

## ベル投資環境レポート

# マイナス金利下の企業経営改革

## ～よい経営を見抜く対話とは～

2016年3月24日

鈴木行生

---

目	次
<b>1. 投資環境の変化と改革の方向性</b>	<b>2. 投資スタンスを見直す視点</b>
➤ 新三本の矢はどこに～グローバル経済変調の中で	➤ よい経営を見抜く 10 の対話～どんな質問をしたいか
➤ マイナス金利下の投資マネジメント	➤ 個人投資家説明会で何を訴えるか～富士フイルム、神戸製鋼、リクシル、JT
➤ ガバナンスと収益力～本当に機能するのか	➤ NTT～グローバル企業への転換を目指す
➤ 取締役会で何を議論するか～投資家からの期待	➤ AI（人工知能）はどこまで進むか～生涯学習のすすめ
➤ 投資におけるエンゲージメントとは～経営者との対話	➤ アニメ、ロボット、人形浄瑠璃と初音ミク
➤ ここからの企業経営改革～投資家が知りたいこと	➤ 最後の 10 年をどう生きるか～ヘルシーエイジング

---

### 1. 投資環境の変化と改革の方向性

#### 新三本の矢はどこに～グローバル経済変調の中で

・虐殺と餓えが命がけの難民を生む。どこに逃げるのか。人道上的救いは必要だが、10 万人、100 万人規模となると受け入れることすら困難になる。宗教を軸にした部族の対立なので根は深い。抹殺することを厭わない民族紛争が拡大し、解決の糸口を見出せないでいる。IS テロ国家の資金源は石油と略奪にあり、戦いは激化している。

---

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。

・石油が安くなっている。米国のシェールガスが新たな資源として大きく台頭し、需給は緩んだ。加えて、中国をはじめ新興国経済の減速によって需要が鈍化する中で、需給調整が進まない。OPEC はかつての力を失い、減産に合意することができない。

・サウジとイランの宗教上の争いは厳しい局面にあり、宗教代理戦争の一步手前にある。石油資源は、いずれは枯渇するので大事に使う必要はあるが、今は予想を超えて安くなっている。アメリカでも日本でも、車を運転する人々にとって、ガソリン価格の低下はありがたい。

・しかし、石油資源国の経済は厳しくなる。BRICS（ブリックス）といわれた新興国でも、石油価格の下落はロシア、ブラジルに影を落とす。中東のオイルマネーが運用資金を引き戻すので、金融市場にとってもネガティブに働く。

・中東での紛争が激化すれば、いずれ石油の供給不安が顕在化する恐れがあり、そうなれば石油価格は急反騰してこよう。こうした価格の乱高下は経済にマイナスであり、日本のエネルギー資源の確保にも障害となる。

・日本はこれからどうすべきか。外部経済はすべて与件として受け入れるのか。あるいは一定の範囲において主体的に関わっていくのか。経済はグローバル化しており、貿易や内外直接投資、人材の交流なくして、現在の豊かさを維持し発展させることはできない。

・鎖国的な縮み志向では相対的に貧しくなる。皆で仲良く我慢すればよいというわけにはいかない。かといって、自国の国益のみを最優先して、目先の経済外交にのみ邁進するだけでは、国としての信頼感は得られず、いずれ見透かされてしまうことになる。

・皆にいい顔はできない。ビジョンと理念に基づき、改革を進めるしかない。しかし、政治は選挙をベースとするので、できるだけ皆にいい顔をしたい。そうすると痛みを伴う改革を避けようとする。無理に実行すると、しっぺ返しをくらって、結局改革が頓挫してしまう。今年は選挙の年である。7月の参院選挙に向けて、望ましい目標が政策として出されるとしても、具体策については実行が難しいといえる。

・アベノミクスの第1ステージは、1) 第1の矢：大胆な金融政策、2) 第2の矢：機動的な財政政策、3) 第3の矢：民間投資を喚起する成長戦略、によって、デフレからの早期脱却と日本経済の再生を目指した。3年を経て一定の成果は出ているが、まだ道半ばである。

---

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。

・何をもって一定の成果とみるかは、人によって意見は分かれる。1) 国内の景況がよくなり、2) 企業の業績は大幅に好転、3) 株価が2倍以上に上昇し、4) 所得が増える方向にある。

・一方で、デフレマインドの払拭はまだ十分でなく、円安で食料品等は値上がりしており、消費税の負担が重くなったので、生活実感は必ずしも改善していない。企業においても、もっと輸出が拡大し、設備投資を増やすという従来型の展開は思うように進んでいない。経済構造の変化が生じているからである。

・2015年9月の自民党総裁再選を踏まえて、安倍首相は、アベノミクスを第2ステージに移すと宣言した。第2ステージでは、1) 第1の矢：希望を生み出す経済（GDP 600兆円の達成へ）、2) 第2の矢：夢を紡ぐ子育て支援（出生率1.8へ）、3) 第3の矢：安心につながる社会保障（介護離職ゼロへ）によって、「日本1億総活躍社会」を目指すことにした。

・第1ステージの時よりも、政策が具体化したといえるのか。黒田バズーカによる大胆な金融緩和は、今後ともいつでもありえよう。1月末のマイナス金利導入はサプライズであったが、効果は十分だろうか。機動的な財政政策もいつでもありうる。これまでは大震災対策も含めて手が打たれてきたが、今後とも景気テコ入れには常套手段となりうる。しかし、財政赤字が常に制約となる。とすると、引き続き問われるのは成長戦略であり、そのための大胆で具体的な新政策や規制見直しがほしい。

・今回の3本の矢で、株価は上がるのか。たぶん上がらないとみる。なぜなら、第2ステージのお題目は、矢(戦略)ではなく的(目標)であって、実際にどうするという手立てがはっきりしていない。企業の経営戦略でいえば、抽象的な目標に対して、目標を3つに細分化しただけであって、それをどのように達成するかはこれから肉付けしていくという話である。

・多くの上場企業が新しい中期計画を発表しても、通常株価は上がらない。その中期計画がお題目に留まっている可能性が高く、結局のところ実行して成果が出始めないと投資家は信用しないからである。

・GDPを600兆円にもっていく手立てはある。出生率を1.8まで高める方策もありうる。介護離職をゼロにすることも可能である。しかし、次の3カ年を現状の延長でみれば、とても実現しそうにない、と誰もが思ってしまう。それを覆して、実行力を見せるのが政治家の本来の仕事である。実行の道はいくつもありうるが、そこには利害の対立が生まれ、進本レポートは、独自の視点から書いており、基本的に会社側の立場に立つものではない。本レポートは、投資家の当該企業に対する理解促進をサポートすることを目的としており、投資の推奨、勧誘、助言を与えるものではない。内容については、担当アナリストが全責任を持つが、投資家の投資判断については一切関知しない。本レポートは上記作成者の見解を述べたもので、許可無く使用してはならない。

行の妨げも出てくるので、なかなか思うようにはいかない。

・これからの日本にとって、はっきりしていることがある。1) 高齢化社会を乗り切するためには、元気な限りいつまでも働くことのできる場を用意して、働いた人にはそれなりの報酬があるようにする、2) 少しでもやりがいのある働く場を生み出すように、人材の生涯教育に力を入れていく、3) 1人当たりの生産性を高めるような新しい高付加価値産業を育てていく、4) 海外から移民を入れて、その子供たちは日本国籍人として平等に育てる、5) 優秀な日本人をグローバル人材として育てる、ことである。

・これらを推進する戦略を打ち出して、「新しい価値創造国づくり」を目指してほしい。人材、ナレッジ、テクノロジー、金融、インフラ・ファシリティ、環境において、国として、企業として、国民のライフスタイルとして、新しい価値創造モデルを構築すべきであり、できる蓋然性は高い。

・日本企業はいかに収益力を高めるか。それには、①ビジョン（経営者の経営力）、②中期計画（事業の成長力）、③ESG（会社の持続力）、④突然の下方修正（業績のリスクマネジメント）に対して、組織能力をしっかりと高めることが必須である。多くの上場企業には十分可能である。ROE 12%のクリアをぜひとも実現してほしい。そうすれば、日経平均で3万円がみえてくるからである。

### マイナス金利下の投資マネジメント

・日経平均株価は昨年6月の20868円をピークに、この2月には14952円まで下げた。-28.3%の下げであった。この間のNYダウはピークとボトムで-14.5%であったから、日本の下げの方がきつい。ドル円レートは125.86円から110.99円へ円高にふれたので、ドルベースでみた日経平均の下げは-18.8%となり、売りの主体は外国人投資家であった。

・世界的な景気減速が懸念される中で、中国経済の変調、原油価格の下落が大きく作用した。日本にとっては、黒田日銀総裁の量的質的緩和が円安に働き、消費者物価2%を目標に、脱デフレを目指すという金融政策が進行中であった。しかし、ここにきての円高傾向や大幅な原油安は、国内物価を押し下げるとともに、企業業績にもネガティブに働く。日銀は、新たな政策手段として1月末にマイナス金利を導入した。画期的な手法ではあるが、まだ消化不良であり、マーケットではその功罪が論議を呼んでいる。

・マイナス金利付の量的質的金融緩和政策がスタートした。黒田総裁は目標達成に向けて、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。

さらに手を打つことは厭わないと公言している。かつてない政策がとられるということは、従来の政策では効き目がなくらいグローバルな金融経済の実態が厳しい局面、新しい局面に入っているということの意味する。世界のどこかで箍が外れると、リーマンショックのようなことが起きかねない。それを避けるべく、グローバルな協調を保ちつつ、一定のバランスの中でソフトランディングを図り、次なる回復を目指そうとしている。

・それにしても、マイナス金利が一時的で、すぐに解消されることにはならない可能性が高い。マイナス金利では、お金を預けるよりも借りて使った方がよい。では、借りて何に使うのか。そこでどのような効果やリターンを生むのか。長期的にマイナス金利が続く経済にあって、本当にお金を借りてよいのか。先行きが不透明であると感じている人は多い。

・日銀としては、何としてもデフレ再燃を阻止したい。金融政策だけでは限界があるとしても、打てる手はしっかり打って対応する覚悟で実行している。政府の成長戦略の遂行が本筋であるが、これは時間がかかり、効果もすぐに顕在化するとは限らない。行政当局は一生懸命やっているというが、マーケットからみると思い切って実行しているようにはみえない。このギャップが広がると、アベノミクスへの失望に繋がるので、それは避けてほしい。

・中国経済の変調は構造的である。投資主導の経済から、消費主導の経済へ移行していく。かつてのような設備投資の増大、資源の大量消費とはいかない。人件費は上がっており、労働人口は高齢化に向かっているため、世界の工場となって輸出を拡大するわけにもいかない。輸出の勢いが落ちてくると、貿易黒字が減少してこよう。人民元もドルに対して、元安という方向にある。消費の質は上がるとしても、人民元の海外投資も増えよう。過剰設備や不効率の解消に向け、中国国内企業の淘汰や再編が加速しよう。しかし、政治の力で中国経済はまだコントロールされるので、中国発の世界経済ショックという展開にはならないとみるが、懸念は大きい。

・欧州の一部の国に続き日本もマイナス金利、新興国はクレジットリスクを抱えるという中で、米国はマイペースの利上げが続けられるのか。すでに、それはかなり難しいという見方が有力になっている。利上げがあるとしても、その動きは一段と緩やかになり、利上げの回数も減るという見方だ。米国の利上げ、ドル高がドルベースの借金返済を一段と苦しくする可能性がある。米国の実態経済もこのまま順調というわけにはいかない。シェールガス開発は止まっており、製造業の勢いも鈍化している。

・日本の3次元緩和（量的、質的、マイナス金利）は次にどう動くのか。5月下旬の伊勢志本レポートは、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。

摩サミット、7月の参院選挙（場合によっては衆参ダブル）に向けて、4月、7月にもう1弾の手を打つ必要が出てこよう。当然、1) 成長戦略をさらに練って打ち出す、2) 財政の出動を促す、3) 金融の3次元緩和をさらに進める、ということがありえる。これで景気が目に見えてよくなればよいが、そうとも言えない。何とか現状をキープするという水準にとどまろう。来年4月の消費増税の実施も、本当にやるのかが改めて問われよう。目先のバランス確保が長期の食い潰しになる、という悪しきパターンが進むかもしれない。

・家計の消費、企業の設備投資、投資家の金融投資はいずれも先行きの期待に依存する。賃金、企業業績、株価水準など、実績のデータがよい方向に向かえば、人々は自信を持つ。加えて、先行きへの期待が実現に向かう兆候（シンプトン）が出てくれば、さらに安心感が広がってくる。しかし、期待だけが先行して行き過ぎれば、それはバブルになりかねず、何らかの弾みで一気にしぼんでしまう。インフレ期待（消費物価2%）はまだ実現していない。よって、人々は様子を見ている。

・マイナス金利は、実質金利が下がるという点で、実効性がある。住宅ローン金利は下がってきた。ローンの借り換えは起きている。まだ新規の住宅をどんどん買うというほどではない。借りた金は返す必要があるので、将来の所得に自信のもてる人しか動けないからである。

・一方で、銀行の業績は、マイナス金利の影響で下がってくる。今までのように金利で稼げない分は、別に貸し出しを増やすか、投資をする必要がある。今までよりもリスクをとって稼ぐ必要がある。そうでなければ、稼げない分はコストを下げる必要があり、これまでよりも貸し倒れリスクを下げて、リスクをとらなくなるかもしれない。信用リスクの低減に入ると銀行の再編を促し、中小企業のファイナンスにブレーキがかかるかもしれない。

・企業はお金を借り易くなる。もし規律が緩めば、リスクを気にせず儲からない投資に資金を投入してしまう。ベンチャー投資やプライベートエクイティ投資で、リターンを上げようとして、実損や減損が拡大するかもしれない。よって、事業ポートフォリオの厳格なマネジメントが求められる。M&Aの活発化と共に、事業のイグジット（出口）戦略が注目され、コーポレートガバナンスの実効性も問われよう。

・金融投資は利回り指向を一段と強めよう。リート投資、不動産投資、インフラファンド投資などが、すでに注目されている。配当利回りに期待して、増配や自社株買いがますますと活発化しよう。一方で、リターンの見直しも必要である。一般的に、リターンはリスクフリーレート+リスクプレミアムで決まる。リスクフリーレートを10年ものの国債とし

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

て、それが妥当なのかが問われる。どんな金融商品にもリスクはあるということを再認識して、改めてポートフォリオを組む必要がある。

・企業価値は、財務的に将来キャッシュフローの現在価値と定義されるが、ディスカウントレート(割引率)をどのように定めるのか。このディスカウントレートを再検討することが求められる。企業の年金債務はどうなるのか。確定給付型年金の利回りはどのように設定するのか。2.5%の利回りは本当に達成できるのか。今後企業の負担が増えてくる可能性がある。企業経営におけるリスクについて、全面的に見直す必要がある。投資家としても、マイナス金利下の資産運用について再検討が必要であり、守りはもちろんだが、新しい攻めの投資戦略を考えていく局面を迎えている。

### ガバナンスと収益力～本当に機能するのか

・コーポレートガバナンスがしっかりしてくると、日本企業の収益力は向上するのか。この問いに改めてどう答えるか。1月に日本証券アナリスト協会で、「コーポレートガバナンスと日本企業の収益力向上」というセミナーが開かれ、3人の識者が意見を述べた。

・その問題意識を筆者なりに捉えると、1) 経営者は安定株主に頼っており、本物の経営革新に取り組みないのではないかと、2) 機関投資家は本当に対話をして会社の価値向上を共有したいと思っているのか、3) 安定株主に頼らない本当の経営を追求する力はどのように身につけるのか、というテーマになろう。

・企業年金連合会の濱口大輔CIO(運用執行理事)は、株式の持ち合い比率が高いマーケットでは、経営者が安定株式を選んでいるので、株式(エクイティ)によるガバナンスの向上といっても、実質的には機能しにくく、空洞化している可能性がある。これを解消しない限り、コーポレートガバナンスが収益力の向上に結びつかないのではないかと指摘する。

・データをみると、株式の持ち合い比率は下がっているが、まだまだ高い。その実態をよく見る必要があり、機関投資家と安定株主は利益相反することにもなりかねず、それではいかに対話をして、機関投資家の意見が真剣に受け止められないと警鐘を鳴らす。

・株主によるコーポレートガバナンスの確立を目指すのであれば、1) 安定株主を減らす、2) 年金を扱う株主が本当に独立した投資家として行動できるようにする、3) 大株主の開示をさらに充実する、ということが必要であると強調した。

---

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。

・株式の持ち合いは減少する方向にある。しかし、経営者はよくわからない第三者に経営権を左右されたいとは思わないので、どうしても防衛的になる。また、ビジネス上、株式を相互に持ち合うことで事業運営が上手くいくこともある。株主としてのパートナー意識が高まるからである。

・何よりも、持ち合いの意義を投資家に説明し、資本効率としてのパフォーマンスをきちんとみせる必要がある。説明できないなら、やめるべきである。数年の時間を要するとしても、意味のある安定株主と意味のない持ち合いを区別していく必要がある。すでにその動きは始まっている。

・起業投資(株)の代表取締役である山本功氏は、機関投資家は本当に対話をしたいのだろうか、と問題提起した。機関投資家はポートフォリオの運用を本業としているので、個々の企業の投資価値は知りたいが、経営に関与するレベルまで建設的な対話をしたいとは必ずしも思っていないのではないかと指摘する。

・米国のアクティビストは、経営改革のカタリスト(触媒)となるような提案(戦略、オペレーション、財務、トップマネジメント、インセンティブ、取締役の選任)を行って、会社を変えようとする。そのために、持株比率を意味のある一定水準まで高めたりする。

・経営にもの申すアクティビストをポジティブに受け止めるか、ネガティブに受け止めるか。経営者にとってうるさい存在かもしれないが、株主にとっても本当に企業価値の向上に資するかどうかを見極める必要がある。

・投資家は多様でよい。機関投資家もそれぞれの持ち味があつてよい。しかし、投資対象が企業である場合、その企業の価値向上にフォーカスして、納得できるところまで会社と対話するという姿勢はぜひとも貫いてほしい。短期のモメンタムで勝負するファンドであっても、そのモメンタムを生み出す企業の中身について一家言あつてしかるべきであろう。

・オムロンの安藤聡常務は、オムロンの安定株主は極めて少ないと強調した。48%が海外機関投資家、20%が国内機関投資家、14%が個人投資家である。よって、常に経営の自立と他立のバランスをとって、価値創造に邁進する。

・1) 企業理念で長期的な経営の視点を鍛え、2) 社内外への透明性を保つためにガバナンスの実効性を高め、3) 自発的な情報開示でエンゲージメント(対話)を実践していく。オムロンには社長指名諮問委員会があり、現在の社長が自ら後任を選ぶということはできない。

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。

常に外部の社外取締役の目を通して選任される仕組みを持っている。

・中長期の企業価値向上を目指しつつも、今般のような世界経済金融の変調の中で、オムロンは業績の大幅下方修正を余儀なくされ、株価はかなり下がっている。この1年の局面で見れば、株価パフォーマンスはかなり割り負けている。オムロンの組み入れをどうすればよかったかと再考している投資家もいると思う。

・価値創造のビジネスモデルが崩れたのであれば、それは目利き力がなかったといえよう。当面のマーケットの中で業績下方修正を読んでいなかったとすれば、それも不十分である。その上で、中長期のポートフォリオにオムロンをどう位置付けるかが問われる。そのためにも対話を続けていく必要がある。

・対話を続けると会社の価値創造の仕組みがよりよくわかってくる。そこから投資チャンスも生まれてくる。短期の変動に一喜一憂しない自信も生まれてくる。企業価値を創るのは会社であり、社長である。何といても経営者のリーダーシップが一番である。社外取締役の活躍で、会社が突然儲かるようになるわけではない。

・しかし、企業のサステナビリティ(持続性)を支えるコーポレートガバナンスがしっかりしていなくては、トップマネジメントの経営力にも信頼が置けない。もう一度、ガバナンスとは企業価値創造の4つの仕組みの大事な1軸であるという認識を深めたい。念の為にいえば、4つの軸とは、①経営者のマネジメント力、②成長のためのイノベーション、③持続性を支えるESG、④業績変動のリスクマネジメントである。

### 取締役会で何を議論するか～投資家からの期待

・3月にデロイトトーマツによるセミナーが催され、その中のパネルディスカッションに参加した。テーマは、“いま、改めて「取締役会の役割」を考える～取締役に期待される役割とは”というものであった。その中で筆者が考えたことをいくつか述べてみたい。

・上場会社の取締役会で何が議論されているのか。当然、外部からは分からない。会社の方針が決定され、重要な戦略が実行に移され、それが業績に反映されてくる。会社が公表した内容や結果としての業績を知ることができるが、取締役会の実態はわからない。

・そんなことまで外部の投資家がいちいち詮索する必要はない。しっかりした方針と実績で示せば十分である。もし実績が不十分ならばそれまでのことである、という見方もある

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。

う。しかし、株主や投資家として、それで納得することは難しい。

・会社は、企業価値を創造していく。その仕組みがビジネスモデルであり、投資家はこの価値創造のプロセスを共有したいと思う。経営の最高意思決定機関である取締役会は、このビジネスモデル（BM）について議論をし、新しい方向を打ち出す。

・どんな会社のBMも盤石というわけにはいかない。経営環境や競争環境は常に変化しており、今まで強みであったBMも、そのままでは色あせてしまうかもしれない。そこで、BMの補強をしたり、次世代の新しいBMを構築したり、通用しなくなったBMから撤退したりなど、かなり大胆な決断が求められよう。

・社長以下執行サイドのマネジメントは、経営会議や執行役員会などで実質的な議論を行い、戦略と戦術を定めている。取締役会でまた同じような議論をしても、それは意味がない。社外取締役や社外監査役という外部の目を通して、マネジメントの遂行を監督し、監査し、必要な助言を行っていくことが重要である。ここが本当に機能しているかを知りたい。

・会社としては、重要な意思決定について、どのように考えて結論に至ったかを示す必要がある。こと細かに出す必要は全くない。株主や投資家が納得できるように、説明してほしい。もちろん、考え方や見方が異なれば、経営方針や戦略について疑問や異論も出てこよう。途中経過が思わしくない時には不安も増長されてこよう。そういうことも含めて、取締役会がきちんと機能していることを担保してほしい。

・経営執行の最高責任者である社長を誰が取り締まるのか。通常は社長の部下として業務執行を分担する取締役が、何か有事の取締役会において、社長を取り締まるといっても、それは難しい。やはり、社外の目が必要であろう。

・では、社外の目がどれだけ役に立つのであろうか。機関投資家にスチュワードシップコード（SSC）が導入され、上場企業にはコーポレートガバナンスコード（CGC）への対応が義務化された。両者とも真摯に取り組んでスタートを切ったが、1)それが形だけにとどまるのか、2)形に合わせるプロセスにおいて内容を伴ってくるのか、3)初めから魂を込めて改革に当たっているのか、によって今後のありようは異なってこよう。

・投資家から見た時、取締役会で何を議論してほしいか。それはビジネスモデル（BM）を形成する4つの軸について戦略を立て、それを遂行してほしい。1つは、経営者のマネジメ

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。

ント力の強化である。これには構想力とリーダーシップが問われる。

・長期ビジョンと中期計画を確固たるものとし、中期計画は単なる努力目標ではなく、必達のコミットメントであると覚悟すべきである。それを成し遂げるだけの経営力を有しているか。後継社長を決めるに当たっては、十分な仕組みを持っているか。中長期の成果に見合った報酬体系になっているか、を知りたい。

・2つ目は、成長力の強化である。企業は、新たな成長を生み出すイノベーションに挑戦し、それを実現するために手を打っていく。このイノベーション（仕組み革新）を生み出す組織能力が、自律的な進化を遂げるように作ってほしい。

・3つ目は、サステナビリティ（持続性）を支えるESG（環境、社会、統治）の追求である。最も大事なことは、それが企業価値創造にどう結びつくかをよく議論し、実践してほしい。投資家としては、そのストーリーを是非とも知りたい。

・4つ目は、業績の大幅な下方修正を回避し、それをコントロールするリスクマネジメント力の強化である。そのためには、事後的な対応ではなく、先手を打つ仕組み作りが求められる。

・さまざまなステークホルダーがいる中で、その順位を議論するのではなく、企業価値創造への貢献という視点で、統合的に立案し、実行してほしい。消費者が一番、社員が二番、株主は最後という論理ではなく、価値創造へのマテリアリティ（重要性）とコネクティビティ（ストーリーとしての結びつき）の中で、意思決定を展開してほしい。

・そして、KPI（重要経営指標）としては、ROICやROEという財務的な結果としての指標だけでなく、価値創造のプロセスにおけるマテリアリティやコネクティビティの鍵となるKPIをぜひ設定してほしい。

・このようなKPIが示されるならば、投資家は企業価値創造のプロセスを共有することが容易になり、企業に対する中長期投資の信頼が大きく高まることになろう。

## 投資におけるエンゲージメントとは～経営者との対話

・エンゲージメントという言葉は、一般的に何らかの“関係構築”を意味する。共感や愛着をもってよい関係を作り上げるための活動である。投資の世界では、「目的を持った対話」

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。

を行うことであり、中長期的な企業価値の向上に資するような投資家と経営者による意見交換によって、相互理解を図ることである。

・1月にスチュワードシップ研究会のセミナーで、エンゲージメント型ファンドの取り組みについて話を聴いた。エンゲージメントにおける対話とは何かについて、いくつかの示唆があった。“投資家が会社を見る目を養う”上で参考になる視点を取り上げてみる。

・いちごアセットマネジメント(AM)のスコットキャロン社長は、「モノを‘聞く’株主」としての対話を強調した。一方的にモノを言うのではなく、つまりアクティビストとして特定の要求をするのではなく、まずは会社をよく理解するように努力を続けるという。

・投資とはまさに将来の選択であり、いちごAMは社会貢献投資を目指す。ロングオンリーのバリュー投資で、現在運用資産は5800億円、10銘柄で全体の70~90%を占める。8割は3~5年のロックアップが付いており、短期の解約はできない。投資期間はスタートしたばかりの投資先もあるので、会社によって1年~10年と幅があるが、平均5年で次第に長期化している。

・企業には常に謙虚さと敬意を持って接し、持続的成長をサポートする。企業のコミットメントが長期投資家のコミットメントと同じようになるように双方向で話し合い、取引先や顧客の紹介、M&A案件の提案など、投資先企業の社外役員にも就任して、監督アドバイスを行っていく。

・あすかコーポレートアドバイザー(CA)の田中善博COOは、外部支援による企業価値のバリューアップに対する‘経営者の気付き’を強調した。あすかCAはあすかAMにアドバイスをを行う。現在15~20社の中小型企業に投資をしており、友好的アクティビズムや、ポストIPOベンチャーへのアプローチとしての外部支援によって、企業のバリューアップ戦略をサポートし、価値向上を実践するソリューションの加速化を図る。

・企業をサポートするに当たっては、プライベートエクイティやベンチャーキャピタルの経験者、経営コンサルティングの経験者、ヘッジファンドの経験者など、多様なプロフェッショナルを集めて、1) 事業価値の向上と 2) 価値を価格(株価)のギャップを解消するような施策をサポートしていく。

・対話に当たって、その会社に対する提言レポートを書いて議論の材料にする。①IR、資本政策の提言、②経営戦略・戦術の提言、③それらの実行支援に関して対話を行い、必要本レポートは、独自の視点から書いており、基本的に会社側の立場に立つものではない。本レポートは、投資家の当該企業に対する理解促進をサポートすることを目的としており、投資の推奨、勧誘、助言を与えるものではない。内容については、担当アナリストが全責任を持つが、投資家の投資判断については一切関知しない。本レポートは上記作成者の見解を述べたもので、許可無く使用してはならない。

なら外部の専門機関を紹介する。

・いちごやあすかのようなエンゲージメントについて、企業はどのように反応するのだろうか。何らかのプロセスを経て互いの理解が進めば、その企業の株主として何ら不都合はないので意見交換も進むことになるだろう。

・しかし、初期段階においては、企業にとって煙たい存在となろう。企業価値と株価にギャップがあり、そこに投資価値がありそうだとすることで、企業に対話を求めてくる。企業に聞く耳があればよいが、1) 物を言う株主はうるさい、2) 自分達はすでにしっかりやっている、3) やれそうもないことを要求されても無理である、という防御的姿勢になってしまうかもしれない。

・一般に企業は、一生懸命仕事をしていると自分達のことを考える。特に経営陣において、自ら手を抜いていると考える人はいない。必死で経営しても思うようでなく苦勞しているのに、外から中のことも分からずにいろいろ言われても説明すらしたくない、というのが本音であろう。

・投資家サイドはどうか。伸びる会社、きちんと立て直す会社に投資したいのであって、それがはっきりしない会社には投資したくないと思う。一方で、グロース企業、バリュアップ企業と、みんなが分かっちゃってしまっただけでは、一定の投資リターンはとれるとしても、大きなリターンは見込みにくいかもしれない。

・つまり、上場した後、いい素質があるにもかかわらず、呻吟している会社を本格的にサポートして、その会社が様変わりしてよい会社に変身するのであれば、その時の企業価値向上の変化率は高く、結果として株式市場での評価も大きく高まることになるだろう。

・エンゲージメントファンドとは、会社を表面的にみるのではなく、その会社の中身をよく分析して、経営の方向を十分理解した上で、外部の株主としてできることを最大限サポートして、会社をよくするように一緒に働いていく。つまり、経営者の目線と株主の目線を揃えるようにして、共通の価値を追求していく。

・ここにインサイダー情報の問題はないのか。内部情報と外部情報に一線を画しているのに、不正が働かないように、ファイヤーウォールを守ることは必須である。この一線を越えてしまうと、即刻処罰されることになるだろう。

---

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。

・エンゲージメントとしての対話を通じて、会社をより深く理解していく。より深く理解すると、重要なことが分かってくる。1) 今は苦しんでいるが、どうすればよくなるかの方策があり、それがみえてくる。2) 外部からはいい素質があるようにみえたが、次の打つ手が限られており、今の経営陣では立て直すことがかなり難しい、という 2 つのパターンである。

・こうみると、投資家としては程度の差があっても、エンゲージメントファンドの目指す投資哲学に共感できるはずである。アナリストもここにフォーカスして企業分析と予測を行っていくことが求められる。アクティブ投資の投資信託も企業を深く見極める力量が問われ、対話を運用に活かしていくことが本来の姿であろう。

・上場企業においても、こうした本物のエンゲージメントを求められるならば、躊躇することなく、対話を受け入れて時間を費やすことが有意義なものとなろう。企業価値創造に資するエンゲージメントファンドが、もう一段大きくなることは間違いない。その投資対象が広がって行くことに大いに注目したい。

#### ここからの企業経営改革～投資家が知りたいこと

・投資家として企業を見る時、その投資価値をより正確に理解したいと思う。しかし、外部から投資価値を的確に知るのはなかなか難しい。企業価値と投資価値は立場によって見方が変わる。経営者は自ら経営する企業の価値をより高めたいと手を打っていく。

・投資家はその企業の将来価値を評価し、今投資するとして、十分なリターンが得られるかどうかを判断する。究極的には企業価値と投資価値は同じ土俵に立つが、局面によっては意味が違ってくる。

・企業価値を考えるに当たっては、4つの軸でみていくと分かり易い。1つは、企業のマネジメント力である。社長の経営力が十分かを判断する必要があるが、すぐには難しい。ビジョンと構想力、戦略と実行力を具体的にみていくことが求められる。それには時間を要するが、結果としての財務数字をみて善し悪しを判断するのでは遅い。

・そうすると、社長の選ばれ方が重要な要素であると分かる。現社長が後任を一人で選ぶのではなく、社長以外にも客観的に判断してほしいと思う。その仕組みを持っているか、それが機能しているか、を知りたい。

---

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。

・2つ目は、企業の成長力を作り出すイノベーションへの取り組みである。イノベーションとは狭い意味の技術革新ではなく、もっと広く捉えた企業価値を作り出す仕組み革新である。現在その企業をリードしている成長エンジンも、いずれ息切れしてくる。エンジンのオーバーホールが必要であり、次の新しいエンジンへの交替も求められる。

・多くの場合、このイノベーションへの取り組みが不十分である。1) 大いに取り組んでいるが、成果が出るのに時間を要する場合、2) 革新的な取り組みへ挑戦せず、現状に甘んじている場合、3) マネジメントは革新的と考えても、リソースが十分でなく、成果が期待できない場合など、いろいろありうる。ここを知りたい。

・3つ目は、企業のサステナビリティ(持続性)を支える仕組みである。ESG や CSR について、会社が本気で取り組んでいるかどうか問われる。環境、働き方、ガバナンスに対して、理念を持って行動していくことが求められる。

・ベンチャー企業や上場したての企業にあっては、サバイブして一定の成長軌道に乗ることが大事であって、サステナビリティについて考える余裕などない、という企業も多い。その時は、企業の発展ステージによって、求められる水準を上げていってよい。大企業と中堅企業では実践のあり方が異なってよい。しかし、経営者の理念や行動には、ESG や CSR に対する姿勢が包含されている場合が多いので、こうした視点も含めて経営者をみていく必要がある。

・4つ目は、パフォーマンスに関するリスクマネジメントである。端的に言えば、企業業績が予想以上に大きく伸びるのもリスクであるが、突然大損するのはもっとリスクである。業績の大幅な変動をいかにコントロールしていくか。そのリスクマネジメントをしっかりできる仕組みを持っているかどうかを知りたい。

・これらの4つの軸が一体となって、企業価値創造の仕組み、すなわちビジネスモデルが構築されるので、投資家はその頑健性と進化の内包性に注目する。ここでいう進化の内包性とは、今のビジネスモデルが次のあるべき姿に向けて自ら進化を遂げるように、自律的に動く仕組みを内包していることを指す。どの企業も完璧で万全というわけではない。常に課題を抱えているのが普通であり、対応に呻吟している場合も多い。

・投資家は、課題を抱えていることを受け止め、どのように手を打っていくかを知りたい。それが信頼でき、納得できるものであれば、投資をしたくなる。企業価値創造のサステナビリティが腹に入れば、中長期の株主になりたいと思う。

---

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。

・では、取締役会では何を議論してほしいか。まずは社長を中心にした執行サイドで、この4つの軸について、改革実行案を議論し、徹底的に詰めてほしい。その上で社外役員の目を通して、改革実行案をより頑健で革新的なものに仕上げていく。先進的すぎる場合は、ブレーキが必要かもしれないが、もっとアクセルを踏むことができるような備えを整えてほしい。

・取締役に期待するものは3点ある。1つは、業務執行を担当する取締役は、自らの領域において中長期の手を打ってほしい。とかく今期の成果に全力投入しがちである。中長期の手を打たざるを得ない仕組みを自ら提案してほしい。ストレッチが求められる。

・2つ目は、取締役はROE経営を理解して、それを現場の社員にまで浸透させ、実践できるようにしてほしい。ROE経営とは何か。ステークホルダーにはさまざまな立場があるが、株主のことをよく考えて、株主が求めるリターンを上げることである。株主は資本の提供者である。彼らは投下資本に対して、一定のリターンを上げてほしいと考える。リターンの源泉は利益であるから、ROEで8%を超えるような利益を上げることが必須である。

・誤解をしないでほしいが、株主至上主義、ROE至上主義を唱えているのではない。株主が一番大事で、他のステークホルダーはその次とっているのではない。株主も同等に大事にしてほしいという意味である。また、会社が掲げるKPI(重要経営指標)の中で、ROEを一番にせよとっているのではない。他のKPIと同等に、整合性のある形で重視してほしいのである。

・そして3つ目は、ROE経営を超える経営に取り組んでほしい。KPIは大事であり、必達してほしい。事業はポートフォリオであり、そのバランスが求められるので、新しく生み出す事業とともに、集約撤退する事業があつて当然である。その新陳代謝の中で、企業は持続的にサバイブしていく。

・企業にとって最も大事なことは、新しい企業価値を生み出す組織能力を常に高めて、人材を活かし、雇用を拡大していくことである。ROEの極大化が目的ではない。しかし、資本コストからみた一定のROE(例えば8%)が長く未達であるとすると、それは価値破壊企業となつて、社会的な存在価値すら問われてしまう。

・ROE8%を超えた企業は、欧・亜並みの12%を目指してほしい。その次は米国並みの15%が目標となろう。業種によっても目標とすべき水準は異なるので、企業が自ら設定すればよい。何よりも大事なことは、ROEという経済的価値のKPIをクリアにした上で、一段と社

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。

会的価値の創造に邁進してほしい。企業価値は経済的価値と社会的価値が統合したもので、ROE では測れないより質的な価値を含んでいる。

・取締役は本来、経営執行の代表である社長を取り締まる。すなわち、監督する。社内取締役は、通常社長の部下で業務執行を分担している。取締役会の時だけ、社長を取り締まれ、互いに他の取締役を監督せよといっても、いざという時には無理がある。そこで、社外取締役が複数いて、執行サイドを監督することには大いに意味がある。

・社長の中には、社内のことがよく分かっていない外部の人にいちいち説明するのは面倒である、決められた仕組みであるから最低限のことだけ対応すれば十分である、という人もいよう。しかし、それでは、投資家からの信頼は得られない。たとえ当面の業績が上がっていても、その持続性を支える仕組みに信頼がおけないからである。

・社外取締役の重要な役割の 1 つは、少数株主の利益代表にある。オーナー型の中堅企業でも、社内役員が順番に社長になる大企業でも、経営判断が少数株主の利益を阻害してはいないか、という視点は決定的に大事である。筆者は 2 社の社外取締役を担っているが、いつもこの視点を重視して取締役会に臨んでいる。

## 2. 投資スタンスを見直す視点

### よい経営を見抜く 10 の対話～どんな質問をしたいか

・IR の場で通常聞くのは業績の話である。この四半期はどうだったのか。次の四半期はどうなるのか。足元の月次データはどんな動きか、など気にしだすときりが無い。

・では、中長期の話を開こうとしても、会社のビジョンや中期計画を拘子定規に説明されるだけでは、言っていることが分かって、腹落ちはしない。なるほど分かった、納得したとはなかなかならない。

・筆者の長年の経験では、次の 10 の質問を社長や IR の責任者にしてみたい。そうすると会社の組織能力や、対応してくれる会社側の人物像がよく分かってくる。

・社長なら何でも答えられそうだが、そうでもない。IR の責任者は立場上、1) 知ってはい

るがしゃべれないこと、2) そもそも知らないので答えられないこと、がある。その時、質  
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。

問に対して、答えられないと言ってはいけない。会話がストップして、不安感や不信感だけが残ってしなうからである。質問者の意図をよく勘案して対応することが求められる。

・Q1 :「どういう会社になりたいか。社長は自分の言葉で語っていますか。」企業価値創造のストーリーには、必ず社長の思いが入ってくる。その社長の思いは必ず自分の言葉で話すはずである。そこに、その会社固有の表現が入ってくる。投資家はそこを聞きたい。IRの責任者は、社長になり替わって、ここを滔々と語ってほしい。

・Q2 ;「M&A を実施した企業をマネージできる仕組みはありますか。」M&A など一度もしたことはないし、その予定もないという会社でも、オープンイノベーションでいろんな会社と組んでいく可能性がある。M&A は経験なので実績がものをいう、というだけでは不十分である。シナジーをどのように創出していくのか、そのリソースと方法について実効性を聞きたい。

・Q3 :「投資家の声を取締役に報告して議論していますか。」IR ミーティングではさまざまな質問や、会社に対する要求が出される。投資家が勝手なことを言っている、困ったものだ、何とか軽く往なしておこう、というその場しのぎではなく、何故そのような要求が出されるかについて、よく吟味をした方がよい。それを社長や財務担当だけでなく、事業担当の役員も自分の身になって検討するという姿勢が大事である。

・Q4 :「今持っている投資採算基準を上げたら、何が起きますか。」事業の投資採算を考えない企業はない。儲かると思って投資をする。その時の基準について、もう一段厳しくしたらどうなるかを聞きたい。基準を上げたら、儲からないのでやめるとか、基準を上げるという問いが無意味であるという答えを聞きたいわけではない。投資に対してどのくらいのリターンを要求しているか、そのリターンを評価する基準をどこにおいているのか。その時、資本コストをきちんと考えているかを知りたいのである。

・Q5 :「社長は後継者をどのように選んでいますか。」創業者で 20 年間社長という人もいれば、大企業では 4 年できっちり交替していく人もいる。普通、社長は後継者を自分で選びたい。当然であろう。しかし、サクセッションプランをきちんと作って、社長一人以外の別の仕組みで、選任プロセスの客観性を高めるというやり方が広がりつつある。企業の置かれた局面によって、次の 5 年、10 年の経営を担う人材は異なる。社長の交替が企業価値の持続性に関する信頼をどう担保するのか。そこを知りたい。

・Q6 :「今、どんなイノベーションに取り組んでいますか。」イノベーションは狭い意味の本レポートは、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。

技術革新ではなく、広義の仕組み革新である。すぐできる場合もあれば、10年かかることもある。できそうもないことを実現するのがイノベーションである。他社がすぐに真似できないような、組織としての強みになるものである。今もっている強みもいずれ色あせてくるので、次の準備が必要である。

・Q7 : 「部下が上司に意見をいえるカルチャーがありますか。」ピラミッド型の組織だと、官僚的になって上位下達となり。自由に発言できない会社もある。一人ひとりの提案を否定せずに、聞く耳を持ち、闊達に議論し、アイデアを活かそうとする会社は外からみてもいきいきしている。その上で、リーダーシップを発揮し、提案を実行に移すことが求められる。

・Q8 : 「もうからない事業をどうして続けるのかですか。」かつては儲かっていたが、今は儲からなくなった事業、循環的局面で今だけ不採算になっている事業、スタートしたばかりでまだ儲かっていない事業などいろいろある。そこで、儲かってないという基準をはっきりさせた上で、どうするのか。そこで働く社員もいるので、迂闊なことは言えない、というのが普通である。しかし、価値破壊事業を続けることはできない。それが主力事業である場合、その会社の存立に関わる。でも、絶対的な危機に追い込まれない限り、抜本的に手を打たないという習性では困る。その方策を聞きたい。

・Q9 : 「KPI（重要経営指標）を社内の現場までどのようにつなげていますか。」わが社は予算をきちんと作っているで、それを積み上げていけば、KPIの達成に結びつく。よって、ROIC、ROEという指標は本社がもっていればよく、現場は別に管理していく、という会社が多いかもしれない。しかし、それでは企業価値創造のプロセスを共有したい投資家からみると、全く不十分である。もっとマテリアリティ（重要性）とコネクティビティ（連結性）を上げて会社を動かしてほしい。

Q10 : 「業績にマイナスとなる悪い情報がすぐに上がってきますか。」世の常で、いい話はトップにすぐに上がってくるが、悪い話はそれぞれのポジションで何とか手を打とうとする。それがマネジメントであるが、得てして手遅れになることも多い。まして、隠そうとする文化が蔓延るようでは、時として深刻な事態を招く。悪い情報が上がってくる仕組みと文化を持っているかどうか、トップの姿勢が問われる。

・この10項目について議論をしたら結構時間がかかろう。しかし、これらの問いに、自分の会社の仕組みを踏まえて、自分の言葉で語ることでできる会社は、よい会社である蓋然性が高いとみて間違いはない。筆者は会社説明会や個別インタビューで、こうした質問を取

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

り交せていく。IR の責任者には、ぜひこれらの内容について吟味して頂きたいと願う。投資家としては、こうした問いを自分で考え、会社にぶつけて価値創造企業を見抜きたいと思う。

## 個人投資家説明会で何を訴えるか～富士フイルム、神戸製鋼、リクシル、JT

・個人投資家向け会社説明会で何を訴えるか。これはやさしいようでなかなか難しい。個人投資家といっても多様であり、話の焦点を絞りにくいかもしれない。会社側でも、誰が登壇して話すのか。CEO か CFO か、IR 担当役員か IR 担当の部室長か。40～50 分の限られた時間で是非知ってほしいことをプレゼンする。会社側が伝えたいことと、投資家が知りたいことには絶えずギャップが生じるので、みんなに納得してもらうことは至難の業である。

・昨年 12 月に富士フイルムホールディングス(吉澤コーポレートコミュニケーション室長)、神戸製鋼所(川崎社長)、Lixil グループ(筒井副社長)、JT(日本たばこ産業、宮崎副社長)の個人投資家向け会社説明会に参加してみた。大手証券会社主催なので、集まった投資家は株式投資に慣れた耳の肥えた人々と思われる。

・富士フイルムは、グループの成長戦略にフォーカスした。2014 年度の売上高 2.4 兆円のうち、イメージングソリューション 15% (営業利益 207 億円、利益率 5.7%)、インフォメーションソリューション 38% (同 812 億円、同 8.5%)、ドキュメントソリューション 47% (同 1013 億円、同 8.6%) というセグメント内訳である。

・2000 年から 2010 年までの 10 年間で、かつての主力であったカラーフィルム市場が消失し、その売上高は 10 分 1 に激減した。厳しい局面にあって、現在の古森会長がリーダーシップを発揮し、会社の事業構造を抜本的に変革した。

・苦難の時期を乗り切った後、2017 年 3 月期までの 3 年計画 (VISION2016) では、中長期的に安定成長できるビジネスポートフォリオの充実を目指す。とりわけ、M&A を活用したコア事業の成長加速に向けて、①ヘルスケア、②高機能材料、③ドキュメントに力を入れている。

・ヘルスケアでは、1) ライフサイエンス事業で機能性化粧品、サプリメント、2) メディカルシステム事業で内視鏡、超音波診断装置や医療 IT、3) 医薬品事業で抗がん剤などの新薬開発、4) 再生医療事業で iPS 細胞の開発製造から周辺産業まで、多面的に展開する。

---

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。

・今回の3カ年計画では、2016年度に売上高営業利益率8.4%、ROE 7.0%を目指す。その先については2018年度に同10%、同8%を目標とする。ヘルスケアビジネスの中のiPS細胞やアルツハイマー向け新薬開発は、2020年～2030年にかけて長期的な戦略が必要であり、そのための布石も着々と打たれている。

・神戸製鋼は、KOBELCOの複合経営について語った。これまでは素材(6割)と機械(4割)の2つの事業領域であったが、これからは電力が加わって、収益構造が3つの複合経営に広がって行く。第3の柱となる電力の卸売については、その利益貢献が確実に見込めそうである、と川崎社長は強調した。

・素材では、自動車の弁バネ用線材やサスペンション用アルミ鋳造部品、またアルミボトル缶材、アルミディスク材、溶接材で圧倒的な強みを有する。機械では、大型プラント向け圧縮機、国内向け小型圧縮機、ゴム混練機、直接還元鉄プラントなどで世界トップクラスを走る。

・一方で構造改革が必要な事業もあり、神戸製鉄所の高炉は2017年度に廃止して、加古川製鉄所に集約する。攻めの事業としては、自動車の軽量化、航空機素材の拡大、圧縮機や建設機械(油圧ショベル)のグローバル展開、高圧水素圧縮機をベースにした水素ステーションユニットの開発などに力を入れている。

・電力事業では、1995年の電気事業法の改正で電力卸売事業(IPP)に参入した。製鉄所の自家発電で培った技術を活かして石炭火力に参入し、現在は140万kw(2機)の電力を関西電力に売電している。これに加えて2019～2022年度に4機新設し、供給能力を395万kwに上げる。火力発電だけ(原発を除く)で見ると、四国電力に匹敵する規模となる。利益率の高い安定収益源になると見込んでおり、第3の柱に育とう。

・リクシルは、2011年から潮田取締役議長のもと、GEから藤森氏を社長に招いて、グローバル企業への変身を進めてきた。M&Aでグローバル化を一気に進めてきたため、企業経営における価値観を共有することが必須であった。

・そこで共通の価値をリクシルバリューとして再定義した。同時に、2015年4月にLixilグループの行動指針を策定し、全世界共通のものとして13言語に翻訳している。また、情報システムのグローバル基盤構築にも取り組んでおり、300億円を投じて2017年4月の完成を目指している。

---

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。

・M&A によって、かつては数%にすぎなかった海外売上比率が 30%に高まってくる。米国のアメリカン スタンダード (トイレで北米No.1)、ドイツのグローエ (水栓金具で世界No.1)、イタリアのペルマスティリーザ (カーテンウォールで世界No.1) などの買収で、グローバルなブランドを手に入れた。

・売上規模では YKK、TOTO を抜き、住生活企業としては世界トップクラスになってきた。それを担う 5 つのテクノロジーカンパニー (ウォーター、ハウジング、ビルディング、キッチン、ジャパン) のトップマネジメントは、日本人 2 名、英国人、イタリア人、フランス人と多様である。

・2025 年に向けたイノベーションでは、IoT ハウス、スマートハウスを追求する。エネルギー環境、ライフスタイル、ロボット技術、材料科学などにフォーカスして R&D を進めていく。

・圧倒的なスピードで企業革新を進めてきたが、グローエの買収では、その中国子会社であったジョウユウにおける中国人経営者の不正会計で、多額の損失を計上することになった。また、藤森 CEO も 5 年を経て、次のマネジメントにバトンタッチすることになった。会社の変革は目覚ましいものであったが、その成果という点ではまだ道半ばである。

・JT は、現在、たばこ事業を世界 120 カ国で展開し、世界第 3 位の地位に上がった。まさに大型 M&A の成功企業として注目される。買収した企業のブランドをさらに育てているところが、他のトップたばこ企業と違うところである、と宮崎副社長は強調する。

・利益の 5 割は海外から稼いでいる。過去 14 年の利益成長率は年率 11.7%であったが、そのうちの 3 分の 2 は海外からの貢献であった。

・また、飲料事業はサントリーに売却したが、加工食品と医薬品事業には、事業の多角化を目指して力を入れている。医薬品では年間 300 億円の R&D 費を投入してきたが、新薬を海外へ導出して、ロイヤリティを得るというビジネスを志向している。このロイヤリティ収入が来年度には R&D 費をカバーするところまでしようとしている。

・加工食品では、テーブルマーク (旧加ト吉)、サンジェルマン (ベーカリー)、富士食品工業 (天然素材調味料) などを抱えて伸長を図っている。

・主力のたばこ事業は、グローバルにまだまだ成長できるとみている。M&A は究極の人材獲

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。

得戦略であると位置付けて、引き続き大型から小型までさまざまな M&A に力を入れていく。1999 年の RJR インターナショナル（投資額 0.9 兆円）、2007 年の英国ガラハ（同 2.3 兆円）始め、2015 年米国のロジック（電子たばこ）、2016 年ナチュラル・アメリカン・スピリッツの米国外事業と、11 件の M&A を手掛けている。

・海外での国別ポジションをみると、ロシアで 1 位、英国でほぼ 1 位、フランス、トルコ、スペインで 3 位となっている。まだシェアが 5%以下の国が数多くあるので、そこに集中投資して、逐次シェアを高めていく方針である。この戦略はかなり有効であろう。

・これらの 4 社（富士フイルム、神戸製鋼、リクシル、JT）のプレゼンを、①マネジメント力、②イノベーション力、③ESG（環境・社会・ガバナンス）、④パフォーマンスのリスクマネジメントという 4 つの軸で評価すると、今回のプレゼンに対する筆者の個人的見解は、12 点満点（1 軸 3 点）として、富士フイルム 8 点、神戸製鋼 6 点、リクシル 7 点、JT 7 点であった。それぞれ光る所がある反面、4 つの軸について企業価値創造のストーリーを的確に語っているかという点では、まだ物足りない。

・限られた時間の中で、強調したいところにフォーカスしたものと理解しているが、もっとマテリアリティ（重要性）とコネクティビティ（つながり）に配慮して、企業価値創造のプロセスを表現してくれるならば、より説得的なものとなろう。IR としての会社説明会はこれからも続くので、これらの企業の事業展開に今後とも大いに注目したい。

#### NTT～グローバル企業への転換を目指す

・直近の時価総額のランキングをみると、1 位トヨタ 20.4 兆円、2 位 NTT ドコモ 10.6 兆円、3 位 NTT 10.5 兆円、4 位 JT 9.1 兆円と続く。通信では KDDI 5 位 8.4 兆円、ソフトバンク 8 位 6.7 兆円。NTT グループの NTT データは 73 位 1.6 兆円である。国有企業が民営化したという点では、NTT や JT のほかに、日本郵政 7 位 6.8 兆円、ゆうちょ銀行 9 位 6.4 兆円、JR 東海 17 位 4.1 兆円、JR 東日本 18 位 4.0 兆円などがある。

・NTT はこれからどのように成長していくのか。2 月に開催された個人投資家説明会に参加してみた。澤田純副社長のプレゼンは冴えており、明解であった。澤田氏は CFO（最高財務責任者）であり、CIO（最高情報責任者）も兼務している。CFO と CIO を兼務して本当に大丈夫かと外国人投資家に聞かれるようだが、本人は技術系出身であり、さほど気にしていない。

・60分のうち、30分がプレゼン、30分がQ&Aであった。いいバランスである。個人投資家からの質問は、1) 固定電話はこれからどうなるのか、2) 親子上場は将来どういう形にもっていくのか、3) これからの設備投資はどこに重点をおくのか、4) NTTの技術革新はどのように展開するのか、などの的を射たものが次々と出された。少しまとまらない質問者の意図も正確に理解し、本音で率直に答えており、うまいと感じた。

・NTTの株主構成をみると、2015年3月末で政府が32.5%を所有し、次に外国人27.5%、金融機関16.4%、個人15.5%であった。この個人投資家の比率を上げたいと考え、投資家向け説明会に力を入れている。

・投資環境では、中国や新興国経済が懸念され、原油安や資源安が加速し、中東情勢など地政学的リスクが高まる中で、NTT株のパフォーマンスは相対的にしっかりしている。2015年は時価総額上位200社の中で、NTTの株価上昇率は51.2%とトップであった。

・NTTグループは、NTTを持株会社として、その下に4つの事業領域、6つの主力企業を抱えている。①地域通信事業ではNTT東日本とNTT西日本、②移動通信事業でNTTドコモ、③長距離・国際通信事業でNTTコミュニケーションと買収したディメンションデータ、④データ通信事業でNTTデータがある。このうち、NTTドコモ（NTTの持株比率66.6%）とNTTデータ（同54.2%）が上場しており、親子上場に当たる。他はすべて100%子会社である。

・澤田副社長は、NTTはまだ国が株式の32.5%持っている会社で、経営の自由度に制限があるため、ドコモとデータの市場は現在の形で続けていくのが基本形であると説明した。両社は独立した経営は維持しつつも、近年は持株会社であるNTTのリーダーシップが従来に比べて高まっているという。

・2015年5月に、現在進行中の中期計画を発表した。2015年3月期の業績は、売上高11.1兆円、営業利益1.1兆円、ROE6.0%、EPS237円、配当90円であった。これに対して、中期計画のKPI（重要経営指標）として、3年後の2018年3月期に、1) EPS350円以上（営業利益1.4兆円）、2) 海外営業利益15億ドル（120円換算で1800億円）、3) 設備投資-2000億円（2015年3月期比）、4) コスト削減-6000億円（同）を掲げた。

・過去15年を振り返ると、音声の電話収入が7兆円から2兆円へ減少し、その一方でブロードバンド、グローバル、クラウド関連の売上高が増えている。海外売上高は2008年3月期に0.2兆円であったものが、2015年3月期で1.8兆円まで増えたが、これを2018年3月

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。

期には2.6兆円へ伸ばす計画である。

・海外部門の営業利益は、2015年3月期の800億円を、2018年3月期で1800億円に拡大する計画である。全社の営業利益に占める海外比率も7%から13%に高める方針である。そのために、M&Aには引き続き力を入れていく、2010年に3000億円弱で買収した南アのディメンションデータのマネジメント陣を活用して、グローバル展開を加速しようとしている。

・従業員は国内16.5万人に対して、海外は7.3万人である。事業マトリックスを、1) コンサルから保守、運用までを横軸に、2) インフラからアプリケーションまでを縦軸にして、グローバルにクラウドビジネスを推進する。

・国内のネットワーク事業では、ドコモの新料金、NTT東西のフレッツ光の卸サービスなどによって、サービスの充実とともにインフラコストの削減を図る。また、2020年に向けては、イマーシブテレプレゼンス（仮想空間一体型のシステム）、ターゲットマイク（特定音のクリア抽出）、アングルフリー物流検索など、新しいイノベーションをリード役にして、スポーツ、観光、ビジネスの分野で新しい感動や体験を提供する。こうしたサービスの創出も含めて、市場の拡大に力を入れていく。

・配当に関しては、配当性向35%ベースに、2016年3月期で110円と5期連続の増配を予定する。自社株買いも累計で2.8兆円ほど実施した。今後とも海外ビジネスがうまく拡大すると、キャッシュフローの拡大が見込めるので、増配余力も高まってこよう。マイナス金利下で、配当利回りも注目されよう。NTTグループの事業構造改革に期待したい。

## AI（人工知能）はどこまで進むか～生涯学習のすすめ

・機械というのは道具である。人の代わりに力仕事を助けてくれる。人のできないことをすばやく実行してくれる。我々の生活は、この40年ますます便利になってきた。機械の自動化が進んでいる。コンピュータを組み込んだ制御技術が発達して、機械加工、製品組み立て、サービスサポートの自動化が飛躍的に向上している。

・機械が、予め決められた通り動くだけでなく、自分で状況を判断して働くようになると、だんだん人に近づいてくる。一定の領域においては、人よりもはるかに高い性能を発揮するようになっている。その判断する機能をAI（Artificial Intelligence:人工知能）と呼ぶならば、AIは人の頭脳を超えてくるのだろうか。

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。

・AIをうまく便利に使いこなすことにフォーカスする。これが通常の見方であるが、AIがあまりに発達してくると、1) AIがこれまでの人の仕事を奪っていくのではないかと、2) AIが人々の生活に何らかの害を及ぼすのではないかと、という不安も台頭してくる。

・過去にもこうした議論は何度かあった。40年前を体験的に振り返ってみよう。当時、筆者は人間工学に興味を持っていた。ヒトの機能を①制御機能、②情報処理機能、③意思決定機能に分けてみると、当時のロボットは制御機能のウエイトが高く、ヒトの運動能力を代替して、より生産性を高めるように利用されつつあった。自動車工場の溶接ロボットがその典型であった。

・情報処理機能では、大型コンピュータが本格的に普及し始めており、大量のデータを集め計算して事務処理することができるようになった。しかし、意思決定機能はまだまだであった。決められた通りの判断やそのサポートはできても、人に代わるようなところまでは至っていなかった。

・将来の仕事として、制御機能としてのロボット分野に進むか、情報処理機能のコンピュータ分野に進むか、意思決定機能のポートフォリオ分野に進むかという選択肢の中で、人にしかできない意思決定が一番面白そうと考えて、ポートフォリオに関する仕事を選んだ。

・あれから40年、今やAI、ロボット、ビッグデータは新しい局面を迎えている。これからの40年を展望すると、今までヒトの判断、意思決定に頼っていた領域がかなりAIに代替していくことははっきりしている。では、AIは人の生活を快適にするということを超えて、生活の基盤である働く場を奪い、ひいては争いごとの武器として一段と重宝されていくのであろうか。

・AIがヒトのある能力を超えること、すなわちシンギュラリティ (Singularity、技術的特異点) を越えることはすでに始まっているという見方もできる。産業革命以来、単純労働は機械化されると同時に、高賃金国から低賃金国へ移っていった。発展段階の違う国においても、仕事の質は常に問われるので、同じ仕事がずっと続けられるとは限らない。多くの仕事はいずれなくなっていくと考えた方がよいかもしれない。

・B to Cのバリューチェーンにおいて、Cの消費者はAIを利用した商品やサービスの普及によって、人々の生活はより便利で快適、安全なものになる。Bのビジネスにおいては、イノベーションをリードし、AIを先進的に活用しなくては、自社のビジネス領域で遅れを取り、競争に負けてしまう可能性がある。10年単位で見ると、AIはチャンスである

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。

と同時に、自社の存立基盤を崩すことにもなりかねない。

・12月のカンパニーフォーラム（ワークスアプリケーションズ主催）で、セバスチャン・スラン氏の話の聴いた。スラン氏はグーグルXの創始者であり、現在はUdacityのCEOである。

・スラン氏はグーグルで車の自動運転をリードした。テクノロジーに境界線はいらないと考え、AIを使って社会的インパクトを出したいと考えた。一時点でみると車の97%は駐車しており、動いているのは3%だけなので、オンデマンドカーになれば、駐車場は相当いらなくなり、車の台数も大幅に減らすことができる。

・血糖値がいつでも計れるインテリジェントコンタクトレンズ、見たものを全て記録するグーグルグラス、ものを10分で届けるドローン（遠隔操作の自律無人飛行機）、皮膚がん（スキンがん）を自動診断するAI（ニューロネットディープラーニング）など、AIが人間の能力を上回る分野は次々と出てこよう。

・AIは便利であると同時に、既存の仕事を破壊する。弁護士、会計士、パイロット、セキュリティ、通訳、不動産仲介という仕事も大きく変質していく、とスラン氏は指摘する。サンフランシスコ空港ではかつて起きた事故以来、霧が出るとAIによる自動航行が義務付けられている。人の判断よりもAIの方が安全だからである。車の運転も、人よりAIの方が賢くなることは十分ありえよう。

・スラン氏は、ドイツ出身でスタンフォード大学の教授を務めていたが、一部の人々を教育するだけでは不十分と考え、大学をやめてUdacity（ユダシティ）という教育機関を創設した。今の教育制度は19世紀の形であって、もはや古く、人の生産性を上げていくには、新しい教育が必要であるという信念に基づく。

・大学は生涯学習のパートナーとなるべきであり、生涯教育のプロバイダーとして活動すべきであると主張する。ユダシティはオンライン学習を提供し、誰でも受けられる。スタンフォード大学の授業料が5万ドル(600万円)であるのに対して、年間733ドル(約9万円)と安い。

・テクノロジーの進歩は早い。5年、10年の間、何も学ばなければ早晩使いものにならなくなる。仕事をしながら学ぶ必要がある。AIが進展する中で、人がAIと共存するには、学び続けるしかないと強調する。

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。

・日本は人手不足である。このままでは、日本の成長力は低下してしまう。しかし、生産性（1人当たり付加価値）を高めることができれば、それを克服することができる。そのためには、付加価値を生むような新しい仕事にシフトする必要がある。一言でいえば、AIを活用して、さらに人に喜ばれるような仕事を身に付けていけばよいといえよう。

・日本企業では、リクルートがユダシティと協業連携している。シンギュラリティ（AIが人を超えること）に対して、ビジネスパーソンがやるべきことは、既存の仕組みに安住することなく、環境の変化に目をそむけず、オープンに受け止めて、常に新しいことを学び挑戦していくことである。

・イノベーションに投資して、新しいビジネスモデルを作っていくことこそ、AIにおけるシンギュラリティを乗り越える要ともいえよう。スラン氏の提言と活動は、そのように受けとめたい。

#### アニメ、ロボット、人形浄瑠璃と初音ミク

・世の中、どの分野でも「作り手」と「受け手」が存在する。本を書く人、アニメを創る人、ロボットを開発する人、人形浄瑠璃を演じる人、シンガーソングライターなど、「作り手」はさまざまである。ビジネスはほとんどの場合、何らかの「作り手」からスタートし、モノを作ったり、サービスを提供したりする。「受け手」はB to Cの場合、消費者であり、提供される価値を楽しむ人である。

・「作り手」と「受け手」はバリューチェーンの中で、さまざまな連鎖（つながり）をもっており、コンテンツのキャッチボールをしている。“初音ミク”は不思議な存在である。知る人にとっては、もはや当たり前かもしれないが、筆者にとっては、AKB48の人气が爆発した時と同じようにサプライズであった。

・その開発者であるクリプトン・フューチャー・メディアの伊藤博之氏（代表取締役）の話を聴く機会があった。クリプトン・フューチャー・メディアは札幌に本社を置き、創業20年を迎えている。音楽制作に関する材料提供では世界トップクラスであり、音楽配信のアグリゲーターでもある。仮想楽器（Virtual Instruments）を提供している。ドラム、ピアノ、ギターからオーケストラまで、音のシミュレーションをビジネスにしている。

・その中で、2007年8月に人の歌声をキャラクターと合わせて視聴できるようにした。①音声合成技術と②コンピュータミュージックを組み合わせて、歌唱合成技術に仕上げた。

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。

誰でも自分の楽曲をキャラクターに乗せて歌わせることのできるソフトウェアを開発した。

・このキャラクターが初音ミクである。キャラクターが単なるおまけではなく、キャラクター自体が強力なメディア（媒体）となった。つまり、音楽情報の伝達において、中心的な役割を果たすようになったのである。

・音楽を創る人は、若者を中心に山のようにいる。受け手であるユーザーが、自ら音楽のコンテンツを作る。この UGC (User Generated Contents) がネットに載ったとしても、通常ほとんど伝わらない。知られる機会が少ないのである。これに対して、バーチャルシンガーである 16 歳の少女、初音ミクが歌うと、俄然注目を集めるようになる。

・ここで、ユニークなプラットフォームとしての仕組みが作られた。単なる遊びの場ではなく、著作権の課題をいかに乗り越えていくかという点で、対応策を工夫した。著作権から解放して、作品の 2 次利用ができるルール作りを行ったのである。創作の‘ルール’と‘マナー’を定め、「piapro (ピアプロ)」という投稿サイトを作った。ここに投稿したら、他の人が使ってもよいというルールを定め、利用した時には‘ありがとう’のメッセージを発信するというマナーを設定した。

・初音ミクの作品（彼女に歌ってもらおう楽曲）はすでに 100 万件を超えている。なぜ創作の連鎖がこれほど広がったか。1 つは共感の連鎖にあり、もう 1 つは‘ありがとう’の連鎖にある、と伊藤氏は強調する。すべての人がクリエイターになれる。自分の楽曲が、金銭的なものではないが、多くの人に知ってもらえる場として受け入れられている。

・一連の動きがブームとなった。そうすると人気を博するクリエイターが出てくる。そのクリエイターのビジネス化を、クリプトン・フューチャー・メディアがプロモートしていく。楽曲を軸に、まんが、イラスト、楽譜、アート、ファッション、コスプレなど、さまざまな場面でクリエイターを応援する。

・技術的には、CG (コンピュータグラフィックス) のレベルがかなり高い。AR (拡張現実感) を活用し、ミク型ロボットやゲームにも応用する。ミクのコンサートも活況である。ミクを 3D CG で登場させ、ミク以外は生の人間が演奏するというバーチャル・リアルの融合型のコンサート (ミクエキスポ) が始まった。

・このミクエキスポをどのように開催するかについて、10 万人のファンに投票してもらい、第 1 回のバーチャルコンサートを、2014 年 5 月にインドネシアのジャカルタで催した。そ

---

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。

の後、米国のロサンゼルス、ニューヨーク、中国の上海と続き、2016 年は日本、北米（カナダ、メキシコ）にも拡げていく。

・ミクとは何者か。①歌うキャラクターソフト、②クリエイターを生み出す存在、③都市でバーチャル生演奏を行うポップスターである。その本質について、伊藤氏は、1) 人は創作することが好きで、いいものをリスペクトする、2) 創作にはヒトやモノ・コトを尊ぶというヒューマニティがある、と指摘した。若い人ほど好奇心を持っており、ミクが大好きである。ミクを支持する層は 60%が女性であり、その中心は 13~17 歳で全体の 35%を占める。

・日本の文化に人形浄瑠璃がある。人形を人に見立てて、魂を入れる、ここに今のクリエイターの活動に共通するものがある、と伊藤氏は言及した。音楽創作をいかに表現するか。初音ミクというキャラクターを通して、クリエイターである「作り手」が、ファンである「受け手」に共感を求めていく。ミクエキスポが、グローバルに通用する共通文化となるかどうか、大いに注目したい。

### 最後の 10 年をどう生きるか〜ヘルシーエイジング

・あずさ監査法人の「成長企業倶楽部」で、武藤真祐氏の話聴いた。武藤先生は、医師で医学博士、欧州有数の MBA を取得し、米国の医師と公認会計士の資格も有している。現在 32 歳であるが、日本の終末医療も含めて、超高齢化社会に ICT で医療、介護、生活の革新的プラットフォームを構築しようと実践している。もの凄いパワーである。

・武藤先生は内科医でカテーテルを専門としてきた。宮内庁で陛下のプライマリドクターを務めた後、マッキンゼーで経営コンサルタントとして働き、自ら医療法人を立ち上げた。さらに、日本の制度の中では、イノベーションがスピードアップできないと、シンガポールでヘルスケアの法人をスタートさせた。

・筆者自身にとっても切実な問題提起がなされた。現在年間に 110 万人が亡くなっており、生まれる人より死ぬ人の方が多い。これがいずれ 160 万人~170 万人に確実に増えてくる。アクティブシニアにも死は訪れる。110 万人のうち、病院で亡くなる人が 90 万人、自宅で亡くなる人が 20 万人である。筆者が生まれた頃は 80%が自宅で亡くなっており、1970 年代後半に逆転した。

・人生、最後の 10 年は必ず助けが必要となる。健康寿命と本当の寿命には 10 年の差がある。本レポートは、独自の視点から書いており、基本的に会社側の立場に立つものではない。本レポートは、投資家の当該企業に対する理解促進をサポートすることを目的としており、投資の推奨、勧誘、助言を与えるものではない。内容については、担当アナリストが全責任を持つが、投資家の投資判断については一切関知しない。本レポートは上記作成者の見解を述べたもので、許可無く使用してはならない。

る。この時をどう過ごすか、社会の仕組みとしてどう支えていくか、が最大のテーマである。100歳を過ぎても老後が不安だといって、1000万円持っていても使わない人がある。6割の人は自宅で死にたいと思っているが、現実には病院に入院し、管がいっぱい付いてしまう。

・自宅で看取ることが難しい。なぜか。介護の負担が重いからである。家族は病院におく方が安心できる。在宅医療は2006年から制度化されているが、まだ不十分である。病院の医療費は高齢になるほど、ぐんとかかってくる。自宅の方が費用は安く済む。治療（キュア）とケアは異なる。治療の後には、必ずケア（気持ちも含む見守り）が必要である。

・ここにITは不可欠である。最も大事なことは情報共有で、事前事後の情報が共有できていればキュアとケアの効果が高まり、生産性を改善することができる。クリニックでも病院でも在宅でも、いかに待ち時間を少なくして、患者に接する時間を増やすか。分業と協業、情報の正確なインプットとアウトプット。ICTを活用した診断や音声による入出力、厳格なスケジュール管理など、さまざまな可能性はある。では、現実にはできているかといえれば、まだバラバラである。

・武藤先生は、看取りの「祐ホームクリニック」を運営し、こうした課題に対してイノベーションを起こそうと奮闘している。日本の制度や規制にはそれなりの意味があるとしても、制約になる場合が多い。そこでシンガポールの仲間と、自由診療の国で新しい試みに挑戦している。ここでのイノベーションを逆に日本に持ってくる、というリバースイノベーションを狙っている。

・武藤先生の問いは、「80歳の時に何をしていたいか」にある。このイメージの実現のためにヘルスケアがあるという。そのためにはデータが必要であり、ナビゲーション（案内・誘導）が必須である。いかに早めに重症化を予防するか。人々の迷いや、流されやすい習慣をサポートするか。ありたい姿へ導くようにアドバイスを行うか。個人に合ったナビゲーションが求められる。あるレベルまでは、ロボットによるリコメンデーションも有用ではないかと、武藤先生は指摘する。

・私のケースでいえば、つい面倒になって、これまでの習慣に流され易い。日々の小さな誘惑に惑わされて、酒量が多くなったりする。2カ月に1度のクリニック検査、3カ月に1度の歯のメンテナンス、年に1回の間ドックなど、かかりつけの医療機関はいくつか持っている。一病息災を自認しながらも、医師にはもっとがんばれと注意を受けている。

---

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。

・わが家には、もう1件のかかりつけがいます。それはPCクリニックで、ファミリーの5台のスマホ、5台のPCなど、ICT機器のハードやソフトをまとめて、みてもらっている。このサービスは、ITで困った時に実に頼りになる。

・では、命の次に大事なお金はどうか。ここに関しては30年の経験を活かして、趣味のアナリスト、趣味の投資家を実践している。紺屋の白袴や医者の不養生にならないように、気を引き締めて社会貢献に取り組み、ヘルシーエイジングビジネスで活躍する企業を応援したい。

鈴木行生(すずきゆきお)

(株)日本ベル投資研究所 代表取締役 首席アナリスト



(略歴)

福島県会津若松出身。東京理科大学大学院理工学研究科経営工学専攻修士課程修了。  
75年(株)野村総合研究所入社、自動車、重工機械、鉄鋼、国際商品市況、合繊、小売り・サービス、金融などの産業を担当、東京、大阪、パリでの企業アナリストを経て、96年取締役企業調査部長。  
97年野村証券(株)取締役金融研究所長。2000年野村アセットマネジメント(株)常務執行役員調査本部長。  
05年野村ホールディングス(株)取締役、野村アセットマネジメント(株)取締役、野村信託銀行(株)取締役、野村資本市場研究所(株)取締役。  
07年社団法人日本証券アナリスト協会会長(09年8月まで)。この間、一貫して証券アナリストの業務に従事。  
10年7月(株)日本ベル投資研究所を設立し、アナリスト(Independent Research Analyst)として活動中。  
金融庁企業会計審議会臨時委員、経済産業省「持続的成長への競争力とインセンティブ～企業と投資家の望ましい関係構築」プロジェクトメンバーを歴任。現在経済産業省「経営者・投資家フォーラム(MIF)メンバー」。  
株式会社システナ(東証1部、情報通信システム開発)社外取締役。  
いちごグループホールディングス株式会社(東証1部、総合不動産サービス)社外取締役。  
有限責任監査法人トーマツ顧問。  
日本IR(インベスターズリレーションズ)学会副会長。  
日本証券アナリスト協会検定会員(CMA)

(個別レポート)

「アナリストからみた統合報告書への期待と課題」、青山アカウンティング・レビュー、2015年第5号(10月)  
「稼ぐ力はどこまで高まるか～ROEを超えて求めるもの」、トーマツ「会計情報」、Deloitte、2015年7月号  
「持続的成長に向けて～企業価値創造のリターンを求めて」、トーマツ「会計情報」、Deloitte、2014年7月号  
「日本経済の再生～日本企業の成長戦略に求められるもの～」、トーマツ「会計情報」、Deloitte、2013年7月号  
「真の価値創造を目指して～投資家から見た企業価値評価」(花堂靖仁、高橋治彦編著「近未来の企業経営の諸相-2025年-」の16章、中央経済社、2012年3月)、  
「日本の復興と投資家の気概～次世代を担う新しい日本を創る～」(証券アナリストジャーナル、2011年7月)、  
「提言の論点 東日本大震災の復興に向けて」(公益社団法人日本証券アナリスト協会、2011年6月)など。

(株)日本ベル投資研究所 (ベルトーケン) ホームページ [www.bellekt.com](http://www.bellekt.com)

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。