

ベル投資環境レポート

企業価値の創り込みに共感できる投資とは ～自らのエッジを利かせて～

2024年6月25日

鈴木行生

目次

- | | |
|---------------------------------|---------------------------|
| 1. 変革への期待は持続するか | 2. やり切るパワーをいかに見抜くか |
| ➤ 日本市場の変革が盛り上がる～JPX150は先行するか | ➤ 創業者からのバトンタッチ～後継者はいるか |
| ➤ リスク要因に手を打てるか～楽観的な期待に留まるか | ➤ 2つのIR～ESGインテグレーションに向けて |
| ➤ 社会的な価値創造に向けて～企業価値にいかに関わりつけるか | ➤ ROEから人的投資効率へ～生産性の見方を問う |
| ➤ サステナブルファイナンスへのシフト～本当にポジティブか | ➤ 生成AIの行方～効率性から創造性へ展開 |
| ➤ 健康一番のワークライフバランスとは～厳しい中に笑顔があるか | ➤ 日本製鉄の成長戦略～米国進出の実現はいかに |
| ➤ DE&Iを稼ぐ力に～昭和の匂いを払拭して | ➤ 投資の極意～まだ織り込まれていない価値を求めて |

1. 変革への期待は持続するか

日本市場の変革が盛り上がる～JPX150は先行するか

・東証が企業に要請した改革は、成果を一段と発揮してくるだろうか。1989年12月末の日経平均は38915円、TOPIXは2884.8、いずれも史上最高値であった。あれから34年、遂にピーク更新を実現した。さらに上昇するには、上場企業の踏ん張りにかかっている。

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。

・当時、2つの見方があった。1つは、明らかにバブルであり、これが剥げるので、大幅下落は不可避である。これが現実となった。もう1つは、いずれ業績がついてくるので、調整局面は克服できるという意見であった。これが30年も続いた。

・昨年3月に、東証は「資本コストと株価を意識した経営の実現に向けた対応」をプライム・スタンダード市場の上場企業に要請した。これはインパクトがあった。しかし、その後のフォローアップをみると、実際に対応策を開示している企業はまだ十分でない。

・何を対応せよと言ったのか。まずは、現状を分析せよ。資本コストや資本収益性を把握して、取締役会で確認する。財務分析としてのデータはすぐに出せようが、なぜそうなっているかの要因分析となると簡単ではない。なぜできないのかと、自らに問うことになる。不都合な現実にはきちんと向き合う必要がある。

・次に改善計画を策定し、それを開示せよ。改善の方針・目標・期間を策定し、投資者に分かり易く開示することが求められている。資本コストを上回る資本収益性をいかに達成するのか。ES(エクイティ・スプレッド) = ROE - CC(資本コスト)であるから、ROEの目標を定めて、それをどう実現していくかの戦略を立てる。

・財務戦略にとどまらない。全社的な経営戦略も見直しが必要である。しかも、 $PBR = ROE \times PER$ であるから、ここには株価が入ってくる。株価はマーケットが決めるものと傍観しているわけにはいかない。

・第3に、その計画を実行せよ。投資者との積極的な対話を実施していく。マーケットで株を売買するのは投資者である。企業価値は株価に反映される。株を買うのは投資者である。投資者が企業に魅力を感じ、価値向上が期待できるとなれば、株を買ってこよう。ここに、対話を通してアピールできるか。

・まずはアピールできる中身を作り、それを実現する。前進していることをKPIで示していく。外部環境の変化に左右されて、すぐに絵にかいた計画に終わってしなうようでは信頼されない。言い訳は通りにくい。自信のない経営者は計画の開示や対話を躊躇してしまう。

・つい、不言実行で行きたくなる。不言実行では、社内の共感も得られにくい。やはり、有言実行、ステークホルダーの皆を巻き込んで、実現していく仕組み作りが求められる。

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

- ・東証は、個々の上場企業の開示状況をフォローするとともに、こうした要請を反映する企業を中心としたインデックスを開発した。「JPX プライム 150 指数」である。
- ・これは本物か。価値創造に優れているのだから、TOPIX よりパフォーマンスがよくなければ意味がない。そうなるかを中長期でみていく必要がある。
- ・150 社はどのように選定されたのか。プライム市場で時価総額上位 500 社から ES (エクイティ・スプレッド) 基準で上位 75 社、PBR 1 倍以上で上位 75 社を選んだ。ES がプラスで、ROE は 8%以上、PBR は 2 期の数値でみている。ES は資本収益性でしっかり価値を作っているかを測る。PBR は非財務情報も織り込んだ市場の評価を示している。
- ・定期的に銘柄の入れ替えも行っていく。JPX プライム 150 は、時価総額でプライム全体の 5 割をカバーする。設定時で見ると、ROE は 15%で、TOPIX の 8.3%を上回る。S&P500 も 15%なので、同等である。
- ・PBR は 2.6 倍で、TOPIX の 1.2 倍を上回っていた。S&500 は 3.1 倍であったから、まだ差が大きい。EPS 成長率 (5 年平均) は 11%で、TOPIX の 4.0%を上回り、S&P の 7.9%も上回る。
- ・過去 7 年のデータでみると、JPX プライム 150 の対 TOPIX に対するトラッキングエラー (乖離度合い) は 3.2%であった。つまり、TOPIX とは違ったパフォーマンスを示している。また、過去 10 年の属性でみると、大型株 (サイズ)、成長株 (グロース) に対してプラスの連動があり、割安株 (バリュー) に対しては、マイナスの連動を示した。
- ・こうみえてくと有望そうである。2つの視点があろう。1つは、これらの 150 社は価値創造で先行している企業である。むしろ出遅れて問題にされた企業が本気を出してくるならば、そちらのパフォーマンスの方がこれからよくなるのではないか。
- ・もう 1つは、先行企業の価値創造はすでに株価に織り込まれてしまっているので、パフォーマンスでリードすることが難しいのではないか。あるいは、S&Pの方が世界をリードする成長企業が入っているので、やはり日本負けてしまうのではないか。これらの懸念があろう。
- ・まずは中長期的にみていく必要がある。その意味では、JPX プライム 150 に連動する ETF と S&P500 に連動する ETF に投資して、その動きをフォローしたい。

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。

リスク要因に手を打てるか～楽観的な期待に留まるか

・2024年の日経平均はどうか。史上最高を更新して、すでに4万円は付けており、次は5万円が射程に入ろう。その条件は、当然ながら企業の業績が伸びることにある。

・昨年12月末の日経平均は33464円、この時のPBRは1.30倍、PERは14.74倍、ROEは8.82%であった。3/1時点では39910円、PBR 1.52倍＝ROE 9.0%×PER 16.8であった。

・株価はEPS×PERであるから、PERが15倍とすれば、EPSが年10%伸びると見込めるなら、3年で5万円が実現できよう。2024年は、3.6万円～4.3万円のゾーンで推移しよう。

・今後の変動要因は、1) 為替、2) 人手不足、3) 戦争、4) 天変地異、5) 政争にある。昨年末の円ドルレートは141.4円であった。日米の金融政策からみて、円安はピークアウトしており、150円を大きく超える可能性は低いとみていたが、そうでもない。

・日米金利差の変化を織り込みながら、どこまで円安が進むかに注目が集まっている。FRBの金融緩和が具体化し、日本のゼロ金利政策の正常化がスタートすれば、140円台の方向に進もう。

・どちらの金融当局もマーケットとの対話を重視しているので、マーケットにサプライズを与えないように動くはずであるが、読みと期待には絶えずギャップが生じるので、一時的な変動はありうる。

・日銀の異次元緩和からの正常化は、データとしてのインフレ率に対して、人々の期待インフレ率をどこまで織り込んでいけるかにかかっている。CPIで1～2%が定着して、賃金上昇率も2%程度が見込めるなら、ゼロ金利政策は変更されよう。金利のある世界がみえてくるようになる。

・国内は人手不足である。人材がいないので、需要があっても対応できないという企業が続出している。何が問題なのか。人口減少は長期的な構造的課題である。出生率を高めて、それが効果を発揮するには30年を要する。

・出生率を上げるには、若い人々が子どもを持って育てることが、人生にとって楽しいという状況を作り出す必要がある。子育てが辛いだけでは、誰も子どもを持とうとしない。そもそも、十分な所得がなければ、子どもを育てようがない。

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。

・100万人×100万円/人として年間1兆円、これが20年続くとして、年間20兆円の子育て支援が必要になる。年間110兆円の国家予算に対して20年後をどのように想定していくのか。容易ではないが、手を打つ必要がある。

・当面の人手不足には、どのように対応するのか。まず企業間の人材争奪戦が始まっている。コロナ前と同じようなつもりで、正規、非正規の働き手を採用しようとしても、すでに通用しない。もはや転職は当たり前になっている。

・人材は流動化しつつある。これから加速しよう。働き甲斐のある職場には人が集まるが、先が見えない組織から、人はどんどん去っていく。それによって、人材不足倒産が増加しよう。

・企業がやっていけなくなっても、次の職場はあるので、働き手にとって問題はない。もちろん、地域によって、年代によって、働く場所や処遇が十分でないという問題は常につきまとう。

・新しい人材を雇うには、能力を正當に評価して処遇し、将来が描けるような人的資本の仕組みを提示する必要がある。人材を人財へ、それを育てて活かす仕組みの競争が始まっている。

・所得をあげるには、業績を伸ばす必要がある。人件費は費用ではなく付加価値であり、人材投資の源泉である。この人材投資コストを上回り、リターンを付加価値として稼ぐ必要がある。そのためには、1人当たり付加価値を上げることが必須である。

・人手をかけずに生産性を上げるには、自動化を進めることが有力な策である。製造業の生産現場だけでなく、サービス業の現場でも、本社部門でも、ロボット、AIの導入による省人化が本格化しよう。

・もう1つは、高付加価値化の推進である。安売りは続かない、低収益では会社が持たない。製品やサービスの価格を1.5倍、2倍にすることを想定すると何がおきるか。それがマーケットで通用しないとすれば、どこに根本原因があるのか。

・ここが問われている。インフレの世界では、値上げは当たり前である。適正な価格競争を追求する企業が注目されよう。

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

・グローバルビジネスにおいては、戦争による地政学的リスクが決定的なダメージをもたらす。ロシア・ウクライナ戦争、イスラエル・パレスチナ戦争は、まさに悲劇ではあるが、覇権争いの余波が、エネルギー資源価格の高騰や防衛産業の台頭に及んでいる。

・中国は台湾を必ず攻めると公言している。スキをみせれば紛争が戦争になり、半導体産業へのダメージを通して世界に大きな影響をもたらそう。

・気候変動や地震などによる天変地異は予測不可能で不可避であるというが、本当だろうか。いつ起きるかはわからないが予兆はある。発生した時に手を打つシミュレーションはできる。準備をし、訓練し、BCPを現実化している企業は強みをもっている。

・政争はどうか。各国での代表選の選挙が続く。米国の大統領は十分信頼できるのか。日本の岸田首相は、なぜこれほど人気がないのか。日本の政策実行能力はかなり危うい。

・これらのリスク要因を抱えながら、2024年の株式市場は楽観的な期待先行で展開するものと予想する。予測可能なことを注視しつつ、NISAを活用しながら、投資戦略を立てていきたい。

社会的な価値創造に向けて～企業価値にいかに関わりつけるか

・持続的な企業価値創造を、どのように実践していくのか。まずは今期の業績を、次は中期計画の業績目標を、というだけでは全く不十分である。しかし、当面の業績を達成するだけでも音を上げそうなのに、それ以上を求められても無理筋である、という企業もあろう。

・でも、環境価値を考えずに経営している企業は社会から批判されよう。人権や働き方を尊重しない企業には人が集まらないであろう。経営陣が目先の経営に四苦八苦しているようでは、まともな社外取締役は就任を断るであろう。

・エーザイの価値創造レポートに関する報告会を視聴した。社会的価値の評価をどう捉えるのか。エーザイは社会善の実践を目指している。その実践を図る上で、マテリアリティを2つの軸から特定している。

・1つは、エーザイの本源的企業価値で、ここには財務的価値に加えて、社会的インパクトを含めている。もう1つは、ステークホルダーにとっての関心で、投資家だけでなく、も

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。

っと広く捉えている。

・100万株以上の株式を3年以上保有する投資家を長期投資家と位置付けて、直接意見交換を行っている。患者とその家族、働く社員の意見も十分考慮する。

・社会善の評価では、社会的インパクトの算出に力を入れている。これらのKPIとPBRとの強度を重視している。マテリアリティとして、認知症、ガン、グローバルヘルス、人財、財務の5つを取り上げた。

・認知症の新薬では、米国で2030年に1.8兆円の価値創造(社会的インパクト)を目指し、そのうち6割は米国社会に還元し、4割を当社製品の売上として計上する、とシミュレーションしている。また、認知症のプラットフォームをエコシステムとして構築し、データおよびソリューションを提供するサービスも実現していく。

・非財務資本の見える化を、社会的インパクトとして算出している。1) 認知症の領域で2030年度1.8兆円(LEQEMBI、米国)、2) リンパ系フィラリアの薬DEC錠の無償提供で同2800億円、3) 従業員インパクト会計で、人材投資効率87%とした。

・人財投資効率とは、従業員に対する賃金のうち、社会にもたらす価値の割合を示しており、グローバルな数値と比較しても十分高い。こうした社会的価値が見える化されるにつれて、企業価値への反映も高まってこよう。結果として、表面的なPBRもさらに上がってくるはずである。

・日清食品HDはどうか。JICAPのカンファレンスで話を聞いた。この16年で、売上高2倍、営業利益3倍と成長を遂げ、時価総額も1.2兆円を超えてきた。グループのCSV経営は成果を上げている。“EARTH FOOD CREATOR(食文化創造集団)”として、環境・社会課題を解決しながら、持続的成長を果たすことをビジョンとしている。

・この価値創造プロセスを、3つの視点から分析しており、大変興味深い。第1は俯瞰型分析で、ESG指標とPBRの直接的相関を分析した。ESGのPKIを1%改善すると、何年後に何%PBRが向上するかを示した。

・2022年のデータによると、研究開発費は4年後で+0.7%、女性の育児短時間勤務は1年後に+0.6%、水使用量は5年後に+3.2%、プラスチック使用量は4年後に+1.2%、CO2排出量は9年後に+0.8%などとなった。

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。

・ESG活動は、企業価値向上に正の相関があることを確認した。一方、課題は、ESG指標同士の分析は扱えないところにある。

・第2は価値関連性分析で、ESGのアクションの直接的な効果、非財務との関係性を繋げて、EPSの成長とPERの増大に結び付けていく。

・例えば、グリーンフード化は、エネルギー投入量の削減⇒CO2排出量の削減⇒オウンドメディアでの発信機会の増加⇒地域社会や消費者の信頼度向上⇒売上の増大⇒EPSの成長とPERの向上、というフローで見ていく。

・あるいは、社員の多様化⇒社員の活躍⇒残業時間の削減⇒従業員エンゲージメントの向上⇒定着率の向上⇒知的資本の拡充⇒EPSの向上、というルートもある。この分析では、ESG指標と企業価値の関係性だけでなく、ESG指標同士のつながりも可視化できる、と横山常務(CSO)は強調した。

・第3はVAT(Value Tree Analytics)分析で、人材に関する施策と従業員エンゲージメント要素の相関を分析する。人的資本に関する課題を、人材マネジメントプロセスに基づいて整理し、それにつながる施策が効果を上げているか、について相関を検証した。

・例えば、女性活躍に対する女性管理職の登用は、従業員エンゲージメント要素(働き甲斐、働き易さ、上司、部署環境、会社環境、成長実感、総合平均)につながっているか。これが、PBRに効いているか。あるいは、定着率の向上⇒知的資本の拡充を通して、コアEPSやインプライドPERに反映されていくか、をみている。

・今のところ優先度を評価できる段階ではないというが、日清食品のこうした試みは素晴らしい。豊富な自社データを活かして、多様な分析を試みている。こうした分析から、次に打つ手がはっきり見えてきそうである。

・それが企業価値向上に貢献してこよう。しかも、定量的に共有できることは、価値評価に向上に直接的にプラスとなる。先進企業の実践に大いに期待したい。

サステナブルファイナンスへのシフト～本当にポジティブか

・企業のサステナビリティを経営全体に統合していくことは、かなり難しい。先進的な企業

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。

をみていると、役員報酬にサステナビリティの成果を盛り込んでいる。

・アサヒグループホールディングスでは、ESGに基づくサステナビリティの評価項目を点数化して、中期賞与に反映させている。サステナビリティによる社会的価値を40%のウェイトで評価する。

・オムロンでは、役員報酬を短期と中長期に分け、ROE、EPSなどの財務目標が60%、相対TSR（トータルリターン）などの企業価値が20%、ESGのサステナビリティが20%というウェイトで評価している。

・サステナビリティの成果をどのように測るか。まだ試行錯誤が続いているが、マテリアリティからKPIを定めて、目標を立て、その実行をPDCAで回していく。その上で何らかの数値化（レーティング）を用いて、評価していく。企業のサステナビリティの評価と、経営全体への統合には大いに注目したい。

・ESGにおいて、E（環境）、S（社会）、G（ガバナンス）をどのように展開するのか。目標を掲げれば、その実現に向けて、投資が必要になる。戦略を立て、組織を作り、定性的な目標を計量化できるようにする。

・そのKPIが、どのように企業価値向上に貢献していくのか。経路を踏まえて、因果について何らかの実証（エビデンス）がほしい。すぐには無理としても、5年、10年かけて実効性をみせてほしい。そのプロセスを共有したい。

・D&I（ダイバーシティ&インクルージョン）において、例えば女性取締役、外国人取締役をいかに増やしていくのか。事業の特性にもよるが、社内取締役、社外取締役の多様化は必須である。現状でよいという答えはまずない。いつまでに、どのように実現するのか。その実効性はどうか。形式だけではもはやステークホルダーに評価されない。

・ICGN（国際コーポレート・ガバナンス・ネットワーク）の議論を聞いていると、取締役10名の時、社内が6~7名、社外が3~4名として、まず女性を3名にする。社外から招いて増やしつつ、社内については10年かけて3分の1を女性にするくらいの実行力が問われる。

・その前提として、1) 能力があること、2) 社内昇進とともに、中途採用にも力を入れること、3) 多様性が意思決定の質を高めるように選任されること、が求められる。とりわけ、経営人材については、中期的な育成が必要で、人材が育つように社内の仕組みを革新してい

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。

く必要がある。人材投資について大いに議論したい。

・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。サステナビリティを実現するには、投資が必要であり、そのファイナンスのあり方が問われる。とりわけ、トランジションファイナンスとインパクトファイナンスが注目される。

・東京FinCity構想を推進するには、1) サステナブルファイナンス、2) フィンテック、3) アセットマネジメントの機能を大きく高める必要がある。

・CN（カーボンニュートラル）を実現するには、主要産業において、技術革新を踏まえて大型投資が必要である。CNに貢献しつつ、企業価値向上が図れるような投資案件にファイナンスがついてくるようにすべきである。

・しかし、その投資は本当に有効なのか。さらに、有望なのか。ここがはっきりしないとファイナンスに応じる投資家はいない。有望であるならば、一定のリスクをとって投資機会を活かしていくことは、ビジネスチャンスとなる。

・PRIのD・アトキンソンCEOは、企業のトップマネジメントは、サステナビリティをビジネスモデルに取り込んで、その実行を自らのマנדート（委任される任務）にすべしと提言した。サステナビリティはもはやコミットメントの段階ではなく、アクションが求められている。

・サステナブルファイナンスは、新資本主義のコアとなっている。社会的課題の解決を通して、持続的な成長を実現する。それをサポートする政策が推進されている。金融庁の堀本審議官（政策立案統括）は、3つの施策をあげた。

・1つは、GXの推進に向けたクライメットトランジションボンドの発行である。再エネ、水素、鉄鋼・化学などの先行投資で、トランジションを加速させる必要がある。新しいGX投資商品の開発を促していく。

・2つ目は、スタートアップの支援である。支援の1つがインパクト投資で技術革新やビジネスモデルの革新を求めてコンソーシアムを作っていく。

・3つ目は、サステナビリティを推進する金融機能として、アセットオーナーやアセットマネージャーの役割を一段と高めていく。

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

・ブルックフィールドアセットマネジメントのM・カーニー会長(前イングランド銀行総裁)は、4つのビクトレンドに注目している。1) CN に対する企業のニーズは高まっており、テクノロジー、オペレーション、ファイナンスが必要である。

・2) CN に向けた政府のやる気も高まっている。脱炭素のコストも下がっているので、ギャップを埋めることはできる。3) ISSB による基準の明確化や TCFD の推進によって、金融セクターでも CN に向けて視野が広がっている。4) そのためには多額の投資が必要であり、グリーンボンドが急拡大するとみている。

・CN の実現に向けたトラジションはまさに R&D と同じであり、企業戦略の中心に位置づけられる。アンモニアへのニーズは新市場をクリエイトする、と IHI の瀬尾常務は語った。

・JFE の手塚主監(地球環境担当)は、大型投資を必要とし、コストがかかるので、CN に向けたロードマップを理解してもらう必要があると話す。EV 用の電磁鋼板、高炉での水素利用など、領域は広い。グリーン鉄は高付加価値である。この市場を作っていく必要がある。

・資金使途が特定されるグリーンボンド、特に定めのないサステナブルリンクボンドなど、ロードマップの中でのポジションが問われる。

・インパクト投資は、社会的価値へのインパクトを重視するが、このインパクトと収益は、トレードオフ(両立しない関係)ではなく、Win-Win(双方が満足する利益を得ること)であるという認識が必要である。経済性と社会性、すなわち儲けて、役立つという両面を目指す。

・ベンチャーにも、IPO にも、大企業のトランジションにも、インパクトが求められる。投資家は、両立を目指すポジティブ インパクト ファイナンスに対して、投資機会を見出す。一般的な ESG 投資だけではなく、個別の技術やプロジェクトが注目されよう。

・課題はある。トランジションはリスクが高そうで、インパクトは先行きが不透明であるとみられるかもしれない。リスクをとらない投資家ばかりであれば、企業再生や新しい成長は望むべくもない。

・インパクトをもう1つの軸とし、リスクとリターンをよく見極めながら、これら3つの軸で、各々の分野の1号ファンドへ投資するようなカルチャーを作っていきたい。

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。

健康一番のワークライフバランスとは～厳しい中に笑顔があるか

- ・昨年、健康経営に関する 2 つのフォーラムを視聴した。筆者の今の生活は健康一番である。若い時は仕事一番であったが、ある時から家庭一番に変えた。そうしたら、仕事もできるようになった。今や健康一番をベースに仕事もやっている。
- ・健康経営がなぜ注目されているのか。人口減少社会で高齢化が進み、医療費の増大が国民への福祉と同時に、財政的負担となっている。国民には健康でいつまでも働いてもらいたい。企業も社員の健康を確保できなければ、価値創造が十分できない。
- ・人手不足時代である。社員の健康に十分配慮して働き甲斐のある会社に人材は集まる。生産性を高めるにも、健康な社員に思い切り働いてほしい。
- ・健康は 3 つの側面からみていく必要がある。①社会、②身体、③精神の面で、人々の健康は大事にされているか。社会は働き方を支える仕組みである。身体的な病気や精神的な病気になっては、十分な力を発揮できず、働くことも難しくなる。未病段階で早めに対応する仕組みが企業に求められる。
- ・ガミガミ言われて、嫌々やる仕事があまくいくはずがない。自分で納得してポジティブに頑張りたいとなれば、苦労があっても乗り越えられる。
- ・働くインセンティブ、ワークモチベーションをどのように作りだしていくかが経営のカギである。健康経営は広く捉える必要があり、やりがいからみたワーク・エンゲージメント、さらにはウェルビーイングへ結び付けていく。
- ・人を使い倒すようなブラック企業では働きたくない。法的にも厳しく律する必要がある。社員がきびきび働いている会社は、訪問して見学してしても気持ちがよい。社員の働き方は企業価値に直結していくので、投資家にとっても重大な指標となる。
- ・従業員にとって、高賃金で、知的で、多様な働き方を長期で保証してもらえらるなら、こんなにいいことはない。一方で、低賃金で、画一的で、単純な仕事を短期でしか勤められないとすれば、それは苦しい働き方となろう。

・ここに格差が生まれてくる。いわゆる、できる人材とそうでない人材では差が広がっている

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。

こう。企業からみると、できる人材だけほしいが、そうはいかない。人事評価で、できる人材だけを優遇しても会社はまわらない。

・差があるとしても、評価の低い人材の底上げをいかに図るか。カルチャーの中で、育成しつつ、そうした人材もレベルアップさせていく。その上で、適材適所を進めている会社の方が伸びそうである。

・ウェルビーイングとは、幸せに通じる生活満足度としての良さを意味する。ダイヤ精機の諏訪社長は、先代（父）の跡を継いだ後、会社を立て直す中で社員との対話を通して、価値観の共有を図ってきた。

・自らカウンセラーの資格をとって、社員と交換日記を続けた。話す時に、正面に立たないことにした。ほめることは悪いことではないが、やはり上から目線である。それよりも、ありがとうという感謝の気持ちの方が、同じ目線にあり、社員とつながることができるという。

・人は、にこにこ顔が好きである。楽しいから笑うという面と、笑うから楽しくなるという面もある。この方が、影響は大きい。笑顔でストレスを発散することができる。1対1の面談では、社員と悩みを共有していく。自ら常に夢を語って、その上で目標を設定していく。諏訪社長は、女性経営者としてユニークな経営を実践している。

・東大の池谷教授（薬学）は、かつて研究室では、叱るばかりでほめることをしなかったという。ある時、笑う練習を始めた。しかめっ面は顔の筋肉をいっぱい使う。笑う方が少ない。笑顔で楽しいという雰囲気を重視するようになった。

・でも、仲良しクラブではないという、大切なのはビジョンで、それを追求する。やりがいを通して、楽しさが生まれてくる。これがウェルビーイングにつながると指摘した。

・ウェルビーイングは、1) 本人の気持ち、2) 他の人との関係、3) 自らの成長、4) 何らかの目標、5) 自分に合った環境、6) 自主性の発揮、がよい方向で実感できる時に高まる。

・笑顔になるには、①いいことはある、②いいことをする、③いいことを探すことによって、生まれるという。楽しいことを想像していると、モチベーションが高まる。

・思い出し笑いを続けているだけで、性格が前向きになる。性格がポジティブになるには、まず動くことである。体を動かすことで五感が刺激を受ける。互いを気づかいつつ、夢を持つ本レポートは、独自の視点から書いており、基本的に会社側の立場に立つものではない。本レポートは、投資家の当該企業に対する理解促進をサポートすることを目的としており、投資の推奨、勧誘、助言を与えるものではない。内容については、担当アナリストが全責任を持つが、投資家の投資判断については一切関知しない。本レポートは上記作成者の見解を述べたもので、許可無く使用してはならない。

つことの重要性を強調した。

・予防医学研究の石川氏（医学博士）は、ウェルビーイング（生活満足度）をより重視せよと提言する。1人当たり GDP+well-being を新しい KPI として社会をみていく必要があるという。

・ウェルビーイングの向上にもっと務める必要があり、ウェルビーイングの悪化は、国、社会、組織、企業を悪化させる。主観的ウェルビーイングを測定してみると、日本は悪化している。国単位では、1) 経済成長、2) 民主化、3) 社会的寛容、によってこれが決まる。社会的寛容とはダイバーシティ&インクルージョンで、差別をしないことである。

・日本は、この社会的寛容度が落ちている。大人も子供もシニアも、もっと居場所をたくさん持つ必要がある、と石川氏は指摘する。居心地のよい場所をデジタル空間も含めて増やす。充実感を得られる居場所がないと希望が湧いてこない。いろんなつながりが可能性広げよう。

・人生 100 年とすると、90 歳まで働く時代が来る。働き方は多様なので、社会との関りの中で、社会に貢献し、何らかの収入を得つつ、自らも社会やコミュニティの世話になるという相見互いの文化創りである。健康一番の意味は深い。健康経営を実践する企業の次の一手に注目したい。

DE&I を稼ぐ力に～昭和の匂いを払拭して

・DE&I（多様性、公平性、包摂性）を企業において、どう実現していくのか。まだ至る所に昭和の匂いが残っている。経営者の意識改革は十分とはいえない。

・社会の規範を変えていくには、制度の変革とともに、アンコンシャスバイアス（無意識の差別）を解消することであると、萩原なつ子氏（独立行政法人国立女性教育会館理事長）は指摘する。

・人には違いがある。この違いを無意識に差別して、格差を作っているとすれば、それはフェアでない。個性は尊重されてよい。多様であることがベネフィットを生むと実感できるか。何らかの組織に属して、そこで働くことに幸せを感じることができれば、well-being は良好となる。

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。

・萩原氏は、個人的事情をハンディキャップにしないで、きちんと参画を認めていく。どこかにみえない特権を作っていないか、をチェックする必要があると強調する。

・例えば、全員に同じ自転車を提供することが、平等なのか。そうではなく、個々の事情に合う自転車を提供することが、本来の平等である。何が同じ条件なのか。合理的に配慮して、個々に寄り添って、一緒に進めるようにする。

・こうなれば、DE&I からイノベーションが生まれるとみている。実際、ジェンダーイノベーションでは、多様性に対応することで新しい商品・サービスが売れていく。

・無意識に思い込み、うっかり刷り込まれていくバイアス(偏見)には、よほど注意する必要がある。一方的な決めつけや、ジェンダーによって判断を変えるようなダブルスタンダードの使用などに気をつけるべきである。

・1989年は昭和64年であり、平成1年である。35歳以下の平成、令和世代に合った新しいDE&Iが求められており、それを実践する企業に魅力があろう。

・女性の活用、参画にとって何が課題なのか。CGNW(コーポレート・ガバナンス・ネットワーク)の富永執行役は、女性の社外取締役役にアンケートを実施し、48名(90社)から回答を得た。その分析から印象に残ったことをいくつかとりあげてみたい。

・企業では、女性社外取締役を増やしたいと思っている。誰がどのように声をかけるのか。選任プロセスの独立性が問われる。これまでの経験と実績を踏まえて、ガバナンス上十分な貢献ができるのか。社外取締役としての勉強がかなり必要となる。その機会はあるので、活用すべきである。

・会社への理解を深め、社外取締役の実効性を高めるには、経営陣との少人数での意見交換会の実施や、社外取締役だけのコミュニケーションの活用が効果的である。DE&Iは、まさに経営トップの姿勢に依存する。

・執行サイドは、耳の痛い指摘にどう対応するのか。リスpekトの姿勢が問われる。育児や介護への男性経営陣の姿勢はどうか。経営経験がある社外取締役といっても、勉強不足が目立つこともある。一方で、付度する社外取締役もいて、それでは本来の役割が果たせない。

・社外取締役として、2社以上を兼職していると比較ができて効果的である。一方で、社数

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。

が増えると、スケジューリングや準備対応が課題となる。4社以上にはかなり無理があるのではないか。

・執行役員との面談は理解を深める上で役立つ。しがらみのなさを活かして、忖度のない問いで、取締役会を活性化させることができる。しかし、意見が単にスルーされてしまうこともあり、経営者の姿勢が問われる。

・社内昇進の女性取締役はどうしたら増えるのか。まずは経営トップの意識づけが重要で、社外取締役としては常に2年以上先を考えて議論に関わっていく。

・投資家は、社外取締役の役割を株主のかわりとみている。まだ、投資家との直接対話の機会は少ないが、そういう場面では自分の言葉で率直に語っていく。アクティビストの対話に当たっては、こちらからもどんどん質問していくことが相互理解に不可欠である。

・社外取締役の中には、自分がボスになりたい人がいる。こういうマウントとりはよくない。その役割を知るには、やはり研修が必要である。女性社外取締役は複数になることで、やり易さが向上しよう。

・筆者の経験でも、女性取締役がいる会社は、1) 議論が活発になり、視点が広がり、多様性を意識した発言が増えてくる。よって、2) 女性取締役がガバナンスの向上に貢献するのは間違いない。ひいては、3) 社外取締役が会社のパフォーマンス向上に寄与すると思っ

ている。
・では、稼ぐ力はどのように高めるのか。昨年、日本取締役協会のウインターセミナーに参加した。そこでの議論から感じたことをとりあげたい。

・ガバナンスはフレームだけを作っても、実効性が上がらない。すでに10年近く改革をやってきているが、未だに十分でない。この30年デフレ経済の中で、日本企業の経営は世界に通用しないものとなってしまった。

・デフレ経済を脱するプロセスにあって、いよいよ本気で経営改革ができる局面を迎えている。富山会長（取協）は、常に原理原則に則った経営に徹すべしと強調する。甘えは許されない。できない、難しいというな。それなら経営者は交替である。ここがガバナンスの要である。

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。

・マーケットはグローバルに、人手不足時代こそポートフォリオの入れ替えを、ガバナンス改革は手段であって、目的はもっと稼ぐことである。アクティビストは健全な野党として改革を追ってくる。受けて立って、違いを作っていく。コンプライできないなら、堂々とエクस्पラインすればよい。企業の独自性が競争の差別化を生む。まさにその通りであろう。

・オリンパスの竹内会長は、オリンパスの改革を一気に進めた。自らの方針に合うので、アクティビストも社外取締役に入れた。ガバナンスは、会社をよくするためにある。企業価値を上げることだけに集中して戦略を実行した。

・オリンパスは、世界で通用するグローバルメドテック（医療機器）メーカーになると決めた。3年で営業利益率を10%から20%に上げた。自らのCEOの在任期間は短かったが、企業の発展にはステージがある。次のステージにむけては、それに合ったトップが必要である。これも当然の決断で、指名委員会がそのように判断した。

・ガバナンスの要として、DE&Iの実践がある。これは有力な方策である。しかし、本質はこれで稼ぐ力が高まることにある。企業価値の向上にどう結びつくか。その実効性をみせ、パフォーマンスで実証することである。引き続きここを問うて、企業の選別に力をいれたい。

2. やり切るパワーをいかに見抜くか

創業者からのバトンタッチ～後継者はいるか

・経営者の経営力をいかに評価するか。野武士のような嗅覚鋭い直感でばく進する経営者もいれば、物事を論理的に組み立ててあざやかに戦略を遂行する経営者もいる。

・かつて大企業を担当していた時、大企業の経営者は企業をどのように変えていくのか、興味をもって見ていた。社長は任期が4年、誰が社長になっても、会社は急には変わらないと、経営陣から言われたこともある。

・どういう意味か。内部昇進でそれなりに優秀な経営者が上がってくる。その中から社長に選ばれて、次の社長となる。1年目は前社長の方針に従いながら、2年目に自分なりの方針を打ち出し、3年目に本格的に実行する。4年目は卒業に備える。

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。

・これでは、平時の仕事しかできない。平時の仕事をしっかりこなしてきた人が社長になるのであるから、それ以上を期待しても無理かもしれない。

・しかし、経営環境は常に変化している。10年に1回は、わが社にとって有事となる事態が発生しよう。その時、平時のサラリーマン社長では乗り切れない。もっと修羅場に強い経営者が社内で育っているだろうか。社内で無理なら社外から経営陣をスカウトしてこることも、変化への対応にとって決め手となろう。

・今日の業務を必死でやっていたら、経営者は育ってくるか。これは、課長、部長、本部長という人材にインタビューしていると分かる時がある。若くても、現場をみて、本質をみて、バリューチェーン全体をみて、あるべき姿を考え、上を巻き込んで手を打っている人材がいる。こういう人が10年単位でみて、しっかり昇進していく会社は期待できる。

・一方で、優秀な役員でも、社長と折が合わず、次の後継者に選ばれなかった人は数多い。もっと優秀な人がトップになったのだから心配ないかといえば、そうでもない。次の一手が打てない経営者も多い。そういう会社はよくなる。いずれギリ貧になってしまう。

・新興企業には、創業者が頑張って上場してきた企業が多い。しかし、実質一代で大企業まで駆け上っていく企業が少ない。それでもキーエンス、ファーストリテイリング、ソフトバンクグループ、ニデック、ニトリホールディングスなどが時価総額ランキングで上位にいる。

・中堅企業の創業者は、次の経営者をどのように選んでいくのか。創業者の株式持分が多いので、自ら次の経営者を選ぶことは容易である。この時、3つのパターンがよくみられる。

・第1は、自分の親族、とりわけ子供を後継者に選ぶ。子供が経営者として優秀かどうかは分かりにくい。話してみるといい人ではあるが、経営力が十分かどうかは、実績をみないと判断できない。創業者が会長でいる時は、自らの経営力を発揮できないことも多い。

・創業者がいなくなって、全権を任された時に経営環境が大きく変化していると、ついていけないこともよくある。一方で、2代目が先代よりも優秀な例もあるので、一概に否定はできないが、後継者としては慎重に見た方がよい。

・第2は、親族がいたとしても、社内から最も優秀な人材を選ぶ。この時の優秀というのは、1) 自分の眼鏡にかなっている人、2) 将来を託せる人、3) とりあえず信頼できる人、などさまざまな見方がある。

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。

・長年一緒にやってきた番頭タイプに任せるとというのが、安心ではあるが、ここから経営のイノベーションが生まれるとは思えない。保守的な経営が継続するかもしれない。しかし、経営力が十分でない親族にまかせるよりは安心できる。

・問題はこの番頭タイプの経営者が次を選ぶ時にミスをしやすい。自分の好みが優先して、本当の経営力をみていないかもしれない。企業としては、停滞感が強まってこよう。

・第3は、突然社外から優秀と思われる若手経営者を呼んでくる場合である。この時、1) 経営トップになって力み過ぎ、自分優先を振り回して社内から浮いてしまわないか。2) これまでの会社のカルチャーを重視するあまり、慎重に動き過ぎて新鮮味がいつまでも出てこない。逆に、3) 人材の新陳代謝が予想外に進んで、若手の登用がうまくいく。こうしたことがよくみられる。

・社長は後継者を自分で選びたい。指名諮問委員会に形式的に任せるとしても、自分の意見が通るようにしたいというのが、人情である。そうではない本物の指名委員会が、本当に機能しているか。まだ少ないと思う。指名委員会の責任は重い、構成メンバーはそれだけの任を果たせるのか。

・社内の次の人材、次の次の人材を、社外の目できちんと見ておく。社外からスカウトするにしても、経営者の経営力を複数の識者を通して評価していく。こうした仕組みがあるべき姿といわれれば反論しにくい。

・やはり、社外取締役へのインタビューでは、指名諮問委員会のメンバーとして、次の経営陣の選任の仕方がどこまで機能しているかを知りたい。その上で、次期社長がどのくらいの力量を発揮してくるか、数年みていけばわかってくる。

・企業価値評価の4つの軸のうち、経営者の経営力は最も重要である。創業者からのバトンタッチに引き続き注目したい。

2つのIR~ESG インテグレーションに向けて

・企業を評価する時の一番のポイントは何か。昔も今も圧倒的に経営者の力量である。経営トップのビジョン、リーダーシップ、戦略の構築と実行力が問われる。

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

・投資家やアナリストは、何よりも経営者をみる。経営者の話を聴いて、有言実行の度合いを評価する。5年経って、実績がすべて出てから投資したのでは遅い。今、経営陣のパフォーマンスをどう見極めるか。これが鍵だが、かなり難しい。

・創業者が現役トップである時は、すでに実績も出ているので、評価しやすい。2代目、3代目となると、創業者に比べて見劣りすることが多い。しかし、創業者を超えて、企業を脱皮させていく後継者もいるので、その時は心強い。

・サラリーマン経営者になると、まずはトップになる前までの実績をみることになる。どうしてトップに選ばれたのか。その選任理由からトップとしての潜在能力を評価したいが、なかなか分かりにくい。

・そこで、もっと組織の中身をみる必要がある。CEOの他に、CFOやCHROなど、CXOにインタビューして、その戦略を聞きたくなる。同時に各事業部門のトップに、オペレーションの実態を聞きたい。

・国内外の拠点に行って、現地を見学しながら話を聞きたい。研究開発拠点、生産拠点、販売拠点、その会社をとりまくサプライチェーンにも広げて訪問したい。

・多様な情報収集を通して、企業の実態を理解したいという狙いと同時に、それぞれの場面で出会う人材の資質や役割から、人的資本や組織資本のクオリティを知ることも重要な調査である。

・人的資本のリーダーシップはいかに測るのか。後継者人材の測り方はどうするのか。人的資本に関する情報開示のガイドラインがISO（国際標準化機構）から出されている。ダイバーシティ、スキル、組織文化まで幅広い。

・かつての内部育成、コツコツ型のピラミッド組織では、企業の力は十分発揮されない。マーケットをグローバルに捉えて、国内においてもグローバルに通用する仕組みに変革しないと、人は集まってこない。

・専門家としての深掘り人材の育成と採用、若いうちから経営人材への抜擢では、プロをマネージしていくプロデューサーのようなマネジメント能力が問われる。見い出して獲得、トレーニングして育成、プールして保持、これらを確実に実行するコーチングとメンタリングが必須であると、岩本教授（慶大）は指摘する。

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。

・人的資本をいかに定量化するのか。経歴を測るのか。仕事の実績を測るのか。今持っている能力を測るのか。将来の潜在能力を測るのか。これらを全社的に共通のデータベースで揃えたいという思いは、どの企業にもあろう。特定の上司の定性評価だけでうまくいくはずがない。

・能力を上げるには、スキルを習得する必要がある。現場でのOJTで十分なのか。会社での内部研修、外部での特別研修、それともスカウト人材の活用なのか。能力が低くても、それなりの貢献に留まる。能力を発揮するには、ふさわしい場が必要で、チャンスがなければ伸びない。

・コンピテンシー（能力）、スキル（技量）、パフォーマンス（実績）を3軸で評価して、高付加価値に結び付くかどうかをみていく。企業内でいかに実践しているか。開示をみて、それが価値向上に効いているか。その上で、人的資本の能力がどのレベルにあるかを評価していく。

・「人的資本理論の実証化研究会」（福原座長）では、2つの軸からレーティングしている。1つは、人的資本の投資対象を明示しているか。もう1つは、人的資本投資の評価指標を定めているか。各々5段階評価で点数化し、企業間の比較をしながら、人的資本投資のレベル向上を目指している。

・人的資本投資でROICやROEは上がるのか。その因果関係はどのようなフローで実証化されるのか。スキルアップで本当の実態が分かるのか。まだ不透明なところが多い。

・人的資本について、統合報告（Integrated Reporting）での開示が始まっている。投資家とのミーティングでも、IR（Investors Relations）部門は人的資本に関する対話に力を入れ始めた。

・非財務資本こそが、企業のサステナビリティのコアであり、ESGの充実が問われている。一方で、ESGの実践がどのように財務数値に結び付いてくるのか。このプロセスをビジネスモデルで示さなければ、企業価値向上には結び付かない。

・ここがみえなければ、投資家はその企業を高く評価しない。評価されないなら、一生懸命やる必要はないと考える企業も続出しよう。これでは悪循環である。

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。

・好循環に持ち込むには、投資家サイドが ESG インテグレーションの評価法を精緻化して、企業評価に実践的に用いることである。アクティブ投資家が強い対話を求めていくことである。

・企業サイドは統合報告 (IR) を充実させ、IR (投資家との対話) を一段と充実させることである。2 つの IR のもう一段の充実を図ってほしい。その上で、価値向上が実感できる企業に投資したい。

ROE から人的投資効率へ～生産性の見方を問う

・企業価値とは何か。企業の存在 (パーパス) が社会に役立っているか。ステークホルダーの幸せ (ウェルビーイング) に貢献しているか。

・これをどう測るか。KPI の設定に、その会社の姿勢が表れてくる。財務 vs 非財務、経済的価値 vs 社会的価値、数値で測れる価値 vs 数値で測れない価値など、さまざまな視点があろう。

・一度原点に戻って、財務的な数値のあり方から価値を広げてみよう。株主からみた企業価値は時価総額 (株価×発行済株式数) に表れる。東証プライム市場 (1647 銘柄) の時価総額は 965 兆円 (5/31) で、まもなく 1000 兆円に達しよう。

・これに対して、東証スタンダードは時価総額 27.6 兆円 (1602 銘柄)、東証グロースは 6.8 兆円 (578 銘柄) である。1 社あたりの平均時価総額がプライム市場 5859 億円、スタンダード 172 億円、グロース 118 億円と全く違う。

・企業別の時価総額ランキングでは、トヨタの 53 兆円 (6/3) をトップに 10 兆円以上が 18 社、1 兆円以上が 176 社である。5000 億円以上で 298 社であるから、5000 億円以上が日本を代表する会社とってよいかもかもしれない。

・しかし、これには異論があろう。大きければよいというものではない。規模以外にも、質が重要である。一定の質がなければ、規模は大きくなれない。規模があっても、その中身が不十分かもしれない。

・マーケットを代表する株価指数に、日経平均株価 (225 種)、東証株価指数 (TOPIX)、JPX 日経インデックス 400、JPX プライム 150 指数などがある。

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。

・日経平均は 225 社、東証株価指数は 2140 社(5/31 現在)、JPX 日経インデックス 400 は 400 社、JPX プライム 150 は 150 社から構成される。代表するインデックスに入ると、売買頻度が高まるので、流動性が上がる。パッシブ取引の対象になるからである。

・規模だけでなく、資本効率性、収益性を考慮したインデックスの開発が進んでいる。プライムに上場している企業にとっては、まず JPX 日経インデックス 400 に入りたいであろう。日本を代表する上位 400 社というイメージである。さらに、JPX プライム 150 は最近できた指数で、資本効率や収益性を一段と重視している。この 150 社に入ることはさらに意味があろう。

・ $PBR=ROE \times PER$ という関係を日経平均、JPX 日経 400、東証プライムの各指数で比較してみよう。5/31 で日経平均は、 $PBR 1.48 \text{ 倍} = ROE 9.0\% \times PER 16.5 \text{ 倍}$ 、JPX 日経 400 は、 $PBR 1.56 \text{ 倍} = ROE 9.4\% \times PER 16.6 \text{ 倍}$ 、東証プライム $PBR 1.39 \text{ 倍} = ROE 8.5\% \times PER 16.3 \text{ 倍}$ である。

・つまり、PER はほぼ同じである、ROE は JP×日経 400 が 9.4%と最も高く、それが PBR の高さにも結び付いている、バランスシートに表れない非財務資本のよさが資本収益性を示す ROE に結び付いているとも解釈できる。

・では、スタンダードとグロースはどうか。スタンダードでは、 $PBR 1.00 \text{ 倍} = ROE 7.1\% \times PER 14.0 \text{ 倍}$ 、グロースは $PBR 3.00 \text{ 倍} = ROE 6.5\% \times PER 46.4 \text{ 倍}$ であった。つまり、スタンダードは ROE が低く、グロースはまさに成長性への期待を示す PER の高さが目立っている。

・ $PBR=ROE \times PER$ は 1 つの恒等式であり、現在の断面をとらえているにすぎない。ROE 8% × PER 10 倍では PBR 0.8 倍である。やはり ROE を 10%に高め、将来の成長性を示して PER15 倍にもっていかないと、マーケットの平均的な期待 PBR 1.5 倍には応えられない。

・ROE を 10%に高めても、成熟マーケットの中で自らの成長性を示すことができなければ、PER は 10 倍にとどまってしまう。そうすると ROE を高めても PBR は 1.0 倍が精一杯となってしまう。

・今、日本企業に求められているのは、1) まずは ROE を上げよ、2) 次にそれを活かして、成長性を高めよ、3) そのために、バランスシートに表われない非財務項目にもっと投資をして、そのリターンを求めよ、という好循環を作り出すことである。

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

・株価=EPS×PER であるから、EPS を上げよ。それが成長性に結び付いているなら株価は上昇しよう。株価は業績で決まるという基本型である。

・次に、企業にとって大事なのはキャッシュである。設備投資をしたり、M&A をしたり、その減価償却やのれんの償却はキャッシュアウトしないので、営業利益ではなく EBITDA で収益性を見た方がよい、という見方も有力である。当然、その時の設備やのれんが、次の成長性に結び付いてくるという確信を得られることが前提となる。

・さらにもっと広げてみよう。人件費は P/L 上費用であり、キャッシュアウトしてしまう。でも、その人材は会社の中で、企業価値を生み出すべく働いている。人件費は付加価値の源泉であり、人材投資の証である。

・1 人当たり付加価値が労働生産性である。これを分解して、1 人当たり付加価値=1 人当たり人件費×付加価値人件費比率となる。これは、人材投資（1 人当たり人件費）×人材投資効率（付加価値/人件費）と読み替えられる。

・人材投資を増やして、その人材を活用して、より高い付加価値を生み出す。高く売れる製品・サービスを、AI を活用した自動化システムに組み入れて提供していく。ここがカギとなる。あらゆる分野で人材投資と人材投資効率が問われよう。こうした付加価値分析に一段と力を入れて、企業価値を評価したい。

生成 AI の行方～効率性から創造性へ展開

・まずは Copilot（マイクロソフトの AI）に、「生成 AI の行方」を聞いてみた。以下が最初の反応である。

・「オープン AI が 2022 年 11 月に公開した「ChatGPT」から始まった生成 AI ブームは、世界中で注目を集めています。ChatGPT は対話型 AI で、コンテンツ（文書やソースコード、画像、音声など）を自動生成する能力を持っています。その後、企業は生成 AI の可能性を活かし、生産性を向上させ、自動化の取り組みを拡大しています。」

・「巨大テック各社も生成 AI に注目し、競争を繰り広げています。また、数十億ドルの投資を受け、多くの生成 AI スタートアップが誕生しています。生成 AI は医療、金融、小売業などさまざまな分野で活用されており、今後も進化を続けていくことでしょう。」

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。

・特に、問題はない。過去の情報から何らかの基準で簡単にまとめているだけである。ちょっと知るには便利である。外部の情報を検索しているので、情報が一般的で大量にあれば、それらしい反応が返ってこよう。

・もっと本格的に学習させたらどうだろうか。圧倒的スピードで学習し、知りたい項目に対する準備を的確に用意してくれるとなれば、これもありがたい。ヒトが判断する上での材料がコンパクトにまとまっておれば、意思決定がしやすい。

・では、自分の脳はどのように鍛えるのか。何でも聞けば便利に答えてくれるので、AIに頼れば、勉強して覚える必要はない。「覚えたことは忘れる。分かったことは忘れない。」とすれば、暗記ではなく、きちんと理解しておけばよい。でも、その理解の仕方もAIに頼るのだろうか。

・‘これはAIがまとめたものだ’と、すぐに見破れるか。それもAIにやらせるのか。見破れられないような内容にまとめてくれ、と指示すれば、それで済みそうである。大学でのレポート作成にAIを使えばよい、仕事の資料作りにAIを活用すればよい、という行動は当たり前になっている。

・使えるならどんどん使えばよい。でも、1)それが盗作になっていないか、2)まとめた身にユニークさはあるのか、3)オリジナリティは生まれるのか、ということが問われる。

・① AIはまとめるだけである。参考にするだけなので、盗作は気にしなくてよい。② AIのまとめに個性など求めている。一般的な情報で十分である。③ 新説や新発見を期待しているわけではない。そもそもそんなことができるはずがない。と、考えそうだが、本当だろうか。

・AIでクリエイティブなことができるのか。所詮ものまねではないか。まねといっても、何重にも編集していると、新しいことが見えてくるかもしれない。誰がどう発信したのか、それをどう利用したのか。履歴をトレースするような、オリジネータプロファイルの管理も重要になっている。まさにAIガバナンスのあり方が問われる。

・SNSで偽情報が氾濫している。偽情報を拡散して、情報操作をしようというのが戦術になっている。国家戦術、企業戦術、犯罪戦術の常套手段になっている。それを防ぐ必要がある。

騙されないようにする必要がある。守るためのルールを組織として作り、徹底していく必要

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。

がある。さもないと、これまでの社会の秩序が崩れてしまいそうである。

・AI は人間がやることは全て学んで行く。やばいこともしっかり学ぶはずである。個人、組織、国のどのレベルととって、悪いことをする人間はいる。ディープフェイク（高度な偽情報、偽画像、偽動画など）に引っかからないようにするには、こちらもAI で武装する必要がある。

・EU 議会は、3 月に包括的な AI 規制法を定めた。生成 AI の文書作成、画像・動画生成が「ディープフェイク（とんでもない偽情報）」をもたらしているのを、これを法的に規制し罰するようにした。偽情報、偽画像、偽動画が既に氾濫していることによる。5 月に OECD は、AI に関する国際的な指針「AI 指針」を改定した。

・人は騙されないようで、容易に騙されやすい。自分はそんなことにはならないと思っても、なるほどそうなんだと、妙に信じてしまうことも多い。ひっかける側は、悪意を持って仕掛けてくる。AI に対するサイバーセキュリティも、これから本格化してこよう。

・生成 AI の世界市場は、2024 年で既に 10 兆円規模に成長しているが、2030 年には 30 兆円に拡大するという予測もある。半導体、サーバー、電力、生成 AI を利用する既存産業、地方創生まで含めれば、その影響は一段と広がろう。ソフトバンクグループの孫氏が予測し、実践してきた投資が先見の明を発揮しつつある。

・ヒトを情報処理システム、制御システム、意思決定システムをみなす時、コンピュータの情報処理能力とスピードはすさまじい。量子コンピューティングへの期待も高まっている。

・制御システムとしてのロボットは至る所で高度化している。サービスロボット、医療ロボット、宇宙開拓の人型ロボットなど、ますます広がろう。福島原発の廃炉処理 AI ロボットの開発も急がれる。

・意思決定システムとしての AI は、ヒトを超えるのか。ヒトを超えても、善を^{わかま}棄ててくれればよいが、目的のために手段を選ばず、‘目には歯を’という行動をリードするとすれば、それは人類にとって危うい。兵器用 AI はその典型であろう。この開発も進みそうである。

・AI 戦車、AI ミサイル、AI 原爆が高度化してこよう。民需と軍需は紙一重である。開発を指示するのは人であり、開発のアイデアも人に依存する。しかし、一定レベルを超えてくると、AI が独り歩きしそうで、止められないかもしれない。

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。

・ビジネスでの生成 AI は、独自のデータを入れ、貯めて、壁打ちに使う。SB グループでは、社員 2 万人に使えるようにして、ワンストップのサービスとしている。

・データの利用では、形の整ったデータだけでなく、文字や音声、画像などのまとまっていない非構造データも分析できるようになってきた。新しい文章やプログラム、新しいイラスト、絵、デザインなどが作り出されるようになった。

・プロンプト(ユーザーが入力する質問)を使って会話が出来る。質問に回答が出てくる。これを次々に展開する。何かを抽出して、それを拡張していくことができる。ついには、さほど価値のないものから、新しい価値を創出することができるようになる。これは画期的である。

・ジェネレーティブ (Generative) とは、何かを作り出すという意味で、新しい文章や画像を次々に生み出してくる。これがうまくいくと、生成 AI は、意味が理解できるといえるし、先が予測できるともいえる。

・AI を使って、定型的作業の効率化を図ることができる。簡易な要約文章を作ったり、定型的な分析レポートを作成したりすることで、労働時間を減らすことができる。こうした効率化だけでなく、新しい付加価値を生み出すこともできる。新製品や新サービスの企画やデザインに活用することで、創造的な作業も分担できるようになる。

・では、今の AI が特別かということ、そうでもない。ヒトの脳の働きを外部のシステムに置き換えて、その処理能力を大幅に高めている。使い方を制御できれば、大いに任せたい。われわれの活動領域も一段と広がろう。

・但し、悪巧みを考える人間が AI を悪用することは、しっかりと防ぐ必要がある。何が悪巧みかという点では、そこに価値観が入ってくるので、倫理観も問われる。AI にもジェネラティブに倫理を学んでもらう必要がある。

・AI はおもしろい。しかし、無邪気に利用するだけでは済まない。哲学的な節度を事前に踏まえておく必要がある。まずは、趣味と仕事で使ってみる。そして、その利便性と限界を体験する。

・第 2 に、ビジネスとして稼ぐことを構想し、実践する。まねされないような工夫で、先行本レポートは、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。

する必要がある。第3に、社会的インパクトを視野に入れて、社会的価値とのWin-Winを図る。こうなれば本物である。

・投資家としては、AI関連ということにだけで踊らされることなく、AIを活用して、価値創造ができる企業に大いに投資していきたい。

日本製鉄の成長戦略～米国進出の実現はいかに

・日本製鉄は、2023年12月に米国のUSスチールを買収すると発表した。買収予定額は約2兆円（141億ドル）である。2024年3月期の事業利益（国際会計基準）7400億円、2023年9月末の自己資本4.6兆円、自己資本43.3%に対して約2兆円である。

・日本製鉄にとって、1) グローバル戦略を進め、2) 脱炭素に向けて、EVに使う高機能鋼材の需要を取り込み、3) 米国市場で地位を固めることができる。

・USスチールにとっては、1) 先端の技術を取り入れて高級鋼材市場で優位に立つことができ、2) 投資の面でも優位性を発揮することができる。

・かつて、戦後の高度成長期に「鉄は国家なり」と、日本の産業をリードした。国内市場が成熟した後は、輸出に力を入れたが、これが貿易摩擦を引き起こし、一時期かなり苦勞した。

・まずは国内再編を進めた。新日本製鐵と住友金属工業、さらに日新製鋼も吸収して、今の日本製鉄に至った。2022年の世界の鉄鋼メーカーの粗鋼生産量で、上位10社中6社が中国系、中国以外ではアルセロールミッタル（欧）が2位、日本製鉄が4位、ポスコ（韓国）が7位、タタ（印）が10位であった。

・今回、日本製鉄4437万tとUSスチール1449万tが合併して、世界3位のメーカーにのし上がることができる。USスチールは米国で3位、世界では27位にとどまる。かつての王者もかなり凋落している。かつて、日本製鉄は中国の宝山製鉄、韓国のポスコの高炉建設に当たって、全面協力を行った。当時、双方の製鉄所を見学に行き、話も聞いた。

・日本製鉄は、国内の生産能力を調整する中で、海外の能力を買収によって高めてきた。2014年のグローバルな能力58百万t（うち海外6百万t）に対して、2023年は66百万t（同19百万t）となっている。USスチールが加わるとさらに15百万tの拡大となる。

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。

・US スチールの経営陣や株主は M&A に合意しているが、USW（全米鉄鋼労組）や米国政府がこの M&A を受け入れるか。経済安全保障や雇用確保という点で摩擦もありうる。政治的にはまだ紆余曲折がありそうだ。

・この買収金額は妥当なのか。割高なのか。1 株 55 ドルの全株取得に対して、4 割のプレミアムを付けている。日本製鉄は、2019 年にインドで 7700 億円（9 百万 t）、2022 年にタイで 550 億円（3 百万 t）の買収を実施している。グローバル粗鋼能力 1 億 t 体制作りに向けて、着々と手を打っている。M&A では PMI がカギである。

・US スチールは、4/16 現在、時価総額 1.4 兆円、PER 11.3 倍、PBR 0.83 倍、ROE 7.3%。M&A 公表後、株価は一時 30%ほど上昇したが、その前の PBR は 0.7 倍前後であった。日本製鉄は、時価総額 3.3 兆円、PER 6.8 倍、PBR 0.69 倍、ROE 10.1% である。

・今後の展開はどうか。M&A 公表前に、日本製鉄の個人投資家説明会に参加する機会があった。世界の鉄鋼需要はこれからも増える。一方、日本の需要は減る方向にある。でも、国内の高級鋼の需要は増えていく。海外では成長地域で生産を拡大していく。これによって、全体の成長性を高めていく。

・目標は粗鋼で 1 億 t、事業利益で 1 兆円を目指す。ここ 3 年で収益性を高めてきたが、これは、1) 国内での能力を減らして損益分岐点を下げ、2) 原材料のコストアップを反映した適正価格を浸透させ、3) 得意とする高級鋼（EV モーター用電磁鉄鋼や軽量化に向けた超ハイテン鋼）にシフトし、4) 海外の収益性を大幅に高めてきたことによる。

・インドで第 4 位の企業をアルセロールミタルと共同で買収を実施した。カナダでは原料炭の事業に出資した（EVR へ 20%出資、2000 億円）。水素化が進んでも強粘結の石炭は必ず必要となるので、自ら投資しておくことにした。

・CN（カーボンニュートラル）への事業のトランスフォーメーションはこれからである。電炉、水素還元鉄、高炉水還元など、新しい事業シフトがイノベーション共に必要である。これによって、2050 年に CN を目指す。

・当社は素材としての鉄鋼をユーザーに提供する。サプライチェーンの中で、当社は上工程にいる。TCFD のスコープ 3 において、いかに炭素排出を減らしていくか。

・これに貢献する鉄鋼製品やソリューションを NScarblex というブランドで提供し始めた。

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。

低CO2鋼材である。すずを使用しない金属容器材料、耐腐食性に優れたシームレス油井管、耐摩擦鋼板、エネルギーロスの少ない方向性電磁鋼板など、幅広い領域で高機能化が進むことになる。

・高機能鋼板を中心に新しい市場を開発し、途上国と先進国で、現地生産で供給力を高め、CNに向けた新しいビジネスモデル作りが始まっている。この進展が実効性を伴ってくれば、ROEで10%、PERで10倍超が実現しよう。PBRも1.0倍を超えてこよう。まずはUSスチールのM&Aの進捗に注目したい。

投資の極意～まだ織り込まれていない価値を求めて

・投資の極意はどこにあるか。私の場合、長年のアナリスト経験を活かして、企業を分析する力は身に付いているが、それで投資がうまくいくであろうか。

・かつて誰でもできる「投資の極意」というテーマで、個人投資家向けに講演を続けたことがある。これがあまり受けなかった。なぜか。会社を見る目を養うということに主眼をおいたが、そんなことよりも儲かる銘柄を教えてよ、という視線が圧倒的に強かった。

・儲かる銘柄を教えてほしい、という問いは、いろんな場面で出てくる。その時、ジョークをとばして、いつも煙に巻いている。私は、株のプロです。儲かる株をタダで教えることはできません、そんな楽な道を行っては、腕が上達しません、と。

・自分が納得できなかつたら、上がった/下がった、儲かった/損した、ということだけに捉われて、ものごとの本質を見誤ってしまう、と話してきた。

・東証は、上場企業に対して、「資本コストや株価を意識した経営の実現に向けた対応」を求めてきた。PBR1.0倍以下の企業に対して、もっと努力し、結果を出せとはっばをかけた。

・2024年5月末で、こうした対応について、方針を開示した企業がプライム市場で1031社、全体の63%に達した。時価総額1000億円以上でみると、PBR1倍未満の企業の86%、PBR1倍以上の企業で66%が開示した。

・つまり、PBR1倍以下だけが問題ではない。1倍以上の会社でも、もっと資本効率を高めてほしいのである。それが行き渡れば株価はさらに上昇してこよう。

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

・清原達郎氏の「わが投資術」を読んでみた。若い時に一緒に会社調査へ行ったことがあり、海外の機関投資家への営業にアナリストとして同伴したこともある。とんでもなく優秀な逸材であった。その後、タワー投資部門のファンドマネージャーとして、今でいうヘッジファンドとして、圧倒的なパフォーマンスを上げた。

・ヘッジファンドであるから成功報酬型である。一定以上のパフォーマンスを上げれば、それに見合っ、て、運用のフィー、自らの報酬も決まってくる。儲けなければ話にならない。まさに、本物のプロの世界である。

・清原氏の投資術の中で、私も納得でき、ぜひ活用してみたいという投資戦略の立て方を取り上げてみたい。

・カギは、いかにマーケットを出し抜くか、という 1 点にある。マーケットは効率的なので、新しい情報はすぐに株価に織り込んでしまうので、みんなが知らない情報で、自分だけが先に投資アイデアに仕上げ、て、株価の上昇に先行するというのは相当難しい。でも、投資妙味はここにある。

・情報にはバイアスがある。マーケットに織り込んでいるようでありながら、プラスにもマイナスにも十分評価されていないことも多い。マクロの情報で勝つよりも、ミクロの情報で勝とうとする方が、チャンスが多い。

・大型株よりも小型株の方が、割安さを見出しやすい。流動性が低いので、みんなの目が十分行き届いていない。社長の話を聞いて、会社を見ると、実は「伸びしろ」がある。あるいは、いい強みを有しているのに、それが評価に織り込まれていない。

・小型株の成長性は、経営者がほぼ全てのカギを握るので、成長性を見抜きやすい。清原氏は、6つのポイントを挙げている。①強い意思、②目標を共有する優秀な部下、③競合を押しつける力、④強み（コアコンピタンス）をさらに強く、⑤将来マーケットの先食いではない、⑥経営者の言動の一致、に注目する。

・割安小型成長株に早い段階で投資して、フォローしていく。多少間違いがあっても、まずは投資して、そして見直していく方が、チャンスを活かすことができる。成長を確認してから買うのではなく、成長を予想して買うべし、という。

・グロース市場にいるからといって、中身が冴えない高 PBR 銘柄には注意せよ、という。逆

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、バリュー株は資産価値の割に株価が低いとしても、万年割安かもしれないので、これにも注意が必要である。

・清原氏は、ボトムアップアプローチのコントラリアンである。マクロからトップダウンで銘柄選択においていくのではなく、1社1社を個別にみて、伸びている企業で割安に放置されている会社に集中投資する。

・みんなが乗っている相場についていくトレンドフォロワーではなく、完全な逆張りを基本とするコントラリアンである。みんなと反対の行動の中に、投資価値を見出し、その実現を成果としてとっていく。

・投資は常に確率的にみていく。絶対に決めつけず、固執しない。自分にとって不都合な情報はつい耳に入れたくないが、そうではなく、不正確な情報にも常に向き合っていく。新しい事実を取り入れて、自らの考えを調整していく投資態度が重要である。

・確率なので、イチ、ゼロではない。また、単なる頻度ではなく、ベイジアン的アプローチをとっていく。つまり、新しい情報を次の条件として、それをベースに「条件付き確率」として、次の場面をみていく。

・もう1つ、清原氏はESG投資に否定的である。ESGは重要かもしれないが、そこで先見的投資アイデアを見い出せればよいが、そうでないとすれば、トレンドとして重要かもしれないが、自らの投資スタイルには合わないとみている。

・投資の極意が、簡単に身に付くはずはない。5年、10年はおそらくかかる。マーケットの紆余曲折を一通り経験しながら、独自の価値を見出し、人より少し早く動くことを体得していく。こうすれば、マーケットに惑わされにくい投資家として、投資を楽しむことができよう。達人を目指して、前進したいものである。