

ベル投資環境レポート

ポストコロナのサステナビリティはいかに

～CDEXを投資の軸に～

2021年4月2日

鈴木行生

目次

1. 問われるサステナビリティの許容度	2. トリプル ESG をベースにした CDEX
➢ ステークホルダー主義とは何か～株主第一からのシフト	➢ マーケットの変曲点はいかに～玉石混交を見抜く
➢ ESG 情報の基準はどこに～包括的な企業報告に向けて	➢ ポストコロナのトリプル ESG～ビジネスチャンスはどこに
➢ 持続力か瞬発力か～サステナビリティを問う	➢ CDEX を投資に活かす～コロナ CX、デジタル DX、脱炭素 EX
➢ 問われるサステナビリティの許容度～ウェルビーイングも入れて価値を測る	➢ 経営者をどのように選ぶのか～やはり CEO が要
➢ COVID-19 の規範 ～「パンデミックの倫理学」に学ぶ	➢ 伊藤忠の企業価値創造～三方よしの実践
➢ 新型コロナウイルスとがん～いかに対処するか	➢ これからの価値創造～日立と伊藤忠を比較してみると

1. 問われるサステナビリティの許容度

ステークホルダー主義とは何か～株主第一からのシフト

・2020年11月号の証券アナリストジャーナルで「脱株主第一主義の行方」が特集された。

1) 株主第一主義で何が悪いのか、2) ステークホルダー主義では何を優先するのか、3) 株主第一からステークホルダー主義への転換はどこまで進むのか。4) 日本はどういうポジシ

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

ョンにいるのか。こうした論点について議論がなされた。投資家の視点からみた時、どのように考えればよいか、いくつか吟味したい。

・まず自分のスタンスを定めておく必要がある。まだ現役で働いており、株式投資は将来に向けて少しずつやっているだけである。もう引退しており、年金を生活のベースにしている。株式投資は少額だけで、比較的短期に運用して儲けることを実践している。金融のプロとして、中長期の観点から生活者の金融コンサルに従事している。関わり方は多様であろう。

・働き方もさまざまである。多くの人は民間の株式会社で働いている。日本でみれば250社の中堅中小企業があるが、日本経済を動かしている有力な勢力として上場企業(3800社)はコアである。

・筆者は、何よりも雇用を増やす会社がいい会社であるとみている。人々にとって働く場があるというのはありがたい。次に働き方が問われる。企業にとっては、生産性を上げないと賃金を上げることはできない。企業に大いに貢献している社員には十分報いる必要がある。そうでないと優秀な人材が会社から去ってしまう。

・株式会社は株主のものである。よって、株主の利益が最も大事であるから、まずは利益を上げて株価も上げてくれ、というのが1つの見方である。会社が活動する中で、社員ががんばり、取引先が協力し、顧客がなじみとなり、地域社会に根付くのがよい。経営者は皆にいい顔をしたい。

・一方歴史をみると、利益を上げるために、社員を虐げ、取引先をいじめ、顧客を騙し、地域の環境を悪化させてきた企業もあった。しかし、そんな企業が長続きするはずがない。では、悪意がなく善意で経営にあたるとしても、ステークホルダー間の折り合いはどうつけていくのか。

・株主第一主義といっても、2つの見方がある。1つは、株主の利益のために、他のステークホルダーの利益は二の次でよい。合理的に行動して、利益の極大化を目指す。もう1つは、株主の利益が最終目的であるが、そのためには他のステークホルダーに十分配慮して、協力を得ていく必要がある。後者の方が望ましい。

・株主の利益とは何か。会社が利益を上げて、株価が上がり、配当が増えることだけでよいのか。短期の利益を極大化すればよいのか。株式を中長期に保有する投資家にとっては、企業にも長く安定した経営を実践して、一定の利益、成長を着実に実現して欲しい。この本レポートは、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。

こも立場によって意見が分かれる。

・創業者が大株主である場合は、事業を長期的に発展させるために、ステークホルダーを大事にするのは当然である。一方で、経営が苦境に陥ると、社員のリストラを行うのも常である。社員は、別の雇用機会があればさっさと移った方がよいが、地域や家族の制約もあって、そうはいかない。

・創業者でない経営者がマネジメントする場合は、自分の任期を見据えて、その期間のパフォーマンスを上げようとする。その場合、経営者はどうやって選ばれるのか。成果が上がればずっと続けられるのか。成果が上がらない時は、誰が交代を告げるのか。成果に対する報酬はどのように決まっているのか。それは、成果に見合っているのか。株主にはきちんと開示されているのか。これらの点が近年大きく問われ、改善が進んでいる。

・パフォーマンスはどのように測るのか。短期的な財務上の利益だけでなく、中長期の非財務上のKPIも重視されるようになってきている。企業の経済的価値と、社会への貢献である社会的価値の両立を図るように、その領域の拡大を目指すことが必須である。

・ステークホルダーとの協働で新しい価値を創っていく。中長期の価値創造となるので、短期的に成果がでにくいことにも、粘り強く取り組んでいくことが求められる。将来収益がまだ不確定なので、現価値に割り戻すことは難しい。今の評価方法がゲームのルールに合っているとはいえない面も目立つ。

・株主が中長期のリターンを継続的に得ていくには、中長期の企業価値創造に、トップマネジメントが主体的に取り組んでもらう。そのための会社の仕組み作りが ESG 経営である。「会社は誰のもの」ではなく、「会社は誰のために」をもう一度問い直す必要がある。ステークホルダーの協力は不可欠であり、どんな価値を生み出していくのかを再定義してほしい。

・思いやビジョン、経営理念や行動規範をどのように価値創造の仕組み、つまりビジネスモデルとして構築していくのか。それをやり遂げるための戦略を立案し、実行しないと有能なマネジメントとはみなされない。

・レベッカ・ヘンダーソン教授（ハーバード大学）は、「資本主義の再構築（Reimagining Capitalism）」という著書の中で、1) 自分が働く企業では、サステナビリティ（持続可能性）とインクルージョン（包摂性）を受け入れて、実践しているか、2) 自社のパーパス（存在

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。

意義)をコミットしているか、と問うている。そして、3) 共通価値の追求を通して、すべてのステークホルダー(利害関係者)に恩恵をもたらすべし、と提言する。

・企業価値を、株主価値と同義語で捉えるのではなく、ステークホルダーも共有する共通価値とする。ここで大事なことは、共通価値の極大化という目標に意味があるのか。なぜなら、価値は経済的価値だけでなく社会価値(社会貢献価値)も含んでいる。

・とすると、時間軸は中長期になる。サステナブルでインクルーシブな価値を追求するとすると、最大化というよりは、一定の満足度を想定する方が望ましいかもしれない。定性的なKPI、定量的なKPIを設定する点においても、自分たちで妥当な水準を定めた方がよい。

・ヘンダーソン教授は、共有価値を取り入れることは、アーキテクチャル・イノベーションであると定義する。価値創造のシステムのコンポーネントを変えるのではなく、システムのアーキテクチャー(コンポーネントの構成)を根本から見直して作り変えていくことであると強調する。

・価値創造の仕組みがビジネスモデルであるから、新しい理念、ビジョン、パーパス(存在意義)をベースに、今のビジネスモデル(BM1)を、革新的なビジネスモデル(BM2)へ作り替えていく。さらに、このBM2を多層的にみていく。1) 経営理念、パーパス、ビジョンの構築と浸透、2) ESGの構築と実践、3) 経営力、イノベーション、リスクマネジメントなどの評価軸が想定される。

・ハーバードビジネスレビューの1月号は、「ESG経営の実践」を特集した。まずは取締役会が短期の価値を重視していないかという点を見直して、サステナビリティ経営に結びつくESGを持ち込むべし、と提言する(R, エクルス教授他)。

・では、ESGをどう作り込むのか。それには、通常の戦略と同じように、競争優位を築くESG戦略を選択すべしと提案する(J, セラフェイム教授)。つまり自社の仕組みに、真似ができない要素を作り込んでいく。

・ESG経営のパフォーマンスはどう評価するのか。社内での定性的、定量的評価もさることながら、KPIを定めてそれを開示していくことが重要になる。ステークホルダーからは、さまざまな要求があつて、煩雑になりそうであるが、要求に応えるだけではなく、自らの主張を開示していくことが、対話のレベルアップに結び付こう。エーザイの柳CF0はこれを実践している。

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。

・では、日本企業にとっては何が課題なのか。もともと、ステークホルダー資本主義をとっており、株主第一主義は米国の弊害であったという見方も有力である。今や、SDGs の目標に掲げ、ESG 経営を行うことが建前のようになりつつある。でも、本当に魂が入っているか。これまでのように、形だけフォローになってはならない。

・これらを踏まえて、筆者は次のように考える。この 20 年、日本企業の財務パフォーマンスは低すぎた。これを上げるには、もっと株主を大事にしてほしいと 10 年前から願った。目先の利益ではない。中長期の利益をもっとあげるべきである。それができないということはマネジメントの経営力が低いので、交代してもらう必要がある。

・伊藤レポートの ROE 8%も、米国の株主第一主義を見習えといったものではない。もっとまともな経営に戻ってほしいというシグナルであった。

・では、ステークホルダー資本主義で、日本の時代がくるか。先進的な企業はいくつも出ているが、大半の日本企業は全く不十分である。日本の CG(コーポレートガバナンス)改革、SS(スチュワードシップ)改革に歩調を合わせるだけではなく、自社の個性をもっと発揮するようにビジネスモデルを作りかえるべきである。

・ポストコロナの経営は、ここが勝負となる。2021 年の世界経済も楽観はできない。サステナブル経営は生き残ればよいというレベルではなく、独自の輝きをみせるような発信を投資家に行ってほしい。

ESG 情報の基準はどこに～包括的な企業報告に向けて

・ディスクロージャー&IR 総合研究所(宝印刷)の調べによると、2020 年 3 月期の有価証券報告書(日経 225 平均株価採用企業)186 社中 65%の 121 社に ROE や ROIC の記載があった。資本効率についての記載が 3 年間で 4 割増えているという。これは財務情報であるが、ESG などの非財務情報についても、その充実が一段と求められている。

・実際、2020 年のスチュワードシップ・コード(SSC)の再改訂では、機関投資家は、ESG 要素を含む中長期的な持続可能性(サステナビリティ)に基づいて建設的な対話を行い、企業の中長期的な価値向上を促すべし、という内容が明示的に盛り込まれた。ESG に関する情報が一段と重要になっている。

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

・海外の運用会社では、株式運用に関わる議決権行使において、ESG情報の開示が十分でない、総会議案に反対するという方針を出しているところもある。Eでは温暖化ガス、Sではサプライチェーンにおける人権、Gでは取締役の属性や報酬など、運用サイドが納得できる開示を求めている。

・株式だけでなく、債券投資においてもESG債の発行が増えている。環境対応、感染症対応などのESG債、サステナビリティ債の発行は、企業サイドに有利な発行条件でも投資家に受け入れられている。投資家サイドがサステナビリティへの貢献を評価するからである。

・ESG投資に役立つESG情報とは何か。さまざまなニーズがあるが、どこまで広げて深掘りすればよいのか。投資家が多様なうえ、それ以外のステークホルダーからの要求もあって、限りがないように見える。どこまで意味ある使い方がなされているのか。こうした声は高まってきた。

・非財務情報を求める報告フレームワークがグローバルに乱立して、企業にとっては負担が重くなっていた。そこで、2020年9月に、世界の5つの団体がこれまで独自に活動していた非財務情報、ESG情報、サステナビリティ情報の開示について、統一的な行動をとると表明した。

・財務情報と非財務情報が適切に関連付けられるように、包括的な企業報告(comprehensive corporate reporting)の基準作りを目指そうというものである。5つの団体とは、CDP、CDSB、GRI、IIRC、SASBである。

・1) CDP(前身はカーボン・ディスクロージャー・プロジェクト)は、温室効果ガス排出削減、水資源保護、森林保護など、環境関連のNGOである。2) CDSB(クライメット・ディスクロージャー・スタンダード・ボード)はCDPなど8団体のパートナーシップで構成され、気候変動に関する情報開示の標準化を目指している。3) GRI(グローバル・レポーティング・イニシアティブ)は、サステナビリティに関する報告書の基準を作り、その理解促進を促している。

・4) IIRC(国際統合報告協議会)は、統合報告のフレームワークを策定している。5) SASB(サステナビリティ会計基準ボード)は企業が財務的にマテリアルな(重要な)サステナビリティ情報を業種別に特定し、企業が活用し投資家に伝える活動を展開している。

・各機関は、それぞれのスタンダード(基準)を作り、それを啓蒙してきた。企業にとって本レポートは、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。

は、異なる基準でさまざまな要求が出される。投資家サイドからみると、情報が多種多様で必ずしも十分活用されていなかった。そこで、包括的に統合するという動きが顕在化した。

・その後、2020年12月に、包括的企業報告のプロトタイプとして、気候関連財務開示基準に関する企業価値報告 (reporting on enterprise value) が出された。企業価値を引き出し、作り出すサステナビリティの重要項目を特定して開示するという観点で、5団体に最も共通している気候変動を取り上げて、その包括性・統合性を議論したものである。

・サステナビリティレポートと、サステナビリティ関連財務情報開示は、相互に関連しているが、範囲が異なる。企業価値向上に関わる財務情報といえば、通常の財務会計の領域で、これがスコープ1である。

・次に、企業価値に関わる中で、従来の財務情報を超えた非財務情報について、ESGをベースにサステナビリティを追求し、その情報開示を求めるのがスコープ2である。

・さらに広くサステナビリティを捉えたものがスコープ3である。環境、社会、経済など、企業の枠を超えた人類、地球に関わる内容を含む。政治的な役割も重要で、各国の政府あるいは国際機関の活動も入ってくる。ここでの共通価値の認識、利害調整のあり方は極めて重要であるが、個別企業の範囲を超えている。

・先進的な企業では、統合報告書において、既にスコープ1とスコープ2を包括的な企業価値創造活動として記載しているが、今回はスコープ2とスコープ3をより明確にして、グローバルに透明性と比較可能性を高めようという狙いがある。

・さらに、ESGの内容で何かがマテリアル(重要)かという点は、経営環境の変化や時代認識の進展によって異なってくる。スコープ2とスコープ3は、その内容をみるとダイナミックに変化してくる。つまり、時間とともに変化するものであり、固定的ではないという意味である。

・一方、同じ時期の2020年9月に、IFRS(国際会計基準)財団は、サステナビリティ報告に関するコンサルテーションペーパー(意見を求める報告書)を出した。ESGなどの非財務情報について、財務会計基準と同じように何らかの世界標準を作るべきではないか。その母体としてIFRSが活動するのはどうか、というものである。

・これに対して、日本からは9団体(経団連、公認会計士協会、アナリスト協会、東証、金本レポートは、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。

融庁、経産省、法務省など)の連名で、提案に賛成すると11月に公表した。今後、議論が深まることになろう。

・いつものことではあるが、どんな組織においても利害がからむ。国際的な組織運営において、1)誰がリーダーシップをとるのか、2)コアのメンバーは誰になるのか、3)どんな議論を経て基準が決まるのか、4)その基準が企業経営にどう影響してくるのか、5)投資家の意見はどこまで反映されるのか、などが注目される。

・企業サイドとしては、自らの企業価値向上を進めるにあたって、サステナビリティ(持続性)を追求するのは当然である。そのためにESGを強化して、自社の強みにしていくことが求められる。

・決められたから実施するのはではなく、常に先進的に取り組んで、そのための仕組み作りを投資として捉えてほしい。投資であるから、当然リターンを得ることが目的となる。その実行戦略を投資家にみせてほしい。

・投資家は、サステナビリティを織り込んだバリューレポーティング(価値報告)の国際的動向に注目しながら、その変化を先取りして企業経営の変革に取り組む企業に投資したい。今後5年の新しい投資テーマとして実践したい。

持続力か瞬発力か～サステナビリティを問う

・経営者は、中長期の業績を重視するか、今期の業績を重視するか。投資家は目先のパフォーマンスを優先するか、中長期のパフォーマンスを重視するか。双方とも、短期も中長期も大事にしたいというのが本音であろうが、現実には偏ることが多い。

・金儲けは手段であって、事業を通して達成したい目標がある。運用を通して社会に貢献したいことがある。あるべき姿であろう。とすれば、建前と本音を使い分けるのではなく、一枚岩にして本筋を進むということが求められる。

・証券アナリストジャーナルの2月号で、「サステナブルファイナンス」が特集された。サステナビリティという言葉は、一般語ではなく、事業や金融資産のマネジメントにおいて、固有語になっている。特集の内容を咀嚼しながら、今後の投資に役立てることを考えてみたい。

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。

・サステナブル経営、サステナブル投資、サステナブルファイナンスは当然結び付いている。持続性（サステナビリティ）を求めるのは、いつの世も同じであるが、新しい意味をもってその活動が実践され、1つの潮流となって動き出している。

・社会の課題を自らの組織のテーマとして捉え、解決に貢献する。それを使命として活動を実践するには、確固たる仕組みが必要である。SDGs を目標に ESG を推進することは、どの組織においても今やメガトレンドとなっている。

・企業においては、そのためのサステナブルビジネスモデル（SBM）の確立とその深化が勝負どころとなってきた。社会的価値と経済的価値の積集合をいかに大きくするか。北川教授（首都大学東京）が提唱するように、それが同心円になれば素晴らしい。

・しかし、限界もある。解決すべき社会的課題はいくつもあるが、企業の枠を越えていることも多い。この時どうするのか。

・①今の事業活動の範囲にとどめて、できることをやるのか、②事業としては無理なので、慈善活動として応援する姿勢を示すのか、③ハードルが高くても挑戦し、実力を養っていくのか。今、ここが問われている。

・ファイナンスとは、国の財政や企業財務において、単に資金の調達だけでなく、調達、投資、運用、回収までの全体の活動を指す。企業でいえば、その事業はサステナブルか。投資家でいえば、企業の投資先がサステナブル化かを見極めて、株式や債券に投資する。銀行でいえば、サステナブルな事業かどうかを判断して融資を行う。

・ここでいうサステナブルは、企業が30年、50年、100年続くように経営基盤をしっかり固めていくという意味合いよりは、もっと固有の対象をイメージしている。

・1) 環境（E）でいえば、気候変動に害を及ぼさないように、CO₂を削減してカーボンニュートラルを実現する。2) 社会（S）でいえば、サプライチェーンの労働条件について、格差をなくし、公正・公平を実現する、という内容である。

・そのために規制を強化し、規則を設けて実施状況を開示させようという動きが、EUで広がっている。経済界にあっては、総論として賛同しても、個別企業の活動を制約するような規制については、できるだけ回避したいという思惑も働こう。

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。

・サステナブル投資では、自社の経済圏をエコシステムと捉えるとして、その外側の社会や環境に害を与える外部不経済は許さないという姿勢が強い。天然資源をタダで使って、排出ガスや廃棄物を外部に出すな、という意味である。

・では、サステナブル投資の内容とはどんなものか。それを個別にいちいち判断するのは大変でバラツキも出る。ここをまとめて、きちんとルール化しようという動きが、EU で先行している。

・何がサステナブルかを分類して規格化する。これをタクソノミーとして明示する。タクソノミーとは分類基準のことで、サステナブル投資のケースでは、持続可能な投資であるかどうかを判断するために用いる。

・企業にとって、ESGの内容をはっきりさせるために、ベンチマークを設定させることも有効である。その上で、企業に開示を義務付け、投資家にもサステナブル投資の内容について開示を義務付ける。

・基準を明確にすることによって、単にSDGs とひもつけて自社の活動を正当化する“やってるふり(ウォッシュ)”を許さないようにする。EU の規制は、理念先行か実践あるのみか、妥当なのかやりすぎなのか。

・EU の政策思考は、常に演繹的理念先行にみえる。それを実践活動までもっていつてしまうところがすごい。理念に反論することはなかなか難しい。理念をベースに、先行国、先進企業で実践されるので、不都合で困難であるという反論は遠吠えのように聞こえてしまう。

・うっかりすると、日本企業は後追いになる。どんなビジネスゲームにおいても、後追いは常に不利である。最初から仲間に入って、ルール作りの折から意見を述べていないと、フェアな土俵に乗れない。

・2050 年までに温暖化ガスの排出ゼロを実現せよ、というグリーンディールのハードルは高い。再生エネルギーの投資に拍車がかかるが、例えば石炭産業は衰退し、石炭の街は荒廃していく。負の産業をどのように退出させるのか。ここには産業政策が必要であり、移行期(トランジション)の対応が必要である。

・グリーンビジネスに挑戦する一方、ダークビジネスからは撤退する必要がある。企業によっては存続が難しくなる。事業ポートフォリオの入れ替えが急務となっている。

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

・社会、環境へのインパクトを優先させるインパクト投資は、それが意味あるとしても、ビジネスとして成り立つのか、収益性を確保し継続できるのか。障がい者の教育のように補助や寄付を前提にしたものもある。

・企業内の仕組みとしては、ESG委員会、SDGs委員会、サステナブル委員会を立ち上げて、社内の各層からメンバーを募った上で議論を進め、最終的に取締役会が意思決定していくようになると推進力が高まる。その時、社外取締役の果たす役割が重要になるという見方が有力である。

・最も重要なことは、通常のビジネスモデルの中に、サステナビリティ経営を組み込んでいくことである。その上で、サステナブルファイナンスを実践していく。

・投資家の視点としては、サステナブル投資を定性的、定量的に評価していく。サステナブルビジネスモデル(SBM)を定性評価するとともに、SBMが生み出すアウトカムを定量評価する。その上で、パフォーマンスをみていく。

・その時、1) サステナブル投資の独自性に関するインベンション(発見)、2) サステナビリティを実現するためのイノベーション(革新)、3) サステナビリティを取り入れたバリュークリエーション(価値創造)、4) 具体的マネタイゼーション(キャッシュフロー)の各ステージがありうる。

・どのステージで参加していくか。投資態度によって戦略は異なろう。変化への対応に瞬発力は必須であるが、同時に新しいビジネスモデルを構築して、サステナブル投資による価値創造をぜひとも実践にしたい。

問われるサステナビリティの許容度～ウェルビーイングも入れて価値を測る

・投資家にとって、投資の‘よさ’をどう考えるか。効用をベースに、ポートフォリオのパフォーマンスをリスクとリターンで測るとというのが、伝統的なファイナンスモデルであるが、最近はそのを超えて、価値を測りたいという動きが活発である。

・経済的価値と社会的価値を統合していくには、その積集合を伝統的ファイナンスで捉えるだけでなく、例えばサステナビリティを別途加えたいという考えや、例えば社会的インパクトを第3の軸に加えたいという考えなどが試みられている。

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

・では、そのサステナビリティのメガトレンドは、現在どんな局面にあるのか。今年2月に公表された「KPMG グローバルサステナビリティ報告 2020」は大いに参考になる。今回で11回目になる報告書では、世界52カ国の各国の売上高上位100社を取り上げて分析している。

・持続可能な社会を実現していく上で、各国を代表する企業は目標を設定し、ESGからみた課題に対して、実現に向けた戦略を定めて実行し、インパクトを及ぼそうとしている。

・統合報告書よりも、ESGをベースにした非財務情報を扱うサステナビリティレポートの方が、より広範囲であり、グローバルに充実度が高まっている。分析結果についてはKPMGのレポートを読んでもらうことにして、投資家として注目すべき点について、いくつか吟味したい。

・サステナビリティ報告は、ESGをベースにした情報開示を行っている。ステークホルダーへのサステナブルな価値創造をどのように行っていくのか。その価値創造の仕組み（サステナブルビジネスモデル：SBM）を通して、ESGのパフォーマンスを開示していく。

・投資家としては、E（環境）のパフォーマンス、S（社会）のパフォーマンス、G（ガバナンス）のパフォーマンスに着目する。今回のレポートでは、1) CO2の削減、2) 生物多様性への対応、3) SDGsとの結びつき、の3点について、グローバルな比較をしている。

・生物多様性について、日本での議論はまだ少ない。企業が長期的に存続するには、その基盤として、土壌、空気、水が大事である。汚染物質を浄化するには、多様な生物の存在がなくてはならない。

・汚染物質は減らして出さないようにするのはもちろんだが、生物のエコシステムも守る必要がある。その意味でどの企業にも関わりはある。人類の生存には、農林水産物、薬用資源、水質浄化、花粉媒介など、様々な生態系が関わっており、これが崩れないように、守る必要はある。そこで、自然関連リスクとして、生物多様性が注目されている。

・COVID-19も1つの表れであり、生態系の自己保存力が崩れれば、人類もいずれ何らかのパンデミックのような危機に直面して、淘汰されることになりかねない。

・気候変動リスクに対応するCO2排出量の削減もますます本格化しよう。カーボンニュートラル、ネットゼロを目指すことが、今や合言葉になっている。

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

・財務上のリスクという認識も広がっており、TCFD(気候関連財務情報開示タスクフォース)の提言に沿ったレポートもスタンダードになりつつある。どこまで義務化するかが今後の論点となろう。

・日本では、2020年12月に経産省が「2050年カーボンニュートラルに伴うグリーン戦略」で、14の産業の実行計画を打ち出した。

・サステナビリティはSDGsとどう関わるのか。SDGsはこの3年で大きく盛り上がっており、17項目を自社の社会的目標と結び付けることが主流になりつつある。そのこと自体は大いに望ましい。

・SBM(サステナブルビジネスモデル)が、ステークホルダーに実際にどのような価値を生み出しているのか。それをもう一度SDGsを通して問うていく。

・但し、ここで注意を要する。KPMGのリチャード・スレルファル氏(KPMG IMPACT グローバルヘッド)は、自社の活動をSDGsとポジティブに結びつけることだけにとどまって、ネガティブな面を無視してはならない、と警鐘を鳴らす。

・確かにネガティブ情報の記載は少ない。本来バランスよく開示すべきだが、まだ対応ができていない。ネガティブループに目をつぶると、イメージアップだけを狙った「SDGs ウォッシング(やってるふり)」と非難されかねない、とスレルファル氏は指摘する。

・SDGsとの結びつきをみると、17項目中、貧困、平和・公正、飢餓、海の豊かさ、陸の豊かさとの関連がとりわけ低い。海の豊かさと陸の豊さは、生物多様性を象徴しているので、課題ともいえる。

・これらの点については、次のように考えることもできよう。企業はどこまでを自社の事業領域と捉えるか。どこまでをバリューチェーンからみた内部とし、どこを境界として外部とするか。まさに、外部不経済の範囲が問われる。

・SDGsのうち、わが社のアジェンダをどのように設定するか。現状の範囲にとどめるのか、チャレンジングな目標とするのか。これによって、企業の姿勢がみえてくる。

・①まずは、結びつきをはっきりさせる。②次に、結びつきの領域を広げていく。③その上
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、SBM(サステナブルビジネスモデル)として企業価値の向上を図る。投資家はここをみていく。

・その時、SBMの価値創造をどこまで高めるのか。時間軸も関わってくるが、経済的価値のリスクとリターンに加えて、社会的価値のリスク許容度(トレランス)も問われる。その時、極大化基準ではなく、一定の満足度基準をベースに評価することが望ましい、と筆者は考える。

・サステナビリティの‘よさ’(ウェルビーイング)も入れて価値を測るとして、具体的な方策はまだ試行錯誤である。新しい価値を評価するために、投資家としても、サステナビリティの許容度(トレランス)について、何らかの基準を定めておきたい。

COVID-19の規範～「パンデミックの倫理学」に学ぶ

・期待効用理論は、モダンポートフォリオ理論の基礎となってきた。これに対して、行動ファイナンスはいくつもの異なる原理を見出している。つまり、人はシンプルなモデルでは必ずしも説明しきれない。

・個人の意思決定は多様である。では、集団の意思決定、社会的意思決定はどうだろうか。もっと複雑である。サイエンスとしては、再現可能なモデル化を行いたい。一方で、現実を実証しようとするモデルで説明できないことも多々ある。

・単なる記述では十分なモデルにならない。記述モデルではない、規範モデル(normative model)を求めて、社会科学は発展してきた。シンプルな行動原則を公理として、理論体系を作り、それをベースに現実をモデル化していくという試みである。

・新型コロナウイルス感染症(COVID-19)の場合はどうだろうか。広瀬巖教授(マギル大学)の著書「パンデミックの倫理学」は、コロナ禍の人々の行動原理と社会の意思決定について、重大な示唆を与えてくれる。この著書から投資家として学ぶべき点をいくつか取り上げてみたい。

・SDGsの中で、公正は17項目の1つにあげられている。倫理学では、善、正、徳などの規範概念が、人々の言語、感情、信念、欲望などどう関係しているか、を哲学的に分析する。公正、公平とも偏りがなく平等に扱うことを意味するが、公正はごまかしがないという正しさを重視する。

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。

・あるべき行動原理である規範には、①功利（結果の総和をみて正、不正を判断）、②義務（結果の善悪ではなく、行為の意思や義務感に立つ）、③徳（人として素晴らしい行為を正とする）の3つがあるが、コロナパンデミック（世界的流行）に対してはどう考えるのか。

・広瀬教授は、「反証が提示されない限り、より多くの人の命を救うことは正しい行為である」という倫理的命題を第一義とする。但し、ここには、状況によっては正しくないこともありうる点を含んでいる。例えば、すべての人々を救えない時、誰も救わないということが倫理的にありうるという。

・感染症パンデミックの倫理においては、2つのことが制約となる。1つは、医療資源の「選択的分配」である。

・医療サービスの需要が供給を上回る時に、誰を優先するのか。配分を市場原理に任すことはできない。選択的に分配する判断の根拠とルールはどうすべきか。治療薬、ICU(集中治療室)、専用ベッド、PCR検査、ワクチン、予算などをどうするのか。トリアージ(triage)、つまり、患者の緊急性を判断する手続きをきちんと定めておくことが求められる。

・もう1つは、感染抑制のために、人々の権利や自由をどこまで制限するのか。人の隔離、施設の接収、営業規制、入国拒否などを、法的に現実的にいかに制限するか。

・この2つの理由から、COVID-19の倫理的指針は必須であるが、パンデミックの状況にもよるので、厳密に定めることは難しいし、適切でもない。冷静で公平な判断がなされるようなガイダンスであるべし、と広瀬教授は述べる。

・現代哲学の分析方法は、「思考実験」にある。著書の中で、「救命数最大化の原則」が、公平性と透明性を踏まえて、十分なものかどうかを論証している。

・医療崩壊が起きた時、誰をどう優先するのか。死亡者を最少にすることが、目的として正しいのか。生存年数を最大化せよ、という原則もありうるが、そうすると救命のあり方が変わってくる。

・ここで、公平性をどう考えるか。フェアプレイだけでは、はっきりしない。それぞれの理由を考慮して、妥当な善を得ることが公平である、ともいえるが、なお抽象的かもしれない。

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

- ・同じように扱うことが公平としても、それを合計すると、善が最大になるわけではない。人々にとっての公平と、社会全体の善とは別問題という点も重要である。
- ・救命数最大化を図るならば、年齢差と症状をどう考えるのか。助かりそうな人を優先すればよいのか。生存年数最大化を図るならば、高齢者は後回しでよいのか。
- ・逆に、ワクチンの場合は予防なので、高齢者などの高リスクグループを優先することは、公平性において正当化される。
- ・公平性の問題は、複数の個人間で発生する。公平な行為や判断だけでは不十分で、公平とみられる透明性が同時に必要である、と広瀬教授は強調する。
- ・人工呼吸器やICUの病床の扱いについては、生存年数最大化が公平性から正当化されようが、高齢者の厚生軽視は倫理上許されない、と社会からは見られる。
- ・人工呼吸器の優先順位を決定する手続き（トリアージ）において、先着順と緊急性はどう取り扱うのか。そのために、救命数最大化を目的とするトリアージ基準を用意していく必要がある。
- ・他の重症者を救うために、呼吸器を取り外して、助かりそうな人への再配分は行いうるのか。確かに難しい。倫理的に正しいとしても、社会や文化の受け止め方にも考慮する必要がある。
- ・ワクチン接種は、誰を優先するのか。そもそも、ワクチンは十分手に入るのか。医療従事者優先、高齢者優先、基礎疾患患者優先は妥当であろう。
- ・この先はどうか。誰がエッセンシャルワーカーなのか。この線引きやカテゴリーは議論となる。どの仕事もそれなりにエッセンシャル（なくてはならない大事なもの）である。あるいは、ウイルスをまき散らすスーパー・スプレッダーをどこまで優先すべきなのか。
- ・治療としての抗ウイルス薬では、誰を優先するのか。抗ウイルス薬が開発できたとして、そのキャパ(供給能力)には限界がある時、どの国、どの人々を優先しつつ、キャパを高めていくのか。治療のみか、予防にも用いるのか。重症化を防ぐには濃厚接触者にも予防的に使った方がよい場合、どうするのか。

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。

・人々の基本的権利と自由は、いかに制限しうるのか。例えば、飲食店の営業をどのように制限するのか。広瀬教授は5つの基準をあげている。

・①公衆衛生上必要性である、②手段が合理的で効果的である、③制限が効果と釣り合っている、④負担の分配が公平で正義にかなっている、⑤制限が信頼でき、透明性が確保できている、ことである。現実には、どうやっても不満は残りかねない。

・コロナは現在第3の局面にある。1) 突然の発生への対応、2) 状況は把握しつつも十分対応できない状況を経て、3) 今はワクチン投与がスタートする中で、もうしばらく我慢して行動する局面にある。第4の局面は、ワクチンが行き渡って、集団的免疫が確保できるようになることである。来年には、それを期待したい。

・COVID-19 パンデミック禍において、社会の倫理的価値と経済的価値にどう折り合いをつけるのか、そのバランスが問われている。投資における規範モデル (normative model) の再考も始まっている。何があるべき投資か。あるべき論の思考実験を重ねつつ、実践的なパフォーマンスについても検証していきたい。

新型コロナウイルスとがん〜いかに対処するか

・佐川急便のSGホールディングスは、公益財団法人SGH財団をサポートしている。ここの市民公開講座で、「with コロナ時代の新たながん医療とは」というテーマのシンポジウムが2月に催された。

・健康経営は、どの企業にとっても重要である。人財はもちろん、もっと広い意味で企業価値に影響する。コロナはどうなるのか。がん治療にはどう対応したらよいのか。今回のシンポジウムから学ぶべき点について、いくつか考えてみたい。

・新型コロナ感染症の集団分析を専門とする西浦教授（京大社会健康医学）は、数理モデルを使って、感染症の実証分析と予測を行っている。1人の感染者が何人の人にうつすかという実効再生産数が鍵を握る。これを、いかに1.0以下に持って行くか。さらに、どこまで下げられるかに注目している。

・現在は新型コロナの第3波の局面にあるが、第1波、第2波の分析を経て、流行の拡大・縮小には、4つの要因が影響すると分かってきた。その要因とは、1) 人口の密集度、2) 気温の寒暖、3) 人の移動の増減、4) コンプライアンスの徹底度である。

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。

・コンプライアンスとは、マスクをするとか、消毒をするとか、ソーシャルディスタンスをとるとか、守るべきルールをどのくらい守っているかを意味する。

・人の移動、夜間の滞在人口などが減ると、再生産数は下がってくる。第3波でも、緊急事態宣言の効果で1.0を下回ってきたので、一定の成果は出ている。では、どこまで下がるのか。しっかり下げないと、いずれ繰り返すことが起こりうる。

・ワクチンの予防接種は効果があるのか。これも数理モデル化はできており、現在のワクチンはかなり効果が高いので、効いてくるのは間違いない。ワクチンには自分を守るという直接効果と、みんなを守る間接効果がある。

・ワクチンの接種を受ければ本人を守る可能性は大きく高まるが、みんなを守る集団免疫を作るには、50~70%の人口がワクチン接種を終えないと効果は出てこない。

・ここにきてウイルスの変異株が出ている。従来よりも1.5~1.7倍感染しやすいという見方も出ている。とすると、油断はできない。第3波のあと、社会の活動をどこまで戻すのか。しっかりモニタリングしながら、ゆっくり戻さないと、再び感染が増加してしまいかねない。

・これまでの状況で、何がリスクかははっきり分かってきた。1) 飲食とりわけ酒が入ると、飛沫が飛びやすくなる。この飛沫が感染を確実に広げる。2) 高齢者が多い施設内での感染は、病気、介護など身体的理由で密な接触になると、そこでクラスターを発生させてしまう可能性が高い。

・3) 陽性で活動がやたら活発な人が、とりわけ感染を広げてしまうという、スーパー・スプレッダーがいる。これらを避けるには、西浦先生があげる4つの要因をよくコントロールことである。

・ワクチンの普及テンポにも注意を要する。メッセンジャーRNAを使ったファイザーのワクチンは、1) 感染を防ぐ、2) 重症化を防ぐという効果が高い。医療関係者、高齢者・基礎疾患のある人々の順にワクチンが接種されていく。

・少し遅れ気味だが、夏過ぎまでにはこうした人々に投与されるので、重症者や入院患者は減っていくかもしれない。しかし、このあたりが危ないと、西浦先生は懸念する。

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。

・ワクチンあればもう大丈夫ということで、元気な人々の気が緩んでくる。しかし、集団免疫の状況にはまだ至っていない。そうすると、第4波がこよう。よほど気を引き締めないと、第4波に巻き込まれかねない。

・変異株の広がりも気になる。この点については、どう変異したのか、これからどう変異しそうなのかは早めに分析できるので、手を打つことは可能とみている。

・とすれば、ワクチンの投与が行き渡れば、感染症はいずれ落ち着いてくる。今年一杯は流行が続くにしても、来年には下火になってこよう。但し、途上国も含めて、世界が落ち着きをみせるには、数年はかかるとみておく必要がある。

・では、がん患者の方々はどのように対処すればよいのか。聖路加国際病院の山内英子副院長（乳腺外科部長）と千葉大学の宇野教授（放射線腫瘍学）は、コロナ感染症を恐れるあまり、がん治療が手遅れにならないよう行動してほしいと強調した。

・日本の死亡率の第1位はがんであり、年間37万人（全体の27.4%）が亡くなっている。がんにかかって亡くなる人は3人に1人である。逆に、がんにかかっても長生きする人も多い。不治の病ではなく慢性疾患として、ケアしつつがんばっている「がんサバイバー」は大勢いる。

・女優の岡江久美子氏が乳がんの治療の後に、新型コロナウイルスに感染して亡くなったことから、放射線治療が免疫力を低下させ、それでコロナにかかりやすくなるという情報が飛び交った。これに対して、放射線医学会として、そんなことは全くないという見解を正式にすぐに出した。宇野先生はそれをリードし、山内先生はそれによって現場は助かったと述べた。

・新型コロナウイルスについても、がんについても、人々は不安な中で、さまざまな情報に頼る。とりわけ、不安を煽るような情報に惑わされやすい。この時どうするか。山内先生は2つのことを強調した。

・1つは、情報の“いなかもち”に心がけてほしいという。その情報は、いつ、なんのために、かいた人は誰か、もとネタの根拠はなにか、ちがう情報と比べたか、という意味である。SNSの情報社会にあって、自らが不安になる時、くれぐれも戒めたい。不安だからといって、自分もうわさ情報を広めないことである。つい広めるという行為がSNSの危うさである。

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。

・もう1つは、「平静の祈り」を大事にしてほしいという。米国の神学者ラインホールド・ニーバーの言葉であるが、変えられないものを受け入れ、変えるべきものを変える勇気を、その英知を持とう、という意味である。

・がんに罹ったからといって、一人ではない。何がわかっていないか、をきちんと整理しよう。そして、できることはしっかりやろう。不安と恐怖が先に来るが、感謝と笑顔で向かい合いたいと話された。

・新型コロナウイルスやがんに対して、人々はとかく寛容ではない。病気や不安を排除しようとして、差別的行動を取りやすい。これこそが負のスパイラルをまねく、と山内先生は警鐘を鳴らす。

・がん治療について、コロナ第1波の時はやや乱れもあったが、それ以降は適切に働いているという。千葉大学病院も聖路加国際病院もコロナの重症患者を受け入れながら、がん治療も恙なく遂行しているので、安心してほしいと両先生は語った。

・聖路加にはわが親族もお世話になっている。明日はわが身という心構えが必要である。わが国の医療に頑張ってもらいたいし、それを支えるヘルスケア企業を応援していきたいと思う。

2. トリプル ESG をベースにした CDEX

マーケットの変曲点はいかに～玉石混交を見抜く

・何事にも予兆というものがある。事前に分かればよいが、多くの場合、あとになってそれが兆しであったと納得することになる。

・コロナ禍で株式市場が強い。みんなが大変な時に、なぜ株価だけが上がるのか。これをどう説明するのか。日経平均株価はいずれ急落するのか。とすれば何が原因か。この点について考えてみたい。

・長年の経験則を踏まえた思考実験と考えてもらいたい。個別企業でも株式市場全体でも、 PBR (株価純資産倍率) = ROE (自己資本利益率) × PER (株価収益率) という関係式が成り立つ。

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月13日の日経新聞をみると、日経平均株価のPBRは1.30倍、PERは23.3倍であった。PBR 1.30=ROE 5.36×PER 23.3ということになる。今はコロナの影響で業績が落ち込んでいるが、下期に入って戻っている企業が多い。

・COVID-19のワクチン接種が進んで、1年後には状況ははるかによくなるものと想定される。通常ならROE 8%×PER 15倍なのでPBRも1.2倍であって妥当である。つまり、企業業績はかなり短期に戻ってくるとマーケットはみている。そうならば、今のマーケットが特にバブルというほどではない。全く正常とみてよい。

・別のデータで1月の状況をみると、日本 1.4倍=7.4%×18.8倍、米国 4.4倍=16.5%×26.6倍であった。PERが通常の15倍より高いが収益力が戻ってくるならば、一定の説明力はある。

・しかし、市場全体の収益力が簡単に戻ってこないとすると、調整は大幅になる。日・米とも30%以上の株価下落が起きてもおかしくない。そのきっかけは何か。

・1つは、コロナショックの克服に向けた各国の財政出動にある。金融は超緩和状態にある。これが長く続くという前提が当たり前になっている。一方で、低金利がコロナ禍の景気対策になるという見方は少ない。もう効かないのである。

・とすれば、IS(貯蓄投資)バランスからみても、政府がお金を使うしかない。日本の国家予算は100兆円規模で、その3分の1が国債などの借金に頼っている。その中で、コロナ対策に50兆円以上を使うほどの大判振る舞いである。そのくらい事態は深刻である。

・自然災害の時には1兆円、5兆円、10兆円という単位であった。実際、阪神大震災は被害額が10兆円、東日本大震災は20兆円前後であった。多くの人々や特定の地域や産業に大打撃が出るような局面で政策を打つには、大型の救済が必要である。それでもスピードや規模において十分ではなく、国民の不満は高まってしまう。

・コロナ禍にあって、企業も国民もできるだけ動かないで耐えている。お金を使っていないので貯まっている。今は政府がお金を使っている。かなり無駄な部分があるとしても、少しでも困っている人に回ればよい。業種別に厳しいサービス、飲食、旅行、交通などの救済に使われている。それでも失業は増え、倒産を余儀なくされる会社が続出している。

・もう1年の辛抱であるという見方が基本で、2年でコロナ対策には手が回るという読みの本レポートは、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。

もとにマーケットは動いている。これがそうはいかないとなった時には、大きな反動がこよう。

・もう1つは、コロナ対策がみえて、感染者を防ぐことができた時には、1) 溜まっていた消費や投資が一気に出てくる、2) 一方で、政府の緊急財政出動は大幅に引いていく。トータルで見た時に、国の持ち出しの方が大きいということは十分考えられる。

・つまり、経済全体でみると、中期的に日本経済がよくなるわけではない。危機は乗り切ったものの、全体としての疲弊感はツケとして残ってしまうことが十分想定される。

・GDP=1人当たりGDP×人口という関係において、日本の1人当たりGDPはこの20年全く伸びていない。今や日本の1人当たりGDPの額(4.0万ドル)は、シンガポール(6.5万ドル)や香港(4.5万ドル)にも及ばない。この付加価値生産性をいかに上げるかが問われている。

・カギは、人材とDXである。しかし、人材でみると高齢化が進み、若い世代では非正規雇用が増えている。DXはこれからのしても、その人材は大幅に不足している。

・政府、地方自治体、保健所などの施設においてもDXは遅れている。小中学校において、DX教育はこれから始まる場所である。民間企業においても、DX化できないビジネス領域は山のようにあり、ここへの取り組みこそが企業の優劣を決めることになる。

・国内の市場に限りがあるなら、企業も人材も世界に出ていく必要がある。世界の人々に貢献する中で、雇用を見い出し、企業価値を上げていくことが必須であろう。

・老後を支える投資という点でも、日本の株式だけではなく、世界の株式市場に投資することが求められる。なぜなら、世界の成長率の方が日本より高いからである。その動きはすでに活発化しつつある。

・しかし、世界の株式市場が崩れたのでは、再び投資した資金にロスをかかえてしまう。ここでカギを握るのは、米国マーケットである。コロナショックを乗り越えて、米国景気が回復する時、金融緩和を続けるといっても、そうはいかず、マーケットが予想外に反応して、想定以上の金利上昇を招いてしまうことがありうる。

・バイデンショックが起きるかもしれない。コロナ対策で膨張した財政を賄うために増税策

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。

を打ち出して、それが現実味を増す時である。あるいは、米中摩擦で武力的な紛争が起こる時である。いずれも、世界同時的に株式市場の大幅調整が迫られよう。

・いつの世にも、材料株、仕手株を扱う相場師がいる。今時は、SNS株、ストーリー株とスペキュレーターであろう。彼らはイノベーターか、マニピュレーターか。企業の活動を、インベンション(発明発見)→イノベーション(革新)→バリュークリエーション(価値創造)→マネタイゼーション(収益化)という局面に分けた時、どこで勝負するか。まさに波瀾万丈となろう。

・どの局面でも個別株の選別は重要である。材料株、仕手株を踏み上げたり、空売りしたりして、相場を操作する動きがいろいろ出ている。実態のない株が暴騰したり、実態があってもPER 50倍ではなく200倍まで買われたりする。筆者は、期待を織り込むしても、ROE 30%×PER 100倍=PBR 30倍が1つの目途であると考えている。

・時代の変わり目には、新しい企業が続々登場してくる。そこで玉石混交をいかに見抜くか。マーケットに踊らされることなく、今こそ的確なポートフォリオを作っていきたい。

ポストコロナのトリプルESG～ビジネスチャンスはどこに

・ウイルスとの共生はなかなか難しい。共生(シンバイオシス)とはまさに共に生きることだが、共に利益を得る相利共生ならよいが、一方のみが利益を得て、他方が害を被る寄生の場合は始末が悪い。もっともそれで宿主が死んでしまえば、寄生する側も生きられない。

・COVID-19の場合、早くも、毒性が強くなるのではなく、感染力が高いコロナウイルスに変異して、寄生が生き延びる余地を広めようとしている。ワクチンや治療薬で凌げるようになるにはもう1年を要するとみられるので、その間は寄生されないように避けていくしかない。

・生活スタイルは一変しつつあるが、急には変わらない人々も多い。感染力が強いので、無症状の人々から何らかの接触を通してウイルスをもらってくることになる。恐い反面、しっかり防御すれば対応できるという方策もある。

・とにかく人と接しないことである。極力避けて、ひたすら消毒に徹する。一回のミスが感染を許すことになるので、覚悟をもって生活するしかない。生物学的には、種を守ることに互いに鎬を削るのであるが、個人としては自ら生き残ることが大事である。人にうつさない

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。

ことも、あるべき姿である。

・これを ESG の観点から見直してみよう。企業というレベルを超えて、国民生活、政府・行政などさまざまな組織運営においても、同じことが問われよう。

・G の統治からみると、有事の危機的局面にあつては、リーダーシップの発揮が最も重要である。しかし、初めての事態に向き合つて、先手を打つということは多くの場合できない。知恵を集めるにしても、後手後手になってしまう。

・常に最悪の事態を想定して手を打っていくしかない。安易な楽観は許されない。それでも価値観の違いは出てくる。生活者の生存を守るには経済を無視できないとなれば、感染者をゼロにはできないので、医療崩壊の前でとどめるしかない。

・企業でいえば、クラスターを発生させないことである。コロナに感染することは誰にでもありうる。慎重な行動をとつても、動いている限り感染の可能性はある。その一人が多くの人々にうつすとクラスターになるので、それを止めることである。濃厚接触者をすばやく隔離できる組織能力が問われる。企業の危機管理能力が問われるが、手を打っている企業は多い。

・S の社会では、人権をベースにした働き方とサプライチェーンの守りと攻めが問われる。B to B、B to C、D to C のいずれにおいても、無人ならばよいが、対面で接することをいかに減らせるかがカギとなる。

・外資系企業では、東京から地元の故郷に戻つて、もう半年以上そこで仕事をこなしている人がいる。オフィスワーカーならリモートワークがやりやすいというレベルを超えて、どのビジネスにおいても全面リモートを検討すべきであろう。

・イノベーション（仕組み革新）はそこから生まれてくる。IoT で自動化は進む。でも、クリエイティブな仕事はやはり人間が担う。人が集まってワイワイガヤガヤやなくても、創造性が発揮できるのではないか。リモートで臨場感をもってワイガヤをやればよい。

・デジタル化は加速しよう。DX、ロボテックス、BD、AI はそれぞれの分野で当たり前に使われるようになるろう。一大産業が生まれてこよう。ここでも生産性がカギを握る。

・DX を進めても、やっぱり集まって人手で仕事をしていた時には及ばない、という企業は

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。

いずれ競争力を失って、やっていけなくなろう。DXを独自に活用して、生産性が上がり、仕事が楽になって、新しい仕事に挑戦できるようになる企業がすばらしい。

・Eでは、3つ考える必要がある。1つ目のEは環境である。CO2の削減、気候変動への対応はもちろんである。人が行動することから、地球環境に悪影響を与え、ひいては自らのサステナビリティも脅かされるというのであれば、感染症もその1つである。SDGsにおいても、感染症は明示的な課題となった。

・次のEは、教育(Education)である。Sとも関わるが、人々の能力開発は喫緊の課題である。デジタルデバイド(デジタル機器が苦手なことから生じる情報格差)を減らす必要がある。DXを担う人材は圧倒的に不足しているので、DX教育は大きく広がろう。

・小中学校からのGIGA教育(Global and Innovation Gateway for All)はスタートしつつある。DX高校が必要になり、大学においてもDXをあらゆる学科に取り入れる必要があろう。ここもビジネスチャンスである。

・今の若者は、デジタルネイティブ、SDGs ネイティブといわれるが、それはまだ一部であろう。各年代において二極化が起きており、DXに取り残される層は、生産性の低い仕事にしか就けないことになる。

・3つ目のEは、エンターテインメント(Entertainment)である。生活でも仕事でも、楽しくなければ面白くない。報酬とは労苦の見返りである、というのでは人は寄ってこない。まして、安い給料でこき使われる仕事というのは、魅力がないので人手は集まらず、企業としては衰退していこう。

・日本はゲームやアニメに強い。これらのコンテンツは世界にも通用している。なぜ競争力が高いのか。産業の集積度が高く、すでに人材や知財が揃っているという見方がある。クリエイターが切磋琢磨して、コンテンツを競っている。多くの失敗作の中からよいものが生まれている。

・一方で、ゲームやアニメの開発現場にはかなりの差がある。アイデアはクリエイターが作るにしても、それを商品やサービスに仕上げるのに、かなりの人手に頼っている。ここをいかに自動化(IoT)していくかもテーマである。

・もう1つの側面は、ゲームを楽しむのにマニュアルはほとんどいらぬ。なぜなら、ゲーム本レポートは、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。

ムをスタートすると、次にどうやればいいのかは、ほとんど誰にでも分かってくるからである。このゲーム感覚を、B to B のビジネスに取り込む動きが出ている。

- ・ B to C のスマホの方が、使い勝手がよいという経験は誰も持っていよう。一方で、B to B の業務用のソフトやオペレーションになると、マニュアルが膨大でかなり訓練を積む必要がある。場合によっては、作業途中で専門家やコールセンターに問い合わせる必要がある。

- ・ この UX (ユーザーインターフェース) を、ゲームソフトのように使いやすくするという動きである。そうなる、誰でも業務用ソフトが簡単に使えるようになる。将来、EV もそれに乗るのに運転免許証などいらなくなるかもしれない。

- ・ NRI の木内エコノミストは、コロナショックの禍を福に転じるには、1) DX でキャッシュレス化を進め、2) 東京一極集中から地方への分散を図り、3) サービス業・中小企業 (飲食、宿泊、小売り、卸売りなど) の構造改革を進めるべし、と提言している。

- ・ いずれも日本の潜在成長力を高めることになるからである。ESG の推進をビジネスチャンスに結び付け、生産性の向上を実現できる企業に大いに投資したい。

CDEX を投資に活かす～コロナ CX、デジタル DX、脱炭素 EX

- ・ これからの投資環境をどうみるか。体験を重視するアナリストとして、中長期の株式投資をどのように実践していくのか。気になる事項について、投資の視点から検討してみたい。

- ・ マクロ的には、中国の覇権主義がますます高まってこよう。威圧外交は常套手段であり、報復によるいじめを防ぐ決め手は、なかなか見出しにくい。中国市場でのビジネスチャンスを見逃すわけにはいかないが、依存しすぎるといざという時のしっぺ返しが危い。

- ・ ネットビジネスにおいて、米国の GAF A、中国の BAT と直接戦える日本企業は見当たらないが、差別化戦略で一定の地位を築こうという動きは活発である。しかし、新しいメガトレンドに対抗しようという戦略は、すぐに足元をすくわれかねないので注意を要する。

- ・ つまり、中長期の業績を計量的に予測することはかなり難しい。中長期投資のよりどころをどこにおけばよいか。企業の株価は業績で決まる、というのが一般的な常識で、ファイ

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。

ナンスモデルの基本である。

・では、他者より早く先見的に業績を正しく予測できれば、株価パフォーマンスで α （付加価値）を得ることができるのか。必ずしも、そううまくはいかない。正しく予測できたとしても、それがコンセンサスであれば、その時点で株価には既に織り込まれているからである。

・大事なことは、多くの人々がまだ気付いていなかったり、疑問に思っ躊躇したりしている内容について、先に確信をもつことができればよい。それを業績予想に活かすならば優位に立てるかもしれない。これが α を得ようとする投資家の基本動作であろう。

・では、コロナ（covid-19）禍にあって、その影響（プラス・マイナス）を人より早く読むことができたであろうか。振り返ってみるとなるほどと思えても、その時点では迷いもあり難しい。

・実際、リモートワークなどDXが加速している。DXをビジネスモデルに活かして、企業価値を高める企業を見出すことは、詳しく調べていけばできるかもしれない。しかし、詳しく調べても、会社がDXの変身途上であれば見極めがつきにくい。一定の確信を持ったとしても、その時には多くの投資家にすでに知れ渡っているかもしれない。

・例えば、リモートワークと同じように、健康のための在宅フィットネスのニーズが大きく高まっている。オンラインフィットネスの市場は有望である。これを新たなビジネスモデルに仕上げて、中長期的に儲けることのできる企業はどこだろうか。

・政府はデジタル庁を創設しようとしている。政府や自治体など公共機関のIT、DX化は遅れている。コロナ対策として、人々をIT、DXで徹底的に監視すれば一定の効果は得られようが、プライバシーの保護、セキュリティーの確保という点で、市民、国民の賛同を得ることは容易でない。

・中国のような監視社会、台湾のようなIT国家、欧州の一部の先進国のようなロックダウンができる国と違って、日本のような同意を求める共同体型むら社会では難しい。

・それでも、BD（ビッグデータ）を分散保護し、利用方法を限定しながら活用しようという動きは活発化しよう。データの監視は一方向ではなく、双方向で行う必要があり、開示をベースにした透明性の確保が必須である。

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。

・では、パブリックセクターのDXを担う企業はどこだろうか。候補はいくつもあるが、まだ戦略が十分でなかったり、規模の見直しが立たなかったりして、先行きは流動的である。

・カーボンニュートラルを目指して、脱CO2、再生エネルギーの新たな拡大が始まろうとしている。風力発電、水素エネルギーの活用、CO2の排出取引、蓄電池の公共施設や民間企業、家庭での利用が次第に一般化してこよう。

・環境テクノロジーの革新とともに、社会的価値向上のために経済原理の活用（プライスマカニズムの導入、サステナブルファイナンスの台頭）も大きく進展しよう。

・ESG債、グリーンボンド、ソーシャルボンド、SLL（サステナブル・リンク・ローン：ESGの目標付融資）など、ファイナンスも多様化してくる。

・社会にもたらす変化や影響の度合いを重視するインパクト投資も勢いをつけている。社会の隙間を狙って、バリューチェーンをつなごうという意図がある。エネルギー、農業、ヘルスケア、教育、食料などに広がろう。

・一方で、原子力発電はどうするのか。東日本大震災の被害は20兆円とも試算されているが、これとは別に福島原発の廃炉はどのように実行していくのか。

・核燃料棒の取り出し、熔融燃料（デブリ）の取り出し、処理水（トリチウムという三重水素を含む）の海洋放出などを安全に、かつ安心できるように行っていく必要がある。急ぐものから数10年かけるものまで、相当の費用がかかろう。

・もし、最新の原子力発電所を作って運転するとして、そのLCA(Life Cycle Assessment)を行ったら、どんな結果が出るのだろうか。全く新しい発電所が競争力をもってできるのか。原子力の特性、日本の地理的な立地、安全上の構造的アーキテクチャーからみて、そもそも無理なのか。ここをぜひ知りたい。

・これからの企業価値は、ポストコロナ、DX、脱炭素をビジネスモデル(BM)に織り込んで創られていく。すなわち、 V (企業価値) = BM (コロナCX、デジタルDX、脱炭素EX) として、社会的価値への広がり求められる。

・ここで、2つの視点が重要である。1つは、新しいビジネスモデルが生み出す価値をキャッシュフローとして予見できないとしても、価値創造の蓋然性を判断することは可能であ

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。ここを見極める努力をすることである。

・もう1つは、その蓋然性の予見で、他者を出し抜く必要はない。大事なことは、自分が確信を持つことで、それをベースに投資判断を行うことが重要である。

・筆者の経験では、多くの場合それでも十分間に合う。つまり、ポートフォリオとしての α は追求できよう。 α の水準に満足するかどうかは、自分の投資スタンスに依存する。

・世の中は不確実だから分からないと思ひ込むのではなく、偶然に賭けて宝くじのように祈ってみるのでもなく、もう少し見通せる世界がある。最も大事なことは、人への信頼である。‘よき経営者を見抜くこと’がその醍醐味といえよう。

経営者をどのように選ぶのか～やはり CEO が要

・経済関係のマスコミにとって、企業のトップ人事は最大の関心事の1つである。次の社長をスクープすることは、ニュース性が高い。社員はもちろん、取引先、株主にとって、経営者のリーダーシップが将来の存亡に関わるからである。

・日本 IBM の元社長で、社外取締役として活動をしておられる橋本孝之氏の話をお聴きする機会があった。筆者も上場企業の社外取締役、社外監査役を兼務しているが、指名委員会等設置会社、監査等委員会設置会社、監査役設置会社では、社外役員の役割がそれなりに異なる。執行の監督と執行への助言、業務監査と会計監査など、立場によって違ってくる。

・東証1部上場企業でみると、2172社のうち監査役設置会社が1448社、監査等委員会設置会社が661社、指名委員会等設置会社が63社である。監査等委員会設置会社がかなり増えており、本来あるべき指名委員会等設置会社はまだなじまないようだ。

・筆者は、社外監査役を務めている会社で結構発言している。育ちがアナリストなので、疑問に思ったことはその場ですぐに質問する。必要と思った時には自分の意見もいう。監査役なので、取締役会の決議には参加できない。それでも監査という観点から何でも聴くようにしている。

・監査役設置会社から監査等委員会設置会社へ移行した会社では、監査委員も取締役であるから、決議に参加する。その役割が明確なこともあって、取締役会の議論が活発化するようだ。

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。

・IBMの米国本社は、日本の指名委員会等設置会社に相当する。13名の取締役のうち、執行担当は社長（CEO）1人で、あとの12名は社外取締役である。経営と執行の分離が完全にできている。日本では通常、執行担当の取締役の方が圧倒的に多い。そこで、社外取締役を3名以上に、あるいは3分の1以上に、などという議論がなされている。

・指名委員会等設置会社における指名委員会の責任は重い。指名委員会で決めたことがそのまま取締役会での承認に結び付くからである。誰を社長にするか、いつどういう理由で交替させるかを決めるので、責任は重大である。

・取締役会は本来モニタリングボードであるべきだから、執行サイドのマネジメントを監督していく。では、執行サイドへの助言（アドバイス）とは、どんな内容なのだろうか。社外取締役が自分の体験を語ることなのだろうか。何らかの注意を喚起することなのだろうか。業務のプロではないので、別の角度から一般的な意見をいえば済むのだろうか。

・最大のポイントは、執行サイドのマネジメントがきちんと聞く耳をもち、よしとするとところは素早く取り入れていく実践にある。意見を聞くこともなく、通り過ぎてしまうようではモニタリング機能が働いていないことになる。

・橋本氏は、アドバイス機能とは、本人が意見を言え、その意見の内容が外部で講演できるレベルであるべし、という。つまり、相当の知見を有していることが求められる。さもなければ、有益なアドバイスに結び付かないという意味であろう。

・アドバイスの内容としては、ビジネスモデルの変革、ダイバーシティのマネジメント、イノベーションの推進方法、グローバルリーダーシップの発揮の仕方、人材タレントの発掘や育成、健康経営のあり方やリスクマネジメントなどである。いずれもかなりの専門性や実践の経験が求められる。

・これに加えるとすれば、DX（デジタルトランスフォーメーション）の進め方、ステークホルダーとの対話、資本効率の向上、ESG経営、非財務情報の開示のあり方などもテーマとなる。つまり、CEO、CFO、CIO、CHRO、CSOなどに対峙する社外取締役を置くべしということになる。

・橋本氏は、CG（コーポレートガバナンス）とDXの結びつきを強調した。自動翻訳のレベルがかなり上がっている。株主総会にオンラインで出席できるようになると、まもなく日本本レポートは、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。

語の壁がとれてくる。

・つまり、近い将来、世界中の株主が母国語で総会に参加してくる。逆に、日本の投資家が米国企業の株主総会にライブで参加できるようになる。海外とのコミュニケーションのあり方が全く変わってくる点が注目される。

・CGにおいて、橋本氏は2つの点を強調した。1つは、経営と執行の分離で、その中で、1) 社外取締役からの提案も含め議題を絞り込む、2) 社外取締役が委員会で活躍する、3) 社外取締役は一般的発言はやめて企業価値向上に徹する、4) 議事録の作成は迅速に行う、5) 社内取と社外取が交互に席に着くなど、実効性の高い体制を作っていくという意味である。

・もう1つは、情報の非対称性の解消である。1) 現地現場の社員とコミュニケーションする、2) マネジメントの空気を読まないで若い人の感性を重視する、3) 経営会議の議論を事前に聴いた上で、取締役会ではさらに上位の議論を行う、4) 年2回は社外役員だけに会議をもつ。これによってマネジメントサイドに偏りがちな情報をもう一度評価していく。

・その上で橋本氏は、1) プロの経営者の育成、2) 痛みを伴う改革の実行、3) 取締役会における部門代表の排除、4) 中長期計画の策定に当たって社外取締役は最初から関わる、5) ROE 経営と ESG 経営はトレードオフではなく両立である。6) マーケットの変動にレジリアントになる(しなやかな復元力をみせる)、という点を強調した。社外取締役の手本ともいべき存在である。

・その橋本氏が指名委員会の委員長を務める三菱ケミカルホールディングスが、外部から次長社長 (CEO) を迎えることになった。社内候補3名に加えて、社外候補も検討した。26項目のコンピテンシーをあげ、外部のコンサルを使って多くのロングリストの中から数名のショートリストに絞り込んだ。

・選ばれたジョンマーク・ギリソン氏は57歳、ベルギー生まれの米国人で、ダウコーニングに働いていた時日本に住んだこともある。パフォーマンス (過去の実績)、ポテンシャル (将来への知見)、パッション (取り組む情熱)、パーソナリティ (話をよく聞く人柄) という点で選ばれた。

・日本の総合化学会社は、次にどのようなビジネスモデルを目指すべきか。投資家目線で経営の重要性を判断できるか。社内に入った時に妙な摩擦を引き起こさないか。誰でも知りたくなる点については、十分検討を加えた。

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。

・大事な点は、期待値、ポテンシャル、チームビルディングにある。事前に十分検討したとしても、未知の部分は残る。この点は社内候補も同じであろう。社長選定にあたって、外部人材も候補に立てて検討できる指名委員会はまだまだであろう。

・しかし、ガバナンスのあるべき姿として、ここまでできることを示した。日本企業では、多くの場合社内人材が次のトップとなるが、しばらくたって適任でないということが投資家に分かってくることも多い。三菱ケミカルホールディングスの新社長の手腕に期待したい。

伊藤忠の企業価値創造～三方よしの実践

・12月のCF0フォーラムで、伊藤忠商事（CI）の鉢村専務CF0の話をお聴く機会があった。商社といえばさまざまな事業を行っており、何が本業かが分かりにくい。かつては仕入れて売るというトレーディングフィー（取引手数料）は中心であったが、その後事業投資にシフトして、事業としてのポートフォリオでビジネスを展開している。

・10年前は大手4社（三菱商事、三井物産、住友商事、伊藤忠商事）の中で、業界4位であったが、今はトップクラスに上がってきた。今2021年3月期は連結純利益で1位となる。株価は上場来高値を更新している。PBR（株価純資産倍率）も4社の中で唯一1.3倍と、1倍を上回っている。

・生活関連消費を軸に、「か・け・ふ（稼ぐ、削る、防ぐ）」の経営を一步ずつ前進させ、言ったことは必ずやるというコミットメント経営に徹してきた。非資源ビジネスで、No.1を目指すという方針のもと、ポートフォリオを大胆に入れ替えてきた。

・実際、この10年で、新規投資+4.6兆円に対して、エクジット（事業退出）-1.7兆円を実行した。ファミリーマート、ヤナセ、デサント、東京センチュリー、中国のCITICなどへの投資に力を入れた。一方で、油田、シェールガス、紙パルプなどからは資金を引き上げた。

・現状のビジネスモデル（BM）による経営努力、営業努力だけではまだ不十分であると認識している。次世代への投資がかかせないということで、この2年で600億円を、①電力、蓄電池、②次世代モビリティ、③フィンテックやデジタルマーケティングなどのリテール、に投資している。

・例えば、ペイデイに 25%出資した。代引きに代わる無担保後払いの決済方式を提供する会社である。AI を活用した与信で、すでに 400 万アカウントを確保している。蓄電池のバリューチェーンにも投資している。EV 用電池のリユース、蓄電池システムの開発製造、AI 活用型放電、太陽光発電などである。

・財務方針では、株主還元、成長性、有利子負債のコントロールを目指し、高 ROE を実現している。ROE は 15%以上で、格付けも Baa1 から AA へ上げている。また、累進的配当を日本で最初に採用し、7 年連続で増配を実現している。株価には常に気配りして、企業の成長性に疑念を持たれないように市場との対話に力を入れている。

・アクティビストの売りには堂々と戦った。実際、2019 年 1 月に、CI の会計処理に不正があり、実態の企業価値は半分しかないというレポートをアクティビストが出した。先に売りポジションを作っておいて、ネガティブな情報を流し、下がったところで買い戻し、儲けるというやり方である。

・風説の流布による株価操作（マニピュレーション）ともいえる動きであった。すぐに反論し、一点の曇りもないと説明会で投資家に話した。法的措置もとるという姿勢で毅然と対応した。株価は 1 ヶ月程で戻った。

・2020 年 1~3 月のデサントの TOB では、公開買付中に、会社の立場を説明会で解説した。敵対的買収でも、CI が正しいと思ったことは実行するという姿勢を貫いた。

・それまでデサントの再建に全面的に協力してきたが、創業家の旧経営陣が戻ってきてネガティブキャンペーンを始めた。企業価値の向上に何が重要か。この TOB の必要性を個別に株主説明した。結果は 2 倍の応募あり、鉢村 CFO の対話は功を奏した。

・同年 7~8 月のファミリーマート（FM）の TOB でも、投資家への説明に力を入れた。FM は子会社であったが、TOB で 100%子会社にし、上場は廃止する。CI のコア事業と明確に位置付けるためである。

・親子上場の廃止は分かるとしても、事業としての位置づけ、TOB の価格の妥当性については説明が十分とはいえないとの意見もあった。そこで、現状での BM、将来のあるべき BM について、1Q の決算説明会で丁寧に説明した。

・FM の臨時株主総会で、3 分の 2 の賛成が得られるかどうかは読み切れなかった。65%の賛成
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。

成までは見込めたが、残りの35%が分からない状態であった。しかし、結果は95%の賛成を得た。CIの本業、コア事業としてFMを活かしていくことが評価されたのである。鉢村 CFO は、ここでも説明責任の重要性を強調した。

・鉢村氏はCFOを6年務めている。CIは2020年4月に企業理念を「三方よし」に改定した。創業者である伊藤忠兵衛が近江商人であったことを、ど真ん中に据えたのである。ガバナンスでは、執行サイドの取締役を6人に減らして、社外取締役4人の計10名で構成している。

・親子上場（ダブルリスティング）については、それが必要とする場合には、1) 経営の独立性を尊重する、2) 独立社外取締役を半分以上にする、3) その合理性をガバナンスとして説明し開示する、としている。すでに、上場子会社7社のうち、6社について実行済みである。

・働き方では、サプライチェーンにおける人権の尊重、環境では調達供給の安定化とリサイクル、リユースへの対応、TCFDへの対応と実施のあり方など、いずれにおいてもテクノロジーの活用によるビジネスの進化に手を打っている。

・この20年の間、総合商社は新しいBMを追求してきたが、その中でCIのこの10年の取り組みは、違いを創って成果を出すという点で際立っている。BMの変革がかなりうまく回り出しており、カルチャーとして身に付きつつある。今後の成長戦略とそれを実行する経営力に注目したい。

これからの価値創造～日立と伊藤忠を比較してみると

・日本企業のよさはどこにあるのか。日立製作所（2月時点の時価総額4.8兆円）と伊藤忠商事（同4.9兆円）を比較してみた。

・なぜ日立と伊藤忠なのか。2020年のWICIジャパンの統合報告書アワードで、伊藤忠と日立がゴールド（優秀企業賞）に選ばれた。因みに、シルバー（優良企業賞）は、味の素、NTTデータ、三菱ケミカルHD、ブロンズ（特別企業賞）は、カゴメ、住友金属鉱山、東京応化工業、日本ユニシスであった。

・伊藤忠は、過去8回のうち6回、日立は2回目の表彰であった。そこで、この2社を比較して、どちらが企業価値創造企業として優れているかを検討してみたい。

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。

・どちらの統合報告書がより良いかという意味ではない。表彰は統合報告書の評価であったが、ここでは報告書も1つの材料として、より総合的にみる。但し、筆者の主観的な見方なので、その点を踏まえていただきたい。

・企業価値評価の視点としては、3つの観点を重視する。第1は、企業価値を社会性、市場性、革新性の3つからみていく。第2は、価値創造の仕組みであるビジネスモデル(BM)について、現在のBM(BM1)と将来のBM(BM2)に分けて、将来への道筋をみていく。

・第3は、BMの評価を、①経営力、②成長力、③業績変動、④持続力からみていく。成長力はイノベーション、業績変動はリスクマネジメント、持続力ではESGを重視する。

・財務パフォーマンスでは、 $PBR=ROE \times PER$ という関係式をベースにみていく。2月の時点で、伊藤忠は1.50倍=13.0%×11.5倍であり、日立は1.65倍=12.6%×13.1倍であった。

・因みに、三井物産は0.80倍=6.5%×12.3倍、ソニーは、2.80倍=20.3%×13.8倍であった。大手商社の中では、伊藤忠のみがPBRで1.0倍を上回っており、日立はROEでソニーより低い。

・全く異なる2社をどのように比較するのか。BMを4つの軸で評価するのであるが、①マネジメント、②イノベーション、③リスクマネジメント、④ESG、という軸について各々3点、2点、1点でレーティングしていく。優れている、普通である、今一步である、という3段階でみる。主観点なので、3つに分けるくらいが丁度よいと考えている。満点なら12点、(3×4)、最低なら4点(1×4)という具合である。

・日立のよさはどこにあるのか。創業110年、IT、エネルギー、インダストリー、モビリティ、ライフの5つのセクターで、顧客の社会価値、環境価値、経済価値向上に貢献していく。コングロマリットながら、方針が明確である。

・3つの価値向上を同時に図るが、とりわけ、社会イノベーションを生み出す領域を、上記の5つに定めた。日立の技術開発やノウハウが活かせる分野に特化し、人々のQOLの向上と顧客価値の向上に貢献する。その実践を、Lumada(ルマーダ、AIシステム)を軸に展開する。

・事業ポートフォリオの見直しでは、日立ハイテクは100%子会社化し、日立化成はグループ本レポートは、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。

プ外に売却した。

・小平浪平の創業の精神とビジョンが明確で、事業に活かされている。「和・誠・開拓者精神」で、社会課題に対してイノベーションで応える。実際、社会イノベーション事業が進化し、具体化している。

・社会イノベーションのBMは、IT×OT×プロダクトによるソリューションを、プラットフォーム化していく。ルマーダのユースケースは1000件を超えており、この7年で骨格を作り上げてきた。

・社会イノベーションという一般名詞を日立の固有名詞にしつつある。社会価値は、例えば、スマートシティの実現というテーマで統合化されていく。環境価値はあえて独立させ、CO2、水、資源リサイクルをビジネスとして展開する。

・河村 CFO は、三菱商事出身で、2015年に日立に移り、2018年 CSO として、中期計画の立案をリードし、2020年4月に CFO となった。リスクマネジメントにおいても抜かりがない。

・ガバナンスでは、取締役13名中10名が社外（外人6名、女性2名）で、取締役会議長は、社外取の望月氏が務めている。

・課題としては、ABBから買収したパワーグリッド事業がうまく定着するか。ROIC10%以上、売上高営業利益率10%以上に向けて前進しつつあるが、達成できるか。それを担うイノベーションにさらに広がりが出るかが注目される。

・日立のよさは、1) 創業の精神をカルチャーにしていること、2) あるべき姿を本気で追求していること、3) 人材の活用がグローバルであること、などにある。

・伊藤忠商事によさはどこにあるのか。伊藤忠兵衛（初代、2代目）の心得が、160年間、近江商人の「三方よし」として生きている。売り手によし、買い手によし、世間によしで、経済的価値と社会的価値の双方を追求する。「三方よし」の一般語を2020年4月に自社の経営理念に据えた。

・企業価値＝創出価値/（資本コスト-成長率）と定義し、財務的にシンプルなモデルをベースに、非財務のBMを実践する。

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。

・企業価値は、価値創造の資本の総和であるとして、確実な成果である創出価値を、資本コスト（持続性を支える仕組みの KPI）と成長率（持続的成長）で割り戻す。BM の価値創造を連鎖的に自律させようとしている。これを三方よしの独自モデルと位置付けた。

・繊維から始まったビジネスを非繊維の強化、さらに非資源の強化として、他の商社とは違った生活消費関連を強化してきた。これが収益性の向上に結び付いており、業界トップのポジションを得ている。

・「稼ぐ・削る・防ぐ」を実践しつつ、言ったことはやるコミットメント経営に拘り、コロナ禍にあって低重心経営を展開する。ファミリーマートを 100%子会社化し、第 8カンパニーの設立をベースに、新たな DMP（データ マネジメント プラットフォーム）の形成を目指している。

・危機はチャンスでもあるとして、モビリティ、再生エネルギー、リテールに投資している。リスクマネジメントにおいても、PEST 分析（政治、経済、社会、技術）を独自に実践している。

・ガバナンスは、10名の取締役のうち4名が社外であるが、このうち望月氏は日立の社外取締役でもある。親子上場については、明確な指針を示して、独立社外取締役を重視し、自律的経営を認めている。

・海外投資案件では、CITIC（中信グループ）への大型出資の成果が課題であり、BM のもう一段のイノベーションも問われるところである。

・この2社を比較すると、日立は、1) ガバナンスに優れて実効性は高いが、2) イノベーションは今一歩で、今後リターンがさらに高まってくることを期待したい、3) ABB などの海外案件のリスクマネジメントが気になるところである。

・伊藤忠は、1) 岡藤会長（CEO）の後継者については、マネジメントスタイルがカルチャーとして根付いているので、さほど心配はない、2) CFO をリード役に市場との対話に基づいて BM の変革を進めており、リスクマネジメントが資本コストの低下にも効いている。3) イノベーションについてはもう一段の攻めが必要であり、CITIC への投資回収に注意したい。

・こうした点を踏まえると、企業価値創造企業としてどちらも優れているが、伊藤忠 10 点に対して日立 9 点と、伊藤忠の方が一歩リードしていると評価する。

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。

・これは筆者の現時点における主観的評価であり、会社はどんどん変化していくので、それにつれて見直していけばよい。投資家は、自らの視点をベースに、企業価値を見抜く力を一層磨いてほしい。その成果に期待したい。