

## ベル投資環境レポート

# 企業を見抜く目を養う ～株式投資の視点～

2015年3月30日

鈴木行生

目次	
<b>1. 株式市場に対する見方とスタンス</b>	➢ 増大するインバウンドと生産性の向上策
➢ 株式相場の行方～確実でないことを問う	➢ ピンチはチャンス～瀬祭のグローバルニッチ戦略
➢ 誰でも達人になれる	➢ 大和ハウスグループの夢
➢ 私が投資するなら、こんな会社	➢ 卓球ロボットのオムロン～企業価値向上の手法
➢ どんな株に投資するか～スマートベータとアルファ	➢ アジアで成功する条件
<b>2. 企業経営の展開を投資アイデアへ</b>	➢ 上場企業が投資家を選ぶ時代～逆もありうる局面へ
➢ 既存産業と新産業～どちらにもチャンスあり	
➢ ロボットイノベーション	

## 1. 株式市場に対する見方とスタンス

### 株式相場の行方～確実でないことを問う

日経平均が19000円台に乗せてきた。今年は2万円を超えるだろうという声も強まっている。こういう場面をどうみておくのか。いつの時代も先のことはわからない。ところが先を見通して、当てる専門家もいる。エコノミストやストラテジストは、経済の先行きや株式市場の展望について自信を持って語り、明快に将来を予測する。では、それが当たるかという、そうでもない。そもそも予測というのは、簡単にはその通りにならない。

投資をする時には、自信を持ちたい、必ず成果が出ると確信したい、と誰でも考える。自分なりに頭の整理をしたいが、経済やマーケットは複雑で整合性が取れないことも多い。そんな時に、エコノミストやストラテジストの意見を聞きたくなる。

専門家の意見を聞いて、どう反応するか。いくつかのパターンがありうる。1) A ストラテジストは、株式相場は夏までに2万円になるといったが、それが外れた。2) B エコノミストは、為替は140円/ドルになると予想したが、その理由がよく理解できなかった、3) C

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。

アナリストは、金融株が上がるというので買って見たら、その通り儲かったのですぐに売った、という例を考えてみる。

第1の例は、専門家の意見を当たった、外れたで評価する投資家である。この投資家は予測の結果を重視しており、なぜそうなるかについてはさほど気にしていない。第2の例は、予測の結果も大事であるが、なぜそうなるかのプロセスを納得したいと思っている。しかし、その論理が投資家には十分伝わっておらず、理解されていない。第3の例は、結果やプロセスを問う前にとりあえず行動を起こしている。一定の信頼できる専門家の判断なのだから、何よりもアクションをとることが大事であると考えている。

こういう場面で重要なことは、会社説明会で社長の話を聞く時と同じように評価してやることである。投資に値するいい会社であるかどうかは、①その会社の話を何度も聞いてみる、②別の会社の話も聞いて比較してやることである。同じようにエコノミスト、ストラテジストについても、同じ人の話を何度も聞いてみる、別の人の話と比較してやるのがポイントである。そうすると、どんなロジックで予測を作っているのかがよく分かってくる。それが腹に入ってからその後のプロセスをみていけば、単に当たったか外れたかということではなく、中身（コンテンツ）について自分なりにフォーカスすることができる。

エコノミストやストラテジストの予測の成否については、さほど気にしないことである。なぜ、その専門家はそのような予測に至ったのかのプロセスとキーとなる要因について、しっかり押さえておく必要がある。そこが納得できないと、自信を持って自分なりの投資決定をしてアクションがとれない。このプロセスを抜きにして売買の行動をとると、それがうまい成果に結び付いたとしても、次に失敗すれば挫折感だけが残ってしまう。

世の中では、3つのことが起こりうる。1つは自分が想定していたようにいい方向に行くことである。予想以上にいい方向に行くことには何ら問題がない。2つ目は、想定していた通り悪い方向に行くことである。何が悪い方向かは分かっていた。それがどんな事態になるかもある程度想定できた。それが起きる可能性、つまり確率についても検討したという場合である。この時には、悪い方向に向かったという点では好ましくないが、投資家にとってサプライズはない。想定範囲内といえる。

3つ目は、そんなことが起きるとは想定もしていなかったという場合である。ここが一番難しい。起きる可能性はありうるが、その可能性は極めて低いかもしれない。しかし、一旦有事になれば深刻な影響をもたらすことになる。この不確実性の高い事象については、最悪の事態を想定し、悪影響を最小にする方策をイメージして、手を打つ必要がある。

投資の世界では、リスクオン、リスクオフという言葉が使われ、二進法的に投資にポジティブな局面、ネガティブな局面という区分けがされる。1（イチ）、0（ゼロ）で明確に区分できるわけではないが、分かり易いので使われる。しかし、一番大切なのは、1から0に変わる時、あるいは0から1に変わる時をどう見抜くかであり、もう1つは、1でも0でもあわてないように、投資ポートフォリオを想定して組んでおくことである。

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。

ユーロ圏では、ドイツとギリシアの戦いが続いている。ギリシアは緊縮財政には耐えられないという。ドイツでは、なぜ自助努力をしないギリシアを助けるのかという。でも、ユーロ統合で最も恩恵を受けているのはドイツではないか。いや、ドイツは民営化など相当の自助努力をしてきた。という中で、どのように折り合いをつけるか。ギリシアの苦境はすでに分かっておるので、リスクな状況であっても、不確実な事態というわけではない。

ウクライナにおけるEUとロシアの戦いも続く。原油の急落でロシアは苦しいが、外貨準備は十分なので、すぐに問題が起きるわけではない。軍事停戦が機能するとしても、ロシアの安全保障上の論理はEUにとっては受け入れがたいものがある。そのロシアを中国がエネルギー購入で助けるということもありうる。ウクライナへはEUが支援するので、民族対立は小康状態を保つとしても鏝迫り合いとなろう。予断は許さないが、不確実というわけではない。

原油価格が急落した。このメリットは消費国である米国、日本、中国に大きく出てくる。産油国の収入は減るが、国がデフォルトするような状況ではない。しかし、紛争をかかえるロシアやナイジェリアには課題である。原油価格はシェール革命でオイルやガスの生産が増え、需給が緩んできた。そこに供給側の調整がなされなければ、価格は需給が均衡するところまで下がる。実際には一旦下がりすぎた後、適正水準に戻っていかう。今はその局面なので、原油価格の動きもリスク要因ではあるが不確実とはいえない。

中国では内部的な権力闘争は続こうが、習体制が強化される方向にある。過剰投資の影響で成長率は減速しようが、十分コントロールされた中でのマイルドな減速となろう。こどもリスク要因ではあるが、不確実な状況ではない。

米国では原油価格の急落が、ガソリン価格の下落を通して車社会の消費者にはプラスに働く。一方で、シェールガスやオイルの生産者にはマイナスである。米国FRBの利上げについても、マーケットにネガティブの影響を与えないように、緩やかに実施されるであろう。今夏から秋にかけて実施されるという見方である。これも状況は分かっていることなので、リスク要因ではあるが不確実というわけではない。

日本では、第3の矢の成長戦略が遅れているといわれる。構造改革のための規制緩和、規制の見直しには時間がかかる。TPPの妥決とJA改革は進みつつある。国内の景気もよくなりつつある。消費税のマイナスの影響はこの4月以降薄れてくる。円安の効果で輸出企業の業績は拡大し、輸入企業のコストアップに対抗した価格転嫁も少しずつ進展しつつある。円安の中で輸出企業は数量効果でなく価格効果で利益を上げてきたが、この水準からは輸出の数量も増えてこよう。原油安がエネルギーコスト安として、企業にも家計にも大幅なプラス効果をもたらす。企業業績は2015年度も+10~15%の増益が見込める。これを織り込んでいくと、日経平均での2万円超えも順当なところであろう。

不確実な要因は何か。天変地異やイスラムテロ国家(IS)との戦いなど、想定外のことが本レポートは、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。

起きるかもしれない。リスク要因はこれまで挙げたようにいくつもあるが、これがネガティブな方向に動いた時にマーケットも一旦下げよう。よって、日経平均でいえば、19000 円台のゾーンから局面によって 17000 円台に下げることがあろう。しかし、大勢としては、その後 2 万円を目指して戻っていくことになる。

次は日経平均 3 万円に向けて、日本の構造改革の進展と企業の稼ぐ力の向上が問われる。日経平均 3 万円は予測するものではなく、それを実現するために各々の立場で‘やるべきことをやる’という、まさに実行力にかかっている。投資家はそれを見ている。

### 誰でも達人になれる

プロの機関投資家であれ、アマチュアの個人投資家であれ、誰でも達人になりたいと思う。プロのサッカー選手やプロ野球の選手になるのはなかなか困難だが、投資の達人になるのはさほど難しくない。そのためには、①今までより視野を広げて、世の中に関心を持つようにする、②分からないと諦めたりせず、また、勝手に分かったと思いきなりしないで、いろいろ比較してみる、そして、③自分なりに判断して、その結果を一喜一憂せず、経験として蓄積していくことにある。

なぜ、株式投資にこだわるのか。それは金融商品の中で株が一番分かり易いからである。しかし、本気で株式投資をやったことのある人は意外に少ない。多くの人は、機会がなかったり、自信もなかったりという。今、現役で働いている人たちは、自分の仕事に忙しく、そんな暇はないかもしれない。仕事柄、会社の内部情報に関わっているので、社内ルールとして株式投資が簡単にはできないという人も多い。自社の持株制度や確定拠出年金で何らかの投資をしても、必ずしも身近な存在でないこともある。

しかし、ルールを守った上で株式投資の経験を積んでほしい。そうすると、投資家の気概が分かってくるし、企業家の思いや経営者の見識も養われてくるからである。投資をするには、しっかりした自信を持ちたいと誰でも思う。では、自信を持つにはどうしたらよいか。それは信頼する人を見いだすことにある。

株式投資は会社に投資するのであるから、その会社が信頼できるかどうかを判断する必要がある、そのためには、社長に会って話を聞いてみることである。大企業の社長には簡単には会えないかもしれないが、大企業でも個人投資家説明会を行っている会社は多い。まずは説明会に出かけて話を聞いてみることである。中堅企業やベンチャー型の上場企業であれば、いろいろな機会がありうる。行ってみると、何か印象に残ることがあろう。それを大事にして、そこを起点にする。

一度社長の顔が頭に入ると、ウェブを見に行っても、新聞や雑誌で記事を見ても親近感がわいてくる。そうすると、その会社のことが少し分かってくる。社長の話を 2 度 3 度と聞いてみると理解が進んでくる。そこで、投資の判断を試してみる。

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



が働いている。それを理解するのは無理と思うかもしれない。しかし、心配する必要はない。会社のことを理解するために、会社の中身を一生懸命覚えようとしても、それは難しい。会社の話を聞きながら、今回は何が分かったかと、自分に問うていけばよい。覚えたことは忘れるが、分かったことは忘れない。①なるほど、この会社の強みはここにあるのか、②将来の成長の原動力は、これが伸びることだが、それは簡単ではない。③でも、上手くいったら面白そう、④社長はやり遂げると言っている、⑤本当にできそうか、といった具合である。

しかし、会社の話を鵜呑みにしてはいけない。真面目な会社は、良いことも悪いことも話すかもしれないが、大抵の会社は良いことしかいわない。しかし、それを問題だと思わなくてよい。会社が良さとして強調することは、たぶん企業として自信を持っていることである。時には誇張するかもしれない。私の経験では、稀に嘘をつく会社もある。逆にいうと、会社がふれてこない話題は、その会社の弱みかもしれないと考えておいた方がよい。

そうすると、会社に課題や弱みがあっても、きちんと手を打っているならば、必ず話の中に出てくるはずである。自分が疑問に思ったことで、会社の話の中に出てこないとすれば、質問してみるとよい。質問は単刀直入に聞くのがよい。立派なマネジメントなら、必ず丁寧に答えてくれるはずである。もし不愉快そうな顔をして、逃げの答えをしたならば、それはそれで重要な情報として受け止めればよい。

①社長の話す顔色を見て、②話す内容の中身を吟味して、③利益が予想外に変化するかもしれない可能性を考えて、それぞれの視点から自分なりに点数をつけてみるとよい。つまり、1) 経営者のマネジメント力、2) 事業の成長性・持続性、3) 業績変動のリスクを評価していく。こうして点数をつけていくと、だんだん自分の会社を見る目が鍛えられていく。点数がばらついて、いい会社が見えてくると投資が面白くなってくる。まずは基礎を固めるために、説明会に出かけることを実践してほしいと思う。

## 私が投資するなら、こんな会社

先行きをどう見るか、いつも心配になる。不安にならないようにしたいと思うと、株式投資などしない方がよいと考えてしまう。一方で、その逆もある。少しくらいの損は気にしない。最初からそのつもりだから、毎日の株価など気にしないという人もいる。しかし、株を買って放っておくには、それなりの根拠が必要であろう。

長期の視点で投資をするということと、買ったまま放っておく、まして下がってしまったら上がるまで待っている、というのでは意味が違う。株価が上がってきたら、やれやれと思って売ってしまう人もいる。それでは、含み損はカバーしたとしても、何のための投資だったのか。

よい会社に投資すれば、安心かもしれない。では、よい会社とはどんな会社か。いろいろな考えがあろうが、私は何よりも雇用を増やす会社がよい会社だと考えている。企業が本レポートは、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。

価値を生み出すには、何といても社員が大事である。次に、雇用が増えても、社員の 1 人当たりの生産性が上がってなければ、社員の給料は増えない。生産性とは 1 人当たりの付加価値であるから、社員数 × 1 人当たり生産性 = 会社全体の付加価値となる。付加価値とは企業が生み出す経済的価値であるから、これを長期的に増やす会社は、社会にとっても重要な役割を果たしているといえよう。

ところがこれがスムーズにはいかない。会社の歴史を社員数でみると、初めの頃は増えても、そのうち止まってくる。次に徐々に減り出し、苦境に陥るとリストラで大幅人員削減を余儀なくされたりする。これは正社員の場合であるが、今は正社員以外の非正規労働を活用している企業も多い。雇用の多様化を通して働きやすくしている面もあるが、働きたいのに十分な機会が得られない場合もある。それを能力の差であると片づけてしまうわけにもいかない。しかし、企業としては、何らかの形で社員を評価していくので、必ず差は付いてくる。

「ビジョナリー・カンパニー」のジェームズ・コリンズは、企業は成長期に傲慢になり、拡大期に無規律になりがちである。次第にリスクを無視するようになり、遂には苦境に直面する。そうすると、一発逆転を狙いたくなる。それが無謀な結果として転落を招き、遂には屈服するか消滅してしまう、と警鐘を鳴らしている。

我々はどんな会社に投資したいのか。それは「強くなろうとする企業」であろう。この点については、誰も異論はないと思う。しかし、そんな抽象的な話ではイメージがわからない、というのもその通りである。企業の価値を生み出す仕組みがビジネスモデルであるから、そのビジネスモデルが影っている時、再び輝くようにどのような手を打っているかをみていく。どんな企業も停滞モデルから成長モデルへ変身しようと努力している。その努力のプロセスに注目したい。

身近な生活を見ても、広く社会を見ても、さまざまな課題がある。政治が悪いと文句をいってもよいが、それだけでは遠吠えにすぎない。社会の課題を解決するように頑張っている組織を応援したくなるのは当然である。自分にとってピンときたものを投資対象にしていくのが、1つのソリューション(解決法)であろう。

例えば内需は伸びないが、外需は伸びる。アジアでは、アセアン経済統合が今年末からスタートするので、アセアンの途上国で活躍する企業にビジネスチャンスが広がろう。この 15 年間に見られたように、中国に進出した日本企業がみな上手くいったわけではない、苦勞した企業の方が多い。そして、中国から出ていく時も苦勞している。優勝劣敗は世の常であるから、よくみていく必要がある。

日本の人口は減少に転じた。それを逆手に取る発想も必要である。生産年齢人口は毎年 -0.5%ペースで減っていくので、1 人当たり付加価値(生産性)をよほど上げないと、日本の GDP は伸びない。知財やロボットの活用が決め手となろう。雇用を増やさなくても、生産性を断トツに上げる企業が出てこよう。デフレの時代の安売り競争ではなく、良い質の

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

商品やサービスを「適切に高く売る」ことができるかどうか問われる。

これから年金は減っていく。そう考えて、覚悟しておいた方がよい。確定拠出年金で自分の分は自分で掛けて確保していくとしても、国のベースとなる年金は賦課方式である。つまり、若い世代から集めて高齢者世代に配るという方式である。若い世代の人口が多くて、高齢者が少ない時はよい仕組みであったが、それが逆転して、若者1人で高齢者2人の面倒をみることなど無理で、到底できない。

現在と将来の負担を平等にする動きは強まっていこう。そうすると、ヘルスケアの規制緩和は進むことになり、働ける人は死ぬまで働くのが当たり前になってくる。豊かな老後とは、いつまでも元気に働けることである。ここに新しい市場ができてこよう。一方で、数が減ってくる若者を育て活かす組織が評価されるようになる。若手を主役にして新陳代謝を図る必要があり、共感、共働の組織作りが求められる。知識、知恵を生み出し、活かす企業のビジネスモデルが、持続的成長の原動力となろう。

かつて円高に苦しんだ企業が多かったが、今や円安で苦しむ企業がいろいろ出ている。一方で、円安を活かして、インバウンド(外国人旅行者を自国へ誘致すること)で稼ぐ仕組みを作っていこうという動きも活発である。株式市場でも、かつて円高は株高であったが、近年では円安が株高を誘導した。しかし、円安は株高がこのまま続くとも思えない。為替に左右されない経営を築いている企業も増えている。円安、円高で一喜一憂しない投資のスタンスも求められよう。

2017年4月からは、消費税が10%に上がる。2年後であるが、1年後くらいからは、消費税のマイナス効果が再び議論され始めよう。しかし、よく考える必要がある。消費税を上げれば、短期的に消費にマイナスであるのは当然である。それをどう乗り越えるか。上手く対応する企業群を早めに見いだしておくことである。2014年4月前後の教訓が大いに役立つ。

例えば、4年前からアナリストレポートを書いてフォローしている東祥(コード 8920)は、ホリデイスポーツクラブを本業としている。スポーツクラブの規模では業界9位だが、売上高経常利益率は25%と、業界断トツトップである。2011年11月のレポートでは株価547円、時価総額96億円であったが、2014年12月のレポートでは同2351円、同450億円であった。最近(3/27)は同2752円、同527億円まできている。誰もがみんな健康でありたいという志向に対して、将来は売上高経常利益率35%を稼ぎ出せるようなビジネスモデルを実践している。このように、社会の課題に自社の仕組みを組み合わせ、独自の強みを創り出す会社を見いだして、1社ずつコツコツ投資していきたいと思う。

## どんな株に投資するか〜スマートベータとアルファ

米国の運用会社であるRA(リサーチ・アフィリエイツ)のジェーソン・スー副会長(カリフォルニア大学ロサンゼルス校特任教授)の話のアナリスト協会で聞いた。それを参考本レポートは、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。

にしながら、どんな株に投資するのがよいかを考えてみる。

学問として、投資商品や投資家行動を分析する時は絶えず統計を用いて、その分析データが意味のある違いを示しているかどうかを問う。米国には学者もデータも揃っているので、実証分析は米国市場が中心となる。統計的に有意であるといって、誰もがそのようになるわけではない。あるいは、統計的に有意でない、つまりデータに仮説を説明するだけの違いがみられない、といっても個々のケースではよい時も悪い時もある。投資家としては、そうした意味についてもよく知りたいと思う。

株式投資を考える時、まずは市場のインデックスの上げ下げをみる。その次に、市場のインデックスとは違った個別の株の変動をみる。市場と同じように動く要素をベータ ( $\beta$ )、市場の動きとは別の独自の要素をアルファ ( $\alpha$ ) という。個別株投資でいえば、市場がどうなろうと、上がる株を持ちたいと思う。あるいは、市場が上がる時にもっと上がる株、市場が下がる時にあまり下がらない株を持ちたいと思うかもしれない。これを 1 つの株式で満たすことはかなり難しい。そうすると、いくつかの株で構成されるポートフォリオを作っていく。そのポートフォリオの作り方によって、それぞれの新しい個性が出てくる。

インデックスにもいろいろある。日本株でいえば、日経 225 が一般的であるが、プロの年金運用者はトピックス (TOPIX) を最も重視する。最近では、ROE を重視した JPX 日経 400 というインデックスが注目されている。一般に基本となるインデックスよりも、もう少しパフォーマンスがよくなるようなインデックスを、スマートインデックスと呼んでいる。そのインデックスがもつベータ (スマートベータ) が、もとのインデックスを本当に上回るパフォーマンスを上げられるかが注目される。もしパフォーマンスがよいならば、そのスマートインデックスに投資すればよいことになる。

スー副会長は、スマートベータは 1 つのインデックス投資であるから、そのインデックスが超過リターン (プレミアム) を得るには、そのプレミアムを生み出すファクター (要因) について、よく知る必要があるという。株式プレミアムについては、この 15 年で 250 のファクターが見いだされ、議論されてきたが、大きくは 6 つのファクターに分けられると指摘する。その 6 つとは、①サイズ、②クオリティ、③リクイディティ、④モメンタム、⑤ローベータ、⑥バリュエーションである。この 6 つのファクターのうち、どれが最も頑健 (ロバスト) であるかを論じた。

サイズでは、スモールキャッププレミアム (小型株効果) が比較的注目されるが、実はこの効果はないという。つまり、小型株の方がプレミアム (超過リターン) を生むというデータは出ていない。小型株インデックスを採用して、よいパフォーマンスを上げられるわけではないということになる。

クオリティはどうか。何らかのクオリティのよさを定義して、それに基づいてクオリティプレミアムを追求する。そのような 70 の定義に基づくインデックスを分析してみると、アウトパフォームしているものと、アンダーパフォームしているものが半々で何ともい

---

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。



ないという。優れたマネジメント、よい商品・サービス、ROEのよさといっても、それだけで市場をアウトパフォームできるわけではない。

リクイディティ（流動性）には有意性がある。実際、リクイディティが低いインデックスの方がよいシャープレシオ（リスクに対するリターンの良さ）を示すという。しかし、リクイディティが低いということは、実際の場面では株が買いにくく、売りづらい、ということになる。つまり、トレーディングコストが高くつくことが多いというデメリットがあるわけだ。

モメンタムは簡単でない。株の上げ下げの勢いを追うので、素早い行動が必要である。高速取引（HFトレード）で他者を出し抜ければよいが、現実にはモメンタムプレミアムをとることはかなり難しい。

ローベータプレミアムは有効である。低いベータのポートフォリオをインデックス化すると、そのシャープレシオはかなりよい数値を示す。ギャンブル好きのようなハイベータを追うことは非合理的であるが、そういう投資家がいればいるほどローベータにプレミアムが出ることになる。ローベータ、つまりローボラティリティ（低い変動性）のアノマリー（アルファの要因）は今やポピュラーになっているが、1年に1回程度のリバランスでよいので、運用のキャパシティを大きくすることもできる。

バリューはどうか。これもよいパフォーマンスの上げるのに効果がある。過去のデータでも予測のデータでも通用するという。人々はネガティブなニュースに過剰に反応する行動をとりがちである。よって、行動経済学的にみて、プレミアムが生まれる可能性が高い。日本の株式市場でもこのバリュープレミアムは顕著である。

スー副会長の見立てをどのように応用するか。まずは自分が保有する株式の商品、投資信託やポートフォリオがどういう特性を持っているかを確認する必要がある。日本株でいえば、日経225やトピックスのようなインデックスであるかどうか。あるいは、1) サイズでみて大型株か小型株か、2) クオリティでみて、ある特性を持った優良株か、3) 流動性（出来高）は大きいか小さいか、4) 相場の勢いに反応しやすいモメンタムを持っているか、5) 相場の上げ下げに左右されないローベータか、6) 割安株といえそうなバリュー型かどうかを検討してみる。その上で、ローベータやバリュー型であれば安心できそうであり、パフォーマンスもよくなりそうである。

本当にそうだろうか。ポートフォリオがそれぞれの特性を有したインデックスであれば参考になろう。また、それとほぼ同じような投資信託（ETFなど）であればよいかもしれない。自分なりのポートフォリオで作っているのであれば、ポートフォリオの特性を知っておくという意味において参考にしてよい。しかし、とらわれる必要はない。自分なりの考えで、独自のポートフォリオを作っているのであれば、心配しなくてよいかもしれない。しかし、パフォーマンスが何らかのインデックスにいつも負けているならば、再考する必要がある。

個別銘柄の $\alpha$ をとるようなアクティブ運用は、インデックスになかなか勝てないというの

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

が常識（「敗者のゲーム」）である。

自分なりの考えで、長期的に $\alpha$ がとれるのであればよい。そのための工夫と努力が問われる。その時にも、ローベータ型かバリュー型かは検討してみる必要がある。その上で、小型成長株投資、大型優良株投資などを実行するには、その企業の成長性や持続性（サステナビリティ）をよく理解して納得することが求められる。スマートベータや $\alpha$ の源泉をよく知っておくことがカギであろう。

## 2. 企業経営の展開を投資アイデアへ

### 既存産業と新産業～どちらにもチャンスあり

この1月に経団連は、『「豊かで活力ある日本」の再生』という新たな将来ビジョンを公表した。昨年就任した榊原会長のビジョンとあってよい。この内容をみて感じたことをいくつか述べてみたい。

1つは、今から15年後の2030年を展望していることである。日本の将来を考えるには長期的な視点が大事である。しかし、通常はなかなか長期的な展望を持ちにくい。多くの企業にとって、短期は1年、中期が2~3年、長期が5年というのが現実的なところであろう。それより先になると現在の経営陣が交代してしまうことも多いので、具体的な計画として盛り込むことが難しくなる。

実際、2020年に向けた長期ビジョンを掲げながら、ここ2~3年の中期経営計画を立てている企業が多い。しかし、国の将来を最もはっきりしている人口推計から見ると、50年から100年の計画が必要になっている。日本の人口は既に減り始めている。生まれる子供と亡くなる大人の数はずでに逆転しており、その差はどんどん開いていく。現状を延長すると、日本の人口は2013年の127百万人が、2030年には117百万人、2060年には87百万人、2110年に43百万人となってしまう。それに対して、1億人の人口をキープするには、いろいろ手を打っていく必要がある。今回のビジョンでは2060年に105百万人、2110年に97百万人を維持すべく方向性を示している。

GDPが経済指標として望ましいか、幸福を計る指標は別にあるのではないかという、心に関わる議論もあるが、経済的価値をきちんと押さえておく必要はある。GDP=人口(就業者数) $\times$ 1人当たりGDPであるから、人口すなわち働き手が減っては苦しくなる。また、1人当たりGDPは生産性を示すので、これが上がらないと一人ひとりの所得も増えにくい。一部の人の所得だけがが増えて、多くの人が減るのでは、今話題になっている格差拡大にだけ目がいってしまう。

働き手を増やすには、①若者を増やす、②女性に働きに出てもらおう、③高齢者でも働ける人にはどしどし働いてもらおう、④外国人にも日本で働いてもらおう、ということが必要である。そのための壁をどう取り払うかが政策として問われている。若者に対する教育のあ

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。

り方、女性が働き易くなる社会環境の整備、高齢者の活用のあり方と社会保障の見直し、外国人の日本への導入の仕方など、人手不足と所得不足にはみんなで働いてもらうしかない。

1人当たりGDP(正確にはGNI)の向上では、2つのことを考える必要がある。1つは、市場を海外に広げることである。途上国では資本不足、技術不足、人材不足が至る所にあるので、その国の社会システムの基盤作りに貢献しながらビジネスを拡大する余地はこれからも大きい。もう1つは、国内で生産性を上げることである。これには、既存産業の仕組み革新と新産業の開発発展の双方が必要である。いずれも鍵はイノベーションである。経団連のビジョンでは、この2つのことをイメージして、サブタイトルに「～Innovation & Globalization～」と付けているようにみえる。

イノベーションとは仕組み革新である。既存産業においては、今までと同じやり方ではなく、新しい仕組みを導入して競争優位を築き、市場を拡大することである。同じやり方のままで今のパイを取り合うだけでは、消耗戦になって共倒れするだけである。新産業の育成においては、まさに新しいイノベーションが求められ、それを起こすだけのR&Dや起業家精神が求められる。自前主義に拘らないオープンイノベーションが推進されることにもなる。

今回のビジョンでは、オリンピック・パラリンピック後に注目している。過去の例にみるように、オリンピック開催に向けてさまざまな開発が進む。そのための投資が経済を活性化させるが、そのイベントが終わって投資が一巡すると経済が落ち込んでしまう。この2021年問題をどう乗り切るかにもフォーカスしている。

さらに2030年に向けて、1つのシミュレーションを行っている。経済の仕組みが現状のままとすると、2015年から2030年までの名目GDPの伸びが年率1.3%成長(実質も1.3%)となる。これに対して、ビジョンにとり上げられている政策や戦略を実行していくならば、成長率は名目で3.2%(実質で2.0%)に上昇するという。2013年度の名目GDPは483兆円であるが、2030年に現状シナリオで615兆円、改革シナリオでは833兆円が見込めると試算している。200兆円余りの差が出てくる。

改革のための政策や戦略は特に目新しいものではなく、これまでさんざん議論されてきた内容である。問題は痛みを伴い、利害が対立し、既得権を有する人々が不利になりかねない政策を、どこまで実行するかに懸かっている。民主主義の中で民意の共感を得ていくには、それぞれの分野のリーダーに相当の人望と信頼が求められる。

これに対して、体験上2つの考え方がある。筆者はどちらかといえば楽観論者なので、日本人は事態を理解する力は十分有るので、為政者の実行策の意義を分かってくれるはずであると信じている。その一方で、悲観論者は過去の歴史を見よという。あるべき方向が分かっているにもかかわらず、事態は意に反して悪しき方向にいつてしまうのが常であると強調する。そうすると、日本は長期衰退から逃れられない。我々の覚悟が問われよう。

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

経団連のビジョンにおいて、1) 既存産業では、医療・健康、エネルギー、観光、農業・食料、ジャパンプランド、インフラ、グローバル化の分野でイノベーションを進めることによって、110兆円の付加価値を生み出すことができるとする。また、2) 新産業では、①IoT(モノのインターネット)とビッグデータの活用、②AI(人工知能)とロボットによる生産性の向上、③スマートシティ作りに向けた社会インフラへのICTの活用、④バイオテクノロジーの健康・医療、環境・エネルギー、食料・農業への応用、⑤海洋資源開発(メタンハイドレート、レアアースなど)、⑥航空宇宙分野における素材部品産業の拡大、によって100兆円の付加価値を創出するとしている。

いずれにしても企業は国境を越えていく。日本に留まる必要はない。しかし、自国のアイデンティティを確立してグローバル化を目指すことが成功の条件であろう。今や国内型サービス企業も、アジアにどんどん進出していく。その働き手、担い手が日本人である必要はない。企業の新たな価値創造の能力に対して自らも投資をして、一緒に成果を分かち合いたいものである。

### ロボットイノベーション

2020年に、ロボットのオリンピックが催されるらしい。その企画が進んでいる。ロボット新戦略の話の聴く機会があった。印象的であったポイントをいくつかまとめてみた。筆者は40年前からロボットに多大な関心があった。ヒト型ロボット(ヒューマノイド)はどこまで人間に近づけるのか。ヒトを機能的にみると、意思決定システムであり、情報処理システムであり、制御システムである。心と感情はさらに複雑である。コンピューターとネットワークが情報処理システムとして発展し、制御システムをアクチュエータ(駆動装置)に応用した機器が初期のロボットであった。

省力機器としてのロボットは、この30年でさまざまな工場において使われるようになってきた。単純反復的な作業を高精度で行う。ヒトを使わずに作業を代替し、生産性の向上に寄与してきた。その後、アシモやアイボなどヒューマノイドの原型のようなものが登場したが、おもちゃの域を出ず、実用的なところまではまだ来ていない。そして、新しい時代を迎えようとしている、工場だけではなく、ロボットの使われる場面はもっと多様化してきた。

廃炉作業ロボットやテロ対策ロボット、介護ロボットなど応用範囲が広がっている。必ずしもヒトの形をしていなくてもよい。情報を検知し、その情報を使って判断し、自ら何らかの活動を行うものがロボットである。それを担う技術がレベルアップし、R&Dが進む中で、具体的な製品がビジネスとして登場している。

METIの今里和之氏(製造産業局)によると、2014年5月に安倍首相がOECDの会議で、ロボットで新しい産業革命を起こすと宣言した。非軍事の分野で、日本はロボットの活用を目指す。人手不足の中で、サービス、介護、危険作業、農業、中小企業など、ニーズは

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。



広がっている。世界ではまさに、IoT (Internet of Things、モノのインターネット) が注目されている。これにアクチュエータをどう結び付けていくか。開発競争は熾烈であり、日本も負けられない。

政府は日本再興戦略の中で掲げたロボットによる新たな産業革命の実現に向けて、この1月に「ロボット新戦略」をまとめた。成長戦略の1つの柱である。IoT時代のロボットは、人の代替、労働の代替、生活の代替など、実に幅広い可能性がある。国の政策としては5年で1000億円を投資して、現在6000億円のロボット産業を2.4兆円の産業へ拡大しようと目論んでいる。これには規制改革も必要であり、イノベーションを盛り上げるためにもロボットオリンピックを開催して、世界最先端のロボットを2020年に日本に集結させようとしている。

福島原発災害では、日本のロボットがさほど役に立たなかった。センサーや制御技術、駆動装置の技術はあっても、それが実用に耐えるようになっていなかった。つまり、技術があっても R&D も行われているが、実際に使われるような技術インフラや応用製品になっていなければ、いざという時、現場で力を発揮することはできない。その意味において、使いこなすだけの実用化の場面を、政策としてサポートしていく必要がある。今回の国の政策はここを応援しようとしている。

東大の浅間一教授が興味深い例を話した。日本では介護ロボットがなぜ浸透しないのか。介護の現場で腰痛になる人は多い。人を不自然な姿勢で抱きかかえることが、腰への負担となる。腰を痛め、介護の仕事を辞めていく人も多い。オーストラリアでは、‘ノーリフティングポリシー’を法的に制度化した。ノーリフティングだから、抱えあげてはいけないという法律を作った。介護作業をする人を守るためである。そうしたら、抱えるための支援機器の導入が促進された。オーストラリアから日本に視察に来た人々が、ロボット先進国の日本で、介護ロボットがほとんど使われていないことに驚いたという。

廃炉ロボットなど災害対応ロボットでは、遠隔操作ロボットが十分でなかった。研究者はプロトタイプを作って研究をしていたが、プロトタイプでは現場で使えない。つまり、実用機に仕上げるのが求められる。その時、想定外の災害は起こらないからニーズがないと言われてしまえば、実用化は進まない。ここがカギである。浅間教授は、技術は生き物であり、実用化して維持しないと、いざという時の使えないという。備えのためには平時の利用が大事なので、現在、福島県に「災害対応ロボットセンター」を作ろうという話が進んでいる。

ソフトバンクグループのアストラテックの吉崎航 (チーフロボットクリエイター) は、ロボットの OS (オペレーティングシステム) を中心にソフト開発を行っている。転ばないロボット、やわらかい動きのロボット、人に合わせた動きをするロボットのソフト開発に取り組んでいる。ベンチャー企業としての難しさは、①ロボットが実際何の仕事をするのか分からない、②何ができるかわからない、③ビジネスとして儲かる仕組みが分からない、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。

ころにあるという。ヒトとロボットの間接関係をしっかりと見せていかないと、産業としての発展に結び付かないと吉崎氏は指摘する。

サイバーダイン（コード 7779、CYBERDYNE、時価総額 1940 億円）の久野孝稔氏（メディア推進部部長）は、ロボットスーツで新産業を起こそうと意欲的に取り組んでいる。同社は昨年マザーズに上場したが、山海社長は筑波大学で 20 年以上研究を続け、現在の実用化に至っている。ロボットスーツ HAL（ハル）を身に付けてリハビリを行うと、歩けない人が歩けるようになり、しかも歩くための脳神経細胞も育ってくるという事例が出てくるほど画期的なものである。久野氏は、「湘南ロボケアセンター」でハルフィットネスに取り組んでいる。ドイツでは極めて高く評価されているが、日本ではまだ医療として制度化されていないので、フィットネスの形で応用を進めている。藤沢市では、対象者 1 人当たり 10 回分まで支援してくれる仕組みを作り、登録者は 300 人に増えているという。

ロボット産業が発展するには、1) ニーズドリブンの応用を推進する、2) 新しいサービスを作っていくことを支援する、3) 量産化して初めて安くなるので、当初の支援が必要である、4) 民間が取り組めるように規制改革を行う、という指摘も重要であろう。ロボットアナリストの石原昇氏によると、日本は鉄腕アトムとドラえもんの国で、ロボットが生活に馴染み易い。確かにそうかもしれない。ハウステンボスにはこれから「変なホテル」ができる。そのホテルでは、ロボットがフルサービスを行うという。

話し相手ロボットができるか、ファンドマネージャーの代わりに運用を行う FM ヒューマノイドが実現するか、など夢はつきない。車も自動運転を取り入れて、実質的な移動ロボットになっていこう。こうした広がりを見ると、新産業は 2 兆円ではなく、20 兆円以上の産業に育っていこう。新成長戦略の目玉として大いに注目したい。

## 増大するインバウンドと生産性の向上策

海外から日本に来る観光客（インバウンド）が急ピッチで増えている。LCC（ローコストキャリア）のエアラインがそれを担っている。一方で、宿泊施設が足らなくなりそうである。バスも足らない状況にある。観光地と季節にもよるが、増大するサービス需要にどのように対応するか。そもそもサービス需要は変動する。万が一日本と相手国の関係が悪化すれば、その国からの訪日客がパタッと止まってしまうかもしれない。かといって、心配ばかりしては、ビジネスチャンスを逃してしまう。

アジアの富裕層は増えている。中国、韓国、インドネシア、フィリピン、ベトナムなど、できるだけ一か国からだけに集中しない工夫が必要である。それぞれの国の有力民間資本と連携することも有効であろう。

リゾートトラスト（コード 4681、時価総額 3257 億円）の伊藤勝康社長は、壮大な絵を描く。インバウンドの数は 2014 年 1341 万人（前年 1036 万人）であったが、2020 年目標の 2000 万人や 2030 年目標の 3000 万人は少なすぎるという。欧州の例を見ても、観光立国な本レポートは、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。

らば 1 億人くらいが来訪しても当然であると強調する。それに値する観光資源と観光価値は十分有しているとみている。

現在、日本のホテルや飲食業などサービス業の労働生産性をみると、米国の 50%水準に留まっている。製造業に比べてサービス業の生産性が低いといわれて久しいが、デフレ下の価格競争もあって、付加価値の向上が実現できていない。今後、外国人観光客に対しても価値の安売り競争をするのだろうか。外国人はジャパンテイストを求めている。とすれば、日本製のよい商品やよいサービスを適正な価格、すなわち価値に見合った価格で提供することが大事である。そのための仕組み革新が、企業に求められている。

2014 年の実績で、海外から来る観光客の 1 人当たり平均旅行消費額は 15.1 万円、インバウンドの消費総額は 2 兆円（1341 万人×15.1 万円）であった。ベトナム 23.8 万円、中国 23.2 万円など、1 人当たり旅行消費額が 20 万円を超えている国もある。これが 1 億人になり、1 人当たり消費が 20 万円～30 万円となれば、消費規模は 20 兆円～30 兆円となる。

本当に 1 億人も来るであろうか。来たいと思っても、受け入れるキャパシティがなければ到底実現しない。当然、そのためのインフラ作りが必要になってくる。地方における魅力のアピール、受け入れ体制の整備、リピート客の確保など、観光業としての基本をしっかり身につける必要がある。

大阪のホテルは稼働率 90%以上で予約がなかなか取れない。東京も 80%以上で難しくなっている。需給を反映して価格も上がっている。これが人気のある地方の観光地にも波及していこう。宿泊施設の拡張は喫緊のテーマで、この分野の設備投資は拡大していこう。それでも需要に追いつけないかもしれない。新しい施設には従来とは違った生産性の向上策を導入する必要がある。

エイチ・アイ・エス(H. I. S. コード 9603、時価総額 2857 億円) は、再建に成功したハウステンボスで、新たなスマートホテルを建設している。「変なホテル」という名称である。人件費は従来の 4 分の 1、光熱費も同じく 4 分の 1、フロントの受付はロボット、ベルボーイもロボットで、ロボットが荷物を部屋まで運んでくれるという。料金はオークションで決まる。上限と下限を決めておいて、泊まりたい人が自ら料金を決める。どうしても泊まりたいければ、高い料金を払えばよい。従来のサービス業は需要を考えて、供給サイドが価格を決めていたが、需要サイドが自ら価格を決めるという発想である。世界一生産性の高いホテルを作ろうとしており、今年 7 月にオープンする。全く新しいモデルとなろう。

ドンキホーテホールディングス(コード 7532、時価総額 7553 億円) の店舗には、インバウンド訪日客の 50%が来店しているという。お土産を買うならドンキへ、というパターンになっている。しかも、夕食が終わった後の夜、夜中の方がすごく混む。確かに買い物をするには便利な時間帯である。そのドンキでは、羽田や成田に店舗を作ることを計画している。空港に店舗があれば買い物ができるので、観光客にとって便利である。ところが、その意味が違う。品物は都心の免税店で思いっきり買ってもらう。しかし、大量に買うと旅

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。

行中の持ち運びが大変である。そこで、帰る時に空港の店でまとめて渡す、という方式をとるために空港に店舗を作る。これなら、客はますます大量にお土産を買うことができる。こうした新しい仕組み作りが面白い。

中国語の先生の話聞いた。3人姉妹で、中国と韓国と日本に住んでいる。中国の母親に3人が電気炊飯器をそれぞれプレゼントした。中国製はなかなか厳しい。韓国製も今一つである。日本製は抜群であった。ただ中国は大家族で集まることも多いので、大きなもの(例えば2升炊き)がほしいという。家庭用で1升炊き以上の炊飯器は、日本ではニーズがあまりない。中国に合ったものを日本でも作る必要があろう。

インバウンドで日本の内需は活性化する。地方も潤うことになろう。しかし、ブームは局面によってバースト(急落)しかねない、その時へ備えながらも、新規需要の取り込みに挑戦する企業のイノベーションに注目したい。

### ピンチはチャンス～瀬祭のグローバルニッチ戦略

すでによく知られた話かもしれないが、直接講演を聴く機会があったので、成功物語を辿ってみる。お酒は辛口がよい、ワインも辛口がよい、と長らく思っていた。自分の好みに合うとも思っていたが、そうでもないと感じたことがいくつかあった。料理に合ったワインは実にさまざまである。日本酒も、最近飲んだものはこれまでと全く違うイメージであった。甘口であったが実に美味しい。それは仙台の勝山であった。

今回は瀬祭(だっさい)である。山口県の田舎にある旭酒造の桜井博志社長の話を聴いた。錦帯橋のある岩国市から電車で40分、周防高森(すおうたかもり)から車で10分のところに旭酒造はある。

山田錦という米を精米して、15kgずつ洗って、蒸して、麴室に入れる。年中38度の温度に保ち、種麴を煙のようにつける。1粒の米に2つ3つの種麴が付く。それを発酵室にもっていく。ここは1年中5度に保たれている。この酒蔵には小さなタンクが並んでいる。100本のタンクを年10回転させれば、1000本分の酒ができる。これは普通、杜氏(とうじ、とじ)が行う作業の5倍の生産性である、と桜井社長はいう。

日本酒の需要はこの40年で3分の1に減った。一升瓶で980万本であったものが、335万本まで落ち込んだ。日本の高度成長が終わった時と軌を一にして、生産量も下がっていた。桜井社長は昭和59年(1984年)に先代の後を継いだ。父の後を受けて30年、旭酒造の生産量は当時の16倍、金額では40倍にまで拡大した。桜井社長は、1) 経営力が優れていたわけではない、2) 予測が当たったわけでもない、3) 努力はしたが特別なことではない、と表現する。では成功の要因は何か。それは、失敗の中で呻吟しながら手を打ち、対応してきたことが次に結びついて、今日まできたと強調する。その時々ピンチがなかったら今はない、という認識である。

振り返ってみると、会社が伸びた理由が6つほどある。1つ目は、業界がシュリンクして本レポートは、独自の視点から書いており、基本的に会社側の立場に立つものではない。本レポートは、投資家の当該企業に対する理解促進をサポートすることを目的としており、投資の推奨、勧誘、助言を与えるものではない。内容については、担当アナリストが全責任を持つが、投資家の投資判断については一切関知しない。本レポートは上記作成者の見解を述べたもので、許可無く使用してはならない。



いたことである。40年で規模が3分の1になる衰退産業であったから、しがらみにしがみついていると倒れてしまう。産業が伸びる時にしがらみができ、衰退する時にしがらみはどんどん壊れていく。よって、負け組にもチャンスが出てくる。

岩国で4位の酒蔵には廃業しかないという環境であった。そこで2つ目は、地元市場はないので、東京に出ていくことにした。酒蔵の社長といえば、どこでも地元の名士である。しかし、地元の限界メーカーではもう帰るところもない。不退転の決意をもって、東京にしがみついた。

3つ目は、米が十分手に入らなかった。東京で売れる酒を作るには、よい米が必要である。当時、米の調達ルートは、酒造組合が県の農協を通して、一定の秩序の中で配分されていた。東京に出す高級酒は純米大吟醸、その原料には山田錦がよい。これが手に入らない。山口経済連を通して交渉しても、上手くいかない。そこで、既存のルートと決別して、自前で調達することにした。山田錦を求めて、岡山、兵庫、九州と回った。現在、山田錦の国内生産量は38万俵であるが、そのうち旭酒造が4.3万俵を使っている。もし県のルートに頼っていたら、今の規模には発展しなかったに違いない。

当初、大吟醸を作ると決めたが、いくら作っても美味しくない。先代からいた杜氏は、大吟醸を得意としていなかった。そこで、知り合いから兵庫県の杜氏を紹介してもらい、13年ほど働いてもらった。ここでブランドの基盤は作られた。この時のやり方がユニークである。兵庫県但馬（たじま）の杜氏も大吟醸を作ったことがなかった。静岡県工業技術センターの川村伝兵衛先生が大吟醸作りのマニュアルともいべき研究レポートを出していたので、それに従ってやるように、と杜氏に話した。素直に対応してくれて、よい酒が作れた。今考えると65点だが当時は鼻高々であった、と桜井社長はいう。これが酒の製造プロセスに‘口を出す’というきっかけになった。それまでの杜氏の世界ではありえないことであった。

4つ目は、杜氏に頼らない生産プロセスの確立である。桜井社長が会社を引き継いで13年、ようやく年商が当初の1億円から2億円へ上がってきた。しかし、会社が長期的に維持できるかどうかは分からない。杜氏の方々は60歳半ばであった。高齢化が進み、若い後継者はいない。自社で養成するしかない、と桜井社長は考えた。

杜氏という職業は、冬場の出稼ぎである。100日働いて現金収入を得る。春には自分達の農作業のために帰る。しかし、若い人を雇うと夏場の仕事がない。そこで地ビール作りに参入した。丁度、規制緩和が進もうとしていた。ところが役所の許可が下りない。売れそうもない酒蔵に許可は出せないということらしい。そこで、地ビールレストランなら自家消費にもなるということで許可をもらい、レストラン業に参入した。これが大失敗であった。レストランは3カ月で閉鎖に追い込まれた。会社も銀行からも厳しい目で見られた。

この経営不振の中で、杜氏がFA宣言し、出て行ってしまった。この時に次の決断をした。残った若手の3人を含めて、たった5人で酒の本格的な製造に自らが入っていった。自分

---

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。

達の作りたい酒を、自分達だけでやると決めた。それが、その後の成長に結び付いた。年商2億円が前期は46億円へ、今期は60億円に伸びるという。

30年の歴史のうち、前半の10年は売れない商品を、売れない取引先に、そして買ってくれない客へ、一生懸命努力した。しかし、宅急便が普及し、ワープロで自前の情報発信ができるようになり、その後インターネットも加わり、大量販売から個別販売へ世の中は変化していった。そこで、お客様の幸せ志向商品に特化した。「獺祭」と「みがき2割3分」というブランドで、山田錦を原料に純米大吟醸しか作らないと決めた。美味しさだけで勝負することにした。

工場の空調をきちんと管理すれば、1年中酒を作ることができる。ローテクでいい酒を作るには、米をきちんと磨けばよい。タンクは小さくすればよい。人手をいかしたローテクで自前のプロセスを作っていた。

5つ目は顧客の絞り込みである。売れる酒屋とだけ付き合う。メーカー主導の製販同盟を作り、直販体制の中で販売マージンは5%高く、酒蔵マージンも5%高いようにした。マーケットの中心を攻めることにして、東京の後はニューヨーク、パリへと展開している。美味しさ分かる人にだけに売る。分かる人には高額所得者が多い。そこで、上位5%の所得層で獺祭の繊細な味が分かる人をターゲットにしていた。

6つ目は、日本の農業への貢献である。現在新しい工場(酒蔵)を作っている。高さ60m、12階建てのビルである。4月にこれが完成すると、いずれ山田錦が20万俵必要になる。昨年の生産量が日本全体で38万俵であるから、全く足りない。日本の生産量を60万俵に上げていく必要がある。安倍首相にも掛け合って、山田錦の枠を上げてもらうように交渉した。日本の米の生産量は年間750万tである。将来山田錦は100万俵になれば、6万tに相当する。日本の米の1%が世界に通用する日本酒の原料になるのも夢ではない、と桜井社長は強調する。これは全く自由な農業の分野である。

まさにピンチをチャンスに変えてきた。年商1億円を2億円にするのに10年、その後倒産の危機。それを乗り切り、年商60億円へ拡大しつつある。世界の上位5%の顧客を狙う。鍵は繊細な味が分かってくれる人だけにフォーカスしていくことにある。旭酒造のグローバルニッチ戦略に乾杯したい。

## 大和ハウスグループの夢

昨年12月に大手証券会社主催のインベストメントフォーラムで、大和ハウス工業の大野直竹社長(COO)が内外の機関投資家向けに今後の展望を語った。この時の模様をウェブで観ることができる。業績は順調で、3カ年の中期計画を1年前倒しで達成できるようである。同時に、次なる展開への課題も指摘しており、大いなる挑戦を続けている。

機関投資家向けのプレゼンでは、会社の基本的な内容について既にわかっているという前提であるから、一般の投資家にとっては理解しにくい面もある。そんな時は一度プレゼン

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

ンを聴いた後に、会社のホームページを見るとよい。とりわけアニュアルレポートを読むと会社のことがよく分かる。大和ハウスのアニュアルレポートはよくできている。統合報告書という視点ではさらに改善すべきところもあるが、このレポートを読んでから、もう一度大竹社長のウェブを観ると、会社に対する理解が一段と深まる。‘会社を見る目を養う’には役立つ方法であろう。

当社は1955年に設立された。創業者である石橋信夫氏は創業100周年の2055年に売上高10兆円の企業グループになることを夢とした。60年を迎える現在、2.8兆円まできている。単に規模を追うのではなく、「人・街・暮らしの価値共創」をビジョンとして、企業としてのサステナビリティを追求している。

創業来の戸建住宅は、2015年3月期の会社計画で売上高3650億円、営業利益40億円(前年度比-70%)を見込んでいる。戸建住宅の売上構成比は13%であるから、そのウエイトはかなり小さくなっている。伸びているのは別の分野である。今期の営業利益1730億円のうち、稼ぎ頭は賃貸住宅730億円(売上高営業利益率9.4%)、店舗建設などの商業施設620億円(同14.2%)、物流施設などの事業施設350億円(同5.9%)である。

この10年で売上高は2倍以上に拡大したが、ハウジング事業は65%から52%へ、商業、物流、医療介護施設などのビジネス事業が22%から37%へ、リゾート施設、ホームセンター運営などのライフ事業が13%から11%となった。ビジネス事業が大きく伸びてきたのである。

今後をみると、1)ハウジング事業では、リフォーム事業との連携やストック活用型の拡大、2)ビジネス事業では、商業建物の運営・管理、高機能型物流センターの開発、3)ライフ事業では、高齢福祉や健康余暇施設の拡大などに力を入れる。また、4)リートを活用したアセットマネジメント事業も一段と強化していく。同時に、5)グローバル展開を加速する方針である。

現在進行中の第4次中期経営計画では、2016年3月期に売上高2.8兆円、営業利益1700億円、純利益1000億円、ROE10%以上の達成を掲げているが、これは1年前倒しで、今期中に達成できよう。

今回の中期計画は3年間で6500億円の投資を計画しており、その内訳は不動産開発に4000億円、設備投資1500億円、海外500億円、M&A500億円という内容である。そのために、2013年7月に公募増資を中心に1380億円のエクイティファイナンスを実施した。中心となる不動産開発への投資4000億円については、この2年で既に80%の進捗をみせている。

足元をみると、1)消費税の駆け込みの反動で戸建住宅が不振であるが、2)これを当社が主力とする賃貸住宅、商業施設、物流事業で十分カバーしている。3)地価が上昇しているので、レジデンシャルの投資案件については、良好な物件の取得がしにくくなっている状況にある。

リートに関しては、大和ハウス・レジデンシャル投資法人、大和ハウス・リート投資法  
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。

人が上場している。当社からの物件売却については、リート会社の独立性は確保しつつ、各々の会社の方針に沿って、妥当な価格での売却を考慮していく。

中期的にみると、物流施設を中心に2020年のオリンピックの前後に向けて案件は拡大しており、2017年4月に再び消費税が上がるとしても、事業全体としては問題なく乗り切っていけよう。

海外事業については、中国での分譲マンション事業、ベトナム・インドネシアでの工業団地開発、米国テキサス州での高級マンション賃貸事業、豪州シドニーでの住宅・商業・ビジネス施設開発などに力を入れている。フジタの買収で海外部門の強化も図っている。しかし、まだ規模は小さく、当社のコア事業とよべるほどではない。先行投資の局面である。次の10年で売上高5000億円、営業利益300億円を目指したいというのが、大野社長の考えである。

2020年以降を考えると、海外事業を伸ばすことが必要である。また、収益の安定性を考えると、請負型よりもストック型ビジネスを目指す方がよい。ストック型は資産を自社で保有することになるので、負債が増えてバランスシートが劣化する可能性がある。現在の財務バランスは良好な状況にあって何ら問題はない。リートの活用も有効である。D/Eレシオ（負債資本比率）については0.5の水準を1つの上限としている。また、2015年3月期のROEも10%以上（前期は11.9%）が確保できる見込みである。

しかし、今後事業が拡大し、売上高で3~5兆円を目指す中で、妥当なD/Eレシオをどの水準において、開発事業を進めるのか。不動産投資ビジネスの新たな枠組みが課題である。大野社長は、大和ハウスグループの次のビジネスモデルのあり方について戦略を練っている。投資は続くので、株主還元については配当性向30%を目途としている。ストック型ビジネスを強化しつつ、グローバルビジネスの収益力向上をいかに図るか。大和ハウスグループの今後の展開に注目したい。

## 卓球ロボットのオムロン~企業価値向上の手本

オムロンは、商品として卓球ロボットを作っているわけではない。そもそもロボットは作っていない。ロボットに使う制御機器を本業としている。昨年のシーテック2014（アジア最大級のIT・エレクトロニクス総合展）で、この卓球ロボットの展示が話題となり、賞（米国メディアパネル・イノベーションアワードのグランプリ）も得た。

昨年12月に大手証券会社のインベストメントフォーラムで、オムロンの山田義仁社長が内外の機関投資家にプレゼンをした。その模様をウェブで観ることができる。社長の話は経営の実態、つまり企業価値創造のプロセスをみせるという点で説得力があった。いくつかの興味深い点についてふれてみる。

私も見に行ったが、卓球ロボットの特徴は、人に合わせて球を返しラリーが続けられるようにする。そこでは人と機械の調和を図っており、ファクトリーオートメーションの進

---

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。



化を深めるといふねらいがある。マン-マシーンシステムの共生（シンバイオシス）を追求している。

当社は、1) このファクトリーオートメーションの進化と共に、2) アジアでの成長構造作りに入力している。成長構造とは、アジアで成長できる仕組みをいかに作っていくかを意味する。オムロンといえば血圧計がよく知られている。現在世界の110カ国で年間1500万台を販売し、世界シェア50%を有する。これに代表されるように、身体の情報センシング（感知）して、これを健康づくりに活かすビジネスを伸ばそうとしている。センシング&コントロールをコアテクノロジーとして、商品開発とサービスの充実に力を入れている。

企業成長のドライバー（牽引力）は、事業領域としてファクトリーオートメーションやヘルスケアであり、地域としては中国を含むアジアにある。実際、中国では①省人化、②品質確保という点で、自動化ニーズが高まっている。途上国において、経済が発展してくると人件費が上がってくる。そうすると、人手に頼るよりは自動化してコストを抑えたいと考えるようになる。また、品質に対する要求も上がってくるので、自動化によって品質の安定化を図ろうとする。ワーカーの定着率が下がって、熟練が十分でない面も出てくるため、部分的な自動化ニーズは強まってくる。このローコスト・オートメーションは当社が得意とすることである、と山田社長は強調する。

山田社長は社長に就任して4年目だが、経営成績（パフォーマンス）は着実に向上している。最も重視してきた売上高粗利率は2011年度の36.8%から直近では39.6%へ上昇している。ROE、ROIC（投下資本利益率）も13%を超えつつある。

①「企業は社会の公器である」という企業理念に基づく経営、②透明性、実効性の高い、コーポレート・ガバナンス、③株主との対話（エンゲージメント）、という3点は受け継ぎつつ、④ROICをKPI（重要経営成績指標）とした事業ポートフォリオの構築を、経営革新の軸として実践している。

事業を公平に評価するためにROICを使っている。売上規模や売上高営業利益率では事業のよしあしを十分捉えきれないからである。そのために、2つの仕組みを構築し、実行している。1) 逆ツリー展開と、2) ポートフォリオマネジメントである。

逆ツリーとは、ROICをROS（売上高利益率）×IC回転率（投下資本回転率）に分解し、それをさらに細かく分けていく。そして、事業の各々の現場に合ったKPIに落とし込んでいく。それによって、改善すべき目標を具体的に定め、その指標の改善をドライバーとして、会社全体への利益貢献を高めていくという方式である。

山田社長は、まず粗利益率を最も重視した。原価率に注目してしまうと生産部門のコスト低減に目がいってしまう。一方で、営業部門が仕事をとるために、値引きやリベートの提供を行うと、生産部門の努力がすぐに吹き飛んでしまう。生産と販売というタテの経営の結びつきを強化し、双方が一緒になって収益性を高めるには、原価率ではなく、粗利益

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。

率を重視することにした。しかも、この粗利益率が年々徐々に改善するようにした。突然ダイエットして無理をしても、それが一過性で定着しなければ、すぐにリバウンドしてしまうからである。

生産・販売というタテの連結と共に、IT部門など本社機能も含むヨコの連結にも力を入れた。制御機器事業では、①付加価値率の向上、②売上高の拡大をROIC改善のドライバーとした。昨年度はさほど効果を出さなかったが、今期になって貢献度を高めている。また、電子部品事業では、設備の回転率の向上をドライバーとした。生産設備のコンパクトが鍵である。実際、ある設備面積は2010年の120㎡が2012年に44㎡へ、2013年には25㎡へと、当初の5分の1となった。このように、事業特性に合わせて、現場のKPIを設定し、ROICを高めている。

もう1つのポートフォリオマネジメントでは、個々の事業の成否を見極めつつ、手を打っている。当社の6事業は、100近い事業ユニットから成り立つ。すべての事業を、横軸にROIC、縦軸に売上成長率をとって、それを4つの象限に分けて事業の将来をみていく。①積極的に投資をして伸ばす事業、②成長性を高めるべき事業、③収益性が十分でない事業、④構造改革が必要な事業、に分けて検討している。その中で、環境事業として大きく伸びている事業も出てくる。一方で、事業の整理も行っており、メリハリを利かせている。M&Aやアライアンスも自社の強みを強化する目的で実行している。

目標として2016年度に売上高粗利率40%、ROIC13%以上、EPS290円以上を挙げているが、この数値は1年前倒しで達成できそうである。株主還元については、成長投資を優先しつつ、配当性向30%をベースに、自社株買いの方針も明確に出して実行している。

オムロンは、この1月に東証の企業価値向上表彰(2014年度)で大賞を受賞した。特に優れている点として、①ROIC、ROEを明確な目標にして、資本コストを上回る水準に設定し、投資家の視点を重視して対話を深めている。②100近い事業ユニットに収益性を表す指標を入れて、事業の選択と集中をポートフォリオマネジメントとして実践している。③ROICを現場の指標に落とし込んで、PDCAサイクルを回す逆ツリー展開を実践している。④こうしたROIC経営が成果として現れ、企業価値向上に結びついていることが評価された。この方式は、多くの上場会社の手本となりうる。オムロンをベンチマークにして、‘やればできる’という意気込みの波及効果をぜひとも期待したい。

## アジアで成功する条件

アジア経営者ビジネスサミット(アジア経営者連合会主催)で、いくつかの話を聞いた。その中で、アジアで成功する条件についてまとめてみた。一般論としては当たり前のような内容だが、多くの中堅サービス企業がアジアでビジネスを拡大しようとしている。その時に先行した日本企業のトップのアドバイスは参考になる。

H. I. S. の澤田会長は、日本の人口は1.2億人だが、アジアは38億人(世界70億人の54%)、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。

その中で富裕層、中間層が伸びてくる。日本と比較できないくらいビジネスチャンスがあるという。しかし、注意すべきことが3つあると指摘する。1つは、法律を知ることである。規制や税制で思わぬ落とし穴に落ちることがある。2つは、文化や環境が違うことである。日本で正しいことがその国では正しいといえないことがある。3つは、インフラが全く違うので、その水準に注意すべきである。それでも、中小企業やベンチャー企業にも成功の確率が高まっている。IT、飲食サービス、不動産などで新しい動きがみられる。

成功するには、5つの条件があると澤田会長は強調する。1つは、情報を十分収集することである。とりわけ、その国が日本のどの時代に当るのかをよく考えて検討すべきであるという。早すぎても上手いかず、遅すぎでは潰されてしまう。

2つ目は、組むべきパートナーをよくよく選ぶことである。どんな人と組むかが成否を分ける。澤田会長によると、個人ではなく、必ず会社と組むようにすべしという。会社を見る時には、その会社が発展しているかどうかを見る。次に、その会社の社内に入って、現場が整理整頓されているかを見る。会社が清潔で、綺麗な会社は信頼できる可能性が高いと強調する。1つの経験則として興味深い。

3つ目は、まずはチャレンジすることである。チャレンジすると必ず問題が発生する。これを克服するように努力する。上手いかなくても事業を継続することである。継続は力なり。すぐに諦めずに、石の上にも3年。3年分の資金は持って現地に乗り込めという。

4つ目は、それでも失敗することはままある。その時致命的な失敗をしないことである。本国の会社が潰れてしまうようなリスクはとらない。もう1つは失敗にめげないで、明るく元気に振る舞うことである。失敗の教訓は、次の成功の母になると断言する。

5つ目は、海外進出の目的を明確にしておくことである。何のために、何に貢献するのかを具体的にしておく。5年後にどういう会社にするのかを描いておく。ゴールがなくては走れない。夢を大きく持って志を高く掲げることである。アジアでは、今後10年で数千社が上場してくる。そのくらいの勢いがある。最後は運もあるが、それが向いてくるようにチャレンジせよ、と若き経営者を鼓舞していた。

ニトリホールディングス（コード9843、時価総額9567億円）の似鳥社長は、事業成功の条件を5つ挙げた。①ロマン（大志）、②ビジョン（20年以上の長期計画）、③意欲、④執念、⑤好奇心である。社員には、社長のため、会社のために努力せよとは全くいわない。自分の人生のため、自らの成長のために努力せよと常に話している。

似鳥社長の執念は3000店、売上高3兆円にある。札幌から東京に居を移して8年、車のナンバーも3000に拘っているほどである。27歳の時に米国を視察して、人生観が変わったという。当時の日本は50年遅れている、今でも20年は遅れているという認識である。いかにコーディネートできる家具を提供するか。その流通革命に取り組んできた。

ニトリのビジネスモデルは、売価と品質をいかにリーズナブルに提供するか、を追求する中で形成されてきた。世界初の製造物流小売業である。パーティカルマーチャンダイジ

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。

ング、すなわち垂直型のバリューチェーンを作る中で、海外進出は必然であった。1986年の台湾に始まって、インドネシアに工場を作り、アジア各地からPB商品として調達する仕組みを作ってきた。商品の90%は自社開発である。工場はインドネシアとベトナムにあり、アジアの15拠点と取引している。

これからはアジアの市場が最も伸びる。よって、アジアで1番になれば世界でナンバーワンになれる、と確信をもっている。現在(2014年度)は売上高4200億円、経常利益660億円という水準にあるが、これを2017年度には、同5500億円、同800億円にもっていく。これは当面の計画で、この時の500店、5500億円を、2022年に1000店、1兆円、2032年に3000店、3兆円に拡大する方針である。

日本の家具・ホームファッション市場は今の3兆円が2032年でも4兆円にすぎないが、アジアは10兆円が25兆円に拡大するとみている。この10%をとれば3兆円はみえてくるという構想である。3000店の時、日本が1000店、北米700店、中国800店、台湾300店、欧州300店という内訳である。

ビジョンというのは、100倍の規模をイメージする。絶対に無理そうな目標への挑戦である。1000億円を超えてきたら、10倍のイメージでもよいという。ポイントは、社会貢献にある。アジアの人々が頑張れる仕組みを作って、彼らが自分のために努力する経営を行うことであると主張する。ニトリは、その国の社員を自己成長させて、経験を積む中で経営を任せていくという。台湾のニトリは上場をめざしている。

致命的な失敗は避ける。会社が潰れてしまうようなチャレンジはしないということである。これには、その事業が失敗しても十分吸収できるレベルで行うこと。もう1つは悪いことは絶対にしないことである。

ニトリが企業規模を拡大する中で、最も障害となったのは社内の経営陣にあったと似鳥社長はいう。似鳥社長のロマン、ビジョンに付いて来ることができないからである。最大の抵抗勢力は社内であり、大きく新しいことをやろうとすると社内で反対が起きる。結果として、役員は5回転じたという。古参の役員には交替してもらったわけだが、一方で、コーポレート・ガバナンスの充実は今後の課題であろう。

澤田会長は、H. I. S. を大きくした。現在H. I. S. は世界60カ国に186店を有し、アジアで急拡大を図っている。澤田会長はいくつもの事業をてがけてきたが、その中で失敗や苦勞も経験している。一方で、成功している事業も多い。国内では9年も赤字であった証券会社を再建させたが、ベンチャー企業の上場という点では法令上のミスも起こした。モンゴルでは4位の赤字銀行を支援して、現在ではモンゴルNo.1の銀行に成長させた。ハウステンボスは、それまでの経営が上手くいかなかったのとは対照的に、数年で見事に再建した。ハウステンボスの場合、再建の引き受け手がない中で、市長が3度も頼みにきたという。3度目はアポなしでお願いにきた。3度頼まれると、ノーと言えないのが澤田会長の性分らしい。そこで、本気で取り組むことにした。

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。



澤田会長も似鳥社長も、人材が決め手と強調する。社内で足りない人材はスカウトしてきたが、よい人材は少ない。目を凝らしても外れることが多いので、内外とも人を育てていくことに最も力を入れていると強調した。

## 上場企業が投資家を選ぶ時代～逆もありうる局面へ

一橋大学がCFO教育研究センターを設立する。日本では本物のCFOが十分育っていない。CFOを育成することが日本企業を強くするという趣旨である。その設立記念シンポジウムでいくつかの議論があった。注目すべき論点をいくつか述べてみたい。

JPX（日本取引所グループ）の斎藤CEOは、持論である‘資本生産性の向上’をテーマにした。アベノミクスはまだ期待相場である。カンフル剤は長続きしない。政府に求めるだけでなく、それぞれの立場で痛みを伴う改革を行う必要がある、と強調する。

東証の平均PBR1.4であるが、4割の企業が1.0を下回っている。事業を続けるより解散した方がよいという評価ともいえるが、実はもっと実力があるのにそれが発揮されていないのかもしれない。なぜそうなのか。それは、日本企業の資本生産性に問題があるという。

資本生産性を示す代表的な指標がROEであるが、日本のROEは少し前まで5%、最近でも8%レベルである。米国、英国、香港の14%、ドイツ、中国の13%に比べても低い。低い理由は資本コストが分かっていないからであり、その資本コストを上回るROEを上げなくては、投資家は評価しない。これは世界の常識ともいえるが、日本の企業経営はこの点が不十分であった。「伊藤レポート」では、資本コストを7%とおいて、それを上回るROEとして8%を達成すべしと提言した。それに向けて、企業も投資家も動き出した感があるのはよい変化である。

1989年当時、日本の時価総額は600超円を超えていたが、その時米国は470超円であった。日本はバブルの絶頂期であった。その後、日本の時価総額は300兆円を割れ、最近では570兆円まで戻っている。米国はすでに2000兆円に達しているのだから、日本がいかに低迷していたかである。TOPIXで1700、日経平均で21000円になると、つまりあと8%ほどインデックスが上がると、時価総額で過去のピークを上回ってくることになる。

なぜROEが低いのか。まずは企業が世界標準の経営をしてこなかったからである。最近の日立は、ようやくGEやジェームスと応分に戦う体制を作りつつある。ROEを重視するJPX日経400のインデックスに入るには、資本効率を高める必要がある。アマダはそのために100%配当を行うと表明した。長年事業は一流、投資家対応は最低とも言われたファナックは、株主との対話を行う部署を設けると公表した。これによって、ファナックの市場での評価は大きく上がった。

2015年度から独立社外取締役の新しい制度がスタートする。コーポレートガバナンスコード（CGC）とスチュワードシップコード（SCC）は、企業サイド、投資家サイドの双方から対話を促進して、企業の資本生産性を高め、「稼ぐ力」を向上させようというものである。

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。

その中身を論じたものが伊藤レポートである。

伊藤レポートは広く読まれているが、その中で課題と対応は議論されているが、答えが書いてあるわけではない。どうするかは個々の上場企業が自ら決めることである。機関投資家もどのように対話し、行動するかは各社毎に自分で決める必要がある。‘コンプライ オア エクスプレイン’ の原則である。

オムロンでは、役員会で伊藤レポートの内容をきちんと議論した、と山田社長は語っている。全員が読んだ上で議論し、それを自らの経営に埋め込んでいる。現場でも使える KPI に落とし込んでいる。これは素晴らしい。

リクシル(LIXIL)の前の株主総会では、株主から社外取締役役に、どのような活動を行って、経営をどうみているのか、について質問があった。藤森社長は、二人の社外取締役役にその質問をそのまま振って答えるようにした。二人は少し驚いたようであったが、平然と持論を述べた。企業と投資家の対話において、トップマネジメントとの対話はもちろんであるが、独立社外取締役の意見が求められる場面も増えてこよう。責任は重大である。

対話（エンゲージメント）とは、単なる話し合いではない。それを通じて理解を深めた課題には手を打って、ソリューションを見出していく必要がある。それによって収益性が高まり、企業の成長性や持続性が向上することが本来のねらいである。

オリックスでは、株主の 65%が外国人、個人投資家は 5%である。浦田副社長（CFO）は、内外の機関投資家に対して、長期投資家を優先して CEO と CFO が対応するという。一方で、個人投資家を増やすべく、年 2~3 回であった個人投資家説明会を 30 回に増やしている。

オムロンの山田社長は社長になって 4 年、前半 2 年と後半 2 年では投資家向け対応が少し違っているという。作田前社長（現ルネサス会長・CEO）から IR は社長の仕事と受け継いでいるので、常に力を入れている。しかし、前半 2 年は数を重視したが、後半 2 年は質を重視している。企業価値を伝達し、経営に取り入れる対話は続けていくが、投資家を選んで回数を減らしている。その分は IR 担当役員がしっかり対応している。

浦田副社長は、機関投資家が CEO でなければ答えられないような質問ではなく、IR の担当者で答えられるような質問ばかりされるとがっかりするという。実際、配当と自社株買いの話ばかりでは必ずしも CEO が答える必要はない。

山田社長は、機関投資家は足元の状況など四半期の短期の話が多いという。もっと中長期の競争力の源泉に目を向けてほしいので、それに関わる戦略や課題、KPI の開示を充実するようにした。この発想は注目すべきである。

フィデリティ投信の三瓶ディレクターは、投資家は中期計画の進捗もさることながら、その先を知りたい。長期の将来をどう考えているのか。どのような手を打っていくのだろうか。この点について答えが返ってくるような CEO は信頼できるという。

三井物産では、個人株主比率が 20%、24 万人に達する。それでも個人投資家説明会に力を入れている。個人投資家説明会に出てみると分かるが、目先の短期の質問は少ない。個

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。

人投資家は長持ちする情報を求めている。かといって、会社の事業内容を長々と説明するだけでは、よい説明会とはいえない。

私も参加した三井物産の個人投資家説明会で出た質問は、①各事業分野の収益性をどのように測って、経営を行っているのか、②資源分野に強いことから、非資源分野を伸ばすといっても収益的なインパクトは少ないのではないかと、③新しいブランディングをスタートさせたが、それによって社員の意識はどの程度変わったのか、社員の業績評価のしくみはどのように変えているのか、というような内容であった。

このように個人投資家の質問はいいところをつく。機関投資家の最大の課題は、社長に対して社長にしか答えられない質問を十分しないことにあるといえよう。従来、投資家は投資する会社を選べるが、上場企業は投資家を選べない、といわれたが、今や企業価値創造に資する投資家を会社サイドが選ぶようになるかもしれない。しかし、真摯に対話をする辛口の投資家を避けるようでは、やはり市場で十分評価されないであろう。投資家が企業の価値創造に本格的に参画する時代が来ようとしている。大いなる志とリターンを求めて参加したい。