

ベル投資環境レポート

長期的な企業価値の追求を投資に活かす

～ESG、SDGs への対応～

2018年3月20日

鈴木行生

目	次
1. 統合思考への道	2. マルチキャピタルの評価
➤ 日経平均株価 3 万円への課題～稼ぐ力を取り巻く環境	➤ SDGs と ESG～いかに投資評価に組み込むか
➤ 長期的な企業価値の追求	➤ オムロンのサステナビリティゴール
➤ ガバナンス改革の進化	➤ 丸井の共創サステナビリティ～コネクティビティの効果はいかに
➤ 統合思考 (Integrated Thinking) の実践に向けて	➤ 昨日の敵は今日の友～日本電産の M&A
➤ ガバナンスの真価はどこに	➤ FD ルールとアナリスト
	➤ アナリストレポートの効果～何のために、誰のために

1. 統合思考への道

日経平均株価 3 万円への課題～稼ぐ力を取り巻く環境

・日本の金利は上がるのか。円高に振れることはないか。そして、デフレに戻ることはないのか。その 3 点が株式市場にとって決定的である。少し前に野村證券の木下智夫エコノミストの話聞く機会があったので、それを参考に検討してみたい。

・世界をみると、経済は好況であるが、政治は不況といえる。とりわけ、米国のトランプ政権は、米国ファースト(自国勝手主義)を貫いており、摩擦の火種は広がっている。欧州も、選挙が終わって一安心ながら、政治的安定は十分でない。

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

・中国は党大会が終わって、習政権は強固なものとなり、経済は底固い。その中での拡張路線は摩擦を生む。日本も安倍一強体制が、綻びを出さずに次の手が打てるか。これらが懸念される。

・景気がよいと、課題や弱いところが隠されてくる。米国では株高で資産効果が出ている。その一方で、生産性の上昇はかつてに比べて鈍い。米国の減税策は、借金の少ない大企業、海外で稼いでいる米国の企業に有利に働こう。

・米国企業の生産性向上に貢献するような成長投資に活用されるかが問われるが、少なくとも投資面ではプラスに働こう。一方、米国政府の財政には負担となる。将来の税収に戻ってくるような好循環を実現するかははっきりしない。

・米国景気は好調なので、インフレ率は穏やかにしても、これまでよりは上がってこよう。よって、米国の利上げは今後とも続く。昨年12月の利上げに加えて、今年3回、来年1回は必要というのがオーソドックスな見方である。

・この利上げがかつてのパターンに比べて、早いわけではない。1994年の時は、1年余りで累計+3%の利上げ、1999年は1年で+1.5%、2004年は2年で+4%であったが、今回は、2019年までの4年で+2.5%以下にとどまるという緩やかなピッチである。イエレンFRB議長の後任のパウエル氏も、安定感のある穏健派である。

・米国の北朝鮮政策や中東政策は、すぐに一触即発というわけではないが、うまくいくだろうか。日中関係は改善の方向にあるとしても、北朝鮮と韓国との関係は火種となって強まっている。うまく収まればよいが、もし武力紛争になれば、日本の円は売られることになる。長期戦になると事態は深刻になる。

・ユーロ圏も、不況からの脱出に成功している。欧州中銀はテーパリングを開始する予定である。つまり、量的緩和による金融資産の買い入れ額を順次減らしていく。1ヶ月に600億ユーロ買っていたものを、300億ユーロへ減らし、これを続ける方向となろう。すぐに利上げにはいかないで、ユーロ金利の利上げは来年後半からになろう。

・中国はどうか。GDPの成長率は少しずつ落ちてくるが、それでも6.5%の成長は続こう。鉄、セメント、石炭、ガラスなど、供給過剰産業の構造調整は続く。企業の淘汰は継続しており、余計なインフラ作りに金を貸さないように、債務の過剰にも政策的テコ入れが入っている。国家開発銀行の貸し出し抑制はこれから本格化する。地域的には東北地方（遼寧省、

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。

黒竜江省、吉林省) がきつい。それでも、国全体としては、消費主導の経済によって発展が
続こう。

・さらに、イノベーションの推進に向けた中国民間企業の活動と、中国人起業家のやる気は
凄まじいものがある。実際、中国のEコマース市場はすでに米国を抜いて、世界トップクラ
スとなっている。そのプラットフォームではTmall(天猫、アリババグループ、シェア57%)、
JD(京東商城、テンセントグループ、同25%)が圧倒的である。

・先進国の金融緩和が転換して、金利が上昇する時、新興国に資金が入らず、ファイナンス
面で影響が出る可能性もある。これが急に起きると、ショックを引き起こすこともある。し
かし、今回は、欧米ともゆっくりとした金融政策の変更なので、過剰反応は起きないとみら
れる。

・日本はどうか。日本はまだ金融政策を変えるつもりはない。そうすると、円安に進むこと
はあっても、円高に転換する心配は低い。それが続くだろうか。黒田氏の日銀総裁の継続は
順当なところである。CPIが1%を超えてくると、日銀は早晚景気に対して中立な金利(均
衡金利)を考えてこようが、まだその水準にはほど遠い。

・これまでのゼロ金利では、銀行の本業が成り立たない。金利が上がる局面になると、円高
になる公算も高く、それが景気、インフレ期待に水を差す。またデフレに戻ってしまつては、
元も子もない。よって、日本はユーロ圏よりもさらに遅れて、金融政策を動かすことになろ
う。当面今の低金利状態が続くとみてよい。

・世界的にみて、日本の金利が最も安いとなると、海外のヘッジファンドなどが日本の低金
利を求めて金を借りに来よう。それを外貨に換えると、円安要因になる。円安による輸出促
進は批判を招くので、過度な円安にも注意する必要がある。

・この調子でいけば、株は上がる。人々が熱狂してくると、いずれバブルに到ることも懸念
される。2000年のITバブル、2007年のサブプライム(住宅の証券化)バブルの時、株式市場
が行き過ぎであると分かっていた人はいた。それでも、皆は走ってしまった。勢いは突然破
裂する。今回は何がシンボルとなるのか。ビットコインに象徴されるフィンテックかAIか。
あるいは、新たな商業用不動産の証券化か。十分警戒していく必要がある。

・日本企業の稼ぐ力はどうか。明らかに向上しつつある。ROEが12%に上がってくれば、日
経平均換算で3万円が見えてくる。世界経済が良好な中で、自力としての収益力向上に注目

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

したい。

長期的な企業価値の追求

・2月にICGN-IIRC東京カンファレンスが催された。コーポレートガバナンスの世界的な組織(ICGN)と統合報告に関する国際的な組織(IIRC)が共同でセミナーを開いたもので、テーマは‘長期的な企業価値の追求’であった。ICGNは機関投資家サイドであり、IIRCは企業サイドである。2日間で議論になった論点から、筆者にとって興味深い点を取り上げ、意見を述べてみたい。

・この3年で日本のコーポレートガバナンス(CG)は様変わりとなっている。2014年にSSC(スチュワードシップコード)、2015年にCGC(コーポレートガバナンスコード)が導入され、形式中心といわれながらも、実態は大きく改善している。課題は多いが、目に見える改善が稼ぐ力の向上にも結びついている。

・SSCは2017年に改定され、CGCも2018年の改定を予定している。SSCの改定では、1)利益相反を避けるために外部に目を入れ、2)議決権行使において個別結果の開示を促し、3)アセットオーナーの役割も明確にしようとした。

・CGCの改定では、1)資本コストをもっとはっきりさせ、2)経営判断が明確になされ、3)人材やR&Dなどへの新しい投資を活発化させ、4)それを担うCEOの選任をより明確にして、5)余分の株式保有などを見直すことが求められるようになるう。

・日本企業のROEは改善しつつあるが、それでもまだ十分とはいえない。ROICやROEを重要なKPIと設定する企業は増えているが、一番肝心の売上高利益率(税前)が低いままの企業も多い。日本の売上高利益率は10%以下が全体の9割で、欧州ではこれが7割、米国では3割である。儲かっている事業や低収益の企業が存続できていることが問題であり、この再編が引き続き問われている。

・バランスシートにはキャッシュが貯まっていると判断されるが、これをどうするのか。投資機会を活かして、もっと投資せよ。しかも、投資するからには、資本コストを超えてきちんと稼いでほしい。そうでなければ、配当方針をはっきりさせて、株主に返してほしいと機関投資家はいう。当然であろう。

・では、どこに投資するのか。人材、R&D、M&Aというが、本当に企業価値の向上に寄与して本レポートは、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。

いるのだろうか。従来の慣習に捉われて、惰性の経営になっていないか。もっと見直す必要がある。

・日本企業に特有の株式の政策保有（持ち合い）は少しずつ減り始めているが、今後どうなるのだろうか。伝統的な慣れ合いと経営者の保身のために、持ち合いはなくなるのではないか、という疑念は強い。ビジネスに役立つ株式保有であると説明されても、必ずしも納得できないものが多い。結局、そこにはガバナンスを効きにくくする甘えの構造があるものとみられてしまう。

・日本は統合報告書（IR）の先進国である。去年は世界で1600社を超えるIRが発行されているが、そのうち日本は350社を占める。数は急ピッチで増えているが、中身はどうであろうか。IIRCのフレームワークをベースに、統合思考（インテグレイティッド・シンキング）を取り入れて、企業価値創造が語られているであろうか。

・財務報告とCSR報告の合体に留まっているという面も依然として強い。ESGは企業価値創造と結びついているか。SDGsは考え方として理解ができて、自社の価値創造プロセスに取り入れることができるだろうか。改善は著しいが、まだまだ課題は多い。

・日本企業の経営課題は、1) ROEが低い、2) キャッシュを貯め過ぎている、3) リスクをとらない、4) 雇用の流動性が低い、という点にある。これをどうみるか。ROEが低いのは、自社の効率だけを追求するわけにはいかない面がある。製造業ではすり合わせ技術が重要なので、いいものを作っていくプロセスにおいて、事業として弱いものや一見いらぬものも、持っておく必要がある。確かに、そのような内容が企業の強さを支えているともいえる。

・すり合わせ技術は、日本国内の同じ考え方に基づくバリューチェーンの中なら効果を発揮するが、グローバルな事業展開にすり合わせを求めると、うまくいかないことが多い。海外の企業にはなかなか馴染まないからである。別のビジネスモデルの構築が求められる。

・内部留保を貯め過ぎているのではないかといわれても、リーマンショック後に酷い目に合っており、キャッシュに余裕がないといざという時に苦勞する。マネジメントはリスクをとらないといわれても、十分な勝算がないプロジェクトや案件に投資するわけにはいかない。トップとしての責任をとるには、慎重にものごとを進める必要がある。それが悪いとは言えないが、不満が残るのも事実である。

・日本の雇用は、主力の正社員にとっては長期雇用が前提で、儲からない事業や本業でない本レポートは、独自の視点から書いており、基本的に会社側の立場に立つものではない。本レポートは、投資家の当該企業に対する理解促進をサポートすることを目的としており、投資の推奨、勧誘、助言を与えるものではない。内容については、担当アナリストが全責任を持つが、投資家の投資判断については一切関知しない。本レポートは上記作成者の見解を述べたもので、許可無く使用してはならない。

事業を切り離すと言っても、正社員は事業についているのではなく、会社に属している。事業と一緒に人も出してしまうわけにはいかない、という考え方は根強い。

・これに対して、従来の制度や考え方があるにしても、ビジョンを固め、第一義的に ROIC や ROE の目標を明示的にかかげ、ROS（売上高利益率）についてもマネジメントがコミットして、それらの向上を実践していく必要がある。

・社外取締役は執行サイドのマネジメントを監督し、助言をして、ビジネスモデルの変革を迫っていく必要がある。CEO の選任についても、いざとなったら代わってもらうことを要求し、次の CEO の育成も監督していくことが求められる。日本企業は今ここが問われている。

ガバナンス改革の進化

・監査役会設置会社（東証構成比 75%）、監査等委員会設置会社（23%）、指名委員会等設置会社（2%）のうち、どれが望ましいのだろうか。日本の仕組みは1つに決めるのではなく、会社それぞれに都合があるとして、選択肢を用意している。

・一般的な議論として、どの形がよいというよりも、どの形でも的確に運営されて、実効が伴えばよいといわれる。本当にそうだろうか。指名委員会等設置会社は、ガバナンスに問題があった会社が欧米流を選んだ例も多いが、それで業績が上がったとは必ずしもいえない。

・監査等委員会設置会社は、社外取締役を選任しつつ、監査委員会も機能させるという中小企業向きで、この比率が上がっている。監査役設置会社に社外取締役を入れて、任意の委員会（指名・報酬）も設けるという形も広がっている。

・形だけ整えて実効が伴わないケースもあるが、形だけかと思ったら内実が変化してきたというケースも多い。社外取締役が増えると、取締役会の議論は明らかに活発になる。経営者を経験した人が入り、女性や外国人が加わると、さらに変化してくる。

・それをありがたいという経営者もいれば、面倒は避けたいという経営者もいる。投資家は、コンプライ オア エクスプレインでは満足せず、コンプライ アンド エクスプレインという姿勢で、どんどん説明を求めてくる。そうすると、形を整えてコンプライしているというだけでは済まなくなる。

・PRI や SDGs をよく理解し、経営のビジョンや中期計画にそれらを明確に盛り込んでいく

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。

と、海外の投資家との話が弾むようになる。つまり、日本型経営とって従来は抽象的であったものが、価値創造のしくみに、非財務情報とりわけ ESG を組み込んでいくと、企業の理解が深まっていく。

・社外取締役が2人以上いる東証上場企業は、2014年では全体の14%であったが、2017年には88%に上がった。3年でこれだけ変化した。次のCGCで新たな方針が出れば（例えば、3人以上とか3分の1以上とか）、変化はもっと加速しよう。

・取締役会の実効性評価も進んでいる。内部の自己評価が多いので、形を整えてコンプライといわれても、投資家は必ずしも納得しない。当然、CEOやCFOに取締役会の内情を聞く。社外取締役にも聞きたいとなる。議論されている内容の秘密を知りたいわけではない。きちんと議論されて、それがいずれ意思決定情報に結びついていることを、エピソードを通して、ストーリーとして知りたいのである。

・欧米の企業でも日本の企業でも、統合報告は簡単には作れない。財務レポートがあり、サステナビリティ（CSR）レポートがあり、それぞれの質が高かったとしても、IR（統合報告）にまとめるのは容易ではない。まず、まとめるとか合体するとかいう発想が適切でない。

・統合思考（IT）に基づいて、書き下ろすことが求められる。その前提として、ITを経営全体に取り入れて、ビジネスモデル、戦略に組み込むべく取締役会でしっかり議論しておくことが重要だ。投資家もESGを投資の軸に据えておく必要がある。

・欧州からは、経済、社会、環境という3つの軸（トリプルボトムライン）をベースに、企業経営を展開することを望まれる。ESGを企業価値創造に明確に組み込んでいく必要がある。知的資本、人的資本など無形資本への投資について、KPIを定めて、しっかり結果（アウトカム）を出していくことが求められる。

・そんな要求を内外のステークホルダーから出され、しかも原則主義とはいいいながら、次第にルール化されていく。企業経営者は、やらされ感で疲れてしまうのだろうか。経営者には3つのタイプがいる。

・1) 1つ目は、何か世の中はうるさくなっているが、自分の事業をしっかりやって、計画と予算を達成していくことに徹し、あとは余りにしないというタイプ、2) 2つ目は、いろいろ対応する必要があるので、経営企画、IR、CSR部門にしっかりやっておくと檄を飛ばすが、取締役会で本気で議論するつもりはないタイプである。

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

・3) 3 つ目は、新しい時代がきており、ステークホルダーを味方につけて、長期的な経営に邁進しよう。足元だけに捉われない経営ができるので、マネジメント本来の力が発揮できる。よって、会社経営が面白くなってきたというタイプである。投資家は当然第3のタイプの経営者と本気で議論したい。第1、第2のタイプの経営者には改革を求める。

・本質は何か。自らの企業と経営を IT (統合思考) で見える化することである。それを価値創造の仕組みであるビジネスモデル (BM) として確立すべく、戦略を立案して遂行する。その結果をレポートする。中身が十分でないのに、IR (統合報告) だけいいものを作ろうとしても、それは難しい。

・取締役会の過半数が社外取になってきた時に、何が重要となるか。まずは、議長が社外になると、その手綱さばきが問われる。多様な意見を適切に引き出して、まとめていく必要がある。その企業がおかれた経営課題を的確に設定して、監督と助言ができる社外取締役を選んでいく必要がある。

・適任の人材プールは限られている。経営者、女性、外国人と多様化させ、CEO の友達ではない候補者を、どのように見出していくのか。社外取締役になる方も安易には受けられない。経営者の資質や企業のカルチャーが十分納得できなければ、職責が果たせないからである。

・社外取締役になった時には、CEO はじめ、執行サイドのマネジメントがどこまで協力的であるかが鍵である。オープンに話しをして、情報が十分に出てくるのであれば、議論が活発化する。オーナー型の企業でも、サラリーマン型の企業でも、異分子を許容して、聞く耳をもつかどうか最も重要であろう。黙って座って、迎合するだけでは全く意味が無い。

・日本企業には中期3カ年計画と同時に、長期10カ年計画を作してほしい。理念やビジョンとともに、3カ年計画を3期立てるとして、10年に亘る目標がほしい。そうでないと、3カ年は短かすぎるし、いきなり創業の精神と言われても結びつきが悪い。もっと言えば、ESGも含めて、国際比較が十分できない。

・欧州では環境 (E) の議論が活発である。気候変動は長期にわたる重大関心事で、社会的課題である。それを与件として無視することはできない。環境対応は単なるコストではない。リスクマネジメントとしてしっかり取り組む必要がある。ありえない災害というレベルではない。

・そして、イノベーションによって、環境対応を進めることは、ビジネスチャンスであり、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。

価値創造に結びつく。このレベルまで統合的に考えよ、と言われる。できるところから始めるとしても、多くの日本企業にとっては、スコープの違いに戸惑うであろう。

・統合思考は、自社の枠を超えたバリューチェーン全体をみていく。多様なステークホルダーを見よ。10年ではなく、25年を想定せよといわれる。この議論についていけるか、乗っていけるか。

・味の素の西井社長は、2017年の統合報告書をまとめたおかげで、欧州の投資家との議論が楽しいという。つまり、議論の質が高く、自社の思いを同じレベルで語ることができる。そうなれば、しめたものである。

・ESGをどう語るか。取締役会の実効性をどう語るか。うまくいっていてもいなくても、同じ状態をそのまま伝えようとすると無理がある。その場合は、1) うまくいっていない時にどう改善したかを、エピソードとして語る。2) 自己満足するのではなく、次にどのようなステップに進むかを議論する。3) そのために、統合報告書を書きおろし、投資家と議論する。そうした活用が経営改革に結びついてこよう。

・まとめてみると、BMの持続性（サステナビリティ）が問われている。そのためには、統合思考（IT）に基づく統合的戦略を実行していくべきである。当然、BMには財務キャピタルだけでなく、非財務（無形）キャピタルを明示的に組み込んでいくことが鍵となろう。

統合思考（Integrated Thinking）の実践に向けて

・かつて佐伯^{ゆたか}先生（認知心理学者）から学んだ。行動科学的にみると、ヒトは合理的（rational）であろうと行動する。合理的である基準は、1) 一貫性（coherent）、2) 最適性（optimal）、3) 開放性（open）にある。しかし、現実の意思決定や行動は必ずしも合理的ではない。

・法人としての企業も、それを運営するのはヒトであり、社会的存在として不合理な行動をとることも多い。不正は論外として、社会のためという公益と、法人としての自社の長期的な利益を、いかにバランスよく発展させていくかが問われる。この一貫性（coherency）を継続するには、誰のため、何のためという視座を絶えず確認する必要がある。

・企業にはさまざまなステークホルダーがいる。誰を優先するのか。順番はどうか。顧客、従業員、取引先、地域社会、株主の中で誰の利益を大事にするのか。こうした問い自体が、
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。

設定としての的確ではないといえる。

・ステークホルダーにとっての価値を、和集合で捉えるのか、積集合で捉えるのか。日本では株主がとかく軽視されがちであったが、欧米では株主優先が行き過ぎともなった。バランスが大事である、といっても抽象的である。

・そこで、企業価値創造とは何かを再考する必要がある。伊藤邦雄教授は、ROE を超えて、ROESG を重視すべしと問題提起している。ROE は大事であるが、そこに ESG を組み入れて、価値創造を考えるべし、という提案であろう。

・ $PBR=ROE \times PER$ である。つまり、時価/簿価純資産=簿価自己資本利益率×利益成長倍率である。今問われているのは、簿価ではなく、時価でもなく、フェアバリュー（公正価値）である。投資家は簿価に投資するのではない。今の株価は時価（市場価格）であるが、本当のフェアバリューであるとはいえない。一方で、何がフェアバリューかは明示的に分からない。しかし、何らかのバリューを想定し、それを仮説として実現を目指す。

・企業が新たな価値創造に向けて、マルチキャピタルに投資するのは、新しいフェアバリューを創るためである。よって、長期の利益成長と同時に、それを生み出すために、バランスシートに明示的に載っていない無形資産の価値に注目する必要がある。その意味で、ROESG は、単なる E(簿価純資産)ではなく、ESG をキャピタルとして組み込んだ時の ESG 純資産(フェアバリュー)として評価することが求められよう。

・IR（統合報告）をどう活用するか。これには3つのステップがある。まずは、統合報告書を作ることである。全上場会社が、事業報告書や株主通信を発行するように、IR を作るのが当たり前になってほしい。自分の会社をステークホルダーに的確に知ってもらいたいと、誰でも思うはずである。

・第2のステップは、それを読まれるようにすることである。誰が読むのか、株主か、社員か、顧客か、さまざまな狙いは想定できる。第3は、それを対話に活かし、経営改革を推進することである。ここまできれば本物であろう。

・株式の持ち合いをどうするのか。持ち合いは日本の文化ともいえる。株式の政策保有について、その正当性を説明せよといわれて、うまく説明できる企業は多くない。互いに株を持つことが、ビジネスの拡大に結びつくのか。資本提携は、一定の比率を超えてこなければさほど意味を持たない。取引先との関係強化という建前はあるにしても、実態は安定株主作り

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。

である。

・とすれば、持ち合いは、安定株主作りが目的であって、マネジメントが短期の業績変動で一喜一憂しなくて済むように、株主総会で思った通りの議案を通すためである、と言えよ。株主はその内容を議論したいのである。

・安定株主を確保しても、1) 不祥事を起こしたり、2) 大幅な赤字に陥ったりすれば、トップマネジメントの交替は必至である。この観点でのガバナンスは、今の日本企業にほぼ見事に機能している。しかし、リスクをとらずにそこそこ儲けているだけで、株主、社員に不満が貯まっている時、その程度ではなかなか経営陣を変えられない。

・このメリハリをもっとつけるには、マネジメントに覚悟してもらう必要がある。説明責任だけでなく結果責任をとってもらうことである。中長期の企業価値創造ができない経営者には交替してもらう必要があり、そのための仕組みが整えられようとしている。

・機関投資家も、1社1社の個別的な議決権行使だけではなく、集団でまとまって議決権行使に至るような話し合いを会社としていく。この動きがこれから活発化することになる。持ち合いはどうなるのか。すでにかなり減り始めているが、次の5年をみると大幅に低下することになる。新しい経営者は合理的に勝負して勝つ必要があり、そうでないマネジメントには降りてもらふことになる。

・取締役会の実効性は上がっているのか。役員 の 指 名、報酬、事業の監査などが適正に行われているかを、どのようにみていくか。投資家からみると、新CEOや新社外取締役はどのように選ばれたのか。そのスキルは十分なのか。実績を財務で確認するより前に、取締役の資質をよく知りたいと思う。役員 の 報酬は成果に見合っているのか。その連動についてフォーマットを知りたいし、業績連動を強めてほしいと考える。

・監査はどうか。細かい手続き監査以上に、経営の根幹に関わるような不正や不適切な行為を事前に見出すことはできるのか。何らかのシグナルはあるはずなので、そこに踏み込んでいく必要がある。それだけの素養が社外監査役には求められる、と覚悟しておくことが重要である。

・IIRCのマービン・キング議長は、SDGsを含めた企業価値創造を図るべきである、と主張する。今やこれが主流である。そのためには、社会的課題を見据え、統合思考(IT)で企業価値創造の仕組みを作っていく必要がある。

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

・株主至上主義ではなく、多様なステークホルダーを視野に、財務キャピタルだけでなく、マルチキャピタルを活かしたアウトカムを追求せよという。そこには自然キャピタルも当然入ってくる。

・キング議長の考えは、経済、社会、自然のトリプルボトムラインを軸に、取締役は企業経営を考えるべし。そのためには、SDGs に深く関わっていくことが求められる。それが^{しごく}極端ではなく、大いなるオポチュニティとして、新たな価値に結びつくというスタンスである。

・では、IT (統合思考) を経営に持ち込むにはどうしたらよいのか。同じことをやっけていて、経営が変わるはずはない。その意味において、SDGs を軸に自社のビジネスを見直してみることである。関係ないと考えるのではなく、関係づけてみることである。

・その上で、自社の価値創造プロセスにおける重要性 (マテリアリティ) や結びつき (コネクティビティ) を突き詰めていくことである。これはチャリティ (慈善事業) ではない。新しい価値創造のフレームワーク作りである。そして、最終的には新たなビジネスモデルの構築である。そのための統合戦略を立案し、実践することが最も大切であると理解した。

ガバナンスの真価はどこに

・円谷昭一先生 (一橋大学准教授) に著書をいただいた。“コーポレート・ガバナンス「本当にそうなのか?」大量データからみる真実” という書名である。この本は面白い。ビックデータを分析して、通説とは違った事実と解釈を提示している。

・詳しくは原書に目を通してほしい。そこで分析されている論点について。私なりの考えを述べてみたい。個人的体験に基づく 1 つの見方にすぎない点には留意していただきたい。

・第 1 は、社外取締役の役割と在任期間、企業価値向上へのインパクトについてどう考えるか。

・第 2 は、上場企業の経営者を経験した相談役・顧問が社外取締役に適任なのか。その時の報酬はどのように考えるのか。

・第 3 は、日本企業の中期経営計画のほとんどが実現されないが、欧米企業と比べてその特異な存在は今後どうしたらよいのか。

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。

・第4は、株式の持ち合い（政策保有）は結局どんな意味を持つのか。やめられないとすればなぜか。

・第5は、自社株買い（自己株式の取得）をいかにフェアに行うか。その意味はなにか。

・独立社外取締役の役割は、経営における監督と助言にある。この2つの機能をどのようにバランスさせるか。

・社外取締役は、経営者、学者、会計士、弁護士、投資家、金融関係者、行政官経験者など、それぞれの分野をベースに、いかに望ましい知見の域に達するかが問われる。いずれにしても、まずはその企業の経営実態を深く分析して詳しく知る必要がある。

・それにはどうするか。アナリストの経験でいえば、累計50時間のインタビューを行うと、その企業が一応分かった気になり、スタート台に立てる。個人差はあるのだろうが、企業価値向上に貢献していくには、2年程度の経験は必要であろう。

・自らの体験をベースに、監督と助言を行い、その過程で新たな知見を蓄積していくとしても、その累積効果は次第に低減してくる。経営環境は目まぐるしく変化していく。経営者も交替していく。その中でのバランスを考えると、自らの能力の発揮具合と、新しい人材の登用を考えると、社外取締役の任期は6~8年くらいが1つの目安であろう。

・企業の相談役、顧問とは何か。外部から目的を持って招聘された人は別にして、経営トップを経験した後で、相談役、顧問をなるのは一種の緩衝材である。次のマネジメント陣にとって、前任者のアドバイスやコンサルが本当に必要なのだろうか。たぶん、現経営サイドからみればいらぬであろう。

・業界活動や財界活動にとって必要な存在ならば、そのように明示すればよい。しかし、これも合理的ではない。対外活動を行えば、必ず会社にも影響してくる。その時、会社を代表して何らかの責任を担って、代理人として活動するなら、それなりの位置付けを明示しておく必要がある。その時のレポートラインは誰なのであろうか。社長や会長の部下という位置付けであらうか。

・一種の名誉職で、すぐに会社を離れるのは本人も寂しいし、後継トップとしてもしのびない。そこで、慣例として一定の処遇をする。しかし、一般の社員や執行役員、取締役は通常相談役や顧問にはならない。役割を終えたら、会社を離れるのは当たり前である。それと同

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。

じ行動で、何が不都合なのだろうか。

・高額所得だったので、翌年の税金が大変であるという見方もあるが、そんなことはない。もらった所得から支払えば済むことである。秘書や社用車は役割のためであり、それが終えた後に必要はない。単なる慣例なので、やめてしまっても不都合はない。

・すでにそういう会社はある。社内ルールとして明確化すればよい。投資家はガバナンス上問題にしている。海外の投資家はそもそもおかしいと言っており、見直しに反論するのは難しい。社会的な新しい常識として普及すれば、従わざるをえない。

・どのように独立社外取締役を選んだのかと聞いてみると、何らかの信頼関係がベースになっている。社長、会長の友達を選んでもよい。信頼できる友人なら、ふさわしいと考えるかもしれない。しかし、この方法はあまり適切でない。自分の友人に会社の弱みや課題を本当に話すか。多くの場合、そんなことはない。

・とすると、一定の距離を置きながら、信頼できる人がほしくなる。そうすると、信頼できる人や機関の紹介がベースになって、その後審査を経て、面接することになる。それをインフォーマルにやるか、フォーマルにやるかが問われる。

・経営者に聞くと、何も言わない社外役員はいらないという。かといって、監督と助言が執行の足かせになるような的外れの意見ばかりでは困る。マネジメントの執行に目を光らせ、いざという時には、事前に突っ込みを入れて、最後まで一貫した姿勢を示す人物が求められる。

・社外取締役の報酬はいくらが妥当なのか。企業の規模や事業内容によって、年俸で200～2000万円までさまざまである。取締役としての役割を果たすのであるから、適切な報酬は必要で、低ければよいというものではない。グローバル企業であれば、かなり高い水準になってもよい。

・そこで、役割に見合った働き方をしているかの実効性が問われる。外部からは、なかなか分からないが、取締役会に参加しているメンバーには、議論を通してかなり分かるはずである。企業価値向上をリードするのは、第一義的に執行サイドであるが、社外取締役の貢献もこれから評価対象となってこよう。

・日本企業は中期計画を作るのが慣例となっている。2年～5年が通常の中期である。この本レポートは、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。

中期計画は多くの場合実現されない、ということが明らかになっている。どうしてか。計画は予想ではない。予想はそもそも当たらない。また、計画は目標であって、必ず達成することは約束していない。

・下にはずれるのが大半であるが、間々上に外れることもある。3カ年計画を1年目で達成してしまうという例もある。逆に、1年目に大幅に下回ってしまうと、2~3年目の実現性がなくなってしまうので、3カ年計画自体が意味を失ってしまうこともよくある。

・何が問題なのか。1年目、2年目、3年目の売上高、営業利益の数値をKPIとして表現するからである。私は、この方式はやめるべし、と経営者に話している。

・経営者はどういう会社になりたいのか。その時の姿を表すKPIは何か。それを財務指標におおしてみると、どんな数値が一番ぴったりするのか。この点をよく考える必要がある。立派な会社になりたいと言われてもわからない。同じように営業利益100億円、1000億円の会社になりたいと言われてもわからない。

・経営環境は刻一刻と変わる。経営者は朝令暮改で、次々と手を打っていく。予算通りにいかないのが普通であり、それに対して、戦術的に対応するのが日常業務である。予算数値の積み上げや振り分けによる業績目標ではなく、どういう会社になりたいかを示すKPIを作るべきである。業績数値は持っていてよいが、逐次作り直していくものである。

・経営者として何にコミットするのか。コミットメントとは約束であり、責任をとることである。そのアカウントビリティが問われる。アカウントビリティとは説明責任だけではない。結果としての責任をとることである。

・今の中期計画が真にコミットメントであれば、ほとんどの社長が責任をとる必要がある。しかし、多くの場合、日本企業の中期計画はコミットメントではない。だから、中期計画を発表しても、株価はほとんど反応しない。

・投資家は中期計画の内容を理解しても、信用していない。よって進捗を確認する。ということは、足元の業績をみていく。それに一喜一憂すると、株価は短期業績連動型になっていく。こうした弊害を避けて、新しい形の中期計画の立案と公表が求められよう。

・株主還元はどのように行えばよいのか。安定配当の次は、配当性向をKPIとしてきたが、現在では総還元の方針を示すようになっている。自社株買いも一般的になってきた。会社が

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。

自社株買いを公表する時は、会社の業績実態に比べて、株価が割安になっている局面である。

・株主に還元するタイミングとして、自己株式の取得を公表する。大抵の場合、自社株買いに対して、会社は自信を持っている。あるいは、何らかの理由でマーケットの地合いが弱い場合、買い支えに入る。

・ある会社のケースでは、新しいイノベーションの話題がタイミングよく先行して、結果的に自社株買いを実行しなかった。公表して実行せず、というところだけをみれば問題であるが、割安感が全くないのに、実行する必要もない。ここの説明をどうするかが問われた事例である。

・持ち合いはどうするのか。経営者は、会社を乗っ取られたくない。自らの経営に文句をつけられたくない。経営に波風を立てられたくない。株主総会はしゃんしゃんと終わらせたい。こう思うのは普通である。

・一方で、取引関係を通常よりも強くして、フローの商売を上手くいかせるには、株主になっておいた方が都合がよい。より深い取引関係であるという証にもなる。銀行や生損保など金融機関、事業会社間でもその色彩は濃い。まして、株式の含み益が十分ある場合は特に支障が無いと考えてしまう。

・この経営姿勢に問題あり、という投資家の声が強くなっている。企業サイドも説明責任が求められる。持ち合いの合理性は下がっており、今後とも減少していこう。持ち合い自体が悪いとはいわないが、その理由を説明してほしい。

・説明しても、持ち合いの多い企業は、経営力が低いとみられることを当然と受け止める必要がある。経営者が将来の経営に自信がないので、持ち合いを続けるとみられるからである。

・円谷先生の問題提起に対して、意見を述べてみた。著書の内容は大いに参考になり、異論、反論はない。その通りである、と理解を深めた。著者の指摘をベースに、経営者との議論を今後とも深めていきたい。

2. マルチキャピタルの評価

SDGs と ESG〜いかに投資評価に組み込むか

・企業も投資家も、SDGs をどのように受け入れていくか。わが国の目標は、企業の稼ぐ力の向上にあり、そのための政策として、コーポレートガバナンスの改革が実行された。コーポレートガバナンスコード、スチュワードシップコードは多くの企業と運用機関に取り入れられ、推進されている。

・SDGs（持続可能な開発目標）は、2015年に国連総会で採択された。2030年に向けて、世界が取り組むべき社会的課題として、17の目標を掲げている。17の目標に異論はないだろうが、個々の企業がそれをどう取り扱っていくのか。ここがなかなか難しい。

・SDGsの17の目標とは、①貧困をなくそう、②飢餓をゼロに、③すべての人に健康と福祉を、④質の高い教育をみんなに、⑤ジェンダー平等を実現しよう、⑥安全な水とトイレを世界中へ、⑦エネルギーをみんなにそしてクリーンに、⑧働きがいも経済成長も、⑨産業と技術革新の基盤をつくろう、⑩人や国の不平等をなくそう、⑪住み続けられるまちづくりを、⑫つくる責任つかう責任、⑬気候変動に具体的な対策を、⑭海の豊かさを守ろう、⑮陸の豊かさを守ろう、⑯平和と公正をすべての人に、⑰パートナーシップで目標を達成しよう、というものである。

・国連のグローバルコンパクトでは、企業に対して、1) 人権（擁護や非侵害）、2) 労働（強制、児童、差別の廃止）、3) 環境（予防、責任、技術開発）、4) 腐敗（贈収賄防止）に関して、10の原則を定め、その遵守を求めている。

・PRI（国連責任投資原則）では、機関投資家に対して、6つの原則の履行を求めている。その骨子は、ESGを投資プロセスに組み込み、開示し、実行を働きかけ、活動を報告するという内容である。

・その観点で日本をみると、ESGの中のGについてはホットな 이슈としてさまざまな場面で語られている。EとSは従来からCSR活動の中で捉えられているが、企業によって活動の差は大きい。今年の政府の政策では、働き方改革が目玉となり、生産性の向上が大きなテーマとなって、Sにも注目が集まっている。

・環境について、日本は従来から力を入れてきたが、原子力発電所の事故以来、エネルギー本レポートは、独自の視点から書いており、基本的に会社側の立場に立つものではない。本レポートは、投資家の当該企業に対する理解促進をサポートすることを目的としており、投資の推奨、勧誘、助言を与えるものではない。内容については、担当アナリストが全責任を持つが、投資家の投資判断については一切関知しない。本レポートは上記作成者の見解を述べたもので、許可無く使用してはならない。

政策をどうするかについて、合意形成が十分でない。原子力発電を一定の規模で利用し、CO₂の削減に貢献するというのが国の基本方針であるが、多くの原子力発電所はまだ止まったままである。企業は自然エネルギービジネスに取り組んでいるが、補助金によるサポート付なので、規模としては十分でない。

・日本では、統合報告書を作成する企業が300社を超えてきた。その点でみると、従来のアニュアル(財務中心)レポートとCSR(企業の社会的責任)レポートを合体するという動きは活発である。しかし、統合思考(Integrated Thinking)は不十分であり、新たな企業価値創造に向けたビジネスモデルの強化や描き方も十分ではない。

・その中で、SDGsをどう取り扱うか。先進的な企業は、自社の中期計画の中に、ESGを明確に取り入れ、KPIを定めている。しかも、全社的にSDGsとの結びつきを取締役会で議論し、各事業の戦略に組み込んでいる。オムロンはその代表的な企業である。

・SDGsを通して、社会の課題を見定め、自社のビジネスモデルの中で、そのソリューションを提供するという戦略を組み込んでいる企業は今のところ少ないが、これから増えていこう。

・現在は、一部の先進的企業がそれをスタートさせた。多くの有力企業はSDGsについて学び始めているが、自社の経営戦略に本格的に組み込むところまでには至っていない。今行っている事業活動の中で、SDGsと関連するところを取り上げ、その連携を対外的に説明していこうというレベルである。

・そして、大半の企業にとっては、SDGsとは何か、自社で何か活動をする必要があるのか、国の方針でまた何かやらされるのか、という疑問や懸念が先行しており、さほど積極的ではない。

・投資家はどうか。ESGの投資手法にはさまざまなものがある。その中で、1) ネガティブスクリーニング(基準を満たさない企業は除外)、2) ESGインテグレーション(財務情報に加えて、ESGも1つの重要ファクターとして考慮)、3) エンゲージメント(議決権を通して働きかけ)の3つが現在の主力である。

・PMIとPwCは、SDGsの達成も視野に入れたESG投資の考え方として、①リターン、②リスクに加えて、③SDGsインパクトを加えた3次元モデルを提案している。SDGsの社会経済への影響を1つの軸として組み込もうという考えである。

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

・これに関連して筆者は、企業は、投資家に中長期の企業価値創造の仕組みと戦略をもっと語ってほしい、と主張している。中長期の価値創造の仕組みがビジネスモデルであり、新しいビジネスモデルをどう作り込むかが戦略である。

・ESG については、現段階において、企業を評価する時の 4 つの軸の 1 つに ESG 組み込む ‘ESG インテグレーション’ が、株式のアクティブ運用では望ましいと考えている。4 つの軸とは、①経営力、②成長力、③サステナビリティ (ESG)、④リスクマネジメント、である。

・SDGs がなぜ重要なのか、という観点からさらに踏み込んで、どのように自社の企業価値創造に組み込んでいくのか、に注目している。社会貢献としての SDGs はありうるし、それはそれで重要であり、投資家も認めよう。

・しかし、多くの投資家は、SDGs が企業価値の向上にどう結びつくのかが分からない。わからないものは評価できず、無視する。これをいい方向に持っていくように、アクティブに活動する必要がある、SDGs と企業価値創造との結びつき (コネクティビティ) が問われていると認識している。

オムロンのサステナビリティゴール

・12 月に、オムロンのサステナビリティに関する投資家向け説明会が初めて開催された。テーマは 4 つであった。①サステナビリティへの取り組み、②人財マネジメント、③ものづくりのサプライチェーンマネジメント、④リスクマネジメント活動について、説明と質疑が行われた。

・サステナビリティに関する活動はすでに活発化していたが、2017 年度にスタートした中期計画 (VG2.0) では、従来型の中期計画とサステナビリティ活動を統合して一体的なマネジメントを行い、企業価値創造に関するコミットメントも明確にした。

・中期計画と統合したサステナビリティ目標と KPI を設定したので、中期計画の目標にサステナビリティがきちんと組み込まれている。SDGs との結びつきと、それへの貢献もはっきり分かるようにした、という点で画期的である。

・取締役会は、サステナビリティ方針に基づき、課題への取り組みを監督していく。経営トップの中長期業績連動報酬の KPI に、サステナビリティに関する第三者の評価指標も取り入れるようにした。

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。

・こうした内容を統合報告に開示し、ステークホルダーとの対話を強化していく。その一貫として、今回の説明会も設定された。

・VG2.0（中期経営計画）とサステナビリティ戦略の統合では、1) 事業を通じて解決する社会的課題を、ソーシャルニーズへの対応という形で4つの事業ドメイン（FA、ヘルスケア、モビリティ、エネルギーマネジメント）の中で明確にし、サステナビリティの目標を設定した。

・もう1つは、2) ステークホルダーの期待に応える課題として、組織の運営機能面において、①人財マネジメント（企業理念の実践）、②ものづくり（サプライチェーンを含むサステナビリティ）、③リスクマネジメント（グローバルな備えと対応）の領域においても、サステナビリティ目標を設定した。

・人財マネジメントでは、TOGA（The OMRON Global Awards）による企業理念の実践と、VOICE（エンゲージメントサーベイ）による社員の経営に対するニーズ調査が興味深い。

・TOGAは、グローバルな全社活動である。1年間かけて、企業理念の実践に向けて、①チームでチャレンジし、②企業理念を具体的に実践し、③そのテーマによる価値創造を全社で共有する。それを表彰する制度である。

・2017年度は、3.6万人の従業員に対して、6200テーマ、累計5.1万人が参加した。実際、1) フィリピンにおける死因第1位の心疾患の予防に向け、血圧測定を根付かせるという活動を展開した。4.4万の医療コミュニティに血圧計を整備したが、その活動では高額ながらオムロンの血圧計を落札することができた。

・2) 韓国では、放射線技師の被曝リスクを避ける無線ハンドスイッチを開発し、顧客とのパートナーシップで製品化へ一歩踏み出した。3) 日本では、グループの人材開発会社で、中小企業とニートの出会いをマッチングする仕組みを開発して、引きこもり人材の正社員化を推進し、人材活用に貢献した。

・VOICE（エンゲージメントサーベイ）では、①経営課題を特定し、②エンプロイメンタビリティ（雇用者としての能力）を測り、③社員の生の声を聴くことで、次のアクションに活かしている。つまり、社員の経営に対するニーズ、働く場としての魅力により迫ろうとしている。

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。

・具体的なアクションとしては、1) 多様な働き方（在宅勤務、時間有給制度）、2) 社員の自己啓発制度（オンライン教育、高額自己啓発支援）、3) 人材発掘育成（グローバル共通化、若手選抜育成）などに取り組んでいる。

・ものづくりにおけるサステナビリティ活動では、オムロンのものづくりポリシー（クオリティファースト、価値づくりの3F、ヒトとエコのH&E）に基づき、サプライチェーンマネジメントを実践している。具体的には、サステナブル購買活動のために、全サプライヤーと重要仕入れ先に分けて要求水準を設定し、そのレベルアップを図っている。

・リスクマネジメントでは、グローバルに統合された仕組み作りを目標にしている。①外部環境リスク、②経営・事業戦略・財務リスク、③その中の人的リスク、リーガルリスク、④自然災害リスク、⑤それらに対応したリソース・インフラリスク、に対して、リスクの精度を上げ、グローバルな現場浸透に取り組んでいる。

・オムロンのサステナビリティ活動は、TOGA に代表されるように、共鳴の和を広げ、インクリュージョンをベースにしている。しかも、事業を通しての活動が基本である。いかに現場に結びつけていくかに注力しており、この結びつきが強くなるほど、企業価値創造への実効性は高まってくる。

・サプライチェーンの仕組みでも、オムロングループの努力だけでなく、価値を作り込み、届け、変化に対応するには、サプライヤーとの連携が重要である。4つの事業本部を横軸でリードするものづくり本部が、購買、品質、開発、生産、環境などに関わっている。3000社のサプライヤー、200社の重要仕入れ先と連携している。

・M&Aに当たってはどうか。オムロンウェイが浸透させることが最も大事で、買収後はすぐにTOGAに参加させ、グローバル大会を目指すように活動する。これによって、企業理念の定着を図ろうとしている。

・苦労している点は、①しつこく継続すること、②グローバルに同じレベルに持っていくこと、にある。今後の深化の方向としては、1) どんな価値を創っているかを見える化して、社会とのつながりを深めていくこと、2) 社員の自主性を高めてやりたいことを実現させていくこと、3) 共創に向けてパートナーリングを深め広げていくこと、にある。

・アナリストからは、こうしたサステナビリティの活動が、財務的 KPI にすぐにどのように表われてくるのかという質問が多かった。最終的な目標としてはその通りであるが、短期的な本レポートは、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。

成果にばかり注目しても無理がある。

・財務的成果の前に、①価値創造の仕組みであるビジネスモデルの構築が十分か、②そこにサステナビリティ戦略も活かされているか、③それを定性的、定量的に評価して、長期的にみていくこと、が必要であろう。

・オムロンの統合報告書は、WICI の表彰で優秀企業大賞を受賞した。レポートだけでは十分表現されていないこと、投資家、アナリストが十分読み取れないことも、中期計画説明会や今回のサステナビリティ説明会に参加して議論すると、理解が深まる。企業とのエンゲージメントにとって重要であるという証左であると同時に、双方のパフォーマンスの向上にも大いに貢献しよう。

丸井の共創サステナビリティ～コネクティビティの効果はいかに

・12月に、丸井グループのIRデイとして、決算説明会とは別に、「共創サステナビリティ説明会」が開催された。昨年に続いて2回目である。サブテーマは3つで、①お客、ワーキング、エコのインクルージョン（多様性の受容）、②社外取締役との対話、③新規事業（アニメ）の進捗であった。

・第1のインクルージョンでは、会社としての公認プロジェクト活動が紹介された。丸井は、社員が新しい価値創造に向けて手を挙げる組織風土づくりに力を入れている。いくつもの活動があるが、社員の7割（4500名）がいずれかに参加したいと手を挙げている。

・その中の重要な1つである公認プロジェクトは、公募によって選ばれたメンバーが会社公認で、就業時間内に集まり活動している。1) マルイミライプロジェクト（お客の多様性の受容）、2) 健康経営推進プロジェクト（意識や役割を変え、パフォーマンスを発揮）、などに取り組んでいる。プロジェクトメンバーが自発的に活動し、マネジメント層がサポートしていく。

・お客のダイバーシティとインクルージョンを図るマルイミライプロジェクトでは、高齢者、障害者、LGBT（性的多様性）、訪日客など、インクルージョンが必要な人々を受け入れる仕組みを通して、新しい顧客の創造を実践している。

・障害者が見やすい店内サインへの改良、LGBTの受け入れとして、トランスジェンダーの就活スタイルファッションのサポート、世界的な人権啓蒙イベントの一環である東京レイ

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。

ンボープライド（性的少数者のパレード）への参画などを行い、社会的にも評価を受けた。

・ワーキングインクルージョンでは、社員の健康に力を入れている。病気にならないという守りではなく、いきいき働けるような攻めの健康経営に取り組んでいる。食事と睡眠が良好な社員は生産性が高いというデータを見える化し、健康な社員は人事評価も高いということもはっきり示した。

・マネジメント層に対しては、身体、情動、精神性、頭脳を高め、自らと組織の幸せを目指すレジリエンスプログラムを実施している。これを受け入れているマネジメント層に対して、上司は自分たちの気持ちを汲んでくれると、部下の評価も上がっている。

・エコロジカルインクルージョンでは、リユース+リデュースに力を入れている。再利用、再販売に加えて、ぴったりの商品を提供することで、廃棄を元から減らすことにも成果を上げている。実際、自分に合わないので、履いていない靴を減らすという視点で、靴のリデュースではサイズの品揃えを増やしている。

・そのために、体験ストア（完全在庫レスストア）を強化している。Eコマースで商品を見て、お店に来てぴったりサイズを選び、それをネットで注文して自宅に配送するという仕組みである。これによって、①在庫ロス、②返品率、③包装材、④物流負荷が減少する。一方で、商品に対する顧客満足度は上がって、ビジネスの高付加価値化にも貢献する。

・食のリデュースでは、自分にぴったり合うサイズ（量）へのこだわりとして、小分け、少量パック、小型少量化、量り売りを実現させている。こうしたリデュース売上高比率の向上を1つの重要なKPIとしている。

・次に、社外取締役である堀内光一郎氏（富士急行社長）が丸井のガバナンスについて語った。もともと大学時代の同級生であるが、当時、特に親しいわけではなかったという。人物として信頼できるということで、2008年に社外取締役に就任した。

・当時、社長3年目の青井氏は将来への危機感を強めており、事業の大転換を図る必要性を感じていた。①クレジットカードビジネスに関わる利息の返還、②小売り不振による店舗の見直し、③家具ビジネスからの撤退、などが相次いだ。一方で、1) 小売りとカードの新しい連携、2) 共創経営の実践、3) 社員を大切にする働き方改革、4) お客様のインクルージョン、5) 株主、投資家視点の経営によって、ビジネスモデルを一新してきた。

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。

・既に、EC (E コマース)、コト消費、シェアリングエコノミーには手を打っており、新しい組織、IT システムも作り上げている。最大の課題は後継者作りで、ここはすぐにはできないが、手は打ちつつある。創業 4 代目リーダーが、どう後継者を選びバトンタッチするか。創業家は、余人をもって代えがたいところはあるが、カギは執行役員の育成にある、という見方である。

・社外取締役は 3 名おり、それぞれ監督と助言で実効を発揮しているという。事前説明も十分にあり、取締役会での議論も充実している。トップの判断について、大きな異論を唱えたことはなく、リスクテイクに対して的確に応援すべしというスタンスである。

・新規事業では、アニメ事業の説明がユニークであった。2015 年秋から準備を始めて、2016 年 4 月に事業がスタートした。①モノからコトへ、②アパレルからアニメへ、③店舗中心から、小売り・カード・ウェブの三位一体へ、という流れに沿ったものである。

・映画製作委員会への参画、アニメイベントの開催、アニメ事業を通じたカード入会促進、アニメグッズのマルチウェブチャンネルでの販売へと広がっていった。

・とりわけ「ゴジラ」コンテンツとのコラボは大きな成果を上げている。店舗イベントでは、撮れる、動かせる、触れる、というゴジラ体験が人気である。定借ショップでは、ゴジラ・ストア Tokyo が、定借+運営委託+ゴジラカードによる独自のビジネスモデルを構築した。ゴジラエポスカードは女性にも大人気となっている

・アニメビジネスの全社グループへの貢献 LTV (ライフタイムバリュー=商品利益+カード LTV+WEBLTV) は、2015 年度 3 億円、2017 年度 20 億円に対して、2020 年は 70 億円を目指している。

・アパレル市場は縮小しているが、アニメ市場は既にアパレルよりも大きく、かつ伸びている。アパレルに行列はできないが、アニメには行列ができる。まさにアニメはカタリスト(触媒)として本業を活性化させる効果を発揮している。

・丸井のサステナビリティ活動では、インクルージョンが価値創造に貢献している。社外取締役のガバナンスも、実効性についてイメージが湧く。新規事業のアニメは、ゴジラに代表されるように、本業の新ビジネスモデルに貢献している。

・青井社長のいう財務情報になる前の会社の価値創造のプロセスが、「プレ財務情報」とし本レポートは、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。

てよく理解できた。つまり、価値創造プロセスとのコネクティビティ(結びつき)は高いと評価できる。株主になって今後ともフォローしたい企業の1社であろう。

昨日の敵は今日の友～日本電産のM&A

・11月に、日本電産の永守社長の講演を聴いた。いつもながらの永守節は、ビジネスの実態を学ぶことのできるビズエンタメであった。圧倒的な迫力はビジネスに関するエンターテインメントとして感動した。

・日本電産は1973年創業、自宅において3人で起業して45年、売上高1.45兆円、営業利益1700億円(売上高営業利益率12.0%)、時価総額4.9兆円に成長している。この成長の50%がオーガニックな内部成長、50%がM&Aによる外部成長の寄与によるものである、と永守社長は語る。

・M&Aは何のためか。規模の拡大を狙ったものではなく、強い会社を創るためである。M&Aは1980年代からスタートしたが、当初は貧乏だったので国内のただ同然の安い会社を買った。倒産寸前の会社を買って、再建に力を入れた。労力をいとわず、手間暇をかけた。永守社長は、倒産した会社は絶対には買わない。その一手手前で救済に入った。

・2000年以降、海外企業のM&Aを活発化させた。海外の企業を買おうとすると、安くない。経営上のリスクも高い。欧米の企業は、1)最も高く売れる時に売ろうとする、2)しかも必ず化粧をしてくる。従って、例えば売上高営業利益率が10%あっても、のれんの償却で5%とられてしまうと、M&Aが上手くいっても5%の利益率からスタートすることになる。

・日本電産は、これまで56社を買収したが、その6割近くが海外の企業である。買収に当たっての基本条件は3つである。第1は価格で、高値買いはしない。永守式企業算定方式を確立しており、無理はしない。日本企業のM&Aをみていると、8割は高値買いをしており、しばらくすると減損を出してくる。これではダメだという。

・第2は、買収後の経営(PMI、Post Merger Integration)を誰が行うかである。海外企業のM&Aの場合、日本人では経営できないとみている。米国に行って、いろんな企業のトップに会っているが、現地企業のCEOやCFOで日本人に会ったことがないという。人心を掌握して、米国企業のマネジメントのできる日本人はほとんどいないという判断である。

・では、どうするのか。経営は現地のマネジメントに任せる。日本電産は株主として関与す
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。

る。日本企業はこの PMI が弱い。海外の企業を買ったら、それで戦略は完了、英語のできる日本人を送ってマネージしようというパターンが多い。M&A が上手くいくかどうかの 8 割は PMI に依存するが、ここが下手である。

・第 3 は、シナジーの追求である。海外の企業はなかなか安く買えない。少し高くなる場合もある。高い分はのれん代が増え、それを考慮すると利益率は下がる。これをカバーするには、本体とのシナジー（相乗効果）を出して価値を上げ、利益率を 10%以上に高める必要がある。このシナジーの追求にも工夫がいる。

・永守式 M&A には、さらに 3 つの原則が加わる。第 1 が「パズル方式」である。どの会社を買いたいかのリストは常に作って持っている。それを福笑いの顔に見立てると、まず目となる企業を買い、次に耳、鼻、口と揃えていく。その順番が大事で、順番を間違えるとシナジーが出ない。

・こちらが欲しい企業のリストを持っていても、売るのは先方であり、こちらの自由にはならない。欲しい企業の CEO には、毎年、永守社長がレターを出す。大半は、今は売らないとの返事だが、売る時には必ず一番に声がかかる。これまでの買収には平均 5 年間待った。最長では 16 年かかったこともある。つまり、きちんと準備して行動している。

・第 2 は、「一郎方式」である。分不相応の大企業を一発屋的に買わない。ヒット、ヒット、フォアボール狙いの M&A を実行している。時価総額の 5%が 1 つの上限である。現在でいえば、2000~3000 億円の企業までを対象とする。それ以上の大企業を買うと減損した時の負担が大きいので、そういうリスクは取らない。毎年何社かをコツコツ買っていく。その企業の利益率を 10%に高めて、そのキャッシュ・フローも含めて次の M&A に進む。

・第 3 は、「つめもの方式」である。お城の石垣をみると、大きな石の間に小さい石がいっぱい入っている。これによって、石垣は強固になり崩れない。つまり、1 社を買収したら、その会社を強くする要素企業を数社買って、全体を強くする。これがシナジー追求における根源的な方策であると強調する。

・買うべき会社を決めていても、相手の都合もあるので、いつまでに実現するかはわからない。去年は、仏、独、英の会社を買収した。その後に別の会社から話がきたが、すぐには動かなかった。今を逃すと後悔するという声も出たが、あせらないことである。まずは 3 社の成果を出してから、次の攻めに入るという姿勢は一貫している。

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。

・チャンスを逃すと悔いが残るとい人もいるが、慌てるのもっと悔いを残すことになる、と諭す。それでも、時には永守式算定価格に合わないケースもある。今手にいれないと戦略上不利になると判断した時には、3割高くても買うことはありうるが、その場合、収益向上も通常より3~4年遅れることになる。

・M&Aは辛抱であると強調する。焦ると失敗する。横並びでも失敗する。業績のよくない会社は、マネジメントも今1つである。業績のよい会社はマネジメントも充実しているが、買収価格が高いので、リターンの回収に時間がかかる。

・M&Aは成長戦略のカギであるが、膨張戦略になってはならないと警鐘を鳴らす。投資銀行にのせられて、絶対に高値買いはするな、と戒める。金があれば企業は買えるが、PMIで失敗する。どの企業も化粧をした事業プランを持ってくる。その中身を見抜く目利き力が問われる。

・PMIのコツは、株主としての的確なサポートにある。経営は現地に託すが、ターゲットははっきりさせる。それができない時はトップに交替してもらおう。永守社長は昨年のある時期5日で7カ国の子会社を回ってきたが、会社を見て、工場を見ると、何をすべきか、誰に任せるべきかがすぐ分かるという。

・40カ国に318社を有するので、現地の工場やマネジメントが困っていれば、すぐに別のグループ会社の適任者をサポートに出す。サポートをいかに迅速に行えるかが重要である。つめものM&Aでは、例えば、買収した会社が重要部品を外部から購入していたので、その部品会社も買収して補強することにした。これによって、利益率を数%アップさせた。

・トップ自ら現地に出向いて、意識改革とサポートを実践する。共通目標は、営業利益率10%が最低ラインで、15%なら合格である。買収した会社の収益が10%を超えたら、次のM&Aに向かう。

・M&Aにおける永守式経営のもう2つの要諦は、①ハンズオンと②マイクロマネジメントである。外部に対しては、10兆円企業を目指すと大ボラを語りながら、社内に戻ったら、明日にでも会社は潰れるかもしれないという厳しい姿勢でマネジメントに当たっている。M&AにおけるPMIでも、トップ自ら細かいところに目配せしている。

・M&Aでは、素質のよい会社を買う。価格の高い会社ではない。いい素質を持ちながら、十分な投資ができていない会社、成長戦略が打てていない会社を買う。そこでPMIとシナジー

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

を追求し、いい会社に仕上げるのである。

・相手の会社には、一緒になって世界No.1になろう、と声をかける。これが殺し文句であり、昨日の敵は今日の友である、と説得する。More Make Money と言って共感を得る。永守式 M&A は、これからも成功を続けよう。

・強烈なリーダーシップがかなり組織能力にはなっているが、より自立的に動けるかどうかは課題である。投資家としては、企業の M&A を評価する時、永守式<3 原則+3 方式+2 要諦>に着目して、大いに活用したい。

FD ルールとアナリスト

・4月からフェア・ディスクロージャー・ルール (FD ルール) が施行される。その内容が明らかになってきた。いくつかの論評をベースに、アナリストの活動について考えてみたい。森・濱田松本法律事務所の根本敏光弁護士は、同所の CAPITAL MARKETS BULLETIN に「フェア・ディスクロージャー・ルールの全体像」という論考を載せている。

・FD ルールの基本は、上場企業が投資家に重要情報を伝達する場合には、伝達と同時に公表すべし、という内容である。投資家は取引関係者の中心であって、伝達と同時に公表すべしという対象者として、報道機関や取引先は含まれない。取引関係者とは、証券会社や銀行などの金融機関、格付け機関、機関投資家としての運用機関、そして独立系アナリストの調査機関も含まれる。

・特定の投資家に分析・評価内容の提供を行う業務で、継続的な報酬を受けている者、というのが取引関係者である。とすると、筆者の場合、上場企業について分析・評価内容のアナリストレポートを書いて、ネットを通して公平にレポートを開示しているが、特定の投資家に相当するところからは、報酬を得ていない。

・つまり、機関投資家、個人投資家からは全く報酬を得ていないので、今回の規則の対象外となる。いわば、報道機関や取引先と同等になるともいえる。しかし、アナリストレポートを書いて公表するという点で、独立系の調査機関とみられるので、FD ルールにはきちんと従って活動するのは当然と考えている。重要情報は入手しないし、万が一入手した場合はレポートの発行を中止して公表されるまで待つ、というスタンスである。社内ルールもそのように定めてある。

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。

・そこで、重要情報とは何か。未公表の重要な情報で、投資家の投資判断に重要な影響を及ぼすもの、をいう。他の情報と組み合わせて、投資判断に影響を及ぼすもの、その情報のみでは直ちに投資判断に影響を及ぼすとはいえない情報（いわゆるモザイク情報）は、重要情報には含まれない。

・公表とは、1) 法定開示（EDINET）、適時開示（TDnet）、2 つ以上の報道機関に公表後 12 時間を経過、あるいは、2) 上場企業が自社のウェブサイトに掲載（投資家が一年以上無償で閲覧可）、という条件を満たしている時をいう。

・ただし、M&A やエクイティ・ファイナンスのように、重要情報を公表することで、それらの行為に重大な支障が生ずる恐れのある時は公表を行う必要がない。また、もし伝達した情報が重要情報に該当すると知らなかった場合や、同時に公表することが困難な場合は、知った後、速やかに公表すべしと定められている。

・FD ルールに違反したからといって、すぐに刑事罰は課せられない。課徴金もない。積極的な情報提供を促進することが重要であって、情報開示の委縮を避けるためである。但し、適切な対応をとらず、公表の指示に従わず、公表の命令にも従わなかった場合は、刑事罰の対象となりうる。

・日本 IR 協議会の「情報開示と対話のベクトルプラクティスに向けての行動指針（案）」（2017 年 11 月）によれば、上場企業は、情報開示方針（ディスクロージャーポリシー）を定めよと提言する。

・FD ルールの導入によって、情報の内容を絶えず見極める必要がある。その時、情報を A、B、C の 3 つの領域に分けて考えよという。これは分かり易い。1) A：すべての人々に開示する情報、2) B：投資家とのコミュニケーションの過程（建設的な対話）で説明する情報、3) C：取引所の法令や規則に違反しない限り、基本的に社外に開示も説明もしない情報、もしくは機密的な情報、の 3 つである。

・ポイントは、1) 自社のディスクロージャーポリシーを定めそれに従う、2) グローバルな上場企業は外国のルールにも従う、3) 確定的な決算情報は十分に管理する、4) 開示すべき情報は速やかに公平に開示する、という点にある

・工場見学や事業別説明会で一般的に提供される情報はモザイク情報なので、重要情報には該当しない。一方で、決算確定前のプレビュー情報の説明は行わない。さらに、インサイダー本レポートは、独自の視点から書いており、基本的に会社側の立場に立つものではない。本レポートは、投資家の当該企業に対する理解促進をサポートすることを目的としており、投資の推奨、勧誘、助言を与えるものではない。内容については、担当アナリストが全責任を持つが、投資家の投資判断については一切関知しない。本レポートは上記作成者の見解を述べたもので、許可無く使用してはならない。

一情報はもともと禁止である。

・では、B領域の情報について、曖昧なケースが出てきた時はどうするのか。為替変動が業績にどう影響するかについて、重要情報に当たる場合がある。為替変動のシミュレーションを一般的な形で開示しておけば問題はないが、為替予約情報によって、確定的決算情報となりうる場合は注意を要する。

・通常、中期計画の公表で株価は動かないが、その内容の議論で、重要情報の伝達に当たると懸念される時には、公平に開示するか、C領域と定めるかは事前に判断しておく必要がある。一方で、既に公表した情報の補足説明やESG関連情報は、一般的にはモザイク情報である。

・NRIの大崎貞和主席研究員は、「FDルールガイドライン」(2018年2月、NRIナレッジ&インサイトのレポート)において、金融庁から出されたFDルールガイドラインに対するパブリックコメントについて論考している。

・金融庁によると、月次の売上高は重要な情報となる決算情報に当たらないが、増収見込みであるという定性情報は該当する。また、軽微な組織再編、主要株主の異動、事故や災害などは重要情報に該当しない。また、確定的な予約レートで業績変化が予測できる場合や、公表直前の中期計画の数値内容を個別に伝達することは重要情報に当たる。

・大崎氏は、FDルールの形式的ルール遵守で、保守的になり、IR活動を委縮させてはならない。ひいては、アナリストの情報発信を制約させることのないように、と提言する。

・まさに、その通りであろう。早耳情報は使えなくなっても、モザイク情報を活用した分析(比較と予測)はアナリストの本領である。FDルールでアナリストの役割がなくなるのではなく、アナリストの役割はますます高まるといえる。各金融機関、調査機関は本物のアナリストの育成に一段と力を入れてほしいものである。

アナリストレポートの効果～何のために、誰のために

・この7年間にわたって、中小型企业のアナリストレポートを書いてきた。セルサイドのカバレッジのない企業を少しでも投資家に知ってもらおうという主旨である。

・当社(ベルトーケン)のレポートを見てもらうとわかるが、アナリストレポートとしては、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。

通常のセルサイドレポートと異なる。筆者が若い時に書いていたアナリストレポートのフォーマットに近い。

・株価の割高(売り)、割安(買い)、目標株価に言及していない。株価評価と企業評価を分けて、企業評価に重点をおいている。しかも、定量的な業績を予測する以上に、会社の定性的な評価に重点をおいている。

・会社を3つの軸で評価し、総合評価をA、B、Cでレーティングしている。評価の軸は、1) 経営力、2) 成長力、3) 業績の下方修正リスクである。大企業の場合には、これに ESG の軸を加えるが、中小型企业の場合は、G(ガバナンス)は経営力に、S(ソーシャル)は成長力に、E(環境)はリスクに含まれると考える。

・ベルトークンのアナリストレポートは、第一義的に個人投資家向けである。個人投資家が会社の内容を知りたいと思った時に必要な情報を、分析して表現している。手っ取り早く儲かる株、値上がりする株を知りたいという安易な短期投資家には向いていない。

・通常の機関投資家が対象としにくい中小型株のレポートなので、その会社のことをよく知っているような機関投資家は対象にしていない。ただし、機関投資家でも、その会社のことをよく知りたいと思った時には、丁寧に分析し記述しているので参考になる。

・この7年で26社のレポートを書き、そのうち11社は卒業、15社を継続している。7年前に書き始めた会社もあれば、昨年からスタートした会社もある。

・まず、どのような会社を書くのか。選ぶ条件は3つである。1) 社長が信頼できる人であること、2) 社長に継続的にインタビューできること、3) 会社がよくなる可能性を有すること、である。

・その会社の株価が上がるかどうか、という観点から会社を選ぶことはしない。①いい会社か、②いい会社にかわる素質を有しているか、③おもしろい社長か、④投資家に訴えていくことができるか、に注目している。カバーを辞めた11社はどのような会社か。改めて検討してみると、いくつかの特徴がある。

・1社は、時価総額が大きくなって、セルサイドのアナリストのカバーが増え、機関投資家が注目している。個人投資家にとってもよく知られるようになったので、卒業とした。

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。

・1社はユニークなトップマネジメントであったが、事業の志を追求するために、大手に会社を売って、その事業部門のトップとして、従来業界4位であった地位をトップにのし上げた。M&Aされたので、カバーの必要がなくなった。

・5社は社長交替である。会社の問題があったわけではない。経営トップはそれぞれの時期に交替となる。新しい社長は新しい経営を志向する。アナリストのカバーに当たっても見直すよい機会になるので、別の企業を開拓することにした。

・2社が業績の低迷である。主力事業を抜本的に立て直す必要が発生して、その点で先行きが不透明になった。トップとの会話も十分でなくなった。2社ともその後立て直ってくるが、数年ほどかかっている。十分なコミュニケーションができない会社はフォローしにくい。

・そして、1社は中長期投資の対象として、自ら投資してみたいと考えた。自分が書いているレポートの会社には、社内ルールとして投資できないので、アナリストカバーをやめて投資家になってみた。

・現在15社をカバーしているが、これからも入れ替えはあろう。業種はさまざまなので、1社をフォローすると同業他社も数社みる必要がある。15社をカバーすると、50~60社はフォローしていくので、物理的に大変である。10社くらいが望ましい社数であろう。

・現在カバーしている15社を見ると、企業評価Aが6社、Bが7社、Cが2社である。この7年間に、1回目のレポートが出た時の株価をベースに、現在までのパフォーマンスをみると、明確な差が出ている。

・15社に100万円ずつ等金額投資をしていたとすると、15社全体では1500万円の投資額となるが、それが2/9現在5938万円で、値上がり益4438万円(平均値上がり率+296%)であった。内訳は、Aの6社で平均値上がり率+505%、Bの7社は同+190%、Cの2社は同+35%であった。

・因みに、フォローをやめた11社では、各々やめた時点の株価をベースにして、平均値上がり率は+70%、うちAの4社で+121%、Bの4社で+66%、Cの3社で+7%であった。

・アナリストレポートは投資向けのレポートであるが、誰が最も読んでいるかといえば、会社のマネジメントである。分析の基本は比較と予測にあるが、外部のアナリスト・投資家の視点で、会社の長所、強み、中期展開力、当面の業績、企業評価をまとめることで、その内

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

容が何らかの参考になるのであれば、双方のコミュニケーションにとって望ましい。

・投資家に対しては、筆者の企業レーティングを信じるのではなく、企業評価の軸と内容を参考にして、自らレーティングをやってほしいと説いている。最大の狙いは、投資家に会社をみる目を養ってほしいからである。さほど難しくはない。自分でレーティングしていくと、次第に勘所が分かってきて、経営者や企業の質が見抜けるようになる。

・その助けになればという志をもって、アナリストレポートを書いてきた。15社ではあまりにも少ない。多くのアナリストがこうした活動に従事して、マーケット全体の底上げができるようなプラットフォームの革新がますます求められよう。