

ベル投資環境レポート

付加価値をいかに創り出すか ～生活、企業、投資の観点から～

2019年12月22日

鈴木行生

目次

1. デジタルが付加価値の源泉	2. 統合報告の観点から読み解く
➤ 長生きに発想の転換を～スコット教授に学ぶ	➤ ガバナンスと価値創造のあり方～もう1歩突っ込むには
➤ 生活の質に関する満足度をどう測るか	➤ IR（統合報告）を中長期投資に活かす～その実践法
➤ デジタル資本生産性の追求～NRIの新指標に注目	➤ ESG説明会～日立製作所のケース
➤ アクティブ・デジタル シニアの育成をターゲットニング	➤ 社外取締役との意見交換会～エーザイのケース
➤ 数理学の基礎と応用～いかに関わるか	➤ WeWorkとTKP/Regusは何が違うのか
➤ ワークマンのデータ経営～圧倒的にユニーク	➤ わが国初のスピノフ～コシダカホールディングスのケース

1. デジタルが付加価値の源泉

長生きに発想の転換を～スコット教授に学ぶ

・7月にCFA協会のフォーラムで、アンドリュー・スコット教授（ロンドン大学ビジネススクール）の話を聞いた。「Life Shift～100年時代の人生戦略」というテーマであった。

・3年前に出版された「Life Shift」は日本でもよく読まれた。スコット教授の話をわがことのように見立ててみると、いろいろ面白いことが分かるので、いくつか取り上げてみたい。

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

・高齢化が進んでいる。自分も老人の域にあるが、そんな気はしない。健康で歳をとっているのはいいことなので、何も悲観することはない。では、歳を取ってきて、人生が楽しいか。ここは千差万別であろう。

・高齢者は相対的に若返っている。単に寿命が延びているだけではない。人生60年が80年になり、今後100年になろうとしている。自分の祖父母の寿命をみて、人生を考える必要はない。私の場合、祖父も父も70代で亡くなったが、祖母、母は90代半ばまで生きた。

・長生きは当たり前になってくる。その時のベストプラクティスは何か、とスコット教授は問う。歳を取っても若くいるには、今の社会の規範や仕組みが遅れており、解離が生じていると指摘する。

・人々は歳の割に若くなっていると考えた方がよい。世の中をみると、独身が増え、結婚が遅くなり、子供を持つのが遅くなり、キャリアを長く続ける方が経済的に有利となっている。2007年に生まれた日本人の半分は、107歳まで生きるようになると予想される。これがいずれ世界で起きてくる。

・今までよりも時間が豊富にある。これをどう使うか、どこに使うか。この使い方を全面的に見直す必要がある。20世紀に、ティーンエイジ、ミドルエイジ、引退、年金、という概念や制度が生まれた。これがもう古くなっている、とスコット教授は強調する。

・21世紀に生まれた人は、1) 20歳前半までが準備ではなく、35歳までが準備期間となる。2) 35歳から45年間、つまり80歳まで働く。3) そして、これまでよりも10~20年長く、100歳まで生きる、とイメージすべきであると話した。

・私の子供でいえば、学校を出た後、社会で10年くらい揉まれる期間も、人生の準備期間とみておけばよい。しかし、社会がそれに適応していないのも事実である。

・年齢のインフレが起きており、かつてより14歳ほど歳をとっても、若さは同じくらいであるという。本当だろうか。とすれば、1950年生まれの私は、14歳引いて現在55歳とみてよい。確かに、今55歳くらいといわれると、妙に納得できる。あと10年は元気に働きたいと思ってしまう。

・では、それを支えるアセットは何か。スコット教授は2つのアセットを対比させた。①タ

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インジブル対インタンジブル（有形資産より無形資産）、②セイビング対プロダクティビティ（貯蓄より生産性）、③プロパティ対バイタリティ（財産より活力）、④ペンション対トランスフォーメーション（年金より転身）である。

・つまり、お金よりも、健康をベースに活力資産、転身資産がもっと大事になる、と提唱した。実物資産よりも知的資産、常に何かに挑戦して、楽しくしていく活動こそが、新しい時間の使い方であろう。

・学校（学び）→就職（働き）→老後（引退）の3ステージではなく、学校→就職→もう1つ就職→老後（自適）という4ステージをスパイラルに生きる。

・ひいてはマルチステージのワークライフバランスにもっていく。そうすれば、35歳までが準備期間、80歳まで働いて、その後も楽しい老境となろう。

・人生は多様である。人それぞれ、同じである必要はない、自分と同じ価値観を次の世代に押し付けないほうがよい。

・老後にあと2000万円が必要であるという金融資産不足が話題になったが、スコット教授は、金融資産もさることながら、次の新しい資産（アセット）を作るべし、と提唱する。

・70～80代で通用する自分なりの資産は何か。それを創ることを通して、マルチステージの機会を作っていくことが求められる。

・長く若く元気にはいるには、どうしたらよいか。若さをサポートするテクノロジーは大いに発展しよう。若さを保つリ・クリエーションは、多様な産業の成長機会となろう。

・長寿人生にとって、時間の再構築は必須である。新しいアセット創りのためにも、教育・学習はますます重要になろう。スコット教授の言うライフシフトをぜひ実践したい。

生活の質に関する満足度をどう測るか

・7月に内閣府より「満足度・生活の質に関する調査」（第2次報告書）が出された。GDPだけでは捉えきれない幸福や満足を、何らかの形で見える化して、政策に活かしていこうという試みである。

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。

・国連や OECD において、幸福度指標の作成が活発化している。日本でも、生活の質に関する主観的満足度を客観的に把握したいと検討している。1 万人に対する WEB 調査を実施して、満足度に関する指標群（ダッシュボード）を試作した。

・‘総合主観満足度’を構成する分野として、OECD の先行事例を参考に 10 分野を定め、それとは別に、今の日本にとって重要な課題である分野を 3 つ加えた。1 万人のデータを基に、その関係を重回帰分析で解き、説明力の高い 11 分野を特定した。

・生活の質に関する満足度について、個人に聞いた。世代別、地域別に聞いているが、個人の生活は多様であり、バラつきも著しい。しかも、主観的な答えを聞いているので、本人の気持ち次第で何とでもいえる。

・しかし、主観的だからいい加減とはいえない。主観的だからこそ、本人の好み（選好）が十分反映されている。それを 1 万人分集めて統計的に分析すると、何かが出てこよう。但し、統計的なまとめ方には、よほど注意しないと誤ったメッセージになりかねない。

・全体をまとめた総合主観満足度を構成する分野として、①家計と資産、②雇用と賃金、③住宅、④仕事と生活（ワークライフバランス）、⑤健康状態、⑥教育、⑦社会とのつながり、⑧行政への信頼、⑨自然環境、⑩安全、に加えて、⑪子育て、⑫介護、⑬生活の楽しさを入れた。

・これらを分析してみると、総合満足度の 6 割強を 13 分野で説明できる。さらに、その影響度・関連度をみると、1) 総合満足度に直接影響するのが家計、住宅、雇用、教育の 4 つ、2) 生活の楽しさを介して間接的に影響するのが、社会とのつながり、ワークライフバランス、安全、子育て、介護、自然の 6 つ、3) 前記の双方に影響するのが、健康、そして 4) 統計的に有意とならなかった分野が、行政への信頼であった。

・主観的な満足度という場合、何よりも大事なものは健康状態であり、逆に政治・行政・裁判所への信頼性は、それが大事としてもあまり重視されていない。

・総合満足度を説明する上で、説明力のウエイトが高かった分野は、「生活の楽しさ・面白さ」がトップで、次に「家計・資産」、「ワークライフバランス」、「健康」であった。生活の楽しさが一番であって、次がお金、仕事とのバランス、となっている。

・これらの主要な 8 分野で総合満足度の 62.8%は説明できても、37.2%は説明できていない。

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。

主観的な好みなので、家族や趣味などの個人的要因が十分捉えきれていないともいえる。

・次に、生活の楽しさを他の分野で重回帰分析してみると、社会とのつながり、ワークライフバランスの係数が高かった。逆に、家計・資産という金銭的なものの満足は、有意と出ていない。お金よりも大事なものがあるという見方である。

・生活の楽しさに関する満足度では、他の10分野で説明できるウエイトが63.9%であるが、総合満足度の時と同じように、これらの分野で説明できないものが36.1%ほどある。

・世代ごと、地域ごとの満足度には、当然違いがあると思えるが、今回の分析では有意な結果が得られていない。もっと多様なので、ここでの統計データでは不十分ということであろう。

・一方、生活の楽しさの満足度は、趣味・生きがいと有意に結びついている、また、スマホを所持している人ほど、生活の楽しさの満足度が高いという結果も出ている。スマホの所有と活用が、その人々の楽しみ方を何らかの形で表しているのかもしれない。

・今回の調査の結論として、総合主観満足度として11の分野を選び、その分野別満足度を示す客観的指標群（ダッシュボード）を33グラフ選定した。

・例えば、家計と資産では、①可処分所得、②金融資産残高（2018年の個人金融資産平均値1887万円、中央値1080万円）、③生涯賃金、といった具合である。

・まだ暫定試案である。世はビックデータの時代である。政府統計も様々ある。しかし、生活の質、生活の楽しみといった途端に、それを捉えるデータは十分でない。

・人々の好みは多様で、しかもどんどん変化していく。政府が政策として生活の満足度（well-being）を改善したいという狙いはよく分かるので、大いに取り組んでほしい。

・企業においても、人々の生活の質をどのように捉え、高めていくか。その社会的課題をニーズとして、どのように価値創造に取り組んでいくか。アンケート調査やテストマーケティングは様々な形で行われているが、もう一步踏み込んだ生活の質（QOL）を高めるイノベーションに期待したい。

デジタル資本生産性の追求～NRIの新指標に注目

・NRI（野村総合研究所）の此本社長の話を聞いた。デジタル資本主義に関するNRIの分析と提言は年々内容が充実して、今や新しい視点を提供し、高い評価を受けている。

・従来の伝統的経済学を超えるような分析は冴えをみせている。かつての成長期に、3C（白黒テレビ、洗濯機、冷蔵庫）や新3C（カラーテレビ、クーラー、自動車）が人々の生活を豊かにした。このデータを測る時には、生産者の側から積み上げていくのが通常のやり方である。

・消費者がどのくらい満足しているかという観点から計測はしていないし、それを測る方法は簡単ではない。でも、顧客満足度（CS）が重要であるというのは分かっているし、マーケティング分析でも使われている。

・NRIではデジタル化と生活満足度の関係を分析した。「生活者1万人アンケート」を3年に1回行っているが、このデータをベースにしている。Webによる単なるアンケートではなく、かなりしっかりした訪問調査も行っている。1億円もかけて、通常の統計では得られないデータを集めている。

・この10年で、自分の生活レベルが中の上以上だという人が増えており、中の下以下だという人が減っている。本当だろうか。通常の統計をみれば、GDPはさほど伸びておらず、平均年収も下がっている。生産性が上がっておらず、世界の国別ランキングをみても、日本の凋落は顕著である。

・しかし、自分が中の上以上と考える人の割合が1997年の9.6%から2018年には20.0%に上がっており、中の下以下と思う人の比率は36.6%から25.3%に下がっている。

・この間、ネット社会になって、ネットをよく使う人ほど、所得が高く、生活満足度も高いという傾向がはっきり出ている。インターネットを使うことで、今までよりも便利になった、新しいコンテンツが得られるようになった。これを利用して活動の広がりが得られるようになったということが、満足度を高めているとも解釈できる。

・NRIでは、これを消費者余剰とよんでいる。通常、価格（売上げ）からコストを引いたものが、生産者余剰（企業の付加価値、利潤）であり、これがGDPとして計測されている。一方、消費者が得られる満足度を基準に、それならこのくらいは支払ってもよいという支払意

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。

思額と実際の支払額（価格）との差が消費者余剰である。

・これは、消費者からみた時の自分にとっても付加価値であり、これが大きいほど満足度も高いとみることができる。これをアンケートのデータから計測して、マクロ的に推計した。

・そうすると、2016年時点で日本の実質GDPは520兆円で、3年前に比べて、年率0.7%しか伸びていないが、デジタルサービスが生み出す消費者余剰は2016年で161兆円もあり、これを加えると、GDP+消費者余剰は年率3.8%で成長していたことになる。

・この消費者余剰を実感している人々は、生活の満足度が高いと感じ、自分は中の上以上にいると感じているという見方ができる。

・インターネットが広がり、スマホ社会になり、SNSのコストはゼロになっている。ネットを使って、いろんなことが分かり、実際に体験したりすることもできる。経済的豊かさは、GDPだけでは捉えきれなくなっているという見解を、データを使って分析してみせた。NRIのこの分析は凄い。

・NRIはGDPとは別に、デジタル社会の進展を測るデジタル経済社会指標（Digital Capability Index）を開発した。EUにはデジタル化の進展を示すDESIという指標があるが、この日本版を構築した。

・DCIは、生活満足度との相関を勘案して、4つの構成指標にそのウエイトをつけた。DCIの第1の軸はネット利用（ウエイト30%）で、第2の軸はデジタル公共サービス（同30%）、第3の軸はコネクティビティ（同20%）、そして第4の軸、人的資本（同20%）とした。

・これをみると、DCIを上げるほど人々の生活満足度も上がっていく。この重み（ウエイト）は1万人調査をベースに推定している。ネットの利用を高め、公共サービスにおけるデジタル利用を飛躍的に上げ、5G時代のデジタル機器を普及させ、人々のICT教育のレベルを上げていくことが極めて重要である。

・デジタル経済のデータの価値をどう計るか。どの企業においてもデータは増えている。しかし、それが使われていなければ、何の価値も生まない。

・DX（デジタルトランスフォーメーション）で、新しい価値を生みだすようにできるか。①コストバリュー（限界費用の低減）、②エクスペアレンスバリュー（貴重な経験の提供）、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。

プラットフォームバリエーション (バリューチェーンをまとめるエコシステムのリーダー) のどこにフォーカスしていくのか。

・NRI 流に言えば、例えば、1) 資生堂にお肌診断のアルゴリズムを提供すること、2) コマツの建設機械を利用する現場全体をデジタル化すること、3) 東進スクールのナガセにおける生徒起点の合格設計アルゴリズムを提供すること、などがあげられよう。

・労働生産性ではなく、資本生産性ではなく、デジタル生産性の追求こそが日本の目指す方向であるというのが、此本社長の提言であった。デジタル生産性をベースとして、DCI について、各企業と深く議論してみたい。新しい投資アイデアが生まれそうである。

アクティブ・デジタル シニアの育成をターゲティング

・私がアナリストレポートを書いている企業に、アクティブシニアをターゲットにしている企業がいくつかある。シニアは、いつまでも元気でいたい。健康をいかに維持するか。

・同時に、生活においては、外部との接点をいかに保っていくか。ネット社会の中で、デジタルデバイド (情報格差) で遅れをとってしまったら、生活の楽しさが半減してしまうかもしれない。

・NRI (野村総合研究所) の機関誌「知的資産創造」に面白いレポートが載っていた。『「生活者 1 万人アンケート調査」で見るシニアの実態とシニア生活を支えるデジタル/社会的交流の価値』(2019 年 10 月号) というテーマであった。

・その論旨を参考にしながら、アクティブシニアをビジネスチャンスにするにはどうしたらよいかを探してみたい。

・NRI の分析によれば、ネットを利用できるデジタルシニアは、趣味などの活動もアクティブであり、同時に、社会的交流のあるシニアは生活満足度も高い。

・65 歳以上のシニア人口は確実に増えていく。2040 年には 3900 万人を超え、全人口の 35% が 65 歳以上になる。

・「生活者 1 万人アンケート」(2018 年)によると、シニアの趣味では、園芸・庭いじり・日曜大工などが減り、外食・グルメ・食べ歩き、映画・演劇・美術鑑賞や音楽鑑賞が増えている。

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。

る。

・シニアのデジタル面での趣味では、パソコン・ビデオ・DVD鑑賞、ゲームの比率が上がっている。パソコンの保有率は43%、スマホも33%と年々高まっている。特に、スマホの保有率をみると、1)世帯別貯蓄が高いほど保有率も高く、2)町村よりは都市部の方が高い。

・同時に、デジタル活用が進む都市部ほど、多少値段が高くても、利便性の高いものを買う傾向があると分析している。高付加価値な商品・サービスを求めている。

・一方、シニア全体をみると、テレビ、ラジオ、折り込みチラシが、依然として主たる情報源になっている。若者はテレビを観なくなっており、高齢層がテレビを観ているので、当然番組(コンテンツ)や広告も客層に合わせてくる。衰退とみられている折り込みチラシでも、やり方によっては根強い広告効果を出している。

・NRIの分析では、シニアを2つの軸で分けている。①デジタル軸と、②健康軸である。筆者の理解では、アクティブシニアとは、1)健康な人、2)今はまだ未病でも何とか健康の維持向上を心がけている人、とみることができるので、健康 vs 要介護支援は、アクティブ vs パッシブ(ナーシングケア)と言い換えてもよい。

・健康でアナログ型という人は多い。自分はアナログ人間なので、デジタル機器は苦手という人である。しかし、デジタル機器を使いこなせないと、デジタルデバインドで遅れをとってしまう。

・一方で、使わず嫌いの人もかなりいる。使い易い機器を選んで、使い方をきちんと教えてもらえば、スイスイ使えるようになる。

・アクティブな人は、足腰が健康ならば、どこにでも出かけられる。健康に多少不安があっても、デジタル機器のサポートを通して、楽しみ方を大きく広げることができる。

・かつて、筆者が自動車アナリストをやっている時、自動車は公害をまき散らし、交通事故で人命を奪う走る凶器であるという批判があった。

・一方で、障害者でも運転できる車の開発が進むと、車は移動の自由を広げ、ハンディキャップのある人にも楽しみを提供するという評価が加わった。

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

・間もなく自動運転の時代がこよう。そうすると、アクティブシニアだけでなく、ナーシングケア(要介護)の人にとっても、快適さを一層もたらずであろう。

・シニアに対して、1)いかにアクティブに動けるようにするか、2)いかにデジタル機器を通して、コンテンツをサービスできるようにするか。

・結果としてアクティブ・デジタルシニア層を拡大できるようにすることが、人々の幸せにとって望ましい方向であろう。

・そこに新しい価値創造のニーズがあり、そのためのイノベーションが始まっている。1)サブスクリプション型のデジタルサービス、2)映像、音声などを多様に活用した利便性と楽しみの提供、3)シェアリングエコノミーをビジネスモデルにした新しいプラットフォームの構築と提供、などが続々と始まっている。

・B to Cのビジネスをみる時に、アクティブ・デジタルシニアにいかにかフォーカスしていくかは、興味深い視点である。文化、趣味、レジャー、ヘルスケアなども含めて、幅広い産業を分析し、マーケティングする時に大いに活用できよう。

数理学の基礎と応用～いかに関わるか

・9月に「藤原洋数理学賞」の講演を聴きに行った。インターネット総合研究所の藤原代表取締役が創設した賞である。数学者は純粋に学問としての研究を行っている。すぐに世の中に役立つものは少ない。

・しかし、科学的知見で世の中が大きく変化する時、その基礎として数学は役立っている。この数理学をサポートする賞が民間にはないということで、藤原賞が作られた。

・第8回の表彰式では、第1回の大賞を受賞した小澤正直氏(名大名誉教授)の基調講演(量子測定理論)に続いて、今回大賞を受賞した吉田朋広氏(東大教授)の確率過程統計論と、奨励賞を受賞した神山直之氏(九大教授)の離散最適化理論の講演があった。

・市民にも分かるように易しく話すという主旨であったが、そうはいかない。しかし、生の話を聴くと、厳密には理解できないが、どのようなことを狙っているのかは分かる。

・量子コンピュータの時代がいずれくる。フィンテックでビッグデータを金融でも統計的に

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。

扱うようになる。社会システムをうまく動かすには、人々のニーズを最適にマッチングさせていく必要がある。そこに数理科学が使えるようである。

・いずれも面白い話であった。その骨子に触れながら、数理モデルを構築し、応用するとはどういうことかを考えてみたい。

・小澤先生は、ハイゼンベルグの不確定性原理の不正確さを、80年ぶりに改良した。原子より小さい量子の世界では、電子などの粒子の位置と運動量（波動など）を、同時に正確に測ることはできない、

・これが1927年に出されたハイゼンベルグの不確定性原理である。粒子の位置の誤差に、測定しようとすることによって粒子の運動量の乱れが加わるからである。

・このハイゼンベルグの原理（プランク定数の不等式）をもっと精密に定義することで、誤差の範囲をより小さくできる小澤の不等式が2003年に提唱され、それが2012年にウィーン工科大学の原子核研究所の中性子スピン測定で実証された。

・小澤の不等式で、誤差をより正確に知ることができるようになった。この実証を踏まえて量子力学の研究は進み、量子コンピュータの実用化に向けて展開している。

・吉田先生は、確率過程の統計学（確率微分方程式）を応用して、データをモデル化し、そのモデルのパラメータを精度よく推定し、それを何らかの予測に用いる研究を行っている。

・フィンテックへの応用が分かり易い。例えば、GAFA（グーグル、アップル、フェイスブック、アマゾン）の株価に相関があり、そこにリーダーがいるとすれば、そのリーダー株の動きをすばやく追いかけてながら、次に動く株を高速で予想すればリターンを得ることができる。超高速な取り引きが可能なので、データをきちんと活用できれば可能性は高まる。

・相関を追うには、共分散を推定する必要がある。各社の株価取引データは、例えば100分の1秒単位で見れば、時間が違っている。つまり同期がとれていない。同じ取引時刻でないデータを使うと、相関性は劣化していく。これを防ぐために、疑似尤度解析モデルを開発して、パラメータの特定を行うことにした。

・こうすると、モデル（確率微分方程式の関数式）の精度が上がるので、ランダムに解を探すモンテカルロ法に比べて、高速で多項式が推定できる。これを予測に用いると、これから上

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

がる株、下がる株を見い出すことができそうである。これを YUIMA (ユイマ) と名付けたソフトウェアに仕上げている。金融データの解析にいろいろ応用できよう。

・神山先生は、バラバラな離散データから、何らかのいいものを選ぶ方法について研究を進めている。例えば、保育所の選択について、子供と施設のマッチングをどのように行うのか。その改善方法を引きだそうとする。子供の家庭事情と保育施設への優先順位をどのように調整して、最適な組み合わせを行うのか。

・このアルゴリズム(算法)を見つけたい。しらみつぶしではなく、構造を見極めてペアリングの中からよいマッチングを行う。グラフ状の広がり、入口から出口への方向をもたせ、これを有向グラフとして、重なりがないようにパッキングしていく。

・これを有向木(ゆうこうき)の詰め込み問題という。誰にとっても都合のよくない状態がない解を見い出せば、それが安定マッチングとなる。

・この理論構築において、神山先生は大きな成果をあげた。九大では、マス・フォア・インダストリ研究所に属しており、まさに産業に応用できる数学を展開している。

・例えば、小さい子供が2人いる家庭にとって、順番だといって、別々の保育所が割り当てられたら、共働きにとってその送り迎えは大変である。できれば、同じ保育所に入れたい。実際、この希望は実証研究の福岡でも埼玉でもあった。

・何らかの解はあるのか。何と、皆が満足する安定マッチングは理論上ない、というのが結論であったという。つまり、うまい方策はないということがはっきりした。これはこれで重要な事実であり、次の政策に活かされていこう。

・デジタルデータの社会がますます進行する。そこでは何のためのデータか。どうモデル化するか。モデルを通して最適化はできるか。提供する解の満足度は十分なのか。何らかのリスクや不確実性を内在化していないか。

・こうした点が、社会システムへの応用では問われる。数理科学の発展が、その基盤を支えることになる。中長期の社会価値、企業価値の創造にとって、こうした基礎研究と応用研究は欠かせない。企業の R&D においても数理科学は不可欠である。サポートも含めて、ぜひ取り組んでほしい。

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

ワークマンのデータ経営～圧倒的にユニーク

・8月のビジネス・フォーラムで、ワークマン（コード7564、時価総額8414億円）の土屋哲雄専務の話の聴いた。作業服のワークマンを急成長企業に変身させた。

・そのやり方は、まことにユニークである。すでによく知られたマネジメントかもしれないが、あまりに面白いので、その特長を取り上げてみる。

・土屋氏（67歳）は三井物産育ちで、情報システム・ロジスティックスを担当してきた。7年前にワークマンに入り、そこから変革をスタートさせた。

・ワークマンは作業服を39年作ってきて、業界No.1である。No.2はいない。作業服なので時間軸がない。よって、新しいことをやる必要がなかった。

・当社にきて1年間は何もせず様子をみた。この会社に先をみる力はない。井の中の蛙になっていたの、新しい事をして競争したら負ける。そこでニッチドミナント、ブルーオーシャンを作ることにした。

・2年目からデータ作りを始めた。ツールを購入しても使い方が分からないので、研修に力を入れた。社員の受講者に自信をつけさせるために、必ず90点以上取れるように工夫した。

・2年間これを進めて、4年目からデータ経営をスタートさせた。39年間、勘でやってきた。競争感覚がない。そこで、データで稼げる仕組みを作ろうとした。

・ワークからアパレルにシフトすることを目指した。もともとワークはアパレルとは認められていなかった。単なる作業服で毎年同じようなものである。古くならないので、翌年にも売ることができる。

・まず、文化を変える必要があった。「意見を変えるのが、良い上司」というように方針を変えた。間違っていたら訂正すればよい。議論をしなくなったらおしまい。データをみて、議論する。そして、方向を変えてみる。それを標準化する、という展開である。

・ワークの商品はロングテールである。売場を変えてはいけない。たまに来てても必要なものが同じ場所にないと顧客は困る。アパレルは2週間でディスプレイを変えるが、そんなことはありえなかった。

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。

・中期計画を作らなかった。もともと時間軸がない経営であったので、当然期限をつけても無理がある。期限が重要でなく、業態変革ビジョンの実行がカギであった。

・必ずやるということが大事で、責任者にはできるまでやらせる。担当者の変更はしない。そうすると不思議なもので、どんどんできるようになるという。

・5年前に、中期業態変革ビジョンを掲げ、デジタル経営で新業態へトランスフォームすると決めた。社員一人当たり時価総額で業界トップを目指す。新業態、新フォーマットでアウトドアの領域を作り、アマゾンに勝つ。5年で平均年収をベアで1人当たり100万円アップさせる。こうした内容を実現してきた。

・株価はこの10年で20倍、この5年で8倍、この2年で4倍になった。ビジネスモデルのカギは、標準化と実行力にある。作業服というのは10年間売るもので、その特性上陳腐化しない。この作業服をスタイリッシュにすることを実践している。

・作業服は個人で買う人が多い。安くてカッコイイ服がよい。作業服をアウトドア服に広げて、ブランド化した。400万着を上下3000円で作ると、アマゾンでも絶対に対抗できない。

・横軸が機能⇔デザイン、縦軸が普及価格⇔高価格という4つのセグメントに分けてみると、セレクトファッションは<デザイン/高価格>で激戦、ユニクロなどの製造小売りアパレルも<デザイン/普及価格>で激戦、アウトドアファッションの<機能/高価格>も激戦であった。

・その中で、ワークマンは<機能/普及価格>で差別化していた。この領域に競合はいない。スポーツファッションメーカーの5分の1、アウトドアファッションメーカーの4分の1の価格であるから、競争上ブルーオーシャンである。誰も追いかけてくることはできない。

・「ワークマンプラス」の業態を作ってきたが、これが圧倒的優位性を発揮している。第1に、定価販売である。在庫処分の安売りはしない。売れ残りはなく、来年も売れるのでキャリー(在庫を持ち越)した方がよい。第2に、商品は5年間継続する。第3に、作業服を一般客にも販売する共通製品としている。

・新製品は、初年度に3~5万着と少なく作る。それでもGMS(大型スーパー)の1万着に比べればはるかに多い。3人に担当させて予測精度を上げ、データに基づいて2年目から10

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

万着に上げていく。

・これを5年間作り、売上原価は65%に設定する。粗利が35%の価格となるので、このプログラミングでは業界の誰も真似できない。しかも、誰でも経営できる仕組みにした。

・朝・夕は作業服を必要とするプロが買いに来る。昼間は一般客が買いに来るという二毛作ができるようになって、顧客層が大きく広がった。ワークの固定層200万人がベースとなっているので強い。

・データ経営では、何よりもデータ嫌いをなくすことである。褒めまくって誰でも90点以上とれるようにする。そうして使いこんでいくと、社員がデータを経営に活かすようになる。

・最もユニークなことは、‘やらないこと’を決めているところにある。①アパレル業はやらない、②値引き販売はやらない、③高付加価値製品はやらない、④海外出店はやらない、⑤意見を変えない上司はいらない、⑥情報システムを完璧に作ることはしない、⑦厳格な期限管理はしない、⑧業績ノルマは設定しない、⑨社内行事は行わないなど、マイケル・ポーター教授も驚くほどであろう。

・地味な作業服から、スタイリッシュな作業服へ、カッコよくて、安い作業服から作業服兼アウトドア服へ、まさにブルーオーシャン戦略の実践は見事で素晴らしい。

2. 統合報告の観点から読み解く

ガバナンスと価値創造のあり方〜もう1歩突っ込むには

・11月にWICI (World Intellectual Capital Initiative : 世界知的資本推進構想) のシンポジウムが催された。テーマは「見えない資産の時代におけるガバナンスと価値創造のあり方〜これからの統合報告」であった。印象に残った論点をいくつか取り上げてみたい。

・まず「ガバナンス総選挙」が面白かった。参加者に、ガバナンスのネーミングを考えてもらうというゲームである。事前の申込者に、ガバナンスとは何かを自由に記入してもらった。WICIのシンポジウムに来る人々だから、もともと意識は高い。

・ガバナンス (コーポレートガバナンス : CG) は、企業統治と和訳され、使われていること
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。

は誰でも知っている。その人たちに自分の言葉でネーミングすれば、要は何のことか、と聞いたのである。

・WICIの事務局で、多様な表現を4つにまとめた。その候補は、①指揮監督システム、②舵取り、③羽交い絞めと後押し、時々伴走、④企業協奏、であった。

・指揮監督システムとは、長期的な価値向上を目的として、会社が向かう方向を指し示すとともに、会社組織の規律を維持するという意味である。

・舵取りとは、目的、ゴールを定め、そこに向かえるように、経営をデザインし、実践し、常にチェックし、修正しながら進むという意味を込めている。

・「羽交い絞めと後押し、時々伴走」は、会社がステークホルダーとエンゲージ（対話）しながら、社会に価値を生み出すことで、企業価値を正しく高め、それを次の社会価値を生み出すことにつなげる仕組みを担保する。

・企業協奏とは、会社が透明・公正かつ迅速・果敢な意思決定を行う上で、会社の各部門やグループ全体がステークホルダーと共に、美しいハーモニー（共創）を奏でる行いであると考ええる。

・この4つは、ガバナンスの意味するところを、参加者がどのように受けとめるか、という視点で要約したものである。したがって、重複した意味づけも含んでいる。

・筆者は、指揮監督システムに投票した。みなさんは、いかがでしょうか。当日シンポジウムに参加して投票した人は161人、その結果は、1位：舵取り（投票率33%）、2位：企業協奏（同30%）、3位：指揮監督（同21%）、4位：羽交い絞め（同17%）であった。この比率は、私にとって意外であった。

・もっとどれかに集中するかと思ったら、4つともそれぞれ票を得ている。ということは、ガバナンスと聴いて、あるいは、ガバナンスという言葉を使う時、その人にとっての意味合いはそれぞれで、結構ばらついている。

・ガバナンスについて話し合う時には、それとなく、どんな意味を込めているのかを、互いに確認した方がよい。そうでないと、会話や議論の途中で、かみ合わないことが起きてこよう。

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。

・まして、社外取締役として企業のガバナンスを担う時には、その企業のカルチャーを踏まえて、ガバナンスの仕組みを理解し、行動していかないと、ガバナンスの効かせ方がうまくいかないことになりかねない。

・では、コーポレートガバナンス (CG) をよくしたら、企業価値は上がるのか。成長力や収益力が高まって、株価は上がるのか。ここがいつも議論になる。

・一般論としてはそうなるはずであるが、そんなうまい話をあまり見たり聞いたりしたことがない。攻めのガバナンスの成功例よりも、CG が不十分で不祥事を起こしてしまった企業の方が目立っている。

・CG は、コーポレートガバナンスコードの見直しを踏まえて、各企業において形は整ってきた。それでも成果が十分みえていない。そこで、形式から実質へ、という中身の実践が問われている。

・CG は、企業が変な方向に暴走するのを食い止めるために役立つ。確かに、暴走を止めることは望ましい。もし変な方向に行くのを抑えてたとしても、外部からみると、その意思決定がみえないことも多い。都合の悪いことは押しとどめたとして、それを公表することはあまりない。

・では、CG を整えた企業から、目の覚めるような成長戦略が打ち出されているだろうか。CG は、価値創造を行うビジネスモデルの重要な枠組みであるが、成長戦略をどう練っていくかは、執行サイドの力量にかなり依存する。社長 1 人だけではないが、社長の経営能力が本当に十分かが問われる。

・そこで、CG が社長の力量を選択するところまで入り込めれば素晴らしいが、日本の多くの企業では、まだそこまでいっていない。

・ビジネスモデルはどこまで進化させられるのか。現在の価値創造の仕組みである BM1 を、将来のありたい価値創造に向けて、BM2 を作り上げていく。そのために、足らないキャピタル (人的資本、知的資本、組織資本、財務資本など) をいかに仕込んでいくのか。

・取り組んでいる企業は多い。もっと大胆に、もっと速く、走ってほしいと思う。そこにガバナンスを効かせてほしい。確かに、ガバナンス改革が成果に結び付くには少し時間がかか

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。

る。よって、じっくり評価する必要がある。一方で、形だけで実質が伴っていないとすれば、いくら待っても効果は出てこない。

・企業評価に当たっては、CGがBM2の創出に向けて、本当に機能しているか。ここを定性的に深く分析していく必要がある。そのためのエンゲージメント（対話）が一段と重要になる。

IR（統合報告）を中長期投資に活かす～その実践法

・2019年のWICIジャパンの統合報告優良企業表彰では、大賞に日本精工、優良企業にアサヒグループホールディングス、コニカミノルタ、中外製薬、丸井グループ、そして奨励賞に日立製作所が選ばれた。初登場の企業は、中外、丸井、日立であった。

・審査のポイントは、5点ある。

1) 財務情報と非財務情報が定量的、定性的に整理され、価値創造ストーリーが簡潔に記載されていること、

2) 成果と課題が整理され、それらを踏まえた将来の事業戦略がリスクと合わせて見通せるようになっていること、

3) 価値創造ドライバーがKPI等を使って示され、財務・非財務のデータのつながりが示されていること、

4) 長期にわたる持続性を支えるESG情報が提供され、ふさわしい経営監視体制が保たれていること、

5) 自社の資本コストを自覚し、株主、その他のステークホルダーへのバランスをもって経営に取り組んでいること、にあった。

・時価総額上位300社および統合的報告書を作成している214社を1次審査対象とし、その中から23社を選び、2次審査シートをベースに審査を行い、3次審査対象の10社が選ばれた。そこから上記6社が表彰された。

・では、統合報告書を投資にどのように活用したらよいか。これについて、投資家として誰でもできる方法について、筆者が実践していることを紹介したい。

・まずは投資対象になりそうな企業について、普段から目配せすることである。自分が関心を持たなければ調べる気にならない。興味があると調べるのが億劫でなくなる。

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。

・当たり前であるが、外部の情報は鵜呑みにしないことである。どんな情報も話半分と疑った方がよい。また、自分で調べたからといって、早飲みこみや勝手解釈をしないことである。とにかく思い込みに陥り易いので注意したい。

・例えば、WICI 表彰企業 6 社から 3 社を選んでみる。自分で調べてみようとする時は、できるだけ複数の企業を選ぶ方がよい。2 社、3 社を一緒に比較した方が、違いがはっきりわかり、自分で納得できるからである。

・例えば、日本精工、丸井、日立の統合報告書を読んでみる。全く違う業種であり、どこが優れているのか、はっきりしないかもしれない。各々よくできており、比較するといっても何を比べるのか、決めかねるかもしれない。

・投資家であるから、株が上がるかどうかに関心があるのは当然である。だが、すぐ儲かるかどうかは分からない。通常の場合でいえば、1) いい会社か、2) 業績は伸びるか、3) 株価は割安か、ということで判断したくなる。

・しかし、何とも曖昧である。いい会社とはどういう風に定義するのか。自分なりにはっきりさせておきたい。業績が伸びそうとしても、会社の計画がそのまま実現するわけではない。多くの場合、会社の言う通りにはならない。株価が割安かどうかはどうやって判断するのか。多くの株価は大体妥当ゾーンにある。まだ皆が気づいていない割安な掘り出し銘柄など滅多にあるものではない。

・そんなことはわかっているとして、さてどうするのか。何よりも、株式投資には中長期で臨むというスタンスを明確にすることである。次に、いい会社とは何かの要素をはっきりさせておく。そこで、統合報告書を読む場合は、5つの視点を持っておくとよい。

・第1は、経営者（CEO）が何を語っているか。ここで経営者の善し悪しをみる。きちんと自らの言葉で、将来について表現している経営者は素晴らしい。自分にとって、ピンと来るかどうかを大切にしたい。

・第2は、成長のためのイノベーションである。新しい革新的なことにはいかに取り組んでいるか。そのためにどんな先行投資をしているか。そこを知りたい。

・第3は、リスクマネジメントで、突然業績がドスンと落ちて、それを想定外と言われても困る。リスクへの対応も踏まえながら、挑戦してほしい。準備している企業はしっかり書き

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。

込んでいる。

・第4は、サステナビリティ（持続性）を確保するためのESGについて実質的な中身を知りたい。コーポレート・ガバナンスの形式ではない。本当にどのように動かしているのか。社員はどのように働いているのか。自社だけでなく、バリューチェーン全体の中で、どのような活動をしているのか確認したい。

・環境については、社会的関心が一段と高まっているが、気候変動、CO2削減にどう対応するのか。直接関係ないから言及しないという姿勢ではなく、どう関わっていくかの姿勢と実践が問われている。

・そして、第5は、これら4つの軸が企業価値創造の仕組みであるビジネスモデルにしっかり結びついて、機能しているかがカギを握る。

・この5つの軸を頭において、統合レポートを読んでいく。そうするとその会社の活動がどのレベルにあるか、イメージできてくる。できれば評点してみるとよい。よくやっている：3点、まあまあかな：2点、もう一歩だな：1点、という3段階くらいでよい。

・評点が目的でなく、自分が評価する論点をはっきりさせるためである。軸が5つあるので、5×3点で15点満点である。15～12点ならAクラス。11～8点ならBクラス、7～5点ならCクラスとみておく。

・この視点で、日本精工、丸井、日立を比べてみると面白い。人によって意見は異なってよい。WICIの表彰は参考に留めて、自分なりの判断をしてみると、次第に考えが明確になってこよう。次に、どうして自分の評価はWICIと違っているのか、ワンランク上げるにはどうしたらよいか、などについて検討してみたい。

・ここまで調べてみた後で、 $PBR=ROE \times PER$ を分析する。もし現状が、1.2倍=8.0%×15倍なら、ROEを12%に上げることはできるのか。どのようにやろうとしているのかを読みとってみる。

・PERの15倍は市場平均並みであるが、もっと成長性は上がらないのか。むしろ、これから下がってしまうのか。この点を統合レポートから読み取ってみる。

・PBRが1.2倍ということは、非財務資本（無形資本）がさほど評価されていない。その程度本レポートは、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。

度の企業なのか、非財務資本への投資がこれから効果を発揮してくるのかを読みとってみる。

・もし、ROE 12%×PER 18 倍=PBR 2.16 倍という方向に蓋然性（確からしさ）があるのであれば、株価は中長期的に2倍になりうる。そう見込んでからが勝負である。すぐにアクションをとってはならない。

・さらに、社長の話（ビデオ）を見聞き、いろいろな資料をみながら、タイミングを図っていく。1~2年かけて判断して、それから投資してもよい。慌てる必要はない。その会社のファンダメンタルが変わっていないのに、マーケットが大きく下げた時こそ投資したい。

・こういうやり方を筆者は実践している。これをベルレーティング法と名付けている。特に難しいものではない。ただ、少し手間と努力を要する。投資をするには調べる必要があり、調べると成果が見えてくる。それなら調べるのが楽しくなろう。ぜひ実践していただきたい。

ESG 説明会～日立製作所のケース

・10月に恒例の「日立ソーシャルイノベーションフォーラム」が催された。毎年聴きに行っているが、日立の新しいビジネスモデルである“社会イノベーション”の中身が充実していると感じる。東原社長のプレゼンの中で印象的であった点をいくつか挙げてみる。

・日立の社会イノベーションモデルのキーワードは、①協創と②デジタル技術である。社会の課題に対して、参加型の課題解決を図っていく。ルマーダ（AI活用のデジタル分析システム）をコアにCPS（サイバーフィジカルシステム）をまわしていく。

・三井不動産との新しいオフィス作り、アマダホールディングスとの機械生産における新しい生産計画の立案運営、福岡市との地域包括ケアのための情報プラットフォーム作りなどを通して、社会イノベーションと実践している。

・さらに、スマートシティ作りでは、松山市、国分寺市や、タイのワンバンコクプロジェクト、スマートシティを応用した米国ディズニーとの協創へと発展している。

・では、企業としての日立製作所は、どのような展開をみせているのか。9月に「グローバル企業のグローバルガバナンス」（METI-RIETI主催）で、日立の中村豊明取締役（元 CFO）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。

コメントした。

・日立は過去に何度も赤字に陥ったが、経営が後手に回りうまくいかなかった。これを克服すべく経営改革に取り組み、ガバナンスも抜本的に組み替えた。2018年度の売上高営業利益率は8.0%まで上がってきた。

・2021年度に向けた中期3ヵ年計画では、ルマダをベースにした社会イノベーション事業を核として、社会価値、環境価値、経済価値の3つの価値を高めていく。財務的には営業キャッシュ・フローの拡大、不用な資産や事業の売却、格付けAクラスの確保を推進する。各事業部門に初めてROICをKPIとして導入し、資本コストを明確に意識した経営を行う。

・事業ポートフォリオの見直しでは、事業がどうしようもなくなってから見直すのでは遅い。それでは、全ての人々が不幸になる、自力で営業利益率5%が上げられないのであれば、社外役員の日も入れて、誰がベストオーナーかを常に検討していく。

・持続的な成長ができるのか。ダイベストした方がよいのか、ものさしの統一を進めている。グローバルな人材の評価やIFRSの導入もその流れにある。日立を、グローバルな経営者がマネジメントできる会社にしていく、というのが基本方針である。

・22社の上場子会社については、自力で持続的成長ができるか。親子間の取引が5割もあると、利益相反の影響が大きいので、100%子会社にする。親会社が上場子会社の成長を妨げるようなことをやってはならない。子会社の内部統制が親のレベルに合っているかどうかも重要である、と指摘した。

・さらに、9月に催された初の「ESG説明会」では、日立のESGがどのようにマネジメントされているかについて、具体的に話した。ESGについては、サステナブル戦略会議で方針を決定している。

・環境(E)について、2016年に既に環境イノベーション2050を決めている。社会(S)については、人材のマインドセットが大事なので、人材戦略を一新している。ガバナンス(G)については、11名の取締役のうち8名が社外であり、グローバルリーダー経験者も入って活発に議論している。情報共有がカギである。

・環境(E)価値では、1)低炭素、2)高度循環、3)自然共生、について3年毎に計画を作っている。従来は、各事業の中で、環境の課題とどう折り合いをつけていくかという所に力点

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。

をおいたが、今回の中計では、どのように事業を変えていくか、が中心テーマとなった。この変化は興味深い。

・CO2削減では、インターナルカーボンプライシングを導入して、インパクト分析を行っている。5000円/tとして、設備投資の基準に入れていく。日立の5つの事業分野でその影響は異なるが、各ビジネスユニットが自ら検討することが重要である。

・水資源のリサイクルでは、サーキュラーシステムをいかに作っていくか。水の単位使用量を下げていく。プラスチック、鉄スクラップ、鋳物砂などのリサイクルもバリューチェーン全体のリソースサイクルとして試みていく。

・環境イノベーションでは、Eだけが独立して存在するわけではないが、目先のトレードオフではなく、思いきった最適化が求めているという。

・社会(S)価値では、人材マネジメントのプラットフォームを作った。30万人の社員のうち13万人が海外にいる、グローバルな視野で、社会の課題をとらえられる人材を、共通の尺度でみていく。

・ダイバーシティ&インクルージョンでは、多様な人材の活用を一段と求める。ABBの買収で3.5万人の海外社員が2020年にさらに入ってくる。人材本部は現在52名中17名が外国人であり、ワンチームのオペレーションを行っている。マネジメント層の女性比率はまず10%（現在外人8.8%、女性5.0%）を目標とする。

・環境、社会、経済の3つの価値を追求できる経営リーダーの育成では30~40代からフューチャー50（50名の候補者）を選んでいる。また、デジタル人材の育成にも力を入れている。AIはツールなので、AI人材ではなく、もっと幅広くデジタル人材として捉えている。

・ガバナンス(G)では、8名の社外取締役のうち、4名が外国人（うち女性2名）である。取締役会は年間12回、指名委員会9回、報酬委員会6回、監査委員会17回が催された。

・カギとなるテーマは、1) グローバルリーダーになるにはこの業績でよいのか、2) 本当に投資をしているのか、3) コンペティターと比べて劣っていないか、4) 5%にとどかない低収益事業をどうするのか、という点にあった。

・これからの課題は、①グローバル人材、②デジタルシステムのパートナー作り、③ワン日本レポートは、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。

立としてのポートフォリオマネジメント、そして、④ESG の価値向上にある。

・改めて日立の統合報告を読んでみると、「2021 中期経営計画」の内容がよく分かる。財務的 KPI として、営業利益率 10%超、ROIC10%超というのも明確である。

・5 つのセクター（IT、エネルギー、インダストリー、モビリティ、ライフ）の 2021 年度の ROIC の目標を各々15.0%、7.5%、10.8%、13.1%、15%超と出しているのも画期的である。統合報告として素晴らしい内容である。

・あとは実践がついてくるか。内容の充実は自信の現れでもある。社会イノベーションを、あるべきビジネスモデルに据えた日立の将来に大いに注目したい。

社外取締役との意見交換会～エーザイのケース

・10 月にエーザイの社外取締役との意見交換会が催された。機関投資家と社外取締役との対話は、次第に広がりを見せている。エーザイの場合は、ほとんどの社外取締役が一同に揃って、意見交換の質疑と行うというもので、画期的である。

・参加する前に、「統合報告書 2019」を読んだ。毎年目を通してはいるが、今年の統合報告書はとりわけ良く出来ている。私が注目した点をいくつか取り上げてみる。

・まず、エーザイにとっての重要課題（マテリアリティ）をしっかりと取り上げており、それについて本論の中で議論している。社会環境、経営環境をみた時のわが社の課題と、そもそも自社の経営理念に照らして、社内の課題として改革に取り組むべき課題がきちんとまとまっている。

・筆者の持論である 5 つの視点が明確に盛り込まれていた。①企業価値創造の仕組みであるビジネスモデルの将来の姿を描こうとしている。それを構成する、②経営者の経営力、③事業の成長力、④業績下方修正に対するリスクマネジメント、⑤サステナビリティを支える ESG について、かなり具体的に語られている。

・SWOT 分析における弱みについて、手が打たれている。大型新薬の創出が遅れていることについては、自社創薬の抗がん剤が大型に育ちつつある。世界のビックファーマに比べて、R&D 費が限られていることに対しては、重要プロジェクトの選択と集中、パートナーシップの活用で対応していく。

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

・どの企業にも弱みがある。弱みに対して、何の手も打たれていない時、手の打ちようがない時、企業は何もできないとは語らない。経営者は必ず手を打とうとする。それが一定の方向で見てきた時には、必ず語り出す。弱みを強みにかえようとするのである。常にここに着目したい。

・価値創造のプロセスとフローも分かり易くなった。新たな企業価値を創り出すためのビジネスモデル (BM2) を目指して、それを支えるキャピタルに投資していく。その投資が BM2 にはなくてはならない構成要素 (マテリアリティ) となっていく。

・そのつながり (コネクティビティ) をいかに作っていくか。その戦略が分かり易い。最も重要なキャピタルの1つである人的資本 (ヒューマンキャピタル) の新しい創り込みに対して、人材イノベーション戦略を語っている。活動の内容を実証的に示している。

・企業価値に ESG をいかにインテグレーション (統合) していくか。柳 CFO の学問的実証も踏まえた実践論がユーザイにフィットしている。

・エクイティ・スプレッド (=ROE-資本コスト) の経営はどの企業にも検討してほしいが、投資家としては、ビジネスモデル (BM2) を想定する時に、まず次の関係式をイメージしておくとう理解が進む。 $PBR (株価純資産倍率) = ROE (株主資本利益率) \times PER (株価収益率)$ である。ユーザイの場合、現時点で見ると、 $PBR 3.83 倍 = ROE 13.4\% \times PER 28.6 倍$ となる。

・新薬開発の成功の見込みに依存して、長期の ROE は変動するし、将来の成長を示す PER も大きく変わりうる。それを支える無形資産に対する評価も一義的に定めることは難しい。

・投資家としては、新薬の開発が進み、どのくらい売れる、いくら儲かると分かってから投資するのでは遅い、マーケットが効率的であれば、それまでに織り込まれてしまう。それでも企業というのは常に新しい動きをみせるので、新しい α (アルファ) をとれる可能性はある。

・では、早い時期に知るにはどうしたらよいか。それは、BM2 を支える経営資源をじっくりと判断し、CEO の経営を見抜いていくことである。

・ユーザイの統合報告には、それが相当盛り込まれている。個人投資家の場合は、まず少数株主となって、株式総会に参加して、経営陣とよく対話することである。そこで、確信が高本レポートは、独自の視点から書いており、基本的に会社側の立場に立つものではない。本レポートは、投資家の当該企業に対する理解促進をサポートすることを目的としており、投資の推奨、勧誘、助言を与えるものではない。内容については、担当アナリストが全責任を持つが、投資家の投資判断については一切関知しない。本レポートは上記作成者の見解を述べたもので、許可無く使用してはならない。

まったならば、自分のポートフォリオに合った持株数まで増やしていけばよい。

・新しい認知症の治療薬は上手く行くのか。期待は高まってきたが、一筋縄ではいかない。治験のプロセスにおいて、さまざまな情報が出てくるので、それに伴って株価もボラタイルに変動する。会社サイドは必死である。将来の命運がかかっている。認知症は身近な問題であるので、その内容はぜひ理解したい。

・エーザイは認知症について、医薬品にとどまらないソリューションの提供を目指して、取り組みを進めている。

・この点について、内藤景介執行役（内藤社長の長男、31歳、チーフデジタルオフィサー兼ディメンシア トータル インクルーシブ エコシステム本部長）の講演を聴いてみた。認知症（ディメンシア）と共生する社会基盤を、いかに住み慣れた町で構築していくかという取り組みに、若手の内藤氏が先頭に立っている。

・統合報告書の後半に、コーポレートガバナンス（CG）の実効性について、社外取締役7名の各々の意見が載っていた。7名全員を取り上げているのはユニークである。

・これらを踏まえて、社外取締役との意見交換会で印象に残った3点にふれておきたい。第1は、機関投資家の関心事である買収防衛策の継続についてである。これについては、対外的なニュースリリースで、会社サイド、社外取締役の意見はきちんと表明されている。しかし、統合報告には具体的に提起されていない。

・エーザイへの敵対的M&Aはありうる。その時、適切に判断する仕組みはあった方がよい。社外取締役が買収防衛策発動の判断に加わる。社外取締役が常に少数株主の立場を尊重するのであれば、社外取締役に任せてもよいのではないかと。

・株主総会の取締役の選任で、CEOへの賛成率が70%台というのはいかにも低い。買収防衛策が経営陣の保身ととられかねないので、株主総会での決議事項とした方がよいのではないかと、という意見もある。これらの点については、引き続き真剣に議論しているという。

・第2は、コーポレートガバナンス（CG）の改革は十分かという点である。エーザイのCGは先進的である。上場企業の中ではトップクラスの水準にある。それでも課題があるという。

・リスクマネジメントの仕組みが十分かというテーマである。内藤 CEO にすべて説得され本レポートは、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。

てしまっは、十分とはいえない。事業のプロセスにおいて、リスクを直接みていく。しかも、新薬開発の事業リスクを的確に見定めて、戦略とリンクされていく。

・ここにおいて、執行サイドと別の意見があってもよい、という論点である。ストップ&ゴーのプロセスにおいて、医薬ビジネスのスペシャリストが必要ではないか。買収防衛策の見直しについても、リスクマネジメントの観点からもう一段踏み込んでいく必要があるという見方である。

・第3は、執行役の専任のあり方についてである。執行役の専任はどのようにしているのか。女性の比率はどのように上げていくのか。CEOの長男が執行役となったが、親族の採用はどのように行っていくのか。

・次期CEOの選任プロセスにおいては、現任の評価、次期候補者の評価と育成を行っている。ダイバーシティについては、女性の採用が増えていく中で、いずれデータに現われてこよう。人的リソースをみて意欲的に取り組んでいるが、すぐには難しいという見方である。また、CEOの娘婿が常務であること、長男が執行役になったことについては、仕事出来るという点から異論はないという。

・エーザイは業態を変えていく。新薬開発は主軸であるが、予知、予防、診断へ領域を広げていく。ITやAIについて、これらを取り入れてBMの変革を進めていく。こうしたDX（デジタルトランスフォーメーション）を目指す中で、内藤執行役は適任であり、その人材がたまたまジュニアであったにすぎないという。投資家としては、BMの改革に向けて、将来のCEO候補として内藤執行役がいるとみておけばよい。

・エーザイは次の10年、どのように変貌していくのか。株主として共に歩むことをどう感じるか。エーザイのhhc（ヒューマン・ヘルスケア）は、すべての社員が患者とともに過ごす。これを共同化として実践している。株主となって、エーザイの価値創造に共同化してみると、一層ワクワクしてこよう。

WeWork と TKP/Regus は何が違うのか

・TKPは、空間シェアリングエコノミーで断トツのビジネスモデルを展開する。2019年5月末に日本リージャスの買収を完了した。世界トップクラスのレンタルオフィス企業であるRegus（リージャス）の日本におけるマスターフランチャイジーとなった。

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。

・これで貸会議室に加えて、貸オフィスでもブランド力のある事業展開が可能となった。TKP 250 拠点、日本リージャス 150 拠点の合計 400 拠点を、今後 10 年で 1500 拠点まで拡大しようという戦略がスタートした。画期的な事業展開で成長力は加速しよう。

・TKP（貸会議室）＋ Regus（貸オフィス・コワーキングスペース）を一体としたフレキシブルオフィス事業のビジネスモデルは、不動産オーナーから大口のスペースを割安に仕入れて、この空間の使い勝手を工夫し、顧客ニーズに合った多様なサービスを付加して、小口販売（空間シェアリング）を行うことにある。

・ユーザーである企業にとっては、大手企業であっても、中堅企業やベンチャーであっても、賃料負担を軽減しつつ、フレキシブルな働き方を実践できる。

・TKP の貸会議室・ホテル宴会場は時間貸しである。時間当たりの単価は高いが、ピーク時にはフル稼働していても、使われていない時間は意外にある。また、時間貸しの準備やサービスには人手がかかる。

・一方、リージャスのレンタルオフィス・コワーキングスペースは、月貸しなので時間貸しよりも安い。使っていないフルタイムの賃料がとれる。人手も相対的にみるとかからない。よって、レンタルオフィスの収益性は TKP がまとめて運営するならば、これまで以上に上げられよう。

・レンタルオフィス・コワーキングスペースは、フィットネスクラブに似ている。会員になって月額料金を支払えば、好きな時にいつでも使える。しかし、夜はやっていないし、昼間混んでいることもある。専用で借りれば、その分チャージは上がってくる。それにしても多様な使い方ができるので、利便性は高い。

・TKP にとっては、スペースの活用、スペースシェアリングの提供という点で、貸会議室＋貸オフィスという 2 つを手に入れたので、今後の事業展開の広がりや大きさは極めて大きくなった。

・TKP は Regus のマスターフランチャイジーなので、日本において自前で直営の拠点を拡大してもよいし、立地によっては FC（フランチャイズ）展開を行ってもよい。

・東京では、新築のビルが 1500 万坪できてくる。TKP が有する貸しスペースはまだ 12 万坪である。その拡大余地は極めて大きいといえよう。

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。

・また、日本の TKP のユーザー、リージャスの会員が世界にでると、世界のリージャスの施設が使えるように工夫することも可能となろう。逆に、海外のリージャスの会員が日本に来た時には、日本の施設が使えるようにしていく。互いのプラットフォームを利用し合うことが出来るわけだ。

・IWG (International Workplace Group) は、レンタルオフィスとコワーキングスペースで、世界トップクラスである。北中南米で 1300 拠点、アジア・太平洋で 690 拠点、欧州・中東アフリカで 1020 拠点、英で 330 拠点を有する。2018 年 12 月期の業績は売上高 3320 億円、EBITDA 504 億円、営業利益 201 億円であった。しっかり稼いでいる。

・TKP は、IWG と組んで、グローバル展開を目指す。まず、台湾を買収したが、アジア・太平洋で、リージャスは中国 123 拠点、インド 110 拠点、豪 81 拠点、マレーシア 37 拠点、シンガポール 31 拠点、タイ 28 拠点、香港 28 拠点、インドネシア 21 拠点など、ほとんどの国に進出している。この IWG と多面的に連携していく。

・TKP の貸会議室モデルとリージャスの貸オフィスモデルでは収益化のパターンが異なる。貸会議室はスタートとともに稼働率次第ですぐに収益化するが、貸オフィスは出店して黒字化するのに半年はかかり、巡行速度で儲かるようになるには 1 年半ほどかかる。

・よって貸オフィスの方が先行投資は重い。そこで貸会議室と貸オフィスを組み合わせ、バランスを図ることによって、利用効率と収益性を高めることができる。

・リージャスと TKP のシナジーでは、レンタルオフィスと貸会議室の相互紹介、相互送客、連携出店ができるところにある。連携出店では、福岡の西日本新聞会館 (9 月) に続いて、11 月に兵庫のミツワビル、愛媛の青野ビル、宮城の仙台ソララプラザが出てくる。

・ウィーワークとの違いは何か。TKP は赤字では戦わない。米国のウィーワークは 2008 年創業で、2017 年 7 月にソフトバンクグループと合弁で、WeWork Japan を設立した。ウィーワークは世界 31 カ国、97 都市に 554 拠点、40 万人をこえる会員に対してコワーキングスペースを展開している。シェアードオフィス、ワークスペースを共同で利用する仕組みを提供する。

・レンタルオフィスという範疇でみると、ウィーワークとリージャスは高単価のコワーキングスペースの提供であるのに対して、TKP は別のセグメントも狙える。貸会議室とのシェアリングで、成長企業にフレキシブルなスペースを中価格帯で提供する。ニーズのあるボリュ

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。

ームゾーンを狙うという考えである。

・TKPは日本で12万坪、日本リージャス3万坪のシェアリングスペースを有している。一方、ウィークは、ニューヨークに本社をおき、NYで9万坪のコワーキングのスペースを有している。

・ウィークはオフィスの執務室のシェアリングであるが、TKPはオフィスの共有スペースのシェアリングを中心に100人が使えるような会議室をシェアリングしている。さらに、バンケットや商業イベントのスペースのシェアリングへハイブリッドの活用を展開している。

・ウィークとの違いでは、彼らはスタートアップ企業にフォーカスしながら、大規模なコワーキングスペースの急拡大を図っている。よって、業績は先行投資で大赤字である。

・TKPは、働き方改革におけるフレキシブルオフィスの提供という点では共通しているが、1)会議室との組み合わせ、2)レンタルオフィスのニーズの明確化によって、コンテンツの充実を図り、差別化を図っていく方向にある。

・ウィークとは競合にあるが、実は連携も可能である。ウィークとの競合はどうか。ウィークはマネジメントとファイナンス問題で、その拡大テンポに一旦ブレーキがかかっている。TKPにとっては、ウィークは競合であるとともに、協業もできる。つまり、リージャスとTKPにシナジーがあるように、ウィークとの連携も十分ありうる。当面、今後の事業拡大にとって特に障害とはならないとみてよい。

・リージャスの攻勢は続いている。9月にSPACES品川がオープンした。大手町ビル(2016年)、JPタワー名古屋、博多駅前に続き、4拠点目となる。品川イーストワンタワー7~8階に4000㎡(1200坪)を有する。ここにはすでにリージャスも入居しており、ワークスタイルに合って選べるようになる。

・10月に、青森県八戸、リージャス八戸センター(503㎡)を開設した。八戸市役所やオフィス街にある。青森県では2つ目である。同じ10月に、リージャス大宮ウエストセンター(717㎡)がオープンした。大宮駅西口から徒歩5分のところにある。また、10月にリージャス長崎BizPORTセンター(501㎡)がオープンした。長崎県で初のリージャスである。

・11月に、リージャス秋田駅前センター(462㎡)を開設する。秋田県では初の拠点である。

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。

さらに11月に、オープンオフィス (Openoffice) 大阪肥後橋 (496 m²) を開設する。リージャスの「Openoffice」は無人で運営される。

・日本リージャスのPMI (買収後の経営統合) では、1)9月に福岡の西日本新聞会館にTKPのガーデンシティ PREMIUM とリージャスの共同出店、2)11月に愛媛松山市駅前の青野ビルにおけるTKPカンファレンスセンターとリージャスの共同出店、3)同じく秋に仙台のソララガーデン (旧大塚家具が入っていたビル) に、ガーデンシティ PREMIUM と SPACES が共同出店する。

・また、TKPの顧客である大手日系企業に、リージャスのレンタルオフィスを紹介することや、リージャスの顧客である大手外資系企業にTKPの貸会議室を紹介するという、相互送客のキャンペーンを行っており効果を発揮している。

・TKPは、日本リージャスとのシナジーで成長を加速している。日本リージャスとの連携がスタートして、仕入れを西岡取締役 (日本リージャス社長) が担当している。案件は大幅に増えている。相互に融通できるし、一緒に開発・出店することもできる。運営の効率化も見込める。

・高収益モデルで出店できる点が、ウィークワークとは全く異なる。SPACESでの出店も加速するので、コワーキングスペースでも業界をリードすることができよう。

わが国初のスピノフ~コシダカホールディングスのケース

・コシダカは、カラオケとカーブスを分離独立するという日本初のスピノフを行う。これで、企業価値は一段と向上するであろうか。

・2020年2月末に、カーブス事業をスピノフする。日本初のスピノフ税制を使った事業の分割独立である。分割前の株主に何ら不利益はない。二社に分割されても、カーブスの株を1:1の同数もらえ、カーブスも上場する。

・腰高社長は、経営を分けた方が互いの成長力を高められると判断した。分割後のコシダカHD (ホールディングス) は自らが経営し、新しいエンタメ・インフラ企業を作っていく。創業の精神が「既存業種新業態」にあり、新サービスと海外展開で飛躍を目指す。

・新しく独立会社として上場してくるカーブスHDは、これまでの成長を牽引してきた増

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。

本社長のリーダーシップのもと、メンズ・カーブスや海外展開で第2の成長を目指す。大株主が腰高氏であることは変わらない。

・子会社株式の現物配当という形でスピンオフする。コシダカホールディングス 1 株に対して、カーブスホールディングスの 1 株がもらえる。つまり、分割前の 1 株の価値は、分離後も変わらない。配当課税もない。

・そうすると、分割しない一体経営の方がよいのか、分割して 2 つの独立会社として経営した方が企業価値を高められるのか、という点が重要なテーマになる。

・スピンオフについては、2 年前にスピンオフ税制ができた時から腰高社長は検討してきた。カーブスは順調に成長し、カラオケの利益を抜いてきた。米国のカーブス本部を買収して世界展開を図る局面にきている。国内ではメンズ・カーブスの新業態を開発し、そのビジネスモデルがみえてきた。これから全国展開に入る。

・この局面において、グループの子会社でいるよりも、①独立して上場する方がより成長できる、②上場のメリットを活かすことができる、と考えた。マネジメントは、カーブス・ジャパン創設以来、リーダーシップを発揮してきた増本氏が担っていく。

・一方、カラオケは、駅前繁華街への出店を 4 年前から始めて、独自の成長をとげている。カラオケは一見成熟しており、もう伸びないとみられるが、従来のマーケットはそうであっても、腰高社長がテーマとする既存業態新業種に従うと、イノベーションによって、自社のビジネスモデルではこれからも十分伸ばすことができる。駅前繁華街はまだ首都圏で始まったばかりであり、全国に出店余地は大きい。腰高社長はここを本業として全力投入していく。

・カーブスのスピンオフについては、1 : 1 の株式配当（無税）を予定している。11 月の株主総会で承認を得た後、上場準備に入り、2 月 26 日の終値をベースに新しい株価（基準値）が決まる。終値－配当分の 8 円－カーブス HD の公開価格＝コシダカ HD の基準値となる。

・2 つのコア事業が同じ会社にある場合と、別々の会社に分れる場合、何が違うのか。論点は 2 つある。

・1 つは、同じ会社の 2 つの事業にシナジーがあれば、別々に分けてしまうデメリットがある。逆に、シナジーがなければ、別々にして思う存分経営した方がより成長機会を手に入れ

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。

ることができる。

・カラオケとカーブスにはもともと事業におけるシナジーはほとんどない。腰高社長の経営力がカーブスに及ばなくなることによるマイナス面が課題とみる向きもあるが、この10年の増本氏の経営をみれば全く心配ない。

・もう1つは、株主にとっての投資機会である。2月までの株主は2つの主力事業をもつ会社の株主である。3月以降も既存の株主であれば、双方の株式を同じ株数だけ持てるので、株主価値が何ら変わるわけではない。ところが3月以降新規に株主になろうとする投資家は、カラオケかカーブスかに分けて投資することになる。

・そうすると、カラオケの投資価値、カーブスの投資価値をより厳密にみるようになる。その時、経営者の経営力がより発揮されるのであれば、各々の企業が前よりも光ってくるので、そこをみればよい。2つの事業があった方が、安定感があると思うのであれば、2つの会社の株式に投資してポートフォリオを作ればよい。

・つまり、ポートフォリオは企業が事業として構成する場合と、投資家が自分で構成する場合がある。互いに自らの価値向上を図って構築していくことが望ましい。その意味で今回のスピノフは成長戦略として高く評価できる。

・別の視点がある。コシダカHDの表面的な数字をみると、2019年2月期、2020年2月期、2021年2月期の売上高、営業利益は、カーブスの分がなくなっていくので、表面上減っていくように見える。これが心理的にネガティブは感じられるかもしれない。

・営業利益でみると、表面上95億円→80億円→60億円(2021年8月期)と減っていくように見えるが、カラオケ事業だけでみると、45億円→55億円→63億円と増えていく。

・2月末までの株主にとっては、2つの株を持つことができるので、両社合算の営業利益は95億円→110億円→130億円と、従来ペースの成長が十分見込めるので、何ら問題はない。表面上の財務数値に惑わされないようにしたい。

・創業者は両社の大株主のままである。予定通りいくと、2020年3月2日にカーブスは上場する。企業には成長ステージがあり、カーブスは独立会社として自立した方が、よりチャンスが活かされると腰高社長は判断した。

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。

- ・創業者である腰高社長は、コシダカ HD の大株主であると同時に、カーブス HD のマネジメントは離れても、こちらも大株主であり、持株数を減らすことは考えていない。カーブス事業のキャッシュ化を考えたのではなく、独立した中長期の価値創造を大株主としても望ましいと判断したのである。
- ・カーブス上場のメリットは大きい。カーブスの上場によって、社員のモチベーションは上がり、人材を集める点でも望ましい。ヘルスケア企業として、産学官の連携、自治体との連携、医療機関との連携を一段と進めていく。この時、自立した上場企業としての信頼は大きく貢献しよう。また、人手不足の中、カーブス FC にとって、人材採用面でのサポートはかなり期待できる。
- ・増本社長はカーブスの立ち上り期から会社をリードしてきた。腰高社長は、財務基盤も安定し、次の成長に向けて自立するタイミングであると判断した。その時に、スピンオフの制度が整ったので、これを日本初の第 1 号として活用することにした。
- ・経営体制は明確である。スピンオフに向けて、11 月の株主総会後の経営体制で、コシダカ HD とカーブス HD でマネジメントに重複がないようにした。社長の弟である腰高修専務は退任して、カーブス HD の取締役専念する。
- ・増本社長は、保有する新株予約権を上場後速やかに行使して、カーブスの株主となるが、その株式を 2 年間は継続して保有する約束である。
- ・腰高社長は、資産管理会社を含めて、コシダカ HD の 37.1 % を所有している。ファミリー全体では 40% を超える持株比率であるが、スピンオフ後もカーブス HD の株式について、短期的に売却する意向は全くない。
- ・2 年前にできたスピンオフ税制の活用を検討していたが、その間に、米国 CVI (カーブス インターナショナル) の買収があったので、事業のスピンオフは今回のタイミングとなった。
- ・コシダカ HD の株価は 2020 年 2 月 26 日(水)に基準株価が決まった後、2 月 27 日 28 日と 2 日間は単独で取引される。その後、翌週の 3 月 2 日(月)にカーブス HD の新規上場となる。
- ・スピンオフ公表後に株価が下がったが、カーブス HD の公開に伴って、公募増資が実施されるので、そのダイリューション(希薄化)を嫌った面がある。しかし、公募増資のダイリューションについては全く心配する必要はない。

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。

・公開価格を決めるための増資であり、カーブス HD に強い資金ニーズがあるわけではない。FC ビジネスなので、内部資金で十分経営できる。米国本部の買収で借入残が多いというようにもみえるが、カーブスの FCF (フリーキャッシュ・フロー) は潤沢なので、現在の借入金内部留保を使えば 3~4 年で返済できる。借入金の返済ニーズが強いわけでもない。

・カーブスの経営陣もオーナー型となる。つまり、カーブスの増本社長、坂本取締役、増本取締役の 3 名はカーブス創業時からのメンバーで、コシダカがカーブスを買収した時に、3 名の持ち株比率は 10%であった。

・今回のスピンオフに当たって、一度 100%子会社にして、10%分は 3 名への新株予約権という形にした。カーブス上場後はこの予約権を行使して、3 名は従来と同じ 10%の持ち分を保有するようになる。

・カーブス HD の大株主は、コシダカファミリーが 40%を超え、増本社長をはじめとする創業期からのメンバーが 10%を保有する。今のトップマネジメントが一定の株式を持つことは望ましい。

・カラオケとカーブスの今後の収益性をどうみるか。2019 年 8 月期セグメント利益でみると、カラオケの売上高営業利益率は 12.6%、カーブス 20.0%である。この利益率に対して各々のビジネスモデルが適切に展開されるのであれば、カラオケ 15~25%、カーブス 20~25%が見込める。

・つまり、外部からみると、カーブスの収益性が高く、カラオケは低いという現時点の見方にとらわれがちであるが、マネジメントからみると、カラオケとカーブスは同等の収益性を出す力を十分持っており、しかも将来の伸びしろ (成長余力) について、両者とも何ら遜色ない。

・ここが実行戦略としてみえてくれば、コシダカ HD とカーブス HD の各々の企業価値はそれぞれ高く評価されることになろう。「総合余暇サービス提供企業」をビジョンに、中期的に営業利益は、コシダカ HD もカーブス HD も各々営業利益で 100 億円が十分達成できよう。

・スピンオフ後も、両社とも ROE が高くピーク利益を更新、独自の価値創造を続けよう。両社の革新に大いに注目したい。

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