

## ベル投資環境レポート

# サステナブルイノベーションの実現に向けて ～価値創造の源泉を開示せよ～

2023年3月28日

鈴木行生

## 目次

- |   |                                    |
|---|------------------------------------|
| 1. 開示が変革に結びつくように                        | 2. アナリストは高次元の追求を                   |
| ➤ GPIFのESG投資～開発と政策への対応                  | ➤ アクティビストのエンゲージメントとは～提案・要求に対応する道は  |
| ➤ GXへのイノベーション～トランジションをいかに進めるか           | ➤ アナリストの強みを社外取締役を活かすには～分析力から提言力へ   |
| ➤ サステナブルファイナンスへのパラダイムシフト～開示に向けたガバナンスの確保 | ➤ 社外取締役に何を訊くか～意思決定への貢献は            |
| ➤ ワークライフ・インテグレーションに向けて～スモールマスを活かす       | ➤ ソニーのクリエイティビティはどこに～共感、共有から情熱を引き出す |
| ➤ メガトレンドを疑い、違いを生み出す経営者とは～通説に惑わされない      | ➤ 創業者の思いを組織能力へ～永守イズムはいかに           |
| ➤ 「シウマイ物語」にみる地域ブランドの形成～ブランド作りの6か条       | ➤ スマートエイジングを求めて～賢い株式投資もその一助に       |
| ➤ 開示で何が変わるか～わくわくする会社へ                   |                                    |

## 1. 開示が変革に結びつくように

### GPIFのESG投資～開発と政策への対応

- ・昨年 GPIF（年金積立金管理運用独立行政法人）のチーフストラテジスト兼 ESG チームヘッドである塩村賢史氏の話を見聞した。GPIFは国民の年金のために100年というスパンで

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。

運用を考えている。

・運用資産は200兆円近いので、 $\alpha$ を追求することは難しい。よって、マーケットの成長そのものが重要である。

・今後、年金の積立額はどのくらいまで増えていくのか。いくつかのシミュレーションをしているが、中位の見方によると、2079年度で479兆円に達する。何と2050年より先にピークがある。つまり、GPIFにとって、2050年はそれほど長期ではない。

・年金をかけている被保険者のために、長期の利益を確保していく。ESG投資はそのためにある。「専ら厚生年金の被保険者の利益のため」が第一義的なので、1)インパクト投資、2)政策現実投資、3)ダイベストメントが優先されることはない。

・年金オーナーとして、株式の運用は全て外部委託される。GPIFは2022年3月で、ESG指数に基づく株式パッシブに12.1兆円、ESG債に1.6兆円（グリーン65%、サステナビリティ19%、ソーシャル16%）の投資を行っている。

・過去5年のパフォーマンスをみると、8本の株式パッシブは、いずれもインデックスとするTOPIXやMSCIACWIを上回っていた。

・気候変動に関連したS&P/JPX Carbon Efficient指数では、同業種のウエイトは中立（同じ）ながら、CO2などの情報開示に優れており、環境負荷（カーボンインテンシティ）の低い企業をオーバーウエイトしている。つまり、セクター内での負荷が低くなるようにしている。

・公益インフラセクターでは高インパクト企業への傾斜は大きくなり、ITセクターでは環境負荷が相対的にマテリアル（重要）ではない。 $\beta$ がよくなることが目標なので、ESG活動報告書を通して、GPIFの活動を見える化し、市場の底上げを図っている。

・ESG投資は、企業がアクションをとり、それが市場全体に浸透してきて、次第にパフォーマンスに結び付いてくるはずである。長期的に評価していく必要があり、そのための行動変容をうながしていく。

・カーボン・エフィシエント指数では、1)GHGの排出量の開示があるか、2)開示データに信頼性や網羅性があるかによって、ウエイトの加算を図っていく。

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。

・セクター内の浮動株調整時価総額をベースに 10 分位に分け、①情報開示をしていれば、+10%、非開示なら-10%、②負荷削減のインパクトを高、中、低の 3 段階に分け、インパクトファクターとして、高は×3.0、中は×1.0、低は×0.5 とする。

・よって、第 1 分位で、開示が十分ならウエイト 40% (非開示なら 30%)、セクター内での負荷インパクトが高ならば、 $40\% \times 3.0 = 120\%$ となる。逆に、第 10 位で、非開示ならば、ウエイト-30% (開示なら-20%)、インパクトが低ならば、 $-30\% \times 0.5 = -15\%$ となる。

・これによって、セクター内の重み付時価総額は大きく変動し、インデックス内に組み込まれるウエイトも上下する。同じインデックス買いでも、GHG に優れた企業には多くの買いが入り、劣る企業はその逆となる。

・GHG を CO2 に換算して、商品やサービスのライフサイクルアセスメント (LCA) による CFP (カーボンフットプリント) では、原料調達から廃棄、リサイクルまでの全体をみていく。

・この CO2 の足跡 (フットプリント) では、スコープ 3 がカギを握る、スコープ 1 (自社直接排出)、スコープ 2 (自社間接) は捉えやすいとしても、スコープ 3 (取引先の上流、下流) となると、その算定が容易でない。

・では、ポートフォリオの気候変動に伴うリスクを全体として、どのように捉えるのか。1 つの手法として、気候バリューアットリスク (CVaR: Climate Value-at-Risk) によるポートフォリオ評価について、塩村氏はコメントした。

・将来の気候変動がどうなるか。そのシナリオ次第でリスクは大きく変動する。NGFS (Network for Greening the Financial System: 各国金融当局ネットワーク) によるシナリオをベースに、1) 気候変動政策 (リスク)、2) 低炭素技術 (機会)、3) 物理的影響 (リスクと機会) に分けて、総合的に CVaR をみていく。

・気候変動によって、市場における一定期間の一定信頼区間での最大損失額を想定する。株式においては、やはり低炭素技術が資産価値向上のコアとなろう。日本が世界に通用する技術はどこにあるのか。

・今の強み、今後の技術開発投資、そのビジネス化、新ビジネスモデルの確立が優劣を決めよう。日本全体の底上げができるか。GPIF のポートフォリオは世界をみている。世界のマ本レポートは、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。

ーケットでの開発動向と政策の行方がカギとなろう。投資のヒントが得られる GPIF の動向には今後とも大いに注目したい。

## GX へのイノベーション～トランジションをいかに進めるか

・昨年 10 月に「TCFD サミット 2022」が東京で催された。GX（グリーントランスフォーメーション）の実現には、イノベーションとファイナンスが不可欠である。トランジション（移行）を進めることは容易ではない。

・気候変動のリスクに対応するだけでなく、それを機会ととらえて、イノベーションによって成長を目指す。この機会に着目しようというのが大きなテーマであった。

・TCFD には、世界 95 カ国で 3400 社の企業が賛同を表明している。日本は 1063 社が賛同しており、世界の 3 割を占める。TCFD はグリーンファイナンスの基礎となりつつある。これまでの自主的な対応が ISSB(国際サステナビリティ基準審議会)による活動に統合されて、義務化に向けた基準作りも活発である。

・金融における投資判断において、気候変動を考慮することは当たり前になる。しかし、その方策と活かし方になると、これから考えるべきことも多い。

・とりわけ、トランジションへのロードマップを作り、それを具体化するにはハードルが高い。資本が必要であり、それを引き付ける魅力も求められる。

・日本では、コーポレートガバナンス・コードの改定で、プライム上場企業には TCFD が事実上の義務化となった。開示の質の向上はこれからである。TCFD3.0 のガイダンスが公表されている。業種別の対応、スコープ 3 への対応は荷が重い。

・TCFD への対応は、企業にとってフラストレーションかインスピレーションか。ISSB のエマニュエル・ファーベル議長は問うた。双方の整合性はまだ十分でない。

・企業価値の創造にいかに結び付けるか。本当にサステナビリティを確保できるのか。社会的インパクトを考慮したマテリアリティについても、統合を図っていく必要がある。

・TCFD のフレームワークは、気候変動以外にも活用できるので、ISSB の基準作りにならなくてベースとなるし、すべての ESG トピックスにも応用できる、とファーベル議長は語る。

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。

- ・ISSBが1つの基準になっていく時、トランジションは推進されるのか。ファイナンスは機能するのか、トランジションが進むにつれて、これまでの資産が負の遺産として残ってくる。この座礁資産を吸収していけるのか。こうしたパスの克服が問われている。
- ・ISSBについては、かつてのIASBの時よりもハードルが高いかもしれない。先進国から適用を図るとしても、途上国はどこまで入るのか。先進的な大企業がリード役になるとしても、エネルギー関連企業、鉄鋼、化学などの製造業など、業種によって必要なイノベーションが異なる。
- ・中堅中小企業は同じように対応するのか。ISSBの基準は一律なのか、基準適用のフレキシビリティはあるか。それによって、公正さや比較可能性は担保されるのか。これから大いなる議論を呼ぼう。
- ・GPIFのような超長期の投資家にとって、気候変動のリスクは早晚インパクトが大きくなってくる。ネガティブなインパクトは消せないし、必ず顕在化してくる。
- ・実際、ウクライナ紛争によって、気候変動への対応も、エネルギー政策で揺り戻しが出ている。それでも、あるべき目標は揺らいでいないと、GPIFの宮園理事長は強調する。
- ・企業は今、「新たな仕組み創り」が問われている、とWBCSD(持続可能な開発のための世界経済人会議)のCEO P. バッカー氏は指摘する。自社のパーパス(存在意義)を再考する必要がある。社会に外部不経済をもたらしながら、自らの利益を上げていないか。
- ・ここを①気候、②生物多様性、③不平等、という3つの観点から見直し、開示していく。TCFD、TNFD、そしてTSFD(社会関連財務情報開示タスクフォース)への広がりである。
- ・その新システム作りには、トランスフォーメーションへのイネーブラー(可能にする人材と組織)が必要である。価値追求の規範を作り、ルールに基づいて政策を推進し、情報を的確に流して、新しい技術を盛り込んでいく。
- ・新しい資本主義とは、価値創造のスコープ(範囲)を広げて、社会的課題を解決して、しかもしっかり利益を上げていく企業行動を賞賛するエコシステムを作り上げていくことである。企業も革新的なビジネスモデルを創造しないと生き残れない。リスクをチャンスに変えるイノベーションを中長期的に評価していきたい。

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。

・このチャンスを機会としてしっかり特定してくれないと、投資家は評価できない。スコープ3には限界があるのか。責務（オブリゲーション）を背負っても、貢献（コントリビューション）は評価されないのか。企業と投資家のエンゲージメントは、その中身が問われている。

### サステナブルファイナンスへのパラダイムシフト～開示に向けたガバナンスの確保

・昨年10月に、東京サステナブルファイナンスフォーラムが開催された。気候変動などの社会的課題へ対応し、サステナブルな社会を作っていくには、そのための投資が必要となる。その資金調達をいかに実行するか。

・そのためには、サステナブルファイナンス（SF）の新しい仕組みを構築することが求められる。東京はこれを担う国際金融都市になることを目指している。

・地政学的リスクが高まり、ウクライナ紛争は長引きそうである。長引くにつれて、数百万人規模の犠牲者が出てくる可能性もある。戦争は仁義なき戦いである。何とか停戦を図る必要がある。

・コロナパンデミックはすでに日常化してきた。つまり、社会の耐性が高まってきたので、予防、治療を含めて、経済活動が確保できるようになっている。それでも、国によってはワクチンが行き渡っていない。ここでも格差が課題となっている。

・カーボンニュートラル（CN）を目指すには、莫大な投資を必要とする。EUは先行的に走ってきたが、ロシアからのエネルギー供給制約にどう対応するのか。

・ロシアへの制裁でウクライナを救いたい一方で、自分たちに必要なエネルギーはロシアからしっかり購入したい。そんなストーリーがうまくいくとは思えない。

・エネルギーを我慢すれば、生活水準は落ちてしまう。各国の人々にとっては、弱者ほど苦境に見舞われる。ウクライナを盾にした代理戦争には限界があろう。

・それでも中長期的にカーボンニュートラル（CN）は目指すべきである。とすれば、それを実現するための投資にファイナンスをつける必要がある。ファイナンスには必ず採算が伴う。投融資の資金は回収できるのか。金利は払ってもらえるのか。事業からの利益は投資に

---

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。



見合うのか。その信用は誰が分担していくのか。

・サステナブルファイナンス (SF) であるから、サステナブル課題に対応する案件に、優先的にファイナンスをつけて、その活動を促進させる。かといって、甘い条件で事業を推進し、元がとれなくなってしまうのは困る。

・インフラ事業として、長期の採算がみえないことも多い。そこで、国や国際機関が先行的に信用をつけ、それを呼び水にしていくことも必要である。実績の積み上げがないと、一定の信用は醸成されない。

・PRI (責任投資原則) の CEO である D. アトキン氏は、“tell me” から “show me” へ、もっと ESG の情報開示を進めてほしいと強調した。グリーンウォッシュ (見せかけのやっすり) をなくして、サステナビリティを支える本物のレポートが求められる。開示のあり方についても、ISSB (国際サステナビリティ基準審議会) において収斂が進もう。

・世界銀行財務局の A. ドール氏は、包括的アプローチを実践する。気候変動への対応に総合的に取り組み、CO2 にシャドー価格を導入して具体的に評価していく。世銀が気候変動のナレッジバンクの役割を担って、途上国をサステナブルにしていく。グリーンボンドからスタートして、サステナブルディベロップメントへ広げていく。

・社会的課題に対して、いかにインパクトのある投資を行っていくか。サステナビリティ追求の1つの成果であるインパクトを、明示的に評価しようという動きも始まっている。

・投資家であるファンドマネージャーサイドでは、パフォーマンスをリスクとリターンという2次元ではなく、インパクトを加えた3次元で評価する必要性も高まっている。さらに、評価に当たって、3次元パフォーマンスをいかに一元化するか。ここの数量化も極めて重要である。

・ブリッジウォーターのサステナビリティ CIO である K. カーニオルタンブル氏は、このインパクトを、SGDs の 17 項目の目標と整合的に評価する手法の開発が重要である、と指摘する。

・サステナビリティのに関するビッグデータを活用して、企業を評価する。しかも、世界の企業を同時に評価することを目指す。今は、足元のデータで現在の状況をみているが、今後は将来の姿を評価していきたいという。

---

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。

・金融庁の中島長官は、サステナブルファイナンス(SF)はすでに実行の段階に入っており、とりわけGX(グリーントランスフォーメーション)においては、トランジションファイナンスが鍵を握る。ここが新しい資本主義の柱の1つであると強調する。

・企業の開示については、1)コーポレートガバナンス・コード、2)TCFDの要請、3)有報における人的資本の開示などがリード役となる。市場機能の発揮では、1)ESG投資のプラットフォーム作り、2)ESG評価機関のガバナンスの確保や行動規範の順守が一定の役割を果たそう。

・金融機関にとっては、1)自らの機能を発揮し、2)ガバナンスを支援し、3)トランジションの遂行をビジネスチャンスとして、4)サステナビリティを追求することが使命となる。

・ここで、本来の投資収益と社会貢献を、どのように両立していくのか。ソーシャルボンドの役割、インパクト投資の拡大策などについて、今後とも検討を進めていくと語った。

・伝統的ファイナンスモデルが、サステナビリティを取り込むことによって、新しいファイナンスモデルに変容していく。その時、サステナビリティファイナンス(SF)モデルは、従来のモデルの一部を代替するのか。大半を代替していくのか。SFモデルの台頭はまだ始まったばかりである。これからの発展と実践に注目しつつ、参加していきたい。

#### ワークライフ・インテグレーションに向けて～スモールマスを活かす

・新しい動きが始まっている。昨年視聴した経営者の話をいくつか取り上げてみたい。

・Web3で世の中はどうかかわるのか。新しい資本主義にどんなインパクトを与えるのか。資本主義による格差拡大は、豊かさを実感できない人々にとってネガティブである。民主主義でなくても国力が高まっている国々がある。いかに共存していくのか。対立ばかりが目立つようになっている。

・Web1では、メールを見ることができ、検索が便利になった。Web2では、SNSに書き込むことができるようになり、ECで買い物ができるようになった。Web3ではメタバースが広がり、クリプトアセット(暗号資産)でNFTを所有できるようになる。Web2では、GAFAMが世界を席巻したが、Web3では新しいプラットフォーム企業が台頭してきそうである。

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。



・企業経営に求められるのは、新しいスタイルである。ステイクテクノロジーズの渡辺創太 CEO は、Web2 で日本企業はかなり敗退したが、Web3 では、いきなり世界に打って出る気概が必要であると強調する。

・スーツでマラソンは無理、ランニングシューズを履いて世界で勝負する。世界で通用するところをみせて、日本に帰ってくるような展開を図るべしという。そのためには、自立分散型の組織 (DAO) でないとフレキシブルに動けない。株式会社が最適かどうかとも問われると指摘する。

・リップーカラワチのジョン・リアディ CEO は、インドネシア経済の勢いを強調する。イスラム教の国だが、民主的な動きをみせて、過激さをコントロールしている。独立 100 周年の 2045 年には先進国の仲間に入ろうとしている。人口は 2.8 億人、平均年齢 29 歳 (日本は 48 歳)、多くの人々が、生活がよくなっていると初めて実感している。

・今は企業家精神が溢れており、スタートアップが続々と登場している。消費者はどんどん変化している。リップーは現在、商社と不動産ビジネスを軸にする。日本企業は長期的コミットメントで貢献するならば、ビジネス機会 (オポチュニティ) はいくらでもあると語った。

・Grab (Grab) の共同創業者タン・フィリン氏は、コロナ禍を経て、東南アジアのデジタルトレンドが一気に進んだとみている。5 年分が 2 年で進んだ。経済・社会の不平等、ギャップをスマホが解決してくれる。

・SME (中小型企业) が国全体の 97% を占めるので、彼らへのサービスがカギを握る。Grab は、ここにフォーカスする。東南アジアのスーパーアプリとして、ユーザー、カスタマーの経験を磨いていくと強調した。

・日本の経営者はどうか。日本 IBM の山口社長は、「ワクを超えて」と社員に語っている。2019 年に社長に就任したが、会社が明るくなったという。なぜか。自分が社長として、何を考えているか、何でも話すようにした。これが社員に安心感を与えている。社長が何を考えているかが分かれば、信頼できる。

・社長が日本人で、SE 出身である。時代は DX、マーケットはアメーバのように変化している。今までのやり方ではついていけない。同調や経験依存では対応できない。これまでの IBM は、ロール (役割) とリスポンシビリティ (責任) を重視して、これをやるべしと指示して

---

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。

きた。

・もっといろいろやりたいのに、それができない。顧客をみていない。もっとワクを超えていく必要がある。DXは経営のためにある。ここが本筋である。「～と本社が言っている」ときくと、山口社長はカチンときたという。では、「あなたはどうしたいのか」、自分で考えよ、自分で提案せよ、その方が楽しいはずであると考えた。

・リーダーシップは透明性と公平性にある。外国企業だから、外人だから、日本人だからというアンコンシャスバイアス（無意識の偏見）にとらわれてはならない。多様性とは、様々な意見を取り入れて、イノベーションを起こし、社会の使命を果たすことにある。

・リスクリング（再教育）は、今までのスキルを否定するのではない。守るべきスキル、変えるスキルを見極めて、絶えず勉強しなおしていく。社長自らAIをリスクリングし、量子コンピュータを勉強しているという。

・テクノロジーは冷たくない。あたたかいテクノロジーで、新しい事業をクリエイティブしてきたいと語った。

・星野リゾートの星野氏は、これからの旅は、スモールマスになると強調した。昔の団体旅行が個人旅行に変わった。マイクロツーリズムが主流となった。この20年、さまざまな個人の旅が広がってきたが、ここにきて修正が必要になっているという。

・リゾートは、開発、所有、運営という役割分担があるが、星野リゾートは運営のみに特化してきた。そのため、オーナー（投資家）とつき合う必要があった。常に成長のスピードが求められ、借金をしないことが原則であった。

・現在は、新規開発してリートにもっていくことも多い。前工程はファンドが担い、エグジットはリートへ、星野氏は運営に責任をもつ。そこでは、働く人々の自立的アイディアとサービスが最も重要である。

・人々は自分のニーズに合った旅を選びたい。BEB（ベブ）は「居酒屋以上 旅未満」の施設で、みんなでルーズに過ごすホテルがコンセプトである。

・ペットと一緒に過ごせる施設もスモールマスである。5785万世帯の10%にペットがいる。スモールな特殊なニーズであるが、565万世帯というマスである。犬は、もはや番犬でなく、

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。

愛玩犬であり、家族である。一緒に行って楽しく過ごしたい。ドックランと露天風呂が双方ともあるという施設がうける。

・北海道のコンビニ、セイコーマートは道民に愛されている。カード会員も500万人ほどいる。このセコマカードと連携して、星野リゾートを使うとポイントがつくようにした。なぜか。道内の旅行は、道内の人々が動いている。本州などから来る人々よりも多い。ここに確固たるスモールマスがある。

・若者は、ダイナミックプライシングを好まない。この層もスモールマスである。価格が需給で変動するという今の動きに対して、いわば価格コンシャスは嫌という世代である。BEBは価格をフィックスしており、これがうけている。

・富裕層はどうか。実は富裕層というセグメントはないという。お金を持っているという概念は危険で、そこで何を狙うのかを特定していないと意味がない。セグメントというのは、同じニーズがベースである。

・今からインバウンドが戻ってこようが、コロナ前のピーク時でもインバウンドは全体の15%であった。85%は日本人の国内旅行である。しかし、2025年以降団塊の世代が後期高齢者となり、旅行が次第に無理になってくる。一方で、20代の旅行参加率が減っている。ここが目の付け所で、若者の国内旅行にフォーカスしたいと語る。ここもスモールマスになる。

・このように、経営スタイルの変容、Web3のインパクト、新市場の創出など、まさにワークライフ・インテグレーションが次のビジネスとなる。そのための人材育成、新たな投資機会の台頭に注目したい。

### メガトレンドを疑い、違いを生み出す経営者とは～通説に感わされない

・ウクライナ紛争でエネルギー不足が懸念された。サウジアラムコのアミン・ナセルCEOはどうみていたか。今般のエネルギー不足は、ロシア・ウクライナ問題以前から、課題を内包していた。

・石油、原子力から代替エネルギー一気にシフトしようとした。十分な移行計画が練られていなかった。代替エネルギーでいけると思ったのが早計であったと指摘する。

---

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。

・石油依存を減らすという政策が実行されたので、当然石油関連への投資が抑制された。投資不足の中、ウクライナ問題で増産を求められても急には対応できない。上流工程への投資は世界で半減していた。すでに投資は拡大に入っているが、対応には数年を要する。

・これからの投資は、カーボンニュートラルと両立させていく必要がある。ただ、その移行期については、現実的な視野で手を打つ必要がある。

・アラムコでは、原油生産を 1200 万 B/D から 1500 万 B/D へ能力アップを図るが、さらに +100 万 B、ガスの生産も +30% を目指す。CO2 の回収、貯蔵にも力を入れる。ブルー水素も引き取りの契約をベースに生産を目指す。

・アンモニアと水素の生産拡大を図る。ブルー水素は 250 /B で長期契約してくれるなら対応するという。グリーン水素は 400 /B レベルが求められる。量産プラントを作るには、15 ~20 年はかかる。

・ケミカルの成長は、あと 10 年続くとみている。400 万 B/D は化学品に転換して付加価値を高める。アラムコの社員の平均年齢は 35 歳、女性も増えている。世界最大のエネルギー企業として、信頼できる顧客を大事にして、安全な文化を創っていくと語った。

・ブラックストーンのスティーブン・シュワルツマン CEO（会長）は、グローバル化に制約が入り、経済社会のデカップリングが加速するとみている。

・エネルギー危機は、移行計画を十分持たずに、グリーン化を進めた結果、ウクライナ紛争でバランスが一気に崩れた。インフレとの戦いは、過去 15 年で初めてのことであり、ドラスティックな変化が起きている。一方で、イノベーションも生まれている。

・コロナパンデミックを乗り越えて、これからはもっと経験を積みたい、旅に出たいという人々のニーズが高まってくる。旅行やレジャーが伸びるとみている。

・シュワルツマン氏は、自分のライフストーリーを振り返って、ものごとのパターンを見つけることが得意であると語った。意味のないデータからパターンを見出し、トレンドを見出す。そして早めに乗る。実際、1990 年~92 年の不動産危機で、初めて不動産投資を本格化させた。今や世界最大の不動産企業になっている。

・毎日悩み、毎日学んでいる。過去に大きな失敗もした。流通センターへの投資で大惨事を  
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。

招いた。原因は、投資のプロセスが十分でなく、冷静な評価ができなかった。以来、失敗しないと決めた。ブラックストーンという社名は、トゥームストーンの墓石に対して、黒は死を意味するので、その戒めを社名とした。

・日本は興味深いマーケットで、これからも不動産の分野で投資を拡大するという。不動産では、PE を活用したホテル、オフィス、倉庫などへの投資を継続する。個人投資家向けの商品を広げることも実践していく。

・アントレプレナーによるイノベーションは、米国、中国、インドで起きている。スタートアップには経験が必要である、若い人は自信があってもスキルがない。チャンスを見つけても、いきなりプロから投資を受けるなど警鐘を鳴らす。

・まずは、自ら実験してみる。プロダクトが売れるか。投資に乗ってくる人はいるか。そのニーズをしっかりと掴むことが重要である。すべてが思い通りにはいかない。失敗すると感情的になって、精神的な落ち着きを失いがちである。しかし、大事なことは、失敗への準備も怠らず、そこから学ぶことである。

・失敗しても、そこから学んで、他人と違うことをやり続けることである。こう語った。とかく地政学的リスクなど大きな変化に直面すると、通説に惑わされがちである。一方で、経営者は絶えずメガトレンドを見据えながら、他者と違った手を打っていく。ここにイノベーションがある。

・こうしたイノベーションの連鎖がサステナビリティをリードする。それを支える仕組みがESGなので、ESG が先にありきではない点にくれぐれも留意したい。

### 「シウマイ物語」にみる地域ブランドの形成～ブランド作りの6か条

・時々未上場企業のトップの話聞く。上場企業とは違った経営の味がある。9月に、日本公認会計士協会の研究大会が横浜で催された。崎陽軒の野並会長（73歳）の記念講演に会場で参加した。「シウマイ弁当」がどのように作られたのか。いくつかのエピソードからその特徴を考えてみたい。

・コロナ禍で、崎陽軒の売上高は一時-60%となった。だんだん戻ってコロナ前に今一步のところまで来た。シウマイ弁当は、コロナ前1日2.8万個作っていたが、これが2.1万個までダウンした。徐々に回復して3万個に戻っている。

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。

- ・崎陽軒は明治41年(1908年)の創業である。いかに銘産品を作るか。小田原のかまぼこ、静岡のワサビ漬けに対して、横浜には中華街があって、焼売が評判であった。しかし、当時の焼売(豚肉)は冷めると美味しくない。
- ・そこで、冷めてもうまい焼売を作ろうと考えた。いろいろ試行して、ホタテの貝柱に行きついた。これを入れるとマスキング効果で、冷めてもうまいものとなった。
- ・崎陽軒の軒は、軒先で商売をするという意味である。横浜駅に出ていったが、思ったほど売れない。シウマイ娘で宣伝し、それで人気を集め、ようやく認知度が上がった。
- ・昭和29年(1954年)に「シウマイ弁当」が発売された。焼売は、かじっても落ちないように小粒にした。ご飯は蒸あげにして、焦げを出さないようにした。木の折に詰めて、お櫃の効果をもつようにした。筍煮を入れて味わいを広げた。
- ・平成15年(2003年)に横浜工場を建設したが、この工場を観光工場とした。従業員からは反対もあったが、観光ツアーとして、弁当作りのプロセスを見学できるようにした。これが人気となって、社員も張り切って働き、見られて知られることがインセンティブとなった。
- ・焼売の消費支出を地域別にみると、横浜が全国トップである。餃子への支出よりも多い。横浜市民378万人、177万世帯に対して、年間2440円を支出している。43億円の規模である。今やソルフードとなっている。
- ・事業としての教訓として、野並会長は6つあげた。1)商品の違いをはっきり出して差別化する、②地域に根差したローカル色を特性とする、③ニッチに徹する、④ハンディやピンチを好機へのバネにする、⑤TVなどフリーのパブリシティをうまく活用する、⑥明確な事業範囲を定めて、例えばリゾートなどに手を広げなかった、ことである。
- ・弁当箱へのこだわり、味の地域性への広がり、弁当の多様性の追求(季節、催事)などを続けている。よくみると、東京工場と横浜工場のシウマイ弁当は、中身は同じでもパッケージが異なる。シールでくるんでいるか、紐で結んでいるか、という違いがある。
- ・一時、マグロが手に入らず、鮭を使ったことがあった。これが人気となったので、マグロに戻した後も、秋の季節弁当には鮭を使うことにした。

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。



・野並会長は、地域ブランドを創る要諦、6か条もあげた。①地域の誉、②地域限定、③地域の文化・風土と一体、④安心・安全が見えて分かる、⑤地域の価値を引き立てる、⑥地域の人たちが日常的に消費する、ことである。

・名物にうまいものなしではなく、観光客だけに依存するのではなく、地元の人々が商品・サービスを日常的に利用してくれることが根本であると強調した。まさに、その通りと実感する。

・31年間社長を勤めた後、今年（令和4年）会長となった。32年前、1年後に社長にすると先代に言われた。専務の頃から心構えはできていた。次の時代に向けて、創業100年に当たって、経営理念を新しくした。その心は、1) 優れたローカルブランド、2) 名物名所創り、3) 心も満たす、にあった。

・実際、ローカルブランドにこだわり、ナショナルブランドは目指さない。例えば、コンビニ弁当はやらない。かつての大分の1村1品運動や、アルゼンチンのタンゴのようなもので、ローカルを追求する中で、インターナショナルになればよいという考えである。

・常に挑戦して、名物名所を作り続ける。シウマイ弁当を守ればよいというだけではない。伝統は、先人が目指したものを自分たちも作り込んでいく。

・食を通じて、心も満たすことを目指す。シウマイを食べると、さまざまな思い出が蘇ってくるという反応も、心に結び付いている。

・では、何をどう追求するのか。変えやすいものから変えてはならない。変えにくいものから変えよ、という。この逆をやると、変えてはならないものを、変えてしまうかもしれないからである。

・弁当の具はどうか。エビフライ、レンコンなど、かつて挑戦して課題を残したこともあった。弁当を食べるターゲットは誰か。量が多いのか足りないのか。季節の弁当の彩はどうか。材料、エネルギー、物流費などが高騰している。10月から値上げも実施された。これからも工夫は続こう。

・地方創生が注目され、ふるさと振興も大きなテーマである。どの地方にも地元の特産、名産があるし、これから作っていききたい。「シウマイ物語」が創り出してきた経営の6か条、地域ブランド6か条は、胆に銘じたい。このことは、上場会社のサステナビリティをみる時

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。

にも大いに参考になろう。

## 開示で何が変わるか～わくわくする会社へ

・四半期開示は本当に必要か、という議論がなされてきた。アナリストとしては、当然必要である。会社の状況を3か月に1度はきちんと知りたい。年に4回、定期的に対話していると、変化を適切に知ることができる。

・会社によって、局面によって、大きく変化する時もあれば、全く変化がない時もある。変化がないというのも重要な情報である。ある会社は、第4四半期に1年間の利益のほとんどが計上される。1Qから3Qまでは通常赤字である。このような会社の四半期開示は、季節性からみて必要ないともいえる。

・あるいは、大型取引がいつ実行されるかによって、1Qから4Qまでのどこかで業績が大きく出て、あとは少ないという会社もある。こういう会社の前年同期比はさほど意味を持たない。

・ところが、株式市場では、短期業績の変動を表面的に追いかけて、プログラム売買する投資家がいるので、四半期ごとの赤字や前年同期比の増減率が株価変動に影響する。

・そんな短期的な変動は気にしなくてよい。もっと中長期に力を入れよといっても、日々の変動は誰でも気になる。短期指向が助長されかねない。

・情報は効率的にマーケットに織り込まれるというが、必ずしもそうではない。会社が情報を発信してもなかなか投資家に届かないことも多い。株主に四半期に1回、現状を知らせるという意味で四半期開示には意味がある。

・今回は金商法上の四半期報告が1Qと3Qについては、廃止されて、四半期決算短信に一本化される。通常の投資家にとって、特に弊害はないとみられる。

・では、昔のように半期に1回の開示にしたらどうであろうか。当時を振り返ると、それでもさほど支障はなかった。なぜか。会社にインタビューしていれば、直近の状況が概ね把握できていたからである。まめにインタビューしているアナリストに情報は集積され、分析に活かすことができた。

---

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。

・これが、フェアディスクロージャーが強化され、事業活動がグローバル化してくると、半期ではサプライズが大きくなる。それを避けるという意味で、四半期開示は継続された方がよい。

・有価証券報告書(有報)はどうか。投資家は本当に読んでいるのか。これに対しては、同じフォーマットで、ルールに基づく情報が記載されていることは、絶対に必要であり、投資家は必要に応じて読んでいる。

・必要な時に、いつでも参照できるというメリットは極めて大きい。筆者の場合は、1Qの面談の時に、前期の有報を詳細に読み込んで、そこで疑問に思ったことを詳しく議論している。

・次回の有報が出される6月から非財務情報の充実が図られる。1) サステナビリティ情報の記載が新設される。ここでは、①ガバナンス、②戦略、③リスク管理、④指標と目標の開示が求められる。ガバナンスとリスク管理は必須、戦略と「指標と目標」は重要性の判断次第である。

・2) 人的資本では、人材育成の方針や社内環境整備の方針が追加される。3) 多様性では、男女間の賃金格差、女性管理職比率、男性育児休業取得率が追加される。

・コーポレートガバナンスでは、取締役会の機能発揮として、取締役会、指名委員会、報酬委員会の活動状況の記載が追加される。

・こうした開示が企業の価値向上にどれだけ意味を持つか。投資家にとって、投資判断上の有意な情報となるか。これらの情報をベースに、企業との対話で、企業の実態が把握できれば具体的に活用されそうである。

・コーポレートガバナンスをよくすると、企業の成長力が高まるのか。サステナビリティを充実すると、企業の価値はより高まるのか。これは、経路をよくみていく必要がある。漠然と関係がありそうだ、というだけでは企業も投資家も本気にならない。

・よい社長を選ぶ仕組みがしっかりしているか。リスクテイクに戦略上の合理性は本当にあるのか。社外取締役にもっと資本市場が分かった人材を入れるべきである。こういう点をよくみていきたい。

---

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。

・サステナビリティを支える仕組みが ESG である。SDGs の社会的価値に貢献することがその企業のパーパスに結び付く。では、それでもっと稼げるようになるのか。人的資本を充実したら、中長期的にもっと稼げるようになるはずであるが、その蓋然性(確からしさ)を納得させるのは容易でない。

・社会の価値と企業の価値を同期化するところに SX(サステナビリティ トランスフォーメーション)の本質があるといわれる。では、どうやって実践するのか。その方策が、伊藤レポート 3.0 と価値協創ガイダンス 2.0 で議論されている。

・カギは、いろいろ言われるから嫌々対応するのではなく、しっかり対応して価値創造になるまで、徹底的に追求することであろう。中長期の価値を創っていく仕組み(ビジネスモデル) 創りこそ、経営者にとっての醍醐味、それに情熱をもって取り組むには、社員はもちろん、まわりのステークホルダーも巻き込んでいく必要がある。

・それをワクワクする気持ちで励んでいる会社はみていると、こちらも楽しくなる。何よりも大事なことは、いくつかのものまねから始めても、自社の強みを活かしていくと、次第にわが社独自のストーリーになってくることである。こうなれば、しめたものである。

・このストーリーがインパクトを持つ。投資家が、投資したくなる根幹はここにある。「開示で会社は変わる」、これを実践する会社に注目したい。

## 2. アナリストは高次元の追求を

### アクティビストのエンゲージメントとは～提案・要求に対応する道は

・昨年、3D インベストメントパートナーズは、富士ソフトに社外取締役として 4 人の独自提案を行い、2 人が承認された。富士ソフトの経営にどんな問題があったのか。

・彼らの分析レポートをみると、1) 一定の収益をあげていても資本効率が著しく低い、2) もっと事業の収益性を高めるポートフォリオ戦略がある、3) それを担うガバナンスを強化するために社外取締役を独自に提案した、ということである。

・3D は株式の 20%超を保有して、筆頭株主となっていた。取締役会の専門性と独立性をもっと高める必要がある。こうした提案はもっともらしい。システム開発会社がこれまでの収  
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。

益で自社ビルを所有し、これを利用することは投資効率がよくない。ここをどう説明していくのか。さらなる改善が求められよう。

・RMB キャピタル、ダルトン・インベストメンツ、AVI などのアクティビストの話聞く機会があった。あるアクティビストは、監査等委員会設置会社に反対してきた。なぜかといえば、指名・報酬委員会がないのでガバナンスが十分機能していない。日本では「攻めのガバナンス」がテーマとなってきたが、海外からみると必ずしも評価にされなかった。機能が徹底していないからである。

・東証の市場再編も大きなインパクトはなかった。上場基準を上げるといっても大きな変化はおきていないが、上場企業は対話を受け入れるようになってきた。課題はあるが、よい方向になりつつある。しかし、対話を通じない会社も多いという。

・アクティビストは、1) 低PBR、2) コングロマリットディスカウント、3) キャッシュリッチ、4) 経営陣の争いや不祥事、5) 親子上場や敵対的M&Aなどに投資機会を見出す。

・アクティビストは、よい経営になる会社を発掘して投資する。その会社がどのようなステージにあるかは、さほど重要でない。どのステージ、どのサイクルにあっても企業価値創造はできる。それが十分でない会社があれば、改善によって価値は上がる。ここにエンゲージメントしていく。

・よい経営は、経営者のリーダーシップ次第で、結局は経営者に投資することになる。よって、ガバナンスが大事になる。よい経営者の選定がカギを握るからである。日本では、CEOを支えるCFOの地位が低い。その資質も十分鍛えられていない。日本企業はROICが低い。これを上げるには、よい経営者を選ぶ必要がある。そのためのガバナンスである。

・企業は、ターンアラウンドできるのか。決め手の戦略を実行せず、漫然と怠慢の経営を続けていないか。こういう企業をアクティビストは狙っている。結局、日本には経営のプロが少ない。①プロの経営者になること、②プロの経営者を育てること、③それを選ぶこと、④交代させること、が問われている。

・アクティビストはどんな要求を突き付けてくるのか。単なるいいがかりか。ちょっとした不都合を過大にとりたてて、マーケットでの値上がり益を短期的に狙っているだけなのか。アクティビストは、ハゲタカかハイエナか。弱った企業を食い尽くそうとしているのか。

---

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。

・米国では尊敬されているアクティビストも多い。アクティブ運用はパッシブに勝てない。勝つには、不合理な会社を立て直して、そのパフォーマンスでがっちり稼ぐ必要がある。まともなアクティビストが運用するファンドには、大手も年金基金も積極的に資金運用をまかせる。アクティブ運用ではアクティビズムが当たり前でもある。

・では、アクティビストは、どんなアクションをとるのか。割安株の5~10%を所有して、株主提案を行う。ここでモノを言う。その提案がまともなら、既存の株主の賛同も得られる。

・これによって、会社のマネジメントにプレッシャーをかける。経営陣はこれまでと違った意思決定で経営効率の改善を図るようになる。それがまともであれば、株価は反応する。経営トップの行動変容をおこせるかどうか最も重要である。

・アクティビストの提案は、企業の弱点をついてくる。強みを活かして、弱みは減少させようとする。甘えは許さずに、思い切った手を打たせようとする。一方で、中長期といいながら、目先の効果を狙うことも多い。

・できるところからやるとすれば、短期指向となる。もうからない事業はすぐにやめて売却せよ、現金が余っているなら配当や自社株買いで還元せよ、社長を交替させよ、社外取締役等に特定の人をいれよ、など今の経営陣にとって不愉快な提案がされることも多い。

・ソニー、セブン&アイ、花王、ファナックなどに対しても、グローバル企業と比べて違っているところを突いてきた。これに的確に反論し、内実をみせると同時に、指摘された点で妥当なところにはきちんと手を打っていく必要がある。手を打つことで、企業価値が上がることも多い。

・株式の持ち合いはやめよ、買収防衛策はやめよ、経営陣の株式報酬のウエイトをもっと上げよ、などさまざまな提案が出される。要求が株主の短期的利益のみを最優先しているのか。経営陣が従来からの延長線上のなまぬい経営を続けて、中長期の企業価値向上を図っていないのか。ひいては、それが今の企業価値を破壊していないか。

・アクティビストが提案してきそうなことは、ほとんど分かっている。それを十分認識しているか。手を打つべく準備をしているか。すでに手を打って、成果が出るのを待っているか。どのレベルにあるのか。必要に応じて開示していけばよい。

・最も困難なことは、今の経営トップでは、会社のカルチャーを壊すような厳しい手は、分

---

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。



かっけていても打てない時があるろう。この時、もしトップの資質が十分でない自ら分かればよいが、そうでない時は取締役会のガバナンスを機能させる必要がある。これが難しい。

・日本の株式市場を取り巻く社会経済に、魅力はあるだろうか。そこでがんばる企業に投資をしたい。一方で、なまぬい企業は、覚醒させる必要がある。ポテンシャルがある企業は多いので、まともにやればターンアラウンドする企業も多い。アクティビストに言われなくても、自ら動くことが求められよう。

・アクティビストに狙われないように、戸締りをしっかりせよというだけでは何の役にも立たない。3年、5年かけてもよいから、ビジョンをかかげ、具体的な実行戦略を打って、その進捗を開示していく。そうすれば、狙われることはない。別の言い方をすれば、洗練された投資家に株主になってもらいたいものである。

#### 社外取締役は何を訊くか～意思決定への貢献は

・「投資家との対話」という時、投資家は社外取締役に何を訊きたいのだろうか。社外取締役の活動や意見を知りたいと思ったら、統合報告書が役立つ。社外取締役のコメントが載せられていることが多い。

・アナリストとして、投資対象としての会社を分析する場合、私はまず決算短信をみる。統合報告書を読む。個別に知りたいことも含めて、有価証券報告書をみる。その上で、執行サイドにインタビューする。その時、社外取締役の活動についていろいろ訊くことにしている

・短信では、 $PBR=ROE \times PER$  にフォーカスして、B/S、P/L、C/F の財務データをみる。例えば、ROE 8%、PER 10 倍なら PBR は 0.8 倍である。どうやったら ROE が 12% になるか。どうやったら PER が 15 倍になるか。

・さらに、どのようにして  $PBR=1.8$  倍を実現するのか。非財務情報に戻して可能性を探っていく。ここで、ESG が重要になり、G が決め手となる。その上で、株価が 2 倍になるくらいの妙味が見いだせなくては、アクティブ投資の醍醐味はない。

・統合報告書では、CEO、CFO メッセージが最も大切であるが、社外取締役に取締役会をどのように監督しているかも、会社の強さを知る上で、極めて重要である。サステナビリティの軸は ESG にあるので、E を支えるガバナンス、S を支えるガバナンスも同時にみていく必要がある。

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。

・筆者は数社の中小型企業の社外取締役をやっているが、社外取締役として投資家と対話したことはない。そこまでのニーズがないと思われる。

・セルサイドのアナリストが、社外取締役の私に面談を求めてきたことがあった。その時はIRの責任者が同席した上で、私にアナリストとして会社をどうみているかを聞きたい、という話になってしまった。これでは、立场上答えようがない。取締役会での活動を説明するにとどめた。

・では、社外取締役は企業の中で、どのような活動をしているのか。講演を視聴した3名の方から、参考になることを取り上げてみたい。

・エーザイの社外取締役である三和氏（明大教授）は、サステナビリティへの貢献を強調した。企業の価値創造とリスクをいかに捉えるか。People、Planet、Profitの3つのPに関する価値創造において、自らの活動が‘何をもたらしたいか’を真剣に問うていく。もたらしたいことを、あるべき姿と定めて、その実現に向けて活動していく。ハードルは高そうだが、エーザイの執行サイドもそれを求めていると推察する。

・リクシルで社外取締役を務める松崎氏は、取締役会議長である。ユニカミノルタで技術戦略を担当、社長、会長（取締役会議長）を経て、現在は特別顧問である。会長は非執行の議長である。

・社長の時は、取締役会から監督される側、会長（議長）の時は監督する側にまわった。社長の時に、けむたいこともあったという。しかし、しっかりチェックされていることが分かって納得した。

・議長の時は、会社のことがよくわかっているので、監督という立場で議論をリードした。持続的成長を目指すために、社長の思い通りにいかないこともありうる、という仕組みが重要であると強調した。

・取締役会は、①誰に経営を託すかを定める、②経営の基本方針をしっかり定める、③内部統制のあり方を承認する。その上で、具体的な舵取りは執行サイドに任せる。

・では、取締役会を機能させるには、どうしたらよいのか。まずは、監督と執行を分けることである。監督で、最も大事なことは、「oversight」であるという。見落とすことなく、気

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。

づきを得ることができれば、執行サイドはマネジメントに新たなインセンティブがわく。

・ちょっと待つという雰囲気で、スピード感、方向感を合わせていく。リスクに気付いて、スピードのずれを調整していく。こうなれば、リスクをとって攻めることができる。

・では、取締役会で、社外取締役は本質的な意見を言えるか。その意味において、社外取締役の資質が重要である。サステナブル経営に資する取締役を揃えられるか。いかに異なるスキルを集めてくるかが問われる。

・日本板硝子の社外取締役を務める皆川氏は、リコーの常務執行役員（CFO）を経て、ソニーの社外取締役なども経験した。海外事業のマネジメントが長く、子会社の立ち上げや買収した会社の再建なども手掛けた。

・社外取締役の心構えとして、5つあげた。第1は、取締役会の機能発揮で、メンバーの一人として経営陣を監督していく。第2は、株主の視点と経営者の視点を複眼的に活かす。株主の立場に立ちながら、経営者の視点で、経営課題を共有する。第3に、業務の執行には立ち入らない。業務執行、成果、見通しを評価していく立場をきちんと守る。

・取締役会で決議しても、それが社員に腹落ちしていないことも多い。社内の施策として生きていなければ、当然結果はついてこない。ここをしっかりと見ていく。

・第4は、取締役会事務局とのコミュニケーションである。社内の情報、他の社外取締役との情報共有を行い、取締役会での議論のレベルを上げて、まとまりを作っていく。

・第5は、的確な質問をして、執行サイドのコミットメント(約束)を引き出していく。執行には立ち入らないが、中身については予習、復習して、詳しく理解しておく。自分の意見を安易に言うのではなく、経営者のコミットメントを確認していく。そうすると、どのくらい達成したかを判断しやすくなる。

・とりわけ海外事業については、リスクの末端までみていく。執行サイドがリスクをとって攻められるように、取締役会を機能させる。KPIを立てて、共有できるようにする。そうしないと議論がぶれて、モニタリングが弱くなる。

・3名の識者の視点をどのように活かすか。社外取締役のあるべき姿を知った上で、投資家としては、2つの質問が重要になろう。

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

・1つは、執行サイドに社外取締役の活動で意思決定に役立ったことを具体的に訊いていく。ここから議論の輪を広げたい。もう1つは、社外取締役に、取締役会で何を重視して、どんな質問をしているかを具体的に訊いてみることである。いずれも、投資家としての企業価値評価に大いに役立つ。

### アナリストの強みを社外取締役に活かすには～分析力から提言力へ

・昨年、「公認会計士の強みを社外役員として活かす」というパネルディスカッションに参加した。企業経営において、サステナビリティの課題にどう向き合うか。取締役会の取り組みはいかに変化しているか。その中で、専門家が社外取締役に就く時、スキルマトリックス上、何が重要になるのか。これらが論点であった。

・上場企業の約6割で、公認会計士が社外役員（社外取締役、社外監査役、社外監査等委員）に就いている。会計士は財務のプロであるが、最近是非財務情報が重視されている。財務情報でも、過去のデータだけでなく、将来の収益は関わる見積や認識が問われており、経営を見通す力が問われている。

・筆者は数社の社外取締役に務めている。取締役会でのスタンスは、常に少数株主の立場にたっている。そこでの言動はアナリスト活動そのもので、会社説明会や個別ミーティングに臨むのと全く同じ姿勢で取り組んでいる。

・証券アナリストという専門職をベースにして、心がけていることは5つある。第1に、投資家として知りたいことを丁寧に聞いていく。マネジメントの個性をよくみて、答えられるように質問することが大事である。

第2に、執行サイドの戦略とその意図を確認していく。私が疑問に思うようなことは、当然とっくに考えているはずである。そのロジックを引き出していく。

・第3は、取締役会の別のメンバーに似たような質問をして、主流の考えとは違う意見を引き出していく。他の社外取締役に聞いてみることも有効な方法である。

・第4に、素朴に疑問に思ったことを、タイミングをよく率直に聞く。但し、思い付きではなく、事前に熟慮しておく。議論に乗ってくるなら対話は弾むし、嫌な顔をするようならそれはそれで一定の解釈ができる。

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。

第5は、ムキにならないことである。意見が違っても、次の局面で変化してくることもある。常に場を盛り上げるように発言していく。大事なことは社外取締役として一目置かれることである。①少し刺激的で、②何か参考になり、③議論を通して共感が得られるように参加する。

・会計士はその役割として、長年企業の監査を担当している。KAM（監査上の主要な検討事項）を通して、ステークホルダーとの接点も増えている。非財務情報が未財務情報となり、それが財務情報へとつながっていく。ここをうまくつないでいくことができれば、会計士として専門性が大いに発揮されよう。CEOやCFOと的確に会話していくことができる。

・実践してほしいことは、1) 会計士出身の社外役員として、自分なりのフレームワークを固めておく。企業価値向上に当たって、自らの強みを活かしつつ、組織能力が高められるような言動を構成してほしい。

・2) その会社の将来を自分なりに予測する。予測は簡単ではないし、当てるのはもっと難しい。しかし、予測という視点を突き詰めると、マネジメントサイドと感覚が共有できるようになる。迎合するわけでないが、経営判断や意思決定のプロセスが明確になってくる。

・3) 経営にしっかりもの申すことである。経営者は不安を抱えている。自信過剰の時もある。いずれも危うい面を有する。するどく発言し、新たな気付きや、判断の見直しに結び付けければ、存在感が出てこよう。

・では、証券アナリスト出身はどうか。日本証券アナリスト協会のアナリスト資格やCFA協会の資格を有している人々は多様である。金融界や資本市場で多様な活躍をしている。

・セルサイドやバイサイドのアナリストからスタートした人で、1) プロとして業をずっと続けている人、2) ファンドマネージャーになる人、3) 投資銀行に進む人、4) 管理職となってマネジメントに進む人、5) 独立して事業会社を営む人、6) 上場企業の経営サイドに転身する人など、さまざまであろう。

・アナリスト出身で、社外役員になっている人はいろいろいる。みずほ証券の菊地ストラテジストは、これに関する分析レポートを出している。

・やりたい人は大勢いるのに、思ったほど増えていないという。市場との対話という点で  
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。



ナリスト経験者が上場会社の社外役員になれば、議論が盛り上がり企業価値の向上に貢献しそうであるが、そういう動きとは距離がある。

・プロのアナリストというだけでは、1) 肩書きがない、2) 取締役会の経験がない、3) 評論家的言動で経営の実践が十分でない、という見方もある。

・逆に、①企業の分析力がある、②他社比較ができる、③株式市場が分かっている、④投資家をよく知っている、⑤対話を通してIRのコツをつかんでいる、という良さもある。

・ちょっとした対話では、企業経営は動かない。アクティビストのような過激な強制力が必要なのであろうか。この点からみると、通常のアナリストは食い込みが足りないのかもしれない。

・筆者の経験では、狭い意味でのアナリスト業を続けても、社外役員になってほしいという声はかかりにくいし、推薦も得られないであろう。まずは、分析力や予測力、提言力で一目置かれることである。

・次に、プロとしての活動を継続し、情報発信のアウトプットを出しつつ、組織マネジメントの経験を積むことが必要である。組織を動かす人望とは何かを一定程度体験していないと、企業マネジメントからは社外役員としての資質として一目置かれれないと思う。

・アナリスト資格を有する関係者には、プロとしてのスキルマトリックスを磨きつつ、資本市場の番人という立場も踏まえて、社外取締役としてぜひ活躍してほしい。日本企業の価値向上に間違いなく貢献できよう。

## ソニーのクリエイティビティはどこに～共感、共有から情熱を引き出す

・昨年11月の「世界経営者会議」(日経主催)で、ソニーの吉田CEO(会長兼社長)の話を視聴した。ソニーは見事に復活して、新しい世界を切り拓いている。コロナ禍、地政学的リスクやインフレに直面する中で、独自の成長を見せている。印象深い論点をいくつか取り上げてみたい。

・吉田氏は社長に就いて4年、クリエイティビティを担うクリエイターを重視している。社員の自主性を活かすことが何よりも大事で、社員が①会社に共感できるか、②情熱を向けられるか、③大切な時間を共有できるか、を強調する。

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



- ・会社のパーパスはそのための指針である。自立とクリエイティビティはつながっており、「クリエイティビティとテクノロジーで感動を」を実践している。
- ・パーパスはまさに自分たちの存在意義であり。エンタメは人と人を結び付け、感動を呼び起こすはずである。パーパスと利益をつなぐのもクリエイティビティにある、と語る。
- ・テクノロジーも、経営と切り離せない。メディアは変化し、進化している。メディアはコンテンツを運ぶものであり、媒介するものである。ソニーは放送のメディアデバイスで成長してきたが、今やネットワークがコンテンツを運ぶ主役となっている。
- ・その中で、ソニーは一時遅れをとり苦しくなった。コンピューティングと通信のキャッチアップに苦労した。ゲームとプレステで対抗し、ようやく遅れを取り戻した。
- ・コンテンツを創るという点で、クリエイションサイドに重心をおいている。それを届けるには、ネットワークも重要である。音楽、映画、ゲームというエンタメが、今や売上の5割（かつては2割）を占めている。いずれも20世紀に仕込んだものが花開いている。
- ・クリエイターに愛されるソニーになるという観点において、エレクトロニクスのテクノロジーはベースとなる。バーチャルプロダクションには、デジタルシネマカメラやゲームエンジンも活きている。CMOSセンサーに4年で1兆円の投資を行うものも、スマホを軸としたクリエイティブデバイスのコアでリードするためである。
- ・ソニーは誰と戦っているのか。GAFAはライバルか。そうではないという。ソニーはクリエイションサイドにいる。GAFAはビジネスパートナーである。ネット時代のユーザーは変化が素早い。そのネットサイドにつくよりは、コンテンツのクリエイターサイドで勝負している。
- ・Web3、メタバース、NFTなどが始まっているが、コンピューティング&通信から生まれた空間がメタバースである。デジタルツインもそうである。ソニーはリアルタイムのエンタメ空間を活かしていく。
- ・エンタメの醍醐味はライブにある。ライブは、時間と空間の共有である。ライブエンタメに向けて、スポーツに力を入れている。次に仮装空間を作り、そこにインターアクションを提供していく。ゲーム、音楽、映像がまさに一体化してくる。

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

・モビリティの位置づけはいかなるものか。ソニー・ホンダモビリティでは、新しい空間に着目している。コンピューティング&通信が空間の中で活かされ、その空間が移動する。従来の車が単なるEVへ変わるのではなく、移動する空間の機能がソフトウェアで定義されるようになる。CMOSが車の中で多用されるようになる。

・そうみると、実はアイボが原型となっている。モビリティに進出するには、まずは学び、公道を走ってみる必要がある。そこで、ホンダと組むことにした。車を購入した後で、そのソフトをアップデートしていく。蓄電池としての機能も多面的に使える。これをリカーリングで稼ぐ仕組みにしていく計画である。

・地政学的リスクを乗り越えるにはどうしたらよいか。吉田 CEO は長期的視点での開発をあげる。CMOSは新しい領域に取り組んでいる。それは2014年にスタートしたものが、収益化するには10年を要するプロジェクトである。

・ミラーレスカメラも、2006年にスタートさせて11年を要した。遡れば、エンタメ事業は創業者の時代に仕込んだものであり、紆余曲折を経ながら繋いできた。ここに来て、ソニーの事業は皆繋がっている。

・各々の事業は自立している。M&Aも各事業単位で、ボトムアップ型で展開されている。それでいて、つながりを求めている。カスタマーとのつながりに向けて、連邦経営を行う。

・クリエイティビティを尊重する自立的経営こそ、吉田 CEO が目指すものといえよう。新領域を切り拓くソニーが注目されるものは当然であろう。

### 創業者の思いを組織能力へ〜永守イズムはいかに

・昨年、日本電産の永守会長兼 CEO の話を視聴した。創業者は後継者をいかに選ぶのか。社内にはいないので、外部から何度も招聘したが、いずれも眼鏡に合わなかった。

・どうしてそうなるのか。創業者は機を見て動くに敏なり。独自の構想で、時代を切り拓いていく。ファミリーの2代目に引き継ぐ場合も多いが、うまくいくとは限らない。

・経営力は才能であり、訓練によって磨かれる。組織が出来上がっている時は、誰がトップになっても、しばらくは持つ。しかし、意思決定の積み重ねであるから、判断が十分でない

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。

と、次第に方向が違って、組織の内部も停滞する。適材適所が働かなくなるからである。

・そういう時に大きな環境変化に直面すると、課題が一気に表面化してくる。引退した創業者が戻ってくることも多い。立て直しの躍起となるが、かつての慧眼やリーダーシップが色あせていることもよくある。

・その意味で誰を後継者に選ぶかは、企業のサステナビリティにとって最も重要である。今どきであれば、指名諮問委員会の役割が重要となる。社内に適材がいる時は選定しやすい。一方で、外部からプロフェッショナルな経営人材を選ぶとなると、これは荷が重くなる。通常の指名諮問委員会ではかなり難しい。

・永守氏は、会社の将来をどうみているか。EVの成長期は既にスタートしている。1億台の車の需要はさらに増え、2030年には車の40~50%がEVになると予測する。EVの低価格化も進み、50万円の車を新しい企業が作るようになる。

・1回の充電で100km走れば十分で、一日の走行は30~40km程度であろう。EVは家電製品並みとなってくる。日本電産は世界46カ国に工場をもっているが、そのワーカーは皆車が欲しいと思っている。このEVにモーターはじめ、キーパーツを供給し、シェアアップを図っていく。

・モーターを作るに当たって、工作機械を長年使ってきた。この工作機械業界をみると、競争が十分働いていない。上位30社の顔ぶれがほとんど変わっていない。

・そこで、工作機械メーカー2社をM&Aした。当初は赤字であったが、今は10%以上の営業利益率を出している。この領域で活躍する余地は大きいとみている。ロボット業界をみても、価格が下がってこない。ここにも参入の余地があるとみている。

・産業機械や電子部品分野で日本は強い競争力をみせてきたが、このままでは中国勢に圧倒されてしまいかねない。そうならないように技術を磨いていく必要がある。同時に価格競争力をつけて、よい技術の商品でしっかり貢献できるようにしていく。

・価格は技術で決まる。技術は価格で競争する。価格を下げても、いい技術の製品を出していく。グローバル競争に勝って、高い利益率を実現していくのが、日本電産の経営であると永守会長は語る。

・後継者について、外部人材を充てようとしたが、何度か挑戦して難しいと分かった。日本電産の企業文化は、永守氏が創ってきた。その文化が外部からきた人には分からない。すぐに、前の会社で培った考えを出してくる。これが本人とぶつかってしまうようだ。

・例えば、朝早くこなくてよい、土日は休んでよい、すぐにできなくてもしかたがない、というような雰囲気、永守氏には耐えられないようだ。トップは、誰よりも働く。トップが動けば、まわりは同じよう動かざるを得ない。その頑張り、踏ん張りが企業の差別化と成長に結び付いてきた。

・それが継承できるだろうか。中国と戦うには、今の日本の働き方では通用してない、と永守氏は危機感を持っている。競争に勝てる働き方を何としても作っていく必要がある。新しい仕組みを拒むわけではない。違った戦い方を求めている。

・ここまで成長して2兆円企業となった。次は10兆円企業を目指していく。競争力は絶対に必要であり、14万人の社員は守っていくと宣言する。

・でも、永守氏は、自分は急ぎすぎたようだ、と語る。外部人材は無理なので、内部から選んでいくことにした、20年遅れてしまったが、方針を転換した。

・自分の思いが強すぎるのかもしれない。それでも、私を分かってくれる人に、経営を引き継ぎたい。これまでも社内から選べと助言されてきたが、外の芝生がよく見えた。

・自分は老害だろうか、と自問する。創業者にとって会社は身体の一部である。年齢ではない。常に「夢は形にする」のが心情であり、それを実践してきた。

・永守イズムをいかに継承していくのか。創業者のスピリットを文化として定着させ、発展させていくサステナビリティをいかに創り込むか。企業価値評価にとって、最も重要なファクター、マテリアルである。ここを見抜く力をぜひとも身に付けたい。

### スマートエイジングを求めて～賢い株式投資もその一助に

・昨年、東北大学のスマートエイジングセミナーに参加し、構内にあるメンズ・カーブスを体験してみた。そこでの知見をいくつか取り上げてみたい。

・東北大学の理念は、①研究第一、②門戸開放、③実学尊重にある。まずはリサーチ、常に本レポートは、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。

オープンに、そして社会との関りでソリューションを、という姿勢である。

・スマートエイジング、つまり賢く、格好よく年を重ねていくには、認知、運動、栄養に介入していく必要がある。健康は加齢と共に低下していく。人によって異なるとしても、ある時からガクッとくることが多い。多くの場合、表面的には突然くるが、実は一定の<sup>しきい</sup>閾値まで蓄積され、そこを超えると急に出てくる。

・認知機能の劣化は、生活の質の低下を招いてしまう。会話がうまく成り立たない、身のまわりのことができなくなる、そうなっていることに本人は気が付かない。このようなことは、周りでもよく起きている。いずれ自分もそうなるかもしれない。しかし、自分ごとと考えられない人も多い。

・認知症を治す薬はまだない。認知症の進行を遅らせる薬の開発は進んでいるが、それ以前にもし予防することができれば、それに越したことはない。

・認知とは頭の働き、心の働きであるから、脳をうまく使っていれば、機能低下を防ぐことができる。老化とは一種の酸化（さび）であるから、体の酸化を防ぐように、栄養をとることも必須である。細胞の劣化で炎症がおきると、病状は一気に悪化するから、何よりも炎症を抑えることが大事である。

・運動をすると、①抗認知、②抗酸化、③抗炎症に効くと、野内准教授（東北大学認知健康科学研究）は語る。スマートエイジング研究の4大要素は、認知的刺激（脳トレ）、運動、社会的交流、栄養にある。そのためのエビデンス（科学的根拠）が必要であり、大学と企業、市民が連携して、共創の場を作っていくことが重要であると強調した。

・認知介入では、作業記憶トレーニングを毎日やると効いてくる。運動介入では、例えばカーブスのようなサーキット運動が効く。有酸素運動による筋トレが、ドーパミン（神経伝達物質）を刺激して、認知機能をアップさせる。栄養介入では、例えばブロッコリースプラウトが抗酸化を通して、記憶機能にもプラスに働く。

・村田特任教授（東北大学スマートエイジング学際重点研究センター）は、米国のカーブスを日本に初めて紹介した。スマートエイジングのための秘訣、元気でいきいきのコツは、特別なことではないが、継続することが中々できないという。

・高齢化が進んでいる。出生率が2を超えない限り、人口は減っていく。村田先生は、アン  
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。

チエイジングという言葉は適切でないと指摘する。年をとりたくないという気持ちは分かるが、誰もがいずれ死ぬ。年をとることは悪いことではなく、醜いことでもない。

・年を取っても、健康でいたい。その意味で健康寿命が大事である。いつまでも元気なアクティブシニアでいたい。しかし、どこかで介護が必要になる。そのサポートが必要になる期間が男性で9年、女性で12年となっている。

・75歳を過ぎて、後期高齢者になってくると、いずれ何らかの介護が必要になってくる。スマートエイジングとは、年を取りながらも鍛えて、訓練して、楽しく機能を保って、発達し成長を目指すことをイメージしている。

・脳トレで記憶力を鍛えていないと、記憶の量が低下し、回転速度が落ちてくる。そうすると怒りっぽくなり、面倒くさがりになってくる。前頭前野が委縮してくると、老化が一気に進む。ウォーキングで有酸素運動をやり、筋トレで下肢の衰えを防ぐことは大きな効果がある。

・TVを見ている時、身体はリラックスしているが、脳の前頭前野は使っていない。つまり、TVを見ることは脳トレになっていない。手で文章を書いている時、計算を素早くやる時、音読している時などに、脳は活性化している。

・元気でいきいきと感じる時、ドーパミンが脳を刺激している。例えば、宝くじを買うと、不確実ながら嬉しい出来事を期待している。予期せぬことが起きて楽しくなると、脳は活性化する。セロトニンも脳を活性化する。外に出て、太陽の光を浴びて、リズムカルに動くことよい。シャワーを浴びることも刺激になる。よく噛んで食べることもよい。

・日常生活においては、①具体的な目標を設定すると、やる気が出てくる、②少し上の目標で、好きで続けられることを設定すると、認知機能は維持される。

・カーブスは、東北大学と共同研究を進めている。カーブスの30分サーキットトレーニングは、全身の定まった運動なので、データがとりやすい。カーブスの一定の運動が、脳の認知機能にどのように作用するか。そのエビデンスが取りやすい。研究者はエビデンスを求め、カーブスはユーザーへの訴求という点で、互いにメリットがある。

・カーブスジャパンの山本氏（人財企画マネージャー）は、カーブスの運動はメタボ、ロコモ（移動機能の低下）、認知症などの予防に効果があると解説した。メンズ・カーブスは、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。



分のペースでできる、丁度いいスポーツジムである、とアピールした。

・カーブスの運動を長く続けると、1) 筋肉を減らさず脂肪を減らす、2) 糖尿病に効く、3) 認知機能の改善に効く。まさに、筆者にピッタリである。早く近くにメンズ・カーブスの店舗ができることを望みたい。

・それまで、この主旨に副った運動をしながら。スマートエイジングに取り組みたい。同時に、スマートエイジングに効く株式投資を実践したいと思う。