

## ベル投資環境レポート

# 新しい企業価値向上に備えて

## ～ESG投資とアナリストの役割～

2017年9月26日

鈴木行生

目	次
1. ESGを投資に活かす	2. イノベーションに向けたアナリストの役割
➤ 欧米の取締役会の実効性～建設的対話とアクティビストのインパクト	➤ シェアリングエコノミーの本格化～プラットフォームのイノベーション
➤ GPIFのESG投資とは～新たなESGインデックスに注目	➤ AIBOTの推進とFinTechへの備え
➤ ESGをいかに投資に活かすか～まずは読んでみて聴いてみよう	➤ カイテキ経営の成果～3軸の定量評価に着目
➤ ファイナンシャルジェントロジー～認知症とアセットマネジメント	➤ 衰退の法則に学ぶ～外からどう見抜くか
➤ ESGの先を目指す～次はイノベーション	➤ ゲームのルールが違う～アナリストの対応はいかに
➤ 知財(IP)を評価する～アナリストの知りたいこと	➤ 価値向上のための対話～アナリストの役割

### 1. ESGを投資に活かす

#### 欧米の取締役会の実効性～建設的対話とアクティビストのインパクト

・欧米企業の取締役会はどのように運営されているのだろうか。取締役会の実効性について、投資家はいかにエンゲージメント（対話）をしているのだろうか。6月に一橋大学院の田村俊夫教授、8月にラッセル・レイノズ・アソシエイツのジャック・ラスティオケリー氏（マネージングダイレクター）の話を聴いた。参考になる点をいくつか取り上げてみたい。

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。

・田村教授は、誰と話すかについて、①執行担当のマネジメントと、②独立社外取締役に行っている。昨今は、社外取締役と機関投資家の対話も増えようとしている。何を話すかでは、①ガバナンスについて (G)、②経営戦略について、③環境・社会 (ES) について、と分けている。端的に言えば、経営戦略と ESG に注目している。

・アクティブ運用中心のIロウプライスでは、1) 多数の企業と簡潔な対話を行うライトエンゲージメントと、2) 少数の企業に深く立ち入って長めの対話を行うヘビーエンゲージメントに分けて対応している。

・パッシブ運用中心のブラックロックでは、毎年1.5万社に議決権行使を行うが、そのうち1割の約1500社と対話を行っている。特に、長期投資家として、企業の長期的な価値創造と取締役会のリーダーシップを重視している。

・また、マネジメントの後継者選任、敵対的買収の提案、アクティビスト・ファンドの要求などについて、執行サイドのマネジメントの対応が不十分な場合に、社外取締役との対話を求める。通常は筆頭独立取締役や各委員会の委員長である取締役とミーティングを行う。

・公的年金のカルスターズ (カリフォルニア州教職員退職年金基金) では、企業の経営判断がESGにどう影響するのか。その理解を深めるために対話を行う。

・いずれにおいても対話の内容として、1) 取締役会が、個人としてもグループとしても、長期的成長を推進できる専門性を明確に備えているか、2) CEOの報酬は業績の実態、株価パフォーマンスと乖離した高額なものになっていないか、3) 長期成長戦略のフレームワークを開示しているか、4) M&A や資本配分について、執行マネジメントと取締役会が密接に協力しているか、つまり監督と助言が効いているか、5) E&S (環境と社会) について、経済的視点もふまえて、長期的な価値創造に組み込んでいるか、などを重視する。

・独立社外取締役と投資家との対話は、欧米でも一般的ではない。英国の方が、米国よりも積極的であるが、そのあり方についてはよく考えておく必要がある。社外取締役は株主の代表でもあるわけだから、投資家や株主と話すのは当然である。

・一方で、執行を任務とするマネジメントを監督する立場なので、執行の内容について独自に語ることはできない。その線引きはフェアディスクロージャーの観点からも難しい面がある。何もふれないのでは、そもそも対話の場に出ていく必要はないし、投資家からは失望されるだけである。

---

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。

・社外取締役と投資家との対話は本来望ましい。とすれば、そのルールを定めて、その内容についてよく合意しておく必要がある。IRの一貫として、同じ土俵に乗って活動するというのが基本である。

・1) 取締役会が実効性を上げているか、という観点から社外取締役と対話する、2) 会社が抱えている課題に対して、投資家のニーズをよく知っておくために対話する、3) 執行サイドと同じ範囲のディスクローズになるとしても、社外取締役が自分の言葉で話す中で、会社の価値創造の仕組みについて、投資家に理解が深まる、ということは十分期待できよう。

・ラッセルレイノルズは、コーポレートガバナンスについて、アンケート調査を行った。世界120カ国の1000人にアンケートを出して369名から回答を得た。

・効果的な取締役会 (effective board) とは、①リーダーシップ：議長がファシリテーターとなって、異なる見解を引き出ししているか、②戦略：深いレイヤーで軸合わせができているか、③構造とプロセス：よくないところを修正してけるか、④役員と構成：戦略に合わせるフレッシュな状態を確保しているか、⑤カルチャー：独立した考えを持ち、異議を言える文化ができているか、にあるとして分析を進めた。

・サーベイの結果をみると、国による差は意外にも小さかった、とオケリー氏はいう。よい社外取締役 (ディレクター) とは、1) 投資家のニーズをよく理解し、2) マネジメントと信頼関係を築き、3) 常に最新の情報を含めて問題に当たり、4) 全力で参加してエンゲージメントを行う人である、と指摘する。

・世界を代表する機関投資家は、バンガード (EUM2.9兆ドル、EUMは株式運用額)、ブラックロック (2.6兆ドル)、ステートストリート (1.5兆ドル)、フィデリティ (1.2兆ドル)、キャピタルグループ (1.1兆ドル)、Tロウプライス (0.6兆ドル)、ノーザントラスト (0.48兆ドル)、BNYメロン (0.47兆ドル)、インベスコ (0.40兆ドル)、ディメンショナル (3.58兆ドル) で、この上位10社で11.8兆ドル (1300兆円) に達する。

・エンゲージメントでは、どんなことを重視するか。この点で、1) バンガードは、①社外取締役の独立性、②業績連動の報酬制、③株主との対話を、2) ブラックロックでは、①ESG、②長期的な視点、③取締役の評価プロセスを、3) ステートストリートでは、①独立性、②取締役会の実効性評価、③ジェンダー(男女)ダイバーシティに注目する、とオケリー氏は指摘する。

---

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。

・もう1つ重視すべき点は、アクティビズムが米国から世界に広がっていることである。企業経営の改革に具体的な提案を行って、その戦略を、議決権を通して強力に実行させようとする。建設的な対話で、マネジメントに気付きをもたらすというレベルではなく、敵対的であっても、論理的に強引に提案を実現させようとする。

・このアクティビストの動きは、かつては異端で、例外で、社会的にも害悪ではないかとみられていた。しかし、今や全く違った存在となっている。どの世界をみても、一定の主張をもった人はいる。それがまともな場合もあれば、独りよがりな場合もある。運用の世界で、アクティビスト・ファンドは今や1つのアセットクラスとして、それに投資する機関投資家や年金オーナーが増えている。

・会社を改革するには少し強引でも、筋の通った経営にトランスフォームする必要があり、それを実行すると、目先の利益ではなく、長期的な企業価値が明らかに向上することがありうる。そこに共感する投資家は、アクティビスト・ファンドに投資をする。その方が、パフォーマンスが上がるからである。

・かつては業績不振会社がキャンペーンの対象とされたが、今では業績がそれなりによい会社でもターゲットとされる。しかも、米国企業から欧州の企業へ広がっている。現状と違った戦略を採用すると、より価値向上が図れるとみて、そうした提案をぶつけてくる。

・取締役会のメンバーもターゲットにされる。1) 価値創造のトラックレコード(実績)はきちんともっているか、2) その任に当たるスキル(能力・経験)を有しているのか、3) 社会的に何か不十分なところはないか、という点が問われる。

・アクティビストが狙ってくる経営改革の内容は、オケリー氏によると、全体の46%が戦略の変更、29%がM&Aの見直し(事業の売却)、27%が取締役会の構成(後継者の指名)についてであるという。

・そして、一定の水準を超えるパフォーマンスを達成しているという満足度基準ではなく、他社よりよいというだけでも不十分で、ベストを尽くしてフルパフォーマンスを上げよと、企業価値の極大化を要求してくる。

・日本のコーポレートガバナンス改革におけるエンゲージメントは、今のところ建設的対話に留まっているが、海外投資家主導のマーケットになっているので、外人投資家からアクティビスト的的要求が強まってくる可能性は大いにある。アクティビスト・ファンドが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。

つの有力なアセットクラスになっているという点には注目しておきたい。

## GPIF の ESG 投資とは～新たな ESG インデックスに注目

・ GPIF (年金積立金管理運用独立行政法人) のスチュワードシップ (SS) 活動について、小森博司氏 (市場運用部スチュワードシップ担当) から話を聞いた。7 月の CGNW (日本コーポレート・ガバナンス・ネットワーク) のセミナーは大盛況であった。

・ GPIF は厚生年金や国民年金のアセットオーナーとして、孫子の世代までの年金を担っている。100 年を見据えて、25 年ごとにロールオーバーする。5 年ごとにポートフォリオを見直していく。

・ GPIF は国民に対して SS (受託者責任) を負っており、同じように運用会社 (AM) は GPIF に対して SS を負う。GPIF は立場上、株式の運用を直接行うことはできないし、企業経営に影響を与えてもいけない。

・ 国の公共機関として企業活動に口出しをしない、という立場が法的に定められている。よって、議決権行使に関与できないし、企業とのエンゲージメントを直接やってはいけない。すべて運用機関 (AM) に任せることになる。

・ このようなアセットオーナーは世界でも GPIF だけ、と小森氏は説明する。米国のカルパース (カリフォルニア州の公務員の公的年金基金) は、世界でも有数のアセットオーナーであるが、自ら AM も行っている。

・ GPIF は、運用を任せる AM に対して、双方向のエンゲージメント (建設的な対話) を行ってほしいと要望する。ともすると、AM が企業に資本効率の改善を要求するだけになるが、そうではないという。長期の年金運用なので、目先の株主還元よりは企業に投資をしてほしいと考えている。

・ また、議決権行使についても、ガイドラインにこだわらずに、よく議論してほしいという。買収防衛策についても、対話をして、その根拠が納得できるのであれば、賛成することがあってもよいというスタンスである。

・ GPIF は 25 年単位の超長期投資家である。5 年が中期、10 年が長期、25 年が超長期というタイムスパンである。145 兆円を運用する中で、25%を国内株へ、25%を外国株に投資する。

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。

銘柄でいえば日本株で 2200 社、外国株で 2600 社を有する。その意味で GPIF はユニバーサルオーナーである。つまり、ほとんどの株は持っている。

・そうすると、リターンは個別の  $\alpha$  よりも、市場全体（インデックス）の  $\beta$  の方が重要になり、 $\beta$  の底上げが最大のテーマとなる。そこで、ESG をベースに中長期のサステナブルな企業価値を全体として向上させるべし、となる。

・GPIF は PRI (国連責任投資原則) に署名した。これを踏まえて、ESG を考慮した運用を AM に要請している。ESG をどのように扱うかは AM 次第だが、AM から報告を聴くだけでなく、企業にも直接アンケートを出している。

・そこでは、一般論として AM の活動が企業価値向上に貢献しているかどうかを聞いている。また、企業サイドからアセットオーナーと直接対話したいという要請を受けて、企業・アセットオーナーフォーラムをスタートさせた。ここでは、企業の生の声を聴いている。

・AM は、インデックス会社、エンゲージメント代行会社、議決権行使会社に、企業価値向上に資する判断を丸投げするのではなく、第 3 者のサービスを使うなら、そこに対してもきちんとエンゲージして、評価することを求めている。

・企業には、ESG をベースにした持続的な企業価値向上を求めており、その一貫として、①優れた CG 報告書や、②優れた IR (統合報告) 書を AM に選んでもらい公表している。さらに、企業と個別に対話する時は、必ず CG 報告書や IR 書を読んでいくように、AM へ要請している。

・GPIF は PRI に基づく運用を AM に求めるが、企業サイドには SDGs (持続的な開発目標) にどのように対応してほしいのか。基本は CSV (共通価値創造) なので、SDGs の 17 項目をよく吟味する。

・その上で、自社のビジネスにとって、本業の広がりとなるか、新規ビジネスとなるか、リスクマネジメントになるか、というマテリアリティ (重要性) を判断し、企業価値向上に資するものから取り入れていけばよい、と小森氏は強調する。企業価値向上が第一で、その上で社会的課題のソリューションに結びつけばさらによいという見解である。

・AM に対して、新しい BM (ビジネスモデル) を構築せよ、と要請している。AM に聞くと ESG インテグレーション (ESG を投資判断に組み込んだ運用) をやっている、すべての機関が

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

答える。では、IR ミーティングで、ESG の議論を本気でやっているか。

・まだ十分でないと感じており、これから強く要求するという。鍵は、パッシブ（インデックス）運用において、企業とのエンゲージメントをどのように行うか、にある。GPIF の株式運用の 8 割がパッシブである。アクティブ運用は 3～5 年単位で見れば、株を売ることが普通なので、ESG のエンゲージメントはパッシブ運用の方がはるかに重要である。

・GPIF は ESG 指数を公募し、第一弾を 7 月 3 日に公表した。14 社から 27 本の応募があったが、そこからまず 3 本を選定した。国内株の 3%に当たる 1 兆円をこの 3 本で運用することにした。

・ESG に対する考え方はまだ多様であり、企業の開示も十分でない。AM から企業サイドに ESG の開示を要請することになる。インデックスについては今後 5 年、10 年かけて、あるべき姿を追求していくという。企業や AM は指数会社とさらに対話していく必要がある。

・選定された FTSE Blossom Japan Index は、ESG の総合型で、FTSE JAPAN 500 の中から、151 銘柄が入っている。MSCI ジャパン ESG セレクト・リーダーズ指数も総合型で、MSCI ジャパントップ 500 から 251 銘柄を選んだ。3 つ目の MSCI 日本株女性活躍指数（WIN）はテーマ型で、MSCI ジャパントップ 500 から 212 銘柄を選んだ。

・この他にも、今後新しい ESG 指数が選ばれていく可能性がある。環境（E）については現在審査を継続している。なお、ガバナンス（G）については、公募した中では該当なしとなった。G をベースとするインデックスで、ベンチマーク（5 年間）を上回るものがなかったことによる。

・GPIF の AM に対する評価において、ESG に関するエンゲージメントのウエイトが高まっている。従来の 10%を 30%に高めたと小森氏は強調する。中長期投資における GPIF の新方針の確立とその実行は、AM 業界に大きなインパクトを与えよう。ESG の評価軸がいかに運用パフォーマンスの向上に結びつくか、大いに注目されよう。

## ESG をいかに投資に活かすか～まずは読んでみて聴いてみよう

・8 月に催された日経 IR フェアで、「重要性高まる企業開示と ESG 情報」というパネルディスカッションを聴いた。参加者の関心も高いものであった。ESG 情報をいかに投資に活かすか、という点で共感するところが多かった。そのいくつかを取り上げてみたい。

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。

・ジェイ・ユーラス・アイアールの高山氏はESGについて、次のように強調した。E(環境)においては、何らかの環境規制に違反すると企業のレピュテーション(評判)が下がってしまう。一方で、CO2などの環境負荷を軽減する製品やサービスを提供することは、企業価値の向上に結びつく。

・S(社会)では、人権に関わる中で、社員の働き方改革が注目される。社員の人材育成に力を入れて、働く人々のモチベーションを高める企業は、業績もよくなるはずである。男女、国籍など多様な人々が働ける会社の方が、均質な人材だけで成り立つ会社よりは、ヒューマンキャピタルのリスクが分散されるはずである。

・G(ガバナンス)では、マネジメント(経営陣)が将来の企業価値創造に向けた戦略の遂行や組織作りをしっかりとやっているか問われる。同時に、リスク管理やコンプライアンス体制も重要である。そこで、社外取締役を含む取締役会がマネジメントの執行をきちんと監督し、株主重視の経営を展開しているかをみていく。

・ESGは、この10年の間に大きく注目されるようになってきた。欧州ではESG重視の経営が標榜されている。日本企業の活動もグローバルしており、海外の株主も増えている。また、財務情報を見るだけでは、企業の実質価値は分からない。財務情報に表れない非財務情報の中で、とりわけESGについて深く知ることが、中長期的に伸びる会社を見出すことに繋がるという考えが有力になってきた。

・中外製薬は2年連続で日経のアニュアルレポート表彰で最優秀賞を受けた。内田広報IR部長は、ESGへの取り組みとして、1)ガバナンス(G)では、イノベーションを創出する人材戦略、2)社会(S)では、アンメットメディカルニーズ(まだ治療法のない領域)を満たす革新的な新薬の提供、を強調した。製薬企業として、それをいかに実践しているか。そのプロセスが投資家に理解されるように工夫している。

・中外製薬は、スイスのロッシュが株式の50.1%を所有し、連結対象子会社となっているが、東証1部上場を維持しており、自主独立の経営を展開している。ESGも優れており、最近GPIFがESGインデックスに選定した3つの指数のいずれにも採用されている。

・米国のブラックロックは、世界最大の運用会社で600兆円の資金を運用している。半分が世界の株式で、9割がパッシブ運用である。インデックス型の運用なので、長期投資が基本であり、短期の財務情報よりもESGへのエンゲージメントを通して、会社がよくなってくることが最も重要である。

---

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。

・議決権行使はその時の意思表示である。世界 5 拠点で 30 名の専門家が 94 のマーケットをカバーしている。エンゲージメント(建設的な対話)に当たっては、企業と信頼関係を築き、話し合いを進め、尊敬される投資家になりたい、と同社のインベストメント・スチュワードシップ相当の大越氏は強調した。

・米国の ROE は高い。そこで、経営者が暴走しないようにブレーキをかける ESG が重要である。日本の ROE は低い。よって、もっと稼ぐように ESG を推進する必要がある。では、ESG はどのように業績に結びつくのか。

・まず、企業が ESG を通して企業価値向上を図るような経営を実践する必要がある。次に、その活動を業績に結びつけて開示していくことが重要である。内田氏はここを強調する。ところが、ESG については、まだ一般的な開示にとどまっている企業が多く、十分でない。

・GPIF の ESG のインデックスは、それで 1 兆円を運用する。ここに採用されるか、されな  
いかで株式市場での評価が変わり、適正な評価で遅れをとるかもしれない。とすれば、ESG  
の経営に力を入れ、その開示を通して評価を上げようとする動きが、これからいろいろ出て  
こよう。

・ESG 情報を体系的に知るには、上場企業が開示する統合報告、アニュアルレポート、ESG  
レポート、CSR レポートなどを読んでみることである。レポートの名前はいろいろあるが、  
E(環境)、S(社会)、G(ガバナンス) について、何らかのレポートは必ず出ている。

・会社説明会に参加した時は、投資家やアナリストが目先の財務情報の話ばかりしていない  
か。会社サイドも、投資家が知りたいことは目先の業績と株主還元であると決めつけていな  
いか。まずは、ESG に関する会社の姿勢をよく知る必要がある。

・ブラックロックの大越氏は、1) 会社の統合報告を読んで、とりわけ経営者のメッセージ  
に最も注目するという。2) そこに思いや魂が入っているかどうかは、読んでみると分かる。  
3) 次に ESG が経営哲学や企業文化に根付いているかをみる。4) さらに、それが企業の金儲  
けの仕組みと戦略的に結びついているかを検討するという。まさに、その通りであろう。

・ジェイ・ユーラス・アイアールの高山氏は、1) ESG について、まずはコンセンサス(常識)  
で会社側の説明が腑に落ちるかを自分で判断する、2) 次にガバナンス(G)については、取締  
役の構成や社外取締役の関与の仕方について着目するという。

---

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。

・3) 環境(E)と社会(S)については、企業の事業戦略と結びついているかをみる。4) ミニマム・リクワイアメント(最低必要条件)としてルールを守っているか、そして5) 最も大事なことは、企業の価値創造にどうつなげているかをみるべし、と指摘した。

・以上の点を踏まえて、ESGを投資に活用するには、① Eでは、環境についてルールを守るだけでなく、企業の評価を高めるように活動しているか、② Sでは、国内、海外で働く人々の人権を無視するような不当なことをやっていないというだけでなく、生き生きと働けるような仕組みを作っているか、を聞いていく。

・③ Gでは、形だけの社外取締役ではなく、執行サイドのトップマネジメントの戦略を監督し、その報酬や後継者選びにも目を光らせて、もっと稼げる会社にしようとしているかについて、助言もしていく必要がある。

・個人投資家は、そんな難しいことは分からない、というかもしれない。そこで、難しくなないように分かってもらう努力を、会社サイドがすべきである。中外製薬の内田氏は、家でござる寝ころんでも読める統合レポート作りに力を入れた、と強調した。まずは、宝の山を期待して読んでみたい。間違いなく‘会社を見る目’は磨かれよう。

## ファイナンシャルジェントロジー～認知症とアセットマネジメント

・自分も老年を迎えるので、ジェントロジー（老年学）への関心は高い。今の60代は若々しいという声に合わせて、気持ちは54歳と称している。健康で従来と同じように活動できる健康寿命を少しでも長くしたいと節制にも努めているが、生活習慣病との共生は続いている。

・少し前のデータだが、男性の健康寿命は71歳、女性79歳、生命寿命との差は男性9歳、女性12歳であった。私自身は90歳まで生きようと考えている。先は分からない方が楽しいという意見を聞いたからである。そして、90歳のその時まで健康でいたい。

・理想はピンピンコロリである。しかし、世の中では生命寿命と健康寿命の差をどう過ごすかが大きな課題である。その間の介護は不可欠であり、長く寝込んで病が重くなるネンネンコロリも増えていく。

・慶大医学部の三村将教授（精神神経科）の話を聴く機会があった。テーマは、「認知症500万人時代の資産管理のあり方」であった。日常生活が一人でできない認知症の方は、現在500

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。

万人ほどいる。認知症の代表であるアルツハイマーは、それがスタートして発症するには15年もかかる。

・もちろん個人差はあるが、認知症になって介護が必要となる前の予備軍となると、1000万人以上いるのではないかと推定される。三村先生は、高齢化とともにこの予備軍が1500～2000万人になるかもしれない、と警鐘を鳴らす。

・2014年のデータで、認知症の社会的コストは14.5兆円と推定された。医療費1.9兆円（全体の13%）、介護費6.4兆円（同44%）、家族などによるインフォーマルケアコスト6.2兆円（同43%）であった。医療保険や介護保険はどんどん増えていく。周りで支えることが必要だが、その経済的負担や精神的負担も一段と重くなってこよう。

・認知症を治す薬は今のところはない。いかに予防するか。早期発見、早期介護で進行を遅らせ、食い止めることが鍵である。医学的には脳に不要物が貯まることが原因である。アミロイドやタウが貯まるので、これが貯まらないように、あるいは減らすことができればよい。

・まだ失語、失行、失認などの症状がでていない人でも、脳の中を断層撮影すると、アミロイドなどの存在状況を診断することができる。今ある薬や開発中の薬は、いずれも認知症の進行を遅らせるものであるが、このアミロイドなどを除去できれば、認知症は大幅に改善されるかもしれない。

・私の母は昨年95歳で亡くなったが、90歳を過ぎた頃から失認が激しくなり、私と会ってもどちら様ですかと言うようになった。しばらく話すと息子であると分かる。長期記憶には息子が残っているので、昔話は分かる。それが目の前にいる本人とは一致せず、トイレに行き帰ってくると、どちら様ですかに戻る。短期記憶には結びつかなかった。

・認知症は現在60代前半で2%程度、5歳ごとに2倍ペースで上昇していくという。80代後半では25%が発症することになる。発症までに15年かかるとすると、60代の5～6人に1人がすでに予備軍である。

・脳に不要物を貯めないようにするにはどうすればよいか。長寿の秘訣と似ているが、アクティブに生活をエンジョイすることである。食事（佐久市）、運動（藤沢市）、幸福度（荒川区）に関するコホート（観察研究）によれば、1) 食べすぎず腹八分にして、2) 今までよりもプラス10分間運動をして、3) 広い人間関係のもとで趣味をもって学ぶことがよい、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。

・魚を食べて鬱<sup>うつ</sup>の気持ちを防ぐようにする。深い睡眠は脳を掃除してアミロイドを減らすので、気持ちよく寝るようにする。そして、頭を守って、ぶつけないように注意する。若い時に頭に衝撃を受けるような運動をしていると、脳が動いてタウが貯まり易くなるという研究もある。サッカーやラグビーは注意を要するという三村先生の話は意外だった。

・長生きを健康で過ごすには、一定のお金も必要である。そこで、生命寿命、健康寿命とともに、資産寿命も大事になってくる。自立した日常生活を送るには、お金の使い方や財産の管理が自分でできないと困る。しかし、認知の低下と共に、財産管理能力も落ちてくる。

・最後は誰かに面倒をみてもらう必要があるが、それは医者や介護ケアの人ではない。そこで、ファイナンシャルジェントロジー（金融老年学）を研究し、金融に関して高齢者が適切にサービスを活用できる社会を作っていく必要がある。年をとると、金融に関する意思決定能力（FC：Financial Capacity）が落ちてくる。大きな金額の判断や特別な決定ができなくなる。

・個人金融資産の分布をみると、高齢者が最も資産を持っている。それが活用されないのは、長寿に備えた安全第一という見方もあるが、FC（金融決定能力）が十分でなくなってくることも影響する。これからはFCが重要となろう。老年者に対して、顧客本位の金融サービス（フィデューシヤルデューティ）になっているか。何らかの不正や犯罪に結びつかないか。長寿に見合った資産運用の機会を逃すことにならないか。こうした論点が問われる。

・どんなビジネスにおいても、高齢者との取引には十分な注意（善管注意義務）が必要である。高齢者は認知能力が落ちてくると、次第に道具が使えなくなる。今まで使えていたものが、上手くいかなくなる。

・三村教授は、高齢者は不意打ちに弱い、と指摘する。医療の世界でも、インフォームドコンセントにおいて、その場やその日に同意を求めないという。重篤な病気に対する治療の同意を求めても、その不意打ちに動転して、従順に従ってしまうからである。必ず考慮する期間において、後日に判断を仰ぐ。

・金融においても、咄嗟の判断を求められ、同意を得るようなプレッシャーをかけられると、高齢者はそれに従ってしまう。そういう行動学的な傾向がある。これが詐欺的商法にはよくみられ、さらに悪意がなくても、聞いてなかった、知らなかったというトラブルになりやすい。

---

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。

・認知症の人々が増えていく。その医療や介護は大変であるが、その人たちが有する金融資産の管理（アセットマネジメント）も重要になる。その金額が100兆円に膨らむという見方もある。

・三村教授は、薬の開発という点では製薬企業とR&Dを進めるとともに、慶大経済学部の小林慶一郎教授と組んで、ファイナンシャルジェントロジー（金融老年学）の研究にも入っている。この分野では大手証券会社と共同研究を進めている。FC（金融決定力）をAIで診断するという試みも展開されよう。

・金融認知症にならないようにするには、脳に不要物が貯まらないように、生活にメリハリをつけ、自らの頭を使うことである。個人的には仙人の構えを目指しながら、ボケ封じの神頼みに出かけることも心掛けたい。

### ESGの先を目指す～次はイノベーション

・CSR（企業の社会的責任）とESG（環境・社会・企業統治）は何が違うのか。企業の倫理的な側面や社会貢献を重視するか、企業のサステナビリティ（持続性）を支える3つの側面をとりわけ重視して、企業価値の向上を目指すのか、という点に差がある。

・ESGが中長期的な企業価値創造に結びつくのであれば、ESG投資は意味を持つてくる。中長期の投資リターンの向上、あるいは投資リスクの低減が見込めるからである。

・企業に対するESGの評価を、どのように展開するのか。投資対象をポジティブにスクリーニングするか、ネガティブにスクリーニングするかで、スタンスが異なってくる。環境汚染、虐待労働、軍需優先、健康被害などに着目して、それに関わる企業を外していくのがネガティブスクリーニングである。

・逆に、生態系・エネルギー改革、社員の働き方やダイバーシティ（多様性）改革、コーポレートガバナンス改革など、ESGを通じた企業のサステナビリティに関して、プラスに加点して評価するのがポジティブスクリーニングである。

・GPIFが採用した3つのESG指数（FTSE Blossom、MSCI ジャパン ESG、MSCI 日本株女性活躍）は、いずれもポジティブスクリーンをベースにしている。

・ESGを軸にした次元評価だけで、投資のパフォーマンスが出るのであろうか。ESGの評価本レポートは、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。

価値が高い企業は、ROEが高く、株価のボラティリティは低いと本当にいえるのだろうか。その因果関係を株価と単純に結びつけるわけにはいかない。ESGは重要であるが、企業がESGに特化すれば、持続的な成長が保証されるとはいえない。

- ・企業価値には経済的価値と社会的価値があり、企業価値とは直接結びつかない社会的価値もある。また、目先の経済的価値が中長期の企業価値と相反することもよくある。

- ・一方で、ESG投資がESGインデックス中心に投資されるならば、このインデックスに選ばれることが、市場価値を高めることに結びつく。ESGインデックスに入ることを目的に、自社のESG活動を磨くという企業も増えてこよう。目標を明確にして、ESGに力を入れることは望ましいが、それで企業価値の向上に結び付くかは十分検討してほしい。

- ・企業の価値創造をESGも含めて、もっと広く深く捉えようとする議論も進んでいる。伊藤レポート第2弾（「価値協創のための統合的開示・対話ガイダンス」）は、企業と投資家の対話を財務情報と非財務情報に分けて、議論するのではなく、長期投資（ESG無形資産投資）の観点から統合的に捉えようとしている。

- ・企業サイドにおいて、1)社会的課題にソリューションを提供する、2)社会的価値にフォーカスして、社員が自立的に動かないと本物の企業価値創造はできない、3)ESGを軸にグローバル経営を進化させる、という気運が高まっている。

- ・投資家サイドでも、1)パッシブだけでなく、アクティブ運用においてもESGファクターを評価に取り入れる、2)グローバルにESG評価を行い、企業にレーティングをつけて、一定水準以上を投資対象のガバレッジとする、3)アナリストガバレッジの全銘柄にESGレーティングを付与して、既存の投資プロセスに組み込んでいく、というケースが増えている。

- ・ここで2つの課題があろう。1つは、投資判断におけるESG評価の重みをどのようにおこなうか。もう1つは、ESG優先の投資判断が何らかの偏りを生まないか。いずれも今の段階で計量的に分析できていないので、実証的な論評は難しい。

- ・ただし、経験則に基づき、次のような方策を検討すべきと考えている。企業レーティングを、①経営力（マネジメント能力）、②成長力（イノベーション力）、③持続力（ESG）、④業績のリスクマネジメント、という4つの軸に沿って3段階評価するというのが、これまで筆者がとってきた方式である。これはビジネスモデル（BM）の頑健さ（ロバストネス）を4つの視点でみたものである。

---

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。

・ところが、企業価値創造に優れた企業においても、このBMの構築がまだ弱い。統合報告(Integrated Reporting)においても、既存のBM1を次のBM2にトランスフォームしていく時、1) BM2の描き方と、2) その実現のための戦略、が今1つである場合が多い。

・そこで、企業評価のレーティング軸として、新しいBM作りの戦略のコネクティビティ(結び付き)の評価を第5の軸として導入したい。コネクティビティが弱いと戦略の実行性が不十分となり、新しいビジネスモデルが実現できないからである。

・企業評価に、⑤新しいBMと戦略のコネクティビリティ、を入れてみると、目標水準が一段と上がって、上位、中位の差がよりはっきり出てくる。

・5軸を3段階で評価するので、企業レーティングは5点(1+1+1+1+1点)から15点(3+3+3+3+3点)までばらつく。15~13点をA、12~8点をB、7~5点をCとする。

・そうすると4軸(4~12点)ではAクラスであった企業が、Bクラスになってくるケースが出てくる。大企業でも中堅企業でも、Aで変わらない企業もある。ここで、何が差になってくるかという点、ESGの軸ではなく、イノベーション(成長力)の軸である。イノベーションを企業価値創造の新しいBMに結びつけるコネクティビティに、差が出てくるように感じられる。

・改めて企業のイノベーションの強さや、新しいBMと4つの軸のコネクティビティに注目したい。もしそこが十分できているなら、統合報告でより一層開示してほしい。そうでないならば、新しいBMの構築に向けた戦略をコネクティビティの観点から練ってほしい。例えば、エムスリーや東祥はAクラスとみているが、今一步の企業も多いといえよう。

## 知財(IP)を評価する～アナリストの知りたいこと

・政府は毎年、知的財産推進計画を策定している。2017年の計画では、‘ビジネスの実態やニーズを反映した知財価値評価の実現’が盛り込まれた。知的財産の権利化とともに、知財紛争処理システムの機能強化も求められている。証拠収集、裁判外紛争解決手段(ADR)、国際仲裁などが引き続き重要である。

・では、知的財産(知財・IP)の適正な評価はどのように行えばよいのだろうか。特許(パテント)侵害した時の損害賠償額はいくらが妥当か、という直接的な利害の前に、知財の価値評価にもっと迫る必要がある。

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。

・投資家・アナリストからみて、知財の適正な価値評価に向けて、何が大事であるかを考えてみたい。まず大枠としての企業価値評価のフレームワークでは、3つの視点が重視される。

・1)市場性（市場の広さ、市場の発展性、競合の度合い、新市場の創造）、2)革新性（ビジネスモデルの独自性、イノベーションの先進性、経営資源と組織能力の活用、新たなコンセプトクリエーション）、3)社会性（商品・サービスの不可欠な存在、ESGの活動、ステークホルダーの満足、社会的課題の解決）という3点である。

・次に重要な点は、価値創造の仕組みである。企業が価値創造を実践する仕組みがビジネスモデル(BM)であり、そのBMを構成する6つのキャピタル(資本)の1つが知財(IP)である。

・6つのキャピタルとは、①人的知識（ヒューマンキャピタルの中に内在し、生み出されるナレッジ）、②運営組織（BMを運営する組織能力）、③人工知的（ヒューマンキャピタルが創り出し、客体化された知財や製造物）、④社会公共（インフラとしての社会公共資本）、⑤自然環境（BMの持続性に欠くことのできない自然や環境資本）、⑥金融財務（金融資本市場における財務）である。

・知財を狭く考えれば、特許など法的に守られる知的権利であるが、広く捉えればBMを支える外部化された知識やそれを具現化させたシステムといえる。特許とは違ったカルチャーのようなものから、外部に顕在化させたくない秘密のノウハウのようなものまで幅広い。

・知財はBMを支える重要なキャピタルであるが、それにはいくつかの発展プロセスがある。1) 発明・発見のような知財は、それがすぐビジネスに役立つとはいえない。2) 知財を活用してBMを作り上げるには相当の戦略が求められる。3) 今のBMが何らかの価値を創り出しているとするれば、そこには必ず知財が貢献している。

・さらに、4) 次のBMへレベルアップするには、新しい知財を創り出して活用する必要がある。5) この知財を創り出すR&Dはどんな業種の企業においても必須である。

・そこで、アナリストとして、会社に問いたい。第1に、あなたの会社の知財の特色は何ですか。第2に、あなたの会社の知財の強みは何ですか。第3に、新たな知財の創出に向けて、どのような中長期戦略を打っていますか。

・そして、第4に、知財のIR（統合報告としての投資家向け説明）はどのように展開していますか。まさに会社としてIPによる価値創造をどのように実践し、それをいかに評価し

---

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。

ているかを知りたいのである。

・アナリストとしては、知財の評価を5つの軸で行う。①知財のマネジメント：会社として知財をどのようにマネジメントしているか。②知財のイノベーション：知財を活かしていかに成長力を高めていくか。③知財のリスクマネジメント：知財を業績に結びつけると同時に、ネガティブなリスクが顕在化しないように手を打っているか。

・④知財を支えるESG：環境、社会に貢献する知財となっているか。そのためのガバナンスは十分か。そして、⑤知財のコネクティビティ：知財が独自の価値創造モデルにきちんと結びついていくか、という点を吟味していく。

・その中で特に注目したい点は、1)イノベーター(発案者)は誰か。2)それを支える組織能力は十分か。3)ビジネスに育てていく戦略は確固たるものか。4)その知財をどう守るか。オープンにするのかしないのか。紛争になったらどう戦いどう収めるか。5)ビジネスへの貢献度をどのように計量化するか。定性評価をいかに計量化し、財務的にはどのような収益性を見込んでいくか。

・その上で株価へのインパクトを評価したいが、知財の発展ステージによって評価の実態は異なってくる。

・①発明発見の時期(R&DのRの局面)、②実用化のための改良の時期(R&DのDの局面)、③商品化・サービス化の時期(立ち上げ期)、④成長前期の時期(設備投資、販売投資、人材投資)、⑤成長後期の時期(収穫期)、⑥次のイノベーションへの準備時期(イノベーションの連鎖に結びつくか)、⑦衰退・撤退の時期(過剰資産をどう縮小整理するか)など、局面によって株価は常に過大にあるいは過小に反応しがちである。

・財務的な実績がみえ、予測の確度が上がってくると、マーケットではその知財の効果が次第に織り込み済みとなり、落ち着いてくる。

・投資家としては、常に先読みをしたい。会社サイドとしては、過剰反応を避けるようなIRに努めたいと考える。しかし、実態を伝えて、知財という無形資産を理解してもらおうとしても、なかなか思うようにはいかない。

・アナリストによって解釈が異なり、楽観/悲観/無視など、さまざまな態度が表われよう。こうしたマーケットの評価を踏まえた上で、それに振り回されることなく、知財を活かした

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。

BMのブラッシュアップに取り組んでほしい。

## 2. イノベーションに向けたアナリストの役割

### シェアリングエコノミーの本格化～プラットフォームのイノベーション

・7月にあずさ監査法人(KPMG)の成長企業倶楽部で、シェアリングエコノミーの事例について話をきく機会があった。経済の仕組みは、ネット社会の中で大きく変化している。企業のビジネスモデルも、モノからコトへ、フローからストックへ、所有から利用へ、その切り口は様変わりしつつある。さらに同業他社だけがコンペティターとはいえなくなり、セクター(業界)という垣根がどんどん崩れようとしている。

・シェアリングエコノミーとはどんな仕組みなのか。その事例として、シングルマザー用のシェアハウス、女性向け高級ブランドバックの定額レンタルサービス、アパレルにおけるコスプレ用縫製ITサービスプラットフォーム、自転車シェアリングのドコモ・バイクシェアが紹介された。こうしたサービスがどんどん身近になってくる。その注目点について取り上げてみたい。

・シェアリングエコノミー(共有経済)ではライドシェアや民泊が分かり易い。車に一人で乗っているなら、誰かを乗せてシェアしよう。家のスペースが空いているなら、旅行者を泊めて有効活用しよう。

・しかし、これをビジネスとしてやろうとすると、規制があつて勝手にはできない。タクシー事業や旅館事業に関する業法に抵触してしまう。一方、もしお金を全くとらないとすると、営利事業ではないので特に問題とならない。友人や親戚を乗せたり、泊めたりするのと同じで、何ら規制はない。

・一緒に乗っていると、いろいろ話ができて楽しい。知らない人が泊まって友だちになれるのは楽しい。というように、お金に換えられない楽しみを味わうことができる。あるいは、互いに困っていることを上手く補完して、助け合うことができる。

・しかし、シェアリングの実現には規制がいろいろある。それをどのように乗り越えて、新しい経済の仕組みを作っていくか。そこで2年前にシェアリングエコノミー協会(加盟企業約180社)が設立された。代表理事である上田祐司氏(ガイアックス社長、コード3775)

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。

の話は興味深い。

・SE（シェアリング・エコノミー）は、ホスト、ゲスト、それを繋ぐプラットフォームで形成される。シェアする内容は、もの（レンタル）、空間（ホーム）、移動（車）、スキル（家事代行）、お金など、さまざまである。ホストはシェアするコンテンツを提供し、ゲストはそれを利用する。プラットフォームはホストとゲストのマッチングを担って、その手数料（フィー）をとる。

・シェアすることで、余っているものを有効活用し、新しいサービスを作り上げる。コストは安くなり、効率的でメリットがありそうだ。一方で従来型ビジネスにはネガティブなインパクトを持つことが多いので、既存業界の人々は規制緩和に反対しがちである。しかし、これは単なるパイの取り合いではなく、新しいマーケットの創出なので、市場の活性化に明らかに貢献する。

・親戚や友人なら、車に同乗させたり、家に泊めたりできるが、知らない他人に対して、それができるか。大事なことは、知らない人が信用できるかどうかを何らかの形で知りたい。変な人ではないということが分かれば、安心してシェアすることができる。

・何らかの助け合いという感覚が入ってくる。共助が互いに分かっていると、シェアリングの仕組みは上手くいかない。そこで、プラットフォームの中に安心や信頼を醸成するような仕掛けを組み込んでおく必要がある。

・カギはレビューシステムにある。プラットフォームの責任として、各々のシェアリングに自主的なルールを定めていく。法令に違反していないかという点は当然だが、それ以上に、安全で信用できるか、責任分担は明確になっているかという点が問われる。

・ホストやゲストの相互チェックを通して絶えずレビューし、評価が低い人々はプラットフォームを利用できなくする。ルールを従い、マナーを守ることが自らの評価につながり、シェアエコノミーの参加者として存在が認められる。

・上田代表理事は、シェアエコノミーの発展は、アベノミクスの政策である①1億総活躍社会づくり、②インバウンドの拡大、③地方創生に合致すると強調する。シェアエコノミーは、これまでよりも利用する機会、働く機会を多様にする。海外の人も含めて、人々とのふれ合う機会を増やす。

---

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。

・また、官が公共サービスとして提供するのではコストがもたないが、民が共助の精神で工夫していけば、きめ細やかなサービスの提供に結びつく。それが活用できるようなシェアリングシティ構想を支援しようという動きも活発である。

・シェアリングの事例をいくつか見てみよう。日本の人口減少は始まっており、子供の数も減り始めている。一方で、シングルマザーは増え続けている。婚姻数に対する離婚の比率は上がっており、母親一人で子供を育てる人は、横浜市の場合子育て世帯数の7%を占める。働きながらの子育てはそもそも大変である。さらに、住む場所を探すという点において不動産弱者でもある。

・そこで、日本で初めて、シングルマザー用のペアレンティングホームの企画運営が横浜市でスタートした。民間の建築士（一級建築士事務所秋山立花）と不動産投資家（マインズ・プラス）がチームを組み、地域ぐるみで子育てを応援する現代版の長屋づくりを目指した。これが、上手くいっている。母親1人では大変だが、3~7家族と一緒に暮らすと、生計は独立だが、いろんな面で助け合うことができる。

・高級ブランドのバックが家に眠っている。30万円で購入した有名バックを使わないというケースも多い。かといって、処分するには惜しい。そこで、所有者(ホスト)は信用できるプラットフォームにバックを預けて、貸出の機会を提供する。バックは自分が使う時と同じように丁寧に扱われ、もしもという時の保険もついている。

・利用者(ゲスト)は月6800円払うだけで、自分好みの高級バックを借りることができる。ホストはゲストが使ってくれた時に月2000円が入る。このサービスでトップのラクサステクノロジー社は、このビジネスを日本だけでなく、グローバルに展開しようとしている。

・ゲストにはクレジットカード、運転免許証の写メールで簡単に登録できるようにし、ホストのバックについては、ICタグをつけ、IoTで全数管理している。また、ゲストの好みを、AI(人工知能)を使って分析、ホストが提供するバックを使う場面をコーディネートする。こうした情報サービスを通して、稼働率の向上に結びつけている。

・アパレル縫製職人の工賃は安い。下請け的な仕事なので、グローバルな分業の中で賃金は十分でない。そこで、縫製職人1000人をネットワーク化して、nutteというプラットフォームを立ち上げ、さまざまな縫製のニーズに直接対応できるようにした。

・この事例は、ホストの縫製をシェアしようというものである。ステート・オブ・マインド  
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。

社は、この世界初の縫製マッチングプラットフォーム nutte を運営している。一方、モバイルゲームと広告を扱うアクセルマーク社は、新規ビジネスとして、この nutte をコスプレ衣装サービス (coscrea) に結びつけた。

・コスプレは、もはやオタクマーケットではなく、一般にも広く受け入れられている。しかし、自分に合うコスプレを廉価でしっかり作ってくれる会社は少ない。このニーズを掘り起こしている。コスプレは、今や日本人だけでなく、インバウンド、中国などの海外にも広がりそうである。

・ドコモ・バイクシェア社は、電動自転車のシェアリングを展開している。ドコモなので通信が要である。通信の電源確保という点で、電動自転車の共同利用に力を入れた。シェアリングに関するすべての情報をサーバーで管理している。都内7区を中心に、全国で5000台の自転車を提供し、ユーザー数は20万人を超えている。

・GPSとビーコンで、一定のゾーンでの貸し借りが自由にできるようにしている。2016年度に都内7区で180万回利用されたが、今年度はその2.5倍に拡大しそうな勢いである。ドコモは新規ビジネスとして、モビリティシェア構想を一段と推進しようとしている。

・上田氏は、コンテンツを提供するホストサイドは、民泊にしても、ブランドバックにしても、最初はおっかなびっくりであるが、ゲストがレビューチェックを通して信用でき、安全であると分かると、その後は急速に拡大していく、と強調する。

・ゲストサイドも、親戚や友人のつもりでサービスの仲間に入っていないと、レビューを通して外されてしまう。つまり、自らの信用を守ることが、自分が快適にシェアリングできるコツであるとわかる。

・プラットフォームは、双方をつなぐサービスを提供して、20%前後の手数料を得る。プラットフォームがホスト、ゲストの双方に受け入れられると、シェアリングビジネスは一気に高収益になりうる。

・そもそも社会的課題へのソリューションを提供するという点で、サステナブル(持続可能)でないとビジネスとして続かない。プラットフォームビジネスは、立ち上げ期がかなり苦しい。その局面(死の谷)をどう乗り切るかが課題である。

・新しいビジネスモデル(BM)に賛同し、投資してくれる投資家をいかに集めるか。BM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。

ニークさとマネジメントの実行力が問われる。シェアリングエコノミーは、ホストとゲストが1:Nの場合もあれば、N:Nの場合もある。いかにNの数を広げていくか。さまざまなソースの有効活用がありうるので、これから大きな成長が見込めよう。プラットフォームの先陣争いが注目される。

## AIBOTの推進とFinTechへの備え

・AI(人工知能)のアルゴリズムを作る時のソフトウェア、パイソン(Python)のコーディングを少し学んでみたい。DL(ディープラーニング)のイメージと論理は分かって、どのように作り込んでいくのか。そのやり方を知っておくことは、AIをいかに活用するかという点において重要であろう。

・TVはなぜ映るかがわからなくても観て楽しめる。車を運転する自由を手に入れるには免許証が必要で、ほとんどの人々が資格と取り、免許証が最も信頼できる身分証明書ともなった。

・しかし、今や車の免許証を持たない若者が増えている。マイナンバーカードがあれば身分証明は十分である。いずれ自動運転になれば免許証はいらない。あと何年でそうなるのだろうか。今の車の寿命は10~15年なので、2世代後の20~30年後には自動運転だけの社会になっているかもしれない。

・その時の車は、車の形をしたロボットであろう。センサー(知覚)を持ち、ビッグデータ(BD)を収集し、AIを活用して処理し、システムをアクチュエータ(モーター)で駆動させる。BDはクラウドで処理され、交通管制にも活かされよう。

・今のスマホは手で操作しているが、まもなく音声で何でもできるようになる。AIスピーカーが本格化する。指紋や声紋で、セキュリティが守られる。顔認証も一般化しよう。かつてPCを使いこなすのは大変だったが、今や普通に使える人は多い。スマホはほぼ誰でも使えよう。

・若者はデジタルネイティブであろうが、中高年にはPCもスマホもうまく使いこなせないという人もいる。こうしたデジタルデバイドをサポートするビジネスは今後とも伸びよう。革新的なデジタルトランスフォーメーションが続くので、あと20年も経てば全く新しい世界ができあがろう。

---

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。

・工場では、IoT を使って自動化が進む。人手不足や熟練不足に対応して、省人化は一段と進展しよう。VR(仮想現実)や AR(拡張現実)が浸透してくると、買い物もレジヤもいちいち現場に出かけなくてよい。もっと自由に手軽に楽しめるようになり、新しい付加価値が創造されよう。

・金融取引や不動産取引にも AI が普通に入ってくるので、取引の効率は高まり、不正を防いで、安全に運用ができるようになる。分散型記録台帳の BC(ブロックチェーン)を使って、取引履歴が確保されれば、信用度が大きく高まろう。

・こういう新しい仕組みを作っていく開発人材や、それを動かすオペレーション人材はどの分野でも必要である。また、そうしたシステムを営業する人材も求められよう。AI 時代の進展でいらなくなる仕事も多いが、新しく生まれる仕事も増えよう。

・産業の新陳代謝は不可欠であり、働く人々にとって、元気なうちは生涯学び続けることが避けられない。むしろ、そうした変化に富む人生を楽しむという気概が重要であろう。

・では、人工知能付ロボット(AIBOT)で、何でもできるようになるのだろうか。そうはいかない。アイボットは人々の生活を助けるように設計され、活動してくるはずであるが、人と人が気持ちを込めて対話をし、心の問題も含めて重要な意思決定をする場面を代替することは難しい。

・人間としての意思決定機能、情報処理機能、制御機能はいつまでも重要であり、社会のシステムにおいても、人を大事にする仕組みを継続的に開発し、ビルトインしていく必要がある。

・金融の分野はどうであろうか。FinTech について、日銀の河合祐子氏 (FinTech センター長) の話を聴く機会があった。河合氏が指摘したことで、印象深い点をいくつか取り上げてみたい。

・1つは、現金を持たずに、スマホだけで日常生活ができるか、という問いである。中国では現金の使えない小売店が増えており、スマホをデジタルウォレット(電子財布)として普通に使っている。スマホアプリで少額決済を行っており、QR コードが日常的に使われている。現金を持っていないので、物乞いまで QR コードを示すというまじめなジョークには驚いた。

---

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。

・日本はキャッシュだらけである、小銭もよく使われている一方、1万円札の発行も多い。GDPに占める現金(キャッシュ)の比率は、日本は2割で、米国の1割よりも多い。キャッシュを決済だけでなく、貯め込むためにも使っているようだ。

・2つ目は、FinTech分野に、金融以外のIT企業がどんどん参入して、新しいことを始める。そのサービスの利用から直接フィー(手数料)を取るというよりも、トランザクション(取引)を通して情報を収集している。それを蓄積して、別の形で利用して儲けようとしている。

・利用する方も、トランザクションごとに信用格付けをされるので、あの中国においてさえルールを守ろうとする。守らないとレッドマークを付けられ、そのシステムから弾き出されてしまい、生活に困ってしまうことになるからである。

・大事な点として、FinTechのユーザーは、それを利用するトランザクションにおいて、自分のデータや情報を売っているという認識をもっておくことであると指摘する。そのデータは信用の元にもなっているわけで、個人情報の単なる流出というわけではない。

・3つ目は、常に課題解決型で攻めてくるという点である。顧客の利便性向上が一番である。もっと便利に安く速くするには、Tech(技術)から攻めて、①中抜き、②分散化、③アジャイル(俊敏に)を追求する。

・今あるBD(ビッグデータ)で何ができるかという問題設定ではなく、問題解決のためにどのようなBDが必要であるか。それをどのように収集し、AIを活用して実行していくかがカギである。

・4つ目は、金融機関のBM(ビジネスモデル)は、1)分散、2)中抜き、3)機能分化、4)シェアリングを通して、かなり崩されていく。当然、銀行の支店やATMの数は減っていく。

・その時の最大の障害は経営者にある。FinTechを頭で分かっている、自らのBM(ビジネスモデル)のトランスフォーメーションに取り組んでいないケースが多い。今の<sup>しがらみ</sup>柵と当面の安泰にとらわれて、イノベーションを避けようとするならば、その金融機関の先行きは暗くなる。

・5つ目は、FinTechの発展につれて、中央銀行の役割にどんな変化がありうるのか。FinTechによる電子化が進んだとしても、今の中央銀行システムに何ら問題はないという。但し、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。

ットコインは別であると、河合氏は指摘する。仮想通貨が広がれば、中銀がコントロールできないという意味で問題となる。

・現在の規模は10兆円レベルなので、全く問題にならないが、仮想通貨は常に研究しており、実態もフォローしている。中央銀行のテーマとして、自らデジタル通貨を発行するかという議論は、世界中で活発である。BC（ブロックチェーン）の専門家を採用して、実証研究も行っている。

・日銀の河合氏は立場上、身の回りをキャッシュレスの仕組みに仕立てた。まことに便利だという。デジタルネイティブの30代以下について、キャッシュレスは全く問題ないとも指摘する。さて、筆者はどうでしょうか。まずは挑戦するしかないと覚悟した。

### カイトキ経営の成果～3軸の定量評価に着目

・7月に日本 CFO 協会のイベント CFO Night! で、三菱ケミカルホールディングス(MKHC)の小酒井 CFO（代表執行役副社長）の話を聴いた。「KAITEKI」経営について、小林会長から初めて聴いたのは、もう5年以上も前である。その後何度もフォローしているが、いかに経営に根付いているか。興味は尽きない。

・グローバル経営に活かすために、KAITEKI をアルファベット表記とした。カイトキ経営は、MOS（サステナビリティのマネジメント）、MOT（テクノロジーのマネジメント）、MOE（エコノミクスのマネジメント）の3軸から成る。

・MCHC は、純粋持株会社の下に4つの会社（三菱ケミカル、太陽日酸、田辺三菱製薬、生命化学インスティテュート）を有する。このうち、太陽日酸と田辺三菱製薬は上場を継続している。グループで2016年度の売上高3.4兆円、コア営業利益3070億円、売上高営業利益率9.1%、ROE 15.1%、従業員6.9万人。日本トップの化学会社、世界でも6位という地位にある。

・企業のモットーは APTISIS（アプトシス）、即ち、俊敏に、原則に従い、透明性をもって、危機感を強く持ち、国際市場で成果を上げ、安全・安心を持続することにある。事業分野は売上構成で見ると、機能商品（フィルム、炭素繊維、ポリマー、新素材）32%、素材（石化原料、炭素、産業ガス）46%、ヘルスケア（医薬品、ライフサイエンス）16%、となっている。

・これを4つの会社、13のMBU（マネジメントビジネスユニット）、26のSBU（ストラジックビジネスユニット）で展開している。投資家はIRの中で、事業が多様化しすぎて、

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。

マリットディスカウントがあるのではないかと指摘する。

・これに対して、小酒井 CFO は、1) 時代はモノづくりではなく、コトづくりに入っている  
ので、2) 社会の課題にソリューションを提供するには、事業のベースが広くないと十分で  
ない、3) これからは多様な事業を活かして、コングロマリットプレミアムを創る、と強調  
した。

・MKHC の定める KAITEKI 価値(企業価値)の判断基準は、サステナビリティ(環境・資源、S)、  
ヘルス(健康、H)、コンフォート(快適、C)に置く。この価値向上を目指す経営が、3 軸のカ  
イテキ経営である。

・MOE(エコノミックス)の軸では、利益と効率を追求し、時間軸は四半期をベースとする。  
MOT(テクノロジー)の軸では、イノベーションによって革新的な製品やサービスを創出する。  
時間軸は 10 年である。MOS(サステナビリティ)の軸では、環境や社会的課題の解決に貢献す  
る持続性を追求し、時間軸は 100 年である。

・3 軸の重みは MOE 80 %、MOT 10%、MOS 10%としている。これらをどのように測るか。これ  
は今の経営陣の重要な経営判断である。但し、MOE が 80%という点に関しては、議論がある  
かもしれない。

・MOS の遂行に当たっては、SDGs(国連の持続可能な開発目標 17 項目)をベースに、自社の  
マテリアリティ・マトリックス(22 項目)を特定し、重要経営課題としてソリューションの  
提供に取り組む。

・サステナビリティの定量化に当たっては、①S 指標(地球環境、資源エネルギー)、②H 指  
標(疾病診療、予防、衛生)、③C 指標(信頼、協奏、快適さ)を、それぞれ 3 ステージで評  
点し、総合点を算定する。実際、2010 年に 140 点であったものが、2015 年度には 244 点ま  
で上昇している。

・MOT では、R&D 部門への丸投げをやめ、事業戦略、研究開発戦略、知的財産戦略を三位一  
体として実践する。①R&D のステージアップ達成率(開発→上市)、②知的財産の海外出願  
率、③新商品化率などをそれぞれの KPI として、イノベーション創出プロセスの定量化を図  
り、可視化している。

・MOE では、ポートフォリオ・トランスフォーメーションに力を入れてきた。事業のライフ  
本レポートは、独自の視点から書いており、基本的に会社側の立場に立つものではない。本レポートは、投資家の当該  
企業に対する理解促進をサポートすることを目的としており、投資の推奨、勧誘、助言を与えるものではない。内容に  
ついては、担当アナリストが全責任を持つが、投資家の投資判断については一切関知しない。本レポートは上記作成者  
の見解を述べたもので、許可無く使用してはならない。

ステージを、①再構築事業、②基盤事業、③成長事業、④次世代事業の4展開モデルで管理し、ここから⑤撤退事業を見定め、さらに⑥飛躍(M&A)事業を加えていった。

・売上規模でみると、いくつもの事業を合わせて計6000億円から撤退しつつ、一方で1.45兆円のM&Aを実行し、既存及び新規事業の強化を図った。まさに選択と集中を徹底した。事業が赤字と分かっているにもかかわらず、縮小だけでは先が見えない。利益率を高めるに低収益事業をやめるという理屈だけでは、なかなか納得が得られない。

・こうした局面での決断には、3つのポイントがあったと小酒井 CFO は強調する。1つは、経営判断の精度が問われた。その点では、コーポレートガバナンスが決定的に効いたという。将来性のない事業からの撤退に、社外取締役を含めた取締役会の議論が果たした役割は大きいといえる。

・2つ目は、出口と入口をセットにして事業展開を図ったことである。撤退だけでなく、M&Aによって新しい事業を取り入れていった。出入りを通して、企業としての新陳代謝を実行することができた。3つ目は、リストラには必ず痛みを伴う。それを克服するだけの財務体質が確保できていた。

・ポートフォリオの入れ替えに当たって、基盤事業、成長事業、次世代事業ごとのKPIは、それぞれに合ったものを設定した。もちろん、各事業のROICはみているが、基盤事業ではFCF(フリーキャッシュ・フロー)、成長事業ではコア営業利益、次世代事業では計画比を重視した。

・ビジネスモデル(BM)の変革にも取り組んだ。2000年代までのスマイルカーブ型(素材、製造、販売での付加価値配分)から、オープン・シェアード・ビジネス型(OSB:素材、プロセス、組立、サービスでの付加価値配分)へのシフトをめざした。

・社内でやること(クローズドのブラックボックス化)と、社外と組むこと(オープンなアライアンス)のシーケンス(流れ)を戦略的に設計し、容易に真似のできないBMをスピーディに構築するように展開している。

・CG(コーポレートガバナンス)では、指名委員会等設置会社として、取締役13名中5名が社外である。さらに、社内取締役8名中、執行担当は5名で、3名は非執行である。小酒井 CFO は、執行担当の取締役は必ず担当部門の利益代表になってしまうので、監督と執行を明確に分けることが、経営を研ぎ澄ますに当たって、あるべき姿であると強調した。

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。

・小酒井 CFO は、CFO の役割をリスクのコントロールだけでなく、リターンのコントロールにも直接関わっていくべきであると認識している。一方で、CEO と CFO は対等ではない。そこを踏まえつつ、リスクとリターンを的確にフォローしていくのが CFO の役割であると指摘した。

・MCHC のカイテキ経営は成果を上げている。決め手は、経営ビジョンの現場への浸透と、それを推進する 3 軸の定量評価にある。点数による評価を現場まで下ろしていったことが、価値向上に結びついている。MOS、MOT、MOE の重みが 10:10:80 という点については、会社サイドとさらに議論してみたいが、この 3 軸経営と定量化については大いに学ぶべき点があり、高く評価できよう。

### 衰退の法則に学ぶ～外からどう見抜くか

・企業の衰退に法則はあるのか。通常、我々は投資家として、いい会社かどうかを見抜きたい。そして、長く保有する株主になりたいと思う。しかし、そうでない投資家も大勢いる。よい会社に投資したいのではない。割安な会社の株を買って、割高な会社は売って、儲けたいという。当然の投資行動である。

・衰退した会社かどうか重要ではない。衰退しそうな会社を人より早く知って、先に売って儲けたい。そういう会社が M&A されて再生するなら、そのタイミングで乗りたいということかもしれない。

・「衰退の法則～日本企業を蝕むサイレントキラーの正体」を著した小<sup>おぎ</sup>城武彦氏の話をお聴いた。「破綻する日本企業には組織内に共通するメカニズムが駆動している。」それを解明しようとした。

・カネボウやダイエーはなぜ潰れたのか。一般論として、①経営者の力量不足、②経営戦略の誤り、③組織風土が内向きで危機感が鈍い、という共通項がありそうだが、小<sup>おぎ</sup>城氏はそれを徹底的に追究した。

・破綻した企業は、①社内での対立を極力回避する、②役職や入社年次といった社内秩序を強く重んじる傾向がある。③経営陣が意思決定する際に、事前に話をまとめておき、オフィシャルな会議では予定調和的のものごとが決まっていく。④ミドルは社内調整に力を入れ、妥協色の強い内容の方針が決まっていく。そして、社内調整力のあるミドルが出世していく。

---

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

・逆に優良企業を調べてみると、①現場・現実を重視し、事実に基づく議論を尊重する規範があり、経営の意思決定プロセスが予定調和的でない。②オフィシャルな会議でもしっかり議論がなされて、上位者への過度な同調はみられない。③ミドルも議論を深める事前調整を行っている。そして、④正論の展開と実行力、そして人間性が昇格の条件となっている。

・オーナー系企業はどうか。破綻タイプのオーナー系企業では、①意思決定の権限はオーナーへ一極集中しており、②ミドルはオーナーの考えを錦の御旗に、事後調整を行うだけで、事前調整はほとんどない。③昇進も、オーナーへの忠実さと相性、実務の執行能力で決まる。

・では、優良なオーナー系企業は何が違うか。①意思決定は同じく一極集中であるが、オーナーの資質が経営環境に適して実行できており、実務のPDCAがきちんと回っている。②同族として企業が発展を持続するには、オーナーの継承が何よりも重要であるが、その上で自らの意思決定の領域を限定して、ボトムアップを活用している。③番頭や腹心の活用がカギである、ともいう。

・このような論点について、小城氏は実証分析を行い、55歳の時に東大で経済学博士を取得した。経産省の役人から企業の再生に関わり、カネボウや丸善の社長として再生を実践した後、それまでの仮説を検証したのである。

・投資家としては、これらの知見をどう活用していくか。「企業を見る目を養う」という筆者の観点からは、3つのことを重視したい。1つは、企業内部の仕組みや実態は外からなかなか分からないが、それでも企業風土が表われてくる場面は多いので、ここに注目する。

・実際、投資家説明会で、社長が一人ですべてを話すのではなく、担当役員や部下に詳しい内容を説明させる。その時、その人たちが単なる公式見解だけでなく、自分の思いやストーリーを持って話すことがある。

・それは聞いているとすぐにピンとくる。とりわけ、社長はこう言っているが、こういう見方もある、というような意見が言える会社は、間違いなく普段から風通しの良い会社である。

・2つ目が、誰が役員に昇進したか、という人事に関して、どういう風に話すかである。その内容に接すると、昇進がフェアで、しかも会社の企業価値を高める人材かどうかが分かる場合がある。本人が投資家の前で、担当の事業について語る時には、その内容を人物像も含めて判断するのは当然である。

・ポイントは、なぜ彼がその任に昇進したかを別の人に聞いてみることである。会社の然るべき役職の人々にとって、他人の昇進はあまり愉快ではないが、それでも、なぜ彼が出世したのかをしっかりと語れる会社はいい会社である。人事の公正さを知る上で、その反応をみることは大いなるヒントになる。

・3つ目は、オーナー型会社の場合は、本人の資質が会社の行く末をほとんど決めてしまうが、それをいかに組織能力にトランスフォームしていくかが問われる。そのためには、オーナーに後継者はどうするのかと単刀直入に聞くことである。

・考えていない社長ほど、不愉快な顔をする。考えている社長は持論を語る。但し、この質問をする時には、君はどう思うかと必ず聞かれる覚悟をして、話す内容を練っておくことである。自分の考えがなければ、よい答えを聞き出すことなどできない。

・企業は経営者がすべてである。しかし、経営者も一人では何事もできない。社員が最も大事である。その社員が、会社を面白くするように活動しているか。それができるように組織能力の向上を図っているか。まさに、最大のテーマであるガバナンスの効く経営システムの実践が問われている。

・その上で、顧客、取引先、地域社会、株主との対話が重要となる。投資家は、①経営力、②成長力、③業績のリスクマネジメント力、④ESGの持続力を統合的にみて、企業の投資価値を定量的かつ定性的に判断する。

・最近でいえば、東芝は何でこんな会社になってしまったのか。衰退の法則を頭に入れながら、いい会社に投資したいものである。

### ゲームのルールが違う～アナリストの対応はいかに

・7月に日本IR学会の年次大会（15回目）が開かれた。パネルディスカッションのテーマは、「2つのコード時代のIR」であった。SSC（スチュワードシップ・コード）とCGC（コーポレートガバナンス・コード）をめぐってさまざまな議論があった。その中で、筆者が注目した点をいくつか取り上げてみたい。

・西山ストラテジスト（野村証券サステナブル投資調査担当）は、SSCとCGCをベースに、企業と投資家がエンゲージメント（目的を持った対話）を深めていくと、「コンプライ or エクスプレイン」ではなく、「コンプライ and エクスプレイン」が重要になってくる、と述べ

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

た。まさにその通りであろう。

・2つのコードについて、建前としてコンプライする（受け入れて従う）だけでなく、実際にどのように実行しているかを知りたくなる。そのエクस्पライン（説明）を求める。従来からコンプライしないならきちんと理由を説明せよ、という or が基本であるが、コンプライの中身を and で問うて、エクस्पラインの実効性を評価することが本来の姿であり、重要性を増している。

・アステラス製薬のCGはうまくいっている。これをどのように実感するのか。監査役会設置会社として、取締役6名中4名が独立社外、監査役会の5名中3名が独立社外である。諮問機関として指名/報酬委員会を設置し、委員長も社外である。

・アステラスの岡村執行役員（経営企画担当）は、取締役会に陪席して議論を聴いていると、経営の重要事項について活発な意見交換がなされており、社外取締役が守りではなく、もつと攻めを加速するような施策を求める場面も多々あるという。

・アステラス製薬は2つの会社（藤沢と山之内）が合併した当初（2005年）から、全く新しい会社としてのガバナンス作りに力を入れてきた。CGCが具体化してきた時には、すでにそれらのコード適合する体制を整えていた。CG改革は、アステラスの企業価値創造に明らかに役立っており、前期のROE 17.3%はできすぎとしても、新薬開発ビジネスで患者の価値に大きく貢献している。

・長期投資になるほどESGの重要性は増してくる。りそな銀行の松原GL（責任投資グループリーダー）は、企業の売上→利益→キャッシュ・フロー→戦略→企業文化というように、目先の財務価値から非財務的な企業価値へ、新しいESG型AM（資産運用）へ展開していく。時間軸は非財務に行くほど長くなる。財務的投資判断から非財務も巻き込んだ中長期的投資判断にいかにつなげていくか。ここが腕の見せ所である、と強調する。

・DDM（配当割引モデル）は、 $P（株価） = D（配当） / [r（割引率） - g（成長率）]$  という式で簡略的に示されるが、ESGを重視した経営は、rに相当する資本コストを下げることによって貢献するとして、一方では局面によってgの成長率を下げるかもしれない。ESG投資はこの[r-g]のバランスの中に機会（オポチュニティ）がある、と松原氏は説明する。1つの見方であろう。

・企業と投資家のエンゲージメントを、IR活動とどう結びつけるか。丸井グループの場合  
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、年2回の決算説明会を、企業価値についての対話の間と位置付けており、持株会社の社長・取締役が、短期及び中長期の展開力と業績について説明する。その2週間後の事業中経説明会（IR DAY、上期）では、小売事業とフィンテック事業の個々の会社の社長・取締役が中期的な事業戦略について、対話を行う。

・さらに、見えない資産についての共創経営レポート報告会（IR DAY、下期）では、社外取締役や現場の担当者はもちろん、取引先の担当者なども参加して、投資家と直接対話を行う。共創経営では、これまで見過ごされていたモノやコトを取り込んで包括するという意味のインクルージョン（包摂）を重視する。

・サステナビリティの基本として、あらゆる人々を排除することなく包含して、質の高い生活を享受できるように活動する。くつのサイズを売れ筋に限るのではなく広げる、障害者に店舗に来てもらって快適に楽しんでもらう、フィンテックのサービスをより広げていくなど、インクルージョンという考え方で、サステナビリティを追求している。

・丸井はかつての厳しい局面からの企業再生を経て、投資家との対話に全面的に取り組むことにした。とりわけ、資本コストを経営のKPIとして明確に位置付けた。これによって、社内のビジネスはもちろん、投資家とも共通語で話せるようになった、と加藤取締役（上席執行役員、IR担当）は強調する。

・筆者は、昨年12月の共創経営レポート報告会（統合報告）に参加した。そして、2017年3月期の決算説明会と事業中経説明会の後、丸井をフォローするセルサイドアナリスト6名のアナリストレポートを読んでみた。

・決算後の説明会なので、速報性が必要なかもしれないが、青井社長の企業価値についての説明、中期計画の進捗に関する対話がメインだったのも関わらず、アナリストレポートの内容にはかなりのギャップがあった。ビジネスにおけるゲームのルールが全く違うと感じた。

・アナリストのレポートは短期の業績コメントと、株価判断（目標株価）の修正が中心で、会社の中長期的分析は一部にしかみられない。業績予想が中心で、そのモメンタムを重視している。構造変化や中長期の業績に一部言及しているレポートもあるが、その内容は全く不十分である。レポートの内容を筆者の基準（A、B、C）で格付けすると、Bクラスが2本、Cクラスが4本であった。

---

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

・決算速報という色彩が強いにしても、アナリストのビジネスモデルの転換には相当のパワーを要すると感じた。会社は企業価値の創造について語っている。その中身やストーリー性が不十分であるという見方もあるが、ここについてアナリスト自ら分析を深める必要がある。

・ESG についても相当力を入れてフォローし、アナリスト自ら評価する力量を身につけて、レポートの中に書き込んでいくことが求められる。投資家はそれを求めているし、今後その勢いは大幅に強まってこよう。

・すでに方向ははっきりしている。とすれば、アナリストはビジネスモデルの変革に向けて、ゲームのルールを革新する必要がある。さもないと、価値ある存在として生き残ることはできない。アナリストの仕事は不可欠であり、重要性と必要性は高まっている。しかし、それは今日の延長線ではない。新しい路線への転換を急ぐべきであり、そのリーダーシップが問われている。

## 価値向上のための対話～アナリストの役割

・「企業・投資家・証券アナリスト 価値向上のための対話」という本が日本証券アナリスト協会編で出版された。14人の共著で、私も1章書いたが、自分以外のところを読んで、改めて感じた点について、いくつか述べたい。

・コーポレートガバナンス・コード (CGC) やステewardシップ・コード (SSC) では、コンプライ・オア・エクスプレインという原則主義がとられているが、アナリストはコンプライ・アンド・エクスプレインを求める。つまり、コンプライする（原則に従う）といっても、どのように従っているのか、その説明を聴きたい。

・例えば、取締役会ではどのような議論がなされているのか。社外取締役は、その議論にどのように参画しているのか。経営会議で方針は定まっているのだから、取締役会は単に社外取締役への説明会になっていないか。議論において、社外取締役の監督と助言はどのように活きているのか。別に秘密の内容を聴きたいのではない。会議の実効性について、その材料やヒントを知りたいのである。

・アセットマネジャーがアクティブ運用において、インデックスを上回るリターンを上げられないとすれば、それはなぜか。長期的に負けるとすれば、その運用会社のパフォーマンスは投資家に受け入れられない。運用会社のガバナンスがどうなっているかを根本から問い

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。

直す必要がある。

・これはファンドマネジャー個人の問題ではない。その運用会社の運用プロセス全体が問われる。企業でいえば、企業価値創造のプロセスに問題があることになる。アクティブ運用のビジネスモデルは、 $\alpha$ （プラスのリターン）を生み出すことである。本来、これができるはずである。できないとすれば、ビジネスモデルの再構築が必要であろう。

・機関投資家はプロで、個人投資家はアマであるという。必ずしも正しくないが、プロとアマには著しい格差がある。機関投資家は、フィデューシャリーデューティ（信託義務）を守る必要があり、顧客本位の業務運営をやるべし、というのはその通りである。

・そうならば、運用会社の報酬は、コストプラスフィーではなく、パフォーマンスに見合ったフィーにもっと移行すべきであろう。セルサイドアナリストは、その運用会社に分析情報を提供しているが、本当に役立っているのだろうか。運用会社からフィーがとれるだけの価値が自らの分析レポートにあるかどうか問われている。

・欧州では、運用会社のコストと手数料をはっきりさせ、それを情報開示するように定められた。来年から始まる。運用会社から証券会社へのオーダー（売買の注文）に伴うフィーのうち、いくらがベストエグゼクьюション料で、いくらがアナリストの情報料であるかが問われる。厳密には、アナリストの情報料を別立て支払うことになる。

・セルサイドのアナリストレポートはいくらの価値があるのか。そのプライシングが注目される。コストプラスフィー的にいえば、アナリスト1人の総コストが2000万円として、20社を担当しているなら、1社100万円。それを運用機関20社に販売するなら1社5万円のコストなので、価格としては10万円がほしいところである。

・運用会社にすれば、日本株のユニバースを300社として、1社10万円なら3000万円となる。1人では不十分である。正反合からみて、最低3人のアナリストの見方は必要であろう。とすれば、9000万円の情報料が必要になる。これを支払うだろうか。

・証券会社のアナリスト部門にすれば、アナリスト30人をかかえて、600社カバー、1社100万円で、コスト6億円となる。これをカバーできるだろうか。たぶん難しい。もっと稼ぐには、質の高い情報を創って、顧客を増やし、価値に見合った価格で販売する必要がある。そのビジネスモデルが確立できるだろうか。できないところは淘汰されていくことになる。

---

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。

・AI やロボットは運用においても調査においても、有能な道具として使われるようになってくる。すでに一部で活用が始まっている。新しい技術はどんどん取り込んでいく必要があるだろう。その上で、アナリストの分析力、洞察力とは何か。対話はどのレベルで行っていくのか。

・対話(エンゲージメント)に、どこまで関わるのか。1) 会社の理解を深めれば十分なのか、2) 会社に意見をいうのか、3) 会社に改善を要求するのか、4) 会社の中に入り込むのか。レベルはいろいろありそうだが、通常のアナリストは互いに意見を述べ合って、気付きを深めるという建設的対話が基本であろう。

・カギはビジネスモデルの理解にあり、それを支える非財務情報をどこまで財務情報に落とし込めるか。ここが腕の見せ所であるが、財務情報に落とし込めないものをどう扱うか。ROIC を経営の基本に据えるとして、それは非財務情報とどう結びつくのか。ここのコネクティビティ(つながり)が重要である。

・ $PBR=ROE \times PER$ 。これに ROIC を入れると、 $PBR=ROIC \times L \times PER$  となる。L はレバレッジである。PBR はバランスシートに表れない無形資産を反映し、ROIC は事業の収益性そのものである。L は財務バランスを、PER は利益の成長性を示す。

・会社のビジネスモデルを、これら4つの視点から頑健なものにしてほしい。アナリストはここを議論したい。投資家は自分のポートフォリオのオーナーである。独自のポートフォリオを組み合わせることができる。機関投資家はアクティブ運用で特色を出してほしい。それを支えるセクターアナリスト、ESG アナリスト、ファンドアナリストなどの活躍に大いに期待したい。