

## ベル投資環境レポート

# 情報開示を企業価値向上にいかにつなげるか ～ビジネスモデルの変革に向けて～

2019年6月14日

鈴木行生

## 目次

- |  |   |
|--|---|
| <p><b>1. 株式市場における情報開示</b></p> <ul style="list-style-type: none"><li>➤ これからの金融行政～金融庁の変身</li><li>➤ 企業情報の開示が充実へ～効き目はいかに</li><li>➤ 統合報告書の質的向上に向けて～KPMGの分析レポートに学ぶ</li><li>➤ エンゲージメントにおける社外取締役の役割</li><li>➤ 東証1部上場の基準見直し～どう対応すべきか</li><li>➤ 拡大するETFの活用～ETFはパッシブ運用か</li></ul> | <p><b>2. ビジネスモデル変革への挑戦</b></p> <ul style="list-style-type: none"><li>➤ 生産性指標の開示は如何に～生産性経営に向けて</li><li>➤ 攻めのIT経営銘柄～グランプリはANAホールディングス</li><li>➤ タイプの異なる企業をどのように比べるか</li><li>➤ 空間シェアリングエコノミーの展開～TKPのリージャスジャパン買収</li><li>➤ ふるさと納税制度の改革とパブリックの推進～チェンジの挑戦</li><li>➤ 営業から価値生産へ～PCデポのオーナー買いから社員への株式贈与</li></ul> |
|--|---|

## 1. 株式市場における情報開示

### これからの金融行政～金融庁の変身

・4月に金融庁の遠藤長官から、今後の金融行政について話を聴く機会があった。その骨子に触れながら、印象に残った点について考えてみたい。

・金融庁は平成と共に発足したが、前半は金融危機対応、特に銀行を中心とした不良債権問

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。

題への対応に四苦八苦してきた。リーマンショックを乗り切った後からは、「金融処分庁」から「金融育成庁」へ変貌しようとしている。

・当初は、①ルール重視の事後チェック、②厳格な資産査定による検査、③徹底した法令遵守の確認に力を入れた。

・実効性はあったが、①形式、②過去、③部分への集中によって、副作用もあった。経営の中身より担保、経営のリスクより資産査定、顧客へのサービスより証拠作り、という姿勢に懸念があった。

・そこで、企業・経済の持続的成長と国民の安定的な資産形成には、3つのバランスが重要であると、考え方を前進させた。

・1) 金融システムの安定は大事であるが、金融仲介機能をもっと発揮させるようにする。2) 利用者保護はもちろんであるが、利用者の利便性をもっと高める。3) 市場の公正さ、透明性を確保するとともに、市場の活力を引き出すことである。

・金融庁の組織も、課題に対応するために再編された。中心課題は、金融機関の活動が、①企業の事業性を評価し、②顧客の立場に立って運用サービスを提供し、③将来を見据えたリスクを捉えて、④持続可能なビジネスモデルを実現することにある。

・そのためには、ベストプラクティスの追求に向けた対話に力を入れ、「金融育成庁」として金融サービスの向上に取り組む。具体的に7つの方針を打ち出している。デジタル化、資産形成、活力、ガバナンス、信頼、協力、改革がキーワードである。

・金融デジタルイノベーションでは、2018年7月にFinTech Innovation Hubを設置した。フィンテックについて最新のトレンドを把握して、未来志向で金融行政に役立てていこうというものである。

・金融機能では、①決済、②資金供与、③資産運用、④リスク移転がとりわけ重視される。伝統的な銀行法、貸金業法、金融商品取引法、保険業法といった業態別ではなく、金融の機能別に中身を再検討しようとしている。

・家計の資産形成では、1) 長期・積立・分散投資の推進、2) 顧客本位の業務運営の確立、3) 高齢社会の金融サービスのあり方、がテーマである。

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。

・とりわけ、顧客本位という観点からみた時、金融機関が自己本位の利益を優先しているのではないか、という疑念がある。ビジネスモデルの抜本的転換が求められているが、その新しい姿がまだ十分描けていない。

・金融機関はどのようなビジネスモデルを創るべきなのか。①顧客に最善を尽くしながら、②社員に適切な動機付けをして、③会社としての持続的な価値創造の仕組みを構築することが問われている。

・押しつけ販売にならないようにできるか。顧客がよかったと実感できるようになるか。社員が、提供する商品やサービスに本当に自信を持てるか。これらはどのビジネスにおいても本質的なテーマである。

・はっきりしていることは、今の仕組みのままでは無理がある。新しいイノベーション（革新的な仕組み作り）がそれを成し遂げることになるので、強烈な新陳代謝を伴うことになる。金融機関はなくならないが、担い手はかなり入れ替わる可能性が高い。

・資本市場の機能強化に向けて、CGC（コーポレートガバナンス・コード）やSSC（ステークホルダーシップ・コード）の改定、対話ガイドラインの策定も進んでいる。活力を引き出すためには公正・透明を確保しつつ、やる気のあるプロを登場させやすくする。そのための育成をサポートすることである。

・おもしろいことに、金融庁自身が組織活力の向上に向けて、職員の働き方改革に取り組んでいる。人材の配置、人事評価、人材育成、コミュニケーションの充実において、新しい試みを次々と実行している。若手の自主性を重視する政策オープンラボや、職員による出張授業も始めた。

・遠藤長官自ら、処分庁から育成庁に変身すると明言している。安定、保護、透明だけではなく、発展、利便、活力を強調している。検査局を廃止して、総合政策局や企画市場局を重視する。ミニマムスタンダードのルールを守っていればよいということではなく、もっと活発にベストプラクティスを実現することを求めている。

・金融の法体系も新しいものへ変えていく必要がある。FinTech では新規参入が相次ぐし、今のままではイノベーションの制約になって世界から遅れをとってしまう。

・投信の販売や残高、ビジネスモデルを見ると旧態依然としている。米国に30年遅れてい

---

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。

るといふ認識のもと、新しい理念と運用を見える化して、リーディング運用機関を育てようとしている。

・そして、日本の金融の仕組みを変えていくために、まず金融庁自らが変わろうとしている。組織運営ではグーグルにも学んでいる。新しい時代の金融行政を期待したい。

### 企業情報の開示が充実へ～効き目はいかに

・4月に金融庁の井上企業開示課長の話を聴いた。企業に関する情報開示はさらに進もうとしている。①最近の論点はどこにあるのか、②投資家、アナリストからみた時、どこが大事なのか、③企業の社外取締役や社外監査役にとっては何を重視すべきなのか、という観点でいくつか取り上げてみたい。

・共通していることは、何らかのアクションをとった場合に、どうしてそのような結論や判断に至ったのかについて、理由やプロセスをもっと開示してほしいというものである。

・SSC（スチュワードシップ・コード）の実行において、1) 運用機関は、議決権行使の理由の説明など対話の中身について、開示が不十分である、2) 議決権行使助言会社も、企業との対話が不十分である、との意見がフォローアップ会議で出されている。

・対話というのは手間がかかる。課題について個別に議論するには時間がかかる。時間をかけても十分な意思疎通ができるとは限らない。実際、時間をかけるだけの組織体制ができていないことも多い。杓子定規な要求や対応では、そもそも企業価値向上に結びつかない対話になってしまう。

・開示をするには覚悟がいる。よりよい方向に改善するために、賛否の理由を語るのである。企業にとって不愉快に感じるかもしれないが、次の改革に活かしていく前向きな姿勢が求められる。

・議決権行使助言会社は、一律のルールを決めて効率よくさばこうとすると、杓子定規のルールを厳しめに設定することになり、それを利用する運用機関も丸呑みするだけでは実態から離れてしまう。個別の対話を重視しようとするれば、それだけの体制をつくる必要がある。一方で、助言もビジネスであるから限度があるかもしれない。

・CGC（コーポレートガバナンス・コード）では、1) 内部監査部門が独立社外役員（取締役  
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。

や監査役)と連携を深めること、2) 上場子会社のガバナンスは、一般株主保護の立場からどう考えるのか、という意見が出ている。

・内部監査 (IA) がそもそも充実しているか、社長直結といっても形だけの組織になっていないか、という懸念がある。社外役員からみると、IA がしっかりしている会社は安心できる。

・IA が不十分な場合には、まずミッションの実効性について報告を求め、連携が強められるように運営の仕方を変えていく。人員が少ない場合も多いので、経営トップに人材の強化を訴えて実現するという必要もある。

・監査報告書における KAM (Key Audit Matters : 監査上の主要な検討事項) の導入が、2021 年 3 月期から全面的に始まる。財務諸表が適正と認められるか否かに関連して、もっと中身の議論を示すことが望まれている。

・どのように進めるか。1) 監査の過程で監査役等と協議した事項、2) その中で特に注意を払った事項、3) さらに特に重要であると判断した事項、について特定する。この 3) のところが KAM に当たる。

・特別のリスク、虚偽表示のリスク、不確実な見積もり、経営者の重要な判断などについて、プロの会計士としての絞り込みを行い、KAM を決定する。

・KAM は問題点の指摘ではない。どういうところを重要と認識したか。その理由と議論について明記してくれれば、監査報告書の透明化に役立ち、投資家は必ず読みたくなる。つまり、投資判断に役立つ情報と捉えるので、会社との対話に活かすことができる。

・では、公認会計士はどこまで書くか。監査人が株主に対して必要な情報提供を行う事は守秘義務違反とはならない。一方で、会社サイドは余計なことは書かないでほしいと考えるかもしれない。

・しかし、通り一遍の当たり障りないことで済まそうとすれば、それはすぐにわかってしまう。見識のある投資家やアナリストは、このあたりを見抜くことができる。公認会計士も、実態分析の腕と表現力が問われよう。

・企業の会計監査人が交替するケースがある。その理由は、多くの場合、任期満了と書かれ本レポートは、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。確かに任期満了であっても、もう一步踏み込んで、その理由を知りたいと投資家は考える。また、異動の理由として最も多いのは、監査報酬の多寡である。

・筆者の実感としては、会社サイドには、監査報酬を安くしたいという以上に、監査に対する不満がある。経営方針に合わない会計の厳格さを要求される場合、これまで良しとされたことが修正となる場合、担当が変わって相性を通してクオリティに満足できない場合などがある。

・監査法人からみると、限られた人材の中で、十分な協力が得られない会社とは継続したくないと考える。人材の交替は避けられない。確かに相性もある。しかし、組織として信頼が得られないならば、手を引きたいという欲求も強まってこよう。

・ここで重要なことがある。同じ監査人が長く担当すると、何らかの弊害が起りうるので、一定の期間で担当や法人そのものを変えるという議論である。変えることで、マンネリを防ぎ、新しい目で監査を行うということは重要である。

・監査報酬に関しては、筆者の持論がある。とかく企業は監査報酬をコストと考える。コストは安い方がよいので、ひたすら値切ろうとする。監査法人は人手の商売なので、時間を多めにかけて売上を増やそうとしていると考えがちである。

・監査報酬は確かに費用ではあるが、それは監査価値に対する対価である。的確な監査を通して、企業価値に対する信頼が高まるのであれば、それはコストではなく、価値創造のための投資である。監査報酬をケチるような風潮は何としても改めていく必要がある。

・有価証券報告書における記述情報の充実も図られようとしている。財務情報および財務情報を適切に理解するための記述情報（経営戦略、経営成績の分析、リスク情報など）の充実では、1) ガイダンスの設定、2) ベストプラクティスの公表、3) 開示ルールの策定（内閣府令の改正）などが進められる。

・開示ルールの策定では、役員報酬のプログラムや実績、政策保有株式、監査人の継続監査期間などについて、これまでよりも詳細に記載するようになる。

・記述情報の開示に関する原則では、1) 取締役会や経営会議での議論を踏まえた経営目線での議論の開示、2) 情報のマテリアリティ（重要性）、つまり業績に与える影響や発生の蓋然性を考慮した議論、3) 資本コストを踏まえた成長投資、手持資金、株主還元などの議論など

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。

があげられている。また、決算説明会、年次報告書で使っている図表、写真等は有報でも使ってよいことになる。

・企業情報の開示は、年々充実する方向にある。これを改善ととるか、手間のかかる作業の要求ととるか。政策として充実を求めても 1) 投資家に役立たなければ使われない、2) 企業価値向上に役立たなければ形式にとどまる。

・本来、これらの施策は大いに貢献するはずである。その意味において、一連の開示情報の充実が企業価値向上にとって、効き目があるかどうかをじっくり見ていきたい。

### 統合報告書の質的向上に向けて～KPMG の分析レポートに学ぶ

・KPMG から統合報告に関する調査が公表され、そのセミナーが3月末に催された。この報告の中から興味深い点について、いくつか取り上げてみる。

・「日本企業の統合報告書に関する調査2018」は5回目となるが、その報告の内容は一段と充実しており、大いに参考になる。

・統合報告書（IR：Integrated Report）の発行企業数は、2018年版で414社（前年度比+79社）となった。5年前が95社であったから、大きく伸びている。実際、東証1部上場（2018年末2128社）の時価総額の58%（382社）を占めた。

・発行は2018年7～9月に集中し、英文版は日本語と同時から2カ月後までとなっている。作成の所管では、従来のIR広報から経営企画主導になるところが増えている。統合思考による経営を推進するには、新しい試みを伴って会社全体を動かす必要があることによる。

・統合思考をどのように実践しているか。価値創造のストーリーをきちんと創り上げて、それをわかりやすく見える化することが求められる。KPMGでは、統合を、①経営環境、②中長期、③非財務、④ビジネスモデル（BM）の変革、⑤社会・経済価値、⑥ステークホルダー、⑦戦略目標の7つの視点から、そのつながり（コネクティビティ）をみている。

・価値創造のプロセスを、図で示している企業が増えている。資本（キャピタル）を使って、アウトプットを作り出し、それがアウトカムにどう結びついているか。この説明を上手くできるかどうか問われている。

---

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。

・単にオクトパスモデルを当てはめればよいというものではない。自社の価値創造の仕組みである BM（ビジネスモデル）のユニークな表現がカギとなっている。

・わが社の企業価値創造にとって、何がマテリアルなのか。このマテリアリティ（重要項目）をどのように認識するか。CSR（企業の社会的責任）におけるマテリアリティと IR（統合報告書）におけるマテリアリティは異なる。

・ここを昇華できていない企業も多い。マテリアリティの設定において、それを経営トップがきちんと認識しているか。マテリアリティの設定を、マネジメントの組上にもってくる仕組みを内在しているかどうか重要である。

・マテリアリティは、1) 社会的課題のうち自社に関わるもの、2) 自社で意欲的に取り組むものだけではない。新しい企業価値を創り出していく上で、自社のキャピタルに足りないものは何か。その中でマテリアルなものをいかに揃えていくか。3) 社内の経営資源に関するマテリアリティも極めて重要である。

・企業価値創造において、そのリスクと機会をどのように説明するか。リスクについて説明するだけでなく、機会についても説明する企業が増えている。

・リスクとは、自社でコントロールできないものなのか。すぐにはコントロールできないが、継続的に努力してマネージできるようにしていくのか。その姿勢が問われている。リスクがコントロールできれば、実は機会にも結びついてくる。

・まずは強みと機会を強調する。次にリスクと機会を検討する。リスクに対してどのような手を打っているか。しっかり対応できる中身があれば、書きっぷりもよくなる。

・打つ手がすぐに見出せない場合は、課題指摘に留まることもやむを得ない。一般論に逃げることなく、企業として受け止めているかどうかを投資家はみていくことになる。

・財務戦略について、それを体系的に説明している企業は多くない。経営戦略を踏まえて、バランスシートのあり方、投資の中身、資金調達の方法、それを踏まえた資本効率の追求、ROIC、ROE、資本コスト、配当について、財務戦略として語っている企業は少ない。過去の実績だけでなく、今後どうするのかという点についても CFO が説明してほしい。

・KPI（重要経営指標）としては、財務、非財務ともできるだけ具体化してほしい。将来に本レポートは、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。



ついてコミットしたくないという気持ちが出てくるようでは困る。

・定量的に定めきれないのであれば、定性的にでも方向を明確にすることが望ましい。その時にも、一般論ではなく、わが社の価値創造に引きつけて流れをみせる必要がある。

・コーポレートガバナンスについては、基本方針を定め、制度選択の理由を説明する企業が増えている。しかし、その実効性評価や取締役の選解任となると、まだこれからである。

・年々IR（統合報告書）のレベルは上がっており、ベストプラクティスといえる事例も増えている。KPMGでは、大和ハウス工業、三菱ケミカルホールディングス、J. フロント リテイリング、資生堂、GSK（グラクソ・スミスクライン）などの例をあげて、あるべき方向を示唆した。

・これらの報告を踏まえて、KPMGでは3つの提言を出している。IRの質的向上に向けて、第1に、経営者や取締役会は深く考え抜いた価値創造ストーリーを伝えよ、という。第2に、ESG、SDGsなどの流行りのキーワードに惑わされることなく、統合思考に基づく経営を示せ。

・そして読み手の理解を促すために、第3に、実績をベースに将来をみるだけでなく、長期の目指すべき姿から現在をみるという視点も取入れて、価値創造の実態と進捗状況を示せ、という提言を行った。

・実に的確である。1) 本音ベースでよく練れたストーリーを実践している会社のIR（統合報告書）は読みがいがある。

・2) それでも、今後どうなるのか、どうするのかという点で、もの足りないことも多い。価値創造の仕組みは逐次イノベーションしていくので、会社としてまだ語れないことも多いとみられる。

・3) それでも投資家は、将来の価値創造のしくみであるBM（ビジネスモデル）の構築について知りたい。ここにフォーカスして、マテコネ（マテリアリティとコネクティビティ）を追求するならば、IRは一段とよいものになろう。

・すべての上場会社は、IR（統合報告書）を用意すべきである。これは、会社がステークホルダーに示すベーシックレポートである。これに対して、投資家は自らの思いをぶつけていく。ないものねだりではない、本物のエンゲージメント（対話）が充実することになろう。

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。

そうなる投資家の質も問われているので、くれぐれも胆に銘じて精進したい。

## エンゲージメントにおける社外取締役の役割

・4月に日本IR（インベスターズ・リレーションズ）学会が催され、そのシンポジウムに参加した。テーマは、「対話・エンゲージメントにおける社外取締役の役割」であった。

・この5年間、日本のコーポレートガバナンスは強化されてきた。その中で、社外取締役は何をやってきたのか、本当に貢献しているのか。これらの疑問に対して、意見を述べてみたい。

・シンポジウムの後、素朴な質問が私にきた。社外取締役は報酬をもらっている。それは誰が決めるのか。報酬をもらっていれば、会社の意向に強く逆らうことはできない。ということは、所詮形だけで本当に機能するのは無理である、というものであった。さてどう答えるか。

・一般論でいえば、報酬をもらおうと、報酬のために仕事をするようになる。さらに、報酬を決める人のために貢献しようとする。そこにバイアスが入ってくる。だからこそ、報酬の決め方が問われているのであり、そこには一線を画する明確な仕組みと気概が必要とされる。

・社外取締役の役割は、経営執行サイドの監督とそこへの助言である。取締役会は最高の意思決定機関であるから、ここでの決め事が正しくなされているか、十分な妥当性を持っているかをチェックし、不十分ならしかるべく検討するように示唆する。

・こう考えると、会社が決めようとしている内容について、十分理解していることが前提となる。そのためには、会社のことをよく知っておく必要がある。特定の議題についても的確に意見がいえるように、内容を把握しておく必要がある。

・そこで事前準備が求められる。しかし、過度な準備で、会社と同じ筋道に乗ってしまっただけでは、会社の判断を追認するだけになってしまう。それでは執行への牽制が働いていない。

・そこで、自らの経験と論理に基づいて質問を出して、議論を活発にしていけることが求められる。会社サイドは案件を十分練った上で議題として出しているわけだから、普通ならばスラスラ答えられるはずである。

---

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

- ・ここで3つの展開が想定される。1つは、会社の提案に基づく議題が妥当であり、特に問題が無いケースである。この時は、何の異論なくスムーズに取締役会は進んでいく。
  - ・2つ目は、なぜその方向に進むのか、十分納得できないケースである。単に理解が十分でないというだけではなく、リスクが考慮されて手は打たれているのか、リターンは十分見込めるか、やってみなければ分からないといっても、そのための経営資源は十分なのか、意思決定の前に準備すべきことがあるのではないかと、という論点を、社外取締役は議論したい。
  - ・通常、執行サイドは案件を実行したくてうずうずしている。ここでも注意が必要である。トップはやりたいと思っているが、現場の長が躊躇している場合がある。逆に、現場は走りたいたいというが、トップが決めきれないで迷っている場合もありうる。
  - ・こういう場面において、社外取締役は、1) 経営者としての決断の経験、2) 法務や会計の専門家としての見識、3) さまざまな分野の学者としての透徹した洞察力、4) 投資家として資本市場の関わる幅広い知見など、異なった視点から鋭い質問を発し、議論を深める触媒となりうる。
  - ・結果として議案が当初通りの方向で決められるとしても、議論を通して浮かび上がった課題や対応について、共通認識ができる。よって、次のPDCAもスムーズにいくようになる。
  - ・3つ目は、議案がとりやめになるケースである。もう1度検討し直す、一部修正する、別の案に変更するなど、決議には至らないこともある。M&A、人事、評価、事業再編、新規事業など、さまざまな案件で見直しがありうる。見直しが起こることが当たり前で、一度もないとすれば、そのこと自体が問題かもしれない。
  - ・取締役会の決議は、実質的にどのような方式をとるのか。規定では多数決で決まることになるが、現実的には票決をとって多数決で決めることはほとんどない。6:4で賛成、4:6で否決というような議案は、内部でコトが対立している時にみられる例外であろう。
  - ・通常は、議論を経て全員が概ね賛成というところまで持っていくのが議長の手腕である。ところが多くの場合、議長が執行のトップである社長や会長であるので、執行サイドの取締役は面と向かって反対できない。よって、十分な議論のないまま事が進んでしまいかねない。
  - ・普段、社長と執行サイドの取締役は上司と部下なので、取締役会の時だけ取締役として社長を取り締まれと言われても、そんなことは中々できない。そこで、社外取締役が重要な意見
- 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。

味を持つ。独自の意見を表明したり、素朴であっても本質的な質問をしたりして、議案の実態を取締役会として共有できるようにする。

・社外取締役の役割は監督と助言、社外監査役（監査委員）の役割は業務監査と会計監査である。いずれも社外として、内部から独立しているのが前提である。独立社外役員として取締役会を活発な場に盛り立て、経営の守りと攻めをスピード感をもって推進することである。

・よって、社外取締役に求められる力量はかなり高いものとなる。そうすると優秀な成り手がいないのではないかと、という疑問が出てくる。一方で、社外取締役にになりたい人というのは大勢いる。ここがポイントである。

・社外取締役は楽な仕事ではない。どの会社にも、いろんなことが起きる。それを捌いていく力量が求められる。下手をすれば、自らの信用を全て失ってしまう。一方で、取締役会の実効性が上がるような役割を果たせなければ、いてもいなくてもよい社外取締役になってしまう。それでは何の意味もない。

・投資家は、社外取締役が実際の場面でどのように行動しているかを知りたい。議論の中身を具体的に聴きたいわけではない。どういう場面で、是々否々について丁々発止議論をしているのか。それによって中長期の企業価値は上がるのか。社外取締役は本当に貢献しているのか。その一端を、臨場感をもって知りたいと考える。

・今回の日本 IR 学会は面白かった。電機の元トップアナリストであった山本氏が日立の社外取締役になっており、自動車の元トップアナリストであった松島氏がデンソーの社外監査役になっている。こうした人たちが、いま現場で何を議論しているかについて、話題を提供してくれた。

・取締役会における執行と監督の分譲、意思決定における実質的な議論の盛り上がり、中長期的企業価値向上の推進とその見える化（投資家への可視化）は今後とも課題である。社外取締役の役割はますます重要になろう。

・では、その報酬はどう考えるか。はっきりしていることは、一定の報酬はあって当然だが、その水準は十分検討されるべきである。また、社外は会社から独立する存在なので、目先の報酬に依存することなく、いざとなったらいつでも独自の見解を表明して会社と対峙することも辞さない覚悟が必要である。

---

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。

・社外取締役は投資家とどのような対話するのか。その方向はかなりはっきりしている。これから社外取締役が投資家の前に出てくることは増えてこよう。そうすると社外取締役の器量も評価の対象となってくる。エンゲージメントを通して相互に切磋琢磨することに期待したい。

## 東証1部上場の基準見直し〜どう対応すべきか

・3月27日に、東証は株式市場に関する市場区分変更での論点整理を公表した。何が問題なのか。東証1部に中小型の企業が増えている。数が多すぎるのではないか。質や規模が十分ではない可能性がある。そうした疑問がかなり前から出ていた。

・東証は基準の見直しに向けて、外部の識者を入れて議論を本格化させている。まだ、具体的な結論は出ていないが、論点を整理した。それ以前からマスコミには観測記事がいろいろ出ていた。

・日経新聞(3月16日付)によると、1)時価総額の基準を20億円から250億円に上げる。  
2) そうすると、一部上場2100社のうち3分の1に当たる720社が除外される。

・3) 他の基準も見直して、現状の4市場(1部2137社、2部494社、ジャスダック719社、マザーズ277社)を、①1部(論点整理ではグローバル投資家向け企業)、②中堅・安定(投資にふさわしい実績ある企業)、③新興(高い成長性を持つ企業)の3つの市場に再編する、という考え方が俎上に上がっていた。

・筆者は、中小型株のアナリストとして、多くの経営者に会い、アナリストレポートを書いているが、その実感として、以下のような印象を持っている。

・第1に、上場したからには、東証1部が最大の目標である。上場と未上場では、社会における信用が全く違うが、上場した後でも、マザーズは半人前で、1部上場になった時の信用力は極めて大きい。

・第2に、上場によって、資本市場からの資金調達を成長に活かすというファイナンス力は重要であるが、それ以上に1部上場という信用によって、人材の採用が有利に進められる。顧客、取引先、金融機関からも高く評価される。この優位性を多くの社長から聞く。

・よって、せっかく1部上場になったのに、その東証1部から外されるというのはたまらな  
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。

い、という気持ちであろう。

・現状の基準において、何が課題なのか。それは、いきなり1部に行く時の基準と、2部やジャスダックから1部に行く時の基準が違うからである。

・ジャスダックからいきなり1部に移る（指定替えする）場合は、時価総額で250億円が必要であるが、まず2部に移ってその後1部に行く場合、時価総額は40億円でよい。この40億円基準を辿って、1部上場となっている中小型企业が多い。

・その後、時価総額が250億円を超え、500億円、1000億円と拡大するような成長をとげた例もあるが、250億円以下に留まっている企業も多い。

・東証を含む全上場企業3800社をみると、時価総額1兆円を超えている企業が140社、1兆円～1000億円が640社、1000億円～250億円が870社、250億円以下が2150社という分布である。

・これを東証1部だけでみると、1兆円超140社、1兆円～1000億円が560社、1000億円～250億円が710社、250億円以下が720社という分布である。別な考えとして、時価総額1000億円超が700社もあるので、規模からみればこれで十分ではないかという見方も成り立つ。

・では、今後のあり方として、どのように考えたらよいか。1) 企業経営者の視点、2) 機関投資家の視点、3) 個人投資家の視点、4) 世間の目（他のステークホルダー）という視点を入れて検討してみる。

・第1に、1部が格上で、2部が格下という見方にならないような配慮が必要である。従って、東証を3つの市場に分けるのはよいとして、①大型株市場、②中小型株市場、③新興市場と分け、大型株市場と中小型株市場は規模の違いだけであって、その他の基準については質的に差をつけない。

・この点を強調し、定着させることである。1部から2部に格落ちしたのではなく、規模に見合って再編されただけで、東証上場企業としての信用は同等、同格であるという位置付けを確保したい。

・第2に、新興市場は、新しい企業の登場を促進するので基準は緩くてよい。但し、新興企業本レポートは、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。

業であるから、いつまでもこの市場にとどまることができるというのは妥当でない。

・期間を10年と区切って、10年以内に中小型株市場に移行できなければ、上場廃止とする方向を明確にする。新興企業は期限付きなので、必死に努力するであろうし、事業再編に向けたM&Aなども活発化することになるろう。

・第3に、大型株市場と中小型株市場の入れ替えを、年1回の見直しを通してフレキシブルに行うべきである。株価は企業価値を反映する。時価総額をベースに入れ替えが定期的に行われることが一定の緊張感をもたらそう。

・第4に、大型株市場でも中小型株市場でも上場廃止基準は厳しくして、企業経営が十分でなく、投資家の評価が得られないのであれば、早々に退出してほしい。

・退出しても出直しはあり得るので、経営のリストラを行った上で、再上場を目指せばよい。これによって、企業の新陳代謝を大いに促進されよう。

・第5に、大型株市場、中小型株市場、新興市場のブランディングに大いに力を入れてほしい。信頼できるカッコいいイメージを作っていくことが望まれる。

・第6に、企業経営に奮起を促すために、次の中期3カ年計画で大いに収益力を高めて、自らのポジショニングを確保できるように、3~5年の猶予期間は必要であろう。入れ替え戦を競争促進策として活かしたい。

・機関投資家もパッシブ運用を入れ替えていくには一定の時間を要する。運用サイドとして、インデックスの再定義やスマートインデックスへの移行も必要になるので、このくらいの期間は必要であろう。

・最後に、もう1つ重要なことがある。投資家が上場企業のコンテンツにアクセスしやすくなるように、東証自身ももっと役に立つ新しい情報プラットフォームを構築すべきである。民間ではできないコンテンツ(データベース)の追求である。

・そのための大型投資を実行してほしい。世界的に見てDX(デジタルトランスフォーメーション)は必須である。新しい時代の金融投資に役立つようなコンテンツ作りに意欲的に取り組んでほしい。

---

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。

## 拡大するETFの活用～ETFはパッシブ運用か

・S&Pダウ・ジョーンズ・インデックス主催のETFコンファレンスが4月に開かれた。資産運用におけるETFの活用について、さまざまな議論がなされた。その中のいくつかのセッションに参加して話を聴いた。印象に残った論点をいくつか取り上げてみたい。

・ETF (Exchange Traded Fund : 上場投資信託) は、特定の指数 (インデックス) に連動することを旨とする商品である。日経平均や東証株価指数 (TOPIX) に連動するETFであれば、マーケット並みのパフォーマンスが上げられる。

・少額でインデックスと同じ動きをする投信が購入できる。十分に分散が効いており、毎月の積立型にも向いている。しかも、手数料や維持費用が安い。

・インデックス連動であるから、ETFの値段はそれなりに上下する。しかし、長期的に市場が伸びていくなれば、安定したパフォーマンスが得られるはずである。

・1つの課題は流動性にある。東証には220以上のETFが上場しているが、日々活発に取引されているETF (日経225やTOPIX) がある一方で、取引が低調なETFもある。

・流動性が低いと、買いたい時に値が上がり、売りたい時に値が予想以上に下がるといふことが起こる。つまり、スプレッドが広がってしまうと、使い勝手はよくない。

・これを是正するために、2018年7月より、東証ではマーケットメイク制度を取り入れた。マーケットメーカー (証券会社など) が特定のETFに対して一定量の注文を提示し、それに見合ったインセンティブ (売買手数料の割引) が得られるようにした。

・現在、110以上のETFがマーケットメイクの対象となっている。マーケットメーカーは5社である。これによって、流動性が増加し、スプレッドも縮小する傾向がでている。

・ETFの投資対象となる指数はさまざまである。指数に連動する投資信託が上場しており、1つの商品としていつでも売り買いができる。指数の定義によって、その中身がはっきりしており分かり易い。

・国内株式、海外株式、国内債券、海外債券、REIT、商品 (金など) など多様な指数 (インデックス) に投資することができる。また、レバレッジ型 (ブル型)、インバース型 (ベア

---

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。



型) など、原指数の変動をより加速したものや、逆の動きを加速したものなど、儲けやヘッジの商品性を工夫したものもある。

・ブラックロック・ジャパンの藤川取締役 (ETF 事業部門長) は、運用業界におけるビジネスモデル (BM) の変革は急務であり、その中で、ETF は求められる構造変化により合致した商品性を有している、という点を強調した。

・BM の変革では、①テクノロジー、②規制、③リターン、④顧客という 4 つの視点が重要となっている。テクノロジーでは、WEB、モバイルに次いで、これからはアシスタンスが求められる。

・規制では、顧客本位の適合性と報酬の透明性が一段と要請される。リターンは、かつてよりも低くなるのが想定される。その中で、顧客は、運用の質や価値に、一段と重心を置くようになっている。

・ETF は、1) 高い透明性、2) 多様な投資、3) 質の高い商品という点で、これからの構造変化に合っている。ETF は過去 20 年以上にわたって、その資金フローは年率 20% の成長を遂げてきた。

・これからも成長は続くのかという設問に対しては、さらなる拡大が見込めるといふ。また、ETF は指数に連動しているため、それはパッシブ運用ではないかという見方が一般的であるが、こうした見方は必ずしも適切でないといふ藤川氏は強調した。

・新規の指数をみると、カーボン・エフィシエント指数、ナノテクノロジー指数、ドローン指数、ロボット工学指数、遺伝子工学指数、サイバーセキュリティ指数、自動運転指数、分散台帳 (ブロックチェーン) 指数など、多様なテーマ型指数も続々登場している。

・これらは、指数そのものが十分アクティブ性をもっている。その指数に連動するからパッシブである、という点だけみるのははや適切でない。

・運用のパフォーマンスはどこから生まれるのか。個別銘柄のアルファなのか、アセットアロケーションのリスク・リターンなのか。この点では、後者のリターンをより重視するようになっている。米国では、インデックス運用の 78% が ETF を使っている。

・アクティブ運用に比べて、ETF のコストは明らかに安い。欧州では MiFid II のスタートに本レポートは、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。

伴って、利益相反をさける目的で報酬の開示がより求められている。低コストのETFがより活用されるようになるだろう。

- ・債券においても、従来のブローカートレーダーが縮小し、債券ETFが注目されている。ここでも、米国ハイイールド債や新興国債のスプレッドの高さから、ETFの低コストが利用度を引きつけている。

- ・世界のETF市場では、やはり米国がリードしている。米国株式市場の上場銘柄をみると、出来高のトップ10はすべてETFで、個別株ではない。ニーズに合った指数開発は続いており、スマートベータ型からテーマ型まで今後も次々に登場してこよう。

- ・1.5万のETFが既に上場されている。多すぎないかという懸念に対して、デリスト（上場廃止）されるものも増えているが、それ以上に、新しいものがグローバルに増えてこよう。

- ・ETFは、何らかのマーケット全体を示す指数（インデックス）に連動する。現状では、パッシブ型が中心であり。スマートベータ型やファクター型はまだ一部である。ましてテーマ型のようなアクティブ型は、いろいろ出てもまだほんの一部にすぎない。

- ・また、日々の取引高をみると、インデックスは全体の一部であり、アクティブ取引が大半を占めている。ETFが流動性のバッファーとなっている面もある。ETFのローコスト性が優位性を発揮している。

- ・アクティブ型の指数連動を運用する時には、その透明性に十分注意する必要がある。指数の中身について、フロントランニングがおきないように、スプレッドについても十分注意する必要がある。その点では、ETFアナリストが重要になり、金融監督機関のルール設定も強化されよう。

- ・ロボ（Robo）の活用も、ヒトの判断をサポートするものであって、ヒトかロボか、ではなく、ヒトとロボのハイブリッドが運用を支えていく。では、アドバイザーのアルファは何か。

- ・バンガードの渡邊ETF戦略部長は、①顧客のポートフォリオ作り、②ウェルスマネジメントの戦略作り、そして、③顧客の行動コーチングを挙げた。

- ・とりわけ、アドバイザーでは、行動コーチング（ビヘイビアコーチング）が重要であると強調した。顧客の感情的な反応を収めて、運用の規律を守ることである。このアドバイスが

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。

本当にできるならば、顧客のアルファ（プラスの付加価値）に大きく貢献しよう。

・ETF を活用して、中長期の運用価値を投資家に提供したいものである。株式のアルファ、インデックスのベータ、ポートフォリオのリターン、それをアドバイスする人のバリュー、それぞれの価値創造に大いに期待したい。

## 2. ビジネスモデル変革への挑戦

### 生産性指標の開示は如何に～生産性経営に向けて

・日本生産本部は昨年 11 月に 1 つの提言を発表した。労働力喪失時代にあつて、成長経営から生産性経営への転換を図るべし、という内容である。手始めとして、各企業に生産性指標の公表を提案している。

・そのベースとなった生産性向上戦略プロジェクトの座長を務めた村上輝康氏（産業戦略研究所代表）と話をする機会があった。提言の骨子にふれながら、いくつかの論点について考えたい。

・2045 年までに、2100 万人の生産労働人口が減少する。2040 年までに 400 万社ある企業が 300 万社に減るという見通しもある。企業の新陳代謝は否応なく進むことになる。

・食品廃棄ロスとは年間 1.9 兆円、飲食店の無断キャンセルによる機会損失は 2000 億円と試算され、国内トラックの輸送能力の 6 割は未使用で、共同利用すれば 4000 億円の経済効果があるとみられる。

・経済はモノからコト・サービスへシフトしている。しかし、GDP の 7 割を占めるサービス業の生産性は製造業の 7 割水準であり、米国のサービス業に比べると 5 割という低さである。

・なぜか。一つの要因として、サービス業に関する経営科学が十分でない。サービス業の生産性向上について、もっと研究開発 (R&D) を行うべきである。全産業の R&D 費のうちサービス産業の割合は、日本は 21% と低い、EU は製造業と同じ、米国は製造業を大きく上回っているという。

---

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

・日本の人材育成投資は90年代前半には2.5兆円ほどあったが、現在では0.5兆円に減少しているというデータもある。IT活用のイノベーションでは、欧米、中国に遅れをとっている。

・サービスイノベーションを加速して、サービス産業の生産性向上を図るべし、というのが提言の根幹である。まずは、R&D投資、人材育成投資、IT投資とともに、生産性指標を開示することを提言している。

・それが、国全体の1人当たりGDPにどう貢献していくか。企業のサステナビリティとの結びつきも含めて検討する必要がある、統合報告書の中では、収益性指標、ESG・SDGs指標とともに、生産性指標を上げるべしという提案である。

・まさにその通り、全面的に賛成である。この5年間の攻めのガバナンスでは、資本の生産性が問われ、ROE(自己資本利益率)やROIC(投下資本利益率)が大いに注目された。さらに、本物の企業価値経営は、財務指標としてのROEを超えたところにある、との見方も有力となっている。

・一方で、働く人々の所得がさほど増えていない。デフレ社会が続く日本だけが遅れをとっているという認識も高まっている。企業としては、生産性が持続的に上昇しているならば、それに見合っただけ賃金を上げていくことは妥当であり、何ら問題はない。

・この見方に賛同できるとしても、先行きは不透明で見通せない。そんな経営環境の中で、正社員を増やすことはせず、非正規雇用で仕事の繁閑を埋めてきた。

・上場企業でいえば、収益力が改善し、利益が増え、企業の内部留保や現金も増えた。配当など株主還元が増えているのに比べて、社員への報酬は同じように増えてはいない。実際、労働分配率は下がっている。

・まずは生産性指標を明示して、それを上げるべく大いに努力する必要がある。株主にとってROEが重要で、もっとROEを高めるべしという議論があった時に、いろいろ批判も出た。

・しかし、ROICをベースに論理的な展開をしていけば、企業の価値創造と何ら矛盾することなく、経営改革に結びつけられることがわかってきた。それを実践している優良企業も増えている。

・労働生産性と ROIC はどのように結びつくのか。労働生産性は通常企業が生み出す社員一人当たりの付加価値で測る。付加価値は、社内でその企業が生み出したものであるから、外部から購入したものではない社内の価値源泉を勘定していく。

・シンプルにみると、付加価値＝人件費＋減価償却＋営業利益である。R&Dのうち、研究に関わる人材の費用は人件費に入ってくる。開発にかかわるものは、設備などの有形資産やソフトウェア、知的財産（IP）などの無形資産に入る。

・その費用はかなりの部分が減価償却に入ってくる。IFRS(国際会計基準)では M&A に伴うのれんは減価償却をしないので、ここは分けて考える必要があるが、その分は営業利益に入る。

・人件費と減価償却はいずれも費用であるから、利益とは相反するものとみられがちであるが、本当だろうか。人件費が少ないと、その分利益が出る、減価償却も少ないとそれに見合っただけ利益が出る、というのは一見その通りだが、本質をみていない。

・人件費は人材投資のコストである。減価償却は有形資産・無形資産への投資のコストである。高い付加価値を生み出すために投資を行っているわけだから、その中身が問われる。人材投資を削って利益を出したとしても、そんな経営が長続きするわけがない。

・1人当たり付加価値を高めるには、1) 知(知財)を生み出す人材に投資をして、2) 生みだされた知を組織能力に高めて、3) そこから価値創造を通して付加価値を得ていく。このビジネスモデルが問われている。

・労働生産性＝労働装備率×ROIC×利益付加価値配分率、という関係にあるので、労働生産性と ROIC は一義的關係ではない。互いを独立要素として、そのバランスをみていく必要がある。

・ビジネスモデルをどのように設計するかという視点を強調すると、経営デザインの構想力がカギを握ることになる。ビジネスモデルを構想する経営デザインシートにおいて、その KPI は何か。

・KPI の1つとして、わが社の生産性指標を明示してほしい、ということになる。この KPI を軸に、ステークホルダーとマネジメントは大いに議論することになる。

---

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。

・その時、労働生産性を5%上げるのか、50%上げるのか、2倍にするのか。これはビジネスモデルのイノベーションと深く関わってくる。サービスイノベーションは、安い人件費はもう使えないという中で、いかに働く会社の魅力を高めていくかのコアを形成しよう。

・小売業、飲食業において、BD（ビックデータ）を使って、1人1人の生産性を測り、それを人事評価にまで活かそうという動きがある。バイト1人が、他の社員より何倍も生産性が高いということがみえてくる。そのバイトを平均的時給で使うことは妥当なのかが問われる。

・生産性指標を見える化して、生産性を高めるということは、その格差がより顕在化してくることもなる。企業全体の組織能力を高めていく新しいマネジメント力が必須となってくる。

#### 攻めのIT経営銘柄～グランプリはANAホールディングス

・4月に「攻めのIT経営銘柄2019」が発表された。経産省と東証が共同で主催しており、経営革新や生産性の向上をもたらすITの活用に取り組んでいる企業を表彰するものである。

・今回で5回目の表彰であるが、業種ごとに優秀な企業を選定することに加えて、初めて全企業の中からグランプリ（最優秀）も選出した。デジタルトランスフォーメーション（DX）が、経営トップの強いコミットメントによって実践されている企業を選んだ。

・DXとは、1) データとデジタル技術を活用して、2) ビジネスモデルを変革し、3) 競争優位を確立することである。

・攻めのIT経営“銘柄”と言っているところが面白い。通常なら企業というところを銘柄と名付けている。銘柄とは、広義にはブランドを意味するが、東証に上場する企業を株式投資の対象とする時、投資家は銘柄という言葉を使い、業界用語となっている。

・5つの評価項目をスコアリングしているが、これらの項目は企業のIT化、とりわけDX化を評価する時に大事な軸である。

・第1は、経営方針や経営計画に、企業価値向上のためのIT活用を盛り込んでいるか。トップマネジメントのコミットメントと、IT活用を推進する責任者を置いていることが重要である。

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。

・第2は、企業価値向上のためのIT活用に向けて、戦略をしっかりと立案し実行しているか。戦略であるから、現状のビジネスモデル（価値創造の仕組み）を、次の目指すべきビジネスモデルにどのようにもっていくか。その方策が問われる。まさにDXの根幹である。

・第3は、攻めのIT経営を推進するための組織体制と人材の確保である。従来の守りのITでは、システム部門は重要であるが、専門的な1つの部署にとどまっており、人材もミドルバック業務対応が中心であった。これを新しいDXにもっていくには、人材の配置や育成が決定的に重要である。どの企業においても人材は不足しており、ここの強化が問われている。

・第4は、攻めのIT経営を支える基盤作りである。新しい情報セキュリティなどシステム基盤を整備する必要がある。既存のシステムがレガシー（時代遅れ）となっているならば、これを入れ替えていくだけではなく、全く別の仕組みへ変身させていくことが求められる。

・これは、大変な作業であり、失敗は許されない。となると、そのようなリスクはとりたくないとなり、既存のシステムを温存して、使いまわしていくことになりかねない。それでは競争劣位に陥ってしまう。

・第5は、企業価値向上のためのIT活用を、企業自らどのように評価しているかである。ITを推進しても、それがどのような効果を上げているかは、なかなか分かりにくい。IT投資の効果はいくらか。これも計量化しにくい。

・しかし、定性的、定量的に評価する方法をビルトインしていかないと、PDCAをうまくまわしていくことができない。この評価システムをしっかり持っている企業は強い。

・東証上場企業にアンケートを送り、答えてもらう。自信のある企業や自らのポジションを知りたい企業は、アンケートに積極的に答える。アンケートの項目をみて、無理だと思う企業や面倒と思う企業は返信してこないとみられる。

・回答企業について、項目ごとにスコアリングし、ROE（3年平均）による基準も加えて、最終選考に入る。最終選考では、企業から提出された攻めのITに関する「わが社の事例」を審査員が評価する。

・この事例の優劣も踏まえて、東証業種分類ごとに優良企業が選ばれていく。業種毎なので、業種間のバラツキはありうる。業種によっては一定のレベルに達していないという理由で選定企業がないこともある。

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。

・企業価値向上のための IT 活用・DX の推進では、実際の事例を通して、1) IT 活用による「革新的な生産向上」の実現、2) IT 活用による「既存ビジネスの拡充」の実現、3) IT 活用による「ビジネス革新」の実現、という 3 つのレベルをみていく。

・データとデジタル技術の活用、収益への貢献、将来性や発展の可能性、さらに SDGs など社会的課題の解決に対する取り組みもみていく。

・今回は 29 社が選定された。その中で、5 年連続で選ばれた企業は、アサヒグループホールディングス、ブリヂストン、JFE ホールディングス、JR 東日本、三井物流、東京センチュリー の 6 社であった。

・一方、今回初めて選ばれた企業は、ユニ・チャーム、エーザイ、JXTG ホールディングス、大日本印刷、丸井グループ、MS&AD インジュアランスグループ、三井不動産、三菱地所、パソナグループの 9 社であった。

・29 社以外に、注目できる取り組みを行っている企業 20 社が、別途「注目企業」として選ばれた。注目企業の中には、テクマトリックス、パイプドHD、ラクスル、メルカリ、ルネサンス、ERI ホールディングスなど、ユニークな企業も含まれている。

・最高の DX グランプリには、ANA ホールディングスが選ばれた。①レガシー刷新を終えて、DX への経営ビジョンが明解、②空港における简单便利な顧客価値の提供、③空港オペレーションの革新的な生産性向上、④アバター推進などデジタルプラットフォーム作り、⑤全社的なイノベーションへの取り組みが本格的であることなどが評価された。

・こうした企業がそのまま投資対象になるわけではないが、中長期的な企業価値向上の有力候補であることは間違いない。日本の DX は世界からみてまだ先進的とはいえない。遅れているところも多い。

・しかし、「攻めの IT 経営銘柄」を参考に、企業を見る目を一段と養い、自らのポートフォリオを見直すことは極めて有効であろう。

### タイプの異なる企業をどのように比べるか

・3 つの個人投資家説明会に参加してみた。リクルートホールディングス（コード 6098、時価総額 5.85 兆円）、国際石油開発帝石（INPEX、コード 1605、時価総額 1.34 兆円）、ANA ホールディングスは、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。



ールディングス（コード 9202、時価総額 1.27 兆円）である。人材開発、天然ガス開発、航空運輸の会社をどのように比較するのか。

・そもそもセクター（業種）が違うので比較するのは難しいのではないかと。いや、業績からみて株価の割安、割高をみれば比較できるはずだ。どちらの意見にも一理ある。実際、財務データからみれば、どの上場企業も比べることは容易である。しかし、その意味を理解して、どの会社が企業価値創造に優れているかを見極めようとするとは簡単ではない。

・少し視点を変えると、説明会でマネジメントの話を書き、企業評価のヒント（材料）を得ることはいくらでもできる。1 時間という限られた時間で、会社は何を訴えてくるのか。わが社のココを分かっしてほしいと説明に力を入れる。投資家が知りたいことに応えていない場合もある。質疑が十分でないことも多い。でも、会社を知るよい機会なので、大いに活用したい。

・一方で、ニュースを見聞していると、自分が関心を持っていることは目に飛び込んでくる。関心がないことは無視してしまうので、興味をもって世の中をみておく必要がある。筆者が気になっていることを 3 つあげておく。

・1 つ目は、アジアにおける中所得の罫である。人件費が上がってくると、安いコストで戦えなくなる一方で、先端技術では先進国に追いつけない。そうすると、新興国としての成長が行き詰ってしまうという見方である。

・実際、中国の製造業の賃金は、タイの 2 倍、ベトナムの 3 倍である。どの国にもデジタル化の波は押し寄せている。EC（E コマース）、モバイル決済（QR コード）など、日本をしのぐようなリープフロッグ（カエル跳び）がおきている。しがらみがないと新技術を取り入れて発展しやすいからである。

・2 つ目は、移動における MasS（マース、Mobility as a Service：移動手段のサービス化）である。自動車は、かつて馬車にとってかわったような変革期にある。ガソリンから電気へ、ドライバーから自動運転へ、所有からシェアリングへかわろうとしている。

・ドローンも利用され始めており、いずれ車が空を飛ぶようになろう。ここでも、リープフロッグ（カエル跳び）が起こりうる。従来型の産業が、伝統のしがらみゆえに先端の変化についていけないかもしれない。人の流れ（人流）も物流も新しい波に入ろうとしている。

---

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

・3つ目は、気候変動のリスクである。自然災害と思われるものが、必ずしもそうとはいえずなくなっている。地震が原発事故につながった例、山火事の原因が送電線の老朽化にあった例、台風や集中豪雨でサプライチェーンが分断された例などを通して、気候変動が財務に与えるリスクを開示するようにという動きが強まっている。

・TCFD（気候関連財務情報開示タスクフォース）は、気候変動の物理的リスクと、低炭素社会の実現に向けての法規制が変わるリスクに着目し、開示の強化を促している。気候変動に対する企業としてのガバナンス、それへの戦略的対応、リスクの計測とマネジメントが問われている。

・リクルートは、社員4.0万人のうち、海外が1.5万人近い。国内の人材事業（人材派遣）、販促メディア事業（ゼクシイ、SUUMOなど）に加えて、2010年代より、海外事業（Indeedなど）を拡大している。共通するビジネスモデルは、個人と企業をインターネットと情報誌で結びつけて、企業から広告料、成約課金、成果課金によって収入を得る。

・とりわけ、2012年に買収した米国のIndeedがグローバル事業を牽引している。インディードはオンラインの求人情報専門サイトで、企業の求人情報へのクリックに応じて課金する仕組みである。現在、世界で月間2.5億人が使っており、各国においてトップクラスの地位を獲得している。このHRテクノロジー事業が成長をリードしよう。

・今後のビジネスモデルと戦略が明確であり、成長余地もグローバルに極めて大きい。日本発のネットサービス企業で、グローバルに勝負できる企業は珍しい。リクルートが育ててきた企業文化は、1) 新ビジネスを起こす起業家精神を育む土壌、2) 圧倒的な当事者意識をもたせる仕組み（年功なしの実力主義）、3) 個の可能性に期待し合う場の提供（スター作りとナレッジシェアリング）にある。

・これをグローバルにも広げようとしている。日本式を海外にもっていくのではなく、買収した企業においても各々の独自性の中に、共通の企業文化を育てようとしている。人材開発という領域で、ESGを企業文化にまでもっていこうとしている。ESGの究極の姿は企業文化に定着しているかどうか問われる。この点に着目したい。

・INPEX（国際石油開発帝石）は、石油天然ガスの開発会社で、日本で消費するエネルギー量の8%を供給する。この比率をもっと上げたいと、世界で開発、掘削にあたっている。世界20カ国で70のプロジェクトを推進しており、日量45万バレルを生産している。これを100万バレルに上げ、世界10位になるという目標を掲げている。

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。

・また、アジア・オセアニアにおいて天然ガス開発の主要プレイヤーとして、グローバルなガスバリューチェーンを構築していく。同時に、太陽光や地熱などの再生エネルギーも伸ばして、全体の1割を占めるように持っていく方針である。

・オーストラリアのイクシス LNG プロジェクトの他、UAE、カザフスタン、アゼルバイジャンでもプロジェクトを進めている。このほかにも、米国シェールガス、ノルウェー、メキシコなどでも事業化に力を入れている。これからは天然ガスが伸びていくので、石油とガスの比率は、現在の7:3が将来は5:5に向かっていこう。

・原油価格60ドルを前提に業績は大幅に伸びていく。ESGでは、環境の面で低炭素化への対応が懸念される。当社の場合CO<sub>2</sub>に大きく影響する石炭には力をいれていない。天然ガスを中心に、再生エネルギーにも力を入れるという動きなので、エネルギー開発会社としての存在に問題はない。日本のエネルギー自給に貢献するという意義は大きい。このエネルギー開発力に着目したい。

・ANAは、空運会社として、国際線を伸ばす余地が大きく高まっている。羽田空港の拡張で便数を大きく増加できるからである。

・エアライン業界では、パイロットの飲酒が問題となっている。アルコールの飲酒についてはルールが定まっているが、それに違反した。検査を徹底しているので、そこで引かかる事例が外国人パイロットで散見されている。事前に発見しているので、酒気帯びのまま従事したわけではない。未然防止はできているが、検査で摘出されないような管理が求められている。

・ANAはもともと国内線中心であったが、成田空港が稼働してから国際線にも参入した。しかし、国際線は18年間赤字であった。それが黒字化したのが2004年、その後も国際線は伸びて、今では事業の柱となった。羽田からの国際線開始も貢献している。

・ANAはフルサービスキャリア（FSC）、ピーチ（peach）はローコストキャリア（LCC）と位置付けて、そのバランスの中で、ビジネス需要/レジャー需要、国際線需要/国内線需要を取り込んでいこうとしている。

・新しい路線もウィーン、チェンマイ、パースへ広がっていく。ハワイへは超大型機（A380）を導入する。ピーチはアジアのリーディングLCCに育てていく。そのための大型投資を継続する。従来の年2600億円の投資を年3600億円へ拡大している。また、ICTの活用でサービ

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。

スのDX（デジタルトランスフォーメーション）にも力を入れている。

・機材（飛行機）の安全性については、十分注意を払っている。ボーイングのB737 MAX8（小型機）、三菱重工のMRJ（リージョナル機）も適切に導入していく。

・事業が拡大する中で、事業ポートフォリオのバランスもとれてこよう。CO<sub>2</sub>の削減にも力を入れている。エアラインを軸にグローバルなMaaSをどう実現していくか。羽田の能力拡張を上手く事業に活かすビジネス展開に着目したい。一方で、投資家から株主優待の使い勝手について改善要求が出ていたが、これはなかなか難しい。

・リクルート、INPEX、ANAの3社を、企業価値評価の4つの軸（経営力、成長力、ESG、業績のリスクマネジメント）で評価すると、筆者の評点は各々順に10点、9点、8点（12点満点）であった。国際競争力と利益の拡大余地で差がついたが、3社とも投資したい企業として、大いに期待できよう。

#### 空間シェアリングエコノミーの展開～TKPのリージャスジャパン買収

・TKP（コード3479、時価総額1835億円）は、4月に日本リージャスの買収を契約した。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。

・これで貸会議室に加えて、貸し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である。

・買収金額は3.2億ポンド（約460億円）である。のれんを20年で償却すると、年間22億円程度の費用が発生と推定する。日本リージャスはそれを上回る収益力があり、TKPとのシナジーも見込める。事業展開では、貸会議室からレンタルオフィス、コワーキングスペースへ、空間再生のドメインが大きく広がることになる。

・TKPは、時間貸し（会議室）から月貸し（オフィス）へ事業の枠を広げようとしていた。この局面でリージャスの案件が飛び込んできた。すぐに動いて、IWG（リージャスのホールディングカンパニー）の創業者でCEOのマーク・ディクソン氏と意気投合し、一気に買収を決めた。ディクソン氏は、TKPの取締役にも就任する予定なので、今後の連携は深いものとなる。

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。

・スイスに本社のある IWG 傘下のリージャス (Regus) は、レンタルオフィスで世界No.1 のブランドを有し、世界 110 カ国、1100 都市に 3300 拠点を有し、ロンドン証券取引所に上場している。このディールの発表後、IWG の株価は 275 ポンドから 334 ポンドへ 21.5%ほど値上がりし、時価総額は 30 億ポンド (4350 億円) となった。

・TKP は、日本リージャスの買収で、1) 既存拠点の獲得と同時に、2) IWG と日本国内の長期パートナーシップを結び、IWG 各ブランドの独占的運営権を得ることができた。貸会議室とレンタルオフィスは互いに補完関係にあり、事業の親和性が高い。具体的なシナジーとしては、①共同出店、②TKP 既存施設のレンタルオフィスへの転換、③両社のリソースの融合による顧客サービスの向上が見込める。

・IWG の CEO マーク・ディクソン氏 (英国人) は創業者で、TKP の河野社長と波長が合った。IWG は、Regus を直営によるグローバル展開から FC (フランチャイズ) 方式を活かした地域密着型、スピード重視のビジネスモデルを変えようとしていた。その第 1 号として、日本のマスターフランチャイジーに TKP が選ばれた。

・TKP の取締役役に、IWG の M.ディクソン CEO に入ってもらおう予定である。日本リージャスの西岡氏も TKP の取締役となって、社長を継続する。社員 200 人もそのまま移ってくる。

・IWG の M.ディクソン氏はなぜ TKP を選んだか。日本マーケットでスピードを上げてビジネスを拡大するには、1) ダイナミックなリーダーシップをもった経営者がよい、2) 日本で強力なプラットフォームを持っている企業がよい、3) シナジーの出る会社がよい、という理由で TKP に決まった。

・日本リージャスの西岡社長は、1) TKP の河野氏を良く知っていた、2) 似た業界だが競合ではなく補完できると感じていた、3) 現場では既に客を紹介し合うことがおきていた、4) 一緒になることで、メニューが多様化できビジネス拡大がスピードアップする、ということで、TKP グループに入る事に何のためらいもなかった。

・リージャスのブランドは、①無人のレンタルオフィス (Openoffice)、②サポート付レンタルオフィスのリージャス (Regus)、③コワーキングスペースのスペースーズ (SPACES) などのグレードで展開されている。これから首都圏で新しいオフィスビルが次々と完成してくる。

・そうすると、従来のオフィスから移動する会社が続々と出てくる。空きスペースが出てくる。そこを活用する余地は大きくなろう。地方中核都市でも商業施設が空いてくる。金融機

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。

関の店舗も空いてくる。働き方改革が進む中で、働く場所の自由度は高まってくる。働く人々の転職も拡大してくる。独立して働く人々も増えてくる。よって、多様な機会が広がってこよう。

- ・TKPの施設は250拠点(37.5万㎡)、日本リージャスの施設は150拠点(9.5万㎡)で、合計すると400拠点(47万㎡)となる。これをこれから10年で1500拠点到拡大しようとしている。

- ・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。

- ・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。

- ・競合はどうか。米国のウィークワークは2008年創業で、2017年7月にソフトバンクグループと合併で、WeWork Japanを設立した。ウィークワークは世界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、ウィーク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、ウィークワーク(WeWork)は、ニューヨークに本社をおき、9万坪のコワーキングのスペースを有している。

- ・ウィークワ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

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。

・スペースユーティリティのカギは、量と価格のバランスを図ることである。ここで、12万坪を増やして収入の拡大を図るのか、12万坪の高付加価値化を目指すのかという課題に対しては、両面作戦ながら、基本は高付加価値化を目指す。十分対抗でき、競争優位が確保できよう。

### ふるさと納税制度の改革とパブリテックの推進～チェンジの挑戦

・3月末に、改正地方税法が成立した。ふるさと納税制度において、過度な返礼品競争を防ぐためのものである。寄付者に贈る返礼品を、寄付額の30%以内で地場産品に限るとした。商品券や家電製品などは認められず、30%を超える調達額で返礼することもできない。

・このルールを順守する自治体だけに税優遇を認める。総務省は4月より自治体からの指定申請を受け付け、6月から新しいルールでのふるさと納税がスタートする。ふるさと納税は寄付である。自治体に寄付をすると、納税した地方税が確定申告で戻ってくる。

・ECサイトで商品を買うように、ふるさと納税サイトに行って、応援する自治体の返礼品（商品）を選んで、それを購入する。購入なので、その時にはきちんと全額を支払う。そうすると自治体から返礼品と寄付の証明書が送られてくる。

・それを確定申告の時に税務署へ提出すると、その分の税金が戻ってくる。これは、かなりのお得感がある。税金分で商品をもたらえるのだから、使わない手はない。

・ふるさと納税サイトはいろいろある。ふるさとチョイス、さとふる（ソフトバンク系）、楽天ふるさと納税、ふるなびなど数多い。その中で、ふるさとチョイスがNo.1である。

・上場会社のチェンジ（コード3962、時価総額433億円）は、昨年11月末にふるさと納税サイトでNo.1のトラストバンク（TB）を買収した。TBは、「ふるさとチョイス」を企画・運営し、ふるさと納税の取り扱い規模で圧倒的No.1、寄付金額ベースでシェア57%を有する。

・TBは全国の自治体に圧倒的なネットワークを有する。チェンジは、ここと連携してパブリテック（パブリックセクターのNew-IT）をする。買収金額は48億円（持株比率60.11%）、収益性は高いので、今後への期待は大きい。

---

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。

・パブリテックの貢献を軸に、チェンジの中期目標は営業利益ベースで、2018年9月期(単体)5億円に対して、2019年9月期(連結)14.5億円、2020年9月期21~26億円、2021年9月期43~51億円と急拡大を目指す。実行戦略が明快なので、実現性は高い。

・ふるさと納税の寄付金額の推移をみると、業界全体で2012年度104億円、2013年度145億円、2014年度389億円、2015年度1653億円、2016年度2844億円、2017年度3653億円と急拡大をみせている。

・ふるさとチョイスは、返礼のデータを1つのサイトにまとめて、決済できるようにした。ワンストップのふるさと納税の仕組みが画期的である。現在、主要35県、1430の自治体と契約し、返礼品の掲載数は20万点に及ぶ。

・TBは、「ICTを通じて地域とシニアを元気にする」というミッションのもとで、日本最大のふるさと納税プラットフォームビジネスを築いてきた。一方、チェンジ本体はAIやRPAなどNew-ITを用いて自治体の業務改革に取り組んでおり、パブリックセクター向けのサービスが事業の柱に育っている。

・チェンジの福留社長とTBの須永珠代代表取締役とは、この自治体向けのビジネスで知り合っ、一緒に仕事をするこも増えていた。その中で、TBにM&Aの話が出た時、競合企業よりもチェンジと組んだ方が互いのミッションを共有して、事業が発展できると認識した。

・TBの地域事業の支援とチェンジの自治体内でのNew-ITの活用を上手く合体して、新しいシナジーを出していくことになろう。チェンジからみると、TBは全国1430の自治体にネットワークをもっているので、従来と比べものにならないくらいの速いスピードで入っていく。

・地域振興、自治体のサービス、生産性の向上、というパブリテック(公共セクターのテクノロジー革新)を推進していく。さらには、インバウンド関連、デジタル決済も視野においでいる。

・自治体は変化に対して一般に保守的である。ところが、ふるさとチョイスについては、参加した自治体がみな目を見張っている。このプラットフォームを活かして、自治体のサービス改革をさらに進めることができよう。これがビジネスになる。

---

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。



・全国自治体の業務をみると、かなり共通のものが多いはずなのに、それをサポートするシステムは別々にできている。このためのシステムに 6000 億円が投資されてきたが、これを共通化して、新しい仕組みにしていく。

・これによって、コストが下がり、サービスの生産性が上がっていく。サービスを受ける住民も、オンラインで手続きができるようになれば、今までより手間がはぶけ、時間もかからなくなる。

・インバウンドの取り込みで、来日観光客を地方に呼び込み、そこで、デジタル決済ができるようになれば、使うお金も増えてくる。中国、香港、台湾、韓国の通貨で決済できるようになれば、利便性は相当上がる。これをチェンジがリードしようとしている。

・TB のふるさと納税関連取扱高は 2017 年度で 2099 億円を占めた。これを、国内の EC プラットフォームの流通額でみると、分野は違うが、楽天、アマゾン、ヤフー、メルカリ、ゾゾタウンに次いで、第 6 位に位置する。

・チェンジは、ふるさと納税事業を伸ばしたいだけで TB を買収したわけではない。ふるさと納税の利益を合算して企業規模を大きくするというのが第一の目的でもない。もちろん、ふるさと納税関連事業にこれからも力を入れていく。

・チェンジは、本体のパブリックの事業、人材を TB に移して、ここで新しいパブリック事業を伸ばしていく。その時、ふるさと納税事業を通して、地域の自治体とつながっていることが大きな強みになる。自治体のサービスを New IT の導入によって一新するというのが、最大のねらいである。

・ふるさと納税事業には、2つの注目点がある。1つは、自治体によって、ふるさと納税の本来の趣旨を逸脱して、資金を集めているところがあった。返礼率を高くして、しかもふるさと納税の物産を活かして地域振興を図るという対応をせず、単に金を集めればよいという姿勢がみられた。総務省はここに規制を加えることにした。それでも、ふるさと納税という本来の仕組みは活かされるので、ネガティブに捉える必要はない。

・もう 1 つは、ふるさと納税のプラットフォームを提供する手数料率にある。この手数料率は TB (ふるさとチョイス) の場合 2% である。これが競合他社では 9%~12% と高い。この手数料をサービスの改善を取り入れながら上げることは競争条件からみて十分可能である。これがポジティブな効果をもたらそう。

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。

・パブリック事業では、New IT で新しい可能性がある。TB は 1430 の自治体と取引があるが、全国の自治体は既存の IT に 6000 億円のお金を使っている。この従来型のシステムは、各自治体がバラバラに構築し、それを SI 大手が担ってきた。

・この牙城を崩して、効率化を進めるというねらいである。新しい IT、AI、RPA などを使って、自治体に共通の仕組みをプラットフォーム化すれば、6000 億円が 3000 億円で済むと福留社長はみている。ここにチェンジのチャンスがある。

・自治体では、地域の人口が減り始めている。サービスの効率化、コストダウンを図る事は急務である。一方で、社会保障費は増えていく。高齢者のためのサービスを充実する必要がある。お金の使い道を大幅に変えざるをえない。

・また、地域経済をうまくまわすには、地域のエコシステムを活用して、地域共創を図っていく必要もある。例えば、ふるさとチョイスのほかにも、名物チョイスなどにも活かせる。ここに自治体ポイントを導入することもできる。

・地域の中でお金をまわすことが重要である。外国人に来てもらって、デジタル決済ができるようにする。このようなところで New IT を活用していく。実現性の高いストーリーなので、大いに期待したい。

### 営業から価値生産へ～PC デポのオーナー買いから社員への株式贈与

・PC デポ（コード 7618、時価総額 233 億円）の野島社長は「ステークホルダーの皆様」へという自らの考え方をまとめた 4 ページの書簡を、2018 年 5 月に公表した。その骨子は、第 1 に、事業が長期的価値創造に対して、生産的であることと位置付けた。AI・ロボットが注目される中で、「人間としての生産領域の拡大」を掲げた。

・第 2 に、会社としての価値観として、①Social（社会性、社会貢献）、②Environment（環境）、③Education（働き方、学び方）、④Entertainment（楽しさなど人間発信の新たな価値創造）、⑤Governance（企業統制、運営統制）の 5 つを挙げた。ESG に 2 つの E を加えて、EEESG（トリプル ESG）という。

・第 3 に、Education では、生活の安定×生産性、人間性の向上×生産性を考慮して、新しい働き方へのシフトを提案した。大事なことは未来デザインと位置づけている。第 4 は、Entertainment の重視である。顧客が店に来て楽しい、自社のスタッフも楽しさや未来創造に共感し、提供できるようにする。

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。

・ゲームをして楽しい。新しい使い方を学んで楽しい。自分の IT 機器が点検されているのを見て楽しい。家族と来て、将来のデジタルプランを一緒に作っていくのが楽しい。そういう楽しさを提供する場にしたいと考えた。

・ビジネスモデルの進化では、従来の困った時の解決サポートから、未来のデジタルライフに必要な商品・サービスを計画的に織り込んでいく。これから先、どんなものを、いつ、どこで揃えていくか。これを本人及び家族を入れて練っていく。

・PC デポは、「デジタルライフプランナー」の商標登録を取得した。この名称は当社しか使えない。1 人の顧客会員（プレミアムメンバー）に、デジタルライフプランナーの専任担当が、3~5 名のチームで編成される。

・これから先のデジタルライフをプレミアムメンバーと一緒に考えていく。どんなデバイスについても、ファミリー中心に、計画的に生活のデジタル価値を創っていく。それを友人や隣人などの紹介に広げていく。

・この計画を「デザインシート」にまとめていく。3~4 年先までの計画を具体的に図式化したもので、チームで共有していく。プレミアムメンバーのファミリーにチームで対応していくので、コンサルは丁寧できめ細かくなっていく。リレーションが密になるほど、本当に必要なもの、価値あるものが提案できるようになり、それが計画需要として顕在化してくる。

・まず、ユーザーのベネフィットを優先する。それが需要創造を通して、当社のプロフィットに結びついてくるというフローである。ここ 10 年培ってきたメンバーシップ制(会員制)に、デジタルライフプランナーとしてのチームが計画的にコンサルを行う。これをビルトインして、サブスクリプション型ビジネスのサイクルをより強固なものにしていく。

・このトランスフォーメーションの推進で、業績が一時的に伸びなくなる要因が 2 つある。1 つは新しいビジネススタイルに変えていくので、顧客に的確なソリューションが提供できるようになるには少し時間がかかる。もう 1 つは、メンバーシップの構造を 3 年から 4 年へ長期化していくので、初年度の売上、利益の貢献が鈍ってくることである。

・従来のビジネスモデルは 10 年かけて定着してきたが、2016 年に一部の顧客から会員の仕組みにクレームが来た。違法ではなかったが、顧客に合ったメンバーシップの運営を図っていく必要があると判断し、1 年かけて新しい体制を作ってきた。内部の品質管理体制はでき上がったが、野島社長はすぐに次の改革をスタートさせた。

---

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

・店舗を、商品やサービスを提供する営業の場ではなく、顧客にとっての長い目でみた IT 活用の価値を生産する場であると再定義した。その活動を実践に移した。困った人を笑顔にするだけでなく、顧客の将来価値にも関わっていく。

・社員はプレミアムサービスを提供するデジタルライフプランナーになっていく。金融分野ではファイナンシャルプランナーという仕事があるが、将来のデジタルライフを安心して楽しめるようにコンサルしていく。

・社長のリーダーシップのもと、新しい価値創造のコラージュ（頭の中を整理したふかん図）を作り、お客とは一人一人に合った計画書（デザインシート）を作り上げていく。新しいスマホが出たから、買い換えて、ということではなく、今後4年のデジタルライフを互いに検討して、それに対して計画的提案を行い、計画的に価値創造をしていく。

・会社としては、社員の ES（満足度）を上げるように仕組みを作っていく。そのためのインセンティブも報酬につけていく。70歳まで働けるようにして、50歳を過ぎても社員として採用していく。つまり、働き方を多様にして、ステークホルダーとのつながりの中で、信用、信頼を作り、やる気を引き出していく。

・組織は逐次変えているが、営業ではなく、生産という名称に変わった。従来の営業統括本部は2018年3月から運営生産本部と名称を変えた。店舗を運営するのは同じであるが、売するための営業ではなく、客の楽しさ、客の価値を生み出すための生産が大事であるという発想である。

・品質管理生産本部も、生産という言葉が入った。従来の品質、総務、人事に対して、品質を作り出すのは人、総務・人事も人材を作り出して社内の仕組みを作り変えていく。新しいことを創出するという意味を込めて生産するという。

・営業から生産へ、売ることから価値を作ることへ、PC デポはここに本格的に取り組もうとしている。野島社長の本領発揮である。

・野島社長は、個人として、社員に当社株を贈与すると決めた。グループの役員および正社員に、5月14日の株価（386円）に対して最大6億円（155.44万株）を贈与する。8月より順次株式贈与契約を締結する。

---

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。

- ・8月に創立25周年を迎えるが、当社のビジネスモデルを大きく変革させる中であって、社員のやる気を引き出すために、株主としての立場も踏まえられるように、インセンティブを付与することとした。
- ・通常自社株買いというのは、会社の資金を使って、市場から株式を買う。これは株主還元になる。自社株の買入れ額が株式の価値を高めるからである。
- ・今回は、オーナー（野島社長、3月末現在の資産管理会社分も含む持株比率30%）が、自分の資金でマーケットから10億円ほど買い付ける。そのうち6億円分を社員に分配、贈与する。会社とは関係のない個人としての贈り物である。会社のP/Lとは何ら関係ない。
- ・野島社長は考えた。社員が、会社が進もうとするデジタルライフプランナーに本気で取り組んでもらうには、社長自らインセンティブを出して、それを目に見える形にすることが必要であると。
- ・既存の株主にとっては、オーナー買い（10億円）を踏まえて、社員が株主になり、やる気を高めるのであれば、まさに同船に乗った気分となる。丁度ビジネスモデルが切り替わる時で、その方向もみえてきた。ここで勢いが加速すると、企業価値は大きく高まってこよう。
- ・この自社株のオーナー買いと社員への贈与インセンティブは、本邦初である。野島社長のアイデアはまことに画期的でユニークである。その成果に期待したい。