

ベル投資環境レポート

供給制約下の経営革新

～インフレを乗り越える新しい仕組み創りはいかに～

2022年6月30日

鈴木行生

目次

1. 先進的マネジメントに向けて

- インフレへの対応～値上げの克服に向けて
- 実感できるサステナビリティとは～生活者としての3つの側面
- スマートエイジングビジネスの広がり～エビデンスはいかに
- コーポレートガバナンスを機能させるには～組織能力の向上
- CHROに何を聞くか～人財戦略の見える化と実効性
- キャリアとしての社外取締役～何が重要か

2. 新たな価値の源泉を求めて

- ウェブスリーの台頭～何が新しいのか
- メタバースを楽しむには～イマーシブとの共存
- オフィス生産性をいかに高めるか～不動産市場の変化
- ヘルスケアプラットフォームの構築に向けて～PHRの活用
- 人的資産をどこまで見抜くか～人的創造性の測り方
- 監査価値を投資に活かすには～KAMを利用して
- 統合レポートを読んでもみると～アワードの総合商社のケース

1. 先進的マネジメントに向けて

インフレへの対応～値上げの克服に向けて

・2008年のリーマンショックのような危機は来るのか。コロナ禍の2年を経てようやく克服されようとする局面で、ウクライナ侵攻が始まった。地域の局地戦ではなく、自由主義陣営と専制主義陣営の争いとなっている。ロシアの劣勢は明らかとしても、米国もEUも全面

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。

戦争には向かないし、ロシアの核の脅威もあるので、落とし所が難しい。

・エネルギー危機、食料危機、希少資源危機が発生している。供給制約の懸念が価格高騰を招いているが、長期化すればどの国の経済にも打撃となる。不況下のインフレがスタグフレーションとなり、リスクシナリオが一気に表面化する恐れがある。

・NRI のエコノミスト、リチャード・クー氏と木内登英氏の講演を視聴する機会があった。二人とも厳しい見方をしていて、その中で注目すべき点をいくつか取り上げながら、今後の投資方針を検討してみたい。

・紛争に至るには、当事国にとってやむにやまれぬ事情があろう。それを第3者からみると理解できない偏見のようにみえるが、楽観論が打ち砕かれると事態は深刻になる。

・ロシアの経済規模はすでに韓国並みに小さいが、エネルギー資源、核保有という点で、影響力は大きい。ウクライナは発展途上国で、農業国として成り立っていた。ロシアの人口は1.4億人、ウクライナは93年に5200万人であったものが、その後800万人が国外に出て4400百万人、今回の紛争でさらに700万人が脱出している。

・ロシアの侵攻に、ウクライナは西側の結束力ある支援のもと、勇敢に戦っている。国が滅びたら、ロシア化されるという恐怖が国民の反撃を支えている。独裁者に妥協はできないので、この戦いは長期化するとみておく必要がある。そうなると事態は厳しい。

・地球温暖化でCO₂の削減が世界的テーマとなり、エネルギー源の見直しが進められてきたが、この理念と実行を一旦見直す必要さえ出ている。SDGs やサステナビリティの追求には順番がある。戦争状態を収めること、人々の緊急の生活を守ることを優先せざるをえない。

・エネルギー価格、食料価格、資源価格の高騰は、瞬間的な需給を反映したものであり、1) 短期的には受け入れざるをえない、2) その上で供給体制の見直しを進めていく必要がある、3) 次の状況が見通せるようにならないと開発投資はスタートしない。今後3~5年をかけた中期戦略が必要とされよう。

・供給制約による価格上昇、それに伴うインフレをどう抑えるか。クー氏は、1) 変化率で見ればインフレは加速する、2) 水準でみるとディスインフレを示唆する、とみる。需要が拡大して価格が上がっているわけでないので、経済にはマイナスの影響が大きく出てくる。これを金利引き上げという金融政策で対応することは難しいのではないかと。

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。

・さらに、サプライチェーンの混乱も起きている。ウクライナ紛争が落ち着いても、エネルギー、食糧、希少資源の調達という点では、もはや元の状態には戻らない。節約と新しい調達先の開拓、それを乗り越えるイノベーションが求められる。

・米国金融市場のイールドカーブをみると、1) 目先は供給不足によるインフレを反映しているが、2) 中期ではインフレが加速するとはみておらず、いずれインフレは落ち着くとみている。そうなるだろうか。物価が上がっても、人々の所得は上がらないので、景気は減速し、スタグフレーションとなる。

・FRBは、この局面の金融政策をうまくコントロールできるのか。インフレがきつくなると、それを抑えようとして、マーケットとのギャップが出てくる。そうすると債券市場が揺れて、株式市場も大きく調整することになる。

・木内氏も、FRBの利上げ政策がうまくコントロールされないリスクを懸念している。ロシアに対する経済制裁は、制裁する側にも相当の負担をもたらす。

・日銀は円安を容認しているが、130円を超えても大丈夫なのだろうか。日銀の金融政策は今のところ従来のままのようにみえる。黒田総裁の任期中は現状のままかもしれないが、木内氏は早めに動くべしと警鐘を鳴らす。

・そもそも金融緩和で経済をもち上げようという政策は、ゼロ金利でもさして効果をあげなかった。経済が成長しなければ、物価も上がってこない。ひいてはデフレ脱却はできない。

・木内氏は、日本の潜在成長力を高めるのが本質であり、それを金融政策に頼ることに無理があるとみている。2%の物価目標は早く取り下げた方がよく、円安で物価が上がるのは本来求めていたことではないと主張する。

・次の日銀総裁は誰になるのか。雨宮氏か中曽氏か山口氏か。いずれも日銀副総裁経験者であるが、来春以降、日本の金融政策も変化することになる。

・成長期待を求めるには、需要を創り出すことである。先行きが不透明なので、民間が動かないとすれば、政府が動くしかない。しかし、それがバラマキ政策だけでは、成長の呼び水にはならない。EX、DXのインフラ投資は実効性が求められる。働き方、福祉/介護などの新しい仕組み作りはさらに取り組んでほしい。

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。

・民間では、R&D 投資、設備投資、人的投資、サステナビリティ投資に、手持ちの資金を思い切って使ってほしい。金融資本効率だけでなく、人的資本効率や環境資本効率の見える化にも取り組むべきである。そのための投資なら、サステナブル投資としてステークホルダーの賛同が得られよう。

・まずは今秋にかけてのハードランディングに備えると同時に、中長期のサステナブル投資で光ってくる企業に投資チャンスを見出したい。

実感できるサステナビリティとは～生活者としての3つの側面

・サステナビリティとは何か。分かっているようで、自分の言葉で語って、まわりの人々に本当に理解してもらえるだろうか。MUFJ 資産形成研究所による「サステナビリティに関する1万人意識調査」(2022年2月公表)によると、サステナブル投資に関する認知はまだまだ低い。

・この調査によると、1) SDGs/ESG への認知度は高い、2) 企業のサステナブル活動への好感度はかなり高まっているが、まだ十分とはいえない、3) サステナブル投資については、よくわからない人が大半を占める。

・サステナビリティに関する認知度、共感度を Web で1万人にアンケートした。消費者目線、従業員目線、投資家目線で聞いている。サステナビリティをSDGsとESGに結び付けて認知している人はかなり増えている。共感できる人も30代以下や女性が多い。

・消費者として商品やサービスを購入する時、E&S(環境や人権などの社会性)に関して意識の高い企業の方が、価格差が少なければ優先される。そこで働く人々にとって、経営者がサステナビリティに高い意識を有していると、自らの共感も高まるようだ。社員はサステナビリティ活動に積極的になり、働き易さをまわりにもアピールする。

・投資家としてみると、サステナブル投資を実践している人はまだ著しく少ない。サステナブルなE&Sへの貢献や応援を重視するといっても、やはり中長期のリターンへの期待の方が大きいとみられる。

・一方で、サステナブル投資は、①金融機関の販売促進策ではないか、②手数料が高い、③短期的ブームではないか、といった声も出ているという。未経験者にとっては、中長期のり
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。

ターン、E&S への貢献、リスクの抑制に関して、もっと知りたいというニーズが強い。

・企業にとってのサステナビリティとは、まずは持続可能な社会を作るための社会的価値創造に貢献することである。同時に、企業の ESG 活動をベースに、企業価値創造を推進する。この企業価値には、社会的価値と経済的価値の双方を含んでいる。この共有部分をどこまで広げられるか。ここが問われている。

・社会的価値については、国連が定めた SDGs（持続可能な開発目標）が分かり易い。一方で、ウクライナでの戦争が、SDGs に多大な影を投げかけている。直接的には、17 項目の 1 つである「平和と公正をすべての人に」に反するが、広く考えれば、戦争は 17 項目のすべてを台無しにする。

・国と国との戦争であるから、個別企業の範疇を超えている。その戦争が、全ての枠組みを壊していく。

・本来なら、1) 生活者として、生老病死を安寧に過ごしていくこと、2) 飢餓、貧困、エネルギー不足、水不足を乗り越え、自然をクリーンに保ち、生物多様性を確保していくこと、3) 働き甲斐のある生活社会基盤を創り、仲良く平和と公正に包まれていくこと、を求めている。

・戦争にどう対峙するか。人道支援をベースに、中長期的な平和の確保に向けて戦っていくしかない。日本は平和を守るために、どのように対応するのか。正義のために、どう関わっていくのか。何としても破壊や壊滅の危機を乗り越えていく必要がある。

・企業におけるサステナビリティ戦略は再考が迫られている。グローバル経済の安定が前提ではなくなった。市場経済が成立する範囲が狭まっている。

・エネルギー、希少資源、食料などに多大な影響が出てこよう。さらに、サイバー攻撃によるセキュリティの確保という点では、直接的な被害も想定され、その防御も喫緊の課題である。

・日本におけるサステナビリティに関する意識は、こうした新たな紛争をまだ十分織り込んでいないとみられる。生活者は、①消費者であり、②働く人々であり、③資産形成を営む投資家でもある。この 3 つの様態を使い分けていく。

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

・どの立場においても、1) 提供される商品やサービスのバリュー、2) それを創り出す企業のサプライチェーン、3) 投資対象とするポートフォリオのパフォーマンス、に目を配っていくことが求められる。紛争に加担していないか。平和や正義を含めてサステナビリティに貢献しているかをみていく必要がある。

・その上で、サステナビリティの価値を判断したい。ESG を重視したサステナビリティ戦略の実行で、企業は中長期的に価値創造を行っていく。顧客の体験価値、従業員の働き方満足度、株主としての投資価値、自然環境の確保が、持続性の源泉である。

・その軸は「共感・協創にあり」という今回の分析は重要な視点であろう。金融機関に求められる役割は、オンラインを活用しながらも、顔が見えるような信頼のネットワーク作りが求められる。これを実践する資産運用会社を選び、大いに利用していきたい。

スマートエイジングビジネスの広がり～エビデンスはいかに

・SDGs を企業経営にいかに取り込むか。サステナビリティの実現に向けて、ESG の強化が必須となっている。しかし、さまざまなリスクに対応しながら、企業価値を持続的に創出していくことは容易でない。

・人々は健康でやりがいのある生活を求めている。経済的なゆとりも、ある方が望ましい。先をみれば不安ばかりで、高齢者に聞いても老後が心配であるという。もう十分生きたという話は聞いたことがない。

・企業は、提供する商品やサービスを利用する顧客、企業およびそのサプライチェーンで働く従業員、地域社会の人々に対して、どのように貢献するのか。社会的価値や経済的価値の創出の中で、今やどんな幸福を提供するのも問われている。

・働く人々にとって、労働の対価である賃金は生活の糧である。格差が広がる中で、自らのhappiness(ハッピーネス)やwell-being(ウェルビーイング)をどう捉えるのか。慶大の前野隆司教授は、幸せについて興味深い話をした(日経4/11夕刊)。

・幸福と感じる4つの因子を特定している。それをどのように実践するか。1つ目は「やってみよう因子」で、自己実現に向けて主体性の高い人は幸せを感じている。2つ目は「ありがとう因子」で、感謝の気持ちを持って、つながりや思いやりを大事にする人は幸せを感じている。

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

・3つ目は「なんとかなる因子」で、前向きでポジティブな人は幸せである。そして4つ目は「ありのまま因子」で、自分らしさを持って、他者と比べない人は幸せを感じる度合いが高い。

・確かにそう感じる。企業として人を活かす経営、人に活かされる経営を行うには、その企業で働く幸せを、しっかりと位置付ける必要があるだろう。

・好きなことをやって報酬がもらえるならば、それに越したことはない。しかし、多くの人々は、がまんしながら労働を提供し、収入を得ていると感じているかもしれない。苦と楽のバランスをいかにとっていくか。人生の生き方そのものであろう。

・人は年を取っていく。しかし、スマートに過ごしたいと誰もが願う。スマートエイジングとは、アンチエイジングではない。加齢、老化、退化は灰色ではない。川島隆太教授（東北大）は、かっこよくスマートに年をとっていくことをスマートエイジングと名付けた。加齢は、老化ではなく、発達であり成長であるという。

・ここをどう科学的に分析していくか。川島教授は、脳の分析を活かすニューロマーケティングを研究している。実際、気持ちよさやわるさを記録して、コミュニケーションの質を定量化する。こころにある気持ちが脳の活動として同期化する。こうした場を作ると一体感が生まれる。

・川島教授が開発した脳トレは、脳の活動を活性化させる。認知、判断、操作と通してさまざまなトレーニングを行う。集中すると脳の機能は低下するが、逆に瞑想するとストレスが減少する。

・例えば、リモートの質、VRにおけるアバターの役割、歯と認知症の関わり、食欲・睡眠との関係など、脳の働きを実証的にみていくことで、ビジネスとの結びつきも分析できるという。

・スマートエイジングとは、加齢（エイジング）の適応力を高めていくことにある。このスマートエイジングをビジネスにしていくには、認知、身体、栄養、社会との関りについて、エビデンス（科学的根拠）を明らかにする必要がある。

・つまり、効果があるということを、再現性をもって実証しないと誰も信用してくれない。

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。

人を騙すような商法になりかねないし、効果がなければ人は続けない。逆にいえば、エビデンスをもとに、利用者が続けたいくなるような仕組みを構築することが重要である、と東北大学ナレッジキャストの村田裕之常務は強調する。

- ・スマートエイジングに向けて、脳を活性化するには、例えば、1) 何かやったらすぐに答え合わせをして、即時フィードバックする。脳の作動記憶の低下に対して、満点と褒めて強化する。

- ・2) 適切な目標設定をして、まずはできたらうれしい目標、次にやや高めな目標を設定していく。3) 同じ悩みを持つ人々との交流を通して、トレーニングや不具合の解消を共有する。4) スマホやPCが苦手な人に対してはTVを使うなど工夫をしていく。

- ・何らかのトレーニングは、常にその人の状態に合わせる仕組みが必要である。どんなやり方にも、うまく合わない人が2~3割はいる。その人に合うニューロフィードバックのプログラムを作っていくことが重要であると、村田常務は強調する。

- ・その上で、ストーリーを加えていく。例えば、健康になれるマンションでは、マンションにウェルネス コネクト プログラムがついていて、健康トレーニングが組み込まれている、という具合である。

- ・カーブスの「30分サーキットトレーニング」の効果も実証研究されている。2020年8月に、カーブスと東北大学加齢医学研究所は共同研究を通して、このサーキットトレーニングを行うことによって、認知機能や活力を即時的に向上させる、というエビデンスを得た。

- ・また、昨年11月より次のスマートエイジングの共同研究を開始した。①運動、②栄養、③社会性、④認知の4条件について、包括的な研究を進めている。女性だけでなく、メンズカーブスを使って男性も対象にしている。

- ・今やどの分野でも、エビデンスが求められている。エビデンスベースの成果を活かすビジネスに、大いに注目したい。

コーポレートガバナンスを機能させるには～組織能力の向上

- ・日本企業のコーポレートガバナンス (CG) はよくなったのか。よくなっているとすれば、企業のパフォーマンスも上がってくるはずであるが、それが目に見えているか。

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。

・4月に催されたCFA協会のウェビナーで、一橋大学の円谷昭一教授は、1) 学術的にみると成果が出ているという実証研究はまだ十分でない、2) CG改革の成果はもう少し長い目でみる必要がある、3) 今の経営陣が形を整えるだけでなく、いかに本気になって実践するかにかかっている、と話した。

・東大の田中教授は、1) 三井住友トラスト・グループのガバナンスサーベイ(2021年7~8月)をもとに、CG改革と投資家の期待の間にはまだかなりのギャップがある、2) そこを埋めていく必要があるが、今の社会的課題に対して、CGに限らずESGはどう貢献していくのか、3) 株主の短期志向を超えて、もっと本質的にみていく必要がある、と指摘した。

・日本企業の競争力は落ちている。生産性は上がっていない。ひいては賃金も伸びていない。設備投資やR&D投資も米国の方が伸びている。キャッシュ・フローを次の成長機会に活かしていない。そこで「攻めのガバナンス」改革が提唱されたが、未だ道半ばである。

・筆者もいくつかの上場企業の社外取締役や社外監査役をやっているが、CG改革を通して、企業のパフォーマンス向上に貢献しているか、と絶えず自問自答している。

・そうした中で、3つの変化に注目している。第1は、形式だけではないという動きである。CGコードの改定は、その都度社内で議論され、社外取締役からもその実効性が問われている。形式だけでなく、それが活かされるように前進していると感じる。

・第2は、CGのレベルは上がっているが、パフォーマンスとの結びつきについては、まだ明示できない。Gの改革に次いで、EやSにも力が入っている。ESGによるサステナビリティの向上にはまだ努力を要する。CGが経営力を高め、成長戦略の遂行で目にもものみせて、リスクマネジメントも抜かりなく、というようになればよいが、その経路を「見える化」するのは容易でない。

・外部からみる時、1) CGの形が変化したことがわかるが、2) それが企業価値向上のためのビジネスモデル(BM)にうまく組み込まれているのか。この成果がみえにくい。3) BMが革新されて、それが財務パフォーマンスに結び付いて始めて、投資家は変化を実感できる。

・早大の宮島英昭教授は、日本型ガバナンスモデル2.0に向けて、3つの提言を行っている。

①パーパス(存在意義)の再定義、②取締役会の役割の再検討、③会社の所有構造の最適化である。

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。

・2013年から始まった「攻めのガバナンス」では、株主から圧力→もっとリスクテイクへ→成長力の実現→従業員福祉へのトリクルダウン効果を考えた。

・実際はどうであったか。ROEは少し上がったが、資本の回転率はさほど変化していない。現預金は増加して、負債は圧縮されたが、投資には十分使われていない。事業再編は緩慢で、株主還元は増加したが、従業員の所得向上にまでは行きわたっていない。

・つまり、R&D投資やM&Aなどに対するリスク態度が変わったとはいえない、と宮島教授は指摘する。「新しい資本主義」が分配を重視するなら、それを支える仕組みを一段と強化する必要がある。

・株主にもっと配慮しつつ、ステークホルダーの視野を非正規雇用、次世代、地球環境にまで広げていく必要がある。こうしたステークホルダーへの対応を、経営成績のエクスキューズにしないことであると強調した。

・そのために、パーパスを再定義して、社会的価値と経済価値を両立させていく。必要条件と十分条件の共有領域を広げていく経営力に注目したい。

・別の視点として、金融資本コストだけでなく、インフラなどの社会資本コスト、人材に関する人的資本コスト、環境に関する自然資本コストもビジネスモデルの評価に組み込んでいく必要があろう。

・取締役会の役割において、ステークホルダー間の利害調整が必要になるのであれば、社会のサステナビリティへ貢献、そのためのESGの推進と同時に、株主の長期的利益の確保に向けて、社外取締役による監督と助言が必要である。

・株主の所有構造では、1) ファミリーオーナーシップ、2) 経営者、従業員の株式所有、3) 株式持ち合いのネガティブ/ポジティブの見極め、4) パッシブ投資家のシステマテックリスク重視について、投資家サイドと企業サイドのギャップを埋めていく必要がある。

・取締役会の人数、多様性、スキルが注目されている。企業規模にもよるが、筆者は9人、7人、5人がよいと考えている。実際、慶大の坂井豊貴教授による「意思決定の科学における「最適会議の設計」について」の講演を聴いて実感した。

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。

・9人の場合は社外取締役5人、7人の場合は同4人、5人の場合は同3人である。執行サイドはCEOに加えて、CXO（CFO、CTO、CHROなど）が代表となる。社外取締役は、内外の経営者、機関投資家や有力ファンドの経験者、特定分野の専門家などであろう。

・目的関数をはっきりさせ、目的を共有し、人材の独立性を担保し、自由に議論できる場にする。そうすれば、執行サイドの意思決定に対しても、実質的な影響をもたらすことができ、価値向上がみえてくる、と坂井教授は強調した。

・投資家は価値向上のプロセスを知りたい。もっといえば、ここにエンゲージメントしていきたいと考えている。執行サイドの経営力がいかに組織力となっているか。それを支えるのがCGである。その解明こそ、価値評価の要であろう。

CHROに何を聞くか～人財戦略の見える化と実効性

・上場企業で、CHRO（チーフ ヒューマンリソース オフィサー）を置く企業が増えている。人事担当の役員というレベルから、さらに果たすべき役割が上がっている。人事部長とCHROは何が違うのか。かつて、経理部長とCFOはその役割が異なる、といわれたことと重なる。

・CEOは企業価値創造に向けて、次のビジネスモデルを構築し、そのために必要なリソースを調達し、具体的に実行していく。その経営戦略の遂行において、CFOは財務戦略を担い、CHROは人財戦略を担当する。

・当然、実行における最終責任は、各々の役割においてCFO、CHROが取っていく。現状（「As is」）と、創りたいあるべき姿（「To be」）のギャップをいかに埋めていくか。CHROは、経営戦略上の人財の調達、開発、育成において、その全責任を担う。

・今やどの企業においても人財は不足している。役員、管理職、専門職、若手など、どのレベルでも、もっとできる人財がほしい。一定程度できる人材と違ってアサインしても、役割が果たせないことも多い。外部からの採用も思うようでない。そうすると組織能力が十分整わないので、成長路線にも陰りが出てこよう。

・社内のポスト争いで派閥ができたり、足の引っ張り合いをしたり、ということもよくみられる。アナリストとして、会社のさまざまな役職者にインタビューする。その時、何気なく本来のコンテンツ以外に、その人のキャリアを聞くことにしている。

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。

・レポートの中に書くわけではないが、人物を知るという意味では重要である。そうすると、時として社内の人事の動きがよく見えてくる。

・2022年2月に、経産省から「人材版伊藤レポート2.0」(案)が出された。「人的資本経営の実現に向けた検討会」の報告書である。2020年9月に人材版伊藤レポート1.0が出されたが、それを実行するにはどうしたらよいか、という観点から、取り組みの具体策についてまとめたものである。

・人事のプロから見ると、提言内容は当たり前のように映るかもしれない。どの会社も自社なりの人事に関する仕組みを持っており、それなりの歴史や経営者の思いの上に成り立っている。よって、中々変えられない。変えるにしても小幅なものにとどまってしまうことも多い。

・サステナビリティを確保するESGの一環として、人材の活用、働き方のあり方を抜本的に見直して、自社の経営に革新をもたらすことが求められている。しかし、大きな変革の実行は難しい。通常、追い込まれた時にしか踏み切れない。しかし、その時では遅い。

・会社が順調な局面にあっても、次の飛躍に向けて脱皮したいと考える経営者は多い。それを人的資本からどうみていくのか。投資家は通常財務資本の成果から企業を評価していくが、その前段階である人的資本の^{なりわい}生業を分析する必要がある。

・今回のレポート2.0では、①CHROを設置せよ、②指名委員会の委員長を社外取締役にせよ、③役員報酬を人財KPIと連動させよ、④人財ポートフォリオのギャップ分析をしっかりと実施せよ、⑤博士専門人財を採用せよ、⑥社内起業、出向起業を支援せよ、⑦健康やwell-being戦略を立案せよ、と提案している。

・筆者もアナリストとして、これらの点についてぜひCEOに聞いてみたい。どんな反応が返ってくるだろうか。1)すでに十分分かっており実施している。2)わが社にとって重要ないくつかの項目はぜひ実行していきたい。3)いろいろ指摘されるが、今のわが社にはあまり関係なさそうなので、必要があれば検討したい、という3つくらいの反応が想定される。

・人財戦略が経営戦略と連動しているか。多くの会社は、当然連動して実施していると答えるであろう。人材の採用、組織の再編による人事異動、人材の評価に伴うプロモーションは常に実施していよう。しかし、大きな企業になればなるほど、こうした動きの成果は外部から見えにくい。そこで人財戦略をCHROに語ってもらい、具体的な動きを可視化(見える化)

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。

してほしい。

・レポート2.0では、人材戦略として、5つの取り組みを提案している。第1は、新しいビジネスモデル（価値創造の仕組み）創りに向けて、人材の動的ポートフォリオを構築する。その中で、専門人材として、博士の資格者を活用することはできるかを問うている。

・第2に、知・経験のD&I（ダイバーシティ&インクルージョン）において、アウトプットとアウトカムのつながりを重視する。外国人材の採用を、国内においても同じルールで展開する。

・第3に、スキルギャップを埋めるために、リスキリング（学び直し）は必須である。とりわけ、不足する人材を充実するために、キーパースンの外部採用を積極化する。

・第4に、従業員エンゲージメントにおいて、主体性や意欲を引き出すために、ストレッチ・アサインメントを実行する。海外では、ストレッチ・アサインメントにおいて、ターンアラウンド、組織変革、事業創造などのミッションが明確に課せられる。さらに、タフ・アサインメントでは、B/S、P/L、C/Fの結果責任も付いている。

・第5に、時間や場所に捉われない働き方が実行できるようにする。リモートワークで生産性を上げるには、全く新しい仕組みが必要である。

・20代、30代の人材育成に力を入れている会社は活気がある。人材獲得競争に打ち勝つ処遇のあり方や、その評価方法についても知りたい。ジョブが明確で、通年採用をしている会社には人は集まりやすい。

・人の出入りはあっても、人材が育って、個人も組織も行動変容して、価値創造に取り組んでいけるカルチャーが醸成されていれば、その会社のサステナビリティは強い。投資家としては、こうした人的資本の価値を、経営力、成長力、リスクマネジメント、ESGと結び付けて的確に評価したい。そのためのエンゲージメントを日々実践したいと思う。

キャリアとしての社外取締役～何が重要か

・4月に「アナリストのキャリアパスとしての社外取締役」という対談を視聴した。その内容が証券アナリストジャーナル6月号に掲載された。みずほ証券の菊地正俊ストラテジストと都立大学の北川哲雄教授が話をしたが、そこで感じたことをいくつか取り上げてみた

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。

・人財をどう育てるか。多様な道があってよい。筆者の体験に基づく例をあげてみよう。オーナー型上場企業の2世は、どのようにして次のトップになるのか。20代のうちは他社で働いて、一般社員の仕事と気持ちを分かっておく必要がある。その後、オーナーの会社に入って、まず監査役になることである。

・監査役になると、取締役会に出席すると同時に、会社のビジネス全体を監査していく。企業の攻めの部分と守りの部分をよく知ることができる。その上で、現業部門に出ていくと、担当の仕事の位置づけがよく分かってくる。

・アナリストは、どのように仕事の領域を広げていくのか。「アナリストのキャリアパスとしての社外取締役」と同じように、専門職のキャリアパスとして「公認会計士の～」「弁護士の～」「大学教授の～」などがありえよう。

・社外取締役に於いて、最も重視されるのは企業経営の経験であろう。しかも、CEOの経験が圧倒的に必要である。なぜか。不確定な将来に対して何らかの意思決定をして、一定の成果を上げてきた経験が、取締役会の議論に本質的な問題提起をもたらすものと期待される。

・しかし、経営環境は日々変化している。20年前の社長の経験をベースに体験的な話をされたとしても、今の取締役会の議論には合わないかもしれない。ROE経営やサステナビリティ経営を突き詰めようとする時、その良し悪しを今の感覚で受け止め、発信していく必要がある。

・とすると、いまでも何らかの立場で現役であることが重要である。社外取締役に於ける旬の時がある。それが過ぎてしまうと役に立ちにくいので、早めに交替していく必要がある。

・では、証券アナリストや会計士、弁護士の社外取締役はどうであろうか。それぞれの分野で専門的な仕事をしており、その知見を社外取締役として活かすことが求められる。かといって、社外取締役はその会社の特定の事業について、株式市場における評価、財務上の方針、法務的な対応などに具体的に関わるわけではない。一義的には、執行サイドは自ら専門家を使っていけばよい。

・とすると、専門的な知見や経験をベースにしなが、もう少し幅広い議論を展開する必要がある。取締役会は、社長（CEO）の経営判断を監督し、助言をする立場であるから、辛口

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。

であっても執行サイドに役立つ対話（エンゲージメント）が必要である。

・筆者の場合はどうか。現在、上場企業4社で社外取締役、社外監査役をやっている。東証PRM、東証STD、東証GRTの企業である。本業はアナリストなので、4社とは関係ない10社強のアナリストレポートを日々書いている。

・社外役員には、どのように声がかかってきたのか。1) 小が大をM&Aした企業が面白いとレポートを書き始めたら、社外取締役になってくれと依頼された、2) 研究会で議論をしていたら、そこに参加していた経営陣から誘われた、3) 先方のビジネス周辺にいたことがあるので、互いに知り合いであった。

・ここで大事なことは、こちらも慎重に選ぶということである。馴れ合いではない。よく知らない経営者や企業の社外役員になることは、リスクが高く、いざという時責任がとれない。もしそのような声がかかったら、アナリストとして1年くらい会社を調べてから、返答するであろう。

・4社の社外取締役をやっていると、各々の会社に類似の同業他社が3~4社はある。それらの会社もアナリストとしてみていく。そもそも4社とは全く競合しない会社のアナリストレポートを書いている。その会社にも同業他社があるので、そこもみていく。

・よって、常に50~60社はウォッチしている。アナリスト活動が好きなので続けているが、時間的には常にフルタイムで、全力で走る必要がある。

・では、取締役会に参加するに当たっては、どのような姿勢で臨んでいるのか。スタンスとしては、常に少数株主の立場を保っている。取締役会の席に座っても、動きはアナリスト活動そのものである。

・ここで大事なことが5つある。第1は、投資家として知りたいことを丁寧に聞いていく。求める企業の姿から見えてくる蓋然性について、的確に質問する。その時、執行サイドが答えられるような質問に落とし込んでいくことが壺である。

・第2は、マーケットや業界をみていて、執行サイドが十分検討しているかどうかを確認していく。社外役員が発する質問について、執行サイドは通常すでに十分考えて手を打っているはずである。ところが、そういう質問に答えているうちに、経営者が何か新しい気付きを得ることがある。こういう時は会話が弾む。そうでない時は、宿題になることもある。

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。

・第3は、参加者から別の意見を引き出すことである。多様な見方があった方が、後の議論を絞り込みやすい。発散しないように注意しつつ、別の取締役や監査役に質問する。その時、きちんと意見を持っている人に具体的に聞くことである。そうすると別の視点が出てくることもある。

・第4は、素朴に疑問に思ったことは、タイミングをみながら、率直にきく。これもいくつかの仮説を立てた上で、聞くようにしている。単なる思い付きではない。これで経営者が乗ってくるようなら、しめたもの。不機嫌になるようなら、それはそれで意味がある。

・第5は、むきにならないことである。対立しても事態はよくなる。よりよい意思決定ができるように、取締役会の場を盛り上げていく。受入れられないことがあっても、経営環境は刻一刻変化していくので、別の局面で必要になるかもしれない。

・こうした対話の姿勢と実践は、アナリストとして長年やってきたことであり、今でも日々工夫しながら楽しんでいる。

・専門家でありながら社外取締役として一目置かれるには、常にいかに組織能力が高められるかという観点から言動を構成していくことである。つまり、マネジメントの感覚を共有していないと、執行サイドからの共感は得られない。

・アナリストという資格ではなく、アナリスト活動の実践を通して、次の世代の社外取締役が数多く育ってほしいと願う。

2. 新たな価値の源泉を求めて

ウェブスリーの台頭～何が新しいのか

・6月に日経新聞、総務省主催で、「世界デジタルサミット 2022」が催された。いくつかのセッションを視聴してみた。全体のテーマはデジタルトラストであった。信頼できるネット社会を作るにはどうしたらよいのか。サイバーリスクにいかにか手を打っていくか。

・PwCの大竹伸明 CEO は、1) デジタルトラスト (DT) のマテリアリティ (重要課題) を特定せよ、2) その上でロバスト (頑健性) を求めるだけでなく、何が起きたとしてもレジリア

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。

ントであるか、つまりすぐに回復できるかが問われる、と強調した。3) その遂行に当たって、CIOとは別に、CISO（最高情報セキュリティ責任者）を設けるべし、と提言した。

・インターネットは誰でも便利に使うようになったが、そこにはまだ差がある。デジタルデバイド（情報格差）が思わぬ不利益を招く。利便性を高めつつ遅れないように、さらに犯罪に巻き込まれないように、人々を守れるような社会を作っていく必要がある。

・ウェブスリー(Web3)が広がろうとしている。Web1.0がインターネットで何かを読むのに対して、Web2.0は自分も投稿して使うようになった。そして、Web3.0はネット上で何かを所有するようになる（岩瀬 KLKTN CEO）。

・Web2はネットワーク効果がカギで、大手のGAFAsが世界と席卷してきた。Web3は、ネットワーク効果に左右されずに、これに関わるステークホルダーにリターンを生むことができる。（オリフル WorkCo Japan 創業者）。

・Web2が中央集権的でデータセンター中心であるとするれば、Web3はネットワークが分散型で、トークンがそれを繋いでいくオーケストラ型である（松本マネックスグループ CEO）。

・Web1がサーバーを使ってリードする（読む）ことであつたとすると、Web2はモバイルやクラウドを使ってライトする（書く）ことができるようになった。そして、Web3は参加（ジョイン）して所有（OWN）することができる。

・クリプトアセット（暗号資産）やメタバース（超宇宙のようなネット上の新しい空間）が広がってくる。とすると、この先にWeb4やWeb5もありうる（伊藤デジタルガレージ共同創業者）。

・インターネットが登場した時よりは、Web3の将来について分かっている人は多い。しかし、フォロワーは何か危うさを感じる。人は自分が十分理解できないことに不安を感じるが、それが普及してみると便利に使っていることも多い。

・暗号資産は（クリプトアセット）は、通常の通貨ではない。今のお金（通貨）は、国がコントロールし、人々が信用しているので、価値の貯蔵や価値の交換に使われている。

・仮想通貨（クリプトトークン）は、現在の主権通貨のように中央でコントロールされないが、一定のエコシステムの中で、お金のように使われていく。このエコシステムが独自の領

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。

域を形成し、国を超え、これまでの法令を超えて、勝手に独自の空間（世界）を作っていく可能性がある。

・フィンテックは、既存の金融システムを新しいネットテクノロジーを使って、もっと便利にしていこうという流れである。NFT（ノンファンジブルトークン）は、何らかのデジタル資産を、代替がきかない確かなものとして、所有を特定していく。BC（ブロックチェーン）技術によって、非代替性のトークン（デジタル証印）を信用あるものにしていく。

・これによって、デジタル資産は勝手にコピーできず、所有権を明確にできる。ゲームに始まって、デジタルアート、デジタル漫画、デジタル投資、デジタルがもつステータスにも、所有者が特定できる。

・今、お金を家においたり、銀行に預けたり、株や不動産に投資してその証券（権利証）を持っているのと同じように、自分が何らかの価値をおくデジタル資産をクリプトアセットとして普通に所有でき、その価値を保有できる。

・その価値は、マーケットを通して評価されるので、価値が上がることもあれば下がることもある。取引すれば、別のクリプトアセットへ移ることもできる。これから10年も経てば誰にとっても当たり前新しいアセット（資産）クラスになっている、という見方も有力である。

・株券はすでになくなったが、株式の権利は第3者の機関が安全性を保証している。株式は実際の企業のバランスシート上の価額に対する所有権を有する。上場企業であれば、マーケットでの取引を通して、現在の価値がたえず明示される。それを当たり前と思っている。

・こんなイメージと同じように、デジタル空間の中で、あらゆるプロセスが記録されて信用が構築されていくことになる。今のお金の世界とは別の仮想空間で、トークンをベースにエコシステムができ上がっていく。

・そこでは、トークンに投資する人、トークンでファイナンスする人、トークンで新しい事業を始めサービスを提供する人、それを利用して楽しむ人々が出てくる。このエコシステムが動き出すと、今のリアルの世界とバーチャルな世界が2つあって、その相互のやり取りも発展してこよう。

・バーチャルな世界のガバナンスは、誰が担保するのか。それは参加者自身であるが、そこ本レポートは、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。

には何らかのルールが必要になろう。BC をベースにする分散型ネットは自己責任が原則としても、何か危ういことが起きては困る。

・日本はどのようなスタンスで、このイノベーションを支援していくのか。Web3 で全く新しい変化が起きようとしている。既存の仕組みを守ろうとすると、このイノベーションに遅れをとろう。

・日本は、そうなる公算が社会の特性として高い。10 年後に「しまった」とならないように、みんなで盛り立てていく必要がある。新しい会社が古い会社にとって代わっても、その方が活気にあふれた未来が拓ける、というカルチャーをぜひ創っていききたいものである。

メタバースを楽しむには～イマーシブとの共存

・まだ確証は十分でないが、宇宙は1つではないらしい。かつて、太陽は1つと思われていたが、太陽系以外に恒星は数千億個もある。それが集まっている銀河も1つではなく、数千億個はある。

・この宇宙は光より早い速さで膨張しているように見える。宇宙が universe (ユニバース)、つまり1つの宇宙でなく、多様で無数の multiverse (マルチバース) であると考え、宇宙の謎がさらに解けるらしい (野村泰紀著「なぜ宇宙は存在するのか」)。

・インターネットの世界でも、VR、AR から metaverse (メタバース：超空間) の世界へ大きく広がろう。仮想空間が全く新しい存在になろうとしている。自分の分身であるアバターを使って、メタバースの世界を自在に動き回るのは楽しそうである。が、何か不安も尽きない。

・「デジタルサミット 2022」から、いくつかの論点を取り上げてみよう。NTT の澤田社長は、現代社会における社会関係性の低下に懸念を示す。人と人との付き合いが必ずしもうまくいかない。誤った情報が感染症のごとく広く流行するインフォデミックがいたる所で起きている。嘘やデマに誘導される誤情報の氾濫である。

・デジタル技術がそれに加担しているなら、是正していく必要がある。限られたフレーム内の情報に誘導し、その中で心地良さを追求することは、バイアスを増長してしまうかもしれない。

・個人の幸せ (well-being) の実現には、利他 (self as we) も考える必要がある。つまり、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。

社会や公共の幸せと両立することが、デジタルトラストの根幹であるという。

・NTTは「IOWN」(アイオン: Innovative Optical and Wireless Network)を通して、新しい情報基盤を作ろうとしている。そこでは、1) 利他をサポートする環境、2) 真贋を見分け保証する情報基盤を構築していく。

・そのために、1つは、コミュニケーションの高度化を図る。例えば、①公的な音と私的な音を同時実現させる(パラコンシステント)技術、②言葉だけに頼らないノンバーバルな振動デバイスの活用、③見るだけに頼らない、対象が出す音や振動の共感(スポーツの場面など)がありうる。

・もう1つは、4D デジタル基盤の構築である。空間(3次元) + 時間で4次元となるので、これを過去、現在、未来へと繋げていく。①道路交通の整流化、②都市アセットの安心・快適化、③社会インフラの協調保全などに活かしていく。

・確かに、2025年の大阪万博で道路が混まないようにうまくコントロールする。個々のビルではなく、街全体の資産をジャストインタイムで快適にコントロールする。多様なセンサーを活用して、地下や地上の地図をきちんと作っていく。こうした情報基盤は、リアルな生活を向上させるだけでなく、メタベースとも深く繋がっていく。

・IBMの山口社長は、進化するシステムの活用を強調する。日本IBMは、メタバース入社式を実施した。本人や親族もアバターで参加した。順天堂のバーチャルホスピタルでは、アバターでお見舞いができる。患者もコミュニティ広場へ外出できる。いろいろ会えるのは確かに嬉しい。リアルとバーチャルの融合に、メタバースを活用する動きはますます本格化しよう。

・データの高速処理で、リアルな場면을瞬時にバーチャルに変換して、そこを拡大して、臨場感を演出して、スペシャルに楽しむことができる。「ドラマテックベースボール」は1つの事例である。

・これを支えるテクノロジーとして、①Bit(CPU)に加えて、②AI Chip(ニューロン型)や③量子ビット(Qubit)の開発が進んでいる。QPU(量子コンピューティング)では、昨年27量子ビットを実現したが、もうすぐ127量子ビットが達成できよう。

・これでスパコンを超えてくる。さらに2025年には4000量子ビットを目指している。凄まじい本レポートは、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。

じい変化であり、これを活用して新しい発見が次々と生まれてこよう。

・すでに耐量子暗号の研究も進んでいる。今までの暗号が量子コンピュータで破られてしまうので、そうならないためのセキュリティの確保である。省電力も必須である。コバルトを使わない機器も、希少資源に依存しないためには、突破する必要がある。

・量子コンピュータ人材、サイバーセキュリティ人材、AI 人材の育成も急がれる。さらに、これらを支える倫理こそ競争における差異化を図る根幹であると、山口社長は強調した。

・メタバースの世界が広がってくると、リアルではできない体験ができるようになる。メタバースの中での価値を担保する上で、NFT(ノンファンジブルトークン)が大いに利用されよう。デジタルデータがしっかり守られる。これをシンボライズするクリプト神社も登場しているという。

・メタバースでは、ヒト、場所、モノ、プロセスがリアルとバーチャルで融合してくる。コンテンツの価値が活きてくる。自らの表現力、プレゼン力を高めることができる。“新しい没入感”を創り出すことができる。シミュレーションを通して予測能力を高めることもできる。

・Web2 が SNS の世界であったとすれば、Web3 はメタバースの世界の広がりである。Facebook は Web2 の巨人となったが、メタバースではゲームチェンジが起きることになる。

・デスクトップ PC からモバイルのスマホへシフトしてきたが、次は「没入（イマーシブ：immersive）感）」の実現が勝負となる。その世界に完全に入り込んで浸っている感覚をいう。メタバース（超空間）とはこのイマーシブを、リアルとバーチャルで行き来して両者を共有することにある。

・ゲーム、エンタメ、フィットネス、遊び、仕事、教育、商業（コマース）などに大きく広がってこよう。今はまだ中途半端なものが多いかもしれない。没入感が楽しめなければ、リアルの方が良いとなる。直接会った方が新しいアイデアが生まれる。飲み会もリアルの方が楽しい。使い分けであるとしても、没入感を追求するテクノロジーが大きく発展しよう。

・その時、コンテンツの信頼性、プラットフォームの安全性、オペレーションの透明性を確保してほしい。そうなれば、メタバースを大いに楽しむことができよう。新しいメタバースの世界を楽しみたいが、ついていけるだろうか。日本の産業界が遅れないことを願っている。

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

ここに投資機会を見出したい。

オフィス生産性をいかに高めるか～不動産市場の変化

- ・新型コロナの影響によって、この2年で生活の仕方、働き方が大きく変化している。仕事の内容にもよるが、在宅勤務できる人が大幅に増えた。
- ・一方で、ウクライナ紛争の影響によって、一時的な要素も含めてインフレが加速している。米国の金融政策をリード役に、金利上昇が意図的に進められている。お金の流れが変われば、不動産市況にも変化が出てこよう。
- ・オミクロン株による新型コロナの第6波はまだ十分な落ち着きをみせていない。次の変異株が広がる懸念もある。一方で、コロナとどう向き合えばよいか、というリスクマネジメントはかなり分かってきた。ポストコロナはまだ先になるだろうが、ウィズコロナの働き方はどうなるのであろうか。
- ・コロナ禍の2020年12月に、日本リージャス（TKPグループ）が調査した結果のよると、第3のワークプレイスを用意することが重要であった。当時、首都圏、近畿圏、中部圏のオフィスワーカー5000人にサーベイすると、①テレワークの普及率は53%、サテライトオフィスの導入は22%であった。
- ・②在宅勤務の生産性が高いと感じた人は34%で、66%はそうでもなかった。③サテライトオフィスの生産性が高いと感じた人は41%で、59%はそうでもなかった。④それでも63%の人がサテライトオフィスを含む勤務形態を望んでいた。
- ・同じ時期に実施されたパーソル総合研究所の調査では、在宅勤務の生産性がオフィス（職場）より高いという比率は35%、低いという比率が65%であった。コロナ対応の緊急避難的な在宅勤務であったので、職種や企業の準備状況によって差が出たものとみられる。
- ・コロナ前から在宅勤務の仕組みをもっていた企業はスムーズに対応しており、急に対応を迫られた企業においては、必要不可欠な業務に絞らざるをえなかった。
- ・コロナが落ち着くと、出勤率が上がっている。そこで働き方に変化が出ているだろうか。従来のままでよいという会社は少ない。新しい働き方へシフトする動きはますます強まるものとみられる。

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

・何が自分の仕事なのか。仕事が明確に規定されていれば、自立的にジョブをこなすことができる。このジョブ型仕事が明確になっていないと、リモートやサテライトで仕事を効率よくこなすのは難しい。

・反面、人と会うこと、仲間と議論すること、上司と話し合うことで、新しいアイデアやイノベーションを創り出すことができるとすれば、在宅リモートには限界があろう。

・デジタルが当たり前になれば、デジタル本社が機能するかもしれない。本社やオフィスは仕事の実務を行うところではない。オフィスは、人と人のエンゲージメント（つながり）を確認するところであるという見方も実現してこよう。

・①コミュニケーションやコラボレーションは集まってワイワイガヤガヤやりたい、②OJTや教育は対面でないと肝心なことが伝わらない、③共通の企業文化を身に付けていくには従来のような組織、集団活動が望ましい、という声も有力である。

・ハイブリッドにうまく組み合わせていくのが新しい働き方であろうが、その場合でも、自分の空間、グループで共有する空間、会社全体での空間をきちんと分けていく必要がある。リアルとサイバーの仕切りも求められよう。

・在宅といっても、そこで働くための自分の空間が用意できないと、機密は守れないし、生産性も上がらない。サテライトオフィスでも同様のことが生じよう。

・オフィス市場において、1) 空室率の上昇、2) オフィスの規模縮小、3) サテライトオフィスの需要増加という傾向がみられる。一方で、将来を見据えてオフィスを拡張する企業も増えており、グレードの高いオフィスを求めるニーズも強い。

・ホームオフィス（在宅）、サテライトオフィス（レンタルオフィス）、本部オフィス（本社や支社など）において、働く環境がスマートでないと、人は集まらない。

・将来のための R&D 投資や設備投資と同じように、人財を活用するためのオフィス投資は大いに拡大する必要がある。その時間われるのが、人的資本生産性である。オフィスをきれいにしても何の価値も生まないと考えるようなら、それは人的資本生産性が分かっていない経営である。

・生産性が上がるようなオフィスを創っていく必要がある。生産性が上がるような仕事のやり方、仕組みを工夫していく必要がある。これは、かつて日本が得意であった工場でのモノづくりの仕組みづくりに似ている。

・不動産市場をみると、物流施設は好調であり、賃貸住宅は堅調である。オフィス需要はやや低調ながら頑張っている。一方、商業施設やホテルは未だ苦しい状況にあるが、ここからの回復過程でかなり差が出てこよう。

・Eコマースはブームが一巡するとしても、高水準で定着しよう。物流倉庫は今後とも拡張が必要である。オフィスでは、レンタルオフィスのようなフレキシブルオフィスが今後とも大幅に伸びていこう。

・オフィスの移転、都心からの移住といっても、首都圏から出ていくほどではない。商業施設はモノ消費からコト消費への施設へ、次々と変身しつつある。ホテル需要はいずれ海外客が戻ってくれば、活況となるう。

・実物不動産の市況の変化は、リート市場に先行的に表れる。不動産の価値は使用価値によって決まる。利用のコンテンツをいかに高めていくか。生活空間、働く空間、楽しむ空間のインフラとして、それを新しく開発し、小口化して、商品・サービスを提供する市場は大きく成長しよう。

・シェアリングを利用する人はますます多様化しよう。ここにビジネスチャンスが生まれる。新しい不動産テックの企業も次々誕生している。ぜひ新しいオフィスで働きつつ、自らの生産性を上げ、同時に投資対象としての不動産テック企業にも注目していきたい。

ヘルスケアプラットフォームの構築に向けて～PHRの活用

・電子カルテ、調剤薬局のネットワークビジネス、ジェネリック医薬品の開発製造、健康増進のフィットネス、体によい健康食品などを取り扱う企業について、アナリストレポートを書いている。

・いずれも中小型企业で、ヘルスケア領域のニッチな分野でしのぎを削っている。何とかしてユニークなプラットフォーム（PF）を構築しようと、新しいビジネスモデル作りに挑戦している。

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。

・健康を確保したい高齢者からみると、ヘルスケアのサービスはまだ改善の余地が大きい。高齢になればなるほど、自らの生活パターンは変えたくない。新しいサービスは面倒で受け入れがたいと構えてしまう。

・筆者の体験を少し取り上げてみる。生活習慣病で2か月に1度、近くにあるかかりつけ医（クリニック）で検査を受ける。しかし、そのデータは、年に1回診てもらう人間ドッグとは連携していない。

・2か月分の処方箋が出る。これを待合室で写メールして、家の近くの調剤薬局に送る。こうした電子処方箋のネットでのやり取りは、すでにできるようになっている。しかし、どの調剤薬局でも十分利用されていない。理由は、高齢者がスマホの操作に慣れていないことと、薬局ごとにアプリの内容が違っているからである。

・調剤薬局では通常、処方箋を紙で受け取り、それを手で入力している。処方箋の自動読み取り装置は実用化が十分でない。

・処方箋のフォーマットがバラバラなことや、処方箋への記入内容がドクターによって違うので、簡略化された記入を誤って読み込んだり、読めなかったりするためである。そこで人手が必要となって、手間は減らない。この自動読み取りシステムがようやく進みそうである。

・高齢者でも、スマホでLINEを使うようになっている。そこで、処方箋のやり取りを、LINEを使って簡便にしようという動きも始まっている。

・今、ジェネリック医薬品が供給不足の状況にある。ジェネリックメーカーの品質不正問題で、業界が対応に迫られており、その影響が出ている。製造ラインの見直しや、品質向上のシステム作りに手間取っているからである。

・処方箋をメールで送って、薬局に薬があれば、準備が出来ましたとメールで返事がくるが、ジェネリック医薬品の準備に数日かかることもある。そうすると、そのことを電話で連絡してくる。メールで済むのに、電話で話して説明しようとする。電話はすぐにつながらない場合も多い。どちらにとっても手間となる。

・電子カルテはどうか。入院施設のあるような病院の電子カルテ化は進んでいる。しかし、クリニック（診療所）の電子カルテ化はまだ4割を超えたところである。新規に開業する若手の医師は電子カルテを普通に使いこなすが、60代以上の医師のクリニックでは、これま

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。

でのやり方に馴染んでいるので、電子カルテがなかなか進まない。

・クリニックに行くと、カルテの棚が大きなスペースを占めているところも多い。この電子カルテの比率はこれから上がっていく。世代交代であと20年経てばほぼ全て電子カルテになるだろうが、それでは遅い。

・薬はすぐに必要なもので、薬局で長く待たされることも多い。この待ち時間を減らすためにも、電子処方箋でのやり取りは有効である。服薬指導が必要なもので、対面で話す必要があるが、これがオンラインでできてしまえば、薬は家までデリバリーしてもらえばよい。薬局やドラッグストアでなくても、コンビニで受け取ることもできる。

・筆者の場合、人間ドックのデータは、その病院チェーンの診療施設では共有されるので、二重の検査はいらない。しかし、別のクリニックでの検査データとは連携されないため、似たような検査を何度も受けることになる。過去データの履歴も十分活用されていない。

・こうした個人の医療データを共有できるようにしたり、個人名を伏せて多くのデータを活用できたりすれば、医薬品の開発や医療サービスの向上に役立つことは分かっている。PHR (Personal Health Record)、EHR (Electric Health Record) は始まっているが、本格化にはまだ程遠い。

・NRIの機関誌の「知的資産創造」(2022年3号)では、2030年に向けたDXによるヘルスケアプラットフォームの展望について、レポートをまとめている。

・調剤薬局やドラッグストアなどの既存のオフライン型医療リテールに対して、新しいDXによるオンライン型医療リテールがどのように挑戦してくるか。そのプラットフォーム(PF)について4つのタイプを挙げている。

・1つは、「地域密着のファーストコンタクト医療PF」である。身近にあるかかりつけ薬局である。2つ目は、「医療と生活のトータルサポートPF」である。ドラッグストア主導型のサービス強化である。3つ目は、「生活圏内で最も便利な医薬品受取PF」である。コンビニと宅配が連携して、新しいサービスを提供する。

・そして、4つ目は、「一気通貫のオンライン医療PF」である。情報通信やヘルスケアITのベンチャー企業が、予約検索から医薬品の受け取りまでを一手に引き受けようとする。育児、働き盛りを入口にして、いずれ高齢者層のサービスにも浸透させることを狙っている。

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

・カギは、既存のヘルスケア企業において、①DXのネットワークをどこまで広げられるか、②バリューチェーンにおいて、どのような連携を図っていくか、③制度や規制の制約を乗り越えて、サービスの質、利便性をいかに高めていくか、という点にありそう。

・新しいイノベーションの戦いが始まっている。今後10年で、かなりの新陳代謝が進もう。全く新しい企業の台頭、ニッチなPFの構築に注目したい。

人的資産をどこまで見抜くか～人的創造性の測り方

・組織で働く人々の能力は、バランスシートに載っていない。正社員の人件費は費用として損益計算書(P/L)で落とされる。ソフトウェアの開発費は、それがビジネスに活かされるならソフトウェア資産として計上される。設備の設計に携わって、それが実用化されるのであれば設備資産となる。

・では、パート・アルバイトの人件費はどうか。正社員の人件費は固定費の要素が強いが、パート・アルバイトは変動費である。相対的に安くて、増やしたり減らしたりする自由度が高い。できるだけ正社員を増やさないという経営が、この30年続いてきた。

・社内人材の能力を高めるような人材教育はどうか。人材育成には手間がかかる。一生懸命育てても、簡単に辞めていく。それなら必要な人材は、途中で採用した方がよい。

・ところが、中途人材は社内事情がよくわかっていないので、思ったほど戦力にならない。そもそも途中で会社を出入りするような人材は、中々定着しにくい。このような古い見方がまだ頻繁に聞かれる。

・新卒は有力な働き手なので、新卒採用に力を入れる。しかし、入社2~3年で辞めて転職するのは、もう当たり前になりつつある。そもそも大した実務能力もないのに、潜在的な可能性だけで採用しても、うまく育つ人材は少ない。

・一方で、人手不足、人材不足である。人材を人財にするには、その仕組みが必要である。人件費を費用ではなく、人財投資の先行投資と考えるべし、という見方が最近広がっている。

・3月に日本CHRO協会のフォーラムで、2人の方が問題提起した。同志社大学の浜矩子教授は、「ヒトをモノとして扱っているのではないか。本当にヒトに生かされる経営を行って

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

るのか。」と辛口の講演を行った。

・都立大学の松田千恵子教授は、「人的資本の活用といっても、その前提として、経営戦略が本当に立てられているのか、ジョブ型人事制度といいながら、適材が採用できるまで、ポジションをオープンにすることが許されるのか。」という問題提起をした。

・パート・アルバイトが安くて便利と活用してきた企業は、時給 2000 円になったら、やっていけるのだろうか。十分な人材育成をしない会社で、必要な人財が育つとは思えない。

・社内の人事制度がしっかりしていない会社に、途中で入りたいとは思わない。グローバルに通用する仕組みをもっていない企業が、海外で活躍できるはずがない。

・企業が有する人財ポテンシャルはどう測るのか。これまではB/Sに載っていないなくても、費用として処理する中で、キャッシュ・フローに反映されているはずであり、将来キャッシュ・フローの現在価値に反映されるので十分である、といわれてきた。

・しかし、それでは全く不十分になっている。人財ポテンシャルを、もう少し見える化しないと、企業価値の評価が十分できないという見方が有力となっている。

・研究開発、設計製造、販売マーケティングなどのバリューチェーンにおいて、人財を活かす組織能力を何らかの形で知りたい。これが、最近の投資家のニーズである。

・まずは非財務の領域で、わが社の人財戦略とその成果について語ってほしい。次に、財務面でも人財、人的資本の生産性について、工夫しながら示してほしい。

・3月にオムロンは、長期ビジョン「SF2030」と中期3カ年計画「SF 1st Stage」を公表した。SF (Shaping the Future) に向けて、“人が活きるオートメーションでソーシャルニーズを創造し続ける”を掲げている。中期計画では、カーボンニュートラル、デジタル社会、健康寿命におけるソリューションでビジネスを拡大する。

・3カ年のKPIとして、金融資本効率としてROIC 10%超、ROE 10%超を目指す。そして、D&I (ダイバーシティ&インクルージョン)の加速に向けた人事戦略の導入で、「人的創造性」を年+7%向上させると設定した。

・人的創造性とは聞きなれない。オムロンが定義したもので、人件費当たりの付加価値額
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。

(付加価値額÷人件費)である。3カ年で人財開発に60億円投入する。ジョブ型人事制度の導入を3年後には完了する予定である。

・ここからは一般論であるが、これまで労働生産性は1人当たり付加価値額で測定された。付加価値とは、人件費+減価償却+営業利益を中心として、企業内で生み出された価値である。

・人件費を人財投資とみると、労働生産性=〔付加価値/人財投資〕×〔人財投資/従業員数〕となる。人財投資を1年分の人件費で代用するのは、シンプルすぎるようにもみえるが、まずは何らかの定義をして、指標として使ってみるのも1つの方策である。

・1年間の人件費(人財投資)で、どのくらいの付加価値が生みだされているか。オムロンの場合は、それを年7%で成長させたい。つまり、労働生産性を7%ほど伸ばしていくという意味である。この人的創造性を財務的KPIとした。興味深い試みである。

・人的資産の見える化をどのように実践するか。多くの企業の試みに大いに注目したい。さらに、その成果を実感したいものである。

監査価値を投資に活かすには～KAMを利用して

・上場企業は、有価証券報告書に記載する財務情報について、必ず会計監査法人の監査を受けている。財務情報が正しいという前提で、投資家はその情報を利用する。

・財務情報に不正や過誤があったならば、企業に対する信頼は著しく低下する。何らかの意図を持った粉飾決算が作られているとすれば、それは尋常でない。

・監査法人はそれを見抜けるか。どんな不正も必ず見抜くことができれば、企業の執行サイドは不正をやらないであろう。企業価値を棄損し、自らの人生を棒に振ってしまうからである。

・ところが、解釈の違いは発生しうる。財務データは、結果としての過去の情報であるが、執行サイドも投資家も、それを将来予測に用いていく。収益の認識や見積りの方策、会計手続きの解釈によって、財務データに違いが出てくる。

・この違いが時として、経営判断や投資判断に大きな影響を与える。そこで投資家からみる本レポートは、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、監査プロセスにおいて、1) 何らかの不正はなかったか、2) 財務データの見積りにおいて判断の甘さはどこにあったのか、3) それは将来の企業価値にどのように影響するのか、を知りたい。

・監査法人トーマツから、デジタル監査の方向性について、話を聴く機会があった。既存の監査領域において、デジタルの活用でリアルタイムな監査が進めば、不正の抑制に対して効果的である。新たな保証の領域では、非財務情報を含めた情報の真正性の担保が求められる。

・デジタル監査の特長は、これまで人手による経験に頼っていた監査プロセスを、AI などの活用によって確認作業の領域を広げ、スピードを上げ、異常点をあぶり出して、素早く可視化することにある。こうした効率化で、監査人のプロは、人でしかできない付加価値を生み出すタスクに集中できよう。

・監査法人は、新しい監査プラットフォームの構築に力を入れている。2030 年に向けて、言語と時間を超えようとしている。

・①リアルタイムな全量解析による異常点識別、②自動翻訳を活かしたグローバルコミュニケーションの高度化、③監査アシスト AI の開発と実用化、④デジタルと人の協働による経営判断に資する洞察（インサイト）の提供、を目指している。まずは、AI 不正検知モデルの実用化が始まっている。

・企業経営に役立つ監査価値が生みだされるのであれば、執行サイドも監査の役割を一段と高く評価しよう。とかく監査報酬の金額の多寡、監査内容に関する認識の違いに伴う対立、にばかり目が行きがちである。

・投資家は当然、監査品質を監査価値に変えていくプロセスを少しでも共有したいと考えている。PWC あらた監査法人の話を聴く機会があった。

・PWC の品質管理本部では、その評価プロセスにおいて、15 の目標、206 のリスク項目、132 のアクティビティ、350 のキーコントロール事項を掲げて、その活動を行っている。

・1) 監査基準のクリアに向けたコンプライアンス、2) 監査との関連性を広げていく実効性、3) 新たな付加価値に結び付けるバリュークリエーション、という 3 段階で、PDCA を回している。

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。

・この中で、いかに、①差別化された品質向上を図るか、②魅力品質を創り出していくか、③先を読んだ取り組みを実践していくか、に力を入れている。

・投資家としては、監査法人の力量、チームの力量、ひいてはパートナー個人の力量に差があることを十分踏まえて、付加価値をみていく必要がある。

・個別企業において、どんな監査項目が重要であったかという内容は、KAM（監査上の主要な検討事項）によって知ることができる。

・2020年度から義務付けられたので、2021年6月以降に発行された有価証券報告書には、その内容が記載されている。日本証券アナリスト協会では、「証券アナリストに役立つ KAM の好事例集」（2022年2月）を公表した。その中で、優良 KAM として 23 社の事例をあげている。

・具体的な企業として、スペースバリューHD（PWC）、RIZAP グループ（太陽）、山喜（あずさ）、大和工業（PWC）、CKD（トーマツ）、小倉クラッチ（あずさ）、東芝（PWC）、明電舎（あずさ）、シャープ（PWC）、名村造船（トーマツ）、バンダイナムコ HD（あずさ）、ニフコ（あずさ）、丸紅（EY）、AOKI HD（PWC）、三井住友トラスト HD（あずさ）、日本証券金融（東陽）、第一生命 HD（あずさ）、東京海上（PWC）、商船三井（あずさ）、日本航空（あずさ）、四国電力（トーマツ）、カブコン（あずさ）、ソフトバンクグループ（トーマツ）が紹介されている。

・アナリスト協会では、KAM の利用価値について、1) 監査品質を通して一定の判断材料が得られ、2) 会社のリスクがよく理解でき、3) 会計上の見積り等について、重要な参考意見が得られること、をあげている。とりわけ記載が具体的で、会社公表情報と KAM の内容が客観的、独立的でありながら、しっかり連携していることが重要であるとみている。

・筆者の場合、3月期決算の会社でみると、6月に有報が出されるので、1Qの決算インタビューを行う8月に、このKAMについて会社サイドと詳しく議論する。

・ほとんどの場合さほど問題はないが、1~2割のケースで経営上の重要課題として、将来に強く結びついていることがある。当然、その時は重要なテーマとなる。

・監査法人がどのような観点と手続きで KAM を実施したかは、大いに参考になる。これこそが監査価値の重要な要素である。今後とも KAM には大いに注目し活用していきたい。

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。

統合レポートを読んでみると～アワードの総合商社のケース

・日経の統合報告書アワード 2021 で、双日がグランプリ、伊藤忠商事が準グランプリの表彰を受けた。WICI ジャパンのアワードでは、伊藤忠商事がゴールドを受賞した。

・そこで、双日、伊藤忠商事、三菱商事の 3 社の統合報告書を改めて読んでみた。表彰を受けた企業に対して、筆者自身はどう感じるのか。自らの視点で検討してみた。

・統合報告書を読む視点としては、①中長期の企業価値創造について、その仕組みをどんな風に語っているか、②読んで何が最も印象的であったか、③自分としてまだ納得できないことや、機会があれば会社サイドと対話してみたいことは何か。④この報告書をベースに、投資対象を 1 社選ぶとすれば、どこになるだろうか。こんな論点を頭においた。

・直近の株価をベースに、 $PBR=ROE \times PER$ という関係式のデータをみると、伊藤忠商事は 1.3 倍 = 16.7% × 7.9 倍、三井物産は 0.9 倍 = 14.3% × 6.1 倍、三菱商事は 0.9 倍 = 12.4% × 7.1 倍。双日は 0.6 倍 = 11.6% × 5.3 倍であった。

・PBR が示す無形資産の評価では、伊藤忠商事が相対的に高い評価を受けており、収益性や成長性では双日がやや見劣りしている。三菱商事や三井物産は PBR が一時 1 倍を上回ったが、再び下回ることも多い。

・伊藤忠商事は統合報告書で、利は川下にありという考えに基づき、蓄電池事業へのマーケットインを幅広く語っている。新しい事業分野として今後の展開が注目されるが、収益性という点ではまだこれからである。

・事業環境の先を読むという観点で、2030 年までのマクロ環境要因を PEST 分析 (Political、Economical、Social/cultural、Technological) を行っている。

・価値創造の仕組みであるビジネスモデルについては、 $[\text{企業価値}] = [\text{創出価値}] \div [\text{資本コスト} - \text{成長率}]$ というフレームで分かり易く語っている。事業の推進にあたっては、どの事業においても、事業計画、投資基準、ESG とリスク評価、EXIT 条件を明確にしている。

・ウクライナとロシアが厳しい紛争に陥っているが、伊藤忠商事は中国ビジネスを今後どのように考えていくのか。この点に改めて注目したい。

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。

・三菱商事は、経済、社会、環境の3つの価値を同時に実現していくことを目指す。とりわけ産業DXとEX(環境)を一体で推進していく。この分野に大型投資を実行する方針である。

・産業EXでは、例えば食品流通DXのプラットフォームを構築しようとしている。EXでは、ブルーアンモニアのバリューチェーンを新たに構築していく。

・EXにおける温暖化ガス(GHG)への対応では、GHGの①Avoid、②Reduce、③Removeを明確にして、各々の領域で環境価値を創出しようとする。再生エネルギーや天然ガスで、CO₂の排出ゼロに取り組んでいく。

・三菱商事はグローバルなビジネスを展開しているため、国際諮問委員会を海外の識者で構成し、その知見を取り入れている。資源、エネルギー分野に強い反面、米中の地政学的リスクや最近のウクライナ紛争にはどのように対応していくのか。その方向を知りたいところである。

・双日は、商社としての規模は相対的に小さいが、独自の個性を出そうとしている。2021年4月から新しい中期計画をスタートさせた。事業と人材を創造していく会社を目指している。

・トルコでの病院事業から始まって、ヘルスケア事業をアジアで幅広く展開しようとしている。KPIとしてCROIC(キャッシュROI)を導入し、各事業本部が各々目標を設定した。CROIC(基礎的営業キャッシュ・フロー/投下資本)を達成すれば、会社全体としてROE10%超が達成できるように設定している。

・PBRを1倍以上にもっていくためには、ROEを上げて、資本コストを下げる、という双方に注力し、エクイティスプレッドを拡大していく。これによって、PBR1.0の実現を目指している。

・3社の統合報告書はいずれもよくできており、水準が高い。比較しながら読むと、会社がアピールする違いが参考になる。

・投資という観点からみると、伊藤忠商事は次の成長領域についてさらに進展がほしい。三菱商事は、資源エネルギーに強みを持つ中で、次のEXについて大型投資をしていく方向がはっきり出されている。

・双日については、成長領域の拡大に対するビジネスモデルの中身がまだ十分伝わってこな
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。

い。ROEについても、もう少し上げていくストーリーがほしいところである。

・この3社を比較すると、筆者としては双日の成長余地に期待したいが、その領域をもう少し詳しく知りたい。三菱商事は、エネルギー問題が新しい展開をみせる中で、事業領域が広がりそうである。伊藤忠商事は経営力の安定感が際立っていると感じる。

・エネルギー資源、食料資源、希少鉱物資源の需給タイト化とサプライチェーンの混乱は、今後どのように正常化するのか。今回の新たな地政学的リスクにどのように対応していくのか。2022年の統合報告書で、その変化をどのように捉えてくるのか。総合商社の戦略に大いに注目したい。