ベル投資環境レポート

トランプショックを乗り越える経営を求めて

～トリプル ESG を活かす価値創造の実践～

2025 年 7 月 22 日
鈴木行生

目　　次

１．もう一歩踏み込む実行戦略の推進
- 情報開示はどこまで～サステナビリティの育成
- 人的資本の生産性～ヒトに対する投下資本の見方
- セクハラ・パワハラへの対応～変われない体質からの脱皮
- 3 つのガバナンスのどれが望ましいか～統一基準への収斂を
- ガバナンスに残された課題は～揺り戻しの中で
- 政策保有株への対応策～新しいガバナンスで対抗
- 地経学リスクと財政の行方～次世代型リーダーの登場に期待

２．価値を生み出す人的資本投資の測り方
- トランプ関税を乗り越えるには～米中対立の挟間で
- 地政学的リスクの中での半導体産業～ニッチトップの競争力をいかに培うか
- 日本企業の価値はどこに～文化資産形成力が価値の根源
- アクティビストになったつもりで～狙われる会社の隙はどこに
- 人的資本の活かし方～人的資本投資に役立つ KPI
- 収益性と生産性を結び付けて～投下資本付加価値率と付加価値利益率に着目
- レゾナックとエーザイをどう比較するか～4 つの次元から評価

１．もう一歩踏み込む実行戦略の推進

情報開示はどこまで～サステナビリティの育成

・有価証券報告書をみても、誰が実質株主かは十分わからない。とりわけ、機関投資家の社名は通常出てこない。これがわかるようになると、投資家としてはありがたい。

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。

・企業としても実質株主が誰かを早く知りたい。株主判明調査などによって、概ね知ることができるし、機関投資家サイドからエンゲージメントを求めてくれば、対話を通して知ることができる。

・米国では、機関投資家は定期的に保有明細を開示する必要がある。EU の主要国では、企業が問い合わせた場合は、それに答えることが義務付けられている。米国のルールは厳しすぎるので、EU 型の仕組みで実質株主がわかるようにするという方策が進みそうである。

・これではまだ不十分で、投資家は直近の実質株主が誰かをすぐに知りたい。もっと踏み込んだ仕組みがほしい。

・大量保有報告において、その対象の明確化もほしい。5%超や 10%超の保有についての報告は義務付けられているが、表面的には別の株主ながら実質的に共同保有とみなせるケースもある。誰が実質的大株主となっているかということは迅速に知りたい。

・また、株主や投資家との対話を進めるという場合、対話の促進に向けて、他の投資家、株主と協力する協働エンゲージメント（collaborative engagement）も有力な方策である。企業に対する影響力を高めることができるからである。一方で、個々の株主は本来独立であるべきなので、そこにはルールが必要である。このルールの明確化も望まれる。

・アクティビストの台頭が著しい。従来型の生温い経営を行っている企業にとっては、嫌な存在かもしれないが、アクティブ投資家が資本効率の向上に向けて、さまざまな要求を、エンゲージメントを通して求めてくるのは望ましい。

・敵対的買収も目立ってきた。公開買付の対象を広げるように、議決権を 3 分の 1 から 30%に引き下げようという案も検討されている。無理な要求には正論をぶつけながら、いかに株主の賛同を得ていくかという点で、ルールは緩和の方向にある。

・タイムリーな情報開示のあり方として、有報（有価証券報告書）の株主総会前開示が議論されている。現行法の下でも、有報の総会前開示は可能であるが、実施されている例はこれまで少なかった。

・2024 年 3 月までの 1 年間をみると、上場会社 3900 社のうち、総会前に有報を開示したのは 57 社、全体の 1.5%であった。2 日前以下が 33 社、10 日以上前が 9 社であった。カゴメは 18 日前に開示した。これが 2025 年 3 月期の総会では大幅に増えてきた。

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。

・総会前に有報が開示されると何がよいのか。有報の記述情報の充実が進んでいるので、財務情報+非財務情報によって、総会での対話が充実してくるはずである、というのが有力な効果である。

・一方、企業と監査法人の実務にとっては、ぎりぎりまで有報の作成と監査にとりかかっており、それを総会前にもっていくことは物理的に困難であるという声は大きい。

・米国では、決算日から 2 カ月以内に有報に相当するものを提出し、総会は 13 カ月以内に行えばよい。英仏独では、有報は 4 カ月以内、総会は、英仏は 6 カ月以内、独は 8 カ月以内に行えばよい。

・日本は 3 月決算の場合、6 月後半に株主総会を行い、その翌日に有報を提出することが一般的である。つまり、有報は 3 カ月以内、総会も 3 カ月以内である。実務が大変であるなか、それを見直して早期化すればよい、株主にしっかりみてもらうには 1 カ月の余裕が必要であるというなら、総会を 7 月末頃にずらせばよい。

・では、本当に有報は読まれるのか。制度を新しい仕組みにしても、その時は話題になったとして、定着してみると実質的な効果がみられないということも起こりかねない。形式優先にとどまってしまうというパターンである。これでは意味がない。

・アナリストである筆者は、1Q の決算について会社サイドと面談する時、1Q の決算短信についての質疑とともに、前期の有報の中身について十分議論する。有報が 1Q に開示されるからである。

・具体的には、サステナビリティに関わる記述について、ESG を中心にエンゲージメント（対話）を進める。さらに KAM（監査上の主要な検討事項）についても確認する。

・有報の記述情報について、金融庁より好事例集が出されている。そこでのポイントは、1）テキスト（文章）でわかりやすく書くこと、2）経営者の意思を表明すること、3）取締役会が経営陣をどのように監督しているかを書くこと、4）リスクと機会を書くこと、5）人材戦略、人的資本について充実させることを求めている。

・サステナビリティでは、何をマテリアリティ（重要項目）としたか。気候変動、生物多様性、人権、腐敗防止、サイバーセキュリティ、知財、DX などさまざまな内容がありうる。それをいかに記述するか。

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。

・マテリアリティについて、KPI がほしい。記述情報には将来情報、定量情報が入ってくる。目標を掲げると、実績との差が生まれる。その差異が虚偽記載となるようでは、しっかり表現できない。責任が問われないセーフハーバールールが前提となる。

・このサステナビリティについては、ISSB のルール化を踏まえて、日本の SSBJ でも基準化が進んでいる。現在、東証での IFRS(国際会計基準)適用企業は約 290 社、全時価総額の 48%を占める。ISSB 基準の開示、保証はどこまで求めるか。

・プライム市場で、時価総額 3 兆円以上の企業は 69 社で、時価総額全体の 55%を占める。1 兆円以上で 179 社、同 74%、5000 億円以上で 294 社、同 82%を占める。大型企業を中心に順次導入が義務付けされよう。

・では、このサステナビリティが、本当に企業価値向上に役立つのか。企業の競争力の強化に役立ち、中長期の価値向上に結び付くならば、大いに望ましい。もしそうでないとすれば、負担だけが重荷となる。欧米では、サステナビリティに対する揺り戻しも出ているが、くれぐれも形だけに捉われないようにすべきである。

・PBR＝ROE×PER という関係式において、その解釈はいろいろありうる。その中で、PBR は ROE と PER の結果である、という理解は正しくない。ROE（資本収益性）も、PER(成長性)も、PBR（サステナビリティ生産性）も、各々独立に内容を追求し、成果を高めてほしい。

・PBR は、サステナビリティ（ESG）を支える非財務資本を企業がいかに培っているか。それを実践して、見える化してるか、を示す指標である。決して ROE×PER の結果ではない。誤った因果関係を持ち込むことなく、非財務資本の充実と、それを活かした価値向上に邁進してほしい。投資家は価値向上につながる情報開示を求めているのである。

人的資本の生産性～ヒトに対する投下資本の見方

・世は人手不足、人材不足である。どの企業も、もっと優秀な人材が欲しい。では、社内で人材を育てているか、となると限られている。

・オン・ザ・ジョブトレーニング（OJT）やオフサイトの研修に、一定の時間を割いている企業は多い。社内の人事制度として、クラス毎に研修プログラムが設定されている。それで必要な人材、望ましい人材は育っているか。

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。

・1）育てても途中で辞めてしまうと、育成が無駄になる、2）必要な人材は外から採ってきた方が、適任者が得られる、と考えているようだ。

・本人が自ら向上心を持って、外部の教育研修機関で学び、一定の資格を取っても、それをすぐに活かす社内の仕組みが十分でない場合も多い。その資格は、会社がぜひ取ってくれと言っわけではない。よって、何らかの資格取得者の向上心を優先するわけにはいかない。

・このような話を、いつも聞いてきた。では、どうすればよいのか。人材はコストであるという考えを捨て、人的資本として捉え、まず人材投資を行って、その生産性を上げることである。

・ROE を上げよという時、第一義的に ROIC（投下資本利益率）の向上を考える。そこで、その ROIC に人的資本も加えてほしい。

・投下資本（Investment Capital）は、B/S 上、わが社の付加価値を生むために使われる資産である。それはどう定義するのか。次の 3 カ年、5 カ年で計画する新たな IC を具体的に定める。そのためのキャピタルアロケーションを明確にすることが問われる。

・今の B/S に、人的資本は載っていない。そもそもお金として正確に計算されていない。有価証券報告書をみると、社員数、パート・アルバイト数（8 時間換算）、事業部門別社員数、平均年齢、平均給与、P/L における人件費としての主な項目などは分かる。

・しかし、付加価値を計算する時の総人件費を、一目で知ることはできない。この開示がぜひほしい。そうでないと、比較可能な付加価値を外部から知ることができない。

・最近、役員の報酬開示は充実し始めている。ガバナンス報告書を通して、役員報酬の総額が開示されている。統合報告書では、役員報酬の仕組みやその内訳などが分かってきている。役員報酬が、業績とどの程度連動しているか。わが社の株価とどこまで連動しているか。この連動性が注目される。

・役員報酬は、基本報酬、業績連動報酬、株価連動報酬に分けられる。会社が今どの局面にいるかにもよるが、中堅企業以上の CEO の報酬は、基本報酬 35%、業績連動 35%、中長期の株価連動 30%くらいが丁度よいと筆者は考える。

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。

・株価は業績に連動する。投資家はその企業の株価に投資する。株価は、株主価値の最大の指標であるから、これが経営者の評価指標に入ってくることは当然である。

・わが社の株価といっても、それが経営陣の実力によるものなのか、マーケットの全体的な動きによるものなのか。これを識別してほしい。マーケット平均を上回るα（アルファ）が株価からみた本当の付加価値であるから、これをパフォーマンスの計算式に入れてほしい。

・どの企業でも、経営者はまず粗利益、売上高粗利率をみる。それが上がっているか、下がっているか。これが利益増減の基本となる。その上で、コストアップ要因、コストダウン要因を織り込んでいく。

・原価も変動するので、その仕分けもコントロールしようとする。外部からの仕入れコスト、調達コストが上がってくると、粗利の確保が上手くいかなくなる。そこで売値をどうするかという検討に入る。最近のインフレは、どの企業においても値上げの工夫が求められている。

・ここからは机上の空論といわれるかもしれないが、わが社の企業価値創造を根本から見直す思考実験をしてみよう。

・まず既存商品・サービスの価値は、今の価格に見合っているのであろうか。値上げしたら売れない、値下げしたらもっと売れるという話ではない。わが社の商品・サービスの価値はもっと高いのではないか。あるいは、実は価値はすでに低下して、もっと低いのではないかという見定めを行う。

・そんなことはわからない、と言わないでほしい。ここをつきつめてほしい。投資家はこの点に関する社長の見解を知りたい。コストではなく、価値を反映した価格を知りたい。もちろん価値の認識は顧客によって異なる。顧客層の価値ゾーンを見定めたい。

・サプライチェーンにおいて、自社の顧客は、わが社の製品・サービスによって、どのような価値を生み出すのか。B to C の最終消費者なら、消費者が感じる付加価値（消費者余剰）を知りたい。B to B の生産者なら、このユーザーが感じる価値を付加価値の配分として知りたい。

・大事なことは、その製品・サービスの希少性である。希少性が乏しいならば、付加価値は削られ、いずれ限界利益すらなくなってしまうかもしれない。差別化された高付加価値を何としても創っていく必要がある。

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。

・そこで、今のビジネスモデル（BM1）ではなく、より高付加価値化を図る次世代のビジネスモデル（BM2）の構築を全力で進める。そのための戦略立案と具体的な投資を計画する。これがキャピタルアロケーションである。

・R&D、設備投資、システム投資などは比較的はっきりしているが、それでも従来の延長線上に乗っているだけで、今一つ革新的でないケースも多い。では、人的資本投資はどうか。

・人的資本投資を 2 倍にするといったら、何をイメージするだろうか。採用を 2 倍にする、給料を 2 倍にする、AI 研修を全員に行う、1 人当たりの DX 装備を 2 倍にするなど、いろいろ思い浮かびそうである。

・もっと大事なことがある。人材投資は中長期的なので、例えば今後 10 年で人的資産への投資を 2 倍にする。その投資が活きてくれば、企業の付加価値合計額も 2 倍以上に高まるはずである。そうなれば、人的生産性は高まってくる。

・ここがポイントである。付加価値額÷人的投資額（人件費総額）が人的資本生産性であり、これを 1 人当たりに直せば、1 人当たり生産性となる。ここまでを具体化した人的投資計画を立ててほしい。

・長期ビジョン、新中期計画に人的資本投資計画が組み込まれるようになってきた。しかし、まだ人的資本に対する KPI をいくつか示すにとどまっている。

・次のステップとして、人的資本生産性を KPI として明示してほしい。そうすると、その先に ROHCI（人的資本利益率）がみえてこよう。ここに挑戦する企業に注目したい。

セクハラ・パワハラへの対応～変われない体質からの脱皮

・世の中にはルールがある。厳密な法規制によるものから、暗黙のルールみたいなものまで、風習とか習慣に類するものまで多様である。自らの 70 数年の人生は、昭和 100 年の中に属しているが、昭和の匂いといってかたづけられない重大な問題を孕んでいる。

・よこしまな心は誰の中にもある。それが抑えられないと、倫理的に不条理なことを平気でやってしまう。あの子が、あの人が、あの学者が、あの経営者が、など身の回りでいくつも事例が起きた。それをつぶさにみていくと、欲望、欲情に負けてしまった面と、そもそもそんなことを悪いと思っていない腐った人間性の両面がありそうだ。

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。

・小さな男の子が上位の男性にセクハラを受けている。どうすればよいのか。その子は恐ろしくて、黙っているしかない。我慢してやり過ごしてしまうのだろうか。やはり聞き出して、上位の男性をたたきのめす必要がある。丸くおさめるのではなく、法的、社会的制裁が必要である。

・恋愛感情というのは、一方的に生じうる。好感をもったとして、その後どうしたいのか。相互理解の上で、交際に向かうのか。何らかの策略で騙そうとするのか。それを一定の組織中の上下関係を利用するのか。外部のつながりに乗るのか。いずれにしても、よこしまな気持ちを成し遂げようと必死になる。

・結婚していようが離婚していようが、一方的という行動はどこにでもみられる。社会的規範として不倫は認められないが、互いの感情が一方的に優先してしまうことはよくある。世に不倫はあふれている。それが暴露された場合の社会的制裁は一般にきつい。

・人の一方的行動に歯止めがきかなくなると、犯罪のような事件となる。刑事、民事として司法の判断を仰ぐことになる。ヒトは何かにとりつかれる。憑りつかれると、常軌を逸する。

・ジャニーズ問題について、知る人は早くから知っていた。裁判でも明確な判断が出たにも関わらず、犯罪集団のジャニーズのタレントを使い続けた。エンタメの巨大な組織であるから、そこのタレントを自ら金儲けのために有利に使おうとした。

・一部のマスコミから火がついて、社会問題となった。テレビ局もスポンサーも一斉にジャニーズを使わなくなった。そこで、超ワンマン未上場のジャニーズも改革に動き出した。会社を分割して、被害者救済組織と、事業継続組織に分けた。世の中にジャニーズなどなくても別に困らない。風向きはガラッと変わった。

・STARTO ENTERTAINMENT（スタートエンターテイメント）にパーパス（社会的存在意義）はあるのか。タレントジュニア（小中高大）の人権をいかに守るか。CCO（チーフ・コンプライアンス・オフィサー）を置いて、内部通報制度を機能させ、メンタルヘルスに十分なエンゲージメントをとろうとしている。エンタメの‘推し’ビジネスは隆盛である。ここに乗って再生を期すSTARTOに注目したい。

・フジテレビはどうか。ありえないことが起きていた。何が性的興奮か。人によって嗜好は異なるが、あまりにもうかつであった。このタレントは犯罪者であろうか。ならば、罪を償ってもらう必要がある。痴漢行為をしたり、ストーカー行為をしたり、不同意性交をしたり

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。

など、変な人間は私の周辺にもいた。

・時代のなせるところであるが、犯罪者となった人も多い。処罰を受けた者がいる一方で、そのままつかまらず、公にもならず、やり過ごせた不届き者もいる。被害者が名乗りを上げて、社会的に戦う必要がある。しかし、未だにこのハードルは高い。

・ワンマン経営者はすぐに犯人捜しをする。取り巻きは、すぐにご注進におよぶ。主観的判断でとりあえず決着させようとする。利害を損得で判断する。利己的であって、利他を考える度量がない。

・同じ経営風土で育ってくると、似たもの同士となる。一家言いえる人、時に正論を言う人、耳が痛いことでも聞かざるをえない人を、回りから排除して、裸の王様となっている。

・ワンマン経営者の取締役会は機能するか。当然、機能しない。フジテレビのケースでいえば、ここ 10 年の取締役は全員責任が問われる。ガバナンス体制を一新しない限り、顧客（スポンサー）は戻ってこない。そもそもフジテレビにパーパス（社会的存在意義）はあるのか。

・このマスメディアがなくても何ら困らない。フジサンケイグループは解体した方がよい。どうしてもフジテレビを継続したいなら、抜本的なガバナンス改革を実施すべきである。その方策は、これまでの大手上場企業の改革で分かっている。

・それで企業として残ったとしても、次の成長戦略はどうするのか。今の現場からそのアイディアと実行力のある人材が出てくるのか。常識的には難しい。これまでのカルチャーに 10 年、20 年染まってきた人に革新は期待できない。

・外部人材を入れて、経営を一新する必要があろう。人材を集めやすいという点では、STARTO よりやりやすいといえよう。テレビ、ラジオ、新聞、広告などのメディアをみると、オールドメディアはとにかく体質が古く、年寄りが多い。組織改革が遅れている。新しいメディアの台頭が著しい中で、どのように生き残るのか。

・フジテレビは株主のものであるが、誰のために存在するのか。誰が株主か。本当に再生できるのか。これまでの経営陣では難しい。次の経営陣でも十分ではあるまい。ガバナンスに優れた企業と連携して、外部の力で改革のスピードアップを図ってほしい。今後の動きに注目したい。

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。

3つのガバナンスのどれが望ましいか～統一基準への収斂を

・監査役設置会社、監査等委員会設置会社、指名委員会等設置会社の3つのうち、上場会社にとってはどれが望ましいのか。

・3つの形態の会社の社外取締役、社外監査役を経験したが、一概にどちらがよいとはいいがたい。とすれば、本来のあるべき姿から形を1つに決めた方がよいのではないか。

・日本の良さでもあり、悪しきところでもあるのだが、各々の事情を勘案して、いくつかの選択肢を選べるようにする。各々の事業を考慮して判断せよという。その一方で、あるべき姿については、概ね方向性が定まっているので、たえずギャップが生じる。

・監査役は取締役ではないので、代表取締役の選解任には関与できない。指名委員会等設置会社（当初は委員会設置会社）は、強い執行と堅牢な監督を目指す。独立した委員会の決定を取締役会が覆せない制度設計とした。つまり独立した指名委員会が取締役を選解任する。

・指名委員会、報酬委員会、監査委員会の3つの委員会があって、委員は取締役である。監査委員は取締役であるから、監査について強い権限と責任をもつ。取締役会においては取締役として、監督と助言を担う。

・かつての監査役設置会社では、取締役の選任と取締役の報酬は一定の枠において、代表取締役社長に一任していた。つまり、社長は役員を誰にするかは自分が決め、その報酬も自分で決めていた。一定の自己ルールや社内ルールを定めていることは多かったが、要するに社長の一存で采配することが可能であった。

・当然、強い権限を有するので、全員社長の言うことをきく。取締役会は執行サイドのトップである社長を取り締るのが本来の役割であるが、自らも執行の一員なので、いざという時まともに取り締まれない。

・社長は後任を自分で決めたい。指名委員会に案を出すことができるといっても、決めるのは指名委員会で、これが覆しにくいとなると、この仕組みは面白くない。よって、日本では指名委員会等設置会社はあまり普及していない。

・次に、監査等委員会設置会社が制度化された。指名、報酬委員会を除く形で、監査機能のみを過半数の社外取締役によって構成する委員会方式とした。これは大いに普及しているが、まだ十分とはいえない。

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。

・ここからは体験もふまえて、事例的に考えてみたい。常勤監査役が社内からきて、社外監査役が入る場合、業務に精通している常勤監査役がいるのは心強いが、自らが速やかに業務の実態を把握するという点では不十分になりかねない。

・その意味で、監査等委員会の社外監査役が、常勤と同様に会社の会議に出席し、傍聴しながら質問、意見を述べ、その状況を監査等委員会に報告してもらう方が、臨場感ある実態把握ができる。

・指名委員会等設置会社の場合、企業規模が大きいので、業務の実態把握にかなりの時間を要する。監査委員の場合、それを補助するチームとともに、自らも分担して内外の拠点を回って、情報収集をする必要がある。こういう動作に慣れておく必要がある。

・執行サイドがお膳立てするだけでは、リスクの実態に迫ることはできない。自らの能動的な調査力が問われる。また、監査等委員は、指名委員会と報酬委員会にメンバーとして入って、その内容を把握しておく必要もある。

・規模の小さい会社では、社外取締役は全員監査等委員になった方が活動の実効が上がり易い。監査等委員会として、執行サイドのマネジメントのヒアリングや監査法人との対話、内部監査部門からの報告などの機会が多いので、ここに参加している方が業務の実態把握に役立つ。当然、監査等委員としての役割も高いレベルで果たすことができる。

・監査役設置会社の監査役は、取締役会において質問が少ないケースが多い。別途監査役会で、執行サイドの役員や担当者と会話ができるので、そこで情報収集している。やはり、取締役として１票を有している方が、取締役会が活発になるので、監査等委員会の方が望ましい。

・また中小型企業の監査等委員会の場合、トップの資質と姿勢にもよるが、次の役員をどうするか。自らの後継をどうするか。その報酬のレベルはどのくらいが妥当か。という点について、社外取締役とフランクに議論している。

・外部のデータを参考にしながら、独自の基準を設定している。一方で、オーナー型のワンマン社長の場合は、やはり制度によってルール化する方が客観性を保てると考える。

・この３つのガバナンスの機関の違いによって、経営パフォーマンスに差が出るのか。実証分析の結果が明らかになっているわけではない。経営者の経営力とガバナンスの実効性を

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。

識別して、パフォーマンスを測ることは容易ではない。

・しかし、サステナビリティの観点から、トップマネジメントの選解任について、グローバルに通用する仕組みにレベルアップする方が望ましいのは自明であろう。とすれば、その実践に入ったほうがよい。

・よって、東証プライム市場では、指名委員会等設置会社への移行を義務付ける。東証スタンダード市場では、監査等委員会設置会社（指名・報酬諮問委員会付）を義務付ける。東証グロース市場や他市場においても、監査委員等設置会社を義務付ける。

・というように、各々一本化するのが望ましいと考えるが、いかがであろうか。いくつかの方式が混在して利用可能であるという過渡期は、早く卒業したいものである。

ガバナンスに残された課題は～揺り戻しの中で

・トランプショックをいかに克服して、サバイブするか。企業も投資家も対応が問われている。トランプ関税の影響は大きい。企業としては、地政学的リスクを踏まえた上で、生き残り策に手を打っていくしかない。投資家はリスクを踏まえて、ポートフォリオを見直す必要があろう。しかし、次のトレンドを見い出すには時間を要しよう。

・3 月に ICGN「International Corporate Governance Network：国際コーポレートガバナンスネットワーク」の 30 周年記念カンファレンスが東京で催された。そこでの議論の中から、今後の企業経営における課題と対応について考えてみたい。

・日本企業の価値創造のあり方として、コストカット型から高付加価値化を目指すべし、というのはその通りであろう。インフレが進行する中で、コストカットだけではやっていけない。価値に見合った価格を提供する高付加価値化戦略をとれる企業だけが生き残っていけよう。

・資産運用立国を目指す中で、NISA が好調に動き出した。トランプショックでマーケットは一時大幅に下落したが、慌てる必要はない。継続投資を続けていれば、十分取り戻すことができよう。

・但し、世界が不況に陥り、ブロック経済の中で大型の戦争にまで行ってしまうとすると、事態は深刻になる。覇権国の米国の凋落が一気に進むことになると、通常の長期投資戦略は通用しない。リスクオフを踏まえた持久戦が必要になる。

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。

・日本企業の競争力は、もう一度根本から見直す必要がある。平時は、強みをいかに強化するかという戦略が順当であるが、有事は弱みが墓穴を掘らないかという点に注目したい。サプライチェーンにおける供給不足、需要不足が相当の打撃となろう。

・地域戦略では、米国市場と中国市場での事業見直しが避けられないであろう。スピード感のある事業転換というのは、どの企業にとって難しい。しかし、難しいからといって、先送りしていると出血がひどくなりかねない。

・中期計画、成長戦略、リスクマネジメント、ESG は即刻見直した方がよい。前提が想定外となったのであれば、中期計画は中止すべきである。成長戦略のベースとなっているキャピタルアロケーションも縮小均衡型に見直しとなろう。リスクマネジメントでは、コンティンジェンシープランの再考が必須である。

・ESG 戦略をどう見直すかは、企業のおかれた状況に依存する。気候変動どころではない。必須の天然資源が手に入らない。人材育成どころではない。リストラを検討しないと生き残れない。経営陣は平時ではなく、有事に強いフォーメーションに変えないと危機を乗り越えられない。このような事態に備える企業が続出しよう。

・一方で、びくともしない企業もあろう。今こそ ESG を一歩前に進めて経営基盤を強化する企業は心強い。こういう時にこそサステナビリティの仕組みが問われるので、そこでの実効力をみせてほしい。

・基本は、自社の競争力が強化できるかどうかにかかっている。単に規制やルールに適合すればよいということではない。米国でも、EU でもサステナビリティに揺り戻し(スイングバック)が起きている。

・米国では DEI(ダイバーシティ・エクイティ＆インクルージョン)が行き過ぎで、逆にアンフェアになっているのではないか、という動きが顕在化している。CC(気候変動)についても、パリ協定への対応、トランジションのあり方について反動が出ている。株主権の実行についても、企業に不利にならないようにという動きが出ている。

・EU をリード役にした ESG のルール化についても、EU 内でもピッチダウンが検討され、米国ではトランプ政策が反対の動きを示している。日本はどうするのか。形だけのあるべき論に追随するのか。本来の姿を実現するために、背伸びしつつも実行していくのか。

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。

・シンボリックには 3 つの点が問われよう。第 1 に、ガバナンス改革では、取締役会の議長を社外取締役にできるか。取締役会で何を議論するのか。もちろん企業価値向上に資するアジェンダをつめていくのであるが、そういうテーマを設定して、意思決定に持っていくという点で、議長の果たす役割は大きい。これを社長は社外取締役に任せられるか。

・執行サイドにとって、不十分な内容を追求されてはたまらないという気持ちがあるようでは、任せたくない。社外取締役の方も、それをこなすだけの力量と大幅な時間配分が必要になる。本当にやりたいと思うか。そこまでの責任を負えるか。

・第 2 は、ジェンダーダイバーシティの推進である。日本でいえば、女性の活用である。女性はものごとを見る視点が異なる。よって、女性の比率が上がることがガバナンスの質の向上につながる。業務の執行サイドにおいても、女性をマネジメントにおいてその役割を高めると、それが人材の活用を通して企業価値に貢献してくる。

・これを 2030 年までにスピードアップしようとしている。そもそも人材の能力には違いがある。男性、女性という分け方にも一定の意味があるが、ダイバーシティの推進については、能力を踏まえてという条件にくれぐれも注意したい。

・第 3 は、アクティビストへの対応である。アクティビストのオアシスは、花王の経営について異論を唱えている。オアシスマネジメント CIO のセス・フィッシャー氏は強烈な情熱の持ち主で、会社に対してドラマティックな変化を求めている。

・会社をもっとよくできる。P&G ともっと戦える。会社のパフォーマンスを何倍にも高められる。商品のあり方、海外比率の高め方、ガバナンスの構成について、具体的に意見を述べて変革を求めている。

・つまり、よい経営を実践していても、別の観点からみると、もっと価値が高められるはずであるといって、経営に対案を出してくる。こうしたアクティビストはうるさいし、迷惑だと感じるかもしれないが、企業価値の向上という観点では一目置かざるを得ない。

・日本企業による敵対的買収、同意なき買収も始まっている。経営者も投資家もアクティビストのような視点が重要になっている。どうやって企業価値を上げるか。一定の制約がある中で、時間をかけながらマイルドなやり方をとれば、今のような経営が妥当かもしれない。

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。

・そのような見方に対して、スピードをもって圧倒的な変革を求められたらどうするのか。トランプ関税が敵対的与件であるとすると、投資家や他の企業からのアクティビズムの要求も敵対的であろう。

・経営とは変化への対応であるが、それだけでは十分ではない。次に何が起きるか、どう対応すべきかについて、取締役会、アドバイザリーボード、バリューチェーンやネットワークのコミュニティで本気で議論していく必要がある。

・マネジメントのレベルは上がっており、それを支えるガバナンスも一段と強化していく必要がある。ガバナンスに優れた企業はどこか。引き続きリサーチしていきたい。

政策保有株への対応策～新しいガバナンスで対抗

・政策保有株（株式の持ち合い）は、ここ 10 年減少傾向にある。その意味が問われて、金融機関や事業会社が持ち合いを止めてきていることによる。これからも減少は続こう。その意味では、機関投資家が望んできたことを、金融庁の政策が後押し、これが効いてきた。

・そもそも株式の持ち合いとは何だったのか。本業とはどういう関係があったのか。株式を持って、儲かっていたのか。一種の保険的な役割が役立ったのか。持ち合いを止めてみたら、何か実害はあったのか。

・企業の経営のやり方には、その時代の流行がある。社会や制度を前提として、苦労せずにうまく立ち回りたいという動機が働く。株を持っても、経済が右肩上がりなら、長い目でみると株は含み益を貯めてくる。もし自社が苦しくなった時には、売却によって特別利益が出せる。でも、持ち合いとなると、こちらの都合だけで売るわけにはいかない。

・株主総会を恙なく乗り切るには、無言で賛成してくれる安定株主が必要である。事業で特につながりがなくても、少額の範囲で持ち合って、その株主数を増やしておけば、安心していられる。

・変な株主や真面すぎる株主に文句をつけられても面倒である。時代に合った順当な経営をしていれば、それで十分であって、余計な文句をつけられたくない、という経営陣が多かった現れであろうか。

・内外の投資家がうるさくなり、金融当局は株式保有の意義や是非を問うてきた。開示要求の中身が具体化し、説明責任も求められた。そこで、持ち合い株を減らしてみた。多くの企

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。

業では、特に問題は起きていない。

・金融機関は、株を持つことで取引を有利に進めることができる。事業会社に文句を言うわけではないが、目を光らせながら、自社の金融取引に当たって、何らかの圧力になると考えてきた。実際そういう面はあった。

・事業会社はどうか。海外の企業、国内の他の企業から、企業買収を仕掛けられた時に、どうやって自社を守るか。安定株主が多ければ、買収は仕掛けにくいし、仕掛られても多数をとりやすい。

・では、企業経営に何が欠けていたのか。最大の買収防衛策は健全な経営で、企業価値創造に邁進していることである。それが PBR＝ROE×PER において、妥当な評価を得られているならば、不当な M&A は仕掛けられない。

・経営の怠慢から、いかにも割安な状況が続くならば、それはアクティビストに仕掛けられる可能性が高まろう。経営の怠慢を早急に正す必要がある。1）自社の価値創造が十分知られていないとすれば、それをアピールする必要がある。2）価値創造に向けた戦略が不十分であれば、そのリソースを手に入れる必要がある。

・3）自前のリソースで不十分ならば、外部との資本業務提携を積極的に考えるべきであろう。4）自らの経営力では手に負えないならば、経営陣は交替すべきであろう。つまり、昔のような生温い経営で、執行サイドのトップは務まらない。

・自社はしっかりした経営を行っていても、TOB を仕掛けられることがある。つまり、先方から見た時、もっと大胆な連携をとると、両社を大発展させることができると見える時は、一見割高と思えるところまで買収資金を投入してくる。

・これにどう対抗するか。手に負えないとすれば、資本市場に策を求めながら、市場の判断に委ねざるをえないことも起こりうる。それは上場企業の宿命である。

・とすると、持ち合い株であっても、1）その株を所有している理由は何か。わが社の企業価値創造に中長期的に役立つのか。2）その株を処分するとどんなデメリットがあるのか。具体的なフリクションは何かも問うてみる。3）株式を売却して現金化した時に、その資金はどのように活用するのか。株主にきちんと説明する必要がある。

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

・有力な取引先であり、これからのビジネス拡大に資本業務提携が意味を持つとすれば、それを説明すればよい。有報にしっかり記載している企業もある。

・時間をかけて減らしている企業もある。持ち合いを減らすには、株を売却する必要があり、先方の了解を得ることが礼儀として望ましいと考える。金融機関を通して、マーケットにインパクトのないように機械的に売却してしまえばよいようにも思えるが、そこは慎重に進める企業が多い。

・政策投資でない、純投資である、と説明する企業もある。余剰資金を株式に純投資する。これはありである。実際、光通信は株式投資を第 2 の本業として実践している。バフェットのような会社を目指しているともいえる。しかし、政策投資を純投資として説明するだけなら、それは本当だろうか。

・純投資であるならば、投資有価証券を営業投資有価証券と位置付けて時価評価し、B/S、P/L に反映すべきである。投資家にとっては、その方が分かり易い。

・時価評価の変動を P/L に反映するのは望ましくないという立場をとるならば、短期の変動を見据えながらも、中長期の価値を考慮していくという説明がほしい。ここが十分できなければ本物の純投資家とはいえない。

・会社は誰のものか、会社は誰のために存在するのか。両者の意味合いは異なる。会社は会社法上でいえば、株主のものである。今の経営陣のものではない。株主は多様で、大株主、機関投資家（国内、海外）、個人投資家などの株式数に依存する。

・会社の存在意義を問われれば、会社の事業活動は、世のため、人のため、ステークホールダーへの貢献を通して、価値創造を行っている。ここは分けて考える必要がある。

・株式の持ち合いは、古い仕組みのしがらみである。見直されて、問題にされなくなる局面にあろう。新しい経営を担うガバナンスを作って、それを実践した方が勝ちである。買収守衛に汲々としている企業は、いずれ市場から退場を余儀なくされよう。政策保有株には引き続き着目していきたい。

地経学リスクと財政の行方～次世代型リーダーの登場に期待

・トランプ政策が打撃となる一方で、政権与党の大盤振る舞いは財政負担と高めている。想定外のリスクが顕在化した時、日本はどう対応するのか。

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。

・今日の小さな安定ばかりを追い求めると、いざという時の対応が‘追い込まれ型’になる。備えが十分でなければ、落ち込みのどん底も深いものとなる。二人の識者の見解(1 月の SAAJ セミナー）を参考にしながら考えてみたい。

・鈴木一夫氏（東大教授）は、「地経学」の視点から日本の生き残りを考えている。経済安全保障は、海外からの威圧に対する守りをどうするか、という点に主眼をおくが、地政学リスクではなく「地経学リスク」がより重要な意味を持ってくると指摘する。天然資源、技術、人材といった経済的リソースが国際秩序の形成に影響力を高めていくという見方である。

・佐藤主光氏（一橋大教授）は、日本の財政は悪化の一途を辿っているが、財政の健全化に向けて対応策はいかに考えるべきか。持続可能な財政には経済成長は必須であり、税制改正のあり方も問われる。国民全員にいい顔をしようとすれば、お金をどんどん使うしかない。

・インフレになれば、これから使うお金はますます必要になり、借金の金利も増えてくる。社会インフラ作り、社会保障、国防、経済成長支援などに財政支出は増える。経済成長に見合って、税収が増えてくればよいが、そうでないとすれば、税制改革が不可欠である。

・やりようはあるが、バランスを図るなかで、一定の我慢が必要になる。それをどのように許容できるか。セーフティーネットのあり方が問われる。

・トランプの関税政策は、自らを支持する負け組を守ることである。米国が最強の時の自由貿易体制作り（GATT）は米国の仲間にとってよいことであり、米国もそれを良しとした。ところが、ポスト冷戦でロシア、中国がこの市場に参加してきた。「相互依存の罠」が広がり、米国は自らを守るために、再びブロック経済化に走っていると、鈴木教授は指摘する。

・相互依存の中で、経済が豊かになれば、民主化が進むわけではないということがはっきりしてきた。リーマンショック後の先進国の金融危機をみると、国家資本主義が優位な面もあり、政治と経済は別ものであるとわかってきた。

・さらに、互いの経済依存が一定レベルを超えてくると、安全保障への脅威が増して、相互依存が足かせとなってくる。ここから抜けようとすると、自国の経済にも打撃があり痛みを伴う。

・とすると、痛みを伴うとしても、こうした罠から抜ける必要がある。リスク分散には相互依存を減らすことである。米国第一主義からみれば、相互依存といっても、米国の負担の方

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。

が重く不利になっているという認識である。

・そこで関税を政策の目玉とし、交渉の材料として、表面的な分かり易さで、自らを支持する選挙民に訴えている。ブロック経済化のマイナス面は無視しているといえよう。

・国の安全保障のあり方も変わってくる。軍事と経済を分けて、経済の合理性を追求することが通じなくなる。軍事も民事も一体であり、経済安全保障の備えも変容する。1）他国に依存しない自立型が、政府・民間の双方に求められる。2）サプライチェーンの中で不可欠なものは、それがパワーとなり、抑止力にも使える。レアメタルが典型である。

・国境を超えるビジネスは、すべて新たなディールとなる。市場の大きい米国がトランプディールで攻めてくるので、これにどのように対抗するか。交渉であるから、トランプに有利になるように持っていかない限り、落としどころは定まらない。

・トランプディールを前提として、それが対米投資として、自社の付加価値増に結びつくか。ここが改めて問われよう。ここが「地経学」(Geoeconomics）の要となろう。

・地経学に基づく安全保障となると、防衛費のあり方、中身、金額は見直す必要がある。テクノロジーの自前化という点では、半導体への投資を大幅にサポートする必要がある。サイバーセキュリティへの投資も拡大しよう。

・宇宙防衛軍も必要である。半導体関連の民需についても、世界の軍需との関連で見直していく必要がある。ここで米国に対して、優位な部分はどこまであるのだろうか。何としてもディールの材料に使いたい。

・国の財政はどうなっているのか。財政支出したい内容はどんどん増えていく。一方で、収入が見合わなければ、赤字は拡大していく。将来はいずれ国民が負担するものであるから、その負担能力の範囲にあれば、赤字が増えても構わない。しかし、負担に限界があって、そこに不安を持つ国債保有者が均衡を破ってくれれば、信用が崩れかねない。

・佐藤氏は、5 つの提言を出している。分かり易く解釈すれば、1）規模拡大ではなくもっと賢く使え、2）国の成長を支える産業、企業にもっと元気が出るように、企業と人の移動（企業の新陳代謝と雇用の流動化）を促進せよ、3）財政危機へのセーフティーネットを準備せよ、4）抜本的な税制改革を実施せよ、5）規律を回復する財政ルールを定めよ、と提言する。まさに、その通りと思うが、国民が納得する形で進められるのか。

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。

・佐藤氏が行ったアンケート結果（経済学者と一般国民にきいてみたもの）が興味深い。一般国民は、財政赤字は問題であるが、その要因は、社会保障費の増加よりも、高い公務員の人件費にあると思っている。

・消費税は安定財源ではなく、不公平で景気に悪影響と思っている。消費税の増税については、社会保障料の世代間負担の是正との代替を進める。公務員の人件費削減という身を切る政策を実施するという条件を明示しても、とにかく反対するという意見が多い。政策そのものが信頼されていないといえよう。

・財政再建が必要であるという実感が国民には伝わっていない。消費税には苦い思いしかない。消費税のプラス面はほとんど国民にはない。世はインフレに向かっているが、この 30 年経験していないので、まだ実感が十分でない。

・不況期に雇用を守るという名目で競争力のない企業を温存し、従業員もそのまま継続するので、結局儲からない企業が残って、生産性向上に結び付かない。

・ムダを削れ、その通りである。何をどうやって削るのか。国でも地方自治体でも、何らかのサービスを縮小する、あるいは、そのサービスを止める、という政策は苦手である。自ら判断できない。政治が決めればよいといっても、政治家は選挙民をみている。

・有力な選挙民に反対されるよりは、つまり、何かをやめるというよりは、もっとやる、もっと増やすという方がアピールしやすい。選挙というのは、傾向としてこのような不平等を助長しやすい。なぜか。平均的な国民の嗜好に迎合するからである。

・高齢化が進む。身近なケースでも、1）特養という仕組みはありがたい。2）高額医療費の軽減もありがたい。3）高齢者の医療負担が少ないこともありがたい。これらの制度を維持するには膨大な費用が掛かっている。しかもその対象者は増加してくる。加えて、年金だけでは、生活できない人がますます増えてくる。

・これらの費用はどうするのか。例えば、公務員を半分にして、みんな民間で働いてもらう。そのための早期リストラを行うか。国会議員を半分にして、参議院制度をやめてしまうか。高額所得者、高額金融資産家、土地資産保有者への大幅増税を行って、所得税を増やすか、民間企業の法人税を大幅に引き上げて、国の税収を増やすか。何かトランプがやりそうなことが含まれている。

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。

・佐藤氏は、今後の社会保障の給付について、例えば、1）給付を 20%減らすか、2）社会保険料を 30%上げるか、3）消費税を 17%に上げるか、これらのいずれを選択するか、と問う。多くの国民はすべてにノーで、どれかを選べよと言われても答えられないかもしれない。そんな難しいことをいわないで、うまくやってよという姿勢であろう。

・国のリーダーには、うまくやる方策はあるといってほしい。ないものねだりではない。その政策を具体的に示して、推進してほしい。難しい、できないではなく、道はある、やればできる、というビジョンと覚悟を示してほしい。次世代型リーダーの登場に期待したい。

２．価値を生み出す人的資本投資の測り方

トランプ関税を乗り越えるには～米中対立の挟間で

・4 月にトランプ関税が課せられた。何でそんなことを、自由貿易に反する、と言ってもしかたがない。米国ファースト、トランプ支持層ファーストとなれば、それを支えるブレーンもいる。では、どうすればよいのか。

・少し歴史を振り返ってみよう。1980 年代の日米自動車摩擦はどうであった。安くて燃費のよい高性能な小型車を米国で売って何が悪いのか。否、それが悪いといわれた。米国車が日本で売れないのは、非関税障壁があるからだと。

・米国で売れているのに、日本で売れないわけがない、と散々言われた。いろいろ手は打たれたが、結局売れていない。一方で、ドイツのベンツは、ステータスとしてよく売れている。

・日本の大手は、米国に自動車組み立て工場を作った。カナダやメキシコも活用した。現地調達比率を上げるために、部品メーカーも北米に出ていった。現地生産の日本車は売れるようになった。

・米国のデトロイトにかつての栄光は戻っていない。それが不満らしい。では、デトロイトに工場を作ったらどうか。それでも不満は残ろう。ここに答えはない。

・半導体はどうか。90 年代の日米半導体摩擦で、日本は追い込まれた。イノベーションについていけなくなり、投資にも遅れをとった。新しいロジック半導体の台頭と水平分業の中で、見事に衰退した。インターネット時代に GAFAM が米国の巨大産業にのし上がり、今や AI 向け半導体が急成長をみせている。

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。

・米中貿易摩擦の中で、安全保障のコアであり、産業のコメである半導体を他国にまかせるわけにはいかない。地産地消で、自国で作る必要がある。米国に半導体工場が立地されていくが人手が足らない。世界から優秀な人を集めてくる必要がある。

・日本からも、半導体製造装置や半導体関連部品、関連素材を輸出している。ここに関税がかかってくる。高い部材を使って半導体を作ることになる。そんなことは気していないかもしれない。

・あるいは、いざとなって、それが足枷となるようなら、何らかの理由をつけて、個別のディールとして自らに有効になるように関税を変えるかもしれない。要は損得が優先するので、何でもありといえる。

・日本は報復関税で対抗するのか。これは得策でない。米国からの輸入に高関税をかけても、困るのは日本のユーザーである。米国サイドからみれば、対抗措置をとった国には腹を立てて、次の対抗策を打ち出してくるだろう。

・農産物について、関税は見直した方がよい。日本の農業の歴史的保護政策が、日本の農業の競争力の強化に役立ってないし、日本の食糧自給という安全保障にも十分でない。

・自由貿易は強者の論理ともいえる。すべての国が全くフリーに取引して、各々の国の貿易収支がバランスすることはありえない。国の強さ、弱さが、個別の貿易品目の収支として必ず偏在が起きるからである。

・弱い国は一定の保護をかけて、自国を守ろうとする。ところが、大国が落ち込み始めて、貿易収支の赤字が目立って、国際収支全体でも許容できなくなると、弱い国と同じような行動を取り始める。

・米国は弱っている。世界最大の債権大国の時は、公明正大なルールを作り、世界の指導者かつ警察官として、世界を支配してきた。ところが、次第に都合が悪くなってきた。

・ゆとりがなくなると、これまでのように公明正大の建前を守ってはおられず、自己都合のエゴがどんどん出てくる。落ち込んでくると、世の中は不安定になる。今はそういう局面に入っているとみておきたい。

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。

・政治、経済、社会の不均衡は、地震のごとく世界の各地で発生して、多大な犠牲をもたらす。各々の勢力が自ら良しとすることを通そうとするので、当然局地戦が起きる。場合によっては、大戦になるかもしれない。

・力ずくの戦いで消耗すれば、そこに次の均衡が生まれる。その均衡は決してフェアではないので、不満を残したまま次の事態へと移行していこう。

・地政学的不均衡を見据えながら、一定の枠組みの中で、望ましい政治経済行動をとっていくことが最善であろう。日本はジャパンファーストとはいかない。米国が衰えつつあるといっても、日米同盟を崩すわけにはいかない。

・しかし、これまで以上に自立する必要がある。ところが、日本は人口が減って、経済力が落ちて、相対的に貧しくなっている。そうすると、精神的なゆとりがなくなってくる。国内がバラバラになってくる時が危うい。

・そうならないようにするには、どうすべきか。まずは自らの生きるスタンスを定めておきたい。人それぞれであるが、自分にとってのウェルビーイング（幸せ）を大事にして、次に自らの属する組織やコミュニティのあり方（存在意義）を考えたい。

・その上で、組織のパーパス、ビジョン、ミッションと将来の行く末を見極めたい。もちろん、そんな先のことはわからないかもしれない。しかし、トランプ関税は、やはり差し迫った危機である。これまでの前提が崩れていくので、新しい仕組みを作る必要がある。

・それはリスクであり、チャンスでもある。市場はいつも次の均衡を求めて断層的に変動する。復元する力が求められるが、かつてに戻るのではない。新しい均衡を求めることは、のし上がるチャンスでもある。経済は不況に陥るかもしれない。株式市場は早々に大幅な調整を経験した。当面、織り込み済みとなったが、予断は許さない。

・オイルショック、ドルショック、リーマンショック、コロナショック、トランプショックと、ショックは続くが、今回のショックも十分乗り越えられよう。常にポジティブに次のチャンスを見い出していきたい。

・トランプ関税は、1930 年代のスムート・ホーリー法のようなブロック経済の加速と世界経済の閉そく感に伴う新たな紛争、そして戦争へと向かうのであろうか。

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。

・関税の報復合戦、株価の暴落、インフレの加速、消費の鈍化、リセッションによる失業の増加、財政出動により財政赤字の拡大、通貨の変動拡大、国際的な資金の流動性低下、弱小国の債務危機などが連鎖を引き起こしかねない。

・どのように歯止めをかけるのか。まずは実態悪が想定以上に表面化するまでは止まらない。次に、実態悪を受け入れて、それに耐えながら、我慢の経済が続こう。

・トランプは時代の象徴なので、次の選挙で大統領が交替したからといって、米国の行動がすぐによくなるわけではない。米国の貿易赤字は、中国、欧州、加、メキシコ、アセアン、日本、台湾、韓国、インドなどによる。関税を引き上げたからといって、すぐに事態が改善するわけではない。むしろ、悪化しよう。

・相互関税には非関税障壁分も含む。制裁関税は、不公平な貿易不均衡に対して、効果を引き出す目的で恣意的に導入される。報復関税は、相手国に対しての対応措置として用いられる。

・トランプ関税政策は、トランプにとってお土産となるディールを用意するならば、個別取引に応じるという中世の王国のようなやり方である。これまでのルールなど関係ない。中国が米国の関税引き上げを WTO などの国際機関に訴えると言ったが、米国は国際ルールなどほとんど考慮しない。力任せの傍若無人ぶりである。

・日本企業はどうするのか。我慢しながら、被害を最小に抑え、次の手を考えるしかない。その上で、米国に投資するか、米国から一旦手を引くか。当面は米国と中国の双方から距離をおいたビジネスで、サステナビリティを図っていきたい。

地政学的リスクの中での半導体産業～ニッチトップの競争力をいかに培うか

・わが国の半導体産業はどのように発展するのか。地政学的リスクが高まっている。収まる気配がない。局地戦ではあるが、戦争が継続している。ロシアはなぜウクライナに侵攻したのか。イスラエルはパレスチナをなぜそこまで攻撃するのか。中国は台湾を武力で制圧するのか。

・武器に半導体は不可欠である。軍需産業と民需産業はかなりオーバーラップしており、コアパーツは自国で量産しておかないと、いざという時に武器の供給が間に合わない。戦いは兵力に依存する。兵力を支える食糧、武器、弾薬が十分でなければ、戦闘は継続できず、早晩自滅してしまう。

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。

・戦争には大義が必要である。所詮、力がものをいう。そう考えている国がある限り、守りを固める必要がある。パワーバランスが重要なので、守りつつ、余計な刺激をしないことである。ところが、これがうまくいかない。一方がバランスに不安を感じ、国防に弱みがあると想定外に攻めてくる。攻められる方は突然と考えるが、よくみると突然でないことも多い。

・日本の半導体産業は、米国の力で凋落を余儀なくされた。日米半導体協議の中で、枠をはめられ、経営の失敗もあり、メモリーを中心に 90 年代に競争力を失った。一方で、半導体材料や製造装置の国際競争力は、多くの日本企業の努力によって未だに輝いている。

・米中貿易摩擦は、トランプ第 2 次政権下で、世界貿易戦争に突入している。関税をかけて自国の産業を守ろうという政策が乱発されている。

・トランプ流の政策は無謀のように見えるが、狙いは、①貿易赤字の削減、②減税、③規制緩和にある。製造業を米国内に取り戻し、減税によって生活者を支援し、規制緩和によって、AI、半導体、DC(データセンター)、発電などの先端分野を切り拓いていこうとしている。

・日本は半導体産業を復活させる必要がある。従来型の半導体ではなく、次世代の半導体の産業基盤を強化して、個々の企業の競争力を高め、グローバルな供給力を高めていくことが求められる。

・TSMC の熊本工場（JASM）は生産が本格化しており、第 2、第 3 工場も計画されている。四日市のキオクシア、広島のマイクロンも活発である。千歳のラピダス(Rapidus)は IBM と連携しつつ、国産の先端半導体工場として、2027 年の量産を目指している。小池社長はスピードを重視し、開発製造と顧客開拓を一気に進めている。

・そのファイナンスがついてくるか。政府主導の資金投入を呼び水としつつ、大手の金融機関も巻き込んで、大型ファイナンスを実行していく。5～10 兆円規模の企業を 5～10 年で立ち上げようという壮大な計画である。

・ラピダスの半導体を必要とするニーズは高い。半導体の設計、AI への応用、データセンターでの利用など、2 ナノの半導体を必要とする企業は多い。遅れては意味がない。スピードが勝負である。半導体製造装置、前工程、後行程での加工プロセスにおいて、材料、部材の新しい領域も拡がっている。ここでのイノベーションもグローバルに熾烈である。

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。

・ラピダスは、次世代半導体工場として、RUMS（ラムス：Rapid & Unified Manufacturing Service）を目指している。設計、前工程、後行程の水平分業ではなく、それらを統合してスピーディに生産する仕組みをビジネスモデルとする。

・同時に、ゼロカーボン、自動操業、リサイクルを実現するコンセプトを IIM（イーム：Innovative Integration for Manufacturing）と名付け、それを推進している。

・実際、ウェハをバッチで生産するのではなく、1 枚、1 枚を生産し、次の工程に流していく。これによって、ビッグデータの活用が進み、歩留りの改善も大幅にスピードアップさせる。また、回路の線幅の小ナノ化、パッケージングの 3D 化、CPU、GPU の専用化によって、回路の電力消費量を大幅に削減する。

・次の R&D、イノベーションでは、光電融合デバイス（光チップレット）の利用が具体化しよう。量子コンピュータも実用に入ってこよう。膨大な投資が継続的に必要となる。需要とのタイミングがうまく図れないと、投資判断に踏み切れない。

・ここで遅れが出ると、かつての二の舞になりかねない。投資に遅れて、ビジネスをものにできず、新半導体産業が立ち上げられなかったら、産業の競争力は低下し、国力もしぼんでしまう。国を守る防衛力にも影響が出よう。

・半導体の前工程では、ナノレベルの回路を形成し、後行程ではパッケージングにおいて、高層化して高集積化を図っていく。パッケージングでは、基板、配線、形成、接合などの超精密化が勝負となる。1 社独立ではなく、いかに連携を図っていくかが、半導体材料メーカーにとって重要な戦略となろう。

・GAFAM からみると、AI の活用にとって、半導体は重要戦略部品である。自ら製造に関与して、供給力を確保し、AI の利用に当たっては、データセンターの電力も自ら調達するというエコシステム創りを目指そうとしている。
・米国がイノベーション競争のトップフィールドであることにかわりない。人材の採用・育成・定着には、今後ともかなりの工夫が求められよう。

・日本の半導体産業を強化するには、3 つの視点が重要である。第 1 は、サプライチェーンにおける自らのポジショニングを認識し、それをいかに強化するかである。需要変動と供給力の制約から、半導体産業は汎用品になると市況変動が大きい。

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

・市況の変動が大きいと、不況期に苦境に立たされるので、下位メーカーは生き残れない。大手集中型になってくるので、部材メーカー、材料メーカーの中小企業においても、自らのポジションをよく知っておく必要がある。小粒でも重要部材を担当しているならば、その地位を活かして、高付加価値化が図れるはずである。

・第 2 は、供給力の確保という点で、先行投資を躊躇しないことである。内外の需要先の先まで見渡して、ニーズを探りつつ、消費地立地の工場建設を自らまたはジョイントで計画し、推進していく。人材、資金面で常に不足感に悩まされるとしても、投資は怠れない。上場企業、地域金融機関との連携も必須である。

・第 3 は、カスタマーと連携しつつ、R&D で先行することである。先が見えないことも多いが、トレンドを見て、流行に流されることなく、研究と開発を分けて進めていく。常にグローバルな市場を同時にみていく必要がある。半導体専門商社や製造装置メーカーとのつながりも重要となろう。

・AI と半導体は今後の成長を見据えて、重要な投資テーマであるが、波があるので、注意を要する。需要変動、投資サイクル、地政学的リスクなど変動が大きい。台湾有事の時、台湾の半導体工場はどうなるのか。台湾からの難民に対して、日本はどこまで受け入れるのだろうか。混乱はあるとしても、一定の受け入れは必須であろう。

・日本の半導体関連企業は今後も一律に成長でするわけではない。グローバルな序列は今後の戦略によって大きく変動しよう。その中で、ニッチトップを狙えるような企業にまずはフォーカスしたい。

日本企業の価値はどこに～文化資産形成力が価値の根源

・トランプ大統領のやっていることを、米国の立場からみれば、自国の体力が落ちて、世界の面倒をみる力がなくなってきたので、米国は米国のことを優先する。これまで大目にみてきたアンフェアなことはもう認めない、という論理である。
・何事も五分五分で、米国が一方的に不利になることは避けて、常に応分の負担を求める。それが合理的であって、今までのルールは全て見直すというスタンスである。何事もディール（取引）なので、結果としての見返りが納得できる水準になければ、それはフェアなディールではないという。

・相手国からみれば、それは恣意的な自己都合ではないか、と言われても気にしない。自分たちの解釈を優先して、交渉に臨んでくる。よって、相手の土俵に乗って、相手のメリット

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。

を見せながら、こちらも国益をとっていく必要がある。

・建前の正論を言っても始まらない。立場が違えば、正論も変わってくる。自国としての正論は固めておく必要があるが、それが相手に通じるとは限らない。自由貿易の良さといっても、それは良さがプラスの国にはメリットであるが、良さが負担になるのであれば、自由貿易論は通用しない。

・どうやって異質な国々との合意形成を図っていくのか。経済力、軍事力、文化力に優れた大国が君臨している間は、世界秩序は保ちやすい。その覇権大国に依存すれば秩序は守れる。国際機関を作って、話し合いの場を持てば、対話ができる。

・超大国に余裕があれば、秩序を保つための負担を分担することができる。多くの国はそれを大国の支援として受け入れる。制約があるとしても、メリットの方が大きい。しかし、米国の覇権大国としての地位はゆっくりと崩れつつある。

・今のところ、米国にとって代われる大国はない。中国はそれを目指しており、力をつけているが、まだ彼我の差は大きい。そうすると、そこそこの国々が群雄割拠するので、摩擦は至る所で発生する。貿易紛争、国境紛争、武力紛争が頻発してくる。これをうまく捌く国がないので、力と力の戦いになり、国の安全保障が危うくなる。今はそういう局面にあろう。

・日本はどうしたらよいのか。経済力、軍事力、文化力を高め、これを保って世界の中で、一目置かれる存在として、自立していく必要がある。いいとこ取りはできない。米国に安全保障を頼るのであれば、これまで以上に応分の負担を求められる。当然、受け入れ方には戦略がある。いいなりではなく、双方のメリット、負担をしっかり追求すべきである。

・経済力を高めないと、発言力は確保できない。日本の企業にはもっと強くなってもらう必要がある。プライム市場に上場する日本の大企業は、製造業のウエイトが高く、海外依存度も高い。こうした企業には、米国、中国以外の世界マーケットを開拓して、大いに躍進してほしい。

・何よりも重要なことは、日本国内の企業を強くすることである。幸いにもインバウンドが牽引力となって、地方にも日本の文化の陽が当たり始めている。どんな地域でも、コアとなるコンテンツはありうる。しかし、そこは競争である。いいものをコアとして、新しいコンテンツを創っていく文化資産形成力が価値の根源となろう。

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。

・かつてのように、ゴルフ場を作ればよい、リゾート施設を作ればよいというものではない。外国人が先ではなく、日本人が楽しめるようにしてこそ、外国人にとっての日本文化となる。自然と人工の仕組みの融合で、新しい歴史、物語を創っていく。

・アニメ、キャラクター、美術、工芸、演劇、音楽、ソブリン AI など、アートとテクノロジーのマリアージュが面白さを生む。大阪万博にどれだけのヒントがあるだろうか。パビリオンの楽しみ方に注目したい。

・農林水産業を知識集約的産業にしていく。中小製造業を先端精密産業にしていく。サービス産業をハイテクエンタメ産業にしていく。文化遺産のコアには先人の知恵を使い、ベテランのノウハウを活用する。

・新しい仕組み、プラットフォーム創りに、若者を活用する。日本人だけでなく、世界の若者に入ってもらう。トリプル ESG (EEESG) による価値創造はきっと受け入れてもらえよう。

・価値創造は新しいビジネスモデル創りである。Entertainment と Education を加えたトリプル ESG を追求して、新しい価値を創り、それが中長期のビジネス（金儲け）になるとなったら、笑顔が集まってこよう。

・ヘルスケア オープン イノベーション、ソーシャル リスポンシビリティ インパクトという新しい言葉もあれば、ジャポニズム、常若（とこわか）といった古い言葉も登場しうる。植物工場、アート、神仏も新しい価値を生み出そう。

・大手上場企業の資本効率の改善はまだ道半ばであるが、道筋は見えた。政策も変革を加速させている。これによって、ついていけない企業は淘汰されて、新陳代謝が進もう。

・多くの中堅中小企業も、後継者不足の中で、経営革新が進まなければ再編、廃業に追い込まれよう。農林水産業などの伝統的産業も、担い手がいなくなる中で、新しい産業化を余儀なくされよう。

・これらは大変なことではなく、新しいビジネスのスタートとして望ましい。スタートアップとして、やる気のある若者にチャンス到来である。

・伝統的金融機関では、人材が活かされていない。フィンテック、アグリテック、サービステックなど、新分野にどんどん資金を供給してほしい。

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。

・その目利き力を養うには、実業に入ってみることである。昔ながらの金融人の道はもうない。新しいフィンテック・パーソンにリスキングして、変身してほしい。

・おもしろい時代が始まろう。トランプ関税に悲観する必要はない。次代を担う若者をシニア世代は大いにサポートして、日本の価値、日本企業の価値を高めてほしいと願う。

アクティビストになったつもりで～狙われる会社の隙はどこに

・アクティビストにいかに対応するか。この言い方だと、会社側の立場に立って、いかにアクティビストを撃退するか、という方策について考えることになる。そうではなく、投資家の立場で、アクティビストになったつもりで、会社にもっと強い要求をするとすれば、それは何であろうか。

・株主としては、株価をもっと上げてほしい。そのために、企業業績を向上してほしい。もっと B/S を使って、資本効率を高めてほしい。P/L では利益率を大幅に高めてほしい。C/F では、フリー・キャッシュフローをもっと稼いでほしい。

・それを中長期に続けてほしい。他のステークホールダーを犠牲にして、株主のためだけに働いてほしいといっているわけではない。世のため、人のために商品やサービスを提供して、顧客、取引先、社員、地域社会の人々のウェルフェア（幸福）に大いに貢献してほしいのである。

・企業の価値創造力を高めるには、古い仕組みを壊して、新しい仕組みを作っていく必要がある。ここで企業の対応が分かれる。1 つ目は、今の仕組みを温存して、波風が立たない範囲で新しいことをやろうとする。万が一失敗しても、会社への影響が少ないように、自分に責任が及ばないように小さくやろうとする。

・2 つ目は、どうやればよいかは分かっているので、思い切った手を打っていく。ところが打つ手が腹に入っているのは経営トップの自分だけであって、社員の共感が得られていない。これではワンマンリーダーの暴走になりかねない。社内ではやったふりが増えてきても、実際の効果は上がってこない。

・3 つ目は、ベストの方策ではないが、多くの社員が納得できる方向へ舵を切って、団結力を重視していく。社内はまとまっていくが、競合や市場の変化に追いつかず、じりじりと離されていく。

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。

・セブン＆アイ・ホールディングスのケースを考えてみよう。セブン＆アイはなぜ行き詰っているとみられたのであろうか。かつての勢いが衰えてきた時に、どうすればよかったのであろうか。

・GMS のイトーヨーカドーの業績が冴えない。食品スーパーで元気のよい企業は、上場企業に限らずいくつもある。百貨店に対抗する GMS の一時代はあったが、その次への展開で行き詰った。儲からない事業になってしまったが、地域の地元ではコアなショッピングセンターとして、生活に役立っているのだから、事業を続けることが社会的使命であるともいえる。

・伊藤家の創業事業であるから、やめるわけにはいかない。本当に意義があるのだろうか。単にしがらみに捕らわれているだけではないか。ダイエーはとっくになくなってしまったが、別に誰も困っていない。市場があれば、誰かが必ずうめてくる。

・コンビニのセブンイレブンは、国内で 30 年以上輝いてきた。ここ 10 年は勢いが鈍くなってきたが、ローソンやファミマよりも未だに一歩抜きんでている、コンビニは成熟してきたが、もう国内では伸びないという見方は本当だろうか。

・米国のセブンイレブンを逆買収して、経営再建を果たしたことは素晴らしい。日本のコンビニは独自の創意工夫で発展をとげてきたので、表面的には米国のコンビニとは大きく違っていた。

・そこに日本で培ったビジネス方式を導入して、米国のセブンイレブンを再建した。サウスランドを日本のセブン-イレブン・ジャパンが買収し、その米国のセブンイレブンは 2020 年にスピードウェイ（ガソリンスタンド併設のコンビニ）を買収した。

・セブンイレブンはアジアにも展開している。日本からみると世界のマーケットに進出して日本型コンビニをベースに、成長領域を広げようとしている。それでもアクティビストからみると、経営が甘いとみられた。さらに、カナダのアリマンタシオン・クシュタールから敵対的買収を仕掛けられた。その後の経営陣の対応は今 1 つ煮え切らなかった。

・アクティビストは経営の隙をついてくる。合理的な手を打つことを、何らかの内部事情で怠っていると、一定の株主をなって、会社がとりにくい経営戦略を遂行すべしと迫ってくる。

・もしそれが無理筋の要求であれば、株主総会で戦えばよい。もっと本質的な要求である場合はどうするか。コーポレートガバナンスの改革、経営戦略の抜本的な変更、大幅なコスト

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。

カットや新規事業の見直し、キャピタルアロケーションの変更、事業ポートフォリオの再編など、さまざまな場面が想定される。

・アクティビストからの要求が理にかなっていることもある。それが現経営陣にはできない場合、当然経営者は交替する必要がある。まずは、感情的な対立として表面化して、判断に感情が入りがちである。

・敵対的買収は、経営陣にとって不愉快かもしれないが、株主にとってはよいことかもしれない。中長期的企業価値を上げてくれるならありがたい。しかし、その企業の余剰資本をつまみぐいして消滅させてしまうなら、目先のハゲタカにすぎない。

・同業他社がアクティビストになることもある。敵対的買収は、誰がどのように判断するのか。取締役会は本当に判断できるか。独立の第三者委員会は機能するのか。戦略アドバイザーとともに、どのようなストーリーを作るのか。

・アクティビストに狙われないようにするにはどうしたらよいか。彼らが目をつけてきそうな経営の論点には、内部で十分議論して、手を打っておく必要がある。中長期の価値創造について株主に説明して、それをフルに実践していれば、アクティビストの出番はなくなる。

・投資家としては、アクティビストが対象としにくい、よい会社に投資したいと思う一方、アクティビストに狙われるような会社への投資妙味も捨てがたい。

・セブン&アイの経営には甘さがあった。次のリーダーが十分育てられないガバナンスの難しさが露呈した。本来のあるべきガバナンスからも遠い。セブンイレブンの行方に注目したい。

人的資本の活かし方～人的資本投資に役立つ KPI

・ヒト、モノ、カネが、経営の重要な基本要素である。その中で、ヒトの能力はどのように評価していくのか。お金で能力が測れるのか。測れないものはコントロール(管理)できない、というのがファイナンスの原則でもあるが、いかに計測していくのか。

・人件費は費用である。P/L(損益計算書)では、その期の費用として計上される。確かに人件費は外部流出するものであるが、それは社員の収入となる。

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。

・社員は企業の外部として認識されのか。そうではない。企業の中にいて、その企業の付加価値の創出に貢献してくれる。よって、付加価値を測る時には、営業利益＋償却（減価償却、のれん償却）＋人件費として、中に含める。

・C/F(キャッシュフロー計算書)でも、会計上、外に出ていってしまう。よって、キャッシュ・フロー経営という時、償却は EBITDA(償却前営業利益)として重視されるが、人件費は費用として扱われてしまう。しかし、そうでないやり方もありうる。

・例えば、R&D（研究開発）費は、まさに将来の製品・サービスの開発に向けて投じられる先行投資である。よって、何らかの有形固定資産、無形固定資産に結びつけられれば、資産計上ができる。そうなれば、その後償却が実行されることになる。R&D 費のかなりの部分は人件費であるから、人件費もうまくすれば資産計上されそうである。

・人件費をタレント人材のコストとみなしたらどうだろうか。特別な才能をもつプロで、人材の取引価格が成立する場合には資産計上も可能であろう。しかし、通常は値段がはっきりしない。

・では、人的資産への投資として、設備投資と同じように、人材投資を資産計上することはどうか。今の会計ルールには合致しないが、バランスシートに人的資産をおいてみよう。

・ある会社（Ａ社）をイメージしてみる。売上高 100 億円、営業利益 20 億円、総資産 200 億円、純資産 180 億円、無借金、現金 80 億円、減価償却 10 億円、社員は 400 人で人件費は総額 20 億円であるとする。優良企業であるが、この会社の人的資本、人材価値はどのように評価できるであろうか。

・企業の価値が将来 C/F の現在価値であるなら、その計算において、人件費も含めているのであるから、将来人件費の現在価値も想定することができよう。

・例えば、10 年分の人件費をイメージするのであれば、Ａ社のケースでは、人的資産は 200 億円となる。これを毎年 20 億円ずつ償却して費用化していくと解釈できる。よって、人材償却費 20 億円となろう。

・また、人材に 200 億円の先行投資をしている。その分の人的負債（社員持分）が B/S に立ってくる。そう考えると、総資産が 200 億円から 400 億円に増え、自己資本比率は 90%から 45%へ低下する。現金保有 80 億円も人的負債 200 億円からみれば、過剰ともいえなくな

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。

・C/F 計算書にも、人的資産の償却が人材償却費として明示される。付加価値の認識として分かり易くなる。今まで、人件費項目の内容は総体として有報からは分かりにくかったが、これが明確になる。

・人的投資に対するリターンという考え方もはっきりしてくる。多くの企業は、人材が足らない、人材投資が必要であるという。それなら、その人的投資計画を立てる必要がある。設備投資や R&D 投資と同じように、具体的に計画し、その開示も求められる。

・社員にとっては、働き易さが増してこよう。ESG の S の項目の開示が充実して、それが企業価値にいかにむすびつくかという点がイメージしやすくなる。

・投資家が真に知りたいのは、人件費ではない。10 年分の人件費や従業員数×平均賃金だけでもない。1 人ひとりの能力をいかに引き出し、高めていくかというスキルの活用と能力の向上に、その企業がどのように取り組んでいるかという仕組みを知りたいのである。

・人材の DEI(多様性、公平性、包括性)は大事であるが、それが企業価値にどのように結び付くのか。このつながりについて、その会社の独自性を知りたい。働き方は多様であり、生活との両立で工夫が必要な場面も増えている。

・障がい者の雇用も、制度として重要である。ルールを守ればよいという姿勢ではなく、会社全体にとってのウェルビーイング（幸福）をどのように高めていくか。この人的資本経営が伝わってくれば、投資家にとって本物と実感できよう。

・人的資本の投資に役立つ KPI を工夫して開示してほしい。B/S に載せられる人的資産の試みがぜひほしい。その上で、人的資本の生産性についてさらに議論を深めていきたい。ESG の S に関して、人材投資の開示に優れている企業に注目したい。

収益性と生産性を結び付けて～投下資本付加価値率と付加価値利益率に着目

・PBR=ROE×PER という関係式は、よく知られるようになった。経営者は、資本コストと株価に責任を持て、といわれて、かなり意識も変わってきた。

・株主資本コストとは、株主が要求する期待リターンである。株式投資に対するリターンとして、このくらいは欲しいという水準である。金利＋リスクプレミアムとして定義されるが、

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。

その数値は一義的には決まらず、過去のデータから決まるものでもない。それにしても 5～10%程度はほしいであろう。

・株価に責任を持て、といわれても困るという経営者は多い。しかし、株価に責任を持つというのは当然で、経営トップの株式報酬を（自社の株価－TOPIX）のα(アルファ)で決めるという大企業も増えている。

・TOPIX には、株式市場を取り巻く社会経済の変動要因がすべて反映されている。それは、経営環境として重要であり、十分考慮すべきである。しかし、自社の株価のパフォーマンスに組み込むのは、やりすぎではないかという見方もあろう。

・自社でマネージできない変動要因にまで責任を持てというのか。確かに一理あろう。しかし、経営の成果には、結果責任がついてくる。その意味では、αをパフォーマンスの評価指標にするというのは重要である。

・多くの中小型企業にとっては、いきなりαというのは酷なので、業績をベースにするのが妥当であろう。つまり、中長期の株価は業績を必ず反映する。よって、業績に責任を持つというのが、株価を意識した経営の１つの軸である。

・この業績もマクロ的な経済環境の変化によって揺れる。それが、プラスとなる局面、マイナスとなる局面があろう。これも結果責任に織り込まれて当然である。

・昨今、ROE の改善に手を打って、ROE を上げても、それに見合って PER が下がってしまい、PBR が向上しない企業がよくみられる。これは、目先の収益性、資本生産性は改善させたが、中長期の成長性を高める戦略となっていない。そのようにマーケットで評価されてしまっている。

・収益性と生産性の結びつきは、どのように考えればよいのか。まず ROE と ROIC の関係をみておく。ROE＝r（利益）/E（自己資本）＝ｒ/IC（投下資本）×IC/E＝ROIC×IC/E となる。まずは、E を活用して、IC を的確にコントロールすることである。

・ROIC＝r/IC＝A(付加価値)/IC×r/A となる。ROIC は、投下資本付加価値率（A/IC）と付加価値利益率（r/A）に分けられる。投下資本がどのくらいの付加価値を生んでいるか。付加価値のうち、利益にどのくらいまわっているか。この２つに分けてみることができる。

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。

・付加価値(A)＝営業利益＋減価償却＋のれん償却＋支払金利＋人件費で計算され、その会社が事業（本業）を通して生み出した新たな価値である。

・A には、人件費が入ってくる。人件費は社員に支払った費用ではあるが、会社が生み出した価値に対する対価として支出されるものである。しかし、仕入れに対する費用と違って、社員は人材（人財）であり、会社に帰属して企業価値を生み出す原動力となっている。その意味では単なる費用ではない。

・生産性は、何によって測るのか。従業員数 1 人当たりにすると、1 人当たり労働生産性＝A(付加価値）/ｎ(従業員数)となる。

・これは、生産性＝A/Ｌ(人件費)×L/ｎとなり、人的資本生産性とみることができる。また、生産性＝A/IC×IC/n とすると、これは投下資本生産性となる。

・さらに、デジタル資本にフォーカスすると、生産性＝A/DC（デジタル資本）×DC/n として、これはデジタル資本生産性を示す。

・人的資本生産性は、人件費を投下資本と見立てて、生産性を測る。投下資本生産性は設備投資をベースに生産性を測る。さらに、これからは AI と DX を軸としたデジタル資本生産性が問われることになろう。

・生産性は、投資に対して生み出される付加価値と、1 人当たりに対する投資（労働装備率）に分けて測ることができる。人件費は単なる費用ではなく、人材に対する投資の額とみることができる。

・もし、人材投資を B/S に載せようとするなら、1 人の人材に対する平均雇用年数を考慮して、例えば 10 年分の総雇用費用を人的資産と見なして B/S に資産計上して、それを 10 年で償却していく。その 1 年分が P/L の人件費償却額として計上される。設備の減価償却と同じような意味合いである。

・人材の能力（タレント）を、そのように評価するのも 1 つの方策であろう。実際、プロの選手やプロのアーティストを会社として契約するなら、その 10 年分の契約額は何らかの形で B/S の資産と負債に計上されるはずである。

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。

・企業は、新しい価値創造の仕組み（ビジネスモデル）を強化して、そこから付加価値を生み出していく。そこに必ず投資が必要である。投資は先行する。それがいずれ実を結んでくるはずである。

・付加価値（A）の中身をみると、人材投資を先行すれば、まず人件費が増える。設備投資や M&A を先行すれば、償却が増える。そして、その投資がうまくいけば、付加価値が増加し、つれて営業利益が増えてくるという流れになる。

・人的資本投資の要は人件費にあるが、会社の総人件費は有報から一律に知ることはできない。ぜひ総人件費の開示を導入してほしい。

・かつて、筆者が自動車アナリストの頃、日本の有報、米国、ドイツのアニュアルレポートで、人件費（レイバーコスト）を知ることができた。これによって、付加価値を測り、生産性の国際比較をした。その分析がフォードやフォルクスワーゲンの経営陣と議論する時に大いに役立った。

・ROIC と人的資本投資の結びつきを計測し、生産性の分析を通して、競争力の比較をしたい。そのためにも人材投資の中身を大いに注目したい。

レゾナックとエーザイをどう比較するか～4 つの次元から評価

・レゾナックは半導体材料メーカーへ大きく舵を切っている。エーザイは認知症の治療薬で第 2 のステージに入っている。企業比較というのは、通常同じセクター（業種）の中で比べる。類似業種の方が比較しやすいので、その方が特徴をつかみやすい。

・一方で、企業の価値創造力を評価する時には、セクターを超えてみる必要がある。レゾナックとエーザイを例に、こんなに違う会社をどのように比べるのかを考えてみよう。まず財務指標をみる。

・エーザイは時価総額 1.14 兆円で、直近の株価でみると、PBR 1.31 倍、ROE 4.9%、PER 26.5 倍である。レゾナック HD は時価総額 6680 億円、PBR 1.03 倍、ROE 4.1%、PER 25.1 倍である。両社とも ROE が低い。PER はそれなりに評価されているが、PBR はさほどでもない。

・現状では、資本収益性は低いものの、将来の成長性には期待を集めている。しかし、企業のもつ潜在力はバランスシートを通して、十分反映されていない。あるべき姿としては、ROE

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。

15%×PER 20 倍＝PBR 3.0 倍がほしいところである。そうなれば株価は 1 万円となろう。その方向に進むか。ここが企業価値評価のカギを握る。

・企業価値とは、将来収益の現在価値である。とすれば、今後 5 年、10 年の業績予想をして、それを DCF 法で現在価値に換算する、というのが今の財務モデルの基本である。医薬品や半導体材料のアナリストなら、将来予測ができるかもしれないが、その予測の精度となるとなかなか難しい。

・経営者はどうか。将来は不確実であるが、それでも企業の価値を増大させるために勝負する。この勝負する姿勢を、投資家として評価していく。そのための評価のフレームワークを自分なりに固めておきたい。そうすると、どんな会社をみても、同じようにすぐ比較できるようになる。

・企業の価値創造とはなにか。割り切っていえば、それは中長期の金儲けである。価値は社会的価値と経済的価値が一体となったものであるから、短期ではなく、中長期の収益性の追求である、とまずは明確にしておきたい。

・この価値創造の仕組みがビジネスモデル（BM）である。今の BM を BM1 として、将来のこうありたいという BM を BM2 とする。この BM2 を、会社として描けているか。描いたとして、それを実現するための手立てが分かっているか。この手立てを戦略という。

・BM2 を実現するには、今の会社に足らないものがある。それを取り揃えていく戦略（方策）を立てて、順番にスピーディに実行に移していく。

・BM2 を、筆者は投資家として、4 つの視点から評価する。第 1 は経営力である。経営トップをはじめとする経営陣の話を聞いて、企業の将来の姿は定まっているか。その構想と実際の計画を知りたい。経営者はそれを実現する経営力を有しているか。ここを感じ取りたい。

・第 2 は、成長力を評価する。事業を成長させるには、何らかのイノベーション（仕組み革新）が不可欠である。他社と似たことを後追いでやって勝てるはずがない。独自の強みを作るべく、新しい取り組みを実行しているはずである。ここの成否を見極めたい。

・第 3 は、リスクマネジメントである。チャンスに向けて、リスクをとる必要がある。リスクをとらなければ、リターンはない。このリスクをいかにコントロールするか。リスクをとりすぎては、取り返しのつかない墓穴を掘りかねない。突然大損することをいかに避けるか。

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。

想定外のことが起きても、それは考慮の対象であったという準備がほしい。

・第 4 は、企業のサステナビリティに関する ESG の評価である。わが社の企業価値創造に資すガバナンス、働き方、環境対応を整えて、それを強みにしていく。

・では、エーザイはどうか。内藤専務が COO 兼 CGO（チーフグロースオフィサー）として、今後の成長戦略をリードしていく。次期後継者として実績を積み上げられるか。

・世界初の早期アルツハイマー病治療薬「レケンビ」（一般名レカネマブ）は、第 12 回技術経営・イノベーション大賞において、「内閣総理大臣賞」を受賞した。長年の挑戦が実を結び、成長拡大期に入ろうとしている。

・しかし、製薬企業としての R&D は続く。需要開拓に向けた投資も継続しよう。①企業の構造改革、②創薬 R&D、③新領域 R&D、④医療をこえたエコシステム創りに邁進しようとしている。4 つの評価軸からみると、12 点満点中 11 点と A クラスに位置しよう。

・レゾナックはどうか。世界トップクラスの半導体材メーカーとして、AI 向け半導体で世界をリードしている。EV 用でも独自性を発揮している。半導体の成長は十分見込めるが、米中摩擦やトランプ関税の影響などもあり、新領域の市場開拓はやや先ずれしている。

・事業ポートフォリオの再構築として、石油化学事業のパーシャルスピンオフも実行準備に入っている、高橋 CEO 以下の経営陣は、一気呵成に経営革新を進めている。社内の人材はついていけるか。この企業文化の改革に高橋社長は最も力を入れており、毎年きめ細やかな社内コミュニケーション、エンゲージメントに手を打って、全社を巻き込んでいる。

・高橋社長は株主総会で、株価 1 万円、時価総額 2 兆円を目指すとコミットしている。その実行力は心強い。4 つの評価軸からみると、12 点満点中 10 点と A クラスと位置付けられる。

・エーザイは、認知症薬の需要開拓とエコシステム作りでもう一段の努力が求められる。レゾナックは、企業の経営革新という点でガバナンスの定着と向上に期待したい。2030 年に向けて、2 社とも保有を継続したい。

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。