

ベル投資環境レポート

経営革新に投資家はどうか共感するのか ～将来のビジネスモデルを知りたい～

2018年12月25日

鈴木行生

目次

1. マネジメントイノベーションに向けて	2. 投資家が知りたいこと
➤ ユニクロの柳井会長が松下幸之助氏から学んだこと～パナソニックへの提言	➤ 統合報告に求めるもの～投資家にとっては必読
➤ プロの経営者の経営改革～外から乗り込んで	➤ 個人投資家向け会社説明会のコツ
➤ AI を活かして先端を走る～ファナックとプリファードネットワークスの連携	➤ CEO の選任をどう考えるか～ソーシャルキャピタルを超えて
➤ 米国カープス総本部の買収～ブランドの確保と周辺ビジネスへの広がり	➤ 社外取締役との対話～エーザイのケース
➤ 資本コストを活かす経営に投資	➤ 監査価値を問う
➤ 働き方改革～ROIC と生産性の結びつきはいかに	➤ 若い人々に資産形成を～ウェルスナビの活用

1. マネジメントイノベーションに向けて

ユニクロの柳井会長が松下幸之助氏から学んだこと～パナソニックへの提言

・パナソニック 100 周年を記念して、フォーラムと展示会が 10 月 30 日から 5 日間催された。初日にファーストリテイリングの柳井正会長兼社長が講演した。テーマは「グローバルな変化を予見し、企業はどうか変わるべきか」であった。

・柳井氏がまだ宇部市で商売をやっていた頃に、筆者は本業のアナリスト業務とは関係ない、システム開発の件で何度か訪問したことがある。もう 20 年以上前のことである。当時

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。

から目標は高く、現状のシステムに満足していなかった。どこか代わりのシステム会社を紹介してほしいというので、当時のソフトバンクの孫さんを紹介した。以来、二人の付き合いが始まった。

・柳井氏は幸之助氏に会うことはなかったが、著作は数多く読んで学んだ。水道哲学こそ産業人の使命であり、自らの原点とした。ユニクロが現在のように発展したのも幸之助氏のおかげであると感謝している。

・グローバルワンの全員経営では、社員全員が経営マインドを持って、そして水道哲学では、モノを豊富にして貧しさを克服し、楽しい生活を目指す。本当によい企業とは、今までにない新しい価値を提供する。新しい喜びを、衣服を通して感じるように、調和ある発展を目指した。

・ユニクロは、それを実践してきた。現在、売上高 2.1 兆円、営業利益 2400 億円、世界 21 カ国に 2100 店（グループのブランドを入れると 3500 店）を有する。内外で失敗を繰り返しながらも、世界に受け入れられてきた。

・目指したのは、衣服の階級を超えた“服の民主主義”である。日本の視点で世界共通の価値を追求し、「機能と美意識」を求めた。余計なものをそぎ落とし、暖かい、軽い、爽快など、日本の顧客のこだわりに応えようとした。

・ファッションは、人の魅力を引き出すものであり、衣服はその部品であると位置づけた。あらゆる人を豊かにする「ライフウェア」に行きついた、と柳井社長は語る。ライフウェア (Lifewear) がキーコンセプトである。

・ライフウェアで、衣服の常識を覆すことに全力投入してきた。シンプル、上質、普段着を、アジア発で世界に発信し、グローバル競争で勝ち上がっていくには、自分たちが何者であるかを明確にすることが最も重要であると明言する。

・では、パナソニックはどうすればよいのか。ここからがとんでもなく面白い。100 周年のフォーラムに招かれて、パナソニックのこれからの経営について大胆な提言をした。こんな講演は聴いたことがない。

・第 1 に、パナソニックは、非常識なくらいの高い目標を持つべし。人は想定できることは大体できる。ちょっと頑張ればよいくらいでは不十分で、既存のやり方ではできない、途方

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。

もない目標を目指してイノベーションを起こせという。

・ファーストリテイリングは、年商 80 億円の時に、GAP を超えて、世界No.1 のアパレル小売企業になると決めた。現在、世界第 3 位まできている。

・第 2 は、自らの使命を明確にして、パナソニックならではのサプライズを目指せ。パナソニックの津賀社長は、B to B でビジネスの拡大を図ると言うが、これでは小さい。B to C で世界に通用する商品を夢として描き、そこで画期的であるべしと諭す。

・AI とネットが進化して人々の生活に入り込み、有史以来の変化が始まっている。かつての産業革命が、これからは生活革命となる。これこそチャンスである。世界がどう変わるかを見て、イノベーションの本質を追求すべし。幸之助氏はかつてそこを見ていた。当時まさに世界一の経営者であったと柳井氏は評価する。

・第 3 に、パナソニックは世界トップの企業になると決めよ、と提言する。その前に世界に通用するものを作るべし。バッテリーではなく、どうして車を作ろうと考えないのか。今の車ではない。世界を変える全く新しいライフカー (Lifecar) である。

・車がモビリティの手段というのは今のコンセプトであるが、将来は違う。生活を変え、豊かな新しい価値を提供する、あらゆる人々のためのライフカーを創ることを提案する。

・ライフカーを、高品質な生活のための道具として、世界の人々が買えるように供給する。ハイテク+世界+完成品である。消費者にブランドを理解してもらうことがカギである。iPhone に説明書はないように、使って覚えてもらうというユーザーフレンドリーを追求する。

・もう 1 つは、ライフホーム (Lifehome) である。10 年後に世界No.1 の住宅メーカーになると決めよ。常に世界トップになる、と思っていないとビジネスが中途半端になる。高品質、快適、大型、リーズナブルを世界標準で考える。ライフホームを圧倒的なスピードで世界中に供給する。1 日で組立てられる家、すぐに住める家など、何でもありである。

・柳井社長は、1) Lifecar を世界に 10 億台、30 万円で提供せよ、2) Lifehome を世界に 10 億軒、300 万円で提供せよ、と展望する。そうすればパナソニックは年商 33 兆円、経常利益 5 兆円の企業となりえようと予測する。柳井氏が命名した Lifecar、Lifehome というブランド (商標権) は、ただで使ってもよいと付け加えた。

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。

・では、どうすればよいのか。何よりも、自ら変わり、世界を変えよ、と要求する。ビジネスのやり方を全て作り変えていく。顧客が一番、そこを軸に世界一を目指す。企業にヒエラルキー(階層)はいらない。直接のコミュニケーションが大事である。

・その上で、①誰が責任とるのか、②誰が推進するのか、③誰が実行するのか、をすぐに決めよ。同じ理念を共有し、その働き方ができる仕組みを創っていく。今から3年が勝負である。‘Change or Die’ 停滞は死に至ることを肝に銘じよと強調した。

・強烈な個性である。柳井氏のもとで働きたいか。躊躇するかもしれない。個人差はあろうが、彼がパナソニックに提言していることはやはり本質をついている。どの企業も、全員が経営マインドを持つべし。そういう企業を目指して、革新に挑戦してほしい。

プロの経営者の経営改革～外から乗り込んで

・11月の世界経営者会議で、資生堂の魚谷社長とパナソニックコネクテッドソリューションズの樋口社長のプレゼンと対談を聴いた。外から伝統ある会社に乗って、どのように経営改革を進めるのか。やはり興味深い。

・魚谷氏はライオンに入社し、留学した後、24年間コカコーラで働き、ブランド作りとマーケティングの腕を磨いてきた。この間、コカコーラのトップは、キューバ人、アメリカ人、オーストラリア人、ザンビア人、トルコ人へとバトンタッチした。実に多様である。

・日本企業はマーケティングが強くない。そこで、コンサル会社を作り、資生堂の相談にのっていたら、社長をやってくれという話になった。資生堂のコーポレートガバナンスがしっかりしていたので指名された。外部からの社長は、資生堂140年の歴史で初めてであった。

・日本ではプロの経営者は嫌われる傾向にある。それでも4年半走ってきて過去最高の業績を上げている。まずはどうしたのか。国内の現場に行き、多くのビューティコンサルタントに会い、課題を聴いて回った。

・その時、プレステージのサンプルが現場で足りないという話があった。サンプルをどうするかは、本社が決めるので、現場の声が反映されてこない。そこで、現場で予算をコントロールできるように即決した。

・小さな出来事から経営課題がみえてくる。中央集権のヒエラルキーだと、現場の声が上
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。

ってこない。顧客とのタッチポイントがビジネスの要であるから、分権化（エンパワー）する仕組みに変えていった。

・パナソニックで、B to Bの企業向けシステムを担うカンパニーのトップについての樋口氏は、もともと新卒でパナソニックに入社した。留学後に辞めて、ボストンコンサルティング、アップル、ヒューレットパッカード、ダイエー、マイクロソフトと渡り歩いた。そして、25年ぶりにパナソニックに戻った。

・戻ってみると、内向きの仕事が多いことに驚いた。業務報告である週報を書くことに、みんなが一生懸命になっていた。やめるように指示したが、すぐには止まらなかった。習性ともなっている同質カルチャーを崩す必要があった。

・顧客第一に回帰して、顧客の力をかりることにした。筋肉の落ちていない人を外部から入れることにした。そのためもあって、カンパニーの本社を東京に移して、フリーアドレスや服装の自由化も取り入れた。

・組織の縦割りの壁が邪魔になっていたので、それを取り払うようにした。書くよりもしゃべるようにした。コミュニケーションは格段によくなったという。

・魚谷氏は、資生堂のグローバルブランドを圧倒的に強くする必要があると判断して、すぐにブランドマネージャー100人を採用した。仕事のやり方を変えるように、書類を半分に減らせと指示した。とにかく生産性が落ちていると感じた。

・日本は“一丸となって”が好きである。この共感に火をつけることが大事で、そうすると縦割りを超えることができる。わくわく大作戦と称して、トライ&エラーを認めるようにした。TET目標をかかげさせるようにして、トライしてエラーとなっても次のトライがあるようにした。エモーションに訴えている。

・外部から人（経営のプロ）が入ってくると、社内はお手並み拝見となる。樋口氏の場合、ダイエーに入った時は、プロが言っても現場は言うことをきかなかった。苦しみを共有してないので信じられない、腹落ちしないので動かない、となる。

・ヒトとしてアクセプトされないと、言うことをきいてくれない。そこで、とにかく好感度アップに力を入れた。

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。

- ・一方で、全社一丸はいいけれども、日本はそれをいいすぎるきらいがあると指摘する。個の力を引き出して、誰が責任を持つかをはっきりさせないと、単なるもたれ合いになってしまうからである。
- ・魚谷氏は、生産性というと効率化に目がいくが、もっと重要な付加価値の向上に取り組むべきであると強調する。アイデアを出して、イノベーションをもたらすことが重要である。
- ・アジャイルと共に、コミットメントがカギである。ヒエルクラーが壁となって、上司が動かないのでは話にならない。上司のために書類を書いているようでは問題外とみる。
- ・社長になった時に、マーケティング投資を1000億円増やすと宣言した。利益が減っても必ずやると約束した。言ったことを実行し、実現しないと人はついてこない。
- ・昔ながらの同じ釜の飯ではなく、遠くを見てダイレクションを与えることが重要である。そこに社員の共感を得て、巻き込んでいく仕組みを作っていく。巻き込むには、あなたの意見を聴きたいという姿勢が何よりも大切であると述べた。
- ・世界の景色をみると、技術の競争ではなく、ビジネスモデルの競争になっていると、樋口氏は強調する。今、このビジネスモデルを新しいステージにもっていく戦略が問われている。
- ・企業の再生には、投資家との対話以上に、社員との対話を重ね、その内在力を活かしていくことが重要となる。投資家としては、会社におけるトップマネジメントと社員による対話のコンテンツ(中味)を知りたい。そこに価値共創の本質がある。

AIを活かして先端を走る～ファナックとプリファードネットワークスの連携

- ・11月の世界経営者会議で、ファナックの稲葉会長(CEO)とプリファードネットワークス(Preferred Networks)の西川徹社長(CEO)が対談した。ファナックはスマート工場へ知能化を進めている。
- ・西川氏に出会った時、オーラがあったと稲葉氏言う。西川氏は、ファナックが出資してくれた後、経営者としての覚悟が決まり、協業をベースに独自の事業を本格化させた。
- ・ファナックは、売上高7200億円、営業利益2300億円で、従業員8600人(日本人3700人)の会社である。1972年に富士電機から分社化した。

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。

・社内ベンチャーの形であった。コンピュータは富士通が担うことになったが、工作機械向けの制御機器（コントローラー）は本業というほどでもなかったもので、独立した。

・現在は、工作機械用のNC装置(CNC)を月産3.5万台、ロボットを7000台、ロボマシンを3500台ほど生産している。その9割が日本以外に設置されて使われている。

・世界に263のサービスオフィスを持ち、CNCの設置台数410万台は世界No.1である。ロボットも60万台が稼働している。

・これらの装置のAIによる知能化に向けて、プリファードネットワークス（PFN）と連携することにした。

・PFNは2014年の創業で、AIのマシンラーニング（ML）やディープラーニング（DL）の産業への応用を展開している。この分野では先端を走っており、大型ベンチャー企業として注目されている。

・産業用ロボットでのAIサーボチューニングや、ライフサイエンスにおける癌の診断におけるDLの応用などを手掛けている。

・最近では、パーソナルロボットにも進出し、展示会などでは全自動お片づけロボットが話題を集めている。形を認識して、さっと移動させるデバイスコントロール（IoT×ML）がカギを握るからである。

・西川氏は、子供の頃は引きこもりタイプで、小学生の時からコンピュータのプログラミングを書いてきたオタクであった。ファナックの工場を見て、ヒトがいない高度な全自動ラインに驚いた。

・ロボットは正確ではあるが、どうしたらフレキシブルになるか。ヒトは不確かなことも判断して作業を行う。システムとしては、クラウドではなく、エッジでどう対応するかがテーマであった。

・情報をクラウドに集結して判断するのではなく、それぞれの現場（エッジ）で、エッジコンピューティングとして処理する。クラウドでは遅いので、高速、確実にするにはエッジが重要である。エッジをAI化できれば、高性能、高精度が実現できる。

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。

・ファナックは、その時 PFN に出会い、協業することにした。従来の制御システムでは、調整すべきパラメータが多いとうまく最適化ができず、発散してしまうこともある。一方、ヒトはチューニングを一定程度できる。

・これを真似できないか。DL（ディープラーニング）なら、パラメータが多くてもリアルタイムでコントロールすることができる。シミュレーションの精度が上がって、工場がソフトウェア型（スマート）になっていく。これによって生産性は一段と向上する。

・ファナックは、今まで単体の装置（細胞）の性能を上げてきた。生物は多細胞でそれがつながって高度な機能を発揮している。そこで、つないで見える化していくことを目指した。

・そのためにビッグデータ（BD）を活用して、ヒトを超えて新しいことができないか。このつなぐシステムをプラットフォーム化して、世界を新しい形でリードしようという構想である。

・すでに単細胞では世界No.1 である。これをつないで、新しいビジネスモデルにトランスフォームしようとしている。

・中国企業がロボットでは力をつけている。しかし、今のところ日本が先頭を走っている。エッジの強さに、足らなかった AI が入って、リードできれば、世界の先端を引き続き走れるとみている。

・ファナックも ML（マシンラーニング）の応用を自ら開発していた。しかし、今 1 つ精度が出なかったのが、個別のチューニングが必要であった。ところが、PNW の DL（ディープラーニング）を応用したら、精度が出てきた。

・PFN としても、AI でグーグルの後を走るのは避けたい。独自の領域で世界の先頭に立ってリードしたいと構想した。

・大企業と組んでも下請けにはならない。あくまでも、パートナーであるという気概で、① 応用開発、② 基礎研究、③ 基盤構築に力を入れている。日本に数少ない大型ユニコーンとして、注目度は一段と上がっている。

・日本のものづくりは、ハードとソフトの微妙なすり合わせ技術で優位性を発揮してきた。ヒトの職人的よさを、チームプレーで発揮する。

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。

・これは活かしつつ、ものづくりのプロセスにAIを入れ、新しい製品・サービス作りにAIを活かすことが、差別化にとって重要である。ここでリードしないと、ものづくりの競争力は落ちてしまう。

・一方で、人材は足りない。どうするか。西川氏はプログラミングの教育をやっていくしかないと強調する。稲葉氏は、優秀な人材はいる。これをAI時代に向けて育てればよい、と言う。

・イノベーションのカギは、経営者のリーダーシップにある。①まずやる、②恐れない、③恥を気にしない、④立ち直りが早い、というのが本物のリーダーシップのベースである、と鼓舞する。

・稲葉氏は、Learn or die、壁を壊して学び合うべし、と提言する。これにはエネルギーがある。そのエネルギーを1) 自らの情熱として、2) 失敗を恐れずに発揮する。西川氏は、30歳を超えて、これを自覚したと語った。

・ファナックの次なる世界戦略と、PFNのAI成長戦略に大いに期待したい。

米国カーブス総本部の買収～ブランドの確保と周辺ビジネスへの広がり

・コシダカホールディングス(コード2157)のフィットネス部門‘カーブス’で、新しい展開が始まっている。カーブスでは男性向けのメンズ・カーブスがスタートする。

・女性の会員から、わが家の男性も健康のために参加させたいという声に応じて、試行を開始した。男性を引きつけることができれば、ビジネスの展開力は大きく高まろう。M&Aで自由度を手に入れたからである。

・2018年3月に、米国のカーブス世界本部を、日本のフランチャイジーであったコシダカHDが、総額184億円で逆を買収した。①カーブスのブランドを守り、②フィットネスに関する自由度を手に入れ、③これまで支払っていたロイヤリティでのれん・商標権の償却は十分吸収でき、利益面でも上乘せとなるので、価値あるM&Aと評価できよう。

・カーブスは、日本の1900店を含めて、世界の4000店をフランチャイジーとする。日本の会員は現在82万人であるが、100万人を超えて拡大できよう。従来の見方よりパイはかなり大きくなる。フィットネスの新たなビジネスモデルも期待できよう。

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。

・世界のカーブスの中で日本は優等生であった。世界のカーブスをみると上手くいっていないところも多い中で、日本のカーブスは独自にビジネスモデルを強化してきた。

・かつて、セブン-イレブン・ジャパンは、米国から導入したコンビニであったが、日本で独自のビジネスモデルを磨き、本家の米国を救済するという展開にまで至った。これによって、セブン-イレブンのグローバル展開が大きく進展した。

・カーブスはどうか。高齢化が進む中でいかに健康を保つかという点で、日本のビジネスモデルが一段と磨かれているのは事実である。

・コシダカ HD の子会社カーブスホールディングス (CVH) は、2018 年 3 月に米国のカーブスインターナショナル (CVI) の全株を取得し、子会社とした。カーブス事業のグローバルフランチャイザーである CVI を、日本のフランチャイジーである CVH が逆に買収したのである。

・CVI は、マスターライセンス方式を中心に、世界 40 カ国に約 4000 店のカーブス事業を展開している。ゲイリー・ヘブン氏が 1992 年にテキサス州で創業し、ピーク時の 2007 年には、北米 7000 店、全世界で 1 万店まで成長したが、2008 年のリーマンショック後は北米、欧州、オセアニアの業績が悪化した。

・2012 年に米国の投資ファンド、ノースキャッスルパートナーズ (NCP) が資本参加して大株主となった。その NCP が CVI の全部売却を表明し、当社の子会社である CVH が取得を決定した。

・カーブス事業を運営する CVH は、売上高に連動するロイヤリティを米国の CVI に支払ってきたが、① 今後はロイヤリティの支払いがなくなるので、将来の成長分を含めてグループ内に留保できる。

・② カーブス事業の知的財産 (IP) を永続的に保有できる。③ 自らが世界的なフランチャイザーになるので、日本で独自に開発育成してきたノウハウを活かして、グローバル展開を図ることができる、という新たな収益機会を手に入れた。

・この大型 M&A に関して、財務的負担の問題はない。M&A の金額は 172 百万ドルであったが、それに CVI がもっていたのれんも加わっている、これを 20 年で償却していくので、販管費でのれんの償却が 11 億円、税負担の軽減として -2.2 億円が発生している。

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、これまで支払っていたロイヤリティ 16 億円が不要となるので、営業利益としてはこれまでよりも 4~5 億円ほど増えることになる。

・184 億円の M&A は、高い買い物だったのか。そんなことはない。全額を借入金で賄ったので、自社資本比率は 50%から 38%へ低下した。しかし、カーブスの年間の利益でみれば、184 億円は 6~7 年で返済できる。

・フィットネス事業の広がり、カーブス事業のリスク低減を考慮すると、収益力の向上で返済はさらに早まる。その点で、今回の M&A は妥当な水準での買い物と評価できよう。

・M&A によって、FC マネジメントのリスクを遮断した。カーブスの世界本社は特別目的会社を含む 5 社を 1 社にまとめる中で、すべてマスターフランチャイズ化した。

・マスターフランチャイジーは、フランチャイザー（日本の CVH が世界本部）に代って、その地域内（米国など各国）でのフランチャイジー（FC 店）を募集する権利を有する。今回は中国（直営 2 店、FC4 店）のみを自社で FC 契約を保有するが、それ以外は総てマスターフランチャイジーの仕組みとした。

・当社は、各国のマスターフランチャイジーからロイヤリティをもらう。例えば、米国の FC の数が減っても、当社にとってはロイヤリティが減るだけで、それ以外のビジネスリスクは遮断して、波及してくることがないようにした。

・現地のマネジメントはマスターフランチャイジーが責任を持つのである。現状では、海外からのロイヤリティ収入の効果は年間 1~2 億円前後が見込める。

・これまでは、CVH が日本のマスターフランチャイジーであって、そのロイヤリティを米国の世界本部に支払っていたわけだが、世界本部のポジションに日本の CVH がついた。各国のマスターフランチャイジーがフランチャイズ契約を個別の店と結んでいるわけだが、そのレベルの経営には関わらないようにしている。

・日本での成功が世界に通用するのか。これは、各国のマスターフランチャイジーが、どこまで日本の成功を学んで、それを現地の FC 店におろしていけるかにかかっている。もちろん、日本からも本格的な支援を開始する。但し、これには時間を要するので、1~2 年ですぐに成果が出ないかもしれないが、可能性は十分あるといえよう。

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

・日本のカーブスが世界の本部になったわけで、カーブス事業の展開力は高まった。カーブスは日本が断然伸びたが、それ以外の国では、韓国、台湾、ウクライナ、ロシアが伸びていた。一方、主力の米国は大幅に縮小した。

・米国のカーブスが衰退した理由として、CVHの増本社長は、4つの要因をあげている。1) 米国など海外は、事業をダイエットビジネスと位置付けた。これは不況に弱い。一方、日本はシニア向けの健康体操なので、継続性が高い。

・2) 米国のFCは90%が個人経営のフランチャイジーで、女性の独立起業が多かった。経営が上手いかないと、サービスが劣化し、すぐに閉店となってしまう。3) FC本部のサポートが不十分で、新店のオープンまではサポートしてもその後の支援が弱かった。4) 本部の戦略が迷走し、現場が混乱した。

・日本は、1900店を430の加盟店で運営している。1企業で4~5店を運営しており、多いところは30店も有している。日本はFCを手厚くサポートしており、赤字の店舗はほとんどない。米国のファンドNCPはCVIに資本参加した後、3年でエグジットを狙ったが、結局5年経って全株の売却に至った。

・本部の買収で、日本の活動における自由度が高まる。1) 新しいサービスを独自に展開することができる。いちいち米国本部の承認がいらぬ。

・2) 日本人に合ったマシーンを開発し採用できる。これまでは改良の交渉に3~4年かかり、しかもマシーンは先方から購入する必要があった。3) 協業ができるようになる。これまで他の健康事業はできなかったが、新しい業態に入っていくことができる。

・CVIは、現在4000店まで減少している。北米、韓国、台湾、ロシア、ウクライナなどの地域で会員が多いが、従来に比べると会員の減少は続いている。どこを、どう攻めるか。新しいイメージが必要なので、英国なども視野に入れている。もう1年かけて検討を続けることになる。

・カーブスは2017年8月時点で、世界で4240店、日本が1860店であったから、日本以外が2380店であった。その時点で、43カ国に15社のマスターフランチャイジーを展開し、米国790店、欧州240店、韓国300店、オセアニア140店、台湾120店などあった。

・米国は、その後もFCが減少しているので、2018年8月末でみると、日本1900店、日本本レポートは、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。

以外 2100~2200 店となろう。

・今後の戦略として、日本は 2000 店に拡大しようが、日本以外が 1500~2000 店に縮小するのか、2500~3000 店に拡大するのにかによって、ロイヤリティの収入が異なってくる。当面のロイヤリティ収入の効果は 1~2 億円レベルであるから、これが多少上下してもさほど大きなインパクトはないが、今後の可能性には大いに注目したい。

資本コストを活かす経営に投資

・資本コストとは何か。分かったようで、今一つピンとこないという人も多いと思う。では、損益分岐点はいかがであろうか。これ以上になればコストを上回って利益が出てくるラインのことである。

・投資家は ROE (株主資本利益率) を大事にする。その ROE に対する損益分岐点が資本コストである。つまり、株主にとっては、 $(ROE - \text{資本コスト})$ が実質的なプラスのリターンであるとみる。

・ROE がマイナスでなく、プラスであればよいとは誰も思わない。企業経営においても、赤字でなければよい。とりあえず黒字ならそれでよいとは通常思わない。一定水準以上の利益をあげなければ、企業を持続するための次の資金が得られないからである。

・企業が社会に提供する価値が顧客や社員に受け入れてもらえなければ、会社はそもそも続かない。企業価値が認められれば、その対価として経済的な見返りも入ってくる。ここをいかにコントロールしていくかが経営の基本であろう。

・その時、資本コストが、①分かっているか、②使っているか、③役に立っているか、が問われよう。投資家はこの点をよく知りたいと思っており、納得できる会社をいい会社と評価する。

・お金を借りた時には金利を払う。これが借入金のコストであり、分かり易い。では、株式を発行して資金を調達した時のコストは何か。決算をしめて利益が出た時、その内部留保のコストはいくらか。

・株主にとっての資本コストは、証券会社に払う手数料ではない。株主に払う配当でもない。株主が投資したからには、このくらいのリターンが欲しいと思う見返りのことである。

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

・100万円を株式に投資した特に、いくらのリターンを期待するだろうか。それは人によって異なる。確かにその通りであるが、マーケットには多くの投資家が参加しているので、一定の水準というものがあると考える。期待リターンに対する自分なりの考え方を固めておくことは大事であるが、マーケットの動きもみておく必要がある。

・株式の資本コスト (CoE) は、一般にリスクフリーレート r_f (リスクがほとんどないと考えられる金利) + リスクプレミアム r_m (株式にはリスクがあるので、それに見合せて上乗せされる分) で定義される。

・リスクフリーレート r_f は名目の利子率として、日本であれば1~2%であろう。リスクプレミアム r_m を3~5%と見積もるとすると、CoEは4~7%程度となる。株式に投資するのだから、このくらいのリターンは期待したいという意味である。

・ここが損益分岐点だから、これを上回った分が超過リターンであり、下回った場合はリターンがプラスであっても、別の株式に投資すればもっとよかったかもしれないので、実質的にマイナスのリターンと捉える。

・米国ならどうだろうか。米国でビジネスを行っている企業や投資家にとっては、リスクフリーレート r_f 2~3%、リスクプレミアム r_m 4~6%とすれば、CoEは6~9%となろう。もし米国での事業ウェイトが高いとすると、日本のCoEより高い水準を想定する必要があるかもしれない。

・これにマーケット特性や業種特性を考慮する必要がある。自社の株価は、マーケット平均 (例えば、東証株価指数) の動きに対して、その感度 β (ベータ) はどうか。マーケット平均が1%動く時に、自社の株価は1.5%動くのか、0.5%しか動かないのか。過去の一定期間の統計データから、その動きをみってみる。

・ファイナンスのCAPM理論に従えば、特定のi社のCoEは、 $r_i = r_f + \beta_i (r_m - r_f)$ と定義される。つまり、マーケットの変動に対してリスクプレミアムがどのくらい大きく、あるいは小さく振れるかを考慮して調整する。

・マーケットより大きく振れる特性があつて、 $\beta_1 = 1.5$ であるとする、 $r_1 = 2 + 1.5(5 - 2) = 6.5\%$ となる。逆に、 $\beta_2 = 0.7$ の会社であれば、 $r_2 = 2 + 0.7(5 - 2) = 4.1\%$ となる。

・次に、株式の資本コスト (CoE) と負債の資本コスト (CoD) を考慮して、加重平均資本コスト

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。

スト (WACC) を検討する。WACC は $D/(D+E) \times r_D(1-t) + E/(D+E) \times r_E$ と定義される。

・株式 (自己資本 E) と借入金 (負債 D) の比率が、例えば 1:1 で、借入金の金利が r_D が 1%、税率 t が 35%であれば、 $WACC = 1/(1+1) \times 1 \times (1-0.35) + 1/(1+1) (2+5) = 0.325 + 3.5 = 3.825\%$ となる。

・企業経営においては、ROIC (投下資本利益率) が WACC を上回っていれば、経済的にみて価値創造企業といえる。よって、WACC を知ることは極めて重要である。

・ROE8%を上げてほしいと投資家がいうのは、 $\beta = 1.0$ とすると CoE 7%が高めにみて妥当なところなので、それを上回ってほしいという意味を込めている。実際は、個別の会社の特性をよく検討する必要がある。

・こうした計算について、これは単なる算数ではないかと思う経営者も多いと思う。しかし、自社が M&A をやる時、自社株買いをやろうとする時には、必ず自社の株価の妥当水準を想定するはずである。

・将来の業績とキャッシュフローを予想して、WACC を用いて企業の現在価値を試算するはざである。これはゲームのルールであり、完璧な予測はできないが、一定の蓋然性 (確からしさ) は求められる。

・株価はマーケットが決めるものといわれるが、今の株価が妥当株価 (フェアバリュー) とはいえない。企業としては、自社の妥当株価を絶えず意識して、経営に当たる必要がある。

・割安と思えば、もっと IR に力を入れる必要がある。割高と思えば、高すぎる期待に対して、冷静になるような情報を出していく必要がある。

・では、資本コストを見定めた上で、ROE はどこまで高めればよいのか。極大化が望ましいのか、一定の満足水準があるのか。筆者は、経営者には絶えずストレッチして、目標は高めに持ってほしいが、極大化を求めて短期志向に走る必要は全くないと考える。

・まずは 8%を、次に 10%を、その次は欧州・アジア並みの 12%、そして、米国並みの 15%を目指してほしい。それぞれの業種特性を加味してくれば、魅力は一段と高まろう。投資家としては、資本コストを経営に活かして、ROE の水準をはっきりさせる企業に投資したいものである。

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。

働き方改革～ROIC と生産性の結びつきはいかに

・働き方改革が盛んに叫ばれている。高齢化が現実化する中で、人手不足が顕在化してきた。少し前までは、外国人労働者を入れることに慎重であった政策が、緩和の方向に向かおうとしている。

・外国人を入れるということは、日本で生活するのであるから、労働者としてだけでなく、生活者として受け入れていく必要がある。彼ら彼女たちが、日本で差別を受けないようにしなくてはならない。オリンピックの選手のように、身の回りの外国人に分け隔てなく接することが大切である。

・高齢者にも働いてもらうようになる。元気ならいつまでも働いてほしいが、それを受け入れる気持ちと体制はできているのだろうか。元気な高齢者と一緒に働く時には、よほど注意する必要がある。

・高齢者は、安く使える、いいところだけ使えばよい、いつでも切れる、命令して使い倒せばよい、というような風潮でなければよいが、ここでも1人1人の接し方が問われる。

・そもそも人手が足りないとは、どういうことか。1) 今までと同じ仕事をやってもらおうとした時に、人が集まらない、2) 今までは黙って仕事に就いていた人が、さっさと辞めていくようになってきた、などいくつかの側面がある。

・パート・アルバイトが集まらない。人手が足りないので、とりあえず正社員を応援に出していたら、コストが高くて採算が合わず、その正社員も自分の仕事ではないと逃げ出したいくなっている。

・例えば、時給750円が今や1000円になっている時、これから時給2000円になると考えたら、そのビジネスはやっていけるだろうか。パート・アルバイトに頼っていて、そのコストが上がってきて、採算がとれなくなるような事業は存続が難しくなる。

・今や人の取り合いがおきている。あるサービス業のトップは、人材を引き付けるには、会社を魅力あるものにするしかない、と宣言している。顧客満足は大事であるが、同じくらい社員満足を重視する時代に入ってきた。

・社員は仕事が面白くなかったり、尊敬できる経営者がいなかったりしたら、さっさと転職

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。

を考える。経営の仕組みが旧態依然としていると、今時はすぐにパワハラ、セクハラ、差別ということになりかねない。

・会社が価値を生み、仕事が社会に役立って面白いと実感できる会社にしないと、よい社員は集まってこない。人材を人件費としてのコストとしてしか見ない会社は、安い方がよい、使い倒せばよいという風潮がにじんでいる。

・すぐに替わりがいる時代ならよかったが、今やそうはいかない。ここに外国人を入れて埋め合わせしようとしても、多分すぐにそっぽを向けよう。なぜなら、まわりに人を大切に
する会社があったら評判はすぐに広がり、自社の不評はもっと広がるからである。

・では、どんな会社がよい会社なのか。投資家として会社を見る時には、①雇用を増やしている会社、②1人当たり付加価値（労働生産性）を上げている会社、がよい会社の有力候補となろう。

・1人当たり付加価値は上がって初めて、働く人々の報酬も正當に上がっていく。その時、成果に見合って報酬が支払われるインセンティブが機能しているかどうかは、決定的に重要である。

・労働生産性は、付加価値/社員数 = 1人当たり付加価値 = (付加価値/投下資本) × (投下資本/社員数) となる。その意味は、社員1人当たりに対して、どれだけ投下資本を高めているか。その上で、投下資本がどれだけの付加価値を生んでいるかという投下資本生産性を問う。

・ROIC（投下資本利益率）は、(付加価値/投下資本) × (利益/付加価値) と分解できるから、ROIC と労働生産性は、投下資本付加価値率のところで結びつく。つまり、付加価値率を高めた上で、その配分を問うことが重要である。

・では、付加価値率を高めるにはどうしたらよいのであろうか。何よりも知的資本の生産性が問われるので、知的資本を活かして提供するサービスの価値を高めることである。

・この時、提供者の論理ではなく、サービスを受け取る顧客の価値判断が第一義的に大切である。商品を提供しても、顧客にとってはそれを使った時の価値が大切で、一度ではなく何度も使うとすれば、その価値は累積的な効果として受けとめられよう。

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。

・商品は在庫できるが、サービスはその場で消費されるだけで長持ちしない、というのは本当だろうか。実は、サービス価値は累積的に積み上がっていくものであり、サービスロジー（サービス科学）でいうベネフィット遅延型を内包している。

・そのサービス価値を創り出す企業の社員にとっても、価値を一方向的に営業し販売するのではなく、価値を生産するために顧客と対話して、協働していくことが本質的なあり方となっている。

・この関わりがピンとくれば、社員は創造力をかき立てられ、やる気にスイッチが入ってくる。インセンティブシステムがうまく働くならば、仕事が面白くなってこよう。

・ビジネスモデルとは、企業価値を創り出す仕組みである。それを財務的にみる時には、ROIC と労働生産性をしっかり結び付けて、その連動がうまく働いて、互いにプラスの方向に向かっているかをたえず確認したい。まさにヒューマンキャピタルが生み出すアウトカム(結果)に注目したい。

2. 投資家が知りたいこと

統合報告に求めるもの～投資家にとっては必読

・IR という文字をネットで検索すると、一番にインベスターズ・リレーションと出てくる。すでによく知られているが、個人投資家になると知らない人も多い。最近マスコミに出てくる IR は統合型レポートのことで、カジノをどのように作るかという点で話題になっている。

・IR と聞いて Integrated Reporting (統合報告) とわかる人はまだ一部の関係者に留まる。統合報告書は、統合報告の考え方に基づいて、企業がまとめたレポートで、統合思考 (Integrated Thinking) を十分取り入れているかどうか問われる。

・①会社をよく知ろうとする時、②投資家として新たに投資するかどうかを検討する時、③株主になった上で次に買い増すかやめるかを考える時、統合報告書は役に立つ。

・今後は、文字版だけでなく、統合報告のビデオ版や音声版がほしい。読むよりも、見たり、聴いたりした方がよくわかる場合があるからである。

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

・では、アナリストとして統合報告に何を期待するか。どう活用するか。この点についてそのエッセンスを述べてみたい。

・統合報告では、わが社の企業価値創造を語り下ろしてほしい。これは会社紹介ではない。製品やサービスの解説ではない。価値創造の仕組みを統合思考で語ってほしいのである。投資家は、何よりも理念やビジョンを明確に共有したいと思っている。

・では、企業価値とは何か。提供する価値には社会的価値と経済的価値の2つの側面があるが、会社としてそれらをどのように捉えているかを示してほしい。端的に言えば、両者の積集合か和集合かを明確にしてほしい。

・誰にとっての価値かという点で、ステークホルダーは多様であってよいが、投資家を軸にすることが第一義的である。その上で、ありきたりでないわが社独自のコンセプトの提示が望まれる。

・企業価値創造の仕組みがビジネスモデル (BM) である。この BM については、長期の金儲けの仕組みであると位置付けると分かり易い。目先の利益ではない。企業が社会的存在として永続するには、一定の財務的リターンが必要であり、これを正当に確保していく必要があるからである。

・どの企業においても、今の BM (BM1) を次の BM (BM2) へ進化させたいと考えている。漸進的な場合もあれば、一気に革新的なものを求める場合もある。

・企業によっては、いくつもの事業を有しているので、BM も多様である。事業ポートフォリオの新陳代謝が常に問われており、どの事業においても、次の BM すなわち BM2 の中身が最も重要である。

・新しい BM2 を作り出すためには、資本 (キャピタル) が必要であり、そのキャピタルを活かして、BM2 を構成するアセット (資産) を作り上げていく。

・キャピタルには、人的 (ヒューマン) 資本、知的 (インテレクチュアル) 資本、設備 (ファシリティ) 資本、組織・社会関係資本、自然資本、財務資本など、6つがありうる。

・そのキャピタルを投じて生み出されるものが、結果としてのアウトカムである。6つのキャピタルを構成して BM2 が作られるが、この時、価値創造の新しい仕組みにとって最も大事

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。

なマテリアリティは何かを特定する。

・マテリアリティとは、重要な構成要素とみてもらえばよい。そして、それらが、BM2 にどう結びついているかのコネクティビティに着目する。

・このBM が実際に機動して、財務パフォーマンス（成績）が出てくる。その時、会社はどんなKPI（重要業績指標）を設定しているのか。

・投資家は、ROIC（投下資本利益率）、資本コスト、ROE（株主資本利益率）、知的資本生産性などを問う。財務戦略や株主還元の方針も明確にして実践してほしい。

・統合報告のカギはどこにあるか。社内の財務・非財務情報をまとめればよい、というものではない。寄せ集めではなく、統合思考で一本筋を通す必要がある。

・マテリアリティをきちんと定めて作り上げてほしい。ストーリーを考えて、コネクティビティがすっきりしていると分かり易い。

・こうした統合報告作るには、まず社長が思い・ビジョン・戦略を語ることである。そして、そのストーリーを補強していく。足りないものは取締役会での議論を経て、戦略的に作っていく。これを3年継続するとかなり水準の高いものができてこよう。

・手元の3冊を読んでみた。会社から送られてきたもので、オムロン、エーザイ、日本郵船を比較してみた。それぞれ個性はあるが、違いもある。業種が異なるので一概に比較できないという見方もあるが、投資家としては業種にこだわらず投資を考えるので、大いに参考になる。

・私の視点で投資に役立つかどうかを見ると、評価の順位は、オムロン、エーザイ、日本郵船の順であった。前年に比べて今回の統合報告書の内容はどうか。投資家からみて、どの部分がよくできているか。その視点を持った上で、会社主催の投資家説明会、株主説明会に参加したいものである。

個人投資家向け会社説明会のコツ

・9月、10月に大企業の個人投資家向け会社説明会に参加してみた。JFEホールディングス（コード5411、時価総額1.3兆円）、NTT（日本電信電話、コード9432、時価総額9.0兆円）、

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。

アステラス製薬(コード 4503、時価総額 3.3 兆円)の 3 社である。

・IR 部門の責任者が説明に立ったが、Q&A の内容をみると、参加者には満足いかなかったところがあったようだ。筆者が聴いていても、大いに不満が残った。なぜだろうか。それぞれ個性のある会社だが、話したいことと聴きたいことがうまくかみ合っていない。

・会社側からみると、個人投資家は多様で何を話せばよいのか、と迷うかもしれない、しかし、IR のプロである。個人投資家からみると、株式投資を何年もやって、酸いも甘いも一応分かっている。では、どこが課題であるか、について考えてみたい。

・JFE は、グループの強みと成長戦略をテーマにした。まず会社概要について、沿革や事業内容などを話した。鉄という素材、製鉄所の生産体制、製品説明と顧客との長期取引について説明した。次にエンジニアリングと商社事業について解説した。

・その後、中期計画の内容を、1) 事業環境、2) 社会ニーズ、3) 技術開発、4) 重点投資、5) 海外事業の観点から話した。企業体質の強化については、ダイバーシティや働き方改革の観点も取り入れた。最後に業績の見方と株主還元について説明した。

・一通り流れに沿っているが、何か物足りない。投資家からの質問では、新日鉄との違いはどこにあるのか、という点が出された。つまり、わが社の事業内容は丁寧に説明しているが、グローバルな比較、他社比較が入っていない。

・よって、どこに特色があるのか十分伝わってこない。将来こうなりたいという企業イメージも、中期計画の解説を中心にしているので、はっきりしない。

・NTT は、グローバル事業と新規事業の方向性をテーマにした。まずグループの体制と、これまでの事業構造の変化について説明した。そして、今期の業績と中期の財務目標の数字にふれた後、中期経営戦略の重点項目にフォーカスした。

・グローバルビジネスをどのように行っているかを説明した。競争力の強化という点について、どのような組織で運営するかを解説した。グローバル持株会社の創設が重要なカギを握るからである。

・新規事業では、B to B の先にある新たなニーズに対して、その価値創造をサポートする取り組みとして、歌舞伎のリアル対バーチャルの例などを紹介した。

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。

・NTTは純粋持株会社で、ドコモ(持株比率66.6%)やNTTデータ(同54.2%)も上場している。11月に次の中期計画を公表する前なので、過去の説明と現状の解説が多かったのかもしれない。それにしても、グローバル展開のイメージは十分でなかった。

・また、ドコモの5G戦略については説明しなかったもので、質問が出た。上場子会社の意義や違い、NTTとしての将来の目指す姿が今一つはっきりしていないと感じた。

・アステラスは、持続的な成長に向けた取り組みにフォーカスした。まず会社の概要、製薬業界の概要を説明し、次に自社のビジネスの現況を数字で示した。

・がん領域、泌尿器領域、移植領域の主力製品、新製品について、簡単に解説した。今後の成長戦略では、5月に新中期計画を出したので、3つの重点戦略について話した。製品価値、開発価値、融合価値について、その目指す方向を示した。

・主力製品の独占販売期間の満了で、これから業績が落ち込んでくる。その後、回復を目指すすが、そのシナリオついてふれた。新薬についての説明は難しいとして、深くつっこんでいない。

・財務数値については、IFRS(国際会計基準)を採用しているが、それと実態との違いについて質問がでた。ESGについてはほとんど触れていない。できるだけわかりやすくしようという姿勢が、現状の簡単な解説に留まる内容であった。

・3社に共通する課題は何か。第1に、個人投資家は多様であって、十分な知識がない人が多いので、できるだけ分かり易く説明しようとした。これがよくない。投資家は簡単な説明や解説を聞きたいのではない。また、過去と現状を網羅的には長々と話されても退屈なだけである。

・第2は、これからの戦略について、中期計画の内容を説明する。投資家は、中期計画の一般的な解説や財務数値目標を聞きたい訳でなく、その奥にあるものを知りたいのである。

・第3は、IR担当者は投資家のことがよくわかっているはずであるから、もっと投資家の気持ちに踏み込んで話してほしい。ここの距離感にまだかなりの隔りがある。

・では、どうしたらよいのだろうか。端的に言えば、過去の説明はいらない。現状の解説も

いらない。すべてを将来に向けて話すようにして、その将来の姿を分かってもらう時に必要

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。

ならば、過去、現在にふればよい。というように、発想を転換させることである。投資家は将来を知りたいのである。

・次に、IR 担当者は、社長の代理人であるから、社長になったつもりで語ってほしい。代役を期待しているわけではない。社長の個人的気持ちを知りたいわけでもない。

・会社を代表する立場で話すと、話し方が説明や解説ではなく、当事者としての発言になってくる。このことが、話す内容の臨場感を高めることになる。投資家は、そのインパクトを求めている。

・そして、話す時には、将来のビジネスモデルに重心をおいてほしい。今のビジネスモデルではない。ビジネスモデルとは価値創造の仕組みであるから、わが社の企業価値創造の仕組みを、こう作り上げて、こんな価値を提供していくと明示する。

・そのために、ビジネスモデルに必要な重要構成要素（マテリアリティ）をこう作っていくと語る。その方策が戦略であり、結果として財務数値が出てくる。

・最後に、スライドなしで語ってほしい。スライドを映して話すと、どうしてもスライドの解説になってしまう。スライドはみせてもいいし、手元の資料としてもよいが、自分の言葉で、スライドなしのつもりで話してほしい。そうすると、いいたいことが伝わってくる。

・もし機関投資家より、個人投資家説明会の方が、難しいと感じているならば、これらの点を検討して、取り入れて頂きたい。筆者は、個人投資家説明会によく参加している。なぜなら、会社の本質を知るには、個人投資家説明会の方が優れていると思うからである。

CEOの選任をどう考えるか〜ソーシャルキャピタルを超えて

・9月に、日本証券アナリスト協会と日本ファイナンス学会の共同セミナーが催された。その中で、一橋大学の鈴木健嗣准教授^{かつし}の講演が興味深かった。テーマは「ソーシャルキャピタルとCEOの選任、コーポレートガバナンス」であった。そこで鈴木先生の学術研究の内容を紹介し、その後筆者の実感を述べてみたい。

・鈴木先生は、CEOの特徴が企業価値に及ぼす影響について研究している。その中で、ソーシャルキャピタルからみた経営者の選任が、1) 経営戦略の変更、2) 企業パフォーマンスにどのような影響を与えているかを実証分析した。

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。

・CEOの特徴については、性格（自信過剰、楽観度、リスク回避度）や、年齢、性差、教育水準、経験、知識、さらに経営の執行能力やコミュニケーション能力などの観点から研究した論文が海外に多数ある。その中で、鈴木先生は、ソーシャルキャピタルに注目した。

・ソーシャルキャピタルとは、ソーシャルネットワーク（社会的な結びつき）に内在する相互関係の情報、信頼、規範と定義される。これまでの研究では、学歴、出身地、前職、趣味、その他の活動などとひも付いた関係（ソーシャルタイ）が分析されてきた。

・ソーシャルタイ（社会的な何らかの結びつき）があると、1) より多くの情報を獲得し、2) 相手に対する受容性が高まるという研究がある。つまり、情報生産や信頼向上の効果がある。また、そこでは似ている人を好む傾向もあるという。

・取締役会においては、ソーシャルタイが強いと、①アドバイス機能が増加する一方で、②モニタリング機能が低下するという論文も出されている。そこで鈴木先生は、日本企業において、ソーシャルタイがCEOの選任にどのような影響を及ぼしているか、について分析した。

・ソーシャルタイの変数として、①スクールタイ（同じ有力大学出身）、②リージョナルタイ（同じ県の出身）、③ワークタイ（同じ職場や部署での前職あり）を用いた。ここでは、ソーシャルタイのある候補者が新CEOに選ばれがちである、という結果が出ている。

・次に、ソーシャルタイのある候補者が新CEOに選ばれた場合、1) その後の戦略変更はどうか、2) 企業のパフォーマンスはどうか、について分析した。いくつかの方法を用いたが、いずれも前CEOとソーシャルタイの関係のある新CEOの方が、戦略変更が行われにくいという結果となった。

・また、CEO交代後の企業パフォーマンスは、ソーシャルタイの付いている新CEOの方が、付いていないCEOよりもパフォーマンスが悪いという結果となった。これは、能力以外の評価で選ばれた可能性を示唆する、と鈴木先生は指摘する。

・同じ大学、同じ故郷、同じ部署で過ごしたことで、コミュニケーションがよくなり、相手の行動に対する不確実さが減り、人物や人格を認めやすくなる傾向は十分ありうる。前CEOは、自分がとった路線を壊されたくないの、戦略を変更しない人を後任に選びたくなる。選ばれたCEOもその路線を踏襲することで信頼を得ようとする。

・結果として、CEO としての本来の能力以外のソーシャルタイを考慮して後継者を選ぶことになる。よって、その後のパフォーマンスは十分でないことになる。依怙^{えこひ}鬻^{ひいき}貞によるモラルハザードが起きているのかもしれないと、鈴木先生は示唆する。

・では、どうすればよいのか。今回のコーポレートガバナンスコードの改訂は、そこを問うている。1) わが社の今後の経営にふさわしい CEO の能力とは何か、2) それをどのように育成するのか、3) CEO の選任や解任の手続きをいかに客観性があり、適時性があり、透明性があるように定めるかが問われている。

・多くの場合、社長は後継者を自分 1 人でじっと見定め、自ら密かに指名したい。これが、これまでの通例であった。後継者も選ばれたときに、建前として青天の霹靂をという表現を用いることが好まれた。

・しかし、時代は変わりつつある。中長期の経営を担う優れた能力を有するベストの CEO を選ぶことが求められる。候補者は、暗黙ではなく、一定の俎上にのせて能力をみていく。社外取締役の責任も重くなる。形式だけでなく実質が問われる。

・投資家としては、どうしてほしいか。筆者の実感としては、5 つの点を強調したい。1 つは、社内の取締役や執行役員から選ぶ場合は、経営能力がはっきりと分かるポジションを経験させた上で、その実績を 3~5 年はじっくりみせてほしい。現 CEO の次の候補者は、IR の場にも出てくるのが望ましい。

・2 つ目は、社外からいきなりトップを呼んでくる場合は、今後の経営環境の認識と外部 CEO 候補者の資質や実績について具体的に説明すべきである。こういう能力が必要であるが、社内と同時に、社外からの招聘もありうると早目に語ってほしいのである。

・3 つ目は、指名諮問委員会などで、次の CEO 候補について、どのような議論をしているかを説明してほしい。具体的な話はできないとしても、後継者の選び方、現 CEO の任期、候補者に期待する資質について考え方を明らかにすべきである。

・4 つ目は、オーナー型企業の場合、創業者が健在の時は鶴の一声になりやすい。創業者は何でも自分で決めてきたので、次期後継者についてどんなに優秀でも不満をもつことが多い。まして、自分の路線を変更するかもしれない人材は許容できない。

・創業者はいつまでも創業者であるが、どこで一線を退くのかをはっきりさせてほしい。2
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。

代目以降の CEO がファミリーである場合は、本人の能力とともに、その CEO を支える有能な番頭格を選任することが不可欠である。ここを明確にしてほしい。

・5つ目は、親子上場やグループ企業の上場である場合、トップが天下りでくることが多い。その場合は、いきなりトップ就任はやめてほしい。一定の経営能力をベースに選ばれるべきなので、当該会社の役員に就いて、まずは実績をみせてほしい。そうすれば、投資家もその手腕の一端を理解することができよう。

・大事なことは、CEO の選任や解任にサプライズを起こさないことである。これは前任者の路線を継承せよという意味ではない。新しいビジネスモデル(価値創造の仕組み)作りのために、古い仕組みは壊してよい。

・新しい仕組みと、それを作っていく戦略に説得力が伴っているかがカギである。CEO も社外取締役も居心地のよい個人的なソーシャルタイの重視ではなく、たとえ解任されても納得できる覚悟と力量をもって、取締役会の実効性を高めてほしいと願う。

社外取締役との対話～エーザイのケース

・9月に、エーザイは社外取締役との意見交換会を催した。7名の社外取締役が全員揃っての会合とは珍しい。かなりの投資家が集まっていた。柳 CFO が統合報告書のエッセンスを説明した上で、社外取締役が1人1人自己紹介した後、質疑や意見交換に入った。

・エーザイの統合報告書は良くできている。これをじっくり読むと会社のことがよくわかり、投資判断のベースとして十分活用できる。

・では、社外取締役とはどんな会話をするのか。エーザイは指名委員会等設置会社で、11名の取締役のうち、7名が社外で、社内は4名である。内藤 CEO のみが執行サイドで、後の3名は社内出身ながら非執行で、うち2名は監査委員会委員である。

・出ていた質問の中では、1)社外取締役が取締役会の議長を務めているが、議長としてどのような議論を重視しているのか。2)社外取締役はどのように選ばれているのか。3)企業文化としての強みや弱みは何か。

・4)医薬品の専門性がないと事業計画の中身が十分把握できないのではないかと。それで監督や助言ができるのか。5)買収防衛策を入れており、それによって CEO など取締役への信認も

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。

十分でないようにみえるが、どう考えているのか。こうした点が興味深かった。

・私が質問するならば、①新薬開発（認知症、癌）において、マネジメント、イノベーション、リスク、ESGの軸において、どのような監督や助言を行っているのか。1人ずつ例を挙げて説明してほしい。

・②h h c（ヒューマンヘルスケア）に基づく価値創造が、財務パフォーマンスに結びつくという点で、現在の局面をどうみているのか。③患者の視点を重視して企業価値の向上を図っているが、少数株主の立場を重視するという点では、どのようなことを実践しているのか。こうした点について聞いてみたいと思った。

・ここで、今回最も議論になった買収防衛策について考えたい。株式の持ち合いと同じように、買収防衛策については、合理的な説明がなかなか難しい。投資家からみた時、企業価値の向上にとって制約となる経営行動をとるのではないかと、という懸念が払拭できないからである。

・エーザイは、4月に企業価値・株主共同の利益の確保に関する対応方針（買収防衛策）の一部変更と継続を決議した。1)有効期間を5年間から1年間に変更し、2)対象となる買付の基準を15%から20%に引き上げた。

・なぜ買収防衛策を入れるのか。会社としては、しっかりした理念のもとで本当に患者に役立つ新しい薬の開発に長期的に取り組んでいく。新しい薬づくりは10年、20年を要する。株主にとっても、ROEという指標を10年単位でみてほしいとしている。つまり、10年平均のROEをKPI（重要業績指標）としている。

・事業はポートフォリオなので、常にバランスをとっていく。それでも開発の進展によっては、業績が低迷することもありうる。あるいは、将来極めて有望な開発が見込めるにも関わらず、その評価が時期尚早ということで、株式市場で十分評価されないことも起こりうる。

・企業価値を長期でみてほしいが、そこにギャップが生まれた時、短期志向の投資家が買占めに入ってくるかもしれない。あるいは、当社の開発資源を割安に手に入れようとして、M&Aが動く可能性もある。長期の開発、長期の経営、長期の株主という路線に相反する動きがあった時の対抗措置を事前に準備しておこうとする。これが買収防衛策の意味であろう。

・まともな買収提案か、まともでない買収提案かは、社外取締役独立委員会で、事前に定め

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。

た要件に照らして判断する。そして、まともでない提案と判断した時には、新株予約権を発行して、買収相手の株式数を希薄化するような対抗手段を講じる。

・これがなぜ機関投資家から嫌われるのであろうか。「機関投資家協働対話フォーラム」によると、一般論として、1)十分な成果を上げていない経営に変化をもたらすという株主の権利を制限し、経営陣の自己規律性を弱めるのではないか。

・2)正当な目的を持った戦略的買収でも、経営陣の意に沿わない買収提案は阻止できると誤解し、経営に甘さが出るのではないか。3)ひいては、ガバナンスの評価がディスカウントされるので、資本市場の評価を下げるリスクが高まることになる。これらの点が懸念される。

・現時点におけるエーザイの株式市場での評価は、PBR 5.2 倍＝ROE 9.7%×PER 53.7 倍、と高い評価を受けている。この5年間の株価推移をみると、4000円から8000円に上昇し、その後6000円台を続けた後、この6カ月で10000円を超えてきた。新薬の開発進展に関するエビデンスが出てきたことによる。

・マーケットにおける株価は、その時点のさまざまな内容を織り込んだものであるが、必ずしもフェアバリュー(公正な価値)とはいえない。株価は絶えずフェアバリューを求めて動くが、妥当ゾーンにあるとはいえず、敵対的買収のターゲットにされる恐れは常に存在する。

・しかし、あえて買収防衛策を入れなくても、長期の企業価値創造を行うことは十分できよう。その方が評価も高まるといえる。筆者は、株式の持ち合いも買収防衛策も一概に否定するものではない。きちんとエクस्पラインしてほしいが、それが苦しい説明になるのは否めない。

・とすれば、もっと正攻法のガバナンスで十分である。エーザイはすでに先進的なガバナンス体制をとっており、大いに誇ることができる。買収防衛策をやめることで、企業価値は一段と向上しよう。早晩そうした展開になるものと期待したい。

監査価値を問う

・顧客として、商品やサービスの提供を受けた時、その内容が満足できたかどうかは誰にでも評価できる。満足できれば継続し、そうでなければ別の商品やサービスを探す。

・その時、商品やサービスの品質と価格が問題となる。品質は高い方がよい。価格は安い方
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。

がよい。また、同じ商品やサービスを継続した方が、安心して便利である。

・ここで品質とは何か。不良品質は問題外であるが、低品質か中品質か高品質かは、どこまで許容し、どこで妥協するのかに依存する。品質が上がるほど価格は高くなる、と考えそうだが、本当だろうか。

・7月にPwCあらた有限責任監査法人と、JPX(日本取引所)自主規制法人上場部の専門家の話を聞いた。その時の議論を踏まえて、いくつかの論点を考えてみたい。

・監査の品質が問われている。企業の財務諸表に誤りがあるのに、監査法人がそれを見過ごしたとなれば、投資家は困ってしまう。財務諸表は正しいものとして使っている。つまり、一定の品質は満たしており、企業の財務パフォーマンスを見る上で、十分信頼に足るものであることを前提にしている。

・そこに過誤や不手際、不正や虚偽があり、見過ごされていたとすれば、ことは重大である。まして会社側に何らかの意図があつて、教えない、隠す、騙す、という事態が進行していた時、どうやってそれを暴くのか。

・不正リスクには、架空、水増し、飛ばし、簿外、先送り、流用、横領、着服などさまざまな可能性があり、組織的になればなるほど必死の戦いとなる。

・会社は財務的に追い込まれると、粉飾を行うことがある。一時凌ぎでも、とりあえずうまく乗り切ろうと、売上の水増しや損失の先送りを画策する。監査法人はそれを見つけられないのか。

・会社のマネジメントに計画犯がおり、現場に実行犯がいる時、これを見破るのはなかなか難しい。それでも、速やかに不正を発見してほしい。一般に粉飾が軽く済むことはなく、やればやるほど事態は悪化して、いずればれてしまう。内部通報も含めて、隠せないほどにガングが増殖してしまうからである。

・監査にはしっかりした基準がある。それに基づいて、会計監査が行われる。公認会計士によって、監査に差が出ては困る。監査法人によって差が出ては困る。しかし、ぎりぎりのところになると、裁量の差が出てくる可能性がある。

・どうすればよいのか。アナリストの視点からみると、監査法人は、会社の内部に入って何本レポートは、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。

でもみることができ、インタビューすることができるのだから、会社の財務諸表のウラにある実態に迫れるはずであると考える。

・そこで会社分析をきちんと実行してほしい。そうすれば、過大な見積もりや、都合のよい処理、辻褃合わせの数字作りを見抜けるのではないか。

・監査品質のプロセス管理は、外部の投資家からはほとんどわからない。どんなところを重点的に監査したのかを知りたい、と思うのは当然である。今後は、「監査上の主要な検討事項」を開示する長文監査（KAM）が実行に移される方向なので、監査プロセスの見える化は進展しよう。

・アナリストとしては、監査品質の向上と共に、監査価値を問いたい。よい監査を実行することで、財務諸表の信頼度が高まるのであれば、それは企業価値の向上に結びつく。まさに監査価値の貢献である。この内容を実感できるようになれば、監査報酬はもっと高くても何ら問題ない。

・企業がお金を払って監査をしてもらうとすると、そこに客観性を求めるのは難しいのではないか、という素朴な議論が常に介在する。監査は、コストなのか、リスクマネジメントなのか、価値創造なのか。

・監査はだれにとって有用なのか。ステークホルダーのだれにとっても極めて大事である。投資家にとっては、投資価値を判断する前提として、監査を信頼する。企業にとっては、企業価値を高めるためのコアとなるインフラである。

・監査は、コストではない。価値創造のための重要はキャピタルである。キャピタルがアセットを生むのである。

・一方で、監査法人にも、媚びへつらいや傲慢な姿勢、杓子定規な対応は許されない。そのように考えて、互いに切磋琢磨する必要がある。

・今、アナリストとして最も知りたいことは、監査法人の交替に関する理由である。建て前ではなく、どういうプロセスにおいて信頼感が崩れていったのかを知りたい。人間であるから、互いの相性もあろう。しかし、単なる感情論ではなく、事業の遂行において、会計手続き上の認識の違いが事業にまで影響していることが起きていると感じる。

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、企業をみると、会計不正どころか、本業不正もまかり通っている。昨今では、製品データ偽装や無資格検査などが問題となった。‘品質管理の日本’はどこに行ってしまったのか。ものづくりが緩んでいるのか。

・一部の企業の例外なのかというと、どうもそうでもないと思われる。筆者が若かりし頃、統計的品質管理や総合的品質管理をさかんに学んだが、その頃の品質管理の勢いはないのであろうか。

・形だけ基準を満たせばよいのか。基準そのものがかなり意味を失っているのか。とすれば、基準を改定すればよい。それには手間がかかるので、勝手に手抜きをしてしまうのか。それでも実害がないことが多いのかもしれない。

・マネジメントは現場に関心がなく、現場放任で結果だけ求めていたのか。実害がないので、手抜きに問題なしと見過ごしていた節もある。それが大失態となり、経営の根幹を揺るがす不祥事となっているといえよう。こうした本業不正は、いずれ財務パフォーマンスに決定的に響いてくる。会社の存続まで問われる。

・投資家やアナリストは、企業価値創造に関するプロセスを会社サイドと共有したいと考えている。財務パフォーマンスの開示情報については、監査法人に絶大な信頼を寄せている。ぜひとも監査品質の向上を通して、監査価値が企業価値の創出に結びついていることをみせてほしい。アナリストはそのコネクティビティ(結びつき)を常に高く評価しよう

若い人々に資産形成を～ウェルスナビの活用

・若い人の資産形成は、どうしたらよいのであろうか。自分の子供をイメージしてみる。親の仕事を知っていても、金融に関する知識には興味がない。毎月の給料のうち、いくらかは貯めているようだが、銀行口座に置いているに過ぎない。

・本人に興味がないのに、親がああしろ、こうしろと指示して、手続きまで進めようとしても納得できるはずがない。お金を貯めること、増やすことには関心はあるが、面倒な手続きや事前の勉強に対してインセンティブは働かない。

・私の持論は、まず株式投資をやってみることにある。個別株に投資して、株とは何なのか、株価はどうして動くのかを実践してみないと、投資信託を買っても、上がった/下がった、得した/損したというところにはばかり目が行ってしまう。

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。

・つまり、株式は、企業が社会に対して提供する価値を反映する。価値の対価として利益が上がり、利益の多寡によって株価が変動することを分かってほしい。

・しかし、実際のところ個別株投資へのハードルは高いのかもしれない。どの銘柄を選ぶか分からない。最初の投資にかなりの金額が必要である。それが値下がりして、元手が減ってしなうとなったら、参加したくないと思ってしまう。

・一方で、多くの若者は株式会社で働いている。自分で事業をやりたいと思っている人も多い。会社組織がどのように動いているのかは分かっているため、最初のハードルは誰でも越えられる。

・スマホ世代なので、仲間情報が大事である。身近な情報のやりとりの中から、投資への関心は広がりつつある。

・9月に「ウェルスナビ (WealthNavi)」の柴山和久氏 (代表取締役) に話を聞いた。4年前にロボットアドバイザーによる資産運用会社を立ち上げた。現在顧客は9万人、運用額は1000億円を超えている。

・これならわが子も手軽に始められるか。毎月の貯金から一部をウェルスナビに投資しておけば、運用がスタートする。しかも長期で貯めていくので安心できる。

・銀行口座とマイナンバーが手元があれば、スマホで口座が作れる。6つの質問に応えるだけで、運用プランを選べる。毎月積み立てていけば、長期安定運用ができる。

・運用の中身は、ロボット (最適なアルゴリズム) が判定してくれるので、運用者の巧拙から距離を置くことができる。

・柴山氏は、ウェルスナビを2015年に創業した。社員は現在60名だが、半分はエンジニアで、スマホ上で動く運用システムを自社で構築している。

・資本金は32億円と大きい。大手金融機関も出資しており、本格的なフィンテック企業として、事業は急ピッチで立ち上っている。

・最近のデータでは、参加者の3割がこれまで投資経験がない人である。9万人の世代構成をみると、20代14%、30代34%、40代30%、50代15%、60代7%である。女性も増えている。

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

・若者に資産運用について質問すると、①分からない、②身近でない、③信じられない、④面倒である、という答えが多い。そこで、運用で孤立している人々に対して、スマホを通して利便性の高い仕組みを提供しようとした。

・若者にとって、転職は当たり前になりつつある。1つの企業を務め上げて退職金をもらうという仕組みは崩れつつある。しかも、大企業の退職金は年々減りつつある。

・結婚しても共働きは当たり前である。子供を育てるとなると相当に費用がかかる。かといって、子供が欲しい人は多い。住宅を購入しようとするするとローンを組むことになる。この負担も重い。

・そして老後をイメージすると、国の年金だけでは全く足りないので、自分で貯めておく必要がある。でも、お金はいろいろ必要なので、十分貯めることができない。

・よって、そんな長期のことは全て見通せないから、とりあえず今がそれなりに楽しければよい、となってしまう。

・この姿勢を何とか変えたい。将来分からないが、何はともあれコツコツ投資して貯めていくようにしたい。投資をすると、長期的には銀行に預けておくよりはリターンは上がるので、貯めている金額も増えていくことになる。

・資産運用の基本は、①長期、②積立、③分散であるから、これを着実に実行すればよい。ウェルスナビは、1) 世界のETF（上場投資信託）の中で、平均5兆円の大型かつ安定したものを選び、2) 株式、証券、その他（金、リート）などの最適な組み合わせ（資産配分）を、有力な投資理論に基づくアルゴリズムで自動的に選択し、リバランスを継続していく。

・株式でみれば、ETFを通して50カ国の1.1万銘柄に幅広く投資する。世界経済全体に投資して、リターンを上げていく。

・ロボットという意味は、資産運用の仕組みを一定のアルゴリズムを用いて自動化し、AIを活用して機械学習によって運用の仕組みを改善していく。

・金融危機が来た時でも、運用を継続していれば、長期でみたトータルのリターンは、十分確保できる。よって、人の心に振り回されない冷静さが、よいパフォーマンスに繋がる。これがロボットアドバイザーの売り（強み）である。

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

・ウェルナビは、パッシブ型 AI を活用する運用手法をプラットフォーム化したものである。スマホで簡単にでき、しかも若者に分かり易い。筆者も早速口座を開設してみた。私の子供たちにも勧めたいと思う。