

## ベル投資環境レポート

# 企業価値評価の実効性をいかに高めるか ～社外取締役の視点を重視～

2019年9月18日

鈴木行生

### 目次

|                             |                           |
|-----------------------------|---------------------------|
| <b>1. 企業の活躍の場はどこに</b>       | <b>2. 企業評価に ESG を入れると</b> |
| ➤ 揺らぐか、アジアの成長～日本企業の対応は如何に   | ➤ IR フェアを活かすコツ            |
| ➤ オープンイノベーションへの嗅覚           | ➤ アナリストの行動様式～対話の活発化に向けて   |
| ➤ 5G時代に向けて～誰がリードするか         | ➤ コーポレートガバナンスはまだ道半ば       |
| ➤ e スポーツの成長～BM(ビジネスモデル)のカギは | ➤ グループ・ガバナンスの強化はいかに       |
| ➤ 株主総会には必ず個性が表れる～ソフトバンクグループ | ➤ 親子上場をどう考えるか～アスクルのケース    |
| ➤ 株主総会は会社説明会の場～SBI ホールディングス | ➤ ESG インテグレーションを投資に活かす    |
| ➤ ライザップとガバナンス～怒りと応援         | ➤ 高齢化と企業の役割～社員の財務戦略を育てる   |

## 1. 企業の活躍の場はどこに

### 揺らぐか、アジアの成長～日本企業の対応は如何に

・5月に日経主催のフォーラム「アジアの未来」が開催された。アジア各国の首脳は米中対立の中で、どのような認識をもって対応しようとしているのか。

・日本の多くの企業が、アジア各国でビジネスを展開している。国内においてもインバウンドの効果は大きい。今後の投資環境をみる上で、地政学的リスクをどのように認識しておく

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。

のか。目新しい見方ではないが、いくつかを考えてみたい。

・アジアは世界の成長地域であるが、通商摩擦と安全保障のせめぎ合いで、成長路線が揺らいでいる。世界のどの国も国内の秩序が保たれ、貿易や投資が自由ならほぼ間違いなく発展する。しかし、独裁者が富を奪い、民族紛争が激化し、貿易不均衡が顕在化してくると、そうはいかない。

・米中対立の中で、新たな秩序は容易に形成されそうになく、むしろ翻弄されかねない。国の発展過程における実力の差がもろに出てくることになる。

・米中の覇権争いは、新冷戦とも言われるが、かつての冷戦の時よりもはるかに相互依存性が高い。米国は中国から年間 6400 億ドルを輸入しており、中国には 1200 億ドルを輸出している。この貿易に対して関税引き上げを行って、互いの経済へのダメージを覚悟しながらも、譲歩を引き出そうとしている。

・トランプ大統領のディール外交は、商取引の駆け引きを外交に持ち込んでいる。自国第一主義を個別ディールで吹っかけながら、相手との落としどころを探るやり方である。それを成果として誇示しようとしている。

・自由貿易論は、自国が強い時には主張しやすい。ところが、ものづくりの競争力が相対的に落ちてくると、管理貿易を指向したくなる。強者の論理から弱者の論理にすり替わってくる。

・当然自国が強いサービス分野で、サービス貿易の自由を主張する。一方、途上国サイドに立つと、サービス貿易の競争力はその差が大きすぎるので、受け入れるべく譲歩することは難しい。

・サービス貿易には、知財や技術が入ってくる。軍事技術が絡んでくるので、国の安全保障にも影響する。経済力と軍事力をベースにした国対国の覇権争いは、まさに世界のリーダーシップを誰がとるかという戦いになる。

・米国の国力は落ちている。経済力の低い不法移民を大らかに受け入れていく余力はなくなっている。世界No.1の軍事力を支える技術について、それを支えるコアテクノロジーを、非合法はもちろん、合法的であっても競争国へ渡すことには、ストップをかける。中国のファーウェイ（華為技術）はその象徴である。

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。

・ファーウェイのトップの話は何度か聴いた。一代でテクノロジー企業を育てた企業家魂はすごい。先を見通す力や研究開発への取り組みも意欲的である。しかし、国策会社ではないが、世界の先端技術を不当に手に入れ、真似たのではないか、という疑念は拭えない。

・途上国にあって、先進国の知財を無断で真似ることは、歴史上いくらでもある。それがマイナーなうちは、許容されることもあった。しかし、先進国の利害に直接影響するようなメジャーな問題になると、企業間の競争を超えて国家間の対立となってくる。

・ファーウェイの米国からの締め出しは、5G の発展スピードにも影響してくるが、ファーウェイなしでもやっていけるので、乗り切ることはできよう。

・一方、中国はいずれ民主化するしかない、という見方はどうだろうか。今のところ全く現実的ではない。習近平主席の中国は、国家資本主義、権威主義、監視主義をベースに、改革・解放を進めてきた。40年間の成果は見事である。

・しかし、中国方式を取り入れようという国は世界にあまりない。独裁国家となって、国民を牛耳ろうとし、その国を逃げ出す難民が多数出てくることはよくある。でも、中国に移民したいという話はほとんど聞かない。

・中国の台頭は、アジア各国で軋轢を生んでいる。経済力と軍事力は対であるから、南シナ海での中国の実績作りは誰も止めようがない。紛争を起こしたところで、領土の実質化では勝てそうにない。

・戦争は紛争解決の最後の手段、といわれる。大国間の戦争には至らないとしても、紛争は不可避であり、それを武力以外で抑える方策が問われよう。

・米国と中国は、アジアで存在を競っているが、ここでも米国は引こうとしており、中国は押そうとしている。自国第一主義、保護主義、移民排除の米国に、世界のリーダーとしての大義は今や揃っていない。実効支配が歴史を作り、紛争はテロ化を加速しかねない。

・米中の貿易摩擦で、中国にある外国企業の生産拠点は、アジア各国によりシフトしていきそう。そこから、米国へ輸出ということになれば、有利になる国も出てくる。ベトナムもその一国であるが、一方でベトナムは南シナ海で領有権争いを抱えている。

---

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。

・中国に頼って、自国のインフラを充実させたいというニーズも強い。しかし、中国の債務の罫に引っ掛からないようにする必要がある。途上国の首脳は分かっているが、融資を受けても主権は維持する、というのが本当に守れるだろうか。

・日本の安倍首相は、アジアの未来について、1) RCEP（東アジア地域包括的経済連携、16カ国）の確立、2) デジタル経済における DFFT（Data Free Flow with Trust：自由なデータ流通圏）の構築、3) 人工光合成など地球環境イノベーション、を提唱している。

・企業においても、デジタル経済のデータディストリビューションにおいて、特定企業による覇権を許さず、自由な企業活動を守って発展させてくれる枠組みが必要である。

・今から 20 年、デジタル経済圏が大きく発展していく。この新しいイノベーションは、富の拡大、格差をさらに広げる可能性がある。

・その時、アジア各国におけるボトムラインをいかに引き上げていくか。トリクルダウン(浸透)効果は期待できない公算が高い。各国とも否応なく何らかの産業政策をとってこよう。これがまた摩擦の種になりかねない。

・中国の R&D とハイテク企業の台頭、企業家精神の発露は誠に凄まじい。国家資本主義を超えるものがある。この体制のままでは、いずれ中国の国境を超える企業、人材も続出してこよう。

・中国がテクノロジー大国になってくる時、アジア各国は否応なしに中国と連携することになる。米国中心の覇権が崩れていくことを意味する。

・その時、日本はどうするのか。イアン ブレマー氏の問い、「日本は大きなシンガポールになれるのか」に答えられるだろうか。今のところ相当難しい。しかし、悲観する必要はない。チャンスはあるので、チャレンジする覚悟がどの企業にも求められよう。大いに期待したい。

## オープンイノベーションへの嗅覚

・オープンイノベーションが活発である。イノベーションというと、R&D 型の新技術、新製品にばかり目がいきそうであるが、新しい価値創造の仕組みづくりも重要である。

・このイノベーションを、自分たちだけのクローズド（閉じた）組織で頑張るのではなく、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。

外部の知見や能力を活かしてオープンに（開放して）展開しようというのが、オープンイノベーションである。

・企業間の資本提携や業務提携は昔からあった。かつては、会社対会社で、敵か味方かという色分けに使われることが多かったが、今では個々の事業や開発案件ごとに連携を組むことが当たり前になっている。

・大学との共同研究も昔からあったが、この15年は大学発ベンチャーが一気に台頭してきた。大学の先生、若手研究者が自らの知見を学問として追求するだけでなく、ビジネスとして立ち上げ、その資金を多面的に活用しようとしている。

・企業で働く人々が、自らの思いを事業化したいと、ベンチャー企業を起こす人々も大幅に増えた。その企業を上場までもってくれば、一攫千金にも成りうるし、事業の幅も大きく広がってくる。

・大企業は、大きくなると動きが鈍くなる。一般論として、組織が大きくなるとパワーダウンすることが多い。一方で、そうならない企業もある。ビジネスモデルをしっかりと進化させて、企業として輝いている。

・オープンイノベーションの典型は、大企業が自社のパワーが落ちている分をカバーするために、新しい外部の知見、能力と連携してビジネスモデルの再生を図ろうとする。

・大企業と組もうとするベンチャー企業は、自らの知見を確固たる事業組織に作り上げるには大企業と組んで、人材面、組織面、資金面でサポートを受けて、スピードアップを図ろうとする。

・ところが、このオープンイノベーションが上手くいかないことも多い。大企業にすれば、自分たちのやり方を押し付けて、ベンチャーの持っているいい知見だけを取り込もうとする。

・ベンチャー側にすると、大企業は形式重視でうるさい。資金や人材を必要な時に自由に使わせてくれればいいのであって、余計ないことに口出しはしないほしい、と考えてしまうのかもしれない。

・知的財産戦略本部の価値共創タスクフォースの報告書「ワタシから始めるオープンイノベ

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

ーション」がおもしろい。とても政府の報告書とは思えないくらい、人々の機微をひろっている。その骨子は2019年の知的財産推進計画に盛り込まれた。

・その1年前に、日本が目指すべき社会として、「価値デザイン社会」を掲げた。意味するところは、新しい価値を創り出すプロセスを、それぞれの主体が構想（デザイン）し、世に問い、共感を得て、価値を定め創出し、社会を変えていこうというものである。

・この価値デザイン社会を作っていく三要素として、①脱平均、②融合、③共感をあげている。アイデアを出す尖った才能が起点で、平均に集約するのではなく、尖った人々を見出し、結び付け、その融合する活動が共感を得てくれば、新しい社会も見えてこよう。

・解釈すれば、大学にも企業にも家庭にも、人と違ったことを考え、実践しようとする変な人、つまりイノベーターはいる。その人たちを押しつぶすのではなく、尖った人々を引き出して、普通の人々と結びつけて応援していく。

・その活動が面白い、凄いとすれば、共感が生まれてくる。これを組織としてまとめて運営する力が問われる。才能を融合して組織能力に高めていくこと、それがオープンイノベーションである。

・価値デザイン社会を実現するために、オープンイノベーションがぜひとも必要である。それが上手くいくにはどうしたらよいか。「ワタシから始めるオープンイノベーション」では、ここを語っている。

・オープンイノベーションができない人はどんなタイプか。委員会での議論から抽出したのであろうが、1)やらされ型、2)目先の利益型、3)ポエム型、4)八方美人型、などをあげている。

・確かに、いやいややらされ、目先の利益、自分の利益ばかり考え、言葉だけの美句を並べ、皆にいい顔して上手く立ち廻ろうとしても、うまく行くはずがない。でも、この手の人はいそうである。

・逆に、オープンイノベーションをやりとげようと、リードしている人をみると、自らのやる気（内発性）が高く、感性が鋭く、共感者を巻き込んでいく。

・周りを見ると、マインドセットの変革をポジティブに評価し、大目標のもと、危機感を共本レポートは、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。

有して推進する場を用意し、それを風土にしている。常に利害の対立は起こりうるし、思いの違いから感情的にぶつかり合いも生じよう。そこを乗り越えていくマネジメントが問われる。

・報告書の面白いところは、マインドシートを用意している。オープンイノベーションを担う人々を、1)尖った人、2)サポーター、3)経営者層に分けて、心理的な診断ができるようにした。それぞれの性格をみながら、役割、マインドセット、アクションなどが考慮できる。

・人にも組織にも、変われる部分と変われない部分がある。イノベーターは変な人であるが、できれば自分は少し変であると、自覚できた方がよい。

・周りの常識人は、イノベーターを無視して、さわらぬようにするのではなく、サポーターとしてインクリュージョン(受け入れ)できるように話し合っ、理解しておくことが必要である。

・組織をマネジメントする経営者は、変な人を排除するのではなく、頭ごなしに命令し、追い込むのではなく、持っている力を引き出し、発展させて変革の起爆剤にすることである。そのための度量とリーダーシップが問われる。事なかれ主義の調整型ではマネジメントできない。

・投資家はここを観る。オープンイノベーションの姿勢は本物か。イノベーターはいるか。サポーターは理解しているか。マネジメントのリーダーシップは十分か。コンテンツの秘密を知りたいわけではない。組織運営の仕組みとカルチャーを感じることができれば、雰囲気は分かる。財務データにはならないが、ここを分析できる嗅覚が非財務情報の本質である。

## 5G時代に向けて～誰がリードするか

・7月に、総務省の谷脇局長(総合通信基盤局)の話を聴く機会があった。5G時代がスタートする。ビジネスや生活はますます便利になるが、いくつかの課題がある。みんなが平等に使えるのか。誰かが有利に競争を制約しないか。日本が世界から遅れをとることはないか。

・データ主導社会に向けて、電気通信分野の競争ルールについて検証して行く必要がある。詳しい人には今さらかもしれないが、参考になった点をいくつか取り上げてみたい。

・通信ビジネスは4つのレイヤー(層)でみることができる。①ネットワーク(キャリア、  
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。

インターネット)、②端末(モバイル)、③プラットフォーム、④コンテンツ・アプリである。

・ネットワークビジネスでは、公平性や中立性が問われる。端末では、消費者が不利にならないように保護すべきである。プラットフォームでは、情報の不適切な利用がされないように護る必要がある。

・モバイルと固定電話をみると、2000年にその加入件数が逆転し、固定はピークの6000万件が今や2000万件へ減少し、逆にモバイルの加入者は1.7億件へ大幅に増えている。

・二人以上の勤労世代の家計消費支出をみると、その構成比は、食料費25%、交通費11%、教養娯楽費9%、教育費6%、通信費6%、住居費6%となっている。モバイルの活用とともに、通信費は年々増え、その比率もかなり上がっている。

・モバイルの通信費が高すぎるのではないかと、という問題が注目されてきた。スマホ利用の内外価格差は顕著で、海外の主要都市と比べ、東京はそもそも水準が高く、下がるテンポも鈍い。

・そこで、モバイルサービスの適正化、料金プランのシンプル化、販売代理店の業務の適正化などが図られた。①通信料金と端末代金の完全分離、②囲い込み(4年縛り)の禁止などが実施された。

・端末の値引きに上限(2万円)を設け、端末スイッチングの違約金にも上限(1000円)を設定した。また、SIMロックの解除もやり易くした。

・モバイルは第5世代に入ろうとしている。1)アナログ(音声)、2)デジタル(メール)、3)デジタル(カメラ、動画)、4)LTE(高精細動画)、5)そして5Gへと、10年毎に進化している。

・5Gの特徴は、①速い(超高速、100倍)、②遅れない(超低遅延、タイムラグなしのリアルタイム)、③まとめて繋がる(多数同時接続)にある。

・具体的には、1)2時間の映画をダウンロードするのに、LTEでは5分かかっているが、これが3秒でできるようになる。2)ロボットによる精微な操作(精密加工や遠隔手術)がLTEの10倍の精度でできるようになる。3)自宅でのネットへの接続が、LTEではスマホ、PCなど数個であったが、これが100個の端末やセンサーに接続できるようになる。

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。

・正確に言うと、4G から 5G へでは、1)通信速度は 100Mbps から、100 倍の 10Gbps へ、2)遅延は 30~50 ミリ秒から、30~50 分の 1 の 1 ミリ秒へ、3) 接続数は 1 万台/km<sup>2</sup> から、100 倍の 100 万台/km<sup>2</sup> となる。

・用途によって、①速さを取るか、②遅延なしをとるのか、③多数同時接続をとるのか、を選ぶことができる。3D 映像配信時、自動運転や医療の時、スマートホームやスマートシティの時では、ニーズが違ってこよう。

・一方、5G には制約があるので、新たな対応が必要になる。通信の電波は周波数が高くなるにつれて、伝送できる情報量が増え、高速伝送が可能となる。しかし、直進性が高まるので、遮蔽物を避けるのが難しくなる。

・つまり、長距離に向かない。それを克服するには、1)基地局をたくさん置く必要があり、2)基地局まで光ファイバーを敷く必要がある。

・日本は 4G までに光ファイバーを先行させた。あとは基地局をどんどん置けばよい。5G の周波数割り当ては 4 月に終わっているの、今年 9~11 月のラグビー W 杯で 5G のデモを行い、来年 7~9 月のオリンピック・パラリンピックで商用サービスを本格化させるという計画である。

・どのように基地局を置いていくのか。総務省は、従来のような人口カバー率という考えをとらない。これだと、人口の多いところが有利で、地方が不利になるからである。

・そうではなく、全国を 10 km 四方のメッシュに切って、各メッシュ内で 50%以上カバーするようにする。そうすると、ローカルな地域でも 5G が早く使えるようになる。5G は、ローカルなスマートシティやスマート農業にも入っていけることになる。

・5G で日本は世界に遅れをとらない。今の計画でいけば、先行できることになる。当然、サービスの中身を競いながら、ビジネスをリードする企業がいろいろ出てこよう。

・臨場感のある映像コンテンツ、専門医による遠隔診療、ロボットによる遠隔操縦、e スタジアム、河川の監視システム、自動農場管理など、新しいネットワーク社会が拓けてこよう。

・基地局もシェアリングした方がよい。全国にある交通信号機 (21 万機) の活用も有効で本レポートは、独自の視点から書いており、基本的に会社側の立場に立つものではない。本レポートは、投資家の当該企業に対する理解促進をサポートすることを目的としており、投資の推奨、勧誘、助言を与えるものではない。内容については、担当アナリストが全責任を持つが、投資家の投資判断については一切関知しない。本レポートは上記作成者の見解を述べたもので、許可無く使用してはならない。

ある。この信号機の活用戦略も動きつつある。

・キャリアがプラットフォームになれるか。楽天は新たなプラットフォームになれるか。コンテンツ・アプリのレイヤーからは続々とエマージング企業が出てこよう。5G インダストリーの新たな展開に注目したい。

### e スポーツの成長～BM(ビジネスモデル)のカギは

・e スポーツが世界的な隆盛をみせている。日本も立ち上がりが本格化している。6月に、アナリスト協会で日本eスポーツ連合の浜村副会長の話を聴く機会があった。eスポーツとは何か、ゲームとは何が違うのか、若者を捉える成長産業として注目できるのか、という点について考えてみたい。

・今や高校や大学に、eスポーツのクラブができていく。部活やサークルとして活動している。eスポーツは、エレクトロニックスポーツ (electronic sports) の略で、対戦型のビデオゲームを種目として扱う競技である。

・ゲームは個人や仲間を楽しむものというのが一般的である。任天堂の歴史をみても、ゲームは多様であり、ビデオ型ゲームもどんどん進化している。しかし、ゲームはスポーツなのだろうか。確かにルールがあって、対戦する上で、頭脳と身体をかなり使う。勝つためには練習も欠かせない。プロになるには、努力と共に才能も重要である。

・eスポーツにもプロがおり、優勝賞金を目標とする。対戦成績が重要なので、たえず訓練し、体調も万全に整える。五感をセンサーに、神経を情報網に、頭脳で判断し、手足をアクチュエーター (制御機器) として、ビデオゲームの一方の当事者として参戦する。ゲームではあるが、それをスポーツとして成立するようにシステム化した。

・eスポーツの公認条件は、①競技性、②稼働実績、③大会の継続性、④興業性にある。具体的には、3ヶ月以上〈稼働実績〉がある〈競技〉ゲームで、ゲーマーが対戦する〈大会を継続的〉に開き、見に来た観客からお金を徴収して〈興業を行う〉。

・ゲームにはいろいろある。FPS (ファースト パーソン シューティング : 自ら主人公として戦う)、TPS (サード パーソン シューティング : 第三者の主人公の視点で戦う)、RTS (リアルタイム ストラテジー : 大局のストラテジーで戦う)。

---

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。

・NOBA（マルチプレイ オンライン バトル アリーナ：メンバーが役割を持って、敵の本拠地を取り合う）、スポーツゲーム（バスケット、サッカー、アメフトなど）、レーシング（車、オートバイ、自転車、飛行機など）のように多様である。

・eスポーツの場合も、アマとプロの違いは、収入を稼ぐか稼がないかという点にある。これを別の角度でみると、1) スポンサー、2) 広告、3) 入場料（チケット）、4) グッズ販売、5) 会員など、さまざまな形で売上を上げようとする。

・ゲームといっても、草野球のように自分達だけで楽しむのと、球場で一般客の中で戦うのでは、盛り上がりが全く異なる。まして、興業としてプロの技で観客を楽しませ、ファンを作るとなるとレベルは圧倒的に違ってくる。地域や国内大会だけでなく、世界大会でメダルを争うとなると、テニスの四大大会によるようになってこよう。

・世界のeスポーツ市場は、2019年で1200億円と予想され、収入の主な内訳は、スポンサー42%、メディア放送権23%、広告17%、チケット・グッズ9%で構成される。ネットで放送されると、5.5億人が見る。このうち常連2.0億人、一般2.5億人で、常連はアジアが多く、地域別ではアジア57%、EU16%、北米12%、その他15%という構成である。

・産業としてみると、米国ではeスポーツ専用のアリーナが建設されており、欧州の主要国でもeスポーツのリーグが作られている。野球やサッカーのようなスポーツシステムとなっている。eスポーツのゲーマー（アスリート）はたえず身体を鍛えており、アマチュアのように遊びで夜更かしをするような不健康な生活からは程遠い。

・eスポーツの賞金は年々高額化している。数億円の賞金も珍しくない。日本はまだ遅れている。これまでは、特定の施設でeスポーツを行うと、新しいイベントでありながら、賭博法、風営法、景表法など、伝統的な法律に縛られた。これをクリアするために業界団体としてプロライセンス制度を制定し、eスポーツが活発に活動できるようにした。現在、日本には150名近いeスポーツのプロが育っている。

・筆者の知っている企業でも、新卒が1年足らずで会社を辞めたいとやってきた。会社サイドは引き止めようとしたが、eスポーツのプロになるということであった。大学で新入生がeスポーツサークルに入ったという話も身近にある。

・eスポーツの日本の団体、アジアの団体、世界の団体は、それぞれ大会を主催している。ゲーム会社は、eスポーツとして十分に使えるゲームの開発やマーケティングに力を入れて

---

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。

いる。大会のスポンサーになったり、ゲーマーの教育・研修をサポートしたり、スタジアムを準備したり、いろいろ力を入れている。

- ・eスポーツには若者が集まり、人気がある。当然メディアも取り上げ、放映権も重視される。若者にとっては、自分でも夢中になれるゲームからスターが生まれていく。

- ・では、ゲームは遊びではないか、格闘技は野蛮ではないか、ゲーム脳は健康によくないのではないか、ゲーム中毒は社会的に問題ではないかなど、さまざまな批判がありそうだ。

- ・何事もやり過ぎは問題であるが、そもそもスポーツは競技（ゲーム）であり、単なる体育ではない。フェンシングはスポーツだが、ゲームでもある。リアルなゲームかバーチャルなゲームかの違いはあるが、バーチャルなものでも体を使わないゲームはない。

- ・バーチャルなゲームは男女、年齢に関係がない。ハンディがない。5Gになると通信速度が大幅に上がるので、場所も関係なくなろう。

- ・eスポーツはアマとプロの垣根が低い。リアルの世界のAKBのような身近な存在として、人気が出ている。自分もやる→プロが出る→それを見る、という流れにおいて、観客がビジネスモデル(BM)カギを握る。

- ・eスポーツに関わる企業がますます増えてこよう。①スポンサーになる、②施設やアスリートをマネージする、③広告やブランドに活かす、という活動を展開しよう。eスポーツのエコシステムが大いに発展することを期待したい。

### 株主総会には必ず個性が表れる～ソフトバンクグループ

- ・今年の株主総会では、3つの会社に注目した。ソフトバンクグループ(時価総額9.6兆円)、SBIホールディングス(同5900億円)、RIZAPグループ(同1490億円)である。

- ・会社を知るには、少額の株主になってしばらくフォローしてみる。その中でも総会に行って、トップマネジメントの言動を吟味するといろんなことが分かってくる。それぞれの会社について感じた点をいくつか取り上げてみたい。今回、まずはソフトバンクグループである。

- ・ソフトバンクグループ(SBG)では、孫さんが何を考えているかを知りたいと思った。ソフトバンクワールドというフォーラム&展示会では毎年話を聴いているが、株主には何を本レポートは、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。

語るのか。ケータイのソフトバンクを上場させて、SBGはAIの投資会社として邁進している。

・SBGの株主総会は、ネットで中継されて誰でもみることができる。公開性が極めて高い。会場に来れない株主でも、孫さんの話を同じように聴くことができる。

・まずビデオを使って事業報告を行った。その後、監査役の報告については、通常とは全く異なる方式であった。多くの会社は監査役が監査報告を行うが、今回はそれがない。

・監査報告の内容はかなり形式的なもので、特に問題がない限り、どの会社でもほぼ同じ内容である。孫さんは、この報告を監査役に振るのではなく、自分で報告のポイントを述べた。形式に拘らない方法であった。

・一方、次の「対処すべき課題」については、持論をとうとうと語った。課題への対応であるから、これからの経営について方針や戦略をしっかりと述べた。

・そこでは‘AI革命の指揮者になりたい’と宣言した。AIオーケストラのプレイヤーは起業家で、その起業家をまとめていく指揮者として、グローバルに活動していきたいという。

・SVF（ソフトバンク・ビジョン・ファンド）は10兆円でスタートした。AIプレイヤーである企業に投資をして育てていく。そのためのシナジーを追求していくので、資本のマジョリティはとらないが、筆頭株主にはなっていく方針で、それを実行している。

・SVFの10兆円は、規模として世界トップである。世界のベンチャーキャピタル投資は2018年で8.6兆円であったから、それを凌ぐ。AI群戦略を基本に、ユニコーンハンターとして集中投資を行い、シナジーを創出しようとしている。

・SVFはファンド1号の次に、ファンド2号を組成していく予定である。このSVFを担う会社（チーム）は、当初40人で「スタートして、1年後に400人の陣容となったが、次は1000人体制にもっていく計画である。

・SBGは、AIを中心とする戦略的持続会社として活動する。例えとして、ウィーンフィルは1842年設立で180年近い歴史を誇る。団員（プレイヤー）は代わり、常任指揮者も代わってきたが、常に世界トップクラスのオーケストラとして輝いている。SBGもブランドと伝統を磨いて、300年続く会社にしていきたいと夢を描いている。

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。

・孫さんは、坂本龍馬のいう「事を成す」ことに命をかけている。言うのは簡単ながら、実行は容易でない。これまでも、何か仕掛けるごとに、そのマネジメントは無茶で危ないと言われてきた。しかし、それでも事を成してきた。

・今の日本は引きこもりのように見える、日本に欠けているのはホラを吹くことである、という。孫さんは「大ボラ」を吹いて、それに挑戦してきた。ホラという<sup>ざれごと</sup>と戯言のように聞こえるが、これを英語で言うとビジョンであると定義する。つまり、Big Visionを立てて、その実現を目指すというわけだ。

・2040年には時価総額200兆円、年率15%成長を達成し、世界トップ10の企業に入るという大ボラを掲げた。情報革命のリーダーとして、人々を幸せにしたいという理念を追求していく。株主は同志なので、ぜひ一緒に進もうと語った。

・株主から質問では、いつまで社長をやるのか、と聞かれた。19歳の時に人生50年計画を立てたので、69歳まで（現在61歳）にはバトンタッチを考えていくが、社長でなくても、会長とかさまざまなポジションはありうるので、会社には長く関わっていくと説明した。

・それよりも大事なことは、300年続く会社に仕立てていくことである。1人のイノベーターに依存しなくても、経営が持続するようにマネジメントシステムを構築していきたいという。ここにガバナンスの本質がある。今後の行方が見ものである。

・社外取締役では、二人の発言が興味深かった。三井物産の飯島会長からは、社外取について1年であるが、取締役会がカリスマのワンマンではないという点に驚いた、という発言があった。

・取締役会は言いたい放題で、ノーという意見が出てくる。緊張感のある中で、エキサイティングなビジネスの議論が行われている。

・ファーストリテイリングの柳井社長は、2001年から社外取締役を務めているが、反対ばかりしているという。孫さんは暴走しかねない。柳井氏は、それに対して、常にブレーキ役となって議論をふっかけていると自ら説明した。そして、株主の皆さん、皆さんも十分注意して孫さんの経営を見て、暴走にはストップをかけましょう、と発言した。

---

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。

・でも、社外取締役の報酬の全額でSBGの株を買って、株主の皆さんと同じ少数株主として行動している、と話した。そしたら、孫さんから、柳井さんが報酬の全額でSBGの株を適時に購入していると今初めて知った、という発言が出た。ここにもガバナンスの妙が現れている。

・株主から動議が出された。副会長のロナルド・フィッシャーの役員報酬が高すぎるので、これを下げて配当にまわし、増配させよというものであった。孫氏の報酬229百万円に対して、フィッシャー氏は3266百万円であった。このうち基本報酬（現金）が339百万円で、2924百万円は株式報酬である。

・2年前にSBGに入ってもらった時に、成果報酬は株式にしてほしいという要請があり、取り入れた。フィッシャー氏は、エキサイティングなビジネスを担うので、その対価は米国流の方式にしてもらったと発言した。

・彼の企業価値向上への貢献は大きい。優秀な経営者は、世界のマーケットにおいて取り合っている。この点を理解してほしい、と孫さんは株主に説明し、動議は否決された。

・普通、株主総会で大ボラは吹かない。しかし、大きな構想を語ることで、株主に共感と理解を求める方式は、創業者ならではのやり方である。しかも、これまでの実績は、外からは綱渡りとみえる時でも、本人には読み筋として見事に乗り切ってきた。

・大きなビジョンとその実行戦略を示されると、株主の小さな不安や心配は消し飛んでしまう。そんな株主総会であった。

### 株主総会は会社説明会の場～SBIホールディングス

・SBIホールディングスの株主総会に参加した。5月の株主説明会で北尾社長の話は聴いていたので、わざわざ行くほどではないかとも思った。しかし、どんな総会なのか、一度は見たいとおきたいと出かけた。印象は、正に驚くべき総会であった。

・総会自体は淡々としたものであった。実際、事業報告は口頭のみで、スライドも使わない。招集通知に書いてある内容を北尾社長が報告した。その後、決議事項3つ（取締役12名選任、補欠監査役1名選任、譲渡制限付株式報酬）についても、簡潔に説明した。

・次に質疑に入ったが、北尾議長は、決議事項の議案3つについての質問は受けるが、それ本レポートは、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。

以外は受けないと明確に釘をさした。どの議案に関するものか、第1号、第2号、第3号議案についてと言ってから、質問内容に入るようにと限定した。総会進行の本来の筋を通した。

・普通は、事業報告に関する質問も受けるので、これを入れると会社全般に関わる質問が、何でもできることになる。いろんな質問ができるので、とんでもない個人的な質問が飛び出したり、何らかの意見表明の場となったり、議論が発散しかねない。それを受け止めながら調整していくのが議長であるが、北尾社長はそれを最初から受けないようにした。

・実際、ビットコインに関する質問が出たが、議長は即座に議案に関係ないと却下し、後程の説明会で詳しく話すとした。一方、譲渡制限付株式報酬とは何かという質問に対しては、管理担当の副社長を指名し、簡明に答えるようにと指示した。

・総会は30分足らずで終わり、その後、株主向け会社説明会（「経営近況説明会」）が始まった。テーマは、1) SBI 20周年の歩み、2) 金融の近未来、3) 今後の展望であった。全役員が並ぶ中（社外取締役の竹中平蔵氏や久保純子氏も含めて）、北尾社長が1人で2時間半のプレゼンを行った。説明会は10:30~13:00までプレゼンが続き、その後Q&Aとなった。

・SBIは年2回、株主説明会を行っている。春と秋に株主に対して主要都市で行う。東京の2回に参加してみたが、この時も北尾社長が1人で全事業について90分ほど話した。その後質問を受け、これには担当役員が答えた。

・何はともあれ長い。株主に対して、トップ自らここまで丁寧に全事業について詳細な説明する企業はあまりない。機関投資家向けにIRデイを設けて、各事業部のトップが一日かけてプレゼンし、Q&Aを行う大手企業もあるが、それでもトップのプレゼンはせいぜい60分であろう。

・総会後の株主説明会で、20周年記念も含めて150分話した。おかげで、会社のこと、業界のこと、将来に対するトップの思いや戦略がよくわかった。では、何が分かったのか。興味深かったことをいくつか取り上げてみたい。

・SBIは、ソフトバンクの財務管理本部が母体であるが、1999年にソフトバンクが持株会社制をとった時に、中間持株会社としてインターネット金融事業への本格進出を目指した。2005年にソフトバンクから完全独立して、今の会社が本格的にスタートした。孫さんは、自らの本業で勝負しており、先行投資が大赤字の中で、金融事業をかかえることはできなかった。むしろ、自立することが望ましいと判断した。

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

・創業者となった北尾氏は、金融生態系の形成を目指して、さまざまな金融子会社を急ピッチで作っていった。当時はそんなに手を広げて大丈夫かとも思った。ネット時代を先取りする差別化を武器に、バラバラの事業のコングロマリットではなく、繋がりのあるエコシステムを追求した。エコシステムの基本は、シナジーが大きく働くという点にある。

・2008年9月のリーマンショックを乗り切った後、5つの事業の中身を各々のユニットが輝くように、事業の再編と成長を図った。証券、銀行、生保、損保、決済の5つの事業主体（ペンタゴン経営）の中の事業ユニットを選別しながら、ブリリアントカット（もともと輝く58面体カット）化を展開した。

・これを2013年に現在の3つの事業本部制とした。金融サービス事業、アセットマネジメント事業、バイオ関連事業である。業績面でのコアは、SBI証券とSBIインベストメントであった。

・事業の自律発展の仕組みは、SBIモデル（価値創造の仕組み）にある。①まず投資（ベンチャーへのPE投資）をして、②その成果をグループ内へ導入し、③そしてグループ全体に拡散させていく。そのリーダーシップと目利きを北尾氏が担ってきたが、次第に人材が育って、組織能力が大きく高まっている。

・次なるエコシステムのターゲットとして、地域金融機関とのコネクティビティとデジタルアセット（暗号資産を含む）においている。北尾氏は、経営トップの心構えをすべてヒト（人材）においており、①信頼、②志、③誠実、④胆識、⑤度量、⑥育成、⑦見抜、⑧組織運営、を実践する。

・先見性は、1) 幾（きざし）、2) 期（タイミング）、3) 機（ツボ）という3つのキにあり、という指摘も興味深い。

・顧客の証券口座数で、2年以内に業界トップの野村証券を抜く。バイオ事業は、今は大赤字であるがまもなく花開く。でも、この事業は北尾氏しか分からないので、これ以上の投資はしないという。こうした見解にも注目したい。

・フィンテックへの投資では、SBIが最も先行しており、新しい金融プラットフォーム作りで、その地位の確立を目指している。SBIネオモバイル証券の立ち上げも画期的である。時価総額1兆円は見えているので、その先に期待したい。

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

## ライザップとガバナンス～怒りと応援

・ライザップの株主総会に参加してみた。大幅な業績悪化と株価の下落で、株主から怒号が飛ぶのかと思ったが、全く静かなまま終わった。

・なぜか。瀬戸社長がひたすら恭順の意を示し、反省に反省をしつつ、責任をもって本業に邁進すると丁寧に説明した。松本晃取締役は、とにかく変な経営を止めたと、淡々と語った。

・瀬戸さんは、三顧の礼で松本氏を招聘した。松本さんも瀬戸さんをナイスガイと思い、若手経営者を応援しようとして、ライザップのマネジメントに入った。しかし、経営内容はとんでもないことになっていた。

・瀬戸社長を健康コーポレーションの頃からフォローしてきた。健康食品ビジネスに力を入れて、通販におけるマーケティングのやり方や大胆な広告宣伝費の使い方、それが次第に身につけていることに良いセンスをしていると思っていた。

・それがライザップになって、数年前から変な買収をどんどん始めた。決算説明会で質問したこともある。何の意味があって、そんな会社を買っているのか。本業に何の関係もないではないか。シナジーをどこに出そうとしているのか。

・当時の答えは、1) 問題のある会社は必ず経営が十分でない、2) ライザップの信用をベースに、経営をまともな方にもっていけば必ず黒字化できる。そう見込める会社しか買っていない。3) 黒字化した後、グループとのシナジーを発揮させて、成長路線にもっていく、というものであった。

・会計的には、IFRS(国際会計基準)を採用して、被買収会社を簿価よりも安く買い、そこから生じる負のれんを表面上の利益にオンして、連結決算をよくみせるようにした。簿価より安い売り物には、通常それだけの理由がある。

・どうしようもない負の遺産をもっていることが多い。それをわが社に入れば、すぐに再建できるとして、安物買いに走った。外部からは負ののれんというみかけの利益で成長している砂上の経営ではないかと批判された。

・個人投資家は、ライザップという知名度と使いきった広告宣伝、瀬戸社長の経営プレゼン  
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。

テーションを信用したようである。豪華な株主優待や派手な株主総会も魅力となったのであろう。瀬戸社長にすれば、株主にはみな顧客になってほしいので、株主作りと顧客マーケティングは連携したものであった。

・松本氏は、伊藤忠、ジョンソン&ジョンソン、カルビーで各々卓越した経営成果をあげており、日本の代表するプロの経営者である。カルビーでの経営革新については、話を聞いたときに感銘を受けた。

・松本氏は、経営は簡単であると、飄々と語る。ステークホルダーである人々を喜ばせて、トップは責任をとる。そのためには、十分稼ぐ必要がある。①この指に止まれというビジョンを作り、②具体的なプランを練り、③リーダーシップを発揮して実行していく。この実行が難しいのだが、松本氏はそれを難無くやり切っていく。

・ライザップにきて、松本氏はM&Aにストップをかけた。毎月のように会社を買うことが常態化していた。ライザップにもっていくと、会社を買ってくれるぞ、という風潮になっていた。当初のM&Aには意味があったかもしれないが、M&Aそのものが目的化し、ルーチン化していた。

・そこで、ストップをかけた。止めないなら、自分が会社を止めるという覚悟を示して、瀬戸社長に迫った。瀬戸社長はストップをかけた。M&Aを凍結して、これまでに買収した会社を精査し整理に入った。

・松本氏は、ライザップは成長と膨張を履き違えていたと指摘する。当たり前だが、経営とはキャッシュ・フローを伴う利益を追うのであって、売上拡大に伴う見かけ上の利益（キャッシュ・インの無い負ののれん）は何の意味もない。

・ここを直すために、代表取締役COOをおりて、構造改革に専念することにした。大リストラを実施して、どうにもなりそうにない会社の売却や減損を一気に行い、大幅赤字に転落した。

・新しいライザップグループのコンセプトを、健康+医療におくことにした。ライザップ事業はコアのビジネスであるが、株主総会で、瀬戸社長はダイエットのライザップではなく、健康づくりのライザップに方針を変更したと宣言した。

・ライザップの株主は10.7万人、当日はニューオータニの会場に4000人近くが来ていた。

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。

さすがに飲食はなしであった。事業報告では、バランスシートの大リストラ、本業への集中、次なる成長への布石という説明があった。前期大赤字、今期黒字化、来期V字回復というパターンを描けるように、松本氏がその布石を打った。

・松本氏は取締役を退任したが、特別顧問として残る。次の外部から入る経営者として、中井戸氏が選任された。中井戸氏は社外取締役であるが、取締役会議長を務める。議長というのは、取締役会で議論すべき内容を選んで、それをリードしていく。瀬戸社長の経営に、もしワンマン的なことがあれば、それに対する明確なブレーキ役となろう。

・中井戸氏は住友商事の元副社長で、CSCK の元社長として企業の働き方改革をリードした名経営者である。瀬戸社長は人の話を聴くタイプなので、妙な対立にはならないとみてよい。

・総会で株主からは、さまざまな質問が出た。1) 資産売却で大赤字となったが、この後も続くのか。(大きなうみは出したので、すぐにはない。) 2) 松本取締役はなぜ退任するのか。(M&A にストップかけてもらい一区切りがついた。)

・3) 札幌アンビシャス上場だが東証には行かないのか。(その方向はかわっていない。) 4) 次の成長はどうするのか。(来年5月に新中期計画を発表する予定である。) 5) アクセルを踏み過ぎて暴走したが、今期黒字にならなかったらどうするのか。(社長をやめる覚悟で黒字化を目指しており、達成する自信はある。)

・義憤をもって会場に来た株主も、1つ1つの丁寧な対応に矛を収めたようで、①もう少し様子を見る、②頑張り、期待している、という雰囲気変わった。総会後の新任役員紹介で、中井戸取締役が取締役会議長として、きちんと対話して会社を正常の方向にもっていくのを見てほしい、という挨拶をした。

・松本氏が、瀬戸社長の暴走を止めた。瀬戸社長の人物は評価したが、走っている路線がおかしいと疑問を持ち、一気にブレーキをかけて、会社の危機を救った。その松本氏を熱心に招聘したのが瀬戸社長自身であったというのも何かの因縁かもしれない。

## 2. 企業の価値評価に ESG を入れると

### IR フェアを活かすコツ

・8月に「日経 IR フェア」が催された。投資にどう活かしたらよいか、という点について、日経 CNBC でコメントした。個人投資家にとってのポイントをいくつか取り上げてみたい。

・個人投資家向けの IR フェアは、年間にいくつも開かれている。東京で行われることが多いが、名古屋、大阪でも催されている。投資家は、自分が IR フェアのことを気にしていると、新聞やネットなどを通して、その案内が目に入ってくる。まさに、関心があることは目に飛び込んでくるし、気にしていないことは見逃してしまう。

・活用するには、①行ってみる、②聞いてみる、③選んでみる、ことが大切だ。出かけるのはちょっと面倒かもしれないが、生で会社の情報に接することは、自分にとっての刺激が違う。誰かがまとめた記事やレポートも参考になるが、自分の感性、五感を使うと印象と理解が深くなる。

・聞いてみることには、2つの方法がある。1つは、大きなセミナー会場で社長の話を聴く。あるいは、個別企業のブースで IR 担当者から説明会風に話を聴く。どちらも一方の情報を受け取るだけである。聞き耳を立てて咀嚼しようとしても、理解できないことが残ってしまう。

・そこで、もう一つの方法は、ブースの展示を見ながら IR 担当者に個別にいろいろ聞くことである。IR フェアはこれができる。Q&A を行うと、分からないことや疑問に思ったことになり答えてくれる。

・聞くというのは、少し勇気がいる。こんなことを聞いていいのか、そもそもどんなことなら聞いたらいいのか、よくわからないかもしれない。こうした不安があっても、気にしなくてよい。ブースにいる IR 担当者は、話したくてうずうずしているのである。

・IR フェアにブースを出す会社は、わが社をもっと知ってもらいたいと思っている。だから、わざわざ時間とお金をかけて参加している。遠慮せずに聞くことが、相手にとっても嬉しいことなのだ。

・私は、アナリストの基本動作として、3つを心掛けている。それは、①ネタ探し調査、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。

フォローアップ調査、③重点調査である。

・IR フェアでは、よく知らない会社もいろいろ出ている。その時は、私は「何屋さんですか？」と聞いて、話の糸口を作る。先方の担当者はどう答えるか。当然、自分が答えやすいように、初歩的に説明してくれる。初歩から入ると、知らないことを聞くのが恥ずかしくない。

・フォローアップ調査は、すでに知っている会社をもう一度確認してみる。例えば、NTTのブースがあった。今回の展示では特に何をアピールしたいと思っているのか。それを聞いてみる。その時、知ったかぶりの先入観は捨てた方がよい。会社はどんどん変わっていく。5年前、10年前のイメージで、自分の知っていることを固定化しないことが大切である。新しい動きが出ているかもしれない。

・重点調査は、すでによく知っており、投資対象として有望と思っている場合である。より深く知る機会として活用したい。会場に社長や役員がいることもある。逆に、会社のパンフレットを配っている人だけのこともある。

・ここで大事なことは、同じ会社の何人かの人に、別の質問をして、その反応をみることである。ちょっと話せば、それなりに詳しい人か、全く詳しくないかがすぐに分かる。

・重要なことは、その人が知らないことを聞いてはいけない。人間、自分が知らないことを聞かれると不愉快になる。知っていることを聞かれると得意になる。得意なことを聞くと話が弾んで、話の輪が広がっていく。楽しい数分間のQ&Aになろう。これがIRフェアの醍醐味である。

・人の話を一方的に聴くだけでは、その内容を忘れてしまうことも多い。しかし、自分が質問して聞いたことは中々忘れない。つまり、長持ちする情報になっていく。こうした情報の蓄積が投資の勘を養っていくことになる。

・IRフェアの会場にはいろんな会社が出ているが、話を聞いて回って、投資の候補になりそうな会社を自分で3つくらい選んでみるとよい。但し、すぐには買ってはいけない。一時的な雰囲気巻き込まれないように、もう少し調べてみる必要がある。

・さらに別の観点から、会社の話を聞いてみることも大いに役立つ。日経IRフェアの例で

いえば、経営コンサルのフロンティアマネジメントからは、今この会社がやっていることを本レポートは、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。

通して、企業の経営課題を探ることができる。それを、どう解決していこうとしているのかを知りたい。

・不動産のフューリックからは、現在の不動産市場をどうみているか。五輪後も大丈夫なのかなど、事業環境への対応を知ることができよう。

・太陽光発電のインフラ投資法人からは、今後の太陽光発電はどうなるのか。政府の政策の変更がどう影響するのか、という点について理解を深めることができよう。

・ステーキのブロンコビリーは外食業界で高収益率を上げているが、人手不足の中で、これが続くのか。日米貿易摩擦の中で、牛肉のグローバルな調達はどのように変化するのか。その方向性について知りたい。

・ヘルスケアの総合メディカルからは、高齢化と共に医療費負担が重くなる中で、薬価改定の影響や医療法人の経営コンサルについて、話が聞けそうだ。

・このように、ミクロの企業を通して、マクロの動きをみるというのも、大いに役立つ。個人投資家は、エコノミスト、ストラテジストの話をきくのが大好きであるが、トップダウンの見方と同時に、ボトムアップの動きも実感しておきたい。

・IR フェアの見聞を終えて出てくいる時には、今日のお土産を3つくらいにまとめておきたい。会社からの景品ではない。自分なりに納得した情報の発見である。1つでは足りない。比較するという点では何事も3つ必要である。

・今日印象に残ったこと、次につなげること、大いに学んだこと、などいろいろありうる。こういうまとめが腹に入ると、半日歩いたことも心地よい疲れとなろう。健康にとっても良いことである。私は、IR フェアをこのように活用・実践している。

## アナリストの行動様式～対話の活発化に向けて

・8月に大阪で、IRの担当者に向けて、アナリストの行動様式について話をする機会があった。新任のIR担当者が多かった。アナリストはどういう視点で何を求めてくるのか。その時どうしたらよいのか。いくつかの質問が出たので、それらを取り上げてみたい。

・まず、こちらからのプレゼンでは、1) アナリストのこれからの役割、2) アナリストの新たな分析手法、3) IR 担当者との関わり方、4) 自社のガバレッジをどう広げるか、につい

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。

て話をした。

・アナリストは、何よりも企業の金儲けのしくみを知りたいと必死になる。業績予想と株価評価では、コンセンサスと違う予想をしたいと常に行動する。 $PBR = ROE \times PER$  という恒等式において、まずは数値におとせるものを評価する。次に、数値にならないもの、見えない資産をいかに見抜くかに挑戦する。

・アナリストの基本動作は、比較と予測にある。これらの蓋然性（確からしさ）とインパクト（影響度）を知りたいと考える。生産性も重要な指標として注目する。その上で、ESGはいかにROEにむすびつくのか。質の高い企業の株価パフォーマンスは本当に良好なのか。ここを分析していく。

・アナリストは、会社の秘密情報を知りたいわけではない。企業活動のさまざまな側面から発生するモザイク情報へ、接点を増やしたいと行動する。目先の業績にだけ捉われるショートターミズムから逃れたいと思いつつ、つい戻ってしまうことも多い。

・深い分析レポートを書くことが大切であると分かっているにもかかわらず、目先のことに追われて実行しない。こういうアナリストと、IR担当者は付き合う必要があり、彼らを引きつけていくことが求められる。

・アナリストを引きつけて、自社を継続的にカバーしてもらいたいとIR担当者は考える。しかも、的確に理解してほしいと活動するが、そうでないこともよく起こる。フェアディスクロージャーが厳格に求められる中で、アナリスト達をどのように扱うのか。

・平等に対応するとともに、分析力に差がある時には、質の高いアナリスト、熱心なアナリストを優先したくなる。一方、自社に見向きもしないアナリストをどう引きつけていくのか。若手アナリストに対するエンゲージメントも大いに必要である。

・こんな話をした後で、いくつかの質問が出た。1つ目は、トップマネジメントがIRに熱心でない。どうしたらよいのか。

・一般にIRに積極的でない理由は2つある。1つは、IRの時間があるなら、売上に結びつく客を回った方がよい、という考え方である。こういうトップは、そもそもIRの重要さが腹落ちしていない。

---

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

・もう1つは、IRで話すことが嫌なのである。なぜか。話すことで、自社の強みがみんなに分かってしまう。同業他社に知られたら元も子もない。一方で、自社の弱みを話すなんて耐えられない。業績が冴えない上、うまく手が打てていない。そういう時に、何を話すのか。

・これに対しては、次のように理解してほしい。トップ外交は顧客だけではない。投資家を回って、企業価値を表す時価総額が上がったら、そのことが自らの評価に直結する。顧客の声を商品やサービス開発に活かすのと同じように、投資家の声をマネジメントの方針策定に活かすことは大いに有効である。これが分かったトップは様変わりとなる。

・話をしたくないという経営者に対しては、まず弱みは話さなくてかまわないとアドバイスする。弱みを話すことは誰も楽しくない。強みを話せばよい。上場企業として存在しているのだから、大いなる強みは必ず持っている。但し、秘密にしておきたいことは話す必要がない。同業他社に知られて強みが弱みになっては、投資家も困ってしまう。

・この強みについては、3つの側面がある。第1に、本当の強みは、会社が心配するほど真似されるものではない。分かったとしても、すぐにできるものではない。

・第2に、会社は課題に対して、いろいろ手を打っている。これが一定の効果を発揮してくれば、強みとなってくる。この変化について話せばよい。

・第3に、会社が話さないことは、何も言わなくてもアナリストは弱みと分かっている。つまり、ある程度は見抜かれている。

・2つ目の質問は、IR担当者として、どのように腕を磨いていったらいいのか。アナリストはIR担当者に何を期待するのか。

・最初は慣れていないので、アシスト業務でIR実務の実態を身につけていく。その時に、アナリストは、なぜそのことをそのように聞いてくるのだろうとよく考えて、突き詰めてほしい。

・開示資料にすでに記載してあるのに、どうして聞いてくるのだろう。公表しないことが分かっているながら、なぜ手を変え、品を変え、根掘り葉掘り聞いてくるのだろう。そんな細かいことを聞かれても、それをどう開示していくのか。

・手間がかかり、面倒くさいとなってしまうかもしれない。そうではなく、求められるモザイク本レポートは、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。

イク情報の意味を問うていくと、次第にいろんなことがみえてくる。

・さらに、社長やCEOが話している真意をよく捉えることである。どういう意味を含めて、答えているのか。それをアナリストはどう受け止めているのか。本当に分かっているのか。何を分かってもらう必要があるのか。自分なら、社長やCFOの代弁者として、どう表現していくかを突き詰めて考え、実行してやることである。

・こういう行動をとって、IRの実務を磨いていると、アナリストからは、このIR担当者は話が分かる人だと認識される。つまり、アナリストから見て、使えるIR、役に立つIR、信頼できるIR担当者となっていく。3年で相当なレベルに上がっていけよう。

・3つ目の質問は、機関投資家にカバーしてもらうには、どうしたらよいのか、というものであった。企業規模の制約は別にして、機関投資家に相手してもらうには、まず個人投資家を味方につけることである。

・個人投資家向けIRなど、暖簾に腕押し、砂に水を撒くようなもの、それで株主が何人増えるのか、というのがネガティブな意見の代表であろう。

・ところが全く異なる。個人投資家は素人と思うかもしれないが、実は多様で、耳年増で、お金を持っていて、人を観る目もある。個人投資家の前で話してみれば、わが社の企業価値ストーリーが本物かどうか、通じるかどうか、がすぐに分かってしまう。

・個人投資家説明会は、年に数回やればよいというものではない。年に50回はやってみる必要がある。社長、CFO、IR担当者など、いろんな立場の人で分担すればよい。若手も出てよい。

・そうすれば、あっという間に鍛えられる。通用しなかった要因が、1) 慣れていなかったのか、2) ストーリーが十分でなかったのか、3) そもそも会社の経営戦略が練れていなかったのか、が分かってくる。

・こうした点を踏まえて、機関投資家に訴求していく。まだ十分評価されていない企業価値がありそうだとすれば、中小型企業でも興味を持ち、フォローするようになる。

・IRとは、会社そのものの営業であるから、根気より対話を求めていくことである。セルサイド、バイサイドのアナリストに対して、丁寧ながらも押しの強いエンゲージメントが必  
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。

要であろう。

・アナリストもトップクラスの力量をもった人は少ない。若手で、まだ駆け出しという人も多い。どの世界でもそうだが、教育的指導をまめに行い、互いにアドバイスして、育て合うことが大切である。その時に知り合った深い分析の仲間（IR とアナリスト）は、そのリレーションが長く続くことになるだろう。

### コーポレートガバナンスはまだ道半ば

・7月に ICGN (International Corporate Governance Network) の年次総会が東京で催された。そこで様々な議論を聴いた。コーポレートガバナンス (CG) が企業価値にいかに関与するのか。ESG の E と S はどうか。CG における社外取締役の役割はいかに。これらに関連して、印象に残った点をいくつか取り上げてみたい。

・ネスレは、20 年前に社会に何を還元するのか、という問いに対して、次のような答えを出した。還元はしない、共通価値を創っていく (CSV : Creating Shared Value) と決めて、以来それを実践している。共通価値は株主だけでなく、社会に対して作っていくとした。

・持続的な共通価値の創造には、エビデンスが要求される。より健康的で、よりウェルネスで、より早い成長を実現していくには、測定可能な目標を設定して実行する。それには一定のスタンダードが必要であり、究極的に成長のためには、パワフルなブランドを伸ばしていくことであると、D. フリック氏 (ボードメンバー) は語った。

・GPIF (年金積立金管理運用独立行政法人) は、気候変動をどう考えるか。Climate Change は、まさに将来世代に関わる。FD (フィデューシャリー デューティ : 忠実義務) には、もっとバックボーンが必要であり、思考停止にならないような定義の明確化が必要である、と水野 CIO は語る。

・GPIF は超長期投資家であり、年金という性格上、世代を超えた投資家である。例えば、運用において貸し株で利益を上げるというのは、何の意味があるのか。超長期投資家の GPIF がやることか、と自問する。

・現在 5 本の ESG インデックスに投資しているが、運用の規模からみてパッシブにならざるをえない。将来はどうか。ESG をあらゆる企業が重視するようになって、それが定着してくれば、10 年後には ESG インデックスと標準的なインデックスとの間に、違いはなくなっ

---

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

ているかもしれない。

・では、企業に対してサイレントでよいのか。パッシブであっても、インデックスの底上げに向けて、アクティブマネジャーのようなエンゲージメントは必要である。運用機関がパッシブのフィーしかもらっていないというのであれば、ベンチマークの入れ替え、オーナーシップとしてのエンゲージメントに対して、プラスのフィーを支払うと明言した。これは画期的なことである。

・アクティブマネジャーの存在感は、どこで発揮するのか。敗者のゲーム(アクティブ運用でインデックスに継続的に劣後)では意味がない。ESG に関して、企業とのエンゲージメントを十分行っているか。それがパフォーマンスに反映する仕組みと能力を培っているか。オーナーの GPIF もまだ模索中というのが、一貫した運用プロセスの構築とその成果が問われている。

・水野 CIO は、企業こそバリュークリエーターであり、GPIF はそれをサポートするバリューアクセラレーターであるという。では、GPIF の価値創造とは何か。投資家として、ポートフォリオの先にある企業価値創造に、実はパッシブを超えてもっとコミットする必要がある。アセットオーナーもアセットマネジャーも自らの価値創造に一段と邁進する必要があるだろう。

・塩野義製薬の手代木社長は、40 年間製薬業界にあつて、企業はステークホルダーのために存在する、と実感している。4つのステークホルダー(顧客、社員、地域社会、株主)のバランスが大切であつて、ここに不均衡が起きるとスキャンダルが発生する。実際、いくつも起きている。

・そこで、社外取締役には、この4つのバランスをみてほしいと強調する。会社及び社長に偏向(かたより)があるのではないかと常に疑問を投げかけてほしいという。塩野義では、取締役会の後に、これからのビジネスについて3~4時間議論しているという。

・社外取締役が本物の議論ができるようになるには2~3年かかる。これまでの知見をベースに、トップの意思決定レベルに対等に互いあえるようになるには一定の時間を要する。手代木氏は、社長の私にチャレンジするにはかなりの努力をしてもらう必要がある、と認識しつつ、常にオープンな対話を続けている。

・その上で、社外取締役の任期については、10年が妥当であるとみている。どんな人材に  
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。

も旬というものがある。長過ぎてもよくないので、3人の社外取締役が3年に1人ずつ交替していくようなローテーションが、新薬開発型の塩野義には適切なであろう。

- ・荏原製作所の宇田独立社外取締役は、マッキンゼー出身で8年間社外取締役を務めている。指名委員会のメンバーとして3年、今年より取締役会議長を担当している。

- ・社外取締役としての素養として、3つ挙げる。第1にイシュー(その会社の課題)が分かること、第2に的確に質問ができること、第3に、その上で意見を述べることである。適任かどうかは、この3点ですぐわかるという。

- ・指名委員会で、本当に社長を選べるのか。この点については、まず独立のマインドを持っているか、組織から信頼されているか、とりわけ透明性が大事であるという。誰をどういう理由でノミネートしたか、その内容を的確に説明できるかが問われる。ステークホルダーのために、しっかりコミットできる力量が求められる。

- ・社外取締役だけの会議を開いて、役員候補、トップ候補にきてもらい、激しい議論を通して、互いにエンゲージメントしていく。そうすると実力がわかってくる。

- ・CGをよくすると、会社は本当によくなるのか。これは、今の日本企業にとって、やはり本質的問いである。①形ではない実体を作り込むこと、②そこそこでよしとするのではなく、徹底的に実行すること、③コミットして成果が出るまで継続することが必須であろう。

- ・それは、AO(アセットオーナー)、AM(アセットマネージャー)においても同じである。現在、三者のエンゲージメントはスパイラルによい方向に向かいつつある。「攻めのCG」は当たり前になってほしいが、まだ道半ばであり、一層の奮闘を期待したい。

## グループ・ガバナンスの強化はいかに

- ・6月に経産省より「グループ・ガバナンス・システムに関する実務指針」(ガイドライン)が出された。9月に経産省主催のシンポジウムを聴き、レポートやエグゼクティブサマリーを読んで、とりわけ印象深かった点をいくつか取り上げたい。

- ・企業グループの設計に当たっては、1) 事業部門間のシナジーがコングロマリット・デイスカウト(グループ価値の総和より低く評価)されるのではなく、プラスのシナジーであるコングロマリット・プレミアムが創出されるようにマネジメントすべきである。

---

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。

・純粋持株会社の形をとった場合、ホールディングスと事業会社の役割分担を明確にすることである。確かに、この2つについて、できていない大企業が目立つ。買収した海外子会社が、自立しているとはいいながら、本社のコントロール外にあり、場合によっては不祥事を抱えたケースも散見された。

・資本コストをベースにした事業ポートフォリオのマネジメントが十分行われているか。何が最適か、コア事業の見極めはいかに、事業撤退のルールは本当に機能しているかなど、まだ不十分な点は多い。

・取締役会の機能、とりわけ社外取締役の役割が問われている。今の社外取締役が、グループ・ガバナンスの実効性を高める仕組み作りで、本当に責任を果たせるだけの資質と実績を有しているのか。その実行力が課題となっている。

・内部統制システムにおける3線ディフェンス（Three Lines of Defense）モデルを、着実に機能させることが求められる。第1ラインの事業部門、第2ラインの管理部門、第3ラインの内部監査部門の3線である。

・さらに、これらを監査する監査機能の実効性も問われる。とりわけ、内部監査が手薄になっていないか、監査役が形式的な活動にとどまっていないか、を見直す必要がある。内部監査は社長と監査役へのダブルレポーティングである。社長自らも含めて、社内に有事の事案が発生した時、いかに覚悟と胆力を持って行動できるか。

・社外役員が、第三者委員会や株主総会に責任を持って対応できるかが問われる。社外役員は平時の安定した役割に乗っているだけでは、本来の役割を果たしていることにはならない。

・子会社経営陣の指名・報酬は誰が決めるのか。グループが100%子会社のみから形成され、グループ一体経営ならば、グループ全体を統括する仕組みで決定すればよい。

・しかし、合弁（JV）の時、業務資本提携の時、子会社が上場している時など、親会社とは別の株主がいる時、とりわけ少数株主がいる時のガバナンスをどうするのか。今、ここが問われている。

・グループ役員の指名・報酬については、グループ内の会社の位置付けの明確化したうえで、それぞれの会社のマネジメントの選び方と報酬のあり方について、方針を明確にすべきである。

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、上場子会社はどうするのか。もともと親会社の中で育った事業が外に出たケース、グループとして長年一緒に育ってきた中で実質的な親子関係が続いているケース、買収して親会社グループの一員となったケース、親子間で事業の性格上かなり内部取引があるケースなど、その経緯をよくみる必要がある。

・株主総会決議において、資本の論理(多数決)は決定的である。それでも、子会社を上場させておく意義はあるのか。この点については突き詰めておく必要がある。

・上場子会社の少数株主や、上場子会社を投資対象と考える投資家は、少数株主の利益が阻害される可能性が著しく高い、とまず疑った方がよい。その上で、少数株主の利益を重視した経営をきちんと行うかを問う必要がある。

・4つの側面があろう。第1は上場子会社の社長、第2は上場子会社の社外取締役、第3は親会社の社長、第4は親会社の社外取締役に、直接意見表明してもらうことである。この点はぜひ聞いてみたい。この4者のガバナンスに関するコミットメントがよほど明確でないと、十分な信頼は得られない。

・親子間における利益相反を招かないような仕組みを、ガバナンス上組み込む必要があり、それが否ならば、親子上場はやめたした方がよい。

・今回のガイドラインをまとめた経産省のCCS(コーポレート・ガバナンス・システム)研究会のメンバーである宮島教授(早大)は、グローバルにグループ企業を増やした日本の大企業が、1)収益性が低い、2)大型M&Aが成功しない、3)事業再編が遅れている、4)内部統制が不十分である、4)親子上場のきしみが目立っている、という点を指摘している。

・親の不満、子の不満をどのようにマネージしていくのか。不満とは誰の不満なのか。経営者、社員、株主の不満と利益相反に、どのように折り合いをつけるのか。その制度設計と的確な運用が求められている。

・とりわけ、子会社上場に当たっては、1)不安定性がなぜ存在するかを十分説明せよ、2)独立社外取締役の要件を強化せよ、3)ガバナンスの基準は通常よりも厳しくして、社外取締役を3分の1以上、5割以上とかにすることも必要である、と述べた。1つの見識であろう。しかし、必ずしも十分でなく、今後の課題である。

---

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。

## 親子上場をどう考えるか〜アスクルのケース

・9月にヤフーがZOZOを買収すると発表した。ZOZOの前澤社長は即日退任した。ヤフーは10月にTOBで50%超を所有する方針で、ZOZOの上場は維持する。前澤氏は持株30%強のほとんどを売却するという。

・ZOZOは、創業者でイノベーターの前澤氏がいなくなっても大丈夫なのか。ヤフーの傘下に入って、ECビジネスでは両社のポジションが上がるので、むしろ展開力は増すのか。シナジーを大きく生むようなマネジメントの実行が見ものである。

・その1か月前の8月に、ヤフーは、アスクルの社長と社外取締役の再任を株主総会で拒否した。アスクルの創業者である岩田氏は2012年にヤフーの傘下に入った。大株主はヤフー45.1%、プラス11.6%であり、岩田氏は1.8%の持株にすぎなかった。

・アスクルは文具大手で、法人向けに加えて、個人向け通販サイト(Lohaco)にも注力してきたが、こちらは9年来ずっと赤字であった。会社全体の業績も低調であった。ここをどうみるか。

・1) 先行投資が続いてきたが、ようやく改善の方向がみえてきた。いい方向にある、とみるか。あるいは、2) ECビジネスは思ったように伸ばせていない。今の岩田社長では次の展開がはっきりしない。6年間トップをまかせたので、今回責任をとって交替をした方がよい、とみるかであった。

・8月に、アスクルの社外取締役を務めていた斉藤淳氏(元日本取引所グループ社長)の話をお聴きする機会があった。ヤフーは、アスクルを実質的に支配しており、親子上場とみなすことができる。

・アスクルは監査役設置会社であるが、独立社外取締役が過半を占める「指名・報酬委員会」を設けている。ヤフーからみれば、厳密に言えば50%超でないという意味で、子会社ではなく関係会社である。今回は、次の大株主であるプラスもヤフーに同調しており、結果として独立社外取締役も否認された。

・斉藤氏は、岩田氏の人物を評価していた。アスクルの個人向けECビジネスについては、岩田氏の思いを理解し、時間はかかっていたが、改善の方向にあるとみていた。倉庫の火災や物流費の高騰もあったが、業績は上向きとみており、指名・報酬委員会で岩田氏の続投を

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。

決め、取締役会で決議し、総会議案とした。

・取締役会にはヤフーの現役役員も入っている。ところが、岩田社長の再任を容認できないとヤフーから知らされた。さらに、上場企業の指名・報酬委員会と取締役会の決議を無視することはできないとする独立社外取締役の意見表明を踏まえて、ヤフーは3人の独立社外取締役の再任も拒否した。

・ヤフーの川邊社長は、昨年6月に就任した。前任の宮坂氏(前社長)と岩田氏は、資本参加の時から気脈を通じていたが、それが川邊氏に替って一気に方針が変わった。ヤフー自身の立て直しを急ぐ中で、アスクルの鈍い動きは容認できなかったのであろう。

・ここで3つの課題がある。第1は、資本の論理である。経緯はどうあれ、取締役の選解任は株主総会の最大命題である。これは多数決で決まる。ヤフーのトップが、アスクルのトップの再認を適任と思わなければ、これまでの経緯がどうであれ、君子豹変して何ら問題はない。

・第2は、アスクルはヤフーの実質的子会社といえる。上場子会社に対して、親会社は資本の論理だけでものごとを決めてよいのか。アスクルには少数株主がいる。その少数株主の利益を十分勘案するために社外取締役がいる。

・その独立社外取締役が総合的にみて、現社長が適任と判断した指名・報酬委員会の意見を無視し、意に沿わない社外取締役も全員首にした。こんなことが、コーポレートガバナンスコード(CGC)の主旨に照らして許されるのか。世の悪例とならないかという点である。

・第3は、ではどうすればよかったか。今のCGCの原則のコンプライ or エクスプレインではどうしようもない。法的ルールの新設が必要である、というのが1つの意見である。

・斉藤氏は、1) マジョリティの大株主がいる上場子会社では、少数株主の大半(例えば90%)が支持した場合、大株主だけの意見だけで社外取締役を切れないようにする。あるいは、2) 独立社外取締役の身分を3年保証して、任期を3年にするようなルールを作る必要がある、と提案した。

・私が独立社外取締役だったらどうしたか。親会社(オーナー)の独立社外役員はもちろん、何よりも親会社のCEOと、平時よりエンゲージメントしておくことが必須である。

---

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。

・これは、ハードルが高い。しかし、やればできる。できない人は、社外役員に向いていないかもしれない。今回のケースは、アスクール→ヤフー→ソフトバンク→ソフトバンクグループと親子関係が続くので、岩田氏は孫さんから見れば、ひ孫の存在となる。確かに、対話のハードルは高い。

・投資家は、上場子会社への投資を検討する場合、こうしたガバナンスのあり方を覚悟しておくことが求められる。斉藤氏は、今回自ら当事者となったことで、独立社外の人数を増やしても、さほど意味がないと分かった、と語った。大いなる教訓であろう。

### ESG インテグレーションを投資に活かす

・ESG をいかに投資判断に活かすか。その試みはすでに実践に入っている。しかし、従来の投資判断手法にESG をどのように組み込むのか、投資リターンにどう効くのか、比較可能なデータが十分でない、などまだ課題は多い。

・6月に、CFA 協会、日本価値創造ERM学会、証券アナリスト協会それぞれ「ESG Integration in Asia」、「SDGs は企業価値向上に役立つのか(首都大学加藤特任教授)」、「ESG 投資のパフォーマンス評価を巡る論点と課題(東大湯山特任教授)」の話聞いた。

・それらを参考に、学問的実証は別にして、ESG 投資の実践について実感を述べてみたい。個人投資家のスタンスで考えてみる。それなら、個人の主観的見方であると、とりあえず許容できよう。

・まず、2つの視点が重要である。1つは、投資家としての自らの投資態度として、あるべき姿をイメージした時のマテリアリティ(重要な構成要素)は何か。もう1つは、生み出されるリターンからみたマテリアリティは何か。

・ESG 投資は、辞書的決定論のネガティブ スクリーニングではない。ESG という視点からスクリーニングして、そこで一定水準をクリアした投資対象だけを母集団にするというやり方には組まない。

・例えば、たばこ銘柄は外す、石炭銘柄は外す、というようには考えない。企業として存在し、上場しているのであるから、特定の尺度のみを、辞書を引くように優先して選択していくことはしない。

---

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。

・株式投資をイメージすると、企業のバリエーションと投資判断のバリエーションを二段階に分けて行うことが妥当と考えて、この10年実践している。①いい会社か今一步の会社か、②割高か割安か、という評価は、分けて考えた方が的確な判断ができる。

・企業も投資家も、1)世のため人のために行動し、2)いかに儲けるかを重要な動機としている。そのために、①理念を明らかにし、②ビジョンを立てて、③ビジネスモデル（価値創造の仕組み）を構想し、④それを実践する戦略を練っていく。そのプロセスにおいて、ESGをいかに位置付けるのか。

・企業価値向上に資するESGとは、どのような内容か。それが投資家のリターンにも効いてくるのか。効果を上げるのであれば、ESGファクターにエンゲージして、リターンを高めたいと考えるのは当然である。

・企業評価をする時に、ESGも1つのファクターとして組み込む、というのがESGインテグレーションの考え方である。ESGという要素を明確に取り込んで、統合的に評価に役立てようというものである。

・通常、投資家がリターンという時は、投資した後の株価パフォーマンスとしての経済的リターンを指す。しかし、企業価値の創造には、社会的価値と経済的価値の両面があり、一方を犠牲にしてもう一方をとる、というようには中々考えにくい。バランスが重要であるとしても、そこにはかなり主観的な価値観が入ってくる。

・理想は、社会的リターンを追求すると、それにつれて経済的リターンが最も高まっていくようなになればよいが、現実はそのないうまくいかない。妥当な経済的リターンを捨てて、社会的リターンに重心をおくということは、フィデューシャリー デューティの観点に立てば許容できない。

・ESG投資を明確に位置付けようとするれば、MPT（現代ポートフォリオ理論）に馴染まないのだろうか。MPT自体が1つの仮説に成り立っており、現実には合わないところがある。それを承知の上で、ベースとなるモデルとして使われている。

・ESGのデータはまだ十分でない。ESG経営が始まっているが、日本ではこの数年のことである。よって、計量的に分析しようとしても、明確な答えは出ていない。パフォーマンスを説明するESGファクターは互いに独立か、説明しきれない誤差項との間に内生性の問題はないかと問われると、定量的分析はなかなか難しい。

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

・では、どう考えたらよいのか。最近、気候変動が大きく注目されている。個々の企業活動に重大な影響を及ぼすし、自社の経営の中で、気候変動にもたらす要因について、少量であってもコントロールできるものがあれば、それを明示することが問われている。

・さらにSDGsとの関係も問われている。これを社会的課題として捉え、1)自社のビジネスにひも付ける、2)そのソリューションをマテリアリティとして認識する、3)コミュニケーションが十分とれるようにする、などまだまだこれからである。

・10年後のキャッシュ・フローは明確には予測できない。ESGファクターが業績に織り込めるようになったら取り入れる、という姿勢では十分でない。とすれば、長期を見据えて、将来のビジネスモデルを構想し、そのマテリアリティについて議論し、ヒントを提示していく必要がある。

・投資家はここが知りたい。ESG投資の根幹は、企業評価の格付け（レーティング）にそのファクターを活かすことである。企業格付けを、例えば、①マネジメント力、②イノベーション力、③リスクトランス（リスク許容度）、④サステナビリティ（持続性）で評価すると、ESGファクターはそれぞれに関わってこよう。

・こうした定性評価の軸は、必ずしも互いに独立ではない。ある視点を強調して、企業の将来のビジネスモデルを評価することになる。視点を変えてみることで、企業の実態がより明確に捉えられれば、評価の精度は上がってこよう。

・長期的にサステナブルな価値創造企業に投資したい。そのリターンの確度はESGの観点を入れることによって高まるはずである。こうした演繹的な論法は、論理としては有意だが、それを実践するのは容易ではない。

・しかし、長年のアナリストとして実践を踏まえると、さほど難しくなく、こうした分析と予測によって、パフォーマンスは十分上げられると実感している。大手機関投資家にとってはどうだろうか。イノベーターとしての力量と、組織能力を高めるマネジメント力がカギを握る。その成果に期待したい。

## 高齢化と企業の役割～社員の財務戦略を育てる

・金融庁の金融審議会報告書案で2000万円不足問題が注目を集めた。6月の国会では感情本レポートは、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。

的な議論ばかりが目立った。何が問題であったのか。

・生老病死のどの局面においても、人々は不安を抱える。子どもを生むか、どう育てるか、健康はいつまで保てるか、一病息災といってもいつまで働けるか、働くための仕事はあるのか、老後はいつからなのか、病気になった時自分は誰に頼るのか、終末の覚悟や準備はきちんとできるのか、などさまざまである。

・先行きは不安だらけである。そこで、考えてもどうなるものでもない。先のことは悩んでも仕方がない。とりあえず今日、明日を恙無く過ごせばよい、という刹那的な生き方に流れてしまうかもしれない。

・なぜ、どうしようもないと思うのか。先のことは分からない。どんな人生になるか予想もつかない。これまでうまくいかないことが多かった。チャレンジはしたいと思うが、なかなか踏み切れない。わが人生に照らしても、こんな実感をもつ。

・健康寿命は延ばしたい。健康なうちは少しでも働きたい。普段の生活は収入の範囲でやり繰りして、貯蓄はいざという時のためにとっておきたい。こう考える人々にとって、寿命が延びるから、あと2000万円必要だといわれても、そんなことは不可能で、やりきれない怒りと不安も持った人も多かったであろう。

・今回の議論には、3つの課題がある。第1に、幸せ・健康・貯蓄を、個人を尊重して考える必要があった。第2に、働き方・楽しみ方・収入の得方・貯蓄の使い方を関連づけて考える必要があった。第3に、人々は多様で個人差が大きい。それを大半の人々に当てはまりにくい平均値で一般化してしまった。

・第3の点についてはいえば、平均値で尤もらしく将来を語ってはならない。それは、ほとんど外れる。世の中はそれをみて動くからである。今回の例では、年金と生活費の差が平均値5万円としたが、バラつき(分散)や分布の歪み(歪度)に関しては十分検討していない。

・実態を1万人にインタビューして、10年後はどうかと聞いて分析したら、どんな内容になるだろうか。今の平均値を、どうして現状のまま30年後まで単純に延ばして累計したのだろうか。これは年金数理とは関係ない単なる算数である。

・大きな不足が発生するから大変である。年金だけには頼れないので、貯蓄に励むのはもちろんだが、貯蓄を運用してリターンを上げ、全体の金融資産を増やしていく必要がある。そ

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。

のための方策はあるので、もっと活用しようということを訴えたかったのであろう。

・それが、本筋とは関係ないところで、感情的非難を巻き起こした。月5万円の差に留めておけば、それまでだったかもしれない。実際の事例を30くらい載せておけば、人生いろいろということになったかもしれない。

・現象として、想定外の非論理的なしっぺ返しが出てしまった。問題点をアピールすることにはなったが、まさか予定通りではないだろう。表現にはくれぐれも注意する必要がある。

・6月に金融包摂（ファイナンシャル インクルージョン）のシンポジウム「高齢化と金融包摂」が、日経とGPII(Global Partnership for Financial Inclusion)の共催で開かれた。

・敷衍すると、インクルージョンとは、世の中にはいろいろな人々がいるが、一人ひとりの違いを価値あるものと認めて、組織や社会が包み込むように迎え入れて、個々を活かすような環境を提供することである。

・金融インクルージョンとは、金融に関して、資産をもっている人・もっていない人、資産運用を行っている人・いない人、金融の知識を活かしている人・いない人など、さまざまな人々を含めて、そのあり方を考えていこうというものである。

・さらに、老年学（ジェロントロジー）に金融を含めると、健康寿命と資産寿命をいかに健全に延ばしていくかがテーマとなる。誰もが、自分や親族、そしてコミュニティとの関わりを考えて、生きていくことが求められる。

・どうにもならないから考えたくない、ではなく、いろいろ考えてみると手立てはありそううだ、となってこよう。但し、世の中のリーダーといえる人々は、実は資金に困っていない。困っていない人々が集まって、金融インクルージョンを考えても、それでは十分でない。もっと多様な人々を巻き込んでいく必要がある。

・実際、筆者の親と子供のことを考えてみよう。親に関しては、年金で何とか暮らせるので、今後は健康が維持できなくなった時の介護が課題である。子供たちは先の人生が読めない。既に働いているが、仕事を変えることはいつでもありうる。健康もいつ崩すかわからない。定年がいつかもわからないし、退職金という仕組みがないところで働いている。

・年金は賦課方式なので、その時働いている人々が、その時の年金受給者を支えていく。子  
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。

供たちが40年後にどのような年金をもらえるかは、かなり不透明である。少なくとも子供たちは全くイメージできていない。

・子供たちに、金融リテラシーはほとんどない。その教育を受けていないし、父の仕事にも関心はない。SNSへの関心は高いので、知識を得る機会はある。一方で、不当なものに引っ掛かる可能性もある。金融でアクションをとる時は、必ず父に聞けと言っているが、10年後も父が頼りになるとは限らない。

・企業においては、働く社員が健康であると同時に、金融リテラシーを身につけるように、ますます教育機会を増やしていく必要がある。すでに実行している企業も多いと思うが、わが社の財務戦略を磨くと同時に、社員一人ひとりの‘私の財務戦略’もイメージできるように、学ぶ機会を設けてほしい。

・個人が自分の財務戦略を持てるようになることは、人材育成において、1つの重要な目標となろう。企業の長期的価値創造にも必ず貢献するはずである。