

ベル投資環境レポート

求められる新たなフレームワークづくり ～企業価値評価の抜本的な見直しが迫られる中で～

2022年3月22日

鈴木行生

目次

- | | |
|---|---|
| <p>1. サステナビリティの再定義に向けて</p> <ul style="list-style-type: none">➤ ガバナンスと国際紛争の行方～ウクライナ戦争がもたらすもの➤ 人類は地球環境を守れるか～責務が問われる➤ 今後の投資環境を見据えて～やっぱりおもしろい会社を探そう➤ バイアスに気をつけて～決め方を見直す➤ ノイズに惑わされないで～意思決定にあたって➤ IPO 株式への投資～妥当な株価形成を求めて | <p>2. スペシャルバリューを生み出すには</p> <ul style="list-style-type: none">➤ 企業変革に向けて～DX人材のリスクリングは必須➤ カーボンニュートラルに向けて～BHPとアラムコ➤ 多様性を組織能力の向上にどう活かすか～DeNA とサンリオ➤ グローバル家電メーカーの生活者追求～アイリスとサムソン➤ アクティビストの企業価値創造～共有を通して➤ 企業価値向上に貢献する投資家とは～的を射た提言に期待 |
|---|---|

1. サステナビリティの再定義に向けて

ガバナンスと国際紛争の行方～ウクライナ戦争がもたらすもの

・ウクライナとロシアの戦争はいかに決着するのか。勝利するまで戦うとなれば、かなり泥沼化する。かつてベトナム戦争の時、米国は勝てなかった。ベトコンは最後まで戦う姿勢を見せた。反戦運動は世界に広がった。資本主義と共産主義の戦いであった。今はどうか。ベトナムはアセアンの有力国として発展している。

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。

・戦争は紛争解決の最後の手段である。100年前まで欧米の強国は帝国主義のもとで、領土の拡大を図った。武器で脅して戦争を仕掛け、その勝利のもとで植民地化を進めていった。領土の取り合いは、今でも地域紛争として多くの国境で起きている。

・戦争を防ぐには、外交と武力による抑止が不可欠である。戦争当事国には、どちらにも言いがかりがある。一方からみれば他方が理不尽で、折り合うことが難しい。理屈に合わないことを主張する故、自己都合の本性がぶつかり合う。

・そこで、武力で相手を倒そうとする。苦しくなれば勝つために何でもする。人々の犠牲など何とも思わないようだ。多くの死者と負傷者が出る。親族の悲しみは、どちら側でも途方に暮れるほど大きい。

・当事国間で優劣がはっきりすれば、一方が降伏して戦争は終結する。第三国が間に入って、両者の停戦や休戦を取り持つこともある。ここでも武力と経済力のパワーが必要である。

・独裁国家は、独裁者一人が全てを牛耳っているように見えるが、その周りを支える為政者も同類であり、堅固な仕組みを作っている。そう簡単には崩れない。

・戦争にプロパガンダやフェイクニュースはつきものである。バイアス情報はどちらサイドからも出てくるので、騙されないようにする必要がある。

・ロシアを一步引かせて、停戦にもっていく方策はあるのだろうか。ウクライナを支援する勢力の経済制裁が、一定の効力をもって、戦争が継続できないような状況にもっていければよい。数年は要するだろうか。その間、ウクライナが負けないで、持久戦を持ちこたえることができようか。

・この戦争は、投資の世界に3つの変化をもたらそう。第1に、資本主義対共産主義、民主主義対独裁主義の軍事的紛争が、間接的でもあっても、大国間で実際に起きるということをみせた。今後、ロシアや中国とどのようにビジネスをしていくのか。世界の経済領土の新たな取り合いが始まろう。

・第2に、戦争の対価は、どの国にも経済的負担を課す。エネルギー価格、食料価格、資源価格の上昇を通して、経済が落ち込もう。長引けば、不況に陥ることも不可避であろう。

・第3に、平和を確保するあり方が問われ、人命を蔑ろにする戦争を通して、SDGs やサステナビリティ
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。

テナビリティの再定義が必要になろう。何がよいこと（善）なのか。結局、中世から続く武力によるパワーバランスが決め手であるならば、紛争を止めることはできない。

・人々の生活と企業経営はそれでも続く。世界中で国の数はこれからも増えていこう。地域ごとに独立してまとまりたい、という意識がますます強まるからである。一方で、独立を許さないという勢力との争いは激化しよう。

・株式市場のパフォーマンスは、世界経済、日本経済、主要産業の行方に左右される。そして、最後は個別企業のサステナビリティが問われる。個別企業のESGの耐性を再評価すると共に、日本のガバナンスのあり方と、世界のパワーバランスの行方を引き続き注視したい。

・紛争の激化、経済制裁の影響、資源不足による生活レベルの低下、そして企業業績の悪化を、株式市場は一喜一憂しながら逐次織り込んでいく。戦争はいずれ終わる。新しい秩序はすぐにはみえないとしても、回復期待は高まろう。

・人道支援に参加するとともに、苦しい気持ちを腹に入れて、次への発展に貢献する投資を継続したいものである。

人類は地球環境を守れるか～責務が問われる

・どうも難しそうである。でも、悲観することなく最大限の努力をする必要がある。C.H. ラングミュアーと W. ブロッカーの著書「生命の惑星」に何度も目を通したが、時間とスケールについて考えさせられる。

・1G（ギガ）は 10^9 で、1n（ナノ）は 10^{-9} である。どちらの単位も今や身近になっている。1年の 10^9 は1億年、1mの 10^{-9} が1nmでアミノ酸の分子、半導体の回路線幅の目標に相当する。

・人類は知識を積み上げ、宇宙誕生から生命の成り立ちまで、マクロからマイクロへ洞察を深めてきた。まだ分からないことも多いが、サイエンスとしての知的探求はますます進もう。ひいては、人類はどのように進化していくのか。

・地球の自然システムは、人類がCO₂に影響を及ぼす前から、CO₂の増加が温室効果を増大させ、そうすると風化が加速して、石灰岩（CaCO₃）が海洋に沈殿し、CO₂を減少に向かわせる。こうしたリサイクルのフィードバックが長期で働いている。

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。

・問題は、その期間が何万年とやたら長いことである。今のサイエンスでは、宇宙がビッグバンで生まれてから 137 億年、太陽が核融合反応として輝き出して 46 億年とされている。水素、ヘリウムのガスをベースに、炭素、酸素、マグネシウム、ケイ素、鉄など、現在の元素が形成されてきた。

・そこから有機分子が生命の元として生まれた。生物は、炭素、酸素、窒素、リンなどから有機分子を合成し、生命を司る。一方、地殻は動いている。大気、大陸地殻、海洋、海洋地殻、マントルは互いに影響し合って、大きく対流している。その中で、35 億年前に生命が誕生し、14 億年前に真核細胞が発生した。

・地球は、長期のサーモスタット効果によって、地球の温度を安定的に保ってきた。0°C から 100°C という間なので、特定の生物にとっては耐えられないが、一定の環境の中で生物は進化し、適応することができた。

・このサーモスタットを機能させてきたのが、大陸地殻とマントルのテクトニック作用（プレートテクトニクス）である。海の中の堆積物を乗せた海洋地殻が大陸地殻の下にあるマントルに沈み込んでいく。

・大陸は動くし地震も起こるが、CO₂ などを含む堆積物がマントルの中に飲み込まれて、一定の浄化が進む。このマントルから溶岩がどこかの火山となって、再び地上に現れる。この熱エネルギーの対流が、地球の物理化学サイクルとして働いており、生物の生命を支えている。

・大陸プレートの境界では、場所によって 1 年に 2~16 cm ほど動いている。例えば年に 5 cm 動くとして、1000 万年経つと 500 km も動いてしまう。大陸がこれだけ動くのだから、現在の国境など、どれだけ意味があるのか。

・旧人類が発生して 50 万年、16 万年前に誕生した現人類が王朝の歴史に登場して 4000 年、産業革命から 300 年である。現代科学の飛躍はこの 100 年で、人口もエネルギーの消費もこの 100 年で急増してきた。人類はあと 1 万年、10 万年もつのであろうか。

・そんな先のことは今の私たちに関係ない、とは言わせたくない。生命は炭素をベースに、水と酸素を必須とする。太陽エネルギーをベースに、人工的な酸素発生型光合成が本格的にできるようになれば、未来はかなり明るい。

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。

・生物の化石は 5 億年前から残っているが、化石を残した生物のほとんどは現在生きていない。でも進化は営々と続き、ヒトの DNA に痕跡は残されている。

・過去 5 億年の間に生物の大量絶滅は 5 回ほど起きており、生物はガラッと入れ替わった。この時の堆積物から作られた石油、石炭、天然ガスを、人類はエネルギー源として活用している。1 億年以上かけて作られたものを高々 300 年で消費してしまう勢いである。

・生物の多様性も、人類は著しく狭めている。人類が増長する中で、他の生物の生存を脅かしている。それが生物の進化のスピードに合っていない。ということは、人類が他の生物の絶滅を招くことになり、そのことがいずれ自らの生存も危うくする。

・地球の自然リサイクルシステムから逃れることはできないが、人類がこのシステムを壊してしまえば身も蓋もない。地球の温暖化を、IPCC(Intergovernmental Panel on Climate Change)の気候変動報告にあるように、何としても抑え込む必要がある。カーボンニュートラルを早期に実現する必要がある。

・世界に紛争は絶えないとしても、協調して地球のサステナビリティを確保するように邁進していきたい。50 年、100 年は地球史からみれば超短期である。しかし、その中で我々は自らの一生を終えていくが、次の世代への永続が問われる。何としても英知を活かして、平和的ウェルネスに貢献していきたいものである。

今後の投資環境を見据えて～やっぱりおもしろい会社を探そう

・人生 100 年時代が到来すると言われているが、自分が社会と主体的に関われるのは、今のところ 50 年くらいかもしれない。社会の一員として、その担い手として活動して、何らかの責任を果たしていく期間である。現状では、18 歳から 68 歳くらいであろうか。この主体的活動期間は今後長くなっていく。

・100 年経てば、世界の全人口がほぼ入れ替わっていく。30 年から 50 年くらいの波長で国、地域、産業、社会、生活の内容は大きく変貌を遂げていく。栄枯盛衰は世の常であり、過去と同じようにこれからも続く。

・どの時代をどのように生きるかによって、人生の抛り所は全く変わってくる。それは偶然なのか、必然なのか。自らの力で将来を切り開きたいと誰もが思うが、なかなか思うようにはならない。

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。

・自然はもっと長期で動いており、これまでの知見で起こりうることは想定できるとしても、実際の予測となると極めて困難である。地球が誕生して46億年、生物が発生して40億年、脊椎動物が現れて5億年である。1年で数cmでも1億年単位で見れば、地球の大陸は数千kmも大移動している。それは今でも続いている。

・地球を守る温室効果ガスのバランスが崩れれば、CO₂とO₂が著しく増減して、とんでもない気候変動に見舞われる。地球が寒冷化して、全球凍結（スノーボールアース）になるようなことが少なくとも3回あった。隕石が飛んできて、生物の全面交替をもたらすこともあった。それでも、これまで生物は生き延び、進化してきた。

・人類は自らの認識として、今のところ最も知識、知恵が発達している。人類としての科学的知見も、この300年で急速に蓄えてきた。人類の進化、発展の賜物であるが、その弊害も巨大になっている。

・人類は自分たちが生存し、生活するために排出したものを自ら始末する必要がある。さもないと、気候変動に人類が大きな影響を与えてしまい、生存が危うくなる。そこで、2050年にカーボンニュートラル（CN）を達成しよう、というゴールを目指そうとしている。

・できるのか。相当難しい。先進国と途上国、国家体制と権力構造、産業間のアンバランス、貧富の格差の中での生活対応など、いずれも見通せない。理想はあっても、利害を超えて、理性的に行動することができないからである。とりわけ、どういう道筋を歩むかというトランジションが必ずしも見えていない。

・理念派は、時間がないという。現実派は、トランジションを着実にという。予測は当たらないが、バックキャストによるシミュレーションからは、将来起こりそうなことが十分想定できる。

・では、どうするか。①理想を掲げつつ、できるところからやっていく。②それでは遅いので、ストレッチして少し無理な目標を何としてもやり遂げる。③高い目標を掲げて、努力しても実行が伴ってこない、結果的にやるふりをしているとみられる。④他を犠牲にして、CNのみに突進する。さまざまな取り組みが始まっている。

・筆者は悲観論には組しない。人類はこれからも英知を生み出していく。イノベーションはこれからも続く。地球環境が抱える社会的課題を解決するために、資本主義の枠組みを広げる必要がある。

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。

・経済的価値、社会的価値、倫理的価値などの軸を定めて、社会的課題の重要性（マテリアリティ）の重み（インポートランス）を測定しつつ、合意形成に向けて対話していく必要がある。

・「新しい資本主義」の実態はまだはっきりしないが、1) コロナ禍を乗り越え、2) 格差と貧困を減らし、3) CNの達成を目指し、4) 三方よし（売り手、買い手、世間）を実現するものようだ。まずは、分配、そのために成長を、という考えをいかに実行するのか。2022年の株式市場は、「新しい資本主義」のコンテンツ作りに一喜一憂することになるだろう。

・オミクロン株の影響はどうか。変異株（variants）の登場は想定されており、これからも続こう。容易ではないが、ワクチンや治療薬の対応は時間とともに進むので、コロナ禍に初めて遭遇した時のような危機には到らないであろう。

・With コロナは、いかにリスクマネジメントするかという局面にある。社会や経済への影響で、マーケットは上下するとしても、十分乗り越えることができよう。

・コロナ禍や気候変動への対応は、急激な需給のタイト化を招き、相場を乱高下させる。半導体や天然ガスなど、サプライチェーンのショーテッジ（供給不足）は経済回復への制約条件となり、インフレを加速させる要因ともなっている。一方で、CNに関するグリーンウォッシュの論議は一段と高まろう。

・需給のタイト化はいずれ落ち着くとしても、価格上昇がインフレマインドを刺激している。米国の金融政策は想定よりも早く動いており、これがマーケットに織り込まれる過程で、思惑と懸念を呼びやすい。

・肝心の企業業績はどうか。DXとGXのテーマははっきりしており、すでに成長株としての企業は先行的に評価されてきた。次のテーマに行く前に、足元の業績を確認したいという動きが強まっている。

・2022年度の企業業績は、コロナからの回復を見込むとしても増益率が加速するほどは見込めない。国際紛争とインフレの行方次第で、リセッションによる減益も十分想定される。とすると、マーケットは個別株にフォーカスしながら一進一退という展開になるだろう。

・今後の東京市場は、日経平均でみて3万円の戻すパワーはまだない。ロシア～ウクライナ中国～台湾の地政学的リスクは継続しよう。局面によっては、さらに下押ししそうである。

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。

・企業経営においては、GUの^{ゆのき}柚木社長が日経（昨年11/25）で語っているように、1) パーパスなくして、会社はサバイブできない、2) 独りよがり、モノはそうそう売れない、3) 創業15年でビジネスモデルを6回以上機敏に変えている、4) 考え抜いたアイデアで努力し、ポジティブなチームワークを作っていく。これこそが成長の原動力であろう。

・大企業においても、中小型企業においても、グーグルのように（同11/9日経）、①全社員が遠慮なくものが言えるカルチャー、②ユーザーへの価値に全力投入するパワー、③データをベースに何事もアジャイルに進める決断力、に注目したい。

・そして、④10%増ではなく、10倍にする発想が飛び交っていれば、その会社は楽しそうである。今年もこういう会社を見い出して投資していきたい。

バイアスに気をつけて～決め方を見直す

・人がものごとを決める時、誰もが正しく的確に判断したいと思う。ところが後で考えると、そうでもなかったと後悔することも多い。自分だけのことならまだしも、社会的責任を負うような内容であるとする、コトは重大である。

・ダニエル・カーネマン（2002年ノーベル経済学賞）の「NOISE」（ノイズ）と、10年前に出た「Thinking Fast and Slow」（ファスト&スロー）を読んでみた。カーネマンについては、筆者の学生時代から知っていた。その論文を読んで、実験し、新しいモデルについて考えたこともあった。認知科学が行動経済学に入ってくる局面であった。

・行動経済学の知見はすでに広く知られ、活用もされているが、改めて株式投資をイメージしながら、いくつかの論点を取り上げてみたい。

・ものごとの判断にエラー（過誤）はつきものである。カーネマンはこのエラーを、バイアス（系統的な偏り）とノイズ（不規則なバラツキ）に分ける。例えば、医療診断において違いが出た時に、それはバイアスなのかノイズなのか。

・バイアスとは、何らかの一貫性のあるシステムティックな偏りであり、ノイズはよく分からないランダムなバラツキといえる。カーネマンは、これまでバイアスばかり問題にされてきたが、ノイズの中身もよくみるのが重要である、と指摘する。

・判断の質を高めるには、バイアスもノイズも減らす必要がある。どうやるのか。まずは、本レポートは、独自の視点から書いており、基本的に会社側の立場に立つものではない。本レポートは、投資家の当該企業に対する理解促進をサポートすることを目的としており、投資の推奨、勧誘、助言を与えるものではない。内容については、担当アナリストが全責任を持つが、投資家の投資判断については一切関知しない。本レポートは上記作成者の見解を述べたもので、許可無く使用してはならない。

バイアスについてよく知る必要がある。次に、バイアスとノイズを分けて、ノイズを単に偶然でランダムなものとするのではなく、その性質をさらに突き詰めていく。

・判断におけるノイズを、エラーの誤差としてどのように測るのか。ガウスの平均2乗誤差(MSE: Mean Squared Error)を用いる。判断すべき事象のすべての誤差をMSEとすると、MSEの2乗=バイアスの2乗+ノイズの2乗となる。

・これはピタゴラスの定理(直角三角形の直角を挟む2辺の長さをa、bとすると、対角線の長さcは、 $a^2+b^2=c^2$)に当てはめると、(MSEのエラー)²=(バイアスのエラー)²+(ノイズのエラー)²となるので理解しやすい。

・全体のエラーMSEのうち、バイアスが大きいのか、ノイズが大きいのかは、その事案の内容に依存する。ここでは、まずバイアスにフォーカスして、ノイズについては次回取り上げることにしたい。

・今問われているのは、正確な判断である。カーネマンは、判断とは「人間の知性がものさしとなるような計測」であると定義する。何らかの判断を平均値と標準偏差でみれば、平均値からの傾向的なズレが「システムバイアス」であり、平均からのバラツキが「システムノイズ」ということになる。

・従来、人は理性的か感情的か、という分け方でみられることが多かった。理性的=合理的という側面と、合理的ではなく感情的=衝動的という側面は、誰もが持ち合わせている。

・しかし、カーネマンは判断や選択という意思決定にあたって、普通の人に、系統的なエラー(システムエラー)が入り込みやすいという点に直目した。これは感情ではなく、人間の認知装置の設計に起因するもっと本質的な要素であると考えた。

・人間の直観は時として素晴らしい。しかし、直観に頼ると思いがけないエラーが生じる。本当は間違っているのに、妙に自信たっぷりの態度を見せることがある。自分の記憶からすぐに呼び出せる情報に頼って判断している。

・直観的思考がとる単純化された近道を、ヒューリスティックなバイアスと称して、それが20種類もあると分析した。直観的な思い込みによる利用可能性ヒューリスティックは、その1つである。

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。

- ・時に、ヒューリスティックは重大なシステムエラーにつながる。熟考や論理的思考を飛ばしてしまい、好きか嫌いだけで判断するような感情ヒューリスティックもよくある。
- ・同じ自分の中に、「現在を経験する自己」と「過去を記憶する自己」がいる。過去の記憶には心地よいことしか残っていないかもしれない。しかし、時間的要素を入れておかないと、誤った記憶に頼ることになる。
- ・人は2つの判断機能を持っている、というのがカーネマンの見方である。システム1は、自動的な行動で、無意識に連想的な記憶に頼る。気まぐれの判断をもたらすこともある。
- ・システム2は、統計的な思考も含めてよく考え、制御された行動をもたらす。これには努力を要するが、とかく人間の脳は怠けものなので、この経路を使わないこともある。
- ・「ファスト&スロー」では、システム1の素早い判断をファスト、システム2の熟考した判断をスローとよんでいる。システム1は様々なバイアスをもたらすので、かなり注意を要する。
- ・知っていることや思い込んでいることで、勝手にストーリーを作り、妙に自信を持つことがある。その自信が過大評価につながる。一方で、単なる偶然を過小評価したりする。問題を狭いフレーム（枠組み）で個別に捉え、本質的でないことを重視するフレーミング効果もよくある。
- ・こうしたバイアスを避けるには、どうすればよいのか。記憶の錯覚に陥らないようにする。連想だけに囚われないようにする。先行的な刺激（プライム）に惑わされないようにする。とかく人は思考において怠けもの、つまり楽なシステム1に頼るので、そうではない知的努力を果たすことである。
- ・専門家といわれる人は、その分野においてスキルを磨き、蓄積された情報（記憶）も豊富なのはであるが、それでもエラーが生じる。
- ・直観は磨くことができるが、限界もある。論理的思考に基づくといっても、判断基準のレベル合わせは容易でない。因果関係のストーリーに、確認バイアスやハロー効果が入ってきやすい。少数の事例を、いかにも代表的であるように思い込んでしまいがちである。
- ・カーネマンは、直観を制御せよと説く。結果を見て、後知恵でわかったつもりにならない

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。

ことである。例えば、プロセスをとばして、エンディングだけにとらわれてしまう。分母を無視して、滅多に起こらないことを過大評価してしまう。利益は得たい反面、損失を回避したいと強く思い、行動せずに現状維持にしがみつ়く。こうしたバイアスがいろいろありそうだ。

・筆者の場合、直感を磨くことは大事であると考えている。そのためには、投資において多くの判断を行なって、場数を踏む。その場合、1つ1つを熟考して、時間をかけて行う。その後の結果についてフィードバックして、反省しつつ事例を貯めていく。

・常に心掛けていることはすぐにアクションはとらない。よく考えて、様々なケースを想定して、判断することにしてている。それでも、何らかのバイアスに引かかってしまったと思うことが少なくない。

・熟考する仕組みが必要である。それが投資家としてやアナリストとしてのビジネスモデル（価値創造の仕組み）である。くれぐれも気まぐれにならず、同時に、怠けものにもならないようにしたい。

ノイズに惑わされしないで～意思決定にあたって

・何らかの判断において、そのエラー（過誤）はバイアスとノイズから成る。バイアスとは、系統的な偏りで、そこには一貫した要因が働いている。ノイズは不規則なバラツキで、ノイズの要因はなかなか特定しにくい。

・普通の人にとって、バイアスというと偏見、ノイズというと雑音というのが一般的かもしれない。偏見とは偏った見方である。意思決定においては、判断や選択が何らかの要因で平均から一定程度ずれてしまうことを意味する。一方、ノイズは平均値からのバラツキの程度を意味する。

・偏りはない方がよく、バラツキは小さい方がよい。このバラツキであるノイズについて、カーネマンはさらに分析している。ピタゴラスの定理にならって、エラーを $a^2+b^2=c^2$ (a: バイアスエラー、b: ノイズエラー、c: システムエラー) というように分解していく。これを3段階にわたって行う。

・ノイズの成分を分けていく。判断すべき案件が有するバラツキをシステムノイズとする

と、それは判断者によるバラツキ（レベルノイズ）と、それ以外のノイズ（パターンノイズ）

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。

に分ける。

・少しわかりにくいですが、パターンノイズというのは、例えば通常は甘めの判断とする人が、特定の案件に限ってきつめの判断をしてしまう、というようなケースである。統計的にはシステムノイズに交互作用（インターラクション）が働いてしまうことを意味する。

・このパターンノイズはさらに、安定したパターンノイズと一過性のノイズに分ける。判断事案のバラツキ（システムノイズ）と判断者のノイズ（レベルノイズ）に相互作用がある時、パターンノイズが発生しうる。

・このパターンノイズを、いつもありうるパターンノイズと、一過性の機会ノイズに分けてみていく。一過性の機会ノイズとは、判断における狭い意味でのランダムノイズである。

・判断に当たって、行動科学では、従来、系統的な偏りであるバイアスに注目してきた。そうでないバラツキはランダムなものとして扱ってきたが、このランダムなバラツキであるノイズをさらに深く要因分解している。ここが新しい。

・偏りは平均的なズレを意味し、バラツキはその標準偏差（ σ ：シグマ）を意味している。判断には予測的判断と評価的判断がある。将来の予測に関わるような判断は、検証可能なものであれば、予測の質を問うことや、結果との関係性を議論することができる。

・評価的判断は、質的な判断が重要になるので、偏りやバラツキの捉え方が難しくなる。しかし、同じような案件が数多くある場合や、同じ人が数多く判断する場合には、評価的判断でもバイアスやノイズを十分とらえることができる。

・では、ノイズを減らすにはどうしたらよいか。カーネマンによると、第1に、専門的な訓練を積むことである。第2に、判断のルールやアルゴリズム（判定手順）をきっちり定めることである。第3に、判断の決定プロセスにオブザーバー（第三者）を入れて、判断がぶれるのを防ぐことである。

・第4に、判断ハイジーン（予防的汎用チェックシート）を用意して、できるだけチェックしていく。第5に、利用する情報とその順序やタイミングを見定めて、科学的捜査のように進める。第6に、共通の尺度を用意して、独立した判断ができるようにする。

・第7に、判断すべき内容について、その要素を分解し、互いの独立性を確保して、データ

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

を厳格に用いる。つまり、判断の構造化を行う。第8に、比較評価を実施する。

・カーネマンの論旨を解釈すると、以下のように理解できよう。優れている、極めて優れている、というような主観的であいまいな表現は、できるだけはっきりさせるようにする。複数の判断者を活用して、コンセンサス予想を用いると、ノイズは減らすことができる。

・予測を、1つの点予測ではなく、幅のある区間予測にすると、ノイズは減らせる。判断の規範だけでは曖昧なので、経験を踏まえて具体的に検証していく。第三者をオブザーバーとして入れると、自分のバイアスやバラツキに気付くことも多い。

・実際、投資の実務においてすでに使われている方式もあるが、もう一度自らの判断にバイアスとノイズが入っていないか、と問い直すことは極めて重要である。

・そのためには、判断の構造化（システム化）を一段と進める必要がある。投資判断において、どのような軸（準拠軸）で要因を分解していくか。各軸の基準（準拠）が定性的である場合でも、いかに明確にレーティング（順位付けや数量化）できるか。互いの軸をできるだけ独立に評価して、交互作用を減らしていくか。こうした点に取り組みたい。

・まずは投資家としてのレベルを少しでも上げて、レベルノイズを減らす。次に交互作用のようなパターンノイズを減らしていくことである。

・カーネマンは、ヒトの合理性を論理一貫性としてみている。それがよいことか、まともなことかという観点ではなく、論理的に一貫しているかどうかを基準にする。そうするとバイアスやノイズによって、必ずしも合理的とはいえないことが多発する。

・筆者は、「ヒトは合理的であることを求めている」と認識する。その合理性は、一貫性、最適性、開放性から成ると捉えている。これは、佐伯胖先生から直接学んだ。つまり、よりよいものを求め、外部の意見も取り入れて、一貫性を追求していく。こういう投資態度でアナリシス（分析）を進め、スローな思考で投資をおもしろくしたいと思う。

IP0 株式への投資～妥当な株価形成を求めて

・今年1月に公正取引委員会が、IP0（新規株式公開）の公開価格について報告書を出した。主幹事証券会社が過小な値付けをしているのではないかと、という点に関して、独禁法に反する恐れがあるとして見直しを促している。

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。

・2021年の新規上場企業数は125社(前年93社)、うちマザーズが93社、東証1部が6社であった。業種別では、情報・通信が53社(42%)、サービスが33社(26%)であった。

・あずさ監査法人の「2021年のIPO動向について」というレポートを見ると、海外投資家に向けてファイナンスを実施した会社が31社ほどあった。新しい動きである。新規上場時の初値騰落率は平均で+56.1%と、過去10年ではかなり低い方であった。公募価格割れした会社も20社ほどあった。

・毎年、どんな会社が公開してくるのかには多大な関心がある。その事業内容、ビジネスモデルの新規性については、興味が尽きない。しかし、筆者は新規公開株式への投資は、原則として実施しないことにしている。

・なぜなら、筆者にとって、IPO(新規株式公開)の株価形成は変動が大きいので、的確なバリュエーションが難しい。公開前に株式を購入できればよいが、それは引受証券会社の裁量によるので、一般顧客が手に入れることは容易でない。

・公開後なら買うことができるが、この価格が妥当かどうかを判断するのが難しい。公開時には目論見書の情報しかないので、その会社の将来性について、経営陣が十分説明する機会が少ない。決算説明会もまだないので、具体的な情報も乏しい。

・しかも、売り手と買い手の需給でいえば、買い手は多くの場合個人投資家であり、売り手は既存の株主の売り出しと公募の株式である。需給で買い手が多いと、株価は高くなる。

・この当初の値上がりをとろうとするデイトレイダーも多い。それは価格形成上必要であるが、妥当な株価水準の判断材料にはなりにくい。

・よって、筆者の場合は、関心ある会社の場合、公開後、株価が落ち着いてきた頃に、会社説明会に何度か参加して、会社の事業内容や経営陣の資質、事業の将来性について詳しく知るようにしている。そこで、ピンとくるものがあつたら、そこからしばらくフォローしていく。

・その上で、タイミングをみて株式を少し購入する。株主として、中長期に保有することがよさそうとなれば、買い増していく、という投資行動をとる。それで遅くない。もし状況が変化すれば売却も検討する。

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。

・大事なことは、少数の株式保有に留まる個人投資家に対して、経営陣がきちんと向き合っ
て対話を行う姿勢を有しているかどうかである。

・成長性がはっきりして、一定の時価総額になってくれば、機関投資家も参加してくる。主
要株主に機関投資家が増えてきた時でも、個人株主を大事にしてくれるかという点は重要
である。

・昨年 11 月に一橋大学による KPMG 公開セミナーで、鈴木健嗣教授の講演を視聴した。テー
マは、「望ましい IPO 時の価格形成について」であった。その論点は大いに参考になる。

・IPO で、当該企業に成長資金は十分入っているか。低い価格で IPO されると、十分な資金
が調達できない。それが成長の制約になってしまうかもしれない。

・IPO 時の価格形成において、過小な値決めをしているのではないか。つまり、実態の価値
よりも安い価格で IPO の株価(公開価格)を決める。

・当然、その株を手に入れた投資家は儲かり、引受証券会社は、IPO 後の株価が上がること
で、みんなに利益が出るので、成功したということになる。

・初期収益率 = (市場価格 - 公開価格) / 公開価格でみると、日本は翌日に大幅に儲かる。米
国始め、他の先進国はそれほどでもない。統計的にみると、日本は+92%、米国+21%、イン
ド+80%、中国+160%、先進国+10~30%というデータも示された。

・日本は 2000 年代からこうした状況にある。これはアンフェアではないか。公開価格を決
める時、かつては類似会社比準方式で、入札方式を採用していた。それが、1997 年からブ
ックビルディング (BB) 方式にかわった。米国も BB 方式であるが、差が出ている。

・BB 方式の方が、実需が反映されるはずである。というが、1) 機関投資家は多くの IPO 企
業があまりにも中小型なので興味がない。2) 個人投資家の意向は反映されない。よって、
3) 証券会社の裁量が大きくなる。4) しかも、算定価格からのディスカウントが要請される。

・では、どうすればよいのか。なかなかうまい手はない。①仮条件の再設定などによって、
実需を反映させる工夫をする。2) 入札のようなダイレクタリスティングを工夫して BB 方式
ではない新しい仕組みを検討する。3) 公開価格の算定根拠を開示させる。4) IPO もインデ
ックスに入れる。こうした手立てが考えられるが、まだ納得性は十分でない。

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

・今後もグロース市場への新規公開が増えてこよう。新しい会社が登場してくることは望ましい。そこをどう判断するか。過大な期待をもたせないような適切な情報開示に、さらに踏み込んでほしい。個人投資家にとって、もっとリスクがとれるようなファンドの形成も期待したい。

2. スペシャルバリューを生み出すには

企業変革に向けて～DX人材のリスクリングは必須

・昨年11月に恒例の世界経営者会議を視聴した。経営者の新しい視点と実践を学ぶことが、投資機会の発掘に役立つ。注目すべき点をいくつか取り上げてみたい。

・コロナ禍を経て、企業はその存在意義（パーパス）を問われている。社会的課題の解決に向けて、自らの能力をいかに高め、実行していくか。iRobot(アイロボット)のコリン・アングルCEOは、ロボットの未来について語った。

・お掃除ロボットのルンバは、家庭に入って活躍している。福島原発の炉心へiRobotを入れた。高放射能の中でロボットが動くか。センサー感度を試し、トレーニングをして、放射能の低いところを辿って入った。

・ロボットは人々の生活や産業をサポートする。宇宙や未知の領域への探索にも出かける。介護のサポートもする。実際、ドアの開け閉め、階段の上り下りができるので、スマートホームに役立つ。

・これまでロボットは、自動機械というイメージであった。これからは自動化に力を入れるだけではなく、状況を理解するロボットが必要になっている。タスクをこなすだけでなく、関係作りができるロボットが必要になっている。AIの活用でフレキシブルな対応ができるようになりつつある。

・人間のスキルとしては、何が大事になってくるか。人と人の会話に言語が必要なように、ロボットを動かすプログラミングやそのコーディング（コードを書けること）が、言語を学ぶことと同じように大事になってくる、とアングル氏は強調する。

・アングル氏は、簡単にコーディングができるロボット（Coding Robot）を作った。目で見本レポートは、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、プログラムを考えて、コーディングする。これが簡単にできるという。こうした新しいスキルを身に付けて、ロボットをもっと活用できるようにしていく。新しいロボット作りは確かにおもしろそうだ。

・DXはどうか。アドビ(Adobe)のシャンタヌ・ナラヤン CEO は、いかに会社を変えていくか。その戦略転換を強調した。アドビは2022年で創業40周年になる。シリコンバレーで、トッププランナーの1社として走ってきた。アプリ、クラウド、そしてプラットフォームへと、インテリジェンスに溢れた会社にさらに変貌させようとしている。

・コロナで守りを固めながら、3つの成長戦略を推進している。第1がクリエイティブクラウドで、コンテンツにはスピードが求められており、どのメディア、どのデバイスでも、ストーリーの重要性が増している。このストーリーを伝えやすくしていく。

・第2はドキュメントクラウドで、PDFの次は、署名に関するコラボを推進していく。第3はエクスペリエンスクラウドで、顧客の体験を確保し拡張していく。この3つ領域がコロナ禍で加速している。

・顧客の体験を、デジタルを活用して蓄積し管理していく。ここでは、デジタルエンゲージメントが重要になっている。ユーザーである法人顧客へ、ブランドを活かして、クラウドの拡大を図っていく方針である。

・ナラヤン氏は、中小企業も含めて、CEOをはじめCIOやCOOに対して、①デジタル化をすぐ始めよ、②人と技術を導入してビジネスプロセスを変革し続けよ、③デジタル推進のチャンピオンリーダーを見い出して、デジタルリテラシーの高い人を活用せよ、と語った。

・民間はもちろん、政府、自治体など公共のデジタル化も加速する必要がある。様々な意見はあるが、ロードマップはすでに見えている。プライバシーなどの聖域は守りつつ、チャレンジすることである。

・制約はテクノロジーで乗り越えることを目指す。何よりも利用者の期待に応えることである。そうすれば、次の5年で景色は一変しよう、と提言した。まさに、このデジタライゼーションを期待したい。

・グーグルジャパンの奥山代表は、日本の制度疲労をデジタルで変えようと語った。デジタル人材の育成やリスキリングは必須であり、心身の健康にDXを、人々の社会参加にDXを、

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

こうした分野が大きく成長するとみている。

・セールスフォース・ドットコムとブレッド・テイラー共同 CEO は、デジタルヘッドクォーター（デジタル本社）の位置づけを強調した。デジタル化が当たり前になり、キャリアの見直しは誰にとっても必要になっている。

・オフィスのあり方、仕事のこなし方も大きく変わっていく。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、人とのエンゲージメント（つながり）を確認するところになるという。

・日本をデジタル文化に変えることは大変だが、働き方の棚卸は避けられない。よいことに合わせていけば、会社や仕事が変わり、そういうところに優秀な人材が集まってくる。

・米国ではすでに強烈な人材獲得競争が始まっている。日本では、まだ始まったばかりともいえる。すべての会社が DX を通して、テック会社に変身していく。それをサポートしていく、とテイラー氏は語った。

・企業はビジネスモデルの変革を続けていく。さもないと脱落してしまう。求められる人材も変化してくる。人材の流動化は、日本でも当たり前になろう。自らの能力を磨き、スキルを高め、適応させていかないと生き残れないし、仕事がおもしろくならない。社員の多くが楽しく仕事をしている会社かどうかをぜひ知りたい。

カーボンニュートラルに向けて～BHP とアラムコ

・カーボンニュートラル（CN）に向けて、主要産業はどうするのか。日本における CO₂ の発生は 2019 年度で 10.3 億 t、そのうち 4 億 t が製造業から排出されており、さらにその 7 割を鉄鋼と化学が占める。

・製造業のエネルギーは、電力に 21%、石炭に 28%、ナフサに 20% 依存する。鉄 1 t を作るのに、CO₂ が 2 t 出る。ナフサからプラスチック 1 t を作るのに、CO₂ が 3 t 出る。これを削減していく必要がある。

・その原料を提供する資源会社は、どのような対応をとるのか。オーストラリアの資源会社 BHP グループのマイク・ヘンリー CEO の話を視聴した。

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。

・BHP は、世界最大の鉱物資源会社である。脱 CO₂に向けて、3つの方策をとっていく。1つは、鉱山におけるオペレーションにおいて、効率化を図っていく。2つ目は、自社のポートフォリオを高品質の得意分野に集中していく。3つ目は、企業としての信頼が高められるように、社会的価値への貢献を担っていく。

・オペレーションにおいては、作業現場のインクルーシブを図っていく。日本のコマツとも協力して、400t の無人トラックを走らせている。資源の埋蔵量を推定するアナリティックに新しい技術を用いている。今女性が30%を占めるが、2025年までにこれを40%にまで上げて、ジェンダーバランスを向上させる方針である。

・資源では、高質の鉄鉱石や原料炭に集中する。脱 CO₂のためには、銅、ニッケルへのニーズも高まるので、ここにも力をいれていく。一方で、石油や天然ガスについては縮小して、他社との合弁も図っていく。

・2050年のCNに向けては、再生エネルギーの発電へ、運搬におけるCNにも力を入れていく。製鉄レベルでのCNに向けてはJFEスチールともさらに連携していく。

・コロナ禍からの回復における需給タイト化、CNに向けたエネルギーシフトによる需給変動、再生エネルギーの供給不安定などから、エネルギー価格や資源価格が高騰している。

・これに対して、ヘンリー氏は、1) 再生エネルギーはまだ過渡期にあり、バックアップのキャパシティが必要である、2) 中国の石炭不足はいずれ正常化するとしても、タイトな状況はしばらく続く、3) 資源価格はシクリカルなので、上昇するといずれ下がってくる、4) それでも価格上昇が投資のインセンティブになる、と語った。

・石油化学はどうなるのか。サウジアラムコのアミン・ナセル CEO の話を視聴した。サウジアラビアは、国としてのグリーンイニシアティブでは2060年にCNを目指す、アラムコは2050年までにスコープ2までのCNを達成するという。

・原油の需要はこれからも増える。能力増強には5~7年を要する。生産量は、現在の能力1200万B/日を、2027年に1300万B/日に持っていく計画である。

・2050年には、世界の人口が途上国を中心に、今より20億人増える。エネルギーとして、オイル・ガスを増やししながら、CO₂は削減していく必要がある。

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。

- ・西欧の先進国ではEVが増えてくる。しかし、そのシフトには時間がかかるので、ガソリン車は高効率なものに改善しながら残ることになるとみている。
- ・アラムコでは、どのようにCO₂を減らしていくのか。1つは、石油・ガスからブルー水素を作っていく。もう1つは、石油を燃やすことに使わない、リキッドケミカル型にシフトしていく。
- ・石油化学事業にはすでにシフトしているが、これからは水素(H₂)に本格展開する方針である。水素とアンモニアで次の事業拡大を図っていく。
- ・再生エネルギーによるグリーン水素については、コスト次第だが、具体的な成約が結べるのであれば拡大していくという。
- ・COP26を踏まえて、世界を代表する資源エネルギー企業の動きも注目したい。日本は、資源小国である。しかし、一定の産業基盤を確保しないと、鉄鋼、化学においても、半導体、ITにおいても、競争力を維持できない。
- ・グローバルなサプライチェーンの中で、どのようなポジションを確立していくのか。ユニークなニッチトップ企業に投資したい。

多様性を組織能力の向上にどう活かすか～DeNA とサンリオ

- ・DeNAの南場会長は、人材の質に妥協しない。個性は、とんがった強みをチームにもたらず。会社のカルチャーは、「コトに向かう」ように創っている。社内よりは、市場、事業、顧客に向かうコトで、これらを総称してコトを言っている。
- ・入社した人材は、3つのルートを目指す。第1は事業をマネジメントするリーダー、第2はエンジニア、クリエイターなどスペシャリスト、第3はスピニアウトしていく独立起業家、である。
- ・DeNAの退職率は低いが、人材を社内に閉じこめることはしない。単に引き留めることはやめて、2年前から解放することにした。
- ・具体的には、独立を応援していく。出資はするが、資本の25%以上はとらない。起業して独立する人が75%以上の資本を持てるようにする。これによって、ベンチャー企業を支援

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。ファンドとして100億円を用意した。

・「会社の表面積を最大にする」には、人が人とより接触する方が望ましい、と南場会長は語る。社内から独立する人の方が、ビジネス上組みやすい。コトに向かう人材が、事業を通して人々にDelight(喜び)を届けよう、という考えを実践している。

・1) 人材は囲い込まない、2) 人材の流動化をもっと促進すべきである、3) 個人や社内の人材が“夢中”を手放さないことである、と強調する。スタートアップがどんどん生まれるエコシステム(土壌)を作っていく方針である。

・100億円の「Delight ファンド」は、①成功のリターン、②提携の機会、③M&Aの機会、④人材の還流、を求めていく。エコシステムに失敗はない。ビジネスモデルの仮説を検証したのであるから、出戻りはOKである。

・人材育成にあたっては、仕事が人を育てるという考えで、仕事の難易度は50:50でアサインする。つまり、できそうなこと50%、挑戦的なこと50%という内容である。失敗しそうになると、助けてカバーする。失敗のリスクと責任は会社がとる。

・失敗を恐れるより、人が育たない方が問題である、と認識している。コトに向かうに当たっては、言語化を徹底する。明確に表現できないようでは、ビジネス化できない。

・仕事は必ずスモールチームで行う。仕事をしない人が隠れないように、必ず3~10人のチームで行う。ベンチャースピリットが活きるようにする。

・DeNAは普通の大企業にはなりたくないという。ところが、最近は大規模の仕事が入ってきている。これまでのカルチャーでは、大規模の仕事は必ずしも得意でない。

・大規模のビジネスでは、間違いが起こらないように、新たな仕組みを必要とする。その中で、ベンチャースピリットも共有していく。ここが新たなテーマであると語った。

・ピューロランドを再生させたサンリオエンターテインメントの小巻社長は、多様性をどのようにとらえているのか。何よりも顧客が多様化している。ダイバーシティは「個の尊重」にあり、個について常にアップデートしていく必要がある。新しい学びを通して、刺激しあっていくことが大切であると語る。

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。

・多様性を業務にどう落とし込むか。多様性を実践していくには、「否定しない文化」を醸成していくである。相手に対して、シャッターを降ろすのではなく、違いを乗り越えていく。違いは宝である、と認識する。

・「なるほど!」、「Yes, and」と言葉をオンしていく。サンリオの企業理念は、「みんな仲良く!」である。企業理念は扇の要で、遠心力を働かせるには、要が大事である。同時に、扇の要が求心力も働かせる。

・リーダーは理念を浸透させていく。「みんな仲良く!」という抽象的な理念を、場面ごとに現場に伝えていく。テーマパークで対話フェスを行ってきた。これは、計画された偶発性を狙っているという。

・まず聞くことである。社長としてすでに7年たったが、何も知らないという立場で、話す人の裏にある気持ちを聴く。その上で自分のこころの声を聞く。これを通して組織力を上げていくと語った。

・人材をどう活かすか。組織力をどう高めるか。その企業のカルチャーを知る必要がある。新しいカルチャーを創り上げようとしているなら、その挑戦をみていく。トップのリーダーシップが組織能力の向上に結びついているか。ここが企業を見る目の本質的な要であろう。

グローバル家電メーカーの生活者追求～アイリスとサムソン

・アイリスグループは未上場であるが、大山健太郎会長の経営はつとに有名である。なぜ、アイリスオーヤマはこんなに発展しているのか。直接講演を聴いてみたが、まことに興味深い。

・IRISは現在グループ企業30社、33の工場を有する。工場は日本、米国、中国、韓国、欧州などである。取扱商品は2.5万アイテムで、毎年1000アイテムの新商品を発表する。

・企業として永遠の存続を目指し、不況期でも利益を出すことをモットーとする。1958年に、19歳の時に会社を引き継ぎ、2018年に息子に社長を譲り、会長となった。現在76歳である。

・アイリスは輸出企業ではない。現地生産、現地販売の地産地消を基本とする。快適生活へのソリューションをテーマに、ガーデニング(園芸品)や「みえる収納箱」で成長の足掛かり

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。

を掴んだ。シェアをとって、オンリーワンとなった分野でも、いずれ競合商品がでてくると需給は崩れる。常に新しい商品を出すことに全力投入している。

・日本の消費者は、商品に対する要求が高い。この品質に拘る日本で売れたものを、海外へ持っていくというパターンである。生活の基本や不満は変わらないので、通用するとみている。但し、サイズやカラーは違ってくるので、現地に合わせる。

・海外での販売は、オンリーワンでないと売れない。日本の流通は少し特殊だが、海外では顧客へネットで直接売っている。EC、DXのおかげで、海外が伸びている。

・コロナ禍では、マスクの生産を急拡大させた。13年前のマーズ(MERS)の時にマスク生産を始めたが、それが収まってからは、花粉用マスクとして生産を継続してきた。コロナ対応として、当初は中国でマスクを増産して日本に持ってきたが、足りないので日本のマスク生産能力を6倍に上げた。

・カーボンニュートラル(CN)について、日本は2030年に-46%の削減を目指す。現状の延長線ではとてもできない。中国では石炭火力を制限して、停電が発生した。経済を止められないので、石炭火力を動かすとCO2が増大する。

・コロナからの回復で、エネルギー価格が上昇している。プラスチックの供給に不安が出ており、原料価格も2倍となっている。値上げをすれば、消費は減少する。海外の工場は、米、欧、韓とも苦しいが、日本、中国にもいずれ影響が出てくると大山会長は見ていた。

・家電では、サーキュレーターや布団乾燥機が売れている。換気のためのサーキュレーターは欧、米でも売れるので、現地生産を拡大している。生活密着型の商品は、物流コストも考慮して、現地生産している。

・中国の大連では、日本の工場以上に日本型のものづくりに馴染んでいる。一方、欧米では技術の習得に時間を要するので、できるだけロボットを入れて自動化を進めている。コロナ禍を経て、今後はサプライチェーンを短くする必要がある。そのために内製化率を上げていく方針である。

・アイリスは、今後ともグローバル家電メーカーとして躍進していこう。独自の商品開発力をベースに、日本の生産方式、日本の品質を世界に広げていく。大山会長は、生活者の不満や不足を、生活者の目線で見抜いていく。この日本スタイルを突き詰めていけば、マーケッ

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。

トは今後も大きく広がるとみている。

・では、サムソンはどうか。サムソン電子のキム・ヒョンソク社長（2021年11月時点）の講演を視聴した。ニューホーム、ニューライフのグローバルトレンドについて、3つの視点から洞察した。

・第1に、消費者は平均寿命が増加する中で、単身世代が増えてくる。ミレニウム世代やZ世代は、デジタルネイティブでESGにも敏感、インフルエンサーとしてマーケットをリードしよう。

・第2に、テクノロジーでは、1) モノの智能化が進む。5G、6G、M2M(machine to machine)、IoTが波及してくる。2) 仮想とリアルが融合してくる。VR、メタバース、NFT(non-fungible token、非代替性トークン)が立ち上がってくる。3) プライバシーの強化や安全・安心が一段と重要になってくる。

・第3に、COVID-19のパンデミックによって、未来が10年早く進んでいる。オンラインが当たり前になり、コンテンツ重視のクリエイターエコノミーが進展し、ダイレクトコネクトの中で、ディセントラリゼーション（分散化、分権化）が進もうとしている。

・ホーム（家庭）は、かつて睡眠をとるシェルター（安全な居場所）であったが、今や滞在時間が長くなり、パーソナルなスペースとなっている。ここで仕事も生活も、社交やショッピング、レジャーを含めて費やされている。

・サムソン電子は、同社のデバイスを通して、13.7億人と繋がっている。この人数はソニーをはるかに上回る。顧客はエクスペリエンス（経験）を買っている。ブランドではなく、楽しい価値の提供を求めている。このエクスペリエンスを提供する企業になることを追求する。

・デバイスのコンセプトも再定義していく。機能+経験を提供する。パーソナライズされた経験の創出を続けることがキーとなる。例えば、冷蔵庫は機能+インテリア（色の組み合わせ）を、スマホはカスタマイズ化を、TVもディスプレイで、アート、絵画、写真をアレンジできるプラットフォーム化を、という展開になろう。

・さらに、ホームエクスペリエンスは、マルチ デバイス エクスペリエンスへと広がっていき、キッチン家電は調理+栄養で健康をチェック、ギャラクシーウォッチはリモートヘル

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。

スセンシングで繋がり、フィットネスへと結びつけていく。

・いずれもAIを活用して、デバイスをつないでいく。DaaS (Device as a Platform) という方向を目指す。既にサムソンの社員の大半がMZ世代 (ミレニアム&Z世代) である。彼らのアイデアが重要である。

・その前提として、どのような経験を、どのようなスペックで提供するのか。そのベクトルに関する信頼が必要であり、社会が共感できるビジョンをもつことが大事である。これが共有できれば、マルチデバイスプロジェクトで世界をリードすることができる、とヒョンソク社長は強調した。

・アイリスもサムソンも生活者にフォーカスし、生活者の求めるモノとコトを徹底的に追求しながら、独自の個性をさらに発揮しようとしている。サステナビリティやESGもここまで結びつかなければ、本物とはいえないと感じる。アイリスオーヤマにはぜひ上場してほしいものである。

アクティビストの企業価値創造～共有を通して

・アクティビストで著名なロバート・ヘイル氏の話は昨年11月に視聴した。彼はバリューアクト・キャピタルのパートナーで、同社は2000年に創業、現在160億ドルを運用している。日本へは、この5年で4000億円を投資した。

・創業当初は北米の企業に投資し、2006年からは欧州へも展開した。そして、2017年から日本に参入した。日本の魅力は3つあるという。

・1) 世界に通用するトップクラスの企業がある。2) 日本の社会がもっとリターンを求めている。3) 企業をとりまくコミュニティが変化し、コーポレートガバナンスの強化が進んでいる。

・これによって、日本企業とのエンゲージメントが効くようになると判断し、投資のチャンスを見出した。ヘイル氏は現在、オンリパスとJSRで社外取締役を務めている。

・投資のアプローチとしては、特別なバリューを長期的に作れるかどうかを最も重視する。

①コアにスペシャルバリューがあるか、②経営陣がそれを実現できるか、③それを実現する市場はあるか、をみていく。

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。

・難しい点は、1) 企業を見分けること、2) そのためによくリサーチして、ユニークな洞察を行うこと、3) その企業をきちんと支援していくこと、にあると強調した。

・バリューアクト・キャピタルは、50 社以上の企業に社外取締役を送り、経験を積んできた。既に一定のツールキット（ノウハウ）を有しているため、それをベースにエンゲージメントを行いサポートしていく。

・北米、欧州の企業でやってきたことが、日本でも通用すると感じている。大事なことは経営陣とパートナーを組むことであると語る。

・では、どのようなアドバイスを行うのか。第1に、経営者がマイノリティ株主の声（ボイス）を聴く耳を持つかどうか。あくまでもデータを共有して、友好的関係を築いていく。第2に、経営陣に見えていない価値を、深いリサーチを通して見せていく。その上で経営改革の提案を出し、共有しつつ実行していく。

・投資のタイムホライズンは、長期的で10年単位である。社外取締役としてボードに入っている会社は、多くの場合5年以上保有している。見切りをつけることもあるが、5年から10年が基本となる。

・JSR、オリンパス、任天堂、セブン&アイHDの4社の長期ポテンシャルに期待して、4000億円を投資している。

・次のターゲットとしては、1) ユニークな価値を提供できそうな会社、2) グローバルな成長ポテンシャルが見込めるような会社、3) ディスラプション(破壊的な変革)を乗り越えられそうな会社、に注目していく。

・プライム市場への市場改革が始まろうとしている。コーポレートガバナンスの改革にも、さらに変化が出ている。社外取締役の役割も変わりつつある。企業変革のカギは、戦略的リーダーシップにある。また、投資の最終判断は、人にフォーカスしていると明言した。

・オリンパスは、グローバルな医療機器の企業になりたいと宣言している。竹内社長の変革をサポートしている。JSRはコアビジネスに集中しており、IoT、ライフサイエンスのマテリアルでイノベーションが期待できる。

・任天堂は、キャラクターがディズニーと同じレベルのアセットになっている。セブン&アイ
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。

いは、米国ブランドをベースにグローバルな成長ポテンシャルがある。このような見立てである。

・投資家として、単に投資するだけでなく、もう一步踏み込んで、企業の価値創出に直接関わっていく。その新しい価値を共有するという真っ当なアクティビストの活動に大いに注目したい。

企業価値向上に貢献する投資家とは～的を射た提言に期待

・通常、投資家は企業価値を評価する立場であって、企業価値の向上策を具体的に提案することはあまりない。その会社が、今後一層の価値向上を図れるか。その戦略の実効性を何らかの形で評価し、納得した上で投資を行う。

・どうやれば価値向上が実現するかについて、執行サイドが必死で考え、手を打っている。その経営陣に、こうすればもっと価値が上がると提言することは容易でない。多くの投資家は、それは執行サイドの役割であって、自分の仕事ではないと考えている。

・企業の CEO や CFO にとって、投資家との対話（エンゲージメント）は重要である。マーケットからのさまざまな声に耳を研ぎ澄まし、疑問にきちんと応えていく必要がある。投資家の声を経営に活かす度量の広さも必要である。

・しかし、投資家から企業価値向上策について、目の覚めるような提言が出てくるだろうか。相当難しい。その会社の経営戦略をつきつめて考え、グローバルにベンチマークして、会社の戦略を見直す方向で価値向上を実現する提案ができれば、それはあるべき姿の 1 つであろう。

・誰ができるか。ファンドマネジャーやアナリストが一流の域に達していれば、できるかもしれない。実際に作成するとなると、チームで分析し、将来をシミュレーションして、具体的な提言書にまとめる必要がある。アナリストでいえば、質の高いベーシックレポートに相当する提言書を作って、マネジメントと真剣に議論していくことが求められる。

・こうしたことができる能力が十分でない、企業とのエンゲージメントにおいて一目置かれる存在にはなれない。ハードルは高いが、それを実現する能力を身に付けることはできる。

・実際、戦略提言をエンゲージメントする運用会社やコンサル会社はある。何らかのファン
本レポートは、独自の視点から書いており、基本的に会社側の立場に立つものではない。本レポートは、投資家の当該企業に対する理解促進をサポートすることを目的としており、投資の推奨、勧誘、助言を与えるものではない。内容については、担当アナリストが全責任を持つが、投資家の投資判断については一切関知しない。本レポートは上記作成者の見解を述べたもので、許可無く使用してはならない。

ドを活かして、株主として参加し、企業価値向上の成果を持分に応じて得ていくというビジネスモデルである。

・アクティビストといわれる投資家は多様であるが、本来の価値向上を提言するエンゲージメントで勝負する人々がもっと台頭してほしい。

・米国のバリューアクト・キャピタルが、セブン&アイ・ホールディングスに事業の選択と集中を迫っている。グローバルなコンビニ事業に集中して、グループの百貨店やGMS（総合スーパー）をダイベストしていくという戦略をどこまで取り入れていくのか。

・バリューアクトのパートナーがすでに社外取締役に入っているオリンパスとJSRでは、同社のロバート・ヘイル氏をどう見ているのか。

・昨年12月にオリンパスの竹内CEOの話をもとにCFOフォーラムで視聴した。オリンパスは創業103年目であるが、2016年頃から新たな成長戦略を立案し、実行しようとしていた。しかし、まだ体制が不十分であった。現在は内視鏡が売上の6割を占め、海外売上比率が8割であるが、当時ガバナンスが整っていなかった。

・2019年にグローバルメドテックビジョンを掲げ、医療機器メーカーとしてなくてはならない存在を目指すことを決めた。メドテック業界で世界17位の地位を大きく上げていく。そのために、取締役会のメンバーにバリューアクトのロバート・ヘイル氏と医療機器メーカーでの経験が深いジミー・ビーズリー氏に入ってもらった。

・ヘイル氏には、いわゆるアクティビストではなく、グローバルビジネスを拡大する上での的確な社外人材として、参画を要請した。2人のアドバイスがグローバル化の決め手になっている、と竹内CEOは語る。

・メドテックカンパニーとして、成長性と収益性の向上を目指し、世界水準に高める方針である。営業利益率20%、フリーCF成長率20%以上、ROIC 20%以上、EPS成長25%以上を目標にする。

・竹内CEOは、企業再生を図る中で、グローバルに通用する世界トップクラスの企業へのCX(企業革新)を目指している。その志が、ロバート・ヘイル氏の求めるものと一致した。そこで社外取締役に入ってもらい、適切なアドバイスを受け、それが役立つと評価している。

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。

・執行役とシニアクラスのリーダーを入れて、既に30人中5割が外国人である。英語は公用語ではなくローカルでよいとしているが、2年を経て英語を普通に使うようになり、仕事のスピードも上がっているという。

・JSRはどうか。宮崎 CFO（常務執行役員）の話を、野村 IR の個人投資家説明会で聞いた。現在の社長 CEO エリック・ジョンソン氏は、日本合成ゴム時代の2001年9月に入社しており、20年以上 JSR の中で育ってきた。

・石油化学の合成樹脂からスタートして、ディスプレイ材料、半導体材料と、領域を進化させてきた。これからはデジタルソリューション（半導体材料など）とライフサイエンスを成長の二本柱とする方針である。

・フォトレジストの中で、世界シェアNo.1の有力材料を有し、新しい領域ではNo.1のライセンスをもつ会社を M&A した。ライフサイエンスではバイオ医薬品分野で、CDMO（開発製造受託）を伸ばしていく。当社の高分子技術、精密製造技術に、ライフサイエンス領域で実験、診断薬、精製技術などを有する海外企業を4社ほど買収し体制を整えている。

・営業利益率20%、年平均成長20%、ROE10%以上を目指す。ジョンソン CEO も宮崎 CFO も、ロバート・ヘイル氏と IR という立場で話をし、従来のアクティビストとは違うと感じた。

・会社の目指す方向と投資態度が一致しているので、社外取締役に入ってもらうことにした。取締役会での議論は活発になっており。企業価値向上のスピードアップも図れそうだと語った。

・ヘイル氏は、短期指向の目先のリストラで利益をあげようとする投資家ではない。グローバルに戦える強い企業を作って、企業価値を上げていこうとする。

・そのためのアドバイスを、戦略を練って提言を行う。オリンパス、JSR とも、会社が目指す方向と一致していた。それなら、社外取締役として入ってもらった方が戦略実行のスピードアップに役立つと判断した。

・企業の M&A 戦略、資本業務提携戦略に加えて、実務能力の高い戦略提言型の投資ファンドが、日本でも育ち始めている。すべてがうまくいくわけではないが、外部の人的資本を活用するという企業価値向上策の成否に注目したい。

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。