、これまでの日本とシンガポールの歴史を乗り越えてきている。しかし、中国と韓国は、このプロセスを乗り越えていない。よって、新しい関係が作れないのである。ここに日本のやるべきことがある、とリー首相は率直に言及する。

・フィリピンのアルバート・デロサリオ外相は、アジアの成長を守っていく必要があり、そのためにアセアンを作り、育ててきた。しかし、自国だけのメリットを要求してもしかたがない、と指摘する。南シナ海について、フィリピンとしてはどう対応するのか。

・紛争ではなく、協力していくには、普遍的な価値をベースに物事を進めていく必要がある。民主主義、自由、法による統治などである。フィリピンは戦争を放棄している。フィリピンの国益をどのように守るか。フィリピンは、中国の主張に対して、国際法に訴えた。“武力か法か”では、法をとった。

・なぜ、もっと2カ国で対話をしないのか、という声もある。しかし、今まで対話は成功しなかった。法に訴えなければ、感情的になって軍事衝突になりかねない。力尽くではなく、法のもとでの権利を主張する。これは中国にもメリットがある。国際法の中での枠組みがはっきりすれば、折り合えるところが出てくるはずである、というのがデロサリオ外相の主張である。中国からは提訴を取り下げろという圧力ある。しかし、仲裁が平和的解決の方法である。中国には責任ある大国になってほしい、と強調していた。

・日本の尖閣問題も容易ではない。21世紀に過去の大戦の戦争体験者はいなくなる。ナショナリズムの高まりには節度を持って対処し、95年の村山談話を軸に、過去は過去として決着し、将来を見て互惠を計るべし、というのがリー首相の見立てである。

・日本は財政赤字と高齢化という2つの難問を抱えている。アベノミクスで、政府がTPPに参加したというのは、構造改革をやるという証ではないかと、世銀のスリ専務理事は見ている。電力改革もよい例で、女性の労働力の活用も望ましい。日本政府が今年中に、中期的な財政赤字の削減の方向を打ち出すなら、なお良い方向に向かうことができる。

・もう1つの本質的改革は、出生率の向上である。スリ専務理事は母として3人の子どもを持つが、キャリアと母の双方の顔を持つことができる道を用意すべきであるという。政府が施設を提供すれば女性のストレスは減る。世界には例がある。日本がそのシステムを作れるかどうか、道は十分あると指摘する。

・日本は1990年のバブル崩壊後、20年間内向きで、経済は低迷してきた、とリー首相は語る。安倍首相は改革をするといい、TPPへの参加を表明した。TPPは改革の柱だ。なぜなら、国内の改革はやらざるを得ないからである。

・アジアの首脳の見方は的を射ている。ただ、この会議の場に、中国、韓国の政治家が来ていなかった。日本の姿勢が問われるところである。筋は通すにしても、やりようがある。今のところ、互いの不信感を克服するだけの人物はまだ見当たらない。その中で、エモーショナルな行動がマーケットへのネガティブイベントになることだけははっきりしている。

・アジアの発展に役立ち、自らの成長機会にも結びつくビジネスチャンスが、日本の金融機関に広がっている。黒田総裁は、3つの機会を挙げている。1つは、コンシューマアジアに向けて、日本の金融機関のビジネスモデルを進化させること。具体的には、現地通貨建ての金融ビジネスを拡大することである。2つは、社会基盤を作るためのインフラ投資に、ファイナンスをつけることである。10年で8兆ドルともいわれる投資が必要になっている。3つは、日本の貯蓄をアジアの域内で活用することである。アジアの内需化をぜひとも推進してほしいと思う。

・アセアンを見ると、2015年のアセアン共同体に向けて、貿易と物品を中心に80%の交渉は終わっている。サービスはもう少し複雑で、投資のルールもきちんと作る必要がある。民間航空のオープンスカイができると自由化の完全性は一段と進もう。新しいアセアンで活躍する企業に大いに注目したい。

日本企業の成長戦略に求められるもの

・アベノミクスの先を見ると、日本企業の経営革新がまだ不十分であると感じる。国としての成長戦略が実行に移されれば、企業にとっての活躍の土俵は広がる。しかし、そこで戦う力が十分備わっていないと、勝ち組には入れない。まして、今から日経平均が2倍になるには、上場企業全体のパワーが一段と高まってこないといけない。

・アベノミクスの成長戦略では3つの点に注目したい。1つは、保育所待機児童の解消である。働きたい女性が働けるように環境を整えることは十分できることである。2つは、混合医療の拡大を認めることである。何事も平等が大事と言って、医療の進歩を妨げる必要はない。選択肢を広げることで、医療を受ける機会と提供する機会が増え、ビジネスフィールドは広がる。

・3つ目は、パッケージ型インフラ輸出の拡大である。国内の社会的課題に取り組むと同時に、そこで培ったビジネスノウハウを一まとめにして、世界の社会的テーマの解決に向けて提供できればよい。エネルギー、環境、ヘルスケアなど分野では多くのチャンスがある。トップ外交とプロジェクトマネジメント能力が問われるが、やれば十分できる。

・そうした新しいビジネス領域を手に入れるには、サステナビリティ・キャピタリズムを追求する必要がある。短期投資ではなく、長期投資の実践である。世の中は先が読めない、不確実である。とって、とりあえず見える範囲にだけこだわって、目先の金儲けだけを考えるのであれば、社会と人々に本当に役に立ち、ひいてはリターンも大きい仕事は出来ない。

・長期だからよく見通せないということではなく、社会的価値として本当に必要なもので

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。

あるなら、政府が方向性を定めて呼び水の支援をすることは可能である。懐妊期間が長いプロジェクトであれば、その間のファイナンスやインフラ作りに手を貸すことも無駄にはならない。

・企業の戦略立案に当っては、6つの点に注目したい。1つは、技術で勝って、事業で負けないことである。企業の価値創りの差別化は技術だけではない。2つは、リーダーシップの育成である。リーダーシップは放っておいて育つものではない。訓練の中で鍛えられる。若い人々へのリーダーシップ教育が求められる。

・3つは、ガバナンスの強化である。人材の新陳代謝を行う必要がある。日本はいつの間にか競争を嫌うような雰囲気の中にある。コーポレートガバナンスを強化し、ひいては資本効率を上げていくことが望ましい。つまり、ちゃんと長期的に金儲けのできる人をトップにして、上手くいかないマネジメントには代わってもらう仕組みが必要である。

・4つは、競争に晒すために開国することである。国益は大事である。かといって、今日の国益を守ると称して、中期的に衰退しては意味がない。日本の魅力を世界の人々は感じている。それをもっと知ってもらうには開国して、競争上かなわないものについては、入れ替えていく。一方で、競争に打ち勝って新しい市場を作っていくことも十分できる。

・5つ目は、海外に出て尊敬される企業になることである。M&Aによって、多様なグローバル人材が入ってきて、女性の活用を含めた人事制度やCSRを通して、社員が誇りを持つ会社にすべきである。そうすれば、ステークホルダーからも高く評価されるようになる。

・6つ目は、世界の投資家に株主になってもらうことである。そのためには、ESGをしっかりと確立して、ROEをもっと高める必要がある。高いROEが第一義的目的ではない。高いROEが持続できるようなビジネスモデルの革新に挑戦し、構築することである。

・13年前の日産自動車のリバイバル、2年前のJALの再生はビジネスモデルを根本から作り変えた。日立製作所はマイケル・ポーター（ハーバード大学教授）のCSV（共通価値創造）に共感して、世界で社会が困っていることに、解決策を提供することを社会イノベーションと位置付けた。4年前に舵を切って、その社会イノベーションを自社のビジネスフィールドとした。日本のエレクトロニクス企業が苦戦する中で、自らのポジショニングを見直し、ジーマンス、GEと戦う体制を整えてきた。

・ヤマトHDは、「ヤマトは我なり」を実践しつつ、まごころ宅急便を国内で拡げている。アジアでは、場所ではなく人に届けるクロネコヤマトのサービスで、市場を開拓しようとしている。ブリヂストンは、世界No.1のタイヤメーカーになった現在、CSRこそ経営そのものと位置付けて、サステナブルマテリアル化に取り組み、ダイバーシティの中でのグロー

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。

バル人材の育成に力を入れている。

・三菱商事は、2001年から10年かけて、独自の企業価値創造の仕組みを作り上げてきた。多岐にわたる事業ポートフォリオを共通の尺度で測って、リスク管理を徹底している。これによって、儲からない事業からの撤退ルールもはっきりさせた。事業ユニットは当初の180から120まで減っており、効率化を進めている。

・小型企業の中でも、コシダカホールディングス、メディサイエンスプランニング、フュートレック、ワッツ、メディカルシステムネットワーク、フロイント産業など、それぞれがユニークな存在として企業価値を創造している。投資家としては、国と企業の成長戦略を見抜く目をより一層養っていききたいと思う。

富の創造とガバナンス

・3月にコーポレートガバナンス (CG) に関するシンポジウムがあった (日本コーポレート・ガバナンス・ネットワーク、創立10周年シンポジウム)。そこでの議論を参考に、日本企業に求められるものを再考してみる。

・世界にはいろんな投資家がいる。その中に、年金を運用している大手の機関投資家がいる。彼らはアクティブ運用と同時に、パッシブ運用のウエイトも結構高い。インデックスがよくなると、パフォーマンスは上がらない。つまり、市場そのものがよくなる必要がある。例えば、TOPIXを構成する企業に良くなってもらわなくては、インデックスに投資しても意味がない。

・企業に良くなってもらおうとはどういう意味か。富の創造をきちんと成し遂げてもらうことである。企業が長期的に投資をして、企業価値が上がっていけば、市場における評価も自ずと高まっていくので文句はない。それをESG (環境、社会、ガバナンス) からみていくというのが1つの視点である。

・G (ガバナンス) の最大の注目点は、CEOから独立した取締役が、コンプライアンスから離れて、業界知識にこだわることなく、戦略的思考で会社のマネジメントを外部からみていくことである。経営執行を担当するトップマネジメント層に対するモニタリングとガイダンスの提供が大事である。

・ダイバーシティという点では、女性と外国人を執行担当役員と社外取締役に入れていく必要が高まっている。日本企業にとっても、女性の活用とグローバル経営は避けて通れない。成果を上げていくには、それぞれの立場が分った人をガバナンスに入れていくことが求められる。

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。

・会社は事業を計画し、長期的に成功し、富を作り上げていくことが何よりも大事である。会社の執行担当役員は、会社が成功するように行動する。その意思決定プロセスに、社外取締役の目が入って行く。会社が打つ手に対して1) 起業家的センスは十分か、2) 実効性はあるか、3) 十分に慎重であるか、ということを見ていく。そうすると、1人の社外取締役ではなく、複数の目が必要になり、取締役会の議長もCEOでない社外の人の方が望ましいということになる。

・株主と会社は対立した立場にあるのではなく、株主の代表格である機関投資家は、会社の価値を最大にしてもらいたいと考える。そうすると、議決権行使もしっかり行う必要がある、それが会社側にとってどのような効果をもたらすかも知りたいところとなる。

・会社は社会的な存在であるから、さまざまなステークホルダーにとっての企業価値、社会的価値を創出していくことが求められる。それが十分できる企業が長期的に伸びていけるという意味でサステナブルである。

・議論を単純化すると、会社には長期的にがっちり儲けてほしい。利益率が十分高くないということは会社経営に何か問題がある。その問題を、マネジメントの意思決定プロセスにまで入り込んで監視、監督していく仕組みがCGである。

・社長（CEO）は、自分の好きなように経営したい。会社の中身を十分わからない社外取締役に、いろいろ意見されるのは煩いと思うかもしれない。株主総会もできるだけ事なかれで、スムーズに終わらせたいと思うのが常である。

・自由に経営してもらって構わない。しかし、企業価値創造の仕組みをきちんと作り、それを実践していくことをステークホルダーに十分わからせてほしい。投資家は納得したいのである。そのためにも、社外の目がある方が、①ありがたい、②役に立つ、③身が引き締まる、という状態にもって行ってほしいのである。

・日本企業にはもっと独立社外取締役を入れていく必要があり、そのような方向に向かっている。しかし、独立社外取締役に本当に会社のことが解るか、という疑問はやはり拭えない。そのためには、独立社外取締役には相当努力をしてもらい、企業価値向上に資するような役回りを果たしてほしい。そうでなければ、株主はじめステークホルダーへの責任を果たすことにはならない。

・シンポジウムで、コミュニケーションスタイルの違いが強調された点は面白かった。日本企業のIRはディフェンシブで、英語のプレゼンにおいてもまだ壁があるという。中国企業の方が、英語表現が十分で、海外の投資家から学ぼうという姿勢も強いという見方もあった。もう1つ、日本のパワーポカルチャーはユニークであると指摘された。パワーポイントに細かい絵を描いて、それを使いながら、見て解れというプレゼンのやり方は、グロー

バル・スタンダードではないと言われた。目で説得するか、口で説得するか。私自身も含めて、反省する必要があると感じた。

誠実な企業とは～企業価値創造の視点

- ・誠実とは、正直で心のこもっていることである。誰もが、誠実な人になりたいと思う。しかし、つい人の好き嫌いが出てしまい、正直に話すかどうかは場面によって違うことも多い。とすると、いつも誠実であるとは限らないかもしれない。
- ・企業の場合はどうだろうか。誠実を英語で言うと、integrity あるいは sincerity、honesty もそれに当る。「誠実な企業」賞 (Integrity Award) は、企業の誠実さに焦点を当てる。企業の社会的責任を重視した誠実な経営が、中長期的に見て市場で高い競争力を持つことを評価し、応援することを目的としている。
- ・2013年のアワードでは、最優秀賞にブリヂストン、優秀賞にヤマトホールディングスと伊藤忠商事が選ばれた。表彰後の3社のプレゼンテーションを聞いて、印象に残った点についてふれたい。
- ・ブリヂストンは、1988年にファイアストーンを買収し、以来一気にグローバル企業としての領域を拡大した。今や25カ国、178カ所に生産拠点を有する。会社の心構えとして、①誠実協調 (Integrity and Teamwork)、②進取独創、③現物現場、④熟慮断行の4つを掲げる。そして、CSR (企業の社会的責任) 活動は、「経営そのもの」であるとして、あるべき姿に近づくべく実力を高めている。
- ・CSRの「22の課題」を、1) 基盤となるCSR (安定的な収益確保、ステークホルダーとのコミュニケーション)、2) 経済活動を通じたCSR (新しい価値を生む技術革新、適時適切な情報開示)、3) 環境活動を通じたCSR (商品・サービスによる環境への貢献)、4) 社会的側面からのCSR (多様性の尊重、安全な社会づくりへの貢献)、という4つの軸で推進している。
- ・SBU (事業単位) ごとに、CSRの目標を中期計画に組み込み、1年単位でPDCAをまわしている。さらに、環境長期目標では、2050年でCO2の50%削減、100%サステナブルマテリアル化の実現を目指している。これは、タイヤの原料を持続可能な原料で総て賄おうというもので、その方向は見えつつある。
- ・ヤマトホールディングス(HD)は創業94年目、17.8万人の社員を抱えている。八百屋からトラック運送への転換、路線トラック (定期便) の確立、宅急便への事業イノベーション、そして現在は海外への展開を目指している。ヤマトHDは創業の精神(社訓)を企業理念(DNA)

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。

としている。

- ・ <ヤマトは我なり> = 社員一人ひとりが会社を代表するものとしてお客と社会に接する ⇒ (全員経営)。つまり寿司屋の職人と同じで、会話し、作りながらサービスし、勘定もする。
- ・ <運送は委託者の意思の延長> = お客(委託者)の思いを受け継ぎ、まごころをもって届ける ⇒ (サービスが先、利益は後)。安全第一、営業第二。サービスが先で、利益は後からついてくるという考えである。
- ・ <礼節を重んずべし> ⇒ 礼儀と節度を重んじ、公正に行動する ⇒ (コンプライアンス)。コンプライアンスが健全な企業風土を育み、運送業からサービス業への転換を促した。
- ・ 実際、生活支援サービス「まごころ宅急便」は、現場のニーズから生まれた。高齢者へ届ける時に、安否を確認し、御用聞き(買い物代行)も行う。安否確認サービスは行政の壁を超えて、社会福祉協議会と連携することとした。
- ・ 地域産業の活性化支援では、沖縄通関を軸に、全日空と組んでアジア圏へドア to ドアの一貫輸送プラットフォームを構築した。沖縄発でバンコクまで翌日配送ができるようになった。
- ・ 大震災の時は、社員が自発的に動き、救援物資を運んだ。何をどのように運ぶかという点で、自衛隊の下に入って機敏に動いた。あるいは、必要なものを必要なところへという点では、自衛隊の上に立ってロジスティックスを指導したりもした。まさに、社員一人一人が会社を代表する経営者のセンスで動いたのである。
- ・ 伊藤忠商事は近江商人の三方よし(売り手よし、買い手よし、世間よし)を基本としながら、創業者の精神を紡いでいる。初代伊藤忠兵衛は、「利真於勤」(利は勤るに於いて真なり)を実践した。世に役立つように勤めることが、いずれにも益を生むという考えである。
- ・ 二代目忠兵衛は、商売人は嘘をいわぬことと戒めた。一度うそをつくると必ず何倍かになって暴れ出すと諭した。そして、現在の伊藤忠商事は、本業を通じて持続可能な社会に貢献することをCSRの基本に据えている。
- ・ 例えば、プレオーガニックコットン。インドの綿花農家が農薬を使わない有機栽培に転換するには3年間の移行期間を要する。この間は、十分な収入がなくなってしまうので、農薬を使わないことがよいとわかっても、今日の収入のためには方法が変えられないという課題があった。これを、3年間の支援をすることで、より健康で収入も安定した農業に変革させる。伊藤忠商事は率先してこの事業を支援し、先駆的な成果がグッドデザイン・サ

ステナブルデザイン賞(経済産業大臣賞)の受賞に結びついている。

・3社に共通しているのは、CSR活動が企業価値創造の根幹を成しているということである。誠実な企業は、中長期的に高い競争力を発揮できる蓋然性が高い、という点に大いに注目したい。

資本コストを上回る企業価値こそ本物

・東証が今年から「企業価値向上表彰」を始めた。第1回として大賞にユニテッドアローズ、優秀賞にエーザイ、HOYA、丸紅、三菱商事が選ばれた。何がポイントなのか。選定基準を論じるのではなく、3月に催されたシンポジウムの中から注目すべき点をピックアップしてみた。

・選定委員長を務めた伊藤邦雄教授(一橋大学)は、多くの日本企業は真の企業価値経営をやってこなかったのではないかと指摘する。日本企業はイノベティブと言われながら低収益である。あまり儲かっていない。どうしてだろうか。

・中期計画の達成度をみても、ほとんどが達成できていない。実行力が欠如している、と資本市場はみている。長期的経営を志向しているといいながら、実は短期化しているのではないかと。コーポレートガバナンスもうまくいっていない。CEOが長期的経営を実践するためには、長期投資家の目が必要であると指摘する。

・さらに、CEOと同時に、CFOをもっと鍛えていく必要があると強調する。外科の手術でいえば、CEOが執刀医で、CFOは麻酔科医の役割を担う。つまり、リスクに対する企業体力のバランスをみていく。

・HOYAは、資本コストを上回るSVA経営(シェアホールダーズ・バリュー・アディッド)を展開している。その意味するところは、①緊張する経営、②情熱をもって働ける会社、③その時代に存在意義のある企業であるべし、という点にある。緊張する経営とは、コーポレートガバナンスがしっかりしており、絶えず見られ、求められる形を有しているという意味である。

・江間CFOは3つのキーワードを強調する。1つは株主と同じ船に乗ること。人は得てして傲慢になる。財務上自己資本というが、これは自分のものではない。株主に一度返して、もう一度出資してもらおうと考える。当然、資本を出してくれた人にはコストがある。それが、このくらいは稼いでほしいという要求収益率、つまり資本コストである。そして、資本コスト以上稼いだ分が、本物の企業価値である。セიმボートと口で言っただけでは駄目で、江間氏は45歳で取締役になった時に、年収以上の額の自社株を買うようにアドバイ

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。

スされた。

・2つ目は、国民の幸福に寄与すること。企業価値向上が国の豊かさにつながることを求められる。それは年金や保険を通して、国民にとっても良いこととなる。3つ目は、SVAのハードルは高いと覚悟。かつて、HOYAは経常利益経営をしていた。利益の絶対額を目標にしていた。しかし、93年度にROEが4%まで落ちた。そこで、94年度からROE経営に変えた。しかし、レバレッジを効かせれば、ROEは上がる。これはおかしいと考え、97年度よりSVA経営に転換した。

・SVA経営はハードルが高い。どうすればよいか。単に現状を前提に、オペレーショナルなコストを下げればよい、というだけでは上手くいかない。作戦の差が問われる。大きな成果を出せるかどうかは、戦略ギャップをいかに作るかが勝負である。ハードルが高いから、知恵が絞出す必要がある。そこまで考えて手を打つならば、その後マーケットで起きることに驚かないで済む、と江間CFOは強調する。

・三菱商事は、経済的付加価値（EVA）をベースにしたMCVAを経営の基軸にしている。これは資本コストを明確に取り入れた企業価値経営で、2001年に導入した。

・そこでは4つのMを実践している。1つは、マネジメントのM。ビジネスモデル毎に適用する組織を分けた。2つ目は、メジャメントのM。各ビジネスモデルの最大損失を計量化し、それを負担する株主資本も明確にした。事業ユニットは株主資本を借りてくるのだから、資本コストがかかる。リスクを計量化して、リスクが高いと資本コストも上がるようにした。

・3つ目は、モチベーションのM。MCVAを徹底し、これが黒字なら報酬が出るようにした。4つ目は、マインドセットのM。PR、IRと同じようにERにも力を入れた。会社の広報（PR）、投資家向け対応（IR）と共に、従業員向けの説明（ER）を実行した。すでに12年も実行してきたので、全社員がMCVAについて説明できるようになっている。

・三菱商事は1997年のアジア危機を経験して、リスクマネジメント上、リスクの計量化が不可欠であると認識した。また、安定株主比率も下がってきたので、株主を意識せざるを得なくなった。時価会計の導入で、株主資本の範囲が企業の体力を反映すると認識した。そこで、新しいものさしを導入した。

・どうやって、事業の選択と集中を実践するか。最も役に立ったのは、エグジットルール（事業撤退ルール）であると、上田副社長は強調する。MCVAが3期赤字であったら、その事業は原則撤退となる。MCVAを行う事業単位を180ユニットに分けた。従来の部よりも、もっと細かく分けた、エグジットルールをベースに対話を続け、現在では120ユニットに減った。この間、ERを徹底した。トップがやる気をみせないとならば動かない、これによっ

て、三菱商事のビジネスモデルは大きく作り変えられた。

・江間 CFO は、グローバル競争の前線では、同一産業内企業間競争ではなく、産業間企業競争になると予見している。つまり、事業の構想力が成否を制する。上田副社長は日本の総合商社のビジネスモデルは世界にない。バランスのとれたポートフォリオをいかに作るか、その経営力が要であるという。伊藤教授は、伊勢神宮の式年遷宮にみられる常若（とこわか）を比喻として用いる。変えることが持続につながり、常に若々しさを保つ。日本の企業も、ビジネスモデルを変えながら、いつも生き生きとして長期的に持続してほしいという。

・そのためには、次のビジネスモデルを構想する力と、それを実現する戦略が求められる。その基本となるのが、リスクアセットに対するリターンを明確に意識し、資本コストを上回る企業価値をあげていくことである。こういう視点で、企業価値経営を見抜いて行きたい。

会社の業績予想は必要か

・企業の決算発表の結果について、ざっと目を通すには、翌日の日経新聞に上場会社の決算数値が載るので、それを見ればよい。毎朝、その全てに目を通す人は多くないかもしれないが、関心のある企業の数値は拾うであろう。

・株主であったり、取引先であったりすれば、TD ネットやその会社のホームページに行くと、決算短信を詳しくみることも多い。決算短信は実によくできている。赤ペンを持って、じっくり読んでみると、会社の姿勢と実績が浮かび上がってくる。

・財務データはもちろんだが、定性コメントを見ると、投資家に訴えたいこと、あまり説明したくないことが如実に表われている。読んでよくわからないこと、知りたいのに書いていないことは、当方の知識不足あるいはさほど重要でないことなのかもしれないが、会社が詳しく説明したくないことが含まれていることも多い。

・短信に翌期の業績予想が載っている。これは本当に必要だろうか。多くの人は当然必要であるという。私も必要だと考えている。もしこれがなくなったら、会社の発信する情報量が減ってしまう。しかも、会社の業績に対する意思がぼやけてしまうので困る。

・来期の業績予想の公表は会社の意思である。中期計画も会社の意思である。会社の全員が意思統一して、その達成に向けて邁進するための共通指針であるから、極めて重要である。

・しかし、本当に必要だろうか。なぜなら、ほとんど実現しないからである。来期の業績

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。

予想を出さない会社、中期計画を公表しない会社をよしとするわけでない。日本でなく、北欧では予算を作らない企業があるという。1つのアンチテーゼとして考えてみよう。

・横浜市立大学の中條教授の分析によると、日本で中期計画を公表している企業の業績目標は、ほとんどが未達に終わっている（「企業会計研究のダイナミズム」第8章）。中期計画は会社の意思統一、対外的なコミュニケーションの指針であるから、達成できたかできないかを問うものではないという見方がある。その意見には賛成である。しかし、達成度でみれば、明らかに落第である。経営者はどう責任をとるのだろうか。

・日産自動車のカルロス・ゴーン CEO は、日産の中期計画はコミットメントであるという。必達目標であるから、達成できなかつたら責任をとる。これに対して、ターゲットという言葉は別の意味を持つ。背伸びした目標であるから、できたらよいというレベルの標的で、できないかもしれない。

・なぜ多くの企業の業績目標はなかなか達成できないのか。第1は、経営環境の変化が激しく、読み切れないからである。1年後、3年後の経営環境を見通すことは難しい。第2に、直接競合する相手の動きに対して、総て先手を打って、先を走るということも一筋縄ではない。第3に、社内の経営資源が十分でなく、本来の業務遂行能力が十分整わない場合も多い。

・先はわからない、でも人のせいにはできない。それが経営である。まさに経営者の力量、先見性、変化対応力が問われる。とすれば、1年先、3年先の業績計画を設定するという方式が間違っているかもしれない。

・ノルウェーのスタットオイル社は脱予算（Beyond Budgeting）を実践している。‘脱予算’というのは、単に予算を作らない、という話ではない。予算を作って成し遂げようという成果を、予算という手法ではなく、それを超える新しいマネジメント・イノベーションで達成しようとする。

・早大の清水孝教授によると、3カ月から6カ月かけて予算を作っても、それが長持ちしないことが多い。素早く手を打っていく必要がある。中央集権的でなく、分権化して、変化適応型のマネジメントの仕組みを作ることが求められる。そうすると、結果として予算が必要でなくなっていくという。

・業績管理は必要である。財務計画も必要である。しかし、われわれ投資家からみると、実現しない業績予想を頼りにして投資はできない。では、何を知りたいのか。業績予想の中に含まれる会社が働いている実態を知りたい。価値創造の仕組みを知りたいのである。それを示す KPI を的確に公表して、コメントしてくれるならば、会社による従来タイプの業績予想はいらない。これをどうビジネスモデルに取り込んでいくか。企業開示の新しい

挑戦が始まろうとしている。

予算制度のないスタットオイル社のマネジメント・イノベーション

・ノルウェーの石油・ガス会社、スタットオイル（Statoil、時価総額7兆円）の経営は興味深い。業績管理担当のビャーテ・ボグネス氏の話聞いた。

・ボグネス氏は、交差点の例を用いた。信号のある交差点とサークル型の交差点では、どちらが効率的であろうか。信号は誰かが管理していて、少し古い情報に基づいて、定型的な指示が出される。環状（サークル）交差点は、ドライバーが自分でサークルに入り、自分がその場で判断して舵を切っていく。

・信号はルールである。ルールベースのマネジメントが本当に通用するのだろうか。一方、サークルも、もし我先にと入ってしまえば、そこは詰まって渋滞する。車の流れをよくしたいという共通の前提の中で、自分で判断していく。セルフレギュレーションの重視である。楽な方を選ぶのではなく、あるべき方を困難でも選択していくことが大事であると強調する。

・ルールベースではなく、バリューベースのマネジメントスタイルをとる理由は2つある。1つには、ビジネス環境は予測不能な変化を示すので、迅速に対応する必要がある。もう1つは、人は誰かに管理されたいのだろうか（X理論・Y理論）。そんなことはない。XではなくYタイプとして、自ら能力を発揮して、自分の責任でマネージしていけるはずである。

・スタットオイル社は、2005年に予算制度を廃止し、2010年にはカレンダーイヤーもなくなった。予算という仕組みの中で計画を立てても、予算を作るのに時間を要する割に変化が激しく長持ちしない。目標が低くなったり、打つ手が遅れたりする。それよりは、1四半期が終わったら、次の4~6四半期を見ながら、迅速に対応する。誰かが予測するのではなく、組織全体で分る仕組みにしていく。

・一般に、会社は社員を信頼しているといいながら、旅費は細かく管理していたりする。それは社員を信じていない現れである。また、チームが大切、1つのチームといいながら、個人評価のボーナスを出している企業も多い。これも一貫性がないという。実際のプロセスの方が強いメッセージとして伝わるので、社員の信頼は低下してしまう。

・大事なことは、ターゲット、予測、リソースアロケーションを予算として1つにまとめないことであると、ボグネス氏は説明する。1つにコンバインするからいろいろ不都合が起きてくる。スタットオイル社では予算はやめたが、この3つのことは独立のプロセスとして実行している。①ターゲット（背伸びした目標）は起こってほしいこと、②フォーキャスト

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。

ト(予測)は起こると思うこと、③リソースアロケーションはいかに無駄なく効率的に配分するか、これらを別々に考える。そうするとゲームのない目標、刺激的な目標が立てられる。バイアスのない予測が出てくる。新しいコスト管理ができるようになる。しかも、カレンダーで区切るのではなく、事業環境に沿って時間軸を決めていく。

・次に、オイルスタット社は「Ambition to Action」(A to A、志を行動へ)という考え方と手法で、具体的に組織を動かしていく。業績を独自に定義し、比較対象(競合15社)より良い業績を上げることを重視する。それをベースに共通のボーナスを考える。また、バランススコアカード(BSC)の考え方を取り入れて、基準や権限を明確化した上で、意思決定ができるようにする。

・プロジェクトに予算はつけるが、年間投資予算というような期間は考えない。1年に意味はないからである。そのプロジェクトがバリューを作り上げるかどうかが大なので、ダイナミックなリソースアロケーションに腐心している。

・ビジネスは、フォワードルッキング(前を見て)、アクションオリエンテッド(どう行動するか)で推進する。常に予測と目標(ターゲット)を独立にみていく。業績の達成には、何を達成したかと同時に、どのように達成したかも同じウエイト(50:50)で見えていく。

・チーム毎に「A to A」(Ambition to Action)を立てて実行していく。そのチーム数は1400にも及ぶ。KPI(重要経営指標)はパーフェクトでなくてよい。よりよいものを選んで、それを指針とする。

・こうしたことを通して社員の行動を変え、スタットオイル社は優良企業に発展した。投資家にはありのままをみせている。数年前から財務データのガイダンスを出すことすらやめたという。業績予想のヒントを出さなくても、投資家、アナリストは問題ないという。マネジメント・イノベーションを起こし、新しいタイプの経営を実践している点に注目したい。

外人投資家にアピールしよう

・3月に開かれた日本IR学会で、ニッセイ シュローダー アセットマネジメントのCOOでファンドマネージャーである辻本臣哉氏が興味深い報告をした。テーマは、「運用機関のグローバル化と日本企業のIR~ESG開示の現状と今後~」であった。

・1つの論点は、日本企業の存在が相対的に下がっており、その影響が薄くなっているということである。アセットオーナーの動きを見ると、海外年金基金では、日本株とアジア株を分けて考えるのではなく、日本を含むアジア株としてアセットクラスを考える。

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。

- ・そうすると、それに対応するグローバル運用会社は、日本株の運用チームとアジア株の運用チームを別々ではなく、統合するようになってきた。アジア株運用のヘッドクォーターも日本ではなく香港やシンガポールにおかれるようになる。
- ・それに伴い、アジア株の中での日本株の数は限られてくる。日本の自動車、エレクトロニクス企業ではなく、アジアの中での有望な自動車、エレクトロニクス企業となるからである。
- ・セルサイドの証券会社でも、例えばエコノミストは二人いない、ストラテジストは二人いない、アジアをまとめるリーダーは1人でよいということになる。日本を中心にみていたエコノミストやストラテジストは必ずしも必要でなくなってしまう。セクターアナリストも日本が強いインダストリーや企業に今まで以上に限定されて、日本企業のカバレッジは一段と減って行く。
- ・もう1つは、欧州の年金基金を中心に、ESGを考慮した運用を運用会社に要求するようになっており、日本にもその影響が出始めた、ということである。
- ・運用会社の通常のセクターアナリストは、大型株を中心に20~30社ほど担当し、今後2~3年の業績予想を行う。投資判断は相対的な割安/割高でみる。問題点としては、短期志向になりがちで、分析力よりも情報力が問われ、相対評価であるからコンセンサスとの違いが重視される。
- ・一方、ESGに優れていると、企業の長期的な成長性や安定性に結びつく。サステナビリティを、経営スタイルと経営者そのものの資質や実践で評価していく。伝統的アナリストの活動を超えているという言い方もできるが、ESGを独立して狭く捉えるのではなく、企業評価の全体にESGを織り込んでいくという見方の方が妥当であろう。
- ・運用会社が長期投資の基本としてサステナビリティを重視すれば、アナリストも業績予想を軸にした財務分析だけではなく、ESGを明確に取り込んでいく必要がある。そうすると、上場企業のIRの担当者も、当然CSRの領域を的確に説明していくことが求められる。
- ・現状では、アナリストも経営者も、このESGの認識に差があると辻本氏は指摘する。それでは、企業のIR担当としてはどのように対応していけばよいのか、いくつかの方策は考えられるが、ここでは外人投資家に、よりアピールする方法について考えたい。
- ・上場企業3500社のうち、機関投資家が投資対象とする会社は狭くみて600社、広くとって1200社程度である。国内の機関投資家に注目してもらうには、どのようなIRが必要か。リスponsがはっきりしない個人投資家にはどう説明したらよいのか。さらに、外国人投資家にさほど注目されていない企業において、外人は相手にしなくてよいのだろうか。
- ・英文資料を用意する必要がある、英語での対応も求められる。辻本氏の話で、もう1つ

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。

興味深いのは、アジアのアナリスト、ファンドマネージャーは相対的に若い。日本について特別詳しいわけではない。欧米をみる時と同じような基準で、日本企業をみてる。その時、日本企業独自の強みをどうアピールしていくのか。これは意外に難しい。

・わが社は内需中心で海外市場は相手にしていない、国内投資家中心で外人投資家対応は必要ない、という企業は少ないと思う。問題は、外人対応への労力をかけても。それが効果をもつのかという点である。①多様な外国人とIRのコミュニケーションをもつ、②トップマネジメント自らそれを実践する、③IRセクションはそのための資料やツールを用意していく、ということが不可欠であるが、中小型の企業にとってハードルは高い。

・しかし、外人投資家は国内よりもはるかに多様である。やってみると意外な効果がある。予想以上に反応がよい場合もあり、逆に全く通用しないこともある。ここからが大事で、理解を深めてもらうにはどうするか。はっきり意見をいう投資家の声に、トップ自ら耳を傾けることはよい刺激になる。

・不愉快だ、もう会いたくないという社長がいるかもしれないが、ネガティブに考えないでほしい。IRは会社の営業である。営業がうまくいかないからといって、客を見限っても仕方がない。アベノミクスで日本マーケットの注目度は上がっている。この機会に、何としても成果を上げるべくターゲットを定め、会社に経営革新を起こす1つの起爆剤にしたいものである。

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

・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低い。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。

・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。

・30年以上どこかで働いてきた人は、企業を見る目、人を見る目を十分持っている。株式投資に慣れていないとしても、企業活動の良し悪しを見抜く力はあると思う。それを活か

していくことが大事である。誰かを信用して任せる前に、自分でよく理解する必要がある。

・投資活動を通して、企業とも関わりを持ち、私たちが投資家として監視し、応援していくことは、日本の復活に不可欠であろう。日本だけに投資する必要はない。世界の投資商品に目を向けてよい。その中で、少額でも日本企業の個別株投資に資金を配分して、投資感覚を養うことは最も実践的な活動となろう。

・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。これをビジネスとして展開する必要がある。

・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、日本はどのような戦略をとるのか。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。