

## ベル投資環境レポート

# アナリストからみた経営デザインとその評価

## ～企業価値をいかに見抜くか～

2019年3月15日

鈴木行生

### 目次

|  |   |
|--|---|
| <b>1. 経営の根幹を知る</b>                     | <b>2. アナリストが IR に求めるもの</b>                          |
| ➤ 日銀はETFをいつまで買うのか                      | ➤ ベーシックレポートの基本はどこに～<br>特色、強み、中期展開力、企業評価             |
| ➤ ライツ・オフアリングの活用～正攻法<br>を目指して           | ➤ ベーシックレポートを書くアナリスト<br>と IR の関わり～長いレポートをだれ<br>が読むのか |
| ➤ 三菱ケミカル HD のサステナビリティ<br>経営～企業価値向上への実践 | ➤ アナリストの力量を活かす～エンゲ<br>ジメントとアクティビストの素養               |
| ➤ 日本をリードする AGC のガバナンス改<br>革            | ➤ アナリストの企業評価～4 つの軸のイ<br>ンテグレーション                    |
| ➤ J. フロント リテイリングのガバナン<br>ス改革           | ➤ IR 部門で働く時のコツ～互いに若い人<br>材の育成を                      |
| ➤ KDS (経営デザインシート) の活用～未<br>来の価値創造に向けて  |   |

## 1. 経営の根幹を知る

### 日銀はETFをいつまで買うのか

・1月の野村 IR フェアで、NRI の木内登英氏 (エグゼクティブ・エコノミスト、元日銀審議委員) の講演を聴いた。テーマは「異次元緩和の出口戦略と世界経済危機」であった。

・筆者の最大の関心はETFをいつまで買って、日本の株式市場を支えていくのか、という点にある。木内氏の意見を参考に、今後のマーケットをみる注目点について検討してみたい。

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。

・来2020年の秋には米国の大統領選挙がある。そこまで景気はもつのか。リセッションに陥ることはないのか。今のところそのような動きはないが、政策の失敗がリスクシナリオとして懸念される、というのが木内氏の見立てである。

・米中の貿易戦争は激化しており、これは今後長く続くものと想定できる。米中の覇権争いであり、新しいテクノロジーを巻き込んだ軍事的優位性の争いでもある。経済力がなければ軍事も支えられない。その経済力は技術革新がリードする。

・米国にとっては、中国のここからの台頭はなかなか許容できない。一方、中国は米国に代わる覇権を目指しているともみられる。

・トランプ大統領はあと2年で次へ交替するのか。もう4年やることになるのか。米国ファーストで、自らの支持層のみにフォーカスした政策を徹底的に追求している。

・これまでの覇権国のリーダーのように、バランスを考えて調和を図るという考えは全くない。よって、内外で限りなく波風が立ち、国際関係は揺れることになろう。

・中国の習近平は任期を取り払っている。米中貿易戦争は、中国にとっても経済的にマイナスに働くので、一定程度の譲歩を図りながら、トランプ大統領がいなくなるまで時間稼ぎをするという公算も高い。

・一方で、争いが過激化すれば、いずれ本当の戦争に至るのか、という論点も注目されている。地勢学的リスクは至るところで高まっており、代理戦争のような衝突は容易に起こりうる。

・木内氏は、OECDの分析をベースに、米中の貿易摩擦が激化すれば、それがGDPに与える影響として、中国は-1.0%、米国は-1.4%、そして日本にも-1.0%のインパクトを及ぼすとみている。これが1年で一気に顕在化するのか、互いにせめぎ合いながら多少は譲歩して、インパクトを小さくしていくのか。その折り合いは容易ではない。

・6%成長の中国、2%成長の米国、0.8%成長の日本という実力からみると、摩擦激化によって日本はマイナス成長になりかねない。日米貿易交渉では、農産物と自動車テーマになるだろうが、何とかマイルドな形にもって行って、トランプ大統領に花をもたせる必要がある。

---

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。

・実質実効為替レートでみると、今の円ドルレートは均衡水準から 20%くらい円安になっているという見方が有力である。米国がこの点を突いてくる可能性もある、と木内氏はみている。

・貿易摩擦の余波やトランプ発言で、円ドルレートが 100 円を切る場面になると、日本の株式市場はかなりの調整を迫られよう。日経平均 2 万円から -20% となることもありうる。筆者はみる。

・5 月の新天皇の即位や、来年 7 月のオリンピックは人々のマインドを明るくしよう。一方で、今年 10 月の消費税引き上げはネガティブに働く。

・この消費税引き上げの影響については、さほど大きくないとみられる、2014 年の +3% の時は、GDP に -1.5%、-8 兆円のインパクトがあったが、今回は +2% に対して、軽減税率（食料品や教育など）のプラスもあるので、GDP は -0.4%、-2.2 兆円のインパクトにとどまろう。

・さらに、景気対策も打たれるので、かなり吸収されることになろう。しかし、その時の景況感が、世界経済の波乱、貿易摩擦や為替の円高を通して国内に及んでくると、人々のマインドを一気に悪くしてしまうかもしれない。こちらの方が心配されると木内氏はみている。

・政府はどうするのか。摩擦や紛争が激化しないように、外交によってマイルドなバランスが働くように必死で調整することになろう。それでも、もし不況感が強まってくるならば、財政面での景気対策は打たざるをえない。

・日銀はどうするのか。2%の物価目標の達成は難しいと分かっているが、その旗は降ろさない。木内氏は審議委員の時、黒田氏の金融政策に対して常に批判的であった。それは効かない政策の副作用を懸念したからである。

・木内氏は、日銀はすでに軌道修正をしつつあるとみている。国債を買うペースはおとしており、長期金利の変動幅 (0%±0.1%→±0.2%) にものりしろをつけた。経済が順調なら今後 ETF の購入ペースもおとしていくかもしれない。

・しかし、米国、欧州に続いて、日本も金融の正常化を目指して出口戦略に向かう、と日銀は言わない。物価目標 2%の旗も降ろせない。何よりも円高を怖れている。ここで 100 円を切る円高になれば、デフレに戻り、輸出企業の業績も大幅にダウンする。消費税の引き上げ

---

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。

にも多大に影響するからである。

・トランプショックが起きなければ、摩擦の波風はあっても世界経済は何とかもつことになろう。その中で、円ドルレートを105円以上にキープできれば、日経平均も2万円台は確保できるものとみられる。

・しかし、ここから2年をみると、波乱は十分ありうる。その時、どうするのか。株式市場にとっては、日銀が年6兆円ほど買っているETFの行方が気になる。現在の残高は23兆円まできている。

・これが30兆円の残高に膨らんでも、現在の東証1部の時価総額560兆円が将来1000兆円に向かうのであれば何ら問題ない。

・日銀の自己資本は8.2兆円であるから、30兆円のETF残高に対して株価が30%下がると、債務超過になってしまうほどのインパクトを有する。

・そういう局面では、日銀に公的資金の投入が必要になるかもしれない。あるいは、日銀保有のETFの受け皿機関が必要になるかもしれない。

・日本企業の稼ぐ力はかつてより高まっているが、まだ十分ではない。今後起きるかもしれないトランプショックについて、引き続き注視していきたい。

## ライツ・オファリングの活用～正攻法を目指して

・株式市場に上場した企業にとって、株式の発行による直接的な資金調達是有力なファイナンス方法である。一方で、今は金利が安いので、銀行からの借入金など負債による調達の方が、コストが安く済むと考えるのが通常である。

・負債のコストと同様に、株式のコストをよく考えよ、というのが昨今のコーポレートガバナンス・コードで強調されている。株式の資本コストを考慮した経営戦略と財務戦略をしっかり立てていく必要がある。日本の多くの上場企業はここが弱い。

・上場企業には、いくつかのパターンがある。1)成長期にあっても儲けの利益だけで十分やっていけ、外部ファイナンスに頼る必要がない企業、2)成長期には外部ファイナンスに頼ったが、今や金の成る木となった事業がうまくまわっており、内部資金だけでやっていける企

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。

業。

・3) まだ、成長前期にあり銀行借入れは旺盛だが、財務バランス上株主資本の充実も必要な企業、4) 上場はしているものの収益性が落ちて、次の展開が十分みえずにもがいており、銀行にこれ以上頼ることが難しい企業、5) 衰退期にあつて、会社存続のためなら自己都合で何でもやって乗り切ろうとする企業、などさまざまである。

・11月と12月に「ライツ・オファリングの新展開」というファイナンスに関するセミナーが催された。NRIの大崎貞和氏（フェロー、東大客員教授）、森・濱田松本法律事務所の根本敏光氏（パートナー弁護士）、エー・ディー・ワークス（ADワークス、コード3250、東証1部）の細谷佳津年氏（常務取締役 CFO）の3名が講師を務めた。

・筆者は、一昨年までADワークスのアナリストレポートを書いて、同社のライツ・オファリングをフォローした。まさに、正攻法のファイナンスを実行し、それを成功させた。そこで、今回のセミナーで印象に残った点に触れながら、ライツ・オファリングの中身について検討してみたい。

・ライツ・オファリングは、中小型企業でも一定規模のエクイティファイナンスができる手法として、2010年に導入された。その後30件ほどの実施例があったが、大半は2014年10月の制度改正前に行われたもので、改正後の実施例は大きく減った。

・しかし、2017年7月にADワークスが行使価額ノンディスカウント型のライツ・オファリングを実施し、2018年2月には一部コミットメント型のライツ・オファリングが登場した。こうした新しい動きが今後本格化するかが注目されている。

・2007年から2016年までの10年間のエクイティファイナンスをみると、東証上場ベース累計で、1)株主割当増資106億円（7件）、2)公募増資13兆1028億円（756件、うちIPO375件）、第三者割当増資4兆4139億円（1229件）であった。

・調達額累計17.5兆円中、75%が公募、25%が第三者割当で、株主割当はわずか0.06%であった。これを件数で見ると、公募38%、第三者割当62%、株主割当0.4%であった。

・増資の目的は多様であつてよいが、既存の株主の利益をはじめから蔑ろにするような内容や手法は許されない。第三者割当増資は、経営再建支援のための出資を仰ぐという名目のもとで、濫用ともいえる事例も目立った。

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。

・公募増資でも大幅な希薄化(ダイリューション)は問題があるとして、2009年8月に東証は25%以上の希薄化や支配権の異動を伴う場合には、独立第三者の意見や株主総会決議などを求めるように義務付けた。

・英国では、新株発行を伴う既存株主の権利の希薄化を避けるために、株主を優先するライツ・オファリングが上場会社の標準的なファイナンス手法とされてきた。これはライツ(新株予約権)が株主に無償で割り当てられ、そのライツは上場されるので、ライツを行使しない株主は、その分の価値(オプション価値)を売却によって回収できる。

・日本では、2010年3月の第1号案件以降、大半はノンコミットメント型で、行使価額のディカウントも次第に大きくなっていった。また、2013年4月に、コミットメント型が初めて実施された。

・2014年10月に新株予約権の上場規定が改正され、ノンコミットメント型については、業績基準や審査、総会決議などが導入された。業績不振企業が安易にライツ・オファリングを使えないようにしたのである。

・その後しばらくの間、ライツ・オファリングは止まっていたが、2017年4月にADワークスがノンコミットメント型で、かつノンディスカウント型のライツ・オファリングを実施した。さらに、2018年1月には、一部コミットメント型ライツ・オファリングを実施する企業も現れた。

・中小型企業が時価総額に比べて、大型のファイナンスを実施したい時、ライツ・オファリングは有力なエクイティファイナンスの手法である。既存株主をベースにするので、株主は自分の会社のことをよく分かっているはずである。

・そこにファイナンスを要請する。資金の用途が納得できるならば、追加投資に応じるであろう。もしそうでなければ、その権利(ライツ)を売って、希薄化に相当する部分(価額)について回収することができる。

・ライツ・オファリング(既存株主に新株予約権を無償割当し、その新株予約権の権利行使によって、資金を調達する手法)には、①ノンコミットメント型と、②コミットメント型(証券会社が未行使の新株予約権を買い取ることを約束する)がある。ノンコミット型では、株主の不利益を避けるために、増資の合理性の審査や株主の意見確認が規定として加わった。

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。

・さらに、①権利行使価額のディスカウントはどこまで行うのか、②そもそもディスカウントに意味はあるのか、③ディスカウントしないノンディスカウント型のあり方、などが問われた。

・ADワークスは、①2012年10月にノンコミットメント型、②2013年10月にコミットメント型、③2017年4月にノンコミットメント型・ノンディスカウント型のライツ・オフアリングを実施し、そのファイナンス資金を成長戦略にきちんと活用している。(詳しくはこちらを参照、「[ライツ・オフアリングによる資金調達～成功したADワークスの正攻法](#)」2017年11月25日)

・ADワークスの細谷常務は、ライツ・オフアリングをCFOとして自社の財務戦略に活かすだけでなく、その経験をADワークスのコンサルティングビジネスとして、事業化を図っている。ライツ・オフアリングの理論に精通し、実践を通して実務に詳しいので、証券会社とは違った立場で中立的なアドバイスが受けられよう。

・どうエクイティストーリーを立てるか、そのための本物の財務戦略をいかに構築するかが問われる。ライツ・オフアリングを活用できる上場企業は相当数あろう。これを正攻法に活用して、次の成長戦略に大いに役立ててほしいものである。

### 三菱ケミカルHDのサステナビリティ経営～企業価値向上への実践

・1月に三菱ケミカルホールディングスの小林善光会長の話を聴いた。10年前にKAITEI経営の話をして聴いた時のインパクトは極めて大きかった。以来、そのマネジメントを実践し進化させてきた。会社も大きく変貌した。そのカギを改めて理解したい。

・小林会長は企業価値を三軸で捉えている。①MOE(資本効率、経済性のマネジメント)、②MOT(イノベーション創出、技術のマネジメント)、③MOS(環境・社会課題の解決、サステナビリティのマネジメント)である。E(Economy)、T(Technology)、S(Sustainability)をいかにM(Management)するかという意味である。

・経済社会システムは、キャピタリズムからデータイズム(Dataism、デジタル専制主義)に向かっていると認識し、データ経済圏の覇権争いが激化、そこではAIが富に直結する。ますます広がる格差をどう埋めていくかが問われている。

---

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

・中国の知識統制、米国の自国ファースト、英国のブリグジットなどの摩擦を通して、①民主主義、②国家主義、③グローバル化は同時に成立しない、というトリレンマが軋みを大きくしている。

・一方で、地球の気候変動への対応は待ったなしである。人類の活動がそれをもたらしているとしても、個の利益との衝突があるので、政治的には必ずしも全体最適に向かわない。

・しかし、個々の企業が企業価値を創造するには、社会的課題（SDGs）のソリューション提供に向けて結びつきを追求することが使命であり、それが長期的価値創造に資するという考えは今や普遍化しつつある。

・それをビジネスにおけるエコシステム（生態系）として捉え、自らのポジションをいかに確立していくか。そのビジネスモデルの構築力が勝負となっている。

・小林会長は、経済を測る尺度についても、①モノを測る、②コトを測る、③ココロを測る、という3つの様態が必要であると強調する。

・三菱ケミカルHDはMOEで見ると、この10年で、1)事業を再編し、2)ポートフォリオを入れ替えて、業績を大きく伸ばしてきた。2017年度で売上高3.7兆円、営業利益3800億円、ROE 17.8%まできた。

・MOTでは、1)R&D（内部成長）とM&A（外部成長）のバランス、2)コネクティッドインダストリー（企業と企業、機械と機械、人と人などがデータを介してつながるデジタル新産業）におけるオープンシェアード戦略とクローズド囲い込み戦略の使い分け、3)ベンチャーエコシステムの創出、に力を入れている。

・そこでは、①事業戦略、②研究開発戦略、③知的財産戦略を三位一体として、イノベーションを創り出す。PDCAを強化し、その定量的な進捗管理に向け、R&D、IP（知的財産）、マーケット（新製品、新サービス）、IT化（デジタルトランスフォーメーション、DX）に関するKPIを設定している。

・MOSでは、自然環境の悪化に対して、化学（ケミカル）がソリューションを提供できる領域を追求する。三菱ケミカルとしては、マイクロプラスチック、循環炭素、人工光合成などに取り組んでいる。SDGsとの関連も明確にして、グローバルに展開しようとしている。

---

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。

・MOSのKPIとして、環境で9項目、健康で7項目、快適性で7項目定めて点数化し、その向上を目指している。2010年度に140点でスタートしたものが、5年後の2015年度には244点へ向上、現在は2020年度を目標にさらにアップを目指している。具体的には、大気系環境負荷の削減、健康管理情報の提供、働きがいのある組織の構築などがテーマである。

・では、MOS ミッションの達成率が、MOE（資本効率からみた業績）にどう結びついているのか。また、コーポレートガバナンス改革が3軸マネジメントにどう効果をもたらしているのか。その因果関係の経路は多様であるが、少なくとも業績向上との相関は明確に表れている。

・小林氏は、2007年から社長を努め、4年前に会長に就いた。40歳まで長く研究開発部門にいたが、マネジメントのトップに立った時、企業の総合力もヒトと同じように、心技体で捉えようとした。体は儲け、技はわざ、心はCSR/ESG/SDGsであると考えて、3軸とした。

・化学の会社は何をやっているのか分かりにくい。そこで3軸を通して提供する価値をKAITEKI（快適）と決めた。そして、これらの定量化を図った。

・筆者は、10年来、企業を見る時、3つの軸が大事であると認識し実践してきた。1つ目は市場性で、マーケットがローカルからグローバルへ、いかに拡大していくかをみていく。2つ目は革新性で、イノベーションにどこまで挑戦していくかをみる。そして、3つ目は社会性で、企業として社会にとって不可欠な存在であるべく、社会的課題の解決にいかに取り組んでいるかをみていく。

・企業価値を生み出す仕組みがビジネスモデルであり、その構築が「経営デザイン」である。この経営デザインのフレームワークがKDS（経営デザインシート）であり、今その活用が注目されている。

・小林会長は、三菱ケミカルが創り出す価値がKAITEKI価値であり、それを経済性（儲け）、技術力（イノベーション）、持続性（社会課題の解決）の3つの軸からマネジメントしていくことを実践してきた。

・MOEは1年、MOTは10年、MOSは100年のタイムスパンでみていく。時間軸の違いを意識しながら、そのバランスの中で、カイテキ価値を向上させる。KPIを定量化して、点数を合計して評点しているところがすばらしい。

---

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。

・これを国単位で見れば、付加価値 (GDP)、イノベーション (Dataism)、社会の持続性 (SDGs) の追求による国家価値の創造となろう。日本はこの国家価値創造力が落ちている。企業のガバナンス改革が実行されているが、同じように大学 (知) のガバナンスや、政官 (国のマネジメント) のガバナンスが大いに問われている。

・かつてピーター・ドラッカーは、企業のマネジメントは目的がはっきりしているから分かり易いが、大学や政府、非営利法人は価値基準が多様となるので、その組織マネジメントは難しくなると語った。

・どんな組織においてもリーダーシップが求められる、しかし、うっかりするとポピュリズム (大衆迎合) になり、悪くするとワンマン (独裁) になりかねない。まわりの付度も蔓延ってくる。組織をいかに統治していくか。小林会長の洞察力と実践は大いに参考にしたい。

## 日本をリードする AGC のガバナンス改革

・12月のCFOフォーラムで、AGC (旧旭硝子) の石村和彦会長の講演を聴いた。テーマは、「経営者からみた変革の必要性とガバナンスの重要性」であった。

・会社は変わっていく必要がある。しかし、変わりたくないという気持ちもカルチャーとして強く出てくる。変わらなければ企業としていずれ衰退していく。

・その時に、経営者はどう動くのか。創業者ではない経営者の場合、一定期間を社長として務めるが、その時に大胆な変革を実行するのか。波風が立つような手は打たずに、緩やかな前進にとどめるのか。

・攻めのガバナンス改革では、そのような局面で経営者はもっとリスクをとって経営改革を進めるべし、そのために社外取締役が重要な役割を果たすべし、という意気込みが求められる。しかし、本当に実行されているのだろうか。取締役会の実効性が問われるのも、投資家はここを知りたいからである。

・石村会長の話から、この点を考えてみよう。石村会長は、1979年に旭硝子に入社した。2006年までは液晶用のガラス工場が長かった。2008年に社長になり、7年間勤めた後、2015年より会長に就いている。

・AGCの社長は通常6年で交替してきたが、リーマンショックがあったので、1年長く社長

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。

を務めた。事業はガラス、電子、化学、の3本柱であるが、収益性という点では、ポートフォリオを大幅に入れ替えていく必要があった。

・石村氏は、技術者として長く工場にいたが、会社は一早くグローバル化しており、2002年にはガバナンス体制を変えざるを得なかった。日本のコーポレートガバナンス改革の号令がかかったのが、2014年であるから、それよりもかなり早くから改革を進めていた。

・旭硝子は、2018年7月に社名をAGCに変えた。事業の実態に社名を変えて、ブランド作りを図った。旭硝子はもともと三菱グループの一員であるが、ガラスの国産化はリスクが高いということで、創業時に三菱という社名は使えなかった。

・ガラスの原料を内製化しようとする、必然的に化学(ケミカル)の分野に入ってしまった。後にブラウン管を手掛けて、その延長で液晶に展開し、スマホのパネルにまで広がっていった。

・ガラス(売上構成比5割)では、建設用、自動車用で業界No.1、電子(同2割)では、コーニング(シェア50%)について、業界2位(シェア30%)、化学(同3割)では、フッ素でシェア70%を有する。収益性は化学が最も高く、次が電子、ガラスはさほど高くない。

・従業員は5.3万人であるが、うち日本人は1万人で、あとは海外(アジア2万人、欧州1.8万人、米国0.4万人)である。

・グローバル展開では、1956年のインド進出が第1号である。60~70年代は、タイ、インドネシアなどアジアに展開した。1981年にベルギーのグラバーベルを買収し、ここが岐路となる。

・グラバーベルは欧州の名門企業で、当社が創業時に技術導入したところである。2000年代に100%子会社としたが、当時の仕組みではグラバーベルの経営を十分にグリップできない。そこで、グローバル一体経営の仕組みを作らざるを得なかった。

・それまではインターナショナル、次にM&Aを入れてリージョナル、そしてグローバル一体経営へと進んだ。まず、R&Dと営業を一本化した。

・グローバル一体経営では、2002年にグループビジョンを作り、カンパニー制を導入し、子会社をここに組織化した。社外取締役制度も入れた。2007年にAGCというグループブラ

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。

ンドをスタートさせた。そして、2018年に、本体の社名もAGCに変更したのである。

- ・コーポレートガバナンス（CG）の改革では、監督と執行の分離を図り、取締役を20名から7名にして、社外取締役を2名入れた。任期も2年から1年にした。

- ・執行サイドも、グループコーポレート担当はリソース配分のポートフォリオマネジメントを、事業執行はSBU中心に専念させるようにした。

- ・社外取締役は、2002年に取締役7名中社外2名、2005年に7名中社外4名、2011年に取締役議長を社外へ、2017年には指名報酬の諮問委員会を社外中心とした。

- ・現在は監査役設置会社として、取締役7名（社外4名、議長社外）、会長は非執行、社長以下3名が執行、指名報酬は各々5名（社外3名、委員長は社外）である。

- ・これらは、日本のCG改革に則ったものではあるが、それよりは早い段階でグローバル経営を推進し、内外のマネジメントをグリップする仕組みとして導入し、実効を上げている。

- ・石津氏、門松氏、石村氏、島村氏という4代の社長の時代を振り返ると、社外取締役が果たした役割は大きいと、石村会長は強調する。事業ポートフォリオを変える時、なくなる事業の抵抗は強い。その決断を社外取締役が支援してくれたという。

- ・石村会社長も液晶育ちであるが、自らが社長の時、液晶はピークを迎えていた。次の技術、次の地域へリソースをシフトしていく必要がある。欧州、北米の建設用ガラスもリストラする必要があった。化学品は国内から海外へ、成熟市場から発展途上国へ展開していく。この入れ替えが上手くいって、現在の収益性の向上が実現している。

- ・AGCの場合、CG改革が企業の変革、成長のドライバーになった、と石村会長は評価する。内外でのリストラと共に、液晶やアジアでのかつてない大型投資、取締役会では社外取締役がリスクテイキングの背中を押してくれたと語った。

- ・業績が厳しい局面で、先行投資を承認してくれた。こうした緊張関係の中で意思決定が変革にとってカギとなる。取締役会での実効性については、こうした話をぜひ聴きたい。AGCに次なる展開に大いに注目したい。

## J. フロント リテイリングのガバナンス改革

・株価は業績で決まる。業績が伸びる時、株価は上がる蓋然性が高い。その逆もあてはまる。では、コーポレートガバナンスをよくしたら株価は上がるか。この問いはシンプルだが本質的である。

・ガバナンスをよくしたら業績はよくなるのか。一般論でいえば、これは一概に何ともいえない。ガバナンスをよくするとは、何を意味するのか。形を整えても、中身が不十分かもしれない。

・そもそもガバナンスは、企業を守るためのものであって、攻めのガバナンスが機能するには他の要素がいくつもあるので、ガバナンスだけで業績をうんぬんするのは難しいという見方も有力である。

・しかし、財務パフォーマンスの結果である業績をよくしていくことが、ガバナンス改革の究極の目的である。投資家はここに注目する。しかも、目先の利益ではない。中長期の企業価値を創り出す仕組みづくりに、ガバナンスが決定的な役割を果たすはずであるとみている。

・そこで、決定的な役割が果たせるようになっているかを知りたいと思う。ここがガバナンスに対する対話の根幹である。

・2月にJ.フロント リテイリング (JFR) の山本良一社長の話を聴いた。JFRは2007年に大丸と松坂屋が経営統合してできた。2012年にパルコも加わった。最近では、ギンザシックス (GINZA SIX) で新たな事業を強化している。JFRのテーマは、‘暮らしの「あたらしい幸せ」を発明すること’にある。

・山本社長は、年100回ほど投資家とミーティングを持っている。昨年11月にはESGの会社説明会を行って、議論は活発であったという。米国のロサンゼルスに行った時も、ミーティングでの質問はESGから始まった。海外投資家の意識改革も進んでいるということを実感している。

・山本社長の問題意識は、これまで50年のビジネスモデルが通用しなくなっていることにある。現状の延長では経営に限界がある。そこで、次の50年に向けて、非連続な成長曲線を描いていくことが何としても必要であると考えた。そのために、攻めのガバナンスを起爆

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。

剤にして、企業の持続的成長を実現する。これがガバナンス改革の目的であると強調した。

・山本社長は、なぜガバナンス改革に拘ったか。これまで百貨店の現場で、改革はいやというほどやってきたが、それで生きていけるかという、もはや難しいと感じた。大丸も松坂屋も遡れば、300年、400年の歴史を有し、長く呉服屋としての事業を営んできた。

・その後、百貨店になって100年、これも成り立たなくなっている。そこで、新たな成長を目指すには、経営のフレームワークを変えるしかないと考えた。どう変えるか。その時、ガバナンス改革がチャンスであると発想した。

・何をやるか。まずは取締役会の改革に着手した。戦略を考える場にすべく、報告事項を減らして、議論の時間を全体の2割から6割に拡大した。

・経営戦略について、まだ決めていない段階から議論の俎上に上げ、社外取締役の意見も入れて議論をして、一度持ち帰る。執行サイドは、もう一度検討して案を上げてくる。こうした議論を経て、決議するようにした。

・当日、議論を進めやすいように、社外取締役への事前説明を十分とるようにした。社外取締役の識見も相当問われる。

・ガバナンスそのものをどうするかという議論も重要なので、「ガバナンス委員会」を作った。取締役会が有効に機能するにはどうすべきか、というテーマについて検討し、監査役設置会社から指名委員会等設置会社への移行を決めた。2年前の株主総会でこれを実現した。

・指名委員会型にして、明らかに良かったという。1) 執行のスピードが上がった、2) 新しいことが協議を経てどんどんできるようになった、3) 透明性が高まった。4) 責任と権限が明確になった、5) グローバルな対応も分かり易くなった。

・取締役は13名で、うち独立社外が5名、社内8名（うち非執行3名）である。議長は非執行の社内取締役である。社長は執行のトップであり、議長を離れたことにより、やり易くなったという。

・報酬委員会は5名（うち社外3名）である。執行役の評価についてはBSC(バランスカード)を活用して4つの視点から評価し、社長と話し合いをもつ。期初に目標を設定し、中間でフォローし、年度末で確定する。

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。

・社長の報酬は、基本報酬+年度ごとの賞与+中長期の達成に見合う株式報酬で構成され、その比率は1:0.6:1である。年度ごとの賞与は、連結利益、EPS、キャッシュフロー、ROEなどをベースに決まる。

・海外IRに行くと、社長は株をどのくらい持っているかと聞かれる。これが少ないと経営に信頼がないとみられる。株主と同じような意味において、結果に責任を持つことが問われているので、その仕組みを作った。

・指名委員会は5名（うち社外3名）では、経営人材、後継者について議論している。経営人材の育成では、早期選抜も取り入れてモニタリングしている。トップのサクセッションプランについては、次のトップについて数名挙げて、毎年洗い替えをしている。

・これらの人材については、成長を促すために、新しい役割につけることも図っている。取締役会で報告の機会を作り、人物や業績をみてもらうようにしている。

・社外取締役の5名については、自社の経営課題について、中期的に合致しているかどうかを指名委員会でみてもらい、毎年1人ずつ入れ替えるようなタイミングを考えていく。急に複数の人が交替すると継続性の観点からよくない。社外取締役の適性と、5人のマッチング（組み合わせ）は極めて重要であると強調した。

・取締役会の活性化は、経営人材の強化と軌を一にする。経営改革を担う人材が社内に十分育っていなければ、社外からのスカウトも考える必要がある。社外取締役も、今後の大胆な経営改革に、的確な監督と助言ができなければ用を成さない。

・山本社長は、ESGへの取り組みは経営戦略そのものであるとみている。トップのリーダーシップがカギとなる。ガバナンス改革は新しいビジネスモデル作りのフレームワークを提供する。

・その上で、マネジメントを実行するCEOのパフォーマンスが決定的である。ここの力量が組織能力をどう育て発揮させるかを決める。投資家はこうした組織能力の中身を共有した上で、財務パフォーマンスをみていく。

・JFRのガバナンス改革が、次の新しいビジネスモデル作りに結びつき、有能なCEOは輩出し続けることができるか。次の50年に向けた大胆な戦略遂行に注目したい。

---

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。

## KDS（経営デザインシート）の活用～未来の価値創造に向けて

・KDS（経営デザインシート）とは何か。これからの経営をデザインするためのフレームワークを1枚のシートにまとめたものである。これからの経営とは、将来の価値を生み出す仕組みづくりで、その設計図を可視化（見える化）したワークシートである。

・そんな便利なものがあるのか。すぐに知りたい、使ってみたい、効果は出るのか、などいろいろな反応が出てこよう。ところが、KDSに関する内閣府のレポートを読んで、関係者の話を聴いて、実際にやってみようとする、そう簡単にはいかない。

・何事もそうであるが、すぐに上手くいくものではない。まず使ってみる。試行錯誤して慣れていく。思考回路と文章による表現が結びついてくると分かった気になってくる。このあたりから勝負である。

・価値創造のメカニズムがしっかり組み立てられていなければ、それを表現するのは難しい。表現がうまくいかないということは、多くの場合、価値創造の仕組み作りが十分でないともいえる。

・同じ会社や組織にいても、個々人の立場や考えによって、デザインの見方が異なる。当然、価値創造の仕組みであるビジネスモデル（BM）に対する認識も違ってくる。まして、ステークホルダーとして外部からBMをみる時には、自らの理解不足によって、BMがうまく認識できないかもしれない。

・同じ業種（セクター）に属していても、会社の個性は異なる。まして、業種を超えて、BMのよしあしを比較しようとする、もっと難しい。現在のBMにおいてそうなのだから、これから作り上げようとしている将来のBMについて理解を深めたいと思う時、困難さが増してこよう。

・KDSを企業サイドではどのように作っていったらよいのか。投資家としては、それをどのように活用するのか。こうした点について、セミナーに参加し、議論する機会が何度かあった。オリジナルなレポートは、内閣府知的財産戦略本部の『「経営デザインシート」について～経営をデザインする』という項目を検索してもらえばすぐに見つけられる。

・KDSに書き込む項目は、極めて一般的で、何も難しくないようにみえる。1) 会社の企業理念/事業コンセプトをかく、2) これまでの価値創造メカニズムをかく、3) これからの価値創

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。

造メカニズムをかく、4) ‘これまで’ から ‘これから’ へ移行するための戦略についてかく。  
この4項目がポイントである。

・大事なことが3つある。1つは、これまでの価値創造の仕組み(BM1)をきちんと認識できているか。自分の会社のことは知っているようで、意外にわかっていないことも多い。

・2つ目は、これからの価値創造のしくみ(BM2)について、それがきちんと描けているか。まだ描ききれず、途中の会社も多い。

・3つ目として、一応、将来実現したいBM2が描けたとして、それをどのように達成するのか。その戦略、やり方が十分練れているか。思いだけでは実現できない。

・戦略を立てようとする、そこに壁がある。戦略はあっても、自社にそのための経営資源がなければ、実行できない。限られた経営資源の中でやり方を考えていく。それで、将来がみえてくればよいが、経営資源の制約に負けてしまうかもしれない。

・そうすると、将来のBM2を構築するためには、何が最も大事なのか(マテリアリティ)を明確にして、その能力を高めるように準備する必要がある。次に、どのように組み立てていくのか。そのつなぎ方(コネクティビティ)がカギとなる。これがすっきり見えてくると、ストーリーとして腹に入ってくる。このストーリーが大事である。

・アナリストの分析にとって、KDSのフレームワークは基本である。私も長年取り組んできたので、身につけているはずである。でも、1枚のシートにまとめたことはなかった。自分なりに考えたマテコネ(マテリアリティとコネクティビティ)はストーリーにしていたが、それで十分といえないことが多かった。

・実際に作業してみた。まずオムロンについてKDSを埋めてみた。統合報告書を読みながら、KDSの項目に当てはまりそうな内容をまとめていく。オムロンについては投資家というスタンスである。ここ数年、統合報告書を読み、会社説明会にも参加してきた。

・しかし、オムロンについて、アナリストとしてベーシックレポートを書いたことはない。KDSに書き込んでみると、シートの右側、これからのビジネスモデルに圧倒的に関心があり、そのための戦略を詳しく知りたいと思っていることがわかる。当然であろう。

・ここで問題がはっきりしてくる。1) 埋めてはみたものの、十分腹落ちしていないところ

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

がある。2) それは、自分の理解が不十分なのか。3) 会社サイドが十分書き込んでいないのか。ここをつめていく必要がある。より知りたいこと(項目)がはっきりしたという点で、意義はある。

・次に、アナリストとして、ベーシックレポートを書いている企業を取り上げてみた。カラオケのまねきねこと、女性専用のフィットネスのカーブスを事業とするコシダカホールディングスについて、KDSを書き込んでみた。ここでも、右サイドのBM2にフォーカスが当たっている。投資家としては、将来を知りたいからである。

・コシダカは中長期の経営方針は立てているが、いわゆる中期3カ年計画のようなものは公表していない。成長企業としてフレキシブルに手を打っていくため、計画にしばられたくないと考えている。

・そうすると、KDSを埋めてみて分かることは、会社がまだ具体的な戦略を公表していないので、将来のBM2の実現性について、その蓋然性を現状の組織能力と全体的な戦略から判断するしかない。その読みがアナリストの力量ともいえる。

・ここでも、自分なりのマテコネは作り上げているが、それに基づく予測については、不確実な部分もある。その点について、会社と対話している。アナリストとしては、秘密の情報を知りたいわけではなく、BM2を支えるマテコネの材料について、マネジメントと議論したいのである。

・KDSは使える。経営サイドがこれを使って、BMに磨きをかけ、このフォーマットで議論に乗ってくれるならば、投資家は横比較がやりやすくなる。

・企業サイドは、KDSを埋めなくても、それに匹敵することは社内で十分検討している、というかもしれない。しかし、ネガティブにならずに、虚心坦懐にさまざまなレベルでKDSを実践してほしい。そして、それを戦略に練り上げて、統合報告を通して見える化に取り組んでほしい。

・投資家もKDSに沿って会社の理解を深めていく。対話を通して、議論が盛り上がり、中長期の価値創造に互いに役立つことになろう。これからKDSはますます進化を遂げ、実践の輪が広がることになろう。今後への期待は大きい。

---

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。

## 2. アナリストが IR に求めるもの

### ベーシックレポートの基本はどこに～特色、強み、中期展開力、企業評価

・ヒトは合理的 (rational) であろうとするが、必ずしもそうではない。一貫性、最適性、開放性を求めつつ、さまざまなバイアスに悩まされる。また、ヒトは意思決定システムであり、情報処理システムであり、制御システムであるという見方がある。いつの時代もマン・マシンインターフェースのあり方が問われ、今で言えば、AI、IoT、RB (ロボテックス) が展開しようとしている。

・企業価値の評価に当たって、経営者の意思決定をどう織り込んでいくか。それを誰でも理解でき、実践できる方法はないか、というのが筆者にとって1つのテーマがあった。個人投資家の裾野を広げて投資に興味を持ってもらうには、個別株投資の意味付けが重要である。

・企業の価値創造とは何か。経営者がどう関わっているのか、その経営者の顔をイメージして株式投資をする。株価は業績を反映するが、その変動は多様である。目先に一喜一憂しない心構えを身につけることが求められる。

・企業の IR 部門とは、アナリストとして長らく向き合ってきた。アナリストの存在意義はどこにあるのか。時代と共にその役割は変化してきたが、ここにきて改めて存在が問われている。機関投資家からは、セルサイドアナリストに頼らなくても運用ができるような体制を作っていくという声も聞く。

・いつの世もイノベーションの連鎖が求められる。同じことを続けているだけでは、いずれ陳腐化してしまう。常に新しい挑戦を行い、アナリスト活動の付加価値を作り出していくことが使命であろう。

・アナリストにとって自ら納得できる価値創造とは何か。企業は新たな企業価値創造に邁進しており、IR 部門はそれについて投資家と日々対話している。投資家は企業の投資価値を評価していくので、当然自ら企業価値評価を行う。

・アナリストはその材料を提供することになるが、材料といってもさまざまなレベルがある。会社が公表する情報を簡単にまとめるだけなら、AI に代替されて何の付加価値も生まれないであろう。深い分析によって、新しい投資アイデアが形成されるならば、それは投資家にインパクトを与えよう。企業の経営者にとっても、ビジネスを先に進めるヒントにな

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。

るかもしれない。

・アナリストは当然アナリストレポートを書く。大事なことは投資判断なので、1枚の要約で当面の業績予想と目標株価を示す。会社予想より上か下か、今の株価より上か下かが一目で分かる。それはアナリストの見方を示したものであるが、知りたいのはその中身と論理であった。

・相手はプロの機関投資家である。まず知りたいのは結論であり、あとは興味があれば、そのアナリストとミーティングを持って議論すればよい。これが一般的な形である。それでよいのだろうか。

・今求められている深い分析レポート（ベーシックレポート）は、このビジネスのやり方ではなかなか出てこない。長いレポートを書くよりは、レジメを作って、機関投資家外交に時間を使う方が効果的である。ベーシックレポートを書く時間が十分とれないことにもなる。

・若いアナリストは、本来、ベーシックレポートを書くことで会社分析の力をつけていく。ベテランのアナリストにとっては、自らの分析力を示してレポートの差別化を図り、存在感を高めることができる。投資家にとっては会社の企業価値を評価する参考材料になり、企業の経営者にとっては企業価値創造の方向を考えるヒントになりうる。

・ベーシックレポートは多様であってよいが、若いアナリストが力をつけるためには、5つの論点を明確に描き込むことである。第1章では、会社の特色を自分なりに書き下ろす。会社の一般的な説明ではない。その会社の企業価値の作り方を知る上で、アナリストとして、ここがこの会社の特色であるという点を取り上げる。

・第2章では、会社の強みを明確にする。特色と強みは何が違うのか。同じではないかと思ってしまうかもしれない。ここを書き分けることが大事である。強みとは価値創造に当たって、すでにその会社が作り上げてきたものである。特色と被る面があるかもしれないが、多少の重複は許すとして、強みにフォーカスする。

・強みだけ書くと、いいことしか書かないのではないか、という意見が出てくる。これに対しては、表面的でない、もっと奥にある会社の強みを追っていれば、弱みに拘ることはない。会社は本当の強みを知られたくないかもしれない。秘密にしておきたいとも思う。あるいは、外部からみた時、内部からとは違ってみえるかもしれない。

---

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。

・弱みに対して企業が手を打っている場合、必ず議論に出てくる。逆に何の対応もできないとすれば、それはすでに強みを阻害しているかもしれない。強みを追求すれば、弱みは自ずと出てくるので心配しなくてよい。

・第3章では、企業の中期展開力について書く。ここは会社の中期計画の解説ではない。中長期を予測する上での経営環境の認識、価値創造の仕組みであるビジネスモデルの目指すべき姿、それを実践するための方策について議論する。

・当然、会社のビジョンや中長期計画の中身について分析する。業績予想の数値に盛り込むこと、まだ盛り込めないこともしっかり取り上げる。会社がやろうとしていることで実現できることは大いに取り込んでいくが、まだ難しいこと、今のところできそうにないことについても、どこに認識のギャップがあるのかを明確にしておく。

・第4章では、当面の業績見通しについて予想する。短期の業績について一喜一憂する必要はないが、常に足元を確認しながら、中長期をみていくことが重要である。当然ながら、短期と中長期は絶えずセットでみていくことが求められる。

・第5章は、企業評価である。ここでは、中長期の企業価値創造に対して、アナリストの意見を述べる。総合評価であるから、定性と定量の両面から分析する。ここで株価に関するバリュエーションにふれる。株主の動向、株主還元のあり方についても議論する。

・こうしたベーシックレポートを継続的に書いて発行していく。一度に完璧なものとはできない。会社もどんどん変化していくので、リニューしながら、新しい分析を織り込んでいけばよい。この実践が問われている。

### ベーシックレポートを書くアナリストとIRの関わり～長いレポートをだれが読むのか

・ベーシックレポートは誰が読むのか。長いレポートを書いても、機関投資家は忙しいので読まない。よって、エッセンスをまとめた1枚でよい、という意見が出るかもしれない。確かに、要約の1枚は重要である。何が新しいのか、何が本質であるのか、今後の注目点はどこかをまとめておくことは必要である。

・しかし、ベーシックレポートは読まれない、というのは先入観であろう。しっかりしたレポートが出れば、関心ある機関投資家は必ず目を通すようになる。その分析内容を知っておきたいと思うからである。自分にはない視点や材料があるかもしれないと確認したくなる。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。

って、一気通貫のレポートがよい。フォローアップレポートはいらないくらいである。

・大事なことは、レポートのオリジナリティはどこにあるのか、という点である。アナリストレポートは、投資アイデアの提供が最も重要なことである。しかし、株式マーケット、業界や企業を調べて、まだ誰も知らず、そのアナリストだけが発明発見した知見というようなアイデアはめったにない。

・めったにないなら、そういう新しい知見を見出した時だけレポートを出せばよいといわれるかもしれないが、そうではない。すでに知られている知見でも、どのように編集するかによって価値は変わってくる。

・アナリストは企業価値を評価する。企業は日々変化している。連続しているようで、時折不連続な変局点に遭遇する。価値創造のしくみであるビジネスモデルがいい方向に進化するのか、悪い方向に退化するのか、ある時ビリっとくることがある。

・ここを押さえるには、公開情報を丹念に見ていくと同時に、さまざまな現場（R&D、工場、店舗、取引先、顧客、海外）に出かけて単刀直入に議論することである。秘密の情報をとるわけではない。ビジネスモデルを支える活動の実態を分析するのである。

・ベーシックレポートが出れば、会社の社長は必ず目を通すはずである。アナリストの分析をみて、1) よくまとめた、2) まだ不十分、3) 分かってもらっていないところがある、4) 誤解がある、5) 間違いがある、6) 見方に偏りがある、7) 経営に役立つ新しい分析がある、などさまざまな反応があろう。ここから会社側とは次の議論を継続すればよい。

・会社の中身については、ほとんどの場合、会社の方が詳しい。この点では、教えてもらうことが多い。但し、分析を通して、比較が入り、予測が入る。そうすると、将来展望について会社サイドと五分に議論できる土俵に乗ることができよう。これは、ベテランでなくてもできる。経験3年の若手アナリストでも、本気でベーシックレポートに取り組みれば十分可能となろう。ここがアナリストの醍醐味である。

・このように、アナリストの活動は、ベーシックレポートを軸とすることで、投資家にとっては、必ず確認したくなる投資判断の材料提供者となる。同時に、企業にとっては、わが社を最も分かってくれながら、投資家の視点で意見を言ってくれる存在になりうる。IR部門はそれをつなぐ窓口であるから、こうしたアナリストは大事にしたくなる。

---

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。

・アナリストは多様である。従来型のセクターアナリストから、今やファンドアナリスト、ESGアナリストへとどんどん広がりを見せている。ファンドアナリストとは、ファンドを1つの会社とみたとすれば、そのポートフォリオの特徴を抽出し、過去の実績を支える運用能力を分析して、その将来性を評価する。ESGアナリストは、企業のESGにフォーカスして、中長期の観点から価値創造のサステナビリティ（持続性）を評価する。

・企業は分類上1つのセクターに属していても、展開している事業は多面的である。当面の稼ぎ頭が今のセクターにあるとしても、別の事業にも手を広げているので、セクターで捉えきれなくなる。すでに本業が今のセクターからはみ出ている会社も多く、一業種一社のように既存のセクターに入りきらない会社もある。

・中小型株のアナリストは、カバレッジの広がりから特定のセクターに絞り込むことなく、いくつものセクターにまたがって、幅広く担当している。若い時にはセクターローテーションを経験した方がよいが、プロの世界ではそういう訳にもいかない。

・中小型企業の担当でいくつかのセクターに視野を広げるという経験は有益である。しかし、中小型企業はトップの経営力が直接会社に及ぶので、経験のあるアナリストの目利き力を活かさないと、本物の価値を見抜く事は難しい面もある。

・セクターの広がりを出すには、担当している企業の事業ポートフォリオの周辺部分にも突っ込んでいくことである。新規参入の分野、異業種との競合分野、ベンチャー企業とのオープンイノベーションなど、いくらでもチャンスはある。

・では、アナリストとファンドマネジャーの違いはどこにあるのか。基礎を身につければ、アナリストは誰にでもできる。その意味では、若い時にキャリアディベロプメントの一環として1度経験しておくことは、その後のキャリアに大いに役立つ。

・その応用キャリアの1つがファンドマネジャーである、アナリストの基礎の上に、ファンドマネジャーにはポートフォリオマネジメントの能力が必要である。ポートフォリオマネジメントにも基礎と応用があり、応用になるほど才能が問われる。

・アナリストの素養は3年あれば身につけることができる。5年あれば一流になれるかどうかの手前まで行くことができよう。そのための訓練も方策も分かっている。では、ファンドマネジャーはどうか。一流になるはどのような素養を磨けばよいか。

---

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。

・ある有能なファンドマネジャーは、5年間運用させてトラックレコードをみれば分かったと言った。そうではなく、潜在能力を見抜きたいのだが、応用力が問われるので事前にはなかなか分かりにくいということであろう。

・両者の共通することは、1) 突き詰めと、2) 閃きである。ものごとを突き詰めて調べ考えていく。時間をかければよいというものはないが、徹底して調べることが基本である。その中から仮説が生まれ、その仮説が実現する蓋然性が閃いてくるかどうかである。

・このプロセスをどのように展開するのか。それは企業とのエンゲージメント（対話）に最大のヒントがある。何も秘密情報を人より早くとってくるのではない。将来に対して、仮説を立て、疑問点について企業のIR部門と議論していく。

・そこで企業サイドがとるべき戦略や方策について、議論が深まっていく。そうすると仮説について、その実現の可能性について確信度（主観確率）が高まってくる。この時が最もおもしろいといえよう。

#### アナリストの力量を活かす～エンゲージメントとアクティビストの素養

・アナリストにとっては、エンゲージメントと共に、アクティビストの素養が必須となろう。企業の経営戦略、財務戦略、資本政策などについて、自分なりの一定の仮説を持って議論することになる。ただし、一方的な決め付けではない。

・経営は生身の人間集団の中で展開される。論理的にはベストの解が、その企業にとって本当にベストかどうか分からない。段階を経る必要があるかもしれないし、今の経営陣には馴染まないかもしれない。しかし、そこを本気で議論しておく必要がある。

・そうすると、機関投資家が同じようなエンゲージメントやアクティビストとしての提案を出してきた時には、互いに問題点が分かっている。場合によっては、ソリューションについても具体策がありうる。ここまでいけばアナリストの力量は一流であり、本物であろう。

・大事なことは、アナリストもファンドマネジャーも自らがプロとしての力量を持つと同時に、チームとして若い人材を育て、チームの組織能力を高めていくマネジメント力を高めることである。このマネジメント力が備わってくると、実は企業の経営者とのエンゲージメントにも厚みが出てくる。

---

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

・アナリストの分析力といのは基礎能力の 1 つであるから、これを身に付けた人にはさまざまな活躍の場がありうる。オーソドックスにはファンドマネジャーになる道がある。しかし、ここでは才能が問われるので、誰もがなれるわけではない。

・アナリストのもう 1 つの応用先は、インベストメントバンカーになることである。企業の資本政策、財務戦略、経営戦略に関わっていく。M&A のディールで専門性を発揮することもできよう。ここでも分析力は基礎であって、最も問われるのは営業力と交渉力である。そこに的確なアイデアを提供できればプロとして躍進できる。

・企業の IR 部門に入って、IR の担当者となること、あるいは企業の IR をサポートする IR コンサルティング会社で専門性を発揮するという道も有力である。

・アナリストとして外から企業の公開情報を分析してきた経験を活かし、企業の中に入って、投資家やアナリストが求める情報の意味付けを吟味しながら、社内のディスクロージャーを担っていく。そして、エンゲージメントの窓口に立って、外部の意見をマネジメントにフィードバックしていく。

・その場合、意外に難しい壁がある。分かり易くいえば、アナリストの時は、社長や CFO と丁々発止会話ができたが、特定の会社に入って社員となると、そうはいかない。従来のような会話ができなくなることが普通である。立場を弁えながら、ここを乗り越えていく必要がある。

・IR コンサルも、アナリストの時のように自由に意見を言っていればよいというわけにはいかない。その会社の IR に役立つように、社内が動くように提案して実行してもらう必要がある。そのサポートを実務的にも行うことが求められる。

・それはビジネスであるから、あるべき姿とは別に作業を任されることも多い。これらをしっかりこなしながら、IR に改革をもたらすような提案実行力が問われる。そこまでの実力を養わないと、IR コンサルは継続しない。

・セルサイドアナリストとバイサイドアナリストは何が違うのか。企業を分析して、その投資価値を判断するという点では同じである。しかし、顧客層が異なる。証券会社に属して幅広い機関投資家を相手にする場合と、特定の運用機関の中で、そのファンドマネジャーと連携する場合ではニーズが違ってくる。

---

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。

・この点について、実感としてセルサイドはマネジメントを語り、バイサイドはインベストメントを語るといえよう。セルサイドは、会社の IR 担当者とは全く別に、その企業を分析し、投資家に売り歩く。企業の将来性に注目するので、マネジメントの分析が根幹を握るといえる。

・バイサイドは身近なファンドマネジャーを、チームの一員としてサポートする。運用商品によってファンドマネジャーが数多くいる場合もあれば、アナリスト自信が運用の一部を直接担っている場合もある。その意味でバイサイドはファンドマネジャーの一員であるとみてよい。

・セルサイドアナリストは、顧客に何を提供するのか。生の早耳情報を自らの得意客に届けて注文をもらうのも1つの方策であった。バイサイドに対して、彼らの分析を手伝うようなミーティングをセットし、メモやデータの作成、簡単なコメントレポートなどでサポートするのも1つの方策であった。

・しかし、ここからが難しいことであるが、便利屋的なサポート業務に慣れてしまうと、深い分析レポートを書き下ろす力量がなかなか身につかない。一方で、深い分析レポートを書くのには時間を要するので、アウトプットが出にくい。

・ここをどのようにマネージするかが、組織能力を高めることができるかどうかの重要な分かれ目である。やりようはあるが、それには一定の覚悟が必要である。担当企業を分析する時には、厳しい目で組織能力を評価していくが、自分が属する組織になったとたんに、それは難しいというのでは、アナリストの沽券に関わるともいえよう。

#### アナリストの企業評価～4つの軸のインテグレーション

・企業をどのように分析するのか。さまざまなやり方があってよいが、筆者は、誰もが簡単に共通の軸で分析できる方法を実践している。

・企業の価値創造の仕組みがビジネスモデル (BM) である。BM が1つの場合もあれば、いくつもの事業を手掛けていれば、BM の数も数多く存在する。複数の BM を有する場合でも、ポートフォリオ全体としてその企業はどのような価値創造を行っているのかという姿を明らかにする必要がある。

・まず、現在の BM を4つの軸で評価する。第1は経営力 (マネジメント) である。経営者本レポートは、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。

のビジョン、経営方針、これまでの実績、中期計画の立案の仕方、PDCA のまわし方などである。第2は成長力（イノベーション）である。事業の成長力を高めるために、どんなイノベーションに取り組んでいるか。

・第3は企業の持続性（サステナビリティ）を確保するために、どのようなESGの体制と活動を行っているかをみる。SDGsとの結びつきについても検討する。そして、第4に、業績のリスクマネジメントである。想定外に業績がドスンと落ち込まないように、どのような仕組みを動かしているか。業績変動要因の分析を確実に進める。

・これは現在のBM（BM1）に対する分析である。次に、会社が将来作り上げたいBM（BM2）を明らかにする。BM1がピカピカに輝いている会社もあろうが、多くの会社は課題を抱えており、色あせている場合もある。そこで、BM2を描いていく。すでに明らかになっている場合もあれば、十分描き切れていない場合もある。

・では、BM2をどう実現していくのか。そのやり方（方策）が戦略である。戦略が価値創造の仕組み作りにとって本当に重要か、新しいBM2の形成にきちんと結びついていくか。こうしたマテリアリティとコネクティビティを定性的に読んでいく。KPIが設定されていれば、それにこしたことはないが、よくあるケースでは単なる目標の細分化になっているので注意を要する。

・これらを踏まえて業績予想を行うが、何年分を予想するのか。短ければ1~2年、長くて3~5年であろう。7~10年という数値に本当に意味があるのかが問われる。業種によっても中期の長さが異なるので、その特性に合わせていく。

・ここで議論がある。企業価値は将来キャッシュフローの現在価値であるから、DCFをベースに算定しようというやり方がオーソドックスである。現在のファイナンス理論の基本であり、ゲームのルールとなっている。将来は不確定であるが、現時点で数値に織り込めるものはできるだけ入れていく。織り込めないものは、それができるようになったら数値化していくというやり方である。

・しかし、企業経営をみると、まだ数値に織り込めないものも必死で作ろうとしている。それこそが中長期の価値創造の仕組み作りであり、BM2を構成するキャピタル（無形資産）への投資である。その蓋然性を読んでいくのがアナリストの本領である。

・曖昧な評価はできない、難しいというのは簡単である。安易にできるというのも甘い分析となってしまう。BM2とそれを実現するための戦略について、きちんと定性評価していくこ

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。

とが深い分析レポートにとって最も重要なことである。

・その場合、株価評価と企業評価を分けたほうが分析に厚みが出るというのが筆者の主張である。機関投資家は、定量的な株価評価はアナリストに頼らなくても自分で出来るし、自分なりの手法を確実に持っている。いい会社かどうかという企業評価は、見る視点によって意見の分かれるところであり、大いに議論が盛り上がる場所である。

・中小型企業 200 社を調査し、その後の個別企業の分析を踏まえると、企業評価（よい会社、普通の会社、今一步の会社）と、株価評価（割安、妥当、割高）には次のような傾向がみられた。

・よい会社は全体の 10%、普通の会社は 75%、今一步の会社は 15%、という構成である。一方、割安は全体の 10%、妥当は 80%、割高は 10%という構成であった。これをクロスしてみると新しい景色がみえてくる。企業の質は刻一刻と変化しており、株価もファンダメンタルを反映しつつ、それ以外の要因によっても変動している。

・中長期の企業価値創造を評価するには、定性評価の仕組みを精緻化することである。機関投資家はすでにいろいろ試みて自社の評価システムを作りつつある。定量評価の方式はすでにはっきりしている。企業サイドにおいても、この両面で大いに議論するエンゲージメントの用意が求められる。

・セルサイドアナリストは、これからも価値ある存在として役割を果たすことができるのか。投資の世界においても、AI（人工知能）の活用が活発化する。ファンドマネジャーをサポートする AI はイメージしやすい。いずれファンドマネジャーに代替する本格的 AI も登場してこよう。

・AI が得意とする分析手法で、投資リターン（ $\alpha$ ）を生み出すことができるのであれば、そこはヒトに頼る必要がなくなろう。でも、その AI ファンドマネジャーのフレームワークを作るのはヒトであり、自動学習では織り込めない新しい分析手法はやはりヒトに頼ることになる。

・中長期の価値創造の仕組みを評価する力が、人より AI の方が優れてくるとするならば、ここでもヒトのファンドマネジャーはいらなくなるかもしれないが、そんなことはない。頻度では計れない事象は数多い。

・価値創造の仕組み作りにおけるマテリアリティとコネクティビティは多様であって、丹念に対話していく必要がある。経営者の意思決定のプロセスを迫っていくことが大事である。

・アナリストはアクティブ運用におけるパフォーマンス ( $\alpha$ ) に貢献すべく、運用に役立つ価値ある情報を提供するの、本来の役割である。

・アナリストもAIは大いに活用すればよい。短期情報の収集整理、公開情報やSNS情報からみえてくる価値評価の源泉や材料にはいち早くアクセスして、使えるものは利用できるようにすることである。

### IR部門で働く時のコツ～互いに若い人材の育成を

・統合報告書は、会社が用意するベーシックレポートである。わが社の企業価値創造を統合的に語っているはずである。統合されていなくても、個別の開示情報はホームページにいけば山のようにある。

・ならばそれらの情報を利用すれば十分であって、アナリストの出番は減っていくという見方もある。しかし、そうではない。種々の情報をどう企業価値評価に活かしていくか。そこに独自の代案を出していくのがアナリストである。

・機関投資家は自らその活動を行い、バイサイドアナリストはそれをサポートする。会社は目指す方向を提案して、それに向かってつき進んでいくが、上手くいくかどうかは分からない。投資判断に当たっては、いくつかの代案があると論点が明確になる。

・リスクが読めるような場面もあれば、リスクが不確定ではっきりしないこともある。財務数値に織り込めることもあれば、織り込めないこともある。誰もが同じではなく、分析者によって、異なる見通しが出てくるのが普通である。

・とすると、投資家はまず自らの分析を行ったうえで、アナリストの意見も聴きたくなる。正、反、合とすれば、深い分析レポートに基づくアナリスト3人の意見が少なくとも欲しくなる。

・マーケットでは、アナリストがカバーしていない会社の方が、潜在的企業価値が株価に織り込まれていないので、 $\alpha$ を見出す可能性が高いという見方がある。とすれば、中小型株のカバレッジは上がってくるはずである。上場企業にとっては、どの会社のおいても、自社を本レポートは、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。

フォローするセルサイドアナリストが3人は欲しいはずである。

・しかし、今のマーケットの状況はゲームのルールとして、それがビジネスとしては成り立たない。アナリストが企業価値について深い分析を行っていないから、ビジネスにならないという意見も有力である。そもそも多くのアナリストに深い分析を期待することに無理があり、それだけの力量が十分鍛えられていないという見方も成り立つ。

・ここで大事なことは、現状から物事の成否を判断しないことである。資本市場は厚みのあるマーケットとして多様な投資判断を競う場であり、そのための機能を充実させる方向で、あるべき姿の議論を進めた方がよい。つまり、資産運用業界の価値創造の仕組みをあるべき姿に向けて展開するために、その戦略を実行していくことが必須である。

・アクティブ運用は敗者のゲームなのか。αを出している運用機関は例外なのだろうか。運用機関はアクティブファンドマネジャーをもっと育てていく必要がある。中長期の企業価値創造を見抜く力を一層養い、それをポートフォリオ運用に活かしていけば大いにチャンスはある。

・ベーシックレポートをきちんと書ける若手アナリストを育てることは、さほど難しくない。すでにやり方は分かっており、3年間で10~15本ほど書けば中級レベルに上げる事はできる。今のアナリストはそのくらいの素養は皆持っている。

・何が課題なのか。それはゲームのルールの再構築である。企業は中長期の企業価値創造に邁進する。アナリストはそれを評価するベーシックレポートを量産する。ファンドマネジャーは自ら中長期の企業価値評価を行うべく、バイサイドアナリストと協働したうえで、セルサイドと議論し、企業とエンゲージメントして、さらにアクティブな提言もしていく。

・この下地は、SCC (スチュワードシップコード)、CGC (コーポレートガバナンス・コード)、伊藤レポート V1、V2、日本版統合報告書の作成などを通して、ここ数年でかなりできてきている。では、何がカギを握るか。

・ここからは証券会社のトップマネジメント、運用会社のトップマネジメントが一流の人材を育て、それを活用するという新しいビジネスモデルへの転換を実践することである。3年という時間と一定の先行投資を要する。やれば成果が上がることはほぼみえているので、ぜひ大がかりに挑戦してほしい。

---

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。

・新しい IR は、こうした機関投資家業界、アナリスト業界の変革をサポートするように活動することであろう。中長期の企業価値創造に投資しようという投資家と、その分析をベーシックレポートで実践するアナリストを優遇することである。

・優遇といっても、特別なことではない。限られた時間の中で、意義のある議論をするという点で、ベーシックレポートに挑戦するアナリストに時間をとってほしい。また、そのアウトプットについては、改めて議論の場を設けて、次のレベルアップに向けて切磋琢磨してほしい。

・投資家やアナリストの意見や提言をマネジメントにフィードバックすることで、これがポジティブに働けば、IR 担当者としての役割は一段と高まろう。

・若い人にとっては、IR 部門は将来に結びつく有力な部署であり、CEO や CFO にとっては、自らの仕事の根幹の 1 つである。同時に、ファンドマネジャー経験者やアナリスト経験者をプロとして、IR 部門に入れて機能強化を図ることも有効であろう。

・IR 部門に配属された若い人々とは、いつもこんな会話をしている。会社の本質を知るまたとない機会である。自分の会社のことは知っているようで知らない。わが社の企業価値創造とは何か。話せるようで話せない。ここを借り物のことばではなく、自分のことばで話せるようにすることが本物の IR 担当者である。

・同時に、CEO や CFO の分身であるから、そのつもりでエンゲージメントしてほしい。かなり無理な注文であるが、そのくらいの気概を持つと仕事が面白くなると話す。そして、ある人は営業に、ある人は工場に、ある人は海外へ、キャリアディベロップメントしていく。

・その時 IR にいたということは、限りなく長持ちする情報を得たはずである。わが社の企業価値に関する長持ちする情報である。これを腹に入れてビジネスを実行すれば、将来を囑望される人材に飛躍できよう。

・実は、アナリストや投資家もこの長持ちする情報をしっかりと腹に入れたいのである。投資価値を判断する時のブレない軸が、ここで形成されるからである。若い新しいアナリストが大いに育ってくれることを期待したい。それを見届けるためにも、現役のアナリストとして、リサーチと中長期のインベストメントは引き続き継続したいと思う。