

ベル投資環境レポート

ビジネスモデルを革新する戦略立案の評価に向けて

～投資家・アナリストは深い対話ができるか～

2021年12月30日

鈴木行生

目次

1. 問われる ESG の先を見抜くクオリティ	2. DX、GX を組み込む経営戦略の評価
➤ ESG への対応～強制からいかに脱却するか	➤ 人的資本生産性の向上～いつまで働くか
➤ コーポレートガバナンス 3.0 とは～その戦略はいかに	➤ DX の未来～デジタルシフトをいかに進めるか
➤ アナリストのクオリティを高めるには～探索を評価する	➤ GX での成長の機会～グリーンウォッシングに惑わされないで
➤ 新市場区分を投資機会に活かす～あるべき姿を見抜く	➤ ソニーの ESG 経営～責任と貢献の一体化
➤ パッシブ運用かアクティブ運用か～IR のあり方	➤ 人的資本が生み出す価値をいかに測るか～エーザイのケース
➤ KAM の活用～監査法人の着眼点を投資に活かす	➤ バックキャストの成長戦略～日立のケース

1. 問われる ESG の先を見抜くクオリティ

ESG への対応～強制からいかに脱却するか

・ESG の重要性はわかるが、企業の経営者によっては、自らの本業にあまり関係ないところで、原則やルールへの対応が求められていると感じることが多いと思う。当然ながら、ルールへの対応は手間であり、それが直接会社の成長に結び付くわけではないと受け止めていよう。

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。

・TCFD への対応も、プライム市場への上場企業は一定の水準をクリアする必要がある。企業によっては、自社の人材だけでは対応できないので、外部のコンサルを入れているところも多い。

・カーボンニュートラル(CN)を達成するためのビジネスモデルを、どのように構築するか。途中のプロセスでは、何がカギを握るか。まずは、どんな備えからスタートすればよいのか。自社のビジネスモデルへの具体化次第で、外部から強制される度合いは大きく変化しよう。

・SDGs を基本に、社会のサステナビリティを十分考慮し、それに貢献しながらもっと稼げといわれても、その両立がなかなかピンとこない。しかし、企業のサステナビリティを追求する経営を実行せよ、という要請が高まっている。

・企業価値創造に、慈善活動を持ち込めというわけではない。まずは社会のサステナビリティと自社のサステナビリティが共有できる領域を絞り込み、その中で、自社の企業価値向上に明確に資するところを追求する。ここでしっかり稼がなくては、次に続かない。

・その上で、共有できる領域を広げていく。今のところ共有はできないが、少しでも貢献したいと思うところがあれば、社会的価値優先で活動することが一部あってもよい。ブランドの向上、人材の活用、コミュニティのサポート、バリューチェーンの広がりなど、社会貢献がいずれ自社の企業価値にも寄与してくると捉えられよう。

・北川教授（都立大）は10月セミナーで、現在のESGカオスを、溢れんばかりの洪水に例えて、これとどう向き合っていくかという点について、重要な示唆を与えてくれた。

・1) ESGで欧州から攻められている、2) ESGは受けとめるだけで精一杯である、3) 遅れを何とか取り戻したい、という姿勢では、先行企業に対抗できないとみている。

・では、どうするのか。ESGとサステナビリティで世界をリードすべし、と提言する。そのためには、当然イノベーションが求められる。本業のイノベーションで企業価値を高め、それを通して社会に貢献するという道筋である。

・同時に、価値報告（バリューレポーティング）を、もっとダイナミックに、ユーザーに役立つように開示していく。①比較可能性、②検証可能性、③目的適合性を高めていく。ステークホルダーは多様であるが、彼らに分かってもらう必要がある。

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。

・そうでないと、資本市場での評価が十分得られない。企業への期待は高まっており、その分果たすべき義務も重くなる。大事なことは、情報の非対称性が評価されなくなっている、と北川教授は指摘する。

・意味するところは、一方的な情報優位ではなく、十分対話できる情報を共有し、ひいては価値創造を共に創る協創が問われている。これを大変な手間と思わないことである。

・海外投資家に問うてみればよい。若い社員に聞いてみればよい。経営者の意識と投資家の意識に、どのようなギャップがあるかを知って、行動する必要がある。

・丸井グループの加藤取締役(常務執行役員)は、10月に催されたIR学会で、ビジネスの遂行とサステナビリティの追求は、この3年で互いにトレードオフではなく、トレードオンになってきたと話した。両立できないではなく、両立するようになってきたという意味である。

・JFEスチールの手塚専門主監(技術企画部地球環境グループリーダー)は、TCFDへの対応では、いかにトランジションしていくかが問われるが、それにはR&Dによるイノベーションが不可欠であると語った。

・難しくできそうにないと悲観するのではなく、2030年、2050年に向けて、新しい製鉄事業を作っていくという気概である。水素の利用に向けてイノベーションを起こし、カーボンニュートラルの達成に向けて、社会的価値と両立するサステナブルな企業価値を目指すという。

・こうした投資に、投資家は資金を提供するか。価値創造の本質が問われる。開示を通して共感、協創が醸成されるならば、長期投資に耐えられよう。利益や付加価値のコンセプトが変化してくるかもしれない。ここまで踏み込んだインパクト投資が必要になってくる点に注目したい。

コーポレートガバナンス 3.0 とは～その戦略はいかに

・アナリストの役割は変質している。セクターアナリストよりも ESG アナリストの方が重要性を増している。セルサイドアナリストよりも、実際に投資を行う機関投資家においてチームを組むバイサイドアナリストの方が実践的である。

・筆者は、かつてセルサイドアナリストの役割を、「アナリスト10か条」としてまとめた本レポートは、独自の視点から書いており、基本的に会社側の立場に立つものではない。本レポートは、投資家の当該企業に対する理解促進をサポートすることを目的としており、投資の推奨、勧誘、助言を与えるものではない。内容については、担当アナリストが全責任を持つが、投資家の投資判断については一切関知しない。本レポートは上記作成者の見解を述べたもので、許可無く使用してはならない。

とがある。その中で、セクターや企業を分析し、正確な業績予想をもとに、株価評価を行うのが第1フェーズであった。

・第2フェーズは、企業や投資家と活発に対話して、分析の質を上げていく。そして、第3フェーズでは、企業には、財務戦略や経営戦略について経営トップと真剣に議論し、何らかの提言をしていくことが目標であった。機関投資家に対しては、ポートフォリオの見直しを通して、具体的なパフォーマンスに貢献することが重要であった。

・この第3フェーズは、かなり高いレベルの目標なので、容易にできるものではない。しかし、ここを提言できるアナリストこそ、本来のあるべき姿であろう。企業や機関投資家がアナリストに求めるものは、今も変わっていない。実は、社外取締役に求められる役割も、同じようなレベルにあるのではないかと常々感じている。

・早大の宮島教授は日経の経済教室(9月7日)の中で、コーポレートガバナンスのあり方について、3つの提言を行っている。それを解釈しながら検討してみたい。

・日本はもともとステークホルダー重視で、株主第一ではなかった。しかし、企業収益の相対的低迷の中で、もっと企業価値を上げる必要があった。そこで、コーポレートガバナンス改革がスタートした。しかし、その効果は学術的にみて明示的に確認されておらず、まだ道半ばである。

・企業価値イコール株主価値ではないが、資本効率の向上を図ることは、ステークホルダー重視の中で強調されてよい、と宮島教授はみている。但し、新しいステークホルダーのあり方を踏まえていく必要がある。

・ESGでいえば、地球的な環境保全、社会的不平等や包摂への対応をより強化していく必要がある。特に、正規雇用者中心の日本型モデルでは不十分であり、社会的価値の将来世代への影響を内部化していくべしと指摘する。

・そのために、ガバナンス改革に当たっては、第1に、取締役会の監督強化が引き続き重要である。しかし、独立社外取締役が、投資やリスクテイクに貢献する経路はあいまいであり、効果も不明確である。よって、他の政策的手段で補完する必要があるという。

・第2は、株主と他のステークホルダーとの利害が対立することは常にありうるので、投資家やアクティビストの提案に対して、独立社外取締役はその裁定者としての役割を果たす

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。

必要がある。

・第3は、社会のサステナビリティに関わる戦略策定やESG投資への決定に際して、社外取締役はより強く関与していく必要がある。中でも、環境、自然資本、循環型経済がよくわかった専門家が取締役会に参画していく必要があると強調する。

・これを実現する上で、アクティビスト、ブロック保有者（創業者ファミリー、企業の株式保有）、年金などの長期機関投資家が、それぞれ役割を果たすべきと提言した。ここで最も大事なことは、株主の視点を踏まえた専門家としての力量が問われるということであろう。

・もう1つ、日経の小平編集委員がコロンビア大学のジェフリー・ゴードン教授にインタビューしたグローバルオピニオン（日経9月9日）の内容が注目される。コーポレートガバナンスに、もっと戦略の重みを持ち込むべしという主張である。

・社外取締役に独立性の高い人材を求め、経営の執行を監視、監督するモニタリングボードで海外は先行し、日本でも今その実効性を上げようとしている。

・ところが、モニタリングするといっても、大企業の不祥事はいろいろ起こっており、実際には十分機能していない。無理なリスクをとって行き詰ってしまうケースを見ると、十分な守りのガバナンスも果たせていない。一方で、リスクを適切に評価できないようでは、攻めのガバナンスも機能しない。

・ビジネスの経験や専門性が十分でなく、しかも取締役会に求められるニーズに合っていないならば、独立社外取締役にいくら増やしても役に立たない。それよりは、アクティビストの方が有用である、とゴードン教授は主張する。

・アクティビストも、短期的利益志向、中長期的価値拡大志向などさまざまであるが、企業を分析して、戦略を提案するという意味ではいずれも先鋭的である。

・これを別の角度からみると、企業の取締役会に、新しい価値創造を担う戦略担当の社外取締役を入れて、その企業に合致した戦略を執行サイドと共に練っていく。取締役会が中長期の戦略を議論して決定する場にするには、このような戦略担当の社外取締役が必要である。こうした取締役会を「ボード3.0」と名付けている。

・アナリストや投資家の役割として、中長期の企業価値向上に役立つ経営戦略や財務戦略の本レポートは、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。

提言、あるいはサステナビリティや ESG への助言を真剣に行うには、かなりの力量が求められる。このレベルにある社外取締役が会社を変革に結び付ける、という認識を持って、日本企業のガバナンス改革を評価していきたい。

アナリストのクオリティを高めるには～探索を評価する

・10月の日本証券アナリスト大会で、入山章栄教授（早大大学院）が「世界の経営者から見た日本企業イノベーション創出とアナリストへの視座」というテーマで講演した。

・その中で、最近、アナリストの評価が下がっているのではないかと。先が見えない中で、イノベーションへの取り組みをどのように評価していくのか。この点について、入山教授の論点を踏まえながら、アナリストが目ざす姿を考えてみたい。

・グローバルな視点で深い分析を行っている「怖いアナリスト」がいない。海外の投資家を引き付けるべきなのに、日本目線の分析に留まっていて、企業の評価やバリュエーションがガラパゴス化していないか。こういう声をベンチャー型企業の CFO やメディアの記者から聞くという。

・確かに、不確実な世界にあって、企業評価は難しい。それでも、企業評価の軸は、①グローバル、②デジタル、③イノベーションにある、と入山教授は指摘する。

・イノベーションは、例えばトヨタの危機感に直結している。バイオ医薬品でも競争は激しい。コロナ禍でリモートスタイルが一気に定着したが、まもなく自動翻訳が入ってこよう。そうすると、言語の壁がなくなる。国内サービス産業は、かなり崩壊するのではないかと。入山教授は、日本語で守られている大学も危ない。イノベーションを行わないと、負けてしまう。同じように、アナリストも危ないのではないかとみている。

・では、どうして変わらないのか。経営環境の変化に気が付いても、それに対応できない。なぜか。それは「経路依存性」にあると分析する。例えば、新卒、終身雇用というしくみの中で、ダイバーシティといっても、そこだけを変えるわけにはいかない。今の仕組みのまま、DX を実行するといっても、組織は動かない。これまでのプロセスが染み付いて、行動変容が起こせない。

・どうすればよいのか。経路依存性を外してしまえ、と入山教授は説く。例えば、日本は役員が多すぎるので、DX 担当と人事担当を同じ役員の兼務にすると、仕事のやり方、評価の

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。

仕方を一気に変えることができる。コロナ禍で働き方は大分変っている。こうした方向転換を加速すればよい。

・イノベーションは、新しいアイデアの実現から生まれる。そのアイデアは、既存の知の組み合わせでもある。シュンペーターは、それを「新結合」と言っている。いつもの仲間、いつもの話をして、話は出尽くしていることが多い。大企業の中からイノベーションは出にくい。大事なことは、遠くの知をみて、それを持ってくることである、と主張する。

・入山先生が紹介した「両利きの経営」(Ambidexterity) は、①知の深堀り (exploitation) と、②知の探索 (exploration) の双方を追求する。大企業はとにかく深堀りだけに走る。そうすると、競争の同質化で自滅しかねない。

・知の探索では、できるだけ遠くの知を見る。関係がなさそうなものを見るのだから、無駄にみえる。しかも、少し見るだけでは不十分で、たくさん見る必要がある。知の探索をやると、何が起きるか。失敗はつきものということになる。アップルのジョブズ氏は探索人間で数多くの失敗をしている。アマゾンのベゾス氏は多数の新規事業を一気に立ち上げ、多くの失敗をしている。

・アナリストはこうした失敗を評価できるか。これが入山教授の問いである。日本企業は失敗を恐れ、失敗が苦手である。減損が発生したことに投資家やアナリストは怒るが、そうではなく、これは知の探索の証であるとみる。

・IR ではその説明を行えばよい、という入山先生の見方は、確かにユニークである。アナリストは、企業の知の探索を数多く知って、その失敗から企業の挑戦を評価していくべし、という考えである。

・1つの組織の中の知の探索 (組織レベル) より、外部の人との結びつきからくる知の探索 (人脈レベル) の方が望ましい。強い結びつきより、弱い結びつきの方が遠くに行けて、新しい知との出会いがある。アナリストは幅広く交流して、一見無駄に見えることを評価していく必要がある。

・もう1つ大事なことは、正確な分析より、納得できる見方を重視すべし。正確性 (Accuracy) より、納得性 (Plausibility) を軸とする。正確に分析して将来を予測しても、それは横並びの特徴のない中期計画になりかねない。

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。

・一方、納得性は、なるほどと腹落ちすることである。遠くの未来に腹落ちすると、遠くの未来に投資したくなる。そこで、たまに当たる。そしたら深化していけばよい、というやり方である。10年ビジョンでは短い。現状の延長線になりかねない。永守氏は30年先を見ている。孫氏は100年先を見ている。企業は30年ビジョンを考えよ、アナリストも30年先を見よ、と語った。

・知の深化はAIでできる。失敗を減らすこともできる。しかし、知の探索は人にしかできない。ここにフォーカスすると、アナリストの役割は高まると強調した。確かに、知の探索を共有して、失敗から学びつつ、企業の挑戦を腹落ちするところまでもっていく。その知の探索に一枚加わって、企業評価に活かしていきたい。

・このハードルは高いが、企業にイノベーションを求めるなら、自らもイノベーターとして、アナリスト変革（AX）を実践する必要がある。セルサイド、バイサイドのアナリストは、ぜひともアナリストの活動を面白くしてほしい。

新市場区分を投資機会に活かす～あるべき姿を見抜く

・東証の市場区分の見直しを再考したい。来年4月よりスタンダード、プライム、グロースの3つの市場がスタートする。現在の東証1部(2183社)はスタンダードかプライムへ、東証2部(470社)とジャスダックスタンダード(656社)はスタンダードへ、東証マザーズ(394社)とジャスダックグロース(37社)はグロースに移行する予定だ。

・新しい市場区分は、投資家からみた時、自らの投資態度にどのような変化をもたらすか。ステークホルダーにとってはどうか。レピュテーション（評判）にどのような変化をもたらすだろうか。このイメージを固めるために、いくつかの論点があろう。

・第1に、スタンダードはプライムより劣るのか。第2に、プライムはもっと絞り込むべきではなかったのか。第3に、スタンダード上場で何か問題なのか。第4に、グロース市場からは早々に出るべきなのか。第5に、市場のTOPIXインデックスは別基準なので、自ずと淘汰が働くのではないか。これらの点が気になる。

・3つの市場は互いに独立しており、従来のように2部から1部へ、1部から2部へといった移行基準は設けない。スタンダード市場からプライム市場への変更は、プライム市場への新規上場と同じ基準で、改めて審査される。今までならジャスダックから2部に指定替えして、2部から1部に緩い基準で移行できた。このようなことがなくなる。

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。

・逆に、プライム市場の上場基準が厳しく変更されたので、現在の1部上場企業の中には、そのハードルをクリアできない企業が出てくる。全体の3割の企業が対象となろう。数は多くても、時価総額からみると全体にとっては微々たる比率なので、サイズとしてはさほど問題にならない。

・市場変更は個々の企業のレピュテーションへどう影響するのか。東証2部やジャスダックからスタンダードに移ることは、ほとんど問題なさそうである。1部に比べて2部という格下のようにみられるが、プライムとは独立したスタンダード市場なので、規模の違いはあっても、上下関係のイメージはないはずである。3つの市場とも、上場廃止基準は新規に定められ、別の市場に横滑りで移るということはいできない。

・今1部に上場しているが、そのままプライム市場に移るには、基準のハードルが高い場合、2つの選択肢がある。1つは、無理をせずにスタンダード市場に移って、いずれプライム市場への上場を目指すという道である。

・これが格落ちとみられ、弊害はあるのだろうか。このレピュテーションをどう認識するか。取引に影響が出るだろうか。顧客の買い控えが起きるだろうか。社員のやる気が落ちて、新規採用がやりにくくなるだろうか。経営者が外部の会合に出た時に肩身の狭い思いをするだろうか。ほとんど関係ないと思うがいかがであろうか。

・もう1つは、猶予期間が設けられるので、基準をクリアする計画書を提出して頑張るといふ企業もあろう。ハードルをすぐにクリアできないにしても、その道を探る企業は多いとみられる。

・時価総額で300億円を安定的に確保したいとすれば、PER15倍として純利益20億円が必要である。経常利益では30億円はほしい。PBR=ROE×PERという関係式において、ROE10%をあげていくことが求められる。よって、PBRは1.5倍となろう。

・これが目指せる会社になることである。しかも、これは成長戦略の途中であって、ゴールではない。ビジネスモデルが変革できそうな会社は、プライム市場の基準を満たすべく計画書を提出し、それを中期計画に盛り込んで実現をめざす。

・一方、ハードルが相当高い会社もある。基準達成が難しい会社が、高い目標を掲げてプライム市場への移行を目指すとは何が起こるのか。ここでも2つの可能性がある。1つは、これがきっかけとなって、これまでできないと思われていたビジネス革新が一気に進むことで

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

ある。ハードルが高くても挑戦すべし、という展開となろう。

・もう1つは、ハードルの高い計画が、いつまでも未達のプロセスを歩み、企業としての信頼を失っていく。無理な計画が短期利益の追求に終始して、自らの収益基盤、成長基盤を損なってしまうかもしれない。

・限界企業は、TOPIXの株価指数から次第に外れていく。パッシブ運用の対象から外れると流動性がさらに落ち込んで、株価下落を招くかもしれない。2~3割は下がるだろうか。これも杞憂で、すでに織り込まれているともいえる。収益力の強化が本質で、見せかけの手を打っただけでは投資家に見抜かれてしまう。

・では、東証にとっての課題は何か。企業から見ると、ハードルが高くなるので、コストがかかるという不満がつのもかもしれない。しかし、企業価値が上がるのであれば、それはコストではない。先行投資である。これを嫌がるようでは、投資家に認められない。

・投資家から見ると、今回の区分変更の基準はもっと厳しくてもよかったのではないか。プライム市場がグローバルマーケットに通用するには、ESGのレベルを上げる必要がある。十分対応できない企業は無理をせず、地道な努力をしてほしい。

・問題は、1) とりあえずプライム市場に移行できるので、その後の対応は最低限でよいと考える企業、2) プライム市場に何としても残りたいので、かなり無理をして条件のクリアを目指す企業が続出することである。

・こうした企業が多いと、結果としてプライム市場と東証1部市場は何が違うのか。実質的には、さほど変化がないと見られてしまう。しっかりした会社は、プライム市場の基準をもともとクリアしている。

・一方で、基準に適合しようとするだけでは、価値向上企業に変身できない。それではマーケット全体に大きな変化をもたらさない。とすれば、今回の市場区分の見直しは、実効性が乏しいということになるだろう。

・それを避けるには、継続的に基準を見直して、ハードルをあげていくことである。結果として、常にふるい落としがあるという緊張感を出してほしい。

・但し、くれぐれもプライムからスタンダードへの格下げするような方策は絶対に取らない
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。

でほしい。当然、プライムから上場廃止して、改めて次の上場申請をすべきである。

- ・大事なことは、新陳代謝である。東証は、この新陳代謝のダイナミズムを通して、市場の活性化に取り組んでほしい。
- ・今回の市場区分の見直しは、どの企業にもビジネスモデル（価値創造の仕組み）の革新を迫る。安閑とはしてられない。投資家としては、変革に挑戦する中身をよくみていきたい。飛躍してくる企業が必ず出てこよう。ここに投資機会を見い出したい。

パッシブ運用かアクティブ運用か～IRのあり方

- ・上場企業にとって、株主が誰であるかは極めて重要である。できるだけ多様な投資家にバランスよく保有してもらい、中長期の株主として会社を応援してほしいと思う。法的には会社は株主のものであるが、企業の活動は多くのステークホルダーによって支えられている。よって、短期的に株主の利益を第一に考えるわけにはいかない。
- ・株主総会の議決権行使で、会社の議案に黙って賛成してくれる、もの言わぬ株主がありがたいというのは、本当だろうか。本音でそう思っている経営者は、たぶん経営者失格であろう。また、株主総会をうまく乗り切れればよいと、小手先の戦術だけに力を入れるようでは困る。
- ・中長期の会社の発展が思うようでない時、次の一手が見い出せないのか。次なる手は打っているが、効果を上げるには一定の時間を要するので、ここを見守ってほしいのか。一方で、その手がうまくいかないと分かった時、どうするのか。経営者の悩みが尽きない中、パーパスとビジョンのもとで戦略を実行していくリーダーシップが問われる。
- ・経営者には、①社長のポジションを喜々として楽しんで、社員の力を引き出してくるタイプ、②社長として手を打っても、経営環境の変化に阻まれて、後手後手に回っているタイプ、③本来なら交代すべきなのに、まだ地位にとどまろうとするタイプなど、さまざまであろう。
- ・投資家は、社長をみて、その会社に投資する。社長の経営力が、会社の価値創造にとって最も重要である。上場企業に個別に投資する時は、機関投資家であれ、個人投資家であれ、社長の個性と力量をよく知りたいと思う。
- ・一生懸命努力するとして、何人くらいの経営者の個性や力量を知ることができるだろう

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。

か。10人くらいは何とかなろう。100人となるとかなり難しい。1000人となったら多分相当のプロでも難しい。プロの機関投資家であれば、バイサイドのアナリストが20人いれば1人30社を担当するとして、600人はカバーできるであろう。

・投資家はリターンが上がる投資をしたい。株式でいえば、中長期によい会社であり続ける会社に投資したい。会社は一本調子で伸びるわけではなく、いい時も苦しい時もある。それを乗り切って企業価値を高めていく。

・これをポートフォリオとしてバランスを図っていけば、堅実なリターンが得られそうである。アクティブ運用の神髄はここにある。ところが、アクティブ運用の多くはパッシブ運用に負けている、という見方が有力である。

・それならパッシブ運用に任せた方がよい。市場のインデックスと同じように投資しておけば、インデックスと同じリターンが得られるはずである。インデックスは分かり易い。投資のタイミングも毎月同じ金額を投資するドル平均法ならよさそうである。

・世界でも日本でも、今やパッシブ運用が大きく伸びている。これが市場と企業に与える影響をどうみているか。9月に、日本ファイナンス学会と日本証券アナリスト協会の共同セミナーで、青山学院大学の芹田教授がアカデミックな研究成果を発表した。

・1つは、パッシブ投資が増加すると、個別企業に過大評価をもたらす可能性がある。日経平均連動のETFでみると、インデックス全体での売り買いとなるので、個別企業のファンダメンタルが十分反映されない。

・2つ目は、コロナ禍の急落期に、日銀のETF買いは株価急落を緩和する効果があった。つまり、インデックスの買い支えが、個別株のファンダメンタルズを無視した市場の不安に一定のプラス効果をもたらした。

・3つ目は、パッシブ比率が高まる中で、社外取締役の比率が上昇すると、CEOの交代を促す効果がある。解釈するとインデックス型の株主が増加すると、議決権行使で明確な意見を表明するので、それが一定の効果をもってくるともいえる。

・もう少し広い議論では、特定の会社にアクティビストが働きかけると、その提案内容が妥当であれば、パッシブの株主が賛同するので、株主提案が通ってしまうかもしれない。

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。

・東証で市場変更が準備に入っているが、例えばプライム市場に移行できない企業や、移行しても十分な基準が達成できない企業は、インデックスからはずれていく。

・東証1部のインデックス（TOPIX 総合）など、主要なインデックスからはずれるということは、インデックス売買がなくなるので、流動性が低下し、株価の買い支え効果も減少して、結果としてその個別株の株価は下がる可能性がある。

・株式市場では、多様な投資家が目を凝らすことで、企業価値に見合ったフェアバリューが形成されるはずであるが、パッシブが増えてくると、ETF が株価の買い支えで個別企業を過大に評価することになりかねない。あるいは、過少に評価することも十分あり得る。

・インデックス型のパッシブ運用は、インデックスとのトラッキングエラー（追随誤差）を減らして、インデックスをそのままトレースすることが最大の目標である。それ以外のコストは最小にしようとする。

・企業のガバナンスやファンダメンタルズを評価して、議決権行使やエンゲージメント（対話）を行うといっても、その陣容は限られたものになり、エンゲージメントも特定の企業に限られよう。

・パッシブ運用には、ポートフォリオとしての資産配分機能や個別企業の価値に対する価格発見機能が発揮されないから、パッシブ運用の規模が大きくなってくると、弊害が目立ってくるともいえる。

・インデックスといってもいろいろある。例えば、JPX 日経 400 は、ROE を加味したインデックスである。ESG を評価するインデックスもある。よって、どのインデックスを選ぶかという段階で、すでに投資判断が入ってくる。

・企業サイドからみると、自社の企業価値に目を向けて安定株主になってもらうには、1) 有力なパッシブインデックスに入っておく必要がある。2) そのインデックスに入る条件があるならば、それをクリアできるように企業内容を改善し、開示のレベルを上げていく必要がある。

・さらに、3) それだけではフェアバリューとの乖離が生まれる可能性があるから、アクティブ投資家、個人投資家などに十分な IR 活動を行う必要がある。自社をよりよく知ってもらえる株主、投資家を増やすために、しっかりしたアナリストとの対話も増やすことが求めら

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

れる。

・このようにみると、自社の目指すべき方向を明らかにした上で、戦略的な株主作りが必要である。これも企業価値向上に向けた重要な戦略である。

KAMの活用～監査法人の着眼点を投資に活かす

・監査法人と日本公認会計士協会から、KAM (Key Audit Matters : 監査上の主要な検討事項) について話を聞く機会があった。監査法人は、企業の会計監査において、とりわけどこに着目したのか。KAMでは、これが分かる。それを投資情報として、どのように活用するのか。2021年3月期の実績をみながら、いくつか考えてみたい。

・監査にあたって、特に重要な項目は何であったのかが開示されるようになった。有価証券報告書に記載されているので、ここには必ず目を通す必要がある。

・EY 新日本有限責任監査法人によると、例えば、固定資産の減損において、どのような会計上の見積りに基づいたのか、が課題となる。

・コロナ禍にあって、現有の設備は本当に有効なのか。受注が減って、利益が出ないとすれば、減損が必要になるかもしれない。

・経営者はどうみているのか。受注予測に客観性はあるか。限界利益率の評価は妥当か。こうした点を吟味して、減損が必要かどうかを判断する、というような内容が記載される。

・投資家としては、これを踏まえて、必要ならば会社の執行サイドと、事業の将来性について十分議論したい。議論の材料がKAMで提供されるという点が新しい。

・監査法人は年間計画を立てて、担当企業の監査を進めていく。実際の財務データを検証しながら、会計処理の妥当性を判断していく。そのプロセスを踏まえつつ、その企業にとって何が重要な検討事項かをつめていく。監査役などと議論し、経営の執行サイドともその内容を確認していく。

・これまで監査法人の監査は、結果のみが公表されるだけで、そのプロセスにおいて、どのようなことが検討されたかは、外部から分からなかった。これがKAMで分かるようになった。

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。

・公認会計士協会にサーベイをみると、連結財務諸法作成会社 2102 社のうち、監査報告書における KAM の記載個数は、1 個が 1494 社（全体の 71%）、2 個が 524 社（同 25%）、3 個が 69 社、4 個が 12 社、0 個が 2 社、5 個が 1 社であった。全体の平均は 1.3 個であった。

・記載内容の対象は、1) 固定資産の減損の兆候、判断の妥当性、2) 売上の期間帰属や取引内容に関する収益認識の合理性、3) 企業としての継続性に関する不確実性の検討、4) コロナ禍での会計上の見積りの妥当性、5) 不適切な会計処理があった場合の対応、6) 収入に関する IT 統制の適切性、などが例としてあげられた。

・記載項目数をみると、固定資産の評価、収益認識、繰延税金資産、のれん、たな卸資産の評価、貸倒引当金などが多い順であった。

・投資家やアナリストは、財務諸表が正確に実態を表しているという前提で分析を進めていく。その財務諸法に万が一不正があるならば、監査法人はそれを見抜いてほしい。

・次に会計手続きとしては妥当であっても、そこに見積り、予測、判断が入ってくると、そのデータの根拠や蓋然性が問われる。その適切性や妥当性についても、一定の信頼が得られたものとして扱う。但し、ここには幅がありうる。見積りや判断によって、金額に大きな違いが出てくるとすれば、その根拠は詳しく知っておきたい。

・KAM の項目については、ビジネス上の中身（コンテンツ）やプロセスを定性的に知りたい。どういうビジネスを具体的に展開しているのか。何が課題なのか。マネジメントはどうしたいのか。それは実現できるのか。こうした点について対話を進め、企業の将来性について議論を深めたいと思う。

・経営環境が平時の時は、ビジネスモデルも安定しており、KAM に大きな変動は起きないかもしれない。KAM を 1 個だけ記載していると、毎年同じ項目になるかもしれない。それが最も重要であり、変わらないからである。

・しかし、投資家としては、時系列的な比較、他社との比較という点で、KAM は 2 つ以上載せてほしい。2 つ以上だと、年によって項目が変わってくる。この時の比較感が重要である。

・一方、経営環境が大きく変化し、ビジネスモデルが刷新される時には、KAM も変化してこよう。とりわけ業績が大きく落ち込んでくる時には、財務上の数値の妥当性に対して、より注意を払う必要がある。監査法人としても、企業と対峙することが起きるかもしれない。

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。

・こうした時こそよく知りたい。変化の局面は、常にチャンスでもある。妙な不正や不適切性がなければ、企業の次の戦略をしっかりと評価していけばよい。ここに投資のチャンスが生まれる。

・企業価値評価において、KAMは財務諸表分析の重要な材料である。今後とも大いに活用したいので、KAMの一層の充実に期待したい。

2. DX、GXを組み込む経営戦略の評価

人的資本生産性の向上～いつまで働くか

・9月に開催されたソフトバンクワールド（展示オンラインセミナー）で、SBGの孫社長がおもしろい話をした。日本復活のカギは「スマボ」にあるという。

・「スマボ」とはスマートロボットのことで、孫社長の造語である。日本の競争力は落ちている。30年前には世界でもトップクラスであったものが、今や30位くらいに低下してきた。人口が減り始めている。技術力もトータルでは低下している。

・デフレが続くなかで、生産性は上がらず、ひいては賃金が上がらず、所得も低下してきた。豊かな先進国から苦しい中進国へ没落していくのだろうか。格差は広がっている。もっと成長して、もっと分配して、という国の政策はどう実現するのだろうか。

・ガラケーのケータイをスマホに変えたのは、アップルのスティーブ・ジョブズである。かつて、工場におけるロボットの活用で日本は世界の大国になったが、この時のロボットは、人がすべてのプログラムを書いて、決まった動作を行うようにした。これを孫さんは「ガラボ」という。

・もうガラボでは戦えない。スマートロボットのスマボ時代が始まっている。ここで、日本は先頭を走っているのか。デジタル化でみると、AI、ロボット、IoTのいずれにおいても米国に遅れをとっている。

・SBGのビジョンファンドは世界のAI企業に投資している。世界のAIをリードする企業の1割に資本出資しており、スマボ関連もすでに18社となった。

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。

・AIを使うと、いちいちプログラミングしなくても、AIが自らその場で判断して、次の行動に移っていく。AI活用のスマボは人と違って、24時間働ける。土日も働ける。労働時間が3倍になり、AIで生産性が3.5倍になるとすると、生産性は10倍になる。

・つまり、スマボ1億台で10億人相当の仕事ができるようになる。日本の労働人口が減っても、スマボで豊かになることは可能であるというのが、孫さんの見立てである。これはありがたい。夢がある。

・衝突防止のアジャイルロボット、自動倉庫でピッキングが圧倒的に早くなるAIロボット、手術が圧倒的に楽になる小型サブスク型の腹腔鏡スマボ、アルバイトより素早い配膳ロボ、清掃ロボ、ホワイトカラーのルーチンワークを減らすデジタルロボなど、さまざまな可能性が広がっている。

・こうなると、自分の仕事がなくなってしまうと心配になるかもしれないが、人でなければできない仕事は必ず残るし、その領域は広がっていく。転職は当たり前になり、学び直しは必須である。やりたくもない仕事が減って、おもしろい仕事が増えていく、とポジティブに考えたい。

・人はいつまで働くのか。かつて堺屋太一氏は、歴史をみると、死ぬ10年前まで働くというのが社会の仕組みであると語った。人生50年の時は40歳で隠居、人生70年の時に60歳定年というのが広がった。もちろん個人差はある。

・筆者の場合は、90歳までは生きようと考えているので、80歳まで働く必要がある。最後の10年は、気力、知力、体力という点で誰かの世話になることは避けられない。「寝ん寝んころり」よりは、「びんびんころり」の方がよいが、そうはいかないかもしれない。

・スマボ化で働き方が全く変わってくる。週休3日、45歳定年など、新しい動きも顕在化してこよう。

・生産性の指標として、金融資本生産性(ROFIC)はROICで測られる。これをいかに上げるかという点で、ROEやWACCが重視されてきた。

・同じように、人的投下資本生産性(ROHIC)はどのように測るのだろうか。従来の労働生産性は付加価値額を労働者数で割って算出していたが、これだけでは不十分かもしれない。人的投下資本に対するリターンと期待所得を比べる必要がある。

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。

・年間総人件費×平均勤続年数で、人的資本とみなすことができるだろうか。あるいは、 $ROHIC = \text{付加価値} / \text{人件費}$ （広義の人的投資）として、 $\text{労働生産性} = ROHIC \times 1 \text{人あたり人件費}$ とみることもできる。こうすると、1人あたり人件費を上げて、人的投下資本生産性がより上がるならば、労働生産性は向上していく。

・人件費は P/L 上の費用ではなく、人的投下資本であるという見方はますます有力になってこよう。スマホを活用して、人的資本をサポートし、付加価値の向上を図るならば、人はますます働き易くなる。スマホにはできない、何らかの知的活動で80歳までは元気に働きたいものである。

DXの未来～デジタルシフトをいかに進めるか

・9月に NEC の展示セミナー「Visionary Week 2021」をリモートで視聴した。DXの未来をいかに創っていくか。社会や人々の Well-being（善さ）をどこに求めていくのか。いくつかのセッションから印象深かった点を取り上げてみたい。

・台湾のデジタル大臣、オードリー・タン氏は、DT（デジタルテクノロジー）は人々を繋ぐ AI（Assistant Intelligence、手助けとなる知的情報）をサポートするものであると定義する。

・民主主義は、人々の意見を汲み上げる仕組みであって、選挙だけがその方法でない。日々、人々のニーズを汲み上げていく必要がある。個の尊重、個の繋がりが大事で、シビックテック（Civic Tech）やガバメントテックはそのためのシステムである。

・COVID-19 やカーボンニュートラルに国境はない。誰もが地球全体への説明責任を負っている。DT は平等なアクセスを原則とするので、デジタルデバインド（デジタル格差）は人権にまで関わってくる。

・DXのカギはデータにあり、その集め方が重要である。同時に、データの由来、品質、バイアス、遅れなどが問われる。迅速、安全にビジュアル化（可視化）することが価値を生む。

・タン氏は、シンパシー（同情）に引きずられることなく、エンパシー（共感）を追求し、それを軸に自らの考えを実践していく。まず不満を持つ人々に何度も聞く。次にバイアスに気づきながら、解決へのアクセスを図る。

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。

・その時、①Fast（早く）、②Fair（公平に）、③Fun（楽しく）をモットーとして、新しいアイデアを実現していく。新しい価値を創るうえで、その価値が一方的に提供されるよりも、価値創造に参加する方が楽しい。シェアすると、もっと楽しくなってくる。

・先入観を持って人に接しない。一人ひとりを尊重する。今の人々だけでなく、後世の人々も視野に入れていく。パンデミックだけでなく、今やインフォデミック（根拠のない情報による感染爆発）も問題である。

・タン氏の Well-being（善さ）を追求する姿勢は一貫しており、そこに DT を活用している。デジタル大臣として、それを実践しているところが素晴らしい。

・NEC はどうか。森田 CEO は、①コラボレーション、②オープン、③ベルトルによって、未来の共感を創ろうとしている。理想の未来を提示し、それをめざす市民からの信頼を得て、実例を作り、実感してもらうというやり方をとっていく。

・大企業では、これまでの成功体験がしがらみになる。一方、スタートアップ企業にしがらみはない。互いがうまく組めば、新しい方向へ進むことができる。そのためにはベクトル合わせが必要である。

・企業のパーパス（存在意義）について、ステークホルダーとのコミュニケーションを通して共感を高め、社会的価値を見える化していく。そうすると人材も資金もついてくるので、これをビジネスにしていく、と森田 CEO は強調する。

・パーパスをベースに、5年スパンの戦略を立て、企業文化に作り込んでいく。長期的利益の最大化を狙いつつ、短期の利益については最適化を図っていく。

・では、楽天、日経新聞、コマツの DX はどうか。各社の DX 推進のトップの話は極めて興味深い。

・楽天の平井副社長（CIO）は、IBM から楽天に移って7年、5500名の開発部隊を統括している。うち3500人が東京にいるが、そのうち60%が外国人である。英語を公用化した効果で、三木谷ファンが集まっている。

・経営上の価値基準は、1) 規模、2) 社会的価値、3) おもしろいこと、にある。すべての企業が DX のテック企業になりうるので、ビジネスとテックのアーキテクチャーをいかに結

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。

び付けるか。DXによる分子（生み出される価値）の最大化を目指す。

・楽天はすでに70以上のサービスを作り出しており、これをエコシステムとして動かしている。カギはパーソナライゼーションで、顧客との接点を多面的に作っていく。

・楽天のテック戦略は、データ化（デジタル化）によるデータサプライをベースに、1) プラットフォーム、2) アルゴリズム（サイエンス）、3) アナリテック（事業化）に分けて、デジタル化（DX化）を進めている。

・日経の渡辺専務は、日経の記者を経て、日経パソコンの編集長などを務めた。日経電子版の担当になって、電子版を80万部まで伸ばしている。

・紙の日経新聞は、新聞販売店への卸売であった。広告枠も卸売であった。つまり、紙の新聞300万人の顔が見えていなかった。その中で顧客ファースト、デジタルファーストを追求した。

・徹底的に未来の読者のニーズを聞いた。30代の不満を聴いて、デジタル版に反映させた。彼らは紙を読まない世代である。

・もう1つ、テックについて先端企業に聞いて回った。コマツにも行った。そこで、課題を具体的ソリューションにするには、アプリを内製化する必要があると判断した。すぐ実行するには内製化していないと対応できない。2011年からその方向に舵を切った。現在エンジニアが80人いる。

・コマツの四家執行役員は、現在スマートコンストラクションの本部長である。建機のレンタル会社を起業したが、その会社がコマツにM&Aされ、その後、外から入った人材として、コマツ内で頭角を現してきた。

・途中入社でコマツに入ってみると、ダントツ商品、ダントツサービスを掲げて、ソリューションに取り組んでいるが、現場に行っても自社の製品からしかものごとをみていない。これでは広がりがない。本当に困ったことが分からない。

・コマツのモノづくり、コトづくり（困りごとの解決）の差が大きかった。そこで、スマートコンストラクションでは、コトづくりを徹底的に追究した。2015年からこのプロジェクトをスタートさせた。

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。

・客の現場を見て、ソリューションを考えていった。例えば、土の盛り土（量）が分からなければ、建機の手配はできない。ドローンで測って、トラックの必要量が分かるようにした。ドローンの会社は、オープンイノベーションで探した。自社のテックありきでなく、ソリューションファースト、その上で世界のテックを探しに行った。

・これを進めていると、社内カルチャーとのギャップが広がった。そこで、スマートコンストラクションのDXに関わる関連会社をカーブアウトした。コロナ禍でスマートコンストラクションは加速化しているので、独立した方がスピーディになると判断した。

・大組織は1人では動かない。コマツに入ってやったことは、とにかく人々を巻き込んでいくことであると、四家氏は強調した。新しい人材を集めるのに、コマツの人事制度は合わない。そこで別会社化して、共感できる人材を集めていった。何事もスピード重視で、失敗する時も高速で失敗すべく、そして取り戻すという経営姿勢はすばらしい。

・どの会社もデジタルシフトを進めている。それは単なるテックの導入ではない。新しいビジネスモデルにしっかり組み込まれたDX戦略となっているか。DXのトップの話は面白い。DX銘柄の選択に大いに役立とう。

GXでの成長の機会～グリーンウォッシングに惑わされないで

・DXとGX（グリーントランスフォーメーション）は、どの企業にとっても息の長い投資テーマである。社会的課題の解決に向けて、自社の戦略をどのように設定するのか。社会的価値と経済的価値を両立させて、企業価値向上を図っていくことが求められる。

・GXには3つの側面がある。1つ、カーボンニュートラル（CN）を進めるにはコストがかかる。現状のビジネスのやり方を続けるだけでは、今まで何らかの形で垂れ流していた環境負荷が許されなくなるので、それを削減するにはコストがかかる。

・かつて日本では公害問題がいろいろ発生した。健康被害も数多く出たが、当初は自らの活動が公害を起こすとは十分認識されていなかった。あるいは、認識はあったとしても、当時のルールを守っていれば、垂れ流しも許容された。

・その後、規制が強化とともに事態は改善された。よって、規制が大事で規制が強化されたら、それに従えばよい。その時かかるコストはできるだけ少ない方がよいという経営である。今やこの方針は全く支持されない。

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。

・2つ目は、CN を実行するには、投資を必要とする。この CN 投資をどのように実践するか。何らかの商品、サービスを提供する上で、原料、素材、エネルギーを大量に使う場合、その削減を進めないと、CN にネガティブな商品やサービスを提供する会社だとみられてしまう。

・そのような会社の商品やサービスを避けたいというステークホルダーが主流になれば、顧客は逃げ、いい人材も集まらなくなろう。逆に CN 投資を先行することで、コストが増加することがあっても、企業としてのリスクマネジメントに十分効果があるという判断もあろう。

・グリーンファイナンスにおいても、CN を達成するためのトランジション（移行）を担うトランジションファイナンスがこれから大きく広がろう。

・3つ目は、CN に大きく貢献する新しいイノベーションに取り組み、GX を実現する企業に自ら変身していくことである。イノベーションには、すぐにできそうなこと、10 年単位で R&D が必要なこと、自社だけでなく社会の仕組みが変化する中で、チャンスが生まれてくること、などがある。

・例えば、LNG から水素 (H) を作り、それを窒素 (N) と反応させてアンモニア (NH₃) を作る。このアンモニアと石炭を融合して発電を行えば、CO₂ は削減できる。それでも、LNG 由来の水素は、途中のプロセスで CO₂ を排出するので、グレー水素ともみられる。

・再生エネルギーから水素が作られるのであれば、本来のグリーン水素といえるが、ここにはさらにイノベーションが必要である。

・あるいは、原子力発電の放射性廃棄物はどのようにコントロールするのか。ウランやプルトニウムが核燃料サイクルで再利用され、それ以外の廃棄物も長期にコントロールするには、これにもイノベーションが必要である。まだ実現が見込めていないイノベーションに対しても、R&D は続けるべきであろう。

・CN に向けた先行投資は、新たな企業価値を生み出す可能性がある。当然、産業の交替も起きよう。自動車産業において、今のようなマイカーによる移動というものが必要でなくなるかもしれない。ガソリンから電気へ、水素へというだけでなく、その利用のあり方も根本から変化していこう。

・社会のメガトレンドは見えていそうで、まだ具体的ではない。どのようなビジョンを描い

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。

で突き進むのか。現状の延長戦上に自社が生き残っていく未来はないかもしれない。

・10月に3回目のTCFDサミットが催された。そこでの議論を視聴していると、日本企業の取り組みは活発である。CNに向けて、イノベーションとトランジションファイナンスがカギであるということははっきりしている。

・日本は2030年にGHG（温室効果ガス）を46%削減し、2050年にはCNを目指す。TCFDには世界で2400社が賛同し、日本では500社、世界でトップの社数となっている。プライム市場では、TCFDが開示義務となる。カーボンプライシングを利用するカーボンクレジット市場も創設の方向にある。

・サステナブルファイナンスが台頭する中で、グリーンウォッシングに惑わされないようにCNの情報開示は一段のルール化が進もう。そのレポートが企業価値にいかに関与しているのか。グリーン投資のリターンはいかに測るのか。測定され始めて、コントロールできるという考え方がベースにある。

・CO2削減は、それ自体は測定しやすい。しかし、①自社、②仕入れ先も含めて、③サプライチェーン全体と広げていくと、その数値化は容易でないが、③のスコープ3のレベルを見える化していくことが求められよう。

・TCFDのレポートをどう企業評価に活かすか。現状がどのレベルにあるかを知った上で、中長期的にどのレベルを目指すのか。そのためのグリーン戦略の実効性はどうか。中長期戦略のトランジション（移行期）をどういう経路でいくのか。

・そして、企業価値創造に関与していくのか。まずは、グリーン投資とその成果（カーボンプライシングによる削減効果）に注目して、GX銘柄を選別したい。

ソニーのESG経営～責任と貢献の一体化

・ソニーは9年前のどん底からみごとに復活し、今や新しい成長軌道に入っている。ソニーのESG経営はどのレベルにあるのか。興味深い論点をいくつか取り上げてみたい。

・9月にソニーのESG説明会（吉田社長、神戸専務）と、十時副社長（CFO）の講演（日本CFO協会）を視聴した。十時CFOはソニーの進化について、3つの点を強調した。

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。

・第1は、復活の過程において、事業再編を進めてきた。止血→収益重視→リカーリング強化→持続的高収益へと、3度の3カ年計画で大きな成果を上げた。

・現在売上高9兆円、営業利益9700億円であるが、このうちエンタメ（ゲーム、音楽、映画）が利益の58%、エレキが同13%、ファイナンス（金融）が16%、センサー13%という内訳である。

・ある意味でのコングロマリットであるが、セグメント毎のEV/EBIDA倍率は違っている。この評価でみると、ソニーの企業価値は、アナリストコンセンサスの20兆円に対して、時価総額は15兆円であり、このギャップがディスカウントされている。

・テレビやスマホは縮小し、ハイエンドにシフトした。プレステはサブスク型へのシフトを進めようとしている。CMOSセンサーは世界No.1である。

・第3次3カ年計画（2018～2020年）では、2.8兆円のキャピタルアロケーションを実行した。M&Aなどの戦略投資に1.4兆円、設備投資に1.2兆円、配当に0.2兆円であった。

・第2に、次の進化はどのようなものになるのか。ソニーのESGを踏まえた価値創出はどのように展開するのか。3カ年計画の第1次は時価総額が1.3兆円から3.7兆円、第2次は、3.7兆円が6.5兆円へ、第3次は6.5兆円が14.6兆円になった。第4次はさらに2倍になるだろうか。

・ソニーのパーパスは、クリエイティブとテクノロジーで感動を生み出すことにある。4月にソニーグループに社名を変更し、6つの事業が自立的にフラットに並ぶようにした。

・価値創出は、1) 感動体験（コンテンツ、場の提供、ネットワークサービス）、2) 夢の実現（クリエイターの夢）、3) 安全、健康、安心（センサー、イメージセンシング、インシュアランス）を追求することで生み出す。

・第4次の3カ年計画では、キャピタルアロケーション3.8兆円、EBRIDA 4.3兆円とした。KPIは営業キャッシュ・フローからEBITDAに変えて、投資のリターンを見やすくした。

・十時 CFO は、1) これまでの構造改革はタフであったが、やることははっきりしていた。2) しかし、次の成長戦略は選択肢がいろいろあるので、エキサイティングであるが、意見が分かれている。

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。

・3) 復活の原動力は、①平井前社長がエレキ出身ではなく、経営チームが多様でチームワークがよかったこと、②吉田社長（前 CFO）は、財務に詳しく論理的であること、③ゲームなどのネットワークが成長するなどの運もあった、と強調した。

・第3に、今後の課題として、1) コングロマリット、2) 3カ年計画、3) ESG 経営をあげた。事業ポートフォリオのあり方については、コングロマリットか分割かではなく、多様性とシナジーが成長のアップサイドが作れるかどうかにかかっている。今後発展するなら、事業の分割もありうるという。

・3カ年計画は、経営環境が変化する中で通用するのか。前提としたシナリオが変化してしまうかもしれない。なぜ3カ年かは悩むところであると話した。中長期の高い目標は必要であるが、3カ年の目標が数字合わせになっては意味がないと強調する。

・ガバナンスという点でみると、ソニーグループの取締役会は、①資源配分と②優先順位を決めていく。6つの事業セグメントで各社は自立的に事業を展開する。その時、EBIDAの方が分かり易い。

・「Wise Pivot」をいかに進めるか。赤字に陥ってから改革を進めるのでは、コストがかかりすぎて、事業転換のピボットもできない。事業があと数年でピークを迎えるという時に、追いつめられる前に、手を打っていく。このピボット経営を欧米の先進企業は苦もなく実行している。ここが挑戦のしどころであると強調した。

・ESG 経営において、Gに続く E においては、環境負荷をゼロにする取り組みを企業の責任として追及する。プラスチックを減らす新しいパッケージや再生プラスチック、そして、クラウドのデータを減らすことが省電力になるので、エッジ型の AI センサー（IMX500）に注力している。

・事業を通じた価値創造でサステナブル社会に貢献するとともに、社会的価値優先の活動も行っている。グローバル ソニー ジャスティスファンド（1億ドル）では、人種差別問題など社会正義をサポートする団体への支援を行っている。

・また、新型コロナ・ソニーグローバル支援ファンド（1億ドル）では、クリエイターへの創作活動や子供たちへの教育支援などへのサポートを行っている。

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。

・環境関連への投資は、単なるコストではなく、その貢献を通して企業価値に結び付けていく。インテリジェントビジョンセンサー（IMX500）は、クラウドからエッジ型へシフトすることで、消費電力が7400分の1になる。

・1億ドルのファンドは、ここからは直接的なリターンを求めているわけではなく、コミュニティとの共存のために活動しており、そのコミュニティにおけるソニーの存在を意義付けている。

・6つの事業において、EとSも事業計画に入れて、サステナビリティとしての業績評価に結び付けている。ESGを組み込んだ経営の一体化は、この3年実行してきて、各事業部門も自分ごととして定着しつつある、と神戸専務は強調した。

・ソニーのESG経営を土台にした成長戦略は、今後とも進化していこう。3年で2倍の価値向上に大いに期待したい。

人的資本が生み出す価値をいかに測るか～エーザイのケース

・人が年間いくらお金を稼いでいるか。今どのくらいのお金を持っているか。それがそのヒトの価値だろうか。そんなことはない。価値は金銭だけでは測れない。将来の価値を金銭で表すことも十分できない。何が幸せかは、人によって異なる。Well-being（よきこと）は、その人の価値観と満足度に依存する。

・企業を見る時、財務的な価値は比較的分かり易い。一方で、非財務の価値は見えにくい。①まだ財務に織り込まれていない価値、②これから形成される潜在的価値、③そもそも財務では測れない価値などがある。これをいかに見える化するか。これが、現在の価値創造と企業評価のテーマである。

・例えば、人的資本（ヒューマンキャピタル）の生産性は、デジタル資本生産性×デジタル資本装備率、と表現できる。つまり、 $[\text{付加価値}/\text{人的資本}] = [\text{付加価値}/\text{デジタル資本}] \times [\text{デジタル資本}/\text{人的資本}]$ となる。

・企業にとってのDX（デジタルトランスフォーメーション）とは、まさにデジタル資本への投資が、企業価値を生み出すビジネスモデルに結び付いているかを問う。

・この時の付加価値とは、EBITDA（償却前営業利益）+人件費である。フローで見た時、1年本レポートは、独自の視点から書いており、基本的に会社側の立場に立つものではない。本レポートは、投資家の当該企業に対する理解促進をサポートすることを目的としており、投資の推奨、勧誘、助言を与えるものではない。内容については、担当アナリストが全責任を持つが、投資家の投資判断については一切関知しない。本レポートは上記作成者の見解を述べたもので、許可無く使用してはならない。

間の売上収益から外部調達したものを除いて、その企業で生成した内部価値を金額換算したものと見える。

・EBITDA と人件費を加えた付加価値を、キャッシュ・フロー的にみれば、EBITDA は社内に残るが、人件費は外部に流出してしまう。でも、人件費も企業で働く人々が産み出した財務的価値である。さらに、実は見えないところで、人的資本がもっと価値を生んでいるかもしれない。あるいは、人的資本が十分活用されず、無駄に眠っているかもしれない。

・エーザイでは、営業利益+人件費+R&D 費を ESG EBIT (ESG 収益) と定義して、独自の分析を示している。2021 年の価値創造レポート(統合報告書)で、企業価値の創造には人財への長期投資が最も重要で、それを見える化するには、ESG が生み出す価値の指標として人件費と R&D 費を含めている。

・柳 CFO は、さらに興味深い分析を示している。ハーバード・ビジネス・スクールのジョージ・セラフェイム教授の提唱する IWAI (Impact-Weighted Accounts Initiative) に基づいて、エーザイ単体の従業員インパクト会計を試算した。

・2019 年度のエーザイの従業員数は 3207 名、給与合計は 358 億円であった。これを、そのままエーザイの人的価値とみなすのではなく、1) 賃金の質、2) 従業員の機会、3) ダイバーシティ、4) 地域社会への貢献、に分けて人件費を調整していく。

・具体的には、年収に合わせた限界効用、男女の賃金格差、昇格昇給の男女格差、日本の労働人口と比べた男女比、地域の失業率やセーフティーネットなどを調整する。

・そうすると、358 億円の給与から調整分を引いて、269 億円が実質的に生み出した価値、つまり従業員インパクトとしての会計上の価値であると算出した。

・日本初の試算であるが、この比率 75% (従業員インパクト 269 億円/給与総額 358 億円) は、米国の優良企業と比較しても高い人財投資効率の水準にある、という評価であった。

・人件費を単に付加価値とみるのではなく、人財としての価値調整を加えて、実態に迫ろうという分析である。確かに興味深い。

・柳 CFO は、純資産(簿価)を上回る市場価値(時価総額)が、ESG(非財務資本)の重要な評価額であるとみている。つまり $PBR = ROE \times PER$ において、PBR が 1.0 を上回る部分を ESG

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。

の貢献度合い、即ち非財務的価値の評価とみていく。

・エーザイでは、自社の長期的データに基づき、①人件費を1割増やすと、5年後にPBRが13.8%向上する、②R&Dを1割増やすと、10年超でPBRが8.2%向上する、というような回帰分析が統計上有意であるとして提示している。

・人的投資が中長期的な価値を結びつく感度（センシティブティ）を、定量的に分析している点が素晴らしい。

・人件費は費用ではない。それは、人的資本の価値の指標であり、投資の対象である。アナリストとしては、1) 雇用を増やしている会社、2) 中長期で人材育成をしている会社、3) 人的資本生産性を向上させている会社、4) デジタル装備率の高い会社、5) バリューチェーンで人を大事にしている会社、という観点で人的資本の中身を評価していく。

・価値といっても、価額で測れなければ評価できない、というのが財務の基本である。しかし、金額で測れないところに本当の価値の源泉がある、という見方も有力である。

・そこで、定性的な評価軸を定めて、それをレーティングしていくという方式も有効であろう。順位付けを数値化して、数量化による分析を行う方法である。一定の限界は分かっただけで、活用したいと思う。

・こうしたプロセスにおいて、エーザイのような分析が提示され、外部からも検証できるならば、その企業の価値創造に対して、投資家としての確信の度合いを一層高めることができよう。そういう企業に投資を継続したい。

バックキャストの成長戦略～日立のケース

・10月に「日立社会イノベーションフォーラム、(Hitachi Social Innovation Forum 2021)が催された。東原会長（CEO）の講演と小島社長（COO）の対談を聴いて興味深かった点をいくつか取り上げてみたい。企業の次なる胎動を知る上で大いに参考になろう。

・いかに生活者、消費者に近づくか。企業で働く人は生産者であるが、社会の中では消費者でもある。自然環境は生活の外にあるものではなく、共有財（コモンズ）として守っていく必要がある。日立は、2030年にカーボンニュートラル（CN）を達成し、2050年にはバリューチェーン全体でのCNを目指すという。

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。

・人間中心のパラダイムで見ると、人は生産者と消費者を行ったり来たりする。消費者が求めるものを、企業への発注者とみていく。B to B to Cにおいて、これを「創造的消費者」と称し価値を創出していき、と東原会長は強調する。

・社会システムに何らかの支障が発生した時、システムが途切れた時のダメージを最少にして、いかに早く回復させるか。このレジリエンスをシステムに組み込んでいく必要がある。

・社会インフラにDXは不可欠である。日立はOT(オペレーションテクノロジー)、IT、プロダクトの3つの領域を有している。これらをデータでつなぎ活用する上で、ルマーダ(Lumada)が威力を発揮している。

・例えば、サントリー食品インターナショナルの工場で生産計画を立てる時、ルマーダの活用によって、40時間かかっていたものが1時間でできるようになった。天然水1本1本のトレーサビリティが確保されている。このようなパートナーシップによるルマーダイノベーションを、世界にも広げていく。そのために、米国のグローバルロジック社をM&Aした。

・日立の再生は、川村氏が赤字を止め、中西氏が社会課題の解決というゴールを共有し、進むべき方向を定めた。東原氏が社会イノベーションをビジネスとして推進し、企業としての収益性向上に力を入れてきた。

・小島社長は、日立の中央研究所の所長やCTOを務め、ルマーダの開発をリードしてきた。ようやく基盤ができてきたので、その上に成長路線を形成していく。小島社長は、それが自分の役割であると語る。

・では、どのように展開するのか。将来の成長を予測(フォーキャスト)するのではなく、バックキャストで見つめていく。普通は未来を予測するが、予測は当たらない。当たらないものをベースにはできない。将来のあるべき姿から、現在なすべきことをつめていく。

・このバックキャストは、「意思の表明」であると小島社長はいう。将来何を達成したいのか。そのためにどんな能力が必要なのか。実際、2050年にCNを達成するとしたら、どのようなステップで、今何をすべきなのかをつめていく。

・日立はどこで成長していくのか。GDIという3つの領域を定めている。G(グリーン)では、10年前からポートフォリオの入れ替えに力を入れ、電力、鉄道、EVなどの分野でグリーンを追求している。

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。

・D（デジタル）では、ルマーダをグローバルに展開する。そのために、グローバルロジックを1兆円で買収した。I（イノベーション）では、物理的なテクノロジーのロードマップを描き、R&Dの推進において、ベンチャーキャピタルも活用する。外部の力をビジネスモデルに組み込んでいく。

・このGDIの領域は激戦区である。戦略上の違いをいかに創って、独自の価値を実現していくか。最も重要なことは、スピードであると小島社長は強調する。

・この点では、もう1つのSDGsを重視する。S（シンプル）、D（デジタル）、G（グローバル）である。ライバルをはっきりさせて、目標を明確にシンプルにする。デジタルを活用して、プロセスを早くする。そして、世界のアセットを活用して自社の能力を高めていく。

・加えて、実行のフェーズにおける意思の強さを内外に示すことである、と語る。当初、中西氏が社会イノベーションと言い出した時、社内では何のことという感じで、十分理解されなかった。

・かつて、IBMからハードディスクビジネスを買収し、中西氏自ら苦勞して事業再生させた。しかし、その事業を、社会イノベーションとのつながりが弱いということで売却した。これを契機に、社内では社会イノベーションを事業のコアすることを本気でとらえるようになった。

・口先だけではない経営者の本気度を示すには、バックキャストによるビジネスモデルの構想が有効である。①コンセプトを明確でシンプルな1つにする、②ルマーダで共通のプラットフォームを横軸に作っていく。③B to BはCまで意識しながら世界に出ていく、という戦略である。

・日立には、グローバルに5.4万社に顧客がいる。これらの企業と協創（コクリエーション）して、次の10年を創っていく方針である。今後の展開に注目したい。