

## ベル投資環境レポート

# 企業価値評価の満足度基準を求めて

## ～測れないものをいかに測るか～

2022年12月28日

鈴木行生

### 目次

- |                           |                              |
|---------------------------|------------------------------|
| 1. モデル化の基準をどこに置くか         | 2. 3次元でのインセンティブのあり方          |
| ➤ 新しい資本主義の見え方～何が新しいのか     | ➤ 資産運用の高度化に向けて～アートをサイエンスに    |
| ➤ 価値創出の満足度基準はどこに～極大化を超えて  | ➤ ESG データを使う時の心構えはいかに～精度の向上  |
| ➤ 企業経営は本当に変わるか～甘さはどこに     | ➤ IRミーティングをもっと活発に～はざまを知りたい   |
| ➤ プライムからスタンダードへ～立ち位置を見定める | ➤ 社会的インパクトをいかに測るか～インパクト会計の胎動 |
| ➤ 数理モデルの社会実装～DX時代のデータ経営   | ➤ やらされ感からわくわく感へ～働く人々の価値      |
| ➤ 創業者にとってのガバナンス～ミッションの共有  | ➤ 一人ひとりを大切に～なくてはならない存在に向けて   |

### 1. モデル化の基準をどこに置くか

#### 新しい資本主義の見え方～何が新しいのか

・2022年9月に岸田首相はNYSE(ニューヨーク証券取引所)で講演した。首相が提案する「新しい資本主義」は何が新しいのか。講演要旨を見る限り、新しさはさほど感じられない。

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。

・株式市場はもっと大胆な政策を期待する。しかし、アドバルーンを上げるだけでは、現実がついてこないことも分かっている。投資環境をみる上では、整理を含めて少し解釈してみたい。

・「新しい資本主義」では、①成長と②持続可能性の双方を追求する。これを Two Way と捉えている。サステナビリティをしっかりと確保しつつ、成長性を求めていく。これが実現できるなら、経済社会の展望は明るい。個別企業にとっても、今、これら2つは必須である。

・しかし、サステナビリティを確保するには、制約条件を乗り越える必要がある。これが容易ではなく、大きなリスクとなっている。コロナパンデミックとウクライナ紛争が全く新しい事態を招いた。

・インフレ、エネルギーの供給不足、気候変動、安全保障、少子高齢化が、成長と持続可能性の大きな制約となっている。これを突破できるのか。相当難しい。個々の企業やステークホルダーの一部は閉塞突破できようが、日本全体となるとまだ明るい見通しは立たない。

・コーポレートガバナンス改革を進めているが、成果は十分でない。ガバナンスのあり方は、今や国や国際機関にとっても重大である。価値観のぶつかり合いが、統治機構に機能不全を招いている。これでは企業も十分な活動ができない。新たなリスクを前提にした企業経営は、その舵取りが一段と難しくなっている。

・日本が新たな価値創造に向けて、未来投資を推進する領域として、岸田首相は5つの優先テーマを掲げた。①人材投資、②イノベーション投資、③GX投資、④資産所得倍増プラン、⑤世界と共に成長する国作りである。

・人財投資では、どの階層においても賃金が上がり、これまでよりもやりがいのある仕事に就いて、生活を楽しめるようにしていく必要がある。現状の延長では、格差は広がるばかりである。

・イノベーション投資では、AI、量子、バイオ、デジタル、脱炭素のR&Dに力を入れると共に、スタートアップ企業を育てていく。R&D投資やスタートアップ企業へのインセンティブを大幅に見直してほしい。

・GX（グリーントランスフォーメーション）では、カーボンニュートラルに向けて、10年で150兆円を超える投資を行うという。成長志向のカーボンプライシングの導入や、トラン

---

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。

ジションファイナンスへのサポートも強化していく。発電、水素、グリッドが大きなテーマである。原発の利用拡大も推進されよう。

・資産所得倍増では、2000兆円の個人金融資産がもっと株式投資に向かうように、NISAの恒久化を図る方針である。

・世界との連携では、環太平洋のCPTPPやインド太平洋のIPEFなどの推進に加えて、インバウンドの回復や、半導体分野の協力を強化していく。

・こうした5つの優先課題は、すでに議論されてきたことであり、妥当な政策といえる。しかし、何が新しいのだろうか。

・世界の先進国に比べて著しい遅れをとっている日本に、独自の差異化戦略、日本らしい方策はみえているのだろうか。過去の停滞した日本経済を打破するような目の覚める戦略は組み込まれているのだろうか。

・大いにチャレンジしたいが、日本は、壊してから新しい仕組みを一気に作っていくというやり方を嫌う。マイルドな目標を建前として掲げ、徐々に前進することを好む。進んでいるようで、世界のトップグループから見ると、相対的に遅れてしまうことも多い。

・1つの試案を挙げれば、将来世代を見据えて、“価値創造3倍計画”を推進してほしい。どのステークホルダーにとっても各々の価値を30年で3倍にするという目標である。

・将来世代が30~40代になる時に、日本が輝いてほしい。ステークホルダーにとっての価値は多様であるが、その価値の共有を追求してほしい。共感の中から、価値生産性を3倍にすることを目指したい。

・例えば、企業価値を経済的/財務的な労働生産性に結び付けるならば、労働生産性を3倍にする仕組みを多方面から追求していく。当然、賃金も3倍になり得る。こうしたやり方を新しい資本主義というならば、賛同は得られるであろうか。スマートで尖がったアイデアをぜひ実効戦略に掲げてほしい。KPIを明示することが重要である。

・投資環境を見る上で、岸田首相の方針は参考にはなるが、パンチが乏しい。当面は5つのテーマを軸としながら、そこで活躍する個別企業のインパクト投資に注目したい。

---

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。

## 価値創出の満足度基準はどこに～極大化を超えて

・ウクライナ紛争で、エネルギーの多様化、食料自給の向上が改めて課題となっている。これまでの前提が崩れると、西側の民主主義も危うくなる。ポピュリズムの台頭や分断によって、リーダーが合理的な政策をとらなくなると、ロシアを倒すつもりが、自らの弱みをさらすことにもなりかねない。

・インフレを抑制しようと金利を上げていくと、景気は悪くなっていく。それを財政でカバーしようとするれば、財政赤字が拡大する。それに耐えられればよいが、そうでないと通貨安を招き、不均衡が一気に表面化する。英国のポンド安はその表れであり、途上国では債務問題がこれから深刻化してこよう。

・新型コロナパンデミックでは、ワクチンの開発において、技術革新の成果が大きく貢献したが、成果の波及という点では格差を広げた。企業にとってビジネスの利益は必要であり、どの国でも自国優先でワクチンを手に入れようとした。

・社会的課題の解決をビジネスとの両立で展開することを、新しいソーシャルビジネスとしてやるのか、従来の資本主義でやるのか。さまざまな挑戦が始まっている。

・ユヌス氏（2006年ノーベル平和賞）が提唱する「スリー・ゼロ・クラブ」では、①CO2ゼロ、②失業ゼロ、③富の集中ゼロを目指す。これはSDGsに向けて、サステナビリティを確保する仕組みであるESGを、マクロ的にみたものといえよう。E（環境）、S（働き方）、G（稼ぎ方）のあり方を、国を超えて問うている。

・いくら社会的使命があるといっても、稼がなくては長続きしない。しかし、民間企業の活動には限界がある。経済社会の外部性に目をつぶって、自らの利益を優先するというビジネスモデルのあり方に、見直しが求められている。

・自然資本、社会インフラ資本、制度資本などの社会共通資本（コモンズ）を使っている限り、それにただ乗りすることはできない。それらを使うコストを、費用と認識するだけでなく、資本コストとしてそれが生み出す価値（インパクト）も明確にしていく必要がある。

・価値創造の仕組みであるビジネスモデルは、どこかで明確に差異化しなければ、独自の価値は生み出せない。マーケットを見た時、創世期の市場にはまだルールがないことも多い。一方で、成熟市場ではルールが固まっている。どの市場でいかに競争するのか、一定協調は

---

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。

ありうるのか。つまり、マーケット作りの勝負ともなっている。

・どの産業、企業においても、①変革期には、我こそは新しいプラットフォームを作りたい、②その覇者となって、圧倒的マーケットのリーダーになりたい、と考える。Web2.0 において、GAFA は巨大となったが、Web3.0 ではどうなるか。規模だけでなく差別化したニッチ企業にもチャンスは広がっている。

・「新しい資本主義」では、私企業の私的利益追求だけでなく、社会的公益を何らかの形で、組み込もうとしている。SDGs に代表される社会的価値との両立を図ろうとする。

・E の CO2 削減でいえば、その実効性が問われる。グリーンウォッシングは問題外として、実質的貢献を果たしていく。そのためのトランジション戦略が重要である。イノベーションが求められ、制度変更も関わってこよう。

・S の働き方では、日本の場合、人材の流動性、リスクリングが問われる。その象徴が非正規労働者にある。主婦がパートで働きたい、一定の季節だけ働きたい、能力を活かして自由に働きたい、という理由が生きている時代はよかったが、今や別の構造問題となっている。

・本当は能力があるのに、正規労働に就けない。正規労働にもっと自由度があれば、働き易くなる。正規労働は解雇できないから、しかたなく使うしかない。正規労働に学ぶ機会を与えると、すぐに辞めてしまうので、今のまま使った方がよい。非正規労働は学ぶ機会すら与えられない。こうした問題が表面化している。

・しかし、労働力不足は既に深刻化している。パート・アルバイトから、やる気のある人々を正社員化する動きもある。パート・アルバイトにも学ぶ機会を設けて、スキルアップを生産性向上に活かしている会社もある。つまり、人材の潜在能力をもっと引き出すことができる。

・G のガバナンスでは、大企業の不祥事が目立つ。ガバナンスがうまくいっている会社では、ガバナンスのインパクトは目立たない。問題を起こした会社では、経営陣のゆるみが顕在化し、社外取締役が機能していなかったこともわかってしまう。

・「攻めのガバナンス」どころか、「守りのガバナンス」が機能していなかった。最近の自動車業界における品質検査不正などもその典型であろう。

---

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

・例えば、筆者が不祥事を起こした自動車会社の社外取締役であったら、20年間にも及ぶ不正を見つけられたであろうか。実質的親会社からの天下り社長が社内を把握できず、内部統制の仕組みをチェックして実態に迫ることもできなかった。

・しかし、内部に分かっていた人は大勢いる。長年、不正に加担してきた人も多い。そこから事実を引き出すしかない。難しいと言わずに、何としてもやるべし。それがいざという時の胆力であろう。

・価値創造が従来型の狭い意味での利益追求に汲々としていると、環境汚染を何とも思わず、パート・アルバイトに疑問を持たず、社内の不正に目をつぶってしまうのかもしれない。そんな企業に投資はしたくないし、株主にもなりたくない。

・企業価値の向上は、利益の極大化ではない。適切な付加価値の持続的な増大である。そこには、極大化ではなく、何らかの‘満足度基準’の設定が必要である。

・もっとR&D投資をしてほしい。もっと人財投資をしてほしい。社会的価値のインパクトに貢献してほしい。もちろん、それを成すだけの利益は上げてほしい。ステークホルダーの価値を満足度から見直すことに一段と注目したい。

## 企業経営は本当に変わるか～甘さはどこに

・何らかのニーズに対して、自らがサービスを提供する。それが金儲けであって、全く問題ない。顧客が求めるニーズは、必ず社会的な課題と結びついている。そこをしっかりと定めないと、自らの存在の軸がぶれてしまう。軸がぶれるようでは長続きしない。

・提供するサービスは本当に独自のものなのか。新しさはどこにあるのか。顧客にとって意味ある満足度を感じてもらえるのか。

・似たような商品やサービスはいくらでもありそうだ。それでも、自社に引き付けるには他が真似できないイノベーション（仕組み革新）が必要である。

・イノベーションは、たまたま1つでは長続きしない。継続的に生み出していくことが求められる。創業者は真にイノベーターか。さらに、イノベーターが創業者一人ではなく、組織的なパワーをもっているのか。

---

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



・リスクをとってもっと挑戦せよ、と一般論でいわれても、いざファイナンス（資金調達）となると、誰もが慎重になる。銀行が資金提供に保守的であるのは当然であり、直接金融の証券会社やその先にいる株主や投資家はトラックレコード（実績）を重視する。

・少し尖がったことをやろうとすると、前に進まないことが多い。イノベーターにとっては、リスクはチャンスであり、今がその時と思える。しかし、周りにいるステークホルダーには無謀に見えるので、動きを抑えようとする。

・サポーターがいなければ、1人だけでは限界がある。人材が集まってくるか。ここが運命の分かれ道であろう。偶然と必然の出会いや結びつきが大きく作用する。

・すでに出来上がった上場企業においても、事態は同じである。企業としての良さや強みをもっているとしても、その輝きがピークアウトしていることも多い。パッとしないのである。よって、PBRが1.0を下回っているともいえよう。どうやったらもっと輝くようになるのだろうか。

・まずは現在の経営陣が、将来のビジネスモデル（価値創造の仕組み）の絵を描くことである。これが思い切って描けるか。現在の延長戦上を、匍匐前進するだけでは何の魅力も感じられない。

・次に、その将来のビジネスモデルを実現する上で、足りないリソースは何か。人財、資金、組織、パートナーなどさまざまな経営資源がありうる。

・経営陣の経営力は十分か。十分でないとすれば、マネジメントの陣容を入れ替えていく必要がある。内部からの登用に加えて、外部からのマネジメント人材のスカウトも今時は当たり前であろう。

・既存事業は、当面の「金のなる木」として十分なのか。次の成長分野への投資はできるのか。既存事業の再構築、ポートフォリオの入れ替え、新規事業への投資をどのようなスパンで進めるのか。緊急の3カ年なのか、中長期的に10年で進めるのか。

・変化を起こそうとすると、必ず人的な軋轢が生じる。まずは内部人材の対立が生じる。人材の登用・刷新に、感情はつきものである。リストラの妥当性が問われる。皆にいい顔はできないが、一人ひとりを大切に活かす道を考えていく必要はある。

---

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。

・外部のステークホルダーの理解も重要である。経営陣の交代を誰がリードするのか。社外取締役を中心とする指名委員会が本当に機能するのか。多くの場合、無理であろう。

・コーポレートガバナンスは重要であり、一定の役割を担うことはできるが、企業変革のリード役になることは今のところかなり難しい。一部の不祥事が起こした企業や、グローバル経営を目指す先進企業が例外として存在するにとどまっている。

・では、外部から、経営にどのように関与していくのか。サステナビリティを支える仕組みがESGといわれるが、E（環境）とS（社会）については、何らかの倫理、法制、制度、ルールを社内に持ち込んで実践していく必要がある。その意味で、環境ガバナンスや、働き方ガバナンスが問われるので、Gはその上位にあると考えるべきであろう。

・エンゲージメントとアクティビズム、どちらも株主として経営に関与していくが、その行動は多様である。エンゲージメントは、株主としてマネジメントと対話し、議決権を行使し、何らかの意思表示をする。

・アクティビズムはもう少し過激で、1) 日本の制度仕組みに改革を要求する。2) 今の制度の中で思い切った手段を講じてくる、3) 経営改革を引き出すことを狙いつつ、短期の株価パフォーマンスも重視する、という動きもみせている。

・欧米からみた時、日本の資本主義の甘さを突いた行動を示すともいえる。日本企業の収益性の低さ、資本効率の低さ、経営力の低さに、物申す。こうしたアクティビストの活動も今や当たり前になってきた。

・しっかり経営しなければ、大胆な改革を求められる。煩わしい嫌な投資家として忌避するだけでなく、それなりの論理で対抗し、確固たる実践と成果が求められる。

・企業価値を向上させる「よい経営」を見せてほしい。やり方は多様でよいが、ユニークであるべし。表面的なESG対応で形式を整えればよいというものではない。

・改めて日本企業には、「経営は変わるか」という問いが突きつけられている。まだ道半ばである。本物の改革に期待したい。



## プライムからスタンダードへ～立ち位置を見定める

・2022年4月にプライム、スタンダード、グロースの各市場がスタートしたが、10月末からはTOPIX構成銘柄の見直しも始まった。基準未達でプライム市場に留まった企業は、その対応が急がれる。だが、基準クリアは容易でない。

・4月4日時点の東証1部2177社のうち、338社はスタンダードを選択した。基準との見合いで無理をしなかった。プライム市場1839社のうち295社は上場維持基準に適合していなかったため、早期の基準クリアを目標とした。

・10月7日に東証はTOPIXの算出に関して、493社の構成比率を下げると公表した。流通時価総額が100億円を下回り、売買代金が基準に満たない場合は、3か月ごとに比率を下げ、2025年1月には指数から外れることになる。

・プライム市場に上場していると、どんなメリットはありそうなのか。①信用が高い、②ブランドが認められる、③社員の士気が上がる、④ビジネスが有利になる、などいろいろ考えられる。でも、本当だろうか。一方、実力が伴わなければ、負担も重い。

・成長戦略が十分でない時、サステナビリティへの対応は難しさが増す。ESGの基盤作りには投資を伴う。基準適合に汲々として無理な対応を急ぐよりは、スタンダードで本来の実力を養い、時間をかける方が得策ともいえる。

・一方で、プライムの条件をクリアしているため、上場を維持する上で特に問題はないと安易に構えられても困る。1) 成長性とサステナビリティは本当に確保されているのか、2) そのための戦略は実効性を有しているのか、が問われている。

・4月時点でプライム基準を満たしていた1543社の1社当たりの時価総額は762億円(7月時点の中央値)であった。NYSE(2599社)では同2079億円、NASDAQ(1624社)同1430億円、ロンドンPremium(444社)同1668億円、ドイツPrim(307社)同1361億円であった。米欧に比べて、日本は1社当たりの規模が小さい。

・さらに重要なことは、ROEとPBRにある。TOPIX500のROEをみると、8%未満の企業が全体の40%(7月時点)。これに対して、米国のS&P500では14%、欧州のSTOXX600では19%であった。逆に、ROE15%以上の構成比は、日本19%に対して、米国61%、欧州49%であった。

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。

・PBRで見ると、日本（TOPIX500）は43%が1.0倍割れであったが、米国（S&P500）は5%、欧州（STOXX600）は24%にすぎない。

・市場別で見ると、PBR1.0倍割れは、プライム（1837社、7月時点）で922社（50%）、スタンダード（1457社）で934社（64%）、グロース（476社）で32社（7%）であった。

・ $PBR=ROE \times PER$  という関係にあるので、 $ROE 8\% \times PER 12.5 \text{ 倍} = PBR 1.0 \text{ 倍}$  が1つの目安である。つまり、ROEでみた収益性が低く、PERでみた成長性が低いから、PBRが1.0倍を下回ってしまう。これをPBRからみると、企業の非財務資本が価値を生み出す仕組みとして機能していないことを意味する。

・上場維持基準に適合していない会社は、プライムで262社、スタンダードで122社、グロースで39社、合計492社であった。基準クリアの目標期間は2~3年が最も多く、次が3~4年である。期限があるわけではないが、自ずと潮時というものがある。

・ポストコロナ、ウクライナ紛争、円安に伴うインフレはスタグフレーションの景況を強め、企業業績は苦しくなる。株式市場も調整色を強めるので、2年後の回復を見込むとしても、企業間格差は拡がり、企業再編は一段と加速しよう。上場企業のふるい落としも鮮明化するものと予想される。

・プライム上場企業では、さらなるサステナビリティ改革が求められる。1) 独立社外取締役の強化、2) 取締役人材のスキル向上、3) マネジメント人材の多様性の拡大、4) TCFDに対応できる質的・量的な充実、5) ダイバーシティの充実、6) リスク管理・内部統制の機能強化、7) 英語によるディスクロージャーの充実なども必須である。

・これらは形式でなく実質が求められる。形から入ろうという企業が多い。それで企業価値が高まり、 $PBR=ROE \times PER$  の大幅な向上が結びつくのであろうか。ROE 10~15% $\times$ PER 12~18倍= $PBR 1.2 \sim 2.7 \text{ 倍}$  というゾーンが当たり前になってほしい。

・スタンダード企業においては、ROEが8~10%を確保しても、PERが10倍を下回り、PBRも1.0倍を切ってしまうことも多い。流動性が十分でないほかに、成長イメージが伝わらず、サステナビリティの基盤が十分でないことも、その要因である。

・ステークホルダーとのエンゲージメントに当たっては、従来から行われてきた伝統的な本レポートは、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。

IRを超えていく必要がある。IRに効果がみられないので、力が抜けてしまっているともいえる。収益性、成長性が乏しいので、必要な投資ができない。IRについても、効果ははっきりしないので、お金をかけられない企業は多い。

- ・ここをどう打破するか。インベストメントチェーン、バリューチェーンをスパイラルに好循環のもっていくトリガーがほしい。ポジティブスパイラルのストーリーをぜひ描いてほしい。
- ・うまくやっている企業をみると、後追いの対応に追われていない。ゴーイングマイウェイで、はっきりした独自性を打ち出している。トップのリーダーシップのもと、社員をはじめステークホルダーを巻き込んでいる。
- ・条件未達企業は、プライム上場に拘ることなく、スタンダード市場に立ち位置を定め、そこから新たな挑戦を開始してほしい。スタンダードで光る企業を評価し、投資を実行したい。

## 数理モデルの社会実装～DX時代のデータ経営

- ・2022年10月に「藤原洋数理科学賞」の表彰式が行われ、受賞者の講演があった。純粋数学を基本としながら、数理科学を活用した産業界への貢献も目指している。DX時代を迎え、数理モデルの応用が社会実装にも活用されている。講演を聞きながら感じたことをいくつか取り上げてみたい。
- ・出版のデジタル化、音楽のデジタル化、映画のデジタル化は急速な進展をみせている。今やメタバースのプロダクションがしのぎを削っている。出版のデジタル化ではPOD(Print on Demand)が興味深い。
- ・PODでは、本の出版に当たって、注文があってから印刷に入る。製本してすぐ届ける。印刷が不要ならば、ネット上ですぐに読める。e-bookやkindleはすでに普及しているが、自分の好きなように本が出版できるようになる。
- ・大量に印刷すれば安くなるという常識に対して、印刷コストを大幅に削減する仕組みを作って、少ない部数の出版ができる。記念の文集を出したい、思い出の写真を作ってすぐに配りたい、といったニーズに即応できる。元マイクロソフト社長の古川亨氏は熱く語った。
- ・本の価格も一律でなくてよい。専門書を出す時、途上国の研究者には安く、先進国の支払

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。

い能力のある人や組織には高く売る。こうしたコントロールが速やかにできるようになる。理屈は分かっても、実際実行しようとするとその手続きをシステム化するのはかなり面倒である。ここを突破していく。

- ・マイクロのデータからマクロ的に意味のあるデータを見出していく。一見ランダムにも見えるものの中から、ランダムでない特徴を抽出する、これが静的な均衡ではなく、時間とともに変化していくプロセスをダイナミックに捉えていく。

- ・単なるデータ解析ではなく、マイクロデータを数理モデルとして定義していく。位置、状態、相互作用、変化、スピードなど、異なるスケールをつないでいく。この時、定義される数理モデルはシンプルな方が本質をより明らかにできる。東大の佐々田慎子准教授は「流体力学極限」研究で、これを実践している。

- ・地球を見た時、人類はほんの一部で、世界は微小生物だらけである。マイクロな微小生物の動きを遊泳としてとらえる。遊泳して、どうして前に進むことができるのか。細胞に弁があると対称性が崩れて方向性を出せる。

- ・その非対称性を奇弾性と捉え、微小生物の形を流体力学で新しく定義した。その数理モデルが実証研究によって、次々に証明されている。将来は、材料科学やロケット工学に応用展開されていこう。京大の石本健太准教授は、グローバルにこうした研究を進めている。

- ・カオスをどう扱うか、複雑系をとらえるには、決定論ではなく確率的に記述する数学が必要である。カオス力学を基軸にした複雑系の数理モデルを脳科学に応用するとどうなるのか。中部大学の津田一郎教授は、この分野で世界の先端を走ってきた。脳の数理モデルを開発し、それが後に実証されてきた。computer aided proof という手法の進展も貢献している。

- ・エピソードはニューラルネットワークの中で、どのように記憶されるのか。カオス遍歴として、機能的結合が生みだされていく。相関的つながりは多様で、何らかの創発原理が働いている。脳は、機能を自ら作っていく。これを数理モデルで定義しようという研究が続いている。

- ・東大の西成活裕教授は、世界初の群衆マネジメントで新領域を確立している。30年前から混雑を研究してきた。混雑の中で、いかに安全に人々を守るか。混雑を定義し、密度＝流量÷速度で6段階に分ける。

---

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。

・コロナ禍で、ソーシャルディスタンス（1m の間隔）という話が出てきた。全く新しいコンセプトである。混雑度をみるには、密度だけでは不十分で、ベクトルの回転量（うず度）をみる必要がある。混雑度＝回転量÷平均速度とした。また、パーソナルスペースも重要になっている。

・混雑から群集（クラウド）の研究に入っていった。新宿駅の人流、表参道駅の人流、整然と流れている時があれば、一気に滞留となる場合もある。渋谷駅のスクランブル交差点は、なぜスムーズにみんなが渡っているのか。

・ANA の飛行機の搭乗で、優先搭乗を廃止した。これをやると、全員が乗るのに時間がかかる。優先搭乗の客は通路側を予約する。降りる時、早く出ようとするからである。そこで、窓側の席の人から入れるようにした。これをデータで示して、コンフリクトを解消するようにした。

・群集マネジメントは、人流コントロールの基盤を作る。現実を可視化し、シミュレーションを同時進行で進める。10分先を1~2分で予測して、本人や警備員へ情報を流す。こうしたプラットフォームを作ろうとしている。

・東京ドームへの入場と退場、一斉に退場する時は、多くの人々は水道橋東口に向かう。西口や後樂園口への誘導をいかに行うか。AI エッジカメラの活用が有効となる。

・群集マネジメントでは、①inform(情報提供)、②advice(助言)、③guide (誘導)、④steer (操縦)、⑤enforce(強制)のリスクマネジメントがありうる。④、⑤は警察などに依存する。

・数理モデルでシミュレーションを行う。ブラックボックス型の AI でも、かなり説明力を高めることができる。実際の対応では、行動経済学の「ナッジ理論」が有効であるという。ちょっとした指示棒やリズム音で流れをスムーズにできる。

・今回、基調講演と4人の受賞者の話を聴いた。専門的でなく、分かり易く話していただいたので、多少とも理解することができた。

・企業経営においても、データ経営が求められる。コックピットや羅針盤が必要である。シミュレーションに数理モデルを活用することができる分野は、今後大幅に広がっていく。それによって予測力が高まるのであれば、それを踏まえた経営力を大いに評価したい。

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。

## 創業者にとってのガバナンス～ミッションの共有

・ジャパネット高田は未上場企業である。テレビショッピングで業容を大きく拡大してきた。創業者である高田明氏の講演を視聴した。すでに会社を息子に譲って7年半、自らの体験をベースに経営者のあるべき姿を語った。

・3つの“ション”について、思いを語った。①ミッション（理念）、②パッション（情熱）、③アクション（行動）である。ミッションがなければ長続きしない。パッションをもって、負のサイクルに入らないようにする。アクションをとらなければ、何事も乗り越えられない。

・66歳の時に、会社の代表を息子（36歳）に譲った。会長にもならず、全て任せた。現在社員は3000人、売上高は7年前の1500億円が現在は2500億円へ拡大している。

・モットーは、夢を持ち続けて、日々精進する。過去は変えられない、未来は不安である。今を一生懸命に生きる。課題が次々と降りかかってくる。ボトルネックにどう手を打つか。次に向けて進むことが楽しいと思ったという。

・邁進するには、人生の目的と会社の目的を一致させること、ミッションの共通化が大事で、そうしないとパッションは続かず、諦めたら終わりである。さらに、自分の力で変えられないことには悩むな、と語る。自分ができること、できそうなことに力を入れて頑張れば、何らかの変化が起きてくる。

・経営者を見ていると、十分頑張っているという声をよく聴く。高田氏は、それは“つもり”ではないかと問う。頑張っている“つもり”では変化は起きない、という。

・まず何か1つを極めよ。多様性は後からついてくる。一生懸命やっていると、人は集まってくる。同じ価値を共有できる仲間が集まってくる。

・大阪経済大でESSを4年間頑張った。25歳でカメラ店を始め、30歳で支店を出した。ソニーのビデオの特約店になって、九州で一番になった。41歳でラジオの通販に出た。5年で売上を40億円にした。

・次は、TVの通販に進出した。年商が200億円になった時50歳になっていた。さらに、カタログ、インターネットへと展開した。5%の可能性を実現すべく、自らのTVスタジオを作った。谷は何度もあったが、社員と乗り切ったと語る。

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。



・現在は、長崎の再生に向けて発信している、かつて人口 45 万人の街が 40 万人を切ってきた。三菱重工の跡地を活性化する「長崎スタジアムシティプロジェクト」に力を入れている。

・どうしたら伝わるのか。「伝えるつもり」ではダメ、「伝えた」でもダメ、「伝わったか」を確認して、「伝わった世界を作ること」が極意であると強調する。なるほど、これは何事にも通じよう。

・創業者の思いは決定的である。では、スタートアップ企業にとって、コーポレートガバナンスとはどのようなものなのか。

・筆者は、上場したばかりの中小型企业は、ガバナンスは経営力の 1 つの要素であって、あえて独立して評価する必要はないと思っている。①経営者の経営力、②事業の成長力、③業績のリスクマネジメントの 3 つの要素が重要である。

・シニフィアンの小林賢治氏は、コーポレートガバナンス (CG) の本来の目的がベンチャー企業経営者に伝わっていないという。スタートアップ企業と CG は相性が悪そうにみえる。CG の目的が腹落ちしないまま、形ばかり求められる。気が進まないが、しぶしぶ対応することも多いという。

・ところが、CG は持続的成長の仕組みであり、成長のためのリスクテイクができるようにする。1) リスクを評価し、2) リスクをとれる動きを見せ、3) リスクに耐えられるようにして、4) ステークホルダーからの理解を得ていく。こうなれば、しめたものである。

・企業としてうまく立ち上がり、急成長している時、経営者は傲慢になり、勝ちパターンにとらわれて、戦略を変えられない。停滞期に入って初めて、次への新しい投資を怠っていたことに気が付くが、すでに時遅しという局面も多い。

・一生懸命頑張っているが、自己都合ばかりで、頑張りが足らないと焦ってくる。市場や競争環境が大きく変化しているのに、自己都合を優先する。変化対応ができないまま過去の勝ちパターンへこだわるのが、グロース企業の病気であると小林氏は指摘する。

・そういう局面で、社外取締役の役割は何なのか。新興企業において、社外取締役は単なる応援団ではない。監督と助言が役割であるが、立ち位置が異なる。創業者が持っている独裁的空氣を打破して、もう一度経営を見つめ直すことである。

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。

・創業者の感情を忖度しないことも重要である。そうすると、客観的であったとしても、ノリが悪いと言われかねない。スタートアップ企業はこの空気に気つけるべし、と小林氏は警鐘を鳴らす。一目置かれる社外取締役になれるか。その資質を磨いていないと務まらない。

・2代目がリードするジャパネット高田のガバナンスはどのような仕組みなのだろうか。将来上場してくるだろうか。今後の展開に注目したい。

## 2. 3次元でのインセンティブのあり方

### 資産運用の高度化に向けて～アートをサイエンスに

・「資産運用業高度化プログレスレポート 2022」（金融庁）を改めて読んでみた。2022年5月に公表され、8月に金融庁の担当者から話を聴いていた。新規に運用会社を立ち上げた企業との関りにおいて、大事な論点を確認したい。

・運用会社はすでに一定の枠組みを持っているが、もっと高度化して、安定したよいパフォーマンスをあげてほしい、という意味が込められている。パフォーマンスが今一つのファンダが多い。どうしたらよいのか。

・顧客の利益を最優先する業務運営が行われているか。自社や親会社の利益を暗黙に優先していないか。パフォーマンスが上がらないにも関わらず、高い手数料をとっていないか。こうした疑念が常に生じているからである。

・最近、ESG関連の公募投信が台頭しているが、その運用の中身が本物なのか。マーケティング優先で、ESGの評価のあり方が“やったふり”になっていないか。本格的な取り組みを求めている。

・運用会社の経営体制では、1) 独立性、2) 長期性、3) 専門性が重要である。親会社からの天下り経営者に、本当に運用会社のマネジメントができるのか。長期ではなく、目先の販売マーケティングの成果を優先してしまいかねない。明確な牽制機能が求められる。とりわけ、独立社外取締役の機能発揮が問われる。

・プロのアクティブファンドマネージャーといいながら、パッシブに勝てないとすれば、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。

人の才能以外に、運用会社の仕組みのどこを改善すればよいのか。運用プロセスの再構築が必要である。

・ESG インテグレーションは本当に機能しているのか。ESG を考慮している運用を実践しているというが、顧客の受けがよいということで、やったふりをしているのではないのか。

・ESG 評価、データ提供機関のサービスを取り入れ、多少自社の味付けをしているが、それで本物のエンゲージメントやパフォーマンスで、差別化されたアルファを生み出せるのか。ここを示してほしい。

・ESG に関するマテリアリティとして、さまざまな項目が挙げられているが、その内容は概ね類似的である。E（環境）では、気候変動、自然資本、水資源、汚染・廃棄物、生物多様性、サーキュラーエコノミーなどである。

・S（社会）では、働き方、人権とコミュニティ、ダイバーシティ、人的資本、健康と安全、教育格差、サプライチェーンなどである。G（ガバナンス）では、企業行動、取締役会構成・評価、腐敗防止、公正の確保などである。

・どのようなマテリアリティマップを作るか。評価項目の優先順位付け、ウエイト付けをどうするのか。スコアリングの仕組みとその活用の仕方、運用プロセスが異なり、ポートフォリオの構成にも変化をもたらす。ポートフォリオの最適構成にどのように寄与するのか。外からはなかなか分からない。

・E と S と G のウエイトにしても、1:1:1 なのか、5:3:2 なのか、1:4:5 なのか、ファンド特性やポートフォリオの性格によって、重み付けは違ってよい。

・ESG 重視を追求すれば、当然それなりの仕組み、陣容が必要である。そのための投資が増加する。それによって AUM（運用額）が積み上がればよいが、ESG ウォッシングやグリーンウォッシングといわれる‘やったふり’が横行するようでは、問題が深刻化する。

・ESG インテグレーションのインパクトは本物か。何らかの測定が求められる。長期的にはパフォーマンスに貢献するはずであるが、可視化は容易でない。

・ESG 運用機関の課題として、筆者なりに解釈すると、1) やったふりではなく、プロセスをきちんと開示せよ、2) 専門人材と連携せよ、3) ESG インテグレーションをリサーチも含

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。

めてモデル化せよ、4) 評価・データ提供機関のデータ、スコアは検証が必要である。

・さらに、5) スチュワードシップ活動として、ESG 要素をしっかり組み込み、6) 外部委託先の管理をしっかりせよ、ということになるだろう。今後、ESG 投信の監督指針が策定される予定である。

・運用プロセスを高度化するには、コストがかかる。よって、手数料や信託報酬は高めにならないをえない。金融庁が問題にしているのは、コストを安くしろといているのではない。コストが顧客利益に十分見合っているか。当然顧客利益を優先せよ、と運用機関の主体性を促している。

・個人金融資産が 2000 兆円もある。日本の運用会社はもっとがんばれるはずである。ぜひともインベストメントチェーンを全体として高度化し、成果を追求してほしい。そのためには、各プロセスを担う企業においても、先行投資が必要である。

・ファンドマネジャーには独自の勘、アートが求められる。その再現性をいかに確保するか。サイエンスの仕組みが不可欠である。高度化投資によって、世界に通用する運用会社が 1 社でも増えてくることを期待したい。

## ESG データを使う時の心構えはいかに～精度の向上

・2022 年 7 月に「ESG 評価・データ提供機関に係る行動規範」(案) が出された。金融庁の担当者から話を聴く機会があった。投資家としてはどのような心構えを持って、データを活用していったらよいのか。注目すべき点について考えてみたい。

・ESG の評価機関・データプロバイダーとしては、例えば FTSE、Rusell、MSCI、S&P グローバル、アラベスク、ブルームバーグ、CDP、Fitch、Sustainalytics、TruvalueLabs、日経、東洋経済などがある。

・ESG のデータを提供する評価機関は、それをビジネスにしている。データはフェアに扱われることが前提であるが、何らかのバイアスが入ってくることもありうる。

・ESG の定義をどのように行うのか。企業価値向上に資する ESG が基本である。サステナビリティを支える仕組みとして ESG がある。企業サイドがどのように ESG を構築し運営しているかによって、提供されるデータに違いが出ている。

---

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。

・ESGを評価するためのデータには、さまざまな内容がありうる。そのスコアリングの仕方も多様である。定義を見極めてから使わないとバイアスが入ってくる。スコアリングした後、定性的にどのようにレーティングしていくかも課題である。

・評価機関に対しては、6つの原則を求めている。①品質、②人材、③独立性、④透明性、⑤守秘義務、⑥コミュニケーションである。評価機関にとっての規範、あるべき姿として、いずれも重要である。

・さらに付加するとすれば、「評価価値の共有」を提案したい。誰のために、何のために、という評価の価値について、データの提供者、評価者、利用者がその評価価値を共有できれば、存在意義は高まる。

・データの提供者である企業は、分かり易く開示する。評価データの利用者である投資家はその使い方を明らかにする。これによって、データの有用性が高まってくる。データの共通化を進めるために、非構造データの構造化も求められよう。

・データの信頼性は、誰が担保するのか。元データ、入力データ、加工データ、評価プロセスデータなど、さまざまなレベルでミスが生じうる。それが投資判断にまで使われるとすると、何らかの保証（アシュアランス）が欲しくなる。大きなデータミスやデータ操作があれば、評価の信頼は一気に低下し、市場での存在が許されなくなる。

・ESGに関する企業からの一次データ、評価機関が集計・加工して提供する二次データ、投資家が利用する時に用いる三次データなど、各々のレベルでの精度が問われる。精度を上げるには、当然投資が必要でコストがかかる。社会インフラとしての目線を揃えていくことも求められる。

・サステナブルファイナンスに当たって、ESGデータの利用は不可欠である。評価データの透明性、公平性は確保していく必要がある。株式ポートフォリオの構築に当たって、ESGインテグレーションは必須となっており、グリーンボンドなどESG関連債の発行に当たっても、ESGの適格性評価が決定的に重要となっている。

・評価機関によって、結果が違ってくることは十分ありうる。評価の基本フレームワーク、プロセスやバイアスの処理などに依存する。過去データが将来にどのように結び付くのか。それは期待にどこまで応えるのか。評価の正解を求めているわけではないので、精度を高め

---

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。

る方策を競うことになろう。

・評価のプロセスにおいて、データの推計、情報の付加を行っているとしたら、精度の向上が図れるという反面、バイアスともなりうる。

・評価機関のビジネスモデルは、どうあるべきなのか。格付機関のように発行者負担なのか。利用する投資家負担なのか。ビジネスに利益相反はつきものであるが、それを乗り越える仕組みを磨いていく必要がある。

・生データの提供、定量的なスコアリング、定性的なレーティングなど、評価手法も多様である。投資家としては、最終判断は自ら行い、評価機関の判断をそのまま利用するわけではない。しかし、結果的にほぼそのまま利用することになるとすれば、どの評価機関のどの評価データを使うかに全面的に依存することになる。

・企業は、評価機関の評価が上がるようにデータを提供したくなる。投資家はパフォーマンスが上がるように評価機関の評価データを使いたくなる。評価機関は評価データでデファクトスタンダードを確立すべく鎬を削る。

・パッシブ運用が主流となる中では、評価機関のデータをそのまま活用したインデックスが大きく台頭しつつある。評価機関の役割は一段と大きくなろう。ゆえに、今回のような行動規範が必要となっている。

・企業はESG経営をさらに磨く必要がある。投資家はESGを投資判断に活かして、独自のアルファを追求したい。双方を視野に置いて、ESG評価・データ提供機関の活動に注目していきたい。

## IR ミーティングをもっと活発に～はざまを知りたい

・セルサイド、バイサイドのアナリストを実践してきたが、企業のIR担当者は経験したことがない。会社を代表する立場で投資家やアナリストに向き合う時、自分ならどのような行動をとるだろうか。質問や疑問に的確に応えられるだろうか。

・たぶん難しい。どんな会社にも課題があり、すでに手を打ってればまだしも、まだ手をつけていないことも多い。優先順位もあろうが、経営資源が十分でなかったり、実行戦略に迷いがあったりする。

---

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。



・社外役員に就いている会社の IR ミーティング（会社説明会）には必ず参加するようにしている。どういう質問や意見が出されて、経営陣がどのように答えているかは、その後の取締役会での議論に役立つことが多い。

・株主総会や会社説明会で一番残念なことは、参加者が少なかったり、質問や意見が出なかったりする時である。少し分かりにくい質問でも、その意図を酌めば答えることができる。

・他者のいる前で、大事な質問はしないという投資家は多い。質問をしても一回限りで終わってしまうことも大半である。ワンオンワンになるともっと自由に会話しているが、大勢の場におけるやり取りには勇気と工夫がいる。

・つまり、どこか代表質問的な要素が入ってくる。自分が知りたいのはもちろんであるが、この質問はきっとみんなも聞きたいことだろうか、と自問してから、質問することが1つのコツである。

・もう1つは、質問に対する答えが返ってきたら、その答えに対する続きの質問をして話題を発展させることである。そうすると経営陣の本音が少し滲んでくる。これによって、理解が深まる。

・投資家が知りたいことと、経営者が知ってほしいことには絶えずギャップが生じる。その狭間が鍵を握る。短期的な視点では、数値情報に落とし込めるかどうかで差が出る。投資家は、多いか少ないかではなく、いくらかと数値を聞いてくる。

・経営者は、まだ不確定なのではっきりしないことは答えたくない。ここをどうするか。考え方とシミュレーションがあればギャップはかなり縮まろう。

・中長期的視点では、長期ビジョンや中期計画の骨子を拠り所として、それをどのように実行していくのか。その戦略について、ピンとくるかどうかである。

・経営サイドにすれば、差別化戦略をもっているのであれば、それを語りたいところであるが、マーケットでみんなに知られてしまっただけでは支障が出てくると考える。

・よって、一定の成果が見えてくるまでは、抽象的に語っておこうとする。そうすると、投資家は、何か一般論を語っているだけで特色を感じない。つまり、説得力が感じられないこ

---

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。

とになる。

・これも対話を重ねる中で、ヒントが滲んでくるようになる。本物の中身があるのか、建前を掲げているだけなのかは、現場に近づけば近づくほど、未財務情報レベルでの活動が見えてくることがある。

・サステナビリティを支える ESG をどのように構築するか。G と E に続いて、S の議論も活発になっている。働き方改革が問われており、楽しく働いて、もっと収益性を高めてくれれば、それに越したことはない。

・8月に「日本版ディーセント・ワーク」に関する委員会（「ESG-S 指標に関する調査研究委員会」）の報告を視聴する機会があった。ディーセント・ワーク（Decent Work）とは、“働きがいのある人間らしい仕事” のことで、これをいかに実現していくか。

・8つの要素があげられた。1) 適切な労働時間と賃金、2) 男女格差の撤廃、3) 柔軟な働き方、4) 職場の安心、5) 人的資本への投資、6) ダイバーシティ&インクルージョン、7) サプライチェーンの働き方、8) 健全な労働関係をいかに作り上げていくか。

・確かに、8つの要素を会社の仕組みとしてしっかり作り上げ、それを進化させていく経営力を知りたい。これを IR ミーティングでどう対話していくのか。

・そこに価値創造に結び付く特色があれば、自ずと戦略に表れてくる。逆に、ダーティな部分を隠すとすると、後々のしっぺ返しは大きなものとなる。これは IR の精神に反するので、くれぐれも注意したい。

・IR 活動の相手先は広がっている。狭い意味での機関投資家や個人投資家だけでなく、ステークホルダー全般への広がりもみられる。企業への関心を、株式市場を通してみていくという人々が増えている。

・投資家は、認知心理学や行動経済学からみて一定の特性を有しており、必ずしも合理的には動かない。感情が作用する。そうすると、バイアスやエラーとなるような受け止め方、選択、意思決定をしてしまうことも多い。

・誰でも損はしたくない。嫌なことは避けたい。現状の延長を優先して変化を嫌う。不都合なことは見たくない。損切りができない。思い込みをなかなか直せない。自分と違う意見を

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。

拒否する。

・一方で、うまくいったことは忘れない。次はよくなると思いたい。予想が当たった時の心地良さをまた味わいたい。これらの特性は、投資家に特別なものではなく、企業経営者にも通じるものがある。

・リモートが当たり前になっている。そこで、いかに個性を出して、相互理解を深められるか。対話を充実させて、新しい行動変容を互いに生み出したいものである。

### 社会的インパクトをいかに測るか～インパクト会計の胎動

・企業会計は「わが社」の財務内容を測る。わが社の範囲はどこまでなのか。通常、売上は販売する製品やサービスの金額であり、外部に支払う費用は社内で発生するコストとして認識される。バランスシートは金額で計上されるものに限っており、キャッシュフローではお金の実質的な出入りをみている。

・最近では、企業のバランスシートに表れない無形の資産や非財務資本が一段と注目されている。企業価値の創造に当たっては、人的資本、知的資本、組織資本など、金銭で直接勘定できない資本が意味を持っている。

・企業の中長期的な持続性をみるには、それを支える ESG がどれだけしっかりしているか。自然環境は与えられるものではなく、自社で勝手に消費してよいものではない、という考え方が主流となった。

・外部調達する資源やサービスについて、それを供給する会社が国境を超えて人権や公正をないがしろにしているとすれば、そのモノやサービスが安いからといって安易に使うことは許されなくなっている。

・つまり、わが社の企業価値向上にとって、自社内だけではなく SDGs に目を配り、不正な価値破壊を行っていいところ取りをしていないかに視野を広げ、それを開示してステークホルダーに納得してもらう必要がある。TCFD のスコープ 3 はその典型である。

・わが社の財務についても、さまざまな見方がある。営業利益は従来のイメージでいえば、会社としての本業の儲けであるが、それだけでは視野が狭い。人件費は外部流出する費用であるが、企業が生み出す付加価値として重要な要素であり、生産性を測る時には含まれる。

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。

・では、製品やサービスを提供した時、その価値は売上金額と同等なのか。販売した時の価格は、売り手と買い手の合意で、マーケットで決まったのであるから、価値を価額に転換したものが売上高であるという見方は当然のように思える。

・しかし、その先がある。提供した製品・サービスが実際に使われて、それがどのような効用を生み出しているのか。それを測ろうという試みが重要性を増している。

・自社の活動が社会的にどのようなインパクトを与えているのか。それを財務的に計測しようという考え方が「インパクト会計」として出てきた。ハーバードビジネススクールのセラフィム教授を中心として提唱されている会計手法、インパクト加重会計 (IWA) もその1つである。

・そもそも効用 (主観的なよさ) をどのように測るか。個人的効用と社会的 (集団的) 効用では、その基準が異なってくることも多い。

・標準的ポートフォリオ理論では、パフォーマンスはリターン (平均値) とリスク (分散) で測る。平均値は高く、分散は低い方がよい。この2次元で測る。

・ところが、自分にとってのパフォーマンスだけでなく、それが世の中、社会にとって、どんな効果 (インパクト) をもたらしているか。それを第3の軸として評価しようという動きが始まっている。計測できないものは、コントロールできない。①リスク、②リターン、③インパクトをベースに企業を評価する。

・エーザイでは、IWA (インパクト加重会計) の考えに基づき、2022年の統合報告書で、熱帯病の1つであるリンパ系フィラリア症に対する治療薬 DEC 錠の「製品インパクト」を世界で初めて計測した。

・インパクト加重会計 (IWA) では、EBITDA+環境インパクト+製品インパクト+雇用インパクトなどを加算して、インパクト加重利益を算出する。

・DEC 錠のインパクトとして、1) 2014~2018年に16億錠を提供し、コストは24億円 (年5億円)、2) DECのベネフィットを受けた人々は1900万人 (5年間)、3) これによって取り戻した総労働時間を金額換算すると年間1600億円であった。これがエーザイにとってのDECのインパクト加重利益である。

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。

・コスト5億円に対して、1600億円の利益貢献があったと算定する。エーザイのEBITDAは2018年1208億円、2019年1636億円、2020年928億円であったから、EBITDAに対するインパクト加重利益の比率は2倍を超えている。このインパクトは大きいと評価されよう。

・DEC錠はアフリカの国々へ無償提供されたので、事業としては寄付に相当し、単独では赤字であった。しかし、1) 単なる寄付ではなく長期的投資である、2) エーザイのブランド力の向上に寄与している、3) インド工場の生産効率の向上に寄与している、というのがこれまでの説明であった。

・これに加えて、インパクト会計の定量値がもたらす意味付けは、1) エーザイの社会貢献が人材を引き付け、2) 世界市場においてカスタマーを獲得し、3) インパクト投資家の評価を高めることができる。柳氏(前CFO、早大教授)は、このように説明した。

・社会にもたらす効用は、一般的に主観的で多様であるが、これを財務数値に換算するという試みは実に興味深い。比較可能性という点でまだ課題はあろうが、KPIとして可視化した点は素晴らしい。こうした動きがこれから広がってこよう。

・インパクト加重会計は1つの試みであるが、社会的インパクトが企業価値創造のもう1つの視点であり、それを具体的に知りたいというニーズは高まっている。これに対して、先進的企業の挑戦が始まっている。

## やらされ感からわくわく感へ～働く人々の価値

・パーパス経営が流行語になっている。新しい言葉が出てきた時にはとりあえず学びたい。しかし、10年経ってみると当たり前になり定着する場合と、次の流行語に移って使われなくなっている場合もある。パーパスはどうなるだろうか。

・わが会社のパーパス(存在意義)とは何か。経営理念やビジョンを社会的存在意義から改めて問うている。これをきれいごとでなく、本当に実践していくには、どうしたらよいか。8月に丸井グループの青井社長の話を視聴する機会があった。

・会社の統合報告書やサステナビリティレポートを読みながら感じたことも含めて、いくつか取り上げてみたい。企業価値は6つのステークホルダーと一緒に作っていく。短期の利害がぶつかるころも、長期的に重ね合わせていくと広がりが出てくる。ステークホルダーに

---

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。

今の人たちだけでなく、将来世代を入れているところが大きな特色である。

・2022年3月期から新5か年計画がスタートした。そこではインパクト（インパクト＝ステークホルダー価値＝企業価値）を最も重視している。これまで財務のKPIを設定してきたが、それだけではわくわくしない。財務のために5年間頑張るのか。明らかに違う。もっとやりがいのある目標を設定して、これをインパクトにしたいと考えた。

・いきがいをみつめて、①したいこと、②できること、③稼げること、④ステークホルダーが求めていること、これらが重なるところをインパクトと定義し、ここを大きくしていく。

・丸井はパーパスという言葉を使っていない。流行にとらわれず、自分たちで考えていく。これまで経営理念をベースに10年間対話を続けてきた。社員とは、1回に6～10人が集まり、1時間ほど話をしてきた。

・こうした対話を始めたら、当初は退職率が上がったという。新しいやり方に合わない人がやめていった。その後、退職率は大きく下がった。最近丸井の経営理念とその運営に共感する社員が入ってくるようになった。入社3年以内の退職率も大幅に下がっている。世の平均の3分の1のレベルである。

・ステークホルダーについて、企業サイドにも選ぶ権利があると青井社長は強調する。投資家を選ぶことはできないが、投資家に対して強く意見を表明することはできる。株主であるみさき投資の中神氏に社外取締役に入ってもらい、意見を聞いている。

・企業文化を変えるには、覚悟と時間が必要である。リーマンショックと貸金業法の改正で、2回も赤字になり経営は危機的状況に陥った。従来の経営スタイルの賞味期限が切れていたもので、ビジネスモデルを作り変える必要があった。

・社員とのエンゲージメントでは、とりわけ具体的な対話を重視し、共感の和が広がるように努めている。それが共創を生み、信頼を醸成していく。

・人の成長の範囲でしか企業は成長しない、と青井社長は明言する。人財は、1) パフォーマンスと 2) バリューの2次元で評価している。360°評価を実施し、育てると自らも評価される。マネジメントスタイルは、上意下達ではなく、支援するマネジメントを実践している。

---

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。



・やらされ感では人は伸びない。できないことをやれと言っても無理である。そこで、挙手制を全面的に取り入れた。会議でもプロジェクトでも、参加したい人、やりたい人だけにまかせるようにする。最初は手が上がらなかったが、手を上げて動いた人が楽しそうにしている。それを見て、多くの社員が動くようになった。

・新規事業のアニメも6~7人からスタートした。好きな連中が集まって仕事を展開し、10名の募集に200名が応募するようになった。4年で収益事業に育っている。

・働き甲斐より生き甲斐の方が大事である、と青井社長は語る。ワークライフバランスより、“works as life”。「努力は情熱に勝てない」、命令で動くのは楽しくない。幸せ (well-being) は主体性、自主性にある。

・利益よりもESGが大切である。実際、丸井グループの株価にはESGプレミアムがついている。つまり、利益の伸びよりも株価の上昇が高い、と青井社長は認識している。

・流行や借り物のアイデアは定着しない。たどたどしくても自分たちの頭で考え、自分たちの言葉で語ることを重視する。それを表現していく。そのうちに独自のスタイルになってくる。これを実践している。

・新しいことへの挑戦、イノベーションでは、1) 本業活性型 (アニメ、ポップアップなど)、2) 自社だけではできないことは共創投資で協業、3) インキュベーションの会社には、アクセラレータに入ってもらい、社員も入れて育成、ということに力を入れている。

・青井社長は、①経営者が覚悟をすれば、会社は変わる、②社員の生き甲斐を起点にして、ここにこだわる、③時間がかかっても信念を持って信頼していく、と語った。素晴らしい、こんな会社で働きたい。

・会社は変わる。そこには変わり方がある。個性があって、多様でよい。変わりそうな会社を見出して、投資を通じて応援したい。

## 一人ひとりを大切に~なくてはならない存在に向けて

・あなたは今、幸福ですかと問われたら、何と答えるだろうか。アナリストとして、いくつかの会社と対話すると、人手不足をどう克服するかが共通のテーマとなっている。もともと人材不足なのに、有力な人材が抜けていくとすれば、会社はもたない。

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。

・なぜ辞めるのだろうか。今の仕事が合わない、もっとよい処遇がほしい、新しいことに挑戦したい、自分の能力を磨きたいなど、理由はさまざまであろう。

・有力な人材が抜けたらどうなるのか。待っていました、次は私の出番です、と人材が補充できれば何の問題もない。外部から適任者を採用できればよいが、ジョブ型の仕事の体制ができていないと、思うほどうまくいかない。

・9月に、JAVCERM学会で慶大の山本勲教授の講演を視聴した。テーマは、「従業員のウェルビーイングと企業価値」であった。社員のワークエンゲージメントが高いと、企業価値向上への貢献が強まり、収益性も高まる傾向がみられると分析する。睡眠を指標に、健康経営についての実証研究が紹介された。

・ウェルビーイングとは、何らかのよい状態にあることで、幸福と結び付いている。幸福度は何によって決まるのか。人の主観が作用するので、一概には規定できない。それでも、1) 所得、2) 仕事、3) 健康、4) 生活、5) つながり、などは誰にとっても重要であろう。

・筆者にとっては、①健康、②楽しみ、③両立、がウェルビーイングのコアである。両立とは、1) 仕事と生活(ライフワークバランス)、2) 仕事と楽しみ(余暇)のバランス、3) 楽しみと経済のバランス、という意味である。

・生活のためには、経済が必要であり、そのためにはいやな仕事でも我慢してやらざるを得ない。仕事がなければ、そもそも生活が成り立たない。健康でなければ、生活が困難になる。負のスパイラルにならないように、ウェルビーイングを確保したい。

・企業のよさ(社会的貢献)は、一義的に雇用の提供にあり、雇用を増やす会社はいい会社であると考えられる。しかし、雇用した人材が報酬のために嫌々働いているとしたら、その組織のパワーは出ない。やる気を引き出し、生き生きと働けるなら、何倍もの付加価値を生み出しそうである。

・ワークエンゲージメントでは、働く人々に関する重要指標の平均値と共に、バラツキの度合いも大きく影響する。平均が高くても、バラツキが大きいと、生産性は低下するようだ。チーム全体に温度差がなく、生き生き働いていることが大切である、と山本教授は指摘する。

・山本教授は、健康や栄養をベースに、睡眠の時間と質を分析した。企業の特性や働き方は本レポートは、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。

睡眠に影響する。睡眠時間の長さや質の良さは企業の利益率を高める効果を持つ、という結果を得た。これは興味深い。健康経営が企業業績にプラスの効果をもたらすという1つの証である。

・従業員のもっている能力をいかに引き出すか。人的資本は育成できるし、組織としてのチームがまとまれば、大きな力を発揮しそうである。実際、これを実践してきた企業は多い。かつての成長期には、ある意味で当然のことであった。それが、なぜ今問い直されているのか。

・成熟期、停滞期を過ごしているうちに、組織の活力が衰え、人材の活用が旧式になってきたとみられる。人的資本を活用する新しい仕組みを構築していく必要がある。ここにイノベーションが求められる。

・労働が苦痛ではなく、楽しみになりうるか。一人では大変であっても、チームとして会社として目標を突破できるのであれば、その時の達成感は大きい。それが次の成長につながる。

・仕事の中身はどうだろうか。作業として、同じことの繰り返しであれば、慣れの中で、こなすことはできても、楽しさは低い。しかし、どんな仕事も単調な繰り返しという動作を有しているので、ここは避けては通れない。

・この繰り返しの中で、予想外のことが起こる。これにどう対処するか。イレギュラーが起きないようにどう工夫するか。新しい方策はないか。こうした非定型のことを考えていくと、脳は働いて活力が湧いてくる。こうしたモチベーションを組織として引き出している会社は楽しそうである。

・ワークライフバランスでいえば、仕事も生活の一部である。働き初めの若い時は、仕事が生活の大半を占めることも多い。仕事と生活の中に、①学びがあるか、②遊びはあるか、③成長が実感できるか、が問われている。

・満足度は、主観的である。自分が主体的に関わって、何らかの意思決定に参加していると、やる気が出て、判断力も磨かれてくる。こうなると、仕事が楽しくなる。逆に、仕事が楽しくないと、生活も、趣味や余暇も楽しくない。もちろん、生活こそ大事で、仕事はほんの一部であるという生き方もありうる。多様であってよい。

---

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

・会社は、その存在意義（パーパス）が改めて問われている。社員が求めていることと、会社が求めていることが整合的に合致しているなら、価値創造への人的資本のインパクトは大きなものとなってこよう。人的イノベーションに取り組む企業の株主となって、応援したい。