

ベル投資環境レポート

アクティブ投資に向けた成長戦略を問う ～AIをリードするイノベーションの実践～

2026年6月23日

鈴木行生

目次

1. 企業価値向上への投資とは

- 地政学リスクを乗り切るには～アクティブ投資の出番はいかに
- 主観的か、客観的か～ショックをチャンスにできるか
- 監査からみた企業価値向上～アシュアランスの価値
- これからの働き方～5つの軸で行動変容を
- なぜ投資できないのか～コーポレートガバナンスに対する目利き力を
- どんなパフォーマンスを狙うのか～パッシブかアクティブか
- IRの役割を高めるには～AIアナリストレポートも登場か

2. イノベーションをリードするには

- グロースを目指して～筋のよさを見抜くには
- 洞察力のあるリーダーはいかに～価値の再定義への直観力
- リーダーシップの変質～後継者選択への躓き
- 長生きしたくなるイノベーションとは～人材を活性化させる仕組み
- バスロケのAI活用はどこまで～公共交通のオープンデータ利用
- ヘルスケアへの投資～長寿を全うするイノベーション
- ゴジラとキティ～AIに負けないIPコンテンツ作り

1. 企業価値向上への投資とは

地政学リスクを乗り切るには～アクティブ投資の出番はいかに

・いかに折り合いをつけるか。話し合いによって、利害調整ができればよいが、そうはいかない。国際ルールは、その時の課題に折り合いをつけるために、大国がリードして作ったもの

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。

のである。

- ・大国の正義をもとに公正なルールとなっているが、当然大国に有利なものとなる。遅れてきた新興国にとっては、不利なことも多いが、受け入れざるを得ない。ゲームのルールに乗らなければ、そのマーケットに参入できない。

- ・環境が変化して、せっかく作った秩序が乱れてくる。ルールが現実合わなくなってくる。特定国が著しく不利になってくる。競争力の変化を受け入れられなくなると、まずルールの変更を図ろうとする。

- ・それには時間と手間がかかる。それが嫌となると、新ルールを出して、古いルールを上書きしようとする。当然、これまでのルールとの間に摩擦が起きる。それが外交で何ともならない時、紛争に発展する。

- ・必ず裏がある。政治的利権、経済的利権のせめぎあいとなる。紛争の最後の解決手段は力に訴えることである。大義名分を掲げながら、戦争に持ち込む。仕掛ける国と、仕掛けられる国、当然勝つもりであり、勝ち方がある。しかし、多くの場合、思い通りにいかない。社会的、経済的な被害が戦争による利得を相殺してくる。事態は次の局面に進む。

- ・今のところ核抑止が圧倒的に有利である。核があれば、戦争はしかけられないという不文律が機能している。大国に対抗し、自立するには核を持つしかない。北朝鮮やイランは、その方向に動いた。イスラエルと米国は、イランの核保有を絶対に許さないとして、先制攻撃に出た。

- ・国際ルールなど問題外である。先制攻撃でどこまで徹底的に叩けるか。自国に犠牲が少ない勝利を短期で手に入れる。そのために最先端の武器システムを使って、作戦を遂行する。戦争のカタチを大きく変えている。

- ・所詮は力である。戦い方は力の使い方である。それでも、大国が勝てるとは限らない。民族、宗教が絡んでくると、負けていても降参しないので、犠牲は増え、消耗戦となってくる。これがえん戦気分を助長してくると、勝者と敗者があいまいになってくる。

- ・死者が1万人か、10万人か、100万人かによって、事態の深刻さが決まってくる。戦闘が1ヶ月か、1年か、10年かによっても局面は変わってくる。10年戦争ほどの国も耐えられない。

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。

・戦争は強国の入れ替え戦である。世界の核保有国は9カ国、NPT（核不拡散条約）で認められた国（米、ロシア、英、仏、中国）と、それ以外のインド、パキスタン、イスラエル、北朝鮮である。また、ベルギー、独、伊、オランダ、トルコ、ベラルーシには大国の核が配備されている。日本は、核の配備はないが、米国によって守られている。

・強国の入れ替え戦で、これからも核は抑止だけであって、実際に使わないのか。状況次第では怪しい。先進的な防衛力の強化は必須である。核の保有、非保有というレベルだけで、安全保障は論じられない。もっと緻密な戦略、実効的な戦術を備える必要があろう。

・軍需関連産業は、これから大きく伸びよう。同時に、軍需関連企業の拠点は攻めの対象となることも覚悟しておく必要があろう。自らの企業、拠点をどのように守るのか。その防衛システムの確立も求められる。

・地政学的リスクを心配すると、危なくて投資などできない、常にリスクオフしかない、と思うかもしれない。だが、そんなことはない。国ごとの経済力、軍事力、文化力に絶えず不均衡は生じる。それに折り合いをつけながら、生きていく。

・米国は、覇権をいかに維持するか。中国は国内の構造問題を克服できるか。ロシアはウクライナでの消耗戦を終わらせるか。イランは体制の崩壊に至るのか。いずれも容易ではないが、経済システムが大混乱に陥るほどではない。

・トランプの攻めは続く。ベネズエラ、イラン、グリーンランドなど、いずれも中国への対抗力を含めている。一方で、マーケットも大事にしているので、不安定化は常に避けようとする。

・日本はどうか。30年来の低迷を脱して、活性化している。少子高齢化で人手不足、成長の制約要因が課題であることは分かっている。どのような手を打てばよいか。企業の余剰資金、株式市場の資金調達機能を活かして、投資を遂行することである。政府は呼び水としての成長投資に力を入れることを明言している。

・CGC（コーポレート・ガバナンス・コード）は企業を活性化させ、SSC（スチュワードシップ・コード）は運用業界を活性化させている。株式持ち合いの減少でガバナンス構造が変わっている。企業のやる気は高まらざるをえない。投資がうまくいけば、ROEを高めることができる。当然、成長期待としてのPERも上がってこよう。

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。

・インフレの時代に企業はどのような経営を行うのか。コストカットではなく付加価値の向上を図ることが第一義的となろう。若い後継者へのバトンタッチが急がれる。人材はいるので、新陳代謝が求められる。

・東証の改革は、目を見張るものがある。日本取引所グループの山道 CEO の手腕は成果を上げている。2035 年に向けて、次の 10 年の道筋を作ろうとしている。成長のための投資、それを遂行する企業にフォーカス、企業価値の向上に投資して、投資家のリターンもますます実感できるようになろう。

・大手運用会社の CIO は、企業間格差が広がる中で、変革企業が続出してくることを期待している。よって、アクティブ投資のパフォーマンスがパッシブのそれを上回るような、プロのファンドマネージャーの時代になると注目している。これはおもしろい。

・中長期に価値向上を図る企業が見出し易くなるとは頼もしい。地政学リスクを乗り切って、成長する企業に大いに投資したい。

主観的か、客観的か〜ショックをチャンスにできるか

・できるだけ客観的にものごとをみたい、と誰もが思う。一方で、自分なりの見方を強調すると、それは主観的すぎるのではないか、と言われかねない。

・十分な知識がないと、判断材料をうまく組み立てられない。定性的な材料だけでは思い込みが強くなる。やはり客観的なデータが大事である。しっかりしたデータがあればよいが、十分なデータが集まらない場合も多い。

・自分は素人なので、専門家の意見を知りたいと思う。しかし、専門家もいろいろいて、誰を本当に信頼してよいのか、すぐには分からない。専門家といっても得意、不得意分野があり、思想的に右から左までいる。うっかりすると、自分にとって何となく都合のよい専門家に頼ってしまい、バイアス（偏り）が大きくなることもある。

・行動経済学の大竹先生（大阪大学）の話は興味深い。人は疲れると判断力は落ちて、難しい判断はしたくなくなるという。暑さや寒さでも判断力は鈍る。直感に頼ると、これが間違いのもとになる。何かと比較したくなるが、比較する対象によって、それがバイアスを生むこともある。確かにありそうだ。

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

・若いときに行動科学を学んだ。人は合理的 (rational) であろうとするが、必ずしも合理的ではない。合理的であることを求めているが、ついバイアスに流される。合理的であるには、1) 最適性、2) 一貫性、3) 開放性、を追求する必要がある。

・都合のよい部分最適ではなく、広く全体を見て、何がよいことかを判断する必要がある。その場しのぎの判断によって、辻褄が合わなくなるようでは、的確ではない。物事を論理的に一貫した筋道で詰めていく必要がある。

・情報や考え方を閉じ込めて、狭い範囲で決めつけるのではなく、いつも心を開いて新しい思考に目を見開いていく。このような開かれた姿勢が求められる。

・でも、現実はなかなかついてこない。どこに参照点 (レファレンス、参考にする基準点) をおくかによって、判断が変わってしまう。迷う時には、取り敢えず現状のままにとどまってしまう。あるいは変化した方がよいかもかもしれないと、うっかり別の判断を選んでしまう。どちらもありそうである。意外に、占いに頼ったりもする。

・昨年4月のトランプ関税ショックの時に、どのような行動をとればよかったのか。時間分散、地域分散をして、毎月投資型の投信商品を選んでいる人にとっては、不安があっても投資行動に変化はなかったであろう。これは正解であった。

・とんでもないショックが来た。相場の局面は大きく変わると判断して、ポートフォリオを組み替えた人は、その後、しまったと思ったかもしれない。それも1つの判断であるから、それはそれとして、次に進めばよいが、動かずにチャンスを逃がした人もいよう。

・逆に、ショックはチャンスである。下がったところは買いである、という過去の経験を参考に投資行動をとった人もいよう。この人にとっては、リスクをとったことがその後のリターンに結びついており、うまくいったと喜んでいよう。

・株式市場をみる時の3つの軸は、1) 業績、2) 金利、3) 地政学的リスクである。なだらかな変化は想定内であるが、年に1~2回、数年に1~2回、10年に1~2回あるような断層的な変化は想定外のことかもしれない。

・その時の投資態度が問われる。不安、不確実になった時に、①一旦リスクから逃げるか、②リスクをとりに行くか、③リスクを下げて待つか。こうしたことを想定しながら、投資判

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。

断の訓練をしていきたい。

・トランプのベネズエラ作戦やイランへの防御的先制攻撃は、どう考えればよいのか。日本の安全保障にはどのような影響があるのか。やはり頭の体操が必要であろう。覚悟は必要であるが、十分対応可能であるということになるだろうか。

・原子爆弾による日本の犠牲者は、1945年末で推定約21万人（広島14万人、長崎7万人）。その後も増え続け、2024年での犠牲者数（死没者名簿ベース）は54万人（広島34万人、長崎20万人）へ拡大した。原爆投下当時の人口（推定）は広島市約35万人、長崎市約27万人であった。

・米国による原爆投下が許されない理由は、1) 民間人の大量無差別殺傷、2) 長期的な放射線被害の苦しみ、3) 人類史上唯一の核兵器使用、4) 戦争終結に不必要な大量殺戮の実行、5) 新兵器の実験意図にある。

・現在の原爆保有国は9カ国、NPT(核兵器不拡散条約)で認められた5カ国（米、露、英、仏、中）、それ以外の4カ国（インド、パキスタン、イスラエル、北朝鮮）である。この他にもイランなど核を持ちたい国はあり、今回はイランがターゲットとなった

・さて、日本はどうか。①これまでの日米安保で十分である、②拡大抑止に踏み込む、③自ら核を持つ、という選択肢のうち、②へ踏み出すことが難しいとすれば、米国グループの一員として、存在感を確保していくしかない。やむを得ない辛さが続くであろう。

・投資行動は、できるだけ客観的にものごとを見ながら、最後は主観的に判断せざるをえない。しかし、判断は1回ではない。見直しは常に求められる。それを苦痛と思うのではなく、世の中の変化を見据えて、判断を楽しむ行動として受け入れたい。

・経験を積む中で、判断力は高まっていくはずである。パフォーマンスは判断の回数に依存する。合理的な判断ができるように、最適性、一貫性、開放性を追求し、磨きをかけたいものである

監査からみた企業価値向上～アシュアランスの価値

・政府の成長戦略として、17の重点分野があげられている。代表的なものとして、1) 量子コンピュータの国産化、2) 国産フィジカルAI、3) サイバー防衛、4) 宇宙開発、5) 次世代

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

エネルギー、6) 観光DX、7) 防災テック、8) スマート農業などがある。

・こうした成長戦略を遂行するに当たって、リスクマネジメントをいかに確保するか。その1つの重要な施策が、経済安全保障の実践である。昨年11月に公表された「経済安全保障経営ガイドライン」では、2つの軸が強調されている。

・1つは分散型の自律性の強化であり、もう1つは、なくてはならない存在としての不可欠性の強化である。地政学的リスクと経済はもはや分けられない。特定の地域への過度な依存を避ける自律性は十分確保しておく必要がある。自らの存在が世の中にとって不可欠であるような領域を拡大していく不可欠性も重要である。

・サプライチェーンが途絶するリスクを考慮し、製品やサービスのセキュリティを堅牢に保ち、自社の知財やコアテクノロジーの流出防止を図る必要がある。とりわけ、バックドア(裏口)から意図的に仕込まれて、不正侵入されてしまう「バックドア埋め込みリスク」には十分注意する必要がある。

・サプライチェーンを含めてなくてはならない存在になるには、イノベーションを創出して、それを活かした製品・サービスをしっかり守っていく必要がある。それが不可欠性を確保する取り組みである。

・今回のガイドラインでは、3つの原則を強調している。1) 自社のビジネスを正確に把握し、リスクを策定せよ。経営者はもちろん自社のビジネスが分かっている。しかし、将来は思うようにはいかない。自社のバリューチェーン上の脆弱性を特定した上で、想定外のショックも、シナリオとして描いておいてほしい。

・2) 経済安全保障への対応を単なるコストではなく、投資と捉える。リスクマネジメントへの対応は短期的な利益と対立しがちであるが、持続的価値創造を図るには、その仕組み作りは投資である。

・3) マルチステークホルダーとの対話は欠かせない。当然であろう。株主、金融機関、取引先、顧客、地域社会、政府行政との対話は、リスクマネジメントについて、わかってもらう上で欠かせない。その必要性については、本当に必要か。もっとやるべきではないかなど、立場によって意見が分かれるかもしれない。経営陣の熟慮断行が評価される場面となろう。

・監査法人のフォーラムに参加する機会があった。監査品質をいかに高めるか、地政学リスク
本レポートは、独自の視点から書いており、基本的に会社側の立場に立つものではない。本レポートは、投資家の当該企業に対する理解促進をサポートすることを目的としており、投資の推奨、勧誘、助言を与えるものではない。内容については、担当アナリストが全責任を持つが、投資家の投資判断については一切関知しない。本レポートは上記作成者の見解を述べたもので、許可無く使用してはならない。

クへの対応、AI や暗号資産などデジタルの活用について議論があった。

・投資家などステークホルダーは、監査法人の監査を信じている。通常そこに不正があるとは思わない。それでも上場会社において、粉飾は発生する。粉飾という意図的な不正でなくとも、会計処理における見解の相違は起こりうる。

・経営サイドは、財務的な数字を実態よりもよくみせたい、あるいはよくみえるのを抑えたいなど、さまざまな行動をとることがありうる。一方で、監査法人はフェアに判断しようとするが、場合によっては保守的になりかねない。あるいは逆に、会社サイドに寄り過ぎて実態をかくしてしまうことがあるかもしれない。

・その意味で、監査品質の向上と維持は必ず確保してほしい。さらに最近は、財務的な数値だけでなく、非財務的な情報についても監査法人の保証（アシュアランス）を付けるケースが増えている。

・開示情報の信頼度を高めるという点では、ステークホルダーにとってアシュアランスが付くことはありがたい。サステナビリティに関する情報について、アシュアランスが付くと確かに信頼度が高まる。

・ESG などのサステナブル情報について、環境関連のデータや情報、人材など人的資本に関するデータや情報について、開示の義務付けが増えているので、それに対するアシュアランスは望ましい。

・監査における AI の活用も急速に進もうとしている。データ及び定性的情報についても、まずは AI でアシストし、それらの分析結果や課題を最後は監査人が判断していく。そうすると監査の範囲も深さも強固なものとなってこよう。

・不正がしにくく、フェアさが増してくるならば、監査品質は高まってこよう。さらにスピードが上がり、生産性も高まるならば、ステークホルダーにとっての監査価値も高まろう。監査法人への報酬もこの監査価値をベースに形成されていくことが求められる。

・投資家にとってはどうか。企業の開示情報は過去の実績であり、あるいは、現時点での判断である。しかし、投資家が知りたいのは、将来の行方である。実績を踏まえて、将来を予測したい。これは経営者と同じスタンスである。

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。

・将来は予想しがたく、不確実であるとしても、何らかの蓋然性（確からしさ）は常に求められる。価値創造の仕組みであるビジネスモデルをどのようにブラッシュアップしていくのか。そのためのアセットをいかに磨いていくのか。

・地政学的リスクを取り込みながら、AI の活用もどんどん進む。企業は経営革新に大いに挑戦していく。そうでなければ、生き残れないであろう。

・挑戦すれば、失敗も起こりうる。それを逐次修正しながら、成長を求めていく。その狭間において、厳しい局面にもさらされよう。その時にもフェアなディスクロズを徹底してほしい。

・監査法人のアシュアランスは一定の岩盤である。それを踏まえて、投資家も勝負していく。自らのポートフォリオを形成して、企業の価値創造を自らの資産形成に結び付けたい。これが投資のバリューチェーンである。監査価値をしっかり認める企業に投資を継続したい。

これからの働き方～5つの軸で行動変容を

・どこで働きたいか。どこに住みたいか。人生なかなか思うようにはならない。自らの人生を振り返ると、一人ひとり誰にとってもドラマがある。そのストーリーを書けば1本の小説になろう。でも、人生は終わっていない。これからという若者も多い。もっと楽しくしたいと誰もが思う。

・人生に関するいくつかの軸を思い起こしてみよう。第1は、健康であろう。「生老病死」は避けられないが、できるだけ健康でいたい。自分の健康もあるが、家族の健康も大事である。何らかの課題を抱えながらも、健康でありたいと願う。どこで働くかによって、その条件が変わってくる。

・第2は、ワークライフバランスである。“働く、遊ぶ、暮らす”という場をどのように組み合わせしていくか。働くという点では、1) 働き甲斐と、2) 働き易さが問われる。仕事では、経済的な稼ぎが大事なので、おもしろくないことでも、少しキツイことでも、やり遂げることが求められる。日常の仕事には必ずそういう部分が入ってくる。

・それでも、何か打ち込めること、仕事以外の大事なことに時間もとれるようなフレキシビリティがないと、その仕事がいやになってしまう。その時は当然転職が候補になろう。ただ、転職してもうまくいくとは限らない。自らを戒め、努力して、リスクリングしていくこ

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。

とが重要である。

・第3は、経済的処遇である。収入面で、生活にゆとりがあればよいが、そういかない。人の3倍努力しても報われないことが多い。努力、才能、向き不向き、運・不運、時代の流れなど、さまざまな要素が働いてくる。

・自らの人的資本を活かして、フローとしての収入を得ることに加えて、ストックとしての資産を形成することも、ゆとりの度合いに大きく影響してこよう。

・第4は、時間である。「いのちとは時間である」ともいわれる。時間はありそうで意外にない。人によって、時間は同じではない。寿命は人によって異なるし、その寿命は事前には分からない。

・人生100年ともいわれるが、その時間をどのように使うか。有意義な時間をいかに作り出すか。追い込まれるような生活だけではなく、ゆとりを楽しむ時間も欲しい。成長期、壮年期、熟年期のそれぞれにおいて、時間の持つ意味が変わってくる。何歳まで生きるかという目標も大事であるが、今からどう生きるかという思いも大切になる。

・第5は、ダイバーシティである。男女、国籍、世代、地域など、人材は多様でありたい。この他にも、学歴、資格、職歴なども違いを生む。もっといえば、生活歴、冠婚葬祭歴、病歴なども体験の違いとなる。

・ジェンダーギャップは依然として大きい。無意識の差異から始まって、意図的な区別、悪質な差別まで、いろいろ起きている。3月の「ジェンダーギャップ会議」（日経主催）のセミナーを視聴していたら、女性起業家の8割にセクハラの実験があるという。

・誰がセクハラをしているのか。加害者がアンコンシャス（無意識）でも、被害者がコンシャス（意識している）なら、かなり危うい。まして、加害者に邪な心があって、それを行動に出していたとすれば、それはもう犯罪である。

・なぜ、セクハラが起きるのか。無知でないとすれば、自制心の欠如としかいいようがない。自制心はどのように働かせるのか。性悪説に立つとすれば、それが見つかった時、訴えられた時の報いが甘いからである。海外からみると、日本は罰則としての刑が軽すぎるという。制裁が経済的にも、社会的にも十分でない。

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。

・女性の能力をもっと活かす必要がある。男女の能力には違いがある。とすれば、それを理解した上で、活かす必要がある。違いがない領域については、実力主義を通すべきである。もし、なんらかのハンディがあるとすれば、ハンディキャップは意図して埋めていくことが求められる。

・女性の就業者は増えている。でも、管理職比率は低い。国会議員や研究者に占める女性の比率は海外に比べて低い。若者の意識は変化している。仕事と育児の両立について、意識の上では大きく高まっている。しかし、それを実践しているかという点、まだまだである。子どもの「共育で」は当然と思いつつ、まだ制約が大きい。

・筆者は40代から「仕事一番」をやめた。それまでは、昭和テイストの働きを実践してきたが、人生それではうまくいかないと感じた。でも、行動が伴わないことも多かった。今頃ワークライフバランスを実践している。もう老年期にあり、時すでに遅し、といえよう。

・人的資本を活かすために、働き方はどのように変えればよいのか。これまでの延長ではない、大胆な変革を成し遂げてほしいと思うが、容易ではない。

・組織は変化を嫌う。そこに慣れ親しんで、成功してきた人が上司にいと、変化の邪魔をする。こういう人にも納得してもらえるようなコミュニケーションを実践したい。それが無理ならば、一旦席を空けてもらうしかない。

・あるべき姿を描いて、それを実現するための方策（戦略）を立てる。それをホップ・ステップ・ジャンプと実践していく。成功体験の積み上げで、組織にいる人材の行動変容を見せしていく。体験を通して身に付けていく。どの企業、どの世代においても、新しい働き方が求められる。

・人材は、適材適所である。人事異動について話を聞いてみると、その会社の行動原理が分かってくる。どうやって聞き出すのか。アナリストには長年のノウハウがある。一言でいえば、昔話である。

・企業のいろいろな人に会って、昔の話を聞くと、その会社の動きをビビットに知ることができる。株価にインパクトするようなインサイダー情報ではない。昔どんな仕事をしたか。これからどんな仕事をしたいか。その連鎖が人材活用のバリューチェーンに結び付く。

・人を大事にしている会社、人を育てている会社、人材をきちんと評価できる会社、ジェン

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

ダーギャップを理解し、解消しようと実践している会社か。もし自分がその会社に入ったら、働き甲斐をと働き易さは感じられるか。こういう視点から、人的資本に優れた会社を見出したい。

なぜ投資できないのか～コーポレートガバナンスに対する目利き力を

・この10年のコーポレートガバナンス（CG）改革は、どのような成果を上げてきたのか。上場企業にとって否応なく迫られたCG改革は、形を整えるところから、実質を伴うところまで浸透してきたのであろうか。

・CGの先進企業は、CG改革で会社がよくなっているのか。逆に、よい会社であるから、CG改革が進んでいるのか。その因果関係についてはさらに踏み込んでみる必要がある。

・まずは、ROEの向上が要請された。資本効率を優先すると、短期的な手を打とうとする。コストを下げて利益率を高め、自己資本の適正化を優先する。そうすると、ROEは改善しつつ、現金がたまってきた。

・投資するよりも株主還元の方が効率よくみえてしまう。デフレ時代に社員への労働分配率は低めに抑えられた。賃金抑制はコストカットに結びつくからであった。

・しかし、ROEをもっと向上させるには、投資をして本業の成長力を高め、収益性を上げる必要がある。ポートフォリオを入れ替えよ、R&Dを強化せよ、人材投資を行え、となった。投資には、M&Aが手っ取り早い。よって、M&Aはどの企業にとっても当たり前の戦略となった。

・「選択と集中」よりも「両利きの経営」による一定の多角化が望ましいトレンドとなってきた。そうすると、経営者に求められる資質も違ってくる。新しい経営者を的確に選ぶ必要がある。取締役会の機能も、もう一段高める必要がある。経営者と社外取締役のバージョンアップが必須であると、日本取締役協会の富山会長は強調する。

・新しい指標が必要である。例えば、投下資本付加価値率はいかがであろうか。人的資本を重視するのであれば、人的資本に対するリターンも考慮すべきである。よって、企業が生み出した付加価値額が投下資本に対してどのくらいのリターンを生み出しているかを測る必要がある。ここでいう投下資本には人的資本も含めていく必要がある。

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。

・次にその付加価値をどのように配分していくか。これまでのキャッシュ（あるいはキャッシュ）アロケーションでは不十分である。人件費を費用として差し引きした後ではなく、人件費を賄う付加価値を明示的にとらえて、その配分を検討する。

・人件費控除前営業キャッシュフロー（粗付加価値額）から投資・財務キャッシュフローを引いて、例えば5年単位のネットキャッシュをみていく。ここで投資キャッシュフローには、人材資本としての人件費を含む。財務キャッシュフローには株主還元も入っている。

・ステークホルダーへの配分を付加価値の配分として、同時に最適解を求めていく。その場合の基本方針として、1) バリューチェーンからみた付加価値額をどのくらい稼ぐのか、2) 人材投資、設備投資、R&D投資、M&A投資はどのくらい実行するのか、3) その場合、株主還元の水準はどのように定めるか。ここを含めて、次世代のビジネスモデルを構築していくことが重要であろう。

・現在の企業価値創造のゲームのルールは、将来キャッシュフローの現在価値によって、株主価値が決まるというものであるが、これをもっと精緻化していく必要がある。現在の株式市場では、1) $PBR = ROE \times PER$ 、2) 株価 = $EPS \times PER$ 、3) 株式価値 = $EBITDA \times \text{倍率}$ 、という指標が常識となっているが、ここに投下資本付加価値率を持ち込むようにしたい。

・経団連の富田審議員会議長（JR 東日本元会長）はリソース配分、付加価値配分の見直しによる公平性の確保を強調している。CGにおいて、経営者はもっとエクスペインしてよいし、投資家は企業価値のあり方を見直す必要があると語る。

・早大の柳教授（元エーザイ CFO）は、非財務資本と企業価値をつなぐ柳モデルを開発して、その実証と実効性を広げている。 $PBR = f(ROE, ESG, ESG2, ESG3 \dots)$ として、非財務資本としてのESGがどのようにPBRに影響するかを重回帰分析で実証している。

・100社前後の企業で分析を進めており、11社が結果を開示している。それをみると、ESGの項目で正の相関が有意となっている。では、こうした相関関係が価値創造の因果にどのように結び付いているか。これを明らかにするには、さらなる分析が必要である。それがインパクト会計の導入であろう。

・自社のビジネスモデルが、いかに社会的インパクトを与えているか。その中で、自社の価値創造にどのくらい結び付いているか。そのメカニズムを追っていく。エーザイの統合報告書を見ると、これを先進的に実施している。

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。

・運用機関のガバナンスはどうか。三井住友トラストグループは、アジア最大級の運用資産 (AUM) を誇る。これまでの10年でAUMは2倍の140兆円になったが、次の10年でさらに2倍以上にすることを目指している。

・CGでは2017年に指名委員会等設置会社に移行し、高倉社長のもとで、ありたい姿に魂を入れている。政策保有株は持たないと決め、顧客へのフィデューシャリー (信託) が第一で、株主はその次であるという運営方針をとっている。

・次世代の経営陣をいかに育てていくか。マテリアリティとスキルマトリックスを取締役会で議論し、執行役の育成に力を入れている。リスク管理委員会や利益相反管理委員会では、地政学リスク、AIリスク、運用会社の議決権行使の公正性などもチェックしている。

・社外取締役は、顧客の視点、投資家の視点で議論をしてくる。執行サイドは社内の論理でとかく物事をみようとす。そこに社外や有識者の視点を入れて、ガバナンスを効かせていく。

・投資家も多様である。1) 長期アクティブ投資家はアドバイスが参考になり、2) インデックス投資家は議決権を通して意見を述べる、3) 個人投資家はNISAなどで長く付き合うようにしたい、4) 短期の投資家は資本の使い方に物申してくる。これらに対して、経営陣は選択的に時間を使って対話を進めている。

・では、ESGへの評価は今後どうなるのか。投資の世界では、ESGへの揺り戻しも見られる。CO2の削減、DE&Iの推進等について異論、見直しが起きている。EUの理念先行、米国のプラグマティズム、途上国からの不満に対して、日本はどうするのか。

・ESGは、国連が定めたSDGSに対する企業の評価基準である。サステナブルな経営を行うための視点であり、日本では着実に進められている。SDGSは、2015年に採択され、現在進行中であるが、2030年には次の目標が設定される予定である。

・ポストSDGSの議論として、Well-beingが注目されている。Well-beingとは、健康で幸福な状態をいう。個人も、組織も、社会も、Well-beingであることは望ましい。そこでSDGSの次のテーマにSWGS (Sustainable Well-being Goals) はどうかという話題が盛り上がっている。

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。

・Well-beingを反映する企業経営では、ESGの中で人的資本がより強調され、EESGが注目されるようになろう。トリプル ESG では、Ethics、Education、Entertainment が重視されよう。こうした分野への投資が企業の価値創造を支援し、競争力の強化に結び付くことが重要である。

・これを推進する CG は経営の基盤であり、より個性をもって強調することが求められる。企業を評価する時には、①経営者の経営力、②事業の成長力、③組織のリスクマネジメント、④企業のサステナビリティ（トリプル ESG）に必ず着目する。

・CG のよしあしが価値創造の仕組み作りに直接影響してくる。企業選別の評価軸として、CG に対する目利き力を高めながら投資を実践したい。

どんなパフォーマンスを狙うのか～パッシブかアクティブか

・パッシブ運用とアクティブ運用のファンドマネージャーの話を聞く機会があった。年金の運用、NISA の運用、投信の運用、いずれの運用商品も将来の生活に関わってくる。

・パッシブ運用は保守的な運用で、インデックス並みのパフォーマンスが期待できる。アクティブ運用はパッシブ運用よりも積極的な運用を目指すので、パフォーマンスもパッシブ運用を上回るはずである。

・ところが、そうはいかないことがある。積極的な運用とは、マーケットの変動よりも高いリスクをとるので、うまくいかない時にはインデックスのパフォーマンスに負けてしまうことがある。

・この勝った負けたをどのくらいのタイムスパンで見ていくのか。3 カ月単位、1 年単位、3 年単位、10 年単位、どの期間が妥当であろうか。これは、投資家の投資方針に依存する。

・アクティブ運用のファンドマネージャーは、企業を見る目に優れ、それをポートフォリオに組み込んで、独自のポートフォリオを構築する。その能力が高いはずである。つまり、腕のよさが命である。腕がよいのであれば、いい時も悪い時もあるが、長期でみればパフォーマンスはパッシブ運用を上回るはずである。

・しかし、結果として一定期間でのパフォーマンスが今一つであれば、それは腕のよさが発揮できていない。つまり腕が悪いと評価される。経済も企業も生きものである。腕がよいか
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。

どうかは、過去のトラックレコードを見るのが一番である。

・これまでパフォーマンスがよかったということは、今後もよいパフォーマンスを実現する可能性が高い。しかし、局面が変わっており、目利き力が落ちていることもある。それでも、アクティブ運用で実績を上げているファンドはいろいろある。

・パッシブファンドの場合、どのインデックスに連動するものを選ぶのか。世界全体か、地域別か、国別か、業種別か、テーマ別かなど、さまざまな選択肢がある。ここでも、分散投資の姿勢が問われる。

・公的年金の代表である GPIF（年金積立金管理運用独立行政法人）では 95% がパッシブ運用である。また、個人投資家向けを中心とする投資信託の中で、株式公募投信をみると、61% がパッシブ運用である。

・どのインデックスとの連動を図るのか。MSCI World（世界）、S&P500（米国）、TOPIX（日本）などが代表的である。パッシブ運用は、対象とするインデックスとの変動の差（トラックニングエラー）を減らすことに力を入れる。インデックス運用であるから、運用コストも低く抑えられる。

・インデックスとは、その市場やテーマを代表する指数であるから、代表に値する企業が入っている。ダウ平均は 30 社で少ないようにみえるが、指標としては最も馴染んでいる。S&P500 は 500 社である。日経平均は 225 社を代表とする。TOPIX は東証上場企業を幅広く網羅しており、現在は約 1700 社である。

・インデックスに選ばれている企業は、その市場やテーマを代表する 1 社と認められ、パッシブ運用の売買に従って、必ず一定比率で売買されるから、流動性は高まる。しかし、その会社の個別のファンダメンタルを反映した株価形成とはいえないので、株価がフェアかどうかはわからない。

・アクティブ運用は、ファンドマネージャーがバイ、セル、ホールドを判断してポートフォリオの構成比率を決め、ポートフォリオを構築していく。妥当株価を想定して、割安なら買い、割高なら売るという行動をとる。

・よい会社だから買って、よくない会社になったら売るということではない。会社のよしあしと、株価の売買とは別の要因に基づく。ただし、一般には、よい会社の業績は伸びて、よ

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。

くない会社の業績は落ち込むことが多いので、将来の株価にはこの業績の変化が反映してこよう。

・投資家は、運用パフォーマンスを上げたい。それには、第一義的に会社の業績をよくしてほしいと願う。業績のよしあしを担うのは、その企業の経営陣である。そこで、過去10年、CGC（コーポレートガバナンスコード）とSSC（スチュワードシップコード）を通して、企業と投資家の対話のあり方が問われてきた。

・アクティブファンドマネージャーは、企業の経営陣と対話して、企業の将来に対する理解を深めつつ、もっと業績をあげるにはどうしたらよいか、もっと株価をあげるには、どんな資本効率の改善策があるのかについて、意見を述べて対話をする。

・この内容が経営陣にピンとくるならば、次の経営に活かされて、それが成果として出てこよう。こうなれば、株価のパフォーマンスにも反映されるので、互いにハッピーとなろう。

・一方で、投資家との対話が経営に活かされないならば、パフォーマンスの向上が限定的となるので、そう判断したファンドマネージャーは、自らのポートフォリオからその企業を外して、別の有望企業を組み込むことになろう。

・アクティブ運用は企業（銘柄）の入れ替えができるが、パッシブ運用ではそうはいかない。パッシブ運用は、インデックスに入っている企業に投資するので、そこには課題を抱えた企業も入っている。

・パッシブ運用はインデックスと同じパフォーマンスでよいというのが原則であるが、それでもパフォーマンスを改善する使命は負っている。つまり、インデックスの中の企業には、1社でも会社をよくしてほしい。目先の業績だけでなく、中長期のサステナビリティを高めしてほしいと思う。

・パッシブ運用はポートフォリオの構成銘柄が圧倒的に多いので、全企業と対話するわけにはいかない。一定の基準で会社を選んで対話を進め、その対話を通して、会社の将来の改善を促す。サステナビリティを重視するので、ESGを重要な評価基準とし、議決権行使を通して意思表示を行う。

・最後は、経営陣に対して株主総会を通して賛否を示す。一定比率の反対票が出てくるということは、例え取締役には選ばれたとしても、経営陣に問題あり、という意思の表れとなる。

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

これに対して、経営陣は説明責任を果たし、実績で結果をみせていく必要がある。そうでなければ、いずれ経営者交替に追い込まれよう。

・ファンドマネージャーと経営トップとの対話において、どんなギャップが生じるか。1) もっと大胆な事業戦略は打てないのか。2) 資本効率を高める財務戦略を一気に進めてほしい。3) 曖昧な説明ではなく、投資家が知りたいことを IR の場で明解に語ってほしい。4) ESG(サステナビリティ)のマテリアリティをさらに突き詰めて、企業価値向上へのストーリーをみせてほしい。5) もっと投資して成長を加速してほしい。なぜそれが十分できないのか、という点が課題となろう。

・投資家にも課題がある。対話であるから、双方の理解が進み、腹落ちしないことは前に進まない。対話が対立して、しこりになるなら、企業価値向上には結び付かない。対話がパフォーマンスの向上に結び付くような双方の力量発揮を期待したい。経営のプロ、運用のプロとして、互いに一流を目指してほしい。

IRの役割を高めるには～AIアナリストレポートも登場か

・IR (インベスターズ・リレーションズ) とは、会社のよさを投資家や株主に分かってもらうための活動である。会社には、業績がよい時も悪い時もある。業績が毎年連続的に伸び続ければよいが、そうはいかない。

・悪い時にも IR 活動は続ける必要がある。次の打つ手は十分か。そうでない時にも、投資家にはわが社のよさを訴えていきたい。どうすれば聞く耳をもってもらえるか。

・どんな企業も、わが社の企業価値向上を目指す。価値をどのように測るかは、議論のあるところである。経済的価値では捉えきれない社会的価値もある。投資家によって、企業を見る着眼点も異なろう。

・経営者にはもっと大胆な改革に挑戦して、企業の収益構造をガラッと変えて、大きく儲かる会社に変身してほしいと思う。うまいストーリーが描けて、すぐに実現できればよいが、多くの場合そうはいかない。

・業績が落ち込んで、事態が深刻になってはじめて、今までやりたくなかった手を打つ。もっと早く動けばよいのにと思っても、追い込まれないと決められないし、合意も得られないことが多い。

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。

・企業価値は非連続的に変動する。大胆な手を打ち業績が大きく落ち込んでも、それは次の浮上に向けた先行投資であると明快に説明してくれれば、そのチャレンジに共感する投資家も出てこよう。

・場合によっては、ドスンと落ち込んで、その後浮上できないかもしれない。経営者の経営判断が誤りである場合も多々ある。的確な判断を下す会社と、間違いを繰り返す会社の違いはどこにあるか。

・直接的な主因は経営者の資質によるが、実は個人のリーダーシップを超えて、会社のカルチャーによるところも多い。よって、よい会社かどうかをみるには、その会社のカルチャー（企業風土）を感じとる必要がある。

・昨年12月の「IRカンファレンス2025」（日本IR協議会主催）で、IR支援会社の話を聞いた。1つ目は、「統合思考」をどのように実践していくか。統合報告書を発行する会社が1000社を超えてきた。多くの上場企業は、わが社の価値創造の仕組みと実績を統合報告書の中で語っている。

・富士フイルムHDは、自社のパーパス（存在意義）を“笑顔の回数を増やしていく”と定めた。かつての写真フィルムの会社から大きく変貌したことはよく知られている。わが社はどんな会社か。事業の解説ではなく、一般的な社会課題のテーマでもなく、もっと自らの存在を捉えるものはないかとみんなで追求し、この「笑顔の日数」に行きついた。

・これが価値に結び付いていくか。笑顔について、社員、経営者の誰もが、自分ごととして語ることができる。経営トップもあらゆる機会に社員と語り合っている。この活動をステークホルダーに広げようとしている。

・働く人々の安心を整え、アスピレーション（志）レベルを高めていく。そうするとイノベーションが生まれやすくなる。このイノベーションを価値創造に結び付けていくという流れである。名プロセスにおいて、関わる人々の笑顔がみえてくる。苦痛、苦悩だけでは物事は進まない。笑顔を共通尺度として、パーパスを実践していく。

・このパーパスは、2024年の創業90周年を機に設定された。富士フイルムは新しいステージに入ろうとしている。パーパスは適切なタイミングで見直されてよい。写真を撮る時、やはり笑顔がよい。自分の笑顔、相手の笑顔、みんなの笑顔、なるほどまいパーパスである。

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

これを統合報告に表現していく。楽しい統合報告書に仕上がっている。

・では、2つ目として、ディスクロージャー（開示）をいかによくしていくか。会社の良さをいかに知らしめるか、ではなく、良さが伝わらないとすれば、どこに問題があるのか。

・大林組は、説明会で使うプレゼン資料を分かり易くしていった。アナリスト協会のディスクロージャー優良企業表彰の上位企業を参考に、投資家の意見を取り入れていった。当然、表現の見やすさだけでなく、経営の実態をよくしなければ表現に活かさない。アナリスト、機関投資家の意見を経営にフィードバックして、改革を促進した。

・投資家は、なぜ今この会社に投資するのか。その投資をしたくなるロジックをしっかりと作りたい。そのためのヒントを会社のIRに求めている。

・社長、CFO、IR部署の担当者と会話した時に、わが社の成長ストーリー、業界での位置付け、資本効率、サステナビリティのインパクトなどを知りたい。ここを語ってほしい。そのためのディスクロージャー資料は役に立つのでありがたい。

・一方で、セルサイド（証券会社系）のアナリストがカバーしていない会社も多い。セルサイドは機関投資家が自社のトレーディング部門に売買の発注をくれるように、アナリストレポートを書く。

・これがビジネスである。当然、機関投資家が投資対象とする注目企業をカバーする。3800社の上場企業のうち、セルサイドが本格的にカバーする会社は500~1000社であろう。

・3つ目は、そうするとカバーされない会社は、内外の機関投資家や個人投資家に直接アプローチして、自社の良さをアピールしていく必要がある。

・1つの有力手段として、‘スポンサードレポート’が注目されている。会社がスポンサーになって、独立系のアナリストに会社紹介のアナリストレポートを書いてもらう。

・そうすると何がよいか。投資家の視点でアナリストレポートが用意されるので、会社サイドの説明資料、統合報告書とは一味違ったレポートが出来上がる。

・1) 会社の視点とは別に、投資家の視点で会社の状況を知ることができる。2) このレポートを参考にして、機関投資家は企業と対話できる、3) 企業もこのレポートを参考にしつつ、

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。

自らの IR 活動を補強することができる。

・最近では、セルサイドがカバーしている会社でも、スポンサードレポートを用意する会社も出ている。例えば、東京エレクトロンでは、海外の機関投資家で新規にミーティングを申し込んでくるファンドマネージャーやバイサイドアナリストがいる。もちろん、会社の IR サイドで情報はとれる。セルサイドのレポートも読むことができる。

・ところが十分でない。投資家の視点を取り入れ、1) 会社の特色、2) 会社の強み、3) 中長期の会社計画、4) 当面の業績、5) 企業価値のポイントがまとまっているという点で、スポンサードレポートが重宝されている。最近では東証でも、このレポートの発行を推奨している。

・4つ目は、AI の活用である。IR のサポートに AI を活用することが進み始めた。今後数年で一気に広がろう。アナリストレポートの作成にも AI が活用されるようになる。会社の IR が充実し財務データもデジタルで使い易くなっているが、AI のサポートでアナリストレポートが作成できれば、その利便性は高い。

・〈レベル1〉会社の IR 方針にそったレポートが発行されよう。〈レベル2〉投資家の知りたいことを盛り込んだレポートが作成されよう。そして、〈レベル3〉特定のアナリストの個性を反映したレポートが発行されよう。

・例えば、筆者はアナリストが経験 30 年以上、直近では 10 社のスポンサードレポートを書いているが、この経験を AI に学んでもらって、私のアバター（ベルトークン・スズキ）がアナリストレポートを書けば、10 社ではなく、100 社、1000 社とレポートが発行できよう。

・これが本人と同等レベル、あるいはそれ以上となれば、大いに参考になりそうである。AI アナリストレポートの作成にぜひ力を入れたい。IR のレベルが上がり、投資家の企業を見る目が向上するならば、株式市場は一層活況となろう。

2. イノベーションをリードするには

グロースを目指して～筋のよさを見抜くには

・企業にはもっと成長してほしい。成長しないと活気が出ないし、楽しくない。それは社員

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。

も同じで、経営者も株主もそこに責任を持つ。一方で、成熟企業もある。成熟企業には3つのタイプがあろう。1つは、主力の商品やサービスがなくてはならない存在で、リピート需要が中心で安定している。こういう企業は継続しよう。

・2つ目は、新しい領域の開拓を進めているが、まだ十分な芽が出ていない企業である。いろいろ手がけてもうまくいかず、失敗を続けている。その中から次の主力分野が育っている企業もある。3つ目は、本業に頼り、守りの経営を続けているうちに本業そのものが色あせてきて、手を打つにも決め手を欠いて、衰退していく企業である。

・やはり成長は大事である。企業の栄枯盛衰は世の常である。まずは成長を目指して上場してくる。ところが、せっかく上場してきたのに、この後伸びない企業が多い。

・東証の岩永社長（当時）の話をきく機会があった。東証の市場改革はグロース市場にも向いている。2年かけて議論し、方向がまとまった。もっとグロースを加速する市場にするにはどうしたらよいか。

・これまでのグロース市場をみると、1) 45%が上場した時の時価を下回っている。約半分の企業は上場時が高値となって、その後伸びていない。これではグロースに値しない。

・2) 今のグロース上場企業の時価総額は、60 億円が中央値（分布の最も多いところ）で、100 億円以下が7割を占める。企業の粒が小さい。小さく上場しても、大きくなってくれればよいが、大半がそうではない。

・国内機関投資家のグロース上場企業の持株比率は1%程度で、ほとんど投資をしていない。時価総額が小さくて、投資対象にならない。100 億円以下ではファンドの運用に向けておらず、せめて300 億円はほしいという。

・今のグロース市場の上場維持基準は、上場10年、時価総額40 億円の確保を考え方の基本としているが、今後は上場5年で時価総額100 億円を確保するようにもっていく。

・これまで、グロース市場に上場して時価総額が100 億円を超えた企業は、9割が5年以内であった。そこで5年という期間が出てきた。2030年3月以降は時価総額100 億円が基準となる。上場維持基準を満たせない企業は、スタンダード市場に移ることが1つの方策となるだろう。

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

・とすれば、何が起きるか。第1には、上場維持に火が着くので、本業の成長を加速させるように経営陣には発破がかけられよう。第2に、自力だけで難しいとすればM&Aによる企業再編が進もう。第3に、東証以外の市場で株式流動性を確保することになる。第4に、非上場に戻して、本業のリストラを本格化させることになる。

・現状では7割が時価総額100億円以下なので、このままでは7割の企業がいずれ市場から姿を消そう。新規に上場を目指す企業も、5年で100億円以上が視野に入らなければ上場は難しくなる。ハードルが上がるので、上場企業の新陳代謝が進み、グロース市場としての魅力が増してこよう。

・プライム市場の上場維持基準変更は何をもたらしたか。流動時価総額100億円という基準など、ボーダーラインにある企業は3つの選択を迫られた。

・何としてもプライム市場に残りたいので、①本業の成長加速にアクセルを思い切り踏んだ企業、②努力を試みたが無理と判断して、スタンダード市場に移った企業、③企業の価値向上を図るには、ビジネスモデルの抜本的見直しが必要なため、一度上場廃止して、リストラに取り組んだ方がよいと、MBOを行った企業である。

・グロース市場の上場企業には、機関投資家がほとんどいない。個人投資家が中心である。よって、市場再編が起爆剤となって、割安な企業が浮き彫りになってくる可能性がある。

・個人投資家向けIRも一段と活発化しよう。IRはその企業の良さを中心に訴えてくるので、うっかりすると弱みを見逃してしまう。社長の話をよく聞きながら、課題を見定めていきたい。

・M&AやMBOなどが活発化するので、割安となっていた企業価値が顕在化しやすい。ここに投資のチャンスがある。アクティビストが入ってくる公算も高い。

・まともなアクティビストならよいが、不当に企業を乗っ取ろうという姿勢を見せ、株が上がったところでサッと売り抜けてしまうアクティビストもいる。当初株は上がるので、これについていくと、梯子を外されて損失を被ることになりかねない。目先のフォローにならないように注意したい。

・会社に興味があり、投資に時間をかけられる投資家にとっては、今後のグロース市場は面白い。伸びていない企業はなぜ伸びないか。IRで社長の話を聴きながら検討してみる。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。

較が大事なので、5社、10社と話しを聴いていると、筋の良い会社が目に留まってこよう。

・すぐに動く必要はない。しばらくフォローして、確認していきたい。その上で投資してみると、小型株投資のリターンで妙味が得られよう。

・アクティビストの中でも、エンゲージメントファンドが入ってくるような会社は再生して成長力を取り戻す公算がある。その会社の筋の良さを見抜いて、会社のリストラ、成長投資など価値創造のストーリー作りを支援する。それが成果を上げてくれば、当然株価に反映してくる。より確実なリターンが得られよう。

・アクティビストについては、今の経営陣に対して、敵対的か協働的かをよく見極めたい。敵対的でも、要求していることが、1) 企業価値向上にとって本筋か、2) それができそうな道筋はあるか、3) 今の経営陣にできるか、を見ていきたい。一方で、自己本位のアクティビストや相場師もいるので注意したい。

・プライム市場の上場維持基準では、ADワークスグループができそうもないハードルを軽々とクリアした。経営陣と社員が一丸となって、本業強化しに取り組んだ成果が一気に出た。さらに次の成長を見据えている。

・グロース市場では、地域新聞社がありえない挑戦に挑んだ。筋のよくないアクティビストを撃退し、スタンダード市場に移った。そこで、本筋の企業価値向上に取り組んでおり、企業の可能性を広げている。今多くの企業が動き出している。今後の展開に注目したい。

洞察力のあるリーダーはいかに～価値の再定義への直観力

・いつの世も先行きは不透明で分からない。でも、少しでも先行きを見通したい。確実にわかっていることもある。いかに予測可能性を高めるか。変化への期待は絶えず持ちたい。

・ついあきらめたくなるが、まずは行動することである。その前に活発に行動している人を観察することも大事であろう。昨年11月の世界経営者会議で感じたことをいくつか取り上げてみる。

・今はリーダーにとっても苦難の時代であろうか。リーダーは新しい時代を切り拓いていく。苦しくても、それを楽しさに変えていく。大半の人はフォロアーであるが、常によきリーダーを求めている。力のないリーダーや偏屈なリーダーを担ぐと、自らも苦しむことにな

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。

る。リーダーはどうやって育つのか。

・リーダーは先を読めるか。強い思いは持っているので、それを構想して形にしようとする。新しい形を創ろうとする。イノベーションに取り組む。無茶で、出来そうもないことに挑戦する。本人はできると思っているが、周りから見ると無茶に見える。でも一人では実現しない。仲間を募り、組織化していく。人材を集める必要があり、面白そうだと人は集まってくる。

・マイクロソフト (MS) は創業 50 年、生き延びてきたし、勝ち残ってきた。AI 時代も先頭グループにいる。Windows が出て 30 年、AI の普及ははるかに速いペースで進んでいる。OpenAI は 6 年前から兆しがあり、3 年前にブレイクした。今や AI は使うのが当たり前になりつつある。

・AI を使うのは現場である。B to C でも、B to B でも利用する現場が、AI の価値を実感できなければ本物とはいえない。欲しいのはソリューションであるから、現場の働き方もガラッと変わってこよう。新しい働き方に組織を改変していくのは、トップマネジメントのタスクである。

・トレンドを見据えて、現場のマイクロディテールをよく見て、ビジネスモデルを革新していく。こうした経営がしっかりできるか。日本企業にも大いにチャンスはあろう。

・台湾のホンハイ (鴻海科技グループ) はどのように生きていくのか。EMS (Electronics Manufacturing Service: 電子機器の受託製造サービス) の企業として、iPhone の受託生産、任天堂スイッチの受託生産、生成 AI 用サーバーの受託生産など、EMS で黒子に徹してきた。

・地政学的リスクは常にある。ホンハイはコストを重視しながらも、各地域にオペレーションの拠点を作ってきた。30 年前アップルの生産は 100% 中国であったが、今は 65% に下がっている。ベトナム、インド、メキシコでの生産が増えている。

・中国の 1 人当たり GDP が 1000 ドルから 1 万ドル以上に上がっているので、生産がシフトするのは経済的にみて当然である。労働集約型の生産システムに依存する面が強いので、十分な労働力があって、その国の政府の支持も必須である。

・2016 年にシャープを子会社化した。日本は品質を最重要視する。しかし、スピードに重きをおいていない。そこで、日本の品質と台湾のスピードを組めば、新しい競争力が生まれ

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。

るはずと見ている。

・今や生成AIがイノベーションを起こしている。業務の効率化はもちろんであるが、ゲームチェンジを巻き起こすという点で、ビジネスモデルの破壊（ディスラプション）をもたらす。マーケットへのアクセスとコストという点で大改革が起きよう。ホンハイはEVのEMSでも旋風を起こそうとしている。

・後継者はどうやって育てるのか。創業者はカリスマであり、特別な能力を有しており、ワンマンである。では、その次の経営者をいかにプロに仕立てるのか。会長室のローテーションを行っているという。

・1年単位のCEOを置いて、とにかく必死で働いてもらう。経営の経験を積み、視野と判断力を磨いてもらう。そして、元の部署に戻ってもらって、経営力のレベルアップを实践する。その中から次の人材を見出していく。確かに有力な方策であろう。

・想定外をいかに想定して、備えておくか。起こりそうもないことが起きる。それが自社にとって致命的となる。有事の時にどのように行動するのか。それまで手を打って、サバイバルに向けて全力投球するしかない。

・マーケットからみて、なくてはならない企業であるか。必須の商品サービスを提供して、支持が得られていれば、乗り切ることが出来よう。その時の財務基盤が盤石であることも必要である。事業ポートフォリオも、収益性のある分散型である方がよい。集中特化はいざという時に危うい。

・「集中と選択」で絞り込めばよいというわけではない。反対に、できそうだからといって、手を広げればよいというものでもない。多角化のあり方が問われる。コアの既存事業でも、立ち上げ期の新規事業でも、まずはイノベーションによって、真似できない仕組みをビルトインすることが求められる。そうでなければ、収益性はついてこない。

・企業のパーパス、事業のコンセプトを見直して、共通性の中にわが社独自の価値を再定義していく必要がある。例えば、富士フイルムは‘笑顔をつくる’ことにした。ロREALは‘ビューティカンパニーになる’と決めた。コスメか美容かではない。化粧品を増やすことでもない。未来は個別化（パーソナライゼーション）にある。美を追求して、企業を一新した。

・新しいパーパスを作ると、視野が広がる。従来の同業他社が競争相手とは限らない。業界本レポートは、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。

の外に新しいコンペティター、ベンチマークすべき企業が見えてくる。できるだけ異質の企業の方が、視野が広がりそうである。

・ヒントはAIで出てくるか。新しい発想は人の方が向いているかもしれない。しかし、飛んだ発想とじっくり見定める洞察力の双方が必要であろう。

・地政学リスクは10年くらいの長期スパンでみていく必要がある。その時はとんでもないリスクにみえても、振り返ってみると対応策はあった。何れ収まることもあるが、大打撃ともなることがある。それを乗り越える手を絶えず打っていく必要がある。

・変化はチャンスである。リスクマネジメントが成長につながる。不確実性をよく見て、リスクシチュエーションに変えていく洞察力を養いたい。よく分からない不確実ではなく、いくつかの場面に分けて、その起こりうる内容と起こりそうな可能性を想定する。そうすると、想定外が想定内の場面となってくる。

・優秀な企業経営者はこのような洞察力を踏まえて、最終的に直観力を働かせている。そういうトップのいる企業に投資したい。

リーダーシップの変質～後継者選択への躓き

・永守さんから聞いた。稲盛さんがどなっているところを見たという。誰でも感情が先に出てしまうことはある。感情を一切顔に出さない人がいたら、それはそれで結構怖い。一流の経営者には何を求めるか。体験的に考えてみよう。

・創業経営者がいる。A社を起業して、事業を大きくする途中で何度も挫折しそうになった。しかし、何とか乗り切り、上場企業に育てた。時価総額1兆円を目指しているが、自分の代では届かないかもしれない。

・次を誰に託すのか。自らの才覚から見ると、一緒に歩んでいった経営陣は部下ならばよいが、後継者にするかという粗ばかりが目につく。一度目につくと、その後は鼻につく。そして、気に入らなくなり、退任させてしまう。

・それなりに有能な人材を切ってしまうので、人材不足となる。それでも、頑張ろうとするから、ますますワンマンになって、まわりには小粒の経営陣しかいなくなる。彼らは、ワンマン社長の思い付きを実行しようとするから、部下に辛く当たる。組織の活力が失われてい

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。

くが、社長の目が黒いうちは何とか持つ。

・しかし、10年単位で見ると、時代はどんどん変わっていく。社長も創業して30年。60歳を超えてくると勘も鈍ってくる。本人も何かを感じているが、それを受け入れることができない。後継者を誰にするか。30代の息子に継がせたいが、まだ経験不足である。さて、どうするか。

・ニデックは時価総額10兆円を目指したが、つまずいた。目先の業績主義に捉われて、忸度した経営が粉飾決算にまで追い込まれた。創業者のリーダーシップによるワンマン経営が、暴君経営にまで成り下がったといえよう。

・外からはどうみえたか。いつまでも中小企業のオーナーの域を出なかった。トイレ掃除をさせてみれば、若い人材の素質はわかる。確かに実感であったろう。決算説明会で、そんな質問をするから、君はトップクラスのアナリストになれないと言って、質問に文句をつけた。

・役員会では、事業部門の業績ランキングによって、今月の席順を決めているとあって、業績重視を強調した。必達、さもなければ退場、これでは必達のために何でもやれ、というのに等しい。そのプレッシャーに負けてしまった。

・ユニクロの柳井さんは、あるべき効率を徹底的に追求する。企業の成長段階によって、経営陣はどんどん入れ替えていく。任せながら、全体は強烈にリードしていく。まだ小さい企業の時に成長に向けてシステムを一新しようとした。

・これが当時とすると無理な要求にみえた。ユニクロはこれから大きくなる成長するのだから、新しいシステム開発に先進的についていくべきだという意見に対して、そのシステム開発会社は無理難題にはついていけない。成長企業は他にもあるということで、取引をやめた。

・ユニクロは困った。別の会社と新システムの開発に取り組んだ。ユニクロは伸びていった。後に、そのシステム会社の役員は、とんでもない赤字プロジェクトになって大変であったと語った。その会社とは、当時のソフトバンクである。

・柳井さんは長らくソフトバンクの社外取締役を務めた。ソフトバンクの孫さんは大胆な投資を実行する。時に無謀と思われる投資を決断し、それがマーケットで不安視されても全く意に介さない。なぜか。

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。

・自らの決断に自信を持っている。投資判断を間違えることもある。それはそれとして、ポートフォリオの中で処理され、トータルのパフォーマンスは確保していく。株価はボラティルである。孫さんの経営判断を信頼する投資家は大きく増えてきたが。かつては、相当理解されなかった。

・30年前のアナリストは、ソフトバンクを担当したくなかった。孫さんの意思決定についていけない。よって、レポートが上手く書けない。とにかくリスクーだという指摘にとまどってしまう。

・でも、孫さんは、そんなアナリストを怒ることはなかった。常にわかってもらおうとしていた。PCを語り、インターネットを語り、今やAIに全力投入している。世の中のブームになる前の5~10年先を走っている。

・柳井さんは、ソフトバンクの社外取締役を辞める時、株主総会で語った。孫さんには気を付けろと。柳井さんは取締役会で何度も孫さんの意思決定に反対していたらしい。それでも、2人は長らく信頼し合っていた。

・孫さん、柳井さん、永守さんの3人に共通していることは、一代で会社をグローバル企業に育ててきたが、後継者をどうするかという点で、まだマーケットの信任を得られていない。永守さんは、その前に躓いてしまった。後継者を選びながら、任せられなかった。すぐに不満になって、解任してしまった。これを見て、永守さんは老害の域に入ったと判断した。

・孫さんと柳井さんはどうするのか。昔流でいえば、番頭に任せるのか。今流でいえば、プロの経営者に任せるのか。サクセッションプランがしっかり実行できるだけのガバナンスがカルチャーとして出来上がっているのか。

・創業者と同じ能力の人はいない。それでも、2代目が創業者を上回った例はある。一緒に走ってきた番頭を次のトップとして、創業カルチャーを維持しながら、企業を脱皮させた例もある。有能なファミリーにつなぐ場合は、とりわけこの仕組みが大事である。

・孫さんは、1000本ノックで経営判断を磨いてきた。意思決定に当たって、あらゆる場合を想定して、その良し悪しを判断していく。最近では、誰よりも早く、先端のAIを使って、この1000本ノックを実践している。よく考えているから、外から見ると無謀と思われる投資であっても、本人にとっては熟慮断行で、自信を持っている、このようにみえる。

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。

・では、冒頭のA社の社外取締役は、どのように行動すればよいのか。1) 創業社長の信頼は得られているか。社長に耳の痛いことを言っても、聞いてもらえるか。聞く耳を全くなくしているようであれば、社外取締役の任は果たせない。

・2) 後継者にファミリーをつけたいのであれば、それを支える仕組みを作っていく必要がある。ファミリーを自分の思うように動かしたいというだけでは、移行期がうまく機能しない。この時どうするか。

・3) 思い通りに動かない役員、社長の意向とは違う方式で成果を上げている役員を気に入らないとあって、排除するようでは、次世代の人材は育ってこない。これらのケースにおいて、社外取締役はその役割を果たすことができないであろう。

・永守さんは、どうすればよかったのか。粉飾決算を作れとは命じなかったであろう。自分と同じような有能な人材いないと分かったであろう。永守さんへ気付きを示唆する人はいなかったのか。いなかったとすれば、人徳のなせるわざであろう。天は二物を与えず。他山の石としたい。

・永守さんのいるニデックへは投資しなかった。永守さんはユニークではあるが、その言動から見て尊敬できなかつたからである。

・A社のような上場会社は数多くあろう。ガバナンス改革に魂が入っている会社こそ投資したい。

長生きしたくなるイノベーションとは～人材を活性化させる仕組み

・長寿社会が進行しつつある。果たして幸せであろうか。余り長生きはしたくない、という声を、健康な人や若い人から聞く。どうしてか。それぞれの身の回りで高齢化した親族や知り合いを見て、苦勞している人々が多いからであろうか。

・日本の場合、男性の健康寿命は73歳、平均寿命は81歳、最頻死亡年齢は87歳前後である。女性は3～6年ほど長い。退職後の経済的不安もあろう。今の高齢者は、金融リテラシーが十分でなく、資産形成が適切にできていなかったかもしれない。

・しかし、若い人達はスマホをはじめ、DXに慣れており、NISAなどを通して金融リテラシーも高まっている。それでも老後をイメージすると実感がないので、不安が高まってしま

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。

ともいえる。

・未病の時に健康を維持するには、かかりつけ医、かかりつけ薬局が大事である。お金に関しては、タブー視することなく、FP（ファイナンシャルプランナー）に相談したい。

・デジタル機器については、デジタルバイド（情報格差）を招かないように、DLP（デジタルライフプランナー）に相談できるようにしておきたい。そうすれば金融リテラシーで、不自由ないレベルに向上しよう。

・長生きしている人は元気である。いや、元気だから長生きしているともいえよう。元気な人は、頭と身体と心を楽しく使っている。コミュニケーションの場面をいろいろ持っている。そういうLTV（ライフタイムバリュー）を追求したい。

・マクロ的にはどうか。人口減少には、AI ロボットに頑張ってもらうしかない。グローバルリズムへの揺り戻しが起きているので、モノもコトのサービスも、自由に世界と取引すればよいという状況は難しくなっている。

・地産地消で経済、社会を回していくウェイトを高めていかせざるをえない。経済安全保障が一定の制約となるが、受け入れていく必要がある。

・制約は不便を伴う。しかし、我慢するだけでなく、制約を乗り越える新しい工夫（イノベーション）を追求したい。人口減少社会ではあるが、やはり若者に期待したい。自分たちの時代を切り開いてほしい。

・若い世代には、AI はもちろん、AI ロボットも当たり前になっていく。AI 活用はすべての領域に入ってこよう。ここにチャンスを見出す企業が続出しよう。スタートアップも次々と登場しよう。

・一方で、大企業、中堅企業、スタートアップ企業において、脱落していく企業も多発しよう。企業の新陳代謝が進もう。人材は古い企業から新しい企業に流れていこう。リスクリング（必要なスキルの学び直し）は誰にでも求められる。現状に拘って、変化についていこうとしない人は、働き場所を失いかねない。どうしたらやる気がでるか。

・人材は貴重である。‘何をやりたいか’ばかりに捉われるのではなく、‘何ができるか’というところから再出発したい。そして、できることを増やしていけば、働く場は必ずある。

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。

人手不足が続くからである。

・DeNAの南場会長は、成長領域として、1) スポーツ、2) ゲーム、3) コンテンツ+AI、をあげる。E スポーツも含めて、スポーツの生の感動は、人間の本性を揺さぶる。ゲームは、コンテンツ、キャラクター、ストーリーを含めてIP(知的財産)の創出力が高い。ここのオリジナリティは世界に通用する。

・どの業界にも、価値創出のコンテンツがビジネスモデルとして存在する。そのコンテンツをAI、DX、ITを活用して革新していく。AIアプリがイノベーションを生む、ここにスタートアップが参入する余地が多い。おもしろい時代が始まっている。

・日東電工の高崎社長は、イノベーションを起こす仕組みを社内にビルインしている。ニッチトップ戦略をどのように実践しているのか。

・変化する成長領域のハイエンドのみに密着する。ここでオンリーワンの製品・サービスを作り上げ、シェアNo.1をとっていく。20年前からこうした方針を推進し、この10年はカルチャーとして定着している。

・顧客と向き合って、真のニーズを掴む。自らのオプションは絶えず用意しながら進む。ニーズの変化は早い。ハイエンドが一定の規模になって、ビジネスとなるとして、製造については拘らない。絶えずオープンで、ロイヤリティで稼ぐ方式である。

・アイデアを社内で募集し、そこからテーマを設定する。テーマから製品化を進め、事業を創り出す。R&Dは顧客ニーズを踏まえて進める。アイデアは2.6万人の社員から、あったらいいな、というものを募集する。実際2600件が出され、そこから5~6件がテーマとなる。新製品、新用途、新需要など、マーケティングの面から実効性をみていく。

・イノベーションを進めるに当たって、ESGも重視している。グローバルニッチトップ、エリアニッチトップなどの経済的価値とともに、地球にとって必要か、人類にとって必要かというプラネットフラッグ(PlanetFlags)、ヒューマンフラッグ(HumanFlags)からみた社会的価値も検討する。

・双方の重なる領域こそが日東電工の本領となる。AIも活用していくが、イノベーションを起こす楽しみや、アイデアを実現していく達成感という感性とのつながりが喜びである、と高崎社長は強調した。

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

・社会的価値を踏まえたイノベーションを、NTT グループでは‘責任あるイノベーション (Responsible Innovation)’と称している。AI は今や CEO の優先アジェンダである。AI でスピードが早まり、五感を超えてくる。タスクの処理能力は飛躍的に向上する。

・AI でヒトの役割が変わってくる。業務プロセスがガラッと変わってくる。24 時間働いてくれるので、50 人分、100 人分を働いてくれる。

・では、ヒトは AI をガバナンスできるか。①決定、②品質、③感情、④ガバナンスなど、AI が日々進化する中で、ヒトの役割も陳腐化しないようにコントロールしていく必要がある。

・AI は、1) 判断を間違えるかもしれない、2) 知財を侵害するかもしれない、3) 情報を漏洩させるかもしれない。①サイバーセキュリティは大丈夫か、②社員のリテラシーは AI についていけるか、一方で、③オーバーコンプライアンスでは競争に置いて行かれる、④いかに適切なガードレールをたてるか。ここに、責任あるイノベーションのガバナンスが求められる。

・将来は 100 年人生が当たり前になりそうである。その時に長生きしたくない、ではなく、長生きを楽しみたい、という社会になってほしい。その基盤作りのイノベーションに期待したい。長生きしたくなる新しい価値を生み出す企業に大いに投資したい。

バスロケの AI 活用はどこまで～公共交通のオープンデータ利用

・60 歳の時にマイカーは手放した。その前の 10 年で 8000 km しか乗らなかった。子どもが大きくなってくると、あまり必要でなくなった。当時計算してみたら、マイカーを所有する費用は、タクシー代で月 10 万円使うのと同じであった。タクシーは今や GO (配車アプリ) を利用すればとても便利である。

・近くにバス停があり、都内のバス通りということもあって、5~10 分に 1 本は来る。バス停の表示も進化し、今バスはどこにいるか、あと何分で来るか、という内容が表示される。スマホでも確認できる。

・待ち時間が分かるので気持ちが楽になる。バスも頻繁に利用するようになった。最寄りの駅まで歩くと 15 分、若い時は歩きたくなかったが、今は歩数が稼げ、運動になるので、歩

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。

くことが苦にならない。

・もちろん地方に住んでいたら、車がなければ生活できない、ということは分かっている。かつて埼玉県久喜市に住んでいたときは、自家用車2台が当たり前であった。ただ、歳とともに運転するリスクが高まり、運転自体が面倒になってくる。その時に公共交通が便利に使えればよいが、まだまだ十分でない。過疎化が進めば、もっと不便になるかもしれない。

・公共交通には常に2面性がある。1つは、効率よく低コストで移動のサービスを提供する。顧客数がまとまれば、収益性が高まるので、ビジネスとして成り立つ。もう1つは、効率が悪くても、地域住民の生活を守るために、必要最低限の移動のサービスを提供する。

・民間に任せたらビジネスとして成り立たないところから、交通サービスは廃止されていく。利便性が落ちれば、より使わなくなるので、凋落は加速する。ここをどう守るのか。単に補助金を出して、赤字を補填すれば済むのか。新しいイノベーションでサービスを一新して、顧客を増やしていくのか。この仕組みづくりが問われている。

・今年3月に「公共交通オープンデータ最前線 2026」というフォーラムが催された。GTFS（標準バス情報フォーマット）というデータをいかに充実させるか。このデータを使って、バス経路を情報利用者にもっと活用してもらうことを目的としている。

・例えば、バスの通行にそって、交通信号を優先的に青にして交通渋滞を避け、時間通りの走行サービスを図る。これは、バスロケーションシステムで信号をコントロールしていく方式を用いる。

・あるいは、バスナビをスマホで簡単に使えるようにする。地域公共交通のデータ基盤の有力な1つであるGTFSを使いながら、スマホで使えるナビシステムを、地域のバス業者が簡単に作れるサービスを提供していく。

・GTFS (General Transit Feed Specification) とは、公共交通のオープンデータを提供する仕様のことである。ここでは、バスの時刻表や地理的情報をオープンフォーマットで提供する。共通のフォーマットで情報が公開されるので、どのバス会社でも最適の経路などを検索して、バスの利用効率を高めることができる。

・ターミナル駅で、どのバスに乗れば目的地にスムーズにいけるか。その乗り場はどこにあるか。遅延などの運行状況はどうか。こうしたバス情報をデジタルサイネージでリアルタイム

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。

ムに表示する。さらに生成 AI を活用して、アプリを作り、簡単に利用することができる。こうしたスタディが進んでいる。

・次世代の移動インフラはどうなるのか。マイカーのようにいつでも好きな時に乗って、目的地まで行きたい。しかも自分で運転しなくて、乗せてもらっていくのがよい。タクシーのように個人で利用しながら、公共交通のような料金でサービスを受けたい。

・これまでの常識では、そんなうまい話しはなかった。しかし、これからは、①好きな時に、②安価で、③自分で運転せずに、という3つのハードルがかなり低くなって、便利になりそうである。

・MaaS (Mobility as a Service) は複数の交通手段をアプリで統合して、検索、予約、決済、乗車サービスまでを一体化する仕組みである。オンデマンド交通は、利用者のリクエストに応じて、AI が最適ルートを生成し、乗り合いを最適化してくれる交通方式である。しかも、運転手がいない自動運転となれば、人手不足へも対応できる。

・そうすると、全く新しい時代が来そうである。1) 高齢者の外出促進で健康が維持され、2) 交通不便地域の解消で、ローカルな商業や観光が刺激され、3) アプリで簡単に利用できる生活空間が広がる。移動手段が所有価値から利用価値に変わるので、資源の使い方も節約志向となる。

・AI オンデマンド交通は本当に普及するであろうか。その実証実験に各地域で進められている。NTT ドコモビジネスの「AI 運行バス」は、スマホアプリで、乗りたい時、乗りたい場所で、誰でも簡単に乗車予約ができる。こうしたシェアリングビジネスを立ち上げようとしている。

・富士通でも、MaaS・デマンド型地域モビリティ交通システムをまちづくりの一環としてビジネス化しようとしている。一部の自治体と実証実験を進めている。

・岐阜に本社をおくレシップホールディングスは、バスの運行管理システム (TMS: Transit Management System) に力を入れている。これまでのバスロケ (バスのロケーションを知るシステム) から、もっと幅広いサービスの提供の舵を切っている。

・1) 乗客の利便性向上、2) 運行管理の効率化、3) 事業者の収益向上の支援、に力を入れていく。MaaS の核となるバス運行システム「LIVU (ライブ)」は、バス運行業務の自動化を本レポートは、独自の視点から書いており、基本的に会社側の立場に立つものではない。本レポートは、投資家の当該企業に対する理解促進をサポートすることを目的としており、投資の推奨、勧誘、助言を与えるものではない。内容については、担当アナリストが全責任を持つが、投資家の投資判断については一切関知しない。本レポートは上記作成者の見解を述べたもので、許可無く使用してはならない。

進め、ドライバーの労働負担を軽減させ、サービスの最適化を図る。

・また、CMP（コンテンツ・マネージメント・プラットフォーム）は、チケット発行やデジタルサイネージの配信を行うクラウドシステムで、スマホやサイネージに表示するコンテンツを現場で簡単に作成することができる。

・タクシーのGOなどを利用したことがあれば、デマンドバスの利便性はすぐに理解できよう。ルートが定まっていれば、自動運転の普及は早いものとなるだろう。

・AIがソフトの開発を一気に早めよう。安全性の確保という点で、ドライバー無しのバスというのはまだ時間を要しようが、ドライバーの負担を減らして、サービスを向上させるTMSはこれから5年で大きく進展しよう。

・バスロケを発展させるTMSは、公共交通システムの利便性を高め、これまでとは違った新しいサービスも登場してこよう。AIでソフト開発が簡単になり、データの取得、利用も充実してくるので、バスの利用機会が飛躍的に増加することも期待される。

・マイカーの実稼働時間を考慮するならば、マイカーよりマイバスの方が、経済性が高くなるだろう。公共交通の新しい仕組みづくりに挑戦する企業に注目したい。

ヘルスケアへの投資～長寿を全うするイノベーション

・アナリストとして、あなたの担当は何ですか。こう聞かれると、ITとヘルスケアと答えている。15年前に決めた。実は、中小型企業の企業価値創造の仕組みを分析して、投資に役立てることを本来的目的としているので、セクターにはさほど拘っていない。

・ITはどの企業にも重要である。トレンドはITからDXへ、そして今やAI全盛期である。ヘルスケアは医療サービス、創薬、未病、健康など、高齢化社会の最大テーマであり、高齢期に向けた資産運用も重要である。

・昨年11月の世界経営者会議（日経主催）で、ジョンソン・エンド・ジョンソン（J&J）のデュアトCEOの話聞いた。

・J&Jは、140年の歴史の中で、3年前に消費者関連の事業から撤退し、医療関連に集中することにした。イノベーションによるブレークスルーで、創薬を目指す。癌を、慢性治療を

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

要する病気と捉えて治すと決めた。

・もう1つの認知症は、いかに神経細胞を再生させるかがカギである。脳にも集中していく。膨大なデータを処理するデータサイエンスの変革と同時に、外科領域では視覚ロボットも重要である。ここにも力を入れる。今後10年で過去100年分の変革を成し得る、と挑戦を続ける。

・高齢化社会にあって、健康に長寿を全うするには、早い診断と予防が大事である。これもテクノロジーで促進できる。ヘルスケアを担うライフサイエンス分野は、経済成長のリード役になれよう。

・認知症をケアする社会的コストは高い。よって、認知症の治療がうまくいけば、ポジティブなインパクトを社会にもたらす。ヘルスケアはコストではなく投資であり、そのインパクトは大きい。リターンも十分見込めると、デュアト氏は強調した。

・中国市場をどうみるか。J&Jは常にオープンで、イノベーションはどこからでも起きる。中国での開発も進めており、コラボレーションが重要である。患者のため、という共通の目標に向かっている。

・米国はどうか。トランプ関税は患者のためになるのか。それでも、J&Jは、米国に550億ドルを投資して製薬の拠点を作ることにした。サプライチェーンを強靱にしていく予定である。

・エーザイの認知症への取り組みはどうか。認知症の①悪化抑制、②発症抑制、③悪化完全抑制を目指して、創薬を進めている。まず検査をバイオマーカーで簡単にできるようにして、在宅投与で治療できるようにしていく。AD（認知症）フリーな社会を作っていこうとしている。

・認知症は発症するまで時間を要する。20年前からアミロイドベータが徐々に溜まっていく。レカネマブは、症状が出る前にアミロイドベータを抑制する。エーザイはここで先行した。さらに、神経細胞に影響するタウを抑制する抗体の研究も進めている。

・1) 効く人を選択する。2) 投与量を決定する。3) 治療の終着点を明確にする。こうしたプロセスで開発を進めている。とりわけ、タウを攻めるユニークな抗体、エタラネタグでエーザイは先行している。エタラネタグの開発に加えて、レカネマブ+エタラネタグで、世界

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。

をリードする方針である。

・エーザイのレカネマブ（商品名レケンビ）の社会的インパクトはどうか。2024年の価値創造レポート（統合報告書）で、シミュレーションを示している。米国におけるレケンビの社会的インパクトは、2025年度で2600億円、これに対して2030年度は1.8兆円と試算している。

・この社会的インパクトとは、レカネマブの治療によって、患者当事者と関連介護者の負担が軽減され、それによって得られる社会的付加価値である。

・今回は1人当たり年間社会的価値37600ドル×10年間×当事者数で計算している。その社会的インパクトのうち、エーザイの製品売上として4割、米国社会への還元が6割として試算している。

・つまり、自ら開発した商品・サービスが社会にもたらすインパクト（経済的貢献度）を考慮し、そのうち自社にどのくらい戻ってくるかをシミュレーションしている。こうしたシミュレーションは、バリューチェーンにおける貢献度の測定、という観点からみて画期的である。

・一方で、社内で生み出した付加価値をESG Value-Based 損益計算書として開示している。人的資本としての人件費も含めて、営業利益+R&D（知的資本）+人件費（人的資本）=ESG EBITと定義している。

・R&Dや人件費は単なる費用ではなく、付加価値として評価している。この開示も画期的である。次はここから付加価値生産性や付加価値収益率などの分析に進みたい。

・では、認知症にならないための社会的活動はどうであろうか。理化学研究所の大武美保子氏（ほのぼの研究所代表理事）の話を聴く機会があった。大武氏は、認知症を予防するための会話支援手法「共想法」を実践している。

・共想法では、1) 参加者は出題されるテーマについて、写真を撮って持ち寄る、2) 何人かが集まった中で、話し手は写真について話し、3) 周りの人の質問に答えながら、自分と違う視点を知り、思考回路を広げる、というやり方である。会話を通じて、想いを共有する方法なので、共想法と名付けた。

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。

・これを、何人か人が集まるのではなく、対話支援システムとしてのロボットと行ってもよい。あるいは、遠隔会話支援システムでもよい。とにかく違った発想の日常的会話が、脳機能の長持ちにつながるという効果を狙っている。

・アルツハイマー型認知症の予防では、1) 生理的アプローチでは、酸化、糖化、炎症を防ぐ、2) 認知的アプローチでは、言語活動、知的活動、社会的交流を活発化させることが効く。食事に気を付け、運動をして代謝を上げ、質問し合って視野を広げ、これまで使っていない脳の回路を使うことである。

・薬ではなく、非薬物療法の研究と実践も進んでいる。認知症の70%はアルツハイマー型で、脳神経にタンパク質のカスが溜まっていく。20%は脳血管の別な原因に帰する。

・いかに、生理的進行を遅らせるか。認知的影響を減らすことによって、元気な脳をキープしたい。将来は、タンパク質に溜まるカスを除去できれば、脳が若返るかもしれない。血管の若返りにもなる。

・病気にならないように、病状が悪化しないように、健康が維持できるように、ヘルスケア産業の関わる余地は広い。予防、治療に向けて、さらなるイノベーションの実践を期待したい。

ゴジラとキティ～AIに負けないIPコンテンツ作り

・ゴジラは東宝が作ってきた。子どもの頃から親しんできた。怪獣映画の実写版は迫力があつた。ゴジラは2024年で登場70周年であった。

・2023年の「ゴジラ-1.0」は、日本はもちろん、米国を中心に海外でもヒットした。ゴジラはIP（知的財産）として、これからも継続的に映像作品にしていく、と東宝の松岡社長は語った。

・映画は当たりはずれがある。映画館の運営は、映画をみせる劇場なので観客の動員数がKPIである。映画館は、映画製作よりリスクは小さい。製作費を抑えればリスクは小さいが、いい映画は作りにくくなる。日本で作ったものが世界に売ればよいが、日本テイストが米国で受け入れられるのは難しい。

・東宝ではかつて映画作りで海外を目指したこともあったが、上手くいかなかった。そこで、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。

映画作りを縮小してしまった。しかし、コンテンツや配給の仕組みで新しい時代が始まった。東宝も力がついてきたので、再び映画作りに力を入れ、海外市場でのヒットを狙っている。

・それが「ゴジラ-1.0」のヒットであった。米国ではアニメがヒットしている。漫画⇒アニメ⇒映画というパターンで、ヒット作が作られる。コンテンツが充実したものを、迫力のある映画にする。配給の仕組みも整っているので、興行的に成功しやすい。

・アニメをIPとして活用するというのが有力な成長領域である。アニメを日本でみせるだけでなく、世界にもっていく。強力なキャラクターを活かしていく。ゴジラはそのシンボルであり、米国と分業しながら、世界を攻めていくと松岡社長は強調した。

・キティちゃん（ハローキティ）はサンリオが生み出した。昨年50周年を迎えた。誰でも知っているキャラクターである。しかし、特定のコンテンツで1発ヒットを狙うやり方は取らないと、辻社長（37歳）は強調する。

・辻社長は、サンリオの創業者である信太郎氏の孫である。筆者は若かりし頃、創業者のもとにアナリストとして株式営業に行ったことが何度もあり、懐かしい。

・IPとしてのハローキティをライセンスして、サンリオはそれで稼いできたが、近年はキティ依存度を意図的に下げている。経営の安定化、成長には1ブランドに頼るのではなく、キャラクターを多様化して、プラットフォーム化していく戦略をとっている。

・ハローキティをゲーム化して、新しい次のキャラクターを生み出して、それをIP化していく。ゲーム発のIPをコンテンツとして広げていく。かわいいキャラクターが身近に寄り添ってくる。世代を超えて、いかに「寄り添いの時間」を増やしていくか。そして、人々の笑顔を増やしていくか。これがサンリオのプラットフォーム戦略である。

・ハローキティへの依存度はかつて80%もあったが、今や30%まで下がっている。キャラクターのエンタメ会社から、その先のプラットフォーマーを目指している。

・データドリブン経営に力を入れ、クリエイティブをデータで押さえていく。顧客の笑顔を「サンリオ新聞」として分析する。①寄り添いの時間、②夢中の時間、などとみていく。可処分時間を笑顔で増やすという思いを実践している。

・ハローキティに特別なストーリーはない。それがいい意味での良さであると辻社長は語
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。

る。人がそれぞれ思うキャラクターになれる。いろんなデザインを出しても、多様に理解されて、寄り添うことができる。こういうキャラクターを生み出すプラットフォームとして世界に打って出ていく方針である。

・映画「国宝」が大ヒットした。この制作の話が東宝にきた。製作費が大きく、東宝は乗れなかった。そこで、ソニーに話がいった。配給は東宝、制作の一部にも参加した。国宝がこれほどヒットするとは思わなかった。これが海外で通用するであろうか。

・東宝にはCGO（チーフゴジラオフィサー）がいる。IPとして継続的に映画を作成し、世界に配信していく。ゴジラ-1.0は米国でも自ら配給した。「千と千尋の神隠し」を英国に持っていった。さらに各国に持っていくという。

・ソニーはコンテンツを生み出すクリエイターを最も大事にして、クリエイターを育てるべく投資をしている。確かに、漫画からアニメ、アニメをゲーム化し、アニメを映画化すると、そこには音楽がついてくる。

・それを創り出すハード、ソフトが各々インダストリーを形成する。顧客は世界中にいる。オリジナルは日本から、米国からなど、どこ発でもいい。世界の10億人をターゲットにできれば市場は大きい。しかも、世代を超えていけば、コンテンツやキャラクターは長続きする。グッズとして、ブランドは一段と広がっていきこう。IPのコンテンツ力は強力である。

・このIPをいかに守るか。AIの時代に類似のアバターがいくらでも出てきそうである。AIに負けないコンテンツ創りに期待したい。クリエイターを大事にして、コンテンツ創りに投資する企業に大いに着目したい。