

ベル投資環境レポート

企業価値創造に求められるもの ～実態を理解する感性を磨く～

2014年10月11日

鈴木行生

目	次
1. 投資家からみた企業価値	➢ リコーの環境経営
➢ 「伊藤レポート」の意味するもの	➢ NRIの未来創発経営
➢ ROEの意味を問う	➢ 野村ホールディングスの中長期経営
➢ 新しいIRとしてのエンゲージメント	➢ 「第三者委員会」の役割とゼンショーHD
➢ 納得できる企業価値～投資家は何を知りたいのか	
➢ 国際会計基準採用300社に向けて	3. 行動を通して感性を磨く
2. 企業価値の実態を見抜く	➢ プロとアマの違い
➢ マーケティングの極意～ネスレジャパン、YKK、 資生堂、エーザイ	➢ 感性を磨く小さな体験

1. 投資家からみた企業価値

「伊藤レポート」の意味するもの

8月に「持続的成長への競争力とインセンティブ～企業と投資家の望ましい関係構築」プロジェクトの最終報告書が経産省より公表された。報告書は座長の伊藤邦雄教授(一橋大学)が全体をまとめたので、通称「伊藤レポート」と呼ばれる。その骨子を紹介しつつ、意義について考えたい。

伊藤レポートでは5つの提言を行っている。1つは、「協創」である。企業と投資家が対立するのではなく、協調して持続的な企業価値の創造を目指すという意味である。

2つ目は、資本コストを上回るROEの実現である。8%を上回るROEを最低ラインとして、より高い水準を目標とする。単にROEを上げるだけでは不十分で、ROEを現場の経営指標に落とし込むことが問われる。それによって、現場のモチベーションを上げ、ROEの向上が結果として生まれてくる。この現場への落とし込みを「日本型ROE経営」といっている。

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

3つ目は、インベストメントチェーンの変革である。企業価値を作り出すバリューチェーンを、投資に関する資金の出し手から事業活動を行う企業までの流れという視点で捉え直し、それをいかに強くして、国民を豊かにしていくかを問う。長期的な投資からリターンを得る稼ぐ力を全体の最適化によって大きく高めようとする。

4つ目は、高質の対話を行うことである。企業と投資家が信頼関係を築くには、企業が企業価値創造のプロセスを開示し、それをベースに両者が建設的で質の高い対話（エンゲージメント）を行うことが求められる。

5つ目は、経営者・投資家フォーラム（MIF）の創設である。このフォーラムでは、関係者が集まって、継続的に、中長期的な情報開示や統合報告のあり方、建設的な対話促進の方策などについて検討していく。

これらのことを実践すれば、日本の企業が強くなり、投資家もより良いパフォーマンスが上げられるようになる、と考えた。本当か、と疑問を持つ人もいようが、その蓋然性（実現の確からしさ）はかなり高い。

まず、企業について考えると、企業は絶えず競争にさらされており、勝ち組もいれば負け組も出てくるのが普通である。しかし、競争には常に二面性がある。1つは内なる戦いであり、もう1つは外との戦いである。内なる戦いでは、その企業の社内における組織能力をいかに高めるかである。投資家との対話に基づく企業のありようについても、社内でも力をつけて、社内が盛り上がるような勢いにもっていければ、それが成果に結び付いてくる。投資家は、その社内変革を知りたい。これは他社との競争ではない。自らの過去、現在との戦いである。

外との戦いにおいては、激突の戦いと、スピードの戦いがある。激突の戦いでは、今のマーケットにおける商品やサービスの質と価格の勝負である。これは勝ったとしてもかなりの消耗戦を強いられる。負ければキャッシュ・フローを失うので、次の戦いに向かう体力をひたすら消耗してしまう。とすれば、激突をいかに避けて、自社に合った顧客、あるいは特定の顧客に合った自社を作っていくことである。投資家はそこを知りたい。

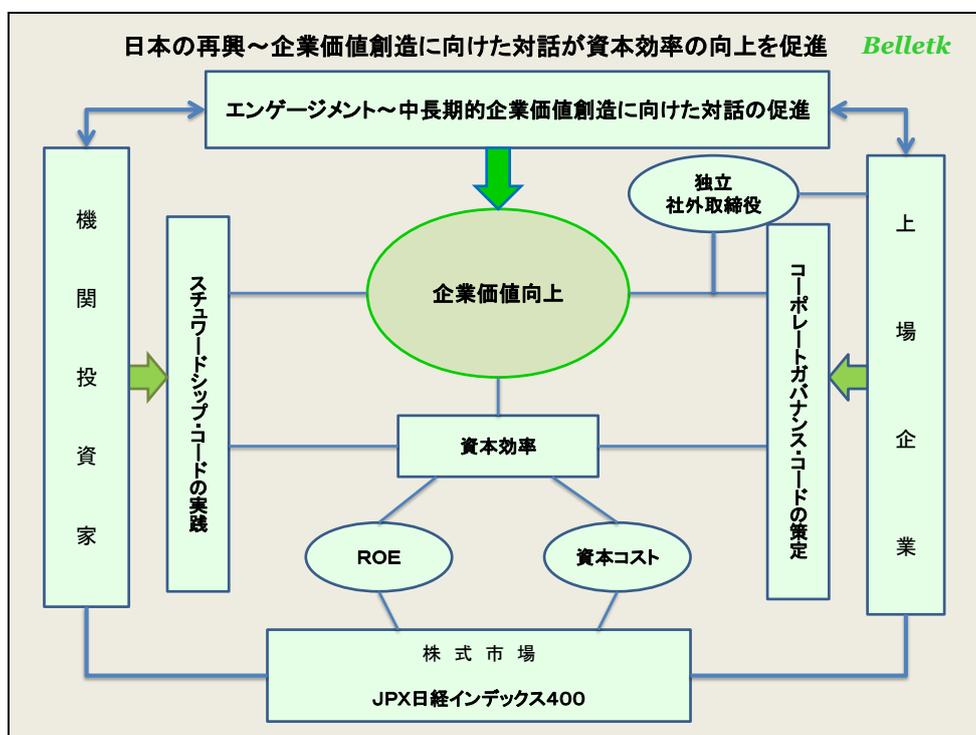
もう1つのスピードの戦いでは、相対的スピードとその方向性が大事である。戦略のベクトルが同じであれば、自分のスピードがそれなりであっても、他社がもっと速かったら、相対的には遅れをとってしまうことになる。その相対的スピードにおいて遅れをとらないことである。さらに望ましいのは、ベクトルが同じ同質戦略ではなく、ベクトルが異なる異質戦略をとることである。その異質戦略のスピードがどのくらい早いかを知りたいのである。

準備のためのR&Dやプラットフォーム作りには時間がかかってもよい。時間をかけて、より差別化されたものができるのであれば、そのほうがありがたい。企業における競争は、付加価値の創造においてゼロサムではなく、大きなプラスサムに持ち込むことが十分できるものである。

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。

その実現に向けて、どんなことを対話したいのか。人によって違いはあろうが、筆者の場合であれば、次のようなことを議論してみたいと思う。1) 経営理念、経営ビジョンはステークホルダーと共有されているか、2) トップマネジメントは、主体的な KPI を掲げて、それにコミットしているか、3) 将来のありたいビジネスモデルを明確化しているか、4) イノベーションに挑戦して、先行投資をしているか、5) 不採算事業を見直す基準を設けているか、6) 望ましい ROE の水準を定め、その達成に向けて事業を展開しているか、7) リスク事象をカバーする仕組みを働かせ、リスク情報を迅速に公表しているか、8) コーポレートガバナンスの仕組みは十分機能しているか、9) ダイバーシティについて明確な目標を持って推進しているか、10) 企業価値創造のプロセスを統合報告として明示化し、対話する場を設けているか、などである。

伊藤レポートの本文には、相当の論点が盛り込まれている。企業の IR 関係者も、投資家やアナリストも、自ら問題意識を持っているテーマが取り上げられ、一定の議論がなされていることに感心するであろう。但し、その答えがすっきり書いてあるわけではない。望ましいアクションの方向にはふれているとしても、具体的にどう実践するかは、我々一人一人にかかっている。個人では乗り越えられない組織の壁もあろう。それを戦略とインセンティブを持って克服していくことを求めている。我々はそれができる力を持っている。収益力を向上させるイノベーションを、「日本型 ROE 経営」として何としても実現していきたいものである。



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。

ROEの意味を問う

投資家が上場企業をみる時、最も注目する指標の1つがROE（自己資本税引利益率）である。ROEが一定水準を超えていないと、投資家からみてその企業は価値創造企業といえない。

一方、企業からみると、投資家はROEにこだわりすぎではないか。重要な経営指標はいろいろあり、ROEはその1つにすぎないという意見もよく聞く。多くの企業が最も重視している指標は、売上高営業利益率であろう。中期計画の中には必ずといってよいほど表示されている。

ROEは、売上高税引利益率×総資本回転率×レバレッジ(総資本÷自己資本)に分解できるから、売上高利益率を向上させればROEは上がる。そこで、売上高利益率を上げれば、ROEも向上するので、何ら問題はないだろうといわれる。

日本企業のROEは低い。米国の15%と比べると日本は5%レベルであった。最近では業績の回復で9%まで戻ってきているが、その差はまだ大きい。分解してみると、総資本回転率とレバレッジに大きな差はなく、圧倒的な違いは売上高利益率にある。よって、ROEを上げるには、売上高利益率を上げればよいという議論になる。

理屈はその通りであるが、もっとよく考える必要がある。投資家は決してROE至上主義ではない。もっと経営全体のことを理解したいと思っている。回転率を上げればROEは高まる、レバレッジを上げればROEが高まる、というのは表面上のことで、どういう経営を実際に行っているのか。それぞれの現場ではどのような意味を持っているのかを知りたいと考えている。

売上高利益率はどのようにして上げるのか。その中身について納得したいと思っている。短期的な結果だけを求めているわけではない。ROEの向上はレバレッジに依存するので、①もっと借金をして投資しろというのか、あるいは、②自社株買いをして株主還元を行い、自己資本を小さくしろというのか、とネガティブに反応する企業もある。それは小手先の財務戦略であって、経営の本質ではないと批判する。

投資家は小手先の財務戦略でROEを上げてほしいとは思っていない。会社の考え方をよく知りたいのである。その時に、ROE全体の意味を考えずに、売上高営業利益率を上げることを目標にしているといわれても、十分納得することはできないのである。

ROEよりもROIC（投下資本利益率）が重要であるという考え方もある。その通りであろう。その場合、なぜROICがその企業の経営にとって大事なのか、それをどのように事業の現場で使いこなしているかを知りたいと思う。その上で、ROEとの連携について、会社としての方針を明示してもらえれば理解が進む。

ROICを社内で使いこなしていくにはまだまだ困難があり、十分馴染んでいないという企業もある。経営の現場にきちんと適用できているか、それが上手く機能しているかが重要である。優れた企業として、例えばオムロンではいくつかのKPIを決めて、それを社内の現場に落とし込んで、事業のパフォーマンスを高めるように活用している。そういうプロ

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。

セスが投資家にみえてくると、事業計画の内容や戦略の進捗について、より共感できるようになる。

ROE以上に難しいのが、資本コストである。理屈としての資本コストは分かっても、個々の企業において、それをきちんと事業のベースにおいているかとなると、なかなかそうでもない。しかし、どの会社においても、M&Aを実行する時には必ず資本コストを考えるはずである、そうでないと、買収時の妥当金額に対して、自らの基準を決めることができないはずである。

資本コストは、株主の立場から言えば、その企業に投資する時の期待収益率である。企業内部においては、当該事業に対する要求収益率である。つまり、いくら儲けたいかという投資収益率の期待値である。

日本の産業の中で、この考え方を事業にしっかり組み込んでいるのは商社である。商社はインダストリーとして、リスクアセットに対するリターンをどのような計測して、事業を推進するかが身につけている。かつて商社はトレーディングがメインの仕事であったが、今や投資をして、それに対していくら稼ぐかを本業としている。15年を経て、資本コストの考え方が社内に定着している。それでもリスクをとるということは、時に失敗を招く。まさに全体のバランスを、ポートフォリオとしてどうマネージしていくかが問われる。

東証が表彰している企業価値向上企業は、こうした資本コストやROEをきちんと経営に組み込んで成果を上げている会社を対象にする。そういう会社の方が、持続的に企業価値創造をできる蓋然性(確からしさ)が高いからである。

では、ROEは何%ならよいのか。高ければ高いほどよいのだろうか。利潤の極大化が望ましいという考え方からは、高いほどよいという答えが出てくる。しかし、企業には良い時も苦しい時もある。そこで、持続的に良好なROEが求められる。基本的な水準としては、ROE 8%以上は上げてほしい。資本コストは投資家によっても企業によっても異なるが、現在の金利水準とリスクプレミアムを考えれば、株式の資本コストとして8%は妥当なところであろう。

ROEについても、米国の平均は15%であるから、最終的には日本も15%を目指してほしい。大事な点として、わが社はなぜROEの目標水準をその数値にするか、ということをよくよく吟味してほしい。ある企業では、ROEの目標を10%としているが、なぜ10%かという問いに対して、2桁くらいあれば十分で、一応達成できそうな水準であるから、という考えであった。それでは不十分で、投資家は納得しない。極大化を目指して、高ければよいということでもない。その企業の考え方をよく知りたい。極大化基準でなく、H.A.サイモン流の満足度基準であってもよい。もう一步踏み込んで、どうしてと問う必要がある。

長期的にROEが8%を下回っている企業は、普通の感覚に言い換えれば、赤字企業であるともいえる。日本企業では、赤字になったら経営者の目の色が変わる。社長の責任問題も出てこよう。しかし、赤字か黒字かという判断基準ではなく、もう少し高い目線で判断す

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。

る必要がある。

企業が社会的存在として持続的に生きていくには、それに値する価値を提供して、リターンを上げていく。その基準が 8%であると捉えれば、8%以下は赤字と同じくらい恥ずかしいということになる。赤字になると経営者の責任が問われることを考えれば、みな必死になる。

日本企業の多くは 8%以上の ROE を出す力を十分持っている。他社との戦いが厳しいという面もあるが、社内の仕組みを再構築するだけで改善できる余地も大きいと考えられる。そういう意味を込めて、伊藤レポートでは ROE 8% 以上という提言がでてきたものと理解したい。

Belletk

新たなエンゲージメント(対話による関係構築)の確立に向けて

- * 企業価値創造の差異化を追求すべし**
 - ・わが社の企業価値創造を見える化せよ
 - ・ステークホルダーとの緊張と協調の対話が競争力を高める
 - ・売上高営業利益率から世界標準のROEへ転換

- * 投資家は企業価値創造のプロセスを共有すべし**
 - ・短期志向のインセンティブを克服せよ
 - ・長期的な企業価値評価の軸について対話する
 - ・経営の仕組みにROEや資本コストをビルトインしているかを評価

- * 対話の質の向上を図る場を作るべし**
 - ・高収益を実現するイノベーションの連鎖を語る
 - ・長期投資家を育てるインセンティブを組み込む
 - ・統合報告を軸にしたIRの場を設定し、対話を実践する

Belle Investment Research of Japan Inc.
All rights reserved

新しい IR としてのエンゲージメント

企業と投資家のエンゲージメント（関係構築のための対話）をどのように進めるか。投資家の視点を入れながら、企業の立場に立って考えてみよう。

第 1 は、アベノミクスの成長戦略との関連である。投資家は、たえずその時のテーマを追いかけていく。少なくとも無関心ではいられない。企業からみれば経営環境の変化の 1 つにすぎないかもしれないが、常に時のテーマに敏感であってほしい。今でいえば、6 月に

出された日本再興戦略の改訂版 2014 の内容に関して、自分の会社はどのような関わりがあるのか。ビジネスチャンスの可能性とそれへの取り組み、インパクトのシミュレーション

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。

などは押さえておいてほしい。大事なことは、できるだけ関係ないと言わないことである。投資家の関心事と自社のビジネスの実態をいかに結び付けて理解を深めてもらうかは重要な視点である。

第2は、自社の企業価値創造の見える化をたえず心がけることである。企業価値の創造といっても、抽象的でよくわからないというかもしれない。まずは、長期的な金儲けの仕組みと考えればよい。当然、社会に役立ち、認められる価値でなければならない。それは何かを論じる。同時に、儲からなければその事業は続けられないので、長期的な視点でどのように経済的価値を上げていくかを論じていく。

できるだけ具体的な方が望ましいが、可能な範囲でよい。その場合、投資家からいろいろ聞かれた時に、分からない、それは秘密で公表できない、と答えてはならない。そのように答えると、対話が止まってしまう、相互に不満や不信感が残ってしまうからである。相手の意図をできるだけ汲み取って、考え方や方向性だけでも示してギャップを埋めていく必要がある。

第3は、投資家の関心が高い資本効率について、どのように対話していくかである。資本効率については、とりわけROEと資本コストがポイントになる。ROEについては、決算短信にも記載する必要があるので、実績については誰でも分かる。一方、資本コストになると、これは分かりにくい。財務データから決まった数値が出てくるわけではない。まず投資家からみれば、その会社に株式投資をする時の要求収益率、期待リターンである。株式投資のリターン（値上がり益+配当）は、業績を反映するROEにほぼ連動すると理解されるので、少なくともこのくらいは必要であるというリターンが資本のコストである。

言い換えると、金利+リスクプレミアムという見方ができるので、長期金利1~2%（米国なら3~4%）+株式リスクプレミアム（4~6%）として、株式の資本コストは日本で5~8%、米国で7~10%とするのが1つの水準であろう。資本と負債のバランスを加味したWACC（加重平均資本コスト）は、自社の資本負債構成を勘案して計算される。

大事なことは、こうした資本コストが社内で使われているかどうかである。どんな会社でも何らかの投資（設備投資、人材投資）をして事業を立ち上げたり拡大したりする場合、あるいはM&Aを行う時には、必ず事業採算を計算するはずである。単に2年後に黒字化、4年後に累損一掃というだけでなく、経常的にいくら儲けるかという収益力の目標を持つはずである。それが例えば売上高営業利益率で10%を目指すというのでは不十分である。

投下資本に対してどの程度の利益率（ROIC）を上げるのか。それがWACCをどの程度上回るかが問われる。投資家はこの上回る収益（付加価値）のレベルと持続性を知りたいのである。細かい数字を教えてくださいというのではない。その事業モデルの強さと、そういう収益性をきちんとビルトインした経営を展開して、PDCAを回しているかどうかを理解したいのである。

第4は、企業価値創造のプロセスを共有すべく、投資家と対話することである。これ本レポートは、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。

は事業内容の単なる解説ではない。バリューチェーンの流れを説明するだけでも不十分である。まずは自社の現状のビジネスモデルの強みと収益の源泉を理解してもらうことである。競争上不利になることがあれば、それを話す必要はない。可能な範囲で理解を深めてもらうことである。ここが不十分だと会社を理解できないので、ちょっとした情報で会社に対する見方が振れてしまう。すぐに不安になって、信じられるのは足元の情報ということで、短期志向になってしまう。

より重要な点は、今のビジネスモデルではなく、次に目指すビジネスモデルにある。価値創造の仕組みがビジネスモデルであるから、次のビジネスモデルをどのように構築して、収益力を高め維持するのか、について納得してもらうことが求められる。さらに、次のビジネスモデルをどのように作っていくのかというやり方が戦略なので、その戦略についてもよく理解したいと投資家は考えている。

このビジネスモデルを動かす上では、4つの視点から議論されることになる。1つは経営者のマネジメント力について、2つは事業の成長性、イノベーションについて、3つは企業のESGやCSRについて、4つは収益性に関わるリスクマネジメントについてである。とりわけ、企業におけるイノベーター（変革者）は誰かということと同時に、いかに組織能力を高めているかが問われている。投資家はその組織能力の強さを知りたいのである。さもないと、価値創造の持続性がすぐに綻びてしまうかもしれないからである。

第5は、過渡期の対応である。どの企業もいい時ばかりではない。むしろ苦しい局面が続くことも多い。事業の中身をみると、好調な部門もあれば、陰っている部門もある。次のビジネスモデルが十分見えずに、呻吟している場合もありうる。このような時に、どのようにIR活動を展開するのか。対話などしたくないと思うかもしれない。わが社は今苦しいとわざわざいいたくない、という気持ちになるのは普通である。いい時も、悪い時もIRを続けよといわれても気が重くなる。

ではどうするのか。無理な対話をする必要はない。但し対話をしないと、意図せざる情報や曲解が流布することにもなりかねない。誤解が生まれないようにだけは十分心掛ける必要がある。会社が苦しいと分かれば、通常投資家は寄ってこない。既存の株主も減っていくかもしれない。しかし、ここがチャンスと考える投資家もいる。厳しい時、苦しい時にどのような手を打つかは、既存の株主に知ってもらうだけでなく、バリュー型の投資家もぜひ知りたいと思っている。ターンアラウンドできる力と施策が納得できれば、それが成果に結び付いた時のリターンは大きい、と知っているからである。したがって、苦しい時も投資家を選んで対話を続けるべきである。

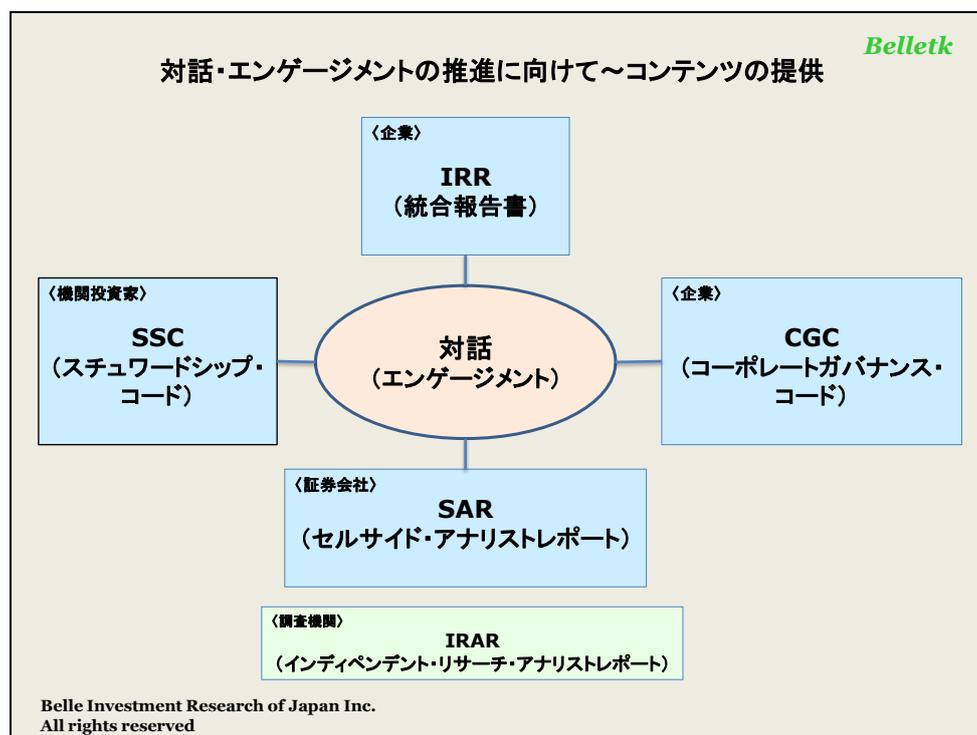
第6は、個人投資家と機関投資家はどこが違うかを認識した上で、どう対話をしていくかである。その場合、相手に合わせるだけでなく、自らの主張をいかに上手く盛り込んでいくかがポイントとなる。両者の最大の違いは、会社サイドに継続的にコンタクトをとって情報を入手できる頻度にある。一般に機関投資家は会社にコンタクトをしやすく、個人

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。

投資家はしにくいといえよう。よって、個人投資家には長持ちする情報が大事である。そのためには、ビジネスのコンセプトを語って、ビジネスモデルを十分理解してもらうことである。彼らは経営者の思いに共感し、印象を大事にする。多様な投資家の中に、分かってくれる人がいる。効率はよくないが、地道な個人投資家との対話の場を作っていく必要がある。

問題は機関投資家である。プロの土俵で勝負しているのです、彼らのルールを知っておく必要がある。彼らは長期投資といいながらも、短期の動きを重視する傾向が強い。ヘッジファンドなど多様なスタイルがあるので、求める情報もマチマチである。一般には数字を大事にして、現場の生の情報を活用する。また、中期計画の進捗を注意深くフォローする。マーケットにインパクトを与えるセルサイドアナリストの予想を参考に短期的なコンセンサスを判断し、その中で売買行動をとるタイプも多いので目先の情報にとらわれやすい。

企業サイドとしては、中長期のビジネスモデルの強化策と KPI について十分言及して、説得的な論理と実証によって納得感を得ておかないと、短期の情報収集合戦に巻き込まれかねない。機関投資家のニーズに応えながらも、その意味をよく考えて、提供する材料（情報）については、ミスマッチやギャップが生じないように十分認識しておく必要がある。



第 7 として、ではどうしたらよいのか。これから最も有効になるのは、統合報告の活用であろう。財務情報と非財務情報を統合して、企業価値創造のプロセスを明解に語って

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。

くという統合的思考 (Integrated Thinking) を十分取り入れていくことである。そのためには、まず統合報告書を作ってみることである。

その上で、決算説明会とは別に、統合報告説明会を行うことである。これは機関投資家のスチュワードシップにも合致したもので、互いにとって効果的、効率的なものとなろう。来期の業績予想や中期の業績計画に留まらない、より深い理解を得るための機会となろう。会社としても機関投資家のニーズをよく知って、それを経営改革に取り入れていくためのきっかけとして活用することができよう。

統合報告は、個人投資家が要望する長持ちする情報にもほぼそのまま使える。さらに、既存株主との対話にも大いに活用できる。今後、株主総会での対話は統合報告の内容を軸にしたものに発展していこう。大事なことは、投資家との対話を通じて、自社の強みを一段と磨き、競争力を強化することである。そのことが、他のステークホルダーとの対話にも大いに貢献するものと期待される。

納得できる企業価値～投資家は何を知りたいのか

企業価値をいかに高めるか。伊藤レポート (経産省) の議論を参考にしながら、いくつか考えてみたい。まず企業価値とは何か。企業が創り出し、顧客に提供する商品やサービスの価値、と考えるのが普通である。価値とは定性的なものであるから、顧客にとっての満足度といってもよい。それはどうやって測るのか。通常は価格を通して測る。価値に対して、いくらを付けるかは企業サイドが決めるが、それを受け入れるかどうかは顧客に任される。ここにミスマッチが生じる。高くても売れるものもあれば、安くても売れないものもある。

企業は何らかの価値を作り出している。それが続かなければ、企業の存続は難しくなる。その価値を作り出す活動こそ企業の生命線である。その活動が、顧客、従業員、取引先、株主、地域社会など、さまざまなステークホルダー (利害関係者) に受け入れられなかったら、持続的に生き延びることは難しい。まさにサステナビリティ (持続性) が問われる。

よって、企業が提供する商品やサービスを支える仕組み全体から、企業価値を考える必要がある。企業価値創造とは、長期の金儲けの仕組みをしっかりと作ることである。社会環境の変化に対応しながら、5年、10年、20年と長期的に通用する価値創造の仕組みを確立することが最も大事なことである。

投資家はそういうしっかりした会社にこそ投資をしたいと思う。先のことは分からないと安易に諦めるのではなく、不確定な中でも、その企業の価値創造の強さ (ロバストネス) を何らかの形で納得したいのである。その強さの持続性に関する確からしさ (蓋然性) をよく理解したいと思っている。

そうすると、機関投資家やセルサイドアナリストが通常行っている業績予想や、それに基づいた DCF (ディスカウント・キャッシュ・フロー) 分析による企業価値の算定では捉え

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。

きれない要素がいっぱいあるということが分かる。

アナリストの業績予想とそれに基づくバリュエーション（株価評価）は極めて重要である。その変更によって株価が動く場合も多い。しかし、通常の業績予想には十分織り込むことのできない企業価値創造についても十分検討する必要がある。

このバリュエーションに関して、2つの見方がある。1つは、長期の企業価値創造について、できるだけ織り込んだ形で業績予想を行っているので、無視しているわけではない、という見方である。もう1つは、数字にならないようなものを織り込むというのはそもそも無理なので、そうした定性的な要素を考慮する余地はない。数字に織り込めるようになって初めて意味がある、という考えである。

企業経営者にすれば、数値的な計画は2~3年の計画で立てるとしても、長期の企業価値創造については、必ずしも数値にならないというであろう。その通りである。具体的数値にならないにしても、ビジョンや方向性、鍵となるコア・コンピタンス(本質的な能力)について明確な考えを持っているはずである。

そうすると、投資家としては、持続的価値創造の源泉を知りたいと思う。それは何か。どれだけ他社と違っているか、自社の組織能力のどこが優れているのか、という点にポイントがある。将来にわたって、その違いや能力をどこまで持続できるのか、あるいは拡大していけるのかが重要となる。

そのためには、イノベーションの連鎖が求められる。イノベーションとは狭い意味での技術革新ではなく、広い意味での仕組み革新である。他社に真似のできない仕組みを作り上げることがイノベーションであり、どんな会社もこのイノベーションに必死に取り組んでいる。今の仕組みが少し色あせてきているとすれば、何としても新しい仕組みを作り上げたいはずである。こうしたイノベーションの内容についてよく知りたい。できればそのインパクトについても納得したいと思う。

多くの会社は中期計画を策定するが、それは何のためなのか。社内の意思を統一し、一丸となって中期計画で立てた目標を達成しようとする。そのことを通して会社を強くして、サステナビリティを高めようとする。しかし、大半の会社の中期計画は達成されない。達成できないことが多いと分かっているのに、中期計画を発表しても通常株価は動かない。ある程度実績がみえてきてから、それに反応して織り込んでいく場合が多いといえよう。

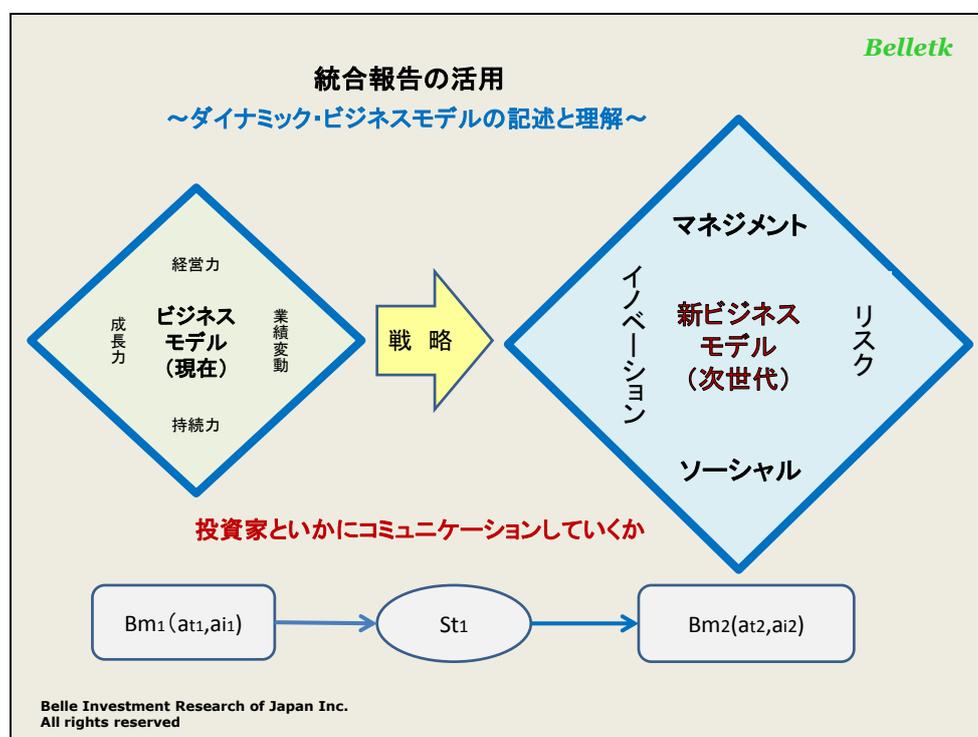
まして、中期計画に M&A の遂行が入っていれば、それは事前に企業の内部努力だけではどうしようもないものなので、M&A の案件が実行に移って初めて評価の対象になる。日本企業のグローバルな M&A は、その後のマネジメントの難しさ故に、なかなか思うような成果が上げられない場合も多い。一方で、日本たばこ産業 (JT) のように大型 M&A を成功させている例もあるので、今後への期待は大きい。

つまり、不確定要素も含めて企業価値を判断する必要がある。計画が発表された時、あるいは未達になった時の企業のアカウントビリティには十分注意を払いたい。アカウント

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。

ビリティとは通常‘説明責任’と理解されているが、実は最終的な経営責任を問うという意味も含まれている。将来に対して、どのようなコミットメント（約束）をするか。それに対して、どう責任をとるか。当然、一定のリスクは覚悟の上としても、リスクを適切なリターンに変える力を知りたいのである。つまり、投資家としてもリスクを取りつつ、その成果については、未達になることも含めて十分納得しておきたいと思う。

このように、1) 株主価値の創出にフォーカスしたとしても、企業価値はDCFで必ずしも捉えきれない、2) 持続的価値創造の源泉は差異化にあるので、イノベーションの連鎖を追求する必要がある、3) M&Aを成功させる鍵を理解した上で、中期計画の中身とそれが未達となった場合のアカウントビリティについてどう考えるか、という点について、大いに前向きな(プロアクティブな)対話を進めるべきであろう。



国際会計基準採用 300 社に向けて

2年前のIFRSの適用に関する企業会計審議会の議論では、2つ点が気になった。1つは、日本の一定数の大企業が強制適用の動きに反対したことである。コストがかかるという理由もあったが、国際会計基準の在り様が日本的経営の良さや競争力にネガティブに働くのではないかということが懸念された。もう1つは、IFRS推進派と日本基準擁護派の間で、議論がかみ合わないことであった。何が本質的な課題であるかを明確にしたいと思いつつも、双方が納得するところまでは必ずしもいかなかった。2013年6月にまとめられた当本レポートは、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。

の方針では、IFRS 任意適用要件の緩和と日本版修正 IFRS の策定方針が出された。

それから 1 年が経過したところで、日本企業の国際財務報告基準 (IFRS) の採用を促進するためのセミナーが 7 月に催された。その機運は次第に盛り上がっているが、まだ満足すべきところまでは至っていない。その促進に向けて、IFRS 適用の必要性を認識してもらおうという主旨であった。印象に残った点をいくつかまとめてみた。

金融庁の池田局長は、昨年 6 月に IFRS の任意適用の基準が緩和される方向が示されてからほぼ 1 年を経過した現在、44 社が適用を明示しており、その時価総額は 61 兆円、全体の 13% まできたと説明した。6 月に発表されたアベノミクスの成長戦略第 2 弾にも、IFRS の拡大促進という文言が入っており、国の方針としても力強さを増している点を指摘した。

44 社は IFRS をそのまま適用するピュアな IFRS 採用企業であるが、それとは別に、IFRS の考え方を十分取り入れつつ、日本の独自性を盛り込んだ日本版 IFRS についても、近く公開草案が出される予定である。ピュアな IFRS の一部に修正を加えた日本版 IFRS は、わが国の主張を明示するもので、そこに意味があると池田局長は強調する。

日本版 IFRS は 1 つの基準としては評価できるが、そのままグローバルに通用するかどうかはわからない。いかに調和を図っていくかが問われている。住友商事の島崎元副社長は、IFRS の採用は国際競争力と経営基盤の強化に不可欠であり、今は冷静に判断できる時であると主張する。

日本取引所グループ (JPX) の斉藤 CEO は、東証の国際的地位は大幅に低下しているのでは日本独自の主張をしても無視されてしまうのではないかと警鐘を鳴らす。1989 年に世界の株式市場の時価総額は 10 兆ドルであったが、その時日本は 4 兆ドルを占め、世界シェア 40%、圧倒的 NO.1 であった。当時はバブルの絶頂期であったが、確かに存在感はあった。それが今では、世界の時価総額は 70 兆ドルに拡大しているのに対して、日本は依然として 4 兆ドルにとどまり、世界シェアは 6% まで落ちてしまった。日本の株式の 3 割を外国人が所有し、日々の売買の 6 割を外国人投資家が占める中で、日本の会計システムにその良さは認めるとしても、世界に通用するとはいえない。よって、世界基準の中に入って自己主張をすべきであると強調する。

藤沼 IFRS 財団副議長は、この IFRS は海外から押しつけられるものではなく、今でも日本人の有力メンバーがいくつもの重要な組織に入って活動している、と説明する。国際基準は、日本も主張しながら、一緒になって作っていくものであるという認識を持ってほしいという。

公認会計士協会の森会長は、IFRS は米国会計基準 (US GAAP) のような外国基準ではない、時価が全ての資産負債アプローチでもない、あくまでもグローバルな比較可能性を中心に考えていると解説する。議論になっているのれんの償却をするかしないかについても、どちらがよいと一方的に言えるものではないという。日本の ASBJ (企業会計基準委員会) では、日本の主張を盛り込んだ日本版 IFRS を策定中であり、のれん、当期純利益、OCI のリ
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。

サイクルなどについて方向性が出てくる。これらの点をよくみてほしいと強調する。

実際、池田局長は、当期純利益のあり方について、国際的な意見発信の場である IFRS 財団会計基準アドバイザー・フォーラム(ASAF)において、日本の提案が明示され、その論旨は高い評価を得ていると指摘する。

自民党の吉野衆議院議員（企業会計小委員長）は、任意適用の社数を 2016 年までに 300 社に増やすことを提言した。ものさしを 1 つにして国際比較し、その中で日本企業の収益力を高めていくことが必要である。任意適用の数を顕著に増やすことが、成長戦略の目指すべき方策であると強調する。また、IFRS を適用した企業が、その実態や良さについてレポートを出し、それが採用促進の引き金になることを求めている。

IFRS は世界 105 カ国で採用され、14 カ国で任意適用が認められている。日本も任意適用の社数を大幅に増やして、その存在感を高めていく必要がある。それによって日本の発言力も高まる。そのためには、多くの日本企業がその必要性を得心し、コストパフォーマンスを納得することが求められる。

日本版 IFRS が具体化すると、日本には 4 つの会計基準(日本基準、米国基準、ピュア IFRS、日本版修正 IFRS) が並存することになる。いかにも多い。どれかを任意に選ぶという所から、早晚収斂が必要になろう。日本の多くの企業は、大企業に限らず、中堅企業においても世界市場を目指して海外に出ていき、それぞれの地域で現地化を図っていくことになろう。海外企業との JV や M&A も一段と増えていこう。その時、共通の物差しは必須である。グローバル市場で活躍するにつれて、否応なく IFRS を採用することが求められよう。日本版 IFRS がよい意味での呼び水になって、IFRS 採用企業が加速し、300 社を超えてくることを期待したい。アナリストとしては、当面 4 つのものさしを使い分けていくが、早く一本化してほしいと思う。

2. 企業価値の実態を見抜く

マーケティングの極意～ネスレジャパン、YKK、資生堂、エーザイ

9 月にワールド マーケティング サミット ジャパンが開かれた。マーケティングの大御所であるフィリップ・コトラー教授をはじめ、多くの専門家が東京に集まった。マーケティングとは経営そのものであり、いかにリピート客を作り出すかという点について議論が盛り上がった。

コトラー教授は、1) プロダクトを売る時代ではない、2) 顧客志向でも十分ではない、3) ブランドを作るのも大事であるが、4) いかに価値を創り出していくか、5) それを顧客と一緒に創っていく時代に入っている、という認識を示した。顧客は、もっと自分に注目してほしいと思っている。自分は特別のグループの一員になりたい。自分をもっとはっきり

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。

示したい。誰もが自らを表現して自己実現したい、と思っている。そこにいかに入っているかが問われている。

そのためには、生活の中に入ったリサーチが必要である。個人の嗜好を明らかにするビッグデータの解析が求められる。人々の無意識の中にある動きを見出していく。店舗のショールーム化、体験の機会提供、まれにしかないニーズへの対応、商品・サービスの無料化の推進など、従来と違った形で顧客との新しい接点を作っていくことが重要である、とコトラー教授は強調する。

ネスレジャパンの高岡社長は、ネスカフェはローテクだが、それ故にイノベーションに挑戦しているという。その1つの姿が、ネスカフェ・アンバサダーにある。これはビジネスモデルの革新である。多くの会社で何が困っているか。それは社内コミュニケーションの不足にある。そこで、コーヒーを飲むという状況を、コミュニケーションをよくする場に変える仕組みを作り上げた。

まず、組織に属する誰かがもっとコミュニケーションを良くしたいと思う時、その人が自らアンバサダーになると決める。社内の了解を取って、一定のスペースを確保する。そこにネスレから送られてきたバリスタマシーンと貯金箱を置く。コーヒー1杯が20円で飲める。しかも、その場所で社内のさして親しくない人とでも、ちょっとした会話ができる。このアンバサダーにネスレから給料や報酬はない。職場の雰囲気をよくしたいというのが、アンバサダーにとってのモチベーションであり、その一翼を自分が担っているという役割が自己実現に結び付く。

ネスレにすると、アンバサダーは給料のいらぬ代理店のようなもので、1杯20円のコーヒー代でも十分採算に合う。日本国内において、この1年半でアンバサダーは14万人に増え、200万人がこのコーヒーを飲んでいる。去年は年間で5億杯のコーヒーが飲まれたが、今年は10億杯に増えるという。

新しいコミュニティをアンバサダーが作っていく。そして、周りのみんなに感謝される。14万人がFacebookでこの活動をシェアし、今や毎日300~400人のアンバサダーの申し込みがある。ネスレジャパンは年に3回、アンバサダーの大会を行っている。一度に500人から1000人が抽選で集まって、交流を深めている。結果として、同社にとって、極めて利益率の高いビジネスモデルに育っている。日本初のこの仕組みが、今やスイスの本社でも注目されている。

YKKはファスナーで有名であるが、建材の分野で「窓」という全く新しいカテゴリを作り上げた。吉田会長は、ファスナーの目で建材を見た。ファスナーに最大公約となる商品はない。ファスナーは部品であって、1つ1つの商品に合ったものを作っていく。どれも同じものではない。このコンポーネントビジネスの目で建材をみると、サッシ業界やガラス業界はあっても、窓業界はなかった。全国にある4~5万件の建材店が窓を作っていた。

そこで、2004年に窓メーカーになると決めた。建材店では作れない窓を作るといって、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。

多くの建材店を説得した。このビジネスモデルの転換によって、YKKは窓のパイオニアになり、窓を考える会社のリーダーになった。そして、かつてのサッシメーカーは今やみんな窓メーカーになってきた。新しいサブカテゴリーを自ら作り上げてきたのである。

資生堂の魚谷社長は、今年4月に社長に就任した。日本コカコーラでの経験を踏まえて、資生堂をグローバルに強く、もっと稼げる会社に変えようとしている。どうするのか。4つの手を打っていくが、基本はハイブリッドにあるという。トヨタのハイブリッド車は、まさにガソリン車と電気自動車の融合で、世界のデファクトスタンダードを作った。全く新しいカテゴリーを作ったのである。

資生堂は、第1に日本と西欧のカルチャー・考え方の融合を図る。おもてなし、もったいない、というフィロソフィーをしっかりと取り入れていく。第2はダイバーシティの推進である。多様な国籍の人をマネジメント層に入れて、経営をグローバル化していく。第3は、“Think Global, but Act Local”で、ローカルブランドの充実を図る。中国ではAupre(オープレ)というブランドを20年前から始めて、すでに年商400億円に育てている。これをもっと充実させていく。第4は、オープンイノベーションをマーケティングしていく。ハーバード大学とは肌の研究を20年ほど行ってきたが、自分の免疫で肌をよくするというULTIMUNE(アルティミューン)をマーケティングする。こういうイノベーションに訴求していくという。

エーザイの内藤社長はコトラ教授に学びたくて、若い時ノースウェスタン大学でMBAを取った。そして、現代産業のミッション(使命)は、イノベーション&アクセスにあると定義する。イノベーションは、少ない資源でいかによりよい性能を引き出すか。そのビジネスモデルを追求する。アクセスとは、製品やサービスを本当に必要とする人々にきちんと届けることを意味する。どんな場所でもどんな所得の人にも、健康のための医療サービスや医薬品は必要とされるからである。

熱帯病のフィラリアに効く薬を必要としている人々がいる。発展途上国で、所得も十分でない。では、どうするか。プライシングはゼロにした。価格はただで、22億錠を提供することにした。これはフィランソローピーの社会貢献ではない。内藤社長は、これは寄付ではなく、投資であるという。今役立つ投資を通して、いずれエーザイのブランドに返ってくる。株主総会でそのように説明し、了解を得た。新しいマーケティングである。22億錠も作ると、工場でのコストはかなり下がった。2020年以降に新興国として育ってくると、エーザイのビジネスが広がる可能性は高まる。将来への長期投資として、マーケティングを実践している。まさに、内藤社長がかつて学んだソーシャルマーケティングの新しいモデルである。

高岡社長は、トップと社員のレベルをいかに上げていくかが重要で、そのためには投資家の目が必要であるという。魚谷社長は、商品のカニバリ(自社競合)を恐れるのではなく、これを超えるイノベーションを実践することであると強調する。吉田会長は、全く新本レポートは、独自の視点から書いており、基本的に会社側の立場に立つものではない。本レポートは、投資家の当該企業に対する理解促進をサポートすることを目的としており、投資の推奨、勧誘、助言を与えるものではない。内容については、担当アナリストが全責任を持つが、投資家の投資判断については一切関知しない。本レポートは上記作成者の見解を述べたもので、許可無く使用してはならない。

しいことは、あまり早くても遅くてもダメで、皆が乗ってくるタイミングを図る必要があるという。アイデアだけではなく、それをいかにお膳立てするかが重要である。内藤社長は、顧客の喜怒哀楽を知るべく全社員で活動するという。そのためには患者のそばにいて、患者の気持ちを知ることである。4人とも、ハートに届くコミュニケーションを、マーケティング活動として実践している。

最後に、コトラー教授は、マーケティングに優れた会社を格付けする9つの軸を提起した。これを5段階で評価する。軸は、①オポチュニティ、②コミュニケーション、③マーケティングストラテジー、④ビックデータ、⑤販売力、⑥組織、⑦イノベーション、⑧ディストリビューション、⑨CSRである。これに対して、5点から1点で評価する。十分対応できていれば5点、全くできていなければ1点、という具合である。

満点が45点、すべて3点なら27点、すべて1点なら9点である。まずは自己採点してみる。対象とする会社が30点以上なら一応の水準にあると、コトラー教授は評価する。レーティング（格付け）を通して、企業を自ら評定してみることは、投資家にとっても「企業を見る目を養う」という点で大いに役に立とう。なによりも大事なことは、誰かが付けたレーティングを信じるのではなく、自らそれを実践して、経験を積んでいくことである。

リコーの環境経営

リコーとNRIの個人投資家説明会に参加した。Q&Aで良い質問が多発された。大いに楽しかったので、そのポイントについてまとめてみた。

リコー（コード7752）は初めての個人投資家向け説明会であった。三浦社長は自分の言葉で自由に語っていた。もうすぐ創業80周年を迎えるが、業績の回復と次の事業展開に自信を持ってきたのであろう。今後は年に1~2回、個人投資家向けをやっていきたいという。現在PBRは0.9倍であるが、1.0倍に戻すだけで株価は1400円を超えてくると強調するところから始まった。

中期3カ年計画では、オフィス事業の収益力強化と新規事業への投資に力を入れる。オフィス事業は先進国と新興国で状況は異なり、先進国はさほど伸びないが収益源のサービスを3カ年で1.3倍にする。伸びる新興国では売上げを2倍にする計画である。

コピー、FAX、プリンター、スキャナーといった機能を持つ複合機は、従来は紙への印刷というアウトプットであったが、これからは他のデバイス（プロジェクター、インターラクティブホワイトボード、タブレットなど）へのアウトプットを図っていく。

オフィスでの新規事業では、オフセットに代替する商業印刷、FA（ファクトリーオートメーション）、車載（自動車用）、セキュリティ向けのレンズ、センサー、監視カメラなどを伸ばす。

全く新しい新規分野としては、光学、画像、センシングを使ったサーマルラベル（書き込み消去が自在にできるラベル）、周りの360°の画像が撮れるカメラ（介護用、見守り用、

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

農業用など)、3Dプリンター(すでにヘッドでは当社製が使われている)など、3年で年商100億円規模のビジネスを3つ作り、将来は1000億円単位の事業へ拡大していく。

その軸となるのが環境経営である。環境に関して、当初は‘環境対応’から始まった。その後‘環境保全’へと続き、現在は「環境経営」と称している。環境を保全するだけでなく、そこから利益を稼ぐビジネスとして捉えている。そして、今後は新たな環境事業を創出していく。つまり、環境対応はコストであり、環境保全はリスクマネジメントであるが、環境経営は、環境を本業として事業化することである。その1つの象徴が、神奈川県海老名駅西口におけるまちづくりへの参画である。そこで、リコーが持っているこれまで技術力とサービス力を活かして、新しいビジネスフィールドを拓いていく方針である。

2015年3月期の営業利益予想は1400億円であるが、それを2017年3月期には2000億円へ持っていく。ROEも現在の8%が10%を超えるところまでいこう。総還元性向30%として、今期の配当は34円を予定している。株主優待も1)優待品(カレンダー)、2)優待イベント(抽選:カメラセミナー、市村自然塾(市村清創業者)、ラグビー観戦、リコーフィル演奏会)、3)カメラ特別販売(割引価格)など、リコーへの親しみを重視している。

投資家からの質問では、1)円高、円安という為替に対する感応度は今どうなっているのか、将来はどうするのかと聞かれた。これに対しては、USドル1円で13億円ほど利益が変動するが、これを8億円に下げていくべく手を打っている。将来とも為替感応度を下げていくという説明があった。

2)商業印刷を伸ばすというが、M&Aは考えているのか。これに対しては、すでに日立グループとIBMからプリンティング事業を買収しており、これを軸に伸ばしていける。この事業においてM&Aは考えていないと、三浦社長は話した。

3)今後のグローバルな生産体制はどうしていくのか。すでに8~9割は海外で生産している。中国、タイ、仏、英、米などで適地生産をしており、日本はより高度なものを作っていくという。

4)複写機は紙で儲けてきたが、サービスをどうビジネスに活かしていくのか。サービスで儲けているのは事実であるが、その比率については明らかにしにくい。これからもハードとサービスを複合化することで競争優位を築いていくとの説明がなされた。

NRIの未来創発経営

野村総合研究所(コード4307:NRI)については、室井副社長から説明があった。NRIというと、シンクタンク、経済調査機関というイメージが強いかもしれないが、実は社員9000名を超える情報システム会社である。

コンビニのセブンイレブンでは、日本の1.7万店舗、米国の8000店舗、カナダの500店舗、中国の200店舗など、内外を含めてそのPOSシステムの運用をNRIが全面サポートしている。国内のセブンイレブンのATM2万台についても、NRIがその運用を担当している。

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。

NRI は 2015 年に創業 50 周年を迎える。ビジネスの基本は「ナビゲーション（問題発見）×ソリューション（問題解決）」にある。つまり、リサーチをして、コンサルをして、コンピュータ（IT）を実際に動かす、というビジネスを行っている会社は世界にない。極めてユニークなビジネスモデルを確立している。

ビジネスにおいてデータが命であり、それを守るデータセンターは、東京に 4 つ、大阪に 1 つあり、逐次最近のものにしている。もう 1 つ重要な資産は、人材である。NRI の社員数は現在 9300 人であるが、毎年 300 人の新卒を採用している。新卒の 65%は大学院卒である。極めて優秀な人材が入っている。この他に、国内では 100 社以上、9000 人のパートナーが NRI のために働いている。また、中国では 21 社、5500 人が NRI の仕事を分担している。中国の企業とは、日本語でやりとりができるというのが最大の強みである。インドにも子会社を作り、200~300 人に増えつつある。

2015 年 3 月期の業績は、売上高 4000 億円、営業利益 530 億円、売上高営業利益率 13.3% を目指している。1 人当たり売上高 5000 万円、1 人当たり営業利益 600 万円というのは、いずれも業界トップである。

NRI の経営ビジョンは「未来創発」にある。つまり、自分たちで未来を創っていく。未来に対して大いに貢献していこう、という発想である。成長戦略としては、金融から産業へ、国内から海外へ、と事業領域を拡げていくことにある。

大きな変化は、リーマンショック後止まっていた IT 投資が動き出した点にある。アベノミクスの影響もあり、多くの企業が新しい投資をスタートさせている。金融の分野ではマイナンバーなど制度が変わっていくので、それへの対応が重要を生み出す。また、顧客が IT システムを自ら所有するのではなく、利用する形に変化しており、共同利用を提供する NRI のプラットフォームが一段と使われることになる。

NRI は年率 7%の安定かつ着実な利益成長を目指す。自社の内部成長に加えて、M&A の効果も上乗せしていく方針である。配当性向はこれまで 30%であったが、収益力が高まってきたので、これを 35%に上げていく。今期の配当は従来の 56 円が 60 円となろう。

Q&A では、1) それだけの顧客情報を持っていて、情報漏えいの心配はないのか。どのように手を打っているのか。これに対しては、生のデータは会社の心臓部に保管しており、何重にも防御されているので、入っていくことはできない。アクセスは全てログをとっており、情報管理は徹底している。中国でのソフト開発でも、テストデータに生のものは使わず、外部との接触はすべて遮断している。

2) ハッカー、ウイルスに対してはどのような手を打っているのか。サイバーセキュリティについては、NRI セキュアテクノロジーという会社を持っており、すでに 300 人になっている。NRI の情報システムに対して、どこまで侵入していけるかというペネトレーションテストを、その部署に知らせることなく行っている。新種のウイルスやワームに対しても、新種がきたらすぐに対応するようなコンソーシアムを作っている。

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

3) 銀行のシステムでは NTT データなどが強いときくが、NRI はどのようにつながっているのか。預金のシステムでは既存のシステム会社が強いが、銀行が新しく始めた投資信託では、NRI のシステムが 105 の銀行に入っている。つまり、銀行でも新規の金融証券ビジネスには大いにチャンスがある。

4) 顧客によってシステムが違うと思うが、どのように対応しているのか。マルチベンダー環境に対応できるというのが、NRI の強みである。共同利用についても、一定の標準化を行っているので、このプラットフォームに乗ってもらうことで、全体のつながりを効率化している。

5) グローバル化するというのが、海外ビジネスはなかなか伸びていない。今後はどう展開するのか。コンサルの売上比率は全体の 6.6%に留まる。ウエイトは小さいが、このコンサルの海外比率はすでに 30%になっている。IT ソリューションについては、海外において日本流は無理である。海外流を入れていく必要があり、その足場作りに力を入れていく。3 年はかかるとみている。

以上のように、リコーと NRI のプレゼンはいずれも優れていた。参加した個人投資家の質問も的を射ていた。60 分のうち 40 分がプレゼン、20 分が Q&A であった。妥当な配分であろう。プレゼンの内容に関するベルレーティング法による評価は、12 点満点中リコーが 9 点、NRI が 10 点という評価であった。今後の経営展開に注目したい。

野村ホールディングスの中長期経営

8 月に野村ホールディングスのインベスターズ・デーが催された。ホームページでその時の内容が音声で配信されている。Q&A (質疑応答) も聴けるので大いに参考になる。2020 年 3 月期の経営目標とそれを達成するための戦略について、永井浩二 CEO が語っている。従来に比べて、かなり明解に将来の方向とビジネスモデルの変革について述べている。今後のマーケットを見る上でも参考になろう。

永井 CEO は 2 年前に就任したが、その時、2016 年 3 月期 (創業 90 周年) の経営目標として、EPS50 円の達成にコミットした。リーマンショック前は、EPS で 50~100 円を稼いでいたが、その後の低迷期には 2 度の大型増資の影響もあって、大幅なダイレクション (株式の希薄化) が生じて、株価も低水準に留まっていた。そこで、まずは EPS を 50 円に戻すことを最大の目標とした。

この目標は、2 年前倒しで達成した。2014 年 3 月期の EPS は 55.8 円となり、ROE も 8.9% となった。そこで今回は新しい目標を定め、2020 年 3 月期で EPS100 円を目指すことにした。EPS が 2 倍になれば、それに見合っただけで株価の上昇も見込めるので、株式の希薄化で影響を受けた株主もかなり取り戻すことができよう。

では、野村のトップマネジメントは今後の経営環境をどのように認識しているのか。3 つの点に触れている。1 つ目は、日本経済の先行きである。デフレ時代に、日本の企業は 3 つ本レポートは、独自の視点から書いており、基本的に会社側の立場に立つものではない。本レポートは、投資家の当該企業に対する理解促進をサポートすることを目的としており、投資の推奨、勧誘、助言を与えるものではない。内容については、担当アナリストが全責任を持つが、投資家の投資判断については一切関知しない。本レポートは上記作成者の見解を述べたもので、許可無く使用してはならない。

の過剰を抱えてきたが、それはいずれも解消した。債務の過剰は、今やキャッシュ余剰となっており、雇用の過剰は人手不足となっている。設備の過剰も一巡し、新しい投資が必要になっている。問題にされた6重苦のうち、円高は是正され、高い法人税率も引き下げる方向となった。貿易自由化についてはTPPの土俵に乗っており、労働規制も緩和の方向にある。課題の財政赤字削減は、消費税の引き上げで一步を踏み出した。残された電力不足も原発再稼働に向けた議論が少しずつ進展している。

2つ目のアジア経済については、2050年に向けてアジアが世界経済の牽引役となるのは既にはっきりしており、人口動態からみて、東南アジア・中央アジアはかつての日本のように人口ボーナス期を迎える。これにつれて、アジアの個人金融資産は大幅に伸びていく。2013年の37.0兆ドルが2018年には61.0兆ドルへ伸びるとみられる。その中で、日本での経験・ノウハウが、アジアビジネスでも活かせるはずであると考えている。

3つ目は世界的な金融規制の流れである。国際金融規制（バーゼルⅢ、OTCデリバティブ規制）や米国、EU、英国での金融規制など、いずれも世界の金融機関にとってはインパクトがあり、その対応が求められている。健全なバランスシートを維持強化するために、事業の見直しを迫られる金融機関も出ている。その中で野村の自己資本は充実しており、相対的な優位性を保っている。また、ホールセールとリテールを事業の両輪とすることで、安定した収益基盤を保っている。

2020年のマーケットについて、野村では、①日経平均25000円（PER15倍）、②為替110円/ドル、③短期金利1%（ゼロ金利は解消）、④ホールセールのグローバルマーケットの伸び率年3%（フィープールベース）と想定している。デフレ時代が終わって、穏やかなインフレの中で企業の稼ぐ力が改善してくるので、日経平均の25000円はほぼ妥当な線であろう。

事業法人や金融機関においてはグローバルな提携が一段と活発化し、日本企業によるクロスボーダーM&Aも一段と増大しよう。デフレの時代からマイルドなインフレの時代に入るので、個人金融資産に占める有価証券の比率もこれから上がってこよう。日本企業のコーポレートガバナンスの向上や機関投資家のスチュワードシップの強化によって、株式市場の活性化も図られよう。

経営環境はフォローなので、ビジネスモデルの変革を通して収益力を高め、2020年3月期にはEPSで100円を目指す。税前利益でみると2014年3月期の3300億円を、4500~4700億円へ持っていく方針である。

いくつかの事例が印象に残った。営業部門では預かり資産を現在の92兆円から150兆円に持っていく。このうち個人金融資産に占める野村のシェアを16%から25%に上げていく方針である。NISAについては、2020年に業界で1500万口座となろうが、野村ではそのうちの20%、300万口座の獲得を目指す。これによって投信残高だけでも5兆円をとれるとみている。顧客資産が150兆円になると、ストック収入によるコストカバー率が現在の17%

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 50%に向上する。ストック効果が大きく高まってくるので、収益の安定化が図れることになる。

ホールセールについては、部門の利益を現在の 2 倍の 2200 億円にもっていく計画である。その半分を海外で稼ぐ方向である。海外では、まずは先進国を中心に債券型ビジネス (Fixed Income) で収入の拡大を図る。アジアについては、1) 香港、シンガポール、2) 中国、3) タイ、インドネシア、4) ベトナム、ミャンマーなど、4 つのカテゴリーに分けて、各国の事情に合わせつつ、ホールセールとリテールという両輪モデルで、顧客の開拓と拡大を図っていく。

課題の 1 つは相続ビジネスの強化である。例として、地方で資産家であった顧客の相続を考えると、そのファミリーは都会に多いことが多い。そうすると、顧客を支店単位で個別にフォローするのではなく、ファミリー全体を個別の支店を超えた複数の営業コンサルタントでカバーしていくことが問われる。つまり、新しいチームプレーが要求される。年間 50 兆円の相続ビジネスには、不動産、上場有価証券、現金、未公開株など、さまざまなものがある。大手の銀行との戦いにもなる。どういう強みを磨いていくかが問われよう。

海外事業では、米、欧については実質黒字化しているが、アジアはまだ赤字基調である。マザーマーケットと位置付けるアジアで、日本の両輪モデルを現地に合った形でどのように築いていくのか。タイでの支店展開など大いに期待できよう。

野村は 2025 年に創業 100 周年を迎える。それに向けて、アジアで揺るぎない地位を築きたい、というのが永井 CEO のメッセージであった。まだ、不確定な要素もあるが、この 10 年でみると、目標と戦略の立て方が分かり易い形で提示された。野村のビジネスモデルの変革に引き続き注目したい。

「第三者委員会」の役割とゼンショーHD

弁護士の久保利英明氏 (日比谷パーク法律事務所代表) の話を聴く機会があった。久保利氏は、企業の不祥事を解明するために近年注目されている第三者委員会を立ち上げ、その基本形を作ると同時に、第三者委員会の格付けも行っている。その役割について、どのように理解しておくのか。投資家として、企業に問題が発生した時の対応のあり方について、大いに参考になるので、そのポイントをまとめてみた。

企業をはじめ組織に何か問題が発生した時、自らその実態を調べて改善策をとるのが普通であるが、それができない場合が目立っている。明らかな犯罪行為であっても、起こした個人の問題として片づけるのではなく、組織に内在する機能不全は何なのか、トップはどのように責任をとるのか、という点で第三者の目が必要になっている。

第三者委員会に法的根拠はない、と久保利氏はいう。第三者委員会は、企業と通常の契約を結ぶだけである。マルハニチロホールディングスの孫会社のアクリフーズで、農薬混入事件が起きた。その第三者委員会の委員長を久保利氏が務めた。企業が本業のビジネス

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。

に走っている時、予想もしないことが起きる。組織の歪みがそういう事件を引き起こすのか、たまたま悪い個人がいただけなのか。いずれにしても社会的なレピュテーション(評判)として組織に跳ね返ってくるので、放置するわけにはいかない。

問題が発生した時に、企業はまず隠そうとする。事を明らかにせず穏便に済ませれば、それに越したことはないと考える。次に、何らかの法律違反があれば、ふとどきな個人の問題として処理して、会社を守りたいと考える。さらに社会問題となって、自社のレピュテーションに響いてきた時には、世の中に納得してもらうように、事態を適切に説明して、分かってほしいと思う。何を分かってほしいのか。会社としては常にベストを尽くしているが、今回の事案は特殊な例外であって、きちんと手を打つので、これ以上深く責めないでくれ、という気持ちが入っている。

それでもマスコミなどを通じて社会問題になると、通常ของบริษัทサイドの説明では誰も納得してくれない。会社の言うことを信じてくれなくなる。その時に、原因究明とその後の対応策について、第三者が的確に調べて報告してくれれば、実態が明らかになり、その後の対応についても説得力が高まる。そこで第三者委員会の登場となる。

この時、第三者委員会のあり方が問われる。久保利氏は、第三者委員会のメンバーは会社から完全に独立しており、かつ、その分野のプロであることが求められると強調する。つまり、第三者委員会は、独立、公正、厳格であることが必須である。なぜ第三者委員会が必要になってきたか。それは、事案が起きた時に、社外監査役や社外取締役が十分機能せず、信用されていないからだと指摘する。

社長の責任問題にも結びつく可能性があるので、会社が第三者委員会を作っても、できるだけ穏便に済まそうとするかもしれない。委員会の調査に協力してくれないかもしれない。報告書の内容に口を挿んでくるかもしれない。第三者委員会にお金(費用と報酬)を出すのは会社であるから、そうしたことは起こりうる、それでは本当の自浄作用には結びつかず、信用されないことになる。

弁護士の本来の仕事は、依頼者を守ることである。通常、依頼者がお金を支払ってくれる。これは平時の弁護士の仕事であって、第三者委員会のメンバーは全く異なる立場である、と久保利氏は強調する。すなわち、第三者委員会の依頼者は、直接的には会社であっても、その裏にいる本当の依頼者は、全てのステークホルダー(顧客、社員、取引先、株主、地域社会)であるという認識である。企業の価値創造を支えるステークホルダー全員から納得を得られるような調査と報告が期待されているわけだ。

ところが、本来の役割を十分果たせない第三者委員会が増えてくる可能性がある。どこかで甘さや手加減が入ってしまいかねない。それでは組織は再生できないと懸念し、久保利氏は、第三者委員会の格付けを始めた。自分が入った委員会の評価はできないので、その以外の委員会の報告の中から、1年間にいくつかを選んで、A、B、C、D、Fの5段階で格付けをしている。

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。

何のための格付けか。本物でない、偽物とでもいうべき第三者委員会の報告が散見されるからである。A、B というのは評価の高いもの、C、D は評価の低いもの、F は失格というレベルである。久保利氏自身が出している評価の例では、「みずほ銀行の提携ローン業務適正化に関する特別調査委員会」の報告書はD、リソー教育の第三者委員会の報告書はFであった。

ゼンショーホールディングス(コード 7550)の「すき家の労働環境改善に関する第三者委員会」では、久保利氏が委員長を務めた。過酷な労働実態がブラック企業として問題になった。ゼンショーHD の小川会長兼社長(グループ CEO)とは何の面識もなかったが、最も厳しいという久保利氏に委員長を依頼し、メンバーの人選も全て任せた。総ての資料・データの提供と社内の協力を約束したので、彼は引き受けて調査をした。

結論は、厳しい労働実態が明らかになり、法律を守るように社内の仕組みを改善すべしということになった。法律を守るのは当然である。同時に重視すべきことは、経営者の成功体験が現場への指示となった時に、異常ともいえる働き方を従業員やアルバイトに強要することになった。顧客満足の達成に向けたやる気に訴えるだけではすまされない事態に至った。ステークホルダーの一員である社員、アルバイトのことを適切に評価していなかった。もっと顧客と従業員のバランスを重視せよ、と久保利氏は提言した。

第三者委員会には、事実を自分で探すという活動が求められる。ヒアリングやアンケート、実際の資料やデータを分析する。これは弁護士が普段やっていることなので、プロとして一日の長がある、社外取締役や社外監査役にしても、実態に迫る調査を行うだけのスタッフが必要となる場面もありうる。しかし、社長にとって不都合なことを許容し、その活動を認めてくれるかどうかは分からない。一定の制約があつて、十分な解明ができないことにもなりうる。

以上を踏まえると、企業にとって大事なことは、1) 初期の情報を無視しない、2) 軽く考えて穏便に済まそうとしない、3) 隠そうとしない、4) ディスクローズを的確に行う、5) 真相究明に本気になる、という姿勢が問われる。この一連の考えを実践できるかどうかは、経営トップの姿勢と組織における牽制の仕組みにかかっているといえよう。

久保利氏は、いつも社長に次のように言っている。トップは常に他人ごとではなく、自分のこととして事態を捉え、いつでも腹を切って謝る覚悟が必要である。いざという場面で、それができるかどうかは本物の力量である、と。

企業は社会の公器である。企業価値創造の仕組みが時として壊れる時がある。それは、一個人、一部署の問題でない場合が多い。組織に歪みが生じて、十分なガバナンスが効いていない。どんな企業にも緩みや亀裂が生じる可能性がある。第三者委員会の世話にはなりたくないが、そのためには、不断の努力と、いざという時の覚悟は常に持つておく必要がある。その姿勢をもっている経営者か、そういう企業文化を醸成している会社かどうか、この点を投資家は最も知りたいと思う。

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。

3. 行動を通して感性を磨く

プロとアマの違い

プロとアマの違いはどこにあるのだろうか。かつて聞いたことがある。アマチュアとは、頭と体と時間を使って、お金を払う人。プロフェッショナルとは、頭と体と時間を使って、お金を稼ぐ人。ゴルフのプロとアマを考えると、その通りである。プロは賞金を稼ぐために必死になるが、アマは休日の楽しみとしてお金を使っている。但し、接待ゴルフはビジネスをスムーズに遂行するためのリレーションシップ作りだから、別の意味を持つかもしれない。

この定義に基づくと、機関投資家はプロで、個人投資家はアマであるとはいえない。頭と体と時間を使って、パフォーマンスを上げる人こそ、その道のプロといえよう。個人投資家で、プロとして実績を上げている人は多い。反面、機関投資家でもプロになりきれない場合は多々ある。

ゴルフは個人技の色彩が強いが、チームプレーが求められるスポーツも多い。サッカーの岡田武史監督の話を聴く機会があった。組織で働く一員がプロになるにはどうするか。その中で、リーダーになって、指導力を働かせるにはどうするか。興味深い点をいくつか取り上げてみたい。

サッカーでは試合が始まってから、チーム一人ひとりの動きにいちいち命令を出すわけにはいかない、選手同士が反応し合って、局面を打開して、ゴールを目指す。命令・指示されるのではなく、自分たちで自立的に動いていく訓練が必要である。

試合で一番勝ちたいと思っているのは誰か。それは監督である。選手ももちろん勝ちたいが、監督ほどではないかもしれない。企業でいえば、社長は何としても稼ぎたいと思っても、社員はそれほどでもないという場面はよくある。つまり、自分で考え、自分で責任をとるような訓練と仕組みを、その組織に埋め込んでいく必要がある。

プロとは何か。効果が出るまで練習して、それを自己管理するのがプロである、と岡田氏はいう。トレーニングをして、きちんと能力を高めていく。自己管理できずに、サボったり、オーバートレーニングになったりしては、今持っている能力もあつという間に劣化していく。

また、運を掴むのも実力である。運は誰にでもある。それを掴むかどうかである。そのためには、細部にこだわることであるという。自分一人くらいなら、この程度でよい、という甘さが運命を分ける。小さいことにこだわり、うるさくないと実績は出てこない、という意味である。

サッカーではゴールを決まった時が最高に嬉しい。このゴールの喜びを味わうには、全員がそれぞれの持ち場で、リスクをとる必要がある。リスクをとらなければ、チャンスは生まれにくい。しかし、リスクをとる行動には責任が伴う。失敗した時の打撃を考えると、

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。

戻込みしてしまうかもしれない。しかし、リスクをものにするだけの訓練を積んで能力を磨き、これはと思う瞬間に勝負しなければ、ゴールの喜び、つまり試合を楽しむことはできない。

岡田氏は、強風の中でリフティングの練習をさせるという。足でボールを蹴って、それを連続してキープするのである。選手からは、風が吹いていてコンディションが悪い、こんな中では練習にならない、という声がよく出てくる。それに対して、快適な環境で練習しても、それでは本当の実力にはならないと戒める。自分にとって、都合がよくない状況でも、いかに実力を出すかが問われるので、悪環境をものともしないことが大事である。

実力は一直線にはついてこない。進歩は波を打って上がっていくので、スランプや力がでない時に、どう考えるか。これまでできたことが、できなくなることがある。ここで落ち込んではいけないという。次の高い目標に達するための準備期間だと思って、集中してベストを尽くすべきであると強調する。

サッカーチームに30人が集まれば、その中に、仲のよくない連中が必ず出てくる。さてどうするか。プロは目的のために働く。仲が悪くてもかまわないという。仲の善し悪しでなく、仲が悪くても互いを認め合うことであると強調する。認めてもらうためには努力を要する。それがコミュニケーションであるから、まずは挨拶せよという。挨拶は、自分がコミュニケーションをとる準備ができていくというシグナルとなる。互いの良いところを認め合うことが本質である。

サッカーは11人しかピッチに出られない。日本代表は23人である。どうやってメンバーを選ぶのか。選ばれなかった人は、悔しい思いをする。監督を恨む選手も出てくる。その選抜にあたっては、志の高い山に登ると決めて、私心なく腹をくくることがである。覚悟を持って責任を負うことにつきる、と岡田氏はいふ。何が何でも勝つための布陣を熟慮して決断する。それでも、試合に勝てないことが多い。

企業経営においても、投資の世界においても、志を高くして、プロとしての訓練を怠らせずに、常にチャレンジしていくことが求められる。組織の一人ひとりにどうスイッチを入れるか。あるいは、自分自身にいかんスイッチを入れるか。岡田氏の話聴きながら、意を強くした。子供たちも含めて、日本の将来を担う若者に大いにスイッチが入ってほしい。そして、スイッチの入っている企業にこそ投資したい。

感性を磨く小さな体験

7月にニューヨークとボストンへ出張した。オフィスからオフィスへ移動するビジネスではなく、街をいろいろ見て回るという体験型である。昨年はカンボジアに行ったが、ニューヨークの街をゆっくり歩くのは久しぶりである。

ニューヨークのホテルに夜の8時頃に着いたが、予約したタイプの部屋がない。2ベッドの部屋を取ったはずだがない。フロントの担当は、そういう要求は入っているが、すでに

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。

部屋はないので、キングサイズのベッドでワンランク上の部屋があるので、それでどうかと聞いてくる。こちらは困ると押し問答をした。しばらくすると、彼はそのタイプの部屋が見つかったと、突然態度を変えて一件落着である。どうなっているのか。当方のニーズには対応したが、次の客に問題を先送りしたのではないかと心配になった。

近くのステーキハウスに行ってみた。人気のレストランらしい。予約していないので、無理かなと思いつつ、入れるかと聞いてみた。9時少し前であったが、9時半なら席を用意できるという。150席はありそうで、満席である。入り口のバーあたりで、話しながら40分ほど待った。そうしたら時間通りに席が用意された。周りの客をみると、ビジネスが半分、プライベートが半分という感じであった。料理もワインも美味しく、典型アメリカンのレストランを十分堪能した。ところが、支払いでチップを加えた合計金額の暗算を間違ってしまった。翌日レシートを見て気が付いた。クレジットカードの請求はどんな数字で送られてくるのか。私の書いた合計金額でくるのが当然だが、そうすると途中の計算が合っていない。結果として、チップの大幅な払いすぎである。何と、足し算を間違えて100ドルも多くしてしまった。

「おはようマンハッタン」というニューヨークの歩き方に参加して、地下鉄の利用方法を教えてもらった。地下鉄には何度も乗ったことがあるが、改めて聞いてみた。おかげでメトロカードを使って自由に動けるようになった。1枚のカードで4人まで乗り降りできるとは知らなかった。1人がカードを通して改札口に入り、次の人に手渡す。その人も同じカードを使って、改札を通るという具合である。1枚の磁気カードをシェアして使えるのは確かに便利である。払い戻しはできないので、料金がいくら残っているかを確認しながら、追加のチャージをして上手く使い切った。

5番街の53丁目にユニクロの基幹店がある。広い、サイズはアメリカン。でも金曜日の夕方にしては客が少ない。近くのGAPはセールをやっているので賑わっている。34丁目にはJCペニーがあった。なつかしい。入ってみるとほとんど客はいないし、店は荒れている。これで大丈夫かと心配になるほどであった。ここにもユニクロがあるが、となりがZARA、すぐそばにH&Mと激戦区。セールの時期なので、その程度によって客の入り方が違っているようだ。

エンパイアステートビルに上がってみる。展望台に行くのに、エクスプレスコースがある。価格は2倍であるが、並び方が少なく済む。列に割って入って、早く上に着くという仕組みだ。長い行列を見ると、早く着くのはありがたいが、別のエレベーターがあるわけではない。エクスプレスの方は、長い行列に割って入って、エレベーターに優先的に乗せてもらう。長い行列の人々は、それを見てわかる。こういうサービスが機能しているところが面白い。客として自分が逆の立場だったら、やっぱり不愉快になるであろう。

ボストンには、アムトラック(列車)で行ってみた。かつて仕事でフィラデルフィアまで乗ったことはあったが、ボストン行きは初めてである。各停なので4時間ほどかかる。

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。

エクスプレスなら 3 時間半だが、のんびりコースの車窓を楽しんだ、列車はワシントンから来た。ニューヨークに着くと、しばらく停まっている。ビジネスクラスではないので、指定券ではあるが、指定席ではない。つまり、どこかには座れるが、席は決まっていないので、早いもの勝ちである。どうやって、眺めの良い 2 人席に上手く座るか。ノウハウがあった。ボストン日帰りツアーのベテランは、駅の職員と顔なじみである。乗車する客が改札口から入る前に、降車した客が利用する出口の階段から先にホームに降りて行き、入ってきた列車にさっさと乗ってしまう。乗客が来る前に乗ってしまうのだから、良い席がとれるのは当然である。その後、席はいっぱいになった。皆と一緒に入ったら、並んで良い席など取れそうにない。帰りも同じである。それがノウハウになっている。

アムトラックの列車をみると、エクスプレスは新しいが、各停の列車は古い。帰りの列車は途中で発電機が故障、30 分ほど止まってしまった。運休になって全員降ろされた例もあると聞いていたので、不安になったが、何とか動きだした。ところが、NY に着いた時間は定刻であった。途上で遅れを取り戻している。各停なので、かなり余裕をみているのであろう。日本の新幹線なら半分の時間で着くだろうが、大型投資をして新幹線を取り入れるのは難しいと感じた。ビジネスマンは飛行機のチャトル便でニューヨーク - ボストンを往復している。1 時間ほどである。これに替わって投資をするニーズは強くないと思われた。

朝食の時に、パンケーキで有名なノーマズに行ってみた。ブルーベリーパンケーキとエッグベネディクトが定番である。とにかくでかい。一人で 1 皿はとても食べ切れない。小さいころころじゃがいもの量も半端でない。ところが、隣の夫婦と子ども一人は、ちゃんと一人前ずつ注文している。食べる時も分けるというしぐさはない。反対隣の父と子どもも同じである。大人は食べ切っているが、子どもは残している、それでも一人前ずつ注文する。別の機会の夕食の時も 5 人家族で子どもが 3 人いたが、食後のデザートも一人ずつ頼んでいた。その量がすごい。日本なら 3 人前はありそうだ。それをペロッと食べてしまう。

スーパーに入ってみた。セントラルパークの傍にあるショッピングモールの地下 1 階である。日本の紀伊国屋のような雰囲気。肉は安くて新鮮、さすが肉の国である。買い物をしてレジに並ぶ。行列の処理の仕方が、日本とは違う。青、黄、緑の 3 色のラインが 2 コースあって、そこに電光掲示板があり、順番に番号が出て、音声でレジの番号が流れる。各列の先頭の人が 40 くらいあるレジの番号のところで会計。カードをサッと通して電子サイン。すぐに完了、便利である。

街を歩くと、MK のマークがついたバックを持った女性がかかなり目に入ってくる。日本でいうと、ヴィトンのバックを持っているという感じの頻度である。MK は Michael Kors (マイケルコース) というデザイナーのブランド。この会社は上場しており、株価をみるとこの数年で急成長している。バッグの価格はさほど高くないが、ブランドをきちんと作り上げている。ソーホーのブルーミングデールズ (百貨店) に、マイケルコースのテナントが入

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。

っていた。そこを見てから、5番街のサクスフィフスアベニュー（百貨店）の向かいにあるMKの店舗に入ってみた。確かに賑わっており、人気があるのがよくわかる。まもなく、先ほどのスーパーがあったコロンバスサークルのモールにも出店する。いずれコーチのように日本でも台頭してくるのかどうか注目したい。

泊まったホテルの近くに行列のできる屋台があった。ニューヨークで通りに屋台が出て、さまざまな食べ物を売っているのは珍しくない。サンドイッチ、パン、ジュース、くだものなど、朝、昼などの軽食として利用されている。でも、ここは違う。とんでもなく長い行列である。鶏肉や羊の肉を細かくほぐして焼いて、ご飯の上にそれを野菜（レタス）と一緒にのせ、ソースをかけて食べる。何がすごかって、ハラル対応と看板を出していることである。イスラム教の人々にも安心して食べてもらえるようにしている。こちらで勤務する日本人夫妻に聞くと、確かに美味しいらしい。残念ながら、食べる機会はなかったが、ストリートでさえ、ハラル対応をうたって商売をしているのは、さすが多様な人種の国、観光大国である。

ニューヨークは活気がある。若い、バイタリティがあって盛り上がりを見せている。一方で、格差は大きい。至る所で、敗者らしい風景、光景がみられる。観光シーズンなので、外国人が多い。その中でも中国人パワーはすごい。どこに行っても、中国語が飛び交っている。ボストン美術館の中でもそうである。一方、日本人にはほとんど会わなかった。旅行者は減っているようだ。街は、通信、鉄道、地下鉄、道路といったインフラへの投資という点では十分追いついていない。この課題をすぐに直していけるとも思えない。

今回の小さな体験は、私にとっては新しい出来事であったが、よく知っている人にとっては、珍しくもない当り前のことであろう。何をいまさらという感じを持つかもしれない。しかし、投資を考える時には2つの側面を重視する必要がある。1つは、投資環境や投資対象を何らかの形で実感しておかないと、新たに入ってくる情報も十分咀嚼できないということである。自分にとって実感できる長持ちする情報を得ておくことは、ものごとを判断する時に役立つことが多い。もう1つは、そうした実感が固定観念になってしまわないことである。常にフレキシブルに受け止めることが求められる。自分にとっての小さな体験は、感性を磨くという点で大いに役立つ。異質な体験を求めて、さまざまな現場を歩いてみることは、投資を考える上で有意義であるといえよう。

Belletk

鈴木行生(すずきゆきお)

(株)日本ベル投資研究所 代表取締役 首席アナリスト



(略歴)

福島県会津若松出身。東京理科大学大学院理工学研究科経営工学専攻修士課程修了。
75年(株)野村総合研究所入社。自動車、重工機械、鉄鋼、国際商品市況、合繊、小売り・サービス、金融などの産業を担当、東京、大阪、パリでの企業アナリストを経て、98年取締役企業調査部長。
97年野村證券(株)取締役金融研究所長。2000年野村アセットマネジメント(株)常務執行役員調査本部長。
05年野村ホールディングス(株)取締役、野村アセットマネジメント(株)取締役、野村信託銀行(株)取締役、野村資本市場研究所(株)取締役。
07年社団法人日本証券アナリスト協会会長(09年8月まで)。この間、一貫して証券アナリストの業務に従事。
10年7月(株)日本ベル投資研究所を設立し、アナリスト(Independent Research Analyst)として活動中。
金融庁企業会計審議会臨時委員、経済産業省「持続的成長への競争力とインセンティブ~企業と投資家の望ましい関係構築」プロジェクトメンバーなどを歴任。
株式会社システナ(東証1部、情報通信システム開発)社外取締役。
有限責任監査法人トーマツ顧問。公益社団法人日本証券アナリスト協会顧問。
日本IR(インベスターズリレーションズ)学会副会長。日本証券アナリスト協会検定会員(CMA)

(最近のレポート)

「持続的成長に向けて~企業価値創造のリターンを求めて」、トーマツ「会計情報」、Deloitte、2014年7月号
「日本経済の再生~日本企業の成長戦略に求められるもの~」、トーマツ「会計情報」、Deloitte、2013年7月号
「真の価値創造を目指して~投資家から見た企業価値評価」(花堂靖仁、高橋治彦編著「近未来の企業経営の諸相-2025年-」の16章、中央経済社、2012年3月)。
「日本の復興と投資家の気運~次世代を担う新しい日本を創る~」(証券アナリストジャーナル、2011年7月)。
「提言の論点 東日本大震災の復興に向けて」(公益社団法人日本証券アナリスト協会、2011年8月)など。

(株)日本ベル投資研究所 (ベルトークン) ホームページ www.belletk.com

Belle Investment Research of Japan Inc.
All rights reserved

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。