ベル投資環境レポート

混迷する地政学リスク下の企業経営

～次世代の成長を目指す長期ビジョンを求めて～

2025 年 11 月 23 日

鈴木行生

目　　次

１．高度な戦略立案に向けて
- 地政学的リスクへの対応～拡大抑止の可能性はいかに
- トランプ関税の行方～高等戦術を生み出して
- 資産運用立国のインベストメントチェーン～ROE から PER へ
- 東証の施策はなぜ効果を上げているのか～本気度を引き出す好循環
- アクティブインデックス投資の広がり～クリプト ETF への期待
- インパクト投資とは何か～IMM で課題解決のリターンを
- 資産寿命をいかに延ばすか～楽しみながらデキュムレーション

２．予測可能性を高める経営の実践
- デジタル産業の将来～経済安全保障も含めて
- サイバーセキュリティを強固に～能動的なセキュリティマネジメント
- 人数に依存しない経営～もっと稼ぐ高付加価値化を
- アナリストの業績予想～フェアバリューの予測可能性をいかに高めるか
- SBI グループにおける金融事業の広がり～リーディングパワーによる変革
- パーシャルスピンオフの活用～収益性と成長性の両立
- 株式インセンティブの効果はいかに～伸ばす会社に貢献

１．高度な戦略立案に向けて

地政学的リスクへの対応～拡大抑止の可能性はいかに

・「戦争は紛争解決の最後の手段である」とすれば、所詮、力がものを言う。人類の歴史に

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。

戦争はつきものであった。平和を求め、平和を維持したいと言っても、一定のパワーがなければ、自らの存在感は示せない。

・パワーバランスを図るには、1）経済力、2）政治力（外交力）、3）軍事力、4）文化力が必要である。弱いと見下されれば、攻められる可能性がある。価値観が共有できて、互いに信頼を築ければよいが、国益優先で自己本位であれば、共存に向けた摩擦は常に生じよう。

・ロシアとウクライナの紛争、イスラエルとイランの紛争をみると、話し合いのレベルを超えて、軍事的実力行使が現実となった。全面戦争を避けつつ相手を叩き潰すという作戦をとっている。

・「日本は、日米同盟で守られている」というが、本当であろうか。弱みを見せれば、相手はそこを突いてくる。何らかの足場に、言いがかりをつけて、既成事実に仕上げていくというのが常套手段であろう。

・これまで、「核兵器は持っても、それは使わない」というのが抑止力の基本であった。だが、本当に使わないといえるのだろうか。核軍縮は進んでほしいが、核を持ちたい国はいくつもある。

・それが敵となるならば、核開発ができないように潰してしまう作戦が、イランに対してとられた。イスラエルと米国は核保有国であり、軍事力を一方的に行使して相手の核施設を叩き潰そうとした。

・北朝鮮の核開発にはどのように対処するのか。中国の核兵器の増強には、どのように備えるのか。日米安保条約はあるが、隣国との摩擦が紛争となる時、機能するのであろうか。

・トランプ大統領なら次のように言いそうである。「米国ファーストだ。日本は、自分の国をまず自分で守れ。そのための装備を今以上に整えよ。当然、米国の軍需産業を活用せよ。米国の不利益になる、ということならば日本を守るが、平時の備えにもっと日本は資金を出すべきである。」このような姿勢は見て取れる。

・いざという時は、米国の核の傘に守ってもらう。そのために、核兵器の実効力を身近に十分備えていなければ、抑止力にはならない。笹川平和財団の提言書（「日米同盟における拡大抑止の実効性向上を目指して～「核の傘」を本物に」）をどう受け止めるか。

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

・核兵器は関して、日本は「持たず、作らず、持ち込まず」ではなく、「持たず、作らず、打ち込ませず」にしなければならないという。

・日本に打ち込ませないようにするには、1）身近に核兵器を置いて、2）いつでも使えるという状況を相手に認識させて、3）それを抑止力にして、日本に打ち込ませないという仕組みにすると、いう原則である。

・核兵器は米国に頼るとしても、その運用については、日本が関われるようにしておくという考えである。安倍元首相は、核共有を検討すべしという方針を持っていたが、今この議論が日本の国会でできるだろうか。戦争好きの超保守派とみられて、大反対をくらいそうである。

・北朝鮮はロシアを通してウクライナに軍人、兵器を送り、軍資金を稼いでいる。中国はロシア、イランをみながら、台湾有事の作戦を見直していよう。核抑止が中国の台湾有事を止められるか。

・核は別扱いなのか。通常戦力の向上に力を入れて、作戦を立て訓練しておくのか。戦術核を日米合同の軍事演習に入れて、反撃に備えるべきである、という見立ては通用するであろうか。

・今の自衛隊は、核に関して全く訓練されていないし、そのような仕組みをそもそも持っていない。では、戦時対応を準備する必要があるか。核抑止は認知戦、心理戦である。備えなければ憂いなし、とはならない。

・単刀直入にいえば、“やられたら、必ずやりかえすから、絶対やるな！”という論法に実効性を持たせるには、実践運用の備えを整える必要がある。相手が分かるような反撃能力を持つ、ということが「拡大抑止」という考えの原則である。

・こうした国家安全保障政策が進むとは思えない。経済安全保障ですら立場によって、相当なギャップがある。制度のしがらみと慣性の法則によって、ものごとは先進的には動かない。

・日本に身近な有事が起きて初めて、こうした対応が進むことになろう。それでは遅いと分かっていても、現実はついていかない。相手がそう判断すれば、必ず仕掛けてくる。一方で、防衛の仕組みとして、訓練されていないことは実践で機能しない。福島原発事故の時に露呈した課題である。

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

・世界のリーダーとしての米国の力は凋落しつつある。それでも、米国とは仲良く協調していくことが得策である。先方から求められるのは自立と協力であろう。

・これは日本の負担が増すことを意味する。当然、経済力をもっと強化し蓄える必要がある。民需産業、軍需産業についても、見直していくことが求められよう。日本の経済安全保障に貢献しつつ、企業価値を高める日本企業に投資を継続したい。

トランプ関税の行方～高等戦術を生み出して

・トランプ関税のその後の着地はどうなるのか。第 2 のトランプショックが起きるのか。トランプディールのやり方には慣れてしまったから、ネガティブな影響はあるにしても、もう驚くほどではないのか。

・9 月までの米国株式市場をみると、関税の影響を気にしていないかのような展開をみせている。S&P500 指数は、2/19 の高値 6144 から、4/8 に安値 4982 をつけた。-18.9%の下落であった。その後 6 月は 6204 をつけ、高値を更新した。中身をみると、マグニフィセント・セブン銘柄がリード役となった。10 月に入って 6700 台をつけている。

・トランプ関税は米国経済に問題を引き起こさないのだろうか。関税をかけられる相手国にとって、それは克服できるものであるのだろうか。先が読めないから、小康状態を保っているだけなのか。

・頭の体操をしてみた。昨年の米国の対日貿易赤字は約 10 兆円であった。これをトランプの言うように直接減らすとする。車で 2 兆円、コメで 2 兆円、国防関係で 2 兆円、計 6 兆円減らすにはどうすればよいのか。

・第 1 に、米国産車を 25 万台輸入する。日本の国内市場は約 480 万台、米国の自動車生産は 1150 万台である。補助金次第では、米国産車に乗るかもしれない。米国産といっても、米国製トヨタ車も入ってくるかもしれない。

・第 2 に、コメを 80 万ｔ輸入する。国内のコメの消費は約 800 万ｔ、米国でのコメの生産は 1030 万ｔである。コメは不足のおり、備蓄米として活用できるだろうか。

・第 3 に、米国から例えば戦闘機を 200 機輸入する。自衛隊の戦闘機保有は、現在 330 機、

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。

米国の F-35 生産は年間 180 機である。日本の国防予算 8 兆円で、内 10%が米軍基地関連である。F-35 よりミサイルなどの弾がより重要となるのであろうか。台湾有事も踏まえると、ほぼ戦闘モードと捉えられかねない。

・トランプの言いなりにならないとすれば、どうすればよいか。日本の国益を守るというが、次はどのようなディールに持ち込むのか。苦しいが、できるだけ打撃は少なくしたい。トランプの手柄になるようなディールではなければ、合意できそうにない。

・5 月に冨田浩司前駐米大使の話を聴いた。5 月の文藝春秋にも「トランプ外交 2 つの攻略法」というテーマの論文が掲載された。冨田氏は 2 点を強調する。第 1 は、戦後秩序そのものの見直しである。自由民主主義、法の支配という基本理念は普遍的価値としつつ、戦後システムの利益享受と負担や犠牲について、不断の検討をすべしという。

・第 2 は、米国にさらなる孤立の道を歩ませないように関与を続けていくことである。権威主義との戦略的競争が本格化している局面で、トランプ外交を恐れずに、後退を前進に変えていくべしと提言する。

・権威主義国家では、政治的な権力が一部の指導者に集中する。中国やロシアが権威的で、米国や日本は民主的であると見方である。世界をみると民主主義国家の影響力は相対的に弱まっており、中国は権威主義的であっても経済成長を持続させ、対外的影響力は高めている。その象徴が米中貿易摩擦である。

・一方で、トランプの米国ファーストは、「主権主義」(sovereigntists) とみられている。米国の主権が第 1 であって、国家主権が国際的な仕組みや枠組みによって強く制約を受けることを嫌う。

・国連でも、気候変動のパリ協定でも、GATT でも、トランプの主張が自由に通らない意思決定システムに反対する姿勢をとる。自らが主体的に相手国と直接交渉して、そこでの利害をベースに、交渉をディールとしてまとめるというやり方である。

・米国は手柄に拘る。米中のソフトランディングはできるのか。日本はどんなお土産を手付として、用意するのか。貿易赤字を悪として、自らを被害者として、敵と戦うという姿勢で、支持層へのアピールをしている。

・短期的にも中長期的にも、「損して得取れ」という作戦が必要であろう。米国の経済力、

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。

科学技術の開発力、軍事力はこれからも世界トップクラスなので、うまく付き合って、日本に活かしていくことがプラスであろう。

・関税・課税・為替の効果を各々考慮しながら、戦略を立てる必要があろう。トランプ関税で失う付加価値はいくらか。それをどんな品目で相殺していくか。

・日本マーケットが得意な分野で課税するとすれば、どんな方策があるのか。為替に換算して、円ドルレートが 20%円高になったと考えれば、どのような価格戦略をとるのか。

・米国現地生産や米国からの調達を増やすのであれば、どのような有利な条件を引き出すことができるのか。工夫の余地はさまざまありそうである。短期的手柄は先方へ、中長期的にはわが国、わが企業に付加価値が戻ってくるように、政策をもっていってほしい。

・日本製鉄の US スチール買収は高等戦術であった。これからもグローバルマーケットで勝負している日本を代表する企業経営者の英知に期待したい。

資産運用立国のインベストメントチェーン～ROE から PER へ

・上場企業 3800 社、日本の中堅中小企業 380 万社、いずれも数が多すぎるといわれるが、どうなればよいのか。投資信託やその他の金融商品も山のようにある。人的資産と金融資産をどのように積み上げていけばよいのか。

・個人の人生を考えた場合、どこでどのように働いて人的資産を積み上げていくか。楽しく働きたいが、生活のためには苦しくても頑張って一定の報酬を得たいと思う。転職も当たり前の時代を迎えて、働く場で自分の力を発揮したいと思うが、実は思うようにいかないことも多い。

・できるだけ長く働きたいと思っても、健康でなければ続かない。常に学びに力を入れて、リスキングしていないと、年と共に実力は陳腐化していく。年とともに、必要とされる人材ではなくなってしまうかもしれない。人的資産の積み上げは、働いた成果の金銭的報酬だけではなく、自らの稼ぐ力を人的資本として絶えず磨いておく必要がある。

・バランスシートに載らない無形資産を、知的資産、人的能力資産として、学習・訓練し、見える化(可視化)していく必要がある。企業では、それを統合報告書で示そうとしている。企業として、わが社の価値創造メカニズムを分かり易くみせようとしている。多くの場合、

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。

バランスシートに載らない無形資産の見える化が問われている。

・では、企業価値創造とは、どのような方向を目指すのか。価値には経済的価値の側面と社会的価値の側面がある。この双方をどのように測るのか。世のため、人のために役立つことをわが社としてきちんと定義して、その価値を測れるようにしないと、抽象的なイメージだけが拡散しかねない。

・経済的価値と社会的価値の和集合をいかに増すのか。双方の積集合をいかに増やすのか。双方のトレードオフをいかに図るのか。これによって、価値創造に向けた自社のビジネスモデルは変わってくる。

・サステナビリティの追求においても、誰のため、何のためという基準の置き方が変わってくる。企業であるから、最終的には中長期の金儲けの仕組みが問われるが、その社会的インパクトも同時に問われる。

・多くの上場企業はもっと投資家と対話をしたいと思っている。しかし、一定の規模と魅力ある成長ストーリーがないと機関投資家は寄ってこない。当然であろう。自らのポートフォリオをアクティブに構築するに当たっては、必須の条件である。

・しかし、日本の代表する上場企業であるなら、個々の会社に必ず魅力はある。その魅力が色あせていれば、再度輝かせるべく手を打っているはずである。本気で手を打っていれば、それに賛同してくれる投資家は、必ずいるはずである。もし決め手がなく呻吟しているだけであれば、将来は危うい。

・投資家は世界をみている。アクティブ投資家はもちろん、パッシブ投資家もインデックスに期待している。いかにポートフォリオに組み入れてもらうか。インデックスに組み入れられるようになるか。企業価値創造の戦いは激化している。

・「資産運用立国実現プラン」では、家計、企業、運用機関のインベストメントチェーンにおいて、資産所得倍増を目指して、各機能の強化に力を入れてきた。1）企業はもっと稼げ、2）運用機関はもっとパフォーマンスを上げよ、3）家計はもっと金融資産に投資せよ、4）政策はそれが上手くまわる仕組み作りに全力をあげよ、という展開である。

・企業にはコーポレートガバナンス改革を、運用機関にはスチュワードシップ改革を、アセットオーナーにはフィデューシャリーデュティの徹底とプロフェッショナルな運営を、金

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。

融サービス機関には、顧客本位の業務運営を求めている。インベストメントチェーン全体の機能の高度化、プロフェッショナルとしての信用力の向上の仕組み作りが求められている。

・経済環境をみると、トランプ関税が波乱を巻き起こしている。日本では、物価、金利、賃金が上がり始めた。インフレの世界にまだ慣れていない中で、金融政策の舵取りは上手くいくのか。

・金融機関は、引き続き金融商品及びサービスの多様化と高付加価値化に力を入れていく。新 NISA の広がり、事業再生、事業承継、アジア市場への展開、富裕層へのウェルスマネジメント、PE ファンドなどのオルタナ商品、AI の活用などである。

・東証が推進した「資本コストや株価を意識した経営」は大きな成果を上げてきた。資産運用業を成長の柱にして、グローバルに戦えるところまで浮上させようとしている。運用力ではオルタナの強化に力が入ろう。

・GX 金融センター、香港に代わるアジアのハブ、スタートアップの拠点、アジアのゲートウェイなど、アドバルーンはいろいろ上がっている。日本版 EMP（新興運用業者の育成）にも力が入っている。

・こうしたインベストメントチェーンの好循環は、動き出したら止まらないというスノーボール(雪だるま)効果を発揮できるだろうか。JPX の山道社長は、その継続と加速に引き続き力を入れていく。

・では、インベストメントチェーンをいかに活性化していくか。最近話を聞いた経営者や社外取締役は、PBR=ROE×PER という関係式において、ROE よりも PER を問題視していた。収益性もさることながら、成長性をいかに高めるか。そのためのアニマルスピリットをどのように具現化していくか。ここが問われている。

・選択と集中に向けて、貯めた資金をどこに使うのか。ESG と金儲けは両立できるので、そのストーリーをもっと明確にして、実践する必要がある。そのためには、投資家と対話して、そのフィードバックを経営改革に活かしていく。PER を上げる方策について、投資家と対話していく必要があろう。

・もっと企業価値を上げよ、株価を上げるためにリスクを取れ、もっとレバレッジを効かせて資本効率を高めよ、と言われる。その場合、どこまでリスクがとれるのか。リスクアペタ

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。

イト(選好)とリスクキャパシティ(許容度)をいかにマネージしていくか。その決断について、投資家は知りたいのである。

・個人投資家はどうすればよいのか。新 NISA で若い投資家の参加が増えている。資金格差、世代格差、情報格差の中で、積立投資の壁、分散投資の壁、長期投資の壁を乗り越えようという挑戦が始まっている。

・金融リテラシーを高める学びやリスキリングも始まっている。身の回りで、もっとお金の話、投資の話、企業価値の話、インベストメントチェーンの話をして、互いの理解を深めつつ、投資を実践していきたいと思う。

東証の施策はなぜ効果を上げているのか～本気度を引き出す好循環

・資本効率の向上に向けた東証の施策が効果を上げている。2022 年 4 月にスタートした市場区分の再編は、プライム市場、スタンダード市場、グロース市場に上場する限界企業に火をつけた。市場区分のルールは東証が決める。もっと大胆に、という声もあったが、マイルドな改正を進めた。それでも、東証 1 部からスタンダードに移った企業は 515 社に及んだ。

・上場維持基準、新規上場基準からみると、市場再編はこれからも進もう。プライム市場の新規上場基準の時価総額は 250 億円であるから、これより小さい企業は存在感が相対的に乏しい。プライム上場企業 1600 社強はいずれ 1200 社の方向に縮減していく可能性があろう。

・スタンダード市場でも、グロース市場の上場維持基準（10 年以上）の時価総額 40 億円を下回っていると存在感は今 1 つである。現在の 1600 社弱が、これも 1200 社の方に減少していこう。グロース市場は、本来の趣旨からみて、成長をして、次の市場に早く出ていってほしい。元気のよいグロースに限れば、今の 600 社強が 400 社にとどまる公算も高い。

・東証は、2023 年 3 月に第 2 弾の施策を開始した。「資本コストや株価を意識した経営の実現に向けた対応の要請」である。PBR 1 倍割れは会社の責任であると促した。丁寧な表現であるが、株価に経営者は責任を持つべしと明言した。

・ROE を高めよ、とは投資家から 20 年来言われてきた。グローバル市場で戦う日本を代表する企業にとって、外人投資家に株主になってもらうのは当たり前のことであった。しかし、多くの日本企業には十分馴染んでいなかった。ROE 8%はピンとこなくても、PBR 0.8 倍は

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。

すぐわかる。しかも、分子が株価であるから、株価を上げなくては1倍以上にならない。

・当時、プライム市場の5割がPBR　1倍割れ、スタンダード市場の3分の2が1倍割れであった。では、どうすべきなのか。PBR=ROE×PERであるから、普通は、1）まずROEを上げて、2）次にPERを上げれば、3）PBRは1を超えてくる、と考えた。これを投資家に訴えていけば何とかなると考えがちである。

・しかし、これがうまくいかない。なぜか。ROEが6%、PERが12倍であったとすると、PBRは0.72である。これに対してROEを10%に上げると、PERが8倍に下がり、PBRが0.8倍と、ほとんど改善しないことがよく起こる。

・ROE向上のカギは、売上高利益率であるから、コスト削減で目先の利益率を上げるだけだと、短期は改善したが、中期の成長性がみえてこない。よって、PERが下がってしまう。

・PBR=ROE×PERは1つの関係式であって、因果関係はもっと複雑である。ROEとPERとPBRは、互いに独立に、その中身を検討した方がよい。PERは事業の成長性を反映するので、既存事業の効率化だけでなく、もっとイノベーション（仕組み改革）がほしい。ここに期待が高まり、将来の利益、成長がみえてくれば、PERは切り上がってくる。

・もっと重要な点がPBRにある。PBRが1.0を切っているということは、今持っているバランスシート（B/S）の株式時価が純資産（簿価）を下回っていることになる。企業価値を棄損しているので、これでは経営者失格である。

・しかも、今のB/Sに載っているのは、財務的な資産であって、非財務資産（知的資産、人的資産、組織資産）は十分反映されていない。設備資産は金額的に大きくても、実際には新たな価値はもう生み出せないのかもしれない。

・そこで、PBR＝ROE×PERに訴えるのであれば、まずB/Sの非財務資本に投資せよ、となる。人的資本、知財、新組織の入手（M&A）、事業の入れ替えなどに3年かけて投資してほしい。さらに、この投資を可視化してほしい。そうでないと、外部の投資家には見えにくいし、十分評価できない。

・余剰資産を活かして、投資を活発化する。投資をすると、次はその投資のリターンに関心が高まる。将来のリターンが有望であれば、PERに反映されてこよう。これが現実のリターンとなってくれば、ROICが上がり、ひいてはROE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。

・つまり、まずはPBRを0.6倍から1.2倍に上げる非財務資産への投資をせよ。当初はROEが6%でもPERが20倍に上がってくる。その次のステージとして、ROEが12%、PER15倍でPBRが1.8倍に高まってくるという流れを作ってほしい。

・東証は第3の施策として、「フォローアップ」を開始した、「資本コストと株価を意識した経営」の実践について、その開示を企業に求めた。次に開示の中身も投資家等のフィードバックから推察している。

・企業の対応を3つに識別している。①企業群１：自律的に取り組みを進める企業、②企業群2：今後の改善が期待される企業、③企業群3：開示に至ってない企業である。この開示状況をオープンにして、上場企業の経営革新を叱咤激励している。

・企業サイドはどうか。1）前向きにどんどんやろうという企業、2）できるところからやっており、次第に難しいところにも踏み込んでいく企業、3）できるところはやるが、肝心なところには手を付けない企業、4）やるべしといわれても、十分な力がないので、何とか逃げ回ってうまく取り繕いたい企業、5）打つ手がないので、諦観している企業、などに分けられよう。

・東証は、投資家目線とのギャップについて、事例集を開示している。1）レベル1：そもそも取り組みが不十分な企業、2）レベル 2：取り組んでいるが、目線がずれている企業、3）一定の評価はできるが、もっとやるべきことがある企業、という3つのステージに分けて、コメントしている。これは興味深い。

・レベル1では、表面的で並べるだけの開示に留まっている。レベル2では、要因分析の突っ込みが不十分で目標設定もずれている。キャピタルアロケーションが十分検討されていない。レベル3では不採算事業の検討が行われていない。役員報酬が中長期の企業価値と連動していない。投資家との対話をどう活かしているか伝わっていない。

・東証は対話の促進を支援するとともに、①親子上場、②MBOなどの非公開化、③市場区分見直しにおける、経過措置通用企業のフォローにも力を入れている。M&Aはますます活発化しよう。アクティビストに狙われる企業も続々出てこよう。MBOで上場をやめる企業もさらに増加しよう。東証から他市場に移って、何とか上場を確保しようという企業も出てこよう。

・この間、不正を行う企業や投資家も出てこよう。くれぐれも企業価値向上に、正々堂々と

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。

命がけで取り組んでほしい。そこで、ターンアウンドしてくる企業に大いに投資したい。

アクティブインデックス投資の広がり～クリプト ETF への期待

・S&P Dow Jones インデックスは今や多様である。投資家向けインデックスガイド（2025 年）をみると、1）株式、2）証券、3）コモディティ、4）不動産・テーマ、5）戦略型、6）ニュー・エコノミー、7）ESG・責任投資などに分かれている。

・筆者が興味を持つインデックスとして、①株式では、S&P 小型株 600 指数（10 年間のトータルリターン年率 8.96%）、②不動産・テーマ型で、S&P グローバル・インフラストラクチャー指数（公益事業、運輸、エネルギー）（同 5.92%）、③同じく、S&P 上場プライベート・エクイティ指数（大手上場 PE 会社）（同 13.46%）などがある。

・また、④戦略型で、S&P/JPX 配当貴族指数（ハイイールド・ディビデント・アリストクラッツ・インデックス）（同 12.42%）、⑤ニュー・エコノミーで、S&P Kensho AI イネブラー指数（AI 関連）（5 年年率 19.48%）、⑥同じく、S&P Kensho　グローバル・スペース指数（宇宙関連）（同 11.93%）などをあげたい。

・インデックスは投資商品の基礎として使用され、ポートフォリオのベンチマークやインデックス運動型の ETF として活用されている。インデックスは、①独立性、②透明性、③信頼性、④安全性（規制基準の遵守）を確保する中で、時代に合わせて、新しい指数が開発されている。

・6 月に S&P ダウジョーンズ・インデックス主催の ETF コンファレンスに参加して、いくつかのセッションのディスカッションをきいてみた。印象に残った点を取り上げてみたい。

・テーマ型（Theme-Based）指数では、AI 活用指数連動 ETF の人気が高い。米国の AI 企業だけでなく、中国でもディープシークが登場してきた。AI に関して、中国に対する規制が強化されている。米中の AI 企業の行方が注目される。

・日本では、高いリターン、高い分配金が魅力的であるというアンケートが多い。テックと高配当への関心が高い。一方で、中国では不動産危機はおいて、中国の中での成長分野はどこかという関心も高い。

・アクティブ ETF のニーズが高まっており、今後とも大きく伸びよう。2024 年から 2030 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。

に向けて、ETF の伸びが 2 倍に対して、アクティブ ETF は 5 倍に拡大しそうである。

・通常のインデックスよりも、よりアクティブに投資することで、リターンを求めようとするアクティブ ETF では、大型株、毎月分配型、債券アクティブなども活発である。

・国内機関投資家でもβ型からエンハースト型へ、アクティブ ETF を活用しようという動きが高まっている。リテール（個人向け）の SMA(Separately Managed Account)やファンドラップでも、対面営業型でアクティブ ETF を活用してポートフォリオのリターンを高めようという動きがある。

・暗号資産（クリプトアセット:仮想通貨）はどうか。米国では、リテールから始まって機関投資家への広がりがみえる。オーストラリアでもビットコイン ETF が始まっている。

・日本では、暗号資産ビジネス協会のもとで事業機会をリードしようとしている。一方で、クリプト ETF を投資信託としてどのように展開するか。

・クリプト規制の制度化はこれからである。暗号資産は、証券か、商品先物か、新しい金融商品か。仮想通貨、暗号資産を ETF 化して、今の投信と同じような税法が適用できるようになるならば、クリプト ETF は具体的に動き出そう。

・そうなれば、投資家は今の証券口座でクリプト ETF に投資できるようになる。米国の例をみても新しい金融商品のニーズは高いので、大きく伸びる可能性があろう。個人が参入し、いずれ機関投資家も入ってこよう。金融機関は新商品としてどこまで規制を緩和して、既存商品と同等に扱えるようにするかにかかっている。

・そもそもビットコインのファンダメンタル（基礎的条件）は何で決まるのか。先物と同じように需給で決まるといっても、売り買いを支える経済条件は何なのか。どんな情報がカギを握るのか。人気が先行すると、ボラティリティ（変動性）は高まる。当然リスクは高いが、リターンへの期待も同じように出よう。

・ビットコインの価格変動はこれまでと違う。1 年で±50%以上変動することもある。ありえそうでないことが、起こりうるという意味でファットテールである。ダウンサイドリスクもあるが、リターンのプレミアム期待も大きい。

・ビットコイン、暗号資産のボラティリティをカバーするデリバティブもいろいろ工夫され

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。

よう。カバード戦略を使ったETFなども登場しよう。リスクプロファイルが違った金融商品として位置づけられよう。

・現在、法改正に向けた議論がなされている。2026 年に金商法改正が進めば、その後のルール作りを踏まえて、2027 年から暗号資産 ETF が市場に出てこよう。ETF の多様な活用をポートフォリオに組み込んでいきたい。

インパクト投資とは何か～IMM で課題解決のリターンを

・インパクト投資を実践している人からみれば、今頃何を素朴な問いを発しているのかといわれそうである。しかし、投資の目的は何か、というのは本質的な問いで、ここが明確でない投資などない。

・投資とは、お金を投じて、うまく儲けたい。儲ける方法は何でもよい、という人は少ない。企業家や起業家でも、楽しくて儲かれば何でもよい。早く時価総額 1000 億円企業になりたいというだけでは、誰もついてこないであろう。

・企業家には志があり、今どきであれば、パーパスやミッション、ビジョンがそれに相当する。ここをもう一度明確にして、ステークホルダーに共有してもらい、価値創造をしたいというのが基本であろう。

・インパクト投資とは、社会的課題の解決に貢献しつつ、しっかり儲けるという投資をいう。それは、普通の事業投資と何が違うのか。社会的課題に手を打つこと、その意義は大きいとしても、収益性が見込めそうにないテーマというのも多い。

・それは無理なので、政治や行政のサポートに任せようというのではなく、工夫して、ビジネスモデルを作り上げれば、目的とするソリューションに貢献しつつ、収益を上げることができる。そういう投資を大いに実践しようというのがインパクト投資である。

・儲からなくてもよい NPO 法人ではなく、一定の投資収益を上げるべく邁進する。リスクは高そうだが、つまり実現は難しそうだが、できれば意義は大きい。それで儲かるなら、そんなよいことはない。

・社会的意義に賛同する人々が多ければ、投資してくれる人は出てこよう。それを推進する組織、事業体にも人が集まってこよう。人はやりがいのある仕事の一翼を担いたい。報酬の

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。

ために働くだけでは楽しくない。もっと意義を見出したいのである。

・インパクト投資は、文字通り、社会的インパクトを第一義的とする。このインパクト、つまり、社会的にどんな意義をもつか、そのソリューションを実行することによって、どのくらいの効果（インパクト）があるかをきちんと測る。

・その上で、それがビジネスとして成り立って、一定の収益性が確保できるようにする。これができれば、まさにサステナブル（持続的）で長期的に運営できる。寄付や補助金だけに頼らなくてよい。

・金融庁は 2024 年 3 月に「インパクト投資（インパクトファイナンス）に関する基本的指針」を出した。インパクト投資は、サステナブルファイナンスの 1 分野であり、社会・環境課題の解決と事業性の改善を図り、経済基盤の強化、持続可能性の向上に資すると位置づけた。

・収益性について、一定の収益性の実現を図るものに限定している。インパクト投資では、①投資に意図の明確化、②投資実行の効果の実現、③効果の測定と管理、④それによる市場や顧客の変革を支援する。

・投資の意図では、その社会的課題の解決への貢献を、自らの事業主体のミッションやパーパスと整合的に関係付けることが求められる。投資の効果を特定し、測定し、管理することが大事である。この IMM（特定：Identification、測定:Measurement、管理：Management）に当たって、定量的な KPI を設定すべきである。

・投資対象の資産クラスは多様でよい。ファンド、クラウドファンディング、スタートアップなども含む。では、インパクト投資と ESG 投資は何が違うのか。これも各々の定義をどのように定められるかに依存する。経済的価値と社会的価値の両立をどの範囲で定めるかによるといってもよい。

・経済的リターンをどのレベルにおくか。「一定の投資収益の確保」という中で、一定とはどのレベルか。投資収益の最大化か、資本コストを上回る水準か、赤字にならなければよいのか。この一定の水準には、何らかの満足度基準が必要である。

・極大化である必要はない。経済的価値と社会的価値の共存領域を自ら設定し、ファイナンス提供者の共感を得ていく必要がある。慈善事業ではないので、WACC（資本コスト）を上回

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 ROIC（投下資本利益）はほしい。

・大事なことは、分かり易さであろう。出来そうもないことに挑戦していくことが、起業家としての事業推進であるとすれば、インパクト投資の中身を分かってもらうことは容易でない。リスクはある。そのリスクをとってソリューションを実現するからリターンが得られる。

・インパクトの特定、測定、管理という IMM は、実はどの上場企業にとっても重要である。自らの創り出す企業価値がどのような社会的インパクトを有しているのか。その測定に挑戦してほしい。

・自らが提供する製品やサービスが、今の売上高ではなく、市場や顧客にとって、どのくらいの価値があるのか。彼らは、わが社の提供価値から、さらにどのような価値を生み出しているのか。このバリューチェーンの各々における余剰価値を、何らかの形で計測したい。そうすれば、自らの提供する製品やサービスの価値を再認識できる。

・社会的価値に経済価値が見合っていないとすれば、ポジティブにもネガティブにも戦略を見直す必要があろう。新規事業ならば、その事業のインパクトから対話を始めたい。

・日本 CFA 協会のセミナーで、ヘルスケアの CureApp（キュア・アップ）社の話を聞く機会があった。この会社は医師が設立しており、デジタルのアプリで質の高い治療を提供している。例えば、ニコチン依存症治療アプリ、減酒治療アプリ、高血圧症治療アプリ、慢性心不全治療アプリなどを開発して、実際の治療に役立てている。

・すべての人が、医療格差がなく、良質な医療を受けられるようにすることを目指している。ソフトウェアで治療を再創造することをミッションとし、アプリで治療する未来を創造することをビジョンとする。

・同社は、2024 年に初のインパクトレポートを発行し、1）ビジネスモデル、2）インパクトのロジックモデル、3）マテリアリティの特定を行っている。まさに、インパクト経営の実践である。

・インパクト投資が広がりを見せている。何が本物のインパクトなのか。それが企業価値にどう結び付けているのか。その価値創造は正当なのか。もっと見直されてよいのか。こうした視点で、企業のインパクト価値を再考して、新しい価値を発見したい。

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

資産寿命をいかに延ばすか～楽しみながらデキュムレーション

・NRI の調査によると、金融資産の保有額(2023 年)を階層別にみると、1）超富裕層（純金融資産 5 億円以上）11.8 万世帯、2）富裕層（同 1～5 億円）153.5 万世帯、3）準富裕層（5000 万円～1 億円）403.9 万世帯、4）アッパーマス層（3000 万円～5000 万円）576.5 万世帯、5）マス層（3000 万円未満）4424.7 万世帯となっている。

・若い時には働いてお金を貯め、年をとったら貯蓄を取り崩して老後の資金に充てる、というのが常識であろう。それを一人でやるのか、家族でやるのか、国全体で対応するのか。それぞれの役割があろう。

・老後の資金はいくら必要か。アッパーマス層くらいあればよいが、国民の大半はそうではない。一方で、富裕層以上では相続が大きなテーマとなる。相続の時に資金が動く。相続する親族には突然お金が入ってくる。それをビジネスにしようという動きも活発である。

・若い人は、自ら働くだけでなく、給与の中からお金を貯め、それを将来のイベント（結婚、住宅、教育、老後）に向けて増やしていくことが得策である。資産運用立国の実現に向けて、家計の安定的な資産形成に資するように、金融サービスを担うインベストメント チェーンの質的向上が求められている。

・NISA の口座数は今年 3 月末で 2647 万口座（総買付け額 59.3 兆円）へ拡大している。年収 500 万円未満の層でも 67.4%が NISA を利用し始めた。20 代、30 代、40 代の口座開設も高い伸びを示している。NISA の利用目的は、全体の 58%が将来・老後の生活資金のためとされている。

・では、実際に老後を迎えた局面ではどうするのか。今年 5 月に日本証券アナリスト協会のセミナーが催された。テーマは「資産寿命の延伸戦略：デキュムレーションを考える」であった。

・つまり、資産形成で貯めてきた資金を老後にどのように取り崩していくのか。そのデキュムレーション（取り崩し）をうまくやって、資産寿命を少しでも延伸させようという考えである。

・フィンウィル研究所の野尻氏は、資産形成を山登りとすると、資産活用は下山であるとい

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。

う。資産形成は、積立をしながら運用する時代を迎えた。では、資産活用は単に取り崩して使うだけなのか。

・それでは、すぐに無くなってしまうかもしれないので、不安が募る。よって、貯めた資産をなかなか使えない人も多い。そこで、高齢期に入って資産を活用する局面を 2 つに分けて、1）例えば、65～80 歳は使いながら運用する時代、2）80～100 歳は使うだけの時代、と位置付ける。

・運用しながら、生活費として取り崩していく。そうすると、資産を長持ちさせることができるので、自らの健康寿命に合わせて、資産の寿命も延伸させることができる。確かにうまい考え方である。

・デキュムレーション（Decumulation：資産の取り崩し）は世界的なテーマである。多くの国で寿命が延びて、65 歳以上の人口の割合が増えてこよう。65 歳で退職して、その時の金融資産が 5000 万円であったとして、どのように取り崩すか。年 500 万円（10%相当）ずつ取り崩したら 10 年でなくなってしまう。

・5000 万円を運用して、年平均 3%のリターンを得ることができれば、年 7%ほど取り崩したとしても、実質的な減少は 4%に留まる。とすれば、20 年以上継続することができる。これをもっとうまくやろうというのが、デキュムレーションの方策である。さまざまな金融商品を活用して工夫していく。保険などの利用も入ってくる。

・まずは、企業と同じように個人の B/S、P/L を考える必要がある。今どきの人的資本を、B/S に組み入れる。住宅購入などに借入金がある場合は、負債も立ってくる。資産サイド(B/S の左側）は、金融資産と人的資産から成る。人的資産とは、これから働いて入ってくると見込める報酬の現在価値である。資産（金融資産＋人的資産）から負債を除いたものが純資産である。

・若い時は、金融資産は少なく、人的資産（将来の労働の対価）が多いはずである。これが年をとってくると、人的資産は減って、金融資産のウエイトが高まってくる。貯蓄に回す資金が少なければ、30 年後の金融資産は少なく、まして資産運用にどの程度取り組んでいたかによって、金融資産の蓄積には差が出てくる。

・まずは、自らのライフプランを立てる必要がある。人生 100 年として、いつまで生きるのか。いつまで健康でいるのか。どんな人生を歩むのか。老後の金融資産はいくら欲しいのか。

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

そして、人生をいかに楽しむか。

・実際には、そんなことはほとんどわからない、と思うかもしれない。将来は不確実で、不確定である。想定はできても、思い通りになるとはいえない。それでも悲観する必要はない。先は読めないにしても、一歩一歩できることを積み上げていけば、結果も見えてこよう。

・超高齢化社会での生き方について、自分ごととして方針を固めておきたい。筆者の場合は、90 歳まで生きる前提で、80 歳までは何か仕事をして社会に貢献しつつ、仕事の報酬を得るようにしたいと考えている。

・金融資産のポートフォリオをどうするかについては、いろんな場に出かけて学ぶ機会を継続したい。ポートフォリオのパフォーマンスを年 3～5%ほど確保して、資産の取り崩し額を少しでもカバーするようにしたい。

・元気なうちは、できるだけ出かけて見聞を広め、それを楽しみとしたい。いずれ身体が十分動かなくなり、介護を受ける必要があるので、その時の準備をしておきたい。

・当然、子供や国の世話になろう。人生最後の 10 年は必ず誰かの世話になる。それを悩む必要はない。できるだけ迷惑はかけたくないが、人生何事も順番であると、達観したい。

・そして、趣味の株式投資は続けたい。趣味と実益を兼ねて頭の体操になるからである。しかし、いずれ認知症的事態に陥るので、そのための準備も事前にしておきたい。

・私のデキュムレーションは既にスタートしている。資産活用は運用しつつ使うことである。資産寿命の後期を、大いに楽しみたいものである。

２．予測可能性を高める経営の実践

デジタル産業の将来～経済安全保障も含めて

・福岡に行ったついでに、熊本と北九州市にも寄ってみた。TSMC の半導体工場（JASM）とワールドインテックの熊本テクニカルセンター（半導体人材の研修育成）の立地を見学した。北九州市では、IT インテリジェントビルのビジア小倉（IBM などが入居）を見学した。デジタル産業の戦略拠点が波及効果をもたらしている。

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。

・JASM は第 2 工場の建設に入っている。台湾の半導体関連企業が北九州にも立地しそうである。北海道では、ラピダスが最先端の半導体工場を建設中である。2 ナノの半導体を生産して、一定の量産規模に持っていくには 5 兆円の投資は必要である。サプライチェーンを含めて、国家的プロジェクトとなっているが、果たしてうまくいくだろうか。

・投資が莫大である。あらゆる分野で AI が使われるようになるので、そのデジタル処理にはデータセンターが必要であり、半導体と共に膨大な電力が必要となる。半導体の省エネをいかに進めるか。微細化、高密度化、光学化などに向け、プロセスイノベーションが進もう。

・カギは量産にもっていくことである。需要に遅れをとっては、競争に負けてしまう。価値創造は量産化によって投資を回収して初めて実現できる。製造装置と半導体材料で、日本は世界トップクラスのポジションを有している。一方で、肝心の半導体は遅れをとってしまい、すでに高成長がスタートしている AI でも遅れ気味である。

・地産地消をベースに、デジタル産業のサプライチェーンを築いていけるか。勝負の局面にある。今後のデジタル産業はどのような方向を目指すのであろうか。経産省が今年 5 月に公表した資料「半導体・デジタル産業戦略の現状と今後」を参考に、重要と思われるポイントをいくつかあげてみたい。

・まずは生成 AI の利用があらゆる分野で進む。AI をクラウド型で使うのか、エッジサイドで使うのか。バイオ、ライフサイエンス、材料、金融などはクラウド型のサービスを使うようになろう。一方で、自動車やロボティクスは、各々の機器に組み込まれるという意味で、エッジ（利用の先端）で AI 機能が使われよう。

・それぞれのサービスを利用する現場に合わせた生成 AI モデルが開発される。モデル開発にはデータが必要であり、アプリとしてうまく機能する必要がある。そのアプリがさらにデータを取り込んで AI モデルを動かし、求められる機能を果たしていく。

・AI を含むソフトウェアが必要であり、データを処理するデータデンターが必要である。高効率で省電力の計算資源（AI コンピュータ、汎用コンピュータ）も必要である。

・デジタルデータのコンピューティングアーキテクチャーとしては、1）各産業に特化した専用の半導体設計や、2）高度 AGI（汎用 AI）や ASI（スーパーAI）用の半導体も求められる。また、半導体の微細化やパッケージングの 3D 化、光電融合、光チップレット化も進も

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。

・政府としては、2030 年までに 10 兆円以上の公的支援を行うとしている。次世代半導体の量産に向けて、4 兆円以上の金融支援、6 兆円程度の補助や委託支援を想定している。財投特会やエネルギー対策特会など活用されよう。

・生成 AI モデルは、データのレベルに依存する。汎用基盤モデルに、各産業領域のデータを活用して、領域特化基盤モデルが構築され、さらに個社固有のデータを利用して、個社特化型の AI モデルが開発される。それがアプリとして使われる。この領域特化モデルの社会実装において、日本企業の特徴が発揮され、その先に個々の企業の競争力が養われよう。

・現在使われている情報システムは古いものとなるので、AI を組み込んだ新しいシステムにレベルアップしていく必要がある。それがスピーディにできるか。レガシーシステムに捉われて、モデル化（新モデルへのイノベーション）ができなければ、競争力の劣化を招いてしまう。

・AI モデルの進化をスムーズにスピーディに進める必要がある。まずは今の稼ぎが十分でないと、人材投資、AI 投資ができない。

・AGI 時代を見通すと、日本の AI エンジニアは、2025 年で素養人材 1.1 万人、AI モデル開発人材 500 名、トップ人材 100 名に対して、2030 人には同 3 万人、6000 人、1500 人が求められる。そういうトップクラスの人材を育成することが必須である。

・ロボティクスにおいても、製造業でのロボットが AI 化するのはもちろん、サービス分野での AI ロボットも一般化してこよう。多様な作業をフレキシブルにこなす AI システムが開発され、それが利用されるようになろう。ここで日本は世界をリードできるか。日本的なおもてなしを組み込んだユニークなロボティクスで、世界のトップに立ってほしいものである。

・通信の領域でも、デジタルライフラインの重要性が一段と高まってくる。1）自動運転サービス支援道、2）インフラ管理 DX、3）ドローン航路、4）災害デジタルラインなどである。

・半導体の先端ロジック分野では、ラピダスプロジェクトを何としても成功させる必要がある。巨額投資のファイナンス、ナノ半導体のユーザーの開拓と獲得、先端テクノロジーの開発と量産化で、まだ楽観はできない。

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。

・カーエレクトロニクスの進化に向けて、パワー半導体へのニーズも高い。SiC、GaN など化合物半導体でも需要拡大へのマッチングが求められる。EV で中国に対抗できるか。ハイブリッドの優位性を持続できるか。大いに奮起してほしい。

・米中対立でいえば、レアメタルの争奪戦も大きなテーマである。レアメタルのリソースの多様化には、10 年単位の開発と援助が必要なので、短期的に対応しにくい。ここをどうつないでいくか。対立と協調の中で、利害調整に向けた高等戦術も必要である。経済安全保障の前進も求められる。

・政経分離とはいかない。米中対立の中で、新たなスタンスを確立する必要がある。民間企業の強さがベースにないと交渉力として使えない。政治力、軍事力、経済力、文化力、の総合作戦の中で、デジタル産業への投資を考えたい。新たな有望企業を見出したい。

サイバーセキュリティを強固に～能動的なセキュリティマネジメント

・インターネットのセキュリティをいかに強化するか。パスワードが盗まれてしまうかもしれない。それを避ける仕組みを入れておく必要がある。Web サイトに、勝手に侵入してくるかもしれない。狙いを定めて、攻撃してくるかもしれない。なりすまし、盗視、盗聴も多発しており、詐欺的な心理作戦も巧妙になっている。

・SPAM メールは毎日やってくる。無意識に反応するとやばい。かといって、ネットを使わないわけにはいかない。セキュリティは必ず破られる、という前提で使っていく必要がある。どのレベルで守っていくのか。見えない敵から身を守るだけでなく、その敵を叩き潰す必要がある。そのくらいの仕組みを装備しないと、ビジネスとしては戦えない。

・国レベルでのサイバー戦は高度化している。実際、フィジカル戦とサイバー戦のハイブリッドな戦いがウクライナで激化している。2027 年の中国建軍 100 周年に向けて、台湾有事は現実のものとなるか。すでにサイバー攻撃は動いており、グレーゾーンに入っているという認識である。

・日本の民間企業はどうか。コンピュータウイルスによる名古屋港コンテナターミナルの機能停止（2023 年 7 月）、KADOKAWA へのランサムウェアを含むサイバー攻撃（2024 年 6 月）、大量のデータ送付による JAL や三菱 UFJ 銀行へのサイバー攻撃（2024 年 12 月）、今年はアサヒグループホールディングスやアスクルへの実害など、さまざまな事件が発生している。

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。

・身代金の要求するランサムウェア、DDoS(大量データアクセス)攻撃によるネット機能の停止、組織内のネット環境に侵入してウイルスがそこに寄生する環境内寄生戦術なども巧妙になっている。

・経産省の「産業サイバーセキュリティ研究会」では、サイバーセキュリティの強化を検討している。デジタル技術の発展の中で、生成 AI の利用、量子コンピュータによる暗号アルゴリズムの危殆化(安全性の棄損)も懸念される。サーバーへの攻撃、IT システムへの侵入、重要インフラへの侵入、機密情報の盗取などの脅威は一段と高まっている。

・では、どうすればよいのか。1）サプライチェーン全体で、サイバー・フィジカル・セキュリティ対策フレームワーク（CPSF）を実装していく。2）製品・サービスの開発段階からセキュリティをしっかり組み込んでいくセキュア・バイ・デザインを推進する。3）サイバーセキュリティ産業の振興を図っていく。もちろん、法制度の国際協調、人材の育成は必須である。

・具体的には、主要産業別に課題への対応を進める。①ビル、②スマートホーム、③防衛、④電力、⑤自動車、⑥宇宙、⑦工場、⑧半導体などが対象である。中小企業も含めて、サイバーセキュリティの強化は、産業、企業の競争戦略を基盤から見直す必要がある。

・サイバーテックは、脅威と機会を提供するという意味で、ビジネスにおけるゲームチェンジャーとなろう。何らかのインシデント（事案）が起きてからでは遅い。もし攻められたとしても、的確に防衛して、次の手を打つことが求められる。何を守るか、どこを守るのか、リスクベースでの対応が求められる。

・今年５月に「能動的サイバー防衛法」が成立した。サイバー攻撃を受け身ではなく、より積極的に対処する戦いが可能となる。個別ではなく集団で、官民連携による横断的な対応もできるようになろう。

・イスラエルの元モサッド長官を務めたヨシ・コーエン氏は、現在ソフトバンクグループの投資の責任者の一人であるが、サイバーセキュリティについて、3 つのレベルを強調する。1）通常のレベル、2）AI レベル、3）量子コンピュータのレベルである。AI によって、サイバー攻撃側の仕組みも強化されてしまう。悪用が一段と進むことになる。

・量子コンピュータが近々利用の段階に入ってくる。そうなると、暗号解読のレベルが圧倒

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。

的に上がってくる。これまでの防衛が簡単に破られてしまうかもしれない。ソフトバンクグループはそれを見越して、この分野に大型投資を実践している。

・7 月に「国家サイバー統括室」が設置された。重要インフラの機能停止や破壊を目的としたサイバー攻撃を国家レベルで防ぐための司令塔となる。平時と有事のいずれにおいても、本当に機能するか。これからの動きが注目される。

・企業のサイバーリスクマネジメントはどうするのか。①サイバーリスクを認識する。②それを監視し、防衛するシステムを構築する。③攻撃によってインシデントが発生した時の対応策や復旧策を立てておく。そして、④その訓練を行うことが求められる。

・1）サイバー保険に入るのか、2）身代金を要求された時には支払うのか、3）インシデントの被害はどのように補償するのかなど、事前に検討しておく必要があろう。

・そして、開示はどのように行うのか。攻められないためには、頑健な防御のシステムを有している、と示しておく必要がある。インシデントが発生した場合、どのような開示方針のもとで、実際どのように開示していくのか。投資家はここが知りたい。

・外部からの攻撃だけでなく、内部者による情報の持ち出し（漏洩、窃盗、略奪）にもよほど注意する必要がある。M&A の時には、サイバーリスクに関するデューデリジェンスも重要となる。

・サイバーリスクマネジメントは、DX 時代のリスクマネジメントの重要テーマである。突然業績が大きく落ち込むようなインシデントは何としても避けたい。守って当たり前という環境にあって、問題が発生した時、それを隠すようでは、会社の信用は一気に失墜してしまう。

・サイバーセキュリティについては、そのガバナンスを問うと同時に、ビジネスチャンスとして事業に結び付けている会社に大いに注目したい。

人数に依存しない経営～もっと稼ぐ高付加価値化を

・人数に依存しない経営、そんなのがあり得るのか。人口減少社会にあって、今こそ人材、人的資本が大事であると叫ばれている。その中で、人数に依存しないとはどういう意味か。

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

・ヒトこそが知を生み出し、価値を創出する。それは人類始まって以来そうである。世は人手不足である。人数が足らない。いかに人数を確保するかという点で、血眼になっている。外国人労働者でもよいという気運である。

・一方、人手の数ではなく、1 人当たりの価値を高めることこそ成長の源泉であるという見方も有力である。価値は何らかの価額で測るから、1 人当たり GDP、1 人当たり付加価値額などが分かり易い。

・知財こそ本質であるというなら、ヒトが生み出した知的資本にフォーカスしてもよい。しかし、1 人では何もできない。人が集まって組織を作り、その組織が新しい価値を生み出す。その方がより豊かになれるであろう。これまでの歴史はそのように発展してきた。

・日本をみると、かつては 4%を超えていた潜在成長力が今や 1%を切っている。人口は、1.2 億人から 8000 万人に向かって減少が始まっている。少子高齢化による人口減少は、需要も減るが、それを支える供給がもっと減るかもしれない。そうすると、デフレではなくインフレが恒常化するという見方も有力である。

・長寿化が進むので、何としても健康寿命を延ばして、1 人 1 人は亡くなるまで働く必要があろう。健康で動ければ、長く働くことができ、身のまわりのことや地域社会でのボランタリー活動へも貢献できよう。

・では、誰が稼いでくれるのか。人口が若く、増える時代はみんなで稼いだ。これからは稼ぎ手が減ってくる。このままでは国は貧乏になって、老後の不安はますます高まろう。

・ここ 30 年の企業経営をみると、「コストカット型」であった。売上高が伸びない中で、一生懸命コストカットに努力した。デフレ下になって賃金・物価は上がらず、縮小均衡を余儀なくされたというのが実感であろう。

・日本は何を怠ったのか。この 30 年、大手企業は海外に進出した。輸出ではなく、現地生産、現地企業の M&A に力を入れた。輸出の時は、日本で設備投資を行ったが、海外進出で国内投資が疎かになった。

・需要が伸びる時には、設備投資をしやすい。人の採用も増やすことができる。しかし、需要拡大への期待がしぼむ中で、投資は十分にできない。人材の育成も怠り、パート・アルバイトで凌げばよいという傾向を強めた。

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。

・人件費を抑制したことはコスト面ではプラスであるが、働く人の所得という観点では所得は上がらず、従来よりもつつましい生活が強いられるようになった。

・気が付いたら、日本は世界の先進国に比べて、相対的に貧しくなっていた。歴史と伝統を守りながら、安全で慎ましく暮らしていたら、世界の富裕層からは、日本は何でも安く、大いに楽しめる、とみられるようになった。コロナ明けのインバウンドは凄まじい。

・インバウンド需要はありがたい。しかし、よくみると、日本の観光資源、施設を不当に安売りしているともいえる。安くていいものを売って何が悪いと、かつての日本製小型車ブームの時に主張し、米国からそれが悪いとしっぺ返しをくった。

・今回はその逆の現象がおきている。インバウンド需要に対応するにも、至る所で人手不足が生じている。そして、働き手として外国人が入ってきている。

・もっと高付加価値化を進める必要がある。個人としても、組織としても、1 人当たりの付加価値を高めるように行動していく。具体的には、知を生み出せる人を大切にして、この人たちに大いに働いてもらう。

・これまでの知とデータを駆使して、AI に働いてもらう。さまざまな領域で AI はヒトよりも賢くスピーディに働くので、ヒトをアシストすることで生産性を大幅に高めていくことができる。

・人手の領域でも、自動化、ロボット化が一段と進もう。工場ロボットはもちろんサービスロボットがあらゆるところに入り込んでこよう。これは、人の仕事を奪うのではない。人手不足をカバーして、ヒトを楽にしてくれるのであろう。

・AI は一大産業に発展しよう。半導体もデータセンターも電力も巨大な量を必要とする。そのための大型設備投資が必要である。これを国内で投資していく。その投資はすでに始まっている。次の 10 年で 100 兆円単位の投資が期待できよう。

・これを各企業はどのように推進していくか。グローバルには地政学的リスクが高まっている。それも踏まえて、果敢に次なる投資に挑戦して、高付加価値化を進める必要がある。

・コーポレートガバナンスコード（CGC）が出来て 10 年、日本取締役協会のシンポジウム

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

で、3 人の識者が印象深いコメントをしていた。

・東証の青常務は、1）根源的な付加価値を創出せよ、2）ステークホールダーや社外取締役はもっと経営者をやる気にさせよ、と鼓舞した。

・経産省の中西産業組織課長は、1）攻めのガバナンスは「稼ぐ力」の強化である。2）日本は設備投資、無形資産投資が伸びてこなかったが、ここがこれからの成長の基軸であると語った。

・富山会長（日本取締役協会）は、1）機関投資家のレベルもまだまだで、ステークホールダー全員のレベルアップが不可欠であり、1 人ひとり№.1 を目指し、2）投資の源泉を突き詰めて、将来 C/F を求めて大いに生産性を高めるべし、と叱咤激励した。変革とは、社内調整ではなく、厳しい経営の実践であると強調する。

・人数に頼らない、ヒトを大事にした生産性向上に、成長の道はある。これを実践する企業の次の 30 年に期待したい。

アナリストの業績予想～フェアバリューの予測可能性をいかに高めるか

・企業の株価は何で決まるのか。相場であるから、買いたい投資家と売りたい投資家の取引価格で決まる。何で売りたいのか、何で買いたいのか。価格は需給で決まる。買いたい人が多ければ、売りたい人と均衡するまで上がり、下がる時もその逆がおきる。

・株価はあらゆる情報を織り込むが、とりわけ、その会社の業績を反映する。業績については、企業を経営している会社側が一番知っているはずである。いかに収益を上げるか。1 年間、3 年間、5 年間の計画を立てて会社経営に臨んでいる。

・では計画通りにいくかというと、そうはいかない。経営環境は刻一刻と変化するので、それに対して打つ手も変わってくる。業績は日々変化している。それでも、四半期毎の開示で、会社の状況は知ることができる。それでも、先行きは常に不透明かもしれない。

・「業績予想の実証分析～企業行動とアナリストを中心に」（奈良沙織・野間幹晴著）という学術書が 2024 年 3 月に出版された。アナリスト経験が豊富な奈良氏（明大教授）と企業会計を専門とする野間教授（一橋大学）の共著である。学術的な実証分析として素晴らしい。その骨子を参考としながら、投資家として、業績予想をどのように活用するかを考えてみた

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。

い。

・日本では、東証の要請で、上場企業は今期の業績を会社予想という形で公表する。ほとんどの会社が公表するので、投資家としては目先の会社の方向性を知るには参考になる。

・会社予想はどのような意味を持つのか。経営者としては業績に責任があるので、確実に達成したいと考えよう。そうすると、慎重な予想を立てる傾向がある。かといって、最悪な状況を想定して悪い数字を出すわけにもいかない。上にも下にも慎重な予想となろう。

・経済環境が大きく変動しない状況にあれば、自社の売上やコストは計画しやすい。競合企業の動きもあるが、業績計画を達成する確度は上がってこよう。ところが所与とした条件に狂いが出ると業績は大きく変動する。上に出る場合はまだしも、下に落ち込む場合は厳しいものとなろう。

・アナリストは会社を分析して、業績予想を立て、株価を分析してその会社の目標株価を予想する。それを投資家（主に機関投資家）に情報提供して、その情報の対価を証券会社はビジネスとする。これが情報を売る立場なので、セルサイドアナリストという。

・運用会社にもアナリストがいる。ファンドマネージャーと一緒になって、企業を分析し、ポートフォリオの構築に貢献する。セルサイドの情報を利用して、情報を買う立場なので、バイサイドアナリストという。バイサイドは自分でも業績予想を行うが、それは自らの運用会社の中だけで利用するので外部には出てこない。

・セルサイドの業績は、多くの運用会社に提供される。それぞれの予想は独自に分析したものなので、同じ会社に対する業績予想が、会社の計画に対して、バラついてくる。この予想がその会社の株価形成に意味を持ってくる。

・奈良教授と野間教授の著書のエッセンスをみると、次の 3 つの点が興味深い。第 1 は、会社予想とアナリスト予想が効率的に反応して、株価形成に役立っている。ディスクローズのよい会社は期初予想が保守的でも、期中に小幅ながら修正を加えてくる。

・これに対して、その会社をカバーしているアナリストは、会社情報の修正に反応して、自らの予想も変更してくる。単に追随するだけでなく、そこに独自性を出そうとするので、アナリストの予想にバラツキが出てくる。そのバラツキが意味を持つので、アナリストのカバレッジが多い企業ほど、企業の価値関連（株価パフォーマンスなどへの影響）が高いという。

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。

・第 2 は、企業がカバーするアナリストの数によって、業績予想の意味付けが変わってくる。カバレッジの多い会社はアナリストの業績予想が株価パフォーマンスに影響を与えるが、アナリストのカバレッジが少なく、あるいは、カバレッジがそもそもないと、会社側の業績予想だけが頼りとなってくる。

・会社が発信する情報としての意義は大きいが、企業の成熟度が低い会社だと、予想が楽観的になりやすく、業績予想の精度が低いものとなる。カバレッジの多い企業は会社の経営者もアナリストの予想をみており、その期待に応えようとする傾向がある。一方で、そうでない会社は業績の変動が大きくなり、価値関連性も低下する。

・第 3 は、何らかの理由で、会社予想を非開示にすると、そういう会社の利益成長率は低く、損失計上の可能性は高い。アナリストカバレッジも減ってしまい、ネガティブな影響が大きい。

・この他にも、統合報告レポートが発行され、社外取締役が多いほどディスクロージャーはよいとみられるが、それが会社サイドの業績予想の改善には必ずしも結び付いていない。

・のれんの償却などは、業績に大きく影響するが、会社の業績予想には織り込まれないことが多いので、のれんに関する会社業績の精度は限定的である。また、無形資産の多い企業はアナリストのカバレッジが多くても、大企業ほど予想の精度が落ちるという。

・小企業は、アナリストカバレッジが少ないか、そもそもアナリストがついていないので、経営者予想が価値関連性を高めてくる。つまり、経営者予想だけが頼りとなる。また、アナリストがついていたとしても、業績修正のテンポが遅いと、アナリスト予想は価値に反映されにくい。

・アナリストカバレッジについて、日本の上場企業では 4 割にとどまり、米国の NYSE の 8 割、NASDAQ の 6 割、欧州の 5 割に比べて低い。3 社（3 人）以上のセルサイドアナリストがついている企業となると、全体の 2 割にとどまる。アナリストの業績予想が 3 つあれば、正反合で比較に意味がでてくる。

・奈良教授と野間教授は、経営者予想の重要性とアナリスト予想の意味付けから 3 つの提言を行っている。第 1 は投資家が業績予想を行いやすくなるような有意義なディスクロージャーに力を入れよという。つまり、アナリスト予想の精度向上に資する IR の実践である。

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。

IR 部門は、株価形成の資本コストを下げる役割を担っていると強調する。

・第 2 は、アナリストの拡充である。セルサイドのアナリストの育成は金融機関にとって R&D 投資であり、人材の育成が望まれる。アクティブ運用では、リターンの源泉となるわけで、重要な位置づけであり、アナリストは金融インフラの一部である。

・第 3 は、当局は開示の制度について、その意義とともに成果を検討して、より役立つ制度作りにさらに力を入れていく必要があるという。

・この 3 つの提言はまさにそのとおりで、本著書の学術的意義は極めて大きい。長年アナリスト活動をしてきたが、アナリストの役割がフェアな企業価値創造に役立つならば、その陣容を拡大することは大いに望まれよう。その方策はあるので、金融界、産業界あげて取り組んでいただきたい。

・投資家としては、2 つの視点を重視したい。1 つは、多数アナリストがカバーしている企業の方がフェアバリューの可能性が高いということなので、将来についても安心して投資できるし、一定のリターンが追求できよう。

・もう 1 つは、アナリストのカバーが十分でない企業は、その価値がフェアに評価されていない可能性が高い。リスクは高まるが、リターンのチャンスも高いといえよう。経営者の経営力について投資家説明会などで確認しながら投資妙味を追求したい。

SBI グループにおける金融事業の広がり～リーディングパワーによる変革

・SBI HD(ホールディングス)のインフォメーション・ミーティングはいつもおもしろい。北尾社長の 2 時間のプレゼンテーションは迫力がある。今年 5 月に開催された東京会場（1300 名参加）は都合がつかなかったので、6 月の名古屋（約 800 名参加）に出かけてみた。

・印象深い点を取り上げてみる。2025 年 3 月期の業績は好調であった。ROE は 12.8%となり、これは野村 HD の 10.0%、大和証券 G 本社の 9.8%を上回った。

・セグメントは、①金融サービス事業、（税前利益 2253 億円）、②資産運用事業（同 54 億円）、③PE 投資事業（同 671 億円）、④暗号資産事業（同 212 億円）、⑤次世代事業（同-99 億円）の 5 つである。暗号資産事業もしっかり稼いでいる。株主優待で、暗号資産 XRP が付与されるコースもある。今回申し込んでみた。

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。

・次世代の金融業を創造すべく、既存の生態系（エコシステム）と融合するようなデジタルスペース生態系の構築に力を入れている。BC（ブロックチェーン）などのデジタル技術が進化している。今年８月に暗号資産 CFO(Contract For Difference：差金決済取引)を開始した。暗号資産 ETF や暗号資産組み入れファンドの立ち上げも検討している。

・創業 30 周年の 2029 年 3 月期には、1）グループ顧客基盤 1 億件（2025 年 3 月期 5442 万件)、2）税前利益 5000 億円（同 2823 億円)、3）海外事業利益比率 30%（同 17%)、4）ROE 15%（同 12.8%）を目指す。金融を核に、金融を超える各事業の生態系の融合を図っていく。

・①証券事業では口座数 3000 万件（現在 1400 万件)、②銀行事業では SBI 新生銀行が公的資金返済を済ませて再上場を実現する、③資産運用事業では AUM(運用資産残高)20 兆円を超え、④デジタル金融でさらなる拡大を進める。

・証券事業では、個別株オプション、暗号資産 CFD の新サービス、ST（セキュリティ・トークン）はよるトークン化資産（社債、不動産、PE 等)、ビットコイン先物の上場（堂島取引所)、安心・安全な取引（FIDO 認証:生体認証の活用）の整備を推進している。

・銀行事業では、SBI 新生銀行の約 2300 億円の公的資金を返済し、再上場後、同行をコアとする「第 4 のメガバンク構想」を強力に推進する。SBI グループは既に全国 100 社超の地域金融機関と提携している。

・地方創生に向けた地域プラットフォーム事業、地域金融機関のクラウドベース勘定システム共有などを図っていく。また、地域の事業継承問題の解決に資する事業継承ファンド(1 号:2019 年 109 億円、2 号:2022 年 312 億円、3 号:今年中に 500 億円目処)を拡大していく。

・海外事業では、銀行（韓国、ロシア、カンボジア、ベトナム)、証券（タイ、カンボジア、インドネシア、ベトナム)、ノンバンク（ニュージーランド、オーストラリア)、保険（カンボジア）などで、領域を広げている。さらに、サウジアラビアへの展開も強化している。

・資産運用事業では、オルタナティブ商品の提供を一段と拡大する。KKR のオルタナ資産、Man グループのオルタナ戦略ファンド、フランクリンテンプルトンのデジタル資産などと連携している。これらを含めて、2025 年 3 月期の AUM 10.5 兆円を 2027 年度中に 20 兆円を突破させようとしている。

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。

・国内の暗号資産領域では、税制を含む制度改正の動きが活発である。キャピタルゲイン課税が分離課税（20%）となれば、取引は一段と拡大しよう。SBI HD は米国の Circle 社と JV を設立し、国内における USDC の普及を推進している。USDC は米ドル連動のステーブルコイン（1 対 1 の対応で米ドルに連動する仮想通貨）で、米国政府もその活用を推進しようとしている。

・PE 投資では、先端テクノロジー分野のベンチャー企業への投資を継続する。SBI デジタルスペースファンドでは、最大 1000 億円規模を目指し、AI、ビックデータ、半導体、フィンテック、ロボティクス、ヘルスケア、デジタルスペースへの投資を開始している。Preferred Networks に投資しており、今後の IPO が有望である。

・SBI グループは NTT グループと資本業務提携を結んだ。住信 SBI ネット銀行の全持分 34.19%を NTT ドコモに売却した。一方で、NTT が SBI HD に 8.19%出資して、互いの連携を図っていく。Web3 領域で、NTT グループとの連携を強めていく。通信と放送の領域での展開も広がってこよう。

・米国では、メディア・IT・金融の融合が進んでいる。情報流通のハブとして、互いの親和性は高い。デジタル金融と AI の結びつきも強まろう。

・実際、米国のオルタナティブ運用会社であるブラックストーンは、出資先のキャンドルメディアを通して、グローバルに IP コンテンツを持つ企業を次々と買収している。

・銀行の JP モルガンチェースは、自ら立ち上げたチェースメディアソリューションで 8000 万人を超える顧客基盤と取引データを活用して、より的確にターゲット顧客にリーチできる広告プラットフォームを作り上げている。

・SBI グループもメディアの領域に本格参入する。金融サービス、金融データの活用、情報のデジタル化、5400 万件の顧客基盤、地域とのネットワークという点でデジタルスペースの生態系を活かすことができると判断した。SBI ネオメディア HD を設立し、1000 億円規模のコンテンツファンドの新設を予定している。

・北尾社長は、本音でビジョンとメガトレンド、自社の戦略を語ってくれる。これからの金融がどのような方向に進むのか、一目瞭然で分かってくる。まさに自らの事業拡大に向けて、仕上げの局面に入っている。今後 5 年の成果は大きなものとなろう。大いに期待したい。

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

パーシャルスピンオフの活用～収益性と成長性の両立

・多くの企業で、事業ポートフォリオの見直しが求められている。儲からない事業はやめて、もっと儲かる事業にシフトする。事業の組み合わせを変えて、全体の収益性と効率を高めようという戦略である。

・事業を外部から買って強化すると同時に、自社の事業を外部に売却することもある。買い手がつかなければ、その事業を縮小して、撤退することもありうる。

・カーブアウトは、会社の事業を切り出して独立させることをいう。会社分割や事業譲渡のスキームを活用する。ソニーの PC 事業は、2014 年に事業ごと切り出され、VAIO として独立した。

・スピンアウトは、カーブアウトの一種で、事業を切り出して独立させる際に、資本関係を持たずに完全に独立させる。一方、スピンオフでは、独立させる際に独立後も資本関係を維持する分離形態をいう。

・我が国初のスピンオフは、コシダカホールディングスが子会社のカーブスホールディングスを分離独立して 2020 年 3 月の上場させたケースである。

・カラオケのコシダカとフィットネスのカーブスに直接的なシナジーはほとんどなかった。カーブスの経営の自立を図って、成長力を高めるには親子上場ではなく、100%独立して上場する方が望ましいとコシダカホールディングスの創業者は考えた。

・100%の分離独立なので、コシダカ HD の株主は、1 株につき、カーブスの株式を 1 株受け取った。分割前の 1 株の価値は、分離後も変わらず、配当課税もなかった。

・カーブス HD は、上場によって経営陣、社員のモチベーションが上がり。ヘルスケア企業として、産学官、自治体。医療機関との連携が進めやすくなった。コロナ禍を経て、コシダカ HD、カーブス HD の成長機会は高まっており、スピンオフ前の株主にとっても成果が享受できている。

・2017 年度のスピンオフ税制は 100%分割が前提であったが、2023 年度のパーシャルスピンオフ税制では、80%までに分割が認めたれるようになった。つまり、親会社は事業子会社

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。

を分離独立させる場合、20%未満なら子会社の株式が持てるようになった。

・このパーシャルスピンオフ税制を用いて、ソニーグループは子会社のソニーフィナンシャルグループを分離独立させ、今年 10 月に上場させた。株主はソニー株 1 株に対して、ソニーフィナンシャルグループの株を約 0.8 株受け取った。分離独立前の対価をベースに算定されるので、1 株当たりの価値は分離前と後で変わらない。

・なぜパーシャルスピンオフ（部分分割）の方がよいのか。100%独立してしまえば、例えばソニーというブランドが使えないかもしれない。ソニーG はエンタメ 3 事業とイメージセンサー事業に集中して、バランスシートの最適化が図れる。

・ソニーFG は、ソニーブランドを継続的に使用でき、成長戦略の実行に当たって、資金調達や投資の意思決定が独立して迅速に遂行できる。

・ソニーG は約 20%の株式を所有することで、ソニーブランドやソニーのテクノロジーを提供しつづけることができ、それに見合うリターンも得ることができる。ソニーの DX を利用できるメリットはソニーFG にとって大きい。

・ソニーFG は、1979 年の創業以来、創業者の思いをベースに、ソニー生命、ソニー損保、ソニー銀行、ソニー・ライフケア、ソニーフィナンシャルベンチャーズへと領域を広げてきた。上場後は。2030 年に向けて、M&A を含めて成長投資を加速していく。その自由度が大きく高まろう。

・「感動できる人生を、いっしょに」をスローガンに、健康寿命、資産寿命に加えて、感動寿命に関わるサービスを提供していく。大株主としてソニーG が 20%有しているというのは、一般株主からみても心強い。既存株主にとっては、両社の成長力が高まるのであれば、株式を別々に持つ楽しみも期待できる。

・レゾナック・ホールディングスも、石油化学事業のパーシャルスピンオフを準備している。レゾナック HD の下に、半導体や電子材料などの高機能ケミカル事業を展開するレゾナックと、大分で石油化学事業を展開するクラサスケミカルを置いている。このクラサスケミカルをパーシャルスピンオフしようという計画である。

・石油化学事業は、業界再編も含めて、収益性の向上を図る抜本策が必要である。まずは、自立してサバイブしていくパーシャルスピンオフをベースに、他社との連携もありうると

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。

している。レゾナック HD の事業ポートフォリオの見直しにとっては、コアとなる戦略遂行である。

・パーシャルスピンオフのカギは、1）スピンオフする事業が分離独立することによって、より収益性と成長性が高められるようになるか、2）一部の資本を親会社が持つことによって、そこに明確なシナジーがあると認められるか、にある。

・一般株主からみれば、その会社の事業ポートフォリオが企業価値を十分生み出してくれるならば問題ないが、そうでなければ株式を分割して判断を株主にゆだねてくれるのは有難い。

・投資家は自分でポートフォリオを作ることができる。ソニーFG を買い増してもいいし、その分を売却してソニーG の株を買い増ししてもよい。事業部門の収益性を見直すよい機会となろう。

株式インセンティブの効果はいかに～伸ばす会社に貢献

・かつて上場会社の子会社で働いていた。未上場であったので、社員持株会は親会社のものであった。親会社のストックオプションが制度化された。しかし、親会社の業績は低迷したので、ストックオプションを権利行使することは一度もなかった。その後、子会社は上場して、大きく成長した。しかし、子会社の株式は持っていなかったので、そのリターンは得られなかった。

・このケースは残念であったとしかいいようがない。子会社が上場した時、個別に自分でその株式を購入していれば、リターンを得ることができたであろう。親会社の業績低迷は誰のせいであろうか。歴代の経営陣のせいなのか。従業員にも責任があったといえるのか。

・自分の働いている会社が伸びるのであれば、株式インセンティブの効果は高い。そうでないと思うならば、自社の株式ではなく、間違いなく伸びる会社の株式を買って、そのポートフォリオを自ら作っておいた方が、リターンは高まろう。

・しかし、先はなかなか読めない。自社の良さと悪さは、その会社で働いているからといって見通せるものではない。とかく粗だけが目立ってくるかもしれない。隣の芝生は青く見えるというが、いい会社を見抜くのも容易ではない。

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。

・働く報酬はどのような形がよいのか。正社員とパート・アルバイトに大きな差がある会社は、本当に持続力があるのだろうか。正社員の報酬は基本給とボーナスに分かれるが、ボーナスはどのくらいの水準と変動が望ましいであろうか。

・人手不足の中で、基本給のアップがトレンドになりつつあるが、基本給は同業他社との比較でどのように決めていくのであろうか。

・社員にとっては、働き甲斐が最も大切であろう。同時に、働きやすさも重視される。好きな仕事だけできればよいが、そうはいかない。業務というのは、好き嫌いに関わらず、きちんとこなす必要がある。

・業務を改善し、成果をあげ、自らの能力も高まっていくと感じられれば、やりがいは高まろう。成果に見合って報酬が上がっていくならばありがたい。

・ところが、成果に報酬が見合っていないと感じる従業員は多いと思う。自分が思うほど会社は評価してくれない、というのが世の常である。

・1）評価には個人差がある。評価者によるギャップをできるだけないようにしてほしい、2）評価は相対的である。自分が頑張っても、もっと頑張っている人からみれば、評価は低くなる。3）評価は中長期である。短期的には十分反映されないことも多い。

・働きやすさも、ますます重要になっている。ワークライフバランスが図られ、仕事以外の家庭での生活が適切に成り立たないと、仕事にも影響してくる。共働き、子育て、介護、病気などへの対応や、趣味、レジャー、副業、リスキリングなどへの配慮も必要になっている。

・人材は取り合いであり、定着にはやりがいを感じてもらうことである。人材の流動性は高まっている。選び、選ばれる関係をいかに作っていくか。人材戦略のリーダーシップが問われる。

・従業員エンゲージメントを高めていくことが社内で可視化され、それが社外にも見えてくるならば、良い会社としての認識が高まってこよう。

・従業員の経済的報酬はどのような構成が望ましいのか。筆者は基本給 50%、ボーナス 30%、中長期の株式報酬 20%が望ましいと思うが、いかがであろう。

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。

・会社の業績が伸びれば問題はないが、業績が落ち込んだり、低迷したりした時に、従業員はどう反応するか。報酬に一定のフレキシビリティは確保しつつ、業績が回復した時の報酬の復元も共有できることが求められる。

・PBR=ROE×PER という関係式において、ROE を高めるにはまずは売上高付加価値率を高めて、十分な労働分配率を確保した上で、利益率を高める。一方で、純資産を余分に高める必要はない。

・日本のソニーグループは、PBR 3.99 倍＝ROE 11.7%×PER 34.1 倍である。米国のアップルは、PBR 69.7 倍＝ROE 179.6%×PER 38.8 倍と、ROE が決定的に異なり、PBR にもそれが反映されている。

・人的資本投資が企業価値の向上に寄与するのであれば、その成果が享受できるように、従業員向け株式インセンティブ制度も充実すべきであり、その方向に一段と拍車がかかってこよう。

・従業員持株会への参加促進とともに、自社株報酬の拡大も有力な方策である。これによって、中長期での企業価値向上への取り組みを強化し、優秀な人材のリテンション（保持）に役立つ。

・譲渡制限付株式報酬制度（RS：Restricted Stock）の導入企業が増えている。株主と同じ目線で企業価値向上へのインセンティブを付与することができる。

・スタートアップ企業のインセンティブとしても大きく機能しよう。経営幹部だけでなく、一定レベル以上の従業員全員に参加を促す効果は大きい。全社員が一体となろう。

・制度的には今後の改善余地も大きいが、会社が成長を続けることに貢献しつつ、そのリターンが自らにも大きく返ってくることはこの上なくうれしい。中長期の株主は、従業員とともに成果を享受することができる。こういう会社に継続的に投資したいものである。

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。