

ベル投資環境レポート

価値評価のプラットフォーム作りに向けて ～付加価値の源泉を問い直す～

2022年9月27日

鈴木行生

目次

- | | |
|----------------------------------|-------------------------------|
| 1. 不確実下の意思決定に挑む | 2. サステナビリティの評価はいかに |
| ➤ ウクライナの行方と日本の対応～共存に向けて | ➤ デジ田で地方が楽しくなるか |
| ➤ 紛争下のSDGs～優先順位が問われる中であって | ➤ いかに測るか、どう活用するか～デジタル化の中で |
| ➤ 古くて新しい投資～改めて見直してみると | ➤ DXを見抜くには～DX銘柄2022を参考に |
| ➤ 価格戦略に付加価値はついてくるか～新たな格差の要因に | ➤ 人的資本生産性、何を開示するのか～知りたいことはどこに |
| ➤ 企業を通してマーケットを知る～長期投資の活用 | ➤ 外部成長を活かす経営～M&Aの評価はいかに |
| ➤ アフリカを身近に～人口増加と民度のアンバランス、やはり遠いか | ➤ コーポレートガバナンスのあり方～リクシルのケース |
| | ➤ サステナビリティをどう評価するか |

1. 不確実下の意思決定に挑む

ウクライナの行方と日本の対応～共存に向けて

・地政学的リスクの行方はほとんど見通せないが、座視するわけにもいかない。8月に安全保障スペシャリストの森本敏氏（元防衛大臣）の講演を視聴した。30年前からその見識に触れてきたが、的確な分析と見通しはいつも新鮮である。

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。

・国際社会の価値観はますます分かれており、対立と分断が際立っている。民主主義と異なる仕組みを有する国々は多く、中国、ロシアだけが特別ではない。8月のNPT（核兵器不拡散条約）の再検討会議も、合意文書はまとまらなかった。5年に1度の会議がもはや機能していない。

・ロシアによるウクライナ侵攻については、それぞれの思惑が外れている。ロシアはウクライナ全土を一気に掌握することができず、東部地区に集中せざるをえなくなった。西側はウクライナを支援しているが、どこまで支援を続けるかについてはまとまっていない。

・ドイツ、フランス、イタリアは早めの停戦を指向する。米、英はロシアを徹底的に叩くつもりである。ウクライナ政府は、クリミアも取り戻すべく反撃を続けるという。

・西側はウクライナの軍事訓練をサポートし、有力武器も送っている。この支援が続くならウクライナは有利かもしれない。これに対して、ロシアは宣戦布告を行って、本格的戦争に突入するのか。追い込まれて、核兵器を使うことも辞さないのか。かなり危うい。

・そこまで追い込まないとすると、双方とも消耗戦が続くことになる。原子力発電所の破壊、生物化学兵器、戦術核兵器の使用へとエスカレートするなら、NATOとの全面戦争に広がる。まさに第3次世界大戦になるかもしれない。

・米国、NATOは、ロシアを追いつめてきた面もあるので、今回の紛争はかなり際どい。これが中国、台湾の行方にどう影響するか。森本氏はここでも、かなりの危機感を持っている。

・中国共産党は、台湾に逃げた蒋介石の国民党の歴史を打破して、何としても台湾を統治するつもりである。いつかはやる、必ずやる、とみておく必要があると強調する。

・習近平国家主席は今秋で3期目に入る。その次の党大会は5年後の2027年であるが、ここで4期目を目指すとすれば、それまでに台湾を統一しておく必要がある。これを成果にしたいはずである。2024年には、米国、台湾、ロシアで選挙がある。トップがどのような人物になって、国際情勢を動かしてくるか。

・ロシアの軍備は最新鋭ではない。欧州は、ロシアの天然ガスを本当にいらぬのだろうか。ロシアは中国、インド経由で外貨を手に入れる道を確保している。ウクライナは独立国であるが、台湾はそうではない。

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。

・台湾を占領するために、中国軍は一気に動く作戦をとろう。軍隊の上陸が必要であり、そのためには圧倒的でないとできない。周辺国への陽動作戦も同時に取ろう。尖閣諸島も攻めてこよう。北朝鮮も動くかもしれない。様々なシミュレーションがすでに検討されているようだ。

・では、そのような中国を制裁で封じ込められるのか、といえば、相当難しい。日本は必ず巻き込まれる。日本の安全保障戦略の立案はこれからである。こうした事態を想定し、国民に一定の合意を得て、防衛費の増大を図り、準備していく必要がある。

・中国は1500発も弾頭ミサイルを持っている。極東の米軍にはそれほどない。日本はそもそも戦う体制はとっていない。情報と武器、サイバーとリアルのハイブリット戦争を想定し、それを抑止するための体制を整えていく必要がある。森本氏はこのように強調する。

・ウクライナ戦争の行方を、ここまで広げて、自らのこととして考えるというのは、日本にとってかなり難しい。楽観的期待だけで、事なしを得る、というわけにはいかない。

・中国でビジネスを展開する日本企業は多い。サプライチェーンから見て、中国は重要である。軍事・外交と経済社会の両立を図って、対立の激化を避けて互いに共存できるような道を何としても確保したいものである。

・どうすればよいのか。「正義の戦争」はないという見方をくれぐれも心に留めたい。自らの正義で、相手を追いつめないことである。米国はベトナムでも、イラクでも、アフガンでも思い通りにはなっていない。西欧は、今は民主主義国といっても、かつては植民地支配の帝国主義で領土の拡大を図った。

・価値の共有はできないとしても、人々を支えるテーマについては共通するものがある。SDGsに反論する人はいない。利害の対立が一定程度あるとしても、共存のための枠組みと競争の土俵は確保したい。気候変動やパンデミックへの対応は、人類を守るために共有されるはずである。

・現在の対立ではなく、将来世代のサステナビリティに目を向ければ、対話は続けられよう。文化や制度の違いを認識し、克服しつつ、共存の道がみえてくるはずである。先を見据えて、共存を支える投資（共生のためのインパクト投資）に邁進したいものである。

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。

紛争下のSDGs～優先順位が問われる中であって

・国が平和であれば、人々の生活は向上する。妙な独裁者がいなければ経済は発展する。制度や仕組みに課題があっても、人々の頑張りがそれなりに貢献する。しかし、戦争や紛争で国土が疲弊し、難民が続出するようでは、国はもたない。独裁者の専制国家が国民を餓死させて平気なようでは、その国は衰退の一途を辿ろう。

・グローバルな社会や経済が、政治の枠組みの中で一定の安定を保っていれば、発展の道を探ることもできるが、SDGsに暗雲が垂れ込めている。5月に日経SDGsフォーラムで、国連事務次長・軍縮担当上級代表の中満泉氏の講演を視聴した。

・2月24日のロシアによるウクライナ侵攻で国連は根本的な挑戦を受けている。愚かな戦争にいかに対処するのか。中満氏は、3つの課題を提示した。①核軍縮のあり方、②SDGsの行方、③多国間主義と国連の意義である。

・第1の核軍縮において、核は使わないという前提が、いざとなったら使うという脅威に変わった。ロシアのプーチンならやりかねない。軍縮という概念が危機に陥っている。

・ウクライナ紛争をみると、手を抜いているとやられる。よって、防衛を強化するしかない。軍拡競争に入ると、軍事費は増大していく。核兵器を持つ国が増えてくれば、それが使われる可能性が高まってくる。核軍縮の規範が壊れていくと警鐘を鳴らす。

・軍縮はレトリックでユートピアになってしまうのか。軍備管理、核管理、核不拡散にどう取り組むのか。NPT（核兵器不拡散会議）が8月に催された。75年続いた不使用をいかに継続し、核戦争のリスクを減らすか。条約への署名が効力を持つようにしていくことが求められる。

・第2のSDGsの行方はどうなるのか。ウクライナ戦争の激化、長期化で、コロナパンデミック後の経済が落ち着くどころか、インフレが加速している。食料、エネルギー、資源の供給が分断されて、サプライチェーンの混乱に拍車をかけている。

・これも長期化しそうである。穀物の供給不足、石油、石炭に戻らざるを得ないエネルギー不足、半導体などの供給制約となる希少資源の不足などが、ショーテッジによる価格高騰を招いている。

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。

- ・紛争の収束がみえたとしても、前のグローバル経済には戻らないであろう。ロシアとは対峙したまま、中国とも一線を画して、新しい秩序を作っていく必要がある。
- ・SDGs の観点からみれば、紛争による秩序の再構築は、貧困や不平等を悪化させて、弱者を一段と窮地に追いやることになる。つまり、SDGs への対応が難しくなり、遅れることになる。
- ・先進国は、どこまでがまんでいいのか。危機が迫った国々や途上国を優先的に助けていく必要がある。しかし、どの先進国でも国内のインフレ、貧困対策を優先せざるを得ない。
- ・第3の多国間主義（マルチラテラリズム）の将来はどうなるのか。グローバルな課題に対して、多国間で話し合い、取り組んでいくという方式がもはや機能しなくなっている。国連の安保理の常任理事国が、国連憲章違反で侵略を公然と行うようではどうしようもない。
- ・国連が機能しなくてよいのか。そんなことはない。国連は行動して、救済していくしかない。さもないと、国際秩序のすべてが崩れていく。ウクライナ以外にも、アフガン、イエメンなど戦争、紛争は続いている。
- ・戦争停止の交渉、難民の保護、市民の保護、原発の保護などに全力で取り組むしかない。国連は来年、新しいビジョンに基づく軍縮のあり方を発表するという。中満氏は平和のために活動を続けている。
- ・5月に、日経主催で国際交流会議「アジアの未来」が開かれた。そこでの論点は、「越えてはならない一線をどう守っていくか」にあった。
- ・守るべき秩序を互いに明示して、管理不能な状況になることを回避していく必要がある。主権と独立の尊重はもちろんであるが、一方で人権の尊重と内政不干渉は、すでに対立の軸となっている。
- ・ロシアのウクライナ侵攻に対して、NATO ほどのように立ち向かうのか。中米の相互不振に、アジア各国はどこまでついていけばいいのか。中国の経済を無視するわけにはいかない。
- ・台湾、南シナ海、東シナ海、サイバー空間、宇宙に至るまで、陣取り合戦は続く。戦略的な地政学リスクの管理、経済的競争の管理が求められる。それを前提として国際関係が成り立ち、企業活動も前に進める。

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。

・成長への道、回復への軌道に向けて、企業としても取り組むべきテーマは、4つの投資であろう。①ヘルスケア投資、②人材投資、③DX投資、④環境エネルギー投資である。次の国際秩序を見据えながら、不透明な経営環境にあっても、先進的な投資を続ける企業を的確にウォッチしたい。

古くて新しい投資～改めて見直してみると

・ウクライナ紛争はいつまで続くのか。ベルリンの壁が崩壊して以降のグローバリゼーションが見直しを迫られている。国際分散投資において、アセットアロケーションはどのように変化していくのか。

・7月に代替投資（オルタナティブ投資）に関する2つ協会、CAIA JapanとAIMA Japanの共催によるセミナーを視聴する機会があった。そこで感じたことをいくつか取り上げながら、株式投資の基本を見直してみたい。

・新型コロナを克服して、リベンジ消費が惹起するかと思ったら、ロシアによるウクライナ侵攻でサプライチェーンが一気に混乱した。戦争はすでに半年を過ぎて、被害は甚大なものとなっている。しかし、事態の収束は見えない。むしろ危うさは高まっている。

・食料、エネルギー、希少資源の供給不足による影響は、アフリカでの食料危機、欧州のエネルギー高騰、先進国でのハイテク製品などに出ており、弱者にとってはますます厳しくなりつつある。

・原材料価格の上昇、エネルギー価格の高騰は、製品やサービス価格に転嫁せざるをえない。通常の上昇で調整できればよいが、調達できないとなれば事態は深刻である。このままでは従来のように暮らせない。相当節約して我慢するしかない。

・インフレに見合って所得が増えなければ、生活水準は落とさざるをえない。企業においても、価格転嫁して、売上が減らず、社員の給料を上げられればよいが、それができる企業は相対的に少ない。むしろ減益を余儀なくされよう。数年をみると、産業間格差、企業間格差は大きく広がって、競争劣位の企業は再編に向かわざるをえない。

・インフレ下のリセッション（スタグフレーション）になれば、経済は停滞する。各国の中央銀行は金融政策でインフレを抑え込むことができるか。米国のFRBは急ピッチでFFレー

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。

トを上げており、これでうまく対応できるという楽観論もマーケットにみられるが、やはり慎重に構えた方がよい。

・米国、EU を巻き込んだロシアとの国際紛争であるから、思わぬ事態を想定しておく必要がある。米国、ロシアとも、思惑とは違った事態となっており、ウクライナを媒介とした代理戦争の様相を呈している。

・日本はどうか。デフレ脱却の政策もあって、日銀の低金利政策は続いている。米国との金利差で円安が進んだ。今の金利差からは 140 円/ドルが妥当しても、購買力平価でみれば、120 円台が妥当という見方も有力である。

・ということは、インフレの高進でさらに円安になるリスクもあるが、逆に落ち着きがみえてくれば、110 円台への戻りもありうる。円安への対応は難しい局面が続こう。

・アセットアロケーション (AA : 資産配分) はどのように考えるのか。プロのファンドマネージャーは自らの運用商品において、各々 AA を考える。アセットオーナーは、安全資産にシフトしながら、オルタナ(代替資産)投資の比率を上げることも検討課題となっている。パフォーマンスの向上には、新しい収益源が必要である。

・個人投資家という立場で考えると、1) 安全第一ならキャッシュであるが、インフレになるのであれば、それは得策でない。2) 金利が上がれば債券価格は下がるので、国内債/外債についてはさらに注意が必要である。

・3) 為替リスクについては、ヘッジするのか、為替益も狙うのか。そのバランスがとわれる。4) 株式投資は、国の競争力を考えれば、日本株より米国株であるが、米国株にきちんとついていけるか。日本株の方が身近に分かるというホームグラウンドバイアスも大きい。

・リート・不動産ファンド、ベンチャーやスタートアップ投資、クリプトアセット (仮想通貨)・NFT (ノンファンジブルトークン) などのオルタナ投資についてはどう考えるのか。

・投資家として、新しいものをすぐに取り入れるイノベーターなら、積極的に立ち向かう。保守的なフォロワーであれば、オルタナの中でも、アセットクラスが確立して、十分理解できてから参加した方がよい。

・リートはすでに分かりやすいが、クリプトアセットになるとまだ危うい。NFT は本物にな
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。

りそうだが、その裏付けを十分確認する必要がある。

・地政学的リスクへの対応は、二面性を持つ。COP(気候変動枠組条約国際会議)では、今後ともグローバルな対応が迫られよう。それでも、エネルギー政策は見直さざるを得ない。一方で、国家間、民族間の対立を想定するとブロック化は避けられず、経済安全保障が新たな意味を持ってくる。軍需産業、ハイテク民需産業が想定するマーケットについても戦略的対応が必要である。

・株式投資においても、インデックスをベースにした国際分散投資では十分でないかもしれない。個々の企業をよくみていく必要がある。アクティブ運用、アクティブマネージャーの役割は大きくなってこよう。

・しかし、世はインデック投資の時代である。一般論として、アクティブ運用はパッシブに負けている。これでは、アクティブ投資の出番は少ない。プロの世界では、一流のアクティブマネージャーに頑張ってもらおうとして、個人投資家はどうすべきであろうか。

・もちろんプロに任せて、信頼できる金融商品に投資するというのが王道であろう。しかし、それでいつもうまくいくとは限らない。自らのセンスを磨くためにも、自分で10銘柄程度のポートフォリオを作って、企業をみていくことが望ましい。

・川北先生(京大客員教授)は、7月29日の日経経済教室に、新しい資本主義の視点として、「企業選別による長期投資こそが本筋」という論説を載せた。これを筆者なりに理解してみる。

・1) 短期売買は誰かの売りかは誰かの買いであり、損得は行って来いである。2) 長期投資は企業の利益を反映しているので、投資家にプラスの収益をもたらすはずである。3) しかし、長期投資といっても、すべてが経済全体に連動するわけではない。

・4) インデックスに投資するのは有力な手法であるが、中身の企業は玉石混交であり、パフォーマンスが十分でない企業も相当ある。5) では、どのように選べばよいのか。有力な方策は長年PBRが1.0倍を下回っているような企業は外すことである。こうした企業は構造的に期待できない可能性が高いとみられる。川北先生はこのように主張する。

・上場企業の経営者を見ると盤石とはいえない。必死に頑張っているが、格差がつき、収益性や成長性が劣化する企業が出てくる。それでもすぐに上場廃止とはならない。時に目のさ

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。

めるようなターンアラウンドをみせる企業も登場する。こういう企業は、いい会社が変わってきたとわかってから投資しても遅くない。

・PBR=ROE×PER という関係であるから、財務数値に現れる前の企業の経営をよくみていく必要がある。①トップマネジメントの経営力、②事業の成長性、③収益が突然急落することがないようリスクマネジメント、④企業のサステナビリティ(持続性)を支える ESG の頑健性に注目したい。

・その上で、ROE(収益性)×PER(成長性)⇔PBR(企業の見えざる価値の評価)をバランスよくみていきたい。少数株主として継続的にみていくと、企業の良し悪しが次第に分かってくる。それをベースに自分のポートフォリオを作ってみると、投資の楽しみが一段と増してきよう。

価格戦略に付加価値はついてくるか～新たな格差の要因に

・長くデフレが続いたので、日本の感覚は他の先進国とずれてしまった。物価が安定していることはいいことだという反面、経済が停滞して賃金が上がらないこともしかたがないと受け入れてきたようにもみえる。

・ポストコロナのペントアップディマンド(溜まっていた需要)の動きに、ウクライナ紛争によるサプライチェーンの混乱が加わって、資源エネルギー価格が高騰している。通常の需給タイト化というよりも、手に入らないかもしれないというショーテージによる急騰が甚大な影響を与えている。

・商品やサービスの価格は需給によって決まる。でも、何が公正な価格かは意外に分かりにくい。①過去のトレンドをみる、②他社の類似商品と比べる、③海外のマーケットの動きと比較することで、何らかのヒントは得られよう。

・別の方法として、コストの積み上げで、そのインパクトを知ることである。①原料価格が何%上がった、②エネルギーコストが何%影響している、③人件費を上げないといい人材がとれないので、賃金を見直してパートも含めて何%上げる、という動きである。

・サントリー食品インターナショナルの地域別の動きをみていると、値上げについて、日本だけが別枠で考える必要がありそうだ。米国でも欧州でも、原料高に対しては一定の値上げを行っている。通常の経営戦略であるが、日本では値上げを受け入れるカルチャーが違うら

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

しい。それでもマネジメントは価格の見直しを進めていく。

・B to Bのビジネスの世界でも、同一業界で3つのパターンがある。原料高に円安も加わって、日本の価格戦略をどのように展開するのか。海外生産を本格的に展開している企業は、海外ではいち早く価格を上げていく戦略を打っており、日本でも値上げの方向を探っている。

・日本のみで生産して、日本向けが中心の企業では、輸出については円建て価格を上げることができそうだが、それだけでは原材料高が吸収できない。国内価格も上げたいところだが、他社の動きをみている。

・成長分野がグローバルに伸びている企業では、輸出比率が圧倒的に高いので、円安メリットが大幅に利益に貢献している。この効果で、国内生産における原材料高は十分吸収できてしまう。この会社は国内で値上げを行うつもりはない。

・競合の状況をみながら価格戦略を打っていくのは当然であるが、このケースの場合、それぞれが強みを持ち独自性を競っているが、共通の競合商品については、価格戦略に差が出てこよう。

・A社はグローバルに値上げをして、日本も上げる方向にある。B社は、値上げをしたいが、競合が動かない場合不利になるので、負担を我慢するしかない。C社は、円安メリットで十分おつりがくるので、値上げをするつもりはなく、場合によっては、一部値下げで攻勢にでてくるかもしれない。

・ここからが難しいところである。円安メリットはいずれ円高デメリットになることも想定される。グローバルな原材料高については、それをどう価格に反映させていくか。経営の原則を固めて、それを取引先と交渉し、ルール化しておかないと、カルチャーにはならない。

・70年代のオイルショック、80年代の円高ショックを日本企業は乗り越えてきたが、その間、産業・企業の競争力は大きく変動した。90年代以降日本全体はデフレ経済となり、生産性が上がらず、賃金も伸びない国となってしまった。先進国としての国力は、低下の一途をたどっている。

・ここからどうするのか。ウクライナ紛争は長期化しそうである。ロシア、中国とは一線を画した付き合い方をしていく必要がある。予想しえない地政学的リスクヘポートフォリオ

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。

の組み換えを準備しておくことが求められる。米国はリセッションになることも予想されるが、その後の回復を視野に入れて手を打っていくことが重要であろう。

・日本のエネルギー不足は当面厳しくなる可能性がある。効率的な石炭火力や原子力発電の稼働再開を含めて乗り切っていくことになるだろう。将来のエネルギーミックスについては、改めて長期投資を行っていくべきであろう。

・株式市場はもう一段の調整がありうる。株価水準は、金利と為替と業績で決まる。米国の利上げがインフレを抑え、景気がリセッションに陥らずにうまくオペレーションされればよいが、うまくいかないことを想定した方がよい。利上げがインフレ抑制に効いてくるには時間を要するので、マイルドリセッションに入る公算はある。

・日本の円安は日銀の金融政策に依存するが、国内の物価がスタグレーション的になれば、ますます身動きがとれなくなる。来春の日銀総裁の交代に向けて、1ドル130円を切ってくるならば、一定に落ち着きを取り戻そう。一段の円安は国内消費にはマイナスとなるが、輸出企業と海外からの投資や外人旅行客にはプラスに働こう。

・企業業績は、野村証券金融経済研究所の予測によれば、今期、来期と増益が続くそうだが、まだ不確定要素も多い。日経平均の見方もボックス相場とみており、もう一段の下押しがありそうである。

・円安メリットを享受できるか。原材料高を製品・サービスに適切に転嫁できるか。サプライチェーンの混乱をビジネスチャンスとして乗り越えられるか。こうした点で格差が生まれている。中長期的には、新たなエネルギー投資、メタバースも含むDX投資がリード役になろう。価格戦略で高付加価値化を推進できる企業に注目したい。

企業を通してマーケットを知る～長期投資の活用

・株式投資は多様であってよい。短期も長期も儲かるなら、それに越したことはないが、そんなにうまくはいかない。いい会社に投資しておけば、いずれ儲かるというのも妥当なようだが、その会社がずっといい会社でいられるかは分からない。中長期投資といっても、経営内容を絶えずチェックしていく必要がある。

・株主になってみると、おもしろいことが分かる。経営者のセンスが企業経営に現れてくる。

10社くらいの企業に投資していると、ポートフォリオとしてのリターンとは別に、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。

のものの見方や打つ手が、マーケットのトレンドや新しい動きを知る上で、役に立つことが多い。

・SBI ホールディングス(HD)の北尾社長、マネックスグループの松本社長、三菱商事の中西社長を取り上げて、マーケットのトレンドと企業評価のポイントを検討してみたい。

・SBI HD は、新生銀行を買収した。持株比率は 47%となった。その価格は高かったのか、安かったのか。買収後の決算(2022年3月期)では、負ののれん益が2702億円ほど発生した。つまり、かなり安く買収できた。

・SBI は創業 23 年、顧客価値、人材価値、株主価値を好循環で回してきた。安価なサービス、比較できるサービスを、安全・安心に提供することをモットーとしてきた。これを新生銀行でも展開し、グループ 4200 万人の顧客基盤でさらなる発展を目指す。

・そのわりに、株価が安い。北尾社長は、自らの徳が足りないのかと話しながらも、1) 現在は、コロナ禍、米金利上昇、ウクライナ紛争の三重苦にある。2) その中で海外の大株主が当社株を売ってきた。SBI を問題にしたのではなく、ポートフォリオの中で日本株を処分してきた、3) 今回の円安は、明らかに悪い円安で、物価高が国内経済に打撃を与える、と説明した。

・個々の事業の価値を積み上げる SOTP (サム・オブ・ザ・パーツ) の手法で、価値を積み上げると、40%も割安であると外部のアナリストが指摘している。株式の所有比率をみると、機関投資家 76% (外人 48.5%) で、個人投資家は 20%を切っている。この個人投資家をもっと増やしたいと言う。

・主要グループ会社を上場させて、事業の独立性と価値の顕在化に力を入れていく方針である。また、グループ会社では、SBI e-Sport の社長は入社 5 年目、SBI アフリカではまず中古車から入って、いずれは金融事業を拡大するが、ここの社長は新卒 9 年目である。

・金融サービス、資産運用、投資事業、暗号資産、非金融事業で、税前利益 3000 億円を目指す。M&A にはこれからも意欲的に取り組んでいく。「金融を核に金融を超える」ことが重点戦略の目標であると語った。

・マネックスグループの社外取締役として、ソニー元社長の出井氏が長く務めた。松本社長のベンチャー精神を常に応援してくれた。日本のネット証券から米国に進出し、資産運用の

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

次に仮想通貨分野にもコインチェックの買収でいち早く参入した。

・仮想通貨（クリプトアセット）は本物なのか。松本社長は金融の歴史をみると、新しい金融取引は画期的であるとともに、常に如何わしさを伴っていた。新しい取引に意義や価値があるものの、ルールメーカーの匙加減で信用が崩れることも多々ある。

・しかし、BC（ブロックチェーン）技術を活かして、NFT（ノン ファンジブル トークン）に組み込まれるデジタル資産の新しい取引が大発展するとみている。メタバースが、そのプラットフォームとして利用されるようになるだろう。

・まだ黎明期にあるので、投機的動きでマーケットは乱高下しているが、そこでリーダーシップをとろうとしている。SBI HDの北尾社長も同じようにリーダーを目指している。

・メタバースとは何か。リアルな世界でいえば、戦後東急が田園都市線を作って、一大都市開発を行って大きく発展したように、メタバースで新しい空間を作り、その中のディベロPPERになることを狙っている。これは、金融だけの話ではない。不動産でも、Eコマースでも、あらゆる産業や生活が関わってくる。

・MONEX（マネックス）のXは、未来のお金との付き合い方をデザインしていくという意味が込められていた。そして昨年4月には、「未来の個人の“生きがいバランスシート”を最良化してく」と定めた。

・つまり、お金だけでなく、時間、健康、思考などをよくしていく。マネックスグループは、その自己実現をサポートしていく。松本氏の第2の創業の思いを、出井氏は果敢に背中を押してくれたと語った。

・三菱商事の中西社長は、今年4月に社長に就任した。なぜ自分が社長に選任されたのか。6年前ならたぶん選ばれなかったと、自ら語る。カーボンニュートラル(CN)、エネルギー革命の時代に入ってきた。中西氏は、三菱商事の10営業グループの中で、エネルギー電力事業を長く担当し、推進してきた。その見識、経営力が今最も必要になったということである。

・中期計画では、MCSV（三菱商事のシェアードバリュー）を共創価値として創出していく。成長、経営、メカニズム、人事、サステナビリティの重要5項目を“つなげ、つながる”ようにしていく。

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。

・商社はエネルギー開発との結びつきが強い。従来型の石炭、石油、LNGに関して、どのようにCNに持っていくのか。そのトランジション（移行）計画が問われている。外部の一部の投資家からは、環境対応に向けた定款の変更が株主提案として株主総会に出されたが、それは否決された。

・会社としては、脱CO2のロードマップはすでに公表しており、2030年に半減、2050年にネットゼロを目指す。TCFDにもしっかり対応していく。よって、定款の変更というのは主旨が異なるので、妥当でないと反対した。

・これからは、①EX、②DX、③未来創業（新産業、地域再生）の3つの領域で、成長戦略とサステナビリティを追求していく。サステナビリティでは、マテリアリティを再定義し、CNに向けた4つの施策を進めていく。1) 1.5°Cシナリオへの移行リスク、2) トランスフォーームの進め方、3) 今後の投資計画、4) カーボンプライシングも含めた新規投資のあり方を重視する。

・中西社長は、“空気振動型”で、つながりを広め深めていくという。そして、日本発の商社モデルが世界に通用することをみせていくと語った。

・3社長の話を視聴していると、1) 今後の金融界の再編はどのように進むのか、2) 新しい金融マーケットはどのように生まれてくるのか、3) ロシア・ウクライナ紛争の余波が米国金融市場を経て、通貨にどのように響くか、4) エネルギー、資源価格の高騰の中で、ESG投資はどのように見直されるのか、5) マーケットは既に織り込み済みなのか、まだこれから大きく変動するのか、についてヒントが得られる。

・ユニークな社長の話は面白い。ニュースなどの二次情報で知るよりも、株主となって生の声を聞いていると、大いに参考になる。ポートフォリオの銘柄は増やせばいいというものでもない。面白い経営者を選んで投資してみると、新たな価値が発見できよう。

アフリカを身近に～人口増加と民度のアンバランス、やはり遠いか

・まだアフリカには行ったことがない。かつてパリに駐在していた頃、フランスの同僚は夏休みにアフリカを旅行していた。とても広大な大陸であるから気候も多様で、軽井沢のような避暑地も多い。

・8月に日本が主催するTICAD 8（ティカッド：アフリカ開発会議）がチュニジアで催され本レポートは、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。

た。3年に1回、アフリカと日本で交互に開かれる。今回は8回目であった。

・世界の人口増はこれからアフリカにシフトする。国連によると、2022年の世界人口80億人のうち、東アジア・東南アジアが23億人、中央アジア・南アジアが21億人と、双方で全体の55%を占める。このうち最も人口の多い中国、インド（各々14億人）とも、いずれピークアウトしてくる。

・一方、サハラ以南のアフリカは2050年までに、現状から倍増して20億人を超えてくる。2050年までのアフリカの人口増加では、ナイジェリア、コンゴ、エチオピア、タンザニア、エジプトなどが多い。

・ナイジェリアの人口は、現在(2022年推計)の2.1億人に対して、2050年には3.7億人へ増加する見通しである。コンゴも0.97億人が2.1億人に増加、エチオピアは1.2億人が2.1億人へ、タンザニアは0.6億人が1.2億人へ拡大する。エジプトは1.1億人が1.6億人に増加するが、南アは6000万人が7300万人とさほどでもない。

・出生率が高いからといって、経済が発展するわけではない。生活が成り立てば、高い出生率で人口は急増する。一方で、政治が安定せず、社会に一定の秩序がなければ、貧困と格差はどうしようもない。ナイジェリアやコンゴをみても、民度（「腐敗認識指数」）は最下位クラスにある。

・雇用機会をいかに生み出すか。社会インフラを作っていけるか。TICADはアフリカの発展に向けて、ポジティブな活動を支援している。アフリカの人口14億人が2050年には25億人へ増加し、世界の4分の1を占めるようになる。その中で、デジタル革命とグリーン成長は確実に進む。通信、電力ビジネスは発展しよう。再生エネルギーも広がり、資源開発のポテンシャルもさらに高まってくる。

・アフリカへの進出企業は、中国(2500社)が最も多く、米国(2000社)、フランス(1000社強)、英国(1000社弱)と続く。日本企業は500社前後とまだ少ない。2020年のアフリカへの直接投資は、JETRO(ジェトロ)によると、英国650億ドル、米国480億ドル、中国430億ドルに対して、日本は48億ドルであった。

・アフリカ大陸は欧州が長らく支配した歴史を有するが、近年は中国が戦略的に進出を図ってきた。中国は進出国への支援を行う反面、債務の罠にはまるとインフラ施設を実質的にコントロールするような手法も使う。これは当事国にとって危うい。

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。

・日本企業のアフリカ進出は遅れている。遠い、分からない、小さいというのが理由のようだ。この10年で日本企業のアフリカ拠点は2倍の900に増加したが、まだまだである。総合商社や自動車、機械関連メーカーが進出しているが、ビジネスとしてのウエイトはまだ極めて低い。ジェトロは、アフリカビジネスデスクを設け、アフリカビジネス協議会を作ってサポートしている。

・TICADのテーマは4つで、1) アフリカ企業との協業による社会課題解決へのイノベーション、2) アフリカの若者の人材高度化の支援、3) 再生エネルギー、レアメタルなどのグリーン成長の実現、4) 民間投資へのファイナンス支援である。

・平均年齢も若く、現在の20歳が2050年でも25歳である。まさに人口ボーナスが期待できる。アジアとアフリカをインド太平洋で繋ぐこともできる。アフリカは、太陽光、風力、地熱といった再生エネルギーの宝庫でもある。グリーン水素のポテンシャルもある。

・しかし、コロナ禍とウクライナ紛争の余波で、経済は悪化、財政難、投資資金不足にあえいでいる。食料不足も深刻になりつつある。1500万人が極貧状態に追い込まれている。

・アフリカの従来のイメージは資源国である。ダイヤモンドでは、ボツワナ、コンゴ、南ア、アンゴラ、ナミビア、ガーナが有力で、世界の半分を産出する。プラチナは、南アが世界の4分の3を産出する。コバルトは、コンゴ、ザンビアで世界の半分以上を産出する。

・株式市場の規模で見ると、南アが圧倒的に大きく、エジプト、モロッコ、ナイジェリア、ケニアなどが続く。よって、投資信託のアフリカファンドといっても、大半を南ア株が占める。これではおもしろくないように思えるが、その他の国ではまだ株式市場が育つほど経済発展が十分でない。

・今からの30年をどうみていくか。悲観的かつ慎重にみるだけでは、遠い、分からない、小さい、という認識のままである。人口ボーナスはどの国にもチャンスをもたらす。その中から企業家も育ってくる。政府間の支援だけでなく、民間企業のパートナーから、現地の企業も育ってこよう。

・社会インフラ事業では、太陽光、風力、地熱といった再生エネルギー、水道や灌漑といった公共事業、現地に根差した農産加工品などが有望である。通信インフラの整備につれ、ネットビジネスも人口増を反映してさらに急拡大が見込めよう。

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。

・日本企業では、豊田通商をフォローしたい。アフリカ 54 カ国のすべてにネットワークを有し、卸売りから現地での製造にシフトしている。トヨタの英国系販売店の買収からスタートし、フランス系のアフリカ専門商社も買収した。その後も M&A を活かしながら事業領域を広げている。

・今後とも日本企業のアフリカ開発、欧州企業のアフリカビジネス、南ア企業のサハラ以南への展開に注目したい。いずれアフリカ旅行にも出かけたいと思う。

2. サステナビリティの評価はいかに

デジ田で地方が楽しくなるか

・6月にデジタル田園都市国家構想（略称デジ田）のイベントを視聴してみた。うまくいけば地方が楽しくなりそうである。都会に出て、毎日あくせく働く必要はない。地方に雇用機会が広がりそうである。カギはデジタル人材にある。デジタル人材が育って、地域のコンテツを活かすことができれば、新しいエコシステムができそうである。

・全国どこでも誰でも便利に暮らせるようにする。地方への人の流れを創り出していく。地方にサテライトオフィスをどんどん作ってもらおう。企業版ふるさと納税を大いに活用しよう。このような方針である。地方とのマッチング機会を多面的に作ろうとしている。

・デジタル田園都市国家構想担当の若宮大臣（当時）の話は冴えていた。デジタルと田園を結び付けると、これが新しい価値の源泉になる。地方、地域の不便、不安、不利を解消して、成長に結び付けようという構想である。

・そのためには、デジタルを活用して、公共交通ネットワークを作っていく必要がある。再生エネルギーを軸として、エネルギーネットワークも必要である。不足するデジタル人材を、2026年度末までに230万人育成していく計画である。

・どんな動きが想定されるか。ワーケーションでは、コミュニケーション、バケーション、イノベーションが問われる。働くことにストーリー出れば、単身赴任ではなく、地方定住が増えてこよう。一部にその動きが出始めている。

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。

・地方にイノベーションの拠点ができれば、魅力ある人々が集まってくる。イノベーターが集積効果を生んでくる。公共交通はオンデマンド型にして、移動の自由は十分確保していく。

・デジタルデータの活用という点では、データ連携が重要である。自治体がバラバラで個別のフォーマットにこだわるようではうまくつながらない。医療や教育などに関わる個人情報、プライバシーとセキュリティを守りながら活用される必要がある。幸い5Gが普及していくので、これにコンテンツを乗せていくことができれば大きく広がろう。

・デジタル人材といっても多様である。開発型の人材もいれば、サービス利用型の人材もいる。地方で、民間、公共、自治体など、現在各々の持ち場で働いている人が、デジタルを使いこなして、サービスの質を上げていく必要がある。誰でも使えるアプリにうまくつなげ、そのアプリを普及させるコーディネーターが必要になる。

・コロナショックで、リモートワークが一気に進んだ。一度慣れてしまうと、元には戻れない。一方で、リモートワークで生産性を上げ、新しいビジネスに結び付けていくには、仕事のやり方、働き方も、新しい仕組みにしていく必要がある。

・先進的な企業では、不本意な地方転勤がなくなる。ホームワーク、サテライトワークが当たり前で、本社への出勤は出張となる。

・しかし、現実の仕組みは古いものが多い。新しいことを夢みたいに語って、その一部だけをいいとこ取りしても、それは定着しない。つまり、サステナビリティがないことになってしまう。デジ田が一時のブーム的掛け声にならないように、大きな構想と共に、着実かつスピーディな実行が求められる。

・高齢者、障害者は、本当に疎外されないのか。デジタルデバイトを無くすようなデジタルヘルパーが身の回りに必要である。一方で、リスクリングの機会が十分でない、若者も取り残されてしまう。ゲームができて、スマホが普通に使いこなせれば、それで仕事ができるようにもっていくことが望まれる。

・かつては、鉄道や道路が地域格差縮小のインフラであったが、今ではデジタル活用のインフラが快適な生活の基盤となる。ユースケース（適用事例）を競っていくために、デジタル甲子園（Digi 田甲子園）を開催する計画である。Web3の時代は、メタバースを活用して新しい発信がなされよう。

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。

・個別企業でみると、例えば、PC デポは、「わが家のデジタルライフプランナー」になることを通して、ファミリーのデジタル化を推進しようとしている。これが地方、地域まで広がるにはデジタルヘルパーが必要となろう。

・チェンジは、「デジタル×ローカル×ソーシャル」にフォーカスして、パブリテック(公共分野の IT 化)を軸に、地方創生に役立つ成長戦略を実践している。

・①デジタル(デジタル技術の活用)、②ローカル(地域のサステナビリティ)、③ソーシャル(社会的課題の解決)の重なる領域をスイートスポットとする。日本の生産性の向上と地方創生への貢献が、同社の SDGs、ESG である。

・実際、NEW-IT、パブリテックとも、人材投資や開発投資を大幅に先行させている。東京圏以外のローカルにデジタル化の恩恵を広め、地域課題の解決に貢献している。パブリテックの LoGo チャット、LoGo フォームなど、自治体向け共有アプリも成長軌道に入っている。さらに、自治体の再生エネルギー活用を推進する地域マイクログリッドモデルも横展開で件数を増加させていこう。SBI ホールディングスとも連携を強化している。

・デジ田はどこまで進むか。メガトレンドを創ろうという方向は的確である。くれぐれも掛け声倒れにならないように、民間の力をうまく活用してほしい。デジ田をリードする企業に大いに注目したい。

いかに測るか、どう活用するか〜デジタル化の中で

・情報をデジタル化して、その情報量を測るとするのは情報理論として相当進んできた。しかし、情報の価値をどう測るのか。価値には主観的要素が入れるので数量化がしにくいし、バイアスも入りやすい。でも、価値の共有について一定の合意があるのであれば、客観化しやすくなる。

・デジタル化が進む中で、常に2つのことが問われている。デジタルイゼーションとデジタルライゼーションである。まずいかに数量化するか。次に、それを活用して、新しい価値を生む仕組みを作っていくか。数量化をデジタルイゼーション、価値を生む仕組み作りをDX(デジタルイゼーション)といっている。

・政策を立案する行政の世界では、EBPM(Evidence-based Policy Making:エビデンスに基づく政策立案)が求められており、それを盛んに実行しようとしている。

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。

・一方で、どの世界でもKKOの人をみかける。“勘と経験と思い込み”で、強烈に自己主張するタイプである。政治家にもいるが、経営者にもいる。先を見通す特別の才能があるかもしれないので、蔑ろにはできない。しかし、何らかの思惑があって主張しているとすれば、それは誤った判断を誘導するので危うい。

・コロナパンデミックが発生した時、当初は十分なデータがなかった。データが集まってきたとしても、それを分析して、次の予測に活かしていくモデルが十分でなかった。

・感染症防止と社会経済活動の確保、カギを握るワクチン接種や治療薬の開発、医療体制を確保するためのシステムなど、どれをみても新しい緊急事態に即応できず、後手後手となった。現在、次第にデータは整ってきたが、それを活かす仕組み（データを価値にかえるビジネスモデル）は依然として動きが鈍い。

・企業のリスクマネジメントと価値創造を改めて検討してみよう。6月に野村証券の張替一彰クオンツアナリスト（金融工学研究センター）の話をきく機会があった。投資家として、デジタル化のフレームワークをどのように身に付けておけばよいか。

・企業をとりまく社会経済環境をみると、①マクロリスク（市場リスク、環境リスク）、②セミマクロリスク（戦略リスク、信用リスク）、③プライベートリスク（オペレーショナルリスク、リーガルリスク）などがある。円安や原材料高といった市場リスク、気候変動などの環境リスク、技術革新や規制による戦略リスク、セキュリティに関わるオペレーショナルリスクなど、多様である。

・その企業にとって何が重要なリスクなのか。それを特定した上で、どのような手を打っているかを知りたい。

・それは自社にとって、管理可能なリスクなのか、あるいは管理不可能なリスクなのか。ESGを通して、どこまで管理可能かをみていく必要がある。管理できないリスクは、投資家（株主や債権者）自ら負う覚悟が必要である。

・次に、ESGを通して、リスクを低減させていくといっても、そのタイムスパンはいつまでに、その実効性はどのくらいあるのかが問われる。気候変動への対応、ダイバーシティやサプライチェーンへの対応、ガバナンスのグリップなどが、どの程度企業価値に結びつき、リスクを低減させるのかについて知りたい。

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。

・リスクといっても常に二面性がある。リスクととらなければリターンはない、というように、プラスのリスクとマイナスのリスクがある。プラスのリスクは通常機会（オポチュニティ）と捉えられる。

・環境対応でいえば、CO2を減らすための手立てはリスク低減であるが、環境ビジネスを拡大して、企業価値を上げるとすれば、それは事業機会となる。実際、日立にとっては、豊富な事業機会が広がっている。

・また、CO2削減について、現在の状況、将来の目標、その移行期の進み方が問われる。現状の物理的リスク以上に、削減に向けての移行リスクが重要である。製鉄企業や化学企業では、移行リスクの低減に大きなイノベーションが必要とされる。

・こうした情報を的確に捉えて、データ化してほしい。そこには比較可能性を考慮する工夫も必要であろう。それを何らかのKPIとして開示してほしい。投資家としては、財務情報になる前の重要なESG情報として活用したい。

・では、財務情報とはどのように連携させていけばよいのか。PBR=ROE×PER という関係式において、 $PER = 1 / (\text{資本コスト WACC} - \text{期待利益成長率 } g)$ で示される。企業リスクの低減を図ればWACCが下がることになり、それはPERの上昇につながる。期待成長率 g は、サステナビリティを表す持続的成長率とみなすことができる。この g が上がればPERが上昇することになる。

・計量モデルを得意とするクオンツ分析では、これらの要因をさらに個別のデータと結び付けて多変量解析を行い、一定のモデルを構築していく。

・そうすると、例えば、1) CO2を10%削減するとPBRが29%上昇する、3) 女性取締役比率が10%上昇すると、PBRが4.7%上昇する、といったセンシティブティ分析ができる。張替氏はこのような分析を行っており、大変興味深い。

・ESGデータから、さまざまな要因（ファクター）をスコア化して、それが使えるようにしていく。こうしたスコアリング（データ化）とその分析モデルがいろいろ工夫されている。

・投資家としては、分析結果をそのまま利用するのではなく、1) どのようにデータ化されたのか、2) そのデータを分析モデルにどのように使っているのか、3) データに相関はある

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。

としても、それが本当に因果関係にまで結びつくのか、4) 定量モデルの解釈が定性的な論理と合致しているのか、5) その上で新しい発見はどこにあるのか、を見出したい。

・まだデータ化できないものがいろいろある。DX で捉えきれない価値創造の仕組みもありそうだ。それを踏まえた上で、デジタル化時代の投資戦略に、新しい評価方式を加えていきたいと思う。

DX を見抜くには～DX 銘柄 2022 を参考にして

・DX に優れた上場企業を選ぶ「DX 銘柄 2022」において、33 社が選定され、その中で、中外製薬と日本瓦斯がグランプリに選ばれた。

・銘柄と名付けているところがユニークで、投資家の視点を重視している。経産省と東証が主催者となって、IT の利活用を表彰制度、認定制度を通して推進しようというものである。

・2015 年から始まって、当初は「攻めの IT 経営銘柄」、2020 年からは、デジタルトランスフォーメーションにフォーカスして「DX 銘柄」と称している。

・経産省は、デジタルによる企業変革を促すために、情報処理促進法を改正し、「デジタルガバナンス・コード」を策定し、「DX 認定制度」を整備した。これを実践し、クリアした上で、どこまで優れているかを評価しよう、という狙いがある。

・上場企業約 3800 社から「DX 調査アンケート」への回答を通して、銘柄への応募を行った。一定のレベルに達していなければ応募してこないものとみられる。

・2022 年の選定では 401 社が応募し、一次審査、二次審査を経て、DX 銘柄 33 社（うち 2 社がグランプリ）、DX 注目企業 15 社が選ばれた。注目企業とは、今一歩ながら、注目すべき取り組みを実行している点を評価している。

・評価のポイントは、DX を活用して企業価値創造を実践しているか、という点にある。一次評価では、「デジタルガバナンス・コード」をベースにして、6 つの項目について、企業がアンケートに答えていく。

・その項目とは、1) DX に関わる経営ビジョンやビジネスモデル、2) DX に関する経営戦略、3) それを実現するための組織や制度の作り込み、4) 戦略実現のためのデジタル技術の活用

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。

と情報システムの構築、5) 成果と重要な成果指標 (KPI) の共有、6) DX のガバナンスである。これらがしっかりできていないと、一次審査は通らない。

・二次評価は、記述式で企業の独自性を大いにアピールしてもらおう。評価の着眼点は、1) DX による企業価値貢献と 2) DX 実現能力をみていく。

・企業への価値貢献では、①DX による既存ビジネスモデルの深化を、具体的事例を通してみていく。②DX による業態変革やビジネスモデルの創出も、具体的事例を通して検討する。

・DX の実現能力では、経営ビジョン、戦略、組織、人材、風土、デジタル技術の活用環境整備、情報発信とコミットメント、戦略の進捗と成果把握、デジタル化リスクへの対応という観点から総合的にみていく。

・いずれも、評価項目を点数化してセクター（東証の業種区分）ごとに序列を決めていく。審査委員長伊藤先生（一橋大学 CFO 教育研究センター長）は、表彰式の基調講演で 5 つの点を強調した。

・第 1 は、財務情報になる前の重要な企業情報にはさまざまな側面があるが、それが DX で全て結び付いていく。常に常識を疑って、変革に取り組むことが求められる。

・第 2 に、日本は米国に比べて DX に遅れをとっているが、これは効率化やコスト削減を図る「守りの IT」に捉われて、両利きの経営を目指すビジネスモデルの変革に、DX が十分取り入れられていない。

・第 3 に、DX に関するガバナンスが十分でなく、取締役会で活発な議論がされるどころまでいかずに、DX による大きな変革が先送りされているのではないかと。

・第 4 に、「DX による革新」を企業文化や風土の変革にまで持っていく必要があるが、そこまでの取り組みが多くの場合不十分である。

・第 5 に、DX に投資家は何を求めているのか。デジタル化、デジタルによるビジネスモデルの変革で、どのような競合優位を築いていくのか。無形資産の中の DX を、もっと可視化してほしいと望んでいる。

・表彰式において、グランプリを受賞した中外製薬の奥田社長は、自社が 2030 年に向けて本レポートは、独自の視点から書いており、基本的に会社側の立場に立つものではない。本レポートは、投資家の当該企業に対する理解促進をサポートすることを目的としており、投資の推奨、勧誘、助言を与えるものではない。内容については、担当アナリストが全責任を持つが、投資家の投資判断については一切関知しない。本レポートは上記作成者の見解を述べたもので、許可無く使用してはならない。

トップイノベーターになろうというビジョンの中で、①R&D、②オープンイノベーションと並んで、③DXの推進がカギを握ると強調した。

・中外製薬のDXは、1) 基盤作りを終えて、2) バリューチェーンの効率化、3) 革新的な新薬開発に向けてのエビデンス創出、4) AIや新しいデバイスも活用した革新的サービスへ展開していくと語った。

・同じくグランプリを受賞した日本瓦斯の和田会長は、①エネルギー版スマートホームからスマートシティへ、メタバースによるビジネス展開を目指す、②データの収集を担うデータ道の駅から、シェアリングエコノミーの実践を図る、③AI、BC（ブロックチェーン）などを活用して、スマホ1つで業務がすべて推進できるようなプラットフォームを作っていく、と大きな構想の実装を表明した。

・LPGのサプライチェーンをベースとしながら、すべてのサービスを無人で行い、いずれはエネルギーサービスを軸に、B to B型のAmazonを目指すという。大きな夢を描くだけでなく、年々きちんと手を打って、DXの先進企業として活躍しているところが素晴らしい。

・DXは、単なる手段ではない。投資家として、企業がDXにどのように取り組んでいるかを知らうとしても、なかなかその実態が掴みにくい。なぜか。

・3つの要因があろう。1) 企業の取り組みが十分でない、2) 新しい取り組みを始めているが、まだ成果に結び付いていないので、企業としても話すことをためらう、3) いずれ成果が出たら開示する方針としても、DXの成果をどういうKPIで示すべきか迷っている。

・今回の「DX 銘柄」の評価基準は、企業が実践的に取り組みやすいフレームワークとなっている。投資家もこの評価基準で企業をみていくと、DXの先進性や革新性を的確に判断することができよう。実際、6つの項目ごとに定性評価してみると、具体的なイメージが固まってくる。

・DXでビジネスモデルを革新しようという企業が続出することを期待したい。そういう企業にいち早く投資したいと思う。

人的資本生産性、何を開示するのか～知りたいことはどこに

・1つの事例を想定してみよう。DXをビジネスとするITサービス企業(T社)が、年率20%
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。

の利益成長を続けている。総資産は500億円で、製造業のような設備資産はほとんど持っていない。手元の現預金は200億円と豊富である。

・売上高は1000億円で、営業利益100億円を上げている。減価償却やのれんの償却も少ない。社員は3000人で、人件費は年間200億円ほど発生している。この人件費はP/Lで費用となっており、人的資本はB/Sに載っていない。

・この会社の人的資本は、どのように考えるのか。社員3000人の今の人件費は年間200億円、今後10年は働いてくれるので、人的資産を2000億円と見積もるのか。あるいは、5年は働いてくれるので1000億円と見積もるのか。

・そうすると、B/Sは10年なら総資産が500億円+2000億円で2500億円となる。5年なら500億円+1000億円で1500億円となる。この人的資産を10年で償却、あるいは5年で償却するとして、その分を年間の人件費(200億円)とみなすこともできる。

・この会社のEBITDAは250億円、時価総額は2000億円とすると、EBITDA倍率は8.0倍である。人的資産を含めた総資産(1500~2500億円)から、企業を評価することもできよう。

・企業価値は、将来キャッシュフローの現在価値であるという通常モデルからみると、人的資産は費用として織り込まれている。これをB/Sに戻して、もっと見える化(可視化)していこうという動きが一段と強まっている。

・この会社は売上高営業利益率10%、ROE20%である。PBR=ROE×PERという関係でみると、純資産300億円なので、PBR 8.0倍=ROE 20%×PER 40倍という水準にある。

・労働生産性はどうか。1人当たり付加価値は、300億円(人件費200億円+営業利益100億円)÷3000人で100万円/人となる。人件費5年分のみでみた人的資本資産は1000億円(10年分なら2000億円)に対して、年間300億円の付加価値を生んでいる。

・労働生産性=人的資本付加価値率×労働装備率と分けられるので、(300億円/3000人)=300億円/1000億円(または2000億円)×1000億円(または2000億円)/3000人、つまり1000万円=30%(または15%)×3.33億円(または6.66億円)とみることができる。

・この人的資本生産性(=付加価値額/人的資本)をいかに上げていくかが財務データとして問われる。その前提として、人材の質、人材を活かす仕組み、人材を育てる仕組みがしつ

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

かりできているかを知りたい。

・あずさ監査法人の芝坂佳子パートナーは、企業経営における、サステナビリティ情報の開示に当たって、3つのことを強調する。①サステナブル情報の目的をはっきりさせること、②マテリアリティを明確にすること、③定量的に伝えることである。

・ストーリーは大事であるが、それだけでは十分でなく、いかにメトリックス（計量）で捉えられるかが重要である。しかし、ここが難しい。

・桜美林大学の馬越恵美子教授（6月にPCデポの社外取締役役に就任）は、社員が誰でも平等に戦力になれること、を強調する。ジェンダーギャップは改善の方向にあるが、まだ大きい。外国人が日本企業に求めることは、同じように戦力になりたいのに、何か差を感じる。そうでない仕組みと扱いを求めている。

・女性も同じではないか。女性取締役が増えると業績が向上するという明確な研究は十分でないが、多様性、異質性、チャンスの平等性が変数として効いてくる可能性は高い。

・その時、構成比率は1つの指標になる。例えば、女性比率が15%以下では、低さが目立つ。25%ではまだマイノリティ（少数）、35%を超えると、女性という区分ではなく、脱属性となって個人の能力が評価できるようになるという。馬越氏のこの指摘は興味深い。

・I&D（インクルージョン&ダイバーシティ）でも、この順序が大事で、チャリティではなく、チャンスであるというマインドセットが重要であると強調する。

・何を開示するのかのプロトタイプがいろいろ出始めている。わが社の人財戦略が、企業価値創造にどのように結び付いているか。ここがはっきりしないと、データを開示してもその意味がつかない。

・一橋大学の円谷教授は、「未財務情報」としての人材投資に注目する。企業経営者も投資家もB/Sに載る投資に注目するが、B/Sに載らない投資にこそ、財務情報になる前の「未財務情報」として着目すべきであるという。人材投資も最重要項目1つである。

・その会社は、本当になくってはならない価値を生んでいるのか。それは誰が創っているのか。事業ポートフォリオの入れ替えに、人材はどのように関わっているのか。社員は本当に育てられているのか。外部からきた人材は、同じ仕組みの中で十分活躍できるのか。もっと若手に任

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。

せてもいいのではないか。こうした問いにどう答えるか。

・トップ自ら変革に取り組んでいるか。スキルマトリックスからみて、経営能力が偏っていないか。新卒採用に本当に意味があるのか。経営者は、自社の人財マネジメントを根本から見直す必要がありそうだ。

・投資家やアナリストは、財務数値になる前の人材能力を解明し評価したい。その上で、財務データを分析して、将来を予測することに傾注したい。人件費は費用ではなく、人材投資である。当然その中身をみて、ビジネスモデルがどのように変革していくかに注目する。

・ここを見抜けるように、企業のマネジメントと議論したい。その上で、人的資本生産性に強い会社を選別して、投資を実践したいと思う。

外部成長を活かす経営～M&Aの評価はいかに

・企業の成長性をいかに高めるか。自力の内部成長だけでは、十分な中身が伴わず、時間がかかることも多い。人材、ノウハウ、テクノロジー、新しい仕組みなど、経営資源を醸成していくには相当な力量が必要である。

・自力の内部成長は、現在の経営陣が頑張ればよいので、投資家としても会社の動きを理解しやすい。1) しかるべき成長に向けて、しっかり手を打っているか、2) リスクをとることを避けて、あまり勝負していないか、3) 無理な目標を掲げるわりに、内実が伴っていないかなど、対話をしていると、それなりに分かってくる。

・では、外部成長はどうか。何らかの資本業務提携、大胆なM&Aによって自力ではできない新たな成長の糧を手にいれようという戦略は、今や日本企業においても常識となっている。ここをどう評価するか。

・その中身を理解して、1～2年経って成果が見えてくれば、次第に評価も固まってこよう。しかし、評価が固まってから投資するのでは遅い。一方で、M&Aは大型になればなるほど、インパクトがあるだけに、はずれた時の打撃も大きい。

・日本重化学工業とキリンホールディングスの話を聞く機会があった。海外企業をM&Aして、うまくシナジーを出していくにはどうすればよいのか。一般論では分かるとしても、実際に実行するとなると、ハードルはかなり高い。成功に導くための評価のポイントを取り上

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。

げてみよう。

・日本重化学工業は、製鉄に不可欠な合金鉄を生産している。かつて鉄鋼アナリストの時、担当したことがあった。この会社が、仏のボーゼル社を買収した。不純物を取り除くカルシウムシリコンをブラジルで製造している。日本重化学工業の取引先であった。

・買収した後、現地に経営を任せしたが、業績が低迷した。マネジメントが十分でない。日本から乗り込んで経営を立て直すことにした。現地の経営陣を変え、戦略を変え、組織の内部を組み替えた。見事に再建した。

・通常、日本からマネジメントのトップを送ったとしても、現地で力を発揮できないことも多い。何が問題か分かっているが、手が打てていなかった。そこで、分析データを示して、キャッシュフローを重視した。営業のやり方を変えるには、コンサルを活用した。インセンティブの仕組みを変えて、利益が出たら反映するようにした。

・国が違っても、経営立て直しの根幹は同じである。この途中のプロセスを、外部の投資家はなかなか知りえない。しかし、もし重要な M&A であれば、変革の進捗を一定程度開示してほしいし、開示すべきであろう。

・キリンホールディングスの場合は、多くの M&A を経験して、それを経営力として蓄えている。かつて、多角化の M&A を実行した。その後、ノンコアのビジネスは整理した。

・次に、海外で大型の M&A を実行した。ブラジルのビール企業の買収は、高い授業料を支払った。BRICS(ブリックス)の1国として注目されたブラジルであるが、経済の低迷で業績不振となった。大幅な売却損が発生した。

・現在は、米国のクラフトビールやヘルスサイエンスの分野で、M&A を戦略的に進めている。どこが M&A のカギとなるのだろうか。

・第1に、地政学的リスクを十分考慮することである。新興国のマーケットは有望に見えるが、思わぬリスクも発生する。実際、ミャンマーはうまくいっていたが、撤退を余儀なくされた。

・第2は、投資家との対話である。どのような事業ポートフォリオを目指すのか。アクティビストからの提案に対して、自社の戦略をしっかりと主張して、意見の違いがあっても、社内本レポートは、独自の視点から書いており、基本的に会社側の立場に立つものではない。本レポートは、投資家の当該企業に対する理解促進をサポートすることを目的としており、投資の推奨、勧誘、助言を与えるものではない。内容については、担当アナリストが全責任を持つが、投資家の投資判断については一切関知しない。本レポートは上記作成者の見解を述べたもので、許可無く使用してはならない。

は一枚岩となって価値向上に邁進することである。

・第3は、戦略に沿ったM&Aのターゲットリストを常に自ら作っておくことである。外部の投資銀行が持ってくる案件を、パッシブに検討するだけでは戦略的でない。

・第4は、これまでの経験、とりわけ失敗の経験を記録としてきちんと残して、社内で共有できるようにしておく。経験知を、組織能力として次に活かせるようにしておく。

・第5に。PMI（買収後の経営統合）には大きなエネルギーがあるので、企業風土がバランスよく醸成されるように、自社から優秀な人材を多めに出して、改革をサポートする。

・第6に、財務規律としてはROIC 10%を基準とし、厳格に運用する。但し、スタートアップのような企業については、別途検討する仕組みを持つておく。

・第7に、フリーキャッシュ・フローの配分でいえば、まず配当、次に内部成長投資、そして、最後にM&Aなどの外部成長投資、という優先順位をしっかりと共有しておく。

・京都大学の松本茂特命教授は、M&A がうまくいくかどうかは、1) 買収先の企業は本当に自社にとってポテンシャルがあるのか、2) ポテンシャルがあるとしても、それを引き出す経営力が自社のマネジメントにあるのか、にかかっているという。

・M&Aは、相手方企業のもともとの価値に対して、プレミアムを払って買収する。プレミアム以上のシナジーが出せなければ、本当の価値創造とはいえない。自社の経営で生み出せる価値の一部を、プレミアムとして前払いするのであるから、そこから勝負となる。

・シナジーといっても、3つのパターンがある。買収は新しい企業結合であるから、結合の型と効果をよく見極める必要がある。垂直結合か水平結合を問わず、無駄な部分はリストラして合理化を図る。次に上流や下流に内製化を進めて、付加価値を取り組む。

・さらに、シェアアップ型なのか、相互補完型なのか、新規参入型なのか、を評価していく。何らかの混合結合が、ネットワーク効果を生んでくるならば、そのシナジーは一段と大きなものとなる。

・実際には、単品からモジュールへ、水平結合からアフターサービス充実型へ、グリップを効かせた「まかせる経営」の確立など、多面的なシナジーがありうる。

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。

・松本教授は、「戦略は買収に従う」と強調する。かつて筆者の若い時は、「組織は戦略に従うか」あるいは「戦略は組織に従うか」がテーマであった。日本企業は、戦略立案とその実行力が弱い。トップは、つい組織を作って、そこに戦略作りを任せようとする。本物のリーダーシップがついてこない。

・筆者は、まず戦略ありき、と長年考えてきた。M&Aについては、戦略に基づいて買収する。すると買収したことから、次の新しい戦略が生まれてくる。競争の戦略が変化してくる。ここから強みが生まれてくる。確かに、こうした連鎖を通して、グローバルトップニッチを作っていければ最高である。

・M&Aの成功モデルのあり様を、投資家としても身に付けたい。やはり経験知がものをいうので、M&Aの成功・失敗の事例を蓄積して、次の投資に活かしていきたいと思う。

コーポレートガバナンスのあり方～リクシルのケース

・指名委員会等設置会社の形をとる上場企業はまだ少ない。本来のあるべき姿ではあるが、経営不振や不祥事に陥った会社が、その再建に向けて体制を立て直す時によく使われることも多い。あるべき姿といっても、その運営を的確に機能させるには、工夫と努力を要する。

・6月に、リクシルの松崎取締役（取締役会議長）と西浦取締役（指名委員会委員長）の話を、BAJ（ボードアドバイザーズ）主催のシンポジウムで視聴した。社外取締役の取締役会議長はどこに力を入れているのか。指名委員会の委員長は何を実行しているのか。企業経営を評価する投資家の視点で、参考になるところを取り上げてみたい。

・リクシルは2019年6月の株主総会で、瀬戸CEOが復帰した。当時、筆者も株主として多大な関心を持っていた。両サイドから提案された取締役候補が数多く選ばれた。それから3年、企業の再構築は大きな進展をみせた。

・松崎氏は、5つの点を強調した。第1は、コーポレートガバナンス（CG）は何のためにあるのか。その認識を共有し、共通化しておく必要がある。当時の取締役は、14名中9名が社外であった。そこで、この9名の役員研修を行った。CGの役割と意義が分かっていないと、社外が多くても機能しないからである。

・第2は、取締役会の役割は監督であって監視ではない。企業が直面するリスクと経営能力

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

(ケイパビリティ)に乖離はないか。監督という立場で、建設的な意見を述べるのが求められる。その時、執行サイドの能力が問われる。しっかり受け止めて実行できるなら、改善効果が期待できよう。

・第3は、監督に当たって、常にステークホルダーの視点を保つことである。マネジメントの選任、経営の基本方針、内部統制システムの体制について、その中身と実効性を外部の目で確認して、より強固なものに作り上げていく。

・第4は、取締役会がきちんと機能するには、課題の設定に当たって、執行サイドだけでなく、監督サイドからも議題を提起することである。透明性のあるプロセスで審議して、一定の結論を得る。できていること、まだ不十分なことを議長がしっかり統括して次につなげていく。これが議長（社外）の役割であると強調した。

・第5は、今後の成長にフォーカスすることである。成長戦略とサステナビリティの実行を監督する。とりわけ、戦略テーマの特定について、議論を充実させていくという。

・西浦氏は、ブラックボックスであった指名委員会を透明化することに力を入れた。問題の総会から1年後の2020年6月に、取締役7名（社内4名、社外3名）が退任し、大幅な組み替えを実行した。

・そのプロセスにおいて、相互推薦の投票を実施した。外部のBAJに事務局を置いて、公正に実施した。個別の面談も行った。結果として、社外取締役は9名から6名へ減少した。

・その後、社外取締役は、2021年6月で7名、2022年6月で8名に増えた。取締役11名（社外8名、女性4名）という構成である。

・本来、リクシルにとっての取締役は10名が妥当であると判断しているようだが、社外取締役の円滑な交替という観点から今期は1名増員した。交替計画は、経営の執行サイドと同様に、社外も重要である。

・サステナブル経営の推進にとって、経営陣が変わる時にリスクが高まる。投資家、ステークホルダーがCEOの交替に最も注目するのはそのためである。オーナー型の会社では、オーナーから次へのバトンタッチが最も難しい。次の経営者は本当に適任か。この判断がたえず問われる。

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

・ガバナンスの仕組みが本当に機能しているかどうかは、次のCEOが「よいCEO」であるかどうかにかかっている。よりよいCEOが選出できるように、指名委員会は活動する。

・リクシルの指名委員会は、数年にわたる交替計画も視野に入れて、1) 候補者のアップデート、2) 執行役の評価、3) 社外取締役の評価を進める。外部の第3者機関も活用する。

・CG改革でよかったことは、1) 取締役会議長とCEOを分けることに、執行サイドが合意したこと、2) 取締役の評価に相互推薦という仕組みを入れて、納得性を高めたこと、3) 交替計画をしっかりと運営していることにある。

・話を聴いていると、松崎氏の経験と見識、西浦氏の実行力が成果に結びついていると感じる。CGが企業価値向上に貢献するプロセスの見える化が実践されている。次の成長戦略がどのように展開されるか。リクシルに引き続き注目したい。

サステナビリティをどう評価するか

・企業のサステナビリティ（持続性）について、どのように評価するか。自分なりのフレームワークを持っていないと、さまざまな議論についていけなくなる。

・企業経営者によって、3つのタイプがありそうだ。1つは、定められたフレームワークがあるなら、それに従えばよい。本業の本質に関わりがあるのならば、そこは本気で対応するが、通常の内容については、遅れないようにフォローしていけば十分である。

・2つ目は、また新しい規則が出されるのか。面倒だが対応すべきところは、それなりにやっていく。本業の邪魔にならないように、最小限の手を打ってあげれば十分である。

・3つ目は、もともと考えていたことがルールとして定められてくるだけである。とすれば、わが社の理念とビジョンを追求する中で、サステナビリティについて本気で実行していく。先頭を走ることによって、本業での独自性を一段と発揮することができる。

・ISSB（国際サステナビリティ基準審議会）の公開草案が3月に出され、その理解もかなり進んできた。まずは、1) サステナビリティ関連財務情報の開示、2) 気候関連の開示、3) 産業別の開示について要求事項が出されている。

・財務情報に至る前の非財務情報、未財務情報について、その枠組みを提示している。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。

価値のサステナビリティについて、①重要な情報（マテリアリティ）、②つながりのある情報（コネクティビティ）、③比較できる情報（コンパラビリティ）をしっかりと見定める必要がある。

・サステナビリティのコア・コンテンツとして、1) モニタリングするためのガバナンス、2) リスクと機会に対応する戦略、3) それを識別するリスク管理、4) 測定できる指標と目標を開示すること、が求められる。サステナビリティにとって、何が重大な（シグニフィカント）なリスクと機会なのか。それを評価するに当たって、重要性のある（マテリアルな）情報は何か、を特定していく。

・企業価値を生み出すビジネスモデルは、その機会とリスクが企業の外部と密接に結びついている。このバリューチェーンを見通して、利用する資源（リソース）への依存とそのインパクトについて、関係性を的確に把握する必要がある。ここになると、かなりハードルが上がってくる。

・気候関連開示では、GHG（温室効果ガス）の排出について、気候変動がもたらす物理的リスク（直接的な損害や間接的な影響）を開示する必要がある。また、目的を達成するための移行リスクや投下資本、利用する内部炭素価格も求められる。リスクだけでなく機会や報酬についても知りたい項目となる。

・GHG 排出量については、①スコープ1（自社の直接的排出）、②スコープ2（自社が外部から購入する間接的排出）、③スコープ3（上流の資本財やリース資産、下流の製品の加工や利用などさらに広範な排出）までも求められる。スコープ3を把握することは、かなり難しいが、そこまで求められようとしている。

・産業別の開示では、68業種について開示要求項目があげられている。消費財、サービス、金融、医療、エネルギー、テクノロジー、通信、採掘・鉱物加工、食品・飲料、インフラ、資源加工、輸送セクターである。

・国際会計基準（IASB）に加えて、これから国際サステナビリティ基準（ISSB）の議論が一段と進んで、いずれ基準が設定されてこよう。これを投資にどのように活用していくのか。

・ISSBのフレームワークをそのまま利用してもよいが、いかにも複雑すぎて頭の整理ができないようにも思える。筆者の場合は、シンプルに3つのステージに分けて、評価するようになっている。

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。

・財務も非財務も統合的にみていきたいので、まずは企業が目指す、次のありたい価値創造の仕組み、つまり未来のビジネスモデル（BM2）をイメージする。パーパス、ビジョン、中長期の経営計画がベースとなる。このBM2が現在のビジネスモデル（BM1）に比べて、①どこが違っているのか、②何が足りないのか、③すでにできているところはどこか、をみていく。

・次に、第2のフェーズでは、BM2を実現するために、企業はどんな手を打っていくのか。そのやり方、戦略についてみていく。①何をやろうとしているのか、②できそうな内容か、③かなり無理があるのではないか、などその実行可能性を評価する。

・そして、第3のフェーズでは、BM2の実現に向けて、4つの軸から評価していく。サステナビリティ経営について、①経営者の経営能力は十分か、②機会を成長戦略として取り組んでいるか、③リスクをしっかりとコントロールすべく手を打っているのか、④サステナビリティを支えるESGの基盤は十分構築されているか。

・こうした自分なりの評価フレームワークを持っていれば、サステナビリティの新しい制度やルールが作られて、個々の企業がレベルの違う対応を見せても、惑わされることは少なくなるだろう。変化を取り入れながら、自らの視点を絶えず見直していくこともできる。

・サステナビリティに関するISSBの動きは始まったばかりである。上場企業の温度差も大きい。企業価値創造に本当につながっていくか、という視点から注意深くフォローしていきたい。