

ベル投資環境レポート

新型コロナショックを乗り越える経営戦略を求めて ～なぜリスクが取れないのか～

2020年9月22日

鈴木行生

目次

- | | |
|------------------------------------|------------------------------|
| 1. 不確実とリスクの捉え方と活かし方 | 2. リスクへの挑戦をいかに実践するか |
| ➤ 新型コロナウイルスの影響と対応 | ➤ リスクを乗り越える自信～ソフトバンクの株主総会 |
| ➤ SDGs時代の新しいモニタリング～新型コロナショックを踏まえて | ➤ 企業再生のスピリットはいかに～ライザップの株主総会 |
| ➤ TCFDの活用～気候変動への対応 | ➤ グローバルニッチトップ企業100選～日進工具のケース |
| ➤ 対話のサステナビリティ・トランスフォーメーション(SX)に向けて | ➤ ヘルスケアのDX～EMシステムズのケース |
| ➤ 社外取締役で会社は変わるか～5つの心得 | ➤ 事業ポートフォリオの変革に向けて～イワキのケース |
| ➤ なぜリスクがとれないか～先をいかに読むか | ➤ DXとIR～チェンジのケース |
| ➤ 株式の持ち合いはなぜなくなるか | |

1. 不確実とリスクの捉え方と活かし方

新型コロナウイルスの影響と対応～「積極的感染防止戦略」

・9月に日本価値創造 ERM 学会の特別公演で、小林慶一郎氏(東京財団政策研究所研究主幹)の話をお聴いた。小林先生は、政府の新型コロナウイルス感染症対策分科会のメンバーである。

・危機管理の基本は“最善を期しつつ最悪に備える”ことにある。不確実下の意思決定はミ

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。

ニマックス原理に基づく。つまり最悪の事態を最小にするように行動するのがよい。

・感染症モデル（SIR モデル）によると、行動制限は時間稼ぎにすぎず、行動制限を緩和すると再び感染拡大経路に入っていくという。その時、また行動制限をかけるのか。これを繰り返すことのコストは膨大で、経済がもたない。今は第二波がおさまりつつあるが、ここで皆が動き出すと次は第三波がくる。これを繰り返し続けるのか。

・小林先生は「積極的感染防止戦略」を提言している。これは、感染リスクを抑えるために、人を特定し、速やかに隔離する方策である。人々が感染を怖がって動かなければ、消費は落ち込み、生産活動も止まってしまう。

・感染を止めることはできないが、どういう状況なら感染する可能性が高いかということはかなり分かってきた。それを避けるのは当然であるが、かといって生活者の行動を止めるわけにはいかない。

・そこで、①検査する、②調査する、③囲いこむ、④待機させて療養する。つまり、感染リスクを抑えるには、感染した人を早く見つけて、その行動を調査して、まわりの人もすぐに検査して、陽性の人を特定して隔離する。そこで治療をして、治ったところから復帰させる。

・感染を避けるために全員の行動を止めるのではなく、慎重に行動しながらも、感染した人はすぐに見つけて囲い込む。そうすると感染リスクは明らかに下がる。現在、国の方針はこの方向に進もうとしている。

・誰でも検査してくれるなら、人々の不安は減っていく。でも、検査の能力（キャパ）は限られている。検査の結果がでるまでに時間がかかる。これでは、感染した人がまわりにどんどん感染を広げてしまう。

・PCR 検査（抗体検査を含めて）のキャパは逐次上がっている。7月に1日8万件であったものが、9月末で10万件。11月末で20万件へ上げようとしている。早い時期に50万件を目指すべし、と小林先生は強調する。

・誰の検査を優先するのか。第1は有症患者とその人への接触者（2日前から）である。第2は、高リスク無症の人である。医療関係者、介護福祉関係者は当然であろう。また、歓楽街で働く人々も高リスクなので優先する。入国管理の水際チェックも重要である。第3は、低リスク無症の人である。宅配などビジネスに関わる人、スポーツや芸能に関わる人々など

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。

も定期的に検査した方がよい。

・現在インフルエンザの検査は1日で10~30万人できる。この秋冬はインフルエンザかコロナウイルスかかの症状をどう見極めていくかが問われる。検査のキャパが上がってくれば、エッセンシャルワーカーの無症状の人々を定期的に検査して守れるようになる。

・熱が出たり、だるくなったりしたら、どこの病院に行くのか。現状では、かかりつけ医に電話して、診てもらうための予約をとる必要がある。その時、単なる風邪なのか、インフルエンザなのか、コロナウイルスなのかをどう見極めるのか。

・何人かのクリニックの先生によれば、まず風邪薬を飲む。おかしいと思ったら、インフルエンザの薬タミフルを飲む。このタミフル（ジェネリックを含めて）は、クリニックに行けば多くの場合保険適用外で処方してもらえる。つまり、薬代は高くなるが、いざという時のために事前にもらっておく。現在でも、受験生が試験日に備えて、早めに手に入れておくということは行われている。

・熱が出て、タミフルを飲んでも効かないとすれば、コロナウイルスの疑いが高まる。かかりつけ医に相談して、PCR検査を速やかに受ける。早く受ければ、他の人にうつす可能性が減る。

・雇った本人はどう行動するのか。無症状の人もいれば、症状が出ても軽いまま終わる人もいる。早めにしっかり隔離することが重要である。自宅がいいと言っても、家族にうつしてしまうかもしれない。自宅内隔離ができるかが問われる。ホテルや病院に入って、検査や治療を受ける方がよい。

・本格的な治療薬やワクチンはまだである。現在治験が進んでいるので、1~2年後にはかなり普及してこよう。それまでは、小林先生の言う積極的感染防止戦略でしのぎたい。

・例えば、抗インフルエンザウイルス薬のアビガンはどうか。日本でのこれまでの治験では、治験の制約もあり有効性は確認されていないが、効いたという事例は世界でいろいろ出ている。製薬メーカーでは増産して在庫を貯めている。

・理屈として、アビガンはウイルスの増殖を防ぐ。よって、もしコロナウイルスに効くとすると、初期の状態で投与するならばウイルスの増加を抑えることができよう。ウイルスが増殖して、コロナを発症し症状が重くなってからでは遅いかもしれない。よって、早めの検査

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。

で陽性になった人々に使うと一定の効果が期待される。

・COCOA（ココア：新型コロナウイルス接触確認アプリ COVID-19 Contact-Confirming Application）の普及はまだ10%以下で、アプリの改良も進められている。これが70~80%に高まれば、身のまわりで知らずにコロナ感染者に接触していたかどうか分かる。すぐに検査を受ければ、本人の早期治療と感染拡大防止に役立つ。

・こういうITの活用がいかにも遅い。小林先生が言うように、アプリを入れるかどうかを本人の選択に任せる‘オプトイン’ではなく、スマホのアプリには自動的に入れておき、嫌な人はそれを外すという‘オプトアウト型’にすればよい。こういうコンセンサスも中々とりにくい、すぐにもオプトアウト型にすべきであろう。

・コロナショック後、病院やクリニックの経営が苦しくなっている。調剤薬局の収益も落ちている。介護福祉施設も厳しくなっている。コロナ患者の治療について、その負担は重い。社会的役割は極めて重要であるが、経済的には儲からない。他の患者が来なくなるので、その収入減が広く業界に響いている。医療関係者の善意にだけ頼るわけにはいかない。コロナ対応の医療については、今後さらに収益面で国からのサポートを拡大し、継続する必要がある。

・この半年で、社会経済的活動にどのような影響が出るかは概ね分かった。ここからあと2年同じような状況が続くとすれば、現状のような補助金で、経営が持続できない企業が続々出てこよう。失業も大幅に増えてくる。本当の不況はこれからという見方も有力である。

・倒産、廃業、事業再編、事業再生が次々に表面化してこよう。産業、企業の新陳代謝は不可欠であるが、単なる延命策では次の展開は見込めない。人々は、働き方を変える必要がある。そのためには、いくつになっても学び直しに挑戦していくことが求められる。雇用を増やす会社がいい会社であるという視点は不変である。ここを軸に、次の成長戦略を見据えていきたい。

SDGs時代の新しいモニタリング～新型コロナショックを踏まえて

・9月に催された日経SDGsフォーラムをWebで視聴した。いくつかのセッションを聞いて印象深かった点を取り上げてみたい。

・新型コロナ感染症にいかに対応するか。その社会的課題をSDGsとして、どのように取り

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。

組んでいくのか。ソリューションは容易ではない。貧困、健康、働き甲斐、技術革新、公正など、いくつもの目標やターゲットに関わってくる。

・新型コロナの不確実性とリスクマネジメントを、どのようにとらえるのか。当初は、原因も伝播も症状もよくわからなかった。うつさないようにするには、隔離しかなかった。人の移動を止めるしかないので、戒厳令のような都市封鎖で社会経済活動の停止を命じた。

・どういう経緯がどのような結果（アウトカム）を生むのか分からない時は、最悪の事態を想定して、それを避けるような行動をとるように意思決定するしかない。海外では、都市のロックダウン、日本では外出自粛策がとられた。

・第1波が過ぎたところで、症状、感染経路、避けるための手立てについて、様子がかかなり分かってきた。第2波がきたが、ここからはコロナ対応を社会経済活動と両立させながら進める方針がとられた。

・しかし、コロナに感染しないための手立てはわかってきたといっても、1) 明らかにルール違反をする人々が出た、2) ルールを守っても感染してしまうことが避けられない、3) 感染した場合の対応策ははっきりしてきた。

・現在は「不確実な状況」から「リスクな状況」に移っているといえる。つまり、状況がどうなるか読めないところから、リスクを特定することができるようになってきた。

・リスクな状況では、①どうすればそうなるかの結果がかかなりはっきりしている。②どうなるかの可能性についてある程度判断できるようになっている。

・結果を正確に特定することはできない。その結果が生じる可能性（実現確率）についても明確に数値化することは難しい。客観的データを求める人にとっては、引き続き不確実下の意思決定しかできない。つまり、先が読めない恐れ状況が続いていることになる。

・一方、主観確率をイメージできる人にとっては、結果の内容とその確率について、マトリックスが構成できるようになる。三密を避けて、適切に行動すれば、通常の生活には支障がなさそうである。

・行動パターンをアウトカムとして想定し、それが起きる確率を主観的に定める。そこには個人差が生じるので、専門家によるガイドラインを定めて、望ましい方向に持っていく政策

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。

誘導がとられた。

・このコロナショックを、社会科学적인視点から、伊藤邦雄先生（一橋大学 CFO 教育研究センター長）は、監視資本主義（サーベイランスキャピタリズム）とモニタリング民主主義の対比でとらえている。

・中国の国家資本主義は、見張型国家独占で人々の行動を徹底的に追跡する、コロナ感染のコントロールには威力を発揮するが、人々の思想追跡にも使うので恐い社会となる。一方、民主主義は、資本主義のいいところを活かすはずであったが、格差が拡大し、GAFa によるデータ独占も懸念されるようになった。

・民主主義と資本主義の新たなインテグレーション(統合)をどう行うのか。ここに SDGs の 16 番目の開発目標（‘平和と公正をすべての人へ’）へのソリューションとして、「モニタリング民主主義」を提言する。

・データを一方的に独占するのではなく、そこにガバナンスを効かせる。そのためには、モニタリングのための情報開示が不可欠である。モニタリングを通して、国家と市民、大企業と生活者のデジタルデータの相互監視を行い、デジタル情報、デジタル資産を共有資産にしようという姿勢である。

・そこには、新型コロナウイルス感染症のデジタルデータも、気候変動のデジタルデータも入ってくる。私たちの生活データ、健康データ、金融データがそのまま吸い取られて、誰かに勝手に利用されたのではたまらない。しかし、適切に加工され、今までにない統計データとして、戦略的に活用されるのであれば、社会全体の福祉の向上になることは十分考えられる。

・大和証券グループの中田社長は、SDGs をベースにした金融イノベーションに邁進すると強調した。新型コロナウイルスショックが新たな社会課題を生み出しており、そのためには従来とは違った資金の循環が必要になっている。ESG 投資も SDGs 債もサステナブルボンドもその流れにある。

・ここからが難しいところである。今みえる経済的リターンのプロファイルだけでなく、中長期的な課題への貢献も、社会的リターンとして受け入れるという土壌が培われている。これを従来型のファイナンス理論で解こうとすると、非合理的で非効率となるかもしれない。これを超える新しい金融が始まっているといえよう。

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。

・新型コロナショックが働き方を変えている。DX がそれを可能にしていく。その影響をいかに見える化していくか。新しい動きを、①財務情報として知りたい、②非財務情報としてもっと体系的に知りたい。③KPI も明らかにしてほしい。

・こうしたニーズが高まっており、これらをモニタリングしながら企業価値向上を評価していく。投資家も変化している。

・多くの企業は本業を通してSDGsに貢献することを目指している。しかし、SDGsを経営ビジョンに取り込んでくると、実は次にめざすビジネスモデルの変容が求められる。新型コロナの克服には、イノベーションが必須である。GHG（温室効果ガス）の削減にもイノベーションが不可欠である。

・こうした課題を担うには、目標、リスク、シナリオを開示し、それを共有していくことが重要である。誰にとってマテリアルであるか。どこにプライオリティをおくか。ここにエンゲージメントの役割がある。

・隠す社会は暗黒である。デジタル資本主義と民主主義が新たに両立する、という意味において、‘開示の共有が第3の道である’という伊藤教授の提言を肝に銘じたい。

TCFDの活用～気候変動への対応

・7月に「TCFD（気候関連財務情報開示）に関するガイダンス2.0」が公表された。企業は気候に関してどのような情報を開示すればよいのか。投資家をはじめとするステークホルダーはそれをどう活用するのか。まだ何が足りないのか。こうした点について提言がなされた。改めて、いくつかの論点を取り上げてみたい。

・気候変動は誰のせい。太陽系の中の惑星である地球46億年の歴史をみても、大変動を繰り返しながら変化している。人類がちっぽけな存在のうち自然の一部として包含されてきたが、194か国、76億人の社会経済活動が自然を破壊し、気候変動を自ら招いているという自覚が先進国で高まった。

・先進国は自然を無視して先に発展しておいて、今更自然を大切にと言っても、それはこれから発展する途上国の成長を妨げる、という反論も根強い。先進国においても、格差がある中で、自由な活動に過度の制約をかけることは避けたいという勢力もある。政治的な対立となっている。

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。

・しかし、自然を守り、気候変動への悪影響を避けるように社会経済活動を営んでいくべきであるという理念は、反論のしようがなく、欧州から受け入れられてきた。もはや実行の段階に入って、取り組みが遅い国や企業は世界の投資家からそっぽを向かれてしまう。

・日本のTCFDコンソーシアムは民間主導で、気候変動に関する財務情報の開示について提言を行っている。TCFD (Task Force on Climate-related Financial Disclosures) に賛同した機関は、この7月に世界で1350に達した。日本では290機関が賛同しており、世界全体の20%強を占め、数では最も多い。

・今回の「TCFDガイダンス2.0」のねらいは、①事業会社が気候変動への取り組みを投資家などの情報利用者に対して見える化を行い、②投資家などの利用者はそれに対して適切な資金供給を行うことで、③事業会社のイノベーション創出を実現させ、④環境と成長の好循環を確立していくことにある。

・TCFDの内容を推進するには、企業において、1) 気候関連のリスクと機会をしっかりと見極めるためのガバナンスを確立し、2) それを事業として推進する戦略を立案し、3) リスクマネジメントのプロセスを明確にした上で、4) 目標とKPIを設定することである。

・では、何を開示すればよいのか。投資家など利用者が知りたいことを開示してほしいというだけでははっきりしない。業種別の違いもある。そこで、本報告書では自動車、鉄鋼、化学、電機・電子、エネルギー、食品の6業種、銀行、生保、損保の3業種、計9業種について、業種別開示推奨項目を提示した。

・それ以外の企業はどうするのか。IT系の企業であれば、うちは関係ないと済みますのか。中小型企业はCO₂の削減といわれるだけでも、実態把握や実施策において負担が重いかもしれない。それでも、わが社は関係ないと避けるわけにはいかず、どの程度の関係かをはっきり示す必要がある。負担の軽重ではなく、重要度を認識すべきである。

・単に言われたから仕方なくやるという形では、インセンティブは働かないし、対応も進まない。GHG (Greenhouse Gas: 温室効果ガス) には、CO₂のほかに、メタン、酸化窒素、フルオロカーボン、フッ化硫黄、フッ化窒素などがある。GHGを自社のバリューチェーンの中でいかに減らしていくか。その仕組みをイノベーションとして、作り上げていく必要がある。

・なによりも、企業価値創造の一環を位置づけることである。①規制をクリアするコストで本レポートは、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、②とんでもない被害を避けるためのリスクマネジメントである、という位置づけではなく、③新しいビジネスモデル（価値創造の仕組み）にしっかり組み込んで、④その PDCA サイクルをまわしていくことである。

・SDGs における社会的課題に対して、わが社のソリューションを提供し、社会的価値と経済的価値のバランスをとっていく。この両立を目指す経営力が求められる。そのためのイノベーションが求められる。業績がドスンと落ち込むことがないようなリスクマネジメントを実行していく必要がある。それを中長期的に支える ESG の確立が必須となっている。

・できるところからやっていってほしいが、長期ビジョンをもって、3 年くらいの中期計画がないと続かない。不言実行よりも有言実行がよい。開示してコミットしていく。無理はしなくてよい。

・投資家は、1) できそうもないことを建前で言っている、2) かなり無理をしている、3) 当たり前前のことを並べているだけである、というように、斜に構えることも多い。しかし、本来、経営トップから現場まで、さらにバリューチェーンを広げて、全社的に取り組んでほしいと願っている。それが、企業のサステナビリティを担保することになるからである。

・昨年 9 月に催された日立的「ESG 説明会」では、ESG がどのようにマネジメントされているかについて、具体的に話した。ESG については、サステナブル戦略会議で方針を決定している。

・2016 年に環境イノベーション 2050 を定めた。環境価値では、1) 低炭素、2) 高度循環、3) 自然共生について、3 年毎に計画を作っている。従来は各事業の中で、環境の課題とどう折り合いをつけていくかという所に力点をおいたが、今回の中計では、どのように事業を変えていくかが中心テーマとなった。

・CO₂削減では、‘インターナル カーボン プライシング’を導入して、インパクト分析を行った。5000 円/t として、設備投資の基準に入れていく。日立の 5 つの事業分野でその影響は異なるが、各ビジネスユニットが自ら検討することが重要である。

・水資源のリサイクルでは、サーキュラーシステムをいかに作っていくか。水の単位使用量を下げていく。プラスチック、鉄スクラップ、鋳物砂などのリサイクルもバリューチェーン全体のリソースサイクルとしてみていく。

・日立の環境イノベーションは、それだけが独立して存在するわけではない。目先のトレードオフではなく、思いきった最適化が求めているという。

・本気で取り組んでいれば、すぐに成果に結びつかなくても、投資家は注視していく。定性評価に、ポジティブに取り入れていく。いずれ定量評価に表れてくれば、投資パフォーマンスに反映されてこよう。TCFDの実践を伴う情報開示のレベルアップに期待したい。

対話のサステナビリティ・トランスフォーメーション (SX) に向けて

・8月に経産省から「サステナビリティ・トランスフォーメーション (SX) の実現に向けて」というレポートが出された。サステナブル(持続的)な企業価値創造に向けて、対話における長期の時間軸の共有を SX と名付けている。その課題と対応についていくつか取り上げてみる。

・SX とは初耳である。DX はデジタルトランスフォーメーション、この2年でかなり一般的になった。デジタル資本主義が台頭する中で、もっと IT を活かした企業になろう。ワークライフバランスを DX で一新させようという意味である。

・CX はユーザーエクスペリエンスを意味し、商品やサービスの価値を顧客の体験を通してもっと実感できるようにしようということを目指す。最近では、CX をコーポレート・トランスフォーメーションと名付ける識者もでて、企業のビジネスモデルを丸ごと変身させようという提言をしている。

・2014年に伊藤レポート1.0が出され、2017年に伊藤レポート2.0が出た。企業の稼ぐ力をもっと高めるようにするにはどうしたらよいか。資本コストを上回る ROE を高める必要がある。財務資本だけではなく、非財務資本にフォーカスして ESG への取り組みが企業価値向上に結び付くようにすることがカギである、と提言された。

・今回の伊藤レポート3.0では、もっと対話をしっかりやる必要がある。そのような仕組みを創り上げ、実行していく企業や投資家になることを SX と名付けた。長期的な視点で中身のある対話を真剣に行い、互いの価値向上において、目に見える成果を上げることを目指している。

・何が課題なのか。対話を重ねても、中長期的な企業価値向上につながっていない会社が多い。①そもそも対話が足りない、②対話をして中身が不十分である、③経営環境や投資環

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。

境がどんどん変化しており、それに追いつけない状況も生まれている。

・本レポートでは、企業サイドからみた課題を3つあげている。第1は、多角化経営や複数事業のポートフォリオ・マネジメントがうまくいっているのか。そこが投資家に理解されていないのではないか。

・第2は、新規事業やイノベーションの「種植え」（新たな試み）が十分なのか。その種植えが投資家に理解されていないのではないか。

・第3は、ESG や SDGs への取り組みが企業の稼ぐ力や競争優位性とどう結びつくのか。社会的価値と経済的価値の両立を投資家に分かってもらえるのか。こうした点が対話におけるギャップになっているのではないか、と指摘している。

・多角化経営においては、何が本業なのかが問われる。各々の事業は異なるビジネスモデルで成り立っている。会社全体の様々な事業をみると、それは1つのポートフォリオである。今儲かっている事業、これから儲かる事業、収益性が低下している事業、苦しくてどうしようもない事業などがありうる。

・投資家は、今儲かっている事業にだけ集中して、余計なことはさっさとやめてほしいと、いいがちである。これが短期的で一面的なことはわかっているが、先行投資事業、衰退事業への会社の方針、戦略が、多くの場合腹落ちしない。

・社長は本当にわかっているのか。問題がわかっているにもかかわらず内部事情で手を打ちたくないのではないか。こうした疑問に対して、企業サイドは、投資家は目先の経済的利益ばかりにとらわれて、先のことを十分理解してくれない。そもそも理解できないような種族かもしれないと思いかねない。

・R&D 投資はうまくいくか。新規事業にいろいろ取り組んでいるが、今1つパツとしない。この初期投資、先行投資を「种植え」と捉えている。将来の見込みについて、推進している部隊は必死であり、経営トップもそれを認めている。

・取締役会で、そのPDCA をチェックしているであろう。でも、始めたことを途中でやめることは中々できない。社長がゴーと言った案件を同じ社長がストップというのは、よほど事態が深刻にならないと難しい。

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。

・一方、投資家はトラックレコードを知りたいという。過去の実績をみたいわけである。ところが、新しい取り組みであればあるほど、過去の事例は参考にならない。ここをどう説明していくか。

・新しいことは秘密にしておきたいことも多い。新しいことをやらなければ将来はない。このビジョン、フレームワーク、進退の基準などを説明して理解を求めていくことが重要である。

・SDGs をベースにした ESG のあり方について、社会的価値と経済的価値はどのように両立させていくのか。長期的にみて社会的価値は大いにありそうとしても、社会的課題の解決に向けて、環境、働き方、ガバナンスの面で、どう取り組んでいくのか。

・経済的価値がキャッシュ・フローで計れないような対象に対して、本気でどのように取り組むのか。投資家はそれを評価できるのか。

・投資家は多くの場合、十分測れない内容については、リスクを中心に定性評価する。そして、ESG の視点をネガティブスクリーニングに使う。つまり、投資適格から落としてしまう。

・しかし、ESG 投資を中長期でみると、新成長機会を生むポジティブな評価も必要である。よって、ESG インテグレーションが重要となる。つまり、ESG もアクティブ投資の重要な要素として評価していく。

・この3点に共通するのは、「時間軸」にある。時間軸の違いは、企業家と投資家の双方にとって長年の課題である。何としても今期の予算達成を目指すという企業は多い。投資家も将来のことはわからないので、今見える業績を織り込んで企業評価を行う。そうすると、企業サイドも投資家サイドも短期志向になる。

・しかし、サステナブル経営を目指す、企業は長期を重視するようになる。しかも抽象的でなく、具体的な活動を伴いながら、企業の持続性を追求する。投資家も ESG/SDGs を軸としたサステナブル投資を目指す、長期の企業経営やそれを支える企業文化（サステナブルビジネスモデル）に着目するようになる。

・本レポートでは、企業も投資家も時間軸を長期に伸ばして、企業のサステナビリティと社会のサステナビリティの同期化を図るような対話に力を入れて実行すべし、と提言する。

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。

・では、これを担うアナリストはいるだろうか。ESG アナリストが台頭している。そもそも従来型のアナリストは必要なのだろうか。これに対して、「新しいアナリスト」が不可欠であると筆者は強調したい。

・セクターアナリストを超えて、SX を評価し、ESG インテグレーションで企業価値を評価する。これができる新しいアナリストを目指すことを、AX (アナリスト トランスフォーメーション) と呼びたい。3 年あればできる。その勝算に注目したい。

社外取締役で会社は変わるか～5 つの心得

・社外取締役を充実したら会社は変わるのか。ステークホルダーにとってよい会社になるのか。常識的に言えば、会社を変えるのは社長で、社長が最も重要であると誰でも思う。社外取締役をこの 5 年充実させてきたが、上場企業に変化は出ているか。大きく変化した会社がある一方で、形を整えても中身はさほど変わらずという会社も多い。

・7 月に経産省から「社外取締役の在り方に関する実務指針」(社外取締役ガイドライン) が公表された。企業価値の向上を図るコーポレート・ガバナンスを実行するには、どうしたらよいのか。近年、上場企業の社外取締役は急速に増えている。その基本的役割を再認識し、役割の実効性を高めるための手引書として発行された。

・社外取締役 7062 人 (東証 1 部、2 部) にアンケートを出し、1350 人 (19.1%) から回答を得た。また、1 部・2 部の 2633 社にアンケートし、868 社 (33.0%) からの回答も得た。これらを踏まえて識者による議論をまとめ、提言とした。

・このガイドラインでは、「社外取締役としての心得」を 5 つあげている。

- 1) 最も重要な役割は経営の監督である
- 2) 社内のしがらみに捉われない立場で持続的成長戦略を考える
- 3) 独立した立場で遠慮せずに発言・行動する
- 4) 適度な緊張感・距離感を保ちつつコミュニケーションを図り信頼関係を築く
- 5) 経営陣・支配株主との利益相反を監督する

・改めて 5 つの心得にまとめた真意はどこにあるのか。これらが十分実行されていない懸念があるのか。もっと企業価値向上に結び付くようにしっかり実行してほしいのか。いくつかの上場会社の社外取締役を務めている立場から 3 つの論点と取り上げる。次に、投資家の立場に立った時、何を重視していくべきという点についても 3 点ほど述べてみたい。

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。

・第1に、社外取締役として最も重要なことは「経営の監督」、その通りであろう。では監督とは何か。スポーツの監督とはかなり異なる。

・社長・CEOを筆頭に、執行担当のマネジメントが持続的な企業価値向上に向けて、1) 戦略を練り、2) 必要な体制を作り、3) それを適切なリスクをとって実行しているか、について、①その妥当性を確認し、②実効性を評価し、③必要ならマネジメントを変更していくこと、が監督の役割である。

・これは大変である。中長期的な大局観をベースに、経営の実態を十分把握していなければ、監督はできない。別の企業で経営のトップを務めた社外取締役は、業務執行の中身について口を出したくなる。

・会計士や弁護士であれば、先行きが不確実であると言って、ブレーキばかりかけるかもしれない。リスクテイクのアクセルをサポートすると言っても、資本コストから見た収益性は本当に妥当なのか。この意思決定の土俵に関わっていくことは容易でない。

・第2に、「経営戦略の妥当性について再考」してもらうにはどうしたらよいか。それには、執行担当のマネジメントから信頼してもらえるかどうかは鍵である。

・社外取締役を引き受けるかどうかを判断する時に、経営陣とりわけ社長との相性を見極める必要がある。人の意見を聴ける人か、対立しても一目置いてくれる度量のある人か、社外の意見を踏まえて自らの方針を再考できる人か。ここを確認しておかないと、後々大変なことになる。

・通常、社長は自分の判断に自信を持っている。自信はないが、部下がいうならやってみようという経営者はあまりいない。何らかの意思決定に、議論の段階から合理的な根拠と説明を求め、それが十分でない時は、方針の変更をあえて提案する。大型M&Aはもちろん、金額的には小さな案件でもレピュテーションに関わる事態が想定されることもある。

・第3に、最後は執行サイドの意思決定に任せるとしても、何らかのルールや社会的倫理からみて納得できない時、例え対立しても「ダメなものはダメ」と論ず必要がある。うまくやって、では済まない時がある。ノーという覚悟を持っていないと社外取締役は務まらない。責任が重く、単なる名誉職ではない。

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。

・次に、投資家としては、今回の社外取締役ガイドラインをどう活用していくのか。第1に、〈経営がどう変わったか〉をみていく。社外取締役が選任され、一定の活動を経て、企業経営がどう変わってきたか。

・本来なら、コーポレートガバナンスの体制、経営陣の言動、事業戦略への布石、リスクマネジメントのあり方などに変化が出てくるはずである。仕組みを変えることによるアウトカム、それが動き出すことによるパフォーマンスの変化をみていく。

・第2は、社外取締役が入って、〈どういう議論をしているか〉を知りたい。この点を外部から知ることはなかなか難しい。取締役会の実効性評価がいくつかの形でなされるようになってきた。議論の詳細を知りたいわけではなく、代表的な事例を知りたい。

・社外取締役はどうやって選ばれたのか。今回なぜ交替したのか。新しい社外取締役はどんな問題意識で意見を述べているのか。取締役会での議論の風景はどんなふうに変ったのか。

・それはこれまでよりもよい方向に進んでいるのか。かつてない画期的なことが起きているのか。これらの点について、投資家ときちんと対話（エンゲージメント）できる会社は、改革が進んでいると評価できよう。

・第3は、社外取締役のIRへの関わりである。これには二面性がある。1つは、取締役会での議論を通して、会社のIR活動に社外取締役が適切な意見を述べているかどうかである。IRは社長、CFO、IR担当の専任事項ではない。機関投資家や少数株主にどう理解を得ていくかという観点が常に求められる。

・こうした観点から議論をして、意思決定の内容をIRのコンテンツに盛り込んでいく必要がある。そうでないと、投資家から、①何でこんな決定をしたのか、②こんな公表で満足すると思っているのか、③投資家のことがわかっていない、ということになりかねない。

・もう1つは、社外取締役が投資家との対話に直接出ていくことである。①その時何を話すのか、②投資家が本当に知りたいことは何なのか、③どう話せば満足してくれるのか。これらの点について、十分練って準備しておく必要がある。

・今回の5つの心構えは、社外取締役が自らの基本的役割をよく認識し、果たすべき役割について覚悟を求めている。今後は、機関投資家やアナリストからも社外取締役に就く人々が

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。

増えてこよう。投資家の経験を取締役に活かすことが一段と重要になる。大いに期待したい。

なぜリスクがとれないか～先をいかに読むか

・将来は誰にもわからない。尤もらしく予想しても、占い師の如く信じる者は救われる、というレベルに留まるかもしれない。

・経済の先行きを予想するエコノミスト、株式市場を予想するストラテジスト、企業の株価を予想するアナリストは、それぞれ結果をみると本当に当たっているのだろうか。たとえ当たらなくても、将来に関心を持つ投資家は、こうしたプロの意見に耳を傾ける。

・企業経営者も将来を予想する。変化の方向を見定め、メガトレンドを見据えて、自社の強みに磨きをかけようとする。その上で、リスクをとって勝負に出る。その勝負に勝算はあるはずだが、見込み通りにならないことも多い。

・本人は先を読んだと思っても、外れてしまう。自社の強みを活かすはずであったが、他社がもっとすばやく別の手を打ってきて、強みが発揮できないこともある。

・リスクを取らなければリターンはない。当然マイナスのリターンに終わることもある。成功する経営者と、そうでない経営者は何が違うのか。筆者の長年の観察では、経営者によって見えている世界が異なっているようだ。これを外部からみると、先が読める経営者、読めなかった経営者となって、はっきり差がついてくる。

・日本取締役協会から出された中神レポートの第2弾、「独立社外取締役の行動ガイドラインレポート2」（2020年6月）の中で、もっとリスクをとって“稼ぐ力”を再興するにはどうすればよいか、について提言している。その論点は、投資家が企業を見る目を養うことにも通じるので、いくつか取り上げてみたい。

・日本企業の資本生産性は欧米並に比べて低い。株価も長らく低迷している。主因は、稼ぐ力、すなわち利益率が低いことにある。なぜそうなのか。レポートでは、①リスクテイクの水準が低い、②取ったリスクに見合うリターンがあげられていない、という2点を指摘する。

・分析されたデータを見ると、①ROAのバラツキ（リスクテイク度）が低く、②ROAの水準

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。

も低い、という結果が示されている。実際、世界20か国以上のデータを各産業別に比較して、日本のデータは①ROAのバラつき、②ROAの水準の2軸において、最下方のレベルにある。

・どうして、①しかるべきリスクがとれないのか。どうして、②取ったリスクを高い確率でリターンに結びつけられないのか。できていないのだから、世界的にみて日本企業は経営がうまくないと言われそうだが、不満は残る。

・リスクは怖い。重要な決定は慎重に先延ばししたい。できれば勝負はしたくない。会社を潰すわけにはいかない。最後は目をつぶってやってみるしかない。となれば、それはもはやまともな経営ではない。実際はそんなにひどくなく、立派な経営者も大勢いる。しかし、満足できる状況にはかなり遠い。

・新型コロナショックへの対応で、経営者はますます自らの地位保全を優先してしまうのであろうか。今は緊急事態である。とりあえず活動を止めて、ショックを乗り切るしかない。いずれ元に戻ったらそこから再出発である。という方針では、ますます遅れをとってしまう。

・中神レポートによると、リスクをとらない経営は、オーナー型や大株主型よりも、サラリーマン共和制の大組織に起こりやすいという。一方で、日本にもリスクをとりつつ高パフォーマンスをあげている企業はある。よって、どうすればよいのかの解は既に出ている、と分析する。

・VUCA (Volatility, Uncertainty, Complexity, Ambiguity) の時代にあつて、巧みなリスクテイクで、しかるべきリターンを上げていくには、1) CEOに裁量と権限を集中させ、2) その権限を制御するシステムも同時に内在化させるべし、と提言する。

・これは、オーナー型の経営で成果を上げているパターンである。サラリーマン共和制をやめて、経営トップが、組織の中から選ばれたにせよ、外から迎えられたにせよ、リーダーシップを発揮しやすい仕組みにする。

・同時に、ワンマンになって暴走し、独裁に対して周りが忖度する弊害が出ないように、ガバナンスを十分効かせる必要がある。うまくいっている例としては、花王、資生堂、コマツなどが挙げられよう。

・では、CEOが取締役に諮る重要な意思決定事項とは何か。中神レポートでは、6つの議

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。

案に絞っている。①中期経営計画などの経営計画、②大規模なM&A、③撤退を含む事業ポートフォリオの再構築、④大規模な投資（設備投資、研究開発投資、IT投資など）、⑤資本政策、BS（バランスシート）の最適化、株主還元、⑥意思決定プロセスとガバナンス機構の設計である。それぞれに課題がある。

① 中期計画はどのようなプロセスで作られたのか。特定の人や部署が形を整えただけでは本物でない。目標が高すぎでは実現性がない。低すぎではそもそも目標といえない。上場企業は中期計画を公表するが、ほとんどの場合達成されない。その責任はとられているのか。

② 大規模なM&Aが行われるようになってきた。しかし、M&Aも上手くいかない場合が多い。戦略上、十分練られた案件であったのか。単なる出物に飛びついただけではないか。買収後、その会社をしっかりとマネージできるのか。PMI（買収後の統合）でつまづくことも多い。

③ 新規事業への進出、主力事業への安易な継続投資、停滞事業のリストラ、衰退事業からの撤退など、事業ポートフォリオの見直しにおいて、取り敢えず現状維持で大きな変化を求めないことも多い。

④ 設備投資、IT投資など、抜本的な手を打つには構想力と実行力が問われる。小口の追加投資で当面の課題をやり繰りすればよい、というつぎはぎ投資で済まそうとすることもよくある。研究開発投資はメリハリがなく、継続するのはよいが、業績は低下すると一律に縮小ということが発生する。基礎的な研究はやめて、すぐビジネスになる改良案件に集中することも多い。

⑤ BS（バランスシート）の最適化では、現金の過大な貯め込みや、公募増資による借入金の返済が批判的となる。株主還元では、十分な説明がないまま安定配当を強調することもよくある。

⑥ そもそもCEOに十分な能力があるのか。ガバナンスの仕組みに、それをチェックする機能が組み込まれているか。この点も昨今の重要テーマである。

・以上、アナリストとしてよく体験してきたことを列挙したが、このような疑問に対して、経営者からは軽く論破してほしいと思っている。

・投資家が心配し疑問に思うことは十分考慮した上で、それを超えるレベルで先を読んで意思決定している、と説明してほしい。それが本物のアカウンタビリティ（説明責任）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。

・上記の6点は、企業価値向上に向けて、投資家が知りたい重点項目である。すべてを詳らかにする必要はない。開示の内容とタイミングは適切に判断してかまわないが、知りたい項目についての的確な対話（エンゲージメント）は実行してほしい。

・それができる企業、マネジメントは、実は中身も優れている。外部からはすぐに判ってしまうということを、IRに関わる関係者にはぜひ理解していただきたい。

株式の持ち合いはなぜなくなるのか

・企業が互いに株式を持ち合うことが、一概に悪いとはいえない。しかし、やるべき経営に邁進せず、経営者が自らとその仲間の位置を守るために、外部の投資家・事業家の介入を許さないというのであれば話が違ってくる。

・歴史的には、財閥解体、資本自由化から身を守るための妥当な策としてとられた政策保有（持ち合い）も、その役割はとっくに終わっている。今どき持ち合いの意味はあるのか。もはや幻想ではないかとさえ思える。

・昔から互いに保有している株には含み益がある。業績が赤字になった時に、それを売って補填に使いたいというが、本当だろうか。わが社が赤字になった時に、相手の株を売るのでは、持ち合いの信義に反する。いざとなったら背に腹はかえられない、というのでは、持ち合いの意味はない。

・業績がよければ、それが株価に反映されるはずである。業績が悪化したとすれば、どう立て直すのか。その策が納得できるものであれば、株価はそれを一定程度反映するはずである。

・経営者が投資家や株式市場にしっかり向き合って、エンゲージメント（対話）していけばよい。それが嫌いで、面倒で、できないという経営者は、マネジメント失格であり、退場を余儀なくされよう。それを持ち合いで防ぎたいと考える経営陣はさすがにいないと思う。

・株式を保有して事業を進めることは、重要な戦略である。M&A、資本業務提携、資金運用、ベンチャー支援など、さまざまな形態がある。その中であって、株を互いに数%ずつ持ち合っていて、それを相互信頼の証として、事業を進めようという形があってもよいと考えるが、私の経験では最近あまり見聞したことがない。

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。

・出資する場合は一定の影響力を保ちたいと考える。相互に持つというよりも 一方的な出資となる。その場合、片側数%の出資で関係に意味を持たせるということはある。今どき、それを持ち合いとはいわない。

・社歴の長い企業に日本特有の持ち合いが残っているとみてよい。なぜ解消できないのか。事業会社が金融機関との関係で持ち合いがある時、どちらかの業績悪化など特別な理由がない限り、あえて保有を減らす必要を感じないかもしれない。特に不都合がないので、波風をたてたくないと考えてしまう。

・生損保では、今でも株式の保有を通して、自社の金融商品の販売を有利に展開しようという動きがあるのだろうか。どのビジネスにおいても、コネクションとパワーバランスはものをいう。しかし、ステークホルダーへのフィデューシャリー・デューティ（忠実義務）を基本とするならば、持ち合いでビジネスを有利にする方策は、通常合理性が乏しい。

・投資家に対しては、持ち合いがビジネスとして企業価値向上に寄与するのであれば、それをきちんと説明してほしい。そうなれば、投資家として適否を判断しやすい。

・しかし、多くの企業は持ち合いをきちんと説明しない。開示の義務付けは強化されているが、より積極的に開示して、しっかり説明してほしい。それができないとすれば、意味のない内容であり、資本の無駄使いをしていると判断せざるをえない。

・ある歴史ある中堅企業は、新社長のもとでROIC 経営を10年がかりでスタートさせた。まずは、投下資本の整理である。遊休資産（土地、株式）の整理を進めた。次にリターンを求めて、ポートフォリオの組み替えに入った。本業としていない事業を売却し、新しい事業をM&Aしている。会社全体に活気が戻ってきた。

・持ち合い株も整理しているが、ここでやはり課題がある。多くの場合、相手企業と何らかの取引関係がある。では、その取引と株を持っていることに意味があるのかというと、今はほとんどない。しかし、歴史がある。

・どちらが言い出すのか。社長がいきなり先方の社長に切り出すのも唐突である。こちらの担当者を誰にするのか。先方の誰に打診すればよいのか。これは結構手間である。互いに含み益はある。事業は続いている。とすれば、しばらく様子を見ようとなりがちである。

・投下資本の構成からみても、さほど問題にならない。先方から持ち合いの解消を言っ

て来本レポートは、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。

たら、すぐに応じたいともいう。売られたからといって、株価が下がることは気にしていない。株価は一時的な需給よりも、業績を反映するからである。次の手を打っているので、業績は伸ばすことができるとみている。

・コーポレートガバナンス（企業統治）では、議決権行使がますます重要になっている。政策保有の安定株主に頼って、今の経営陣の再任を速やかに進めたいという気持ちがあるのかもしれない。

・しかし、持ち合いをしている企業はどんな実態なのか。「政策保有株式の実証分析～失われる持ち合いの経済的効果」（円谷昭一、一橋大学準教授）という素晴らしい実証分析の書籍が6月に出版された。

・その分析によると、1) 持ち合いをしている企業ほど利益率が低い、2) 利益率の安定性や売上高・総資産の成長性に優位性がみられない、3) 保有株式を売却してもその前後で会計数値の傾向は大きく変化していない、という結果が出ている。

・解釈すれば、持ち合いをしている企業は、相対的に事業環境が厳しい中で甘い経営をしており、さほど意味のない持ち合いに頼っている、という形が目立つともいえる。

・円谷先生は、「一連の検証に結果、株式の持ち合いは今の日本企業にはもはや不要である」、「買占めの脅威が去った今では、自らの手足を縛る重し、経営改善の足枷となっていないだろうか」、と結論付けている。

・企業を見ると、1) 持ち合いがある企業かどうか、2) 持ち合いに何らかの意味があるのか単なるレガシーか、3) 事業の展開力と業績は持ち合いを許容するマネジメントを反映していないか、という点に十分着目して投資判断を行いたい。

2. リスクへの挑戦をいかに実践するか

リスクを乗り越える自信～ソフトバンクの株主総会

・6月に、ソフトバンクグループ（SBG）の株主総会にWebで参加した。2020年3月期の業績は大幅に悪化したので、今後どうなるのかという点で、株主・投資家の関心は高かった。孫社長は、株主総会でいつも新しい発表を行うので、より注目された。

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。

・2020年3月期の業績は売上高6.18兆円(前期比+1.5%)、営業利益-1.36兆円(前期2.07兆円)、純利益-0.96兆円(同1.41兆円)と大幅な赤字に陥った。この変化の大半は、SVF(ソフトバンクビジョンファンド)事業にあり、ファンドの営業利益は前期の1.25兆円から当期は-1.36兆円に大きく悪化した。

・SVFの累計投資成果でみると、プラスサイドが1.4兆円、マイナスサイドが-1.5兆円で、全体としての投資損失は-0.1兆円にとどまっている。上場8社を含む88銘柄に投資しているが、投資先の経営の失敗やコロナショックの影響で大幅な評価減(減損)が発生したことによる。

・プラスサイドを見ると、ソフトバンク(テレコム)は5Gでエリア拡大を目指す。ZホールディングはZOZOを子会社化、LINEとの経営統合を図る。スプリントとT-Mobil(25%所有)の合併がうまくいった。ARMはAI用ICで先行し、AWS(アマゾンのクラウド)がARMのチップの採用を決めた。アリババはEコマースとクラウドで急成長を継続している。

・コロナ対応の財務戦略では、3月に5000億円の自社株買いを発表し、その後、4.5兆円の現金資金化計画を打ち出した。このうち2兆円は自己株式の取得に、2.5兆円を手持ちのキャッシュ及び借入金の返済に充てるとした。

・これからどうなるのか。孫社長は、いつの時代も“危機”が新しい日常を生む、と位置付ける。歴史をみると、疫病の危機で安全な下水道というインフラができ、大恐慌の時にはダムや道路ができ、電力や自動車が発展した。

・今回のコロナショックでは、デジタルシフトが加速する。デジタル化への特化は、SBGの創業来の事業戦略である。ネット通販、オンライン診療、オンライン教育、オンラインワーク、オンラインヘルスケアの領域ではすでに多くの投資をしており、AIの活用をそのベースとしている。

・ウィーワークの失敗、コロナショックによる投資事業の損失を被って、SBGは大丈夫かという懸念に対しては、次のように反論した。

・SBGは戦略的持株会社であり、この会社の業績を1年間の営業利益でみることは適切でない。最も重要なことは、株主価値にあり、これが継続的に拡大していくかどうかをみてほしいと主張した。

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。

・実際、2019年12月末の企業価値は29兆円（負債6兆円、時価評価の株主価値23兆円）であったが、これが3月末で28兆円（負債6.3兆円、株主価値21.7兆円）に減少したが、株主総会前日の6月24日には、30兆円（負債6.8兆円、株主価値23.3兆円）に戻している。

・株主価値は3月末で-1.3兆円となったが、6月24日には+0.3兆円と、コロナショック前を上回っていた。これをどうみるか。

・期間の営業利益を積み上げて企業価値を上げていくのが本来の姿のように思えるが、SBGは投資会社である。インターネット、オンライン、デジタル事業に特化した、大型ベンチャー企業に投資している。

・投資した企業の企業価値の増減が、SBGのP/L、B/Sに反映してくる。新型コロナウイルスのパンデミックが、投資先企業の先行きに懸念を広げたのは事実である。一方で、投資先の事業形態は、コロナショックが加速させるデジタル化で先行しそうな企業ばかりである。短期的には打撃があっても、中長期のトレンドに合っている。

・次にベンチャー型ビジネスであるから、その経営がうまくいくこともあれば、失敗することもある。それをポートフォリオでマネージしようとしている。年間に数社つぶれることも想定内である。投資先の持株比率は多くて20~30%レベルであるから、個別の企業の経営にアドバイスすることもあっても、経営の舵取りを決めることはできない。

・もう1つは、投資先の株主価値が23兆円であるのに対して、SBGの時価総額は11兆円であった。つまり、時価より2倍の価値がある。ここをどうみるか。本来持っている価値が、自社の株価に十分反映されていない。いずれ反映されるはずであるから割安であるという見方と、コングロマリットディスカウントになっている理由は別にあり、算出されている23兆円は今の表面的な数値であって、今後も持続するとはいえないという見方である。

・時価は今のマーケットバリューを表すが、本来の企業価値を反映しているとはいえない。むしろ、株価はさまざまな投資家の思惑を織り込んでいるので、本来の価値の周辺を上へ下へと揺れているともいえる。

・米国のスプリント（通信会社）を2.1兆円で買収した時、無謀なM&Aと評された。自己資本は0.4兆円で、1.7兆円を借入に頼った。借入しなければ、このM&Aは成立しなかった。

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

レバレッジをきかせたともいえる。博打打ちとも言われたが、スプリントは再生し、企業価値は3.6兆円（負債1.7兆円、株主価値1.9兆円）に増大した。0.4兆円が7年で1.9兆円に拡大した。年率25%のリターン（IRR）に相当する。

・コロナショックでSBGは危ういとみられた。当面の対応として、4.5兆円のキャッシュ化を図ると表明した時も、この局面でできるはずがないと思われた。ところが、T-Mobileの売却で2.2兆円、アリババで1.2兆円、ソフトバンクで0.3兆円はすぐに実現した。すでに8割を達成し、残りの目途も立っていると、孫社長は説明した。

・ARMは急成長している。AWSのサーバーにアームのチップが使われることが決まった。デジタルエコノミーはこれからますます発展する。そこに特化して投資をしているのが、SBGであるから心配はいらないと主張した。

・2010年に新30年ビジョンを立てた。10年を経たところでレビューしてみると、その路線を力強くスピードを持って走っていると自己分析した。

・総会では、50分プレゼンした後、50分のQ&Aを行った。すべてWEBなので、質問を書き込んで、その質問に答えるという形であった。20問近くに応じたが、その中では次の3点が興味深かった。

・1つは、リスクについてである。リスクは怖い。借金も怖い。でも、リスクをとらないと伸びない。孫さんとしては、これまでいくつものリスクをとってきたが、それを乗り越える自信は十分持っていると言った。

・2つ目は、投資の成功確率である。SVFでは、88社に投資しているが、そのうち大きく成長する会社として15社はみえている。ベンチャーの谷を越えられない会社も15社ほど出てくると評した。

・その中で、ウィーワークは社内の経営陣がかなり反対する中で、孫社長が押し切った。目先大きな失敗となったが、その責任は自分にあると明言した。自らの役員報酬も大幅にカットした。

・3つ目は、孫さんに対して、SBGの取締役会は本当にガバナンスを効かせられるのか。ファーストリテイリングの柳井社長は社外取締役を辞めた。新しい社外取締役も入ってきた

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。

が、本当に機能するのか。常に侃侃諤諤^{かんかんがくがく}議論しても、執行サイドがやりたいように進むとすれば、ブレーキは効かない。今後、取締役会が孫さんを止めた案件があれば大いに聞いてみたい。

・孫さんにすれば、先が読めている。一方、投資家からは無謀にみえる。そのギャップがリスクテイクであり、リターン^{リターン}の源泉ともいえる。一方で、これがある限り SBG の時価と投資先を含めた株主価値とのギャップは埋まらないかもしれない。

・このギャップが埋まるということは、孫さんの投資が我々にも納得しやすい常識となってきたことを意味する。その時、超過リターン^{超過リターン}は望めないかもしれない。そうならないことを期待しながら、次の10年に引き続き注目したい。

企業再生のスピリットはいかに～ライザップの株主総会

・6月末に RIZAP グループの株主総会に参加してみた。会場まで直接行った。参加者は昨年^{昨年}の10分の1ぐらいであった。瀬戸社長はさすがに元気がなかった。

・瀬戸社長は健康をテーマに起業し、健康食品、通販、ヘルスケア分野へと業態の変身を図ってきた。リーマンショックも乗り切り、ライザップを買収してからは、健康を軸にした自己実現産業のリーダーを標榜してきた。“結果にコミットする”がキャッチフレーズである。

・健康をテーマにしたことはよいが、それだけではどんな事業も健康と結び付けることができる。アナリストとして初期から説明会に参加してきたが、ある時から経営が変質した。

・M&A で、苦境に陥っている企業を安く買い出したのである。簿価上の純資産より安く買えるので、お得であると考えたようだ。負ののれん^{のれん}が買収した期の特別利益として入ってくる。これは会計上の利益であって、P/L 上の純利益は押し上げるが、キャッシュ・フロー上は1円も入ってこない。

・そんな会社を買ってどうするのか。何度か質問した。瀬戸社長は1) 企業内容はよく検討している、2) ダメな経営を直せば黒字にすることはできる、3) その上で、ライザップとの連携を図れば、利益向上ができるという説明であった。

・瀬戸社長はマーケティングの勘には優れたものを持っている。でも、ライザップ本体から経営陣を送るほど人材はいなかった。そこで、外部の人材を登用した。事業が本当に苦境に

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。

陥っている会社が、そう簡単に立ち直るはずもない。

・しかし、会社を次々と買って、負ののれんで表面上の利益を伸ばすという見かけだけのM&Aで成長加速させた。うまくいくはずがない。会社の経営諮問委員会には、しかるべき人材が入っていた。何をやっているのか、と疑問に思った。執行の取り巻きにM&A推進派が入って、社長の暴走を止められなかったのか。

・ところが、瀬戸社長は自ら、カルビーの経営再建で手腕を発揮した松本氏を経営陣に招聘した。膨張しつつあるグループ企業のマネージが難しいと感じたようだ。ここで、筆者は株主総会に出てみたいと思った。松本さんがどういう経営行動をとるのか。

・カルビーの経営については、説明会で松本さんの話を何度も聴いてきた。すばらしい経営者である。このことは多くの投資家がわかっていた。

・創業者の暴走を取締役が止められるか。執行担当の上級取締役に入って、トップのこれまでの路線にブレーキをかけられるか。これは、創業型オーナー企業にとってガバナンス上の最大の命題である。

・松本さんは経営の実態をみて驚き、すべてのM&Aにストップをかけた。相当の軋轢があったものとみられる。それでも瀬戸社長は同意した。自分が三顧の礼で招いた日本を代表する名経営者である。それを切り捨てて、今までの路線を貫くことはできなかった。

・拡大路線をやめると何が起きるのか。負ののれんの見かけの利益が消えた後、本当にダメな企業の負の損益が次々と表面化した。その赤字を減らすことに全力投入したが、そんな後ろ向きの経営のために会社を買ったのか、と投資家もアナリストも失望した。

・松本さんは、事業をストップさせたことで、自分の役割にけじめをつけ、取締役を1年で辞任した。ただ、顧問として、その後の経営にアドバイスは続けている。

・翌期に、SCSKの元社長で、同社の経営改革を実行し、働き方改革で日本をリードした中井戸さんが、社外取締役で入り、取締役会議長に就いた。取締役会の議長に社外取締役が就くというのは、ガバナンス上のあるべき姿である。議長は、取締役会の議案、審議の進行にリーダーシップを発揮できるからである。

・創業者に対しても牽制を働かせることができるはずである。ところが、中井戸さんも1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。

を待たずに辞任した。何が起きていたのか。経営の進路、判断において、かなりの対立があったとみてよい。

・今回の株主総会では、二人の有力な人材が社外取締役で入った。二人とも、経営諮問委員会のメンバーであったから、経営内容については知っているはずである。これからは社外取締役として、取締役会に出て、瀬戸社長を監督し、必要に応じて助言を行っていく。

・経営はかなり苦しい。2020年3月期は売上高2029億円（前年度比-3.8%）、営業利益-7億円（前年度-83億円）、純利益-60億円（同-194億円）であった。今期の見通しは公表していない。純資産は330億円、自己資本比率は14.1%であった。現金270億円、有利子負債1072億円、減価償却143億円、減損損失49億円であった。

・前期は3Qまで黒字で予算を上回っていたが、4Qでコロナショックの影響によって、減損が発生し、赤字に陥った。1年前の総会で黒字化を達成できなければ、トップを辞任すると宣言していたが、コロナショックへの対応は緊急事態なので、創業者である自分がやるしかないと決断した。

・2年前の営業利益（230億円）に戻すまで、自らの役員報酬はゼロにしており、何としても再生を実現したいと語った。大株主なので、覚悟をもって取り組み、自信はあるという。ライザップグループはコロナショックを乗り切れるか。5月6日時点でグループ1100店中7割が休業した。その後戻ってはいるが、黒字化はまだである。

・対策は2つある。1つは、売上高が今までの7割でも黒字になるように損益分岐点（BEP）を引き下げる。もう1つは、非対面ビジネスの強化に向けて、新しいサービスを開発し、スタートさせる。

・6月よりグループ企業80社の管理部門を統合し、バックオフィスのシェアード化を開始した。また、グループの直販、ネットビジネスも一本化するように図っていく。6月もテレワークを実施しており、本社フロアの半分は返却する方針である。調達・購買の統合も進めて、コスト低減を行う。

・非対面集客では、新聞に一面広告を展開して、ジーンズ、キャンプ用品、買取事業などのマーケティングを強化し、その反応はよかった。主力のライザップは、1) オンラインコース、2) 無料抗体検査、3) おうちでRIZAP、4) 法人向けEラーニングによるウェルネスプログラムなどを始めた。

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。

・株主とのQ&Aでは、1) 社外取締役との意見の相違はあったが、今後は意見を尊重して活かしていきたい、2) トップがコミットしたことがちっとも実現していない点は申し訳ないが、ここは頑張って信頼回復に向かっていく、と語った。

・また、3) これまでは対面ビジネスの“資産をもつ経営”であったが、非対面で勝負できるのか、4) ライザップ業態に対して類似のサービスがいろいろ出ているが、本当に差別化が活きるのか、5) ユーザーとしてライザップのトレーニングを受けていて、トレーナーの意識が低いように感じられるが、トレーナーの質を上げる施策は十分か、などの質問がでた。

・これに対しては、10万人の顧客データから非対面ライザップの新サービスを創っていくので、もう少し見守ってほしいと答えた。いずれもの射たよい質問であった。企業再生が創業者でできるのか。まだ正念場にある。攻めのガバナンスと同時に、守りのガバナンスにも大いに注目したい。

グローバルニッチトップ企業100選～日進工具のケース

・6月に経産省（製造産業局）から2020年版「グローバルニッチトップ企業100選」が公表された。個々の市場規模は小さいものの、世界シェアが高く、世界のサプライチェーンにおいて、なくてはならない存在である企業を100社選んで表彰した。

・249件の応募の中から選ばれた。評価項目は、①収益性、②戦略性、③競争優位性、④国際性の4つを軸とした。これらを定量的、定性的に評点した。選定要件は、1) 大企業の場合、市場規模が100～1000億円、世界シェアが20%以上、2) 中堅企業（売上高が1000億円以下）、中小企業では、世界シェア10%以上を保有することとした。

・重視したポイントとして、①収益性では従業員当たり売上高、営業利益率、②戦略性では、技術の独自性、唯一性、展開可能性や、内外の納入先企業数と従業員増加数、③競争優位性では、サプライチェーンにおける重要性、世界シェアとその将来予測、及び市場規模とその将来予測、④国際性では、海外売上比率、販売国数と海外取引実績を重視した。

・選定企業113社の平均的な姿（2018年度ベース）は、1) 世界シェア43%、2) 売上高営業利益率12.7%、3) 海外売上比率45%であった。因みに製造業全体の営業利益率は4.8%であった。

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

・いずれも今後5~10年で、市場規模は2倍以上に伸びると見込まれる。1) コア技術の活用で他分野へ進出(全体の7割)、2) 新規顧客との取引拡大(同5割)という展開の中で、3) 他分野への安易な進出は避けるという集中志向型(同3割)も一定数存在する。選定企業113社の業種は、機械・加工部門61社、素材・化学部門24社、電気・電子部門20社、消費財、その他部門8社であった。

・それぞれユニークな会社であるが、その中に機械工具3社が入っていた。オーエスジー(時価総額1400億円)はねじ切り工具(タップ、ダイス)でトップ、ユニオンツール(同500億円)はプリント配線板用超硬ドリルでトップ、日進工具(同300億円)は工作機械に取り付けて、金属等の加工を行う刃先径の小さな小径エンドミルでトップと、それぞれ特色を出している。

・月刊生産財マーケティング(7月号)で、日本を代表するFA関連37社の財務分析(2020年3月期)をみると、OSGは売上高経常利益率15.5%、ROE10.6%、ユニオンツールは同13.0%、同4.5%、日進工具は同23.4%、同10.8%、であった。中小型企业ながら日進工具の収益性の高さが目立っている。

・エンドミルの中で、素材にタングステンやコバルトなどの粉末を焼結した超硬合金を用いるのが、超硬エンドミルである。日進工具は刃先径が6mm以下の超硬小径エンドミルを主力とし、エンドミル取扱高の約7割が超硬小径エンドミルである。

・この200億円の市場で個性ある存在になろう、というのが当社の基本方針である。当社の小径の売上規模は73億円であるから、3割強のシェアは確保しているとみられる。

・強みはメイド・イン・ジャパンにあり、その要素は3つある。①生産力では、15年前から工場で使う機械を内製化しており、今では主力の加工機全体の8割が自社製となっている。②開発力では微細加工の技術力を高めており、刃先径100分の1mmという加工もできる。これは髪の毛よりも細い。③販売力では、当社の製品を必要とする特定の顧客にフォーカスしているので、ここの営業人員だけをみると、大手よりも充実している。

・当社の基本戦略は、開発段階から提案営業を行う開発営業/技術営業にある。姿勢として、1) やたら手を広げることはない、2) 顧客のマーケットを広げるように自社の強みを活かしていく、3) 売上高経常利益率20%以上をキープできるようなマーケットを拡大し、そこでシェアをとっていく、4) 必要な投資は予断をもちず粛々とやっていく。

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。

・後藤社長の経営方針は3つある。1つは、マーケットはそこにあるのではなく、自ら作っていくという考えである。スマホ、車のセンサー、IoT向け電子部品用の超硬工具は、顧客が新しいニーズに対応した製品を開発し、その加工方法を工夫している初期の段階から当社が入って行く。従来にはない加工ができる金型を作るのはどうすればよいか、そのための工具にはどんなスペック(仕様)が求められているか、について開発から入っていく。

・2つ目は、技術的なイノベーションに向けて、投資を継続していく。仙台工場で大規模投資を行っているが、技術開発には人材も含めて資金を使っていく方針である。IoTが世界で伸びていけば、顧客は世界のどの企業でもよい。そこに先端パーツを納入する企業があり、必ず精密加工を必要とする。その新たな精密金型分野に当社は入っていく。

・微細加工のレベルが上がってくればくるほどライバルが減ってくる、と後藤社長は強調する。当社の製品がほしいという顧客が増えている。このパターンに持ち込むように、技術開発力を高め、新製品開発に結びつけていく。

・リピートユースとして、需要のストック化ができる。開発段階から技術的サポートを行い、顧客ニーズを安定的なビジネスに結びつけていく作戦である。顧客は高付加価値製品を作っていくので、そのために当社の製品を選ぶようになれば、当社も高付加価値品が販売できることになる。

・3つ目は、会社を大きくすることを、第一の目的にしないことである。結果として大きくなることはよいが、それを最初から目指さない。会社を大きくしようとすると、売上を追う。そうするとボリュームゾーンを取りに行く。ここには儲からない仕事はいろいろある。利益率の低いビジネスに手を出すと、収益が上がらないので十分な投資ができない。ひいては、競争力を失っていくことになる。

・1億円の仕事でも、利益率が5%ならやらない。これを徹底している。そこで売上営業利益率20%をKPIとしている。20%あれば、開発投資が十分確保できるからである。結果として会社が伸びていき、規模が拡大していくことは健全であると後藤社長は認識している。

・中国の現地企業(日系、台湾系、中国系)を視察した後藤社長は、日本の金型企業の強さと、そこで使われる工具の競争力について、改めて自信を持った。日本の金型は品質の高さと信頼性は十分なので、もっと個性を追求して、ボリュームゾーンとは異なる価格帯で勝負していく必要があるという。日進工具はすでにそのゾーンにあり、台湾の工具メーカーですら競合になるという存在ではない。

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。

・当社は差別化戦略に主軸をおいているので、規模は追求していない。他社のやらない差別化された高付加価値品を中心に、小径で攻めていく。ニッチ市場であるマイクロ製品分野での新市場開拓(マイクロ・カテゴリー戦略)が確実に進展しつつある。

ヘルスケアのDX～EM システムズのケース

・クリニック(医院)、薬局、介護施設のDX(デジタルトランスフォーメーション)に取り組んでいる企業がある。かなり革新的である。今、ヘルスケアのDXはどうなっているのか。NRIの機関誌「知的資産創造」(7月号)の内容を踏まえて、EMシステムズの展開をみてみよう。

・医療、介護に関わる社会保障費が50兆円に近づいているが、これが20年後には倍増すると予想される。GDPが順調に伸びれば問題ないが、不安は残る。入院施設を持つ病院の経営は苦しい。クリニックでは世代交代が進む。介護施設はこれからますます不足してくる。とりわけ、介護人材は今後5年で30万人～40万人は不足するとみられている。

・PHR(Personal Health Record)は、個人の健康・医療情報を電子記録として把握する仕組みであるが、まだ局所的である。例えば、私の健康診断情報、病歴情報、服薬歴などはまだバラバラで、一元的に正確に知ることはできない。これがまとまってくれば、データを日常生活の改善にまでつなぐことができる。

・また、PHRのデータを一元的にまとめることで、HER(Electronic Health Record)も大きく進展しよう。HERとは医療機関や薬局など関連施設間での情報連携の仕組みである。医療ビッグデータとして安全に蓄積できれば、個人情報を守りながら、二次情報として医療・介護サービスの開発、質の向上、効率化に活かすこともできるようになる。

・5GでDXはますます加速する。ヘルスケアの既存ビジネスをDXで変身させるだけでなく、ヘルスケアへの新しいDXの適用で新規ビジネスを生み出すことができる。予防、治療、リハビリなど、どちらかといえば、人海戦術に頼るアナログ産業からいかに脱皮していくか。面白い局面に入ってください。

・例えば、私の個人金融資産の全容をFP(ファイナンシャルプランナー)にどこまでみせるか。よほど信頼していても、一定の限界があるかもしれない。それが一元的にデータとして知られてしまうとしたら、かなり躊躇しよう。

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。

・健康データに関して、あちこちの病院やクリニックにある病歴データや、薬局にある服薬データなどが、一元的にまとめられるのはどうか。特定のドクター、特定の薬剤師が私の健康のために、過去データを活用して、現在の病気や健康状態についての確な治療、アドバイスをしてくれるのなら、それを嫌がる必要はない。個人健康情報は誰にも知られたくないわけではない。本人の役に立つなら問題ない。

・二次活用についてはどうか。本人のデータと特定されずにビッグデータとしてまとめられ活用されるのであれば、データ連携は大いに進めてほしい。NRI の分析によれば、主要 14 か国の先進事例に比べて日本に遅れている。HER 推進の大前提である電子カルテの普及率が先進国の 90%以上ではなく、まだ 40%台である。

・予防にもいろいろある。健康管理の一次予防、重症化防止の二次予防、再発防止の三次予防、あるいは、要介護にならず自立した生活を送れるようにする介護予防など、それぞれのレベルで DX によるデジタル活用が大いに期待される。

・要介護者は現在の 267 万人が 25 年後には 400 万人超えてこよう。サービスを提供する人材が今と同じ状態なら 80 万人以上不足してくる。75 歳以上の比率は 2060 年まで上がってくる。国の介護費も 10 兆円から 20 年後には 20 兆円を超えてこよう。

・なぜ人材不足が続くのか。現状をみると、1) 介護業界の給与水準が低く、2) 仕事がきつ、3) 労働時間が安定しない、ことにある。記録・請求などの紙ベースの業務処理が多い。人材の IT リテラシーが低い。自治体ごとに書類フォーマットが違う。こうした課題も山積みである。

・どうすればよいか。NRI では、科学的介護の推進に着目している。IT、センサー、ロボットを導入して作業の自動化を進め、介護者本人以外への付随的作業効率を大幅に高めることである。無理は承知しているが、やればできるという決意で官民とも進出してほしい。民間にはやれば儲かるという利潤動機も重要である。

・EM システムズの挑戦をみてみよう。業界シェアを塗り替える方針である。2020 年 3 月で、調剤システムの当社の顧客は 16233 件、シェア 32.5%、医科システムの顧客は 2810 件、シェア 3.1%、介護福祉システムの顧客は 13752 件、シェア 5.5%であった。

・このシェアを今後とも上げていく。5 年後には、調剤システムでシェア 50% (2.5 万件)、
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。

医科システムでシェア 10% (1 万件) を目指す。介護システムは当初 5% (1 万件) を目標としたが、1 年目の M&A で達成してしまった。次は 2 万件以上を目指すことになる。

・薬局市場では、新型コロナウイルスの影響で、薬局への来局数の減少が顕著である。処方も長期化しているため、処方箋枚数が減少している。一方で、服薬の遠隔指導や薬の配達ニーズが高まっている。

・医科市場では、コロナの影響で診療科目によっては受診を控える動きが顕著である。初診からオンライン診療ができる特例措置もとられている。介護市場では、コロナの影響で、通所介護や短期入所生活介護の休業が増加した。

・コロナショックの影響としては、非接触型のヘルスケアサービスが本格的に工夫されることになる。業界の常識が大きく変化するきっかけとなる。営業サービスにおいても非対面化が進むものとみられる。

・薬局経営においては、薬剤師の本来業務以外の効率化が進められようとしている。入力業務やピッキング業務、在庫管理業務などの自動化が図られよう。新規開業の医師は全員電子カルテシステムを導入する。これを薬局とつなぐことも重要なテーマである。介護・福祉施設では、人手不足が顕著である。クリニックの電子カルテ、薬局の電子薬歴と同じように、介護記録の自動化が求められている。

・2019 年 3 月期を初年度とする中期 5 ヶ年経営計画で、新たなイノベーションをスタートさせた。そこでは、一部ストック型から完全ストック型にビジネスモデルを全面的に切り換える。そのため、最初の業績は大幅に落ち込む。

・しかし、ストック化への切り換えはかつて経験しており、課金ビジネスのベースもできているので、乗り切ることができよう。そして、その後は他社を圧倒する競争力を発揮し、課金のベースも大きく積み上がってくるので、いずれピーク利益の更新が十分期待できよう。

・会社方針では、EHR、PHR に関わる情報提供だけでなく、健康の水準向上に実際に貢献することを掲げた。中期計画における取り組みの中で、医療情報の連携では NEC と協業することにした。NEC は病院に強く、逆にその分野しか手掛けていない。当社はクリニック (診療所)、薬局、介護を中心とする。双方が補完的に連携できることになる。

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

要となっている。この追加機能を自社及び他社と組んで開発していく。新しい薬局の活動領域を100とすると、今の調剤システムは30~40%をカバーしているにすぎない。

・当社はデータセンターをEHR(医療情報の連携)の核にしようとしている。処方箋の電子化が進もう。紙と電子化が混在しては本来の効果がでない。当社のEHRは、紙のカルテやレセプトがあってもかまわずに利用できることを前提にしているので、活用の範囲はもう少し広い。電子化が進むと、メールオーダーができるようになる。これはネット薬局ができることにもなるので、業界の構造を一変させる可能性がある。

・EHRとしては511施設のモニターについてデータを共有、モニターからは好評である。医師が診断して薬の処方箋を出す。今どういう薬をもらって服用しているのかが情報の共有を通してわかるようになる。

・当社はデータセンターを所有しているので、このようなEHRを速やかに実施することができる。これまでは、患者と薬局を結んできたが、電子カルテを通して医師と繋がることができる、これは便利になる。個人のデータがPHR(Personal Health Record、個人健康記録)として記録され、お薬手帳が電子化されていく。

・電子カルテや介護事業者向けシステムを軸にしたEHRのビジネスモデルにも先行投資をしている。今後ともM&Aや人材投資を行う必要があるが、その方向はかなり見えてきた。具体的な成果も出始めており、当社の優位性は今後一段と発揮されてこよう。

事業ポートフォリオの変革に向けて～イワキのケース

・7月に経済産業省から「事業再編実務指針～事業ポートフォリオと組織の変革に向けて～」というレポートが出された。日本の企業は1社でいろいろな事業を行っている。その事業全体を1つのポートフォリオと見た時に事業の入れ替えのスピードが遅い。

・事業再編の遅れは収益性の低下を招き、国際競争力の地盤沈下に結びつく。なぜ遅いのか、スピードを上げるにはどうしたらよいか、についてその方策をまとめている。このガイドラインの骨子をみながら、歴史の長い中小型企业の事例を取り上げたい。

・まず、事業再編にはさまざまなスキーム(手法)があるが、事業の「切り出し」という観点から、その方策をみてみよう。①事業譲渡、②会社分割、③子会社株式譲渡、④スピンオフ(現物配当)、⑤エクイティ・カーブアウトなどがある。

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

・事業譲渡、会社分割、子会社株式譲渡は、その事業は今のわが社にとって、コアとなる主力の事業ではないと位置づけて、新しいベストのオーナーに委ねる手法である。スピンオフとエクイティ・カーブアウトは、その事業を資本関係も含めて独立させる手法である。

・事業を切り出す手法を選ぶに当たっては、1) 目的、2) 資金確保、3) 取引の時間軸、4) 切り出す事業の成長戦略、5) 市場や相手の状況を含めた実現可能性が重要となる。

・ファイナンスの観点で見れば、事業を分割・譲渡する時は、新しいオーナーが事業を直接買うことになる。子会社株式譲渡の時は株式を買うことになる。スピンオフは、もとの会社の株主が子会社株式の現物配当（株をもらうこと）になる。エクイティ・カーブアウトは子会社の株式を市場で売却して新しい一般株主を募り、もとの会社は売却資金を手にする。

・会社が会社を買う M&A と比べると、スピンオフやカーブアウトは性格が異なり、株主や投資家に直接働きかけることになる。

・切り出される事業で働く社員にとっては、1) 新しいオーナーである別の会社の1つの事業部門や子会社になる、2) 独立して新しい株主の会社となり自立する、という2つのパターンがありうる。

・その時、社員はどう思うか。①現在の会社に愛着を持っていたのに、たまたま働いていた事業が外に出されて、会社が変わってしまった。②現在の事業で一定の役割を果たして働いているのだから、事業が存続し、収益性も改善されるのであれば、今までよりもよい。

・③新しいオーナーのもとではすぐにリストラが始まるので、自分の処遇は悪化、存在が危なくなるかもしれない。④独立して自立できる会社になれば、成長性を高めることができるので、ますますやる気が出る、などさまざまなパターンがある。

・外部環境の変化で、企業経営は否応なく対応を求められる。過去にもオイルショック、円高ショック、不動産バブル崩壊、東日本大震災ショック、リーマン金融ショックなどがあったが、今回の新型コロナウイルス感染症ショックは新たな屈折点をもたらそうとしている。

・コロナショックで、1) もともと準備していた強みがより発揮される企業、2) 強みが弱みになってしまう企業、3) 弱みが一気に顕在化してしまう企業、4) 今をやり過ごせばと踏ん張っている企業などに色分けされつつある。

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。

・テレワーク、オンラインサービス、リモートライフが進展している。リアルとバーチャルをいかに組み合わせて、新しい価値をどう作っていくかが問われている。

・リスク分散のための多角化は、本当に今日的意味を持っているのか、シナジーを求めながら、実は成長戦略を描けない多角化になっていないか。事業の探索と深化とあいながら、中途半端になっていないか。

・事業ポートフォリオの見直しが必要と分かっているが、痛みを伴う過激なことには手をつけたくない。よって、今まで通りで何とかしのぎたいということになっていないか。投資家は常にここを問う。

・この1年をみると、事業の買収は大幅に増えているが、事業・子会社の売却は件数でみて、横這いにとどまっている。M&Aは経営戦略として定着してきたが、事業の切り出しには、未だ消極的であると本レポートは指摘する。

・買い手がいれば、必ず売り手もいる。事業の切り出しがあれば、買い手もついてくるはずである。その時、自社の企業価値がいくらか分かっているのか。各事業の価値をきちんと見積もっているのか。

・これはポートフォリオ理論の基本である。しかし、伝統的企業からは、事業はポートフォリオではない、金融理論で目先の価値を計算されたのではたまらない、と言われそうである。筆者も目先の計算だけで価値を測ることに異論がある。本当の価値はそう簡単には計算できない。

・それでも、まずは土俵に乗ってマネジメント力を磨いていかないと事態は改善しない。新しいオーナーのもと、企業価値向上が図れるなら、そこで働く社員にとっては、今のままよりはるかによい展望が開ける。

・経営者のマインドセットを変え、取締役会で社外取締役を入れて事業ポートフォリオを戦略的に議論し、それを投資家にみせてほしい。投資家は多様で、各々勝手なことを言うかもしれないが、その対話こそが大事なのである。

・今回のガイドラインは、当たり前のことをまとめたようにみえるかもしれない。ならば、日本の上場企業は実践しているかと問われて、成果を示せるだろうか。まだ過渡期にあると

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。

もいえるが、もっとクリアにリードしてほしい。

・中小型企業でも同じような取り組みが求められる。100年続く医薬品原料のイワキは4代目の社長が10カ年計画で一気に事業再編を進めている。

・化学品では日立化成の一部の事業譲渡を受け、ファインケミカルではスペラファーマの買収、医薬では鳥居薬品の佐倉工場における事業の買収、外皮用剤の前田薬品工業との資本業務提携が実現した。投資額は全体で84億円、のれんの償却を入れても営業利益の拡大余地は大きい。

・今年3月に医薬品のCMC研究開発に特化したスペラファーマを武州製薬から買収した。スペラファーマは、2017年7月に武田薬品工業のCMC研究部門がスピンアウトした医薬品CMC受託会社である。

・製薬メーカーが新薬を開発した後、新薬の原料・原薬をどのように作るか。その製造方法の開発や品質管理を担う機能がCMC(Chemistry Manufacturing and Control)である。日本で唯一の統合型CMC研究受託企業である。

・また、日本たばこの子会社である鳥居薬品は佐倉工場を会社分割、これを今年7月に株式譲渡で取得した。自社の外皮用剤とのシナジーはすぐに見込め、注射剤の基盤も確保した。工場の買収も生産能力の拡張に貢献しよう。医薬品原料の開発・製造(CDMO)では、塗り薬に加えて、注射剤分野へ展開できる。

・今回の4件のM&Aおよび資本出資によって、岩城社長は、4つの戦略的ビジネスモデルを構築した。① 調達プラットフォーム事業は、スペラファーマを軸として、医薬品の原料調達の新しいビジネスモデルを形成する。② インキュベーション事業は、創薬ベンチャーや中堅製薬企業に一部出資しながら原料事業の拡大を目指す。

・③ 注射剤CDMO事業は、スペラファーマと佐倉工場が組むことによって、注射剤の原料開発製造を拡大する。新しい抗がん剤などで領域が広げられる可能性が高い。④ 塗り薬CDMO事業は、自社工場、佐倉工場、前田薬品工業を連携させて、この分野での供給力の拡大、シェアアップを図っていく。

・1) 調達プラットフォーム、2) 塗り薬CDMO、3) 注射剤のCDMO、4) インキュベーションの4つの戦略的ビジネスモデルの遂行に向け、来年6月を目途に持株会社化を進める。商

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

社から研究開発型製造企業へのシフトを進めており、製造比率は40%以上に上昇しよう。

・10年の中長期ビジョンのもと、その第2フェーズを走っており、弾みがつきつつある。収益源としては、医薬品原料、医薬品、HBC・食品の新製品、化学品の成長が期待できる。その実行戦略が具体化しており、成果を出しつつある。ROIC経営を軸に、事業ポートフォリオの革新が進展している点を高く評価したい。

DXとIR～チェンジのケース

・8月に、経産省は東証と共同で「デジタルトランスフォーメーション銘柄（DX銘柄）」を公表した。企業価値向上につながるDXを推進している企業を選定し表彰するものである。「DX銘柄2020」で35社、「DX注目企業2020」で21社が選定された。

・東証の業種分類をベースに、全上場企業にアンケートを要請し、回答を得た企業からDX活用事例を重視して、評価委員会が最終的に選考した。評価項目は、①ビジョン・ビジネスモデル、②戦略、③組織・制度、④デジタル技術の活用・情報システム、⑤成果と重要な成果指標の共有である。

・その中で、デジタル時代を先導する企業として、小松製作所とトラスコ中山がDXグランプリに選ばれた。4年連続で選ばれた企業は、アサヒグループHD、ブリヂストン、JFEHD、JR東日本、日本瓦斯、東京センチュリーであった。また、ユニークな企業として、グランプリのトラスコ中山のほかに、不動産テックのGA Technologyがあげられる。

・これらの評価は昨年の実績をベースにしたものなので、新型コロナ前のDXである。新型コロナショックを踏まえて、今後はどうなるであろうか。ほとんどの企業は否応なくテレワークの実行に追い込まれ、DXは一段と加速している。

・テレワークの環境はどうであろうか。東京商工リサーチが6月に実施したアンケートによると、全国1.8万社のうちテレワークの普及率は56.4%、大企業においては83.0%であった。しかし、その業務の内容、管理の仕方、実績の評価については課題を残している。

・DXのコンサル企業で、パブリテック（自治体向けIT）で日本をリードするチェンジは、顧客企業を分析する中で、新型コロナ感染症の第1波の教訓を踏まえて、第2波への備えとして、次のような点に着目している。

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。

・第1波からの気づきとしては、1) 何とか業務は回っており、当初の想定より生産性の低下は感じられず、移動がない分だけ効率的になった、2) しかし、テレワークでできない仕事も明らかになり、押印や承認ボタンのために出社する必要があった、3) PCなど端末の配備にかなりの時間を要した、4) セキュリティの不備が案の定狙われた、5) 一斉にアクセスするとネットワークが安定せず、速度問題で在宅業務に支障が出た、などをあげた。確かに実感であろう。

・第2波に備える要点としては、① サイバー攻撃を前提にしたセキュリティの確保、② 3か月で実装できるスピード感、③ IT管理者の少ない中小型企业でも利用できる簡便な運用、④ BYOD（私的端末の利用）への対応を指摘している。

・そのためのソリューションとして、1) BOX（クラウドストレージ）+Zoom（Web会議）+direct（ビジネスチャット）などのコラボ環境、2) Black Berry+Awingnなどの高度セキュリティの簡単構築、3) WorkSpacesのデジタル著作権保護機能を利用した情報漏洩対応、4) 非接触での端末配備や丸ごとサポートなどを提案している。

・どの企業においても、営業におけるDXをどのように進めるかは大きな課題である。よく知った顧客といつものコミュニケーションや商談なら問題ないが、新たな契約を決めるような重要な営業となると、リモートだけではうまくいかない。

・SI企業やICT企業においても、自らのDX商品やDXサービスをどのようにセールスしていくか。その時まさにDXをいかに活用するか。ここには新しいノウハウが必要となる。DXによる企画・提案の進め方について、チェンジはコンサルを行っている。

・では、DX時代のIRはどうか。これについてもチェンジの取り組みはまことにユニークで先進的である。チェンジは4年前に新規公開して、時価総額は現在2500億円、公開時に比べて20倍以上になった。日本を代表するDX企業になることを目標に掲げて、New-ITトランスフォーメーションとパブリテック（公共自治体のDX）を推進している。

・「ふるさとチョイス」（ふるさと納税のトップサイト、シェア5割）を運営するトラストバンクをM&Aして、業績は断層的に伸びている。そこで、四半期ごとに株主・投資家向けWeb説明会を始めた。これが極めて好評である。

・8月に3Q（9月決算）の決算を公表した。その日の19時からZoomを使った株主・投資家説明会を行った。ここで重要なのは、既存株主を最も大事にしていることである。ホームペ

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。

ージで説明会を予告して自社で主催した。もちろん、一般投資家も機関投資家も参加してよい。

・福留社長は自宅から参加した。19:00 から始めて、40 分ほど 3Q の決算と今後について説明した。その後、Zoom のチャット機能を用いて Q&A に入った。ピーク時 400 名を超える投資家が参加したが、21:30 に終わった時でも 300 名が参加していた。

・何が凄いとって、チャットによる質問が 100 を超えた。これにすべて答えたことである。質問はさまざまである。しかし、どれも個人投資家として知りたいことであった。それに対して、1) いえない、2) わからない、3) 答えない、4) 無視する、という姿勢は一切とらずに丁寧に答えた。ここに IR の本質が表れている。

・ヒトは、自分が聞いた質問に正面から答えてくれると、かなり腹落ちする。この‘なるほど、わかった’という気持ちになれるかどうかが最も重要である。他人の質問を横で聞いているだけでは、通りすぎてしまうことも多い。

・きちんと答えてくれると分かるので、質問の書き込みがどんどん増えていく。結果として 2 時間半の Web 会議となった。内容は充実している。①次の中期計画は、②次の大型 M&A は、③会社の今の弱みは何か、④サブスク型へのシフトはいかに、⑤次の株式分割は、など知りたいことに、ビジョンと考え方をもって明解に話した。

・‘水を飲んで一息入れて、こんな丁寧な説明会は初めてだ、もう似たような質問が多くなってきたから、そろそろ終わっていいですよ’という書き込みも入った。和気あいあいとした楽しい説明会であった。長いとは感じなかった。

・これは、Web 時代の新しい IR の 1 つのあり方であろう。対話（エンゲージメント）とは何か、を示す好事例であろう。この IR に接すると、これまでの IR が相対的に色あせてくる。従来と同じような形をそのまま Web に持ち込んでくるだけでは、知りたいことに十分応えていない。消化不良の不満感が残るように思う。チェンジの次の Zoom 説明会をぜひ視聴していただきたい。