

ベル投資環境レポート

インベストメントの機会をいかに創り出すか ～生成的戦略遂行を目指して～

2024年2月25日

鈴木行生

目次

1. 人材が育つ会社、育てる会社

- 会社が変わるには～コーチングの役割・機能が必要
- イノベーションとリスク～もっと儲けるには
- 企業買収を戦略に活かす～M&A がうまい企業
- 働き方改革による価値向上～人件費は付加価値である
- スタートアップの成功に向けて～志が緩まない、進化が止まらないように
- 自然資本の活かし方～自然に活かされるネイチャーポジティブ

2. リスク、リターン、そしてインパクト

- アセットビルディングに向けて～収益性と成長性を見つめて
- リーダーシップをいかに発揮するか～インアクションから自分事へ
- PBR のもう1つの意味～不稼働資産を価値創造資産へ
- 対話をいかに～生成的に弾む中道の場づくり
- 危機管理を見抜くには～「魂の殺人」に加担しないように
- サステナブルファイナンスへのシフト～トランジション投資、インパクト投資に資金を出すには

1. 人材が育つ会社、育てる会社

会社が変わるには～コーチングが必要

・昨年11月、日経の世界経営者会議に参加した。毎年経営者の話を聞いているが、投資の参考になることが多い。いくつかを取り上げてみたい。

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

・モルガンスタンレーの J・ゴーマン CEO（当時）は、2014 年に CEO となり、10 年を経て、2023 年末に退任した。オーストラリア出身の弁護士で、マッキンゼー、メリルリンチで働き、2006 年にモルガンスタンレーに入り、2008 年のリーマンショックに直面した。

・この時、三菱 UFJ 銀行から 90 億ドルの出資を受け、危機を乗り切った。以来、三菱 UFJ 銀行とは良好な関係を築いてきた。

・CEO として 10 年、ビジネスモデルを大きく変革し、時価総額で GS（ゴールドマンサックス）を上回っている。IB（インベストメントバンキング）とトレーディングでは、変動リスクが大きいということで、ウェルスマネジメント分野の拡大を図った。

・富裕層向け AM(アセットマネジメント)は、船の底荷のようなもので、経営に安定をもたらすが、船が重くなるのでスピードは出ない。全体として、スピードと安定のバランスを図った。

・変革には、トップがリーダーシップを発揮し、企業文化を育てることが求められる。ウォール街でトップに立つ資質として、1) 自らに足りないところはチームで、2) 自信と信念を持って人がついてくるように、3) しぶとくやり抜くレジリエンスを発揮し、4) 精神的、身体的に安定を保ち、5) 戦略をしっかりと立て、よいコミュニケーターであること、が必須であると語った。

・自らの後継者（サクセッサ）は、3 人中からえられた。米国企業では珍しく、トップ争いに外れた 2 名も会社に残って、新しい CEO を支えることになった。

・三菱 UFJ 銀行とのアライアンスは、上手くいっている。三菱 UFJ サイドの歴代のトップ 4 名とは十分なコミュニケーションをとっており、半年ごとの運営委員会で議論を続けてきた。

・ゴーマン会長の見立てによると、1) 米国経済はソフトランディングできる。2) 米中のデカップリングは一時的で、相互依存の中で人々は生きている。3) しかし、ロシア、イスラエル、中南米は複雑で、不安がつきまとう。4) 日本は 30 年ほど苦境に立ってきたが、よい方向にある。その中で、人口を増やすには、①子どもを増やすか、②移民を入れることである。これができるか、と指摘した。

・シュナイダーエレクトリックの P.J. トリコア会長は、デジタルとエネルギーを軸に、サ
本レポートは、独自の視点から書いており、基本的に会社側の立場に立つものではない。本レポートは、投資家の当該企業に対する理解促進をサポートすることを目的としており、投資の推奨、勧誘、助言を与えるものではない。内容については、担当アナリストが全責任を持つが、投資家の投資判断については一切関知しない。本レポートは上記作成者の見解を述べたもので、許可無く使用してはならない。

ステナビリティ経営を実践してきた。まず、サステナビリティを経営の根幹に置いた。戦略とサステナビリティを統一して、それを文化にするまで実行した。グローバルコンパクトを共通語として、すべてのエコシステムを創ってきた。

・世界 200 の工場、100 のディストリビュータセンターで、デジタル化を進めた。まずは適切なパートナーを選んだ。自ら開発するのではなく、今あるシステムを使った。IoT に今ある装置を使い、クラウド化した。すべてのものを繋ぐ。その上で、データをとる。データには意味付をしておく。このリファレンスで、アセットとしての価値が出てくる。すべてをオープンにしてつないでいった。

・これによって、IoT 領域で、最もインパクトのある企業の 1 社となった。GX と DX を実践している。アジアを中心に市場を広げている。サステナブル経営で企業価値の向上を図っている代表企業として注目できる。

・企業を変革する人材はどう育つか。会社が変わるには、人が変わり、組織が変わり、企業文化にまで及ぶ必要がある。エグゼクティブからミドルまで、そのマネジメント人材は、教育で変わるのか。一定の基礎を学ぶ必要はある。それを実践して、体験を積んでいく必要がある。自らの創意工夫も求められる。

・スキルはトレーニングできる。ソリューションはコンサルから出てくるかもしれない。インセンティブシステムは、やる気を引き出すことにつながる。目標達成に向けて、自らをどう変えていくのか。従来の自分のままでは、悩みは尽きない。抵抗感をかかえたままでは、行動変容までいかないことも多い。

・新しいアイデア、意味付けの見直し、従来とは違った気付きなど、自分を変えていくには、コーチについてコーチングを受けるとよい。経営者は壁に向かって話しているともいえる。エグゼクティブは本当に悩んでいることを、周りには話しにくい。オフタイムの飲み会でストレスを発散しているだけでは、次につながらない。

・経営層にコーチングが広まっている。2つの側面があろう。1つは、コーチングのノウハウをよく知ることによって、自分の言動に新しい規律をもたらすことができる。もう 1 つは、実際にコーチについてもらうことで、対話を通して、自分を発見し、納得していければ、その効果は大きい。

・コーチ・エイの鈴木社長は、コーチングによる組織改革をサービスとして提供している。

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。

米国の企業では7割の経営者が、エグゼクティブコーチングを取り入れているという。コーチとの対話を通して、自分をバージョンアップしていく。

・会社のさまざまなレベルでコーチングが実施されると、組織風土が一気に変わると強調する。それならばやってみる価値はあろう。筆者も会社勤めの頃、コーチングの研修に参加して、大いに触発された。

・このコーチングのノウハウをAI化したAIコーチングも始まっている。コストが大幅に安くなるので、1万人の社員に1度に導入できるという。AIコーチングで、毎日会話していくと、人の意識は変わってくる。中長期の視点も育ってくるという。こうなればおもしろい。

・企業を変えるのは、①リーダーである、②ガバナンス（社外）である、③組織である、④社員のインセンティブと教育であるなど、さまざまな視点がありうる。その中で、共有、共感を通して、1人1人がレベルアップするにはコーチングも有効であろう。

・実は、投資家と企業との対話も、双方にとってのコーチングという側面があろう。緊張感のある対話を通して、情報のフィードバックを活かし、互いの行動変容に結び付けていく。信頼感が醸成され、企業価値の向上が図れれば、その効果はwin-winである。企業変革の要は何か。これを経営者と議論して、それを実践する会社に投資したい。

イノベーションとリスク〜もつと儲けるには

・ポストマンのCEO アビフナ・アシュタナ氏は、APIのソフト開発でインドから米国に渡り、急成長をみせている未上場ユニコーンの1社である。API（Application Programming Interface）は、ソフトウェア、プログラム、webサービスをつなぐソフトウェアである。

・2012年にサイドビジネスとしてスタートし、2014年に会社を設立した。APIはソフトをつなぐ。ポストマンを使うと、APIを早く効率的に作れる。従来は個別につなぐため手間がかかったが、これをスピーディに簡単に作成できる。

・すでに3000万人近いユーザーがいる。APIのソフト開発者に依存するのではなく、各々のソフト開発者が自分でAPIを作ることができる。ナレッジワーカーなら誰でもできるようにもっていくという流れである。

・APIはいろいろなインターフェースをつないでいく。クラウド、スマホ、AIをAPIでつな

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。

ぐ。コーディングをやったことのない人が、自分でソフトを作れるようになる。API の開発が手間なので、簡単にできるシステムを開発した。これを発売したら、大ヒットした。

・スタートアップに当たっては、1) まず役立つかを追求する。2) 次に、いい時もわるい時も、当初の確固たる信念を貫く、3) 先がみえず、時間がかかることを覚悟する。3 人で会社をスタートしたが、やる気はキープできた、とアシュタナ氏は語る。現在は 20 カ国で 700 人が働いている。

・リーダーシップのあり方として、1) 好奇心の中から文化的価値を求め、2) 真の解決策を追求し、3) 制約のある中で、チームとして大きくなることを目指すべし、という。その上で、ユニコーンになりたいなら、①最初からグローバル化を考えて、②失敗恐れずに挑戦し、③常に長期的な視野を持つこと、を強調した。

・中国のバッテリーメーカー CATL の潘健董事（チャンパン取締役）は、今後のバッテリーテックに関する戦略を語った。CATL は 2011 年設立で、EV 用バッテリーであつという間にグローバルリーダーの 1 社となった。世界シェアの 36%をとっている。

・バッテリー（BT）は、1) 再生エネルギーにとって重要であり、2) EV 用から船舶などに広がり、3) BT 自体が技術的に多様化していく。脱炭素（CN）にとっても欠くことのできない製品である。BT は、エネルギー貯蔵に必須である。

・BT のコストは年々下がっており、チャージ時間も大幅に短くなっている。エネルギー密度は、この 10 年で 180mhr/g から 300mhr/g に上がっており、次の 5 年で 500mhr/g 以上に高まるとみられる。用途によっては、300~500mhr/g で十分という領域も多い。

・さまざまな BT の開発が進んでいる。レアメタルを使わない方向が基本である。1) 全固体電池、2) リチウムからナトリウムイオンへのシフト、3) M3P、4) コンデンストバッテリーなど、将来への開発競争は活発である。いずれ航空機も BT で飛ぶようになるだろう。

・BT の充電効率も高まっている。短時間で充電して、長時間保つなら実用性は一段と高まる。こうした開発においても、CATL は世界をリードしようとしている。国内需要が大きいので、製品開発と市場開拓のサイクルをうまくまわすことができる。そうした BT 企業とどのように対峙していくのか。企業間競争は容易でない。

・メキシコのベンチャー企業が、サボテンを使ってレザーを開発した。植物原料の合成レザー
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。

ー（ビーガンレザー）である。ファッションのサステナビリティにおいて、アニマルフリーは重要なテーマである。動物由来の原料を使わずに、植物系の素材を利用しようという動きの1つである。

・アドリアーノ・ディ・マルティ社は、二人の創業者がCEOとなっている。社名も二人の名前に由来する。もともと、ファッションや自動車の革に関わっていたが、環境に配慮した素材に目を向けるうちに、サボテンに注目した。

・配合を工夫していくと利用可能性が高まった。サボテンの繊維を利用する。水分が少ない中で育つので、繊維も強い。サボテンは量産が可能なので、スケールを追いかけることもできる。今は、用途開発（ハンドバックなど）をしながら、ビーガンレザーの認知度を高め、ブランド化を図ろうとしている。

・二人は台湾で出会って、メキシコで生産し、イタリアで商品化を進めている、一定の需要があり、アジアに輸出している。素材開発がカギで、いかに高級感を出していくか。手触りと長持ちを求めている。企業は急成長を開始している。

・サントリーホールディングスの新浪社長は、ゲームチェンジャーのテクノのジーについて、常に目を光らせている。実際、ChatGPTについて、20代～30代のエバンジェリスト（ITの専門伝道師）に活用モデルを考えてもらうと同時に、50代にも全員に研修を受けさせている。

・50代のもっているノウハウを、質問力を通して、AIに蓄積していく。インターフェースは簡単なので、50代でも使いこなせる。これによって、アナログのナレッジをデジタルに変えていく。

・日本の75歳は世界でみれば65歳、日本は75歳まで働くことが十分できる、と新浪社長はみている。10年若いのだから、将来があると思って働いてもらうことが大事である。

・経営トップのリーダーは、技術をどう磨いていくのか。CEOは興味を持って自ら動き、理解を深めて、活かすことを実行していく。CVC、大学、アドバイザーはCEOが接点となって、ネットワークを広げていく。

・サントリーは4割の社員が中途入社である。多様な人材がリーダーとして新しい動きを監視していく。技術へのアクセス、その投資には金がかかる。よって、粗利率を上げて稼ぐ

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

必要がある。ビジネスのマージンを高めることが必須である。

・とりわけ、環境を中心とするサステナビリティには、新しい技術が出てくる。一方で、新しい技術を取り入れても、すぐに陳腐化するリスクもある。ペットボトルのリサイクルを、いかにサーキュラーエコノミーにもっていくか。木材由来の材料にかえて、2030年には石油由来をやめる方針である。

・NFTやメタバースも、響や山崎という商品を超えて、顧客により時間を提供するという視点からみていくという。新しいウイスキーがChatGPTですぐにできるかもしれない。新規参入は、異業種からも入ってくるかもしれない。これにたえず備えておくことが大事であると強調した。

・世界的にみたリスクは、人権のリスクにあると新浪氏は語る。地政学的リスクが台湾に波及した時、台湾の社員、上海の社員はどうするのか。もっとネットワークを広げて、プランAではない、プランBを作っておく必要がある。

・中国で一度は撤退したビールをもう一度やってみたいという。つまり、民間の関係でつながりを広げていくことを重視している。それでも、反スパイ法は脅威であると懸念する。

・米国、アセアン、インドとはインサイダー化してつき合っていく。トップクラスのインサイドに入って情報をとり、リスクをみていく。東京にいると重要情報の入手が十分でないという。

・日本のCEOが4~6年で交替するのは短い。10年間、CEOがやれるくらいの人材が求められる。まずは給料を上げて、いい人材を取り、その人材を活かして生産性を上げていく。粗利率を高めて、もっと稼ぐ仕組みを強化する。日本でも人材は流動化していく。“いい人取り”の経営が問われよう。

・日本の収益性は低い。サントリーも世界で儲けるだけでなく、日本でもっと利益をあげるべし、と強調した。そのための施策はいかなるものか。テクノロジーを活かした次のビジネスモデルに注目したい。

企業買収を戦略に活かす~M&Aがうまい企業

・M&Aが当たり前になってきた。筆者がアナリストレポートを書いている企業においても、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。

自らのサステナビリティの確保、成長性の追加のために M&A が実行されている。

・目的は何か。①自らの本業を強化するために、同業他社を傘下に入れる。②事業を多角化するために、土地勘のある異業種事業を手に入れる。③海外事業の拠点と顧客を獲得するために、海外の類似企業を買収する。

・④事業ポートフォリオを入れ替えるために、新規の周辺事業を手に入れる。⑤周辺事業を強化するために、合弁事業を自社の完全子会社にするなど、さまざまな理由があげられる。

・規模はどうだろう。自己資本、営業キャッシュ・フロー、借入余力などからみて、無理のない範囲で行われていることが多い。公募増資を利用する場合もあるが、その後の PMI に時間を要すると、投資家の反応はネガティブになる。

・買収後、企業価値は向上しているか。投資リターンは、十分見合っているか。本業の中に一体化してしまうと、外からは分けてみるができない。それでも、全体の収益性が高まっているなら問題ない。

・別のセグメントに分けられて、PMI に時間を要していると、低収益性が目立って、その後の対応が課題となってくる。新たな事業基盤を確立し、成長性が高まり、サステナビリティにうまく結びつくと評価は一気に向上してくる。それには、3~4 年を要することも多い。

・2023 年 8 月に、「企業買収における行動指針」が経産省から出された。産業組織課の話を聞きながら、M&A 戦略を企業評価にいかに関活用するかを再考した。

・スピンオフに関する税制改正で、カーブスホールディングスが、コシダカホールディングスからスピンオフした。コロナ禍を乗り越えて上手くいっている。

・2022 年のパーシャルスピンオフ税制改正で、ソニーフィナンシャルホールディングスがソニーグループからスピンオフされる予定である。

・事業ポートフォリオでは、出ていく事業もあれば、入ってくる事業もある。新しいポートフォリオの構築は企業価値向上の根幹である。

・海外企業による日本企業の M&A も増えている。日本企業の活性化に向けて、これを促進しようという動きも活発になっている。

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

・PHCホールディングスが2021年に上場した。もともとは三洋電機にあった事業であるが、三洋電機を買収したパナソニックの事業ポートフォリオの中で、ノンコアと位置付けられた。

・十分な投資ができない状況にあったが、KKR（米国の大手PEファンド企業）に買収された。KKRからの支援は、資金だけでなく、経営支援チームから事業へのアドバイスもあった。

・医療機器業界において、その後もM&Aを手掛け、業界中位から大手の一角に押し上がった。そして、上場に至った。パナソニックはノンコア事業を切り離し、KKRは事業再生でリターンを上げ、会社は上場企業として独立することができた。

・日本企業は、コアでない事業を低収益のまま長らく抱えていることが多い。本業の強化や周辺ビジネスに参入に当たって、M&Aを行う事例も増えているが、その後のPMIに手間取っていることも多い。M&A戦略を成功させていくには、マネジメントの力量が問われる。

・M&Aでは、1) その企業を欲しいという投資先が何社もあって、互いに対抗する「競合的買収」が増えている。2) 買収対象企業の詳細を得ない「同意なき買収」（敵対的買収）も目立っている。前者では東洋建設、後者では新生銀行の例があげられる。

・一方で、買収されたくないということで、買収防衛策を講じる企業もある。それが本当に妥当なのか。会社の何を守るのか。株主やステークホルダーにとって望ましいのか。ここでも戦略とガバナンスが問われている。

・経産省の「企業買収における行動指針」では、望ましい買収について、その考え方をまとめている。なによりも市場機能が健全に発揮されているか。株主の利益、株主の意思が尊重され、手続きにおいて透明性が担保されていることが重要である。

・その上で、1) 企業の成長性、2) 経営の規律と機会の確保、3) リソースの最適配分や健全な新陳代謝、に資するかどうか。その実効性の発揮が問われている。

・買収する側、買収される側の双方において、その意思決定プロセスは妥当か。執行サイドがフェアに判断し、取締役会での真摯な検討を経て、決定されることが必須である。さらに、十分な情報開示が行われ、一般株主、一般投資家が企業価値向上の行方を判断できるようにしてほしい。

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。

・M&A がうまい企業とそうでない企業がある。企業の内部成長戦略は相対的に分かりやすいが、M&A による外部成長を目指すといわれても、投資家はなかなか判断しにくい。事業ポートフォリオを入れ替え、業界再編をリードし、企業の新陳代謝を促進する M&A で、ぜひ成功体験を積んでほしい。

・M&A の戦略を立て、それを実践し、PMI をきちんと仕上げていくことができる組織能力が備わっているか。ここが企業価値を創り出すもう 1 つのパワーである。この組織能力を見極め、戦略とガバナンスを的確に評価して、投資に活かしたい。

働き方改革による価値向上～人件費は付加価値である

・今、会社で働いている人は、仕事が楽しいだろうか。仕事に対する思いは、人それぞれであろうが、企業価値向上には社員の貢献が最も大事である。

・日本 CHRO 協会の中井戸理事長（元住商副社長、元 SCSK 社長）の講演録を改めて読んでみた。SCSK の社長に就任した後、覚悟をもって、働き方改革に取り組んだ。IT ソリューションの会社は 2010 年ごろ厳しい働き方を強いられていた。

・トップダウン型の施策は効果が限定的なので、社員の心に訴ええる発想と行動を取り入れた。1) 残業削減、2) 健康推進、3) 女性活用、4) 定年制改革、5) リモートワーク制度の導入などであった。

・報告のための資料作りを徹底的に削減して、クリエイティブは仕事に使えるようにした。顧客と社員の家族に社長からの手紙を届けて、健康的な働き方への理解と協力を得るようにした。この手紙作戦はユニークであった。

・日本の伝統的生産性向上とは、時間当たりの生産額を上げて、その効果を価格に反映させ、競争力を高めることにあった。コスト低減を単価の引き下げに活かせず、というやり方であった。

・中井戸氏は、そうではない方策を進めた。労働時間を短縮しつつ製品やサービスの付加価値を高め、それを働き手に還元しながら企業価値の向上にむすびつけていく。まさに、今に通じるやり方である。

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。

・SCSK では、残業が減ってきた。当時、浮いた残業代（10 億円規模）は全額社員へ還元した。インセンティブとして賞与に活用した。これによって、残業代は重要な生活費、という本音を、社員の立場に立って変えていった。

・働き方を変えて、業績は下がるどころか、一段と向上していった。素晴らしい経営の実践であった。

・2020 年代に入って、新たな働き方改革が求められている。サステナビリティを支える ESG において、DE&I（ダイバーシティ・エクイティ&インクルージョン）が大きなテーマとなっている。企業の価値創造に当たって、多様性（Diversity）、公平性（Equity）、包括性（Inclusion）が的確に認識され、広く実践されることが望ましい。

・コーポレートガバナンス改革では、人的資本に関する開示の充実や、取締役会の多様性の推進が求められている。日本では、人手不足、高齢化の進展に直面して、人への投資は企業のサステナビリティの確保にとって最重要課題である。

・人的資本重視の経営は、当たり前のように見えるが、多くの企業はそれが十分できていない。ヒトを活かす経営で、ユニークさを発揮しているか。あるべきビジネスモデル（価値創造の仕組み）に、人材戦略が組み込まれて実践されているか。

・従業員とのエンゲージメントを通して、人材ポートフォリオを定量化し、リスクリングを実行し、知や経験を組織能力として蓄積し、進化させていく仕組みを磨いているか。そこに DE&I がしっかり組み込まれているか。ここが問われている。

・これらの実行には時間を要する。人的資本投資が成果を上げてくるには、先行期間が必要である。企業によって懐妊期間は異なろうが、3 年から 5 年は要しよう。

・企業のバリューチェーンにおいて、人権尊重は徹底しているか。外からここを見極めるのはなかなか難しい。しかし、グローバルにみて、中堅企業においてもレベルアップが求められている。

・人権侵害は単なるレピュテーションリスクにとどまらず、取引機会を失い、人材流出リスクが高まり、不買抗議運動にさえ発展しかねない。人権尊重のガイドラインの設定や DD（デューデリジェンス）の実施も必要となっている。とりわけ開示と救済については、準備が怠れない。ESG はここまでみていく必要がある。

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。

・その上で、企業にはがっちり稼いでほしい。サステナビリティを織り込んだ企業価値創造経営を、SX（サステナブル トランスフォーメーション）と伊藤レポート 3.0 では名付けている。

・まずは人的資本コストをみずから具体的に見定めて、それがもたらす企業価値を思い描いてほしい。そのコーザリティ（因果関係）を業務プロセスとし明確化し、人的資本投資を実践してほしい。

・いかに見える化するか。ここはまだトライアルの域にあらうが、ぜひその内容を知りたいし、議論していきたい。働き方改革の実践から、その企業の実力が見えてくるようになるらう。実力が高まりそうな企業に選択的に投資したい。

スタートアップの成功に向けて～志が緩まない、進化が止まらないように

・2つのスタートアップ企業の社外取締役役に就いている。役割は、立ち上げ期の苦労の中でも、会社がきちんと活動して、社会的に認知されるように、取締役会を監督していくことである。

・起業家には、それなりの志がある。自らの能力を活かして、仲間を集めて、事業を立ち上げていく。それをサステナブルにできるか。一定の顧客をつかんで、事業を黒字に持っていかななくては、いずれ資金が尽きてしまう。

・将来有望な事業であれば、投資家や融資を頼める金融機関を募ってファイナンスを継続することもできるが、初期の段階ではなかなか容易でない。

・岸田政権の「新しい資本主義」実現会議は、「スタートアップ育成5か年計画」を策定した。スタートアップ企業への投資額を大幅に拡大して、スタートアップを生み育てるエコシステムを創り、第二の創業ブームを実現させようという意気込みだ。

・うまくいくのか。20代から50代まで、事業を起こしたい人は大勢いる。独立して、会社を経営したいという人は多い。会社を作って事業を始めることは、形式的にはやさしいが、それを続けて大きくするには相当な困難を伴う。でも、日本に中堅中小企業が200万社以上あるのだから、これからも起業家になるチャンスが大いにあるらう。

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。

・政府はスタートアップへの投資額を、5年で10倍にして、起業を加速しようとしている。
①人材・ネットワークの構築、②オープンイノベーションの推進、③資金供給の強化、④出口戦略の多様化を図っていく。

・まずは起業数を増加させ、その中からユニコーン（大型ベンチャー企業）を排出させようとしている。創業から事業拡大を進め、海外展開を含めた成長によって、経済全体への波及を目指す。

・1) 起業家教育、2) 若手の人材支援、3) スタート時のファイナンス、4) ディープテックのR&D支援、5) IPOやM&Aの促進、などに一段と力を入れていく。

・ディープテックやライフサイエンス領域で、アーリーステージのスタートアップを、2000億円規模のグロスファンドで支援する。社会実装に向けR&Dに1000億円、創薬ベンチャーの実用化開発に3000億円の支援も用意している。

・また、グローバル展開が図れるように、1000人規模の起業家育成に向けて海外派遣を実施する。創業時の信用保証に、経営者保証が不要となるような新たな信用保証制度もスタートさせた。エンジェル税制の拡充やインパクトスタートアップの支援も盛り込んでいる。

・これで日本をスタートアップ大国にもっていけるか。ソフトバンクG、ニデック、キーエンス、ファーストリテイリング、エムスリーのような会社が続々と出てくるか。それには、やはり「信長の野望」のようなスピリットが欲しい。地方から全国に、国内からグローバルに育ってほしい。

・日本取締役協会は、2023年4月に「わが国のベンチャー・エコシステムの高度化に向けた提言」を出した。世界のベンチャーキャピタルがすぐに投資したくなるようなエコシステムを、日本に創る必要がある。

・従来のようなやり方では世界に通用するベンチャー企業が育ってこないという指摘を踏まえている。日本のスタートアップの育て方にはいくつかの根本的な誤解があるという。

・リスクをとって起業し、企業を育てるのは創業者であり、すべての経営を創業者に任せ、リスクを取らせようとする。本来、リスクテイキングは、投資家、銀行家が担うべきなのに、ひたすらリスク回避的なアプローチで支援をしているのではないか。

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。

・これでは企業は育たない。日本のベンチャー企業を支えるエコシステムが、グローバルスタンダードからずれているので、海外のベンチャーファンドが入ってきにくい。日本の仕組みが、ここでもガラパゴス化しているという。

・グローバルマーケットで勝負できるスタートアップを「G型スタートアップ」と称して、G型スタートアップのためのコーポレートガバナンス (CG) のあり方やステークホルダーの規律について提言している。

・G型スタートアップのためのCGを、経営高度化のための仕組みとして、しっかり位置づける必要がある。シード期からシリーズA (アーリー期)、シリーズB (ミドル期) に、グローバルベンチャーキャピタルを招くには、彼らに合った仕組みを整えて事業を展開する必要がある。

・創業者がベストの経営者とは限らない。ベストCEOを選定する仕組みが必須で、その経営陣に対する実効性の高い監督が求められる。グローバルベンチャーキャピタルが株主に入ってきて、高い経営能力が発揮できる仕組みを早めに作っておく。

・シリーズA、シリーズBの局面で、誰がファイナンスに応じてくれるか。PFI (Product Market Fit) の観点からみて、収入がコストを上回るような状況が見込めるか。

・PFIのための投資 (シリーズA) や、顧客やマーケットを広げるための開発投資やマーケティング投資 (シリーズB) が十分対応できるか。既存の投資家によるフォローオン投資 (追加的投資) や新規投資家の開拓が勝負の分かれ道となる。

・IPOやM&Aで、創業者のインセンティブが緩んで、マインドセットが変節するようでは困る。企業の発展ステージによって、経営者や組織に求められる資質はどんどん高度化する。これを担う人材の適所適任がCGの本来的やるべきことである。

・提言では、わが国ベンチャーキャピタルの企業価値評価の仕組みが、グローバルスタンダードであるIPEVガイドライン (International Private Equity and Venture Capital Guideline) による公正価値評価に十分合致していないという。

・簡便的な方法によっているため、ベンチャーファンドに投資しているリミテッドパートナーが、パフォーマンスをグローバルに評価できない。もっと比較可能にする必要がある。

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

・まずは黒字化、次に一定の報酬が得られるように、起業家は必死である。このプロセスで不正がまかり通ってしまうこともある。次が、取り敢えず IPO を目指して、スモール IPO に成功する。

・ところが、ビジネスモデルの進化が止まってしまうと、ここで成長も一段落してしまい、次のステップに進めない。創業者は数 10 億円の時価に満足して別のことに目が向いてしまう。そういう経営者も多い。

・志には必ず社会的価値の実現が根っこにあり、それが自らのパーパス (存在意義) である。経済的価値にとらわれ過ぎて、短期の金儲けに走ってしまうと後が続かない。

・少しゆとりが出たところで、志がゆるまないように、ガバナンスを効かせながら次の高みを目指してほしい。成功者は今のレベルに甘んずることなく、自らの成長だけでなく、バリューチェーン全体の価値創造にも力を注いでほしい。そして、次の社会的価値創り、すなわち社会的課題の解決に領域を広げてほしい。

・これからも、「日本の将来を担うリスクをマネージできる投資家と企業家を育成すること」(私のパーパス) に邁進したい。日本のスタートアップが続々と力をつけてくることに注目したい。

自然資本の活かし方～自然に活かされるネイチャーポジティブ

・われわれは、自然の中で生きている。自然の中で生かされている。自らの快適さを追求すると、知らず知らずのうちに自然を壊していることが多い。

・今住んでいるマンションの前の姿は忘れてしまい、近くの大自然のごとき巨大な屋敷が突然整地され、マンションが建つという光景を目の当たりにした。この自然林で長らく暮らしてきた植物、動物は一瞬にして一掃された。

・人による開発とは、こういうものであると実感する。そこには流儀があるといっても、どんなルールを作っていくべきなのか。新しいマンションに自然資本はどこまで活かされていくのか。今、ここが問われている。

・自然資本は、森林、土壌、水、大気、生物資源など、自然によって形成される資本である。この資本をベースに、2つのサービスが提供されている。

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

・1つは、生態系サービスとして、①供給サービス（食料、水、木材などの供給）②調整サービス（大気、気候、水量、土壌侵食などの調整）、③文化的サービス（景観、芸術、教育などの価値提供）がある。

・2つ目は、非生物的サービスで、鉱物、金属、石油、天然ガス、地熱、風、潮流、季節などがある。こうした自然資本を使って、サービスが提供され、それを利用して企業活動を行っている。

・この自然資本を、サプライチェーン、もっと正確にはバリューチェーンの中でしっかり捉え、自らの立ち位置を掴んでおく必要がある。自然は便利に使えばよい、というわけにはいかない。しかし、どこまで広げれば気が済むのか、という思いも高まってくる。

・生態系サービスの中で、生物多様性をいかに守るか。これを破壊している要因は、人による土地や海の利用変更であり、これが自然の生態系（エコシステム）の悪化を招いている。非生物的資本においても、伐採して、採掘して、使ってしまったら、資源はいずれ枯渇してしまう。

・エコシステムとして、少しでも守っていく必要がある。GHG(温室効果ガス)をコントロールしてカーボンニュートラル(CN)を達成しようという目標は、その中の1つである。

・ネイチャーポジティブはもう1つの柱である。自然の悪化を食い止め、回復軌道に乗せることをめざす。生物多様性の減少を食い止め、生態系サービスを含めた自然の状態を改善することを目標にする。

・こうしたスタンスをネイチャーポジティブと称する。TCFDに次いで、TNFD(Taskforce on Nature-related Financial Disclosures: 自然関連財務情報開示タスクフォース)が問われている。

・自然はコントロールできるのか。1億年単位で見れば、1億年前に人はいなかったが、そのもととなる生物は存在していた。1億年後に人類がいるかどうかはわからない。しかし、何らかの生物には生存してほしい。人間の知識で解明できたことをベースに、知恵を活かして、自然のサステナビリティを高めたい。

・企業は自らのバリューチェーンの中で、できるところから目標を定め、活動していくこと

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。

が望ましい。それが自らの企業価値向上に結び付くなら、やる気も出てこよう。単に自然資本との折り合い（トレードオフ）をつけるだけでなく、自然資本を守りながら、企業価値の創出につなげていく。

・単に消費してしまうのではなく、再生できるように工夫していく。再生への道を自社だけでなく、サプライチェーンを巻き込んで具体化する。業界上げて活動する。国の行動基準を明確にして、国際的にも協調していく。

・トップダウンでやらされるだけでなく、ボトムアップで望ましい方向を作り上げていく活動が重要である。これを、ステークホルダーを巻き込んで、自らのサポーターとしていくことも必要である。

・NRIの機関誌「知的財産創造」（2023年10月号）では、「カーボンニュートラルからネイチャーポジティブへ」を特集した。こうした視点を頭に入れて、企業活動をみていくと先進的企業と後進的企業の差がはっきり見えてくる。

・そこでは、企業価値に結び付くかどうかがかぎである。①サーキュラーエコノミー、②カーボンニュートラル、③ネイチャーポジティブ、という3つの軸から企業のサステナビリティを評価したい。

2. リスク、リターン、そしてインパクト

アセットビルディングに向けて～収益性と成長性を見つめて

・カーボンニュートラル（CN）を目指すには、新しい技術開発とその設備やシステムを動かすための投資が必要である。これが有力な成長機会となる。社会的な善に貢献することで、自らも価値創造ができれば、これこそが最高のビジネスであろう。

・日本の貯蓄投資バランスをみると、政府は大幅な赤字であるが、民間は企業も家計も大幅な黒字である。貯蓄が投資に向けられ、それが成果を上げれば、リターンの分配が可能になる。企業が働く人々の報酬を上げれば、家計は潤ってくる。

・もう1つのルートは、個人金融資産が現金預金から、株式、投資信託などのリスク資産に向かえば、そのリターンが直接個人（家計）に入ってくる。

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。

・企業にとって投資機会はないのか。機会がないから、投資をせずに現預金を貯めているのか。投資にはリスクを伴う。リスクを回避して、ビジネスで勝負しないのか。そのような企業はいずれ衰退するので、経営者には早めに交替していただきたい。

・個人が老後を心配し、お金を貯めるだけで使わなければ、経済はまわらない。貯めたお金がリターンを生むように投資すれば、それは好循環となって、国全体の成長にも寄与する。2100兆円の個人資産のリターンを年間+1.5%上げれば31.5兆円の金融所得が生まれる。名目GDP560兆円に対して、そのインパクトは+5.6%と大きい。

・こうした成長と分配の好循環を生むには、資産運用セクターの抜本的な改革が必須であるとの認識のもと、政府の政策が動いている、どうやって個人の預貯金と金融資産を投資にまわすのか。損をしたら身も蓋もないと思えば、大きな動きにはならない。

・デフレからインフレに向かうと、預貯金の価値は目減りしていく。2つの課題がある。1つは、企業がしっかり儲けてくれるか。それなら投資したくなる。もう1つは、金融機関が本当に信頼できるか。顧客本位の経営を実践し、親身に相談にのって、商品・サービスを提供してくれるなら、リターンに対して報酬（手数料）を支払うには当然である。

・では、日本を代表する5つの金融機関のトップはどう考えているのか。昨年10月に日経のシンポジウムで、講演とパネルディスカッションを聞いた。印象に残った点をいくつか取り上げてみたい。

・大和証券グループ本社の中田社長(当時)は、変化の条件が揃ってきたと強調した。1) バブル崩壊後のデフレがようやく終焉する、2) 日本株の長期下方トレンドが変わるという認識が広まっている、3) 顧客が望んでいる商品サービスを提供できるようになる、4) 長期の運用に対するインセンティブが整ってきたからである。

・消費者物価はプラスに転じており、日銀のゼロ金利政策も変わりつつある。日経平均は4万円を目指すこともできそうである。企業業績が伸びることで現実味が出てこよう。NISAやiDeCoへの税制インセンティブが本格化している。

・三井住友フィナンシャルグループの太田社長(当時)は、円安とインフレが進行する中で、価格転嫁が進んでいる。企業業績は好調で、賃上げにも結び付いている。成長と分配が上手く回りそうである。世界景気はスローダウンするとしても腰は強い。日銀の金融政策も正常

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。

化してこよう。中小企業はどうか。サプライチェーンの中で、パートナー戦略が重要になっていると強調した。

・みずほフィナンシャルグループの木原社長は、金利がつく世界に戻ると、経済が活性化してくる。運用商品の多様化も出てくると指摘した。グローバルサプライチェーンの中で、サステナビリティが問われている。インフレトレンドが続くので、マイナス金利は修正されよう。そのタイミングには注意を要するが、いずれ預貯金金利も動くともっている。

・野村ホールディングスの奥田社長は、オルタナティブ商品はインフレに強いので、ここが多様性をもって広がってくるとみている。適切なプライシングを、金利＋スプレッドできちんとみていく必要がある。日本でのオルタナのチャンスは大きいといえよう。

・三菱UFJフィナンシャルグループの亀澤社長は、欧米の金融緩和、日本の金融正常化はそのタイミングがポイントで、インフレの粘着性とその不連続性をよくみておく必要があると述べた。金利がついてくる中で、改めて金融機能の強化が求められている。

・資産運用アドバイスの高度化では、①リサーチ、②投資戦略、③商品戦略、④販売戦略の各エンジンを強化し、ウェルネスマネジメントのデジタルプラットフォーム作りに力を入れている、MUFJとモルガンスタンレーとの連携も効果的である。

・大和アセットマネジメントでは、オルタナティブ・ファンドとして、プライベート・クレジット・ファンドに投資する公募投信「ダイワ・ブラックストーン・プライベート・クレジット・ファンド」を国内で初めて提供している。

・また大和証券では、セキュリティトークン（ST）の販売で実績を上げている、ケネディクス不動産を裏付けとして、公募不動産ST（ケネディクス・リアルティ・トークン）の募集でトップクラスである。STについては、不動産、再エネ、社債などに広がってこよう。

・SMBCグループでは、「幸せな成長：Fulfilled Growth」への貢献に向けて、資産形成を通じたマテリアリティ（重点課題）の解決に取り組む。

・1) 環境（グリーンローン、SDGs ボンド、移行金融）、2) DE&I、人権（人的資本経営推進、なでしこ推進向け融資）、3) 貧困・格差（インパクトファンド、マイクロファイナンス）、4) 少子高齢化（資産形成、資産継承）、5) 日本の再成長（スタートアップ支援、ベンチャーデット、グロースファンド）などである。

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。

・家計に対して、「Olive」を軸としたデジタルサービスで若年層、現役世代のエントリーバリア解消に力を入れている。SBI との連携も効果を上げている。

・各社のPBR をみると、2月22日時点で、みずほ0.70倍、野村0.78倍、三井住友0.78倍、三菱UFJ 0.94倍、大和1.06倍である。みずほはROE 6.5%、PER 10.9倍、三井住友はROE 6.7%、PER 11.7倍である。各社ともROR 10%、PER 10倍にもっていけば、PBR 1.0倍が達成できる。さらにもっと上を目指してほしい。

・資産形成という軸からみた時に、それぞれ手を打っているが、収益性と成長性が十分でないとみられている。PBRが1.0倍を割っているということは、各社の新しいビジネスモデルが、それを構成する人的資産、組織資産などで、まだリソース不足があるので、いかに戦略的に構築していくか。

・グローバルに戦う基盤という点での格差も大きい。流れはフォローであるが、いかに差異化、特化戦略で個性を発揮するか。類似のサービスの中での差別化戦略に期待したい。

リーダーシップをいかに発揮するか～インアクションから自分事へ

・三菱ケミカルグループのギルソン社長が退任する。2024年4月から副社長の筑本氏がCEOとしてリーダーシップを発揮する。石油化学事業の再編が難航しているため、同事業に精通する筑本氏が相応しいと判断された。

・指名委員会委員長を務める橋本社外取締役は、石化再編の遅れが課題であったと指摘した。21年12月に、23年12月までに他社とJV(合弁会社)を設立すると公表したが、実現の目途が立たなかった。また、ギルソン社長の経営改革は人材の流出にもつながった。どこに問題があったのか。

・昨年10月のアナリスト大会で、ギルソン氏の講演を聞いた。企業再生と人的資本が全体のテーマであった。ギルソン氏の論点は興味深い。

・ギルソン氏はベルギー育ち、仕事のキャリア地は欧州で40%、米国で40%、日本で20%。日本は2回目で、化学エンジニア出身である。成長企業の文化をどのように作っていくか。保守的なやり方の中で、どのように成長軌道に戻すか。文化や意識の問題はかなり難しい。

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。

・日本経済はこの30年伸びていない。国民も豊かになっていない。日本はソフトパワーのよきは有しているが、ビジネスリーダーのリーダーシップが十分でない、と彼はみている。

・三菱ケミカルの課題として、1) 内部成長が低い、2) ROICが5%レベルで、PBRが1.0倍を割っている、3) これまで3兆円の投資をして、有利子負債2兆円を有する、4) 低収益のせいで、イノベーションが停滞し、2016年以降の新製品のローンチが少ない、5) デジタル基盤が時代遅れで、新基盤の構築を急ぐ必要がある、6) グループ企業が600社と多く、複雑である、とギルソン氏は認識した。

・なぜこんなに子会社・関連会社が多いのか。優秀な社員は多いのに、業績は不振である。何かうまくいっていない。何が原因なのか。日本企業に共通する要因として、ギルソン氏はインアクション（不作為）をあげた。アクションに対してインアクション、つまり行動するのではなく、行動をとらない。分かっている、やらないという行動をとる。

・やるべきことに気づき、それを認識する。でも、インアクション、いつまでも様子見しているだけとなる。人は合理的であるはず、でも何もしない。そこで、なにもしないことが合理的となる。やるとしてもゆっくりやる。

・こんなことが、なぜ起きるのか。アクションの原動力は、1) 緊急性～危機ならできる、2) インセンティブ～これが強く働く、3) 強いコンセンサス～リーダーが駆り立てれば動く、とみた。一方で、ノンアクションの何もやらない合理性は、1) 危機感がない、2) インセンティブがない、3) コンセンサスが弱い、と生まれる。

・緊急事態への対応がマンネリ化してしまう。慣れてしまうと、緊急性が低下する。期待リターンが低下して、低収益でもいいかとなってしまふ。ゼロ金利のもとで債務が拡大し、成長が止まってしまう。業績低迷の中で、R&Dも削減されてしまう、というサイクルに入った。

・このサイクルをストップさせるには痛みを伴う。この痛みを避けようとする、不作為がおきる。痛みを伴う改革を実行すると、社内の文化が変わってしまう。これを許容して、実行するしかない。リーダーの役割である。

・そこで、成長志向の文化を作ろうとした。アクションをとるために、“Re-establishing a Growth Culture through Action”をテーマに掲げた。1) 事実を共有して、危機を呼び起こし、目を覚ます、2) 財務の制約、人事の制約を見直して、インセンティブを与える、3) 初期の合意形成は無視して、リーダーが変革をリードする、こととした。

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。

・これまでの「Kaiteki」では楽すぎる。もっと Bravery(果敢)に、Persistence(あきらめないで完遂)するようにハードルを上げた。スペシャルティマテリアルにフォーカスし、ベストを目指す。中程度のまあまあは受け入れない。

・不作為のリーダーが停滞の要因である。現状の調和ではなく、アクティブ調和 (Active Harmony) を図る。不作為の合理性を排除して、リーダーが行動する文化 (action-oriented culture) を作ろうと提言した。ギルソン氏はそれを実践してきた。

・昨年 10 月にこう語ったが、同 12 月に 3 年で CEO 交替が公表された。5 年から 7 年やらなければ、事業ポートフォリオを組み替えて、成果を上げ、新しい組織文化の定着は図れないだろう。その前の交替となる。

・1) 石化事業の業界再編を予定通りに実行できなかった、2) トップダウンのアクションに現場のリーダーがついていけなかった、ということであろうか。日本的に言えば、信長のよいうなリーダーシップで、事を急ぎ過ぎたのであろうか。何か残念である。

・サッカーの岡田元監督(今治、夢スポーツ代表取締役会長、日本サッカー協会副会長)は、チームマネジメントについて、次のような体験を語った。

・新しいサッカーチームを作りたい。自律した選手が育っていない。選手自らが判断して、動くようにしたい。そこでティーチングではなく、コーチングに徹した。スペインのサッカーは、16 歳までに教えて、後は自由にする。武道の守破離の精神で守 (ティーチング)、破 (コーチング)、離 (自由) で、チームの人材を創っていく。

・いつも人のせいにする文化が制約となる。これを覆すには、クラブのオーナーとなって長期的にチーム作りに取り組む必要がある。そこで株式の 51% をもつことにした。心の豊かさをベースに、理念に沿った経営を実践すると決めた。どうやって人を成長させるか。当事者意識をもつには、まず自分事と考えられるように、対話によって持っていく。

・対話の基本は 3 つ、1) どうしたの、2) 君はどうしたいの、3) 私に手伝えることは、これを何度も聞いていく。

・会社経営は、サッカーゲームと同じである。フィロソフィーを創る。エンジョイせよ。私たちのチームである。勝つためにベストをつくせ。今できることに集中せよ。しゃがんで

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。

キャンプすることに心がけよ。存在を認めて、コミュニケーションをとる。

・ゲームを楽しむ、チームは選手のものである、と言っても、試合では、半分のチームが負ける。常に必ず1人1人を見ている。一体感は目標にしない。違いを認めると、逆に一体化してくる。共通の目標があれば、そこで結果がでると1つになれる。

・非日常の場面で自分をさらけ出すと、違いを知ることができる。そうすると、チームに自然とモラルができてくる。絶対に手を抜くな。勝負の神様は1ミリの細部に宿る。リーダーシップを発揮するには、考え抜いた上で、直感で決める。覚悟を持って、ありのままの自分をみせる。失敗の中から、次の楽しみが出てくる、と語った。

・なるほど、そうかもしれない。こうみると、三菱ケミカルグループの経営改革は、狙いは良くても、実現には距離があった。組織の中で、人々がどう動くのか。リーダーとの距離がいかに縮んで、社員が自分事としてビジネスを考えられるか。

・経営戦略と人財戦略の結びつきについて、突っ込んで理解しておく必要がある。企業価値評価の要として、大いに役立てていきたい。

PBRのもう1つの意味～不稼働資産を価値創造資産へ

・財務分析では、主要項目を分解して理解を深めていく。例えば、 $ROE = \text{売上高利益率} \times \text{総資本回転率} \times \text{財務レバレッジ}$ と分ける。最近では、 $PBR = ROE \times PER$ もよく使われている。

・日本企業のROEが低い理由は、売上高利益率の低さにある。PBRが1.0倍を割っているのも、ROEが低いからである、という指摘もよく知られている。

・ただ、この手の分解は、注意してみていく必要がある。数式で分けてみるということと、その意味を理解することは異なる。人がものごとを判断する時、その要因をきちんと分けてみることは重要である。一方で、分解しても要因が特定できないこともある。

・ $PBR = ROE \times PER$ という算式は、 $ROE = PBR / PER$ とも表記できる。ROEを改善するには、PERを低めに抑えた方がよいといえるだろうか。ほとんど無意味といえよう。

・財務数値の分解は、そもそも要因が互いに独立ではないことが多いので、理解しやすいからといって、短絡的に結び付けてしまわない方がよい。

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。

・ROE 8.0%×PER 10 倍=PBR 0.8 倍という企業にとって、収益性を高めることと、成長性を高めることは、互いに独立ではなく、かなり結び付いていることが多い。

・PBR 0.8 倍は、どのように解釈すればよいのか。バランスシートの自己資本（簿価）に対して株価（時価）がそれを下回っている。ということは、帳簿上の資産が実態として目減りしているともいえる。

・つまり、資産の一部が、企業価値を生まない不良資産や不稼働資産になっているかもしれない。では、その不良資産を除けば、PBRは1.0 倍に戻すことができるのか。価値を生まない不良資産とは、実際何なのか。ここを知りたい。

・売れもしない商品の在庫が貯まり、それを作る設備が余っているのか。うまくいくと思っ
て買収した企業ののれんが実は無駄になっているのか。安全のために株や現金をもっているが、それが役立っているのか。とすれば、それらを再構築すればよい。

・ROE 15%×PER 20 倍=PBR 3.0 倍という時の3 倍は何を意味するのか。純資産の時価が簿価の3 倍あるので、総資産に純資産の2 倍を足したものが、時価の資産ということになる。つまり、見えない資産が純資産の2 倍あると評価されている。

・この見えない資産とは何か。商品やサービスがもっと売れるはず、のれんがどんどん価値を生むはず、ということの意味しているともいえる。

・さらに言えば、新たな企業価値を生み出す仕組みのうち、バランスシートに載ってないものを、市場が評価しているともいえる。それは、人的資本、知的資本、組織資本などを反映したものである。

・PBR 0.8 倍は、純資産の20%に相当する不稼働資産がある。PBR 3.0 倍は純資産の2 倍に相当する優良な見えない資産を有している。

・PBR 0.8 倍は、収益性が低く、成長性も今1 つである。PBR 3.0 倍は、収益性が高く、成長性も高く評価されている、という解釈もできよう。

・何がポイントなのか。PBR=ROE×PER は1 つの算式であるが、それをそのまま因果関係と結び付けないことである。企業の価値創造の仕組みがビジネスモデル (BM) である。この BM

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3つの側面からみる。

・①BMは今いくらのROEを生み出しているのか。②このBMの成長性はどのくらいあるとみられているのか。そして、③BMの時価は簿価に対して、どのように評価されているのか。

・その上で、投資家が知りたいのは将来である。今のBMをBM1とすれば、将来の目指すBMをBM2として、それをどのように実現していくのか。その戦略を知りたい。それを支える経営力は十分か。成長をリードするイノベーションに取り組んでいるか。

・突然ドスンとすることがないように、リスクマネジメントはできているか。サステナビリティのベースとなるESGはしっかり運営されているか。こうしたBM2の評価がPBRに現れてくる。

・まだ十分評価されていないとすれば、BM2とそれに向けた戦略を大いに語ってほしい。PBRはROE×PERの結果ではなく、独立した1つの財務指標として、その意味付けを充実してほしい。

・ここが本物でないと、企業価値の向上もおぼつかないものとなろう。ここを見極めて、PBRの上がる企業に投資したい。

対話をいかに～生成的に弾む中道の間づくり

・企業は「投資家との対話」を、投資家は「企業との対話」を求めている。あるいは、もっと対話せよ、と要求されている。IR活動において、対話は当たり前である。でも、CGC（コーポレートガバナンス・コード）、SSC（スチュワードシップ・コード）が設定されて以来、対話（エンゲージメント）のレベルアップが問われている。

・通常は、何を対話するのか、という中身が議論の中心であるが、ここでは対話のやり方、方式、資質の鍛え方について考えてみたい。

・企業のプレゼンを聴いていると、演台の前に立って、スライドを映しながら、30～60分、一方的に話していることが多い。準備された原稿を読んでいる経営者もいる。スライドをみると、パワーポイントに文字や図表や絵がいっぱい入っている。話す言葉は一部だけなので、スライドを見て分かれ、というスタンスをとっている。

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

・話す方も聞く方も、日本ではこのやり方に慣れている。このタイプの説明会方式は、伝えたいことを一方的に分かってほしいというやり方で、その後の質疑も対話になっていない。

・Q&Aセッションでは、事前に集めた質問から始めることも多い。事前質問は既に伝えてあるから、準備した内容をそつなく説明することが多い。

・米国で経営者のプレゼンをみると、演台前ではなく、ステージに立って、動き回りながら話している。ステージから語りかけている。スライドもシンプルな文字、図表、絵で、語る言葉を印象づけるように工夫されている。

・プレゼン資料をみると、日本はそのまま資料として使えるが、米国ではプレゼン資料だけでは、中身がよく分からない。語る言葉に動きをおいている。だから、プレゼンがおもしろい。

・日本でも、最近は米国型のプレゼン方式が増えてきた。9月に催された日立の「社会イノベーションフォーラム」での小島社長のプレゼン、10月の「ソフトバークワールド」での孫会長のプレゼンは、米国スタイルであった。

・パネルディスカッションはどうか。モデレータ（司会進行役）と3人のパネラーがいるとして、1) まず自己紹介、2) テーマ1について1人ずつ、3) テーマ2についてまた1人ずつ、と話して40分が過ぎてしまう。

・そこから議論しようにも時間が足りないし、論点もしぼりにくい。よって、対話というより、3人のパネラーの意見表明に終わってしまうことが多い。

・ここでも、モデレータが対話に慣れていると、いきなり本題に入って論点を聞いていく。事前質問があったとしても、それをベースにしながらか、発言の中から具体的な課題を取り出して、次のパネラーにつなげていく。

・パネラーが答えた後に、その人自身が疑問に思ったことを次のパネラーに直接ぶつけていく。こういう場面を許容しつつ、モデレータがうまく進行させると、話がおもしろくなる。

・ラージミーティング、スモールミーティング、1対1のミーティングにおいて、やはり少人数になるほど、話の中身は濃くなっていく可能性が高い。だが、これは一般論で、経営者

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。

と投資家の場合、互いの見識と問題意識にギャップがあると、少人数になっても、話がうまく進まない。

・例えば、経営者は投資家と話していて、スタンスの違いから分かってくれないと思ってしまう。投資家は、自らの質問に対して、的確な答えが用意されていないと思ってしまう。

・そうではなく、互いの話が弾んで、新しい気付きや発想、認識が生まれてくれば、今回のミーティングはよかった、インフォーマティブであったとなろう。

・最近、子どもに関する2つの著作を読んだ。1つは、『すべての子どもに「話す力」を(1人ひとりの未来を拓く「イイタイコト」の見つけ方)』(竹内明日香著)である。子どもの可能性は、プレゼン力で開花し、「伝わった」は一生の自信になる、と述べている。

・もう1つは、『子どもの遊びを考える、「いいこと思いついた!」から見えてくること)』(佐伯胖著)である。遊び=自発的活動というのは本当か、という論点から遊びの本質の新しい視点を追求している。

・竹内氏は、話す力は、①考える力、②伝える力、③見せる力、から成り立つので、言いたいことをみつけ、伝えるには調べて、選んでつなげていく。そのために広げて、深めていく。こうした活動を実践している。

・確かに、私たちも同じことをしっかりやる必要がある。声を出して、練習することが大事である。英語のプレゼンになると、何10回も練習するとすれば、日本語でも同じで、ブラッシュアップが必須である。

・異なる立場の人と話す時に、どのようなスタンスや態度をとるか。筆者の場合は十分準備した上で、聞きにくいことでも忖度せずに、単刀直入に聞く。もってまわった言い方はしない。言い訳はしない。明るく、にこやかに、ズバット聞く。そうすると、相手は待ってましたとなるか、そこを聞くかと嫌な顔をするか。ここからがスタートである。

・対話から、新しいアイデアが生まれそうである。「いいこと思いついた!」のいいことは、いつ生まれるのか。遊びは面白い。面白いから没入して夢中になる。そうするとまた何か思いつく。

・能動的か受動的か、という二項対立ではなく、子どもの遊びには中道的なスタンスがある

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。

という。例えば、見るは能動的、見られるは受動的、これに対して、見えているは中道的である。「やる、やらせる」「する、される」ではない別の場がありうる。場を盛り上げる（能動）ではなく、場が盛り上がる（中道）という動きが出てくると楽しい。

・仕事心は、やり遂げたいことをどうやって、を追求する。遊び心は、遊んでいるプロセスが面白い。仕事の結果だけに拘るなら苦役になる。仕事をやっている行為に価値（よさ）があれば、ワクワク感が出てくる、と佐伯先生は述べる。

・ワッサーマンの「まじめな遊び」によると、1) 遊びが生成的であると、それでどうなる、と新たな問いが次々に生成されていく。2) 想定外の不都合な結果が生じて受容する。3) そもそも遊びに失敗は存在しない。

・4) 正解、不正解を判定しない。想定外は新たなチャレンジを生む。5) 何をどうするかは、自分、自分たちで自律的に決める。6) まずは体を動かしてやってみる。要は、心地良いかどうかであるという。

・対話が盛り上がるには、仕事心に遊び心が入って、価値創造のストーリーを探求していくことであろう。こうした対話を楽しみたいものである。そのための鍛錬にぜひ力を入れてほしい。

危機管理を見抜くには～「魂の殺人」に加担しないように

・ありえないことがおきる。想定外であったと説明される。きちんとマネージされている会社では何もおきない。何もおきないことは、事前に、未然に防止されているからである。この何もおきないことをもっと評価していく必要がある。リスクマネジメントに、対話を通じていかに突っ込んでいくか。

・ビックモーターの事件が露呈した。急成長企業にはウラがあった。大手の損保会社も、バリューチェーンの中で、一枚加わっていたのではないか。そうなると、上場企業にも波及してくる。

・やっていることが、本当にユニークなのか。単に、変なことをやっていて、それを正当化してしまうようでは、ガバナンスが効いていない。そもそもサステナビリティがない。つまり、企業価値創造が長く続くはずがない。

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。

・社会的事案が発生した時、どのような情報開示を行うのか。犯罪であれば、捜査の進展を待っているのでは、何も話せないというが、本当だろうか。

・会社として、問題事案の全体を把握できていないので、質問に答えられない。そんな状況で、会見や対話はできないという。それでよいのか。トップの責任が問われるような局面で、矢面には立ちたくないと、逃げの姿勢で通す。こんな経営者は信用できない。

・危機管理広報のコンサル会社「エイレックス」の江良社長は、インタビューの中でいくつか示唆的なコメントをしている。

・1) 記者会見の目的は、説明責任を示すことである。何が起きたのか、どこに問題があったのか、二度と起こさないためにどうするのか、を説明する必要がある。

・2) 会社へのダメージを最小化することを優先して、不都合な質問をさせないことは、通常ありえない。NGリストは作らず、質問数や追加質問も限定する必要はない。

・3) 代理の担当で済ませるのではなく、トップの責任者が自らの言葉で最後まで話すというスタンスが次につながる。

・4) 守りのダメージコントロールより、公益性、情報開示の中立性、公平性を保持すべし、と指摘している。

・これはPR（パブリックリレーション）での基本であるが、投資家向けのIR（インベスターズリレーション）においても十分包含されるべきものであろう。

・では、ジャニーズ問題は何が本質であったのか。日本取締役協会は、2023年10月に「未成年者に対する性加害も問題に関わる標準ガバナンスコード」について、提言を出した。

・ジャニーズ事務所のオーナーの性加害を、知っている人は知っていた。裁判でもそのような判決が出ている。でも、ジャニーズ側の取引に関する制裁を恐れて、忖度し、見て見ぬふりをした。多くの上場企業もジャニーズとビジネス上の取引を続けた。

・犯罪者がオーナーである会社と、継続的に取引をして、自らPRに使ってよいのか。よいはずがない。でも、それがまかり通ってしまった。知らなかったではすまされない。なぜか。

それを疑い、懸念をもって、ジャニーズと取引をしなかった会社があるからである。反証可
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。

能性からみて、言い訳は通りにくい。

・未成年への性加害は、サプライチェーンのなかで、人権問題である。これは「魂の殺人」である、と位置づけて、人権の尊重を行動へ移す必要がある。国の義務、企業の責任、救済へのアクセスが問われる。

・「魂の殺人」に対して、契約を停止するだけでは不十分である。自らの影響力を使って、負の影響を減らすべし、と提言する。企業は、リスクを特定して、デューデリのプロセスを整備し、そのリスク管理を運用する。負の影響を是正し、救済にまで協力せよ、という。

・是正、救済を行動で示す必要がある。人権リスクは、企業価値に影響する事業リスクだけでなく、被害者のリスクを救済することまでを含む。この救済状況を開示せよと提案する。

・コンプライアンスは、法令順守に留まらない。コンプラの対象はハードロー、ソフトロー、規範を含む。「未成年への性加害」を対象とし、それを特定して、ガバナンスの原則に入れる必要がある。取協リスク・ガバナンス委員会の柿崎副委員長（明大教授）はこのように述べた。

・日本のガバナンス改革は本物か。改革を進めていても、反例（悪いガバナンス）が次々と出てくる。形式だけに捉われている企業も多い。ESGを軸としたサステナブル資本主義の実践という点では、イノベーション、DX、CXをスピードアップする必要がある。

・ICGNの対話ミーティング（23年10月）で、ノルジェス・バンク・インベストメント・マネジメントのW. モーン氏（CGのグローバル責任者）は、ガバナンスにおいては、取締役会の独立性と多様性が最も重要で、これが進むかをさらにみていくという。

・プライム市場企業は、グローバル企業との比較で、もう一度、自らの経営力（トップのリーダーシップ）、成長力（イノベーション）、リスクマネジメント、サステナビリティ（ESG）を見直す必要があろう。

・多くの日本企業は、価値創造のビジネスモデルが弱い。よって、利益の水準（収益性）も収益の伸び（成長性）も見劣りしている。ガバナンスは形ではない。実践である。ガバナンスをよくしたら、それだけで収益性、成長性が高まるわけではない。

・その中で、ドスンと落とし穴に陥らないための仕組み作りとその運用が問われる。このリ
本レポートは、独自の視点から書いており、基本的に会社側の立場に立つものではない。本レポートは、投資家の当該企業に対する理解促進をサポートすることを目的としており、投資の推奨、勧誘、助言を与えるものではない。内容については、担当アナリストが全責任を持つが、投資家の投資判断については一切関知しない。本レポートは上記作成者の見解を述べたもので、許可無く使用してはならない。

スクマネジメントについて、企業とじっくり対話して、企業の質を見極めたい。

サステナブルファイナンスへのシフト～トランジション投資、インパクト投資に資金を出すには

・企業のサステナビリティを経営全体に統合していくことは、かなり難しい。先進的な企業をみると、役員報酬にサステナビリティの成果を盛り込んでいる。

・アサヒグループホールディングスでは、ESGに基づくサステナビリティの評価項目を点数化して、中期賞与に反映させている。サステナビリティによる社会的価値を40%のウェイトで評価する。

・オムロンでは、役員報酬を短期と中長期に分け、ROE、EPSなどの財務目標が60%、相対TSR（トータルリターン）などの企業価値が20%、ESGのサステナビリティが20%というウェイトで評価している。

・サステナビリティの成果をどのように測るか。まだ試行錯誤が続いているが、マテリアリティからKPIを定めて、目標を立て、その実行をPDCAで回していく。その上で何らかの数値化（レーティング）を用いて、評価していく。企業のサステナビリティの評価と、経営全体への統合には大いに注目したい。

・ESGにおいて、E（環境）、S（社会）、G（ガバナンス）をどのように展開するのか。目標を掲げれば、その実現に向けて、投資が必要になる。戦略を立て、組織を作り、定性的な目標を計量化できるようにする。

・そのKPIが、どのように企業価値向上に貢献していくのか。経路を踏まえて、因果について何らかの実証（エビデンス）がほしい。すぐには無理としても、5年、10年かけて実効性をみせてほしい。そのプロセスを共有したい。

・D&I（ダイバーシティ&インクルージョン）において、例えば女性取締役、外国人取締役をいかに増やしていくのか。事業の特性にもよるが、社内取締役、社外取締役の多様化は必須である。現状でよいという答えはまずない。いつまでに、どのように実現するのか。その実効性はどうか。形式だけではもはやステークホルダーに評価されない。

・ICGN（国際コーポレートガバナンスネットワーク）の議論を聞いていると、取締役10名
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。

の時、社内が6~7名、社外が3~4名として、まず女性を3名にする。社外から招いて増やしつつ、社内については10年かけて3分の1を女性にするくらいの実行力が問われる。

・その前提として、1) 能力があること、2) 社内昇進とともに、中途採用にも力を入れること、3) 多様性が意思決定の質を高めるように選任されること、が求められる。とりわけ、経営人材については、中期的な育成が必要で、人材が育つように社内の仕組みを革新していく必要がある。人材投資について大いに議論したい。

・昨年10月に東京サステナブルファイナンスフォーラムが開催された。サステナビリティを実現するには、投資が必要であり、そのファイナンスのあり方が問われる。とりわけ、トラジションファイナンスとインパクトファイナンスが注目される。

・東京FinCity構想を推進するには、1) サステナブルファイナンス、2) フィンテック、3) アセットマネジメントの機能を大きく高める必要がある。

・CN（カーボンニュートラル）を実現するには、主要産業において、技術革新を踏まえて大型投資が必要である。CNに貢献しつつ、企業価値向上が図れるような投資案件にファイナンスがついてくるようにすべきである。

・しかし、その投資は本当に有効なのか。さらに、有望なのか。ここがはっきりしないとファイナンスに応じる投資家はいない。有望であるならば、一定のリスクをとって投資機会を活かしていくことは、ビジネスチャンスとなる。

・PRIのD・アトキンソンCEOは、企業のトップマネジメントは、サステナビリティをビジネスモデルに取り込んで、その実行を自らのマנדート（委任される任務）にすべしと提言した。サステナビリティはもはやコミットメントの段階ではなく、アクションが求められている。

・サステナブルファイナンスは、新資本主義のコアとなっている。社会的課題の解決を通して、持続的な成長を実現する。それをサポートする政策が推進されている。金融庁の堀本審議官（政策立案統括）は、3つの施策をあげた。

・1つは、GXの推進に向けたクライメットトラジションボンドの発行である。再エネ、水素、鉄鋼・化学などの先行投資で、トランジションを加速させる必要がある。新しいGX投資商品の開発を促していく。

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。

・2つ目は、スタートアップの支援である。支援の1つがインパクト投資で技術革新やビジネスモデルの革新を求めてコンソーシアムを作っていく。

・3つ目は、サステナビリティを推進する金融機能として、アセットオーナーやアセットマネージャーの役割を一段と高めていく。

・ブルックフィールドアセットマネジメントのM・カーニー会長(前イングランド銀行総裁)は、4つのビクトレンドに注目している。1) CN に対する企業のニーズは高まっており、テクノロジー、オペレーション、ファイナンスが必要である。

・2) CN に向けた政府のやる気も高まっている。脱炭素のコストも下がっているので、ギャップを埋めることはできる。3) ISSB による基準の明確化や TCFD の推進によって、金融セクターでも CN に向けて視野が広がっている。4) そのためには多額の投資が必要であり、グリーンボンドが急拡大するとみている。

・CN の実現に向けたトラジションはまさに R&D と同じであり、企業戦略の中心に位置づけられる。アンモニアへのニーズは新市場をクリエイトする、と IHI の瀬尾常務は語った。

・JFE の手塚主監(地球環境担当)は、大型投資を必要とし、コストがかかるので、CN に向けたロードマップを理解してもらう必要があると話す。EV 用の電磁鋼板、高炉での水素利用など、領域は広い。グリーン鉄は高付加価値である。この市場を作っていく必要がある。

・資金使途が特定されるグリーンボンド、特に定めのないサステナブルリンクボンドなど、ロードマップの中でのポジションが問われる。

・インパクト投資は、社会的価値へのインパクトを重視するが、このインパクトと収益は、トレードオフ(両立しない関係)ではなく、Win-Win(双方が満足する利益を得ること)であるという認識が必要である。経済性と社会性、すなわち儲けて、役立つという両面を目指す。

・ベンチャーにも、IPO にも、大企業のトランジションにも、インパクトが求められる。投資家は、両立を目指すポジティブ インパクト ファイナンスに対して、投資機会を見出す。一般的な ESG 投資だけではなく、個別の技術やプロジェクトが注目されよう。

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。

・課題はある。トランジションはリスクが高そうで、インパクトは先行きが不透明であるとみられるかもしれない。リスクをとらない投資家ばかりであれば、企業再生や新しい成長は望むべくもない。

・インパクトをもう1つの軸とし、リスクとリターンをよく見極めながら、これら3つの軸で、各々の分野の1号ファンドへ投資するようなカルチャーを作っていきたい。