

ベル投資環境レポート

投資家向け IR に求められるもの

～7つの工夫が効果的～

2011年8月28日

鈴木 行生

はじめに

7つのポイント

・上場企業による IR（インベスターズ・リレーション）活動がさまざまな場面で熱心に行われている。投資家に知ってほしい内容が豊富な会社はより積極的であり、会社が苦しい局面にある場合は事態が改善するまで余計なことは話したくないと考えがちである。

・会社側の姿勢はすぐに投資家に伝わってくる。消極的な会社は何か都合の悪いことがあるのではないかと疑われ、積極的な会社は前向きなところはよいが、会社がアピールしても投資家はさほど納得していないことも多い。特に、個人投資家は定期的なコミュニケーションが十分とれない場合が多いので、IR を行ってもその反応がつかみきれないという声もよく聞く。

Belletk

(今回の内容)

1. 知りたいことを伝える ～ 伝えたいことではない
2. レポートの基本 ～ 業界、同業他社に触れる
3. 個人投資家は耳が肥えている ～ 機関投資家より感度が高い
4. 企業価値評価 ～ ベルレーティング法の活用
5. 株価評価の指標に示唆 ～ PBR、ROE、PER、DY
6. Q&Aを行う ～ 答えに対する満足度は高い
7. きっかけを作る ～ IRの頻度を上げる

Belle Investment Research of Japan Inc.
All rights reserved

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

・機関投資家が投資対象とするには流動性の点で必ずしも十分でない企業の場合、IR活動の中心は個人投資家向けとなる。金融機関やIR会社が主催する会社説明会に参加すると、60歳以上の男性の参加者が大半を占める。女性や若い人も増えてはいるが、まだまだ少ない。こうした個人投資家向け会社説明会にその一員として参加し、席に座って話を聞いてみると、もっとこうしたらよいと思えることがいくつかある。そこで、図表に上げた7つの点についてコメントしたい。

1. 知りたいことを伝える～伝えたいことではない

Belletk

知りたいことを伝える ~ 伝えたいことではない

- ・何屋さんですか
- ・社長は何者ですか
- ・会社を将来どうしたいのですか

Belle Investment Research of Japan Inc.
All rights reserved

会社の将来をどうしたいのか

・多くの会社は善意をもって一所懸命「わが社」の説明をする。個人投資家の中には初めて当社について話を聞く人も多いので、当然会社紹介に力が入る。そうすると、会社についての解説が結構長くなる。会社側は、自分達の伝えたいことをいかにわかってもらうかということに力をいれるが、投資家は自分の知りたいことを伝えてほしいのである。ここに、情報のミスマッチがおき、ギャップが生じる。

・投資家が知りたいことをまとめれば、①その会社は「何屋さんですか」、②「社長は何者ですか」、③社長は「会社を将来どうしたいのですか」、という三点であろう。

①の何屋かというのは、単に自動車部品のサプライヤーであるとか、ネット関連のサー

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。

ビス業であるとかいう、一般的なセクター分類をきいているのではない。その会社固有の特色を一言で表現してほしいのである。

②の社長はどんな人かという点については、社長の経歴を聞いているのではない。社長の実績を表す何か具体的なエピソードを紹介して、そういう仕事をしてきた人なのかということを実感したいのである。

③の社長は会社を将来どうしたいのか、という意味は、今期・来期の業績のことではなく、中期3カ年計画の説明でもなく、それらに取り組む社長の思いを自分の言葉で語ってほしいのである。フェアディスクロージャーの観点から自由に語ることは問題あるのではないかと、心配する向きもあるが、別に会社の非公開情報を話してくれとっているのではない。ビジョンと戦略立案の基本を知りたいのである。

Belletk

投資家は何に投資するのか

- ・企業内部における価値創造活動は、一見外部からは見えにくい
- ・しかし、さまざまなステークホルダーの協力なしに活動は進まない
- ・株式市場に上場している企業にとっては、投資家の理解を十分得る必要がある
- ・投資家は、企業の価値創造の仕組み作りこそ投資するのである
- ・結果・成果だけでなく、価値創造プロセスこそ理解し、共有したいのである
- ・戦略とは、新しい価値創造の仕組み(ビジネスモデル)作りのためのストーリーである
- ・そのストーリーを十分理解できないときにバイアスが生まれ、ステークホルダーとの共有が生まれれば、その蓋然性(確からしさ)も向上しよう
- ・また、投資家へのアカウントビリティは、社内活動の整合性を高めることにもなる

Belle Investment Research of Japan Inc.
All rights reserved

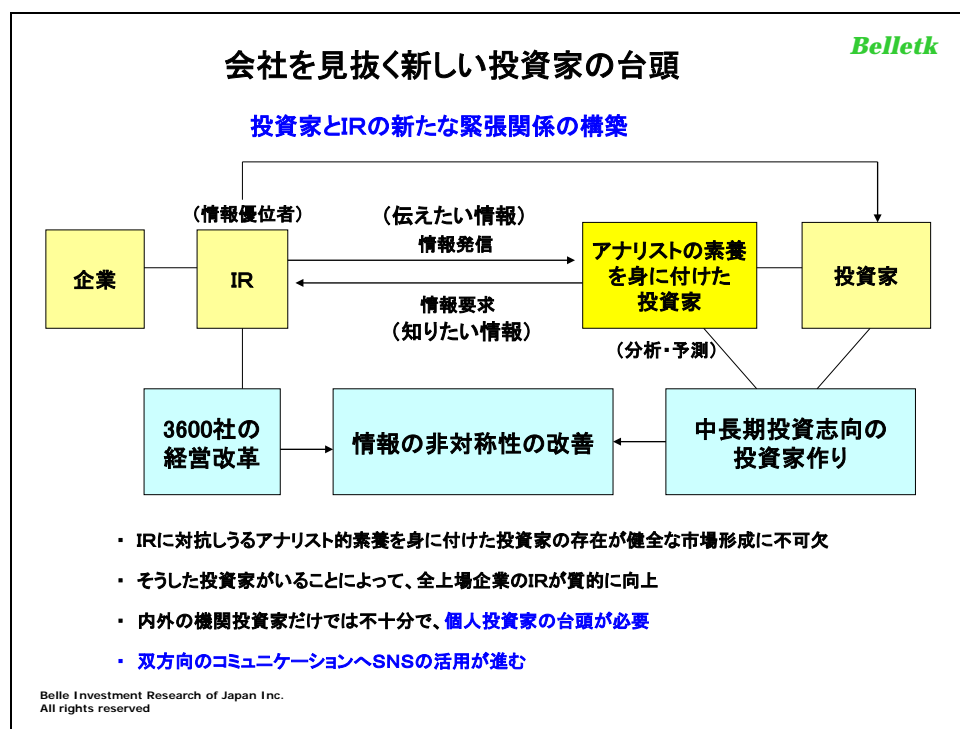
・投資家にもさまざまなタイプの人がいるが、企業価値創造を本気で応援する投資家が増えてほしいと考える。投資家は何に投資するのかといえば、企業価値を創造する仕組みこそ投資するのである。結果や成果だけではなく、価値創造のプロセスを理解し、それを共有したいのである。そのために、新しい価値創造の仕組み、すなわちビジネスモデル作りのためのストーリーを知りたい。そのストーリーがまさに戦略である。そのストーリーが十分理解できない時にバイアスが生まれ、投資家との共有が生まれれば価値創造の蓋然性(確からしさ)も向上しよう。

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。

会社と会社の結びつきから企業を見抜く

・キヤノンの御手洗会長の講演を聞いた。「復興に向けた日本産業の課題」というテーマであった。今回の大震災によって、多くに企業が部品や資材の調達で影響を受けた。サプライチェーンは、企業と企業の絆(きずな)である。分業が進めば、このつながりは、一層重要になる。東日本はその意味で重要な地域であり、今回の事態で、この地域がさまざまな産業のサプライチェーンから抜けないようにすべきである、と強調していた。そのためには、平成の開国 (TPP への参加)、道州制の導入 (東北で先行)、財政の再建 (社会保障制度の持続性の確保) は避けて通れない、と御手洗会長は指摘する。

・企業活動を支えるインフラの充実度や、そこで働く人々の生活のあり方は、国の制度や政策によって左右される。この仕組みがしっかりしていないと、企業も投資家も適切に活動できない。我々は企業の投資価値に関心がある。本当に投資に値する会社かどうかを見極めたいと思っている。同時に、国の仕組みやインフラがしっかりしないと海外からの投資は呼び込めないで、日本の魅力自体も低下してしまう。



・最近日本企業の魅力は相対的に薄れ、アジアの企業の方がはるかに元気がよいと感じることも多い。では、アジアの個別企業に投資をすることで、日本の企業のように中身がすぐに分かるかというとは実はそうでもない。投資信託でプロに任せればよい、というのは 1

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。

つの方策である。

・一方、日本の企業に元気がないといっても、上場企業の中には意欲的な経営を行っている会社も多い。実際、時価総額 200 億円以下の 2500 社の内、225 社を調べてみたが、3 割の会社は十分投資魅力を有している。日本の会社であれば、情報も日本語で豊富にあり、社長の話を直接聞くことができる機会も多い。その気になれば情報はいろいろある。投資家にとっての課題はさまざまな情報の中から、どのように自分の投資判断に役立つ情報をバランスよく取り出してくるかである。

・会社はいろいろな情報を発信しているが、我々投資家が知りたい情報に合致しているとは限らない。伝えたい情報と知りたい情報には絶えずギャップがある。それをうまく捉えている投資家を「アナリストの素養を身に付けた投資家」と称しているが、是非そうなりたいものである。会社と会社の結びつき、サプライチェーンから視野を広げてみるのも選択眼を養うカギとなろう。

2. レポートニングの基本～業界、同業他社に触れる

Belletk

レポートニングの基本 ～ 業界、他社に触れる

・どんな業界にいるのですか

・他社と何が違うのですか

・どんな手を打つのですか

Belle Investment Research of Japan Inc.
All rights reserved

独自性は会社が自ら決める

- ・投資家に自分が経営する会社を紹介する時は、そのビジネスモデルと同時に業界(セクタ

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) についても触れてほしい。業界がはっきりしている会社もあれば、いくつかの業界にまたがって会社もある。非常にユニークなサービスを提供していて、業界がない会社もある。上場会社に同業他社がないというケースもあろう。そんな場合でも、自社のポジショニング（位置付け）は、はっきりしてほしい。その業界の詳しい説明は必ずしもいらないが、自社が勝負する土俵（ドメイン）を会社はどう定義しているかは、是非知りたいところである。

・同業他社にも触れてほしい。直接競合していなくても、あえて類似の企業をあげればこんな会社があるという程度でもよい。そして、どこが似ていて、どこが違うのかを説明してほしい。主観的にかまわない。会社が競合についてどういう風に考えているかを知りたいのである。その上で、自分の会社はビジョンや目標達成に向けて、どのような手を打っていくのかを解説されると、理解が進む。

・なお、自社が属するセクターについては、最初はできるだけ大きく入った方がよい。例えば、国が考える日本の戦略産業の中に位置付ければ、我が社はどこあたりにいるかという説明もそれなりに意味を持つ。企業のポジショニングにあたっては、市場や製品、サービスのイノベーション、ビジネスモデルのユニークさを、自ら主観で決めてもらってかまわない。とにかく、違いが出ることが重要である。

・どんな手を打つか、という点では5つの視点から戦略を知りたい。

- ①計画やシナリオはどのくらい綿密なのか、
 - ②その戦略は誰がどうやって決めたのか、
 - ③それでどういうポジションをとろうとするのか、
 - ④その戦略によってどんなコアコンピタンス、能力を高めようとするのか、
 - ⑤ビジネスのルールはどう変わり、競合相手との関係はどうなりそうか、
- という点である。

日本を元気にする戦略との連携

・日本を元気にするには、国にも民間にも戦略が必要である。戦略とはやり方やその仕組み作りのことである。政府は2010年6月に日本の成長戦略を7つほど掲げた。それをお題に終わらせない肉付けが必要である。

・グリーン・イノベーションとライフ・イノベーションは国が名付けたものであるが、下図にあるアジア・イノベーション、ツーリズム・イノベーション、ST・ITイノベーション、ヒューマンキャピタル・イノベーション、フィナンシャル・イノベーション、はそれにな

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

らって付加したものである。それぞれの分野で企業や組織、個人が大いに活躍できるように仕組み革新を推進すべきであろう。

Belletk

日本の戦略産業～経済産業省が考える5つの産業

今後、戦略的に伸ばす分野（経済産業省の「産業構造ビジョン」）	2020年(2007年比の増加分)	
1.インフラ産業 原子力、水、鉄道のシステム輸出 オールジャパンのパッケージ支援	+12 兆円	+19万人
2.環境・エネルギー解決産業 スマートコミュニティ、次世代自動車システム	+24 兆円	+36万人
3.医療・介護・健康・子育てサービス産業 公的保険外の分野	+13 兆円	+113万人
4.文化産業 ファッション、コンテンツ、食、観光 日本テイスト(好み、憧れ)	+7 兆円	+26万人
5.先端産業 ロボット、宇宙、ナノテク、バイオ医薬品	+27 兆円	+63万人
	計 +83 兆円	+258万人

(出所) 産業構造ビジョン、経済産業省、2010年5月、より筆者作成

Belle Investment Research of Japan Inc.
All rights reserved

・原発の事故をどのように克服していくかは、成長戦略にも直接関わってくる。まずは原子力発電の安全をどのように確保するのか。事故に備える技術や設備の開発・導入は不可欠である。日本が得意なはずの無人作業ロボットはもっと開発した方がよい。

・原子力に代わる自然エネルギーの利用について、技術革新を進める必要がある。太陽光発電や風力発電は有望であるが、今のところコストが高い。エネルギーの変換効率を高めないと、国の補助にいつまでも頼ることになる。国もお金の余裕がないので、このままでは長続きしない。科学技術のイノベーションが求められる。

・原発の放射能汚染が心配で、外国人観光客が激減している。日本の良さを知ってもらい、ジャパンテイストを楽しんでもらおうという目論見が目先頓挫した。原発の事故をきちんと押さえこんで、まずは安全な状態にもっていく。次に、安心できることを少しずつ分かってもらえるように、まず日本人が動けるようにすることである。

・風評被害も著しい。私の故郷、福島県に観光客は来ない。農産物、水産物の安全が疑わ

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。

れ、工業製品ですら、どこで作ったかが問われるなど、事態は深刻である。ここにも新しい仕組み作りが求められる。安全、安心を確保する検査の仕組みや、放射能を簡便に正確に検知し、計測するシステムが今後急速に波及していこう。

・放射能に関わる分野の研究も大いに進める必要がある。放射線のがんの治療に活かす研究は世界的に進んでいるが、日本でももっと推進すべきである。放射線事故にも耐えるシステムや、その時に活躍できるロボットの研究はもっと推進してほしい。それは宇宙にも応用できるはずである。

・ITを活用すれば、風評被害はもっと防げるはずである。何となく不安が広がり、とりあえずやめておこう、避けておこう、という動きがあつという間に社会現象になってしまう。それを防ぐには、隠すのではなく、事実や実態をいち早く伝え、内容を理解してもらうことである。ツイッターで不安だけが呟かれても、不安・不信が増幅するだけである。それを凌ぐ発信力が求められる。

・世界にさまざまな知見を持った人々が多い。世界の専門家を日本に招致して、その知見や知恵を活用することである。何でも日本人、自分の知り合いだけで解決しようとしてもとても無理である。逆に、日本の人材も世界でもっと活躍してほしい。それがヒューマンキャピタル・イノベーションの1つの姿であろう。

・お金もそうである。日本人のお金が必ずしも日本中心に使われる必要はない。投資は国境を超える。リターンを求めて、お金は世界に出て行くのである。逆に、面白い投資機会、開発計画には世界のリスクマネーが寄ってくる。日本人にできなくても、リスクテイクできる多様な投資家が世界にはいる。その人たちを引き寄せるフィナンシャル・イノベーションをぜひ成し遂げたいものである。

会社のポジショニングを明確化

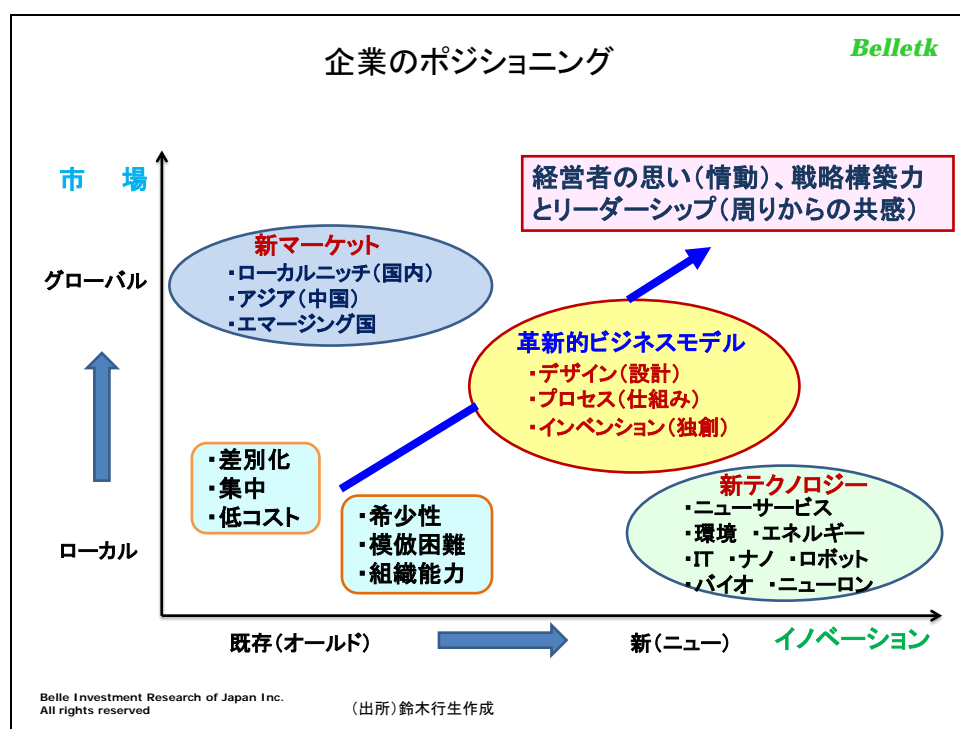
・スポーツクラブに行った時、ジムで運動し、プールで泳ぐことの両方をやる人はどの程度いるだろうか。どうも全体の2割程度らしい。愛知県の三河安城に本社をおく東祥（コード8920）は、会員数2000名で高収益が見込めるスポーツクラブに加え、プールがなくても同じ高収益が達成できる新しいビジネスモデルを今回開発した。これによって、都心周辺への参入も可能となる。

・当社は、「ホリデイスポーツクラブ」を全国に展開する。大手のスポーツクラブが課題を抱える中で、独自のビジネスモデルを確立し、2011年3月期で売上高経常利益率18.5%、

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。

ROE(自己資本利益率)15.4%にみられるような高い収益力を誇っている。経営の根幹は、顧客のニーズに合致したサービスを低コストで提供するという仕組みを構築したことにある。建設業から出発した経験を活かし、スポーツクラブという施設サービス業に展開し、他社がまねできない経営効率を実現している。

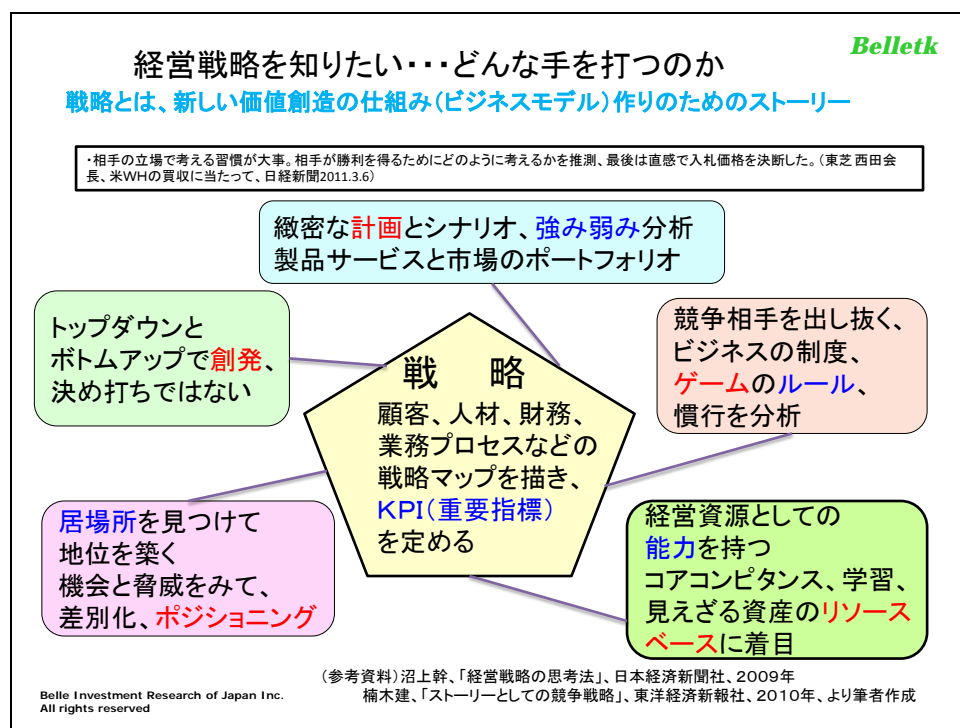
・ある企業がどれだけ優れているか、ということをごどのように見分けるか。そのためには、市場とイノベーションを軸に、ビジネスモデルの強さや、それをマネージしている経営者の思いとリーダーシップを知ることが、最も重要である。ここでいうイノベーションは、狭い意味での技術革新ではない。新しいサービスを生み出すことも、それを生み出す仕組みもイノベーションである。それを、企業の価値創造に結びつけ、ひいては持続的な儲け(付加価値)を創出していくのである。



・人にまねのできない仕組みを作り出すことが、最大の仕組み革新である。一時代前の例で言えば、トヨタのかんばん方式について、理屈は誰でもわかるが、やってみるといわれるとそう簡単にはまねできないのである。ユニクロ(ファーストリテイリング)や餃子の王将など、なぜそこだけが繁盛するか理由が分かって、他社にはなかなかまねができないのである。表面的にまねしたとしても、付加価値が残らないから、結局は長続きしない。

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。

・何よりも大事なことは、それに取り組む経営者の思いである。思いだけで経営革新は実現できないが、共感を呼ぶ思いなくして、何事もスタートしない。経営者の思いを知り、それをビジネスモデル（企業価値を生み出す仕組み）にどのように実現しようとしているかを見ていくことで、企業を見抜く目は次第に鍛えられていくことになる。



企業はどんな手を打つのか

・大黒天物産（コード 2791）の決算説明会に参加して、大賀社長の話を聞いた。100円ショップのワッツ（コード 2735）は、大黒天物産のバリュー100（100円均一ディスカウントストア）という業態で手を組んでいる。バリュー100は売上高営業利益率が5%台に乗り、1つのフォーマット（ビジネスモデル）として展開できるところまで来た。大賀社長はそう説明した。

・大黒天物産は、創業来24年連続で増収増益を達成している。2000年に小売業に参入し、後発ながら、しがらみのない点を活かして、食品スーパー（ディスカウントストア）として発展を遂げてきた。食品スーパーはもう成熟産業ではないかと思われる中で、独自の成長をみせている。この10年で店舗を64店まで増やしたが、次の25年で1000店舗を目指すという。何とも壮大な絵を描いており、楽しみである。

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

・社長の思いは何よりも大事である。しかし、思いだけで夢は実現しない。その実現に向けて、戦略と組織を具体的に形作っていく必要がある。今の経営環境に対して、企業はどのような手を打つのか。それが戦略であり、我々投資家はそれを知って共有したい。共有できると、応援したくなる。

・戦略を知るには5つの視点がある。1つは、これからやろうとする綿密な計画作りであり、どのような商品、サービスをどの市場で提供しようとしているか。2つは、そのような計画を誰が参加して策定したかである。トップが決めただけでは組織は動かないし、現場だけがよいと思っても、組織全体のパワーにはなりきれない。3つ目は、会社の位置付け（ポジショニング）をどのように変えていくかである。どういう強みを活かして、どう差別化していくのか、が問われる。4つ目は、企業の強みがあるとすれば、それは他社にまねのできない経営資源となっているか、それはどんなもので、これからどう作っていくのかに着目する。5つ目は、競争相手との関係で、ビジネスのルールをどう認識し、競争上いかに相手の優位に立つかを考える。場合によっては、他社と一緒に組む方がよい場合もある。

・このように、企業は現状に甘んずることなく、目標に向かって全力で走っていく。その時の戦い方を知りたいし、戦う時の資源や能力も理解しておく必要がある。一橋大学の沼上教授は、次のような点を指摘する。顧客は学んで進化していくので、今日の得意客の声を聞くだけでは、イノベーションは起きない。シナジー（相乗効果）は本当にあるのか、注意した方がよい。実はシナジーが出にくい場合も多いという。その戦略に成算はあるのか、イチかバチかになっていないか、も確かに見極めたい。そうすると、投資が面白くなりそうである。

3. 個人投資家は耳が肥えている～機関投資家より感度が高い

経験を活かして行動

・個人投資家は耳が肥えている、あるいは機関投資家よりも感度が高いといわれると、そんなことはないだろうと思うかもしれない。機関投資家はプロである。では、プロの反対はアマチュア（素人）であるから、個人投資家はアマかといえば、そんなことはない。

・個人投資家の中には、ナレッジレベルの高い人が混在している。ある会社説明会で、半導体の詳しい内容について質問をする人がいた。その内容を聞くと、どうみても元大手エレクトロニクスメーカーで半導体の開発に関わっていた人ではないかと思った。その時の社長も偉かった。ほとんどの人には質問の意味が分からないだろうと考え、今の質問はこういう内容でこういうことを聞きたいということですが、それにはこういう対応をしますと、

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。

分かり易くかみくだいてくれた。

Belletk

個人投資家は耳が肥えている ~ 機関投資家より感度が高い

- ・感性で判断するが、ナレッジレベルの高い人が混在
- ・本気ですぐに行動する
- ・自由に使える資金を持っている

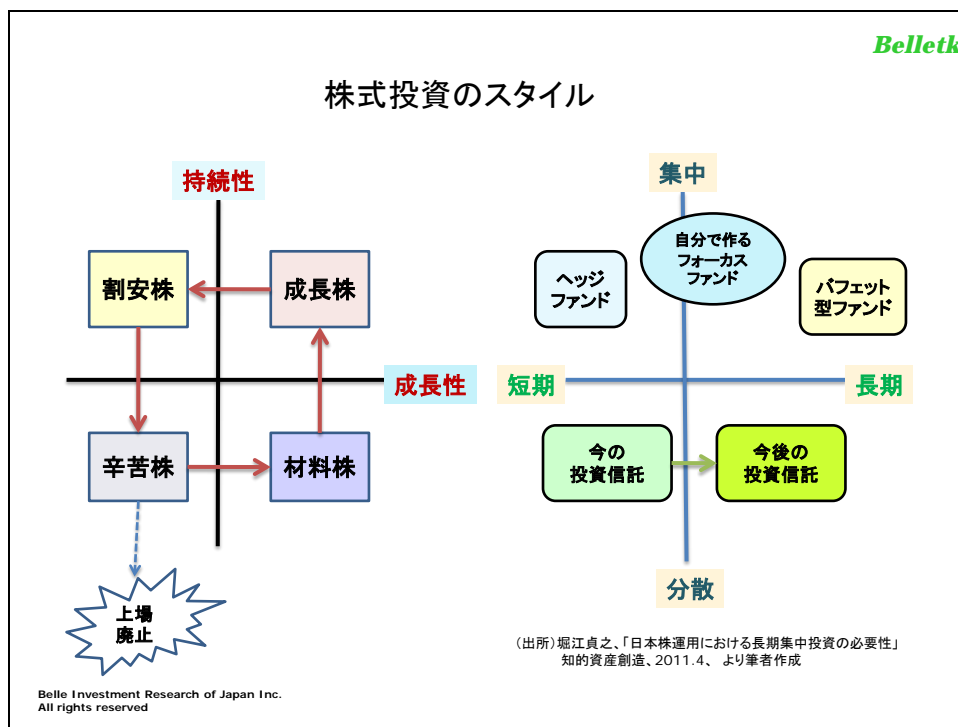
Belle Investment Research of Japan Inc.
All rights reserved

・別の説明会では、薬の薬効について、かなり詳しい質問をする人がいた。たぶん大手製薬メーカーの開発部門で働いていた人だろう。このように、個人投資家といっても、10年、20年、30年と何らかの分野で働いてきた人であるから、ある領域については妙に詳しい人がいる。それは、マニアやおたくではなく、その分野のナレッジについては機関投資家よりも詳しい場合が多々ある。別の場面では、会社の社長が歯の治療方法の中で、インプラントにふれた。ある女性投資家は、そのインプラントについてコメントをした。本人が多くの歯をインプラント化したので、その内容と効果、料金について相当詳しくあった。生活の中で体験的にナレッジを身に付けていたのである。

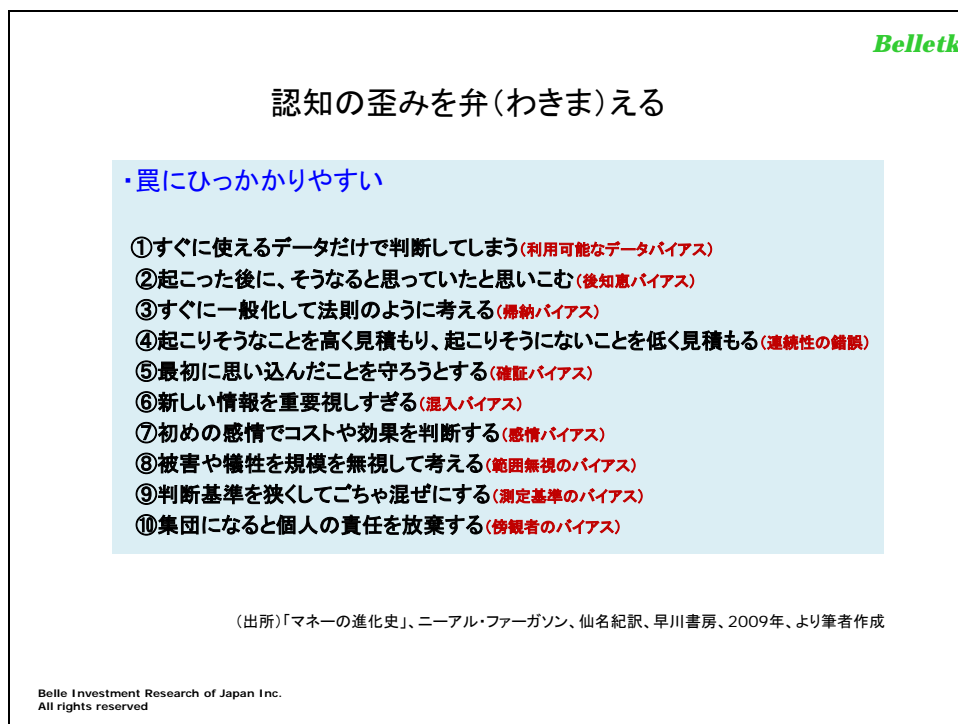
・個人投資家は感性で判断するようにも思えるが、ピンと来た時には、本気ですぐに行動する。自分で自由になる資金を持っているから、意思決定をしたら、その行動は早い。すぐにアクションをとるという意味で、感度は高いのである。

・個人投資家の投資スタイルにもいろいろある。短期か長期か、成長株投資か割安株投資か、材料株のリード役もいればフォロワーもいる。一本釣りの集中投資が好きな人もいれば、分散投資で分散しすぎる人もいる。論理と感性で自分なりに判断するといっても、そこには絶えずバイアス（偏見、認知の歪みや判断の偏り）が入りやすい。

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。



・今もっているデータだけで判断してしまうとか、起こりそうなことを高く見積もり、起こりそうもないことを低く見積もるとか、さまざまなバイアスの罠に引っかかりやすいので、説明する側も注意する必要がある。



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。

4. 企業価値評価～ベルレーティング法の活用

Belletk

企業価値評価 ～ ベルレーティング法 の活用

- ・ポイント3つが丁度よい
- ・自分でやってみる
- ・会社固有の要因をみる

Belle Investment Research of Japan Inc.
All rights reserved

自分なりの方法を確立する

・企業価値を評価するといっても具体的にどのように行うのか。ファイナンスの基本では、企業の将来収益（キャッシュフロー）を予測して、それを現在価値に割り戻すのであると定義されている。プロのファンドマネージャー、アナリスト、インベストメントバンカーならできるかもしれないが、普通の投資家にとっては少し難しすぎる。では、その難しいことができないと投資はできないのかといえば、そんなことはない。

・大事なことは企業を見る時の評価軸を自分なりに固めておくことである。その時の軸は3つくらいが丁度よい。5つ以上になると多すぎて、違いを出すのが面倒になる。また、1つの軸の評価点も、①すごく良い、②まあまあかな、③もう少し頑張る必要がある、といった3つくらいならつけやすい。これは5つとか10個にするとバラつきや偏りが出やすい。

・さらに、評価の考えをまとめたら、何よりも自分で実践してみることである。初めは、なかなか要領を得ないが、次第に慣れてくる。消費者としての商品の評価、会社に勤めている時の人事評価など、何らかの評価を経験した人は多いと思う。それを会社について実施してみると、いろいろなことが分ってくる。つまり、その会社の固有の強みや課題が自分なりにはっきりしてくるのである。わかったという感じが出てくるようになると面白く

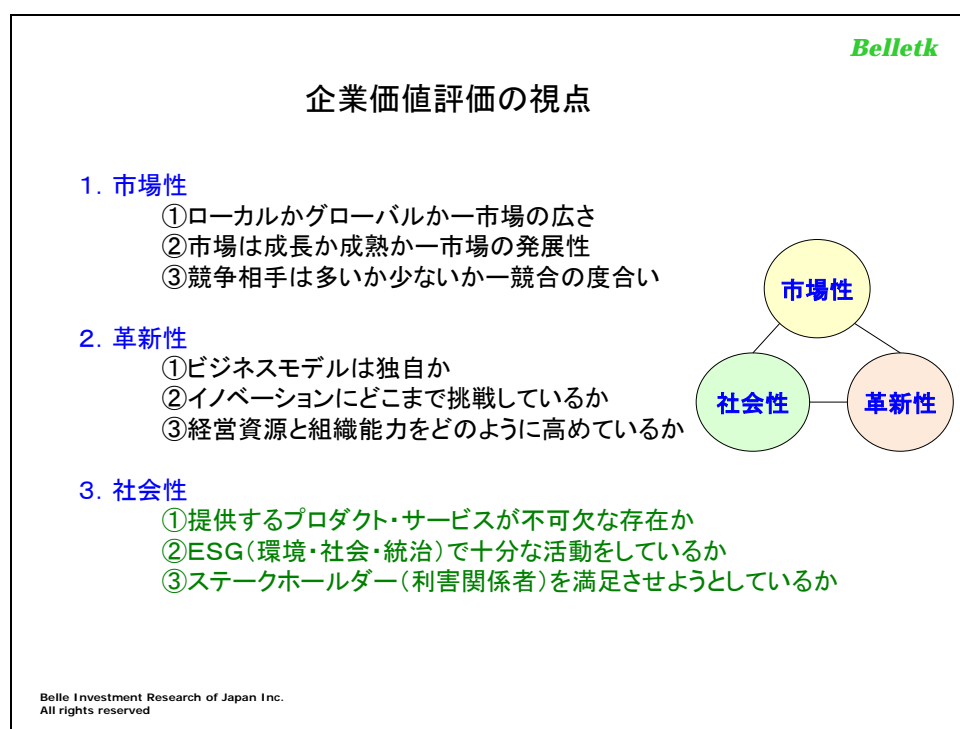
本レポートは、独自の視点から書いており、基本的に会社側の立場に立つものではない。本レポートは、投資家の当該企業に対する理解促進をサポートすることを目的としており、投資の推奨、勧誘、助言を与えるものではない。内容については、担当アナリストが全責任を持つが、投資家の投資判断については一切関知しない。本レポートは上記作成者の見解を述べたもので、許可無く使用してはならない。

なる。

企業価値評価の視点

・NPC(コード 6255)は、太陽電池製造用真空ラミネータで世界シェア 50%を有する。隣(ちかき)社長は、「技術は大事、でもそれはビジネス全体の 5 分の 1 でしかない」という。技術で違いを出す差別化戦略では、最初から小さいマーケットしか狙わないことになる。重要なことは大きなマーケットシェアをとることであって、主戦場で戦う構えがないと、台・中・韓に負けてしまう。彼らの国のコストが安いのではない、大量に作るから安いのだ。先行するにはスピードと集中が鍵である、と話していた。その通りであると思う。

・その後、NPC の決算説明会があったが、会社の業績は赤字に陥ってしまった。社長は、急ぎすぎて自滅した、と反省していた。既定の品質をクリアする点で顧客との間に齟齬があり、受注に生産が追い付かず、大幅なコストアップとなってしまった。しかし、基本路線は間違っていないので、これまで通り邁進し今後十分取り戻すと、意気軒昂であった。



・投資家として企業をどのようにみるかという視点は、人によって違うかもしれない。ここでは、分かりやすくするために、①市場性、②革新性、③社会性の3つにまとめてみた。市場性というのは、その会社がどの市場や領域を相手にビジネスをしていくのか、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。

視点である。ローカルなニッチ市場なのか、信長の野望とも称される国内制覇を目指すのか、国内だけではなくアジアを中心とする世界を目指すのか。それによって、市場の大きさは違ふし、戦い方も違ってくる。

・革新性というのは、どれだけ新しい仕組みを取り入れて、新商品や新サービスを提供しようとしているかを問う。従来と同じ商品やサービスを従来と同じやり方で提供するというのは、伝統的ビジネスにとって有力な方策ではあるが、同じことを続けているといつか誰かに新しいやり方を工夫され、後手に回ってしまうことはよくある。革新性（イノベーション）、つまり新しい仕組み作りに絶えず挑戦することは、攻めであると同時に守りでもある。

・社会性とは、その企業が提供するビジネスが社会になくってはならないものとして、広く皆に認知され、賛同を得られるかどうか、という視点である。企業の社会的責任（CSR）を、ESG（環境への配慮、人権などの社会的配慮、社外の目が入った統治への配慮）として、具体的にしっかり活動しているか、が問われる。

・どの企業もそれなりの活動はしていると思うが、よく話を聞いて、調べて比較してみると、その差は予想以上に大きいのである。とりわけ、最近はESGが注目されている。ESGで株式投資が判断できるとは思わない、という投資家は多いと思う。何と云っても成長性と業績が大事であると考えるのがふつうである。しかし、考え方に広がりがある点には留意しておきたい。

企業価値評価の軸

・日本コカ・コーラの魚谷会長の話を聞く機会があった。魚谷氏は、マーケティングによる日本再生を強調していた。ザコカ・コーラカンパニーは世界の優良企業である。ピーター・ドラッカーのいうマーケティングとイノベーションが顧客を創造し価値を作る、という考えを実践している。

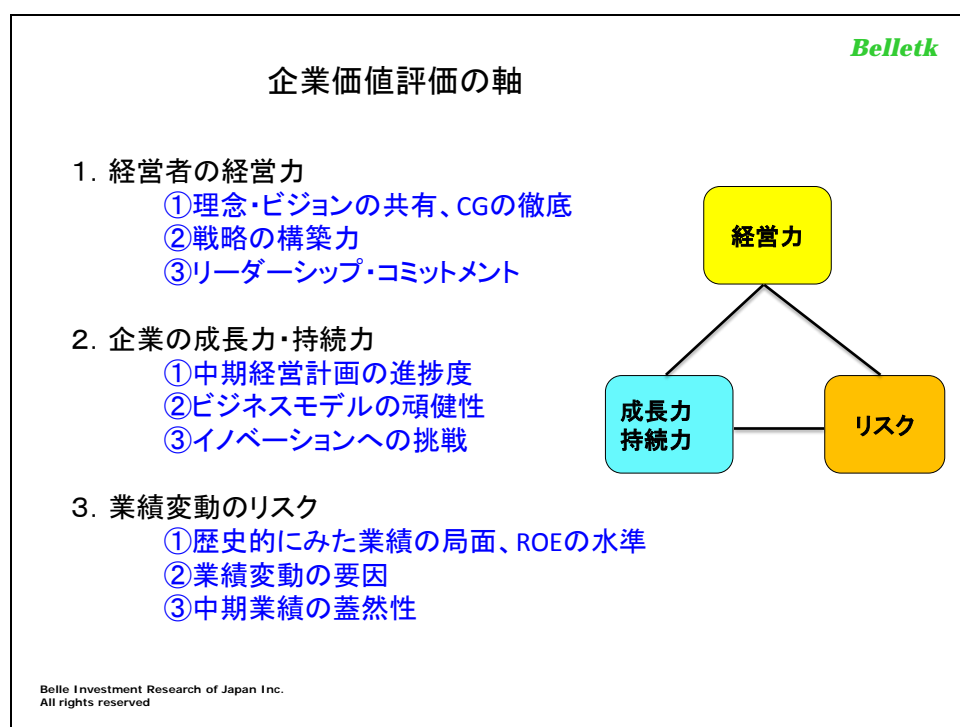
・コカ・コーラのブランドは、世界204か国で展開されているが、缶コーヒーは日本発のローカルブランドである。日本の缶コーヒー市場は今や年間9000億円、その中で、コカ・コーラのジョージアはシェア40%でトップである。爽健美茶も情緒に訴える‘美’が入っているのがポイントで、市場を広げてきた。元をただせば、日本ではお茶はただで飲むものであったが、お茶を有料で提供するという文化を作ってきたのである。

・こうした日本初のローカルブランドで世界に打って出ようというのである。確かに、内

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。

と外を区別する言葉をいつまで使うのだろうか。外人、外資系、外人投資家など、もう特別にこだわらなくてもよいように思うが、何か境界がある。日本のものづくりはすでに世界に認められているが、近年はどんどん日本を出て行っている。原発の風評を乗り越えて、日本ブランドの再生を図るべし、という魚谷会長の考えには共感できる。

・こうした意見も参考にして、企業評価の軸を検討する必要があるだろう。具体的に企業評価を行うにあたっては、3つの軸に重心を置きたい。1つは、経営者の経営力である。経営力という抽象的なことを、いきなり理解しろといわれても無理である、と思うかもしれない。しかし、企業の会社説明会（IR）に行って話を聞いて、経営者のビジョン、戦略の立て方、やるといったらやるというコミットメントへの覚悟、などを直接聴いて理解すると次第に判断できるようになる。



・2つ目は、企業の成長力・持続力である。厳密に言えば、成長力と持続力は違うが、ここではまとめて考えることにする。事業の中身を見て、それぞれの事業は十分利益を生むのか、今は儲かっていないがいずれ儲かるようになるのか、すでに大きく稼いでいるがその儲けはこれからもずっと続きそうなのか、という軸で判断する。大事なことは、次のイノベーションに向けて先行投資をしているかどうかである。無駄な投資では困るが、投資をしなければリターンはないのである。

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

・3つ目は、業績変動のリスクである。リスクにはプラスのリスクとマイナスのリスクがあるが、ここでは予想外のマイナスのリスクを見る。予想外のことなど分かるはずがない、とは考えないでほしい。分からないなりに、どう対応するかである。まず、会社は予想外のことにどのように対応する仕組みや判断をもっているのか。この点を何も説明できないとすれば、危うい可能性がある。

・次は自分がどう判断するかである。会社はいろいろ手を打つとっているが、本当に大丈夫だろうか。心配すればきりが無いが、その蓋然性（確からしさ）を嗅ぎ取っていくことである。

自分で実際にやってみる

・新聞や雑誌をみていると、企業の評価はいろいろなところで行われている。それをみて、なるほどそういうことか、あるいは、そんなものかな、など色々な印象を持つと思う。一番はつきりするのは、自分でやってみることである。簡単な方法があるので、活用してほしい。

Bellek

ベル・レーティング法の実践

1. 会社説明会に行って、**社長の話を聞く**
2. 聞いた後、次の3つについて、自分で採点してみる
 - ①経営力が・・・3:十分優れている、2:良好だが努力を要する、1:かなりの改善を要する、0:平時の経営では乗り切れない
 - ②持続力・成長力が・・・3:十分な持続力・成長性が見込める、2:持続・成長機会は有するが努力を要する、1:持続・成長の確保には改善を要する、0:全く見込めない
 - ③リスクが・・・3:業績の下振れの可能性は少ない、2:下振れしても小幅に止めることができる、1:大きく下振れする可能性がかなりある、0:業績が全く見込めない
3. 自分で判断したものを**記録する**
例えば、その会社が、222なら、そう記録する。
222は、点数でいうと80点である、と理解する(2+2+2=6、6×10=60)
4. いろんな会社について**評価をつけていく**
同じ会社について、また話を聞いたなら、そこで付け直していけばよい
5. それを一覧表にしてみると、自分にイメージが固まってくる
この**イメージを固めていくことが大事である**
6. 新しく話を聞くときには前にイメージにとらわれない
いつも新鮮な気持ちで聞き、それまでの**固定観念にとらわれない**

Belle Investment Research of Japan Inc.
All rights reserved

・企業評価に当たって、次に説明するベルレーティング法を活用してみるのも1つの方策であろう。投資家が自分で判断する時に、誰でもすぐに使える会社の評価法である。大事

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。

なことは自分で実施してみることである。そうすると次第に慣れてきて、勘所が分かってくる。そうなるとおもしろくなっていく。具体的には、会社説明会に行き、社長の話を聞く。聞いた後、次の3つについて、自分で採点してみる。

- ① 経営力が、3：十分優れている、2：良好だが努力を要する、1：かなりの改善を要する。
- ② 持続力・成長力について、3：十分な持続力・成長性が見込める、2：持続・成長機会は有するが努力を要する、1：持続・成長の確保には改善を要する。
- ③ リスクの視点として、3：業績の下振れの可能性は少ない、2：下振れしても小幅に止めることができる、1：大きく下振れする可能性がかなりある。

・自分で判断したものを記録する。点数でいうと、例えば3,2,2は70点(3+2+2=7×10)、2,2,1は50点(2+2+1=5×10)である。いろんな会社について評価をつけていく。同じ会社について、次に話を聞いたなら、そこで付け直していけばよい。そうすると、30点から90点まで、結構ばらついてくる。自分の評価に自分で納得したり、意外に思ったりして興味がわいてくる。

・それを一覧表にしてみると、自分なりのイメージが固まってくる。このイメージを固めていくことが大事である。新しく話を聞くときには前のイメージにとらわれず、いつも新鮮な気持ちで聞き、それまでの固定観念にとらわれないように心掛けたい。人に見せる必要はない。人に見せる必要はないが、人はどう思うのかは知りたいところである。点数の結果ではなく、どうしてそういう点数になるのか、評価理由の視点は参考になろう。これを互いに持ち寄って、議論するような場を持ちたいと思う。信頼できる仲間、その会社をどう見るのかについて議論風発してみると、互いに切磋琢磨できる。気の合う投資仲間、会合の機会を作ってみるのも面白いと思う。

・良い会社を見抜き投資判断に生かすために、投資家はさまざまな情報を材料として利用する。その場合、会社からの情報やマーケットからの情報を鵜呑みにせず、必ず自分でよく咀嚼し、納得できることは大いに参考にすればよい。ピンとこないこと、腹に入らないことは誰かによく聞いてみる必要があり、それでも納得できない時は様子を見るべきであろう。マーケットには情報を発信する多様な専門家がいますが、それぞれどのような立場で情報を分析し、発信しているかは知っておいた方がよい。少し長く見ていくと分かってくる。

・会社が発信する情報は株式投資にとって決定的に重要である、しかし、その情報をそのまま信じることはできない。会社の情報を分析して独自の考えを述べるアナリストやファンドマネージャーの意見を聞いてみることも参考になる。しかし、そういうアナリストの

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

意見が十分手に入らない場合もある。したがって、自ら社長の話を聞いて、投資判断の力量を養っていくことが最も重要である。ただ、1つ注意すべきことは、この会社の評価と、株価の割高・割安は全く別の話である、ということである。割高・割安の判断方法についてはいずれ触れていきたい。

5. 株価評価の指標に示唆～PBR、ROE、PER、DY

Belletk

株価評価の指標に示唆 ～ PBR、ROE、PER、DY

- ・PBR …… 1倍割れとすれば、どうして
(株価純資産倍率)
- ・ROE …… 8%より低いとすれば、どうして、&どうする
(自己資本利益率)
- ・PER …… 低いとすればどうして、高いとすればどうして
(株価収益率)
- ・DY …… 低いとすればどうして、&どうする
(配当利回り)

Belle Investment Research of Japan Inc.
All rights reserved

会社経営の視点で解釈

・会社側のプレゼンテーションにおいて、株価そのものに言及する必要はないが、社長が自社の株価についてどんな印象を持っているかは、どんな投資家も知りたい。株価は長期的には会社の業績のトレンドを反映するとは分っていても、目先の株価の水準や動きになると、ふいに落ちないことも多いと思う。そこで、株価評価の指標（PBR、ROE、PER、DY）については、経営の視点から何らかの示唆はほしい。つまり、会社としては今後こういう方向で経営を展開して、期待に答えていくという方針を知りたい。

- ① PBR（株価純資産倍率）が1を割っているとすれば、将来この会社の業績は伸びるどころか赤字になってしまうのではないかと心配している可能性があるため、その点についてコメントがほしい。
- ② ROE（自己資本利益率）が8%より低いとすれば、投資家が期待する要求収益率（資本コスト）を下回っている可能性がある。投資家はその会社に投資するということは、会

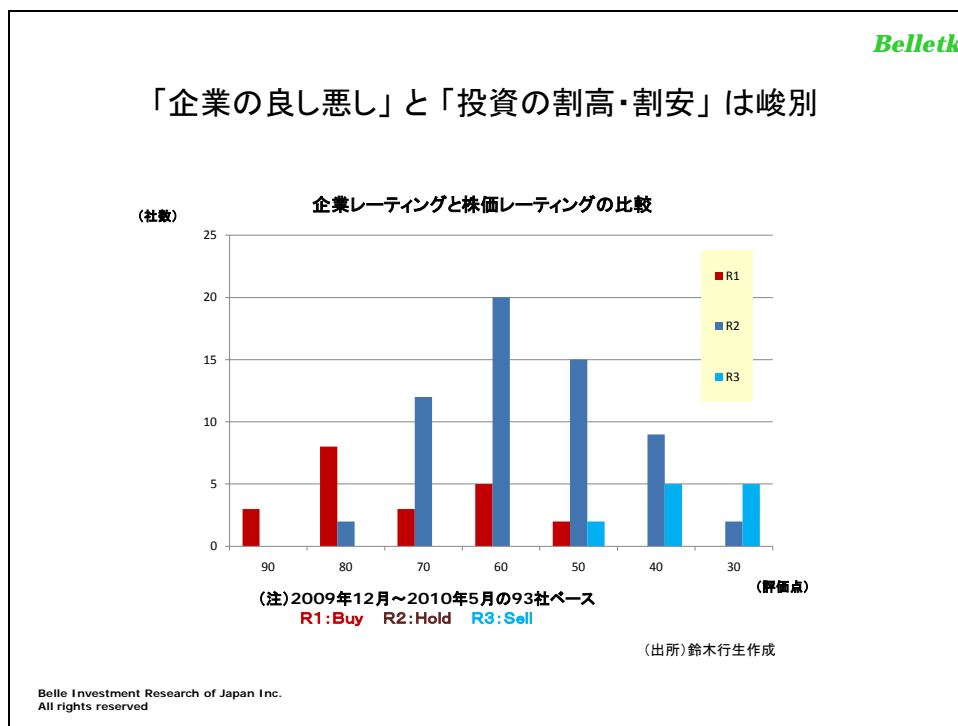
本レポートは、独自の視点から書いており、基本的に会社側の立場に立つものではない。本レポートは、投資家の当該企業に対する理解促進をサポートすることを目的としており、投資の推奨、勧誘、助言を与えるものではない。内容については、担当アナリストが全責任を持つが、投資家の投資判断については一切関知しない。本レポートは上記作成者の見解を述べたもので、許可無く使用してはならない。

社に8%以上儲けてほしいのであり、そうすれば株価が上昇して自分も長期的に年率8%程度儲かる可能性があるからである。どのように ROE を上げていくのかについて知りたい。

- ③ PER（株価収益率）が5倍より低いとか、40倍より高いとすれば、それはどうしてか。今の利益はたまたま出ただけで持続性がないのか、将来大幅な利益がでると期待されているがそれは過大なのか、期待に応えるべく努力していくのか、などについてコメントしてほしい。
- ④ DY（配当利回り）が2%より低いとすれば、それはどうしてなのか。配当政策については通常コメントすると思うが、配当利回りについても気にしてほしい。配当利回りで安定的に5%程度を出せるかどうか也十分検討してほしい。

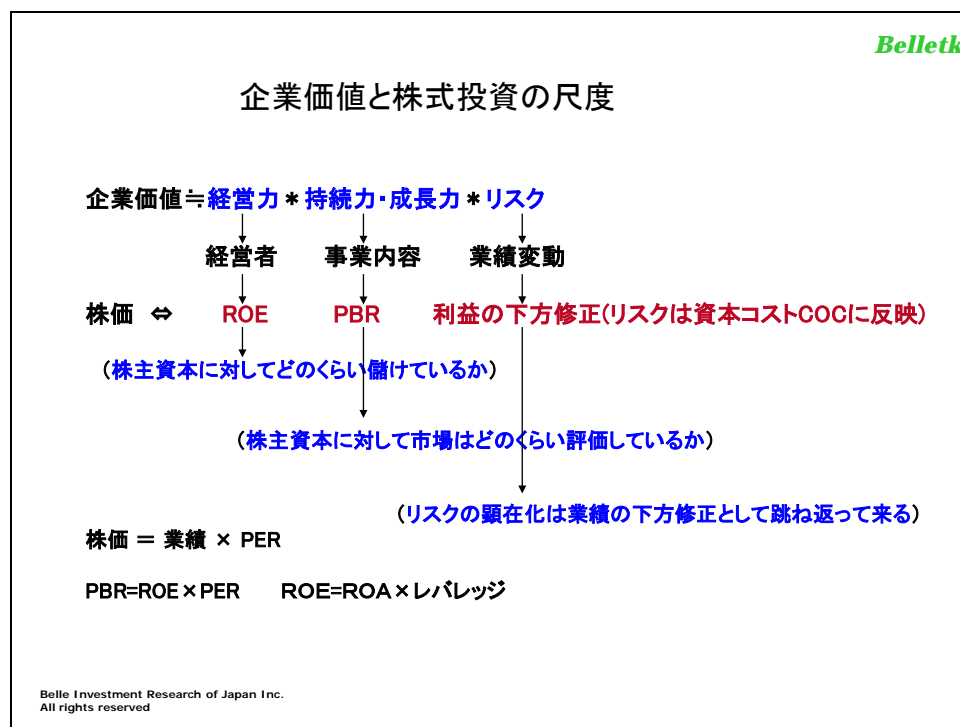
会社を良し悪しと株価の割高・割安は別

・投資を考える時、企業の善し悪しと株価の割高・割安は混同しがちなので、分けて考える必要がある。良い会社の株価を買っておけば儲かるわけではないし、今一つ良くない会社の株価でも大いに儲かることがある。割高・割安と企業の良し悪しは関係あるが、そのまま比例的に（リニアに）連動しているわけではない。ただ、良い会社の株式は買いの投資対象になり易いし、よくない会社の株式は買いたくない。ヘッジファンド的にいえば、売りの対象にしたい。



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

・企業価値を経営力、持続力、成長力、リスクという3点から評価する場合、それは株価指標にどのように跳ね返ってくるのか。一つの見方として、経営者の経営力はROEに現れ、事業の持続力、成長力はPBRに表われる。リスクは多面的であるが、最後は業績の大幅下方修正として表面化してくる。こうした点も踏まえて自社の企業価値創造の仕組みを作り、それについてプレゼンテーションをしてほしい。



6. Q&A を行う～答えに対する満足度は高い

マネジメントの人格がにじみ出る

・IRの場面ではいかにQ&Aを行うかが重要である。とかく目一杯説明に時間を使ってしまう、質問の時間がなくなってしまうことも少なくない。また、社長のことを慮って、直接的なQ&Aを避けるということもある。うまく質問に答えられなかったら困ると周りが考えてしまうからである。あるいは、事前に質問を用意して、それに答えるというやり方をとるところもある。自由に答えると、フェアディスクロージャーに反しかねないので、答え方には自ずと一定の制約がかかるということもある。しかし、社長に答えられないことはない。

・機関投資家とのミーティングで、Q&Aを設けるのは当たり前であるが、大人数の場合逆に

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。

質問が出ないことがある。その会社に本当に興味のある機関投資家やアナリストは必ず質問するが、そういう人が参加していない場合は質問が出ないこともある。あるいは、本当に大事な質問は人に聞かれないので、人前では聞かないというファンドマネージャーもいる。

Belletk

Q&Aを行う ~ 答えに対する満足度は高い

- ・いえない、わからないと言わない
- ・率直に答え、いなさない
- ・大きく方向性を答える

Belle Investment Research of Japan Inc.
All rights reserved

・個人投資家の場合は、的外れな質問もありうるが、その主旨を汲み取って適切に答えればよい。なかには、とても詳しい専門家がいて、特殊な質問をする場合もある。その時は、その質問の意味をみんなに分るようにまず解説して、その上で専門的かつ易しく答えるという工夫も求められる。

・大切なことは率直に答えるという姿勢で、決して「いなさない」ことである。答えが逃げたと思われると、悪い印象しか残らない。答えにくいことにも言えない、分らないとは言わずに大きな方向性を持って、意見を述べるとよい。

・こうした Q&A を通して、トップマネジメントの人柄が滲み出てくる。そうすると、その経営者のリーダーシップやマネジメント能力が何となく感じられるようになる。いざという時、頼りになる経営者かどうか分ってくるので、その会社に対する信頼の程度も Q&A の対応で高まったり、低下したりする。

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。

Q&A が情報を作る

・質問への答えが情報を作るという点に留意したい。情報は不確実性を減少させるが、本人がその情報に意味があると思わなければ、それはノイズ（雑音）にすぎない。自分が知りたいと思って手に入れたデータや情報が、本当に役に立つ情報（ナレッジ情報）になるのである。コミュニケーションの基本は相対の会話であるから、Q&A は最も大事な情報伝達の手段となるのである。

Belletk

情報は自ら作る

1. 情報とは何か
 - ・不確実性を減少させる
 - ・理解を進める
 - ・さもなければ、それはノイズ(雑音)
2. 人によって異なる
 - ・ある人にとっては情報でも、別の人にとってはノイズ
 - ・あるコンテキスト(文脈)では情報であっても、別の流れではノイズ
3. 質問への答えが情報を作る
 - ・データはいろいろ存在
 - ・自らが知りたいと思って手に入れたデータが意味を持つ時、それは情報になる
 - ・それが定着すると知識(ナレッジ)になる
4. 情報はトップダウンから、ボトムアップへ
 - ・出来合いのものが上から与えられるわけではない
 - ・デジタル化で、自分が望むものがすぐ手に入れられるようになっていく
 - ・つまり、情報は自分で作っていく
 - ・ユーザー(投資家)が作る世界になっていく

(出所)William Lutz (Rutgers大学名誉教授)、WICIシンポジウム2009、
基調講演「コミュニケーションが開く世界」、日経ホール、2009年11月20日、より筆者作成

Belle Investment Research of Japan Inc.
All rights reserved

危機への対応力にみるリーダーシップとマネジメントの能力

・世の中、起きそうにないことが起きる。今回もそうであった。大きな地震はいつかくる、地震が起きれば津波がくる、その時に備えて対応を考え準備しておく、ということは誰もが知っていた。しかし、このような惨事になるとは思わなかったのである。「内閣も東電も何をしているのか!」、と憤りを感じている人が多いと思う。政府も東電も、今は救済に全力投入して、効果を上げるように一刻を急いであらゆる手を打っている。地震がこれほど大きく、それが巨大な津波をもたらすとは想像もできなかった。まして、原子力発電の放射能を守る冷却の仕組みがいとも簡単に破られてしまうとは、「ありえない」と感じる。

・想像を超える事象が起きた時、リーダーはどうふるまうのか。今回のような平時ではない異常な局面(変事)では、通常の組織運営が通用しない。リーダーには必要な時に登場し

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

てほしいが、なかなか思うようにはいかない。前例がない時の対応には、本物のリーダーシップ（指導力）が求められる。国も企業も今まさに変革が望まれている。一瞬一瞬の的確な判断が、次の事態に大きく作用する。今回のような危機の局面で先験的な判断ができるかどうかは、普段からそのような意思決定を実践してきたかどうかにかかっている。

・我々が投資判断を行う時、普通 3 つくらいの選択肢やシナリオを考える。①まあまあうまく行けば、こうなるだろう（標準ケース）、②もしうまくいかないと、こうなるかもしれない（悲観ケース）、③予想以上にうまく行くと、こんなことも期待できる（楽観ケース）、といった具合である。しかし、一応考えたはずなのに、すぐに予想外のことが起きる、という経験は誰もが持っている。

変事・変革の時のリーダーシップとマネジメントをみる **Belletk**

<p>◆リーダーはどこが違うか</p> <p>*リーダーはパラダイムを塗り替える</p> <ul style="list-style-type: none">・リーダーは創造と変革を担う・フォロアーには見えないものを見て、大きな絵を描き、行動を起こす・不安と不確実の中、リスクをとって前へ進む。・リーダーの資質は意志力、基軸力（ぶれないこと）、構想力、実現力・リーダーは人々の価値感や感情に訴え、共感を得て、ネットワークを広げていく <p>*リーダーは生まれつきではない</p> <ul style="list-style-type: none">・リーダーを目指してリーダーになった人はいない・リーダーは結果としてなるもの・リーダーは人々の内在的な意欲に基づく自発的行動を誘発	<p>◆リーダーシップとマネジメントの違い</p> <p>*ヒエラルキーの中では、リーダーシップではなく、マネジメントが機能</p> <ul style="list-style-type: none">・マネジャーは地位に基づく権威・権限で働きかける・マネジメントは上位の人が下位の人を権限で統率し、組織を統制・マネジャーは船とムチを使って人々の行動をコントロール <p>*社長（すなわち）リーダーではない、社長にもマネジャー型とリーダー型がいる</p> <ul style="list-style-type: none">・マネジャーは漸新的に変えていく・マネジメントは組織の安定性や持続性を維持するのに機能・驚きのいらぬマネジャー、「経営に驚きはいらぬ」が典型的なマネジメント・マネジメントに、陣頭指揮、率先垂範はいらない
--	---

（出所）野田智義、金井壽宏、「リーダーシップの旅」、光文社、2007年、より筆者作成

Belle Investment Research of Japan Inc.
All rights reserved

・注意すべきは、予想もしないことが起きた時に、それは本当に想定外だったのかと疑ってみる必要がある。事前に十分検討できていなかったとすれば、それはやはり手落ちである。かつてある経営者（孫正義氏）は、1000 くらいのケースを考え抜くと言っていた。そんなことができるのかとも思ったが、その経営者にとっては、想定外のことは明らかに減っているのだろう。

・津波が来た時、原子力発電の燃料を冷やす仕組みがすべてやられることはあるのか、も

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。

しやられたらどう対応するのか、その手立てが必要であった。状況対応型の意思決定では本当のリーダーシップは鍛えられない。IRの場で経営者の話を聞いた時に、マネジメントの能力とともにリーダーシップの力も嗅ぎ分けたいと思う。

7. きっかけを作る～IRの頻度を上げる

頻度を上げ多様化を進める

・IRをどのように行うか。ある機械メーカーの営業部長が別の会社に移って管理担当となりIRの責任者となった。彼から相談を受けた時に、営業と同じようにやるのがベストではないかと答えた。営業は徹底的に顧客を追いかけていく。ニーズをつかみ、それに応えることを通して、自社のサービスや商品を買ってもらう。IRは投資家に対して、その会社の企業価値創造の仕組みを理解してもらうべく、投資家の知りたいことに応えていく活動である。その頻度を上げ、多様な機会に地道にアピールしていく必要がある

Belletk

きっかけを作る ～ IRの頻度を上げる

- ・IRは営業と同じ
- ・3軸から4軸へ
- ・投資家は絶えずマーケットを知りたい

Belle Investment Research of Japan Inc.
All rights reserved

企業評価にESGを加える

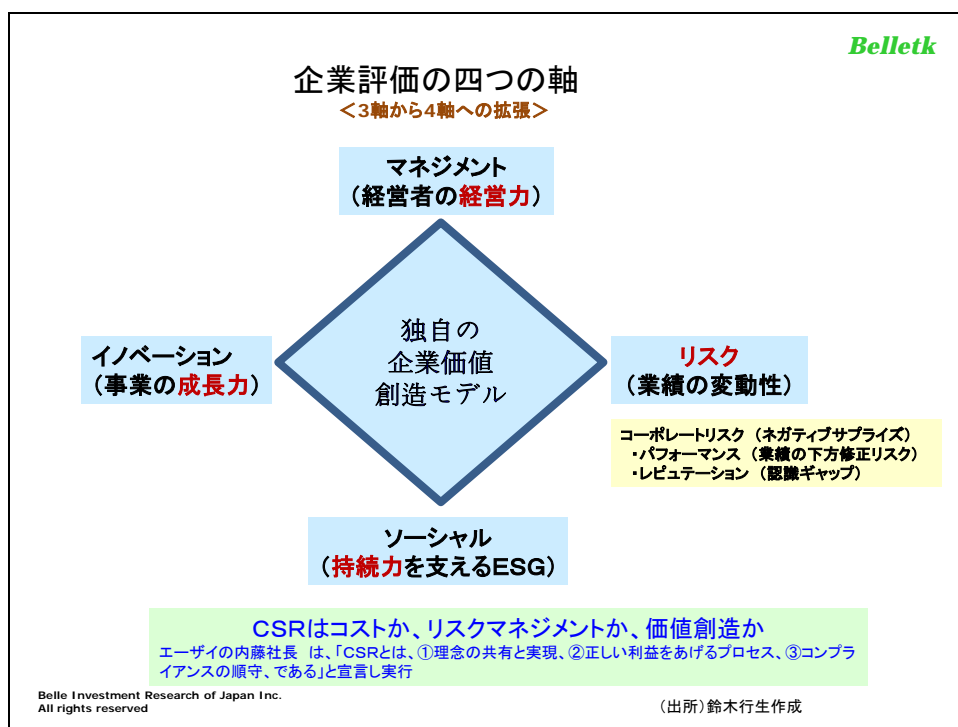
・企業の評価に当たっては、さまざまな視点があるが、投資家から見ると、経営者の経営力、事業の成長力や持続力、業績が下方に落ち込むリスクが気になるところである。もう少し大きく言えば、その会社が相手にする市場はどこか、それに対して、その会社はどん

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。

な革新性を持って勝負を仕掛けるのか、そのビジネスは社会的にどのような位置付けがなされるのかという、①市場性、②革新性、③社会性、が重視される。

・社会性とは、その企業が提供するビジネスが社会になくてはならないものとして、広く皆に認知され、賛同を得られるかどうか、という視点である。そのために、企業の社会的責任（CSR）を、ESG（環境への配慮、人権などの社会的配慮、社外の目が入った統治への配慮）として、具体的にしっかり活動しているか、が問われる。

・ESGの1つであるガバナンス（コーポレート・ガバナンス、企業統治）では、株主が議決権行使を通して、会社の意思決定の仕組みと内容の健全性をチェックしている。1) 株主総会の議案に対して、賛成・反対の比率はどの程度であったかを開示する。多数決で賛成と決議されても、反対の比率が一定程度あるということは、そういう株主の意見を尊重する必要が出てくる。2) 役員報酬が開示されるようになってきたが、報酬は会社の業績と連動する仕組みを持っている必要があり、それを説明してほしい、3) 取締役のうち会社から独立した社外取締役（独立社外取締役）を複数置いて、外部の目を通して、少数株主の利益や他のステークホルダーとのバランスを図っていく、という効果が期待される。



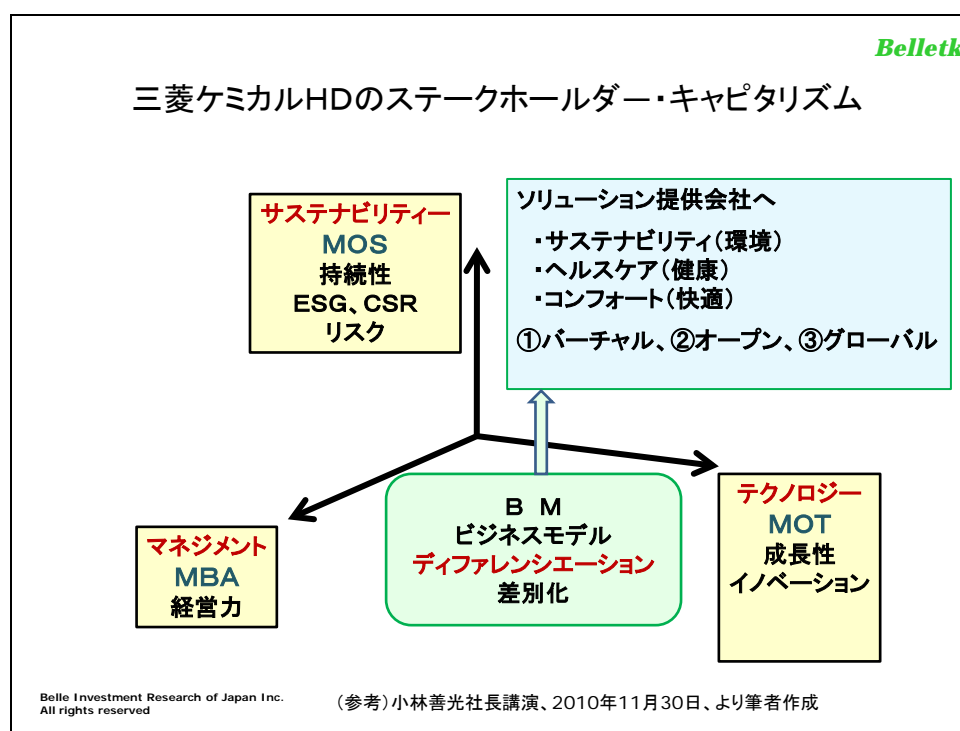
・ここでは経営力、成長力、業績の変動リスクに、社会性というもう1軸を加えてみる。

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。

CSR（企業の社会的責任）や ESG（環境、人権、企業統治）といった要素を企業の持続性（サステナビリティ）には欠くことができないものとして、明確に 1 つの軸として加える。そうすると、下図にあるように、今までの 3 つの軸が、①マネジメント、②イノベーション、③リスク、④ソーシャル、と 4 つの軸に再構成できる。

・何を伝えるかという点では、前に述べた 3 つの軸に対して、是非もう 1 つの軸を加えてほしい。

- ① マネジメント（経営者の経営力）
 - ② イノベーション（事業の成長力）
 - ③ リスク（業績の変動性）
 - ④ ソーシャル（企業の持続力を支える ESG）
- の 4 つである。



・ただ、その時の条件は ESG や CSR が会社の企業価値向上のための戦略として、きちんと組み込まれていることである。そうでなければ投資家は CSR や ESG を重視しない。社長が重視しないものに投資家は関心を持たない。また、社長が重視していても、それが伝わらないということも多々あるので、そこは繰り返しコミュニケーションして、訴えていくしかない。三菱ケミカルホールディングスの小林社長は ESG, CSR をサステナビリティ戦略

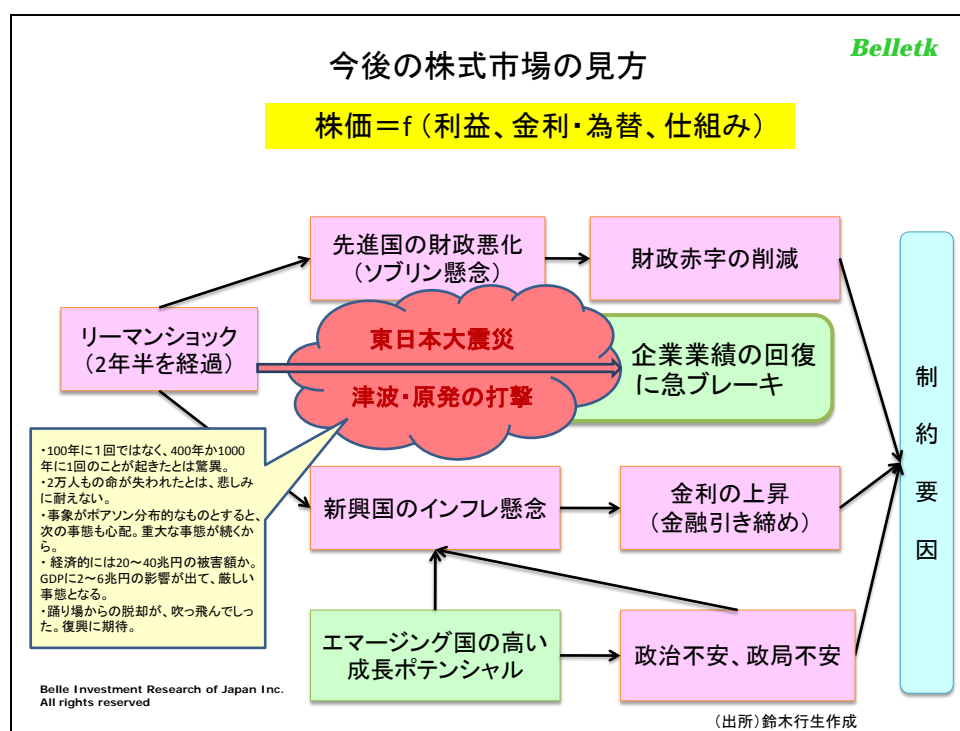
本レポートは、独自の視点から書いており、基本的に会社側の立場に立つものではない。本レポートは、投資家の当該企業に対する理解促進をサポートすることを目的としており、投資の推奨、勧誘、助言を与えるものではない。内容については、担当アナリストが全責任を持つが、投資家の投資判断については一切関知しない。本レポートは上記作成者の見解を述べたもので、許可無く使用してはならない。

(Management of Sustainability) として明確に位置付けた。高く評価できよう。

・個々の企業が IR 活動において、このソーシャルをどこまでアピールできるか。つまり、企業価値創造の活動として、トップマネジメントがソーシャルについて十分説明できるか、それを聴いた投資家が企業評価の重要要素として受け止めていけるかどうかは、これからの課題である。

投資家は常にマーケットを解釈したい

・個人投資家は個別企業の情報とともに、あるいはそれ以上に、マーケット全体の動きに関心がる。ストラテジストやエコノミストの話聞いて、マーケットの今後の方向を理解しておきたいと思うのである。専門とする金融サービス機関とタイアップすることも顧客の関心を集め、満足度を高めることになるので上手く工夫する必要がある。



おわりに

IR 戦略を構築し実践する

・個人投資家向け IR は効果がなかなか見えないという。効果が見えないと戦略が立てられず、次第に力が抜けていく。人材も十分に配置されず、予算も削られて行く。最大の問題

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。

は、しっかりした IR をやるに値する経営の中身があるか、アピールしたいコンテンツが十分備わっているかどうかは何よりも問われる。不十分であるとすれば、それを練り直す必要がある。

・コンテンツがそれなりに準備できていれば、次は投資家といかにコミュニケーションしていくかである。これは意外に手間がかかる。社長の仕事ではあるが、時間配分には自ずと制約がある。専任のスタッフを置くのは当然であるが、会社の中身がよくわかるような行動を許され、社内の協力が得られなければ、対外的に通用する IR 担当者にはなりきれない。キャリアパスとして重要なポジションである。人材と予算を見直して、IR 戦略が効果を上げれば、時価総額の向上から見た効果は抜群なはずである。

IR (インディペンデント・リサーチ) アナリストレポートは企業と投資家をつなぐ

・企業は通常自らの会社について多くの情報を持っている。企業における IR (インベスターズ・リレーションズ) は情報優位者である。これに対して、企業の発信する情報を受け止め、投資家が知りたい情報を企業に要求し、それらを加工して、将来の予想に役立てるのがアナリストの役割である。このインベスターサイドに立つアナリストが情報優位者になれば、投資家の信頼も高まろう。

・しかし、現実にビジネスの場面では、こうした双方向のやりとりは限られている。大手の機関投資家であっても求める企業のカバレッジは限られるからである。機関投資家がいなくても、さまざまな企業を見る個人投資家がいるのではないか、という考え方もあるが、それは建前であって現実には不十分である。上場会社は 3600 社以上あるので、時価総額の小さい会社には十分目が届かない。大半の企業の IR 情報は、企業の努力にもかかわらず、市場には必ずしも十分届いていないといってもよい。

・企業が発信した情報に対して、それは本当か、なぜそうなのか、と問うことによって良い緊張関係を生むアナリストの役割は重要である。しかし、それを担うアナリストは少ない。ここを補完するアナリストが求められる所以である。私は、その役割を担うアナリストを、IR アナリスト (インディペンデント・リサーチ・アナリスト) と呼んでいる。企業の IR との架け橋になるという意味も込めて、私自身 IR アナリストとして日々活動している。


・IR アナリストレポートは、会社側の立場に立つものではない。企業をよく理解して、投資に役立てようという人のためにレポートを書いている。1 人のレポートでは不十分である。1 社について、3 人のアナリストからレポートが出てくると、本当に役立つことになるであ

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。

ろう。1人でも多くのアナリストが、IRアナリストとして参加してくることを期待している。

(注) 本レポートは、2011年8月25日、日経IRフェアでの企業向け特別セミナー「個人投資家向け good IR の条件」でプレゼンした内容を加筆訂正し、レポート化したものである。

Belletk



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)
1950年生まれ。福島県会津若松出身。東京理科大学大学院修了。
75年野村総合研究所入社、企業アナリストを経て取締役企業調査部長、野村証券取締役金融研究所長、野村アセットマネジメント常務執行役員、野村ホールディングス取締役、日本証券アナリスト協会会長などを歴任。
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(ベルトーケン)を設立。
現在、公益社団法人日本証券アナリスト協会顧問、有限責任監査法人トーマツ顧問、東京理科大学評議員。
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 ホームページ www.belletk.com フェースブック www.facebook.com/ysuzuki62396

Belle Investment Research of Japan Inc.
All rights reserved

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