

ベル投資環境レポート

企業価値を高めるコツ、見抜くコツ

～腕の見せ所はどこか～

2018年9月16日

鈴木行生

目次

1. どこに投資するか～投資環境とテーマ	2. 企業価値をいかに高めるか～その評価
➢ 揺れるアジアの未来	➢ 株主総会はおもしろいか～経営陣の本気度をみる
➢ インドは着実に変化	➢ 日本企業はなぜ現金を多く持つのか～ROICの定着に向けて
➢ 上海でのエピソード～女主人の問い	➢ IR担当者の腕の見せどころはどこか
➢ AI投資に全力で取り組み～ソフトバンクワールド	➢ IRの個性をいかに発揮するか
➢ 空間シェアリングエコノミー～アントレプレナーとして	➢ ヒトを見極める投信
➢ IPOを目指す企業～その後の展開	➢ 経営デザインシートの活用～ビジネスモデルの変革に向けて
➢ ホンダジェットの創業者精神	

1. どこに投資するか～投資環境とテーマ

揺れるアジアの未来

・6月に、日経主催の国際交流会議「アジアの未来」が催された。アジア各国から政治家、要人が参加したが、まずは印象に残った発言をとりあげ、その後、今後の方向について考えてみたい。

・平和と安定を確保し、経済統合で協力を続けられるか（テオ シンガポール副首相）。これが最大のテーマである。渦中の米朝首脳会議で当面のリスクは低減したが、ツバメが1羽飛んできたからといって、春が訪れたわけではない（金 韓国副首相）。このフレーズも響いた。

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。

・北朝鮮の非核化とは何か。北朝鮮は3つの保証を求めている。①国として認め外交関係を築く政治的保証、②戦術的核兵器を使わないという軍事的保証、③経済制裁の緩和から解除に向かう経済的保証、である。IMFの参加も1つの条件である（文 韓国大統領補佐官）。これらを与えることができるか。

・アジアには3つのリスクがある。①保護主義と航行安全への脅威、②インダストリー4.0の労働者への影響、③気候変動への対応である（チュオン ベトナム副首相）。大国の保護主義、東シナ海や南シナ海の火種、単純労働の機会の喪失、インフラづくりの必要性などに対して、手を打っていく必要がある。

・日本が進める自由で開かれたインド太平洋戦略が、平和、安定、協力に貢献することを願っている（トルエン ラオス首相）。地域の連結性を推進する枠組みとして、中国の一带一路、日本の自由で開かれたインド太平洋戦略に加え、タイ周辺国で作る ACMECS（メコン流域5カ国の経済協力会議）もある（ウッタマ タイ工業相）。

・米国はTPPとパリ協定から離脱し、貿易戦争を始めている。世界の長年の取り組みを反故にする働きだ。米国の政策が世界を不安定にしている。インドネシアはCPTPP（新TPP、包括的で先進的な環太平洋パートナーシップ協定）に参加する意思をもっている（ユスフ インドネシア副大統領）。

・先進国と対等に競えない新興国には、自らを守る権利がある。マレーシアで車を作っても、日本、韓国、中国には参入できない。公正な競争が可能となるには、ゴルフでいうハンディが必要である。民主主義と自由貿易の実践は、移行期の国々にとって困難を伴う（マハティール マレーシア首相）。これは途上国の言い分として当然であるが、昨今の米国もこれに近いと感じる。

・中国にとって優先順位は、①一带一路、②RCEP（東アジア地域包括的経済連携:アセアン+中国+インド+日本+韓国+豪+ニュージーランド）、③日中韓FTAにあり、それ以外への関心は低い（李 中国社会科学院院長）。

・世界的に資金はだぶついているが、アジア地域の莫大なインフラ需要にマネーが向いていない。ADB（アジア開発銀行）は地域の貧困をなくすことをテーマにしているが、AIIB（アジアインフラ投資銀行）は、インフラの地域格差を埋めることを任務としている（グロフ ADB副総裁）。

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。

・AIIB はインフラのプロジェクトファイナンスに特化している。ガバナンスも改善しており、中国の議決権比率は25%を超えるが、中国1カ国で何かを決めることはできない（アムスベルク AIIB 副総裁）。

・従来型のインフラ（道路、港、電力）も重要であるが、デジタルインフラによるデジタルコネクティビティがより重要になっている（佐藤 JETRO 理事）。

・こうした論点を少し具体的に見てみよう。米国が自由貿易の旗を降ろしてしまった。米国は大国であるが、もはや世界のリーダーとはいえず、途上国型になり下がるのであろうか。

・トランプ大統領は常に自分が全面に立って、ワンマン型でディールを決めようとする。外交、経済においてもそうしようとする。経済統合は損して得取れという面があるが、自らの利害で納得できない損は認めないので、このままでは貿易戦争は強まろう。

・一方で、中国の存在はますます大きくなっていく。国家体制が違うものの、世界のリーダー的に振る舞いつつ、覇権を強めようとしている。これにはどう対抗するのか。一国では無理で、政治的、経済的な連携をとってグループで折り合いをつけていく必要がある。戦争ではなく、対話で道筋をいかに立てていくかが問われる。

・真の大国の条件は、多様性を受け入れていくインクルージョンと、多様性から生み出されるイノベーションで世界をリードしていくことである。今の米国、中国はどうか。両国の戦いはこれからも続いていこう。

・保護主義やポピュリズムは危うい。しかし、格差や停滞の中で不満が溜まってくると、政治はその方向に流れる。グローバルな競争ではなく、グローバルな協力という枠組みづくりにどう取り組んでいくか。平和と安定の道はこれしかない。自国優先、自国ファーストでは不確実性が高まる。投資環境は悪化するので事態は深刻となろう。

・世界の政治経済モデルは変化している。かつての成長モデルでは通用しない。新しいトレンドはサステナビリティの確保にある。信頼と対話が醸成されれば、途上国の発展はほぼ確実である。それは先進国にとってもプラスの効果を生む。

・どの国も貿易の自由度を広げ、FDI(海外からの直接投資)などをしやすくして、インフラの充実を図ればサステナビリティは高まる。投資を促進するには、予測可能性を高めることである。枠組みがはっきりして、安定してくれば、先は読み易くなる。そうすると、投資

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。

は活発化し、発展の余地が高まってくる。

・そのためには、政治的連携、経済的連携のルール、仕組みについて、関係するすべての国が関わることである。誰かが勝手に決めて、それに従えというのでは、不満が残り、そもそも入りたくないと思ってしまう。始めのルール作りに、関係するすべての国が入っていくことが重要である。自分も参加すれば、何らかのコミットメントを持つことになり、責任も伴ってくる。

・今回、インクルージョン(包摂)という言葉は何度も聴いた。多様な人々、弱い立場の人々、参加国の各々の立場を十分組み込んで政治を行っていくという姿勢が強く感じられる。米国が後退している一方で、中国は、自国、自給、陸中心から、他国、貿易、海に視野を広げている。そうすると、一国の都合だけでは進まないことも多い。中国も協力ということが少しわかるようになってきたともいえる。

・CPTTPは、米国が抜けた後のTPPの新しいモデルである。CPTTPは11カ国が参加し、これからも加盟国を増やそうとしている。しかし、その内容では、サービスセクターの開放や農業問題など、依然として難しい課題を抱えている。

・アジアの未来は、①コネクティビティの推進、②コラボレーションの拡大、③インクルージョンの広がり、にかかっているという、ウッタマ タイ工業大臣の言葉が印象に残った。

・ADBとAIIBは両立できるのか。この問題設定自体が陳腐のようである。それぞれに目的があり、開発投資案件は山のようにある。お金はいくらあっても足りない。誰がリーダーシップをとるのかという点で、中国がAIIBを設立した。中国はこれからも自らがリーダーシップを発揮するような新しい国際機関を作ろうとするだろう。リーダーを目指す時はそのような行動をとる。

・インフラ、都市化、気候変動(災害)への対応はますます重要になってくる。フィジカルコネクティビティだけでなく、デジタルコネクティビティが一層重要になってくる。大国と小国、大企業と中小企業、企業人と個人という対比の中で、弱者にとってのデジタルエコノミーが大きな意味をもっている。つまり、彼らの成長発展に大きく役立つのである。

・インフラ作りにおいては、バリューチェーン全体をみていく必要がある。公的機関が入ってくると、民間も参加しやすくなる。地勢学的分散がきいてくると、投資はさらにやりやすくなる。ファイナンスがつけられるかというバンカビリティも上がってくる。

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。

・ADB と AIIB は敵対するものではなく、ライバルである一方で、協力も行っている。AIIB には既に 57 カ国が参加している。多くの参加国は、これが中国の銀行ではないと分かってきた。インドにも、トルコにも投資している。中国にとっては個別の案件ではなく、中国のリーダーシップとしてのクレディビリティを作ろうとしている。

・こうしてみると、いまの経済的安定を壊してまで貿易戦争をやるというのは得策ではない。米国も、自国の不利益が表面化してくれば、強硬姿勢一辺倒というわけにもいかない。中国も自己都合の強硬政策をとっているだけでは、周りの国からの賛同は得られない。

・アジアを取り巻く環境は、大国の力関係の変化を軸に、不安定な要素を強めているが、ここからいかに協調に取り組んでいくか。政治、経済の枠組みが軋む局面では、マーケットに動揺が起きよう。

・それが戻れない不均衡となるのか、揺れながらも一定の均衡水準を保つことができるのか。今のところ後者の可能性が高いとみる。拡大均衡を目指して発展するアジアに、引き続き注目したい。

インドは着実に変化

・しばらく前に、シンガポールの投資家に質問した。中国とインド、どちらに投資するか。彼は中国と言った。

・インドは、民主国家としてはよいが、とにかく何も決まらないので、国の政策が進まない。一方、中国は国家主義でどんどん進む。そこに投資機会があると答えた。今はどうか。

・9月にインド経済とインドの投信について話を聴いた。そこでの論点をいくつか取り上げて、インドの投資環境を考えてみたい。

・インドの人口は 14 億人に近づいている。1 人当たり GDP は 2100 ドルとまだ低い。しかし、IMF による今後 5 年間の実質 GDP の成長率は、年率でインド 7.9%、中国 6.2%、インドネシア 5.5%と、インドの伸びが最も高い。

・人口の予測をみると、2050 年には人口が 17 億人へ増え、その時の中国 14 億人を上回る。因みに日本は 1 億人に減っている。人口の規模では、2024 年にインドが中国を抜いていく。

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

しかも若年人口が多いので、高齢化は中国よりずっと遅い。

・自動車の国内販売台数は、2017年で中国 2910万台、米国 1760万台、日本 520万台、インド 400万台、ドイツ 380万台であった。しかし、今後を見ると、インドの内需の成長率が圧倒的に高いものとなろう。

・2014年にモディ政権（インド人民党）が誕生して以来、大胆な改革を進めて、それまでのもたもたした動きから、相当スピードを上げている。

・16年に高額紙幣（500、1000ルピー）を使えなくして、マネーの流動化とデジタル化を進めた。外資規制を緩和して、インフラ整備を進めている。17年には物品・サービス税（GST）を導入した。

・経済改革では、1) 破産法の成立で、企業の新陳代謝が4年から半年に短縮された、2) 高額紙幣の廃止で、汚職、偽造、アングラマネーなどの排除がかなり進んだ。3) GSTの導入で、州間の検問所の手続きが簡素化され、物流の効率化は進んでいる。こうした成果が昨年から出ている。

・AIIB（アジアインフラ投資銀行）の投融資はインドに大きく入っている。一方で、インド政府は、中国の一帶一路構想への参加には目を向けていない。

・名目GDPの規模で見ると、現在は、米国、中国、日本の順で、インドは7位であるが、IMFによると、2030年には中国、米国、インド、日本の順になると予測している。

・ジェトロの調査によると、日本企業にとって、これからは中国よりもインドの方が投資先として有望とみている。とりわけ、自動車と一般機械、次いで電機・電子が期待できる。

・日系インド拠点からみた有望輸出市場は、アセアン、アフリカ、日本、中東、米国の順であった。インドを輸出拠点として、アフリカを攻めるという作戦も有効であるとみられる。

・ニューデリー（1100万人）とムンバイ（旧ボンベイ、1200万人）は何度か調査したことがあるが、次はベンガルール（旧バンガロール、840万人）、チェンナイ（旧マドラス、470万人）、コルタカ（旧カルカッタ、560万人）に行って、IT、自動車、商業などの実態をみたい。

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。

・インド株式市場の SENSEX 指数は、2010 年の 15000 が 2015 年には 25000 に上昇し、現在は 37000 強へ大きく上昇している。

・今後の業績からみると、2020 年ごろには 45000 レベルに上昇することが十分見込めよう。とりあえずインド株のアクティブ投信を買い増しながら、マーケットをフォローしていきたい。

上海でのエピソード～女主人の問い

・9 月に上海と蘇州を訪問した。普通にみれば観光であるが、筆者にとっては調査である。現地の企業を取材したわけではなく、街を歩いて肌で感じるものが主眼であった。

・上海に初めて行ったのは 35 年前であった。戦前の建物があるだけで新しい高層ビルは 1 つもなかった。以来、何度も訪れている。現在の上海は都市としてはほぼ出来上がってきた。地下鉄は 17 路線走っており、あと 3 本が建設中である。どこに行くにも便利で早い。

・TKP の社外取締役をしている辻氏（元シャープ社長）と話した時に、すぐに上海に行って街を歩いてこいと示唆された。変化のスピードを体感せよという意味であった。現在レポートを書いている企業をみても、中国とのつながりは日々話題になっている。

・ある企業は、システム開発の拠点を上海と南京に置いており、プログラミングを行っている。最近、上海には開発機能も持たせつつある。

・スマホを加工する部材を輸出している企業では、中国現地企業の製品精度が上がっており、それに伴って日本製がどんどん採用されている。

・日本で使われるビタミン C（飲料、食品、医薬品用）はほとんど中国産であるが、環境規制が厳しくなって、供給力が制約となっている。需給面から市況も上がっている。

・医薬品の製造においても、品質の向上に取り組もうという動きが強まっており、製剤機械や医薬品添加剤の需要が高まっている。日本の品質のよさが生きるようになりつつある。

・インバウンドの訪日客は帰国しても日本の商品を手に入れようとする。ネット通販の道もかなり広がる可能性がある。

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。

・ある企業は、均一価格ショップを上海などに直営で展開してみたが、上手くいかない。直営は難しいので、卸売りに徹して、現地企業が均一価格ショップを運営する方向にビジネスを変えた。

・また、大きなテーマとしては、1) 米中貿易摩擦の行方、2) 中国でのフィンテックの急速な進行、3) 中国主導の一带一路の行方なども注目されている。そんな中で、街を歩いて、会話をして感じた点をいくつか取り上げてみたい。

・話には聞いていたが、どこに行ってもスマホでのQR決済が普通に行われている。小さい店舗や施設ではクレジットカードが使えないので、中国でのQR対応ができていない筆者は現金を使うしかなかった。

・蘇州駅で高速鉄道（CHR）の切符を買った時は、窓口で現金（60元）を使ったのは私だけであった。窓口ではQR決済がほとんどで、クレジットカードは使えない。もちろん、窓口でない自動券売機では、英語、クレジットカードでの対応ができるようになっているが、必ずしも十分ではない。

・中国四大庭園の代表である拙政園（世界遺産）の入り口には、自動券売機が数多く並んでいた。しかし、外国人はID認証の点で使えず、現金で支払うしかなかった。

・上海のホテルは、川（黄浦江）のそば、戦前の租界地である外灘（ワイタン）地区にある和平飯店（Fairmont Peace Hotel）に泊まった。1929年に建てられた古いビルである。このホテルの近くにある地元で人気の中華レストランにたまたま入った。

・大賑わいである。メニューに日本語も書いてあるが、日本人客はいなかった。日本語を話す中国人女性がメニューをもってきたが、あとの対応は中国語であった。食事が終わった頃、彼女がやってきて、そこから話が始まった。彼女はこの店の女主人であった。次々に質問を受けたが、主な話題は3つであった。

・1つは、上海の変化のスピードはどうか。3年前とは大きく変わっており、変化のスピードは速い。QRはこの3年で一気に普及した。でも、彼女の意見は少し違う。上海の変化のスピードは落ちている。一方で人件費と家賃は上がっている。このペースでは、いずれこの店もやっていけなくなる。

・上海で働く人はお金にしか目がない。自分の能力を高めるよりも、金をくれるところに動

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。

いていく。この店でも、料理人や店員をいかに確保して定着させるかが難しい。家賃が上がっていくので、このままでは経営は苦しくなる。

・どうすればよいか。私は、月並みであるが、差別化と高付加価値化しかないと答えた。彼女は、今土地を探しているという。自分の土地に店を建てれば家賃問題はなくなり、土地も値上がりする。

・2つ目は、上海の不動産である。上海も含めて、中国の不動産はバブル状態にあるとみている。そこからみると、日本の土地はとにかく安くみえる。中国人が日本を買いにくるのは当然であるという。

・まず、地価は本当にバブルなのか。不動産を買って、誰も住んだり、使ったりしていないのに、いずれ転売益だけを狙っていれば、それは本当のバブルである。どうかと聞くと、その傾向がかなり強いという。銀行も前のように金を貸さなくなっている。

・その中で、金を借りて土地を購入しようとしている。さてどうするのか。バブルはいつはじけるか。それは当局の金融政策にもよるが、失敗するようなドラステックな引き締めはやらない。でも、もしバブルがはじけたら、不動産の価格は半値以下になる。その時においても、借金を返せるようにビジネスの範囲を捉えておく必要があると話した。

・3つ目は店の経営をどうするのか。同じスペースで売上を2倍にすることである。それには3階建てにして、1階は今の繁盛店をキープする。2階を少し高額にしてよいレストランにする。3階は個室中心にして、特別な客を入れるようにする、とアドバイスした。別に新しいことではないが、売上が2倍になるなら大いに結構と笑っていた。

・決め手は味だが、ここは美味しい。材料を吟味し、手抜きをしないで、きちんとやっているという。私が、前日食べたホテルの中華と同じレベルで美味しいと言ったら、泊まっている和平飯店の料理長がよくランチを食べに来る、という答えであった。なるほど、おもしろい。

・上海の成長はすでに鈍化している。商業金融都市としては、かなり出来上がっている。すでに地方都市の方が、相対的に高い伸びとなっている。新聞をみていたら、蘇州（スージョウ）と上海を地下鉄で繋いでしまおうという話が出ていた。高速鉄道で30分の距離だから、沿線開発も含めて、スプロール化させようという展開であろう。

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。

・日本は、中国のスピードにはついていけない。これはもう仕方が無い。スピードではないところで個性を発揮し、差別化していくしかないと感じる。産業、企業としてもここを追求するしかない。

・世界における日本の相対的存在感は、国全体としては低下していくが、光る企業はこれからも出てこよう。国としては、ディザスター（大災害）ショックに負けず、観光立国としてやっていけるだけのインフラのサステナビリティを確保していくことが最も重要であろう。

AI 投資に全力で取り組み～ソフトバンクワールド

・8月にソフトバンクの展示会「ソフトバンクワールド」が開催された。今回で7回目であるが、孫さんのプレゼンは毎度迫力がある。すでに投資を通してビジネスを協業している8社のCEOも招いて、全体で3時間のセッションを仕切った。その中で、印象に残った内容のエッセンスを紹介したい。

・未来はどうなるのか。必ず前ぶれ(予兆)はあるので、それを自分達のコトとして捉えていく必要がある。AIにおけるシンギュラリティは人類史上最大のビックバンとなる。超知能が生まれてくるので、すべての産業が再定義されることになろう。AIにおいては、クラウドサイドと同様に、エッジサイドの役割も重要で、この双方がカギを握る。

・どうしてARMを買収したのか。多くに人は、SB（ソフトバンク）を通信の会社と思っているかもしれないが、会社の歴史35年の中で、通信はこの10数年のビジネスである。AI時代を迎えて、ARMはエッジ側のチップとして必須である。

・世界のスマホは年間15億台販売されているが、その全てにARMのチップはコアパーツとして入っている。これからARMのチップにAI機能を入れていく。その需要は爆発的に伸びてくるので、イノベーションをリードしていくという考えである。

・AIでは米国と中国がトップを走っている。20億人の顔が識別できるなど、AIを使って予測能力は大幅に上がってくる。AI活用組みの企業に抜かれたら、自社の競争力を取り戻すことは限りなく難しくなる。新しいエコシステムが形成されるからである。

・AIを制するものが未来を制する、といってもよいと断言する。日本のほとんどの企業はまだAIをみているだけで、真剣に自社のビジネスに取り入れていない。10年後は重要になると感じているなら、どうして今全力で取り組まないのか。それができないなら認識が甘い

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。

と警鐘を鳴らした。

・いずれ AI は誰でも利用できるようになる。その AI 活用のソリューションを提供する会社が成長している。AI を作るための AI ツールが次々に提供されるようになるだろう。

・AI は新しいサービスを提供する。既存の産業を壊すことにもなるので、既存の産業を守っている規則は見直す必要がある。この動きが日本は遅い。これでは、AI の産業化に乗り遅れてしまう。

・車のライドシェアリングはこれから大発展しよう。車を自ら所有する必要はない。自動運転も当たり前になろう。都市の信号システムも一新される。将来、ヒトが車を運転することはできなくなる。

・ロボタクシーだけが公道を走り、ヒトの運転する車は乗馬のようにホビーとなろう。車は信号機のない街を時速 200 kmで普通に走るようになる。自動運転が完全にコントロールされれば、何ら不都合のない世界が実現すると構想する。

・金融では、スマホがエッジデバイスになっている。QR コードとクラウドで、何でもトラッキングが済んでしまう。モバイルペイメントでは中国、インドが先頭を走っており、日本はとっくに抜かれている。

・ペイメントを押しえていくと銀行機能が手に入る。AI と BC (ブロックチェーン) を利用していくと、トラックビリティ (追跡可能性) が圧倒的に向上する。世界中で履歴がとれるようになると、汚職がなくなるかもしれないという。すべてが、ばれてしまうからである。

・保険でも AI が活躍する。AI をユーティリティとして使い、十分データがなくても、保険のプライシング、つまりリスクの可視化ができるようになる。Q&A のチャットボットで自動化を図り、エコシステムとしてパートナーをつないでいく。そうすると、ダイナミックに、リアルタイムで保険が提供できるようになる。既存の保険会社はどうするのか、真剣に考える必要があろう。

・医療はどうか。ショッピング、タクシーと同じように、ドクターもオンラインで注文できるようになろう。実際、中国では病院が圧倒的に足りない。病院では、やたら待たされる。そこで、AI とインターネットでこれを解決しようとしている。

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

・24時間、365日営業、待ち時間ゼロで、まずAIファミリードクターがサポートする。ヒトの5倍の効率である。ドクターと病院、医療サービス機関や薬局まで結ぶようになる。薬も1時間以内に届く。こんなシステムが中国では走り出している。日本はどうか。既存の規制や仕組みを守って、未来を放棄するというのか。そんなことでは本当に遅れてしまう。

・地図は本当に役に立っているか。ライブロケーションを知りたいと思うのが今のニーズである。車が走っていれば、ライブロケーションデータがセンサーからどんどん入ってくるようにする。地図を生きたものにすることができる。地図のない国も調べることができる。ライブデータがエッジ側で逐次収集されていく。これを活用すれば、今の現場の状態が手に取るように分かるようになる。

・SBは一貫して情報革命をリードしていく方針である。PC→モバイル→AIへと展開している。通信会社から投資会社に変貌しようとしているわけではない。AIに関する世界のトップサービスファミリーを形成して、イノベーションをサポートし、リードしていく。

・これを、SBの孫さんは群戦略と称している。AI群戦略を、これからも圧倒的パワーで展開しよう。インターネットの黎明期は残念ながら資金が十分でなかったと顧みる。今はファイナンス力がある。その投資資金を活用してAIをリードする一大企業群を創ろうとしている。やはり、SBに投資して十分フォローしていく必要がある。

空間シェアリングエコノミー～アントレプレナーとしてグローバル展開を志向

・昨年11月、2017年のEYアントレプレナー・オブ・ザ・イヤーの日本代表にTKP(コード3479)の河野貴輝^{カワノタカテル}社長が選ばれた。そして、今年6月にモナコの世界大会に参加した。日本代表では、過去にジェイアイエヌの田中社長(2010年)やホットランドの佐瀬社長(2014年)などが選ばれている。

・河野社長は、モナコの世界大会に参加し、そこでの議論を通して、空間再生のシェアリングビジネスについて、世界で通用する可能性が高いと実感した。

・アントレプレナー(起業家)は常に既存の秩序、仕組みを破壊(ディスラプション)して新しいビジネスを生み出していくが、空間再生は単に壊すのではなく、今ある空間を新しく活用するという再生による価値創造が注目を集めたと強調する。

・河野社長は、ニューヨーク、ロンドン、パリなど海外の空間活用の事例をいろいろ視察し本レポートは、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。米国では、ショッピングモールのキーテナントである百貨店の新しいビジネス方式、パリでは駅を再生活用したベンチャー企業育成の施設などさまざまな形がある。

・ステーションFはパリ13区にあった昔の駅を、スタートアップ企業を育てるインキュベーション施設として、昨年7月オープンした。3000社の企業に入ることを目指している。大手企業がスポンサーになって、コワーキングスペースを提供し、起業家をサポートする。

・TKPのビジネスモデルは発展を遂げている。都市の空間利用では、オフィスの貸会議室から始まって、ホテルのバンケット、予備校のスペース、百貨店、専門店など商業施設の活用へと広がっている。

・会議や研修は日帰りのこともあれば、泊まり込みもある。都会であれば、外部の宿泊施設を使えばよいが、懇親会はTKPが提供する施設でできるようにした。ホテルも自社で持った方がよいケースもある。

・郊外や地方の会社が所有する保養所で、利用効率が落ちているところを借りて、宿泊研修施設としてリニューアルし、休日はリゾート用に一般の客も泊まれるようにした。稼働率が上がると、その空間は一気に再生する。

・地方のホテルで、宿泊の稼働率はソコソコでも、宴会場が余って困っているところが多い。ここを借りて、宿泊研修や懇親会場に利用しようという動きも本格化しつつある。

・これまではオフィス、研修が中心であったが、大きなホールであればイベントに使える。また、Eコマースの進展で、従来型の商業施設のスペースが余ってくる。この空間再生がこれから本格化する。

・商業ビル一棟を自ら再生するということもありうる。専門小売店、百貨店の余剰スペースを、商業ビジネスのコンテンツも提供しながら空間再生を行い、ひいては事業再生にまでもっていくという、大きな戦略展開を河野社長は描いている。

・これを日本だけでなく、グローバルに展開するための構想を練っている。カギはハイブリッドな新しいビジネス空間の提供、エンターテインメント空間の提供である。

・ネットとリアル融合、専門店とポップアップストアの融合、研修スペースと商業イベントスペースの融合、小売りとレストランの融合、研究開発拠点とスタートアップ企業の融合、

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。

などいかに新しい価値を創り出せるか。

・これをビジネスモデルとして作り上げ、絶えず進化させていこうとしている。空間再生を事業再生にまで結びつけようという戦略は、第3ステージと位置付けられる。

・ウィークワークと何が違うのか。TKPは日本で10万坪のシェアリングスペースを有している。一方、WeWorkは、ニューヨークに本社をおき、9万坪のコワーキングのスペースを提供している。

・WeWorkはオフィスの執務室(デスク)のシェアリングであるが、TKPはオフィスの共有スペースのシェアリングを中心に、100人が使えるような会議室をシェアリングしている。さらに、バンケットや商業イベントのスペースのシェアリングへ、ハイブリッドの活用を展開している。

・スペースユーティリティのカギは、量と価格のバランスを図ることである。ここで、10万坪を11万坪に増やして収入の拡大を図るのか、10万坪の高付加価値化を目指すのかという課題に対しては、両面作戦ながら、基本は高付加価値化を目指す。また、不況局面において定借で借りたものが未稼働にならないように、借りる条件もフレキシブルに対応している。

・米国のウィークワーク(WeWork)は2008年創業で、2017年7月にソフトバンクグループと合併で、WeWork Japanを設立した。ウィークワークは世界22カ国、66都市にコワーススペースを展開している。シェアドオフィスを提供し、ワーキングスペースを共同で利用する仕組みを提供する。

・TKPは、通常のレンタルオフィスは積極的にやらない方針である。顧客と競合する不動産分野にはもともと参入してきていないので、貸オフィスは事業領域として重視していない。逆にいえば、ウィークワークとは競合せずに、協業することは可能である。

・ポップアップストアの可能性はどうか。ポップアップストアは、現代版催事創作展示即売会のようなものである。匠の世界の珍しいもの、いいものが入れ替わり立ち替わりで店を出してくる。そこでしか買えないものなので集客に結びつき、イベントとして注目される。

・それが全国を回って行く。いくつもの催事、ポップアップコンテンツが用意できれば、それが一定期間ごとにまわっていく。それは全く新しい商業ビジネスになり、その商業空間のシェアリングができることになる。ポップアップビジネスの展開もおもしろい。

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

・日本の空間シェアリングビジネスが海外で通用するか。河野社長は、今年、海外にかなり時間を使うことになるだろう。

IPO を目指す企業～その後の展開

・株式を新規公開して上場することは、創業者にとって大きな夢である。この IPO (Initial Public Offering) を多くの企業が目指している。筆者の周りにもそういう企業はある。どうしたら IPO ができるのか。「IPO は野村に聞いてみよう」というテーマで、公開引受部のプロの話を聴いた。そのエッセンスをいくつか取り上げて、投資の視点で考えてみたい。

・新規公開の当日には、オープニングで東証の鐘を 5 回鳴らす。これが、企業のトップにとって実に感動的である。IPO とは、企業にとっては資金調達の世界であり、既存株主にとっては資金回収の世界であり、投資家にとっては新たな投資機会の世界となる。まさに企業価値が市場価格を通して顕在化する。

・2017 年の IPO は 89 社であった。今年も 100 社ペースの IPO が続きそうである。IPO することで、その会社の信用力、資金調達力、ブランド力が高まる。上場企業は全国の株式会社 380 万社中 3800 社で、全体の 0.1% にすぎない貴重な存在である。

・IPO を実施するには、順調にいくとしても 2~3 年の準備が必要である。事業の中身はもちろんであるが、経営管理体制の整備が問われる。ここが未上場の中堅企業と上場企業の差で、社長の一声で動くワンマンではなく、組織で業務を行う体制を作っておくことが最も大事である。この審査が厳しい。

・IPO の実質基準は 3 つある。第 1 は社長、経営陣の姿勢である。IPO はやりたいが、その準備は部下任せという態度は問題外である。会社の資金で高級外車を買って、それを私用に使っているようでは話にならない。公私をきちんと分ける必要がある。親族も含めて、特定の取引に便宜を図っていることなどあってはならない。交際費などの公私混同も許されない。

・第 2 は業績の根拠である。掛け声だけの営業目標を掲げるだけでは未達になってしまう。目標には合理的根拠が求められる。予算をしっかりと立てて、月次決算で実績をみている。予算と実績の違いを分析して、次の手を打っていく予実管理が求められる。しかも、単体ではなく、グループを含めて連結決算がスピーディになされる必要がある。月次決算では翌月 15 日までに分析できないと不十分とみなされる。

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。

・うっかりすると経営力の弱いあぶない企業になってしまうので、余程タガを締める必要がある。1) 違法なことを見つからなければよいとして、やっていないか。2) 公序良俗に反するような不当な取引や利益獲得、倫理に反するような行為の要求や人権侵害をやっていないか。3) パワハラ、セクハラ、横領などを防ぐ仕組みをもっているか。4) 何でも営業優先で、管理部門の意見が通らないような運営になっていないか。5) 内部監査や監査役監査が機能して、問題点を見つけて逐次改善を促しているか。

・こうした点に問題があると、いずれ不祥事となる。嘘はつくな、必ずばれると思っていた方がよい。取引所へはさまざまな投書がくるといふ。会社の内部に何か問題があると、誰かが投書してくる。投書されるのが当たり前と思っていた方がよいと、野村のプロは指摘する。

・では、投資家からみた IPO は、どこがポイントなのか。5つのハードルを考えてみたい。第1は、IPO を目指す経営トップの志である。面白い事業をやっているのだから、これを公開して自分の株式をキャッシュ化したいというだけでは、投資したくない。

・IPO がキャッシュ化のためのゴールになっていては、これから株式に投資する意味はない。IPO するからには、何か新しいビジネスモデルをもって登場し、それが成長前期にあって、上場後も伸びていくことを期待する。

・第2は、新しいことをやっていくイノベーションが1個だけでは不十分である。現在のビジネスモデルが画期的であっても、いずれ色あせてくる。その時までには、新しいビジネスモデルに転換していくイノベーションの連鎖が求められる。①それができるようなイノベーターは社内にいるか、②それを担う組織能力を作り上げているか、を投資家は見抜いていく。

・第3は、IPO を通して、信用がつき、ブランドが磨かれ、最も重要な人材が強化できるようになる。ファイナンス力も高まるので、これまで十分にできなかった投資ができる。R&D 投資、生産投資、販売投資、M&A など、これまでできなかったことができるようになる。その可能性を大いに見せて、実際チャレンジしてほしい。

・第4は、IPO の時のプライシングである。IPO を行う企業は魅力的な投資アイデアを強調して、投資家を引き付けようとする。一方で、当初のプライシング（株価付け）について、引受証券会社は慎重になる。実際、売り手は少なく、買い手が多いとなると、株価は跳ねる。妥当株価の水準が分からずに、乱高下することも多い。

・過度な期待を抑えようとしても、需給が波乱を起こす。そうすると、IPO 銘柄については、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。

公開時の乱高下を取りに行こうとする投資家と、しばらくたって株価が落ち着いてから、ファンダメンタルをよく見てバリエーション（株価評価）を行っても遅くないという投資家に分れる。後者の方が賢明かもしれない。

・第5は、IPOをした後、みんながどんどん伸びていくわけではない。多くの企業は一進一退の場面に出くわす。その時のマーケットの反応はどうか。取引所はルールに基づいた場の提供をしているだけなので、企業がもっと頑張れと待っている。

・投資家は、赤字を黒字へ、1億円の利益を10億円へ、そして100億円に伸ばすのは企業の責任であると考えます。そこで、企業が成果を上げれば乗って行くという姿勢である。どちらも当然のことで、株式マーケットとはそういうものである。

・しかし、IPOした後の企業をもっとサポートして育てていく仕組みがあつてよい。企業と投資家のエンゲージメントを通して、企業が良くなってくれば、投資チャンスは大いに広がる。アクティビストが付け入る機会もここにある。

・IPOはこれからも続々と登場してくる。創業社長には、大いに頑張ってもらいたい。現在、3800社の上場会社のうち、半数が時価総額200億円以下で、1200社が100億円以下である。これらの中には急成長ではないが、光っている会社も数多い。機関投資家が投資しにくい小さい規模である。ここにフォーカスして投資チャンスを広げることも重要であろう。

ホンダジェットの創業者精神

・7月に一橋ビジネスレビュー・フォーラムで、ホンダエアクラフトカンパニーの社長兼CEOである藤野道格氏（本田技研工業、常務執行役員）の講演を聴いた。藤野氏は現在58歳、東大工学部航空学科を出た後、一貫してホンダジェットの開発をリードしてきた。その開発ストーリーに本当に感動した。そのさわりにふれてみたい。

・ホンダはオートバイから自動車、そして航空機へと展開している。自転車に付ける補助エンジン（冷却2サイクル、通称バタバタ）を開発したのが1946年、本田技研工業を設立したのが1948年、四輪車に進出したのが1963年であった。オートバイをスタートさせて15年を経て、自動車に参入した。後発であった。

・二輪車のスーパーカブは世界的ヒット商品であったが、自動車でも低公害エンジン CVCC を載せたシビックが米国で大成功した。ホンダが航空機の研究を開始するのが1986年、
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。

して初フライトが 2010 年であった。本田宗一郎氏は 1983 年に取締役を引退しており、最高顧問として 1991 年に 85 歳で亡くなった。筆者が自動車アナリストをしていた頃はまだ 70 代後半で、飄々として新車発表会にも気軽に顔を見せていた。

・1986 年は藤野氏がホンダに入社して 2 年目、自動車部門でエンジニアをスタートさせて間もない頃であった。航空機プロジェクトに召集され、それから現在に至るまでホンダジェットの開発、商業化に関わってきた。

・宗一郎氏は、ホンダが航空機プロジェクトを開始したことを知っていたのか。当時は、極秘プロジェクトであったので、知らせていなかった。知らせたら、絶対プロジェクトに入りたがるので、黙っていたという。宗一郎氏にとって、飛行機はまさに夢だったのである。

・当時のホンダの経営陣は、ホンダ独自の飛行機をゼロから開発するように、とプロジェクトチームに指示した。飛行機の開発と認定は極めて難しいタスクである。新規参入が困難で、投資回収にも長い期間を要する。自動車よりもはるかに難しくリスクが高いと考えられた。

・どういう差別化を考えたか。カギは小型高性能にあった。高速で低燃費、広いキャビンを確認すれば、需要はあると考えた。常識で、そんなことは実現しえない。藤野氏は、ジェットエンジンを取り付ける場所を、ありえないところに空想した。全く新しいアイデアを、カレンダーの裏紙に描いた。主翼の上面に載せるという非常識である。

・ホンダジェット構想から 6 年、2003 年 12 月に初飛行に成功した。しかし、これは実験機で、事業化の計画は全くなかったという。2005 年にホンダジェットを公開して、経営陣の判断を待った。市場のポテンシャルが大きいと分かってきて、事業化への舵がきられた。2006 年 3 月、ホンダの福井社長は、ホンダジェットの事業化をゴーと決断した。

・ホンダジェットはビジネスジェットである。どんな人が買うのか。資産 20~30 億円以上を持っている中堅企業のオーナーが使う。それまでの小型ビジネスジェットは、狭い、遅い、うるさい、というハンディがあった。これを広い、速い、静かに変えた。当然売れる。2017 年には小型ビジネスジェットでデリバリー No.1 となり、多くの賞を取った。

・イノベーションの極致は、主翼の上にエンジンを置いたことである。これで胴体のスペースが広くとれる。エンジンの音が伝わらないので静かになる。困難といわれた空気抵抗を、その緩衝を全く新しい方式で下げることに成功した。

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。

・販売とサービスのネットワークは一気に作り上げた。直販ではなく、ディーラーを使う。2年半で世界の9割近い地域をカバーできるようにした。ブランドを一本化し、ワールドスタンダードでカタログを用意し、セールスを展開した。

・月産4機の体制をとっている。全てITで結んでいる。事業のKPIは、リアルタイムで見ることができる。塗装には自動車のロボット技術を応用している。ノースカロライナ州にある本社で、R&D、生産、トレーニングを一本化している。社員は40カ国以上の国籍を持つ人々の集まりで、1800人である。

・2006年に事業化を決定した後、会社を設立し、工場建屋を作った。認定をとるためには、量産機が必要であり、そのための図面、部品、組立てにすべて承認を必要とする。2010年にファーストフライトを行い、ここから認定を取得する作業に入った。70カ所について検証を受け、3000時間の飛行体験を実証してみせた。

・会社のマネジメントに当たっては、フラットでオープンな組織を作るようにした。必要な階層よりレイヤーを1つ少なくした。会議はできるだけ開かないと決め、必要なことは自分で動かざるをえないようにした。現場、現物を重視して、現場を見て状況を判断するようにした。その方が、ものごとが素早く動くからである。

・航空機のマネジメントは特殊である。テスト、計測、シミュレーションの総合技術である。リーダーは調整役ではない。日本のような調整型リーダーでは飛行機ビジネスはまともでない。すべてを学んで、基準に従って、決断する力量が問われる。複雑システムなので慣れ合いはきかないと藤野氏は強調した。

・マネジメントに普遍性はない。開発プロジェクトチーム40人の時、会社がスタートして400人になった特、そして現在1800人の時で、マネジメントの内容は大きく変化している。チームワークは大事であるが、日本と米国ではそのあり方が全く異なる。

・日本のチームワークは、自分の主張を相手に合わせる。野球でいう犠牲バントが求められる。米国では、自分の力を発揮して、組織の目的にプロとして貢献する。専門性を売りにするので、別の会社でもすぐ使える。

・その米国でも注意することはある。優秀な人が入ってくると、その人を潰そうとするので、マネジメントはこれをよくみていく必要がある。政治的に動く人も出てくるので、これも見ていく。40カ国出身の1800人をどうマネージするか。とにかくフェアに評価することであ

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。

るといふ。

・航空機産業は、米国の産業である。ルールブックもプロの人材も全て米国人がリードする。ここで勝つ必要がある。成熟産業にイノベーションで持ち込む。当然、既存メーカーからのバッシングを受ける。これをいかに乗り越えていくかが問われる。

・藤野社長の体験において、1) 飛行機プロジェクトに入って、まずミシシッピの飛行機工場に1年間現場にいた。2) 新しい飛行機のインスピレーションを大事にした。3) 初飛行の後、事業化は困難と思われたが、待っている客が世界にいると知った。4) 実験機を航空ショーで見せたら、世界で認められた。5) 事業化が決まったら、1日で受注が100機も入った。6) そして、2015年12月に型式認定がとれた。7) 宗一郎氏の夫人に報告したら、もし生きていたらどんなに喜んだことか、と言われた。

・画期的な技術革新を自らリードし、それをマネジメントとして、事業化までもって行って成功に導いた。企業内ベンチャーとして稀有な例である。そこには、ホンダイズムが見事に生きている。創業者精神をいかに受け継ぎ発揮していくか。ホンダジェットにぜひ乗ってみたい。

2. 企業価値をいかに高めるか～その評価

株主総会はおもしろいか～経営陣の本気度をみる

・何のために株主総会に行くのか。議決権の行使だけなら、郵送やメールで出来てしまう。議案の内容に興味がないければ、投票をしない株主も多い。少数株主なので自分の投票が大勢に影響するわけではない、と思ってしまうればそれまでである。

・一方で、機関投資家は議決権の行使に熱心である。すでに株主になっているのであるから、議案に対して明確な意思表示をする必要がある。受託者責任として当然の行為である。業績面で十分な実績を上げていない経営者の再任について、ノーをつきつけることもある。

・会社側では、会社が用意する議案に黙って賛成してくれる株主を過半数押さえてしまえば、揉めることはない。総会は儀式のようなもので、恙無く取り仕切ればよい、と思っけるのだろうか。そんなことはない。株主軽視は昔の話で、今や総会屋はいない。暴れる株主もめったにいない。

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。

・総会に出て大事なことは、株主に対する会社側の接し方である。これは、質疑の場面で最もよく現われる。典型的には、

- ① 質問に応える姿勢を示しながら、用意した答えを当たり障りなく引用しつつも、肝心なことには答えずに対応すればよいという逃げ腰型である。
- ② 質問には丁寧に答えているのであるが、株主が本当に聞きたいことが分かっていながら、余計なことにはふれず、質問にのみ直接的に答える文切り型である。
- ③ 質問は今1つ的を射ていないが、株主が知りたいことを咀嚼して広く捉え、具体的に分かり易く答える本物の対話型である。

・もう1つは、株主から、株主提案というほどではないが、会社の経営や総会の運営に対して、さまざまな要求が出される。消費者として、ユーザーとして、元従業員として、取引先として、株主として、地域社会の一員としてなど、いろいろ出てくる。これらの提案は玉石混交であるが、① 1つでもいいと思ったことはすぐに実行すると約束する即決型と、② 丁寧に引きとるだけで検討するともいわない沈黙型である。

・また、CEO（社長や会長）が議長となる場合、質問に対して、① 自分1人ですべて答えるか、② 全ての質問を担当の役員にふってしまうか、③ うまくバランスをとって運営するかにも、リーダーシップの実際の姿が垣間見える。

・いくつかの会社の株主総会に出席してみた。これはよい対話であった、という内容を取り上げてみたい。

・ソネット・メディア・ネットワークス（コード6185）は、ソニーの子会社であるが、広告に関する親会社との取引は5%にも満たない規模で、デジタル広告を外部で伸ばしている。一方で、最新のテクノロジーの開発では、ソニーグループからの出向を受けている。これが大きな強みになって、急成長を遂げている。

・野村総合研究所（コード4307）では、取締役に対して、譲渡制限付株式付与という報酬の仕組みを導入するが、その意味は、株を保有するというインセンティブをマネジメントに導入することで、株主と同じ目線で中長期の価値創造に邁進するようにするためである。

・弁護士ドットコム（コード6027）では、創業者の元栄会長（弁護士）は現在参議院議員であるが、2022年まで任期を全うしていく。議員としての目線で得た知見は、マネジメントにもフィードバックしていく。社外取締役は食ベログを創ったプロやAIの専門家で、ネットワークに詳しい。こうした人の助言も受けていく。

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

・RIZAP グループ（コード 2928）の株主総会は、日曜日開催で、5000 人の株主がホテルニューオータニに集まった。40 歳の瀬戸社長に質問することが楽しみのようで、質問が途切れない。札幌市場から東証 1 部への移行は準備を進めているが、準備の過程でそれよりも早いペースで会社の事業を展開しているため、資料と審査が間に合っていない。

・会社の発展ペースを落とすことなく、東証上場を急げという株主の声は、多くの賛同を得ていた。カルビーの松本元会長が、ライザップの取締役（COO）に選任された後の挨拶は、拍手喝さいであった。「私のこれまでの実績を見てもらえば、ここでの結果にも期待してほしい」とコミットしたのである。

・丸井グループ（コード 8252）では、フィンテックの一貫として、カードビジネスでの若者の顧客基盤を活かして、積立 NISA や投信などの証券ビジネスに入っていく。クレジットの活用は社会問題にならないように対応していく。信託報酬が少ないので、証券ビジネスの黒字化には 5 年を要するが、新しい顧客層を広げていくと明言した。

・エムスリー（コード 2413）は、中期計画は作らないと説明した。事業環境の変化は激しいので、中期計画に縛られることなく、長期のビジョンを臨機応変に追いかけていく。IT の人材は、人数を追わずに、レベルの高い人を採用している。賃金が 2~3 倍高くても、生産性は 10 倍という人材を大事にしている。医療 IT はゲノムまで含めて幅広く拡大していく方針である。

・こうした話を、株主総会で経営トップから直接聴くことができる。逃げの答えでなく、文切り型でなく、実質的な対話となっている。ここにフォーカスすると、総会はおもしろい。そうでないと形式的な会議になってしまう。

・総会を当たり障りなく過ごしたい会社は多い。しかし、本当に対話をしたいと思ったら、土曜日、日曜日の開催を考えてもよい。何よりも中長期的な企業価値創造が大事であり、そのためのビジネスモデルの変革に全力をあげてほしい。

・その姿を総会でみせれば、株主は拍手喝さいし、生みの苦しみや先行投資も待ってくれよう。熱意が伝わるからである。それに対して、本気度を見せず、逃げ腰になると、それは株主にすぐに分かってしまう。

・経営陣の本気度をみるために、まずは少しか株主になって総会に行ってみよう。できたら、自分で質問してみることである。そして、信頼がもてそうと自信がわいてきたら、継続

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。

的に買い増していけばよい。こういう総会の活用を実践したいものである。

日本企業はなぜ現金を多く持つのか～ROICの定着に向けて

・6月に財務総合政策研究所のワークショップに参加し話を聴いた。テーマは「日本企業の現金保有は果たして合理的か」という内容であった。

・現金が多いのは事実である。それがどうして貯まったのか。現状何が課題なのか。投資家はどうしてほしいのか。今後、経営者はどう対応するのが望ましいのか。こうした点について、セミナーでの議論を踏まえて考えてみたい。

・法人企業統計で見ると、企業の経常利益は、リーマンショックの時に大幅に落ち込んだ後、順調な回復をみせ、2016年度には2006年度のかつてのピークを大きく上回っている。

・2016年度のデータを見ると、2009年度に比べて、従業員の給与賞与は+6兆円、設備投資は+10兆円であったのに対して、経常利益は+43兆円であった。労働分配率は直近(2017年1~3月)で66.0%と、長期間に亘ってじりじりと下がっている。設備投資は営業キャッシュフロー内に十分収まっており、キャッシュが貯まる傾向を顕著に示している。

・バランスシートにある2016年度の現預金は211兆円であった。2007年度は140兆円を下回っていたので、大きく増えている。因みに2000年度でも140兆円であったから、リーマンショック後の業績拡大と共にキャッシュが積み上がってきたとみてよい。

・リーマンショックの時、企業経営者は資金調達の面で痛い目にあってきた。また、創業社長は会社の立ち上げ期にお金で相当苦勞してきた経験を持つ。銀行は大事にするが、銀行に頭を下げることはできる限りしたくない、という経営者の声はよく聞く。実質無借金を誇る経営者も多い。

・一方で、日本はデフレ局面が長く続き、金融緩和もゼロ金利まで進んだ。世界的に見ても、超金融緩和がこれまで続いた。しかし、米国やEUでは流れに変化が出ており、海外でビジネスを展開している企業はマイルドなインフレの中にいる。

・日本でも今まで通りの金融政策が続くとは思えない、と考える経営者は増えている。実際、長期金利が低い今のうちに、短期から長期に借入金をシフトしておこうというファイナンスが一般的になっている。

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

・通常、経営者は現預金が積み上がっても特に問題とは考えない。この10年間業績がよくなって、その結果としてキャッシュが貯まっている。いつ何時、どんなことが起こるか分からない。現金を持っていれば安心なので、多いに越したことはない、と普通に考えてしまう。

・経営者と話してみると、2つのことが共通する。1つは、いずれまたリーマンショックのような経済金融危機が必ずくる。その時でも社員をリストラしなくても済むように、会社が赤字になっても耐えながら社員に給料が払えるように、半年から1年分くらいの資金的余裕はもっていたいという。

・実際、2016年度の給与賞与の総額は153兆円であった。一方、この10年で増えた現預金は約60兆円、残高の総額は210兆円であるから、このくらいは必要であるという理屈が成り立つかもしれない。

・2つ目は、設備投資だけでなく、M&Aも重要な経営戦略と位置付けている。特に具体化はしていないが、大型のM&Aもありうるので、いつでも対応できるようにキャッシュポジションは厚めに持っておきたいという。

・昨今の設備投資は営業キャッシュフローの6割水準であるが、2000年以降の海外M&Aは累計110兆円、この間の上場企業の純利益は累計300兆円であったので、3分の1がM&Aに使われたというデータもある。設備投資+M&Aに備えたいという気持ちも分かる。

・では、投資家はどう考えるのか。1)会社は将来の財務戦略をしっかりと立ててほしい。2)中長期的な事業計画をきちんと作って、積極的に投資してほしい、3)しかし、しっかり稼ぐことが前提なので、事業ポートフォリオの戦略的見直しも強化してほしい。4)ROICを定めて挑戦してほしいのであって、安易な投資計画では困る。

・5)一定の余裕が欲しいならば、その水準を説明してほしい。6)それでも余ったものは株主に返してほしいので、還元方式を明確にしてほしい。7)もし経営者の経営判断の言い訳にキャッシュを温存したいというならば、それは許さないという考えである。

・日本企業の株式市場における平均的な評価は、 $PBR=ROE \times PER$ という関係式に当てはめると、 $PBR 1.5 \text{ 倍} = ROE 10\% \times PER 15 \text{ 倍}$ というところであろう。

・しかし、PBRが1.5倍を下回る企業が5割あり、1.0倍を下回る企業が2割もある。平均よりいい会社もあり、悪い会社もあるというのは当然であり、分布はばらつくものである。

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。

それにしても、PBRが低い。

・2017年度のROEは、日本が10.5% (TOPIX500 除く金融・欠損企業416社)、米国は16.1% (S&P500 除く金融欠損企業425社)であった。どの企業にも、ROEは8%以上を達成してほしい。8%を超えている企業は欧州アジア並みの12%を、そして、最終的には米国並みの15%を目指してほしい。

・欧州アジア並みならば ROE 12%×PER 17倍=PBR 2.0倍、米国並みならば ROE 15%×PER 20倍=PBR 3.0倍となろう。これらは1つの目途である。

・ここで大事なことは、ROEの前にROICを企業のマネジメントに定着させることである。ROICを徹底すると、無駄な資産は持たないようになる。

・経営者には、プロの経営を実行してほしい。将来ビジョンを明確にし、ビジネスモデルに革新を起こす経営戦略を立て、その実行を支える財務戦略も明確にする。そうすれば妥当なキャッシュ水準がどこにあるのかという点は、論理的に導き出せるはずである。当然、資本政策も固めておく必要がある。

・ここがはっきりしないから、経営者は何となく余裕を持っておきたいという気持ちになり、投資家は全く納得できないという対立を生む。どちらのサイドにおいても、短期指向では何も解決しない。あくまでも中長期の戦略に基づくべきである。

・先行きは分からないと言うのではなく、分かるべく予測し、シミュレーションをしてほしい。その上で、絶えず見直していけばよい。これらの内容について対話ができれば、余っている現金をどうするのか、という狭い意味での押し問答にならないであろう。キャッシュが貯まっているのはいいことである。さあ、どう使うかを大いに議論してほしい。

IR担当者の腕の見せどころはどこか

・8月に大阪でさまざまな企業のIR担当者40人と話をする機会があった。そこで出たいいくつかの質問を取り上げてみたい。

・IR担当者は、わが社の企業価値創造を語れるようになれるというが、そのためにはどのようにすればよいのか。どの会社もホームページには開示資料が山のように載っている。しかし、いろいろ見ても、わが社の企業価値創造を語っている資料は意外に少ない。

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。

・わが社の企業価値創造の仕組みがビジネスモデルである。このビジネスモデルは中長期のお金儲けの仕組みである。これも意外に開示されていない。多くの場合、秘密にしているのではなく、そういう問題意識で開示資料を作っていない。

・統合報告書を作っている企業であれば、それがまとまっている会社もある。IR 担当者としては、わが社の企業価値創造について、まず自分で何もみないで書き下ろしてみることである。最初は筆が全く動かないかもしれない。それでも、1行でも自分にとってのエッセンスを書いてみる。会社の資料を、どこからかとってきてはいけない。

・あらゆる資料はみてよいが、その上で、白紙に自分で書いてみる。それが今の自分に腹落ちしている内容である。これが充実して、すらすら書けるようになったら大きな前進である。当然、バイアスはあるかもしれないが、ここを固めてからフレキシブルに会話していくと、IR が楽しくなってくる。

・四半期ごとにアナリストと話をしているが、どれも同じような質問ばかりで、代わり映えがしない。しかも、短期の話ばかりである。その先の議論につながっていかないが、どうすればよいのか。四半期の決算の中身を確認したいという点では、出だしが実績の数字の確認になるのは当然である。足元を確認して上で、先行きを見ていくことになる。

・足元の数字の確認は、その数字の持っている意味付けをよく議論していく必要がある。その数字のトレンドを伸ばしても意味がない。次の四半期の数字がどうなるかにしか、アナリストの関心がないとすれば、それは目先の数字の当てっこになってしまい、IR 担当者としては会話が續かない。

・そこで、足元と先行き、短期の動きと中期の動きを結びつけるストーリーや会社の計画、方針、戦略を語ってやる必要がある。目先にしか関心のないアナリストは、次の目先の話題に行こうとするかもしれないが、そこは少し引っ張って自分の流れに会話をもっていくことが求められる。そうでないと、相手の質問には答えたが、こちらが話したいことは話さずにミーティングが終わってしまう。それでは、一方的対話でおもしろくない。

・足元の話ばかりするのであれば、四半期開示は本当に必要なのだろうか。アナリストにすれば、関心のある会社には足繁く通って、さまざまな議論をしたい。秘密の情報を聞きたいわけではない。足元の数字を確認したいわけでもない。将来の企業価値創造に資する会社の実態を良く知りたいのである。

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。

・会社のいろんな部門、いろんな場所に出かけて、それぞれの責任者と議論したいと思っている。会社の IR 部門にすれば、そんな要望を聞いていたら切りが無い。各々の現場からは本業の邪魔になると言われかねない。フェアディスクロージャーからは、特定のアナリストだけを優遇するわけにはいかない、という話になってしまうかもしれない。

・ここが IR 担当者の腕の見せ所である。足元の決算情報の持っている意味付け、中長期の価値創造にかかる非財務情報の動きについては、IR 部門で相当おさえておく必要がある。社内情報をしっかり収集して、そのマテリアリティとコネクティビティを自分なりに整理しておく必要がある。

・その上で、まず IR 担当者がアナリストのニーズにどこまで応えられるかを自ら勝負する。それで済んでしまえば、もう十分である。それを越えてくるアナリストで、深い分析レポート（ベーシックレポート）を出してくる対象には、いろいろミーティングをセットしていけばよい。レポートのアウトプットを通して、現場の責任者や経営トップにフィードバックできるはずである。

・筆者にとって、四半期決算はあった方がよい。3ヶ月に1度、きちんと議論できる機会があることはありがたい。しかし、もし四半期決算がなくなったら、それはそれで何ら不都合はない。引き続き四半期に1度くらいは会社とじっくり議論したいと思う。足元の財務数字ではない。中長期の非財務情報の展開について議論したい。

・モザイク情報といわれる非財務情報は、どこまで開示すればよいのか。社内のルール作りが難しい。これに対しては、IR 担当者がアナリストとの日常的な議論を通して、ニーズのレベルを把握していけばよい。新しい情報と思われることについても、さほど躊躇する必要はない。

・インサイダー情報、株価に影響する重大な情報は何か、についてはすでに相当分かっているはずである。アナリストがインタビューする場合は、必ず IR 担当者を通して紹介を受け、IR 担当者も同席する。これなら絶えず確認できる。

・全員を平等に扱う必要はない。関心の高いアナリストにチャンスをあげればよい。もし、そのプロセスで開示すべき情報と認識した場合は、速やかに IR ニュースとして発行すれば十分である。

・ミーティングの最後には、必ず感想と意見を聴いたほうがよい。最も分かり易いのは、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。

ナリストから見たわが社の企業価値をどう評価するか、と聴く事である。さまざまな反応があろう。株価に対するコメント、業績に対するコメント、戦略に対するコメント、経営者についてのコメントなどが出そうである。そこからアナリストの問題意識とレベルを知ることができるので、よい機会となろう。

IRの個性をいかに発揮するか

・IRの開示資料がワンパターンになっている。これで、本当にビジネスモデルを語っているのか。この問いに対しては、2つの点でチェックする必要がある。1つは数字だけの説明資料になっていないかという点である。決算説明の資料で大事なものは財務データなので、数字を並べて、それに簡単な見出しやコメントがついているだけというタイプである。

・もう1つは、複雑な図表を多用して、1枚の図に多くを語らせようとするパターンである。多くを語らせようとするから、いかようにも解釈できるようになり、理解しにくい。また、誤解を招きかねないようになる。つまり、勝手解釈が成り立ってしまう。

・その説明資料を使って、どう話したかがポイントであるから、よく知るには音声が必要になり、表情が大事だとすれば映像も見たい。一番よいのは、生で参加することであるとなっていく。

・説明資料のテキスト化を行っている企業もある。事前に用意したものは公式見解で、行間のコメントが抜けている。生の説明のテキスト化は有用であるが、それでもどこを重要と捉えるかは受け手次第である。

・やはり財務数値の持つ意味（インプリケーション）を、会社のビジネスモデルの中で正確に位置付けて、そのつながりを話すことが最も重要であろう。CEOやCFOのプレゼン能力が問われる。

・統合報告を作ろうとしているが、とかく寄せ集めになってしまっていて、解説型になってしまう。これをどうしたらよいか。最も良い方法は、社長がわが社の企業価値創造をまずは自らが語ってみることである。

・その時、対談の相手が大事である。社内の部下では十分でない。かといって、外部のコンサルタントや投資家、アナリストであってもうまくいかないことが多い。では、誰がよいか。一般論でいえば、社長と相性の良い聴き上手、話させ上手を選ぶことである。

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。

・このインタビューや対談はメインストーリーの骨格作りであるから、特に準備はいらない。企画やIR部門が資料や文章を用意すればするほどよくない。本音を自由に語ることがポイントである。

・筆者の知る限り、社長は誰よりもわが社のことを考えている。この思考の中で、外部に対して、分からない、決められないとは絶対に言えない。一方で、通常、どうしたらよいか、どうすべきか、という課題については答えをもっている。実行案をどこまで具体化できるかには差があるとしても、対策は思考実験している。

・この社長のストーリーをベースに、全体を構成し編集していけば統合報告（Integrated Reporting）の原案はできる。その上で、本来統合報告に求められる内容について、1) 付加すべきもの、2) 具体化していくもの、3) 今回は載せないものを決めていけばよい。このプロセスを3年ほど実践していくとかなり良い内容のものができるでしょう。

・なぜ時間がかかるのか。会社の中に出来ていない仕組みを経営として作り込んでいくには時間を要するからである。その作り込んで動き出した内容を織り込んでいくと、統合報告書のレベルが結果として上がってくる。つまり、統合報告は経営の実践と対になっているのである。

・ESG、CSRは、IRとしてどこまで取り込んでいくのか。Gのガバナンスは議決権行使と密接であるから、議案になりそうな案件についてはよく議論して投資家の理解を得ておく必要がある。Eの環境には、どの企業も長らく取り組んでいるので、それなりの知見を蓄えている。Sの中では、働き方改革が問われている。自社グループだけでなく、グローバルな取引先にも目を配っていく必要がある。

・CSRは企業の社会的責任として、経済的価値を超えて果たすべき内容をもっている場合も多い。どこまで取り上げるかは、企業自ら範囲を決める必要がある。SDGsとの関わりも同じで、わが社の企業価値創造に結びついているものをまずは取り上げて、活動を実践する。次に、企業価値創造の中で、経済的価値の範疇には属さないが社会的価値として重視するものについては、その意義についての的確に把握してアピールする必要がある。

・投資家は、経済的価値を含む企業価値創造に第一義的関心を寄せるので、そうでないCSR活動の部分については、重要であっても無視するかもしれない。IR部門としては、そこをよく分かった上で、実はみるべきものがあるとすれば、その内容を投資家に訴求していく必要がある。

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。

・アクティブ運用よりも、時代はパッシブ運用時代である。とすれば、さまざまなインデックスに入ることが重要である。インデックスに入るための活動というのは本当に意味があるのか。これに対しては、ROE 重視のインデックス、ESG 重視のインデックスなど、今やETFも含めて多様なインデックスが開発されている。そのインデックスに採用されれば、自社の評価が高まり、安定した株主となってくれるケースも多い。

・当然、IR 部門としては、さまざまなインデックス、ファンドを検討して、そこに採用されたいとすれば、その基準を満たすように社内改革を進めて、採用を働きかける必要がある。これも1つの有力な株主作りである。当然対話を通して、わが社の価値創造をレベルアップしていくことが求められる。

・日本の平均ROEが10%、米国が15%として、海外の投資家は米国並みのROEを求めているのか。ROEの水準をどのように考えるのか。これにも2つの見方がある。1つは資本コストをよく検討した上で、わが社のROEが株式の資本コストを上回っているかどうかと検討する。下回っているとすれば、どのようにして資本コストを上回るようにできるかを経営の問題として手を打っていく。

・もう1つは、資本コストをクリアしているとすれば、次ほどの水準を妥当と考えるかを検討する。ROEは高ければ高いほどよいという極大化を狙うのか。一定水準を超えて、安定的に維持することを望むのか。この点についても、わが社の企業価値創造との結びつきを考慮して、重要な財務的KPIの内容を固めるべきである。

・さまざまな企業のIR部門の担当者との話題はつきない。筆者の意見も所詮1つの意見である。IRの在り様は多様であってよい。なぜなら、投資家も実に多様だからである。共通するのは、企業価値を共有できると互いに認識できるならば、対話は弾み、株主として長い付き合いができるようになるだろう。IR担当者が個性を発揮し、活躍することを期待したい。

ヒトを見極める投信

・6月に野村証券のセミナーで、レオス・キャピタルワークスの藤野社長(CIO:チーフインベストメントオフィサー)の話聴いた。テーマは「成長企業を見極める投資家の目線」であった。今や日本最大の日本株のアクティブ投資信託を育て、運用パフォーマンスでも高い成果を出している。藤野氏が強調した投資のポイントを取り上げてみたい。

・藤野英人氏は50代、30年の運用経験を有するファンドマネージャーである。レオスとは本レポートは、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。

古代ギリシア語で“流れ”を意味し、よりよい社会を創る資本の流れを興したいという願いを込めている。主力の「ひふみプラス」投信は、2018年にリッパーで最優秀ファンド賞、R&Iで優秀ファンド賞などを受賞している。

・伸びる企業は「ヒト」で見極める、と強調する。足で稼いだ情報で成長企業を発掘する。企業業績の変化に着目する定量調査と、ヒトの可能性に着目する定性調査を両面から行う。とりわけ、経営方針や戦略など、数値に表れない部分を重視する。経営者、ビジョン、製品、現場の声など、企業活動を支えているヒトに注目する。

・長期的な株価の伸びは、企業の利益の伸びと一致する。利益を伸ばす会社を見極めるには、ヒトを見ると強調する。つまり、企業への投資はヒトの可能性に投資することを意味する。①機械を動かすのも、技術を磨くのも全てヒト、②とりわけ、働くヒトを率いている社長の考えが重要、③そして、経営者と社員がいきいき働いていること、が決め手である。成長企業は、業界で決まるわけではなく、あくまでも企業次第である。

・では、どんな経営者に着目するのか。1) 意思決定がシンプルで、2) 目線が長期で、3) 徹底した顧客目線であることを重視する。その逆、判断が複雑で、短期で、自社都合の経営は評価しない。そこで、オーナー経営者、あるいはオーナー型でなくても強烈なリーダーシップの発揮する経営者が率いている会社に投資することを信条とする。

・そう言われると、①なるほどすごいと思うか、②それは当然ではないかと思うか、2つのタイプに分れよう。投資哲学が明快で分かり易いので、当たり前と思うかもしれない。しかし、それを実践してパフォーマンスを上げ、実績を積み上げて日本でトップクラスの投資信託を育ててきたことは素晴らしい。

・6月末の運用資産は、ひふみ投信（直販）1456億円、ひふみプラス（販社経由）6109億円、ひふみ年金164億円である。3タイプの総額はマザーファンドとして7700億円を超える。

・ひふみ投信のマザーファンドをみると、今年5月末で229銘柄を組み入れている。その株式の資産構成比は、グロース（成長重視）77.7%（169銘柄）、バリュー（割安重視）22.3%（60銘柄）であった。また、内外比率では、国内株61.1%、外国株38.9%であった。

・2018年4月までの7カ月間でパフォーマンスへの寄与度をみると、上位から、①共立メンテナンス、②AMAZON.COM、③東京センチュリー、④カチタス、⑤GMOペイメントゲートウ

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。

エイ、⑥SBI ホールディングス、⑦ネットワンシステムズ、⑧SG ホールディングス、⑨ユニ
ー・ファミリーマート、⑩光通信であった。

・こうみると、中小型株への投資イメージが強いが、企業規模にとらわれることなく、柔軟
な運用に力を入れている。実際、組み入れ上位銘柄は、局面によって大きく変化している。

・投資には時間が必要、投資には我慢が必要なので、今ここから投資して儲かるかを見てい
く。簿価でなく常に時価を見て、ダメだと思ったら、株価が3分の1になっていても売る。
良いと思ったら株価が3倍になっていても買うという。

・藤野氏は、いい会社を持ち切ることが大切であると強調する。株価10倍をとるには売ら
ないことである。深く大きく儲けるには、会社を理解して投資することである。

・財務情報も重要であるが、結果の数字は現実よりも遅れるので、非財務情報を重視する。
中でも企業を支えるヒトに注目して、ヒトが関わる活動を現場に足を運んで見ていく。とり
わけ、経営者のリーダーシップに注目し、意思決定の力を評価する。ここに、ひふみ投信の
パフォーマンスの源泉があろう。

・今後AIが大いに活用されるようになるとしても、藤野流に対抗できるとは思えない。AI
は利用すればよいだけの話である。しかも、AIは頻度の高い情報を学習していくので、長
期の経営を見る時に直接活用できるわけではない。

・中小型株から大型株へ、国内株から外国株へ、ポートフォリオの枠を広げて、運用資産の
大型化に対応している。大型になるとインデックス化するのではないかと、という懸念に対し
て、長期投資で α がとれる銘柄は山のようにあるので、全く心配していない。

・一貫してグローバル調査に力を入れている。世界中に出かけて企業を見ている。世界で起
きていることは、いずれ日本でも起きるとして、銘柄発掘のアイデアとする。同時に世界の
成長企業に投資すれば、先行できることになる。日本株に軸足を置きながら、グローバル投
資を目指すひふみ投信に大いに注目したい。

経営デザインシートの活用～ビジネスモデルの変革に向けて

・2017年の未来投資戦略では、「Society 5.0の実現に向けた改革」がテーマであった。政
府の基本方針の骨格を議論し、それをまとめたものである。Society 5.0とは、①狩猟社会、
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。

②農耕社会、③工業社会、④情報社会、の次にくる成長フロンティアをイメージしている。

・そこでは、IoT、BD（ビッグデータ）、AI、ロボットなどの第4次産業革命の先端技術を、あらゆる産業と社会生活に導入していく。それを通して、さまざまな社会課題の解決に向けて、イノベーション(革新的な仕組みづくり)を活かして、一人一人のニーズに合わせたサービスを提供しようというものである。

・高齢者への対応、働き方改革、サプライチェーンの進化、人材力の強化、行政手続きや規制の見直し、フィンテックの活用など取り組もうとしている。①健康寿命の延伸、②移動革命の実現、③サプライチェーンの次世代化、④快適なインフラ・まちづくり、⑤Fintech、⑥データ活用基盤の構築などに力を入れている。

・2018年の未来投資戦略では、『「Society5.0」・「データ駆動型社会」への変革』をテーマとした。データ駆動型社会が加わったのである。

・AI、BD、IoTなどが社会に実装されていく中で、米国、中国を中心にデータの囲い込みや独占を図るデータ覇権主義の台頭が懸念される。デジタル時代の価値の源泉であるデータや、それを駆使して新たな価値を創出する人材のグローバルな争奪戦も始まっている。

・日本は圧倒的に人材不足である。このままでは、日本は国際競争の大きな潮流の中で埋没しかないという危機感が政府にある。日本の課題は分かっている。それを現場からのリアルなデータによって見える化し、課題の解決に向けて、新しい社会改革に取り組んで、成功体験を積み上げていこうというねらいを込めている。

・そこで、今年のテーマは「Society5.0」に「データ駆動型社会」が加わったものとみられる。人手不足には、AIやロボットによって自動化が進む。過度な業務負担が大幅に軽減されよう。工場だけでなく、オフィスでも、町でも、家庭でも利便性は上がってこよう。

・自動翻訳で、外国語とのコミュニケーションもやり易くなる。遠隔サービスやリアルタイム化の進展で、新しいサービスが次々と登場してこよう。今まで、使われていなかったデータを収集、分析、活用することで、新しいサプライチェーンが作られる。医療・介護、農産品、観光、行政においてもサービスのあり方が大きく変質してこよう。

・人材を活かす制度も2つの面で変化していく。国の政策としては、女性、高齢者、障害者、外国人、などがより活躍できるように舵取りをしていく。民間でも、大企業、中堅中小企業

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

とも、必要な人材の中身が変わってくるので、いい人材に来てもらえるような働き方の魅力を備えていかなければならない。

・双方において、人材の教育は必須である。働く人々も、①自分は今なにができるのか、②次に何ができるようになりたいのか、を真剣に考えて努力する必要がある。学び続け、新たな経験に挑戦することが、おもしろい仕事に出合えるカギとなろう。

・未来投資戦略の中で、知的財産をいかに作り出し、活用していくかという点で、「デザイン経営」が提案されている。これに着目したい。デザイン経営とは、まさに経営をデザインすることである。

・体験や共感を求めるユーザーの多様な価値観が市場をリードする社会では、経営の骨格を支える知財の役割は一段と大きくなる。企業の価値創造のメカニズムを機動的、継続的にデザインして、イノベーションを創出することが極めて重要となる。こうした価値創造メカニズムをデザインするための仕組みが提案された。

・内閣府の知財戦略本部に設置された「知財のビジネス評価検討タスクフォース」の報告書、『経営をデザインする』はおもしろい。知財を特許のように狭く捉えるのではなく、「知財のビジネス価値」を企業など組織の価値創造メカニズムと結びつけて評価する。その評価方法を「経営デザインシート」と名付けている。

・企業は、新しい企業価値を創り出すメカニズムを構築し、それをビジネスモデル (BM) として設計 (デザイン) し、実行に移していく。1つの企業にとって BM が1つの場合もあれば、数多く有する場合もある。

・BM は、時代とともに栄枯盛衰する。近年ではそのスピードが速まっている。輝いている BM もすぐに色あせてしまうかもしれない。多様な事業ポートフォリオを有する企業においては、ポートフォリオも入れ替えも含めて、事業ポートフォリオのマネジメントが重要である。

・これを1枚のシートにまとめたものが、「経営デザインシート」である。BM を軸にした価値創造メカニズムを1枚のシートで見える化する。大企業でも中小企業でも自社の内部評価に活用できる。外部のステークホルダーである投資家や金融機関は、その企業を評価する時の分析フレームワークとして使える。

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。

・ y (提供する価値) = $f(x)$ (f : BM, x : 経営資源) として、価値創造メカニズムを捉え、 x としての主要な経営資源は何かを明らかにし、それに知財がどのように関わっているかを分析する。

・ $f(x)$ は BM なので、価値が収益を生み出す仕組みを明確にし、そこでの知財の役割を特定する。これが現状の BM1 であるが、次に将来はどのような BM にしたいのか。ここを具体化する。これが BM2 である。

・ 経営方針との関係を明確にしなが、主要な資源はどう準備するのか。足りない資源はいかに開発していくのか。BM2 を通して提供する新しい価値は何か。そのための課題に対して、どのように手を打つのか。それが、まさに実行戦略となる。

・ 経営デザインシートをみても、特に新しいとは感じないかもしれない。しかし、これは実践的で同じフォーマットを誰でも活用できる。経営者の目線と現場の目線を合わせることができる。

・ 細かい分析資料や計画書は、どの企業にも自社なりのフォーマットで存在しよう。しかし、統一の経営デザインシートにまとめてみると、新しいことが分かって。投資家も、この1枚に知りたいことが入っている。ここから、企業との対話が弾むことになろう。

・ 財務データの分析は当然として、同時にこの経営デザインシートを「投資家向け企業価値評価シート」として活用できよう。シートの項目やつながり(コネクティビティ)に、投資家サイドで定義した何らかの評点(マテリアリティの重み)を加えていくと、定性評価を相对比较しやすくなる。これを時系列的に継続し、他社比較すると、企業の価値創造を見抜く目が鍛えられていく。

・ 筆者は、似たような方法を既に実践して、その有効性を実感し成果を上げている。企業にも、投資家にも、銀行にも、ぜひとも活用してほしいと願う。企業価値創造の要である知財を、ビジネスに活かす新たなイノベーションが創出されよう。