

## ベル投資環境レポート

# コロナパンデミックで企業の意思決定システムはいかに変わるか ～投資家から見た新たな企業価値向上策～

2020年6月27日

鈴木行生

### 目次

1. 新型コロナショックへの対応力はいかに	2. 企業価値向上の実現に足りないもの
➢ 新しい働き方～非接触型ワークライフバランス	➢ 日本のガバナンスの課題～英米型からみると
➢ 新しいIRの活用～六感に響くか	➢ どのタイプの会社か～経営力を問う
➢ 新しい株主総会～リアルのよさをどこに	➢ 統合報告書の作り手と読み手～必読には
➢ 感染症パンデミックとESG投資～感染症予防システムで需要創造へ	➢ 資産運用の高度化に向けて～フィンテック先進国になれるか
➢ DX推進のネックはどこに～Reスキル化に挑戦	➢ 金融における付加価値～パフォーマンスに対するコストはいかに
➢ コロナショックで加速するDX～5Gで飛躍	➢ 両利きの投資～鍵はネタ探し調査
	➢ 企業価値向上経営～コマツのケース

## 1. 新型コロナショックへの対応力はいかに

### 新しい働き方～非接触型ワークライフバランス

・新型コロナウイルスのパンデミック(世界的流行)で、生活は様変わりしている。密閉、密集、密接を避けて巣ごもりを強いられた。収入が入らない、ストレスがたまる、仕事が進まない、家族間がギクシャクするなど、大きな弊害が出ている。

・もうしばらくの辛抱とは、いつまでなのか。このまま解除されて行くか。ワクチンや治療薬ができれば元の生活に戻れるのか。企業もそうであるが、個人の生活も変化への対応が求められている。

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。

・ヒトは保守的で、今までの行動を変えることを無意識に嫌がる。今まで通りの方が心地良い。しかし、命にかかわるような事態が、予想もしない状況で発生した。

・天災と人災という言葉がある。大震災や大型台風はいまだ天災としかいいようがない。今のところ人間がコントロールすることはできない。しかし、自然災害にどう備えるか。企業においてBCP（事業継続プラン）を用意することは、この10年来日本でも進んできた。

・しかし、その本気度にはかなり差がある。事業が継続できるように、データを別に保存し、オフィスを他所に用意しても、それが本当に機能するのか。グローバルサプライチェーンでつながっていると、自社の準備だけでは危機を克服できない。

・普段から準備して訓練しておくことが最も重要であるが、これには手間暇がかかる。それを余計なコストと考えるようでは、いざという時役に立たない。

・原発事故の時、整然と活動した東京消防庁、コロナウイルスに感染した客船に毅然と取り組んだ自衛隊病院など、その働きには目を見張るが、身の回りはどうであろうか。国や地方の政府に文句ばかり言っても状況は改善しない。

・働かなくては食っていけない。地方から都会に出てきた学生は、アルバイトを前提に生活を組み立てている。これができなくなれば、都会に出てくるのが難しくなる。地方にいても、同じように勉学できる仕組みが一段と強化されよう。

・バイトやパートを活用して本業を営んでいる企業は、需要がなくなったら非正規雇用を切ればよいと考えていたかもしれないが、それをやっているといい人は集まらない。

・そもそも、いい人はすでに職に就いている。一見割安に使えるような非正規雇用にはそれぞれの事情があり、その人たちの能力は実は時給1000円ではない。人が余っている時はよかったが、人手不足の時代にパート、アルバイトに頼る本業はもはや成り立たない。新しい仕組みを作る必要がある。

・オフィスで働く人は何をしているのか。今時、パソコンに向かって仕事をしている人は家でもできるかもしれない。その場合、家での仕事環境を整える必要がある。区切られたスペースがあるならばよいが、生活感丸出しでは集中力が出ない。

---

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。

・家庭で仕事をするのが当たり前という間取りが常識となってくる。当然家賃は上がる。それに見合う報酬を出せない企業はいい人がとれなくなってくる。人事評価の仕組みを変えていく動きも始まろうとしている。

・皆が同じ時間に会社に行く必要があるのだろうか、チームの作り方が変わってくる。昔ながらの上司はいらなくなる。サラリーパーソンの過去の経験が役に立たなくなってくる。誰もが新しい働き方を創って、慣れていくことが求められる。

・会議をリモートでやる。Web やテレコンでいつでもできるようになっている。では、会社の会議室、顧客の会議室に集まった時と同じようにできるか。

・国内でも海外でも、すでに遠隔地との会議が常識になっている会社は多い。いつものメンバーで、ツーカーで通じるような内容について、情報を共有して、進捗を確認するだけなら問題ない。

・新しい契約、新しいビジネスについて、重要な意思決定をする。その準備の会議となると、リモートではスムーズにいかない。それを家のリビングから参加するというわけにはいかない。守秘義務上、個室や書斎が必要であり、リモートオフィスを別に用意するニーズも高まろう。

・オフィスも狭い大部屋では無理が生じる。一定クラス以上には個室を用意できるだろうか。通常のワーカーにも、仕切りのある大きめの机を用意できるだろうか。

・30年前、現役のアナリストであった頃、日系企業のアナリストは大部屋でアシスタントも数人に一人であった。外資系証券会社のアナリストは個室で、アシスタントも一人に一人ついていた。何が違うのか。生産性が違う。働き方、働く中身、働くスペースについても見直す必要がある。

・今回の在宅勤務で多くの人が気付いたが、改革をできるだろうか。コストがかかってできないという企業に人は集まらなくなる。今はコロナショックの直撃で、瀕死の状態に追い込まれているが、2年後に一息ついたとしても、その後の社会においては、サステナビリティがもう一度問われよう。

・人と人が関わる社会であるから、大事な場面では face to face がものをいう。しかし、通常の生活や働く場面においては非接触ですむことも多い。インフォーマルな情報交換は

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。

どうしたらよいのか。新しいチャットの仕組みはこれからも大いに広がってこよう。

・非接触といっても、よく知らない人の情報は鵜呑みにしないことである。世の中にはますますいい加減な情報やデータがあふれてくる。確かめるには、発信者の人となりをよく知ることである。

・コロナショックは全治3年、でも前の生活は戻ってこないと考えて、新しい生活、新しい働き方を自ら実践したいものである。同時に、それをリードする企業に投資したい。

### 新しい IR の活用～六感に響くか

・新型コロナウイルスの影響で、Web や電話による決算説明会が活況である。細かくみると、様々なタイプがある。Q&A ができるタイプ、動画を撮って説明会の時に流すタイプ、電話によるテレコンのみで映像はないタイプ、事前登録しないと参加できないタイプ、ホームページで誰でも見れるタイプなど、何が違うのだろうか。

・本気で説明会に臨む場合は、事前に決算資料にすべて目を通し、質問したい事項はチェックしておく。当然 20~30 項目は出てくる。これを一人で聞いていくと 1 時間はかかる。この他に、もっと大事なビジョンや戦略などのテーマについて議論したいので、ゆっくりやればもう 1 時間はほしい。

・つまり、動画を見る説明会に参加して 1 時間、個別の Q&A で 1 時間、社長へのトップインタビューで 1 時間というのが、アナリストとしての筆者の時間配分である。これを四半期ごとにやりたい。現実はどうだろうか。そううまくはいかない。

・今までのやり方は、社長が行う説明会に参加して、いくつか大局的な質問をして、後は個別インタビューを CFO や IR の責任者に行う。中小型企业の場合、もう 1 度社長に会える機会も多い。

・新型コロナの影響で、昨今は直接会う機会が少なくなった。動画で社長のプレゼンをみて、Web や電話で個別インタビューを社長や CFO、IR 責任者に行うようになった。テレコンでもだいたい 1 時間ほどやりとりしているので、通常の面談の時と変わらない。

・すでにフォローしている企業は、レポートも書いているので、会社のことはよくわかっている。その上で、社長のビデオを見て、直接担当者にインタビューを行えば、会社が考えて

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。

いること、投資家に伝えたいことは概ね分かる。それで十分だろうか。

・実はもっと知りたい。別に秘密を知りたいわけではない。フェアディスクロージャーを越えたいわけでもない。どんな表現にも、そこに込めた思いや意味合いがある。短信ならば行間を知りたい。説明会資料ならば、社長がそれをどう使うかを知りたい。単に読み上げるだけでなく、必ず自分の言葉で何らかの解釈を加える。その解釈の意味合いを知りたい。

・IRの担当者には、財務データに含まれている企業の実態について、その内容を聞きたい。さらに、財務は結果なので、誰がどういう意思決定をして、今のような状況になっているのかを知りたい。

・社長の話を、生で見聞きする場合と映像で見聞きする場合とでは、目線、表情（顔色）、音声（声色）、動き（しぐさ）などに受け止め方の違いが出る。こちらの集中力にもよるので、生ライブの方がよくつかめる。

・今どこに最も関心があるのか。不透明ながら先行きに自信を持っているのか。不安な点はどこにあるのか。それにはどのような手を打っているのか。それで十分なのか、まだ足りないのか。意気軒昂なのか、呻吟しているのか。いろんなことが分かる。

・ビデオだけでも分かることは多い。全体のストーリー建て、次期計画のシミュレーション、ファクト情報の整理などは十分伝わる。今のところは、社長のビデオを見た上で、IR担当者に社長の表現から受けた印象を各々の具体的なテーマにおろして議論していく。

・抽象的な話では議論にならないので、自分なりに咀嚼して、丁寧に聞いてみる。その反応がまた面白い。よく分かってくれる人、あまりのってこない人などさまざまであるが、いかに話しやすくするか。その質問の仕方がカギである。

・3月決算では、生の説明会を止めて動画にした企業がほとんどである。次の9月中間決算はどうなるだろうか。コロナショックが落ち着いて、従来型に戻ってくるだろうか。

・それとも、投資家のニーズを聞いて、Webの方が便利ということでネット開催が増えるだろうか。たぶん後者が圧倒的に増えてこよう。この時、企業サイドは、Web開催のプレゼン効果をもっと工夫する必要があるだろう。

・大事な点は、説明用資料を大きく映すことではない。説明資料は事前でも事後でもみる  
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。

とができる。手元に用意していることも多い。それよりも、社長のプレゼンする姿、表情、声をはっきりと知りたいのである。

・映像や音声のレベルを上げて、きれいにしてほしい。そこには演出が必要である。TV に出る時を考えればよい。当然シナリオがあり、本番の練習が必要である。準備不足は見苦しいことになりかねない。伝えたいことも、上手く伝わらない。

・社長だけでなく、CFO、CTO など経営陣が何人か登壇することも効果的である。同じ時間でも、人が増えると情報量が増大するからである。

・映像のレベルを上げるというのは、社長に演技してほしいと言っているのではない。プレゼンの良し悪しは準備に依存する。中身はもちろんであるが、それをどう伝えるか。レポートでいえば、統合報告書のコンテンツと考えればわかりやすい。いかに自分の言葉で直接語りかけるか。ここがカギである。

・Web プレゼンのレベルが上がってくれば、Web プレゼン優良企業として表彰されることにもなろう。Web なら、何人でも参加できる。多くのファンドマネジャーが聞きに来よう。直接対話の機会として有効である。

・Q&A の時間も多くとってほしい。ファンドマネジャーはラージミーティングの場ではあまり質問しない。セルサイドアナリストが中心かもしれないが、機関投資家も一段と議論に参加してほしい。

・投資家、アナリストは、Web 説明会でも第六感を働かせて、話を見聞している。六感とは、ものごとの動きを鋭くつかむ心の働きである。五感に加えて、第六感に訴えることができれば最高である。そのようなネットの活用が、新しい IR のあり方となってほしい。

## 新しい株主総会～リアルのよさをどこに

・嵐のコンサートはなぜこんなに人気があるのだろうか。ファンクラブの会員は 300 万人近い。年会費が 4000 円であるから、これで 120 億円の収入となる。1 回約 5 万人のツアーを年 15 回は催す。グッズの購入も入れると 1 人 1 万円を超えるので、これで 75 億円。コンサートの後の DVD を 100 万枚売ると 100 億円。なんともすごいビジネスである。

・このようなコンサートが現在中止されている。コロナショックが収まった後に、こうした本レポートは、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。

イベントは復活するであろうか。嵐は今年末で活動を休止するというが、来年まで延びないのだろうか。

・わが家族は嵐のファンであるが、筆者はクラシックコンサートが好きである。なぜ生（ライブ）がいいのか。CD や DVD もよいが、生にはかなわない。同じ演奏でも、その 1 回だけの本物である。一体となった臨場感の中で感動が生まれ、伝わってくる。観客も参加者であり、一緒に舞台を作り上げている。

・さて、株主総会はどうであろう。2 月決算の会社は 5 月に開かれた。3 月決算の会社は 6 月に株主総会が催される。従来は株主にできるだけ来てほしいと考え、総会の後に株主説明会を行うという企業も多かった。

・今年は全く異なる。コロナショックの影響で、監査が遅れている。大幅な減損で業績が急落している。先行きの見通しも立てられない。そんな企業も多い。

・ましてや、新型コロナウイルスに株主が感染したらたまらない。ということで、総会にはできるだけ来てほしくない。しかし、議決権行使だけはきちんとやってほしいという姿勢である。

・新しい株主総会はどうなるのか。株主の立場に立って、筆者の希望を意見として述べてみたい。まず、株主になっているのであるから、このまま持ち続けるか、持株を増やすか、株主をやめるかの判断を、総会で決めたいと思う。

・そのためには、議決権行使に向け、総会前に十分な説明がほしい。3 月決算会社なら、6 月の総会までに時間はあるので、決算発表の後の決算説明会とは別に、株主説明会を総会前に開いてほしい。当然、Web でよい。株主だけに語る株主説明会である。

・単なる会社の説明、決算の説明ではない。会社の将来ビジョン、次に作り上げたいビジネスモデル、そのための経営資源の創出や投入、目指すべき企業に向けての戦略と KPI などを統合的に語ってほしい。

・それをベースに議決権の行使を行う。議決権はネット中心が望ましい。できるならネットで総会に参加して、議案に対して Q&A を行い、その場で議決に参加できる方式がよい。

・ネットでの議決権行使を誘導するために、それを行ってくれた株主に、何かインセンティブ

---

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。

づをつけてもよい。賛成票を要求するのではなく、反対票でもかまわない。株主優待のプラスアルファと考えればよい。

・今年の株主総会では、総会に参加しても、できるだけ早く終える進行となろう。もともとお土産のない会社が多いが、株主説明会もない、経営陣との懇談や送迎の挨拶もない。一言でいえば、コロナ予防優先の愛想のない総会となろう。

・緊急事態なので止む無しである。しかし、本来の株主総会からは程遠い。従来の株主総会は、総会当日前に、主要株主からの賛同を得て、議案の可否は分かっていることが大半である。機関投資家には、議案について十分説明し意見交換してある。その機関投資家や企業の有力株主は会場に来ない。

・会場に来るのは、大半が個人投資家である。かつては少数株主でも、総会屋、特定の組織代表、個別の利害をかかえた株主などが会場で騒いだこともあった。今やかなり限定的になっており、そのような緊迫感は少ない。

・機関投資家も個人投資家も、事前に会社の状況を把握して、議決権を行使しているなら、総会当日の行事はかなり形式的なものとなる。もともと、その要素は強かった。こうした総会に参加したいと思う人は少なくなろう。

・それを経営陣はどう思うか。総会において、経営サイドの出席者も全員出る必要はない。株主から質問が出た時に答えられるようになっていけばよい。CEO と CFO、監査担当役員が1名いれば十分である。後は、Web で参加していれば対応できる。

・こうした株主総会に行きたいであろうか。例年いくつかの株主総会に参加しているが、今年はWeb だけになりそうである。たぶん楽しくないと思う。なぜなら、リアルの臨場感が伝わってこないからである。

・まず、リアルな総会を面白くしてほしい。次にそれにネットで参加してもライブ感が楽しめるようにしてほしい。

・議決権行使は最も重要な決議であり、それは事前投票でほぼ決まってしまう。しかし、会社の実態、将来をもっとよく知りたい。経営陣や社員、顧客をもっと知りたい。ステークホルダーも含めた集いの場として盛り上げるのはいかがであろうか。

---

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。



・形式張らずに、リアルな株主総会を面白くして、それをネットでも楽しめるようにしてほしい。コロナショック後の新しい株主総会にぜひ期待したい。

### ➤ 感染症パンデミックと ESG 投資～感染症予防システムで需要創造へ

・ESG 投資が活発である。そのスタイルは、ESG アクティブ、ESG サステナブル、ESG パッシブエンゲージメント付、ESG インデックスなどいろいろである。サステナブルはより長期の社会的リターンを重視し、エンゲージメント付は企業としっかり対話していく。

・ESG の中身も、G のガバナンスから、E の環境重視へ、そして今や S の社会が注目されている。一方で、SDGs が定着しつつある。多くの上場企業は自社の事業活動を SDGs（持続可能な開発目標）と結びつけて展開しようとしている。

・この SDGs に今回の新型コロナウイルス感染症対応は入っているのだろうか。17 項目のうち 3 番目、「すべての人に健康と福祉を」という中に、HIV/AIDS、マラリア、結核といった感染症の抑制という内容が入っている。確かに、伝染病や感染症の根絶をターゲットに掲げている。

・新型コロナウイルスの治療薬や感染予防のワクチンはまだない。急遽開発中であるが、既存薬の適用やこれまでの研究の応用が活ければ、1～2 年内にとりあえず目途がたつかもしい。しかし、先進国から途上国まで広く行きわたるには一定の年数を要することになる。

・その間は、感染防止の生活スタイルを、各国の制度、生活習慣を含めて一気に見直していく必要があり、それが始まっている。日本では、3 月、4 月、5 月の外出自粛生活を経て、どのように行動すればよいかは、ほとんどの人々に分かってきた。

・しかし、また元の生活行動に戻ってしまって、第 2 波、第 3 波のパンデミックがくるのではないかという心配はある。一方で、どう対処すればよいかは分かったので、リスクマネジメントはかなりできるようになった。

・リモートワーク、オンライン学習など、非接触型ワークライフバランスが次第に普及して、感染症をなんとか凌いでいく新しい生活様式が定着してくるという見方も有力である。

・SDGs に新型コロナウイルス感染症への対応をもっと明示的に盛り込む必要がある。その本レポートは、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。

上で、企業の ESG をどのように考えていくか。新型コロナショックを ESG に的確に取り込んでいくには、3つの観点を重視したい。

・第1は、Eの環境に新型コロナウイルス対応を取り入れていく。感染を防ぎ、広げないように、自社で手を打つことはもちろん、社会的にも人々を守っていくためのイノベーションに取り組む。

・それを感染症対応ビジネスとして実行する。社会的価値に貢献する慈善事業でもよいが、できるならばビジネスとして成立するサステナビリティを追求してほしい。

・第2は、Sの社会にコロナ対策を組み入れる。自社の社員や家族を守るのはもちろんだが、グローバルなサプライチェーンを見直していく。生命と安全を確保し、働き方を改革していく。

・オフィス、店舗、工場、倉庫など、働く人々の動線を根本から再検討して、生産性の向上に結び付けていくようにしてほしい。DX化、自動化、スペース、空調など新しいデザイン(設計)が続々登場してこよう。

・第3は、Gのガバナンスに感染症対策の社会的価値重視をもっと取り入れて運営していく必要がある。BCP(事業の持続性確保)はもちろん、日常のマネジメントのあり方も問われよう。

・最も大事なことは、新型コロナウイルス対策を気候変動に伴う自然災害と同じように、単に予測できない不測の事態ではなく、発生した時の手の打ち方を十分検討して準備してほしい。

・その時、コストがかかる、リスクが読み切れない、わが社でやることを超えている、という議論を先行させずに、自社の価値創造の仕組み(ビジネスモデル)を長期的な視点で検討してほしい。そこに取締役会の実効性を発揮してほしい。

・投資家はどのように考えて行動していくか。投資をして儲けたいと思うのは当然である。それは経営者と同じである。但し、リターンの上げ方が問われる。ESG投資は儲かるのか。簡単な答えは、儲かることもあれば損することもある、となるが、それでは全く不十分である。

---

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。

・新型コロナショックで、苦境に陥っている企業、当面落ち込んでもいずれ立ち直ってくる企業、強みを活かしてコロナ対応を伸ばしていく企業などに分かれてこよう。需要、供給、資金の喪失を乗り切って、新たな需要の創出を実行しそうな企業に注目したい。

・ESG に感染症対応は必須である。その上で、ESG インテグレーション投資を実行したい。ESG だけで投資するわけではない。ESG も重要なファクターとしつつ、企業の経営力、成長力、リスクマネジメント力も別の視点からきちんと評価していきたい。

・ESG を含めて経営評価していくインテグレーション(統合)が望ましい。ステークホルダーにとっての社会的価値を重視しつつ、経済的価値とのバランスを図っていく。社会的価値と経済的価値は両立する場合もあるが、トレードオフの関係にある場合も多い。

・感染症予防システムを企業経営に組み込んで、これをコストではなく、リスクマネジメントを越えて、新たな価値創造に結び付けてほしい。ESG インテグレーションを通して、そういう企業に投資したい。

## DX 推進のネックはどこに～Re スキル化に挑戦

・5月に、IPA(独立行政法人 情報処理推進機構)が「デジタル・トランスフォーメーション(DX)推進に向けた企業とIT人材の実態調査」という報告書を公表した。その内容からいくつか取り上げ吟味してみたい。

・ITエンジニアが足りない、DXを推進する企業内の組織も人材も十分でない、という点はすでに分かっていた。いろいろ手は打たれているが、未だ遅れを取り戻すには至っていない。

・ITが分かるマネジメントが増えているといっても、目指す中心は業務の効率化による生産性の向上である。①既存製品・既存サービスの高付加価値化、②新製品・新サービスの創出、③現在のビジネスモデルの抜本的な変革、となるにしたがって、成果は十分出せていない。

・DX推進のトリガーはどこにあるのか。課題として、1) 強いリーダーがないので、事業創造の検討が進まない、2) PoC(概念実証)まで行っても、新規事業が具体的に立ち上がらない、ということも多い。

・報告書では、先行事例として、富士フイルム、ヤマハ、東京海上、日清食品、ブリヂストン本レポートは、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、パーソルキャリア、パルコ、日本航空、住友商事、ふくおかフィナンシャルグループなどを取り上げている。

・DX推進をどうすればよいか。何よりも、10年先のビジョンを、ビジネスモデルとしてイメージすることである。そんな先のことより、今日の課題に取り組むことを最優先する姿勢では、ますます後れを取ってしまう可能性が高い。

・次に、現場が問題意識を共有できるところまで、噛み砕いていけるリーダーを立てる。その上で、できるところからではなく、やるべきことを実行するようなフォーメーションを組む。

・マネジメントは、「組織は戦略に従う」という考えをベースに、戦略を固めてから組織を作るべきであろう。多くの場合、とりあえず何らかの組織を作って、そこに考えさせようとする。それでは思うように進まないことが多い。

・社長が本気になり、資金を投じ、人材を出し、組織に権限を与え、外部と組むことを大いに奨励してほしい。DXが大事だと分かっているにもかかわらず、下に任せきりで、十分な投資をしなければ、組織横断的な横串のDXを実行できるはずもない。

・経産省の調査によると、2030年に向けて、今のままでは先端IT人材が50万人不足、従来型の人材は10万人ほど余ってくるという。実際はもっと大きなギャップが生じよう。IoTやAIを活用できる先端IT人材はいくらでも欲しい。これまでの受託開発や保守・運用サービスに従事するITエンジニアは相当いらなくなろう。

・大事なことは、従来型IT人材を先端IT人材に転換することである。この「Reスキル化」をいかに進めるか。今やどんな分野でも、学びなおしは生涯続く。適性や能力の限界という前に、年齢に関係なく挑戦してみることである。

・重要なことは、上も下も周りも、脱年齢思考を常態化することである。年だからできそうにない、年なので任せられない、という風潮の企業は一様に活気がない。

・IoTやAIの中身をよく見ると、開発する人と使う人がいる。それが明確に分かれているわけではなく、各々の現場で使いこなしていくことが当たり前になってくる。今のPCやスマホのアプリのように、だれでも使えるレベルがどんどん上がってこよう。

---

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。

・課題は、スキルアップする側、受け入れる側の双方にありそうだ。多くの IT 人材はスキルアップに時間もお金もかけない、というアンケート結果が出ている。スキル習得に消極的である。同時に、転職についてもさほど考えていない。

・なぜか。現状をよしとして、学習の必要性を感じていないようにみえる。とりあえず今は忙しく、新しいスキルを習得しても活かす場がないという。現在のスキルで、将来も通用すると思っているのであろうか。そんなはずはない。

・IT 人材を使うサイドから見ると、1) 今の人材でもやることは多いので、とりあえず使い倒せばよい、2) 教育などして転職されたのではたまったものではない、3) New IT、DX は新しい人材でやればよいのであって、既存の人材には期待していない、ということであろうか。もしこのような企業があったとすれば、DX に後れを取ることは必至であろう。

・筆者の経験においても、自分の仕事のうち、チームのメンバーでできることはどんどんおろしていった。部下に任せて、手柄は部下、責任は自分に、というようにした。任せるには教える必要がある。これを手間とってはならない。任せると人は育つ。その分、自分の時間ができるので、新しい仕事に挑戦できよう。

・組織全体が楽になるように IT 投資を行う。そのための研修にはかなり時間を使う。生産性は上がるはずである。今の DX どうであろうか。新しいビジネスモデルが DX で生み出せるか。新規事業までもっていくことができるか。

・外部人材のパートナー化、M&A は当然として、社内の人材育成に力を入れない企業は、やはり価値創出力が落ちて、競争優位性を低下させよう。人を育てない会社に、いい人材はそもそも入ってこないであろう。

・人材を育てると何が起きるか。伸びてきた人材にチャンスを与えて、登用していく必要がある。人を育てるとやめてしまうという会社は、その会社の構造に何か問題があるのかもしれない。自社も外部から新しい人材が採れる会社に変えていく必要がある。自社に魅力がなければ、人は寄ってこない。

・一方で、外部から人材が入ると、今までそれなりに評価されていた人の評価が相対的に下がることもある。結果として、学びなおして新しいことに挑戦しないとサバイブできないという社風になっていこう。本人にとっては大変かもしれないが、それが当たり前になってほしい。

---

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。

・投資家としては、そのような人材活用企業を高く評価する。今やDXで変革する企業が脚光を浴びている。まさにデジタルを生かす経営で変身する企業(DX銘柄)に脱皮できるか。この視点で企業評価を行うと、新しい投資機会が次々に見えてくる。大いに期待したい。

### コロナショックで加速するDX~5Gで飛躍

・6月に世界デジタルサミットが開かれた。22回目であるが、すべてWeb配信で、会場での視聴者は誰もいない。主要テーマは、”新型ウイルスが促すデジタル革命~5Gビジネス、生活、社会をどう変えていくか“という点にあった。

・従来、日経主催のこのようなセミナー・シンポジウムは、応募して当たらないと会場(日経ホール)には行けなかった。日経ホールの定員は600人、世界デジタルサミットは例年6000人の応募があったという。

・今回は、Web配信で、事前に登録すれば誰でも視聴できた。1.7万人の応募があった。東京近郊からでなくても、全国どこからでも参加できた。スポンサーにとっても、視聴者が多いほどアピールできるに違いない。

・私にとって、生(ライブ)で聴かないと何が問題なのか。日経新聞に記事が載ったり、後日セミナー全体の内容が見開き1~2ページでまとめられたりする。しかし、その内容が、私が知りたいこととはかけ離れていることが多い。

・いつも感じることは、記者がまとめた記事が、その場で聴いた私の関心事や解釈とかなり違っているからである。つまり、記事を読んで、参考になることが少ない。人によって知りたい内容や重点の置き方に差があるのだから、仕方がないことである。よって、生の会場にいけるように応募するが、当たらないことも多かった。

・今後、このようなセミナーやフォーラムは、会場600人のところに200~300人ほど入れて、あとはWebでライブ配信するというやり方が一般的になろう。無料の場合も有料の場合もあろう。ライブを後日見ることができるような形式や、ライブでしか見れない方式など、主催者が選ぶこともできよう。

・今回のデジタルサミットに参加して、興味深かった点をいくつか取り上げてみたい。リモートワークを、新形コロナ対応で否応なく強いられている企業が多い。もともとそうしたシ

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。

システムを整えていた企業もあるが、多くは突然対応した。

・セキュリティが十分でないと、会社に出勤する時のようには仕事ができない。対面でツーカーとやってきたコミュニケーションがとれない。結果として、生産性が下がった企業が多いようだ。

・これに対して、研究開発をリモートで推進できる体制、生産をリモートでコントロールできる体制、営業をリモートで促進できる体制を、デジタル化で先行していた企業もある。

・今回のコロナ対応で、働き手の生産性が、①下がったか、②維持できたか、③上がったかを知るによって、その企業のDX（デジタルトランスフォーメーション）の水準を計ることができよう。次に備えて、どのような手を打っていくかも大いに知りたいところである。

・会議もWebに切り替えればよいというものではない。マネジメントが一日中Web会議ばかりやっても、ビジネスは十分進まない。1) 社内か社外か、2) Webか対面か、3) ルーチンか新規か、などの内容によって、的確に使い分けていく必要がある。

・テレワーク、リモートワークに躊躇していた日本企業のマネジメントや社員は、強制的実験に駆り出され、それを体験したともいえる。これによって、遅れていた日本のDXが加速するという期待が一気に高まった。

・カナダのブラックベリー、米国のBox、米国のZOOM(ズーム)、米国のヴィエムウェアなどは、日本の拠点の陣容をかなり増強しようとしている。

・昔ながらの働き方を、クラウドでつないでも仕方がない。自動化されたデジタルワークを前提に、ワークフローを新しくしていくことが求められる。どこでも仕事ができるように、同時にそこでしかできない仕事も外とつながるように、ワークフローはハイブリッドな形でリンクしていくことになる。

・非接触型ワークライフバランスは、世界中で急速に広がっている。ここで生産性の上がっている企業は、リモートワーク、リモートライフのデジタル環境で先行している。

・すでに仕組みができていたので、集中することで時間の有効活用ができる。オフィスに来てもらわなくても、世界の優秀な人材が採用できる。仕事(ジョブ)の成果が相互に客観的に測れるようにしており、人事評価・報酬制度もはっきりしている。

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。

・出張が減る。都会にいなくてもよい。頻繁に直接会わなくてもよい。こういう仕事は、現状では確かに限られている。しかし、よく考えてみると、これまでの仕事のやり方が習慣化してただけで、仕事の中身を見直してみると、不必要な仕事が多いことに気づく。ひょっとすると、自分の仕事の大半がいらなくなるかもしれない。

・AI、5G、VR で仕事の環境すらバーチャルにすべて設定できるようになろう。Web 飲み会が流行っているが、どこまで盛り上がるか。日本人の良さは、勤勉とチームワークにある。これはDXが進んでも必要である。DXの中でチームワークと勤勉さを発揮していけばよい。

・一人の仕事も、会議も、イベントもオンラインになっていく。リモートワークはBCP対策ではない。日常の当たり前になっていく。その上で、リアルかりモートを選べばよい。どちらが効果的か、どう組み合わせたらよりよくなるかの仕組み作りが勝負となろう。

・ツールは、いろいろ揃ってきた。それでもセキュリティは十分確保したい。システムのセキュリティと共に、場所（ワークプレイス）のセキュリティも重要である。在宅でのリモートワークが本当に安全か。家庭内での執務室、外にいる時のプライベートルームについても、十分配慮する必要がある。

・通勤時間がいらなくなる。会合のための移動時間がいらなくなる。社員のコミュニケーションには、Webによる朝会・夕会へのチェックインが有効な場合もある。Webでも、顔を見せる場合、顔を見せずに声だけの方がよい場合もある。

・発言しないと存在感がはっきりしなくなるかもしれない。発言しない人も、チャットで一言書く工夫がほしい。Web会議では、決めることがはっきりしてくるので、意思決定が早くなる。経営のスピードが上がろう。一方で、考える余裕がなくなるとすれば、それは危ない。

・制度、習慣、文化では、印鑑、紙の原本がいらなくなる。現金もさらに不必要になろう。診療・医薬品の非対面など、Web対応が進むには制度改革が不可欠であるが、本当にスピードが上がるだろうか。

・コロナショックは、DXの加速化にとって千載一遇のチャンスである。しかし、それを嫌がる経営者も多い。自分のやり方で成功してきたので、それへのこだわりがある。頭で分かっていたつもりでも、判断がついていかない。自らのリーダーシップが発揮できなくなると懸念している。そうすると、次の10年で多くの企業がレガシー（時代遅れ）になってしまうかも

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。



しれない。

・今秋から5Gのスマホがいろいろ出てくる。また、5GでIoTが加速しよう。ネットワークの仮想化が進み、エッジを支えるクラウドも重要になろう。5Gで新しいエッジが次々と登場してこよう。

・いつの時代もカギはコンテンツにある。5Gで、スピードが速くなり、遅れがなくなり、何にでも同時につながるようになると、コンテンツはストリーミングで自由に選べるようになる。そうすると、コンテンツを創るクリエイターのオリジナリティが問われ、中身の質の良さが勝負となるが、同時に、使いやすさも含めて、ユーザーエクスペリエンスを最良に持っていく必要がある。

・5Gがエンタメをどう変えるか。テレビの放送局は、今のような形で本当に必要なのだろうか。4Kやドルビーのレベルアップによって、高画質、高音質で、新しい輝きや立体的に没入できるイメージな音が楽しめるようになろう。

・これは、仕事上のビデオ会議やビデオイベントでも生きてくる。つまり、B to Bでもよさが広がって、臨場感が高まってこよう。

・投資の世界においても、5Gを活用した新しいDXによって、臨場感のある企業との対話(エンゲージメント)を、経営者、IR、R&D、工場、マーケティング、販売など、さまざまな場面で体験できるようになろう。それを投資に活かして、パフォーマンスの向上に結び付けたいものである。

## 2. 企業価値向上の実現に足りないもの

### 日本のガバナンスの課題～英米型からみると

・日本は、「攻めガバナンス」を推進している。しかし、成果という点ではまだ途上にあり、その実効性が問われている。形式は整えようとしているが、実質が十分でないという見方がある。

・では、英米型のガバナンスがいかにも素晴らしいのか。この点に関して、コリン・メイヤー教授(オックスフォード大学)の論考が興味深い。(日経新聞経済教室 2020年4月7日)

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。

それを参考に、いくつか取り上げてみたい。

・企業の株主をインサイダー（創業家や関係企業）とアウトサイダー（内外機関投資家）に分けてみると、英米型はアウトサイダーの機関投資家が中心である。しかし、大企業の場合、機関投資家は分散しており、大口と特定できる株主は少ない。そのため、目先の経済的利益よりも長期的な価値に重きをおく安定株主が少ない。

・そこで、ある程度まとまった株を買って、企業に方針変更を迫るアクティビズムが普及した。これが短期的な利益を追求し要求すると、中長期的な株主や他のステークホルダーの利益が損なわれてしまう。

・ここをどうするか。新たな方向として、最近、英米では株主資本主義からステークホルダー資本主義へのシフトが志向されている、というのがメイヤー教授の主張である。

・アウトサイダーが環境、不平等、社会的包摂（インクルージョン）を巡って、主張を強める動きも目立っている。特定のステークホルダーの利益に偏らないように、バランスをとっていくには、企業の中長期的価値創造に共感し、それを支えてくれる機関投資家が欠かせない。

・英米でも、そうした中長期志向の機関投資家は多くなかったが、十分な対話（エンゲージメント）を踏まえて、その改善に努めてきた。そのトレンドがステークホルダー重視のガバナンスを目指すことになっている。

・日本はどうか。銀行ガバナンスが弱まった後、持ち合いによる企業のもたれ合いガバナンスに陥っていたともみられる。経済の低迷もあるが、経営者が収益力の向上に全力投入せず、リスクを避けて低水準の利益で満足しているようにもみえた。収益性の低迷が株価パフォーマンスの向上も阻害した。

・そこで、アウトサイダーの奮起を促し、企業のガバナンス改革との両輪で、株主利益の向上を図りながら、ステークホルダー全体の価値向上を目指すことにした。

・英米型が短期の株主利益に引き込まれないようにしようという時に、日本が従来 of 英米型を追いかけるようでは本末転倒である。そうならないように、CGC（コーポレートガバナンス・コード）やSSC（スチュワードシップ・コード）の内容をレベルアップさせ、その実効を求めている。

---

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。

・日本では、サラリーマン型内部昇格の大企業よりも、創業型中堅企業の株価パフォーマンスがよいという傾向が明らかにみられる。大株主のいない大企業のガバナンス、オーナー色の中堅企業のガバナンスは、各々どうしたらよいのであろうか。

・大企業には、1)プロの経営者が選任できるようにする、2)オーナーとはいえないが、経営陣の報酬に占める株式のウェイトを大幅に高めて、中長期的価値創造のインセンティブを明確にする、3)それを支える社外取締役が機能できるガバナンスの仕組みにする、ことが求められる。現在、その方向に向かいつつあるが、まだ道半ばである。

・オーナー型企业については、1)オーナーのリーダーシップは十分発揮してもらおうとして、ワンマン型の暴走に走らないように、牽制する仕組みが必要である。2)後継者にオーナーと同じ力量は期待しにくいので、その資質を十分見極める必要がある。

・とりわけ、オーナーの好き嫌いを適切にコントロールしたい。3)それを支えるようなガバナンスの仕組みを構築し、オーナーに納得してもらう必要がある。

・いずれのタイプにおいても、企業の持続的成長と、それを担うトップマネジメントの力量、それを支えるガバナンスの仕組みについて、アウトサイダーは企業と十分対話し、推進していく必要がある。

・その場合、通常の議決権行使に加えて、中長期の価値について企業に対話を強く求めるアクティビティがあつてよい。良識あるアクティビストとして、的確な経営提言を行う真剣勝負が望まれる。

・メイヤー教授は、長期保有の機関投資家はそのウェイトを高め、ガバナンス改革の中核となることが、あるべき姿であると強調する。もし、短期主義に走ったり、中途半端な行動に留まったりするのであれば、攻めのガバナンス改革は期待はずれになる。今はその岐路にあると指摘した。

・新型コロナショックで、局面は大きく動いている。1つは、コロナショックへの短期的対応として、企業はどうサバイブするのか。2つ目は、この局面を乗り切った後で、マネジメントの風景はガラッと変わってくる。新しいマネジメントスタイルの勝負となる

・ステークホルダー重視のガバナンスのあり方が改めて問われる。グローバルにビジネスモ  
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。

デルの再構築が本格化しよう。気候変動、感染症、グローバルなサプライチェーンに関わる働き方や人権尊重を踏まえたBCPも推進されよう。

・日本のスチュワードシップ、コーポレートガバナンスの実効性にも、一層のレベルアップが要求される。有事に直面した経営トップの手綱さばきに注目したい。

### どのタイプの会社か～経営力を問う

・日本取締役協会は、「独立社外取締役の行動ガイドラインレポート」を発行した。協会の独立取締役委員会（委員長 みさき投資 中神社長）がまとめたものである。このガイドラインには、明確な主張があり、取締役会の実効性評価に役立つ。その論点から、いくつか取り上げたい。

・まず、会社を見る場合、タイプを3つに分けてみる。第1類は、大株主がいて、経営にも参加している独裁型である。トップダウンによる意思決定は早いですが、絶対権力が腐敗することがある。

・第2類は、大株主はいるが、経営には参加していない立憲君主型である。適度な相互牽制が働いているが、ステークホルダー間の利害調整に腐心することがある。

・第3類は、株主が分散している共和制型である。社内調和を求めるのはよいが、無責任、不作為、忖度が発生することがある。

・どれも一長一短がある中で、自分が属する会社、投資する会社はどのタイプであろうか。あえて当てはめてほしい。

・次に、その会社の取締役会にフォーカスしてみる。取締役会の役割について、これも3つに分けてみる。

・1つ目は、取締役がマネジメントの役割を担うマネジメント型。執行を担う経営陣が社内取締役として大半を占めている。いわゆる従来型の取締役会である。

・2つ目は、取締役会に助言を期待するアドバイザリーボード型。社外取締役にアドバイスを期待しており、監督と執行の分離が十分でない。

---

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。

・3つ目は、取締役が執行の監視に専念するモニタリングボード型。監督と執行が分離して、役割がはっきりしている。あえて、この3つに分けてみると、自分が属する会社、投資する会社はどのタイプであろうか。

・改めて資本生産性を検討する。2018年までの10年間平均の日本の上場企業のROEは、全体の63%が8%を下回った。業種業態によって差はあろうが、資本コスト（株主の期待リターン）を上回る利益（ROE）を上げている企業は少なかった。

・日本のROE 8.3%に対して、欧州15.2%、米国18.6%であった。ROE=マージン×資産回転率×レバレッジに分けてみると、その主因は、資産回転率やレバレッジよりも、マージンの差が圧倒的である。マージン（売上高利益率）は、日本5.2%に対して、欧州9.1%、米国10.0%であった。

・なぜマージンが低いのか。実態を分析し、いかに高めるかを追求する必要がある。それを執行部門が実践し、取締役会がモニタリングしていくという構図が基本である。

・そのためには、経営陣と取締役の役割が曖昧な兼務ではなく、執行と監督の役割を明確に分離せよ、というのが中神レポートの主張である。

・経営トップが、事なかれの姿勢で恙なく任期を務め、リスクを避けて勝負しないようでは困る。不作為の経営による成長不足、稼ぎ下手では適任といえない。

・経営トップには、強力なリーダーシップを発揮して、果敢な意思決定をしてほしい。それを後押し、監視していく仕組みが取締役に求められる。つまり、取締役会は本来モニタリングボード型であるべきだ、と主張する。

・通常、社外取締役の役割は監督と助言といわれるが、この助言は執行内容への直接的アドバイスというよりも、執行方針や体制へのアドバイスであり、それを踏まえた監督である。

・取締役会の制度には、指名委員会等設置会社、監査等委員会設置会社、監査役会設置会社の3つがあるが、上場企業の4分の3は監査役会設置会社であり、指名委員会等設置会社は少ない。

・監査役会設置会社が、モニタリングボード型からは最も遠い。ここに、いかにモニタリング機能を強め、経営トップに権限を集中して、リーダーシップを発揮してもらうか。取締役

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。

会の役割では、多様性をもった活発な議論をしながら、もっと収益性を高めてほしい。

・では、モニタリング型における監督の役割とは何か。中神レポートは3点を強調する。第1は、独立社外取締役の選任にある。その人物、経験、役割と、独立性を十分考慮すべきである。2000社×2人で4000人規模の社外取締役がこの数年で生まれているが、もっと熟練を積む必要がある。

・第2は、モニタリングボードに合わせたマネジメントプロセスの導入である。社外取締役が的確に役割を果たせるように、執行体制や運営方法を見直す必要がある。討議、方針策定、評価方法を明確にする。

・第3は、取締役会での議論の充実である。執行サイドの経営会議と同じような内容の蒸し返しや報告だけでは意味がない。重要な意思決定に関わる内容を討議、決議、報告に分けて、充実した議論を実行してほしい。

・監督（モニタリング型）の究極の役割は2つある。① 経営者の成績評価と報酬の決定、② 経営者の選解任、である。単に問題点の指摘にとどまるのではなく、経営者を後押しする。そして、結果責任はとってもらい、次の後継者にしっかりバトンタッチしていく。

・現在、上場企業の社外取締役はそれに相応しい人が任に就いているか。経営者の経営力とともに、社外取締役の人物と働きについても、投資家としてはよく見極めていきたい。この点で、中神レポートの提言は大いに参考になるう。

### 統合報告書の作り手と読み手～必読には

・3月にKPMG（あずさ監査法人）から「日本企業の統合報告に関する調査2019」がレポートされた。今回で6回目のサーベイである。いつもながら充実している。有価証券報告書の記述情報の改定も進められているので、両者の開示状況の比較を行っている点も興味深い。

・2019年の統合報告書の発行企業数は513社（前年比+89社）となった。うち東証一部企業が477社と、全体の93%を占めた。日経225構成銘柄のうち、統合報告書を発行しているのは175社で、ここを中心に分析された。

・本レポートに、オックスフォード大学のロバートエクレス客員教授がメッセージを寄せている。エクレス教授は、10か国の統合報告書を共同研究者と一緒に分析した。その質を本レポートは、独自の視点から書いており、基本的に会社側の立場に立つものではない。本レポートは、投資家の当該企業に対する理解促進をサポートすることを目的としており、投資の推奨、勧誘、助言を与えるものではない。内容については、担当アナリストが全責任を持つが、投資家の投資判断については一切関知しない。本レポートは上記作成者の見解を述べたもので、許可無く使用してはならない。

コアリングしてみると、日本は8位にとどまった。

・なぜか。その答えがKPMGのサーベイに現れているとみることができよう。KPMGは、統合報告書を7つの項目から分析している。

① 事業環境の見通しについて、ビジネスモデルとその成果に大きな影響を与える事象の重要度（マテリアリティ）と結び付けて説明している企業は、全体の20%にすぎない。

② ビジネスモデルの持続性の観点からマテリアリティ（重要度）を論じている企業は、全体の35%にとどまる。マテリアリティの度合いについては、本来取締役会が評価すべきであるが、そこを説明している企業はほんの一部である。

③ マテリアルな事象を評価した上で、それと関連付けてリスクと機会を説明している企業は、22%であった。リスクをいかに管理し、機会から価値をどう創出するのか。ここが結びついていないと、読み手にとっての有用性は低下する。

④ では、マテリアルな事象から導き出したリスクと機会を踏まえて、新たな価値創造を目指す企業の姿（次のビジネスモデル）への道筋は描けているか。これに向けた戦略と資源配分について、定量的な非財務目標を掲げている企業は、26%にとどまる。

⑤ 全体戦略の遂行に不可欠な財務戦略はいかに。資本コストを踏まえた収益力や資本効率の目標やその根拠を説明している企業は、29%であった。CFOメッセージももう一步踏み込む必要がある。

⑥ 戦略目標に対する進捗と見通しはどうか。業績については多くが語られているが、現在の業績を中長期の戦略目標の達成に至るプロセスとして説明できている企業は、48%であった。この数値は相対的に高かった。

⑦ ガバナンスについては、価値創造を支える仕組みとして、実効性のある運用が求められている。ガバナンスにおいて、選解任のあり方が注目されているが、最も重要なことは、CEOに資質である。CEOに求められる資質を説明している企業は、10%にすぎない。

・以上の7項目に関するKPMGの分析は、いずれも的を射ている。投資家としては、突っ込んで知りたい内容である。これらの数値がいずれも低いということは、統合報告書が読み手にとってまだ十分でないことを意味する。

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

・作り手にとってはどうなのか。統合報告書を作ること自体が、一大プロジェクトである。どの会社でも、マテリアリティがはっきりさせて、将来のビジネスモデルが描き、それを推進できているとはいえない。苦勞しながら改善努力を続けているのが実情であろう。

・しかし、その内容が不十分であり、グローバルに見た時、先進的とはいえず遅れが目立っている。日本にも、統合報告に優れた企業は存在するし、増えている。しかし、全体的な質としては、一層の努力が求められる。

・筆者も、上場企業の統合報告書はいろいろ読むが、1) 企業の内容を知りたい時の導入としては大いに役立つ、2) 現状の実態を知って何が足りないかを知るにも役立つ、3) しかし、投資家として、企業価値創造の将来性を確信できる内容を有しているものはまだ少ない。

・どうしたら良くなるか。KPMGは3つの提言を行っている。第1は、ストーリーで伝えよ。第2は、財務インパクトの大きい非財務情報を伝えよ。第3は、どのような媒体でも根底にあるストーリーは共有せよ。以下では、これらの点について咀嚼してみよう。

・将来に向けた価値創造のストーリーを、経営トップが自らの言葉で生き生きと語ってほしい。といっても、ストーリーを支える戦略や経営資源が整っていないこともあり、数年かけて作っていく途上にあることも多い。それを踏まえて、語る事が大事である。

・財務情報は結果である。目標とする財務数値を生む出すために何がマテリアルなのか。価値創造の仕組みであるビジネスモデルを支える非財務情報の中身を知りたい。定性的にはもちろん、何らかの定量情報に仕上げしてほしい。

・統合報告書は、「統合報告(Integrated Reporting)」の1つの形である。コンテンツがしっかりまとまっていれば、企業のさまざまな開示の局面で共通に使える。決算短信、株主通信、事業報告書、有価証券報告、多様なステークホルダーとの対話資料など、ベースを揃えて活用できよう。

・中堅企業においても、まずはわが社の統合レポートを作ってみてほしい。次に改善していけばよい。3年あればレベルはかなり上がってこよう。作り手が熱意を持っていけば、読み手が増えてくる。投資家、株主は必ず読むようになる。社員や新規採用候補者もじっくり読もう。取引先も目を通すようになる。

---

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。



・いかに改善していったらよいか。そのヒントが KPMG の今回のレポートで指摘されている。実は、ハードルが高いかもしれない。なぜなら、レポートの質的向上は、企業の経営革新と軌を一にする。だからこそ、大いなる挑戦を期待したい。

## 資産運用の高度化に向けて～フィンテック先進国になれるか

・3月に、FinCity Global Forum が WEB ライブで催された。テーマの1つに「ESG 投資を通じた資産運用の高度化」があった。これをいかに捉えるか。

・2019年の国際金融都市ランキングをみると、東京は6位であった。ニューヨーク、ロンドン、香港、シンガポール、上海に次ぐ。後ろにシドニー、北京がいる。

・1つの指標なので捉われる必要はないが、いかに特色を出していくか。自国の金融資産を考えれば妥当なところかもしれないが、海外から日本への投資、日本から海外への投資というグローバル化で打つ手を考えると容易ではない。

・ロンドン、香港の地盤沈下に比べて、東京はどうなのか。同じように存在感が低下していく傾向にある。これをいかに巻き返すか。それには、東京に拠点を置く投資家をもっと儲かることである。それを担う金融ビジネスで、グローバルな人材が働きやすいようにすることである。

・金融には常に‘お金の論理’が付きまとう。つまり、冷徹な取引のルールが、時にあくどさをみせる。金融機能は重要であるが、それを担う金融機関が従来型の価値観に沿って組織運営に拘泥しては、次の未来は開けない。

・2018年までの20年間をみると、米国の個人金融資産は9558兆円へ、2.7倍増えている。ロンドンは965兆円、2.3倍増えている。しかし、日本は1830兆円ながら、1.4倍にとどまった。

・そのうち運用リターンによるものが、米国は2.0倍、英国1.6倍、日本1.2倍であった。つまり、日本経済の停滞、日本企業の低収益、株式市場の伸び悩み、運用機関の力量が低リターンに現れているといえよう。

・次の20年はどうであろうか。働き手としては、今の30代、40代に期待したいところであるが、一筋縄ではいかない。高齢化の進展で、個人金融資産の取り崩しも顕在化しよう。

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。

・ 苦しい時代となるが、1) 企業の新陳代謝を図り、2) 人材の流動化を進め、3) 若者中心の組織運営に転換し、4) 定年・引退無しの社会にもっていくことが求められる。

・ 海外の人材が東京で活躍するには、税制が課題であると、中曾会長（東京国際金融機構）は指摘する。高度金融人材が、税制でシンガポールなどに比べて不利にならないように、二重課税問題を見直すべきである。国内では、常に不平等や格差が問題となるが、パイを大きくするための工夫があってよい。

・ その中で、資産運用業はいかに高度化するのか。ESG インデックスに投資して、グローバルな分散を図ればよい、というのではシンプルすぎる。まして、日本の公募投信のアクティブ運用がパッシブに負けているようでは、プロとしての存在が疑われる。

・ 米国の株式ファンドの規模をみると、この20年でパッシブファンドが大きく伸びて、アクティブファンドを抜いてきた。アクティブの信託報酬が0.8%に対して、パッシブは0.1%であるから、パッシブのコストは安い。

・ 世界の資産運用会社のランキングをみても、1位ブラックロック、2位バンガード、3位ステートストリートとパッシブ型が上位を占め、4位にフィデリティがいる。日本の運用機関の存在はかなり薄い。

・ 日本ではまだアクティブの規模が大きいですが、近年パッシブが勢いを増している。日本のアクティブの信託報酬は1.3%であり、パッシブは0.6%と、いずれも米国よりは高い。

・ 運用会社は、顧客に対して、信託義務 (fiduciary duty: 米国)、最善利益 (best interest: 英国)、忠実義務 (日本) を負っており、ガバナンスのあり方もより独立性が求められる。

・ 資産運用業の高度化について、大場会長（日本投資顧問業協会）は、①フィデューシャリー、②プロフェッショナリズム、③クオリティを挙げる。顧客である投資家の信託に応え、プロとしての専門性を発揮し、組織としての独立性を保った上で、パフォーマンスを創出することである。日本はこの点でまだ劣っている。

・ ブラックロックのフィンク会長（CEO）は、ESG に対応する企業こそ持続可能な成長を実現できると明言し、気候変動などの社会的課題に対応すべく、金融資本企業の変革を求めている。

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。

・投資家として、運用商品を選択するには、1) まずはトラックレコードであるが、2) 次にその運用会社のガバナンス、3) そしてプロとしてだれが運用するのか、に着目したい。

・個人投資家としては、そこが納得できれば少額投資から始めて、少しずつ増やしていくことが望ましい方策である。資産運用会社を選択する自らの力量も高度化していきたい。

### 金融における付加価値～パフォーマンスに対するコストはいかに

・株式投資を対象にしてみよう。投資家にとっての最終的な付加価値とは、投資のパフォーマンスと思える。インデックス型のETFに投資して、そこから上がってきたプラスのリターンは確かに付加価値であろう。しかし、付加価値であるからには、もう少し追加的な独自の価値でなければ意味がないと考えるかもしれない。

・通常のビジネスでは、取引における売上高から仕入れコストとして外部に払った費用を除いたものが付加価値であるとみる。わが社になくてはならない経営資源を使って生み出したものである。人材を使い、設備を使い、資金を使い、独自の経営の仕組み（ビジネスモデル）から創り出される価値をいう。

・付加価値＝人件費＋減価償却＋金利＋営業利益という算式で計算される所以でもある。これはP/L上から単純にみたもので、これを社員一人当たり直すと労働生産性となる。では、株式投資の場合、付加価値を生み出す源泉は何であろうか。

・株式取引における付加価値は、投資家からみると、1) いつでも自由に売買できること、2) 低く仕入れて高く売れること、3) その間の取引手数料が安いこと、4) 投資判断に関わる情報が適切に入手できること、5) 独自の判断に至るアドバイスが得られること、6) 情報やアドバイスのコストが安いことなどにあろう。

・金融機関サイドからみると、どうであろうか。NRIのおかい小粥研究理事は、金融ビジネスの付加価値は、①資金流動性（金利差）、②市場流動性（トレーディング）、③利便性（業務サポート）、④ナレッジ（アドバイス）にあると論じる。（「知的資産創造」2020年3月号）

・この金融ビジネスの付加価値は、DX（デジタルトランスフォーメーション）で、どんどん失われていくように見える。実際、証券会社の収益性は低下しており、株式手数料は限りなく下がり続けている。独自のナレッジで特色を出すことは従来に比べて難しくなっており、本レポートは、独自の視点から書いており、基本的に会社側の立場に立つものではない。本レポートは、投資家の当該企業に対する理解促進をサポートすることを目的としており、投資の推奨、勧誘、助言を与えるものではない。内容については、担当アナリストが全責任を持つが、投資家の投資判断については一切関知しない。本レポートは上記作成者の見解を述べたもので、許可無く使用してはならない。

アドバイスの力量を高めることも容易ではない。

・これを単純に付加価値が低下しているとみるか。付加価値の源泉が大きく変質しているとみるか。あるいは、その変質のスピードに、投資家も金融機関も付いていけず、呻吟しているとみるべきなのか。改めて考えてみる必要がある。

・投資家にとって、従来型の取引コストや情報コストが安くなるのはありがたいが、自らの投資判断に必要な情報が十分でなく、取引機会を自由に選べないのであれば、コストが安いだけでは意味がない。

・デジタル化が進めば、定型的なサービスは高速で低価格となり、人手を介さず自動化されていく。効率化されれば、低コストも実現される。そうすると利便性は当たり前になって差別化されにくくなる。何処でも誰でもできるとなれば、そのサービスに高い付加価値を認め、それに見合った対価として、高い利用料を支払うということにはならない。

・そこで、投資家が顧客本位の業務サービスを求めるのであれば、自らサービスとその対価を検討して、自分なりの評価軸を持っておく必要がある。筆者を例にとって、株式投資に関わる付加価値サービスとその対価を列挙してみる。

- ① 1000万円～1億円の株式投資用資金を安全に預かってくれるならば、預かり料として総額に対して年間0.1%を支払ってよい。
- ② 株式を売買する時の手数料として、売買金額の0.5%を支払ってよい。
- ③ 投資環境に関わるレポートを四半期に1回発行し、webで講演会を観られるならば、預かり資産の0.2%を支払ってよい。
- ④ 個別株式に関するレポートを年1回発行してくれるならば、個別株の時価に対して、1%支払ってよい。
- ⑤ ポートフォリオの時価を日々評価し、ポートフォリオの特性を分析してくれるならば、ポートフォリオ時価の0.1%を支払ってよい。
- ⑥ ポートフォリオのパフォーマンス改善について、ロボアドバイザーがサポートしてくれるならば、0.1%支払ってよい。
- ⑦ 年1回税務申告用の資料を発行してくれるならば、0.1%支払ってよい。
- ⑧ 預かり資産について、プロのアドバイザーがつく場合は、ポートフォリオのパフォーマンスのうち10%を成功報酬として支払ってよい。
- ⑨ 投資信託の信託報酬としては、パッシブの場合時価の0.1%、アクティブの場合年間パフォーマンスの10%を支払ってよい。

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

・こう設定すると、預かり資産に対して、年間0.5回売買するとして、運用サポート手数料が0.55%、情報料が1.20%発生する。ポートフォリオのパフォーマンスが年間で+5%であった場合、成功報酬として+0.5%が加わる。この場合、投資家にとっての運用コストは、固定で1.75%、成功報酬として0.5%となる。配当込みのパフォーマンス5%に対して、2.25%がコストとなり、リターンは2.75%である。

・1000万円を運用すると、パフォーマンスが5%の50万円に対して、コストが2.25%の22.5万円、リターンが27.5万円、ここから税金が20%とられるとして、ネットのリターンが22.0万円となる。

・1000万円の運用に対して、パフォーマンスが年間-5%であったとすると。リターンが-50万円に対して、コストが1.75%の17.5万円はかかるので、トータルのリターンは-67.5万円となる。

・アクティブに運用するという事は、筆者の場合、このくらいのコストをみておく必要があると考えている。投資家の方々はいかがであろうか。尤もこのフィーで証券会社や資産運用会社が質の高いサービスを提供できるかどうかは分からないが、一定の規模を前提にするならばやってみよう。

・このコストが許容できないとすれば、パッシブのみで運用することになる。その場合のコストは0.55%となる。1000万円に対して、5.5万円のコストとなる。パフォーマンスが1%であってもリターンは0.45%となる。

・筆者の場合、株式運用のパフォーマンスとして年間10%を目途としているので、2.25%のアクティブコストは十分許容できる。企業に対しても10%以上のROEは求めたいと考えている。

## 両利きの投資～鍵はネタ探し調査

・どの会社でも新製品・新サービスを出して、世の中をあっといわせ大ヒットさせたいと思っていよう。しかし、容易ではない。新製品といっても、今まで見たことも聞いたこともないものはほとんどないし、たぶん、そんなに珍しいものは売れないかもしれない。

・今時の新サービスなら、月額課金のサブスクリプション型にして、どうしても無くてはな  
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。

らない必需サービスにもっていきたい。そうすれば顧客はやめることができないので、毎月チャリン、チャリンと儲かることになる。スマホはそうかもしれないが、どんなサービスでもプラットフォームの胴元になるのは簡単でない。

・顧客ニーズに合ったものに絞り込んでいけばよさそうだが、そうするとマーケットは小さくなり、顧客を特定するのに結構手間がかかる。顧客に受けようとする、こりすぎて儲からない。供給サイドの都合だけで思い込むと、意外に当たらない。

・まして、どの企業にもすでに本業がある。その本業が輝いていればよいが、長い年月を経ると次第に色あせてくる。しかし、本業であるから、そこに人材、資金など経営資源を最もつぎ込んでいる。しかし、リソースを使っているわりには成果が上がらない。大企業のトップは得てして本業育ちであるから、なかなかその土俵から出ることができない。

・新規分野を伸ばす必要があると分かっている、そこへの投資は十分でなく、常に遅れがちになる。そうすると十分な成果が出ないから、社長が変わったりするとすぐにやめてしまうことも多い。こうして企業の停滞が長期化していく。

・既存事業と新規事業はどのように運営したらよいのか。上場企業をみると、確かにうまくやって、新規事業を伸ばして、ポートフォリオを広げ、組み換えている企業もある。安定感がありながら、きちんと成長している。エムスリーなどはその典型であろう。

・最近、両利きの経営 (C. オイラー & M. タッシュマン) が注目されている。とかく既存事業の深化に入れ込み過ぎて、新規事業の探究が疎かになる。この深化と探求の双方をバランスさせることを両利きの経営と名付けた。

・既存事業、既存顧客、既存技術、さらには既存ビジネスに捉われて、イノベーションが起こせない。本業に余裕がある時に新規事業を伸ばせというが、余裕ある時には、新規事業に身が入らない。逆に、本業が苦しくなってくると、新規に回す資源に余裕がなくなってくる。よくあるパターンである。

・どの企業にも‘変な人’はいる。永年の経験でそう思う。新しいことを起こそうとするイノベーターである。このイノベーターをうまく捌ければよいが、サラリーマン的マネジメントにとっては、言うことをきかないうっとうしい社員になってしまう。暫くは認めておくとしても、いずれ会社にいづらくなってしまう。

---

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。

・こうしたイノベーターにチャンスを与え、少し動き出したら、それをサポートする仕組みを作って、個人の変革力を組織の力にしていくことが求められる。

・投資家としては、今儲からない新規事業をすぐに止めろと言ってはいけない。退出基準も大事であるが、もっと大事なコトがある。イノベーションへの思いを情熱として受け止め、それが本物かどうかに関心していくことである。

・アナリストとしては、若い時から3つのことに力を入れてきた。産業・企業を調べる調査（リサーチ）において、常に① ベーシック調査、② フォローアップ調査、③ ネタ探し調査をバランスよく実行するように心掛けた。

・当時でも、多くのアナリストは今日の仕事、つまりフォローアップの調査を優先してしまう。決算が出た、何か発表があった、ちょっとした変化が見えたとなると、それを追いかける。フォローアップ調査は、ニーズはあるが、多くの場合付加価値は小さい。

・ベーシック調査は、時間と手間がかかる。現地まで出かけてグローバルな調査をし、中長期な予測を打ち出す。それを産業だけでなく、個別の企業の戦略や業績予測にまでおろしていく。これを行うと、全体がみえてくる。経営トップとも、さして議論ができる。戦略の変化や予測を速やかに修正できる。これがアナリストの本領である。

・そして、3つ目がネタ探し調査である。当時の私でいえば、水素自動車の可能性について、いくつもの研究所を訪ねた。新素材について物理学会に行き、ネオジウム磁石を発表した研究者と直接議論した。

・国際商品市況をみていると、金融先物が影響していた。シカゴの商品取引所まで行ってインタビューした。今日の仕事にはほとんど役立たない。しかし、リサーチすることが面白く、視野が広がる。こうしたネタが本業周辺のいたるところで役立つ。

・筆者がリサーチ部門を担当した時には、この3つの調査をバランスよくできるようにマネジメントした。しかし、ベーシックは大変である。ネタ探しは焦点がはっきりしない。そこで、フォローアップで成果をあげようとするアナリストが増えてくる。さて、どうするか。ここがツボであった。

・投資家としては、こうしたネタをポートフォリオにどう組み込んでいくか。でき上がった企業を中心にポートを作って、それをフォローアップするだけでは新鮮味がない。たぶん、

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。

パフォーマンスに大きな変化はでないであろう。

・ベーシック調査をして、次の有力企業を見出し、それをポートに組み込んでいく。ポートフォリオの入れ替えはじっくりやってよいが、変化はつけることは重要である。

・一方で、ネタ探し調査の中から、新興企業を組み入れていくことは面白いし、ぜひ実践したい。中小型株投資ははずれることもあるが、当たるとパフォーマンスへの寄与は大きい。

・まさに、サテライト投資のプラスアルファ効果である。ネタ探し調査のカギは、しっかり調べながらも、最後はピンとくるかどうかである。この勘を研ぎ澄ますことは、さほど難しくない。たぶん誰でもできよう。

・両利きの投資とは、既存の企業をベースにしたポートフォリオと、新規の企業をベースにしたポートフォリオをバランスよく構成することである。企業の両利き経営を見定めつつ、投資家としての両利き投資も、ぜひ実践したいものである。

## 企業価値向上経営～コマツのケース

・東証では毎年、企業価値向上企業を表彰している。その狙いは、ベストプラクティス（最も良い事例）を示すことで、あるべき経営を全上場企業、投資家に知ってもらうことである。

・資本コストをはじめとする投資家の視点を強く意識した経営を実践し、企業価値向上に邁進してほしいという思いを込めている。2012年度からスタートして、今回で8回目となった。

・これまでの大賞企業は、ユニテッドアローズ、丸紅、オムロン、ピジョン、花王、塩野義製薬、ダイキン工業、そして今回は小松製作所であった。

・表彰に当たっては、経済的付加価値の要素に持続性の要素を加え、5つの軸を評価の視点としている。具体的には、①メジャメント（経営指標）、②マネジメントシステム（経営管理制度）、③モチベーション（評価報酬制度）、④マインドセット（企業風土の醸成・変革）、⑤エンゲージメント（企業との建設的な対話）である。

・少し分かりにくいので、解釈してみると、EVA（経済的付加価値）をきちんと測っているかを問う。当然、経営に資本コストを持ち込んで、具体的に使っていることが重要である。

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。



・次に、EVAを生み出すように、経営の仕組みが構築されているか。マネジメントや社員のモチベーションを中長期的に高めるような評価制度と、それに連動した報酬制度が作られて機能しているか。

・企業全体の価値向上に向けた活動が、企業風土(カルチャー)として定着するように、日々具体的に活動しているか。そして、企業と投資家は企業価値向上に向けた建設的な対話を実践しているか。その対話から得られたヒントを、経営の現場に生かすようにフィードバックループを回しているか。こうした点を評価していく。

・小松製作所のケースでは、1)自社の株主資本コストを8%程度と想定し、これを上回る10%以上のROEを目標とし、その取り組みについて統合報告書で開示している。

・2)新規投資や事業撤退を含む事業ポートフォリオの管理では、EVAを継続して用い、投資案件の業種・地域・リスクに応じた活用を実行している。また、グループのKPI(業績管理指標)として、ROICを用いている。

・3)経営トップ自ら投資家との対話を重視し、中期経営計画においてその対話を踏まえて、ESGに関する具体的な定量目標を策定している。こうした3点がとりわけ高く評価された。

・2月に、コマツの坂根氏(元社長・会長)の話を聴いた。何度聴いても、実に示唆に富む。2019年7月にコマツから完全に引退し、今は他社の社外取締役や政府の委員として活動している。

・社外取締役としては、東京エレクトロン、野村ホールディングス、旭硝子(現AGC)を経て、現在は武田薬品工業と鹿島建設の任にある。武田では、坂根氏が取締役会議長である。

・コマツのダントツ経営を指揮した時は、事業ポートフォリオを世界No.1か、No.2のものに絞り込んだ。武田は医薬品業界で、世界18位である。武田の社外取としては、事業領域を絞り込めと言ってきた。そこで、がん、消化器系、中枢神経系、ワクチンの4つに絞った。主戦場はいずれも米国である。

・坂根氏は79歳、産業革新機構の議長にも就いている。国がやるべきことは、デフレ脱却、地方創出、東京再生と位置づけ、ベンチャーの台頭にも働きかけている。また、福島復興に尽力し、地球環境とエネルギーのあり方にも一家言ある。

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。

・王陽明の「知行合一」を柱に、ものごとの本質を突き詰めたら、ひたすら行動すべしという信念を実践する。企業は、選択と集中に邁進せよ、と説く。

・企業価値については、まず稼げ、さもないと、分配できない。そのためには、選択と集中が基本で、コマツの社長を6年間やった時は、これを徹底した。

・企業価値とは、ステークホルダーにとっての「信頼度の緩和」であると定義する。価値には3つの側面がある。①価値の創出、②価値の共有、③価値評価である。ステークホルダーを、この3つの軸でレーティング（A、B、C）して、その位置づけをはっきりさせる。

・当然だが、価値を創る人が最も重要で、顧客はすべてAであると、坂根氏は強調する。顧客価値創造が最も重要で、これを他のステークホルダーに分配していく。その基盤がESGであり、TQM（総合的品質管理）である、という考えだ。

・次の社長に引き継ぐ時、坂根氏は自らのマネジメントをいかに伝えるか。その引継書をコマツウェイと名付けた。これがコマツにとってのESGとなった。

・社長になりたいというヒトは選ばない。取締役会では、報告、討議、決議を明確に分ける。バッドニュースを隠させない。不正は必ず正す。後継者をあげさせる時には、必ず次の次の候補も出させる。自分の部下でないヒトを出させる。このあたりに経営の本質がある。

・常に現実を見よ、現場こそ大事、そして課題を顕在化させよ、その上で原点に戻れ、という。原点は設計にあり、設計とはデザイン、つまりデザインから見直すということである。新しいビジネスモデルで、顧客の現場を変えていく。そのための仕組みをデザインせよ、という発想である。

・ブランディングとは、売れ続ける戦略のことである。できたものを売るのではない。ニーズに合うものを提供する。商売は取引ではない。いかに関係性を作るかにある。そして、コマツが、顧客にとって、なくてはならない関係になることが最高のブランディングである。

・かつて日本のものづくりは、後追いのビジネスモデルであった。これでは、もはや勝てない。ところが、IoTの時代が来た。これを現場で活用すれば、ビジネスモデルで先行できると考え、実践した。

---

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。

・ダントツ経営を実践した。ダントツ商品からダントツサービス、さらにダントツソリューションへと展開した。建設機械の稼働状況が分かるという仕組みで先行したが、今やスマートコンストラクションに入っている。無人ダンプを売るのはない。鉱山全体をITでコントロールしていく。顧客の現場を変えることで、価値を生み出す。建設機械の販売からのリターンではない。

・今やドローンが飛んでデータを収集している。データの活用をエッジコンピューティングでIoT化していくと、建機の稼働率を高めることができる。何が起きるか。動いていない建機が減る。つまり、建機の販売台数は減っていく。シェアリングエコノミーの台頭といえよう。

・自動車も同じことになる。台数を売るのがビジネスではなく、データ経営が問われる。サプライチェーンの見える化を行い、それをつなげていくビジネスが勝つという見方である。トヨタとNTTの提携も狙いが見えてくる。

・グローバルなコスト競争力においても、変動費化、間接業務の共通化、事業の再編成を行えば、相当戦えると判断した。実際、コマツはキャタピラーと戦える仕組みを作った。

・坂根イズムは、コマツウェイの進化を通して、現在の経営に生きている。次の経営陣も次々と育って、後継者はいずれも優れた実績を上げている。オーナー型でなくても、素晴らしい経営を持続できるというカルチャーを作り上げている。コマツがよい会社であるのは知っている、もう一步踏み込むと企業価値創造経営の本質を学ぶことができる。投資にも大いに活用できよう。