

ベル投資環境レポート

見えない資産からの価値創造

～企業の質を評価する～

2017年12月26日

鈴木行生

目	次
1. 日本企業の生産性はなぜ低いのか～高める方策に挑戦	トツビジネスモデル
➤ 生産性をいかに高めるか～知的資本生産性に着目	➤ 日立のカルチャーイノベーション～ビジネスモデルの変革
➤ 知財(IP)を評価する～アナリストの知りたいこと	➤ 三井物産のコングロマリットプレミアムとは
➤ 社外取締役の役割～会社を変えられるか	➤ 中国の BOE、液晶ディスプレイで世界トップ～その次はどうする
➤ ESG 投資をいかに ROE に結びつけるか	➤ New-IT Transformation の実践～AR、RB の活用、働き方改革
➤ 企業の質と株価パフォーマンス	➤ AI スピーカーを業務用に展開～アレクサ(Alexa)のアプリ Skill の活用
➤ 本質的価値の見える化を～アナリスト不要論を越えて	➤ ライツ・オフリングによる資金調達～成功した AD ワークスの正攻法
2. 新たなビジネスモデル BM2 をいかに作るか～New IT によるプレミアムの創造	
➤ 空間シェアリングエコノミー～TKP の断	

1. 日本企業の生産性はなぜ低いのか～高める方策に着目

生産性をいかに高めるか～知的資本生産性に着目

・アベノミクスは毎年新しいテーマを掲げる。新しい目玉で政策をリードしようという考えであろう。そこには中長期的なビジョンが不可欠であるが、国として何をやるのかという政策になると、実効性という点でパンチがないという意見も出てくる。

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

・「未来投資戦略 2017」について直接話を聴く機会があったので、その中身についていくつか検討したい。

・目指すべき社会は、Society 5.0 の実現であると定めた。狩猟社会→農耕社会→工業社会→情報社会の次が、Society5.0（超スマート社会）であると位置づけている。IoTなどの先端技術が社会に融合され、必要なモノやサービスが、必要な人に必要な時に必要なだけ提供される人間中心の課題解決型の新しい社会作りを目指す。

・さらに、それを支える技術革新を、第4次産業革命と位置付けている。第1次が蒸気機関、第2次が電力・モーター、第3次がコンピュータで、それらが農耕社会を工業社会へ、工業社会を情報社会へと変化させた。

・第4次産業革命のシンボルはAI（人工知能）であるとみている。伸びてくる領域は、コネクテッドインダストリー、つまりAIが自ら考えて最適な行動をとることによって、つながりによる新たな付加価値が創造される産業と捉える。

・この領域で、新たなビジネスモデルが続々と生まれるはずであると期待する。日立の中西会長がいう壮大な構想の提案といえよう。

・その実現に向けて、力を入れる戦略分野を5つ特定した。①健康寿命の延伸（分かり易い事例：介護ロボット）、②移動革命の実現（モビリティロボット）、③サプライチェーンの次世代化（スマート農業）④快適なインフラ・まちづくり（i-construction）、⑤FinTech（キャッシュレス化）である。

・国の政策として、横櫛を入れるべき政策も5つ挙げている。1) 企業の稼ぐ力の改革（コーポレートガバナンスと事業再編）、2) データのオープン化（公共データの民間開放）、3) ルールの高度化（制度整備と規制のサンドボックスの創設）、4) 人材育成（IT人材）、5) 規制改革（行政手段の簡素化とIT化）である。

・ここで、サンドボックスとは、まずはやってみるという場の設定を意味する。いずれも難しい政策課題であるが、政府サイドは何としても規制領域に風穴を開け、成果を出していくと強調した。

・未来投資会議の今後の検討テーマは、1) 生産性を高める投資をいかに引き出すか、2) 人手不足をいかに克服するか、3) そのためのイノベーションをいかに推進させるか、につい

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。

て具体化することである。

・日本の労働生産性は米国の60%水準である。どうしてこんなに低いのか。仏、独、加、英よりも低い。米国と比べて、日本のソフトウェア投資の伸びは著しく低い。IT人材は大幅に不足している。売上高R&D比率も米国、欧州より低い。一方で、日本企業の内部留保、現預金は継続的に増えている。

・では、どうすればよいのか。マクロ的には、 $GDP = \text{人口(就業者数)} \times 1 \text{人当たり} GDP$ (1人当たり付加価値=労働生産性)である。いかに生産性を上げるかが最重点テーマである。

・これから人口は減っていく。それに手を打つ必要がある。①健康な人にはいつまでも元気に働いてもらう、②女性と若者にもっとチャンスを作り活用する、③外国人技術者など、高度人材が日本で働きたくなるように仕組みを変え、どんどん入れることが求められる。

・労働生産性を上げるには、従来型のコストを切り詰める効率化ではなく、いかに付加価値を高めるかが問われる。端的に言えば、働いている人がもっと高い報酬を得られるように、ビジネスモデル(企業価値創造の仕組み)を変えていくことである。

・労働生産性をブレークダウンしてみよう。労働生産性=1人当たり付加価値であるから、これは労働装置率(設備/人数)×設備生産性(付加価値/設備)と分解できる。

・労働装置率を上げるというのは機械化の推進である。今日的に言えば、ロボットの活用を意味する。確かに、サービス産業でもこれから大いにロボットが使われるようになるだろう。

・次に設備生産性は、設備の知的装置率(知的資本/設備)×知的資本生産性(付加価値/知的資本)と分解できる。知的資本とは、ヒト(人的資本)が生み出した客体化(外部化)された知的財産(広義の知財)である。設備が知的資本を装備するとは、まさにAI化であり、それを支えるのがIoT、BD(ビックデータ)であろう。

・知的資本生産性は、知的資本を活かしたビジネスモデルやプラットフォームが新しい付加価値を生み出すことを意味する。こうみえてくると、 $\langle \text{労働生産性} \rangle = \langle \text{ロボット} \rangle \times \langle \text{AI} \rangle \times \langle \text{プラットフォーム} \rangle$ ということになる。まさに、ビジネスモデルのデジタルトランスフォーメーションが求められている。

・ここで大事なことは、知的資本をいかに計量化するかである。この価値評価のKPIを特定
本レポートは、独自の視点から書いており、基本的に会社側の立場に立つものではない。本レポートは、投資家の当該企業に対する理解促進をサポートすることを目的としており、投資の推奨、勧誘、助言を与えるものではない。内容については、担当アナリストが全責任を持つが、投資家の投資判断については一切関知しない。本レポートは上記作成者の見解を述べたもので、許可無く使用してはならない。

することが極めて重要である。国の政策もここを議論していくことになる。

知財(IP)を評価する～アナリストの知りたいこと

・政府は毎年、知的財産推進計画を策定している。2017年の計画では、‘ビジネスの実態やニーズを反映した知財価値評価の実現’が盛り込まれた。知的財産の権利化とともに、知財紛争処理システムの機能強化も求められている。証拠収集、裁判外紛争解決手段(ADR)、国際仲裁などが引き続き重要である。

・では、知的財産(知財・IP)の適正な評価はどのように行えばよいのだろうか。特許(パネント)侵害した時の損害賠償額はいくらが妥当か、という直接的な利害の前に、知財の価値評価にもっと迫る必要がある。

・投資家・アナリストからみて、知財の適正な価値評価に向けて、何が大事であるかを考えてみたい。まず大枠としての企業価値評価のフレームワークでは、3つの視点が重視される。

・1)市場性(市場の広さ、市場の発展性、競合の度合い、新市場の創造)、2)革新性(ビジネスモデルの独自性、イノベーションの先進性、経営資源と組織能力の活用、新たなコンセプトクリエーション)、3)社会性(商品・サービスの不可欠な存在、ESGの活動、ステークホルダーの満足、社会的課題の解決)という3点である。

・次に重要な点は、価値創造の仕組みである。企業が価値創造を実践する仕組みがビジネスモデル(BM)であり、そのBMを構成する6つのキャピタル(資本)の1つが知財(IP)である。

・6つのキャピタルとは、①人的知識(ヒューマンキャピタルの中に内在し、生み出されるナレッジ)、②運営組織(BMを運営する組織能力)、③人工知的(ヒューマンキャピタルが創り出し、客体化された知財や製造物)、④社会公共(インフラとしての社会公共資本)、⑤自然環境(BMの持続性に欠くことのできない自然や環境資本)、⑥金融財務(金融資本市場における財務)である。

・知財を狭く考えれば、特許など法的に守られる知的権利であるが、広く捉えればBMを支える外部化された知識やそれを具現化させたシステムといえる。特許とは違ったカルチャーのようなものから、外部に顕在化させたくない秘密のノウハウのようなものまで幅広い。

・知財はBMを支える重要なキャピタルであるが、それにはいくつかの発展プロセスがある。

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。

1) 発明・発見のような知財は、それがすぐビジネスに役立つとはいえない。2) 知財を活用してBMを作り上げるには相当の戦略が求められる。3) 今のBMが何らかの価値を創り出しているとすれば、そこには必ず知財が貢献している。

・さらに、4) 次のBMへレベルアップするには、新しい知財を創り出して活用する必要がある。5) この知財を創り出すR&Dはどんな業種の企業においても必須である。

・そこで、アナリストとして、会社に問いたい。第1に、あなたの会社の知財の特色は何ですか。第2に、あなたの会社の知財の強みは何ですか。第3に、新たな知財の創出に向けて、どのような中長期戦略を打っていますか。

・そして、第4に、知財のIR（統合報告としての投資家向け説明）はどのように展開していますか。まさに会社としてIPによる価値創造をどのように実践し、それをいかに評価しているかを知りたいのである。

・アナリストとしては、知財の評価を5つの軸で行う。①知財のマネジメント：会社として知財をどのようにマネジメントしているか。②知財のイノベーション：知財を活かしていかに成長力を高めていくか。③知財のリスクマネジメント：知財を業績に結びつけると同時に、ネガティブなリスクが顕在化しないように手を打っているか。

・④知財を支えるESG：環境、社会に貢献する知財となっているか。そのためのガバナンスは十分か。そして、⑤知財のコネクティビティ：知財が独自の価値創造モデルにきちんと結びついているか、という点を吟味していく。

・その中で特に注目したい点は、1)イノベーター(発案者)は誰か。2)それを支える組織能力は十分か。3)ビジネスに育てていく戦略は確固たるものか。4)その知財をどう守るか。オープンにするのかしないのか。紛争になったらどう戦いどう収めるか。5)ビジネスへの貢献度をどのように計量化するか。定性評価をいかに定量化し、財務的にはどのような収益性を見込んでいくか。

・その上で株価へのインパクトを評価したいが、知財の発展ステージによって評価の実態は異なってくる。

・①発明発見の時期（R&DのRの局面）、②実用化のための改良の時期（R&DのDの局面）、③商品化・サービス化の時期（立ち上げ期）、④成長前期の時期（設備投資、販売投資、人

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。

材投資)、⑤成長後期の時期(収穫期)、⑥次のイノベーションへの準備時期(イノベーションの連鎖に結びつくか)、⑦衰退・撤退の時期(過剰資産をどう縮小整理するか)など、局面によって株価は常に過大にあるいは過小に反応しがちである。

・財務的な実績がみえ、予測の確度が上がってくると、マーケットではその知財の効果が次第に織り込み済みとなり、落ち着いてくる。

・投資家としては、常に先読みをしたい。会社サイドとしては、過剰反応を避けるようなIRに努めたいと考える。しかし、実態を伝えて、知財という無形資産を理解してもらおうとしても、なかなか思うようにはいかない。

・アナリストによって解釈が異なり、楽観/悲観/無視など、さまざまな態度が表われよう。こうしたマーケットの評価を踏まえた上で、それに振り回されることなく、知財を活かしたBMのブラッシュアップに取り組んでほしい。

社外取締役の役割～会社を変えられるか

・デロイトトーマツの取締役実態アンケート結果 2016年版を参考にしながら、社外取締役の役割について少し突っ込んでみたい。社外取締役が増えると、1) 経営の監督機能は上がるのか、2) 次世代経営陣の育成は進むのか、そして、3) 会社の収益力は欧米に負けないくらいに上がるのか。こうした点が注目される。

・社外取締役が経営の監督に当たる時、一人で何でも分かるという訳にはいかない。まずは、実績としての専門性が問われる。そこで、財務・会計に関する知見として公認会計士、法務に関する知見として弁護士が任用された。監査役や監査委員としては適切かもしれないが、必ずしも十分ではない。日本の大企業においては、事業のグローバル化に伴い、国際ビジネスの経験が求められている。グローバル企業の経営経験者が、社外取締役として日本人はもちろん、外国人も必須になるろう。

・しかし、外国人経営者が社外取締役に必要であるといっても、1) どうやって適任者を見出すのか、2) その監督や助言が今の経営レベルに合っているのか、3) 執行サイドの経営者にとって実行しがたい要求である時、どう対応するのか、4) そもそも波風が立たない経営をしたいので、外国人は入れたくないかもしれない。

・取締役会で何を議論するかは、社長であるCEOが決めたいというのが通常である。社外取
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。

締役が議長となってテーマを決めて、執行の実を上げていくとすると、CEO はやりにくいと思う公算が高い。しかし、中長期的な企業価値向上の仕組みを作るために議論するとすると、CEO の思いだけでは十分でないことも多い。

- ・利益相反の監督、少数株主の意見の反映となれば、社外取締役が複数いることは必須であり、できれば過半を超えている方が望ましいというのが欧米流の通常の判断であろう。

- ・しかし、日本の多くの企業は今のところ、そこまではいかない。企業経営に正解は1つというわけではない。将来は常に不確実であり、企業の実力も執行陣のレベルに依存する。高望みをして無理がたたってしまう。少しストレッチしつつ、きっちり目標を達成していく方が、安定感がある。現状から一歩踏み出す方向性についてアドバイスしたり、監督したりすることが丁度よいともいえる。

- ・取締役会の議論で不足していることは、中長期経営計画と CEO の後継者計画であるというアンケート結果が出ている。多くの企業は中期計画を策定し、それを実行している。しかし、その計画を計数としての KPI でみると未達に終わることが多い。社長は、後継者を自分一人で密かに決めたい。しかし、今やそれが許されない雰囲気が高まっている。的確な後継者が選ばれないかもしれないからである。

- ・中期計画が気合いだけの目標で、未達のなるのでは意味がない。内容のある目標を揚げると同時に、それが達成できた時、できない時の中長期的な報酬を明確に定めて、そのウエイトを上げていくことが必須である。そうすると、達成できた会社への信頼感が高まり、投資家は次なる BM の進化にますます注目するようになるだろう。

- ・次のマネジメントを担う人材については、事業部門のトップにいる頃から早目に投資家との対話に加わるのが望ましい。マーケットの声がいつも正しい訳ではなく、短期的な業績に固執することも多いが、中長期的な視点に基づく投資家の声もいろいろ出てくる。それが人材育成にとってはかなり重要である。社外取締役もさまざまな場面に同席して、ステークホルダーの意見を聴く必要があり、時に自ら説明することがあってよい。

- ・もっと儲かる会社にしたいという命題に対して、異論のある経営者はいない。社外取締役も同じであろう。では、もっと企業価値を高めて、中長期的にサステナブルな会社にすべし、といわれたらどうだろうか。今どきの言葉としては当然であると受けとめられよう。

- ・では、そのために CEO としてどういう経営をやるか、社外取締役としてどのように監督、

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。

助言を行うか、と聞かれたらどう答えるだろうか。多くの場合、中期計画の説明に入っていくことになるが、それで十分だろうか。

・さらに突っ込んで、①社外取締役はROE経営が分かっているか、②経済的付加価値（ROIC－WACC）をどう追求するか、③ESGマネジメントに対してどのように監督、助言するか、と聞かれたら、どう対話するであろうか。

・日本の多くの経営者は、ROE経営や資本コスト重視の経営（ROIC－WACC）の経営を明示的にはやってこなかった。その経営者が社外取締役になって、これからのグローバル経営を監督し、助言していけるのだろうか。

・異なる考え方もある。そんな欧米流に拘ることなく、まずは社外取締役に実績のある経営者を入れることである。また、外国人や女性を増やして、ダイバーシティを広めることである。一步踏み出してから、次にその成果を突き詰めればよい、という考えである。確かにやってみなければ始まらない。

・デロイトコーポレートガバナンスセンターは、2017年のDirector's Alertの中で「取締役が提起すべき質問」を掲げて、議論を深めている。その質問を参考にしながら、筆者が社外取締役であったら、取締役会で提起したい質問を10項目ほど挙げてみた。

・第1：5年後も今のビジネスモデル(BM)が持続的に輝いていますか。色あせてくるとすると、次の価値創造のBMはどのようなものに作り上げますか。

・第2：優秀な人材を育成し、将来のマネジメントが担えるように、どのように組織能力を高めていきますか。1人1人が活躍できるには、企業文化にまで仕上げていく必要があります。そのブランドはどうやって作っていきますか。

・第3：あらゆるビジネスはデジタルトランスフォーメーションで大きく変身しようとしています。企業や人材の新陳代謝も必要です。デジタルテクノロジーをどのようにBMに組み込んでイノベーションを起こしますか。

・第4：リスクを取る意欲、リスクを負う試み、リスクを避ける仕組みをどのようにBMにビルトインしていますか。それを機能させるためにどんな工夫をしていますか。

・第5：中長期的な企業価値創造の成果である財務的な業績向上に対して、トップマネジメ
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。

ントから現場の社員に到るまで、フェアで十分な報酬を与える仕組みを機能させていますか。

・第6：執行サイドのマネジメント人材、取締役会の人材は、取締役会を通して高い実効性を上げていますか。その責任を果たすために行動していますか。異なる意見にも十分耳を貸すカルチャーを作っていますか。

・第7：会計監査人とは、経営上の重要な課題について共有し、十分なコミュニケーションをとっていますか。情報開示は十分ですか。十分でないとすれば、どうすべきかを議論していますか。

・第8：ビジネスモデル構築の戦略を十分練った上で、それを実行しつつ、よい開示を心がけていますか。投資家と対話し、経営にフィードバックさせていますか。そのために、投資家との対話の場に出ていますか。

・第9：社外取締役は、常にグローバルな社会政治の行方、経済金融市場の変化に目配りし、企業をとりまく競争環境の変化にいかに対応するかを監督し、助言していますか。

・第10：社外取締役はマネジメントに迎合せず、常に信頼を築きながら、一定期間の役割として長居をせず、意外な意見を述べることをモットーに活動する、という点について共感を得ていますか。

・上場企業の社外取締役は、以上のような点に心掛けながら、企業価値の向上に資するべく、自らの貢献をきちんと認識できるように活動してほしいと願う。

ESG 投資をいかに ROE に結びつけるか

・9月に企業価値創造 ERM 学会で、野村証券クオンツアナリスト張替一彰氏（金融工学センター、クオンツ・ソリューション・リサーチ部）の話を聴いた。テーマは、「エンゲージメントと ERM の視点から見た ESG のあり方」であった。いくつかの興味深い論点について議論してみたい。

・2017年6月のアベノミクスの成長戦略において、日本の大企業は欧米と遜色のない収益力の水準を目指すべく事業を強化せよ、と掲げている。鍵は事業の新陳代謝にあり、そのためにコーポレートガバナンス (CG) 改革に一段と力を入れるべし、と未来投資戦略は語って

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。

いる。

・TOPIX500 (除く金融)の2016年度のROEは9.4%であった。一時の5%台から上昇し、8%を超えてきた。米国のS&P500 (除く金融)は14.6%であったから、その差はまだ大きい。この時のROA (総資本税引利益率)は日本3.6%、米国5.3%であった。いずれの差も主因は売上高利益率にある。

・日本がROAで5%を目指すには、売上税引利益率で7%はほしい。そうするとROEは13%に近づこう。こうした財務的なKPIは結果であって、第一義的な重心は企業価値創造の仕組みにある。ビジネスモデル(BM)を作りかえることによって、結果としての利益を創出するというのが本筋である。そのための先行投資、ポートフォリオの見直し、競争優位の確立が決め手となる。

・企業価値の創出にESGはどう役立つのか。機関投資家がESGに関するエンゲージメントを高めたら、企業の収益力は上がるのか。これを短絡的に結びつけようとしても、かなり無理がある。ESG(環境、社会、企業統治)は企業のサステナビリティ(持続性)に役立ち、中長期の企業価値創造を支えるものである。企業が直面するさまざまなリスクを低減させて、結果として価値向上に資する、というのが一般的な論理である。本当だろうか。

・GPIFは、3本のESGインデックスを運用に採用した。これは、ESGをポジティブ・スクリーニングとして利用したものである。野村のクオンツ分析によると、これらのESG指数は平均的にみて、TOPIXに比べて、①資本効率性が高く、②資本コストは低い、という特長を有する。つまり、ROIC-WACCのスプレッドが高い。

・ESGの評価機関はいろいろあるが、GPIFが採用したMSCIとFTSE RussellのESGスコアのウェイトをみると、MSCIではE 30%、S 42%、G 28%のウェイト、FTSEは同31%、37%、32%と、野村では推計している。

・野村の分析によると、2つの評価機関のESGスコアには、同じ企業に対してかなりの違いが生じているという。評価方法、ソースデータ、評価点数の付け方に違いがあるためである。互いのインデックスに対するもう一方からの説明力は20%以下というから、相当違うインデックスであるともいえる。

・ESGをどう評価するかは、まさに、1)何をみるか、2)どうレーティングするか、3)それをどうまとめるか、によって総合評価は違ってくる。業種別でも個別企業でも違いが大き

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。

出ることがある。

・それは、それでよい。MSCI の評価であり、FTSE の評価である。それらを鵜呑みにすることなく、使い分けていく必要がある。さらに、個別の評価は自らの判断で行うことが一層重要であろう。

・企業においては、外部からの評価が適切になされるように、ESG に関する情報開示を充実する必要がある。すでにデータがあるのに開示していないケース、データを的確に収集していないケース、そもそも ESG を重視していないケースなど、レベルの差は大きい。

・GPIF の ESG 3 指数において、共通に採用された銘柄は 66 社ほどあるが、これらの企業は相対的に優れているといえよう。例えば、アステラス製薬、オリエンタルランド、オムロン、資生堂、野村総合研究所、丸井グループ、コニカミノルタ、ヒューリック、CSCK などが入っている。

・では、ESG と財務的な企業価値指標とは、どう結びつけるのか。①ROE を高めよ、②それよりも ROA の方が大事である、という見方に対して、③本質的には、資本コストを上回る収益力が決め手となる。経済的付加価値 (EP : Economic Profit) は資本コストを上回る利益であるから、 $EP = (ROIC - WACC) \times \text{投下資本}$ と定義される。

・総資本のうち、何が投下資本 (ROIC) か。つまり本当に価値を生み出す資本であるかをよくみる必要がある。ところが、この投下資本にはバランスシートに表れないものが多い。人材育成投資、R&D 投資、特許、ノウハウ、組織力、さらに本質的な経営者のマネジメント力は、まさに無形資産である。

・この無形資産のうち、有力なものが ESG である。①E : 環境に配慮し、環境を活かす経営、②S : 人権に配慮し、人材を活かす経営、③G : ガバナンスを効かせた取締役会を通じた経営、などによって、稼ぐ力の向上を図ろうとしている。さらに、ESG 以外でも、収益力の向上に不可欠なものもある。

・こうした無形資産への投資は、財務的には投下資本として捉えられ、その効率が ROIC (投下資本利益率) の向上と、WACC (加重平均資本コスト) の低下になって顕在化すれば、企業価値の向上が財務的にも証明される。

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

もつなげることができる。そのためには、無駄な資産や資本をもたないことであり、適切な資本負債構成を検討することが重要である。

・1つの正解があるわけではなく、企業のビジョンや経営哲学を反映した経営方針が、現場の隅々までいかに浸透しているかが問われる。

・ROICをKPIに掲げる企業が増えている。WACCは分かりにくいようだが、中長期的な視点で資本コストを腹に入れておく必要がある。その上で、投資家が重視するROEについても、明確なコミットメントが必要である。

・ROE 8%以下の企業はまず8%を、これを超えている企業は二けたの10%か、欧州並みの12%を目指したい。次に米国並みの15%や、独自の領域の20%以上を目標にして、個々の企業独自の手を打ってほしい。その上で、一過性ではない持続的で高いROEを実現してほしいものである。

企業の質と株価パフォーマンス

・8月末にアナリスト協会と日本ファイナンス学会の共同セミナーが開かれた。テーマは、どのような投資行動が株式投資のパフォーマンスをもたらすか、というものであった。2つの研究発表があったが、その学術的な実証研究をベースに、一般的な投資家はどのような投資を行うのがよいかを検討したい。

・日興アセットマネジメントの石川康氏（オルタナティブ運用部長）は、日本企業の投資効率について分析を行った。1) 設備投資を増やしている企業の株価リターンは高いか、2) R&D投資を増やしている企業の株価リターンは高いか、3) 従業員数や人件費が増えている企業の株価リターンは高いか、という観点から投資効率を吟味した。過去のデータに基づく実証研究である。

・主な結果として、1) 投資が増えた日本企業のROEは低下しており、とりわけ小型株の投資リターンは低下傾向にある、2) 投資に慎重な企業では、投資をすると投資効率に差が出やすい、3) 労働集約型の企業では投資効率が下がりやすい、というものであった。

・つまり、設備投資、R&D、従業員、人件費を増やした企業のROEは低下しており、小型株では投資リターンもマイナスであった。投資に慎重な企業はROEがよい傾向が見られ、R&Dを拡大すると、株価リターンは低下している。労働集約型の企業では人を増やすとROEが下

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

がり、資本集約型では人を減らすと ROE が上がる。

・これまでの先行研究でも、1) 設備投資を増やすと株式リターンは下がる（米国）、2) 独立系の企業なら設備投資の増加は株式リターンの増加に結びつく（日本）、3) R&D 投資の高い企業の株式リターンは低下する（米国）、4) R&D だけでなく、そこに投資効率（アビリティ）を入れると株式リターンは向上する（米、日、独）、5) 従業員満足度が高いと、株式リターンは上がる（米国）などの研究はあった。

・ここからは筆者の見解であるが、設備投資にしても、R&D 投資にしても、人材投資にしても、やれば成功するというものではない。全体を合計してみると、収益性や投資効率に必ずしも寄与していない。結果として株式のリターンに結びついていないとみられる。

・その意味するところは、設備投資をやる企業、R&D を増やす企業、人員を増やす企業は成長しそうだから、そのようなインデックスに投資する、という行動は短絡的である。

・投資をしなければリターンを得るチャンスはない。しかし、投資をすれば、必ずリターンが得られるというものでもない。投資の中身をよく吟味して、その成功の可能性を探り、成長局面に入った時の収益性や投資効率を事前に分析する必要がある。その分析が当たらない場面もある。かといって、儲かると分かってから投資するのでは遅い。ここが投資妙味のカギである。

・経営者は勝負をかける。とりわけ、独立企業の創業者は慧眼を有している場合が多い。つまり、先を見通す力を有している。投資を開始しても、上手くいかないと分かたら、さっさと撤退する決断もできる。

・R&D や設備投資には、それぞれの発展ステージにおいて、検討すべきテーマと内容がある。そこを十分吟味しながら、次のステップに進まない、期待先行に終わってしまうことも多い。人材を増やす企業は成長の可能性を有しているとみられるが、当然、人件費増が先行して、収益性が低下する可能性がある。よって、生産性が本当に上げられるかをよく吟味する必要がある。

・日興アセットマネジメントでは、アナリストによる CSV 評価法を取り入れている。①ESG、②市場競争力、③財務、という 3 つの軸で、独自の CSV スコアシステムを作成している。ESG では、人的多様性、経営の実行力、環境・社会、事業継続の脅威を評価項目にしている。市場競争力では、参入障壁、ブランド力、開発投資、コスト優位性、市場成長力を評点する。

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。

財務では、株主還元と財務健全性をみている。これらを取り入れた日本株 CSV 戦略でアクティブ運用を展開している。

・もう1つの研究は、首都大学東京の内山朋規教授によるものであった。伝統的理論では、株式に対する期待リターンはリスクプレミアム（リスクの負担）に依存する。株式の収益性が高くても、それは株価にすでに織り込まれているので、期待リターンには反映されない、というものである。

・ところが、クオリティが高い銘柄というのが存在するというのが、内山氏の分析である。つまり、収益性が高く、リスクが低い銘柄が存在する。クオリティの高い銘柄は、すでに十分ディスカウントされている（株価に織り込まれている）のではなく、高い期待リターンが得られる。多くのアクティブファンドは、このクオリティファクターを利用していないので、これを利用した投資が有効ではないかと主張する。

・実証分析によると、1) クオリティのプレミアムは高く、小型株よりも大型株の方が顕著である。2) バリュファクターとは明らかに異なる。3) クオリティファクターへの投資はリスクを分散させ、パフォーマンスを改善させる。

・ここでいうクオリティは、①ROAの高さ、②ROEの安定性、③ベータの低さ、で説明される。つまり、収益性が高く、資本効率が安定して、リスクが低い企業の方が、相対的にクオリティが高いと判断する。シンプルであるが、こうした銘柄群によって、高い株価パフォーマンスが得られるのであれば、このアクティブ投資は有効であろう。

・企業の分析に当たって、1) ROA、ひいてはROICをいかに向上できるか、2) 一定水準以上のROEをいかにキープできるか、3) マーケットの変動に左右されない事業特性や業種特性をどれだけ持っているか、を重視する。

・ROAやROEが低くても投資に向かない。ROAやROEが改善に向かう時、株価は上昇する。この点は既によく知られている。一方で、低β株は、マーケットが上がる時に上がらず、マーケットが下がる時に下がらず、という傾向を有する。

・ここでいうクオリティ企業は、ROEが高く安定しているというのが最も重要で、次に事業の独自性が高く、マーケットに左右されないビジネスモデルを持っているという点が注目される。言われてみれば当たり前のようだが、こうしたクオリティ企業がアクティブ運用に十分利用されていないとすれば、今後の活用余地は大きい。

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。

・クオリティ企業はどこか。アナリストとしては、過去のデータだけに捉われることなく、将来志向で比較と予測に努め、企業の新たな質を発見したい。

本質的価値の見える化を～アナリスト不要論を越えて

・10月のアナリスト大会のパネルディスカッションは真に面白かった。資生堂の魚谷社長、丸紅の國分社長、小西美術工芸社のデービット アトキンソン社長がグローバリズムについて議論した。中でも、アトキンソン氏の論調が実にユニークで迫力があつた。

・資生堂の魚谷社長は、世界で勝てる日本発のグローバルビューティカンパニーにすると覚悟を決めた。そのためには、各地域でのローカル化が必要であるが、日本は逆にグローバル化が必要であつた。

・日本のビジネスモデル (BM) にはしがらみがあつて、なかなか壊せない。それを打ち破っていくには、違った人材が必要である。グローバルな人材マトリックスを作って、人材の交流を進めている。

・世界 6 地域本社のうち、4 人が仏人である。地域マネジメントにエンパワーメントする (権限を与える) には、経営を透明化しておく必要がある。東京の人材にもグローバルで同等に通用する能力が求められる。

・グローバル化をもう一段進めるために、日本人には why-because を一層訓練させるといふ。外国人には日本語を学んでもらい、日本の本社は来年 10 月から英語を公用語にする。英語を学ぶことに 1700 人が手をあげたという。

・ギャラップの調査によると、社員のやる気を国別に比較すると、139 カ国中日本は 132 位で、やる気が極めて低いという結果が出ている。これは組織のあり方に限界が出ているのであつて、企業は熱意ある社員を作ることにもっと力を入れるべきと強調した。まずは、社員に光を当てて、グローバル化を目指す必要があるという。

・丸紅の國分社長は、グローバル市場で勝つには、ローカルでコアアセットを追求すべしと主張する。グローバリズムの中身が変化しており、デジタルトランスフォーメーションの時代が到来している。今後、金融市場は正常化に向かうとしても、シェアリングエコノミーが進行し、EV (電気自動車) の時代がくる。

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

・こうした変化はオポチュニティとみることができる一方で、下手をすると大きなダウンサイドリスクとなる。商社のBMはそれに応えられるかが問われている。

・米国はアメリカンドリームが期待できなくなり、格差の中で社会がギスギスしている。EUはドイツの一人勝ちになっている。カギは中国にあり、中国のグローバル化は、軍事と金融を梃に、西へ西へと向かっている。こことどうつき合っていくかが、企業にとっても大いなる課題であると指摘した。

・丸紅は利益の8割を海外に依存しており、日本の親会社の発想では限界がある。連結ベースでグローバルにどう成長するか。その時のカギは人材の多様化にあると述べた。

・アトキンソン氏は、かつて銀行アナリストとして、日本の不良債権の実態と銀行再編の行方について、大胆な分析を提供した。今は、文化財の保護と修復に力を入れており、観光立国への提言も行っている。

・①日本は技術大国である、②日本人は勤勉である、というのは妄想である、もっとデータと分析に基づいて現実を見よ、と警鐘を鳴らす。相変わらずのユニークさである。

・日本はグローバリズムを語る前に、国内を固めよという。国内を固めずして、海外で勝てるはずがない。その要は、生産性にある。日本の労働生産性は世界27位で、イタリアよりも低い。

・マクロ的に、生産性とは一人当たりGDPである。高齢者が多い、若者が少ない、女性を活用していない、などいろいろ理由を上げているが、そんなことでは説明できないという。

・もったきちんと分析せよ。データで示すことが重要である。日本のさまざまな会合に出ると、政府の会議であろうが、学者の会議であろうが、議論が情緒的で個人的な印象論を語っている。ほとんどが意味のない内容であると半分怒っている。

・生産性の問題は何か、日本の生産性が低いのは、企業経営者が現実と向き合わずに、不適切な経営を展開しているからであると断言する。政府の政策もしがらみを壊すようには動いていないと指摘する。

・日本は、人口が増えている時に経済がよかっただけで、人口の伸びが止まったら経済は停滞している。これから人口は減るので一段と厳しくなろう。

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。

・米国はどうか。移民を入れて、人口は増えており、これから1億人も増えていくので、米
国経済は強い。EUは覇権の争いをしており、英国は人口が増えて経済がよくなっている。
EUはドイツ中心なので、そこから出ることにした、とみている。

・英国は資源に恵まれていないので、賢く生きてきた。アトキンソン氏が学んだオックスフ
ード大学では、とにかく理屈を追求する。本質を極める訓練を受ける。そのために、計算
機をたたいてデータをみる。それに比べて日本は根拠もない議論を上から下まで情緒的に
やっている。そんな議論はやめた方がよい、と強調した。

・ダイバーシティ（多様性）は確かにカギである。米国の企業は無国籍の会社にして、世界
に出ている。1つの民族で世界に勝てるはずがない。勝負は、会社や組織の仕組みを移民に
も開放して、世界の72億人から優秀な人材を集められるかにかかっている。

・生産性とは、一人当たり付加価値であるから、本質は付加価値を上げることである。効率
性に着目して、無駄を減らしコストを下げる、というのは別の話である。コスト削減ではな
く、付加価値の向上が本質である。この生産性の向上こそマネジメントの戦略に依存する。
ここが弱いと、アトキンソン氏は強調した。

・アナリストはどうあるべきか。アトキンソン氏は、アナリストにもはや出番はないという。
かつては、会社内部の情報を利用して付加価値をつけることができた。今やできない。決算
分析に何ら価値はない。残されているのは、本質的な価値の分析である。これを見える化で
きるアナリストは存在できるが、多くのアナリストには難しいという見方である。

・國分社長は、アナリスト、投資家、マスコミには常に誠実に対応するが、彼らを意識した
経営はやらないと明言した。魚谷社長は、アナリストはリスクの深掘りにばかりこだわる傾
向がある。もっと大きな議論をしたいという。海外の投資家に会うと、人生哲学、経営理念、
戦略のあり方に議論が及んで楽しい。こうした議論を踏まえて、財務数字に下ろしてほしい
と述べた。

・ここから得られる教訓は、1) アナリストは、常識としがらみの議論ではなく、本質を見
抜くように、根拠のあるデータ分析を行え、2) 財務的な数字の前に、企業の本質的価値の
見える化に力を入れよ、3) そのために、経営者としてしっかり対話できる実力を養え、という
ことになろう。アナリスト不要論を乗り越え、本物のアナリストを目指してほしい。

2. 新たなビジネスモデル BM2 をいかに作るか～New IT によるプレミアムの創造

空間シェアリングエコノミー～TKP の断トツビジネスモデル

- ・所有価値から使用価値へ、シェアリングエコノミーの本格化している。経済の仕組みは、ネット社会の中で大きく変化している。企業のビジネスモデルも、モノからコトへ、フローからストックへ、所有から利用へ、その切り口は様変わりしつつある。
- ・さらに同業他社だけがコンペティターとはいえなくなり、セクター(業界)という垣根がどんどん崩れようとしている。
- ・TKPは、トータル空間プロデュース (Total Kukan Produce) を実践している。まさに、空間のシェアリングエコノミーをビジネスモデルとする。不動産を活用して、ITを駆使して、ネットワーク型のビジネスを展開している。
- ・不動産セクターにいますが、不動産テックという枠も越えていこうとしている。空間再生流通という意味は、余っている空間を仕入れて、それを会議室に再生し、臨時のオフィスとして小売する流通業であるというところにある。
- ・あるいは、ホテルの稼働率の低い宴会場(バンケット)を仕入れて、それをTKPのネットワークを活かして会議、宴会、イベントなどの場として再生し、ケータリングの拠点として他のTKP施設にもディストリビューションしていく。
- ・TKP (ティーケーピー) シェアリングエコノミーを実践している。TKPの発展ステージについて、河野社長は次のように位置付けている。
- ・第1フェーズは、貸会議室をコアにした自立的発展である。貸会議室を創業して、そのグレードを上げて、ホテルのバンケット、新築・築浅のオフィスビルを活用して、ガーデンシティ、ガーデンシティPREMIUMへ展開している。この路線は、今後とも高付加価値戦略として継続していこう。
- ・第2フェーズは、貸会議室をコアとしながら、周辺業務に展開して、外部に依存していたサービスを内製化していくために、業務提携をしたり、買収をしたりして、付加価値を高める展開である。

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。

・弁当の常盤軒の買収や、保養所、旅館、ホテルの施設をリニューアルして、再生のシナジーを全面的に出していく。アパホテルのFCもこの領域である。今回の3カ年計画はこのフェーズを織り込んでおり、達成はほぼ確実であろう。

・次の第3フェーズは、‘空間再生から事業再生へ’がテーマである。このフェーズは2つの側面をもっている。

・1つは、本業のコア事業とのシナジーを軸としながら、M&Aや事業提携によって、取り込む企業の再生のウェイトを高めていく。本業への付加価値効果もさることながら、再生による企業価値向上をグループに反映させていくことになろう。

・もう1つは、これまでのビジネスはB to Bをベースにしていたが、次第に広義のリテールビジネスの再生を視野に入れているので、B to Cへの展開が強まっていくことになろう。

・1つの取掛りが、大塚家具との連携である。この資本業務提携は今のところ緩いものである。第3者割当増資10.5億円によるTKPの持株比率は6.65%にとどまる。

・実際のビジネスにおいては、①TKP施設への大塚家具の商品販売、②大塚家具の店舗スペースに関するTKPの利用、③相互の顧客の紹介、④両社による共同新規出店などが検討されよう。

・TKPは空間ビジネスを軸に、所有価値から使用価値へ、シェアリングエコノミーを実践している。他社に真似のできない空間再生によって、稼働率向上が高収益を生むビジネスモデルを進化させる。

・この高付加価値化の推進で、2020年2月期には売上高400億円、営業利益60億円が達成できよう。当面の業績も好調を持続し、ピーク利益の更新が続こう。まだ成長前期にあり、これから第3フェーズの発展が期待できる。

・PBR9.3倍＝ROE21.0%×PER44.2倍という水準にあるが、今後の利益成長と共に評価は一段と高まっていく。

日立のカルチャーイノベーション～ビジネスモデルの変革

・10月のアナリスト大会で、日立の中西会長の講演を聴いた。日立のビジネスモデル (BM) をいかに変えるか。まだ道半ばであるが、そのイノベーションは明確で分かり易い。興味深い点をいくつか取り上げてみる。

・世の中は不確実である。価値のぶつかり合いの中で、まさかのことがいろいろ起こる。デジタル化が加速しており、今や製品のスペックをいくら語っても、モノは売れない。モノは使えればよく、自社のものでなくてもよい。時流はシェアエコノミーであり、オープンエコノミーである。

・その中で、より大きな絵を描くことが重要で、ビジネスを起こすには、世の中に仕掛けることが必要である、と中西会長は本音で語る。モノではなくコトについて、壮大な構想を掲げ、それを後追いではなく、先に開発してリードするという作戦が求められる。政府の未来投資会議の柱になった「ソサイアティ 5.0」はその典型であると強調した。

・日立は創業 107 年、30 万人の従業員がいるが、昔の分類であるブルーカラーは 4 万人しかいない。日立が会社を説明する時のセグメント (事業別売上/利益) について、もう従来型のパイチャート (セグメント) では意味がない、いずれやめようと思っているという。

・アナリストからは継続性が大事であるといわれるが、ビジネスの実態をみると、これまでのセグメントであるプロダクト中心ではそもそも注文がとれなくなっている、と指摘する。プロダクトというモノは必要だが、顧客はそれが欲しいわけではない。各々が抱えている課題を解決したいのである。

・日立では、提供する価値は、PS (プロダクトシステム) × OT (オペレーションテクノロジー) × IT (インフォメーションテクノロジー) の 3 軸で作りと定義する。つまり、ビジネスモデル (BM: 企業価値創造の仕組み) を、①コアとなるシステムを、②IT を活用して、③しっかり運用して、継続的なバリューを提供することとしている。

・中西会長は、企業構造改革を 3 つステージに分けてみている。第 1 ステップは、①赤字の事業はやめて撤退する、②治療できるものは再建する、③再建した後で売却する、という内容である。テレビはやめた、自動車関連は再建した、HDD はハイリスクなので、黒字にして売った。

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。

・ハイリスクとはどういう意味か。HDD（ハードディスクドライブ）は、事業の浮沈みが激しく、技術もどんどん進化する。年間 300 億円の赤字を出しながら、次の製品で先行するために 800 億円の投資をする必要がある。この決定を大企業の日立の社長にさせるのは酷であるという意味である。専門のプロの社長でないと、このビジネスは追えないと判断して売却した。

・第 2 ステップは事業ポートフォリオの継続的な見直しである。10 年間のグループ会社数をみると、901 社を減らしたが、831 社が加わった。現在 864 社ほどある。事業を見直し、ポートフォリオを入れ替えているが、M&A を行うと、グループ企業がすぐに数 10 社もついてくる。今の 864 社もいずれ半減させる方向である。

・第 3 ステップがカルチャー改革で、ここが最も大変であると強調する。2010 年までの日立のカルチャーは“いいものはコストがかかる”であった。これは大間違い、と断言する。“高い技術で安く作る”、“安く作れるのが高い技術”と転換した。このことが社会にメリットをもたらす。そのために、工場中心、製品中心、技術中心を変えることにした。バリューチェーンを根本的に変えた。例えば、購買・調達に関して、集約購買（23%→46%）。グローバル調達（28%→44%）を拡大した。

・BM を支える仕組みも次々と変えている。グローバル人材データベースを作り直して、人材の活用を見直した。コーポレートガバナンス（CG）では、取締役 13 人中社外が 9 人で、うち 5 人が外国人、2 人が女性である。この社外取締役は、中西会長にとって有効であるという。なぜか。CEO が発言すると、それがそのまま指示になる。そうすると、執行役は CEO を見るようになる。それでは事業が自律的にスピーディに発展しない。

・グローバル企業の CEO を経験した社外取締役は、本質的な質問をする。ビジネスをどのようにみて、いかに手を打つかという追求は、ほとんどの場合、中西会長の代弁者ともいえるくらい同じ問題意識で議論してくれる。これが執行サイドを鍛えることになるという。

・IR 活動も、IR DAY を設けて、事業責任者が投資家、アナリストと直接対話している。しかし、これも見直す必要があると強調した。製品別セグメントでは、事業の価値創造が語れなくなっている。工場ベースの会計、製品ベースの会計も見直す必要がある。全く新しいセグメントを作って、それを共有して事業を推進する局面に来ているという。

・日立の社会イノベーションはそこまでの意味を含むように進展している。では、どうやっているのか。例えば、戦略として、“協創+つなぐ”を実践している。エクスペリエンスと

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

して、顧客協創方法論を作り、①現場を見て、②一緒になって考えて、③新しいビジョンを作って、そこから実行戦略を具体化させる。POC (Proof of Concept) からIoTプラットフォーム作りにも入っていく。そのベースがルマーダ (Lumada) というプラットフォームである。

・企業価値創造の仕組みであるBMの作り方を全く逆にした。BMを日立サイドのプロダクトイノベーションからスタートさせるのではなく、顧客の抱える課題、その集積である社会が抱える課題からスタートして、顧客と一緒に、ソリューションを作り上げていく。その解決策がきっちりできれば、企業として儲かるのは当然である、と主張する。

・日立は儲かる会社に変身(トランスフォーメーション)できるか。まだ道半ばである。日立の社会イノベーション事業について、懐疑的な人も多い。リカバリーからBMの変革を通して、グローバルプレーヤーになれるか。中西会長の本音トークは、企業変革の内実を共感できて大いに参考になった。日立のカルチャーイノベーションに期待したい。

三井物産のロングマリティプレミアムとは

・11月の世界経営者会議(日経主催)で、三井物産の安永社長の話を聴いた。2015年に上位の役員32人抜きで社長に就任した、その時54歳の執行役員であった。1983年入社、ブランド事業の推進で、リーダーシップを培ってきた。

・商社は、もともと貿易を軸に手数料を稼ぐビジネスモデル(BM)であったが、トレーディング(取引)からインベストメント(投資)へ軸足を移し、事業投資で新たなBMを築いた。事業投資は、金融投資とは違う。実際の事業に入り込んで、事業をプロジェクトとして推進していく。

・投資に対するリスクマネジメントが十分でなければ、失敗することもある。投資に失敗はつきものである。それを個々のプロジェクト毎に、そしてポートフォリオ全体として、いかにマネージしていくか。その力量が問われる。商社はリスクアセットに対するリターンをマネージする仕組みを社内にビルトインしており、それをベースに経営に当たっている。この仕組みは金融機関よりも優れている。

・金融における機関投資家は、顧客から託された資金を、例えば株式に投資してリターンを稼ぐ。リターンの源泉である株式会社をよくみていくが、通常、経営に参画することはない。分散投資を基本に、ポートフォリオ全体としてのリターンを追求する。

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。

・事業投資では、資金も出すが、最も大事なリソースである人材を投入する。対象とする事業の企画、立ち上げ、事業インフラの構築、事業のオペレーションまで、広く関わっていく。海外事業であれば、各国の企業や政府と関わって、プロジェクトを推進していく。プロジェクトマネージャー（PM）のマネジメント力は人材の決め手であろう。

・安永社長は、物産のビジネス遂行に当たって、社員に「ジャングルガイド」であれと鼓舞する。ジャングルに新しい道を作っていく。そのためのガイド役になっていくべし、という意味である。本人は、黒海のパイプラインやサハリンのLNGプラントで、そのような道を切り開いてきた。サハリンのLNGビジネスは、1987年にスタートして、いくつもの困難を乗り越えて、1999年に原油が、そして2009年にLNGが出荷されるようになった。

・「人が仕事を作り、仕事が人を磨く」というフレーズを持論に、人材こそ物産のコアであり、企業を革新する源泉であると主張する。BMの革新は人材に依存し、物産ではそのウエイトが圧倒的に高いということであろう。

・安永社長は、物産は人を創り、その人がBMを構築し、BMを通して世の中に新しい価値を提供するという。こうした人材を強化するために、社内の起業制度もいろいろ工夫している。

・人材から構成される組織を、1) 商品、2) 地域、3) 機能、という3つの軸で捉える。16の商品本部があるが、各本部にまたがる境界領域を伸ばす方針である。3つの地域本部では、若手を2年間受け入れ、海外経験を人材育成の柱にしている。

・過去25年で45カ国へ1400名が出た。機能では、ファイナンス、マーケティング、デジタルトランスフォーメーションなど、各々のプロフェッショナルを活かす。今年、CD0（チーフデジタルオフィサー）を新たに任命した。

・物産は、6つの事業のコングロマリット（複合事業体）である。「360° ビジネスイノベーション」がコーポレートビジョンであるが、1) 金属、2) 機械・インフラ、3) 化学品、4) エネルギー、5) 生活産業、6) 次世代・機能推進、という6つの事業体が、どのように企業価値を作っていくか。

・株式市場において、商社はいろいろなビジネスをやっているので、個々の事業をまとめた全体の評価がはっきりできないし、よくわからないといわれる。そこでコングロマリットディスカウントが生じている。物産でいえば、 $PBR = ROE \times PER$ という関係式において、直近で見ると、 $PBR 0.7 \text{ 倍} = ROE 9.5 \% \times PER 7.2 \text{ 倍}$ という評価である。

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。

・PERが、1.0を下回っているということは、今の財務資本を上回る企業価値(無形資産)を作っていないのではないかとみられている。無形資産の内容でいえば、物産が最も大事にする人材(ヒューマンキャピタル)がPBRに反映されていないことになる。

・マーケットが正しいとすると、財務資本の中に何か負の資産(不良資産)が内在しているのではないかと疑っているともいえる。逆に、本当は高い価値があるのに、投資家は分かっていない。長らく分かりにくい状態にあるという見方も成り立つ。

・ROEで9.5%が見込めるのであれば、今の水準は高い。しかし、PERが7.2倍ということは、将来の利益成長が十分期待されていないことになる。これは、いま儲かっている、いつ何時、利益がドスンと落ちるかもしれないという懸念の現れかもしれない。中長期的に安定的に利益が拡大するという確信が持たれていないともいえる。

・2017年度にスタートした新中期計画「Driving Value Creator」では、事業がいろいろあってよく分からないというコングロマリットディスカウントを脱して、いろいろある事業から、新しい成長領域を創りだしていく。それをBMとして見える化し、‘コングロマリットプレミアム’を創っていくと、安永社長は宣言する。

・地域、商品、機能をつないで、新しいBMから新しい価値を持続的に創り出す。そのためには何が大事か。コアの人材の専門性は本質であるが、これだけでは外部から分かりにくい。1) イノベーターは誰か、2) それを組織能力として、どのように築いているか、3) 新しいBMの姿は何か、4) いろいろあるなら、各々のBMをしっかり示してほしい。

・ここが投資家からみて納得できるならば、ディスカウントからプレミアムに転換しよう。人材育成は時間がかかる。ダイバーシティの推進、仕事を通じたロイヤリティの向上、PM(プロシクマネージャー)の育成機会などにも取り組んでいるが、その効果は通常見えにくい。

・安永社長は、1) つなげるからつくるへ、2) ナビゲーターからプレイヤーに、3) ソリューションを提供するBMを通して価値創造企業へ、を掲げる。商社は、商社業界で競争しているのではない。マーケットは互いに違っていると強調する。

・物産のコングロマリットプレミアムは実現するか。まずは少数株主となって今後の展開をフォローし、確信が高まったら持分を増やすという投資行動を実践したいと感じた。

中国のBOE、液晶ディスプレイで世界トップ～その次はどうする

・11月の世界経営者会議（日経主催）で、京東方科技集団（BOE Technology Group）の創業者である王東升（ワン ドンシェン）会長（60歳）の話を聴いた。1993年の創業後、20年余りで日本企業を陵駕して、世界のディスプレイ市場においてリーディングカンパニーへと成長した。

・王氏が定義した「半導体ディスプレイ」産業において、3年で2倍の法則を実践してきた。「王氏の法則」として知られ、同じ価格帯において、3年でパネルの性能は2倍以上になるという意味である。

・液晶ディスプレイで、なぜ勝利を収めることができたのか。次はどのような企業を目指すのか。そのバイタリティに圧倒された。日本電産の永守氏のようなオーラを感じた。

・液晶ディスプレイ（TFT-LCD）の第1世代は、1991年のシャープから始まった。2017年には、BOEが10.5世代で世界をリードする。BOEは液晶の研究チームを94年に作り、2005年から量産に入った。現在は生産ラインを9本有し、12月から10.5世代を本格的に立ち上げる。

・液晶ディスプレイの世界シェアは、スマホ用で25%、PC用で30%と、世界No.1である。規模を追いかけてきたが、実はそれ以上にイノベーションによって新しい破壊（ディスラプション）を起こす製品作りに力を入れてきた。

・王氏は35歳で創業し、社長として会社の急成長を引っばってきた。25年の歴史において、ずっとイノベーションに執着した。それが生き残る唯一の道なので、技術開発に全力投入した。R&Dには売上高の7%を投じている。

・2014年に赤字となったが、8Kに向けたR&D投資は続けた。2017年の売上高は150億ドルになろうが、収益性は十分でない。2016年のROEは2.4%、今年3Qで8.0%へ改善しているが、まだそのレベルである。大型投資を継続していることによる。

・王氏は、農業社会、工業社会、情報社会の次にAI社会が来るとして、第4次産業革命のAI時代を3つに分けている。1) 2016～2030年をAI narrow (IoT 1.0で1対多のやり取り)、2) 2030～2045年をAI General (IoT 2.0で多対多)、3) 2045年以降をAI Super (IoT 3.0で新しい次元)と区分し、壮大な夢を描く。

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。

・AI 時代には、①デバイス、②数理アルゴリズム、③データ、④セキュリティがカギを握る。いずれ遺伝子科学がAIと融合し、全く新しいイノベーションが起きるとみている。それを、‘ケイ素系と炭素系の融合‘による第4のイノベーションと名付けている。

・BOEは、IoTで世界のリーディング企業を目指す。ディスプレイ、センサー、AI、ビッグデータで積み上げた実績をベースに、新しいITサービス企業を目指す。その領域は、DSH（ディスプレイ、スマートシティ、ヘルスケア）である。すでに、血液測定器を手掛けており、デジタル芸術（iギャラリー）にも取り組んでいる。

・BOEの最大の課題は何か。それは大企業病にならないこと、と自らを戒める。日本企業は液晶で遅れをとった。BOEは先行した。なぜか。1994年に液晶の研究に着手し、10年続けた。2003年に投資をして、本格参入した。その後もR&Dを続け、2013年から成長を開始した。

・8Kディスプレイは2012年にR&Dを開始した。R&Dで先行させ、世界初を創ることに力を入れた。戦略は、8Kを見せて、4Kを普及させ、2Kを置き替えていくにある。今、8Kは数社しかできない。一方で、通信の5Gも立ち上がってくる。2020年の東京オリンピック、2022年の北京冬季オリンピックには、8K+5Gを本格化させ、4Kで稼ぐというストーリーである。

・これから成長のピッチが上がってくる、と王氏は強調する。これまで5年~10年かかっていた売上倍増が、今後は3年ペースに上がってくるとみている。そうすると、150億ドルの売上高が、10年で1000億ドルに達する。これは十分いけると宣言する。

・日本企業をどうみているか。20代の頃、パナソニックとブラウン管で合併を作った。松下幸之助氏の話をお聞き、自伝を読んで感銘を受けた。松下、ソニー、京セラの創業者を人生の手本としているという。

・夜眠れなくなることが今でもある、と本音を語る。1) 誰かに出し抜かれてしまうのではないか、2) 大企業病になって努力しなくなるのではないか、という不安のためである。

・日本企業と同じ過ちを繰り返さないように心掛けている。それは、創業の精神を忘れないことである。中々耳が痛い。

・BOEのビジネスはB to Bである。よって、顧客とは競争をしない。顧客のためにサービス本レポートは、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。

スする。一方で、第4次産業革命が本格化すると、BOEも根本から変革する必要があると強調した。

・B to Cにも取り組んでいる。iギャラリーはその1つである。絵画などの芸術は、一般に高価で買えない。しかし、家庭でみることができたら、それはありがたい。若い芸術家は作品を創っても、発表の機会が十分でない。そこで、高画質のディスプレイを使って、芸術絵画を家庭で観られるようにする。それが、iギャラリーである。

・中国も高齢化社会に入っていく。庶民でもよい医療を受けられるようにする。そのためには保険が必要であり、ヘルスケアのサービスが不可欠である。ここにイノベーションを起こすという。

・経営者として、王氏は3つのハードルをあげる。1つ目は、創業の時のハードルで、これは乗り越えた。2つ目は、権限を任せるハードルで、幹部を育てるという点では、これも対応してきた。そして、3つ目は、引き継ぎである。自らがマネジメントから離れる時、自分より上手く経営する人にバトンタッチしたい。

・この後継者への引き継ぎについて、米国は上手いが、日本はどうかと聴衆に問いかけた。中国はまだ第一世代の経営者層なので、これからである。この3つ目のハードルが最大の課題で、ここを乗り越えたいと述べたのが、実に印象的であった。

・BOEとは「ベスト オン アース」を意味する。地球上で最も優れた企業になりたい、という思いが込められている。誠に素晴らしい。BOEは深圳(シェンチェン)市場に上場している。これからも大いに注目していきたい。

New-IT Transformation の実践～AR、RB の活用、働き方改革

・ITによる生産性革命は大きなテーマである。人口減少社会の日本にあって、日本企業が生産性革新は急務である。国富を高めるには生産性の向上が必須であり、ヒトや組織の生産性を向上させるには、ITの活用が求められる。しかし、どの産業、企業においても、ITの活用は不十分であり、「攻めのIT」によるビジネスモデル作りは遅れている。

・New-IT トランスフォーメーションとして取り組む市場は3つある。1つは、経営レベルのビジネスモデル変革のためのIT、2つ目は、LOB (Line of Business:事業ライン) レベルの業務革新のためのIT、3つ目は、従来型IT部門におけるインフラとしてのIT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。

・インフラとしての IT は 14 兆円市場であるが、これが New-IT に代替していく。一方で、LOB (Line of Business) はまさに業務の現場であり、生産、販売、マーケティングなど、ここで IT が新ビジネス作りに貢献する。ビジネスモデルの革新も IT がそれを支えるようになっていく。

・チェンジ (コード : 3962) は、New-IT Transformation を実践している。例えば、東京メトロのトンネル検査に iPad を導入した。そのアプリを当社が作成して、トンネル検査の作業効率は大幅に改善された。従来は写真を撮り、データを計測し、それをプリントして、資料を作成していた。真夜中の 4 時間しか作業時間がない。このやり方では、一晩に 2km 進むのがやっとであった。これを、紙を使った資料ではなく、iPad を活用して直接本社のシステムへ入力できるようにした。

・社会インフラの老朽化に対して、いかにメンテナンスを効率よく実施していくか。このテーマに、当社がソリューションを提供したのである。いわばオールド IT からニュー IT への転換である。ホワイトカラーの事務管理のための効率アップからさらに踏み込んで、鉄道やエアライン事業などの現場の生産性アップをターゲットにしている。

・東京メトロ、東急電鉄など、鉄道向け業務オペレーションの変革と市場深耕が広がりを見せている。そのための iPad 導入・アプリ開発が進んでいる。個人はスマホを便利に使っているが、今や企業の方が現場においては IT の活用が遅れているともいえる。ここにノート PC やタブレットを導入し、効率アップを図っていく。

・鉄道システムの点検業務管理において、トンネル検査の社内訓練用に AR (拡張現実) アプリが使われている。鉄道システムでは、トンネルの点検、駅や線路の点検、車両の管理業務について、いかに生産性を上げていくかがポイントである。

・東京メトロは新木場に研修センター作り、そこには駅が完璧に再現されて、いろいろ実験ができる。しかし、そこにあるトンネルは真新しく、実際の古いトンネルとは全く違う。そこで iPad をかざすと、AR を通して古いトンネルの壁面が見え、そこで老朽の度合いを目視して、判断力を養うという研修ができる。

・AR を使って再現し、そこでトンネルの損傷を点検するという訓練を行う。ここで訓練して夜間のトンネル点検のチームに入れば、その効率は大きく改善する。ベテラン社員の知見を若い世代に継承しやすくなるので、極めて有益である。

・アップルのキットを活用しており、この評価は高い。当社は、自社開発の技術とアップルの ARkit を併用して、AR の法人ユースを開拓していく。業務訓練に用いるという用途は多面的な展開が期待できよう。

・アップルの ARkit の活用では、日本で最も早く、法人向けユースケースを作っていこうとしている。AR をトレーニングに応用するという用途は今後かなり広がっていこう。

・ロボティクス(BR)の活用では、ANA(全日空)の手荷持仕分けで新しいコンセプトデザインからスタートして、応用に入っている。羽田空港でのロボット導入実証実験が、経済産業省(METI)のプロジェクトとして採択された。

・顧客が手荷持を預けるところは自動化が進みつつあるが、裏側の仕分けは熟練した人手に頼っている。これが人手不足で対応できなくなりつつある。ここに高性能の仕分けロボットを入れて使いこなそうというものである。

・ANA エアポートサービスでは、手荷物のハンドリングロボットを開発している。重さ、形がバラバラなので、それをどうコンテナに上手く積み込むか。AI を使ってそのアルゴリズムの開発を行っている。

・伊藤忠商事には働き方改革に役立つモバイルセキュリティソリューションを提供し、それを他にも展開している。ワークスタイルの変革に取り組む伊藤忠商事に、セキュリティに優れたシステムとモバイル業務系アプリの導入が本格化した。

・海外のシステム商品を日本に持ち込んで、それを活用するビジネスモデルを作っていく。国内初で、ブラックベリー(Black Berry)のプラチナ・パートナーに認定された。ブラックベリーは、一時期流行った通信端末からは撤退し、ビジネスモデルを転換した。ソフト開発会社として、セキュリティに強みを発揮し、その暗号に関する技術レベルはかなり高い。

・ブラックベリーは、米国国防総省(ペンタゴン)向けに、各種のセキュリティ製品を提供しており、このセキュリティ技術を活用して、あらゆるメッセージ・ファイルを安全につなぐことができる。

・当社はこのソフトに興味があり、日本ではまだほとんど活用されていないので、そこをカバーし、マーケティングしている。日本において働き方改革における生産性向上のための安全なネット環境を提供することに活用している。

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。

・働き方改革では在宅勤務がポイントで、社外でも会社にいる時と同じようなネット環境を安全性高く保証する必要がある。ペンタゴンのセキュリティレベルを提供するという点で、ブラックベリーの製品は有効であり、当社はその応用で先頭を走っている。

・伊藤忠商事は、働き方改革の中で、仕事のモビリティを高めようとしている。どこでも働けるようにする。その時、社内のいる時と同じような IT 環境をいかに作っていくかがポイントである。

・多くの企業では、セキュリティの制約が強くなるので、社外では、社内にいる時と同じように IT は使えない。それを、当社は、米国で最もセキュリティが高いシステムをいち早く取り込み、これを応用して、手元の端末でもデータの使い易さを確保するようにした。

・この仕組みをまずトップマネジメントに使ってもらい、その効果を体験してもらった上で、会社全体に広げる方向となった。決め手は、トップダウンである。POC (Proof of Concept、概念実証) を行った上で、一気に適用することとなった。

・このシステムを他社が使いたいといっても、1) 適用経験で蓄積が違う、2) 当社を通して使うとコストが高くなる、という点で当社の優位性が活きる。この仕組みを他の商社などにも展開している。こうした New-IT Transformation の実践に大いに注目したい。

AI スピーカーを業務用に展開～Alexa(アレクサ)のアプリ Skill の活用

・AI (人工知能)、IoT、ビッグデータ (BD) 解析、ロボティクス (RB) を活用して、顧客の事業現場に革新を起こすビジネスモデルの競争が始まっている。

・AI スピーカーは、例えば、今日の天気は、今日のニュースは、と声をかけるとそれに答えてくれる。スマホを開いて指で操作しなくても、声だけで反応して AI での的確に答えてくれる。

・アマゾン・ドット・コム社は、音声認識のインターフェースであるアレクサ (Alexa) に対応したアプリ/プラットフォーム (Skill) で、音声データの解析技術を組み合わせたソリューションを展開している。

・個人向け AI スピーカーは米国ですでに立ち上がっており、アマゾンがシェア 80% で断トツトップ、グーグルが 14% というところである。日本はまだスタートしたところである。

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。

・AIスピーカーは、アマゾンエコー (Amazon Echo) がどのように展開するかにかかっている。米国では、エコーがトップであるが、日本語対応という点で、国内では別の競争もありえよう。

・アマゾンエコーは個人向けのAIスピーカーであり、これを企業向けのアプリとして開発するという点で、チェンジ (コード: 3962) が業界で最も進んでおり、先頭を走っている。

・アマゾンのAIスピーカーのアレクサ (Alexa) 対応の Skill や、音声BD (ビックデータ)、ロボティクス、AR・VRなどのノウハウ蓄積で先行しているからである。

・業務用の事例として、例えば、会議の場にAIスピーカーとタブレットをおいて、議事録を自動生成していくとすることができるようになるだろう。

・アマゾンエコーは2017年11月に日本で発売された。Alexaは、音声認識のインターフェースとして使われる。当社は、Alexa用のアプリ Skillの開発を業務用に本格展開する計画である。すでに1年前から準備を進めてきた。

・同じようなAIスピーカーは、いろいろ出てこようが、かつて、ドコモのiモードアプリがプラットフォームとなったように、当社はAlexaを応用したアプリで、そのプラットフォーム型ビジネスモデルを作りたいと狙っている。

・既にアレクサ (Amazon Alexa) に接続するアプリ/プラットフォームの提供及び開発サービスを開始している。このアプリ Skillを用いたプラットフォーム作りでも、課金ビジネスでいかに先行するかが注目されている。

・例えばネットで水を注文する時には、当社のアプリを入れておくと、「いつもの水」といえば、音声で注文が済んでしまう。こういうアプリを法人向けにいろいろ作っていく。

・Alexaに接続するアプリやプラットフォーム Skill (スキル) は、開発者が自由に開発し、公開することができる。公開されている Skill の数は世界で1万を超えている。

・各業界に合わせた Skillを開発し、順次提供していく予定である。Skillのような音声によるインターフェースはこれから本格化する。ここではパテント (特許) も申請している。

・チェンジは、この Skill の自社開発を行い、デモを開始した。① 住宅・家電業界向けス

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。

マートホーム Skill、② メディア業界向けニュースリーディング Skill、③ 教育業界向け英会話トレーニング Skill、④ 広告、小売業界向け特売情報配信 Skill、⑤ EC 業界向けインターネットショッピング Skill など多面的に展開する。

・AI スピーカーでは2つのビジネスモデルが具体化しよう。1つは、法人向けに Skill を使うアプリ開発である。もう1つは、その Skill を、スピーカーを通して利用する仕組みについて月額課金モデルを導入することである。

・音声認識をテキスト化して、業務用に応用するニーズはいろいろあり、すでに開発の契約が取れている。それができ上がってくるので、今期の後半に納入となつてこよう。

・いずれにしても、当社はアマゾンエコーを活用してビジネスを展開しようとする企業を支援していく。ここの法人需要にフォーカスしていく。アマゾンの Alexa に対応した自社オリジナルの Skill は開発を完了し、サービス提供を開始している。

・今回 Alexa のアプリ Skill について、チェンジは米国で先行リリースしたが、これは日本よりも進んでいる米国で一定の存在を示しておこうという考えに基づく。

・AI スピーカーを個人ではなく、業務用に活用しようというのは、米国のアマゾンでもこれからである。従来のタッチインターネットからボイスインターネットへ市場が大きく広がっていくので、法人向けに面白い展開が期待できよう。

ライツ・オフERINGによる資金調達～成功した AD ワークスの正攻法

・AD ワークス(コード 3250)は、2017 年 9 月、3 回目のライツ・オフERINGに成功した。38 億円のファイナンスを活かして、今後、収益不動産残高 300 億円が可能となろう。今回のライツ・オフERINGは画期的であった。

・既存の株主が不利にならないように、ディスカウントによるオフERINGはやらなかった。ディスカウントがなければ、ファイナンスに応じる投資家が減って上手くいかないのではないか、という見方を打破した。

・ライツ・オフERINGは、エクイティファイナンスである。当然、その資金を使ってどんな価値創造を行うか、というストーリーのよさと実現の蓋然性(確からしさ)が問われる。その本道を避けて、ライツ・オフERINGはディープディスカウントにすれば、安易に資金が

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

集められるという風潮もあった。これに正論をぶつけたのである。

・権利行使が45%であった。時価総額87億円（ファイナンス公表時）の企業が、38億円という金額を集める公募増資は通常ありえない。公募の上限は時価の20%以内というのが一般的な見方である。当然株数が増えるので、目先のEPSが減少する。

・そこで、ファイナンス資金を活用していかにビジネスを拡大し、収益性を高めるかが問われる。経常利益を20億円以上に伸ばすことができれば、何ら問題はない。

・6月29日の株主総会で承認を得て、7月12日の株主に対して1:1の割合で新株予約権を無償割当した。4月25日の取締役会で今回のファイナンスを決議したが、その前日の株価39円が行使価額であった。新株予約権の総数は約223百万個である。39円×223百万個＝約87億円に相当する。権利行使の期間は7月13日～9月12日の2カ月間であった。

・この期間でどのくらいの権利行使比率となるか。100%なら発行費用（1.6億円）を差し引いて、85億円の調達となる。50%なら発行費用（1.2億円）を差し引いて、42億円の調達となる。もし、株価が39円より下の水準で推移するならば、権利行使は0%となって、資金調達もゼロとなる。結果は45%の行使比率、38億円の調達であった。

・2017年3月末の株主は1.2万人強であった。100株で3900円、1000株で3.9万円、1万株で39万円の払い込みとなる。1万株以下の株主数が全体の8割を占めた。多くの少数株主にとって、投資可能な金額の範囲ではあったろう。

・前2017年3月期の配当は年間0.55円である。1000株として550円、3.9万円に対しては1.4%の配当利回りである。これに対して、2017年9月末の中間配当で、1.65円の感謝配当を行うと事前に表明した。

・株主として3回のライツ・オフリングに協力し、会社を応援してくれたことに対する株主還元である。それを感謝配当と名付けた。いわゆる株主優待ではなく、全株主に対する平等の株主還元である。1.65円は権利行使価額39円に対して4.2%の配当利回りに相当する。この配当利回りは高いので、権利行使する価値はあった。

・株主は、3月末の株主1.2万人が9月末に1.8万人に増えた。増えた6000人は概ね新規の株主であろう。既存株主のうちどのくらいが権利行使を行ったか、6割近くは全部行使か一部行使を行ったようである。1.8万人の株主のうち、3分の1が新規、3分の2が既存株

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。

主である。

・では、現株ではなく、ライツ（新株予約権）を買って、それを権利行使して株式に変えた人はどのくらいいたのか。これははっきりしないが、ライツの価額は権利行使期間（7/13～9/12）の間に1円～14円（終値ベース）で動いた。この時の現株は39円～51円で動いたので、現株よりも割高に買った人で、ライツの権利行使をした投資家もいたとみられる。

・理論値は、株価＝39円＋予約権価額 となるはずであるが、それが一致していない取引日も多い。現物株と予約権価額の間には絶えずアービトラージ（裁定）が働く。例えば1円で購入し、権利行使した人は39円を支払ったので、現株を40円で購入したことになる。出来高は現株よりもライツの方が多いい日も多かった。1～14円で投資できる株はほとんどないから、トレーディングに興味にある投資家にとっては、投資妙味があったともいえよう。

・今回のファイナンスは高く評価できよう。1つは時価総額の45%の権利行使が得られ、会社が必要とする資金が集められた。2つ目は、株価が下落せず、一定水準をキープした。ファイナンスの意義と中身がネガティブにとられることはなかったといえる。3つ目には、9月末に1.6円の記念配当があったが、配当取り後の株価も落ちずにキープした。これは、当社の次の展開を期待しているという表れとみることができよう。

・今回のファイナンスは、時価総額に対して大きな金額（比率）のファイナンスをやりたい企業にとって、正攻法で実践することが大事であるとわかった。1) ファイナンスでどんな企業価値づくりをするのか、ストーリーを明確にする。2) 既存株主を大事にして、投資家間で有利不利の歪が出ないように設計する。3) それらを前提にするとライツ・オフオファリングは有効に機能する。4) 結果として株主づくりに大いに役立つ、という評価ができよう。