ベル投資環境レポート

どんな株式に投資するか

～企業を見る目を養う～

2016 年 9 月 14 日
鈴木行生

目　次

１．４つの軸～経営、成長、社会、業績
- アベノミクスの行方～8 つの成長分野
- 生物としての寿命とヒトとしての存在
- 女性の活躍、男性の改革～えるぼしに注目
- 投資家は何に投資するのか～その仮説を知る
- 経営者のマネジメントスタイル～ROVC 経営のすすめ
- 企業価値評価における ESG の重み～時間軸による変化

２．長く見て、何度も見ると、チャンスあり
- アナリストがやってよいこと、やってはならないこと
- 会社を見る目を養う～ベルレーティング法の活用と実践
- プレミアム会員を軸としたソリューションサービスの再点検～PC デポのケース
- ソニーの動的ガバナンス～対話が業績向上へ
- 統合レポートから何を学ぶか～オムロンのケース

１．４つの軸～経営、成長、社会、業績

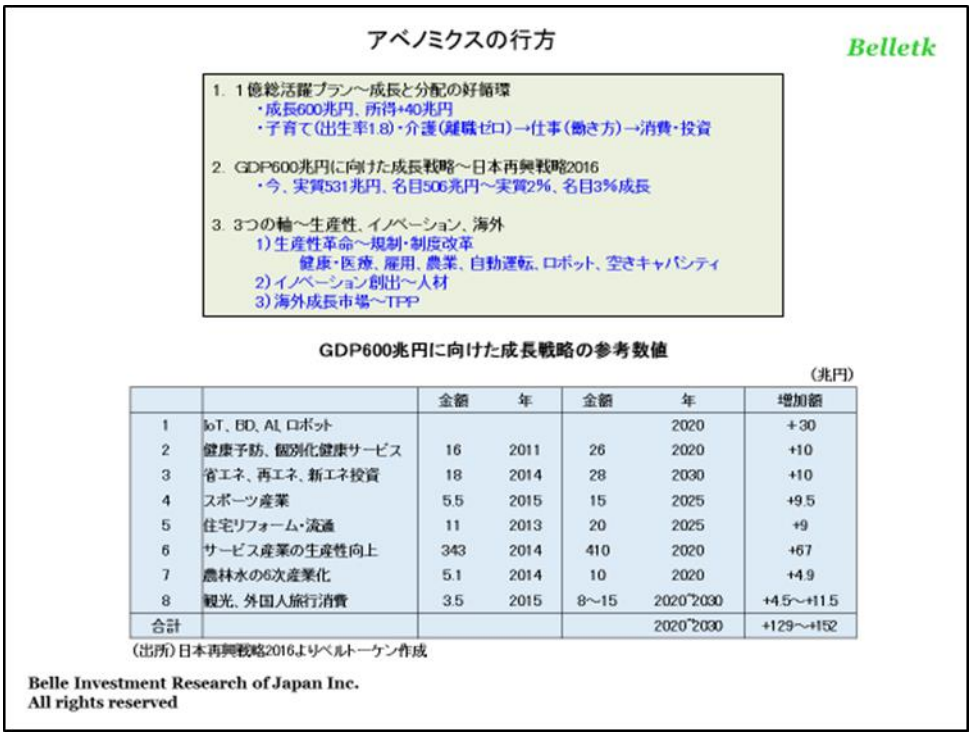
アベノミクスの行方～8 つの成長分野

・アベノミクスが勢いを失っているようにみえる。何が課題なのか。目標としている「1 億総活躍プラン」は、まさにその通りであり、ぜひ実現してほしいと思う。

・出生率を 1.8 に上げるように、子育てのサポートを充実する。高齢となった親の介護のために、仕事を辞めざるをえなくなるような介護離職をゼロにする。そして、働き方の自由度と効率を高めていくという方針を、具体的に動かそうとしている。

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。

・GDP を 600 兆円に持っていく目標も揚げている。足元の GDP は、実質ベースで 531 兆円、名目で 506 兆円であるが、これを実質で年率 2%、名目で同 3%伸ばしていく方針である。GDP が 600 兆円に増えると、所得も 40 兆円増えることが見込まれる。消費と投資が増えるなかで、成長と分配の好循環を生み出そうという作戦である。



		金額	年	金額	年	増加額
1	IoT、BD、AI、ロボット				2020	+30
2	健康予防、個別化健康サービス	16	2011	26	2020	+10
3	省エネ、再エネ、新エネ投資	18	2014	28	2030	+10
4	スポーツ産業	5.5	2015	15	2025	+9.5
5	住宅リフォーム・流通	11	2013	20	2025	+9
6	サービス産業の生産性向上	343	2014	410	2020	+67
7	農林水の6次産業化	5.1	2014	10	2020	+4.9
8	観光、外国人旅行消費	3.5	2015	8～15	2020~2030	+4.5～+11.5
合計					2020~2030	+129～+152

・GDP600 兆円に向けて成長戦略を実行すると、8 つの分野においてマーケットが拡大すると、政府では試算している（日本再興戦略 2016）。1 つ目は、今最も話題となっている IoT、BD（ビックデータ）、AI（人工知能）、ロボット分野の新市場形成である。すでに市場にあるものとは別に、全く新しい需要を創り出そうとしている。それが 2020 年には、現状に比べて＋30 兆円のマーケットを形成すると予測している。

・2 つ目は、健康予防や個別化健康サービスなどのヘルスケア分野である。2020 年までに＋10 兆円の需要増が見込まれる。3 つ目は、省エネ、再エネ、新エネ投資などのエネルギーの分野で、2030 年までに＋10 兆円の市場が上乗せとなろう。

・4 つ目はスポーツ産業で、オリンピックを含めて、2025 年に＋9.5 兆円の需要増を見込んでいる。5 つ目は住宅のリフォーム・流通で、2025 年に＋9 兆円の上乗せ効果をみている。

・6 つ目はサービス産業の生産性向上で、2020 年に＋67 兆円の効果を期待している。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。

上乗せ効果が最も大きいが、できるだろうか。7 つ目が農林水産業の 6 次産業化で、2020 年で＋4.9 兆円を見込んでいる。

・最後の 8 つ目は観光分野で、外国人の旅行消費で、2020 年に＋4.5 兆円、2030 年で＋11.5 兆円の上乗せをみている。

・合計すると、2020 年で＋129 兆円、2030 年で＋152 兆円の新しい市場が形成されることになる。これは 1 つの試算であって、この通りになるかどうかは分からない。しかし、産業界の識者も参加した論議の中でまとめられたものなので、メガトレンドとしては当たっているといえよう。つまり、これらの 8 つの分野に成長機会があるとみてよい。

・600 兆円に向けての 3 つの軸は、①生産性の向上、②イノベーションの推進、③海外市場の開拓にある。1）生産性革命では、規制や制度の改革によって、健康・医療、雇用、農業、自動運転、ロボット、空きキャパシティ（全国の余剰施設の活用）などの分野で、付加価値を高めていくことである。

・ここでいう生産性とは、労働生産性のことで、働き手一人当たりの付加価値を高めていくことである。この生産性が上がれば、働く本人の所得を増やすことができる。GDP とは日本全体の付加価値の総計であるから、一人当たり GDP(労働生産性)を上げることができれば、人口が減っても、国全体の GDP(一人当たり GDP×人口)を増やすことができる。

・国全体でいえば、働き手がますます足らなくなる。そこで女性がもっと働き易いように仕組みを変えて、女性の生産性向上によって所得を増やすようにすべきである。60 歳以上の高齢者も、元気で意欲のある人は働き、生産性の向上に貢献して、もう少し高い所得を得ることができるようにする。

・イノベーションとは、新しい技術、新しい仕組みを導入して、中長期的な付加価値の源泉を生み出すことである。IoT、BD、AI、ロボットはまさにそうした分野である。「攻めの IT」とは、‘IT を使って新しいビジネスを創出する’という点で、イノベーションのど真ん中にあるといえよう。

・しかし、そのための人材が足らない。IT 人材が全く不足している。若者には、アルバイトで働くような単純作業ではなく、ヒトでしかできないような高い付加価値を生み出すような仕事ができるように教育していく必要がある。高度な研究教育や専門的な新しい職業教育が必要である。

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。

・日本は貿易立国から投資立国に一段と向かっていく。日本の市場だけでは狭い。世界にマーケットを求めている。TPP はその時の 1 つのシンボルであり、互いに市場の自由度を高めて、貿易や投資をやりやすくし、得意分野を活かして、付加価値を生み出していくかが重要である。

・こうした方針の下で、アベノミクスは第 2 ステージに入っている。政府はそれなりの努力をしているというが、即効性はない。規制改革や制度改革には、さまざまな抵抗勢力も根強い。1 ドル 80 円から 120 円に向かった円安も、今や 100 円に戻している。このままではデフレ経済に戻ってしまう。英国、ユーロ市場の不安定さがリスク要因ではあるが、2025 年に向けた成長戦略の実効性が、自助努力として問われる。

・政府は新しいルール作りで先行し、グローバルにも協調して動くべきである。企業は、収益力を高めるように、①マネジメント、②イノベーション、③ESG（サステナビリティ）、④リスクマネジメントに一段と力を入れてほしい。そのための方策は見えている。

・企業価値向上を‘見える化’するために、価値創造モデルのトランスフォーメーションに大いに挑戦すべきである。日本経済と株式市場の調整脱出は、ここにかかっているからである。

生物としての寿命とヒトとしての存在

・人間の寿命はどんどん延びてきた。筆者の母は 95 歳まで生きたので長生きの方であった。日本人の寿命は 2014 年で男性 80.5 歳、女性 86.8 歳である。平均寿命はまだ延びていく。100 歳以上の人口も 6 万人を超えてきた。早晩 10 万人を超えて、いずれ 100 万人になるかもしれない。

・人間は、生物学的には 120 歳まで生きられるともいわれる。そういう人が出てきそうである。では、現実の歴史はどうであったか。厳しい自然社会環境の中で、長く生きるというのは大変なことであった。縄文時代は 31 歳、室町時代は 33 歳、江戸時代は 45 歳、戦後の昭和 22 年で 52 歳であったと、本川達雄氏(東工大名誉教授)は話す。

・本川説（「ゾウの時間ネズミの時間」）は、心臓の鼓動は一生で約 15 億回、小さい動物は鼓動が早く、彼らの時間は早く過ぎていく。一方、大きい動物は鼓動が遅く、時間もゆっくり過ぎていく。人間が定めた時間でいえば、ネズミの寿命は短く、ゾウの寿命は長い。それ

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

はエネルギー消費量に比例しているという考えである。

・先生の見立てによると、人間も心臓の鼓動 15 億回として、生物的寿命は 41 歳程度である。つまり、子供を産んで育てるという生殖が終わる時期に見合っている。人生 50 年というのは、生き物としては当たっているという。論語に「老而不死是為賊」という一説がある。世の中は輪廻の世界なのに、歳をとって世の厄介者になってよいのか、という意味合いである。

・50 歳を超えて長生きするというのは、技術が生み出した人工生命体ともいえる、と本川先生は解説する。つまり、生物としての寿命とは別に、人間社会が発展し、生物の中で唯一老後の面倒をみるという文明を作り出した。ヒトとしての社会的存在のありようのなせる業である。

・昔の歴史をみても、世継ぎが幼少期にちょっとした風邪で亡くなってしまうことが頻繁にあった。さまざまな流行り病で、大人でも老人でもすぐに倒れてしまう。栄養が十分でないので、体力的に持たなかった人々も多いと思う。その点、現在は医療や介護、社会保障が発達して、長生きができるようになってきた。

・日本は世界でも有数の長寿国であるが、世界の国々をみれば、発展途上国や紛争の激しい国々では、子供や老人が長生きできる状況にはない。

・生物は常に永遠を求めていると、本川先生は説く。つまり、個体が滅びても、子孫が永遠に続くことを望んでいる。つまり、常に次世代のためを考えて活動しているともいえる。種として子供を生み育てるという行為が、生き続けることである。

・では、現実に戻って、今の日本ではどのような社会が望ましいのであろうか。65 歳以上の人口が全体の 25%を占めるようになった。20 年後には、この比率が 3 分の 1 を超えていこう。しかも、65 歳以上の中で、比較的元気な 65～74 歳よりも、後期高齢者といわれる 75 歳以上の比率が 1.5 倍以上となってくる。

・日本の公的年金制度は、世界的にみて充実している。しかし、高齢化は一段と進むので、その仕組みを改革していく必要がある。改革は今の受給者には不利になりそうである。しかし、このままでは、次世代の受給者からみると、割に合わないということにもなりかねない。後世代にツケを回すことはできないので、高齢者は我慢することが求められる。

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。

・7 月に催された年金総合研究所のシンポジウム(「公的年金制度の歴史とその展望～基礎年金制度発足 30 年」)で、清家篤先生（慶應義塾長）の講演を聞きながら、個人的にも社会的にも実践できたらよいと思ったことをいくつか挙げてみたい。1 つは、元気なうちはいつまでも働くということである。とりわけ、75 歳まで働けるような枠組みを作っていく必要があろう。

・それには、定年制をなくすことである。だが、これは若者の就業機会を奪うことにもなるので、工夫が求められる。せめて企業の会長、社長と同じ年齢まで定年を延長することである。つまり、それなりに能力を活かせるヒトには仕事場がありうる、という状況を作っていく。社員は 60 歳定年で、社長は 70 歳でも現役というのでは不十分である。

・2 つ目は、女性が男性と同じように働けるようにする。女性が男性と同じように長く働くことが、本人のやりがいはもちろん、社会的にも付加価値の創出に貢献する。働き方で女性が不利にならないように、仕組みと意識を改革していく必要がある。

・3 つ目は、結婚してダブルインカムになり、その中で、子供を育てることが人生としての喜びはもちろん、経済的にも効果が高いと感じられるようにすることである。子供への投資は、次世代の付加価値を生み出す源泉である。よって、国民経済的に大いに先行投資してよい。親の経済的負担を十分サポートすべきである。老後の年金も大事であるが、若者への投資はもっと拡大してよい。

・4 つ目が、子供が親の面倒をみる仕組みを変えることである。2 つの側面があろう。1 つは、親は自分の子供の面倒にはならないというが、最後の 10 年は誰の世話になるのか。自分の子供ではなく、国の世話になるという人も多い。しかし、国による経済的負担は、他人の子供たちが負担している税金である。よって、もっと自分の子供に頼るべきである。そのためには子供をしっかり育てる必要がある。

・その一方で、世話が必要になった親の面倒を子供だけに負わせるのは酷である。子供がしっかり働けなくなり、仕事を犠牲にして親の面倒をみるだけでは、共倒れになってしまう。その意味で、親にはできるだけ長く自立して生きてもらいつつ、世話が必要になった時でも、子供の仕事はきちんと続けられるようなサポートシステムが求められる。

・人間は一人では生きていけない。社会的存在としてのヒトは、一人ひとりかけがえのない価値を有する。しかし、生物としての人間は輪廻の世界にあり、自分の寿命がきても子孫が社会を紡いでいく。未来がよりよき社会に発展してほしいと願う。

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。

・聖路加国際病院の日野原先生(104 歳)がいうように、‘生命とは時間のことである’と実感する。自らの寿命には限りがある。しかし、ヒトとしての存在は永遠であることを求めていると思う。こうした視点から、社会のあるべき姿について考えていきたい。そうすれば、目先にとらわれない気持ちになることができよう。老後や年金についても、ここから再考したい。

女性の活躍、男性の改革～えるぼしに注目

・4 月から「女性活躍推進法」がスタートした。女性の眠っている能力をもっと活かそうという狙いである。人口減少社会にあって、日本の経済力を維持向上させていくには、女性と高齢者にもっと活躍してもらう必要がある。活躍とは、自分なりにやりがいいのある仕事について、そこで大いに働いてもらうという意味である。

・振り返ると、1985 年に男女雇用機会均等法ができて、女性の雇用機会は増えてきた。2015 年において女性の雇用者は 2500 万人弱で、全体の 44%を占めるまでになった。しかし、働きたいという女性の就業希望者はまだ 300 万人もいる。この人達にも働いてほしいと政府は考えている。

・日本の女性の就業率は上がっているが、先行したスウェーデン、英国に比べるとまだ低い。就業率が上がると、子供の出生率も上がるという相関がみられる。前向きに考えれば、女性が能力を発揮して働き易い環境を作るということは、子供を育てやすい状況も含んでいると考えられる。経済面だけではなく、社会環境面での整備が進んでいるとみることができる。その点で、日本はまだまだ遅れている。

・働き方をみると、若い時に正規の社員になったとしても、40 代まで正規社員を続ける人は減っていき、パート・アルバイトのウエイトが上がってくる。一度仕事をやめざるをえない状況がある。

・女性管理職(課長以上)の比率も少しずつ上がっているが、まだ 8.7%と 10%に届かない。フィリピン 47%、米国 44%、スウェーデン 37%、米国 35%に比べて著しく低い。なぜ管理職比率は低いか。1)そもそも女性の正社員採用が少ない、2)配属にも偏りがある、3)出産で退職する人が多い、という理由が上がってくる。出産退社が少し減りつつあるといっても、まだ 40～50%は育児に専念する。仕事との両立が難しいからである。

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。

・一方で、仕事にやりがいを持っている人は、仕事を続けたいと考えている。そのためには働き続ける環境が必要であり、最大の制約はフレキシブルな時間対応ができないことにある。

・日本は長時間労働の国である。改善のためのルールはいろいろできているが、習慣として、会社にいる時間は長いし、時間外のインフォーマルな付き合いも、会社人間的な要素が強い。ここに入っていないと、十分なコミュニケーションができず、疎外感を持ってしまう人も多い。

・昇進を望まない女性も多い。女性がなぜ望まないのか。その理由は、①仕事と子育ての両立が困難、②管理職に手本となる先輩同僚がいない、③そもそもそれを支える仕組みが会社にも社会にも十分ない、という点にある。

・このようにみてくると、女性活躍の壁は、1)そもそも女性を採っていない、2)女性を育てていない、3)仕事が続けられない、4)昇進したいと思えないという点にある、と厚生労働省の安部充雇用均等政策課長はいう。

・長時間労働の克服が必要であり、男女の役割分担も見直していく必要がある。女性の視点が最も重要であるが、男子の視点で見直すべきことも多い。

・なぜ長時間労働なのか。工場などの現場作業であれば、労働時間は定まっており、残業時間もはっきりする。しかし、研究開発、生産設計、本社企画、営業販売となると、仕事を時間で測ることが難しくなる。

・打ち合わせや会議で合意をとりつけ、チームで動いていくには十分なコミュニケーションが必要で、そのための時間が不規則に必要になる。それでは、男子といえども速やかに仕事を終われないし、女性はとてもじゃないが付き合いきれないと思ってしまう。

・海外ではどうか。体験的にいうと、欧米の証券会社で 6 時をすぎると、社員はほとんど残っていない。欧米の監査法人でも 6 時をすぎると、人はほとんどいない。夜は速やかに家に帰って、8 時から家族で夕食をとるというのが基本である。その後、男女ともに必要に応じて持ち帰った仕事を整理することは普通にある。

・生活習慣はなかなか変えられない。昔禁煙をする時、医者に聞いたことがある。どうすれば禁煙できるのか。医者いわく、たばこを吸いたくなる前の動作をやめればよいと。お

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。

酒を飲むと吸いたくなる、酒をやめろ。ご飯を食べると食後の一服がほしくなる、飯を食うな。朝起きると吸いたくなる、朝起きるな。いずれも無理難題である。

・でも、35 歳でたばこをやめた。なぜできたか。ヘビースモーカーでのどが痛くなり、医者にいったら、のどがあれている、このままでは癌になって死ぬ、と言われた。それでやめることにした。何らかのショック療法が必要である。

・フランスにいる時、証券会社のフランス人は 6 時すぎには帰ってしまう。残っているのは日本からの派遣正社員のみ。8～9 時まで仕事をして、それから飲み会に出かける。飲み会でも仕事の話が中心である。家につくのは 11 時～12 時。翌朝、会社は 9 時始業というのに、日本人だけとりわけ早くきている。

・でも、何か特別な日は、その日本人でも定時に帰る。仕事のやり方をそのように仕組んでいけば、何とかなる。

・かつての働き方で偉くなった男性管理職にもかわってもらう必要がある。成功体験をそのまま会社のカルチャーにしてもらっては困る。かといって、働き方を変えて、会社の業績が悪くなるようでは話にならない。

・4 月から施行となった「女性活躍推進法」では、1)会社は女性の比率、女性の働きをきちんと把握せよ、2)女性が活躍できるように中期的な行動計画を作り、目標数値を定めよ、3)それを社内外に公表せよ、としている。

・そして、4)それをクリアした企業には認定の印として「えるぼし」（1 つ星、2 つ星、3 つ星）を与えるので、その印を商品などに使ってアピールしてよい。

・えるぼしをとると、政府は公共調達で有利になるように配慮する。新卒の採用に当たっては、学生からの評価が高まることも期待される。現在 126 社がえるぼしの認定をとっており、89 社が 3 つ星である。

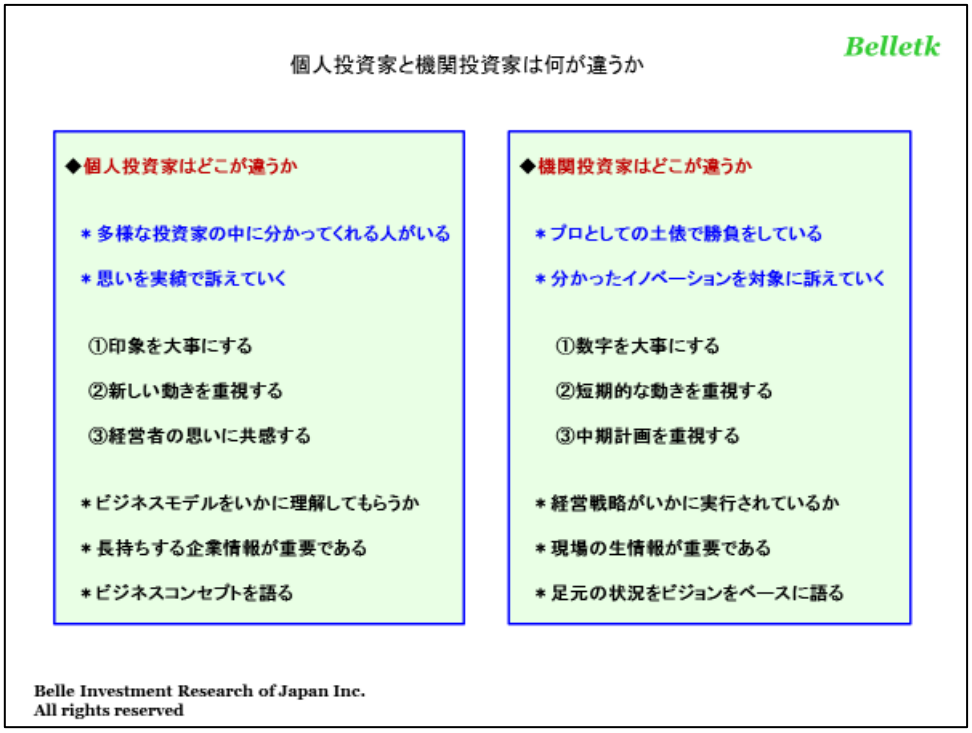
・現在は従業員 301 人以上の大企業が対象である。300 人以下の中堅中小企業にはまだ努力目標であるが、いずれ下までおりてくるようになろう。

・働き方の改革が進もうとしている。在宅勤務、IT の活用、定時退社の徹底、フレキシブルな勤務体制作りなどである。人は時間で働くのではない。同じ時間で、どれだけ付加価

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。

値を高められるか。この生産性革命を実現する企業が伸びていく。

・そういう働き易い会社で、女性はもちろん、男性も働きたいと思う。個人としては「毎日が記念日なら」という思いで、時間を作るように意識革命を実践したい。



投資家は何に投資するのか～その仮説を知る

・個人投資家と機関投資家はどこが違うのか。単純にいえば、個人投資家は自分のお金を投資しており、機関投資家は他人のお金を預かって、それをフィデューシャリーデューティの精神に基づいて運用する。

・フィデューシャリーデューティとは、お金を委託してくれた人のために、全身全霊で忠実に受託者としても責任を果たすという意味である。

・とすれば、個人投資家も機関投資家も‘思い’は同じである。では、個人はアマで、機関投資家はプロといえるか。アマチュアとプロフェッショナルと違いは、それによってお金を稼いでいるかどうかである。ゴルフを考えれば分かるように、プロはそれを仕事としてお金を稼ぎ、アマはお金を使ってゴルフを楽しんでいる。

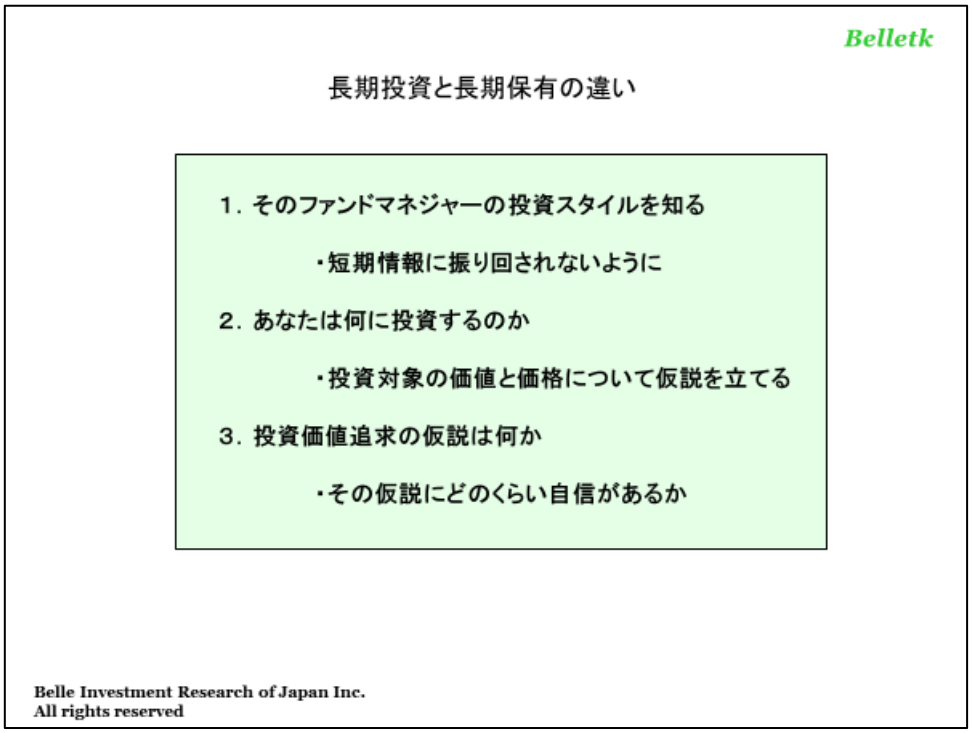
本レポートは、独自の視点から書いており、基本的に会社側の立場に立つものではない。本レポートは、投資家の当該企業に対する理解促進をサポートすることを目的としており、投資の推奨、勧誘、助言を与えるものではない。内容については、担当アナリストが全責任を持つが、投資家の投資判断については一切関知しない。本レポートは上記作成者の見解を述べたもので、許可無く使用してはならない。

・しかし、個人投資家は、お金を使って楽しんでいるわけではない。投資のリターンを求めるという点では必死であり、お金を稼ぐという姿勢でみれば、プロと同じである。

・それでは、両者の違いは運用の腕前にある、といえようか。機関投資家でも運用の下手なファンドマネージャーはいるし、個人投資家でもよいパフォーマンスをあげている達人は大勢いる。

・両者の一般的な違いは、投資スタンスにある。企業の IR の立場からみると、個人投資家は千差万別で、多様な投資家の中に、わが社を分かってくれる人がいる。そういう投資家に、会社としての思いを訴えていく必要がある。

・個人投資家は、①印象を大事にする、②新しい動きを重視する、③経営者の思いに共感する、という面が強い。そういう投資家には、ビジネスのコンセプトを語って、ビジネスモデルを理解してもらうことが大切である。つまり、目先の情報ではなく、‘長持ちする企業情報’が重要である。



・一方、機関投資家は、プロとしての土俵で勝負している。その土俵にはルールがあるので、自社のイノベーションを訴えるにしても、わかってもらえるように、適切に熟していく必要がある。

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。

・機関投資家は、①数字を大事にする、②短期的な動きを重視する、③中期計画をよくみていく、という傾向が強い。経営戦略がいかに実行されているかをフォローする。現場の生の情報が重要である。よって、足元の状況をよく踏まえて、ビジョンとの結びつき（コネクティビティ）を語っていくことが求められる。

・どんな投資家にも共通していることがある。それは投資する時の「仮説」を必ずもっているという点である。自分は何に投資するのか。

・明日の米国の雇用統計の数字に仮説を持ち、それによって、円ドルレートが動くから為替に敏感な株を翌朝一番に取引するという短期マクロに賭ける投資家もいる。

・自分は、この会社の企業価値が長期的に拡大していくことを仮説とした。それに賭ける投資家もいる。目先の短期的な経済環境の変化には一喜一憂せず、価値創造の仕組みを腹に入れて、共感を大事にしているといえる。

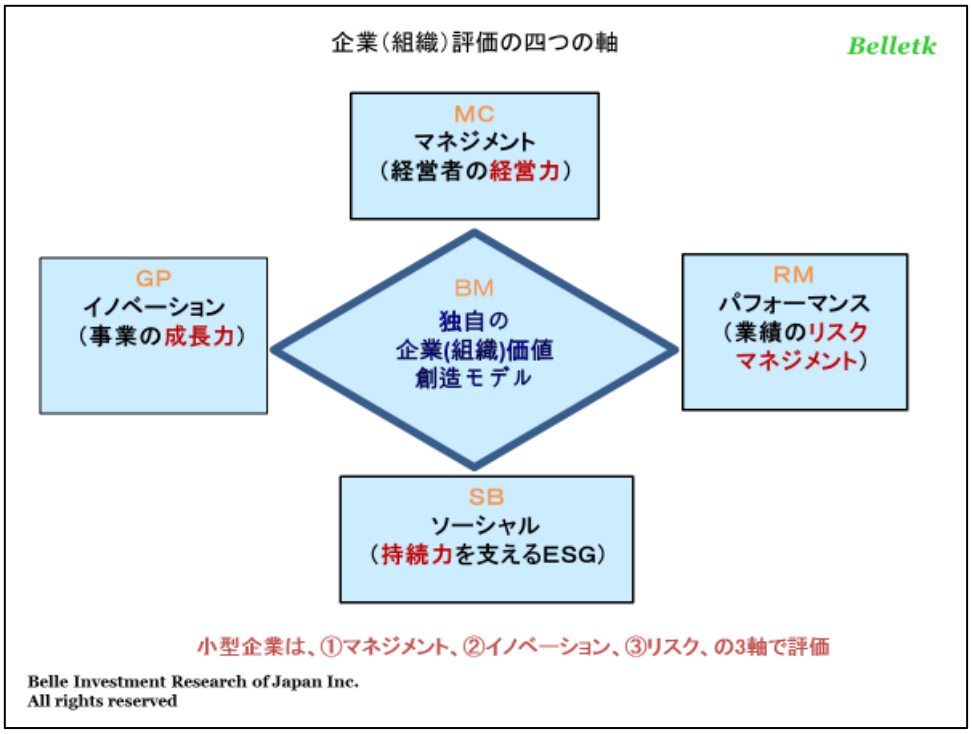
・IR をする場合、その人は、どんなタイプの仮説に投資する投資家であるかをよく知っておく必要がある。そうでないと、うまい対話ができないことになってしまう。長期投資家か短期投資家か、ロングオンリーかショートも行うヘッジファンドか、という従来型の区分けとともに、仮説の立て方について、よく知っておきたい。

・その上で、長期的な企業経営を続ける上で、それをサポートしてくれる株主になってくれる投資家を引き付けたい、と思うのは当然である。多くの投資家も目先のことに囚われないで、価値創造企業にじっくり投資したいと考えている。ただ、それが実現しにくいので、さまざまなゲームのルールにのって走り回ることになる。

・投資家は、その企業独自の価値創造の仕組み（ビジネスモデル）を知りたい。それを、①マネジメント、②イノベーション、③サステナビリティ、④リスクマネジメントの観点からきちんと評価したい。その上で、市場の評価である株価が、割安か割高かを判断する。

・企業は、ビジネスモデルは色あせないように変化対応させていく必要がある。その変化の方向性とそれを実行するための戦略についてよく知りたい。ここをきちんと語れる会社は、投資家から高い評価が得られることになろう。

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。



経営者のマネジメントスタイル～ROVC 経営のすすめ

・経営者のマネジメントに対する基本的な考え方を知るには、決算説明会や中期経営計画発表会でない方がよい。決算説明会はその期の決算の中身や翌期の計画が中心であり、社長の思いや考え方はあまり出てこない。中期計画の説明会では、計画の中身を一生懸命説明するので、社長が何を本音で考えているかは今ひとつわからないことも多い。

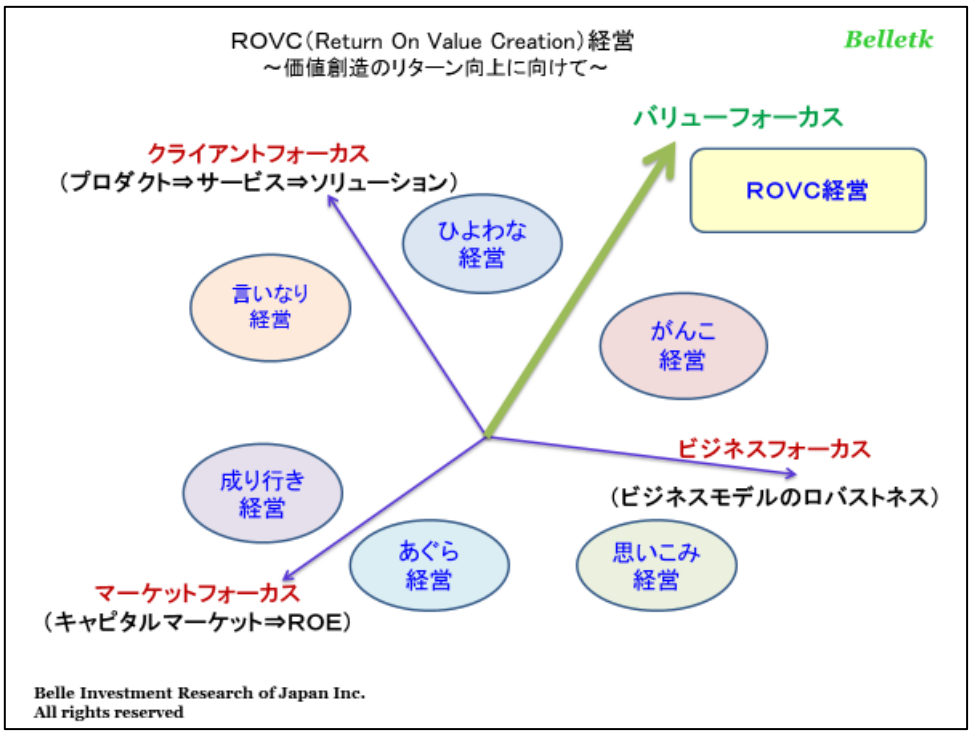
・では、どういう場面で、それが最もよく出てくるか。会社のユーザー向け展示会での講演、外部の経営者フォーラムでの講演、個人投資家向け会社説明会、海外投資家向け IR セミナーなどで社長の話を聴くと、社長の個性がいろいろ伝わってくる。経営に対する自らの考えが必ず入ってくるからである。

・「わが社の企業価値経営」というテーマで、トップに好きなように語ってもらったら、どの会社の社長もそれぞれ面白いと思う。ただし、心配な面もある。1)経営環境の変化に上手く対応できず、成り行きまかせになっていないか。2) 顧客や取引先の言いなりになって、ふりまわされていないか。

・3)何か自信が持てずに、ひ弱になっていないか。4)今のやり方に、あぐらをかいていない

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。

か。5)将来の方向について、勝手に思い込んでいないか。6)こだわりにとらわれて、頑固になっていないか、などさまざまな見方が出てくるかもしれない。



・経営はバランスが大切であるといっても、どこかに重点をおき、軸足を定めているものである。それを、①クライアントフォーカス、②マーケットフォーカス、③ビジネスフォーカス、という 3 つの視点で捉えることもできる。

・クライアントフォーカスは、プロダクトやサービス、そして今どきであれば、ソリューションにフォーカスする、商品やサービスをベースに、顧客の課題を解決するという姿勢である。ここでしっかり付加価値を生み出せばよいが、うっかりすると「いいなり経営」や「ひ弱な経営」に陥りかねない。

・マーケットフォーカスは、顧客マーケット、資本市場マーケット、地域社会など、ステークホールダーが形成する市場動向に敏感に反応する。例えばキャピタルマーケットフォーカスでは、ROE が重要であると喧伝されているので、ROE の向上にフォーカスする。それに合わせればよい、あるいは、すでにクリアしているから問題ない、という対応になりかねない。こうした「成り行き経営」や「あぐら経営」に甘んじては困る。

・ビジネスフォーカスは、大事なことはビジネスの仕組みなので、ここを強くするようにひ

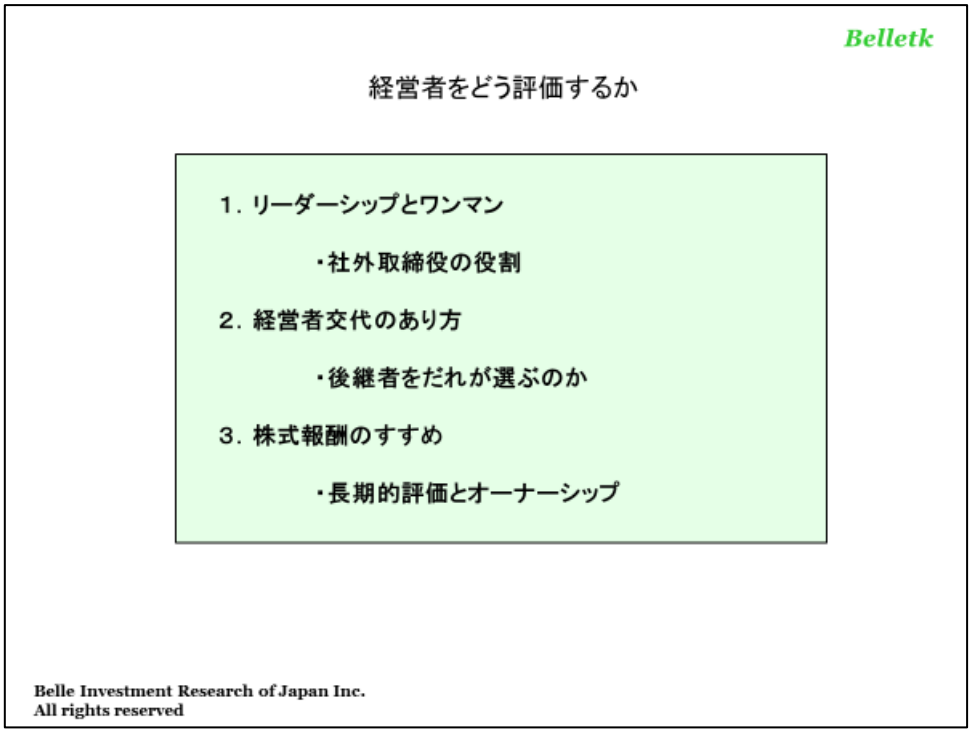
本レポートは、独自の視点から書いており、基本的に会社側の立場に立つものではない。本レポートは、投資家の当該企業に対する理解促進をサポートすることを目的としており、投資の推奨、勧誘、助言を与えるものではない。内容については、担当アナリストが全責任を持つが、投資家の投資判断については一切関知しない。本レポートは上記作成者の見解を述べたもので、許可無く使用してはならない。

たすら力を入れる。ビジネスモデルの頑健性（ロバストネス）は重要であるが、次のビジネスモデルへフレキシブルに進化していく仕組みを組み込んでいく必要がある。「思い込み経営」や「頑固経営」ではいずれ行き詰まってしまう。

・経営者は、必死に現状の課題に手を打ち、次の将来を創り出すことに腐心している。一般的に、投資家よりははるかにものごとをつき詰めて考えている。それでも、経営の執行に甘さが見えてしまうのはなぜだろうか。

・1)やるべきことはわかっているのに、それをきちんとやらずに、結果として手抜きとなっていることがある。2)先が読めないので、打つ手を決めかねている場合もある。3）将来の方向性はある程度見えていても、それに対応する経営資源（人材、資金、知財など）が不足しているか、うまく活用できていないこともある。

・いずれにしても、準備をして実行に移す必要がある。時間との戦いである。軸がブレないようにするには。やはり「わが社の企業価値創造」をしっかり固めることである。自社の新しい価値の源泉を定義し、それを作り出すビジネスモデルを再構築して、そのリターンを追求する。



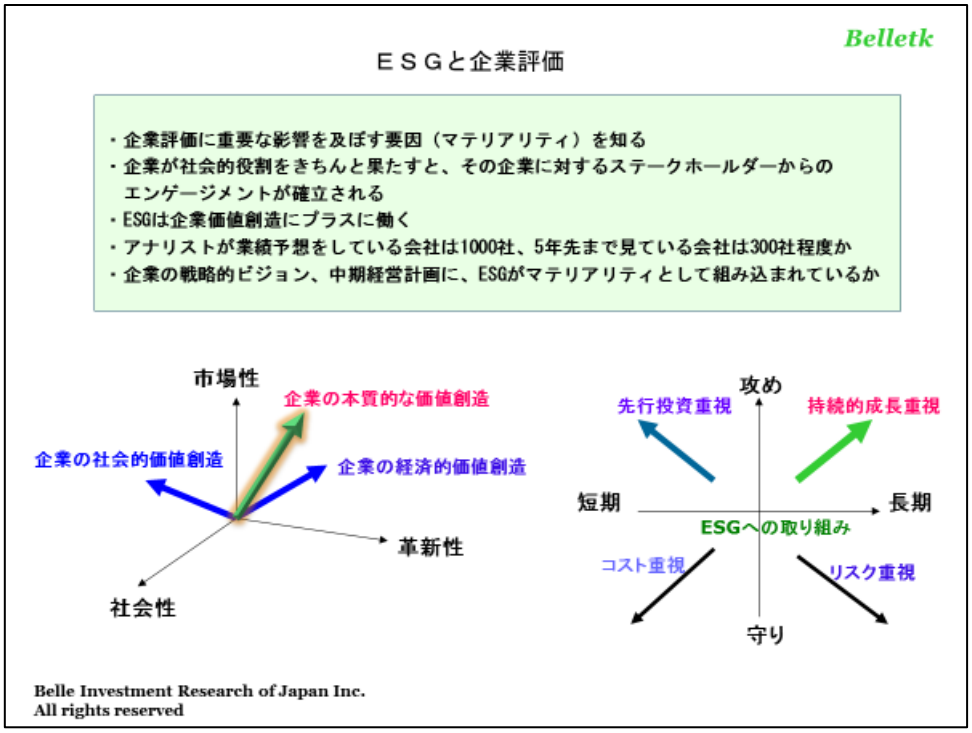
・このバリューフォーカスの軸を、第４の軸として加えたい。そして、バリューフォーカス

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。

を主軸にして、クライアントフォーカス、マーケットフォーカス、ビジネスフォーカスを統合していく。

・バリューフォーカスに主軸に置く ROVC 経営（Return On Value Creation)を徹底してほしい。経営におけるバランスの本質は、価値創造を追求する中で、そのプロセスのバランスをとることにある。さまざまなステークホールダーに順番を付けたり、偏りがないようにすることではない。

・投資家は、‘会社がどのように ROVC 経営を実践するのか’について、対話を通して深く知り、いい意味でのサポートをしたいと考えている。



企業価値評価における ESG の重み～時間軸による変化

・美術品の価値をどう測るか。芸術的価値はお金では測れない。その通りである。お金で測るというのは、取引における値段をベースにするので、取引がなければ値段は分からない。価値の判断には、その質を評価するだけの力量が問われる。

・しかし、人それぞれの好みも入ってくるので客観的ではない。では、主観的な好みに何ら

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。

かの普遍性を持たせることはできるだろうか。それを計量的に測ることは可能だろうか。

・ある有名な美術館に行った証券会社のトップが、案内してくれた館長に、最初の絵から最後の絵まで、もし売りに出したら価格はいくらかと問い続けた。館長は、想定される絵の値段を聞く人はいるが、全ての価格を聞いたのは彼だけであったと驚き、さすが証券会社のトップと呆れた。

・本人曰く、「自分に絵の価値は分からない。分からないものを知るには、専門家の意見を聞く方が早い。そういう価格かと思って絵を見ると、楽しむこともできる。」と言った。

・企業価値はどうか。普遍的な絶対的価値なのか、見る人によって変化する相対的な価値なのか。企業価値はお金で測れるか、測ることが難しいのか。この論点について考えてみよう。

・現状において、当然、企業価値はお金で測る。将来キャッシュ・フローの現在価値が企業の値段であり、それを企業の市場価格（取引価格）である株価と比較して、割高/割安を判断する。このフレームが今の常識である。現在価値に割り戻す時に割引率が用いられ、その割引率が資本コストと結びついている。

・ケインズは、株式投資は美人投票である、といった。ファンドマネージャーの中にも、他のファンドマネージャーはどうみているかを気にする人は多い。自分がいいと思っても、みんなが思わなければ、その価値は価格に反映されない、株式投資は、一人の思い込みではパフォーマンスを上げられない。本当だろうか。

・定性的な価値判断を定量的数値で表現するには、一定の公理に従った数量化モデルが必要である。人々がそのような行動をとるという検証も必要である。しかし、厳密さを追求すると、この立証が難しい。人は合理的であることを求めていても、実際に合理的であるかどうかは分からない。感情に左右されることも多い。

・企業価値の定性評価に当たって、4 つの軸を使うと有効である、と筆者は主張しているが、その 4 つの軸は、1)本当に互いに独立した軸なのか、2)この 4 つ以外にもっと妥当な軸はないのか、3)1 つの軸に沿って主観的に評点するという順序付けは有意であるのか、4)1 つの軸の評点に当たって、軸の重みは同じでよいのか、という疑問がすぐに出てこよう。

・①マネジメント力、②イノベーション力、③ESG によるサステナビリティ、④パフォーマンスのリスクマネジメントの 4 つの軸の立て方について、異論がありえよう。また、これら

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。

の 4 つの軸が心理的、数学的に本当に独立しているかといえば、ある視点を強調したものなので、相互に連関していると考えるのは当然であろう。

・最も重要な点は、企業の発展段階と将来をみるタイムスパンによって、軸の重みが変わってくることにある。評価軸に関する重要性の重み付け（allocation of materiality）は、どのくらいの時価軸でみるかによって重み（ウエイト）が変わってくる可能性が高い。

・〈短期 1 年、中期 2 年、長期 3 年〉で企業をみるか、〈短期 1 年、中期 3 年、長期 10 年〉でみるか、あるいは〈短期 3 年、中期 10 年、長期 30 年〉でみるかによって、4 つの評価軸の重みが変わり、各評価軸の構成要素も変化してこよう。

・長期が 3 年の会社評価では、ESG によるサステナビリティの軸の重みは、限りなく軽いかもしれない。一方、長期が 30 年という会社評価では、ESG のウエイトが他の 3 つの軸に比べて、圧倒的に重くなると想定される。

・日興リサーチセンター（社会システム研究所寺山恵副所長）の調査によると、日本における ESG 投資の規模は 2015 年 9 月現在 46.0 兆円である。データの基準が違うので正確には比較できないが、2014 年の世界の ESG 投資（21.4 兆ドル、2600 億円、うち欧州 64%、米国 31%）に比べると、日本は極めて小さい。

・ESG 投資には、いくつかのアプローチがある。①特定の内容を基準に投資対象から外すネガティブスクリーニング：日興リサーチセンターのまとめによると、世界の ESG 投資ではこれが最も多い。②伝統的な投資判断に ESG に関するリスクと投資機会を体系的に組み入れる ESG インテグレーション：これが 2 番目に多い。

・③ESG について何らかのエンゲージメントを通じて、企業に働きかけるエンゲージメント。これが第 3 位である。④国連グローバルコンパクト 10 原則など国際的規範に違反した企業を除外する規範・倫理スクリーニング。これが第 4 位である。

・一方で、⑤環境など ESG の特定のテーマを投資アイデアとするサステナビリティ・テーマ投資や、⑥特定の社会的課題の解決を目的としたインパクト・インベストメントは少ない。

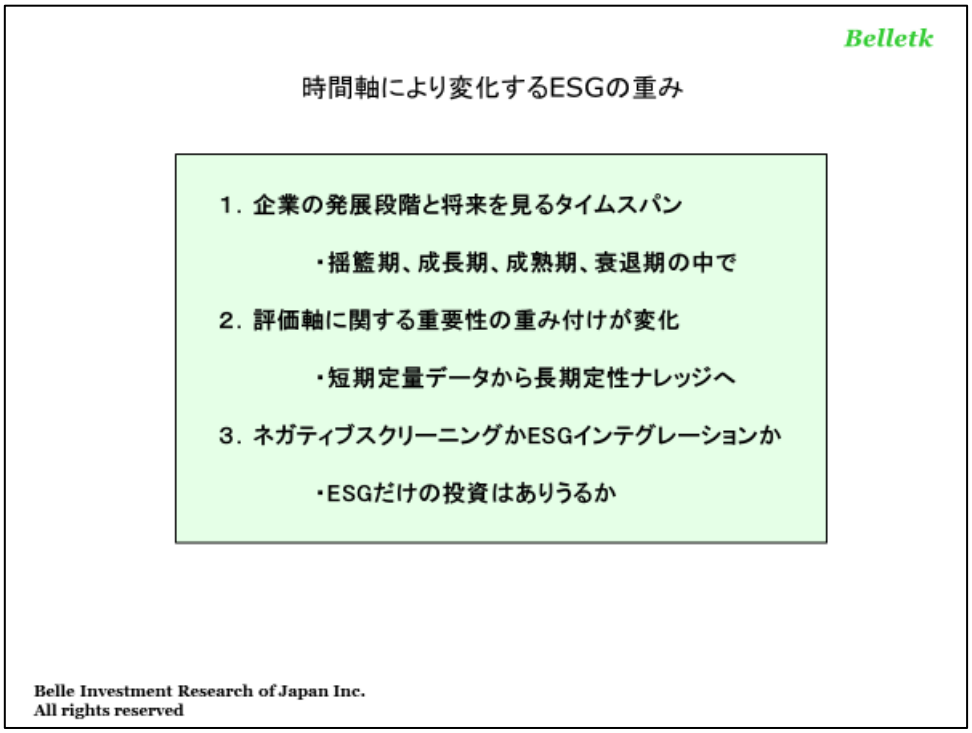
・また、1) 日本では議決権行使によるエンゲージメントが ESG 投資の 84%（米国 15%、欧州 17%）と圧倒的であるのに対して、米国では ESG インテグレーション 41%（欧州 27%、日本 9%）がトップで、欧州ではネガティブスクリーン 35%（米国 39%、日本 7%）が一番である。

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。

・欧州では国際規範スクリーニングが 19%（米国 0%、日本 0%）と高く、制度や考え方の違いも出ている。日本は、ESG をベースとしたサステナビリティ投資にまだ馴染んでいないが、これから増えてくることは確実である。

・投資家による企業価値評価は、主観的であるといっても、そこに何らかの合理性や普遍性を求めたい。筆者が用いている定性評価を評点する 4 つの軸は、現在、その重みを等ウエイトとしている。

・ただし、ベンチャー型の小型企業については、ESG の軸をはずして、3 つの軸で評価している。これは ESG の軸の重みをゼロとおいていることになる。なぜなら、サステナビリティを問う前に、まずはイノベーションの連鎖で成長性を確保することが第一義的課題であると判断していることによる。



・会社の寿命 30 年ともいわれる。その限界説を突破して 100 年企業を目指すのであれば、マネジメントのサクセッション、イノベーションを生み出す組織能力の内在化などの項目が重要性をもってこよう。

・一般的な日本企業は中期 3 カ年計画、つまり中期を 3 カ年で見ているので、4 つの評価軸の重み（ウエイト）は同等でよいと筆者は考える。しかし、中期を 10 年と想定する企業も

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。

出てこよう。

・企業経営の重心が長期に移動してくれば、企業価値評価の軸の重みも変化してくる。同時に、投資家が中長期志向を強めるほど、企業行動にも変化をもたらすことになる。暫くはESGインテグレーションの企業価値評価が意味を持ってくることになろう。

２．長く見て、何度も見ると、チャンスあり

アナリストがやってよいこと、やってはならないこと

・日本証券業協会より、この７月にアナリスト活動に関するガイドライン(案)が出された。上場企業(発行体)への取材と投資家への情報伝達に関して、「やってはならない」ことを示している。

・証券会社に属するセルサイドアナストは、もともと守るべきルールが定められている。大局的には３つある。１つは、「根拠のある分析」を行うこと。いい加減な予想や誤解を招くような誇大な表現を使ってはならない。

・２つ目は、「インサイダー情報」を用いてはならない。会社が公表していない株価に影響する情報については、入手してはならない。万が一入手した場合は徹底的に管理して、会社が公表するまでは、一切使用してはならない。

・３つ目は、「フロントランニング」をしてはならない。自分が入手した情報や分析した情報は、アナリストレポートを通して、投資家に平等に、同時に公表すべきである。特定の投資家に個別に、時間差を持って、早く伝えてはならない。

・セルサイドのアナリスト組織を運営する証券会社にとって、これは守るべきルールであり、すでに常識である。ところが、ビジネスの世界では、常識であるルールが守られないことがある。どの世界にもグレーゾーンがある。それは、ルールの範囲内か、ルール違反か、というきわどい領域をどう判断するか。通常であれば、安全サイドをとる。疑わしきは近寄らず、である。

・ところが、ビジネスは商売であり、まさに金儲けである。いかに差をつけて、有利に収入を得るか。そのことにとらわれると、顧客に迎合したり、よこしまなニーズに合わせたりす

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。お客のニーズに対応することは悪いことではない、あるいは、多少曖昧でもそこに勝機があるならば行動してよい、と判断しがちである。

・個人の判断で勝手に動くこともあれば、組織として行動することもある。この時、どうストップをかけるか。これがリーダーのコンプライアンスやリスクマネジメントに対する判断であり、けん制を働かせる組織が機能しているかどうかが問われる。

・従来、アナリストレポートのあり方について全般的な指針はあったが、セルサイドアナリストの情報伝達行為について、規制や考え方を十分示していなかった、と日本証券業協会は判断しているようだ。そこで、今回のガイドラインは、アナリストの取材と情報伝達に関するルールを明確にしようとした。

・プレビュー取材や早耳情報の提供を禁止して、アナリストレポートによる情報の伝達が原則であると明示する。では、機関投資家との対話において、口頭で個別に伝達してよいことは何か。具体的にみると、1)アナリストレポートに書かれた内容の背景事実や詳細分析の補足説明はよい、2)アナリストレポートで公表済みの内容はよい、という認識である。一方で、アナリストレポートにない未公表の情報や異なる情報については、個別に伝達してはならない、ということになる。

・繰り返しになるが、アナリスト活動に関する取材と伝達の在り方に関する今回の提案は、自主ルールとしての禁止項目が多い。その中で、従来からアナリスト活動を適切に行ってきた組織にとっては、すでに守っていることも多い。インサイダー情報の管理や情報のフロントランニングの禁止は当然である。

・では、何が新しいか。1）短期業績に関する早耳取材はやるな、2）未公開決算情報の取材はやるな、3）レポートに書いた内容以外のことは選択的に伝達するな、4）投資判断に影響する情報は重要な情報でなくても選択的に伝達するな、5）レポートにない長期分析評価を選択的に伝達するな、ということになる。

・その考え方は分かるが、これではアナリストも企業の IR サイドも委縮してしまい、円滑な対話が成り立たない可能性が高い。では、企業の IR サイドはどうすればよいか。

・1 つは、セルサイドが何を知りたがっているかをよく咀嚼して、議論の材料については何ら制約をかけずに会話することである。過度に未公開情報にこだわると、マネジメント、イノベーション、ESG、パフォーマンスのリスクマネジメントについて、対話ができなくなっ

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。

てしまう。我々は、未公開情報がほしいのではない。将来の企業価値創造に資する材料を一緒に議論して、認識を深めたいのである。

・2つには、短期の定量データについてフライングしてはならないが、実績のデータの解釈については定性的な議論に乗ることである。我々は早耳情報でフロントランニングしたいではない。データや情報の意味づけを議論したいのである。

・そして、3つ目として、中長期の展開について、セルサイドは何を疑問に思っているかを問い、そのシナリオの蓋然性について議論することである。将来は分からないが、ビジョンや中期計画がある。経営者の思いと戦略の実行可能性については、たえず議論したいのである。

・また、機関投資家に属するバイサイドアナリストに対しても、当然セルサイドと同じスタンスで臨むべきである。ラージ、スモール、ワンオンワンなど、ミーティングの形式も心配しなくてよい。実効ある対話ができるメンバーを、実績をベースに選んでいけばよい。その時、新しいアナリストやファンドマネージャーを排除しないように、チャンスを工夫してほしい。

・今回のガイドラインを踏まえて、考慮しておくことが2つある。1つは、セルサイドはレポートを同時に、平等に発行すべきであるといっても、アナリストレポートはその証券会社が顧客と認める機関投資家にしか届かない。顧客でない機関投資家に、アナリストレポートはデリバリーされない。まして、個人投資家がレポートにアクセスすることは一層難しい。どこまでが平等で同時なのか。広義にみるとなかなか悩ましい。

・もう1つは、今回の案は協会員向けであるから、例えば、日本証券業協会の協会員ではない筆者(独立リサーチハウス)は、このルールを守らなくてよいのか。そんなことはない。ルールの普遍性と妥当性を踏まえて、守るべきである。

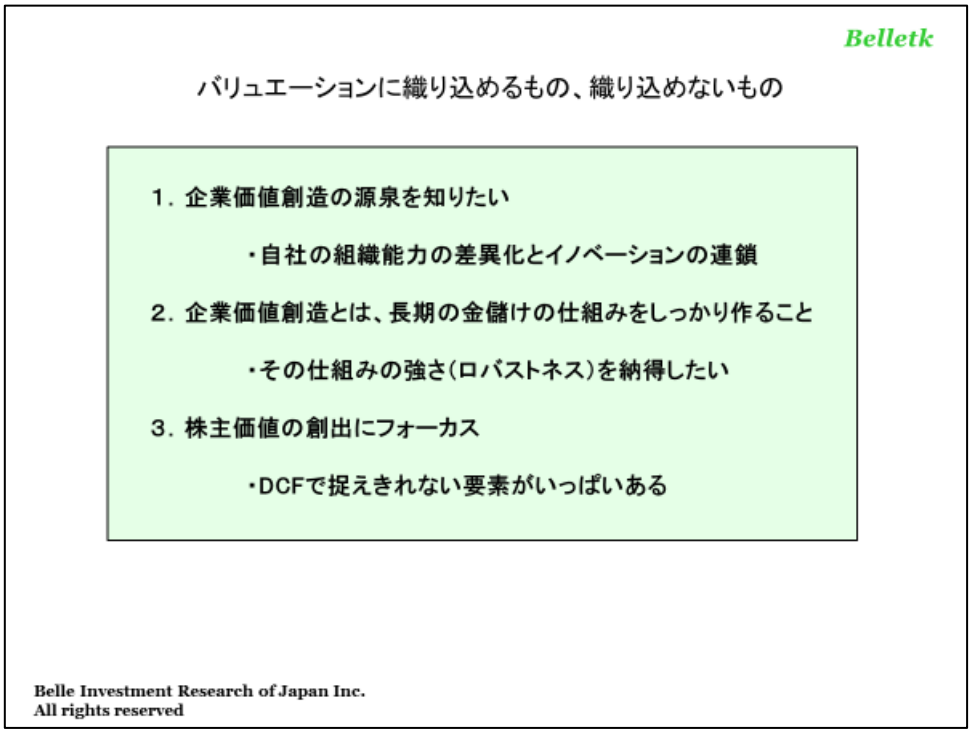
・わが社(日本ベル投資研究所)では、インサイダー情報は取得しないし、万が一取得した場合、レポートは発行しない。プレビュー取材は、そもそもやってこなかった。情報提供はレポートの発行を機に同時に行っており、個別の投資家にフロントランニングを行うことは、会社として禁止しており行っていない。

・問題は、今期の決算予想情報について、実績の四半期を議論するということは暗黙に、会社公表の今期予想について議論することになりかねない。この時どうするか。大事なことは、

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。

今期の決算予想数字ではなく、実績のファクトが持つ定性的な意味についてよく議論することであろう。

・アナリストは常に中長期にフォーカスしていく。これは本質である。一方で、足元を正しく把握せずして、将来が分かるのか、という問いも的を射ている。しかし、アナリストは、四半期や今期業績に関する数字の当てっこゲームをやっているわけでない。短期業績予想の取材やデリバリーの禁止というルールにとらわれて、本来あるべきアナリストの役割を低下させることのないように活動したいと思う。



会社を見る目を養う～ベルレーティング法の活用と実践

・この 5 年で、19 社の小型企業のアナリストレポートを書いてきた。19 社というと少ないようにみえるが、ベーシックレポートを書いて、それを四半期毎にフルリバイス（全面修正）するので、結構時間がかかる。

・短いフォローアップレポートというのはない。表紙に 1 ページの要約はついているが、毎回 20～30 ページのフルサイズである。その会社をまだ知らない、一から一通り知りたいという個人投資家向けに書いている。既に会社のことをよく分かっている人は、その会社のホ

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。

ームページにいけば、資料はいろいろある。

・会社説明会でのトップマネジメントのビデオが、いつでも見られるようになっている会社も多い。それを見ればフォーローアップができる。その前段階として、会社全体を投資家目線で知りたいという時に役立つようなアナリストレポートを書く、というのがベルレポートの主旨である。

・会社に対して、企業レーティングをしている。A、B、C、D という 4 段階で評価する。これはアナリストとしての筆者の評価であるが、この評価方式のミソは、個人投資家が自分で同じように手軽にできるという点にある。

・プロのアナリストの判断といっても、1 つの意見にすぎない。個々の投資家は、安易にプロを信用するのではなく、まず自分で判断して会社を見る目を養っていくことが重要である。個人投資家説明会に行って、社長や IR のトップマネジメントの話を聴いて、自分で採点してみることが、経験としての蓄積効果を生む。

・小型企業の場合は、会社説明会で社長の話を直接聴くことができる。まずは 3 つの視点から、そのプレゼン(話の内容)を評価する。①経営力が優れているか。話を聴いて、十分優れていると思えば 3 点、良好だが努力を要すると思えば 2 点、かなり改善を要すると思えば 1 点を付ける。

・②成長力が優れているか。十分な成長力が見込めると思えば 3 点、成長機会を有するが努力を要するならば 2 点、成長力の確保にはかなりの改善を要するとみれば 1 点を付ける。

・③リスクは十分克服できるか。業績が大きく下方修正されるような下振れの可能性が少ないとみれば 3 点、下振れしても小幅に止めることができるならば 2 点、大きく下振れする可能性が相当あるならば 1 点とする。

・この 3 つの軸、即ち、① マネジメント力、② 成長力、③ リスクマネジメント力 から評点する。3 点＋3 点＋3 点ならば合計 9 点なので、10 をかけて 90 点とみる。1＋1＋1 ならば 3 なので 30 点。そうすると、3 軸の組み合わせによって、30 点、40 点、50 点、60 点、70 点、80 点、90 点となる。もし評価ができなかったら、それはゼロ点なので、評価は難しいと判断すればよい。

・まずはいくつかの会社の話を聴いて、評点してみる。そうすると、何を聴いても 90 点（3

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)、何を聴いても 30 点（1＋1＋1)、あるいは常に 60 点（2＋2＋2）という結果が出てくることもある。この時、1）自分はなぜどの会社の話を聴いても素晴らしいとなるか、2）どれも大したことはないとなるのか、3）あるいはどれもまあまあになるのか、を考えてみる。

・また、会社によって評点が異なってきたら、1）自分は今回その会社のどこを高く評価して、2）どこが十分理解できずに低評価にしたかを考えてみる。自分の評価であるから、大胆でかまわない。10 社、20 社とやってみると、だんだんこなれてくる。さらに、同じ会社でも、次の機会に改めて評価してみる。その時には、前回の評点に拘らず、新たな気持ちでやってみる。

・そうすると、自分なりのイメージが固まってこよう。筆者のレポートでは、90 点、80 点を A、70 点、60 点、50 点を B、40 点、30 点を C としている。D は会社が相当厳しいという評価である。

・これまでレポートを書いた 19 社をみると、A が 5 社、B が 9 社、C が 5 社であった。B から A に上がった会社もあれば、B から C に下がった会社もある。これからは C から B に上がる会社も出てこよう。

・因みに、A の会社は東祥（8920)、コシダカ HD（2157)、フロイント産業（6312)、ブロンコビリー（3091)、日進工具（6157）であった。

・現在フォローしている 14 社の株価パフォーマンスをみると、各社のレポートを 1 回目に発行した時に 100 万円で等金額投資をしたとすると、この 5 年でスタート時点は異なっているが、14 社の 1400 万円が 9 月で約 3320 万円になっている。A が最も値上がりしており、C が最も動いていない。

・これらの 14 社は、上がる株として選んだわけではない。その会社の社長や事業に興味がもて、今後どうなるかを分析したいと思って取り上げた。いずれも素質はあるので、評価が上がる可能性がある。このアナリストレポートが、会社を見る目を養うに当たってのサポート材料になればよいと考えている。

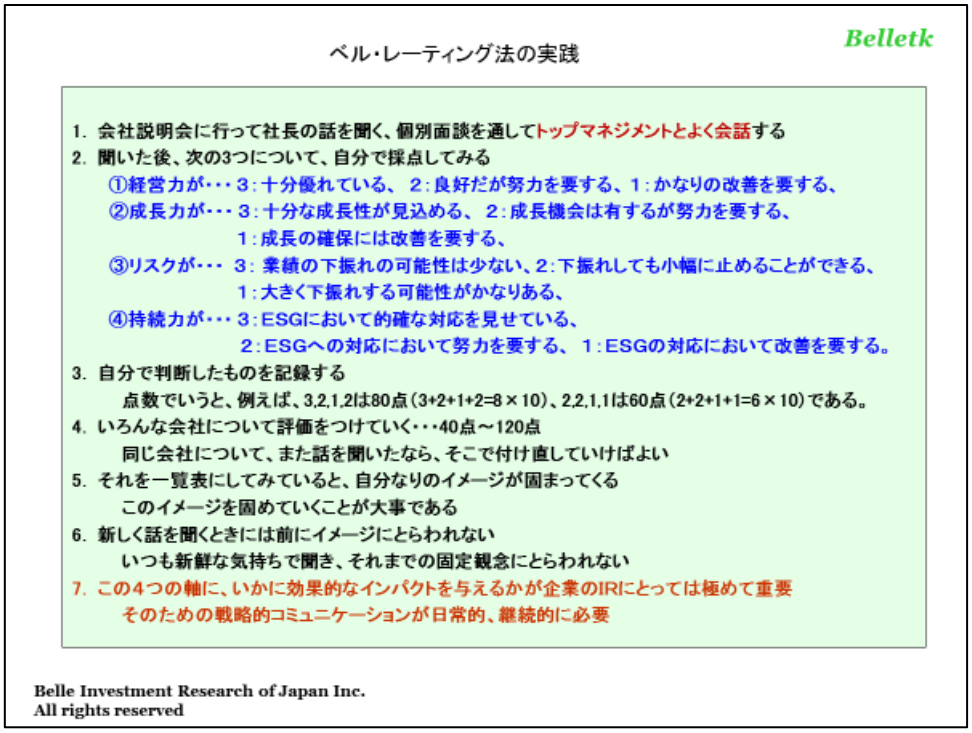
・大事なことは、1）まずは自分でやってみることである。誰か人が言うことを丸のみするのではなく、自分の目と耳で判断することが重要である。2）次に、いい会社かどうかという点と、株価が割安か割高かという判断を峻別することである。筆者が今の会社（ベルトー

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。

ケン）を始めるに当たって、200 社以上の会社を調べてレーティングを行い、100 社くらいの会社について株価判断を実践して、データをとった。

・この時の企業レーティングでは、A は全体の 10%、B が 75%、C が 15%という構成であった。また、株価レーティングでは、Buy が 10%、Sell が 10%、Hold が 80%であった。当然ながら、B の評価の中に割安な株はあるので、Buy となるものがある。同じく B の中で、割高で Sell となるものがある。A でも株価が十分評価されていれば Hold となる。

・しかし、少し長期でみると、A の評価の株価パフォーマンスはよく、C の株価パフォーマンスはさえない。株価が大きく動くのは、B から A になる時である。その点では、それなりに素質があると思った会社は、継続的にみていく必要があろう。



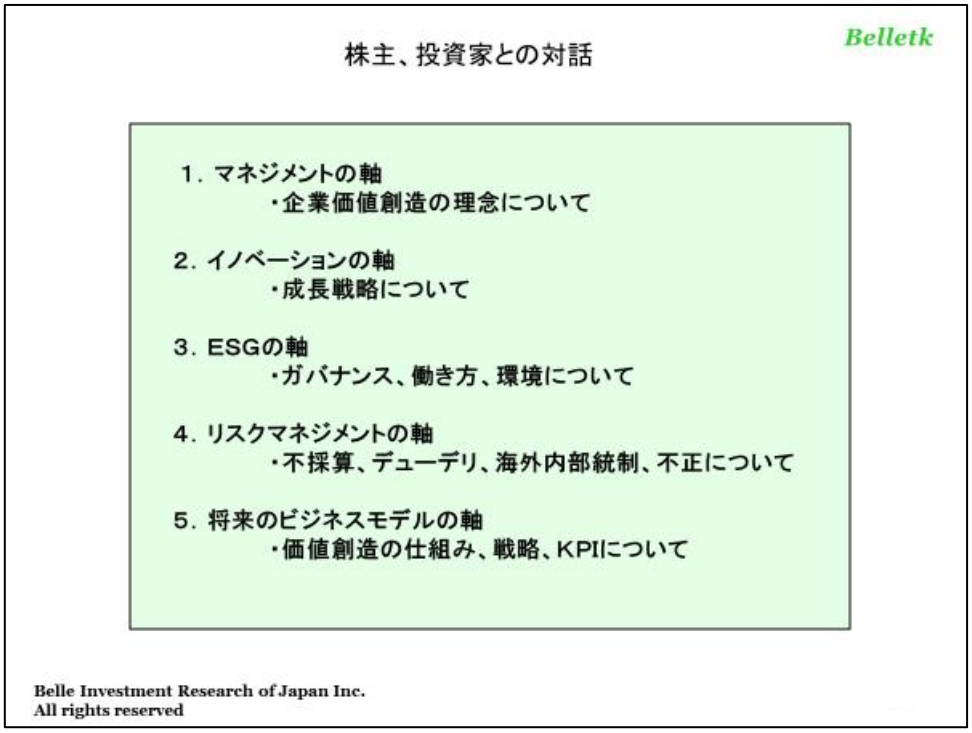
・大型銘柄については、3 つの軸ではなく、もう 1 つの軸を加えている。第 4 の軸は会社のサステナビリティ（持続性）に関する ESG(環境・社会・統治)の評価である。この軸の評価をいかに実践していくかに、今注目が集まっている。

・4 つの軸をベースに、筆者が 6 月の株主総会に参加した大企業でみると、120 点満点〔(3＋3＋3＋3) ×10〕に対して、NRI(野村総合研究所) 80 点、日立製作所 70 点、リクシル 60 点であった。因みに、先ほどの小型企業の東祥に対して、同じような評価を行うと 100 点で

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。つまり、ここで挙げた大企業より優れていると評価する。今後の株価上昇余地もはるかに大きいとみている。

・このように評価軸を分けてみると、自らの評価の視点をはっきりと定めることができる。さらに評価シートを精緻に作ることも可能である。こうした定性的な評価方式を実践してみることは、投資の腕を磨くうえで大いに役立つであろう。その上で、通常の PER、PBR、配当利回り、DCF による株価評価などを行えば、投資判断の精度は大きく向上するはずである。



プレミアム会員を軸としたソリューションサービスの再点検～PC デポのケース

・８月に一人の高齢者の契約内容が本人の利用状況に合わないのではないか、という疑念がネット上に拡散した。高齢者の子息がサービスの解約を行い、その時の解約料金と受けていたサービスの実態が不当ではなかったか、という主旨である。

・これに対して、「高齢者を対象とした詐欺まがい」ではないか、「違法ではないが悪意があった」のではないか、という疑念が噂として広まった。

・ここで確認すべきことは、次の６点であろう。①高齢者がサービス内容を十分理解できた

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。

のか、②理解を得ていないまま契約を結んだのか、③そのサービス内容は本人にとって妥当だったのか、④会社は今回の事案にどのような説明と対応をとるのか、⑤その対応の内容は十分な説得性をもつものなのか、⑥そうした状況は今後の業績にどのように影響してくるのか、という点である。

・顧客の中には、プレミアムサービスに加入して、一家 5 人で PC 5 台、スマホ 5 台を利用して、そのサービスを重宝している人もいる。例えば、PC がダウンした時に、その復旧をすぐにやってもらった。データを取り出して再利用できるようにしてくれた。また、PC を買い換えた時にはデータを全て移して、前と同じ状態ですぐに使える所まで準備してくれた。そしてスマホを買い換えた時も、同じようにすぐ使えるようになった、というユーザーの声もある。

・このタイプのオールデバイス 10 台サポート「ファミリーワイドプラン」に加入しているのは、全会員 40 万人のうちの 9%である。

・こうしたサービスには二面性がある。1 つは、ハードが壊れたり、ソフトがうまく動かなくなったりした時、本人では分からないから専門の部署に直してもらうというサービスである。もう 1 つは、自分でやろうとすれば十分できるが、マニュアルを読んだり、電話で問い合わせしたりして、時間を使うのが面倒である。誰かに任せてやってほしい、というサービスである。いずれも、何かあった時に助けてもらうというメンテナンス型サービスである。ただし、これにはかなりの個人差が伴う。

・さらに、別のサービスがある。分割払い型の商品購入にサービスがついているというタイプである。会社側ではこれをサービス一体型商品とよんでいる。加入者によっては、PC は商品として一回払いで購入し、分割払いにはしていない。スマホは一回払い購入ではなく、分割払いである。スマホの分割払いは一般的である。

・家で Wi-Fi を使いたいので、ルーターのサービスを入れる。1 階と地下 1 階では、ルーターの無線が届かない。従来は 2 回線、2 台のルーターを使っていたが、家まで PC デポの担当者が来てくれて、電波の状態を確認し、中継器を適切に置けば 1 台ですむことがわかり、そのように対応してくれた。すべてがサービス内容に含まれるので、追加の費用は一切かからなかったという事例もある。

・今回の高齢者の場合、一人で生活していて、ファミリーワイド 10 台プランに入っていたとすれば、それは不用であったろう。シングルプランの 1 台なら月 2500 円なので、月 5500

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。

円を払う必要はない。

・ただ一人でも、PC とスマホ、それにタブレットも使い、家でも Wi-Fi を使いたいとなると、パーソナルプラン 3 台となり、これは月 4000 円である。また、10 台プランに入ると iPad が追加料金なしで使える。高齢者にはこれがよかったらしいが、追加料金なしで iPad を使うには、契約に入って長く使う必要がある。

・解約の時は、1)入会してその月に止める、2)1 年後に止める、3)3 年後に止める、というケースで料金が異なる。3 年の分割払いを前提に、会社側では回収を考慮しているので、それより短くなった場合は、使用しているハードの料金の未払い分を払ってもらう必要がある。これも普通にある方式である。

・サービスにどういう工夫をして、どういう価格をつけるかは会社の政策であり、顧客のニーズに合わなければ売れない。余計なサービスはいらないというのであれば、顧客は必要なサービスだけを選択していけばよい。

・筆者の長年の経験で、金融業界においては、高齢者の金融取引には十分な注意が必要である。その時に分かったということで同意を得ても、後でそんなことは聞いていなかったということが起きるからである。

・それとは別の IT 業界にあって、デジタル機器に慣れていない人を助けるというサービスの本質に対して、それに合わない事案が発生したことで非難を集めたといえる。

・会社側では、プレミアムサービスの契約について、顧客の使用状況に合わないサービス提供があったことを重く受け止めて、適正化推進の実施策を具体化した。
(1) 当社のサービスを契約している加入者（約 40 万人）に対して、使用状況にそぐわない場合、コースの変更、契約の解除を無償で対応する。但し、提供している機器については返却してもらう、
(2) 従来から 75 歳以上の顧客が新規加入する場合は、1 ヶ月以内のコース変更及び契約の解除は無償であったが、これを 70 歳以上の顧客が新規加入する場合は、1)家族もしくは第三者の確認を行い、2)3 カ月以内のコース変更、契約解除を無償にする、
(3) 75 歳以上の新規加入者は、加入時期に関係なく、コース変更及び契約の解除を無償で対応する、こととした。

・ポイントは、70 歳以上の高齢者に対しては、新規加入する場合、家族や第三者の確認を

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

とることにした点にある。なお、40 万人の会員のうち 75 歳以上は全体の 6.5%であり、中心は 40 代～50 代のミドルシニア層である。

・さらに、具体的な取り組みとして、①全会員にダイレクトメールとダイレクトコールを行い、サービス利用の実態把握と確認を行う、②店頭に会員専用カウンターを置いて、対面での説明、案内、確認も行う、③店舗にプレミアムサービス品質管理スタッフを新規において、必ず店舗スタッフとは別に、契約内容の確認をするダブルチェック体制をとる。そのための店舗品質管理スタッフは 100 名を用意する。こうした活動を 9 月より順次開始している。

・社長直轄の 300 人規模のプロジェクトで、サービスが顧客のニーズに合致しているかをチェックしていく。40 万人に対して行う。作業としては 3 カ月から 6 カ月を要しよう。

・社員教育も徹底して、品質管理スタッフによるチェックも入れていく。よって、ニーズに合わないプレミアムサービスの見直しが大きく進むことになろう。

・そこで最大のポイントは、現在 PC デポのサービスを利用していて、すでに不満をもっており、今回の問い合わせで、改めてサービスを見直す人、解約する人がどのくらいいるだろうか。通常、月間の解約率は 0.6～0.8%程度である。

・これは調査の結果を見なければわからないが、①ここ数年サービス需要は年 20%ペースで伸びてきた、②3 年を経るとサービス期間は一巡して更新期に入るが、その頃には機器の入れ替えもおきてくる、③この間サービスメニューも逐次新しくなってきた、という点は考慮しておく必要があろう。

・2017 年 3 月期の業績は大きく落ち込もう。今回の事案の影響は 8 月半ばからスタートする。2Q の半分からなので、本格的な影響は下期からになろう。前期の売上高 517 億円、営業利益 43 億円に対して、今期当初の会社計画は同 540 億円、同 49 億円であった。

・これに対して、4 つのシナリオが考えられる。

1）現状のまま特にさほど影響が出ない。この可能性はありえないので、今期の会社計画は達成できないとみてよい。

2）サービスの伸びが止まる。この可能性はかなり高い。今後 1 年間サービスの伸びが止まるとすると、売上高 520 億円、営業利益 40 億円程度となろう。

3）加えて既存の解約で売上が減少する。この可能性が最も高い。既存の会員の解約が従来の比率に比べてかなり高まるとすると、売上高 490 億円、営業利益 30 億円程度となろう。

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。

4) ビジネスモデルが崩れる。この可能性はほぼないとみているが、もしそうなると、売上高 400 億円、営業赤字－20 億円程度となろう。

・出直しで体制を強化し、信頼をいかに取り戻すか。今から 3 カ月から 6 カ月かけて全ての顧客に確認をとり、ニーズに合致したサービスのみがきちんと残り、そこをベースに新たなる営業活動に入るという流れになろう。

・今下期が業績のボトムであり、来期からは営業に力が入ってこようが、業績が前年同期で上向いてくるのは、来下期からになろう。よって、順調に乗り切って、これまでより一段と強い体制になるには 2 年を要しよう。

・好業績を反映して、株価が 1500 円を超えた時には、今期の業績(会社計画)をベースに PER で 20 倍水準まできた。それが今回の事案を契機に、当社のサービスを抜本的に点検するということになった。既存の解約が増えるという業績のケースでみると、営業利益は当初計画を 3 割ほど下回る。PER も切り下がるので、妥当株価ゾーンは 600～700 円程度となろう。

・顧客の会員化がどうなるか。信頼を取り戻して、ストック効果をどのように高めていくか。一人でいくつかのハードを所有する、ファミリーでいろいろ使うなど、さまざまなパターンがあるので、こうしたユーザーをメンバー化することによって、サービス提供の効果を高めていく余地はこれからも大きい。

・PC の販売からサービスで稼ぐという仕組みに切り換えると決断したのが 2005 年である。それから 8 年をかけて、ビジネスモデルの転換を進めてきた。今回の問題を乗り越えて、当社のビジネスモデルがニッチな存在として続くのか、野島社長の対応が注目される。

・デジタル機器に慣れていない人を助けるというサービスの本質が、一つの事案を契機に疑われた。しかし、ビジネスモデルが崩れたわけではないので、今回の抜本的対応をベースとして、どこまで回復できるかに注目したい。

ソニーの動的ガバナンス～対話が業績向上へ

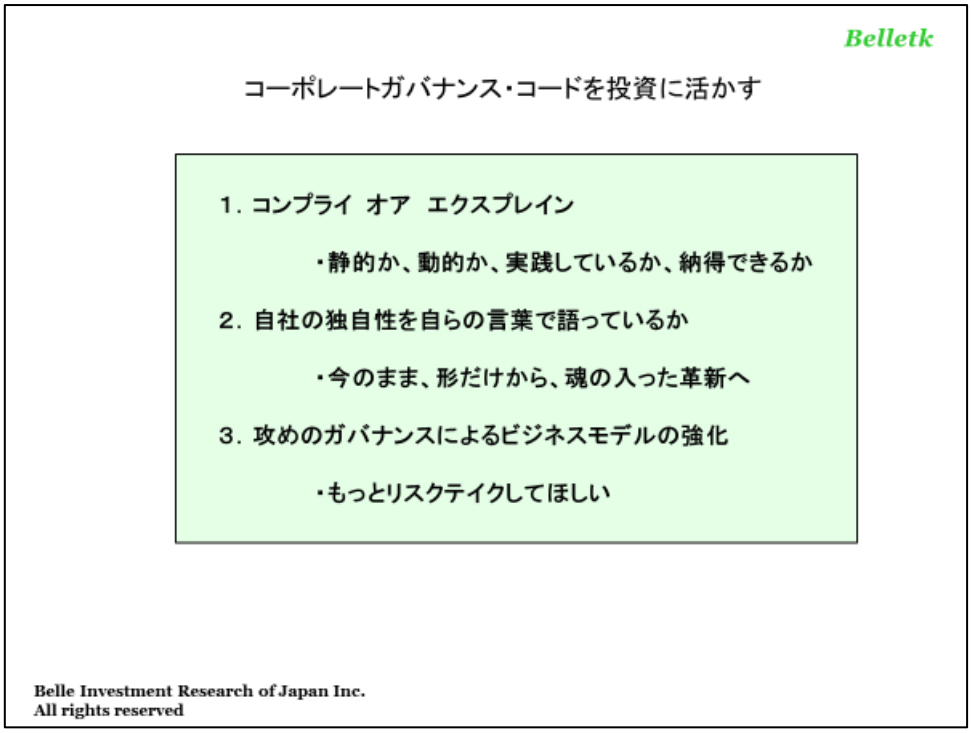
・日本 CFO 協会の「CFO NIGHT!! 2016」で、ソニーの副社長兼 CFO である吉田憲一郎氏の話を聴く機会があった。ガバナンスがいかに企業価値向上に結びつくか。その内容に感動した。道半ばながら、その苦労話は率直で、印象深かった。その論点をいくつか取り上げてみる。

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

・吉田氏は、入社当時 2 年ほど国内営業にいたが、17 年間は財務、IR、社長スタッフに関わり、海外が長かった。2000 年にネットプロバイダーである子会社のソネットに移り、2005 年に社長として上場させた。ソニーからの自立を目指し、自らソニー本社を退職した。ところが、2012 年にソニーの完全子会社として上場廃止となった。その後、ソニーに復帰し、2014 年から CFO として、ソニーの再建を担ってきた。

・ソニーは 1946 年設立なので、創業 70 周年を過ぎたところである。エレキ、エンタメ、金融を事業ドメインとして、5 つのセグメントで事業を展開している。リーマンショック以降、業績はガタガタになり、2016 年 3 月期に実質 8 年ぶりに黒字化した。

・ソニーのガバナンスは、97 年に執行役員制を導入し、取締役を 37 名から 10 名に減らした。2003 年に委員会設置会社に移行し、05 年に社外取締役が過半を越えた。現在は取締役中 2 名が社内で、9 名が社外である。議長も社外取締役が務める。筆者も、執行役員制度に移る時、投資家はどう考えるかを議論した記憶がある。



・では、委員会設置会社に移行して、ガバナンス体制と業績は見合っているか、という点が論点になった。筆者が野村ホールディングスの監査特命取締役の時にも、同じことがテーマとなった。ガバナンス体制をいかに業績に結びつけるか。それが吉田 CFO にとって主要な課題であった。

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。

・吉田 CFO は、ガバナンスを①形と②動きに分けよ、と強調した。形とは、外形的な仕組みであり、動きとは実際どのように機能しているかという行動の中身である。CFO になってすぐにわかったのは、1)形はできていても、2)動きがうまくいっていなかった。

・そこで、①セグメント別開示の充実を図った。②同時に、セグメント別 IR を実施することにした。セグメント別営業利益予想の公表について、社内からはかなりの抵抗があった。競争上不利になる、値下げを要求される、それはアナリストの仕事である、というような意見が出された。

・IR Day をスタートさせた。直近、2016 年度の経営方針説明会では、2018 年以降のソニーの事業について話をした。7 つのセグメントについては、事業の責任者が 10 分ずつプレゼンし、20 分の Q&A を行った。筆者も参加してみた。ガバナンスと業績を結びつけるには、IR Day が大きな意味をもったという。

・1)マネジメントチームのマインドが変わった、2)資本市場との対話が義務ではなく、透明性の向上につながった、3)最大の要は、名セグメントの事業責任者が、今やろうとしていることをきちんと説明できるかどうかが問われた点にある。

・ガバナンスが対話を通して業績向上に結びつくかという点で、吉田 CFO から 7 つの指摘があった。第 1 は、グループ上場企業の 100%子会社化である。グループのシナジーを追求し、利益相反を回避するため、金融以外は本体に吸収した。

・100%子会社にして、上場を廃止した。SME（ソニーミュージックエンターテイメント)、ソニープレイステーション、ソニーケミカル、ソネットなどである。少数株主の利益を保護しつつ、企業価値を生み出せるか。それが上場と整合的かを判断して決めたという。

・第 2 は、アクティビストの問いかけである。2013 年 5 月に米国のサードポイントが株を 7%所有して、映画音楽事業を分離上場せよと要求してきた。非上場のエンタメ部門の価値を顕在化させ、規律ある経営にもっていけ、その資金でエレキ部門の大赤字を立て直せ、というものであった。

・結論は分離上場せず、100%保有する方がよいと判断した。サードポイントはキャピタルゲインを得て、株を売却した。結果として、エンタメ事業のあり方に緊張感が高まり、位置付けが見直されて、開示のレベルも上がった。

・第 3 は、事業ドメイン(領域)の選択である。PC の VAIO を売却した。TV は 2014 年 7 月に

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。

売却せず分社化した。モバイルは JV（合弁）にして分社化した。投資家からは、TV もモバイルも撤退せよと言われた。金融も意味があるのかと問われた。

・ここでの課題は、機関投資家は今ある事業の撤退については、さかんに意見を言うが、どういう事業に参入せよとは全く言わない。ドメインの選択は、経営における付加価値の向上をどう考えるかに依存する。それでも、撤退の提案は対話のきっかけとして前向きに受け止めた、と吉田 CFO は強調した。

・第 4 は、2014 年 9 月に無配を決断した。モバイルののれんの減損で 1700 億円を処理した。－500 億円の赤字が－2300 億円になると公表した。7 年間で累積純損失は 1 兆円にも上った。この無配で、構造改革が加速することになった。

・第 5 は、2016 年 3 月期に黒字化した後、次の KPI として、営業利益 5000 億円以上、ROE は 10%以上と設定した。ROE　10%の目標は過去にもいってきたが、今回はセグメント毎の ROIC を設定し、マネジメントの報酬にも、その達成をビルトインした。

・具体的にブレークダウンしたことが、従来と全く違う。ROE の目標では、社内のパッションを惹起しない、と指摘する。シェアではなく、競争に勝って儲けるというマインドにもっていくようにした。

・第 6 は、ROE 5%以下なら議決権行使で経営トップを再選しないという ISS の助言に対して、どう対応するか。2014 年度は ISS のこのルールに抵触した。ISS は、例外はない、と形式的に判断する。あとは投資家と個別に話をして説得するしかない。大株主は分かっていたので、平井社長、吉田 CFO 等が手分けして、訪問活動を行った。60 社の機関投資家を回って議論した。

・結果は大半が賛成してくれて、議決権での賛成票は、2014 年の総会で 89%であったに対して、2015 年 88%とさほど下がらなかった。因みに、2016 年は ROE が 6.2%に向上したので、賛成は 96%となった。ここでわかったことは、ファンドマネージャーと議決権行使の担当者は分れているので、適任者と議論する必要があった。

・第 7 は、累損 1 兆円を補強するために、エクイティファイナンスが必要であった。2015 年 7 月に、公募増資 3000 億円、CB1200 億円の計 4200 億円のファイナンスを実行した。コロンビアピクチャーを買収した 1988 年以来、26 年ぶりのファイナンスであった。この間 CB を 1 兆円出し、ほとんど全てが株に転換したが、CB の時はロードショウがいらなかった。

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。

・エクイティファイナンスでは、投資家を回って説明する必要があった。3 チームで 9 日間、10 都市を訪問し、349 の機関投資家に説明した。全員に聞かれたのは、①why equity、②why now であった。

・3 つを答えた。1)圧倒的に強い半導体イメージセンサーへの投資継続の必要性、2)そのリスクをとるための財務基盤の強化、3) 構造改革から成長へのフェーズチェンジ、を訴えた。この時、投資家と集中的に話した。証券市場と真剣に向き合った。そして、究極的に説明責任の大変さを身にしみて感じた、と吉田 CFO は強調した。

・吉田 CFO は、①ガバナンスと業績をつなぐものが対話という動的活動である、②投資家の意見はあくまでも個別である、③経営判断はすべてのステークホールダーを考えて決断する、と述べた。ファイナンスについて、やるべし、やるな、という双方の意見があった。ROE についても、意味がある、意味がない、という双方の意見が出された。

・ステークホールダー全体に目配せしながら、「長期的に株主のためになるか」が総合判断の決め手であったという。長期的な企業価値の創造と株主の関係、他のステークホールダーとの位置付けについては、さらに踏み込んで考える必要があろう。

・ソニーは道半ばながら、次のステージに進もうとしている。‘動的ガバナンス’である対話が価値創造に結びつくという経営者の実感は、大いに意を強くするものであった。

統合レポートから何を学ぶか～オムロンのケース

・オムロンの 2016 年版統合レポートが 8 月に出されたので、早速読んでみた。今回は、企業価値の評価という視点ではなく、日ごろ十分に馴染んでいないことを学ぶ、という観点で目を通してみた。

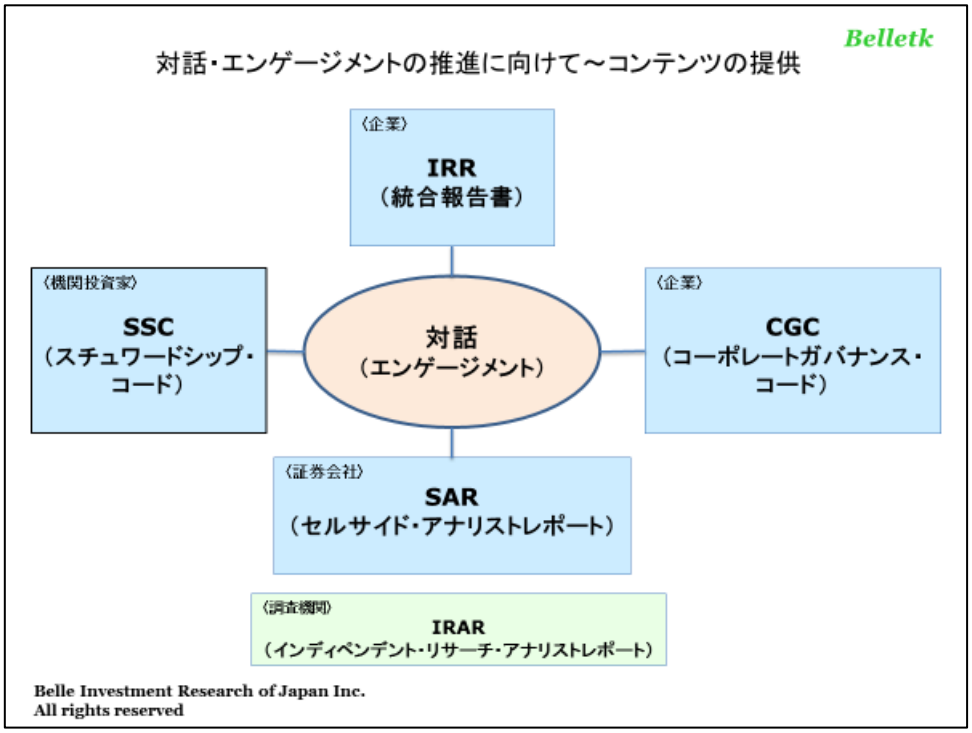
・「学ぶ」という立場で熟読すると、統合レポートは実によくできた“事例に基づく価値創造の教科書”であると、改めて感心した。その中からいくつかを取り上げてみる。

・第 1 は、価値創造のストーリーをどのように展開するのか。まず何よりも、大切にしている企業理念に基づいて、世に先がけて商品・サービスを生み出し、社会的課題の解決に貢献する。この貢献を通して、企業価値を持続的に向上させていく。それをわが社の言葉で語ることである。

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。

・第 2 は、経営の重要課題をどのように決めていくのか。10 年間の長期ビジョンの実施に向けて、①成長力、②収益力、③変化対応力の 3 つの軸から、取締役会での議論を経て重要課題を決定する。その時、株主・投資家をはじめとするステークホールダーとの対話に基づく意見も、取締役会にフィードバックして織り込んでいく。

・第 3 は、プロダクトのポートフォリオ・マネジメントである。1)売上高成長率(%)×ROIC(%)で経済的価値評価を行い、次いで、2)市場成長率(%)×市場シェア(%)で市場価値評価を行う。大事な指標は ROIC である。自社で新しい事業を生み出したり、必要な分野の M&A を手掛けたりする一方で、撤退させる事業も同じプロセスからきちんと決めていく。



・第 4 は、社会的課題の抽出である。オムロンでは人材不足や生活習慣病の増加などを社会的課題ととらえ、それに対して、「センシング＆コントロール＋Think」に基づく独自技術開発を活かし、商品・サービスを生み出し、新たな価値を提供していく。

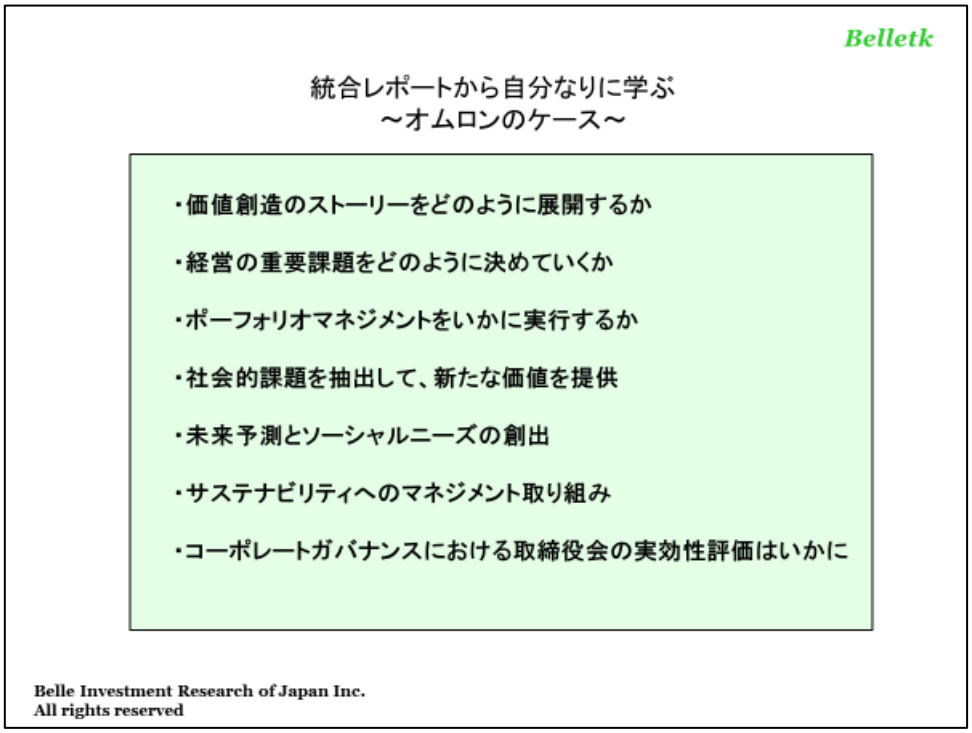
・このことによって、オムロンは、人的資本、知的資本、製造資本、財務資本を継続的に蓄積していく。これがビジネスモデルの骨格である。

・第 5 は、これからどんな世の中になるのか。創業者の立石一真が開発した未来を予測す

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。

る独自のモデル、「SINIC 理論（Seed 種、Innovation 革新、Need 必要性、Impetus 刺激、Cyclic Evolution 円環的発展)」をベースに、ソーシャルニーズの創造を目指す。

・おもしろいのは、技術発展の流れを、自動制御→電子制御→生体制御（現在～）→精神生体技術（2025 年～）→超心理技術（2033 年～）と位置付けている点にある。IoT や AI の先をにらんでいるともいえよう。



・第 6 は、サステナビリティ・マネジメントである。国連の「持続可能な開発目標」(SDGs：Sustainable Development Goals)の達成に向けて、事業を通して積極的に貢献していく。

・2030 年に向けての 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、⑮陸の豊かさも守ろう、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、である。

・第 7 は、コーボレートガバナンスにおける取締役会の実効性の評価をどのように行うか。

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。

これについては、独立社外取締役を委員長として、独立社外取締役と独立社外監査役で構成するコーポレート・ガバナンス委員会が主体となる。

・1）すべての取締役、監査役による自己評価（無記名方式の調査票の利用）、2）自己評価内容の分析、課題の整理、3）評価結果の取締役会への報告、4）取締役会で実効性向上の施策を議論、5）翌年の取締役会の運営方針に反映、というプロセスを実践している。

・これらの７点が、とりわけ印象に残った。自らの関心事によって、統合レポートから何を学ぶかは変わってこよう。学んだ上で、統合レポートを投資家視点でみた時、その会社の企業価値創造を十分知り得て、腹に入ったか。まだよく分からないとすれば、何かが足らないのか。それらの疑問点を、ぜひ会社に聞いてみる必要があろう。

・さらに、会社として不十分な点があるとすれば、それは対話を通して大いに改善を求めていけばよい。統合レポートをおもしろく読むには、このような学びから入るのも１つの方法であろう。まずはオムロンを読んでほしいと思う。

Belletk

投資家としての基本方針～マイケース

- 企業価値に投資する
- 割高、割安は市場価格の変動次第、ここに一喜一憂はしない
- 投資判断する時は、自分が想定した仮説（付加価値の源泉）をはっきりさせる
- ROE、PBR、EPSの中期成長、FCF、そしてB/Sからの包括利益をみよ
- 仮説が妥当なうちは、その投資を持続せよ
- その仮説が当てはまらなくなったら、売却せよ
- 予測せよ、でも予測は当たらないと覚悟せよ
- 現実は、予想以上に早く動くので、躊躇するな
- 投資家は畢竟企業家と同じである、あらん限りの努力をせよ
- そのためには、意思決定の回数を増やして知識と感性を養う
- 企業価値も変動する、市場価格に惑わされるな
- ミスにとらわれて、自滅しないように過去の間違いは記録として残しておく
- 本当のリスクは、想定もしないことが起きることである
- その時どうするかは、よくよく考えておくこと
- その投資に自信のあるときだけ、勝負する
- 自分の知っていることは、人も知っていると考えておく
- とりつかれて破滅しないように、バランスの取れた投資をする
- 行き過ぎた分散や集中は避ける

Belle Investment Research of Japan Inc.
All rights reserved

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。

Belletk

鈴木行生（すずきゆきお）

（株）日本ベル投資研究所　代表取締役　主席アナリスト

（略歴）
会津若松出身。東京理科大学院修士課程修了
75年(株)野村総合研究所入社、自動車、重工機械、鉄鋼、国際商品市況、合繊、小売り・サービス、金融などの産業を担当、
東京、大阪、パリでの企業アナリストを経て、96年取締役企業調査部長
97年野村證券(株)取締役金融研究所長、2000年野村アセットマネジメント(株)常務執行役員調査本部長
05年野村ホールディングス(株)取締役
07年社団法人日本証券アナリスト協会会長

10年7月(株)日本ベル投資研究所を設立し、アナリスト（Independent Research Analyst）として活動中
株式会社システナ（東証1部、情報通信システム開発）独立社外取締役
いちごグループホールディングス株式会社（東証1部、総合不動産サービス）独立社外取締役
日本IR（インベスターズリレーションズ）学会副会長
日本証券アナリスト協会検定会員（CMA）

（個別レポート）
「アナリストからみた統合報告書への期待と課題」、青山アカウンティング・レビュー、2015年第5号（10月）
「稼ぐ力はどこまで高まるか～ROEを超えて求めるもの」、トーマツ「会計情報」、Deloitte. 2015年7月号
「持続的成長に向けて～企業価値創造のリターンを求めて」、トーマツ「会計情報」、Deloitte. 2014年7月号
「日本経済の再生～日本企業の成長戦略に求められるもの～」、トーマツ「会計情報」、Deloitte. 2013年7月号
「真の価値創造を目指して～投資家から見た企業価値評価」（花堂靖仁、高橋治彦編著「近未来の企業経営の諸相－2025年－」の16章、中央経済社、2012年3月）、

（株）日本ベル投資研究所（ベルトーケン）ホームページ www.belletk.com

Belle Investment Research of Japan Inc.
All rights reserved

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。