

ベル投資環境レポート

リスクをチャンスに変える投資戦略の実践に向けて ～大胆な違いをいかに創るか～

2026年3月10日

鈴木行生

目次

1. 将来が予見できない中でできることは	2. ゲームのルールを見直してみると
➤ 次世代を見据えて～将来の不確実性への対応	➤ AIを味方にして～付加価値を生み出すAIエージェント
➤ 投資のデジタルツインを楽しむ～成長投資に向けて	➤ AIイノベーション～倫理(Ethics)とエンタメ(Entertainment)を組み込んで
➤ 稼ぐ経営者を分身へ～リスクをチャンスに変えるには	➤ 満足度基準をどこに～人的資本を含む企業価値からスタート
➤ サイバーセキュリティをどのように守るか～日々の攻撃をブロック	➤ アクティビストは不愉快な投資家か～資本市場に映してみると
➤ 内部監査は何をやっているのか～社内のスキを突き詰めて	➤ のれんの償却をどう評価するか～問われるPMI (M&A後の経営統合)
➤ 人材の多様化はいかに～古いタイプの撲滅を	➤ MB0、する企業、される企業～大胆な革新に向けて
➤ 違いを認めるには～ニューロダイバーシティを知って	➤ 日本製鉄の経営革新～黄金株は伝家の宝刀

1. 将来が予見できない中でできることは

次世代を見据えて～将来の不確実性への対応

- ・先を見通すのは容易でない。株式市場の先行き、地政学リスクに係る国際情報の行方など、

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。

過ぎてみれば起こったことはさもありなんと思ってしまうが、心配しながらも起きなかったことはすぐに忘れてしまう。

・高市トレードは日本を活性化させている。右からも左からも、外からも内からも、高齢者からも若者からも議論百出である。政策はとにかく進んでいる。

・米中対立も、イラン戦争や日中対立の激化で、次にステージに進みそうである。地域戦争、地域紛争は和平に向かうのか。新たなる対立が次の戦争を惹起するのか。

・イスラエルと米国によるイラン攻撃は、核保有は絶対に許さないという大義に基づく。中国、ロシア、北朝鮮への牽制ともなろう。力による先制的防衛は、最新兵器を使っており、昔とは精度が全く異なる。ピンポイントで攻めて、リーダーと兵器を破壊する。

・ブラックスワンはどこにいるか。平和であれば、経済のファンダメンタルズは概ね想定できる。エコノミストの予測の範囲内となることが多い。一方で、想定外の自然災害や人的災害はとんでもないショックをもたらす。逆に、バブルが発生している時は勢いが止まらず、それが崩壊した時には回復に時間を要する。

・米中対立をどうみるか。米国は米国ファーストで中国をたたく。しかし、自国経済に不利になることが顕著になる前に一定の妥協を図り、手を打とうとする。貿易不均衡の是正やレアアースへの戦略的対応もその一環であろう。長期的にはレアアースの脱中国は進むことになるろう。

・アジアの安全保障について、これまでと同じように米国に頼るわけにはいかない。米国の覇権力は低下しており、トランプの米国ファーストは米国以外の同盟国へ、これまで以上に安全保障上の負担を求めてくる。同等の負担をせよという姿勢である。

・理念としての戦争放棄は望ましいし、唯一の被爆国として被害を忘れることはない。原爆を落としたのは、米国である。これは絶対に許すことができない。二度と原爆を使わせてはならない。しかし、今やこれが守られるかどうかは怪しい。原爆を持ちたい国は多く、保有核を増強している国もある。

・日本は経済安全保障を強化していく。専守防衛ではあるが、集団的自衛権も含めて、防衛力を強化している。抑止力を高めるということは、互いに一線を越えないということ認識するための方策である。

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。

・弱みをみせると、既成事実を積み上げて、領海、領空、そして領土を侵犯してくる。小競り合いの中で、やったらやり返すと、それを口実に本格介入してくるかもしれない。その時にどうするか。防衛のための戦いとして一戦を交えるのか。一步引いて、我慢するのか。たぶん、我慢して引くことになる。それが、不本意な次の一步を誘引することになる。

・どこかで、堪忍袋の緒が切れるかもしれない。しかし、こんなことで戦争に入りたくない。負け戦になりかねない。こちらの犠牲も大きくなりそうである。とすれば、攻められない体制を早めに作って、牽制しておく方が望ましい作戦であろう。やはり抑止力を拡大するための防衛力の強化は必須である。拡大抑止に核抑止を含めるかどうかが論点となる。

・トランプ大統領も危うい。ワンマン大統領として民主主義を踏み越えている。すべて自己都合である。正義、公正、インフレ、格差という点で支持率が下がったら、米国への信頼は一層揺らごう。

・戦争はなくなる。それでも、人類の英知はこれまで一定の秩序を回復し、新しい世界を構築してきた。悲観的に諦めるのではなく、新しい秩序作りに加わり、貢献していくアクティブな行動をとっていきたい。

・個人としても、想定外を想定して、人生のポートフォリオを構築していく必要がある。人生のポートフォリオとは、いかにもオーバーではないか。確かにそうではあるが、将来の不確実性には、リスク分散を図っておく必要がある。

・株式投資なら、資産分散、地域分散、時間分散などが基本であるが、人生のポートフォリオにおいても、将来分散、テールリスク分散が重要となる。

・将来分散は自分が生きている時代だけではない、子供世代、将来世代のことまで考えておくことが必須である。テールリスク分散とは、確率的には起こりそうでないことでも、いざ起きてみると、とんでもないことになるという事象も想定しておくことが求められる。

・なかなか「備えあれば憂いなし」とはいかない。しかし、憂うだけではなく、具体的なアクションもイメージしておきたい。

・高市政権も支持率が高いうちはよいが、経済政策が十分でないと言影響が出てこよう。対中摩擦、対米摩擦のコストがさらに目立ってくると、そこへの批判も出てこよう。

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。

・政策運営は、1) 国力を上げるために投資を促進し、そのための減税支援を行う、2) 賃上げを推進し、人的資本投資としてそれを支えるサポートをする、3) 共存のための平和外交を進めて、世界の安定に貢献するように防衛力を強化する。

・4) リスキリングを進め、働きたい人にはもっと働けるように制度を変えていく、5) 成長投資のための産業政策を進める、6) 資産運用立国づくりに向けて、金融サービスを成長産業にもっていくことなどに力が入ろう。

・これらのほとんどが、日本の株式市場を押し上げる要因となろう。今年のマーケットは、日経平均で6.0万円～4.7万円と、上値は業績要因で、下値は地政学的リスクで決まることになる。

・中期的にみれば、5年後には日経平均で8～10万円を目指すことになる。こんな見方が特別でなくなってきた。いつの世も、伸びる企業と伸びない企業に、差は歴然と出てくる。そのカギはAIを活用して、自社の本来の強みを将来性に結び付けられる企業である。そういう企業への中長期投資を実行したい。

投資のデジタルツインを楽しむ～成長投資に向けて

・AI(人工知能)がこんなに便利に使えるようにはなると思っていなかった。今後10年で仕事や生活を助けてくれるAIエージェントは至る所で使われるようになる。

・AIを支える半導体とそのシステムの需要は急増する。省エネが進むとしても、電力需要も爆発する。将来、核融合発電を実用化してほしい。

・完全自動運転のタクシーやバスが実現しよう。そうなれば移動が今よりもっと便利になる。会話型の介護ロボットが普及すれば、老人向けマンションや自宅でも、生活がしやすくなる。リモート診療で、いつでもヘルスケアサービスが受けられるようになりそうだ。

・世界が平和であれば、新しいテクノロジーを活かして快適な生活を追求することができよう。しかし、戦争はなくならないし、今も続いている。政治的対立、宗教的対立、軍事的対立による紛争は至る所に火種があり、折に触れて勃発している。

・国や集団の利害を優先すると、個の生活、生命は無視される。避難民は酷い生活を強いられる。

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

れている。それをどのように救済するのか。やはり力しかないのか。

・力を恐れて沈黙したら、ひたすら服従するしかない。何らかの主張をするには、覚悟が必要である。でも討ち死にする必要はない。それでは何も変わらない。身の回りを変えて、世の中を変革していくには、それなりの主張と行動が必要である。いかに折り合いをつけていくか。そこには作戦が必要である。

・ヒトの一生には‘生老病死’がつきものである。いずれ死に至るとしても、老化を防ぎ、病気にならないように、あるいは、病気を治して健康に生きていきたいと思う。では、国や企業という組織、集団はどうであろうか。

・組織のサステナビリティ（持続性）をキープしていくには、そこで働く個人は入れ替わっても、新しいリーダー、新しいメンバーの活力で培ってきた文化（カルチャー）を守り、発展させていくことが求められる。

・ヒトは1人では生きられない。1人では何をやるにも限界がある。他と共生することが当たり前である。生命は、地球上でそのように生きながらえ、進化してきた。進化を通して環境に適応してきた。

・企業も生きていくためのエコシステムを必要とする。生存し、発展するための仕組みを創り、そのバリューチェーンの中で共生していく。サバイブし、サステナブルであるためには、より広く深い価値を創って、ステークホルダーに提供していく必要がある。

・日立製作所の徳永社長は、「美德とは調和である」と語っている。価値を美德（virtue）として、地球、宇宙の中で、いかに環境と調和していくか。調和のある社会（ハーモナイズド ソサイアティ）を創っていくことが、日立のソーシャルイノベーションであると強調した。

・生成AIも進化していく。現実の社会とデジタル社会は相身互いで、デジタルツインである。リアルとバーチャルの世界は、相互にやり取りしながら、美德の調和を図っていく。そのように進化していく社会にしたいという日立の志は大きい。

・成長し発展するには、イノベーションが必須である。イノベーションとは、技術革新だけでなく、世の中の仕組み革新を含む。全く新しい仕組みが発明、発見され、世の中に普及してくると、従来の仕組みが壊され、入れ替わっていく。新陳代謝や栄枯盛衰はつきものであ

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。

・会社の寿命は30年といわれてきた。これは、創業者が元気溘刺としているのが30年、働く人の一世代が30年、世の中の風景が変わるのが30年とみられる中で、変化への対応が十分でないと、会社がもたないという意味であろう。

・イノベーションが単発では不十分で、企業には‘イノベーションの連鎖’が求められる。そうでないと100年企業として持続できない。

・一方で、イノベーションは、新しい企業がのし上がるチャンスであり、乗り遅れて衰退する企業や産業には塗炭の苦しみが待っている。いくら努力しても報われないということが起きる。

・時として、大型のイノベーションは“Winner takes All”で、勝者の一人勝ちになってしまう。多くが負け犬になりかねない。この時でもいかにサバイブしていくか。自らも素早くイノベーションを実行する必要がある。

・失敗するかもしれないが、「熟慮断行」、「走りながら考える」という中で、いち早く手を打っていく必要がある。放置したり、静観したり、気が付かなかつたでは、取り返しがつかないことになる。

・世の中にイノベーターはいる。どの会社にも事態が分かっている人はいる。会社の中に解決策（ソリューション）があることも多い。

・しかし、それを取り上げて、覚悟をもって実行するリーダーがいないと、悲劇を招く。有事の時のリーダーが、実は会社にいることもある。その人材を見出して、登用できるか。このガバナンスが常に問われる。

・成長投資か成熟投資か。自らの投資態度を分けて考えておきたい。変化を求め、挑戦する企業をいち早く見出して、その企業に投資する。これは、将来の成長性に着目する成長投資である。

・一方で、既にでき上がって、大きな変化が見込めない企業も多い。当面は儲かっているので、業績や配当に大きな心配はない。こういう企業への投資は、成熟企業への投資なので、大きなリターンよりも、安定した確実なリターンを求めていく。

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。

・双方の投資戦略が必要であろう。自らの資金性格とニーズをはっきりした上で、2つのポートフォリオのバランスを図っていききたい。ポートフォリオに組み込む企業への関心は高い。社会の変化をその企業の経営を通してみていく、という投資のデジタルツインをぜひ楽しみたい。

稼ぐ経営者を分身へ〜リスクをチャンスに変えるには

・日経平均は昨年10月に5万円を超えた。2024年に35年ぶりに過去のピークを更新した後、昨年はトランプショックで4月に急落したが、その後順調に戻ってきた。トランプ関税、米中貿易摩擦、ロシアやイスラエルによる紛争などに振り回されながら、マーケットはAIをテーマに新成長領域の拡大に期待を高めている。

・トランプ流の脅し戦術には、引き続きどのように向き合っていくのか。大胆で一方的な戦術で脅しをかけ、相手の譲歩を引き出そうと画策する。しかし、それが自国の経済に悪影響が出るかもしれないと、株式市場が身構えるとサッと引いて、次の手を打ってくる。君子豹変、朝令暮改ともみられるが、そもそも脅し戦術なので、あの手この手と奇策を打ち出してくる。

・これにどう立ち向かうか。単なる脅しではない点が厄介である。常に貢物やお土産を求めてくる。長い目では弊害があるにしても、とりあえず自らの手柄になって、選挙民からの支持につながるのであれば、それでよしとする。

・マーケットとは本気で対峙しないので、株式市場への懸念は杞憂に留まると楽観してよいのであろうか。関税引き上げはインフレを助長して、米国内景気にマイナスである。しかし、関税分を減税に用いて、金利を引き下げれば、景気は保つことができると読んでいる。

・トランプ政策の歪みがうまくカバーされずに、楽観論が先行すると、期待はずれの動きが表面化した時、第2のトランプショックが起きそうである。

・トランプ大統領は、米国力の低下を抑えようとしている。社会の格差、分断が深まる中で、自らを支持する中間層の社会的、経済的な地位低下を改善しようとしている。方針は明確である。

・米国は新しい産業の興隆で世界をリードしている。AIはブームであるが、本物であり、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。

経済社会に大きな変革をもたらそう。世界的な企業も続々と育っている。

・一方で、伝統的産業は凋落しており、そこで働く人々は苦難に直面している。産業の栄枯盛衰というのはそういうものであり、自由でグローバルな競争はこれを是認してきた。しかし、米国ファーストはそれに待ったをかけている。

・大統領権限により、一方的な政策が次々と発動されている。そんなことが勝手にできるのかと思いつつも、トランプ氏はひたすら実行に移している。中国への圧力、経済政策への圧力、反対派の弾圧、人事への介入、情報統制、ワンマンとしての強権政治など、まるで途上国の君主のようである。

・これに対して、1) 内からも外からも楯突かないようにしよう、2) 自分だけ自社だけ自国だけはうまくとりもってもらおう、3) そのためのお土産、貢物を用意しよう、という動きも活発である。

・これは1つの戦術としてありえよう。違法にならないように、社会的批判をあびないように、うまく立ち回る必要はある。しかし、そのような行動をとって、トランプ流に慣れて、TACO理論(Trump Always Chickens Out (トランプはいつも尻込みして退く))の頭文字)に従っているだけでよいのだろうか。

・そうはいかない。トランプの流儀には一目おきながらも、時代を見据えて、一歩先をみておく必要がある。ポストトランプ、中国の台湾進攻への対応は用意周到でありたい。

・昨年9月の上海協力機構(SCO)の天津宣言をみると、これはどこの国かと思う。2025年は第2次世界大戦勝利と国連創立から80周年、国連は唯一無二の政府間組織で、民主的で公正な多極的世界の構築に向けて、その調整力を高めるべきであると、中国が謳っている。

・地域紛争を軍事侵略として批判し、NPT(核拡散防止条約)を促進し、AIテクノロジーのリスクを防ぐという。まさに、中国が米国にとって代わって、世界の大義を担うと言っている。これも危うい。中南米、アフリカでは、経済発展を確保するために、米国よりも中国に頼り、中国側に付く国が増えている。中国はそれを狙っている。

・日本はどうするのか。日本企業は、どのように行動するのか。米国との協調は強固なものにしながら、自立と分散、多極化を進めていく必要がある。何よりも、経済力、防衛力、文化力を高めて、一目おかれる存在として実力を養っていくことが求められる。

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

・トランプ政権は、サステナビリティ、ESG への揺り戻しを進めている。自らの競争力を高めるべく、行き過ぎた DEI、ESG に対して、反対の方針を打ち出している。エネルギー、インフラ、洋上風力、電気自動車 (EV)、人材の多様性、脱炭素などに、企業はどのように向かうのか。同調する動き、沈黙する動き、形を変える動きなども活発である。

・日本企業はあるべき姿としてのサステナビリティを問いつつ、自らの企業の競争力向上に役立ち、価値創造に結び付くかどうかを突き詰めながら、具体的な方針を見直していったほしい。形だけの追随では意味がない。

・金融面では、暗号資産の行方に注目したい。暗号資産は証券か、通貨に連動するステーブル・コインか、コモディティ (商品) か。役割や立場によって意味付けが異なる。収益獲得を目指す投資対象なのか、資金決済手段なのか。先物商品になるのか。単なる投機対象なのか。

・規制次第で発展のスピードが定まろう。ドル基軸通貨への対抗となるのか。新しい金融商品として大発展するのか。トランプ政権はより自由な発展を後押しすることになるだろう。日本でも暗号資産の活用をリードする施策が求められており、実際動き出そう。

・リスクをチャンスにかえるには、1) メガトレンドを讀んでリードする企業経営者を見出すこと、2) その企業の株主になって、事業の実態を知り、戦略をフォローしていくこと、3) こういう企業を 10 社ほどみつけて、自らの投資の探索先行企業にしていくことを勧めたい。

・そして、信頼できる経営者、尊敬できる経営者、凄いと思う経営者を自らの分身にしていきたい。そうすれば、トランプ時代の乱気流を乗り越えることができよう。

サイバーセキュリティをどのように守るか～日々の攻撃をブロック

・マンションの玄関にはカギがついている。自分の家のドアにもカギがかかる。ここにはセコムが付いており、不審者が入ってくれば警報がなり、すぐにセコムの警備員が駆け付けてくれる。

・マンションには何か所も監視カメラがついており、記録がとられている。家には犬がいるので、気配を感じると必ず吠え出す。このような仕組みがあることが、予防と抑止に働いて

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。

・「地震雷火事親父」という諺からみると、1) 地震には耐震構造、耐震への備え、2) 雷には避雷針と避難、3) 火事には防災装置、消火装置が不可欠である。

・犯罪の場合も、災害の場合も、最初の10分は誰も助けてくれない。自力で対抗し、自らを守るしかない。行動には常に細心の注意と的確な判断が必要である。それでも想定外のことが起こりうる。

・情報の安全はどのように守るか。世には詐欺が横行している。ネットワークへのサイバー攻撃は日常茶飯事である。詐欺師にひっかからないようにするには、まずは反応せず、無視することである。慌てず、心理作戦に引き込まれないことである。本当に大事なことは、いづれ本人確認ができるような状態で伝わってくる。

・サイバーセキュリティを確保するには、機密性、安全性、可用性が問われる。1) 機密性とは、アクセス権の限定である。暗号化、認証化が問われる。2) 安全性とは、情報をもとのまま確保し、勝手に改ざんされないことである。アクセス履歴管理、デジタル署名などが使われる。

・3) 可用性とは、必要な時にスムーズに利用できる状態を保つことである。クラウド化、システムの複合化などが問われる。さらに、4) 本人であることを確認し、なりすましを防止する真正性、5) ネットで行動している動作を追跡する追跡性も重要となる。

・AIセキュリティでは、不正なデータや情報を混入させて、学習モデルを攪乱し、自らに有利なアウトプットを導くことを防ぐ必要がある。AIからのアウトプットに対して、その情報の入力はどこから持ってきたかを推定することも重要になる。さもないと、AIに騙される。

・内部情報を勝手に持ち出す情報漏洩は、当事者が確信犯である場合、事態は深刻となる。金銭的見返りを期待したり、組織への怨念に基づいたりする場合もある。ネットワークにおいては、ログインIDとパスワード(PW)を別々に管理し、サービスへのログインには、別途本人確認の仕組みを導入することも一般化している。

・日経のデジタルフォーラムで、サイバーセキュリティの講演を視聴する機会があった。サイバー犯罪は増えている。警察はこれを検挙件数からみている。2024年は年間約1.3万件
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。

が検挙されている。サイバー警察局が全体を統括している。サイバー空間の脆弱性を探索して攻めてくる。大半が海外からの攻撃である。

・身代金を要求するランサムウェアは2024年に240件ほどあった。侵入して、暗号化して、システムを使えないようにして、金を要求する。応じないとその取得情報を公開すると脅す。

・どこから侵入してくるか。企業、病院、港湾設備など、その組織を直接攻める場合もあるが、取引先とつながっている場合など、サードパーティの弱いシステムに侵入し、そこから本体になりすまして入ってくる。

・サイバー特捜部は、国際捜査も手掛けている。暗号の解読、復号へのリバースエンジニアリングにも力を入れている。犯罪者はどの国にもいる。弱いところを狙ってくる。AIを使って、日本人になりすましてくる。政治家や、半導体、宇宙などの技術も狙われやすい。

・こうした攻撃をどのように防ぐか。未然防止、拡大防止が問われる。ランサムウェアに狙われると、その復旧には時間がかかる。身代金を支払っている場合もあろう。いずれの場合でも、費用は甚大となる。

・狙われた組織は、サイバーセキュリティについて、1) ずさんであった、2) 基本的なことができていなかった、3) システム管理が不十分であった、4) セキュリティに関するガバナンスが欠如していた、という点が指摘される。

・警察庁サイバー警察局の阿久津氏は、過去の事例を教訓に、基本的な対策を実施すべしと警告する。被害にあうことを想定して、事前対策を立てる。それによってリスクを潰していく。

・攻撃された時のBCP(事業継続計画)は、サイバーと自然災害では異なる。サイバーでは、1) オフラインで必ずバックアップを取っておく、2) ログを取得して、攻撃ルートを知るようにする、3) 必ず訓練しておく、ことを強調した。

・サードパーティの被害が、自社にも及んでくることを想定しておく必要がある。サプライチェーン、バリューチェーンにおけるセキュリティの確保である。

・TOPPANホールディングスの情報セキュリティ本部長である斎藤氏は、TOPPANの情報セキュリティ対策について、万全を期していると語った。マルウェア(悪質プログラム)、フィッ

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。

シング(偽メール)などの攻撃は日々受けており、これらを完全にブロックしている。

・サプライチェーンでインシデント(事案)が起きると、自社への影響が懸念される。ITサービスは簡単に使えるので、これがリスクとなる。①よく理解しないで使う、②不要になったシステムをきちんと始末しない、③古いシステムのOS(基本ソフトウェア)をそのまま使っていることが危ういという。

・TOPPANは、セキュリティ印刷からフォトマスク、ICチップ、ICカード、認証システムなどへ事業を拡大している。グループ企業260社にうち、170社は海外にある。グループのセキュリティマネジメントが必要になっている。

・そこで、自社でサイバーセキュリティ人材を育成する子会社を有している。また、例えば毎年メールの訓練を行っており、ここで不十分な社員には適切な指導を行っている。

・企業において、通常の防備を固めると同時に、いかに狙われないようにするか。スキがあれば侵入してくる。その時でも防ぐ体制を作っておく。リスクマネジメントは、何事も起きなくて当たり前ではあるが、そのセキュリティシステムがいかに機能しているか。ここを十分知った上で、投資を考慮したい。

内部監査は何をやっているのか～社内のスキを突き詰めて

・企業を見る時に、外からは何をやっているか、よくわからない部署がある。リスクマネジメント、コンプライアンス、インターナルオーディット(内部監査)に関わる部署である。

・一般的な役割はわかっているが、その会社の中で具体的にどのような活動をしているのか。それが企業価値創造にどのように貢献しているのか。ふつうは、よく見えてこない。

・きちんと活動していれば、外部にみえてこなくてよい。そもそも守りの部署であるから、何も起きていないということはいいことであり、事が生じて、問題が外部に伝わってくるようでは困る、という見方もあろう。

・一方で、これらの組織が本来の役割を果たしておらず、甘い経営が容認されているとすれば、そのような会社には危なくて投資しにくい。何か事案が発生した時には、迅速にかつ的確に開示してほしい。

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

・企業の内部で収めてしまえばよいと、開示しないことが多いかもしれない。手が打たれていけばよいが、隠してばれないように済ませればという姿勢があるとすれば、その経営者の資質が問われる。

・筆者の体験から、いくつかの事例を想定してみたい。リスクマネジメント委員会は社内の部署を横断して設置され、メンバーも多様である。会社にとっての大型の案件は、経営会議や取締役会で当然議論され決定される。

・その前に、リスクマネジメント委員会で、案件のリスクアセスメントを行う。1) そのリスクは許容できるか、2) 見逃しているリスクはないか、3) 想定外のことが起きた時の対応策は十分かなどを検討する。

・コンプライアンス部では、規定に従って、社外のステークホルダーとのビジネス、社内の従業員の働き方などにルール違反はないか、をチェックしていく。コンプライアンス・マニュアルを整備して、必要に応じて更新し、役員を含む全社員への研修を行う。

・セクハラ、パワハラ、インサイダー取引、個人情報など、何らかの事案が発生したら、コンプライアンス委員会で外部弁護士の意見も参考に判断する。重大な事案となれば取締役会での議論も踏まえて、投資家にも開示する。

・内部監査部は何をやるのか。会社として、各事業部門や管理部門は、定められた方針や規定に従って業務を行っている。定められた業務マニュアルがきちんと設定されているか。マニュアルや管理規定に従って、各部門は自らきちんと業務を実行しているか、を内部監査部が監査する。

・当たり前だが、各部門は自らルールに従って業務を行っている。そこにルールを逸脱した行為はないか。社内ルール違反はないか。法的な違反はないか。これらを自ら守っているかを監査するのが、内部監査である。内部監査部門が各業務部門の管理業務を代行するわけではない。現場がきちんと実行しているかをチェックするのである。

・どんな内容を重点項目として監査するのか。これを年間計画として定める。レポーティングライン（指示を受けて報告する相手）は社長と監査担当役員である。両者に二重に報告する仕組みである。

・社長は業務執行部門のトップであり、監査担当役員は社外監査役や社外監査等委員（取締役）
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。

役)である。当然、内部監査の内容は取締役会に報告され、課題があれば議題として審議される。

・では、内部監査の仕事は、実際どのように役立つのか。社長にとっては、現場の各部門がルールを守って仕事をしているかをチェックしてくれる。もし不十分な場合は、社長から指示が出せるので、現場にとっては強力な指示である。ルールの守り、ルールを改定することが速やかに進む。

・もし現場がルールを守らず、社長が動かない時でも、監査担当役員へのダブル報告であるから、取締役会で問題にすることができる。会社の規律やルールを守るという点で、内部監査の役割は大きい。

・では、この内部監査を、経営トップがどこまで重視しているか。トップとして経営するに当たって、内部監査の守りは大いに心強い。監査担当役員も現場の業務執行の細かいルールをチェックしてくれるのは、監査の実効性を上げるのに役立つ。

・この内部監査部門に、十分働けるだけの人材を配置しているか。ここは企業によって温度差がある。どこも人材不足に悩んでいる中で、適材適所の人材を配置してほしい。

・監査法人は監査品質を重視する。内部監査においても、表面的にみるか、深く突っ込んでみるかによって、内部監査の質は変わってくる。ここもリスクアプローチで、重要度のランク付けが必要である。さらに、品質とは別に、監査価値が問われる。

・会社が業務を的確に遂行し、ルールがきちんと守られているのであれば、業務のPDCAを回す上でリスクが低減する。早めの対応が業務の効率と価値を上げる。

・社長は安心して自らの戦略遂行をリードできる。よって企業価値の向上に貢献する。企業価値の向上に、内部監査がどのくらい貢献しているか。ここを何らかの形でKPI化して社内でマネージしてほしい。

・通常の商品説明会で、内部監査について質問する機会はほとんどない。統合報告書では、内務監査に関する自社の個性を記述してほしい。つまり、どんな点を重視して実行しているかについて知りたい。

・それがリスクプロファイルにどう結びついているかが分かれば、会社の価値創造にも自信

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。

を持つことができよう。守りあつての攻めである。そのバランスに注目して企業を選別していきたい。

人材の多様化はいかに～古いタイプの撲滅を

・企業価値の評価に、人材の多様化をどのように織り込むか。投資家として外部からみる時、何を手掛かりとするのか。財務データをみても分からない。役員や管理職の顔ぶれをみても、すぐには分からない。女性管理職比率や外国人の構成をみても、それは参考になるが、効果を知ることはできない。

・アナリストとしては、会社の人々にできるだけ多く会い、さまざまな議論を通して、各々の人となり、それぞれの立場でのリーダーシップ、組織を動かす力、製品やサービスに関する戦略、戦術をみていくと、次第にその会社の人材力が分かってくる。

・生々しくみていく必要がある。人事異動がカギである。なぜ昇進したのか。次にどの部署に行ったのか。なぜ、そういう人事が行われたのか。トップの意向は人事に表れてくる。本当に実力があるのか。何らかの派閥的な動きなのか。少し長くみていくと分かってくることもある。

・しかし、こうした人材戦略を計量的に測ることは難しい。ポジションが人を育てるという面も強い。しかし、そのポジションの任務を果たせない人もいる。適材適所といきたいが、実際は期待とハズレの繰り返しである。

・能力があるとみたが、1つ上のポジションについてみると、力が発揮できない人も多い。率先垂範か神輿に乗っているだけか、自らの体験強調型か新規挑戦型か、さまざまな個性が出てくる。

・チーム力は大事だが、人には必ず好き嫌いがある。公平といっても、どこかで依怙鼻肩が出かねない。それが、周りからみえてしまう上司も多い。これでは組織はまとまらないし、力は発揮されない。

・企業の発展ステージによって、求められる人材は変わってくる。一代で日本を代表する企業にのし上がったトップをみると、番頭的人材を大事にする反面、これまで貢献してきた人をドライに交替させていくことも目の当たりにしてきた。成長には次の人材が必要なのである。

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。

- ・人材の流動化も、一般論として望ましい。自らの力をどこで発揮するか。新しいポジションで発揮できればよいが、社内でうまくいかない人が外でうまくいくとは限らない。
- ・社内でいかに人材を育成するか。ここに力を入れている企業の話聞くのは楽しい。一方で、人材が定着しなくて困っているという会社は、社内に必ず問題がある。そこを聞き出して、どのように対応するのかを考えていく。
- ・なぜ女性の役員、管理職が少ないのか。なぜ男性の役員、管理職で、昭和のにおいのする古いタイプが多いのか。これでは会社が発展しないと思うが、トップはどう考えているのか。人材担当役員には、人材戦略をいかに変えようとしているのかを聞いていく。
- ・親会社、子会社での人事の仕組みや待遇の格差、海外子会社でも先進国と途上国での仕組みの違い、日本人中心をいかに脱皮していくか、などについて議論していく。
- ・働き甲斐と働き易さをいかに創っていくか。会社としては、定められた手続きをきちんと進める必要がある。ルーチン作業は必ずしも楽しくない。しかし、そこにいかにインセンティブを持ち込んでいくか。頑張ったら評価され、給与に反映されなくては面白くない。
- ・頑張って成果を上げた人には報いて当然である。結果として、差が付く。これが許容できるか。フェアな評価ならば、納得性も高いが、そうでないと不満が高まってくる。
- ・株式報酬制度も同じである。会社が成長しなければ、株式報酬の成果は目に見えない。役員だけの株式報酬では不十分で、社員全体に行き渡って、セームボートであれば一体感も高まってこよう。
- ・人件費は費用ではない。人材投資のコストである。当然、人材投資のリターンを求めていく。この関係をいかに見える化していくか。社内の人事システムの一新と共に、外部の投資家への説明にも、分かり易さという点で力を入れてほしい。
- ・企業価値向上に貢献する人材の多様化を推進してほしい。競争力の強化に役立つダイバーシティ経営は容易ではない。多様化は結果なのか、戦略的先行投資なのか。つまり、有望な女性を先行的に活用して、それが価値創造により貢献しているということ、数年かけてみせていく必要がある。

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。

・男性、女性、障害者、外国人の人材活用や育成に一段と力をいれる必要がある。育成に力をいれても、すぐ辞めてしまうので効果がないという声も聴くが、これは人材をリテンション(保持)できない会社の仕組みに問題がある。

・本当に人材を活用しているか。力が余っている人はいないか。十分なチャンスを与えているか。一定の成果に報いているか。誰かに手柄を横取りされていないか。こうした点を注意深くみていく必要がある。

・R&D、プロダクト開発、サービス開発、管理部門の充実に、人材の多様化は必須である。外部からの採用やスカウトも重要な方策である。内部だけでは、間に合わない場合の人材M&Aである。

・多様な人材を活用するには、互いを尊重し合い、チームとして一体で業務に取り組み、成果を分かち合うというカルチャーが問われる。自分たちだけ上手く立ち回ろう、という昔ながらの風習が残っている会社も多い。人の本性として、そうなりがちなところを打破していくマネジメントが求められる。

・人手不足に特に困っていない会社には、人材が集まってきている。人材が育っているので、チャンスを活かして事業を伸ばすことができる。こういう会社は頼もしい。よい会社は、社内のことをよく話してくれる。そういう会社の話を聞きながら、投資選別に人材多様化の視点を取り入れて、実践していきたい。

違いを認めるには～ニューロダイバーシティを知って

・株式投資では、とにかく違いを追求する。他社とどこが違うのか。そのユニークさはどこからくるのか。個性を活かして、独自の商品・サービスをどのように提供しているのか。それが世の中に受け入れられて、どのような価値を創っているのか。そして、儲けにつながっているか。

・ところが、ヒトはとかく同質性を求める。違いを嫌う。その典型がいじめであり、差別であろう。子供たちのいじめはタチが悪い。悪気はないというのが最悪である。すぐに同調してグルになり、特定の弱者をいじめる。

・これを直すにどうしたらよいか。自分が子供の頃は、いじめている子の大将をみて、まずは大將に実行行使をした。いじめをやめさせるように行動した。当然、先生には怒られる。

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

でも許せなかった。

・企業という組織においても、固有の雰囲気がある。よい意味ではカルチャー（企業文化）というが、その負の側面として意図せざる差別感を内包していることもある。

・組織目的として、パフォーマンスを上げるのは当然である。営業や生産において、目標（ノルマ）が設定され、それを達成すべく全力で働けと言われる。そこに個人差が出る。キーとなる指標でみた時、できる人とできない人が歴然としてくる。

・この結果の違いをどうみるか。それは、そもそも能力の違いであるのか。十分訓練されていない差とみるのか。もともとの目標の設定の仕方がよくなかったことに起因するのか。

・昭和の雰囲気であれば、とにかく稼げ、稼いだ人が早く昇進し、偉くなる。できない人はふるい落とされて、辞めていくのは仕方ない。こんな会社があった。当時、私はこんな会社では働きたくないと思った。

・逆に、みんな平等で、働いても働かなくても、評価に差が出ず、特定の人に気に入られた人が早く出世していく。こんな会社でも働きたくないと思った。

・リーダーは圧倒的に優秀である必要がある。組織をまとめて、ビジョンを具体的な戦略に落とし込んで、これを実行する人材を動かしていく。そこで働く人々には、各々役割がある。得手不得手もあろう。人の能力を活かして、組織全体のパワーを上げていく。人材の採用、育成のしくみが重要な競争力の源泉となっている。

・では、ニューロダイバーシティ（神経多様性）をどのように捉えるか。スチュワードシップ研究会で、人的資本経営に関するニューロダイバーシティについて、話を聴く機会があった。脳神経には一定のスタイルがあって、それから外れている人は普通ではない、とみられがちである。かといって、障害者であると決めつけるのも短絡的である。

・偉いといわれる人は、どこか変人であった。変人であったからこそ、特異な能力を発揮した。坂本龍馬、リンカーン、チャーチル、ガンジーなど、今風にみると、何らかの精神的な障害があったかもしれない。しかし、その障害とみられる特異性が、別の能力として時代の変化の中で活かされた。

・イノベーターは変人であることが多い。一方、普通の組織人は同質的、同調的であって、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。

人と違うこと、そこで目立つことを嫌う。おとなしくしていることをよしとしながら、仲間が集まると、そうでない人の悪口を言ってストレスを発散させている。よくある風景であろう。

・ニューロダイバーシティは、認知の多様性を認めることが基本である。能力差ではなく、特異なことの違いを原則とする。病気でないので診断する必要はない。正常、異常ではなく、互いに違いを認め合うことができるようにならなければならない。

・人は、同質を求めがちである。実はAIも同質化しやすい。確かに、世にある情報をAIが学習していくならば、そうなりかねない。同質とは何か。自分にとって都合のよい人を好むというのも、その表れかもしれない。

・では、嫌いな人とはどのように付き合うのか。付き合わなければよいが、多様性を認め、違いを認めるということは、一定の付き合いも必要である。ここには工夫がいる。必ずもう1人、人を入れることである。ワンクッションおいて、話をしていけば、客観性を保つことができよう。

・世に空気の読めない人はいる。心配りのできない人もいる。うまく対話のできない人がいる。しかし、それはすべて自分の主観からみたものである。そういうあなたも変な人である場合が多い。

・SNSの時代、筆者はネットで罵詈雑言をしゃべっている人が大嫌いである。もっと丁寧に自分の考え方を語ってほしい。

・障害者には、1) 普通のことができない、2) でも、特別なことができる、3) あるいは、特定のあることはできる、という面があろう。これを障碍とみるのではなく、ニューロダイバーシティ（神経多様性）とみていく。健康な人の普通のことができない、ではなく、できることにフォーカスして、その良さを活かすことにフォーカスする。

・その良さを活かせるかどうか、マネジメントである。常識でものごとを判断せず、忖度してものごとを分かることを求めず、言動に十分注意して、相手が行動できる具体的な指示を出すことができるか。この資質が問われる。理解し、訓練を受けていないとできないかもしれない。

・子供の時に、障害者の子供とクラスを同じにしてきたか。家庭で老人の世話をした経験が

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。

あるか。社会体験として、障害者施設で見聞を広めたことがあるか。今、働く会社に、そのようなカルチャーが醸成されているか。

・確かに、障害者だけでなく、妊娠中、育児中、療養中、介護中など、健常者にも様々な場面が訪れる。障害者手帳をもつ障害者を、法定雇用率（2027年7月には2.7%となる予定）で雇えという話だけではない。

・引きこもりのタイプで、ITに優れた人材、定められたルーチンの仕事なら正確にできる人材、無口でコミュニケーションがうまくできなくても新しい設計を実行する人材など、身のまわりに多様な人材はいよう。

・実はニューロダイバーシティを分かって、大事にしている会社は、普通の社員の力を引き出すことにも長けている。多様性を義務としてみるのではなく、政治的要請と受け止めるだけではなく、人材を活かすしくみとして取り入れているか。それで生産性は上がり、企業価値が上がるなら、こんなにいいことはない。

・まずは、障害者をどのように活用していますか、と上場企業に聞いてみたい。その次に、ニューロダイバーシティにどのように取り組んで成果を出そうとしていますか、と聞いてみたい。ここで、会社の個性が出てこよう。ニューロダイバーシティに一家言持つ会社を投資対象として検討したい。

2. ゲームのルールを見直してみると

AIを味方にして～付加価値を生み出すAIエージェント

・高齢化社会が本番となる。高齢化しつつ人口が減っていく。人口が減っていくと、地方の村や町はもちろん、地方の人口の多い中核都市でも生活基盤を維持するのが容易でなくなる。

・身近なケースで考えてみよう。介護が必要になった親の面倒をどのように見るか。1人で生活できるうちはよいが、体が動かなくなり、認知症が進んでくると、1人で置いておくわけにはいかない。どこか施設に入れて、専門の人たちに任せたい。

・運よく施設に入れても、その施設も人手不足である。十分なサービスは期待しにくい。我々本レポートは、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。

慢してもらえない。次は自分の番である。自分も同じ施設に入りたいかという、やはり元気なうちは今の家がよい。しかし、いずれ無理になる。その時の覚悟はしておきたいが、なかなか苦しい。

・50年前と比べて、現在の社会、経済の発展はどうか。豊かになった面と貧しくなった面が混在していよう。経済的には、平均値で見ると下り坂に入っており、格差も広がっている。ここをどう反転させ、幸福感（ウェルネス）を高めていくのか。

・基本は生産性の向上である。ヒトが生み出す付加価値をイノベーションによって高めていくことが求められる。ヒトの機能は3つに分けられる。情報処理機能、意思決定機能、制御機能である。

・ロボットをイメージしてもらえば、分かりやすくはつきりする。情報処理機能は五感を使って情報を取得し、神経網を通して脳に伝えていく。センサーとコンピューティングがカギとなる。

・意思決定機能は、集約したデータ、情報を使って、ヒトはモノゴトを決めていく。無意識に判断していることも多いが、重大なことにはかなりの時間をかけ、熟慮して決断する。このモノゴトを決めることに対して、今やAI（人工知能）がかなり役立つようになってきた。素早くさっさと決めてくれて、それで間違いないなら、かなり楽になる。

・制御機能はヒトの動作である。生活の場で手足を動かす、仕事場でIT機器や道具を操作する、車を運転して移動するなど、さまざまな場面で、ヒトは五体を働かせる。その働きを有効にするには、うまくコントロール（制御）する必要がある。ここにも脳からの指令がで、五体を動かしている。

・世はAIブームである。AIエージェントは、ヒトの活動を助けて、代理人のように働いてくれる。いきいきと働いている人、歳をとっても何とか頑張っている人、介護が必要になった人、どのレベルにおいても、AIがフル活動して助けてくれるならば、各々の立場で生産性は上がってこよう。それを提供するビジネスは大いに伸びよう。

・NRIの此本会長は、生成AIがカギを握ると強調する。（NRI知的資産創造2025年1月号）、例えば、1）2人でやっている仕事を1人で、2）1時間かかる仕事を30分で、3）診療で時間のかかる問診をバーチャル医師が丁寧に聴きとってくれる。

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

・4) 時間のかかる学校での作文の採点、添削をしてくれる、5) 英会話の発音や習熟度を評価してくれる、6) 会議の議事録、報告書、翻訳、契約書などのドラフトを作成する、7) コールセンターやヘルプデスクで対応する、8) 新製品のアイデアやマーケティングの企画をサポートするなど、どんどん使われるようになってこよう。

・NRI では、AI ロボット機能を、1) 労働の拡張、2) 知力の拡張という観点から捉えている。AI 社員、AI アイドル、AI 店長、AI プログラマー、AI セールスパークソンなど、さまざまなAI エージェントが登場してこよう。知力では、予測力、識別力、会話力、創造力などを高めてくる。

・NRI では、6つの知力に注目している。1) 将来の変化を見通す予測力、2) 気がつかない事象を見分ける識別力、3) 個々の特性を把握する個別化力、4) コミュニケーションを行う会話力、5) 経験や知識を体系化する構造化力、6) データや情報を組み合わせて新たな知を生み出す創造力、である。

・これらは、人の能力を超えてしまうかもしれない。うまく使いこなせば、便利で快適であろう。一方で、AI が悪意をもつ人間に利用されるならば、犯罪が氾濫してこよう。これを見抜いても守るのも、AI の仕事となろう。

・AI を支える技術、AI を活用したソフトやサービスも大きく発展しよう。実際、省エネAI 半導体やそのシステムに関する技術開発にも力が入っている。ネットワークの末端(エッジ)側で中心的な情報処理を行うエッジコンピューティングが、機能の効率化、分散化で有効である。クラウドのサーバー側で何でも処理する必要はない。

・AI ロボットの機能がどんどん高まろう。さまざまな領域で、ヒトの1人分、3人分、10人分の仕事ができるようになれば、ヒトベースの生産性は国全体としても大いに高まろう。自分の仕事がなくなる心配するのではなく、AI をアシスタントとして使って、AI ロボットではできない仕事や楽しみを追求していけばよい。

・私はいずれ、AI ロボットが適切に、的確に介護してくれる施設に入って、最後の数年間を過ごしたい。それまではAI を活用し、AI で発展する企業に投資しながら、資産運用と資産活用に力を入れたい。

AI イノベーション～倫理(Ethics)とエンタメ(Entertainment)を組み込んで

・この2年で誰もがAIを使うようになっていく。圧倒的に便利である。AIのR&Dは50年も前から続いていたが、ビジネスはこの5年で立ち上がり、どの領域にもAIが組み込まれようとしている。

・いつの時代もイノベーションが社会に普及する時、新旧交代に摩擦をもたらす。社会的価値の中で、常にEESG(トリプルESG)が問われる。ESG(環境・社会・統治)に加えて、もう2つのE、Entertainment(楽しさ)とEthics(倫理)を重視する必要がある。

・何が善で何が悪か。独創的である同時に、倫理的でもある姿を考えて行動できればよいが、人間は総じて同じではない。AIもその学習によって、あるいは知能の埋め込み型によって、社会の秩序を破壊するようなことはいつでも起こりうる。とりわけ、AIが人間から見て、自立的に行動するようになったら、倫理観は必須となるだろう。

・単機能のロボットはすでに工場を中心に普及している。定められた作業を制御システムから指示されて実行している。AIロボットとなると、機能のレベルが上がってくる。ヒト型になれば、どこまで人に代替するようになるだろうか。

・自動運転が実用化しつつある。レベル4なら限定的な状況でドライバー不要となり、レベル5ならどこでも無人で運転してくれる。車のデジタル化がSDV(Software Designed Vehicle)として進む。ソフトウェアをリニューしていくことで、機能や性能をアップデートしていく。フルセルフドライブのレベルも上がっていくことになるだろう。

・モビリティの領域でも、知能としてのAIが組み込まれていく。自動運転、ドローン、動くサービスロボットなどが、至る所に入り込んでくる。便利で快適になるだろうが、安全・安心の確保という点では、新たなモビリティを前提とした社会づくりが求められる。

・モビリティの需要と供給をうまくマッチングさせていく必要がある。例えば、買い物、通院、通学、通勤、レジャーなどのニーズに対して、時間的、コスト的に見合ったサービス提供ができなければ、需要は生まれない。

・安全・安心という点で、事故が起きなければよいが、本当に大丈夫か。車社会のルールは整理され、車の安全性も高まっているが、交通事故は未だに多発している。それでも、車の利便性は社会的に認められている。AI付自動運転が高度化すれば、人が運転していた時に

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。

比べて事故は減るであろう。

・一方で、不良 AI による制御システムの機能不全が別の問題を起こすかもしれない。商品配送の自動ロボットが動き回っている。今は工場内が中心であるが、まもなく道路にも出てこよう。

・どの組織においても、業務をみると、コアな業務とノンコアな業務がある。自社のキーパーソンでなければできない仕事は、AI をアシスタントとして使って、人でなければできない業務として追求し、そこから付加価値を生む。

・一方でノンコアな業務は、AI を使った自動化で、人手を省いていく。まさに、これからの人手不足には、AI ロボットが活躍するようになるだろう。

・業務も、PDCA で回すのではなく、AI を使って一気にスピードアップする。効率を 10 倍、100 倍あげて、その業務をこなしていく。そのくらいアジャイルな仕組みが至る所に入ってくるこよう。

・例えば、三菱電機はデジタル基盤の Serendie×AI [「セレンディピティ (偶然のひらめき) ×デジタルエンジニアリング」] で、現場のイノベーションを革新しようとしている。

・GMO インターネットグループの熊谷代表は、2026 年はヒューマノイド元年になると宣言する。日進月歩ではない、秒進分歩で AI は進歩していく。AI ロボティクスは人類における画期的な発明で、日本はここで遅れを取り戻し、世界で存在感を示すことを目指す。

・ターミネーター型ではなく、鉄腕アトムやドラえもん型を得意領域としたい。戦闘型のロボットではなく、平和的なヒューマノイド型で社会を良くしつつ、ビジネスでリードしていく。オートメーションを超えて、オートノミー (自立) を求めていく。

・NVIDIA の IC は、学習用、シミュレーション用、エッジコンピューティング用から、ヒューマノイドロボット用に向かっている。日本はいかに対抗していくか。コアなテクノロジーを確保しつつ、独自の領域で市場を開拓し、世界をリードしていきたい。

・早大の入山教授は 3 つの点を強調する。第 1 は、アフター AI 企業が登場することで、ビフォー AI 企業は勝てなくなると指摘する。

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。

・かつてのインターネットと同じで、インターネットは誰でも使うようになった。使わなくては勝負にならないが、使ったからといって競争優位になるわけではない。現場の強みをAIで大幅に強化して、強みの差別化を図ることである。ここに日本企業のチャンスがある。

・第2は、パブリックAIではなく、プライベートAIを作り上げ、その活用を促進することである。汎用のAIではなく、わが国、わが社に固有のAIを作る。そうすると、差別化が効いて、競争優位のポジションが築けるので、価値創造ができ、儲かる仕組みができよう。

・第3は、AIでイノベーションを加速できれば、チャンスが生まれる。真似されないように、独自のデータと独自のAIでビジネスモデルを構築していく。大事なことは、真似のできないビジネスモデルを、AIを組み込んでアジャイルに作る。知の探索 (exploration) と知の深化 (exploitation) を、人とAIで使い分けていく。

・AIを使いこなす一方で、どこまで行ってもAIが苦手とする領域がある。そこでは、ヒトのひらめきが先行しよう。異質な体験、飛んだ発想が何かのヒントになりそうである。

・しかも、責任をとる覚悟を持って挑戦する。それが評価され、認められる経営が、次世代の経営であろう。AI活用型イノベーションを推進する価値創造企業を発掘し、先行的に投資していきたい。

満足度基準をどこに～人的資本を含む企業価値からスタート

・日本の相対的競争力は落ちている。IMFによる2025年の1人当たりGDP(付加価値額)は、世界38位であった。日本は3.4万ドルで、韓国、台湾にやや負けている。要因は、成長率の低さ、生産性の低さ、高齢化の進行、政策の拙さ、円安の進行などにある。

・国民の幸福度はさらに厳しい。世界幸福度報告書(英オックスフォード大、2025年)によると、日本は55位(147カ国中)で、タイより低く、韓国をやや上回る。これは、主観的な評価項目(満足度、自由度、感情)も入れているので、それが反映されている。

・私の主観で評価してみると、日本(55位)は70点レベルで、メキシコ(10位)より著しく低いとは思えない。人生の自由度や寛容さ、否定的感情がネガティブに働いているのだろう。

・幸福度(ウェルビーイング)をいかに上げるか。気持ちの上で、人生は苦しみばかり、少
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。

しも思うようにならない、という人々は多い。一方で、外からみると楽しそうに暮らしている人も多い。幸せそうな人を見ると、羨ましがる気持ちはあるが、ふつう外には出さず、じっと我慢している。

・“人並みに”と考えると、他と比べることばかりに捉われる。人生、何かに囚われると上手くいかない。目標は大事であるが、無理ばかりでは続かない。自分なりに納得できる満足度基準をいくつか定めておくと、心の落ち着きも得られよう。

・企業経営においても、ウェルビーイングが重視されている。資本主義を前提として、どんな資本主義を目指すのか。

・株主の利益極大化を目指す株主資本主義か。株式会社は公器であるとする公益資本主義を目指すか。ステークホルダー間のバランスを図るステークホルダー資本主義を目指すのか。人を大事にする人的資本主義を目指すのか。社会的課題のソリューションにフォーカスするインパクト資本主義を目指すのか。

・シンボリックにいくつか並べてみたが、制度としての株式会社、ゲームのルールとしての株式会社、自らの自己実現を図る上での株式会社、という3つの軸の中で、調和がとれる満足度基準を定めたい。

・分かり易くいえば、1) 株価と資本コストを意識した経営は、これが第一義的目標ではなく、自らの目指すべき目標の中で、一定水準を超えていれば十分である。ここだけの極大化を図る必要はない。

・2) ROE よりも付加価値利益率（投下資本付加価値率）を重視して、人的資本を明示的に組み込んでほしい。3) 価値創造のインパクトを、バリューチェーンにおける付加価値配分として、価値創造ストーリーを語ってほしい、ということである。

・株式会社では、議決権において株式数がものを言う。しかし、株主総会では、少数株主でも発言の機会がある。また、議決権行使で取締役への信任が80%を下回ってくると、そこには一定の課題があると認識されることも多い。

・隙のある経営にアクティビストは寄ってくる。自らの利益中心主義が、公器としての株式会社と対立することも多々ある。公器としての株式会社経営を確立しておかないと、社会的信用と大多数の株主の賛同は得られない。その時でも企業のサステナビリティを満足度基

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。

準として示し、達成していくことが必須である。

・人的資本という点では、まずは総人件費を開示してほしい。人件費が分かれば、付加価値が計算できる。売上高付加価値率、投下資本付加価値率などを使って、その企業の価値創造を知ることができる。さらに、付加価値の配分から、人的資本への分配、設備資本への分配、外部資本への配分などを知ることができる。

・スズキトモ教授（早大）は、P/L（損益計算書）ではなく、付加価値分配計算書を提案し、企業への提言も行っている。付加価値＝人件費＋法定福利費＋株主還元＋税金＋内部留保という中で、人件費をP/L上のコストとして先に差し引くのではなく、付加価値分配計算書の中で、その配分を明示すべしと主張している。

・人件費は費用ではなく、人的資本への投資と認識し、人的資産の償却額が通常の人件費として計上されるという考え方になろう。キャピタルアロケーションにも人的資本への投資を明示的に入れる必要が出てこよう。

・どんな付加価値を生み出すのか。サプライチェーンを仕入れ、販売という流れではなく、ステークホルダーにとってのバリューチェーンとしてとらえ、付加価値の分配に注目していく。

・外部から仕入れた商品・サービスに対して、自らはどんな付加価値を作り出したのか。その提供を受けた顧客や取引先は、それを活用してさらにどんな付加価値を生み出しているのか。そこまでを詳細に追っていくと、価値創造の意味付けが違ってくる。わが社の存在意義（パーパス）を問うならば、そこまで知りたい。

・そうすると、1) バリューチェーンの中でなくてはならない存在か、2) 価格は価値提供に見合っているか、3) 今のビジネスにサステナビリティはあるか、などがはっきりと分かってくる。投資家もそこまで知りたい。

・満足度基準のあり方も、そこまで追い求めたい。例えば、ROE 12%を確保したならば、それで資本コストを上回っているのだから、文句はあるまい、ということではない。逆に、ROEが12%になったら、次は20%を目指せ、というROEの極大化を求めることでもない。

・もっと大事なことを知りたい。どのような価値を生み出しているのか。それを付加価値として、バリューチェーンの連鎖として捉えたい。そうすると、自らが提供している社会的ソ

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。

リューションが経済的価値として、どのように具現化しているかが分かるようになる。

・それを付加価値額、付加価値率を用いて、収益性、効率性、調和性を描いてほしい。こういう経営を実践する企業を探し求めたい。まずは社員がいきいきと働いている会社に注目したい。

アクティビストは不愉快な投資家か～資本市場に映してみると

・東証が要請した「資本コストや株価を意識した経営」について、経営者はどのように感じたであろうか。明らかに意識がかわり、行動も変わった。しかし、そうでない企業も多いという印象を持つかもしれない。

・もともと企業価値に邁進しており、外国人株主が多い企業は東証にいわれるまでもなく、そのような経営を推進している。それでもグローバル競争の中で、自社のポジショニングに四苦八苦している企業もある。

・上場維持基準に抵触している企業、あるいはボーダーラインに近い企業には火が付いた。基準をクリアして余裕をもつには、ROE を上げ、PER を上げ、PBR を高める必要がある。そのためには、従来型の経営とは一線を画して、大胆な手を打つ必要も出てきた。

・その大胆な手とは何だろうか。中期の成長戦略の加速なのか。バランスシート上の資本効率の向上なのか。バランスシートに載っていない「見えない資産」への大型投資であろうか。

・あるいは、やれるところからやるという小手先の戦術を小出しにしているだけであろうか。遊休資産の売却、余剰資金による増配や自社株買い、株主優待の強化、投資家説明会の開催回数の増加などであろうか。

・「資本コストや株価を意識した経営」を推進せよと要請された。まずは自社の資本コストを知る必要がある。同時に、同業他社やマーケットの資本コストも知る必要がある。これがなかなか腑に落ちないかもしれない。

・資本コストとは何か。これだけを単独で取り出し、理屈が分かっても、ピンとこないことも多い。企業は投資を続ける。そして、収益を上げて、儲けていかなければ、企業として存続できない。その時、最低いくら儲ければよいのか。資金の出し手には、このくらい儲けてほしいという要求水準がある。この期待収益率が資本コストである。

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。

・株価を意識しない経営者はいないであろう。では、わが社の株価はいくらが妥当か。目標株価を定めて、それに向けて明示的なアクションをとる経営者はどのくらいいるだろうか。

・株価はマーケットが決めるもので、一企業では何ともならない、という見方が一般的であった。もっと実質をよく知って、しっかり評価してほしいが、投資家に分かってもらうのはなかなか難しい、と感じているかもしれない。でも、それでは経営者としては十分でない、と自覚する必要があるだろう。

・投資家は、経営トップに次のように質問してみれば、その経営者のレベルがすぐに分かる。PBR=ROE×PER であるが、①ROE はどのようにどこまで上げるのか。②PER は何倍が適正と考えているか、③PBR は算数では ROE×PER であるが、実はもう 1 つの独立変数としてみる必要がある。では、その PBR はどのように上げるか。

・これを短期ではなく、中長期的にどうみるか。ある意味でのデジタルツインである。経営者は、今の会社をリアルに経営している。それを資本市場では、同じ会社を資本市場に投射してきている。

・投射する時の尺度があって、その軸にそって測定できないと、デジタルツイン側の映像がぼけてしまう。ぼけてしまうと、投資家はその企業の価値がみえないので、投資対象とはならない。

・通常ぼけて見える会社には投資をしない。しかし、今はぼけているが、焦点を合わせようとする経営を行う姿勢がみえれば、投資家は株主となろう。

・焦点を簡単に合わせられるのに、それをやらない経営者がいる会社は、アクティビストに狙われる。こうすれば資本効率が上がる。ひいては株価も上昇する。でもやらないとすれば、大株主になって、強権を発動すれば、実現の可能性が高まる。それで儲けようという投資家がアクティビストである。

・アクティビストが入ってくることは、経営者にとって不愉快であろう。何らかの意味で、今の経営に文句をつける。そのやり方では問題があるといわれる。気分はよくない。

・ここからが力量が問われる。アクティビストの要求は、ほとんどがまともでないかもしれない。理不尽であっても、非合法ではない。合法的であっても、そこまでやるかという要求

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

であることが多い。

・では、彼らの要求に馴染めない理由は何であろうか。取締役会の議事録を見せろ、社外取締役を入れろ、社長を交替せよ、事業を売却せよ、大幅増配をせよ、大量自社株買いをせよ、MBOせよ、合併せよ、と大胆なことを実行しようと法的対応に訴えてくる。大半が株主総会での戦いとなる。

・彼らにとって、要求は一種のネタであって、必ずしも実現しなくてよい。本気で実践しようと動いてくる。株主総会での株主提案を通して、賛否を問う。一般投資家の賛同が得られて、それが多数（過半や3分の2）を占めるならば議案として通ってしまう。通らなくても賛成の比率が10%、20%、30%となってくれば、それは現経営陣にとって無視しにくい。

・この間、マーケットで話題となって、アクティビストの動きが材料となって株が上がれば、それに乗ってくる投資家もいる。株が上がってくればしめたもので、どこかで売り抜ければ、それで儲けることができる。彼らは、がっちり儲かれば、それでよしと出ていくことも多い。アクティビストがいなくなれば、一件落着であろう。

・この騒ぎは何であったのか、ということになりかねない。やはり、今の企業経営に隙があったとみた方がよい。1) 彼らに狙われそうなネタには十分備える必要がある。2) 彼らのアクションには是々非々で丁寧ながら敢然と立ち向かう必要がある。3) 普段からステークホルダーから一目おかれるような価値創造を実践する必要がある。

・価値創造に当たって、今のビジネスモデルが色あせているとすれば、次のビジネスモデルが輝くように、手を打つべきである。それができないなら、経営者は交替であろう。

・投資家は、投資を実行すれば、その会社の株主である。株主となったからには、中長期の目標を持ったアクティビストとして行動してほしい。会社によくなってもらい、株価を高めてほしい。

・一方で、企業は株主を選ぶ必要がある。自分たちに合わない株主には長居してほしくない。でも株主は全員アクティビストであるから、企業価値創造で成果を上げない限り、賛同は得られないであろう。

・アクティビストの視点で、変革を楽しむ投資家になりたい。大胆に変身できるような企業を見出して、そこに投資したいものである。

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。

のれんの償却をどう評価するか～問われる PMI (M&A 後の経営統合)

・売上高 500 億円、営業利益 100 億円の会社がある。売上高営業利益率は 20%と、利益率は十分高く、儲かっている会社といえよう。

・総資産は 600 億円、純資産（自己資本）300 億円の会社なので、自己資本比率 50%と財務体質もよい。純利益が 60 億円なので、ROE は 20%となり、この水準も極めてよい。

・PER は 15 倍で評価されそうなので、 $ROE \times PER = PBR$ として時価総額 900 億円が妥当水準とみられる。現状の時価は 500 億円なので、株価は割安といえよう。

・この会社が成長戦略として、200 億円の M&A を実施してある会社を買収した。この会社は売上高 150 億円、営業利益 10 億円、純資産 40 億円であった。

・のれん代は 160 億円、8 年で償却するので、年間ののれん償却は 20 億円となる。親会社の EBITDA（営業利益+減価償却）120 億円に対して、M&A を実施した子会社の EBITDA は（営業利益+減価償却+のれん償却）20 億円となる。

・連結すると、売上高 650 億円、営業利益 90 億円、EBITDA 140 億円、ROE15.9%となる。のれんの償却が 20 億円あるので、連結営業利益は 90 億円（100 億円+10 億円-20 億円）へ減ってしまう。ROE も 20%から 15.9%へ下がってしまう。EBITDA は 120 億円から 140 億円へ増えている。これをどう評価するか。

・日本の会計基準でなく、IFRS（国際会計基準）を採用すると、のれんの償却はしなくて済む。そうすると、営業利益は 110 億円、ROE も 19.4%となる。のれんを償却しない方が財務的な数値はよさそうに見える。

・では、のれんとは何なのか。買収する企業の価値をバランスシートに載っている財務数値より高く評価した。その評価した分を新しいバランスシートに反映させる。それは投資であるから、設備投資と同じように一定期間で償却していくのか。

・あるいは、新しく評価した価値は年々減っていくものではないので、償却する必要はない。価値が明らかに減価した時には、その時に減損として特別損失を出せばよいので、每期定期償却する必要はない。

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。

・のれん代の償却は必要か不必要か。投資家にはどのように見えるか。PL(損益計算書)派は営業利益を重視する。先の例では、のれんの償却で営業利益が減ってしまい、ROEも下がってしまう。ここに引っ張られて評価する。

・一方、CF(キャッシュフロー)派は、EBITDA(償却前営業利益)を重視する。のれんの償却といっても、実際のキャッシュが出ていくわけではない。重要なのはキャッシュインフローで、これは増えている。ROEもやや下がるだけにとどまる。よって、PL派よりは企業価値を高く評価しそうである。

・では、実際の株式市場では、どのように評価されるか。一律には判断できない。M&Aが中期的に成長戦略に寄与するのか、会社の狙い通りの成果が出るのか、M&A後のPMI(買収後の経営統合)がうまくいくのか、などによって、将来キャッシュフローに関わる財務的な数値の評価は分かれてこよう。

・アナリストとしての私の体験では、M&AはCFで評価すべき(将来キャッシュフローの現在価値を見る)としても、結構PL派に引っ張られているように感じる。それならば、日本基準をIFRS(国際会計)基準に替えて、のれんを償却しなければ、この問題はなくなるであろうか。

・新たな問題が発生しよう。M&Aで思うような成果がでない時、のれんについては一気に減損を行う必要が出てくる。将来CFを見積って現在のビジネスを評価する。ここには一定の予測を伴うので、経営陣によって、あるいは監査法人によって、評価の程度に差が出る。

・投資家にとっては、突然、ドスンと減損が発生するので、サプライズとなることが多い。キャッシュアウトは伴わないとしても、M&Aを実施した時の投資が、その時点で失敗ではないかとみなされる。

・しかし、どんなビジネスにも浮き沈みはある。内部成長を図る事業でも、外部成長として時間を買うM&Aでも、事業の成否、巧拙にはさまざまな経路がありうる。のれんの償却の良し悪しを一律に決めつけることはできない。

・M&Aは、日本企業にとって重要な戦略となっている。今や当たり前、どの企業もM&Aを行う。経験も蓄積している。よって、IFRSを採用しなくても、日本基準でものれんを償却しなくてよいような会計処理が一般化してよいと考える。

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

・日本の会計基準を変更して、例えばプライム上場企業には、のれんの非償却を義務付け、一律に比較できるようにする。スタンダードやグロースの企業は、のれんの非償却を選べるようにする、というのが望ましいと思うが、いかがであろうか。

・のれんの非償却が認められれば、M&Aは明らかにもっと活発になろう。投資家は利益の実態を見やすくなるので、企業に対する株式市場での評価も明暗がはっきりしてこよう。ポジティブな評価がより表面化してくることに期待したい。

MB0、する企業、される企業～大胆な革新に向けて

・MB0をする企業が増えている。なぜか。会社をよくするために、もっと大胆な手を打ちたいが、それが上場したままではやりにくい。制約にとらわれずに施策を実行するには、一旦非上場にした方がよい、という判断をする。こうする企業が増加している。

・MB0 (Management Buyout: マネジメント バイアウト) とは、企業の経営陣が自社の株式を買い取り、経営権を取得する手法をいう。上場企業の場合は、特定の大株主が株式を取得して、上場廃止になることがほとんどである。非上場になれば、上場している時よりも自由に経営ができ、企業価値が上げられるようになるという。本当だろうか。

・筆者がアナリストレポートを書いていた3社の事例を取り上げてみよう。1社目が、PCデポである。パソコン(PC)の販売会社であったが、早くから会員制のデジタルサービスに舵を切ってきた。それをサブスク型の会員サービス企業に抜本的に変身しようと決断した。

・店舗での商品売上げは一旦大きく減少する。会員からは月次のフィーをもらうが、これも最初は収入減となる。いずれ会員が増え、一会員当たりのサービス購入が増えてくれば、安定した収益が見込めるようになる。

・店舗は商品の売り場ではなく、会員がサービスを受ける拠点となるので、イメージが全く異なる。業績が一旦落ち込むことを覚悟して、新業態への転換を実行することとした。

・2023年5月にMB0を実行した。買収の主体は創業者である野島社長で、TOB公表前の株価299円に対して60%のプレミアムをつけた。MB0後は、新業態への転換を進めており、イメージを一新している。新ビジネスの拡大にも力を入れている。業績はMB0後予定通り大きく落ち込んだが、現在は回復軌道に入っている。いずれ再上場を目指すことになる。

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。

・2社目はフロイント産業である。薬の製剤機械で日本トップ、世界でも上位クラスに入る。世界5拠点を展開しており、日米伊中印で適所適販を目指している。医薬品の添加剤でも独自の技術を有しており、大型投資も必要となっている。伏島社長は創業者の長男で、この10年リーダーシップを発揮してきた。

・このユニークさが業績には十分反映されない局面で、アクティビストが主要株主に入ってきた。米国から中南米市場を開拓するという展開はすでに成果を上げつつある。イタリアからアフリカ、アジアの新興国を目指すという点でも、一定の地歩を有する。中国、インドには拠点を確立しており、これから拡大しようとしている。

・一方で、米中貿易摩擦の中で、拠点の活用にはフレキシブルな対応が求められる。国内では、新工場建設に向けて大型投資が必要になっている。次の中期計画では、業績が大きく落ち込むような積極投資を必要とする。

・これをやらないと、いずれ業績は伸びないことになる。上場したままでは、大胆な手が打ちにくい。投資家はリスクをとる経営判断に不安をもつかもかもしれない。ということで、MBOを決断した。

・TOB（株式公開買い付け）が順調に進み、上場廃止となった。昨年7月14日の株価766円に対して、公開買付価格は1085円と、42%のプレミアムがついた。アクティビストも了解したので、このディールは進んだ。

・MBO後は、グローバル展開と各拠点での供給体制づくりに一段と力が入ろう。業績は一旦落ち込むことが想定される。当社の場合、ユニークな存在なので、再上場を目指すかどうかは分からない。非上場でも十分活躍できよう。

・3社目は、レジルである。マンションに住む人が、マンション一括受電サービスを受けることによって、電気料金が安くなる。この事業で伸びてきたが、この電気に再生エネルギーを利用する。蓄電池を活用して、電気を貯めたり、外部に売ったりということで、エネルギー利用のフレキシビリティを高める。

・この分散型エネルギー事業を核に、グリーンエネルギーやエネルギーDXに事業を拡大している。M&Aにも積極的で、投資も増加が予想される。

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

・3年前に上場したばかりであった。しかし、創業者である大株主が、当社以外の事業に力を入れていた。レジルの経営陣は、創業者とは直接関係がなく、外部から中途で入ってきた専門家である。

・ベインキャピタルがリードするファンドが TOB を実施した。厳密に言えば、MBO(マネジメントバイアウト)ではないが、現経営陣がそのまま経営を継続する。買付価格は 2750 円で、TOB 公表前の株価に比べると、33%のプレミアムが付いた。

・上場したばかりなので、上場のメリットを活かし、事業拡大を図ることもできた。それでも創業者である大株主の意向を優先して、一旦上場廃止を行い、体制を強化する。ファンドが大株主となるので、現経営陣をリード役として、3~5年で再上場してくることになる。

・2024年のMBOは20社、2025年はMBO32社、ほかにTOBが80社であった。MBOが増加している要因は、1)資本効率の改善要求、2)事業再編のスピードアップ、3)成長投資の加速、4)株主還元の明確化などにある。

・上場していると、事業再編や成長投資はやりにくいのであろうか。一時的に業績が大きく落ち込んでも、次の成長に向けて投資を加速している企業はある。

・エクイティファイナンスを実施して、一時的に株数が増加して、一株当たり利益が希薄化しても、それを乗り越えるような成長を目指す。それが本来の株式市場である。

・業績が落ち込む局面で、株式市場がその企業を見捨てるようでは、MBOは増えてこよう。MBO後の事業再編に勝算があるのならば、上場したまま実行してもよい。しかし、それを許容しない市場であるならば、MBOは有効な手段であらう。

・MBOを実施する時の買い取り価格はどのくらいが妥当なのか。ここはかなり議論になる。現状の延長線としての将来がベースになる。そこから、手を打てばよくなるという将来をどこまで織り込めるか。ここがなかなか難しい。

・経営陣は自社を安く買いたいと思うが、少数株主はそれでは困る。フェアバリューのあるべき内容について、大いに議論してほしい。それが企業価値向上の将来につながるからである。MBOの後、再上場してくる企業も多い。数年後にどのような企業に変身してくるのか。大いに注目したい。

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。

日本製鉄の経営革新～黄金株は伝家の宝刀

・昨年9月に日本CFO協会の記念講演会で、日本製鉄の橋本会長（CEO）から経営改革について話を聞く機会があった。かつて、鉄鋼アナリストであった筆者にとっては、誠に興味深いものであった。

・橋本会長は、1979年に入社し、役員になるまでの30年は営業に従事し、その間トヨタを担当し、輸出業務も任務としてきた。役員になってからの10年は海外事業を担当してきた。会社の仕事は難しくない、まともなことを正面からやるべし。これをモットーにしてきたという。

・1970年以來、かつての新日本製鐵（新日鉄）は50年間成長せず、現状維持であった、という認識である。これを成長に挑戦する企業に変えていく。それにはDNAを変えていくしかないと決断した。

・自分の会社をみて、わが社は少しずつ変わっているという社員は変わりたい人であり、さほど変わっていないという人は変わりにたくない人かもしれない。

・新日鉄は、このままではつぶれてしまうかもしれないという危機感がスタートであった。予測できたはずの構造変化に手を打ってこなかった。一方で、都市化、工業化が進めば鉄の需要が増える。中国は10年で世界最大の鉄鋼生産国にのし上がった。ひいては、原料価格も大きく上がった。

・かつては米国のUSスチールがトップ、50年前は新日鉄が世界のトップであった。しかし、今や中国企業がトップである。その間、リスクをとってチャレンジしなかったから、競争優位は低下し、収益的にも厳しい事態に追い込まれた。

・どうするか。生産設備の効率化といっても、効果が出るのは2年後、すでに社員は疲れている。そこでコストアップには、まず値上げで対応することにした。製品を支える技術は技術者の数と質で決まる。これはトップクラスである。鉄鋼品質に見合った価格を実現するには、トヨタに値上げを要請し、不退転で臨んだ。前例にない強行値上げを実行した。

・会社を変えるにはトップダウンしかない。上からの独裁でよいという考えである。負け犬がしみついて、変える意欲がなくなっている組織はゆでガエルになりかねない。そこで自らが責任をとる覚悟で大ナタをふるった。

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。

・ガバナンスを変え、役員を減らし、組織を大括りにしてスリム化した。リーダーシップをいかに発揮するか。9割がフォロアであるとするなら、まさに熱量（パッション）でリードするしかない。長くは続かないので、2年で一気に変えるように実行した。

・単なる合理化は縮小均衡を招く。3カ年計画で合理化を図っても均衡には行きつかない。次の不均衡が生れてくる。3カ年計画はいつも計画倒れになる。サラリーマン企業であると、なぜできなかったかの説明は一流である、と橋本会長は語る。一番の言い訳は、前提が変わったからという。

・そこで3カ年計画はやめて、中期ビジョンを作り、そのもとで今年の勝負を計画として定めた。できないことはいわない。前例がないならやろう。産業と企業は別で、産業を語るのではなく、わが社をどうするかを定めるようにした。

・「もう一度世界の鉄鋼メーカーへなろう」とビジョンを定めた。1億トンの鉄鋼生産を目指す。中国企業を除いて、トップになる。成長がなぜ必要か。現状維持では目標にならない。もういいとは言わせない。拡大均衡しか道はない。成長して、幸せになる。このように定めたと強調した。

・動けばすぐに壁にぶつかる。その時、最も大事なことは、そこに大義はあるか。これを問うて、前進する。日本製鉄の鉄鋼製品は必須か。世界で高く売れるものを作っていく。コストアップに対する値上げは当然である。

・構造改革、値上げ、米国鉄鋼メーカーのM&Aはいずれも成長戦略の要である。米国に鉄鋼技術者は少ない。日本の技術者の投入が役立つ。その意味において、グローバルサウスでのM&Aも次の戦略となろう。

・原料調達から販売までのサプライチェーンを、事業戦略としては2軸でみていく。鉄鋼事業の海外部門を拡大していく。原料調達から販売まで商社機能では、上工程の原料も事業にする。ここを握らないと脱炭素でリードできない。また下工程では販売の主導権も必要である。日鉄物産の100%子会社化もそのためであった。

・米国市場にいかに参入するか。輸出はすでに厳しくなっていた。現地に新製鉄所を作ればいいが、許可を得るのは厳しい。現地企業の買収が政治問題になることは分かっていた。USスチールの競争力を高め、雇用を確保することは望ましいことであるが、これには同業他社本レポートは、独自の視点から書いており、基本的に会社側の立場に立つものではない。本レポートは、投資家の当該企業に対する理解促進をサポートすることを目的としており、投資の推奨、勧誘、助言を与えるものではない。内容については、担当アナリストが全責任を持つが、投資家の投資判断については一切関知しない。本レポートは上記作成者の見解を述べたもので、許可無く使用してはならない。

が反対した。自社が不利になることは避けたいからである。

・政治の介入に、大統領の判断も加わってきた。ガバナンスに関する黄金株（拒否権付き種類株）も日本製鉄サイドから提案した。議決権に関する種類株は1つの有力な施策であった。トランプ大統領が判断できるようにした。US スチールが元気になって、米国の豊かさに貢献できるのであれば、何ら問題ないという見方である。

・こうした経営革新はどのように実行するのか。組織というのは、いつも2・6・2のルールが働いている。改革マインドの人間と対話していく。しかも1対1の対話が大事である。1対1なら本音が出る。経営会議の資料も、従来に比べて下の役職でもみられるようにした。これも効果があった。

・2050年に向けて、地政学的リスクと脱炭素が日本製鉄からみた2大テーマである。これに対しては、1) 戦略的提携と2) 技術開発で突破していく。US スチールは日米戦略提携の重要な柱である。これからも次の戦略が動いてこよう。水素還元による鉄鋼の高炉生産は脱炭素のカギとなる。ここが確立できれば、世界で伸びていくことが十分できよう。

・日本製鉄のUS スチール買収は、1年半かけて2025年6月に完了した。141億ドル（約2兆円）のM&Aである。US スチールの歩留り（良品率）は約5割、日本製鉄は9割なので、生産効率の改善余地は大きい。

・日本製鉄のエンジニアは5000人、研究者は800人、これに対してUS スチールは同1000人、同50人なので、日本の支援によるレベルアップが見込める。

・橋本会長が語る日本製鉄の成長戦略は、投資家からみてもワクワクする。ハードルが高く、紆余曲折はあろうが、挑戦なくして成長なし。日本製鉄の新ビジネスモデル創りに注目したい。