ベル投資環境レポート

インベストメントシンドロームにいかに対応するか

～深い分析の実践とポートフォリオの再構築で先行すべし～

2017 年 3 月 27 日

鈴木行生

目　次

１．トランプシンドロームへの対応
- 米中にどう立ち向かうか～これからの経営投資環境
- 『自由貿易はいいことだ』をいかに乗り越えるか
- 『無責任財政』リスクへの対応～ポートフォリオの再構築で先行すべし
- 『追われる時代』の政策～雇用を増やす企業に注目

２．エンゲージメントの次なる展開
- 機関投資家のスチュワードショップ活動～大手生保のケースとその対応
- コーポレートガバナンス改革で業績は上がるか
- 投資家との対話～会社の誰が担うのか
- 資産形成のこつ～カツカツからコツコツへ

３．アナリストに求められる変革への挑戦
- アナリスト活動の変革に向けて～早耳情報禁止の中で
- アナリストの情報価値はいかに～ビジネスモデル再構築に向けて
- 投資価値の定性評価と定量評価～その関係はいかに
- 非財務情報による企業評価～4 つの軸で質的に見る
- ショートターミズムをいかに乗り越えるか～R&D 投資がエンゲージメントの要
- フェアディスクロージャーへの対応～情報の咀嚼力が勝負

１．トランプシンドロームへの対応

米中にどう立ち向かうか～これからの経営投資環境

・昨年 11 月に白馬会議が催された。毎年開催されており 9 回目であったが、初めて参加してみた。そこでの議論を踏まえ、参考にすべき視点について、トランプ大統領就任を機に、いくつか取り上げてみたい。長野県の白馬は若かりし頃、スキーによく出かけたことがあっ

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。

たが、ここの温泉宿で世界の経済や政治について議論しようという会合が持たれた。

・まず、ものづくりの分業という点でアジアの連携をみると、家電では日本の競争力が大きく低下した。自動車の競争力は強くがんばっているが、韓国や中国が台頭している。機械は日本が圧倒的優位に立っている。高精度が要求される電子部品や機械部品では日本企業の競争力は極めて高く、差別化は当分続くものと予想される。しかし、中国の追い上げが始まっていると見ておいたほうがよい。

・その中国と、どのように付き合っていくのか。経済規模ではすでに世界 2 位であるが、一人当たり GDP ではまだ中進国である。その中で広東、上海、北京をみれば一人当たり GDP は 1.5 万ドルレベルに近づいており、この地域の人口は 3 億人を有する。これから産業の高度化、金融力の向上、経営のグローバル化が押し寄せてくる。政治力や軍事力の動きとともに、中国がアジアの中心軸になってくるのは不可避であり、御しがたい存在感で迫ってこよう。

・中国市場を避けているだけでは機会を逃す。中国ビジネスにはリスクがつきものであるが、内需拡大の中で、中国企業と連携を組みながら一定のポジションを築くという戦略はますます重要になろう。経済的な結びつきが政治、軍事の暴走に対して歯止めになるとはいえないが、リスク分散を図りながらも、中国経済のインナーサークルで活動することは相互にメリットがあろう。

・米国のトランプ大統領は米国ファーストを掲げ、世界の警察官からは手を引くと公言している。安全保障のパワーバランスが変化する可能性があり、その隙をついて紛争が起きてくる。既成事実作りの陣取り合戦が、あちこちで持ち上がりそうである。その中でも、IS テロ国家は何としても抑え込む必要がある。

・一旦バランスが崩れた後、次の新たなパワーバランスの均衡状態に移行するまでに、力で押す国と押される国が出てくる。これらの紛争は一種の戦争状態といえるもので、ちょっとしたスキが取り返しのるかない不均衡をもたらすことにもなりかねない。

・中国は海洋を取りにくる。北朝鮮は核ミサイルで威嚇し、譲歩を引き出そうとする。いずれにしても日本は不利である。新たな外交力と防衛力が求められ、そのためにも経済力を高める必要がある。

・そういう対応を今の国内世論は認めず、許さないであろう。しかし、反米、反中、反鮮では、なにも解決しない。望ましいアジアのパワーバランスに向けて、法による秩序を主張し

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。

つつ、それを実効させる外交力の向上と国力の維持に腐心することが必須である。

・トランプ大統領のプラグマティズムは、交渉を損得で決めるという方式である。交渉に当たって、手の内は多い方がよい。次に、手の内は見せずに吹っかけて有利に導く。こういうやり方をいかにもとりそうである。

・世界の警察官をやめるという観点では、大国ながら行動様式は途上国型とみた方がよい。米国の人口は、2050 年に向けて 1 億人も増える。自己主張はしても、理念を踏まえてものごとを考えないとすれば、わがままなリーダーにとどまり、好き嫌いを優先しそうである。どううまく付き合うか。それとも、立派なリーダーに立ち居振る舞いを変えてくるのだろうか。

・一方、中国は国家資本主義をどう乗り越えるのか。民意を反映する仕組みを何らかの形で入れられるのか。まず無理であろう。一党独裁による実質的な言論統制の中で、次の展開は相当に難しい。

・米国の大学進学率は 75%である。大学を出ていない人の先行きは期待が持てず、大学を出ても半分は高卒の仕事しかない。その仕事そのものが IT 革命の中でなくなるかもしれない。格差拡大に不満を持った人々が白人層を中心に変化を求めて、大富豪トランプに投票した。

・トランプが格差縮小に結びつくような将来の期待を非エリート層に提供できなければ、トランプ熱は早晩冷めていく。その時には人気取りの外交政策が、理不尽な内容で次々と出されるかもしれない。

・日本はどう対応するのか。安倍首相の win-win 外交が問われる。自国優先では、米中どちらにも受け入れられない。失われた 20 年で課題先進国になった日本は、成長力を取り戻せるのか。高齢化の進展で、成長力は取り戻せないというのが通常の見方である。だが、そんなことはない。

・ドイツを見ればよい。課題に手を打つ方策はある。ポイントはヒューマンキャピタルへの先行投資とその活用で、人的資産(ヒューマンアセット)の質と量を高めることである。一世代替わる 30 年後ではなく、何とか 10 年で新しいフレキシブルな社会に変えたいものである。そのためには、私たちが働く企業という組織こそ変革の先頭を走るべきであろう。

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。

『自由貿易はいいことだ』をいかに乗り越えるか

・3 月に日銀の長井滋人国際局長の話を日本証券アナリスト協会で聴いた。テーマは、『トランプ政権と国際金融システム』であった。ダニ・ロドリックのグローバリゼーションパラドックス、つまり、①経済のグローバル化と②国家主権と③民主制は同時に成り立たないのではないか、という見方にどう応えるか。

・トランプ大統領は貿易不均衡を問題にして、保護主義に走ろうとしている。これは戦後 70 年間続いてきた「自由貿易はいいことだ」という原則への挑戦である、と長井局長は問題提起する。

・国際金融システムにおいては、1）自由な資本移動、2）固定為替相場、3）独立した金融政策、という 3 つが同時には成り立たないというトリレンマを抱えてきた。ブレトンウッズ体制では資本規制を行い、ドルペッグ制をとってきたが、ニクソンショックでドルペッグが崩れた。

・80 年代のレーガン時代は、プラザ合意、ルーブル合意などの協調為替介入で何とか安定を保とうとした。90 年代以降は、強いドルは米国にとって国益という考え方の下、各国はマクロ政策の最適化を用いてきた。

・変動相場制に移行したが、インフレターゲットをベースにおいた。為替にかわるアンカー役として、インフレターゲット（2%）を用いて、国際金融システムの安定を図ってきた。このパラダイムが揺らいでいる、と長井局長はいう。

・こうした枠組みでの自由貿易はでき過ぎで、その繁栄が行きすぎをもたらしたと指摘する。中国のグローバルバリューチェーンへの参入、途上国の発展と資源ブーム、米国での住宅ブーム（サブプライム証券投資）などが大きく貢献した。しかし、リーマンショックの後は、貿易がスロートレードとなり、投資も鈍ってきた。拡大均衡のためのフロンティアが不足している。

・保護主義は、自由貿易による繁栄の反動であり、米国においてはグローバル経済で勝ち組に入らなかった人々の不満が高まった。低スキル・中スキルの雇用が減少し、高卒以下の雇用が減少した。家計メディアンの一人当たり GDP は伸びていない。低賃金の仕事は戻っているが、中賃金の仕事は戻っていない。中低所得者の債務はリーマンシュック（サブプライムショック）後十分回復していない。

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。

・①世界経済は長期停滞には入ったのではないか、②自由な資本移動は各国の独自な金融政策の妨げになっているので、資本規制をした方がよいのではないか、③物価は安定していても金融バブルは発生してくる、といった議論が続いている。

・トランプ大統領は、保護貿易でここに楔を打とうとしている。これでうまくいくとはとても思えない。そこで、これからの企業経営と投資戦略を考えるに当たっては、2 つの点に着目しておきたい。

・第 1 は、トランプ大統領が 80 年代の貿易政策をイメージしているのであれば、その当時の経験を踏まえて、手を打っていくことである。当時は日米自動車摩擦が大騒ぎであった。低燃費で安くていい車を輸出して何が悪い、という日本側に対して、それが悪いと反論された。自主規制は解決にならず、日本の自動車メーカーは 10 年かけて米国での現地生産を進めた。

・現地生産で儲かるのか、現地生産で日本並みの品質が確保できるのか、米国の工場労働者をマネージできるのか、米国で作ってブランンドが維持できるのかなど、さまざまな懸念を見事に克服していった。

・グローバルな国際分業は、経済的に合理的で、望ましい姿でもある。しかし、産業や企業の国境を越えた栄枯盛衰は、必ず特定の地域や雇用にマイナスの影響をもたらす。個々の企業にできることは、もう一歩踏み込んで「地産地消」を進めることであろう。その経営力が問われている。

・第 2 は、企業家も投資家も、トランプ政策を見据えながら、事業や投資のグローバルポートフォリオを見直す必要がある。これまでよりもリスク分散を図りつつ、新しいフロンティアを探し、切り開いて行くことが重要である。

・企業にとって、各国の政策は経営環境としての前提である。その政策が突然大きく変わる局面にある。トランプ政権がやりすぎれば、いずれ反動もくる。そのリスクを考慮しながら、グローバル経済の新たなフロンティアを求めて、前進する姿勢は経営にとって必須であろう。そういう企業をポートフォリオに組み込んでいきたい。

『無責任財政』リスクへの対応～ポートフォリオの再構築で先行すべし

・3 月に資本市場研究会で、同志社大学の浜矩子教授の話をきいた。浜教授は、「アホノミ

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。

クス」(著書)と称して、アベノミクスを批判している。グローバル経済が「激転」しそうな現局面において、何が問題なのか。問題点として、三つ指摘している。これを踏まえて、投資家としてはどのように備える必要があるのかを考えたい。

・第１は、グローバル化か愛国か、という対立軸を設定することへの懸念である。経済のグローバル化はよくないので、もっと自国中心の政策運営をすべし、という流れが、トランプの勝利につながり、今年のオランダ、フランス、ドイツの選挙においても不穏な動きが高まっている。英国のブリグジット(Brixit)も自国中心への回帰である。しかし、グローバル化とは一つの経済現象であって、イデオロジーの対立軸ではないと強調する。

・第２は、安倍首相を警戒すべきであるという。トランプ大統領の米国ファーストは‘ひきこもり型’であるが、安倍首相の思考は“世界の真中で輝く”という拡張型であるとみている。これまでは WTO を軸とした自由、貿易、互恵が戦後体制の基本であったが、安倍首相は外交安全保障をトッププライオリティとして、憲法改正を掲げている。アベノミクスは‘富国’、憲法改正は‘強兵’であり、その狙うところは、戦前の大東亜共栄圏を作りたいのではないかと疑う。これを許すことはできないと主張する。

・第３は、クリストファー・シムズ氏が提唱する「意図的無責任財政のすすめ」を拒絶すべきであると強調する。プリンストン大学のシムズ教授は、マクロ計量経済学の分析手法(多変量自己回帰モデルと一般化モーメント法など)で、2011 年にノーベル賞を受賞したが、近年注目されているシムズ理論は、デフレ脱却には金融緩和だけでは無理なので、財政を限りなく拡大せよという点にある。正確には「物価の財政理論(the Fiscal Theory of Price Level、FTPL)」である。

・財政を拡大し、物価に影響を与えてインフレを惹起すれば　国債の価値が下落し、財政赤字(借金)は実質的に目減りしていくので、財政は健全化するという説である。金融と財政を一体運営して、中央銀行がいくらでも国債を引き受けるようになれば、予算制約はなくなるので、財政はどんどん拡大できる。しかし、浜教授は、こんなことは許されず、ハイパーインフレを起こしてもよいという考えは余りにも無責任である、という。

・阿部首相の今年１月の施政方針演説から、財政健全化の文言が無くなっている。黒田バズーカだけではデフレ脱却ができないので、財政の使いたい放題に進もうとしているのではないかと警鐘を鳴らす。

・こうした 3 つの激転を、何としても食い止める必要がある、というが浜教授の主張であ

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。グローバル化、国家主権、民主制が併存しにくいトリレンマに対しては、何としても3つが共存する道をとるべきであると強調する。さらに、国境なき時代にあって、国は弱者救済に徹底的に取り組む必要があるともいう。

・過去を振り返ると、一国の経済がもたなくなってくると、ハイパーインフレに追い込まれるか、戦争に追い込まれるか、というのが歴史的事象であった。しかし、それで世の中がよくなるはずがない。何としても国際協調の枠組みを再構築すべしと提言する。

・高齢化が進む中で、緊縮財政をとらなくてよいとなったら、福祉と国防にどんどんお金を使いそうである。インフレ経済にもっていって、いずれ税金で回収できると考えれば、借金経済はまわっていく。しかし、高齢者は、インフレによってストックとしての貯蓄(現預金)を確実に失っていく。

・デフレの時はキャッシュが最も安全で効率的な貯蓄であったが、世界の政治経済が不安定化し、インフレが一気に進むような局面を想定した時には、株式、不動産、金などに分散し、しかも日本中心ではなく、グローバルな運用を展開する必要がある。

・東京オリンピック後のポストアベノミクスはどんな経済なのか。人口減少社会で潜在成長力はとまっていくのか。海外に資金が流れていくと、円安が大きく進展し、インフレは加速していくのか。そうなると資本規制が入ってくるので、早めにポートフォリオを見直しておく必要があろう。いずれにしても国際分散投資を大きく前進させておくことが求められよう。

・今はまだデフレ経済であるが、インフレ経済になっても生き残っていく会社、成長していく企業に投資しておきたい。それには、イノベーションをリードする世界の企業に投資しておくべきであろう。無責任な財政拡大が進行するのであれば、そのツケは大きい。ポストアベノミクスのリスクも踏まえて、ビジネスモデルのイノベーションに意欲的に取り組む内外の企業を軸に、ポートフォリオを再構築したい。

『追われる時代』の政策～雇用を増やす会社に注目

・3月、久しぶりにリチャード・クー氏（野村総合研究所主席研究員）の話を聴いた。独自のバランスシート不況論を軸にしながら、最近の政治経済情勢を読み解いている。そこから考えられる投資戦略について検討したい。

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。

・トランプ大統領はなぜ当選したのか。東海岸と西海岸発の論調が見事に誤った。フライオーバーピープル（flyover people：飛行機で飛び越えてしまう中部の人々）を見逃した。米国の強いところばかりを見て、米国の弱いところ、見捨てられたところに目を向けなかった。トランプはここをフォーカスし、大統領になってからも有言実行の姿勢を貫こうとしている。根強い一定の支持者を掴んでいる。

・トランプ大統領の政策、①インフラ投資、②規制緩和、③税制改革は、お題目として全く正しいと、クー氏はいう。米国はバランスシート不況からまだ立ち直っていない。つまり、貯蓄投資バランスからみて、企業と家計がお金を使うようになっていない。リーマンショック後の最悪期からは改善しているが、十分でない。こういう局面では、政府がお金を使うのは正しい政策であると強調する。

・しかし、保護主義の外交政策は限りなく危ういと懸念する。1930 年代のネオナチの台頭を招いた時のような、保護貿易が再来するのではないかという点が心配される。米国ファーストと保護貿易が、同じように欧州やアジアに広まったら、大不況になりかねない。

・EU はバランスシート不況がより厳しい状況にある。にも関わらず、財政健全化の制約（マーストリヒト条件、財政赤字 GDP 比 3% 以内）を盾に、財政政策を十分使っていない。政策当局のトップクラスに、バランスシート不況論が理解されていないと嘆く。

・アジアでは、中国が拡張政策をとり、日本は難しい立場に追い込まれつつある。ここで、米国が内向きになるならば、日本は自己防衛力を高めざるを得ない。米国の軍事力強化、保護貿易政策の行方は注意深くみていく必要がある。

・世界経済をみると、先進国の企業サイドはどこも金を借りて投資をするというマクロ的動きには入っていない。つまり、いくら金融緩和を行っても、投資を促進するという効果は十分出ていない。量的緩和で株式市場だけが喜んできたが、実態経済には火がついていないという見方だ。

・日本の資金循環をみても、企業も家計も貯蓄を優先している。バブル後の不況、デフレ経済、リーマンショック後の苦しみに懲りて、民間はなかなかお金を使わない。よって、日本においても、政府がもっとお金を使う必要があると、いつものように指摘する。

・先進国はもはや「追われる時代」に入ってしまった。かつての黄金時代から追われる時代への転換、というのがクー氏の見立てである。産業が発展して設備投資が拡大し、生産性が

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。

向上する中で、勤労者の所得が上がってくる。これが需要を押し上げるというルイスの転換点を越えてくると、経済は黄金期に入る。この局面では政府は小さいほどよく、中央銀行の金融政策はインフレ抑制に目配せすればよい。

・しかし、追われる経済にはいると、輸入が入ってきて、生産は海外へシフトし、賃金は上がらなくなる。物価も上がらず、インフレにはならない。設備投資のニーズは減ってくるので、金融政策は効かなくなる。

・先進各国は、いずれもこうした追われる経済に入っているので、投資が十分顕在化しない。一方で金利は低く、安い金利が使えるので、政府が公共投資を行えばよい。そこそこの投資効率を考えれば、投資案件はいくらでも出てくるのではないか。

・では、米国はなぜ金利を上げてくるのか。インフレ抑制への早めの対応と、商業用不動産の上昇が目立っていることへの対応であると、クー氏はみている。

・企業にとって、お金を使わない経営はいいことなのだろうか。フリーキャッシュ・フローがプラスになり、それが続けば、配当や自社株買いを進めることは合理的である。が、やはり将来に向けて投資を拡大してほしい。十分な投資案件のない企業は魅力に乏しい。

・トランプ大統領はフライオーバーピープルにフォーカスしている。国境の制約が強まってくるのは間違いない。しかし、雇用を作るにしても、生産性の向上が見込めなければ、その雇用は長続きしない。

・AI、IoT、ロボットの時代にあって、それらの先端技術を活用しつつヒューマンキャピタルに投資する会社は、良い会社になる可能性が高い。やはり、雇用を増やす企業が良い会社である、という原則は重視する必要があろう。

・政府がお金を使うという政策は、バランスシート不況のもとでは必須の要件である。しかし、政府の使うお金に無駄はつきもので、資本効率はよくない。民間の投資に期待したい。ヒューマンキャピタルへの投資が、次の時代を担う企業づくりの根幹である。まずはグローバルに雇用を増やす企業に注目したい。

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。

２．エンゲージメントの次なる展開

機関投資家のスチュワードショップ活動～大手生保のケースとその対応

・生命保険会社は大手機関投資家である。第一生命ホールディングス(コード 8750)は株式会社として上場しており、情報開示に熱心である。運用資産の規模は 35 兆円で、そのうち 9.6%の 3.3 兆円を日本株に投資している。保有銘柄は 1200 社に及び全上場会社の 3 分の 1 にあたる。

・かつては保険契約とともにその企業の株式を持つという面があったので、事業活動における株式の持ち合いに対して、その意義が問われた。現在は、投資リターンを追求するという観点で、建設的で目的を持った対話に力を入れている。

・第一生命はスチュワードシップ(SS)活動を行う専任チームをおいて、年間 250 社余りの企業と対話を行っている。運用チームやアナリストチームとの連携も図っている。総会議案というレベルではなく、自社の保有残高や企業活動の中身からみて、対話すべき会社を選んでいる。

・個別に会社を訪問して議論をする。その時に、自分たちの問題意識をレポートにまとめて、情報提供も行う。相手の会社の課題をリストアップし、それについて面談を通してフォローアップしていく。主な論点を、1)コーポレートガバナンス、2)業績と資本効率、3)配当および株主還元におく。

・まずは相互の理解を深めることに重点をおいており、すぐにダイレクトなアクションをとるわけではない。対話の中身は社内で共有しており、投資判断に反映させる方向で検討していく。

・PRI(責任投資原則)に基づいて、ESG を投資分析と投資決定プロセスに取り入れるように図っているので、それに資する議論も行う。経営陣とともに社外取締役との面談にも力を入れていく方針である。

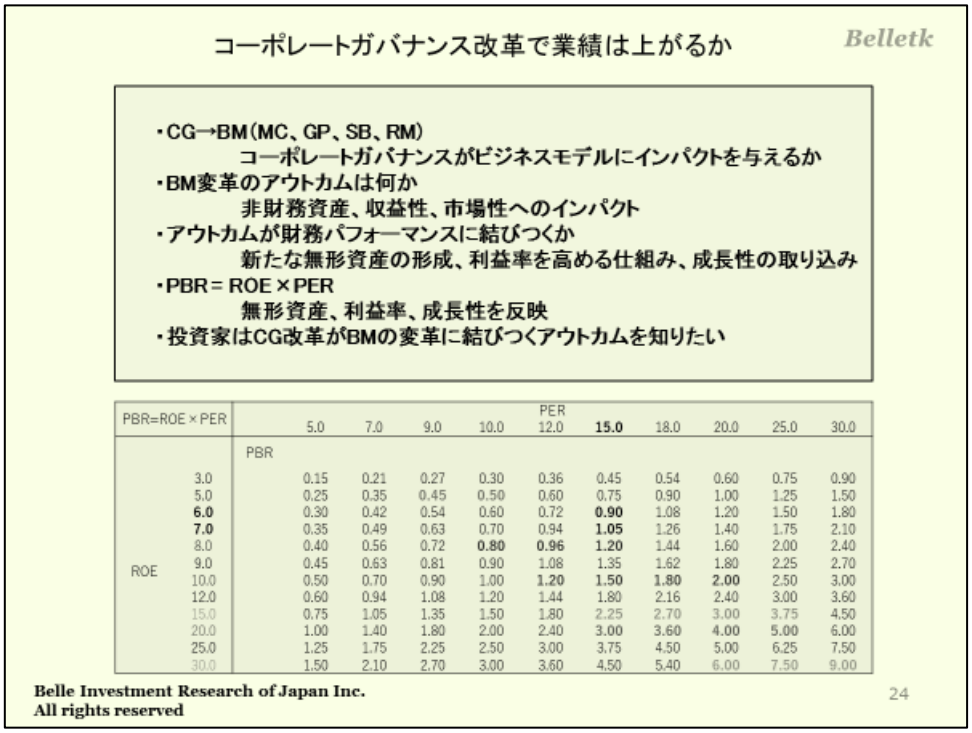
・こうした専門チームが本格的に活動している。今後こうした対話を一段と充実させるのであれば、陣容の拡大や連携の強化がさらに求められよう。とりわけ、企業価値評価の仕組みに体系的に統合していくような新たな展開が期待される。そうすると、対話がより充実したものとなっていこう。

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

・企業の IR サイドから見ると、中長期の経営戦略についてきちんと語れる必要がある。ガバナンスの観点から、形式基準だけでなく、どのような運営や議論がなされているかを適切に理解してもらう必要がある。非財務情報と財務情報の結びつきを統合的に理解して語っていく必要がある。財務戦略と資本効率については、欧米流ファイナンス理論の巧拙も十分踏まえて、自社の考え方を主張していく必要もあろう。

・IR に関わるチームは、経営企画、財務、CSR/ESG、総会議案などに熟達したメンバーで構成していくことが求められる。上場企業の IR チームは役割が増しており、もっと強化することが必須である。会社全体を知り、投資家と向き合うという点で、キャリアディベロップメントにおいて、その人材育成効果は大きい。

・トップマネジメントは、IR チームの陣容強化と教育訓練に一段と力を入れてほしい。企業の実態価値が向上するのであれば、有効な投資と位置付けられるからである。



PBR=ROE × PER		PER 5.0	7.0	9.0	10.0	12.0	**15.0**	18.0	20.0	25.0	30.0
	PBR										
ROE	3.0	0.15	0.21	0.27	0.30	0.36	0.45	0.54	0.60	0.75	0.90
	5.0	0.25	0.35	0.45	0.50	0.60	0.75	0.90	1.00	1.25	1.50
	6.0	0.30	0.42	0.54	0.60	0.72	**0.90**	1.08	1.20	1.50	1.80
	7.0	0.35	0.49	0.63	0.70	0.94	**1.05**	1.26	1.40	1.75	2.10
	8.0	0.40	0.56	0.72	**0.80**	**0.96**	**1.20**	1.44	1.60	2.00	2.40
	9.0	0.45	0.63	0.81	0.90	1.08	1.35	1.62	1.80	2.25	2.70
	10.0	0.50	0.70	0.90	1.00	**1.20**	**1.50**	**1.80**	**2.00**	2.50	3.00
	12.0	0.60	0.94	1.08	1.20	1.44	1.80	2.16	2.40	3.00	3.60
	15.0	0.75	1.05	1.35	1.50	1.80	2.25	2.70	3.00	3.75	4.50
	20.0	1.00	1.40	1.80	2.00	2.40	**3.00**	**3.60**	**4.00**	**5.00**	6.00
	25.0	1.25	1.75	2.25	2.50	3.00	3.75	4.50	5.00	6.25	7.50
	30.0	1.50	2.10	2.70	3.00	3.60	4.50	5.40	6.00	7.50	9.00

コーポレートガバナンス改革で業績は上がるか

・昨年 12 月に金融庁の田原企業開示課長の話を聴いた。コーポレートガバナンス改革のフォローアップ会議の内容について、論点を整理した内容であった。「ガバナンス改革が効くなら、業績は上がるべし」という命題に対して、どのように考えていくか。筆者が注目する

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。

点について、いくつか取り上げてみたい。

・PBR＝ROE×PER、これは１つの関係式であるが、その意味は重要である。今の株価がフェアであるとは限らないが、現時点におけるマーケットの評価である。PBR とは、純資産の何倍に株価がついているかを示すので、財務的なバランスシートに載らないその会社の無形資産を示したものである。人的資産、知的資産、組織資産、関係資産など、通常の B/S では測れない資産価値を反映する。

・これが、①そもそも陳腐化しているか、②十分創られていないか、③創られていても活用されていないか、あるいは④投資家に分かってもらっていない時、PBR は１を割る低い水準となる。即ち、企業価値創造のビジネスモデル（BM）が不十分であり、BM の再構築が問われているといえよう。

・逆に、無形資産(非財務情報)の価値が高まるほど、PBR は 2 倍、3 倍、4 倍と上がっていく。その推進にコーポレートガバナンス（CG）がどのように効いているかが問われる。

・ROE を上げるには、ROS（売上高純利益率）を向上させることが第一義的である。そのためには、BM の差別化とともに、事業ポートフォリオの見直しも求められる。それを実行する経営力という点では、トップマネジメントの意思が要である。営業利益率 10%が当たり前と考えるか、5%で十分と考えるかによって、経営行動が全く変わってしまう。

・日本電産は 10%を通常の水準（実質的な採算ライン）とするが、従来の日本型製造業は自社だけで大儲けはできないと、5%をメルクマークにしてきた節がある。これは世界からみると、いかにも低い。安くていいものを売って何が悪いのか、という考え方が強かった。それで売上を伸ばそうとした。しかし、それでは世界で戦えない。

・CG はこの企業ビヘイビアをチェックし、あるべき方向に修正する必要がある。つまり、もっと高付加価値を目指す必要がある。

・PER は、今の利益の何倍まで株価は織り込んでいるのか、という指標である。利益の成長をみている。成長ポテンシャルを評価するには、勝負するマーケットの伸びと、そこでの競争優位が問われる。

・ここでも本当に伸びるマーケットを狙っているか、そのための BM は万全か、について CG を機能させる必要がある。

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。

・つまり、攻めの CG を発揮するための助言と監督について、突っ込みが必須である。①マネジメントの能力は十分か、②社外取締役はその資質を備えているか、そして③十分機能しているか、を見定める必要があろう。

・これらの視点を踏まえて、企業の CG は 1）形だけのコンプライになっていないか、2）対話は建設的に行われているのか、3）取締役会は企業価値創造に機能しているか、を問う必要があろう。

・その場合、CG と企業の財務的パフォーマンスをいきなり結びつけようとしても無理がある。財務パフォーマンスは CG の一次関数ではないので、そのプロセスや構造を解明して、課題とする仕組みの改善に寄与する方策とそのアウトカム（結果）をみていくことが求められる。これは、無形資産の新たな構築である場合が多い。

・この点は、社外取締役が 1 人か 2 人か 3 人かということより重要である。取締役会への出席率より重要である。また、取締役会の評価にあたって社外の第三者機関を活用するかどうかも、まずは自ら取締役会の仕組みや運営を自己点検してから、次のステップとして検討すべきであろう。

・政策保有株についても、その意義やパフォーマンスを検証し、今後の対応について明解にエクスプレインできるかどうかを再考してほしい。その上で、企業価値向上へのアウトカム(結果)を示せるなら何ら問題はない。

・中長期の企業価値向上を反映した報酬制度も明示してほしい。今の報酬総額を増やしてかまわない。価値向上に見合って株式報酬を増やすという方式が望ましい。一方で、中長期の企業価値をどうやって測るかもよく議論して、自ら定める必要があり、それを株主総会で説明する必要があろう。

・CG は、上場企業だけの問題ではない。アセットオーナー（AO）や、アセットマネジメント会社（AM）、監査法人のガバナンスも、利益相反やフィデューシャリー・デューティ(忠実義務)に基づいて見直す必要があり、それを開示するべきである。それを強化する方向に政策は動いている。

・企業のフェアディスクロージャーについても、新しいルールを作るべく動こうとしている。インサイダー情報の範囲は今までよりも広がることになろうが、企業の IR 活動に支障が出て、十分な対話ができないようでは困る。

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

・ここ数年の CG 改革は画期的であり前進している。これが財務パフォーマンスの向上に結びついてくるには、形だけではない実質を伴った改革の実践が求められる。これが進み始めた。CG を組織資産として作り上げ、そのアウトカムを納得できる形で示してほしい。

・その次のステップとして、1）それが財務パフォーマンスに結びついてくれば ROE が上がり、2）非財務資産のアウトカムを反映して PBR が上がり、3）利益の持続的成長を織り込んで PER も上昇してこよう。目先の業績から株価パフォーマンスばかりを求めるのではなく、中長期的な企業価値創造とその評価にまさに全力投入してほしいと願う。

投資家との対話～会社の誰が担うのか

・投資家との対話は会社の誰が担当するのか。一義的には IR の責任者であり、当然社長と CFO の仕事である。しかし、もっと広がりが欲しいと投資家は思う。会社の執行担当役員は各々の役割を担って、企業価値の向上に取り組んでいるはずである。そのマネジメントに話を聞きたいと考えるのは当然であろう。

・会社サイドからみると、こうした投資家の要求はどう受け止められるのだろうか。投資家はうるさいな。そんなことに時間を費やすヒマはない。自分の仕事を全うするのが本来の筋である。IR 部門が責任を持ってまとめて対応すればよいという考えの会社は多い。

・対話をして、投資家の声をマネジメントにフィードバックするのは重要であるが、IR の責任者からマネジメントに伝えるだけでは、臨場感を持って伝わることにならず、具体的なアクションに結びつかない場合も多い。社長や CFO が投資家の声に接しても、それを現場に伝えていくという点でギャップを抱えている。

・投資家といっても多様である。機関投資家が対話の主軸であるが、その機関投資家も投資哲学や投資スタイルによって言動が異なる。国内と海外でも違いは大きい。現在、対話というと機関投資家中心である。大手上場企業にとって議決権の鍵を握っているのは機関投資家であるから、彼らを重視するのは当然である。

・一方、個人投資家はどうであろうか。個人投資家が減って、外人投資家の比率が上がり過ぎている大手企業もある。中小型の企業にとっては、オーナーの持株比率を除くと個人投資家が中心である。個人投資家中心から早く機関投資家に株主になってもらえるように、企業の成長を加速させたいと願っている企業も多い。

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。

・では、個人投資家との対話はどのように行うのか。大企業からは砂上に水を撒くようで、効果が全くわからないという声も聞こえてくる。本当だろうか。個人投資家への対応、対話という点ではこれから相当工夫をして、力を入れていく必要があろう。

・日立製作所の溝口健一郎氏（ブランド・コミュニケーション本部長）の話を聴く機会があった。企業の各事業を担当するマネジメントの責任者が投資家とどのように対話するのか、という点で大いに参考になる。IR DAY を設けて、事業部門のトップが機関投資家と対話を行う。

・こうしたスタイルは、ソニーなど他社でも行われているが、効果的な方法であろう。従来なら投資家の前に出てこないマネジメントの話を一同に揃って聴ける。マネジメントサイドも投資家との対話で何らかのコミットメントを実感せざるを得ない。それが PDCA を回してマネジメントに活かされるのであれば、企業価値向上にはプラスに働こう。

・日立の IR DAY は、年に 1 回、14 事業のトップが投資家にプレゼンする。9 時から 17 時までの 1 日がかりである。会場には 200 名近い投資家・アナリスト、100 名強のマスコミ関係者がくる。ネットでの配信ではリアルタイムで 4000 人がみている。後の動画配信では、累計 2.1 万人が見たという。会社の実態を知るという点で、大いに役立っている。

・社長以下プレゼンを行った 20 人のマネジメントに対して、予め指名し依頼しておいたアナリスト（20 人）に評点をつけてもらう。1～5 点の評点と具体的なコメントである。平均点でみると、3 点を下回るところから 4 点を上回るところまで、それなりにバラつきがでる。20 人に聞くと、アナリスト間の個人差があるとしても、平均値が一定の意味を持って参考になるという。これがフィードバックされ、マネジメントに活かされる。

・溝口本部長は、次の施策として、1）非財務情報を企業価値向上へよりビルトインする、2）フェアデイズクローズを徹底しつつ、普段からホットな情熱を発信する、3）情報にはいつでもアクセスできるように、スマホでも見聞できるようにする、4）情報のやりとり、Q&A にフレキシブルに対応する、5）情報のフィードバックを一層マネジメントに活かすようにする、という点を強調する。

・日立は IoT、AI、BD（ビックデータ）をリード役して、社会イノベーション事業を推進していく。投資家との対話においても、IoT、AI、BD を大いに活用して、新しいプラットフォームを築いてほしい。それも活かしつつ、世界で優位に戦えるトップクラスの企業にのし上がっていくことを期待したい。

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。

資産形成のこつ～カツカツからコツコツへ

・「カツカツの若者もコツコツやれば資産形成ができる。」これはNISAの日（2月13日）の講演で、FP（フィナンシャルプランナー）の山中伸枝氏が話したフレーズである。

・金融庁の森田宗男総括審議官によると、なぜ投資をしないのかについて、20歳～79歳までの1万人にアンケートをとってみたら、答えの7割は、まとまったお金がないから、というのが理由であった。

・投資は恐い、投資は博打であるという人も多い。そもそも投資教育を受けていないという人が全体の7割を占め、そのうち3分の2は投資教育を受けるつもりもなく、不用という。

・まとまったお金を貯めてから投資をするというのでは、まずお金を貯めるのに時間がかかる。そもそも貯まらないかもしれない。貯めたお金を一度に投資するつもりなら、それこそ危ない。

・野村アセットマネジメントの住田友男主任研究員によると、独自の調査をしてみたら、20代～30代の若い人々にとって、彼らのいう長期とは3年であるという結果であった。長期が3年といのは、いかにも短い。しかし、若い人々にとって、3年先はもう分からない遠いことなのかもしれない。

・貯金はしても、投資はしないというのであれば、その間の溝は広くて深い。「貯蓄から投資へ」と長らくいわれてきたが、最近は「貯蓄から資産形成」へと言い直している。投資という言葉の響きがよくないのだろうか。若い人に対して、お金を貯めなくても、資産形成を始められるという意味を込めている。

・過去20年をみると、米国の個人金融資産は3倍になり、日本は1.5倍に留まっている。日本は現預金の比率が高く、ここに金利はほとんどついていない。一方で、株や投資信託は儲かるかもしれないが、損をする可能性もある。日本はデフレだったので、現預金で持っていても資産の保全はできていたという見方もできる。

・1円でも損をするのは嫌だというのなら、ノーリスクなので、ノーリターンになってしまう。一般には、ローリスクローリターン、ハイリスクハイリターンで、ローリスクハイリターンというのはかなり怪しい。

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。

・では、投資のリスクをどう避けるか。価格変動リスクを下げるには、分散するのが基本である。投資対象を分散する資産分散と、投資タイミングを分散する時間分散の双方を活かす必要がある。

・資産分散では、株式（日本、海外）、債券（日本、海外）、リート（日本、海外）の 6 資産を活用する。リートは不動産なので、株式や債券とは違った動きをする。

・時間分散では、何時上がるのか、何時下がるのかを予想して当てることは難しいので、一定の期間毎に同じ金額を投資して、結果としては時間をばらつかせていく。

・4 年前に始まった NISA（少額投資非課税制度）は、株や投信の配当や値上がり益が 5 年間非課税で途中売却自由、毎年 120 万円を上限に 5 年間で 600 万円まで使える。しかし、5 年間の時間分散だと、やはりタイミングに左右される。

・もう少し長いものがほしいということで、「積み立て NISA」の導入が検討されている。年間 40 万円を上限に、20 年間非課税で投資できる。20 年であればかなり時間分散がきく。毎月同じ金額を投資していくので、もし下がった時には金融資産を多めに買えるので、うまくバランスをとっていける。順調に行けば 2018 年 1 月からスタートすることになろう。

・自分の老後は自分で守れ。少しでも資産の上乗せを考えておく必要がある。若い時は今日の生活にいっぱい、いっぱいで余裕がない。でも、入ったお金の一部を最初に分けて資産形成にまわすというきまりを作っておくことは大事である。そうでないと、つい使ってしまう。

・経済的にカツカツの生活の中から、少額をコツコツと貯めていく。その貯めるのを預金ではなく、金融商品へ投資して資産形成を続けていく。本当に普及するだろうか。5 年ものの NISA は 1000 万口座が作られ、9 兆円が買い付けられたが、口座はできたもののまだ投資額がゼロというものが過半であるという。口座は作っても活用されていないのである。

・でも、これからである。今の若者は賢い。慣れてくれば、次第に広まってこよう。投資は恐くない。そのためには、顔の見える投資をすることである。顔がみえるとは、信用できる人がイメージできることである。儲け話に騙されるのではない。企業経営者の顔、運用するファンドマネージャーの顔が見えて、その人を信用することができる。

・人は面倒なことはやりたくない。人間の脳はもともと面倒なこと、よくわからないことは、避けようとする。特に、DNA からみて、日本人は自分でものごとを決めることに喜びを感じ

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

ることが少ないという分析もある。誰かに任せて、同調することを好むらしい。しかし、同調して、よく分からずに任せて、後で後悔しても不満が残るだけである。

・顔がわかるように努力すべきである。少し動いてみると分かってくることが多い。小さな成功体験があると、やる気が出てくる。脳にドーパミンが残って楽しくなってくる。ここからが本当のスタートである。金融機関のいうことを鵜呑みにしないで、よく聞いてみる。新しい仕組み(積み立て NISA など)も使ってみるという前提で話を聞く。でも、納得するまでは実行する必要はない。多少時間はかかるが、難しくはない。

・まずは話を聞きに出かけてみよう。世の中に運の良い人というのはいる。その人は開放的で、聞く耳を広くしている。そうすると、情報が向こうから飛び込んでくるという。そんな積極さが違いを生むのだろう。NISA の日のセミナーを聴きながら、別の機会に学んだ認知心理の在り様に、妙に納得した。さて、金融ナレッジが十分でない自分の子供たちにはどう働きかけようか。

３．アナリストに求められる変革への挑戦

アナリスト活動の変革に向けて～早耳情報禁止の中で

・セルサイドアナリストは、‘選択的情報の提供’をしてはならない。情報は公平に平等に発信し、投資家に届くようにすべきであるという主旨である。特定の誰かに一足先に話してはならない。そのためには、アナリストレポートに情報をきちんと書き込んで、一斉に発信することが求められる。

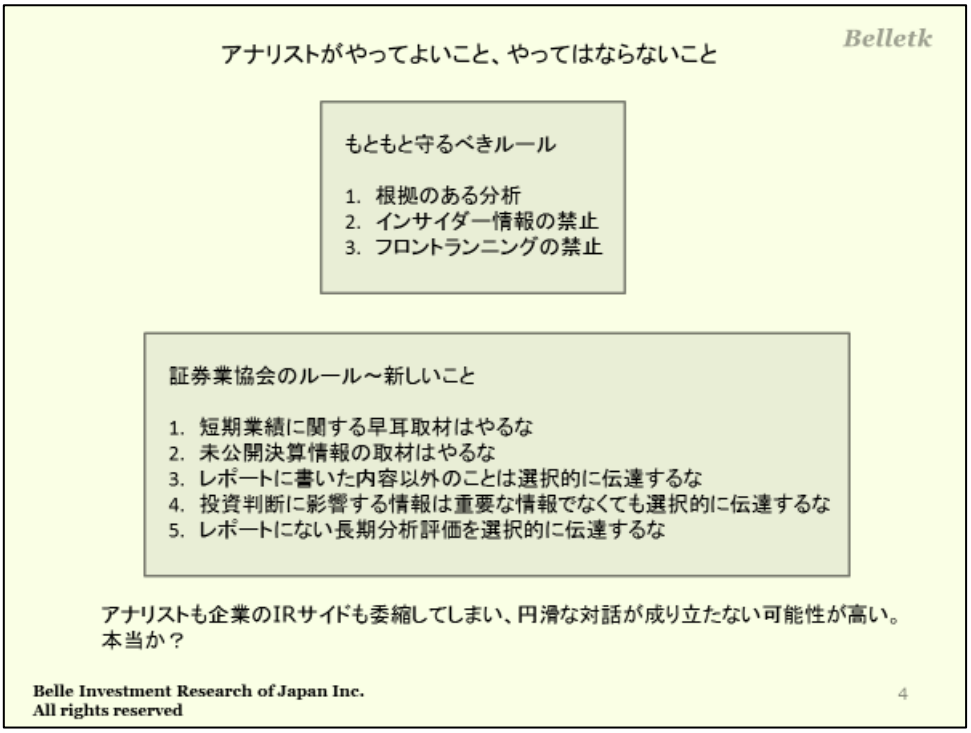
・発信したレポートの内容と矛盾するストーリーを、特定の誰かに語ってはならない。レポートには建前を書いたが、本音は別のところにあり、そちらの方が実現する可能性が高いというような内容を提供してはならないという意味である。リスクシナリオがあるなら、それもレポートに記載しておく必要がある。

・では、まだ固まっていない投資アイデアについて、投資家や企業家と会話してはならないのか。そんなことはない。談論風発はいくらやってもよい。但し、企業に未公開の情報を求めてはならない。そこには一定の節度が必要であり、自らの考えを歪めたり、思い込みをしたり、勝手な曲解をしてはならない。要は、嘘をつくな、秘密を聞くな、論理明晰という姿勢を貫くべし、という倫理が問われている。

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。

・インサイダー情報にあたる重要事実と、法人関係情報では意味合いが異なる。重要事実は株価に‘著しく影響を及ぼすもの’であり、法人関係情報は‘株価に影響するもの’という定義なので、重要事実よりも幅広い。

・では、株価に影響する情報は、法人関係情報になりうるので、それを企業から取材で取得してはならないとすると、何をどう話すのか。何が株価に影響するかは分からないのだから、何も話せない。何も聞けないとなってしまうのか。



・そう萎縮する必要はない。企業サイドもアナリストサイドも株価に直接的に影響する情報とは何かが概ね分かっている。その情報の探り合いをするわけではない。もっとファンダメンタルな議論はいくらでもできる。最も大事なことは、誰から何を聴いたかではなく、自分が様々な情報を活用して、企業の価値創造プロセスをどのように理解し、将来を予測していくかが中心命題である。

・それを定性的に組み立て、定量的に予測して、書きおろしていけば、それは自分のオリジナルな意見である。マイオピニオンを、論理一貫性を持って語るという姿勢と表現力が身に付いてくれば、アナリストはかなり自由に活動できよう。

・アナリストにとって、アナリストレポートによる情報の発信が、第一義的な開示方法とさ

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。

れているが、動画や音声による発信も公平、平等さが確保されていれば問題はない。動画をHP に載せ、アクセスできるようにすれば公平さは保てる。しかし、現状では動画音声による情報発信は、アナリストにとってまだ一般的ではない。

・投資家は多様である。未公開の業績に関する情報について、企業に聞いてはならないし、それを発信してはならない。短期の情報について、今までよりは制約を受ける。一方で、短期、中期、長期で投資判断が変わることも十分ありうる。予測しているKPI が想定外の方向に振れれば、判断が即座に変わってくることもある。その場合に備えて、いくつかのシナリオを用意することが有効となろう。

・KPI の発生確率に応じて、各々の予測をシュミレーションしておくことも効果的であろう。とかく予測は当たらない。予想外のことが時にサプライズとなる。サプライズが株価を大きく動かすということが頻繁に起きうるので、将来を見る構想力がますます重要になる。

・四半期決算は、年に4回ある。決算期末から決算内容の公表まで1ヶ月とすると、年に4カ月は決算の実績について取材はできない。決算が締まる 2 週間前から取材できないとすると、年に2カ月は取材できない。ということは、1年のうち取材ができるのは6カ月である。

・この間に、ファクトの実績についてよく把握し、将来の予測に役立ちそうな企業価値創造のプロセスや戦略について議論をして、理解を深めていく。取材が制約される期間が長くなるということは、今までよりも‘深い分析を行ったベーシックレポート’を書く時間的余裕が増えるはずである。

・そのベーシックレポートがないと、投資家と実のあるミーティング、対話ができない。外交時間の効率化も問われる。レポートに書いてあることをベースに議論するのだから、深い分析と的確な表現は必須となる。そこで、アナリストはベーシックレポートをリニューするために、会社と議論を重ねていく。会社もそのための情報開示に躊躇する必要はない。

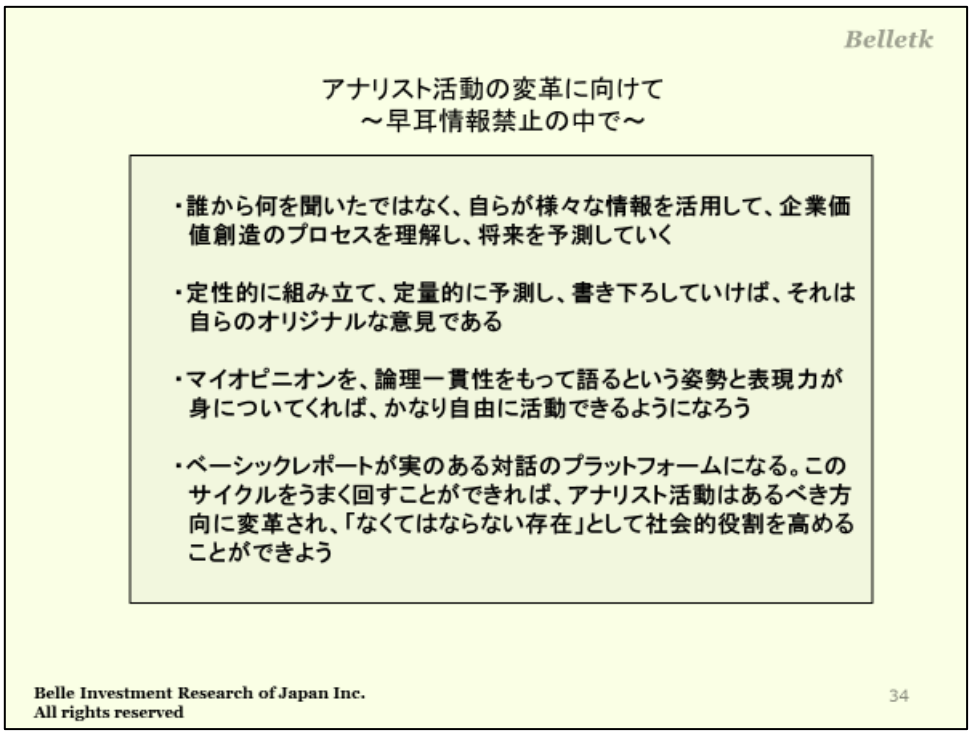
・こうした新しいサイクルをうまく回すことができれば、アナリスト活動はあるべき方向へ変革され、「なくてはならない存在」として社会的役割を大きく高めることができよう。

アナリストの情報価値はいかに～ビジネスモデル再構築に向けて

・アナリストの存在価値が問われている。投資に役立つ早耳情報が禁止された中で、どのよ

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。

うな価値を提供すべきなのか。そもそも早耳情報で勝負することに無理があったのだが、そこにビジネスのネタがあるということで群がったふしがある。



・アナリストは企業を分析して、将来を予測する。分析は論理的である必要があり、中長期のシナリオを描き、シミュレーションを行う。これには手間がかかり、力量も問われる。それよりは目先の数字を、人より早く聞いてくる方が簡単で、とりあえずニュース性はある。

・1 年の業績予想は会社側が出してくるので、それより上になりそうだ、下になりそうだとコメントするだけで、投資のヒントになった。短期情報でマーケットを泳ぐ投資家にはいいかもしれないが、もう少し長く落ち着いて投資したい人々にとっては役に立たない。そこが問題となった。

・企業も足元の動きばかり取材され、コメントを出され、それで株価が上下していては短期指向になりかねない。もともと企業経営は中長期を見据えて手を打っていく。目先はマイナスになっても、先への布石が必要な時も多い。打った手がはずれ、十分でなかったら逐次修正していく。

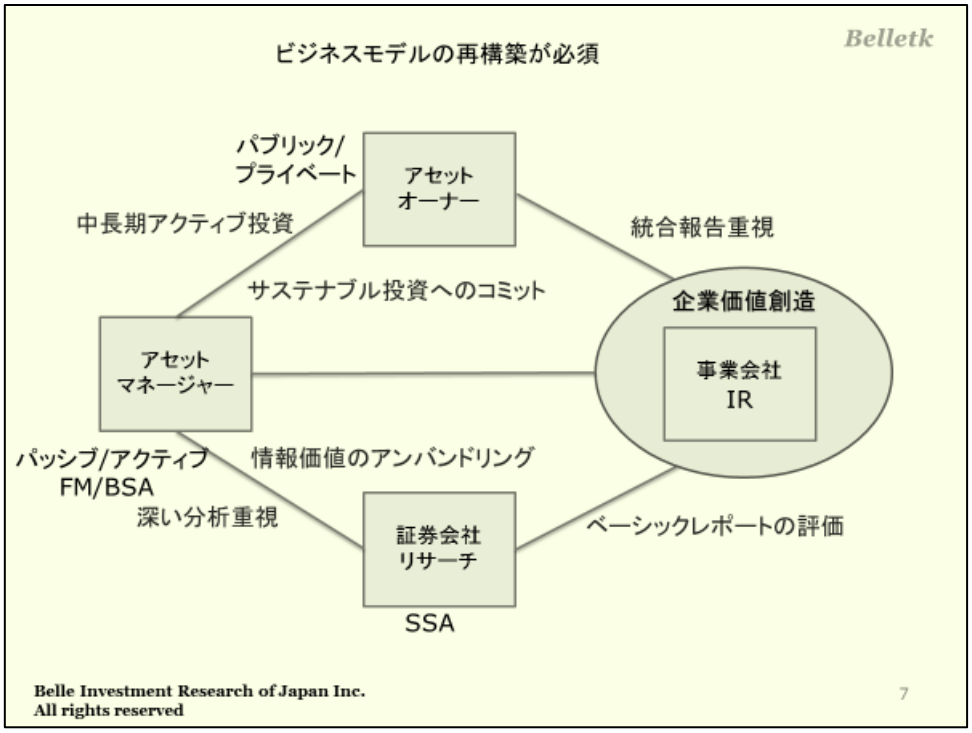
・本来投資家は中長期の視点で企業をみていくので、アナリストも中長期投資に役立つ深い分析・予測レポートを出していくのが本業である。この基本動作が疎かになっていたため、

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。

その再構築が求められている。

・ところが、中長期重視のベーシックレポートをしっかり書くということは、アナリスト１人ではできない。経験が十分でない若手にとっては、それを指導する人が必要である。ベテランでも、しばらくそういう分析をやっていないと、筆力は落ちているかもしれない。

・もっと重要なことがある。経営の仕組み(ビジネスモデル)がそれをサポートするようになっていないと、組織目標と違った行動を１人のアナリストがとることは難しい。セルサイドアナリストのビジネスモデルとは何か。それは深い分析レポートを書き、情報を発信し、機関投資家と面談して、投資に役立つ価値を提供し、満足してもらうことである。そのためには、企業経営者とも大いに議論して、一目置かれる必要がある。



・機関投資家が深い分析のベーシックレポートを評価しなければ、そういうレポートは発行されない。ニーズのないところにビジネスは生まれないからである。年金や投資信託の顧客は中長期投資を望んでいるはずである。年金のアセットオーナーが運用機関に中長期投資を強く求めれば、アセットマネジャーもその姿勢を強めてくる。よって、証券会社のリサーチ(セルサイド)にも、中長期のベシックニーズは高まってくる。

・これまでは、ポートフォリオの構築や見直しに伴って、株式を売買する注文が、証券会社

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。

にとってビジネスのネタであった。このオーダーのフィー(手数料)には、ベストエグゼキューション(よい価格での執行)とアナリストの提供する価値ある情報に対する対価がまとめて入っていた。アセットマネジャーはブローカー評価を通して、特定の証券会社への発注量を、アナリスト情報の価値を勘案して決めていた。

・オーダーに伴うこの情報価値と最良執行と分けて明示化すべし、という動きが欧州で始まっている。ベストエグゼーションとアナリスト情報を分けて(アンバンドリングして)、ビジネスを遂行しようという動きである。

・そうなると、アナリスト情報の価値を何らかの形で測って、それをプライシング(価格付け)して取引することが求められる。さて、アナリストレポートはいくらの価値があるのだろうか。

・簡単な試算してみる。アナリスト 1 人のコスト(本人の報酬だけでない)を 2000 万円とする。1 人が 20 社をカバーいていると、1 社 100 万円である。そのレポートを機関投資家 20 社に売るとすると、レポート 1 社の年間コストは 5 万円となる。粗利益率 50%でこれを販売すると、機関投資家には 1 社 10 万円となる。

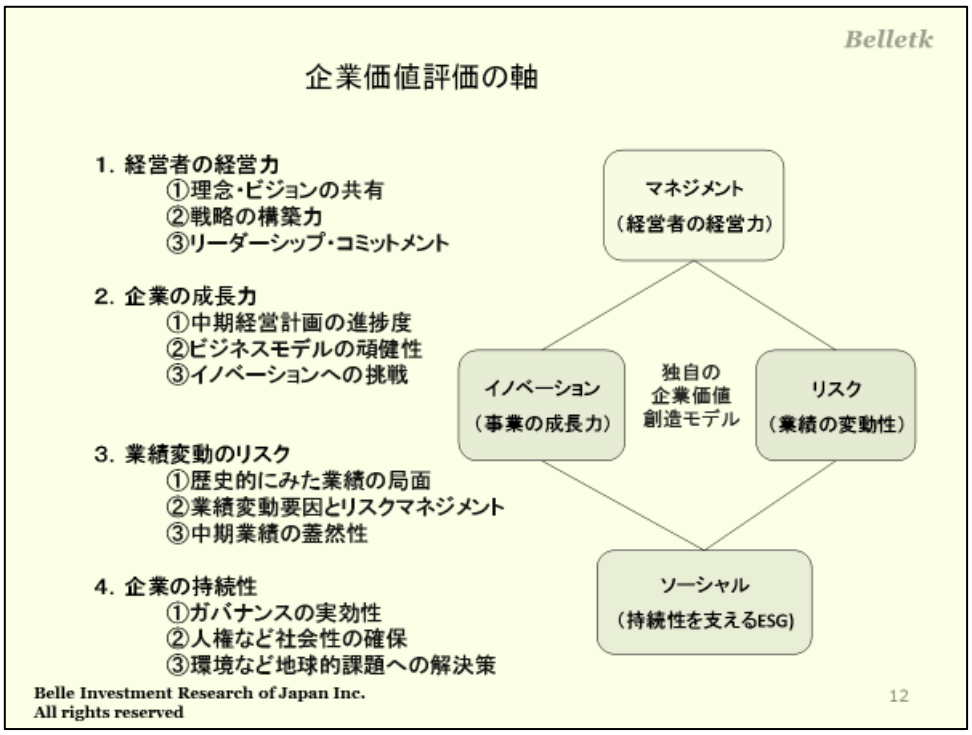
・機関投資家は 200～300 社の会社情報をほしいとすると、2000～3000 万円の情報費用となる。1 社から購入するだけでは不十分で、最低でもセルサイド 3 社から必要であろう。そうすると、6000～9000 万円のコストがかかる。

・これはコストから逆算したものであるが、アナリストのレポート（面談を含めて）にそれだけの価値があるだろうか。短期のファクト情報では勝負できない。やはり中長期の深い分析・予測レポートが必須であろう。それにはそれなりのコストがかかる。

・それに値するアナリストレポートを、この 3 年で業界スタンダードにしていくことが求められる。3 年あればできる。その時、インベストメントチェーンに参加するアセットオーナー、アセットマネジャーがセルサイドアナリストの役割を認識し、評価してほしい。

・証券会社のマネジメントは、一流のアナリストを育て、揃えるための人材教育、人材マネジメントを、R&D 投資という視点を強くもって実行してほしい。新たなヒューマンキャピタルへの投資である。投資なくして、目先の収支に捉われるだけでは、人材は育たない。それでは、いずれアナリスト不要論が現実となろう。アナリストは企業の価値創造を支援し、証券ビジネスの根幹を支える一つの大黒柱である。大いなる挑戦に期待したい。

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。



投資価値の定性評価と定量評価～その関係はいかに

・企業価値とは、将来キャッシュ・フローの現在価値である。ビジネスの将来キャシュフローをいかに正確に予測するか。また、的確な資本コストをベースにいかに現在価値に割り戻すか。それができれば、今の株価が割高か割安かは容易に分かるはずである。アナリストや投資家はこの作業を日常的にやっている。企業においても、事業評価のプロセスや M&A の時には、この方式を用いているはずである。

・しかし、キャシュフローの予測は期間が長くなるほど、外部から予測しにくくなる。会社の中においても、事業展開が想定通りにいかないことはよくなることなので、予測は時間の経過とともに修正を余儀なくなれることが多い。

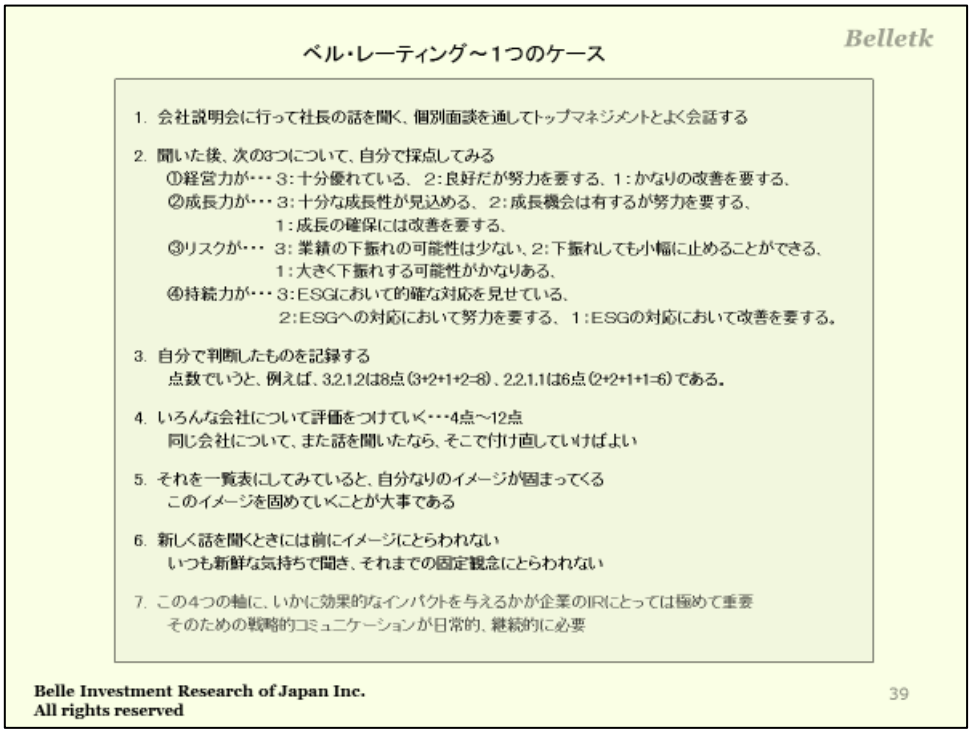
・事業の展開については、一定の確度で織り込めるようになって初めて、業績数値に落とし込んでいく。まだ海のものとも山のものとも読めないような不確定な将来を、キャッシュ・フローに入れることは難しい。投資家やアナリストは、確実なものを求める。そうすると長期は分からないので短期の変化を追いかけがちである。

・しかし、将来を見て、分析を続けていくのがアナリストである。企業のトップは不確定な要素を抱えながらも、事業の投資意思決定を下していく。そこをどう見抜いていくか。まず

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

は、企業の価値創造の仕組み（ビジネスモデル）の将来展開について、定性的に分析する必要がある。その時のフレームワークを、自分なりに固めていくことが重要である。

・企業の将来を定性的に判断するには、4 つの軸から見ていくと分かりやすい。1)経営者の経営力、2)事業の成長力、3)ESG によるサステナビリティの実効性、４）業績が大きく変動することに対するリスクマネジメントである。



・この 4 つの軸を 3 段階で評価すると、4 点（1+1+1+1）から 12 点（3+3+3+3）までの分布ができる。点数の組み合わせの数でみると、4 点が 1 組、5 点が 4 組、6 点が 10 組み、7 点が 16 組、8 点が 19 組、9 点が 16 組、10 点が 10 組、11 点が 4 組、12 点が 1 組となる。

・12 点～10 点を企業レーティング A、9 点～7 点を企業レーティング B、6 点から 4 点を企業レーティング C とする。そうすると、組み合わせの数から、形式理論上 A が 18.5%、B が 63.0%、C が 18.5%の構成となる。実際はどうか。筆者のアナリストの体験をデータ化してみたことがあったが、A が 10%、B が 60%、C が 30%と、C クラスの企業が多くなる。B クラス、C クラスの企業にはもっと頑張って、よい会社になってほしい。

・では、こうした定性判断と、株価バリエーションの定量判断はどんな関係のあるのだろうか。これも筆者の体験例でいえば、投資判断を割安（Buy）、妥当（Hold）、割高（Sell）と

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。

いう 3 つでみると、A クラスでは Buy が 50%、Hold が 50%、B クラスでは Buy が 5%、Hold が 75%、Sell が 20%、C クラスでは Buy はなく、Hold が 20%、Sell が 80%という内容であった。

・つまり、定性評価の高い A クラスの企業の株価は相対的に魅力度が高く、C クラスは低いという当り前の結果が出てくる。これには個人差がつきものなので、筆者の体験か必ずしも妥当性を持っているとはいえない。また、相場の局面によって、判断の構成比もかなり変わってこよう。

・大事なことは、定性判断は基準がはっきりせず曖昧なもので、定量的に見る方が客観性は高い、と一義的に決めつけないほうがよい。数字の予測にも、恣意性が入るものである。将来を出来るだけ長く見通すには、定性的な要素を十分踏まえて、分析を進めることが求められる。その上で、一定の基準に基づいて定量分析に入っていく、この 2 段階で判断する方が、アナリストや投資家の力量を磨くには適している。

・いきなり定量モデルから入ると、どうしても見方が短期化しがちである。長期的視点を常に持ち続けるには、4 つの軸に基づく定性評価を実践してみることを薦めたい。会社の IR サイドとの対話も弾んでくることは間違いない。また、本人の実力も大いに上がってこよう。定性評価の独自モデルを各々確立すべく挑戦してほしい。

Belletk

ベルレーティング法

評点	評価軸の組合せ（数）	企業レーティング	構成比（%）	ベルレポート（社数）
4	1	C		
5	4	C	18.5	4
6	10	C		
7	16	B		
8	19	B	63.0	7
9	16	B		
10	10	A		
11	4	A	18.5	4
12	1	A		
合計	81		100.0	15

Belle Investment Research of Japan Inc.
All rights reserved
40

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。

非財務情報による企業評価～4 つの軸で質的に見る

・ベルレーティング法は、①経営力、②成長力、③リスクマネジメント、④ESG の 4 つの軸で企業を定性的に評価する。中小型企業は、①、②、③の 3 つの軸で評価する。その方式は何度か紹介してきた。

・それとは全く別に、大手機関投資家が独自の企業評価方法を実践している。その話をきく機会があったが、考え方がよく似ていたので、驚くと同時に感銘を受けた。その骨子を検討してみたい。

・非財務情報をベースに、企業をどう評価するか。財務情報では業績予想を行うが、とりわけ将来キャッシュ・フローが重視される。しかし、ESG をはじめとする非財務情報が、企業の持続的成長（オポチュニティ）やそれを阻害する要因（リスク）を見るうえで、ますます重要になっている。

・これを投資判断情報として活用すると同時に、スチュワードシップ・コード（SSC）に基づく企業とのエンゲージメントに積極的に応用して、エンゲージメントの質的高度化に用いている。

・三井住友信託銀行の運用部門では、非財務情報の評価方式を「MBIS®」（エムビス）と名付けており、画期的な取り組みである。1）M（Management、経営）、2）B（Business Franchise、事業基盤）、3）I（Industry、市場動向）、4）S（Strategy、事業戦略）の 4 つの軸から企業を評価していく。

・それぞれの軸毎に評価項目を決め、それを 5 段階で評価していく。とりわけ強みに着目して採点する。アナリスト毎のバラつきについても、調整する工夫を加えている。業種毎のポジショニングの違いにも修正を加えていく。

・この仕組みを回すなかで、シニアアナリストやジュニアアナリストの個人差を、アナリストチーム全体の組織力として高めていくところに力点をおいている。ここがユニークで、大いに注目される。

・4 つの軸毎に、5 点～1 点の評点をつけるので、企業の総合評価は 20 点～4 点までばらついて分布する。組み合わせ上は、平均の 12 点が最も多くなる。これを 3 つのグループに分けて、T1、T2、T3 の 3 段階で、上位、中位、下位としている。

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

・500 社余りの実際の分布は、T1 が 20%弱、T2 が 60%強、T3 が 20%弱となっている。やはり 2，6，2 の分布となっているところが興味深い。

・非財務情報の投資判断への取り込みは、1）経済的価値として財務データにおろせるものは予想に織り込んでいくが、2）まだ織り込めないものは持続的な成長の基盤を支えるものとして、企業価値評価の補完材料として利用している。

・また、この評価の一覧表とその中身（コンテンツ）は、各々の企業と対話する時の材料となる。定性評価をもとに会社の課題が明確になるので、それに対してどのような手を打っていくのかについて、対話の材料とする。きっと話が弾むことになろう。

・どうしてこのような評価の仕組みができ上がったのか。運用部門の中小型株チームでは、そもそも業績予想を中心に会社をみることには無理があるということで、中小型企業を定性評価する仕組みを持っていた。この考え方を全体に応用することにしたという。

・実際の株価パフォーマンスはどうか。T1 銘柄の方がよいパフォーマンスを示すかどうかは、まだこれからである。しかし、この MBIS をエンジンとして、新ファンドを組成し、投資家にアピールしていく方向である。

・質的判断の精度が上がってくれば、T1 のパフォーマンスはよくなってくるはずである。ベルレーティングの経験ではそういえる。新しい仕組み（ビジネスモデル）の革新に基づき、エンゲージメント型の資産運用に取り組む三井住友信託銀行の運用チームに、大いに期待したい。

ショートターミズムをいかに乗り越えるか～R&D 投資がエンゲージメントの要

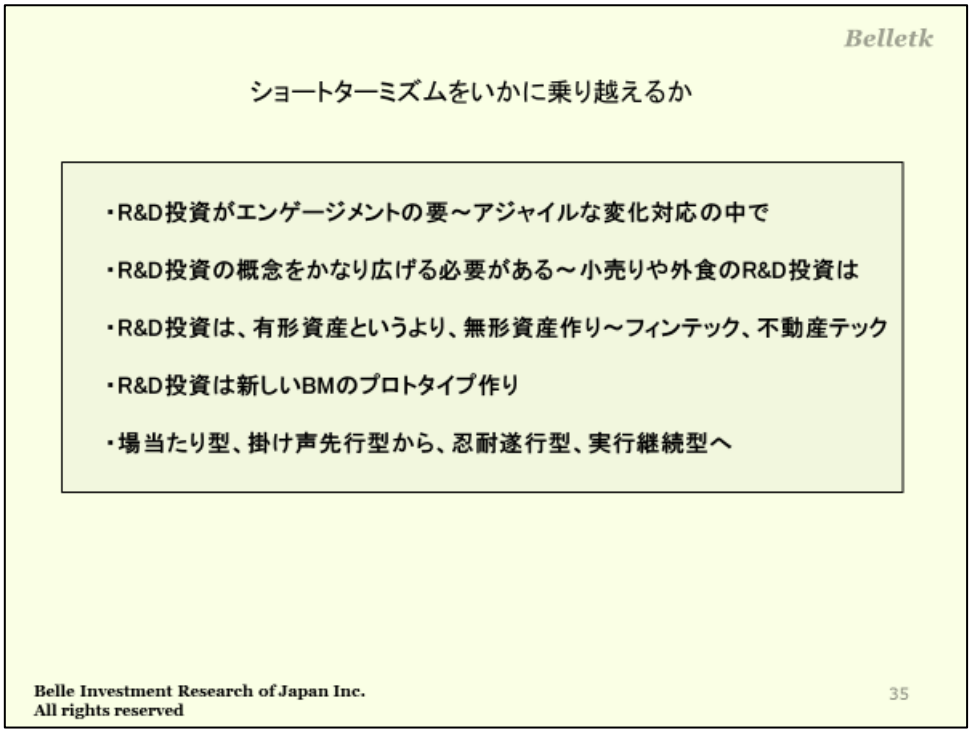
・企業のショートターミズム（短期主義）、投資家のショートターミズム、どちらが先か。鶏と卵ではないが、どちらも課題を抱えている。1980 年代の後半、米国の製造業の競争力が低下し、日本に負けていることが問題視された。その後、米国では敵対的 M&A が頻繁に行われるようになり、目先の収益を嵩上げしておかないと、ハゲタカ投資家に狙われるということも 1 つの誘因となった。

・一方、日本はかつて長期的経営を自認しており、銀行のメインバンクによるガバナンスが一定の効果を有していた。関係依存型の取引形態が長期的経営の仕組みとして機能したともいえる。しかし、日本は失われた 20 年でかなり競争力を失い、米国は IT 産業を軸に大き

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。

く復活してきた。その後のリーマンショックは再び世界に大きな打撃を与え、異常ともいえる金融緩和の中で先行きが読めなくなってきた。

・先が見えなければ、長期的経営などできない。目先の手を打って、いかに生き残っていくかに鎬を削ることになってしまう。中長期といっても、まずは四半期の利益確保である。ストックオプションを導入して、中長期の業績と報酬を結びつけるといっても、それで十分とはいえないという見方も有力である。



・投資家は、企業の中長期経営には信頼がおけないという。そこで、まずは足元をみようとする。皆が足元をみると、その情報の動きに一喜一憂することで株価が動く。そうすると、短期の株価変動を泳いで、上手く稼ごうという短期投資家が出てくる。投資家は多様でよいが、短期筋が幅を利かせるようになると、経営者の行動もそれに引きずられ、ひ弱な経営者はこうした投資家のニーズに合わせようとする。それが自らの地位保全と身入りにも直結するからである。

・短期筋の投資家ニーズに迎合したアナリストは、早耳情報の獲得に躍起となった。不祥事も発生した。アクティブ運用のインベストメントチェーンが変質したともいえる。こうしたショートターミズムの弊害を抜け出すために、日本では早耳による業績取材を禁止することになった。

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。

・これが結構なインパクトをもたらしている。では、次に四半期決算の開示を止めるという議論にまで行くのだろうか。企業によっては、月次情報の開示をやめるところが出ている。しかし、適時開示に躊躇するようになると、思惑が走り、インサイダー情報が広がることにもなりかねない。それでは藪蛇である。

・ショートターミズムから逃れる１つの方策は、上場しないことであり、非上場にすることである。日本で長続きする企業には、ファミリービジネスに多く、そこには別の課題があるにしても、目先の動きに囚われる必要はない。

・一方で、ショートターミズムは本当にダメなのか。今の IT 産業をみれば、アジャイルはキーワードである。どの産業でも、変化へ対応には俊敏さが求められる。短期的にビシバシ活動しなければ、長期的にサバイブする基盤は作れそうにない。

・では、どうするか。投資家として最も重要なことは、企業の R&D 投資について徹底的に議論することであろう。その時、R&D(研究開発)投資の概念(コンセプト)は広げる必要があり、従来の見方とはかなり異なるものである。

・例えば、小売企業や外食企業の経営者と R&D 投資について議論してみよう。いずれも人手不足が顕在化している。パートやアルバイトの賃金は上がっている。安くて優秀な人材をかつてのようには使えない。もし時給 2000 円になるとそのビジネスがやっていけないとすれば、ビジネスモデルを抜本的に変える必要がある。そのため R&D 投資とは何か。人材投資、新しい IT 投資、物流のオープンイノベーション、マーチャンダイジングのイノベーションなどが問われる。

・金融や不動産における R&D 投資とは何だろうか。そもそもこれまでやってきたのだろうか。新しい人材投資は不可欠である。フィンテックへの先行投資は、グローバルな視野で必要である。その時 R&D 投資は、有形資産ではなく無形資産（インタンジブルアセット）となるべきものであろう。

・R&D 投資は、狙いをつけたとしても無駄や失敗はつきものである。実験による検証が必要である。うまく成功したとして、その仕組みやコンテンツはサステナブルであろうか。まさにイノベーションの連鎖が求められる。もし R&D 投資が十分でないとすると、これまでの伝統的な仕組みが根本から崩されていくかもしれない。

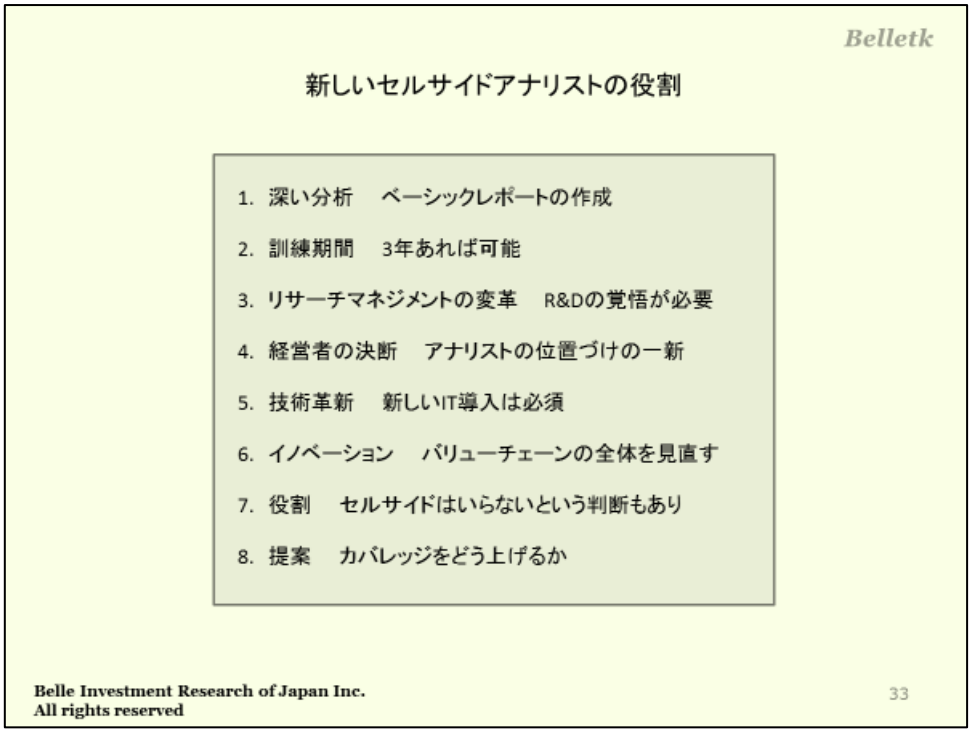
・日本が得意としたモノづくりの産業はいかがであろうか。R&D を狭い意味の技術開発と捉

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。

えているとすれば十分でない。技術開発に先行しても、事業化で遅れをとってしまったという事例は、この 20 年、数多くみられる。R&D は技術開発だけではない。新しいビジネスモデルのプロトタイプ作りである。それに先行するは十分なキャッシュ・フローが前提であり、低い収益力では R&D の効率を追求しても負けてしまう恐れがある。

・しかも、R&D 拠点は、もはや日本中心ではやっていけない。グローバルに 3 拠点、5 拠点を構える日本企業も出てきている。そこでは、R&D 投資のグローバルマネジメントが求められる。さらに、新しいタネをいち早く事業化に結びつける実行力が問われる。既存事業の強化に活かすことも必須である。その時、既存の組織に縛られずに、自らトランスフォームできていくだろうか。

・本業が追い込まれてくると、R&D 投資への配分も怪しくなる。最初に削られるのが、R&D 投資かもしれない。それでは次への展開力を失い、典型的な追い込まれ型ショートターミズムに陥ってしまう。



・対話(エンゲージメント）において、中期計画の数字は大事であるが、それよりも R&D 投資の中身について議論したい。その時、イノベーションへの取り組みが、場当たり型や掛け声先行型ではなく、忍耐遂行型、実行継続型になっているかに注目したい。

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。

・投資家やアナリストは、R&D 投資の中身について、会社の秘密を知りたいわけではない。開示できる内容をベースに、イノベーションのプロセスを共有したいのである。この持続性こそショートターミズムを克服する最も有力な戦略であろう。

フェアディスクロージャーへの対応～情報の咀嚼力が勝負

・3 月にフェアディスクロージャーの法案が公表された。この後、国会を通れば、来年度から施行されることになろう。金商法（金融商品取引法）を一部改正し、日本版の FD（フェアディスクロージャー）ルールが導入される予定である。

・その骨子は、上場企業が公表前の重要な情報を投資家や証券会社等に提供した場合、1)意図的な伝達の場合は、同時に当該情報を HP（ホームページ）等で公表せよ、2)意図的でない場合は、速やかに当該情報を HP 等で公表せよ、というものである。

・ここで問題となるのは、公表前(未公表)の重要な情報とは何か、という点にある。インサイダー情報や法人関係情報の範囲は相当程度分かっている。企業戦略に係る対話や、工場見学での説明等は対象外である。

・しかし、投資判断に直接影響する内容、株価に直接影響する内容といわれても、必ずしも明確でないかもしれない。もしそうならば、はっきりさせる必要がある。未公開の重要な情報を、公平に開示せず、特定の投資家やアナリストに選択的に開示するならば、それはルール違反となる。また、速やかに開示しないと、金融庁から行政的な指示や命令を受けることにもなる。

・フェアディスクロージャー規制は、米国では 2000 年から、EU でも 2003 年に導入されている。未公開の重要な情報の選択的開示の禁止と速やかな公表は、欧米の株式市場に上場していれば、日本企業でも当然それに従っており、既に慣れているはずである。

・日本版 FD ルールの導入で、日本企業の IR 活動は後退するのであろうか。新ルールの慣行が身に付くまでは、慎重な動きが出てくるのは避けられないともみられる。しかし、もともと秘密情報をこっそり話すようなことはない。会社にとっての KPI(重要経営成績指標)はフェアに公表すればよいし、多くの場合既にそうしている。そして、誤解を招かないように、その意味するところをよく対話していけばよい。

・企業の将来価値創造に関わる内容については、大いに議論してよい。議論の材料について

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。

も、適切に対応できるはずである。万が一開示し過ぎて、それが株価に影響する内容を含んでいるのではないかと懸念する時には、IR の担当者が判断して、適切な情報を HP に速やかに載せればよい。こうした判断は難しいと思われるかもしれないが、社内で情報開示ルールを定め、普段から実践していれば、ほとんどの場合問題ないであろう。

・逆に、新ルールを恐れて、自社の IR 活動がいかにも後退したと投資家やアナリストに思われたら、それこそ問題なので、IR 責任者としては事前準備や改善を図る必要があろう。IR が後退すると、企業価値創造のプロセスを投資家やアナリストと十分共有できないので、企業価値は過小評価されていくことになる。

・投資家やアナリストにとって、ディスクロージャーのよい会社は、ファクトとしての情報に対する咀嚼力が高まるので、開示情報の分析を通して、将来のビジネスモデル(BM、価値創造の仕組み)のイメージが固めやすくなる。

・ディスクロージャーが悪くなった会社は、きっと実態も悪化しており、十分な手を打てないに違いないと思われてしまう。もし次の手を打っており、企業価値が向上する方向にあるならば、実態についてきちんと開示できるはずである。熱心な投資家やアナリストは、その企業努力に関わる情報を咀嚼し、まだ隠れている新たな企業価値を見出していくはずである。

・一方、ディスクロージャーがよく、多くの投資家の期待を集めている企業であっても、その期待が高すぎて、実態に合わないということもある。その時、会社サイドは、投資家の期待に応えようと無理をして、禍根を残すような短期指向の事業推進を行うべきではない。

・短期的な視点でも、中期的な視点でも、過大な期待を是正するようなガイダンスをフェアに、タイムリーに出していく必要があろう。ネガティブ情報には、サプライズによる反動がつきものであるが、いずれ落ち着いてくる。

・IR 責任者は、投資家やアナリストと大いに議論してほしい。何も躊躇する必要はない。自社のフェアディスクロージャーのスタンスを固め、社内の情報共有をはっきりさせて実践すればよい。

・IR に慎重すぎたと思えば、アクティブに活動してほしい。投資家やアナリストと会っていれば、十分な対話が成り立っているかどうかについて、経験上判断できるはずである。満足な対話ができたか、あるいは、何が不十分であったかを記録し、それをレーティング(定

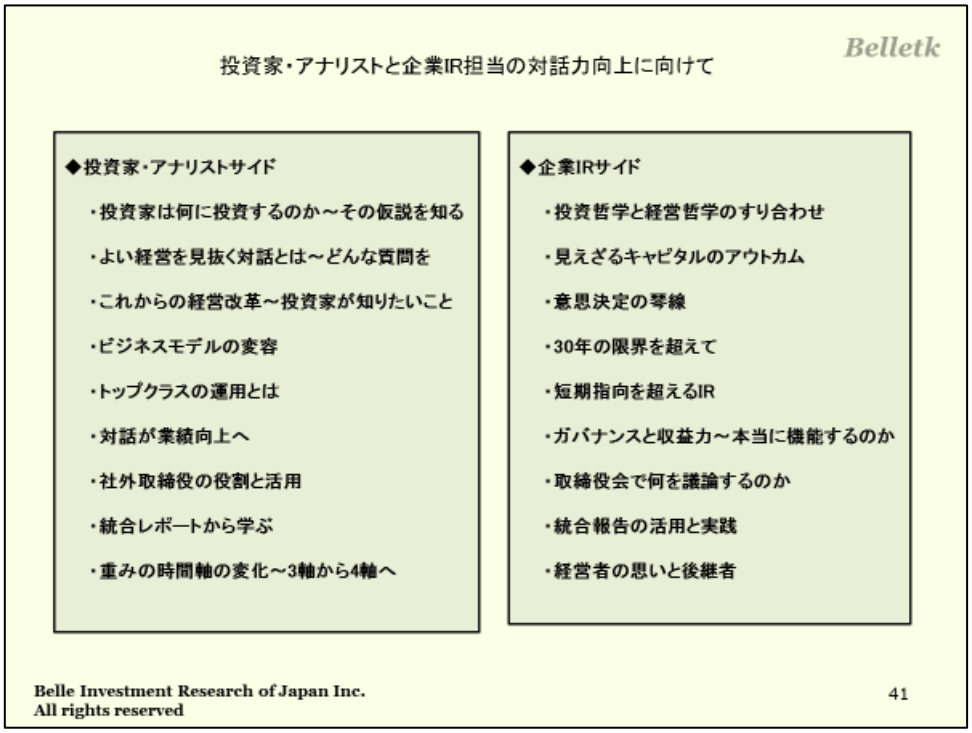
本レポートは、独自の視点から書いており、基本的に会社側の立場に立つものではない。本レポートは、投資家の当該企業に対する理解促進をサポートすることを目的としており、投資の推奨、勧誘、助言を与えるものではない。内容については、担当アナリストが全責任を持つが、投資家の投資判断については一切関知しない。本レポートは上記作成者の見解を述べたもので、許可無く使用してはならない。

性評価の点数化)していくと、改善点がはっきり見えてくる。

・インサイダー情報でなく、法人関係情報でもない株価に影響する未公開重要情報は、マーケットの局面によって変化する可能性がある。それについては、対話を通してニーズを把握し、早めに開示する方がよい。誤解を与えないように、的確な解釈ができるように対応すべきである。

・中小型の企業は、目先の業績をみても、将来は分かりにくい。①トップマネジメントの資質、②成長戦略の実効性、③リスクマネジメントに対する組織能力の有効性など、定性的な企業評価が何よりも重要である。そこで、それに資する対話が求められる。FD ルールを守りつつ、こうした議論を深めることに何ら問題はない。

・投資家やアナリストは、対話を通じた同じ情報(材料)から、自ら咀嚼して、BM に関する知見を深め、それに対する予測力を高めていく。新 FD ルールのもとでは、新たな分析力が問われる。それぞれのレベルで、その能力を磨くべく実践していくことになろう。



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。