

平成 29 年度第 1 回スチュワードシップ研究会

「働く株主®」で「山を動かす」

～ みさき投資のエンゲージメントの考え方と事例 ～

みさき投資株式会社 代表取締役社長 中神康議氏

2018 年 1 月 30 日 (火)

池尾座長： 多少早いですが、皆さまおそろいになりましたので、ただいまから平成 29 年度第 1 回スチュワードシップ研究会を開催いたしたいと思います。

本日はお忙しいところをご参集いただき、誠にありがとうございます。前身の研究会から引き続きのメンバーの方もたくさんおられるのですが、新しい研究会の発足で新しいメンバーの方もおられますので、事務局からメンバーのご紹介をいただきたいと思います。

事務局： 事務局を務めている、投資顧問業協会企画部長の岡崎です。本日はよろしくお願いいたします。

お手元の資料で配席表をお配りしています。こちらの配席表に出席者の所属とお名前がありますが、改めてメンバーの皆さまには簡単に自己紹介をお願いしたいと思います。まず、藏本さまからお願いいたします。

藏本氏： 大和住銀投信投資顧問の藏本です。中神社長とは結構前からの知り合いです。よろしくお願いたします。

事務局： 石川社長、お願いいたします。

石川氏： 明治安田アセットマネジメントの石川です。よろしくお願いたします。

事務局： 松尾先生、お願いたします。

松尾氏： 弁護士の松尾です。よろしくお願いたします。私は弁護士になって 9 年目で、専門は金融規制法です。実は去年からある小さな上場会社の社外取締役をやっており、中神さんは前から存じ上げていますが、どちらかという監視される立場でもあるので(笑)、いろいろ勉強をさせていただきたいと思います。よろしくお願いたします。

事務局： 河村先生、お願いいたします。

河村氏： 立教大学の河村と申します。会社法と金融商品取引法が専門で、大規模公開会社のコーポレートガバナンスとか、総合的な金融・資本市場法制、それから、法律と自

主規制の相互連関、この辺りを研究テーマにしています。ぜひいろいろと勉強させていただければと思いますので、どうぞよろしくお願いいたします。

事務局： 柳川先生、よろしくお願いいたします。

柳川氏： 東京大学大学院経済学研究科にいる柳川です。前回に引き続きということで。きょうは後ろが詰まっていて、すみません、25分か30分ぐらいで失礼させていただきます。できるだけ貢献できるように頑張りたいと思います。よろしくお願いいたします。

事務局： 西社長、よろしくお願いいたします。

西氏： アセットマネジメント One の西です。エンゲージメントと付くと必ず出てくる、中神さんのお話を非常に楽しみにしてきました。よろしくお願いいたします。

事務局： 宮垣さん、よろしくお願いいたします。

宮垣氏： 三井住友アセットマネジメントの宮垣です。本日、社長の松下の代理で出ています。よろしくお願いいたします。

事務局： 湯澤さん、よろしくお願いいたします。

湯澤氏： 東京海上アセットマネジメントで運用を担当している湯澤です。私もきょうは社長の代りに参っています。弊社ではエンゲージメントと同じような集中投資のものと、ダイバーシファイしたものを運用しています。きょうはいろいろと勉強をさせていただき、意見交換をさせていただければと思います。よろしくお願いいたします。

池尾座長： では一応メンバーのご紹介を終わり、最初にご紹介も兼ねて大場会長から開会の辞をいただきたいと思います。

大場会長： 昨年の6月に会長に就任してから9カ月ぐらいたったのですが、資産運用

会社の重要性をひしひしと感じる毎日を過ごしています。

ご案内のとおり、金融庁が発行した「金融レポート」や「金融行政方針」の中で、資産運用会社についてこれほど語られたことは恐らくないのではないかと思います。そういう意味では歴史的に大変大きな節目に立っている。ある意味では資産運用会社が世の中の期待を担って、前向きにしっかりした運営をしていかなければいけない局面に差しかかっているのではないかと思います。

折しも昨年5月に日本版の「スチュワードシップ・コード」が改訂され、新たに持続的な成長に向けてスチュワードシップ責任をどのように果たすのか、運用会社のガバナンスをどのように強化するのか、投資先企業の ESG を含めた状況をどのように的確に把握すべきなのか、こういったことが非常に重要だということがうたわれました。昨年10月には金融庁のほうでも、池尾先生が座長になり、二つのコードのフォローアップ会議が再開されています。私もメンバーとして参画しているわけですが、実質の進化に向けた議論が非常に大事だということで議論を継続しています。

こうした中で、どのようなスチュワードシップ活動が本当にウィンウィンの関係を築けるのか。つまり、対話をしてよかったと言えるのか。そのようなことについてベストプラクティス的なものを会員各社の皆さまと共有化させていただいて、これをホームページ上にアップしていく。このようなことで会員の皆さまのお役に立てれば、この協会の果たす使命の一部は担えるのではないかとということで、本研究会をスタートさせていただくことにいたしました。

第1回となる今回は、先ほどからお話が出ているように、この分野に積極的に取り組んでおられるみさき投資の中神社長にゲストスピーカーとしておいでいただきました。具体的にどのようなスチュワードシップ活動を行っているか、皆さま方に対しキーノートとしてお話ししていただき、その後、議論をしていただければと思います。どうぞよろしくお願いたします。

池尾座長： どうもありがとうございました。

早速、本題に入りたいと思います。ゲストスピーカーとしてお迎えいたしましたみさき投資株式会社社長の中神康議さまに、『働く株主®』で『山を動かす』～みさき投資のエンゲージメントの考え方と実例～』と題してお話をいただきます。3時ぐらいまでをめぐりにお話をいただき、その後、自由討論ということにいたしたいと思います。

それでは中神さん、よろしくお願いします。

中神氏： みさき投資の中神です。業界の重鎮の方々がいらっしゃる前で、しかもこの第1回の研究会ということで緊張感ではありますが、本日はどうぞよろしくお願い申し上げます。

私も簡単に自己紹介をさせていただきます。大学を卒業してコンサルティング業界に入り、約20年間、経営コンサルティング業務だけしかやってこなかった人間です。コンサルティング業務を20年もやりますと、中には経営コンサルタントが嫌いな経営者もたくさんいるのですが、たまにはいい仕事ができることに気づきました。

経営者と経営コンサルタントががっちりタッグを組んでいい仕事ができると、本当に会社が変わります。会社が変わると価値が上がる。価値が上がると株価が上がる。そういう経験が過去に何回もありました。その時に、物事というのは意外とシンプルなものだなと思いました。つまり、会社が変われば、株価は付いてくるのだなといたく感銘を受けたのです。それであれば、このコンサルティング業務で培った手法を、投資というステージに持ち込んだらどのようなことになるだろう。もしかしたらリターンが得られるのではないか。そう思い、13年ぐらい前にこの運用業界に来てしまった人間です。

ちなみに、大場会長とは、実はコンサルタント時代から大変お世話になっており、それ以来のお付き合いをいただいています。

まず、みさき投資という会社はシングルプロダクトです。エンゲージメント戦略に基づく運用、これ1本しか行っておりません。当社自体はまだまだ若く、いま設立5年目になったばかりです。当社が運用しているファンドも4年目を迎えたばかりで、前職で関わっていたファンドで培った経験を当社でもう一度活用しています。

当社のコンセプトは、今日のへんてこりんなタイトルのとおりで、「働く株主®」です。株主というと、売ったり買ったり、場合によってはものを言う。「ものを言う株主さん」という言葉がよく枕詞で付きます。そうではなく、株主の立場でも会社の価値を上げることに何とか貢献できないのか。汗をかいて会社の価値を少しでも上げることに貢献できないのか。そのように考え、このコンセプトを考え付いた次第です。私は、このコンセプトに基づいた運用業務に13年ぐらいずっと従事しています。

一方で、完全に私的な集まりとして「『山を動かす』研究会」を立ち上げ、活動を行っています。もう少しマクロ的に見たときに、日本の企業の資本の生産性が低すぎる。あるい

は、その山が低いほうに偏りすぎている。この資本生産性の山を何とか動かしていけないか。そうすればマクロ経済的にも少しはお役に立てるのではないかと考えており、この二つが今日のタイトルになりました。今日は、その背景にある事例はいったいどういうものか、ということも含めてお話しさせていただければと思います。

早速、中身に入っていきますが、最初に会社の紹介です。先ほど会長からもお話がありました運用会社のガバナンスとか、当社はどういうコンセプトでやっているかとか、そういうものがおそらく具体的なエンゲージメント事例の下敷きになっているので、その点についてお話しさせていただきます。その中で、「働く株主®」の考え方と事例、そして「山を動かす」というテーマでは、池尾座長に推薦のお言葉をいただいた本も出しておりますので、その辺りの話に移行していきたいと思います。よろしくお祈りします。

まずは弊社の紹介です。「みさき投資株式会社」は、前職で関わっていたファンドで 2005 年からずっと「働く株主®」をやってきたチームが主体となり、新たに会社をつくりファンドを運用しているところです。設立に当たっては本当に数多くの方々、数多くの会社さんに助けていただきました。

法人パートナーで申し上げると、今、日本でも大手となっている、T 氏が社長を務める経営コンサルティング会社。私のコンサルティング時代に T 氏が社長、私がパートナーの立場でやってきた関係ですが、T 氏も、日本のガバナンスを変えたい、日本の生産性を上げていくべきではなろうか、その中でエンゲージメントというものが大事な役割を果たすのではなからうかという価値観の下、設立に寄与していただきました。

それから、今日いらっしゃっているアセットマネジメント会社さん。その後、信託銀行さん、生命保険さんにファンドに投資していただき、一部は当社の株主になっていただきました。さらに、人を鍛えてほしいと言っていたことから、トレーニーを受け入れ、いま一緒にエンゲージメント活動を行っています。

実は、このトレーニー制度はこれまでに各社 2 名ずつ受け入れ、既に 6 名をお返ししており、本籍に返られたトレーニーは、それぞれの会社さんでエンゲージメントファンドを立ち上げたり、エンゲージメント活動を行ったりされています。いま 7 名目、8 名目をお預かりしながら、このエンゲージメントをやっということうことす。

一方で、当社では経営諮問委員会というものを設置しています。伊藤邦雄先生が座長で、その他、ガバナンスの世界、戦略のお立場、会計のお立場など、いろいろな分野の先生方から、日本型のエンゲージメントはこうあるべきではないかというアドバイスをいただき

ながら、当社の経営を行っています。

会社をつくるという経験はめったにできないことです。せつかく会社をゼロからつくるのだから、理念などもつくってみたいと考えました。当社ではエンゲージメントファンドの理念とはどうあるべきかということをかなり深く考えています。当社の設立理念は「三益の追求」です。当然ながら当社は、フィデューシャリー・デューティーの僕（しもべ）でなければならないわけですが、そのフィデューシャリー・デューティーの果たし方にはいろいろなパターンがあるだろうと考えています。

当社のフィデューシャリーの満たし方は、まずは企業益です。会社がよくなる。会社がよくなれば投資リターンは上がってくる。それによりフィデューシャリー・デューティーを果たそう。そういう考え方ですが、投資家からは時々、「俺たちが1番ではないのか」としかられることもあります。1番とか2番とかいう問題ではなく、順番として、まずは会社がよくなる。そうすれば必ずフィデューシャリー・デューティーは果たせるのではないか。当社はそのように説明をしています。

世の中に金融商品はたくさんあります。その中で非常にとがった形の、ユニークなものを提供しなければ意味がないと考えますし、安心してお金の運用を委託できるような体制を整備していなければいけないと考えています。会社をつくる、ベンチャーをつくること自体はそれほど難儀ではないと思いますが、本当に成長するというのは、実はそんなに簡単ではないと考えています。よほど数多くの方々から応援していただかない限りはなかなか成長できないのではないか。そのためには私利私欲だけではなく、やはり社会に何とか貢献したいという純粋な気持ちがないと、なかなか応援をいただけないのではないかとも思います。

そういう中で考えているのは、まずは資金循環をつくること。世の中で一番か相当偉い人というのは、たぶん、雇用をつくる人だと思っています。雇用をつくって生活を支え、結婚ができて、子どもが生まれる。そういう雇用をつくる方は本当に偉いと思うのですが、残念ながら、当社のような金融ビジネス、特にバイサイドは、雇用はあまりつくれません。その分、何で貢献するかというと、やはりいい資金循環をつくることではなかろうかと考えています。そこでできるだけ支えとなる雇用をつくりたいですし、人材の育成とか、先ほどのトレーニーの例もそうですが、社会に還元するみたいなこともやってみたいと思ったわけです。

それから、企業と市場との建設的な関係構築を促し、日本企業の経営フロンティアがこ

ここにあることを示す。やはり企業というのは、市場の中でしか生きられない、あるいは大きく成長できない生き物ではないかと考えています。そこには製品サービス市場、顧客がいて、競争相手がいる。そういうところでもまれて育つ。

あるいは「企業は人なり」ですから、労働市場の中でもまれて育つ。それがたぶん、これまで日本企業がやってきたことではないかと思いますが、日本企業は、株式市場とのあつれきや摩擦や対話といったもので育つという図柄がまだまだ見えていないような気がします。ですから、まさに経営のフロンティア、実はこれまでやったことがない最先端の、未開拓な地がここにあるのではないかと考えています。

あとは、世代を超える投資プロフェッショナルファームをつくる。せっかくつくった会社なので、できれば皆さん方の会社のように、世代を超えていくようなファームをつかっていきたいということも考えています。きれいなことばかり言っていて大変恐縮ですが、たぶんエンゲージメントの背景には、こういったものも大事ではないか。そのように思い、少しお話をさせていただいています。

社名も実は悩みに悩んで付けました。「みさき」です。岬というのは山と海とがあります。どちらが経営でどちらが株式市場か分からないのですが、お互いに大きな存在であり、ここが会う場。そして冷静で、お互いに遠くまで見える。あるいは遠くからでも見える、そういう場でありたいと考えました。

あとは先導役をやるという意味があるようです。まさに今後、エンゲージメントの時代を迎えていく中で、なにがしかの先駆け的なお役目ができればいいなと思いますし、あとは美しく咲く投資事例をつくりたい。思い付き的なものもありますが、いろいろな意味を込め、こういう名前の由来になっています。

メンバーもかなり変わっているので、ご紹介したいと思います。前職で一緒だったメンバーが5人います。いま15名ですが、まずは志願兵の集合体です。まだファンドも立ち上がっていなかった時期に、給与レベルが3分の1になっても飛び込んでくれたメンバー。社費で留学していて2000万円近く留学の借金があるにも関わらず、それを自己負担に切り替えてでも飛び込んでくれたメンバー。そういう面々があります。運用メンバー、フロントメンバーは10人ですが、内7名が元経営コンサルタントあるいはアドバイザーという構成になっています。

エンゲージメントはいろいろなパターンがあります。バランスシートに関してエンゲージメントする、IRについてエンゲージメントする等々あると思いますが、当社の特徴は、



たぶん事業そのもの、経営そのものに対していろいろな提言をしていきたいと考えているところにあるかと思います。あとは先ほど申し上げました法人パートナーとの人事交流、トレーニー。今後もぜひ続けていきたいと考えています。

あとはガバナンスです。当社も投資先に対してガバナンスに関するエンゲージメントをすることがあります。「では、中神さんの会社はどうなっているのか？」と聞かれることも多く、結構考えていないと、簡単な、薄っぺらな議論になってしまいます。そこで運用会社としての理想形は何か、あるいは上場企業並みであればよいのか、それ以上のガバナンス体制とはどういうものかということについて考え抜いた結果、先ほどの三益（投資家益・企業益・社会益）、あるいはコンプライアンスということに帰着しました。

エンゲージメントをしていくと、当然いろいろな情報に触れることもあるので、コンプライアンスにも配慮しなければいけない。あとは報酬の問題もあります。当社は成功報酬のあるファンドなので、うまくいったときには大きな報酬が転がり込みます。その中で、みんなで分捕り合戦をしてしまったり、世間の水準から乖離してしまったりするのもまずい。そういうことで、今このようなガバナンス体制になっています。

取締役会は社外取締役が過半数を占め、社内は私と、コンプライアンスを担当している鈴木の名2名だけです。社外取締役には、企業経営の立場から以前の投資先の元社長さん1人、それから、投資家益の立場から企業年金の運用をやっていたらっしゃった方2人をお願いし、企業益と投資家益の観点から当社のガバナンスを見ていただいております。一方で、先ほどお話申し上げた経営諮問委員会は、どちらかというと社会益の立場から、みさきの行っていることが本当に役に立っているかということを見ていただいております。

加えて当社では、報酬諮問委員会を設置しています。実は当社は2年半、給料が支払われませんでした。ベンチャーなので仕方がないのですが、そのような時期がありました。ようやく報酬が出せるようになってきた現在のこの状況で報酬委員会をつくる必要があるということで、長年大手コンサルティング会社でパートナーとして評価・報酬制度に携わってこられた方に報酬委員長になっていただき、いま当社の評価・報酬の制度設計に際して、いろいろとアドバイスをいただいております。このような考え方や組織体制や自分たちなりのガバナンスというものをベースに、投資先に対していろいろな提言をしていく活動を行っています。

「日米欧の長期資本生産性分解」は、改めて言うことでもなく「伊藤レポート」にも採用された分析ですが、先ほどから申し上げているとおり、日本の資本生産性は低いです。

確かに ROE は低く、これは 10 年ベースですが、10 年平均でこのレベルです。しかし、ROE を分解すると、資産回転率や財務レバレッジの違いもさることながら、大きく違うのが事業の利益率であることが分かります。事業からたたき出す利益。この稼ぐ力そのものが日本は弱い。だから、エンゲージメントはここがど真ん中ではなかろうかと考えています。

どうやったら日本の会社の収益力は高まるのか。そこに真正面に、核心に据えたエンゲージメントをやっていききたいというのが、当社の考えです。「もの言う株主」がよく言う、余計な資産を持っているのではないか、もっとレバレッジを効かせたらいいのではないかというような話は、個々の企業としてはあるとは思いますが、総体としては核心ではなかろうと思えますし、社外取締役を入れれば経営がよくなるという話でもないだろう。当社としては、何とかこの事業の収益性を上げることに貢献していききたいという考えです。

そこで、先ほど会長からもありました企業価値を持続的に上げるという、この大テーマに関して、当社のような投資家は何を考えたらいいかということに関してお話しします。

非常に厳しい競争環境の中で、企業価値が持続的に増大する。一時的ではなく持続的に常に価値が増大するにはどういうことが満たされないといけないのかということですが、まずはなんといっても、事業の強くない会社の価値が上がり続けるはずはないだろうと思えます。しかも、その事業の強さというのは、優位性というような生半可な言葉ではなく、障壁です。その事業で利益が生み出せることがわかれば、その利益を取ろうとしてみんなワットと寄ってきてしまうわけです。それをはね返せるだけの障壁があるかどうか。それが当社の中心的なビジネス・デューデリジェンスのテーマで、まずはここを一生懸命見ます。

その次に、どんなビジネスも誰が経営するかに尽きる、どういう組織によって経営されているかに尽きるというふうに考えており、ピープル (p) が大事だということです。経営者も大事ですし、Management Depth は、社長だけがよくてもだめで、マネジメントの厚みがあるか。あとはカルチャーが健全か。

そういうところが大事だということかと思いますが、ちょっと待てよ。日本の会社はビジネス (b) もピープル (p) もそこそこ良いけれど、ちっとも企業価値 (v) が上がらない。あるいは日本総体としても、すばらしい製品、プロダクト、サービスがある。サービス業に行けばおもてなしがあり、製品を見ればコストパフォーマンスがいいという会社は山ほどある。ピープル (p) を見ても、アメリカの経営者のように従業員の 400 倍も給料

を取るような、グリードな人もいない。みんなハードワーキングだし、なぜこれで企業価値 (v) が上がらないのか。それが私の疑問なわけです。

そのときにはたと気付くことがあります。例えば京セラの稲盛会長が JAL の会長になりました。「大丈夫？ 全く畑違いのあの人に経営できるのか」。でも稲盛さんが経営を始めると、JAL は見事に復活し、再上場を果たす。あるいは、日本電産の永守さんが赤字のモーター会社を買った。「大丈夫？ あの会社、大変じゃないか」と思っていたら、いつの間にか立ち直り、過去最高益をたたき出す。そのようなことがあるわけです。

よくよく見ると、JAL あるいは赤字のモーター会社のプロダクトが変わっているのか、ピープル (p) が変わっているのかというと、全く変わっていません。しかし、そこに例えば稲盛さんが、アメーバ経営という理念に基づいた手法を持ち込む。あるいは、永守さんが伝票 1 枚 1 枚にまでちゃんと目を光らせる管理会計のシステムを入れる。そうすると、たちまち会社は企業価値 (v) が上がっていくわけです。

そういうことを考えると、ビジネス (b) とかピープル (p) だけではなくマネジメント (m)、これは経営の手法、スキル、技法、手腕、何という言葉で表現してもいいのですが、どうもこのマネジメント (m) が日本の企業には足りないのではなかろうか。あるいはこれを持ち込んで、いま現在、 $v = [b \times p]$  の m 乗という「みさきの公理」の、1.2 乗の m が 1.5 乗になりさえすれば、企業価値 (v) というのはかなり劇的に上がるのではないかという着想に至りました。

日本の企業経営には幾つの特徴があると思います。一つは、company-specific、企業固有の、その会社の中で通用するスキルというのは非常に高まることが多いと思うのですが、その会社を超えた経営手法とか手腕というものがなかなか育たないということがあるのではないかと。ビジネススクールに行けばいいというものではないと思いますが、例えばそういうものがない。あとは経営人材の流動性が低い。そういうこともあり、company-specific な経営スキルがなかなか業種横断的や国境横断的スキルにならない。たぶん、そういうことがあるのではないかと考えています。

「株主に何ができるのだ」という議論がよくあります。株主は確かにビジネス (b) やピープル (p) はあまり変えられないと思います。新しい製品のアイデアを出せるわけではないですし、自分がそこに飛び込んで経営企画部長をやることもできないわけです。でも、当社は、幅広い会社の経営を業種横断的・国境横断的に見ている。したがって、1.2 乗のマネジメント (m) を 1.3 乗、1.5 乗にするきっかけ、気付きは出せるのではないかと

思っており、ここが当社の対話の焦点になっています。

抽象的な話が多かったので具体的な事例に入っていこうと思いますが、そこに入る前に1点だけ投資プロセスについて申し上げますと、マネジメント（m）にたどり着くのはなかなか楽ではありません。それは長大な投資プロセスです。皆さんも本当に長大なプロセスでやっていらっしゃると思います。

例えばいろいろな案件の発掘、計量的なスクリーニングを実施したりしますが、こういう割安のスクリーニング等は、実際はあまり役に立ちません。むしろいろいろな紹介案件や、各種のアドホックなリストを見たり、あるいは業界構造分析みたいなものをやったりしながら、「この会社はいいのではないか」というものを発掘していきます。

発掘をしたら、初期調査というものをやります。まだ全然投資もしていない中で、パワーポイントで150ページぐらいのb、p、mの分析・調査資料を作成して、この会社は、本当にbは障壁があるのか、pはエンゲージメントをしてくれそうな経営者なのか、どういふところに△m（mの改善余地）があるのかというものを見ていきます。どの程度やっていくのかは後ほど紹介します。

その次に、ようやくこの会社はエンゲージメントができそうかなと思ったら、経営者に会いに行きます。会社が変われるかどうかはやはり経営者如何です。投資家を受け入れ尊重してくれるかどうかも経営者如何です。ですから経営者に会いに行き、この経営者と本当に握れるかを確認します。当社は10社ぐらいしか投資しないので、その10社の枠に入れていい会社かどうか、入れていい経営者かどうかというものをしっかり見ていきたいと考えています。

もちろん、1回の面談では分かりません。面談を何回か繰り返して、「よさそうだね」ということであれば、当社では「ドアオープン投資」と呼んでいるのですが、ようやく少しだけ買い始めます。少し買った後はさらに調査をします。競争相手、顧客、取引先に聞き込み、周辺取材をしたり、業界団体や新聞・雑誌記事などに取材をしたりします。あるいは自分たちが手弁当で1万人ユーザーアンケート調査を実施したりします。そうすると、「この顧客層からはすごく支持されているけど、この顧客層からはちっとも支持されていない」「この提供機能はととても評価されているけど、この機能は評価されていない」というようなことが大体分かってきます。

本当に大きく投資していいかが分かってくるので、そこでようやく本来のコア投資に進めていき、経営者とディスカッションを繰り返しながら、例の△m、外側から見え

る経営の改善余地、ポイントのようなものをお互いに棚卸ししていきます。経営者からは「いやいや、それは違う。中神さん、外から見たらこれが大事と思うかもしれないけれど、社内では実は今これが大きなテーマになっている。ここを一緒に考えてほしいのだ」というような逆提案なども受けながら、実際のエンゲージメントをやっていく。そのように進めています。

その際に、先ほどお話しした法人パートナーである経営コンサルティング会社などともアイデアを交換し、「いやいや、この手の産業の勝ちパターンはこうだから、ここをエンゲージメントしたほうがいいのではないか」というように議論しながらエンゲージメントすることになります。

先ほど初期調査という話が出たので追加でお話をすると、当社は長期投資を志してはいるのですが、長期投資をするためには長期調査をしなければいけないだろうと思っており、実は「長期調査家」ではないかと考えています。業績は当然、皆さんの会社さんでも丹念に分析されていると思いますが、当社の投資調査では、設立の当初から丹念に業績の推移を追っていきます。なぜこの時期に急激に売上が伸びたのか。なぜ急激に利益率が下がったのか。それは自社の打ち手が悪かったのか、競争相手が障壁を崩してきたのか。まずそういうことを一生懸命見ていきます。

「製品の特徴」。強み・弱み、ささっているセグメント、ささっていないセグメント、そこにある技術的な基盤、特許の有無なども当然、調べていきます。

「市場の構造変化」。例えば、「もともとは中小、トップ者層に受けていた製品・サービスだったけれど、むしろ最近は低所得者層にシフトしていますよね」とか、「それに伴って流通がこういうふうになり替わってきていますよね」というようなことを確認していきます。

「社史を読み解く」。当社は社史マニアです。だいたい会社の社史は国会図書館に行くところがあるので、そこに若手がこもり、50年史、70年史をずっと見ていきます。この会社はいったいどういう思いでスタートしたのか。歴代の社長が代わる中で、その思いが変質していた部分、変質していなかった部分はどうか。したがって、この会社のDNAはこうなのだ。そのようなものを一生懸命理解しようとしています。

あとは「拠点配置」なども見ていきます。単純な話ですが、例えば日本全国を一つの巨大な工場でカバーしているのであれば、その製造の規模の効果は取れるけれど、物流・配送コストがかかってしまうという経済性になります。逆に地方に分散させた工場を持って

いれば、規模の効果は取れないけれど、配送の効率はいい。このように基本的な事業の経済性が決まってしまうので、そういったことに思いをはせながら見ていきます。単に表面的にどこにどういう拠点があるということではなく、ビジネスエコノミクスがどう変わるかということを考えながら、拠点配置を見ています。

また、先ほど申し上げたとおり、国境横断的に企業の経営を見るというのはとても大事だと思っています。国内の競争相手を見ても、同じようなレベルの経営しかしていない会社があったりします。これを一生懸命競合比較しても、あまり意味がありません。であれば、例えば海外の競争相手はなぜこんなに収益性が高いのか、そういうものを見に行つて分析をする。価格戦略が優れているのか、流通戦略が優れているのか、それとも圧倒的な製造の規模をとっているのか。何にせよ、なぜこの会社の収益性がこんなに高いのかということを理解していくと、エンゲージメントのきっかけみたいなものがつかめたりします。

あとはおなじみの財務分析のいろいろなデータが並んでいます。こういったこともやりますが、やはり当社の調査の特徴は、長期で考えるということかと思っています。

先ほども申し上げましたとおり、当社は **p** がとても大事な投資だと考えています。ですから、「経営者の理解」については、かなり深くやります。上場企業の経営者というのは、過去 10 年、15 年の新聞、雑誌記事検索をすると、その時々にな何を言っていたかがだいたい分かります。

業績が非常にいいときはだいたい「全ては俺の戦略が当たったからだ」と言う一方、業績が悪くなると、「環境のせいだ」とか（笑）、場合によっては「部下が悪い」という経営者がいます。そういった人には一切、投資しません（笑）。一方で、座右の銘は何かとか、余暇をどういうふうにご過ごされているとか、こういったことにもわりと人生観のようなものが出てきますので、そういうことも丹念に洗っていきます。

「役員人事の変遷」。これもずっと見ていきます。いつも親会社からトップが来てしまう会社なのだから、逆に信賞必罰がすごくしっかりしていて、降格もあって非常に厳しいけれど、業績を上げればまた復活もできる会社なのだから、たぶんそういうものはカルチャーの理解にも役立ちます。社外取締役がどういうところから来ているのか。それも非常に理解に役立ちます。

「人事評価報酬制度」。基本給 1 本でやっている会社なのか。業績に連動させているのか。場合によっては、株主の利害まで一致させながらよく報酬を考えている会社なのか。そういうことも会社の考えをシグナリングする効果はとてもあると思っています、こういっ

たところを一生懸命見えています。

ウォーレン・バフェットは、「自分の娘を嫁に出しても悔しくない男に投資をしろ」と言っているようです。私には二十歳になる娘がおり、そんな男はほとんどこの世の中にいないのだろうと思っています（笑）。ですから、10人ぐらいにしか投資できないと思いますが、今当社の投資している10社の社長は紛れもなく、本当に心から尊敬できる社長さんたちです。そういう心から尊敬できる社長にこうやったほうがいいのかというものを提案しながら、エンゲージメントを進めているということです。

実際のエンゲージメントの事例です。今日は、本当は失敗例も含めて洗いざらいお話ししたいと思ってきたのですが、コンプライアンスが大変厳しい会社になってしまいました（笑）。どこまでお話しできるか分かりませんが、二つほど事例をご紹介します。

一つは調剤薬局の会社です。調剤薬局事業というのは大変恵まれた業界でした。今日は業界関係者がいらっしゃらないと思いますので歯に衣を着せず申し上げますと、過去は立地さえ確保できれば誰がやっても儲かりました。政府は医薬分業を推進していましたので、大病院の前に門前薬局をつくれればいろいろな役得が付く。大病院の目の前の立地さえ押さえれば、誰でも儲かるという業種だったのではないかと思います。ですから、経営者の頭の中は立地戦略、この1点です。どうしたら他社よりいい立地をゲットできるか。そのことにほぼ絞られていたわけです。

私はこの会社の社長にもほれ込み、会社にもほれ込みました。全国薬局長会議というのがあり、そこに招かれて1泊2日でプレゼンをずっと聴いていたのですが、薬局長が次々といいプレゼンをする中で、1つだけどうしても許せないプレゼンがありました。「うちの薬局はお客様の待ち時間の短縮をテーマにしています。大病院の目の前にあり、ピーク時には50分も待たせてしまいます。これを何とか頑張って、いま47分にまで短縮しました」。その発言にみんなワーッと叫んで賞賛しているわけです。

「ちょっと待てよ、47分か。みんな具合が悪くて大病院に行き、1時間待って3分診療でよけい具合が悪くなる。そして処方箋をもらって命からがら病院から出てきたら、また50分近く待たされる。この業界、おかしい」。そう思って社長に「待ち時間短縮のプロジェクトをどうしてもやらなければいけない。いずれ顧客満足度の向上が肝になる競争の時代になるはずだ」と言ったところ、当時の社長は「いやいや、俺たちは散々やってきた。5年、10年やってようやく待ち時間が3分減った。これ以上何をやれというのだ」というのです。

「いやいや、日本の製造業の現場には生産性改善のノウハウが山ほどある。動線をどうやって組み立てるかというところから始まり、工場生産性改善というのはすごいノウハウがある。これを移植するとたぶん待ち時間が短縮しますよ」と申し上げましたが、「そんな製造業のノウハウがこの調剤薬局に通用するわけないだろう」と再度反論されましたので、「いやいや、だまされたと思って3店舗だけやりましょう」と申し上げました。それで3店舗でやってみました。そうしたら、いま待ち時間は15分です。これにより顧客満足度はすごく上がりました。

また、当時は、薬局の店舗在庫が2週間分ありました。一緒に取組んでいたコンサルタントの方が、「おかしいでしょう。だってこの業界、電話したら次の日にちゃんと卸売業者さんが持ってきてくれるんでしょ。なぜこんなに在庫があるの？減らさない」と指摘したところ、在庫は3日分に減りました。2週間分の在庫が3日分になると、キャッシュフローが生まれます。いまこの業界は、合従連衡、M&Aの時代です。それまではエクイティファンナンスしながらM&Aをしていましたが、これからはその必要性がなくなる。キャッシュフローが生まれるので、これでM&Aができるわけです。スピードが上がりました。

あとは、薬剤師というのは非常に離職率が高い。手に職があるのでどんどん人が変わってしまうのです。そうすると、必然的に採用コスト・教育コストがかかるわけですが、この改善プロジェクトの実施・参加により、薬剤師の士気が上がり、離職率が低下しました。このコストも下がったということで、いいことづくめです。コンサルタントを入れてから間もなく時価総額は4倍になりました。

これは**b**も**p**も何も変わっていないのです。相も変わらず調剤薬局というビジネスをやっていて、相も変わらず同じメンバーでやっています。ただ製造業の現場改善ノウハウ(**m**)を移植しただけで会社の価値が驚くほど上がるという例の一つだと思います。

次の例もそうです。これは育児用品メーカーで、主要製品の国内シェアは7~8割という会社でしたが、日本は赤ちゃんが生まれないので、「あまりこの会社は伸びないよね」というバリエーションが付いていました。当社も最初はそう思っていたのですが、アジアに出張したときに、日本よりも経済力が劣る国々で現地メーカーの3倍もするこの会社の製品が売れ始めていました。びっくりしてしまっただけです。

しかし、考えてみたら当たり前で、おじいちゃん、おばあちゃんを入れるとシックスパケットのある国です。一人っ子政策の大事な赤ちゃんが使う製品ですから、少し高くても



買おうよということで、この会社の高い製品が売れ始めていました。これは大きな発見だということで慌てて東京に戻り、海外成長戦略をつくろうということになったのです。

育児用品というのは非常に小さいビジネスなので、世界各国の市場データなどはあまりありません。どのぐらいの市場規模があり、どのぐらい成長していて、どういう競争相手がいるのか。どういうシェアの構造になっているのかというデータはありませんが、元コンサルタントでそういったテーマは昔からやっていたので、推定に推定を重ねながら各国の市場規模、成長性、競争相手の強さ・弱さのようなものを分析していくと、それなりの海外成長戦略が策定できました。

この会社はその後、実際に成長していったわけですが、当時 10%強しかなかった海外売上比率はいまでは 5 割を超えています。営業利益率は 15%を超える水準ですし、ROE も 20%を超えています。時価総額は 250 億円から 5000 億円になり、ポーター賞も企業価値向上大賞も取りました。そういう中で、今は当社のメンバーが社外取締役役に就任しており、さらにこの  $m$  を磨いていく一翼を担っています。

繰り返しですが、この会社も  $b$  が変わったわけでもなく、 $p$  が変わったわけでもありません。ほかの業界では当たり前に行われている、海外成長戦略をつくるということがきちんとやられていなかった。それをやったことで企業の価値が大きく変わったということです。 $v = [b \times p]$  の  $m$  乗という、勝手に私どもが作り出した公理が、あながち外れてもいないのではないかと考えています。

$b$  とか  $p$  は固有性が高いわけです。株主がその固有性に切り込んで何かものが言えるか、いい提案ができるかということ、なかなかそれは困難です。ただ、 $m$  を磨くことはできるのではなからうか。まさに個別企業の枠を超えて、業種横断的、国境横断的に経営クオリティを見ている投資家がいるとすれば、そういった投資家と対話をすることで、この  $v$  がグイグイと上がっていくことができるのではなからうか。資産運用プレーヤーというのは、これこそが自分たちのエンゲージメントの武器というか、引き出しとして持っておいて、対話をしていくことがいいのではないかと考えている次第です。

こんなことを考えながらマイクロでは 10 社に対してエンゲージメントを実施するのですが、もう少しマクロな視点で考えていることもあるので、今日はそちらのお話もしてみたいと思って何枚か用意しています。

これは『山を動かす』研究会」というものを発起する契機となったスライドです。上場企業の 10 年平均の ROE の分散図をつくってみると、株主資本コストは幾らなのかという

議論はありますが、仮に 7%だとしても、4分の3の会社がこの10年間はその水準を上回ってこれなかったという惨憺たる状況です。この「山」の頂点を、少なくとも 7%を超えるところに持っていきたい、持っていくべきではないかと考えており、これが『山を動かす』研究会』の発起をした背景です。

『山を動かす』研究会』はもう 6 年ぐらい運営しています。当時はまだスチュワードシップ・コードもなかったと思いますが、今はもう既にいろいろな改革が進んできています。同コードもでき「伊藤レポート」も出て、空気感、あるいは暖まり度合いは大きく変わってきたと思いますが、まだまだダイナミックではない。どうやったらダイナミックに動くのかということも考えています。

そうしたときに、病理学が考えるアプローチに出会いました。人間はわりとおもしろいもので、同じような問題を見ると同じようなことを考えるようです。例えば糖尿病になる人は一定の山の分布があり、この分布に対して病理学が考えるアプローチは二つあるようです。

まず、ポピュレーションアプローチ。例えば「60歳になったらみんな糖尿病に気を付けなさいね」ということで、腹囲が幾つになったらメタボですとか、運動をしましょうとか、食事はこうですとか、こういう教育的・啓蒙的アプローチで啓蒙して、集団全体に働きかける。そして全体が変わっていくというのが一つのアプローチのようです。

もう少しフォーカスしたアプローチがハイリスクアプローチ。やはり糖尿病になりやすい人がいるらしいです。そのセグメントというのがやはりあり、そこに集中的に働きかける。そこさえ減れば、結果としてこの山がズリッと動く。この二つのアプローチがあるようです。ガバナンスの第 2 幕も、1 幕がポピュレーションアプローチ中心だったとすれば、2 幕はハイリスクアプローチを併用したらどうかと考えたわけです。

その具体的な順番はどうなのかと考えたときに、横軸に時間を取り、縦軸に到達点を考えると、以前より現在値はとてよくなったのではないか、でも少し散発的、形式的、静態的かな、と見えるわけです。では、この山をどうやって動かすか。そういうところで例のハイリスクアプローチをやろう、分散図でいうと、ROE の最も低い、一番左側のゾーン山の非常に低いところにまず、働きかけよう。

そういうとき、たぶん他の先進国であれば、例の「もの言う株主」が来て、叩く。「こんなひどい経営をしているのだったら上場を廃止してしまえ」とか、「こんな資産は売ってしまえ」とか、場合によっては「全部還元しろ」とか、そういう主張がわりと中心的だと思

いますが、日本でそれをやってはまずい。せっかく株主と経営が建設的に対話をしようというムードができていの中で株主が跋扈すると、「ほれ見たことか。株主なんてそんなやつらだ」という見方がまん延してしまい、せっかくの対話のムードがぶち壊しになりかねないというふうに危惧しています。

ここはそういうやり方ではなく、もう少し社会的、制度的、あるいは業界全体を挙げたモデレートなアプローチが必要ではないかと思っています。具体例で申し上げますと、カルパスでは、経営のクオリティが悪い会社のリストをつくり、それにお手紙を送るというアプローチを始めています。例えば、このセグメントに限っては少し開示基準を厳しくするなど、どういうアイデアがいいかは分からないのですが、いずれにしてもここに関しては、社会的、制度的に厳しいアプローチをすることが大事ではないかと思えます。

分散図の左から2番目のゾーンの、最頻値周辺の会社群は、しばらくの間放っておきます。むしろ、既に「ちょっといい会社」で、もっとよくなれる余地のある会社にアプローチをしたらどうか。「そうか、対話するといいことがあるのだ」というひな型や、勝ちパターン、モデルケースみたいなものをつくって見せられたらどうかと考えています。

さらに、そこに運用業界の新規参入を促す。「エマージング・マネージャーズ・プログラム」などを通じて、いろいろなやり方で企業経営に働きかけるプレーヤーが業界に参入してくる。そしてアセットオーナーが、そうしたプレーヤーにシードマネーを付ける。そういう形で、新規参入がどんどん増えていくと、すでに「フォローアップ会議」でも議論されているところではありますが、企業の持合いのコストが上がっていく。そのようなことをやっていったらどうかということを考えています。

そうすると、今のがっちり組み上がってしまっている悪い均衡の山が、少しずつほころぶのではないかと。特に真ん中の辺りの、今まで分散図の左から3番目のゾーンにあった会社はグッと時価総額が上がる。そのような例が幾つか出てくると、分散図の左から2番目のゾーンにある企業群も「おいおい、ちょっと待てよ。投資家と対話すると意外といいことがあるんじゃないの」というひな型が見えてきたりする。あるいはそれをエンゲージメントすることの利害得失というものも、運用業界に広く知れ渡るのではないかと思っています。

どちらかというと、尖ったことをやるのはやはりニュープレーヤーだと思いますが、ここにいらっしゃる皆さんのような大手の、本当にエスタブリッシュされた運用会社さんが「やはりエンゲージメントをやろうよ。こういう例もあるじゃないか」というものを見せ

ていただければ、大きなうねりになり始めるのではないかと思います。

そうするとお金を出すほうも、「こんなチンケなベンチャーに本当にお金を投資していいのか」という疑心暗鬼の状況だったのが、大手のしっかりした運用会社も動き始めたということであれば、当然、比較対象も増えますし、オプションも増えるので、そこにお金を出そうかというマネーフローも始まるのではないかと思います。

そうすると、いよいよ改革が中心部に及び始めます。日本人の特色はたぶん、横並びというか、みんながやり始めると大急ぎで自分たちも乗っかっていくということがあるのではないかと思います。ここでバンドワゴン効果が出れば、いよいよこの山が動いていくのではないかと。そうすると、ますます会社の経営が変わるわけですから、運用業界としてはリターンが出ます。

あるいは、リターンが出る会社の経営をよくするといったことに貢献したのは誰なのか。紛れもなく資産運用業界がきちんと対話をしたから企業の経営がよくなったのだということが認識されていけば、この業界の地位も上がるのではないかと思います。

昔、銀行が日本の企業社会で果たした役割は大変大きかったと思いますが、それを今度は運用業界がやる番になるのではないかと。そうすると、お金の出し手のほうは「なんだ、なんだ。エンゲージメントをやるとリターンが出るじゃないか」ということで、それを享受していただけますし、「貯蓄から投資へ」という流れへの一助にもなったりしないだろうか。そんなことも夢想しています。

どれだけ時間軸がかかるか分からないのですが、資産運用会社がいろいろな形でエンゲージメントしていく。この山に働きかけていくことで企業の競争力が高まって、国民富も増えていく。そのような姿が描ければいいなと考えています。

私の話は以上です。ありがとうございました。

池尾座長： どうもありがとうございました。ちょうど時間も守っていただき、自由討論のための時間がたっぷり 1 時間確保できているので、討論に移りたいと思います。どなたからでも結構ですが、ご発言をいただければと思います。いかがでしょうか。

西氏： ややテクニカルっぽい話ですが、先ほどの投資のスケジューリングを見ていてちょっと違和感があったのは、初期調査の段階で少額のイニシャル投資をされる点です。僕らの感覚だと、文字で研究できるものは研究し尽くしてから初めて投資する、という感

じがあります。そういう意味で、初期投資の段階があって、その後データを固めてエンゲージメントに持っていくという形でないと相手の本気度が得られないとか、何かその辺りの手ざわり感というのはあるのでしょうか。

私が非常に気になったのは、初期投資をするのが例えば20社だとするじゃないですか。そこでエンゲージメントを行い、投資が最後まで行くところが何%ぐらい残るのだろうか。20社から3割残るというイメージなのか、それとも18社ぐらい残るのか。後者の場合、最初のイニシャル・インプレッションというのはものすごく強いということですが、その辺りの感じを教えてもらおうと、手ざわり感がちょっと分かるかと思います。

中神氏： 今のページを見ていただきながら、もう少しご説明をしたいと思います。初期調査をした段階では、投資はまだしていません。

西氏： すみません、次の経営者面談ですね。

中神氏： そうですね。経営者の面談も1回とは限らなくて、何回か面談をさせていただきます。ですから、「中神さん、まだ投資してくれないの？」とよく言われます。「すみません、まだちょっと」ということで実は経営者からするとかなり……。

西氏： 結構時間が長いですね。

中神氏： 長いですね。逆に言うと、150ページも調査したのにボツになる会社が結構あります。ページ数はあまり関係ないですが、1カ月か1カ月半、専任1人に加え、上でも誰かが見ている徹底的に調べているわけです。

これはかなりの投資で、運用会社としてはそこに時間を割いてはいるのですが、それでも「この会社はだめ」というケースは結構あります。その調査資料の紙レベルの段階で落としてしまう会社もありますし、「これは生きかな」となってから、その経営者に会いに行くこともあります。それも長々待つということ、なかなか投資しない。

西氏： このぐらいで投資しないと、相手も怒ってしまいませんか。

中神氏： 怒りはされないですが、時々、悶々とされるということはあります。そこからようやく、投資を開始する流れになります。当社も、10社から15社しか投資しませんということは投資家に約束していて、枠はそれだけしかありません。枠一杯だとしても15社。その中で本当に深くエンゲージメントしているのが、仮に半分だとして7~8社。その7~8社が当社で言う「コア投資」です。

これはかなり長期にわたって投資し、エンゲージメントする投資先ですが、残りの7~8社はまだ「ドアオープン投資」です。本当にこの会社にどっぷりエンゲージメントを実施してもいいものかどうかを、まだこの段階でも見極めている。ここでは途中であきらめることもあります。「この経営者、当社のお話を聞いてくれそうだな」と思って投資を開始したけれど、聞いてもらえないとか、当社としてはこれがこの企業の価値ドライバーであると思うものがあるのだけれど、社長はいま違うアジェンダを持っていて、あまりにもそこにたどり着くには遠すぎるとか。半年から1年はじっくり見極めますが、「この会社はだめだな」ということが判明したら、その場合は次の候補企業と入れ替えることにしています。とは言え、いま11社ぐらいしかポートフォリオには入っていないので、「ドアオープン」は4社ぐらいかなというイメージです。

石川氏： 質問といたしますか、あるいは皆さま方にも教えていただきたいのですが、一つ目は「入口」の話です。例えばわれわれだと、ESGでいうと、殆どの場合、まずMSCIのデータから入ります。そこで価値向上が図れそうな中位集団の会社からエンゲージメントを始めます。

いまお話の中で、それじゃだめだときっぱり言われて、「ああ、だめだったのだ」と思ったわけです(笑)。その企業を見つけるにはやはり土地勘であるのか。どういうところで発掘するのか。なんらかの方法論があれば教えていただきたい。

次に「出口」ですが、いま深入りしているのは7社とおっしゃいました。すればするほど、「売らないでくれよ」と言われると思うのです。例えばいま哺乳瓶のメーカーさんの時価総額が20倍になった。「もう20倍でいいでしょう。では、我々は次に向かいますので」というときにたぶん、「いやいや、待ってください。もうちょっと付き合ってください」と言われるのではないかと思います。その場合はどのようにして出ていくのか。

三つ目は、皆さま方にもお聞きしたいのですが、われわれはエンゲージメントをやる時に責任投資のメンバーが行って、「あの会社と他業態の成功事例などを参考に、深いディ

スカッションを行ってきた。我々のアイデアを納得・共有してもらった。その結果、株価が上がりました」と言うわけです。私から見ると、「それは貴方だけが言っているのではなく、他社の方も同じような事を言っているのではないか」というのがどうしても拭えません（笑）。

したがって、そのエンゲージメント担当のアナリスト評価というのがものすごく難しい。「貴方の他の、世の中の多くのアナリストも同様の事を言ったからこそ、会社も株価も動いたのかもしれないし、実際の貢献度がどれくらい分からない」と私は思ってしまうのですが、皆さんの場合はそこをどのように評価されているのでしょうか。

西氏： そういうことがあるのは事実です（笑）。

石川氏： 質問は三つあったのですが、もし答えにくいようでしたら一つか二つでも結構です。

中神氏： まず、入口のところは難しいですね。会社を見つけるというのはとても難しく、みんながやっていることをやっていたら見つからないということだろうと思います。みんながやっていることは何だろうと考えたときに、例えば割安株スクリーニングとか、あるいは企業のクオリティがよさそうな会社のスクリーニングとか、そういうことだと思います。

そういうのは当社もやりますが、なかなか当たらない。逆に、みんながやらないことは何かということで行くと、一つは業界の産業構造分析。これは一生懸命コツコツとやっています。株価とは全く関係ないです。例えばいろいろな業種割りがありますが、例えば 5 社とか 10 社とかしか入っていない、なるべく小さな業種割りを選び、徹底的に事業の分析をしていきます。

そうすると、この会社の強さであれば、もっと収益力が高くていいはずだ。これだけ顧客基盤があり、これだけ提供機能が支持されていれば収益性は高いはずなのに、なぜこんなに低いのだろう。その逆に、あまり大した会社には見えないけれども、なぜこの会社はこんなに利益率が高いのか。例えばそういう会社がでてきたときにそれに目をつけ、「ちょっと話を聞きに行ってみるか」ということをやったりします。そこは産業構造分析なので法人パートナーである経営コンサルティング会社と一緒に分析をしたりして、かなりコン

サルティング的なものの見方で事業の強み・弱みみたいなものを見ていきます。

あと、コンサルティング業界から運用業界に来て最初びっくりしたのは、投資対象企業の人事絡みや組織改革に関する感度が意外と低いということです。でも企業にとって、人事を変えろとか組織を変えろとかいうのはだいたい喧々諤々、大変な議論があつて、場合によっては政治も入り乱れて、結果、そういうことが起きているわけですから、そういったものにちゃんと反応することが大事だと思います。

「この会社はもしかしたら内実はえらく変わりつつあるのかもしれない。何か意図があつてこういう人事や組織になっているのではないか」。そのようなことは気にかかるので、そういった会社には出かけて確認してみます。本当にアドホックであり参考にならないと思いますが、「何か変わった社外取締役がいるなあ」とか、「何でこの人が社外取締役なんだろう」というような会社に行ってみたり（笑）、入口のところは業界の人がやらないようなことをかなり一生懸命やってみるということだと思います。

出口のところは、大変仲良くなると確かに、「売らないでね」というようなお話をされることがあるのですが、それは最初から伝えておきます。すなわち、「当社はお金の運用を委託されて投資をしている立場です。企業年金という、本当に大切な老後のお金の運用をしています。株価というのは勝手なもので、みんなが売り立てれば割安になるし、買い立てれば割高になる。割高になってしまうと、それをリスクにさらし続けているわけにはいかないので、そこは少し減らします。場合によってはスッ高値になったら1回全部売ります。ただし、当社が御社あるいはあなたにずっと投資したいと思っている限り、またみんなが売り立てるときが来ますから、そのときにまた買います」とお伝えしています。

当社は本気で考えているのですが、持株比率に左右されない信頼関係をつくりたいと思っています。株を持っているから大事な株主とか、持っていないから大事ではないとか、持ち株比率が大きいからとか、小さいからとか、売ってしまったからとか、買っていないからとか、そんなことで信頼されている、あるいは信頼されていないようではだめだと思っています。

私が真正面から「御社はここがいいと思います、ここは悪いと思います。もっとこうやればよくなると思います」と言うことに関して、信頼いただけているかどうか的大事ではないか。ちょっとかつこよすぎるかもしれませんが、最初からそれを申し上げています。実際に当社のポジションは、増えたり減ったりしていますし、場合によっては1回売ってまた買い戻すこともしょっちゅうあります。しょっちゅうといっても別にたくさん売った



り買ったりしているわけではありませんが、そういうのが当社のやり方です。

宮垣氏：  $v = [b \times p]^m$  の式のところで、ご説明のいの一に「障壁」という言葉が出てきました。恐らく今回の二つの事例は非常に simplify してご説明をいただいたと思うのですが、素人っぽく言えば、今回ご説明いただいた障壁というのはどういうところにあつたのか、正直、私はよく分からないのです。障壁というものをどのように評価されるのか、その辺りを教えていただきたいと思います。

中神氏： 文字どおり障壁というのは、仮に競争相手が入ってきたとしても、あるいは強い競争相手が入ってきたときでもはね返せるかということですが、はね返し方には幾つかのパターンがあると思っています。例えばそれが需要サイドで発生していて、とにかくお客さんが、なんらかの理由でこの会社にべったりくっついてしまっている。そういう障壁のつくり方なのか、あるいは逆に供給サイドとして、独特の資源を完全に囲い込んでしまっているとか、圧倒的な規模を持っているとか、そういう幾つかの障壁はあると思います。それを当社なりに幾つかパターン化し、「この会社はこの障壁かな」「この会社はこの障壁かな」と判断をしている感じです。

なかなかすっきりは言えないのですが、要は経済学の教えだと、完全競争になってしまうと障壁がないということだと思うので、完全競争になっていないとすれば、この会社は何を持っているのか。何によって完全市場化を防いでいるのか。そういうものを一生懸命議論し、理解しようとして、それを判定してといった感じです。

コンサルティング業界で本当に口を酸っぱくして言われるのは、世の中には事業は2種類しかない。「障壁」事業か「機会」事業だということです。単にいまそこにある機会を捉えて利益を出している事業なのか。そうではなく、障壁をつくっている事業なのか。この2種類しかないのだと言われていました。それを判定するやり方なり考え方なりが、たぶんいろいろあるのだと思いますが、一生懸命そういうのを考えているということです。

池尾座長： 競争戦略というのは、競争に巻き込まれない戦略ですね。

中神氏： そういうことですよ。

池尾座長： いかに関係をしないかという戦略。

中神氏： そうですね。戦略というのは「戦いを略す」。戦わなくて済むようになるのが戦略なのだと言った花王の澤田社長がおっしゃっていましたが、そういうことですね。……バフェットのいうフランチャイズというものです、確かに。

松尾氏： 先ほど社外役員の話が出たのですが、コーポレートガバナンス・コードでは攻めのガバナンスと守りのガバナンスがあって、私は監査等委員なので守りのガバナンスで、仕事柄、そういうのは得意です。しかし、企業価値を積極的に向上させる意味での、攻めのガバナンスは経営判断の話なので、とても得意とは言えない。

ですからご質問は、中神さんがエンゲージやられている対象会社にも社外取締役等の社外役員がいると思うのですが、その実態をご覧になって、彼らがどれぐらい役に立っていると見ておられるのか。実態はそうだとすると、どういう社外役員が理想的と思われるかというのが1点目です。

2点目は、また自分を引き合いに出しますが、私は弁護士として大手法律事務所に所属はしているものの単なる契約関係で、個人事業です。私は、自分は「障壁」事業だと思っていて、何が大事かという、圧倒的なブランド力で価格競争に巻き込まれないこと(笑)。だから、マージンが低いと言われたのは、私は素人ながら思うのですが、労働生産性とかプライシングの問題だと思います。

デフレが影響しているのかもしれませんが、要は日本の企業はマージンが低い。これはなぜなのか。プライシングがちゃんと取れていなくて、それが取れないがゆえに収益が低いから、労働者にもなかなか賃上げができないという悪循環に陥っているのではないか。これもデフレの悪循環かもしれませんが、これを逆流させ、マージンをもう少し引き上げるためには、中神さんは先ほど  $m$  とかおっしゃっていたのですが、単純化すると売上を増やすか、コストを落とすか、どちらかです。中神さんの  $m$  というのはどちらなのかよく分からない。業務効率化に資する面ではコストを落とすことだし、それを通じて顧客満足度を向上させれば売上は上がる。売上が上がるだけではだめで、マージンが乗らないとだめです。

私は難しいことは分からないのですが、売上を上げるほうに主眼があるのか、コストを下げるほうに主眼があるのか、両方なのか。その中でマージンを上げるアドバイスを、ど

のように考えられているのですか。

中神氏： 最初の社外取締役のところですが、日本は取締役と執行役員の差があまり明確に分けられていないところがあるかと思います。

話が長くなりますが、こんな話を聞いたことがあります。執行役員は英語で言うと **Officer**、取締役は **Director** です。**Officer** はもともとどういう言葉だったかという、会社の中でそこそこ偉くて、ちゃんと個室もあり、オフィスを持っている人という意味があるらしいのですが、英語の古語では **office** は「魂」という意味があったという話です。

だから、魂をもって自分の職務に打ち込む人。それがチーフマーケティング・オフィサーだったら、自分の全身全霊をもってマーケティングに打ち込む人。チーフフィナンシャル・オフィサーだったら、ファイナンスに打ち込む人。その他もろもろということらしいのです。

一方で、**Director** というのは何かというと、言葉のとおり、ダイレクトする人ですから、魂をもって打ち込んでいる人たちをダイレクトするわけです。では何をもってダイレクトするのかという視点が大事だと思うのですが、その立脚点は紛れもなく株主の利益。これは抽象的な概念だと思いますが、株主利益の最大化という立脚点をもってダイレクトすべきということかだと思います。そうすると、取締役の基本的なスペックはおのずと決まってくると思っていますし、社外取締役のスペックもおのずと決まってくるのではないかと思います。

具体的には、学者の先生と弁護士の先生がいらっしゃる前では暴言になってしまうのですが、学者、弁護士、官僚の方々が株主利害という立脚点をもって企業経営に貢献するというのは、ちょっと違うのではないかと（笑）。この場にいる投資家、それも実際に自分がマーケットにいて、株主の利害とはこういうものなのだとか肌で知っている人。あるいは、それを抽象化してちゃんと消化している人。そういう方がボードにのるべきだと私は思います。

幅広く企業の経営を見ているわけですから、本当はそういう方がボードにのって、何か会社のジャッジがあるときに、「いやいや、ちょっと待ってください。私が知っている範囲だと、全然業種は違うけど、こういう経営はすごくいいのではないかとか、「国境を越えてこういう会社がありますよ」とか、そういうことを提供する。先ほどの **m** を提供して、攻めのガバナンスに資する。そういう姿が本当は望ましい形だろうと真面目に思っていま

す。しかし、投資家のプールがまだそこまでないとすれば、やはり今は企業経営を実際にやってこられた方、経営者の方々がボードにのるというのは良いと思います。

私は日本の経営者のラーニングカーブがもっと下ることが大事だと思っています。企業経営に関するラーニングカーブを早く下ることが大事だと言ったときに、もちろん企業を経営された会長さん、相談役、顧問の方々がボードにのるのも良いのですが、若い執行役員クラスの方が他の会社の社外取締役に着いて、自社の役員になったときのために経験を積むほうが良いのではないかと。執行役員の方々がお互いにどんどんボードにのる。それが一つの姿ではないかと思っています。

池尾座長： 1人の社外取締役とか、ごく限られた数の社外取締役しか存在しない状況だと、個人の資質というか、どういうバックグラウンドの人かというのは非常に重要だと思いますが、ある程度まとまった数の社外取締役がいるという状況だと、全体としてどれだけの機能を発揮できるかになる。1人で期待される役割を全部果たせるようなスーパーマンみたいな人は、いないということはないかもしれないけれど、やはりすごく限られていると思います。だから、守りのガバナンスしかできない人もいるかもしれませんが、攻めのガバナンスしかできないような人もいない。チーム全体として必要な機能が発揮されれば良いと思います。

だから、おっしゃったように、当然、実際の企業を経験した人が中核をなすべきだとは思いますが、もう少し補完的な役割を果たせる人もいて、チームとしての構成を考えることに意味があるのではないかと思います。

西氏： 取締役の機能が株主利益の最大化というのは多少違和感があります。そこは現代の感覚的に言うと、やはり社会還元であるとか、ESGとも言わないのでしょうか、みさきさんの最初の概念にあったような、それ以外のバリューですよね。そこを会社経営の中に生かせるという観点が今的な感じではないか。株主の利益の最大化だけというと違和感があります。

池尾座長： だから、5人か6人のチームだったら、そのうち1人ぐらい学者がいてもいいのです（笑）。

藏本氏： ちょっと違う観点から質問したいのですが、われわれもこういうビジネスを考えたときに常に意識しているのは企業との間合いをうまくとらないといけないということ。インサイダーの情報にアクセスできてしまったおかげで逆にロックインされて、売りも買いもできなくなるという苦しさがあります。特に中神さんのところはいま、実質的なファンドは一つだと思いますが、今後お金をたくさん引っ張ってくると、チームを分けて別会社にしますか。

中神氏： お金をたくさん引っ張ってこようとは思っていません。

藏本氏： では、成功報酬的にやるというアプローチですか。

中神氏： そうですね。

藏本氏： だったらもう逆に、会社型投信のような形で、成功報酬でもらったほうが、クローズドで、きれいに回るかなという気もします。

中神氏： 別のファンドをつくることは考えなくはないのですが、あくまでもみさきのエッジのようなものがあるとしたら、これはエンゲージメントだと思っていて、そこからはみ出る、あるいはそれを薄めるようなプロダクトはそれこそ価格競争にもなってしまったりもするでしょうし、意味がないと思っています。だから、あまり大きくしないというのが一つの考え方です。

それと積極的に大きくしないのが私の考え方です。何を言っているかという、タームをどんどん厳しくしています。前は1年ロックアップのクラスがあったのですが、やめました。今は2年と3年だけです。解約は四半期に1回しかできません。しかもこれは、以前は90日前ノーティスだったのですが、180日前ノーティスに変えました。どんどん厳しくしています。逆にキャパシティーに限りがあるので、そんなに安売りするつもりもないし、長期のお金の運用を委託されない限り長期の投資はできないので、短期のお金などは要らないわけです。むしろ「来ないでください」と声を大にして言いたいし、実際にそうやっています。今後はフィーも上げていきたいと思っています。

藏本氏： ベースフィーを？

中神氏： ええ。当社のキャパシティーは決まっています、この戦略ではこれだけしかできませんという枠があって、どんどん埋まっていくわけです。キャパシティーがあるわけですから、需給の供給曲線が立ってきてしまう。それでも入りたいというのであれば、「では、すみません、フィーを上げますね」ということでやっていきたいと思います。

藏本氏： そういう感じでやらないともうからないですね、正直言うと。

中神氏： もうからないとも思いますし、私たちがやっているのは価値競争であって、価格競争ではありません。フィーを高くして会社がもうかれれば、どんどん人を雇って、どんどん投資をして、エンゲージメント力を高めるほうに使っていきたいと思います。そのような、ちょっとへんてこりんなことを考えています。

松尾氏： 私の2つ目のプライシングに関するご質問に……。

中神氏： 先ほどの話は、非常に単純化すると、売上、コスト、利益なので、売上を上げる、コストを下げる。おっしゃるとおりですが、コストにはコストベヘイビアというのがあります。非常に単純化してしまうと、固定費というのは売れば売るほど薄まるけれど、変動費は薄まらないという話もあれば、共有コストと固有コストという概念もあります。製品や地域や顧客に限らず共有で抱えているコスト、例えば製品にくっ付いているコスト、地域にくっ付いているコスト。コストというのは、本当はいろいろ分解できるわけです。

例えば、この地域のシェアが上がれば、ここの固有コストは薄まるけれど、こちらはあまり薄まらない。この製品が売れば、ここは薄まるけれど、ここは薄まらない。そのベヘイビアが単純に動くわけではないとは思いますが。それがまさに企業の戦略として、この製品をがんがん売っていくのか。そちらはやめて、こちらをやるのか。この地域だけを攻めるのか。このセグメントは小さいけれど、広く薄く売るよりも、ここのシェアを圧倒的に取るほうがいいのか。そういった戦略との裏腹でコストベヘイビアが動き、結果として収益が生まれると考えています。

プライシングというのは、例えば、広くあまねくプライスを上げれば、もちろん収益性

は上がるわけですが、それによって離反する顧客や地域や、売れなくなってしまう製品もあると思います。だから、単純にプライスを上げるというよりも、やはりコストベヘイビアを見ながら設定するということです。

例えば、カウンターで年を取ったおじさんと若いお姉さんが来ている場合なら、ここは高い値段を吹っかけても大丈夫とか（笑）、ここは若い 2 人だからだめだとか、ここは高いものは出さなくてもいいとか、そういったものを考えながらプライシングを設定し、コストベヘイビアを考える。そうやって打ち手と利益の水準が決まってくると思っていて、そのようなことを提案するのです。

松尾氏： 日本企業のマージンが低いのは、こういうところがあまりきめ細かくできていないということですか。

中神氏： 日本の会社の一つの特徴は、管理会計が圧倒的に弱いということです。なぜ管理会計が弱いかというと、たぶん IT が後れているからです。だから、投資先に限らずいろいろな会社に行き、製品別の収益性はどうなっていますか、顧客別収益性はどうなっていますかといっても、ほとんど明確な答えは出ないと思います。

西氏： それはやはりシェア拡大のほうに目が行きやすいということですか。

中神氏： 例えばそういうことでしょうか。今は歴史的にそうなのでしょうね。

河村氏： 先ほどのチームとしての社外取締役というのは、私もそのとおりで思っています。エンゲージメントにおいてはその辺りの、つまりチームが本当にうまく機能するかどうかも見ていくべきだろうと思っています。

私の質問は、エンゲージメントを担当している人の評価の話（実際の担当者に対するインセンティブ付与の仕組み）のところを改めてお聞きしたいと思っています。結局、きょうのお話を聴いていて思ったのは、マネジメントに関するアドバイスなりを投資先の企業にしていくというのはすごく大切なことだと思いつつも、レベルが非常に高い話で、ほかの運用会社が同じことを本当にできるのかどうか、私にはよく分からないところです。

恐らくこういう活動を続けておられるということは、社内でそういう人材育成なり、エ

ンゲージメントを行っている人に対する人事評価の仕組みなりがあり、だからこそほかの会社からもいろいろな人を受け入れて人材育成をされているのだと思います。エンゲージメント活動を行っていく上での自社内における人材育成や人事評価の仕組みというものが、他の資産運用会社とどう違うのか。それがまず一つ、お聞きしたい点です。

中神氏： 本当にそんな大それたものがあるわけではちっともないのです。本当はないのですが、先ほども申し上げたとおり、例えば初期調査は1カ月半とかはそれだけに専念させます。それに上の人間が付いて、事細かく指導する。私はほかの運用会社に行ったことがないので分からないのですが、1人のアナリストが1カ月半も1社だけにというのはなかなかないのではないかと思います。

たぶん、そこで上の人間は、事業の見方とか、経営者の見方とか、経営に関してどういうところに改善余地があるとか、そういうものの見方なりを一生懸命指導していると思います。先ほども申し上げたとおり、フロント10名中7名が元コンサルタントです。そういう中で、自分たちが育ってきた事業の見方、戦略の鑑定方法、そういったものはたぶん、エッセンスとして下の人に受け継がれているのではないかと。それを何とかシェアしようとしているということだと思います。

コンサルティング業界も非常に徒弟制度です。もちろん教育プログラムがいろいろあって、華麗なるフレームワークを教わったりするのですが(笑)、そんなものはあまり役に立ちません、実はかなり個別個別のプロジェクトの徒弟制度です。だから、みさきも育成制度はかなり徒弟です(笑)。もう少し有形化したいのですが、なかなかできていないのが実際のところですよ。

評価に関して言うと、先ほどもご質問をいただきました。1人の成果になかなか落としぶらいのです。やはりチームでエンゲージメントをするので、「おまえがよくやってくれた！」というようにはなかなか判定しづらい。あとは定量評価と紐付けるのが難しいです。仮にこの会社の株が今年えらく上がったとしても、それが「この人のおかげなのか」ということもさることながら、「この年の活動によるものなのか」ということもあります。実は3年前からこの議論を続けてきて、ようやくプロジェクトが社内で立ち上がり、実際に成果が出てきた段階にあります。

時間軸的にもヒト的にも評価が非常に還元しづらい。だとすると当社ができるのは、クオリティの評価だと思います。提案書のクオリティとか、経営者とのディスカッションで



のリードの仕方とか、あのときのあの発言で経営者の顔色がさっと変わって、ここに踏み出したとか、やはりそういうものを丹念に見ながら、この人はプロフェッショナルとして経営者を説得していくスキルが上がってきたとか、調査のクオリティが上がってきたとかいうことになる。

少人数のチームなので丹念に見るというだけですが、そういうものを見ながら評価をします。それも今年の成功報酬が出たからみんなに一度に払うのではなく、3年前からいた人、2年前からいた人というふうに時間軸を考慮してということを中心に心がけていきたいと思っています。

湯澤氏： 個人の評価だけではなく、お客さまのほうから見ても投資というところから入っていくと、ではエンゲージメントで付加された部分はどれぐらいあるのですかという質問をよくいただいたりします。われわれは、これは混然一体としていて分けることは非常に難しいし、実は意味がないことではないかと思っているのですが、この辺を中神さんはどのようにご説明されていらっしゃるでしょうか。

中神氏： いや、本当にそこが一番答えづらくて、なかなか密接不可分のところはあるのですが、当社がやっているのは、Barraのようなツールを使い、当社のパフォーマンスを詳しく分解します。

ざっくり言ってしまうと、例えば、過去3年間でファンドは基準価額が倍になりました。しかし、その中にはベータの寄与が何パーセントかあります。27%ぐらいだったか、これは完全に切り離せるわけです。次にファクター要因があります。中小型ファクターだ、割安株だと20ぐらいファクターがあって、これをガーッと分けて、全部、タマネギの皮を剥ぎます。

大場会長： スペシフィックだけだね。

中神氏： あとはセクターがあります。これもザーッと皮を剥いでいきます。これが10%ぐらいあるということです。そうすると、27%ぐらいがベータで、10%ぐらいがファクター及びセクター。だから、パッシブに投資していたらたぶん、グロスで26%、27%ぐらいもうかったのでしょうかねと。そして、すごく優秀なアクティブマネージャーがいて、必ず

ファクターも取れて、必ずセクターも取れたら、+10%ぐらいだったのではないですかねと。

しかし、スペシフィックはどうしても残差ですよ。だから、統計学的残差で説明しきれないというのがざっくり言うと 60%ぐらいあるのですが、「何、これ？」という感じです。だって説明しきれないじゃないですか。だから、そこはかなりの部分、エンゲージメントのコントリビューションだろうという推定はできます。

あとはそれを四半期単位で分析しています。四半期で分析すると、何か妙にスペシフィックが出た四半期と、あまり出なかった四半期がある。当然ですが、それは全部、開示できるわけです。当社としては 1~2 年かけて一生懸命エンゲージメントをやって、ようやくこの会社の労働生産性プロジェクトが実を結んで、えらく生産性が上がった。それが実際に業績につながった。その業績の発表があり、競争相手と全然違う数字になった。そのスペシフィックというのは、四半期単位でボコッと現れるのです。

あるいは中計プロジェクトをやって、今まで ROE のアの字もなく目標がなかった会社が、初めて ROE 目標を出した。しかも、結構高い目標を出したといったときにボコッとスペシフィックが出ている。だから、何とも分けづらい。しかし、そうやって状況証拠として、エンゲージメントとしてはこのぐらいあるように見えますとご説明します。あとはお客さんの気持ち次第です。

湯澤氏： おっしゃるとおりです。エンゲージメントは、いま非常にバズワード化してしまい、猫もしゃくしもエンゲージメントです。たぶんエンゲージメントというのは、運用のスタイルやプロセスによって違うはずだと思います。中神さんのところはやはりコンサルティング的なものであり、先ほど言われたハイリスクアプローチみたいなところはバリューアップでやっていく。恐らく、そういうやり方はあるのだろうと思います。

付加価値の部分は混然一体となっているので、インデックスとの比較の中でアルファという形でお示ししてくる。だからこそ、パフォーマンスフィーというのはすごく make sense する。一方でキャパシティ制約というのも明らかにあるので、限られます。

一方で、最近よく分からないのは、パッシブ運用による底上げ、パッシブのエンゲージメントも同じエンゲージメントという言葉で括られています。あの付加価値というものと、やったものに対するリターンというのはどうやって得られるのだろうか。これは峻別したほうがいいのではないかと感じるのですが、いかが思われますか。

中神氏： 私はパッシブの底上げエンゲージメントをやっていないので、何とも自分なりの手ざわり感がないわけです。ロジックとしてはそのとおりです。ユニバーサルオーナーでずっと持つのだから……。

藏本氏： その辺はダブルコードの議論に関わっておられる池尾座長に（笑）。

池尾座長： いや、やったことがどれだけ自分たちにリターンとして帰属するのかという問題は、基本的にありますよね。タダ乗りしたほうが有利だというのは基本的構造です。そうすると、マーケットである程度支配的なシェアを持っている人がやるという話になる。そういうことかと思えます。

西氏： 少し前までパッシブのエンゲージメントは形容矛盾みたいなところがあり、あまり意味がないかと思っていたわけです。一方で、何でもかんでもアメリカのようには行かないのですが、例えばブラックロックのラリー・フィンクの「フィンク・レター」、ラリー・フィンクはこんな人格のいい人だったのかとも思いますが（笑）、まあレターを企業に配りますよね。そうすると1週間後から、ブラックロックに対する印象が結構変わってしまうわけです。

ですから、パッシブのエンゲージメントというのは、それによりポジティブなインベストメントサイクルにプラスになるということは当然、原則としてあるのですが、それ以上に、ある程度資産運用会社のブランドイメージのようなどころもあり、アクティブのエンゲージメントとパッシブのエンゲージメントは少し違うのではないかと私などは思っているわけです。

どうですか。その辺りはやはり同じに議論した方がいいのか……。それは私もきょうはぜひ聞いてみたいと思っていました。

石川氏： でも西さんのところは、パッシブのエンゲージメントはたぶん TOPIX の約 2,000 銘柄の中から絞ってやるわけですね。

西氏： そうです。でも結局、やるのは 200 社~300 社ぐらいです。ただ、当初思った

よりはかなり深掘りして話はしていているのですが、やはり目的が違うかなという感じがします。

藏本氏： 社会貢献という部分はあると思います。βの底上げという市場参加者の共有部分なので。

西氏： だから、資産運用会社としてのソーシャルレスポンスビリティみたいな。

藏本氏： そうなんです。池尾座長がおっしゃったように、シェアの高い信託さんが率先垂範して……。

中神氏： コレクティブエンゲージメントについて、企業年金連合会の濱口さんとも議論をしたことがあります。私が申し上げたのは、「ひどい経営だ、明らかにそこに問題があるという企業に対してみんなで同じことを言う。そういうマイナスをゼロにするエンゲージメントはとってやりやすいと思う、やるべきですと。しかし、ゼロをプラスにするエンゲージメントは投資ホライズンも違うし、切り口も違う。私たちみたいなへんてこりんな人もいるし、なかなか合わないと思う。共同エンゲージメントにそぐわないと思う。そのマイナスをゼロにするところはみんなでやるというのはどうですか」というのが一つです。

それから、この山で言うと、一番左の、さすがにこれらのところはひどすぎるでしょうというような会社は、みんなで言ってもいいのではないか。

藏本氏： ロンドンはそのようですね。

中神氏： そうですか。

藏本氏： ええ。ただ、悪く言うと、ごみ箱になる。個々にやってもらちが明かないものを業界共通の会社をつくり、そこに投げ込んでしまうので、そのスタッフのモラルがすごく下がってしまう。

中神氏： 思い出しました。「フォーカスリスト」ですね。

藏本氏： そうです、「フォーカスリスト」。

中神氏： だから、「フォーカスリスト」のようなものを業界でつくり、さすがに協会名でやるのは大変だと思いますが（笑）、「御社の経営はこことここここは課題があると認識しています」というようなアプローチはあり得るのではないか。

藏本氏： しかし、そういう会社に限って政治力があつたりします（笑）。取扱い注意です。

湯澤氏： 本来は上場廃止機能とか、あるいは privatize するとか、そういうものが働くべきところでは。

中神氏： そうなんですよ。

湯澤氏： しかし、日本で本当にプライベートエクイティも、投資先がないとよくおっしゃいますよね。

中神氏： そうですね。

湯澤氏： 投資先がない、バイアウトしたい先がない。だから、そこが本質的な問題ではないか。そういうプレッシャーにもさらされていないというのですかね。

松尾氏： 今やっているこの会合は、投資顧問業協会の研究会で、メンバーとして業界大手の方々が入っておられるわけです。業界大手の方々がかうして動くのは、たぶん今から変わってほしいということだと思います（笑）。ですので、どういう問題意識をお持ちなのか、業界大手の方々に言っていただければと思います。

中神氏： 問題意識というよりも、今日もたぶん議論の底流にずっとあるのは、みさき

がとても尖っているとか「濃い」というのは、きっとコンサルティングというものがあるからだろうということだと思います。確かにそのとおりで、そういう尖った会社とかファンドというのはやはりニュープレーヤーがやっていくことが多いのではないかと。私としては、山研ですっと昔から提唱しているような、エマージング・マネージャーズ・プログラムとか投資一任のプラットフォームみたいものをつくって、どんどんそういう人が入ってくるようになるといいと思います。

それを見て業界大手の皆さんも、「このエンゲージメントは自分にはできるけど、これはちょっとできない」とか、「これをやればこのぐらいのリターンが期待できるのか。俺たちのブランド力や俺たちの社会的な基盤をもってすればもっとうまくできる」とか、例えばそういうケースもあると思います。まず、そういうもののショーケースをつくるのが大事で、そのショーケースを見ながら、業界全体として大きなうねりになるというのがいいのではないかと考えています。

松尾氏： だから業界大手の方が、「いや、俺たちはとてもここまでできない」と思っ  
てはいけないということですかね（笑）。

中神氏： そうですね……。できないところもあると思います。

池尾座長： 時間が少なくなってきたのですが、河村さん、2番目の質問があったので  
すか。

河村氏： 実は、先ほどの2番目の質問はまさにここのハイリスクアプローチのところ  
で、これは集团的エンゲージメントのことを考えておられるのですか、それに参加される  
おつもりはあるのですかと聞こうとしたわけです。

池尾座長： 会長から、何かありますか。

大場会長： 本日のテーマに関しては、求められる視点がすごく広く、エンゲージメン  
トだけでも場合分けをしないと難しいのではないかと思います。また全体として見ると、  
いろいろご意見が出ているように、日本の企業の収益性はなぜ低いのかという問題がまず、

ベースにあると思います。これがたぶん、山のピークが分散図の左側に来ている大きな理由ですよね。

中神氏： はい。

大場会長： これは何かというと、だいたい議論が尽くされていて、結局は中神さんがおっしゃる障壁の話になってくるのですが、まず、一つの業界になぜこんなにたくさん企業があるのか。これが全然崩れない。日本のマーケットで、自動車メーカーがなぜ 10 社も成り立っているのだろう。撤退しないですからね。

二つ目は、グローバルに比べて撤退の基準が甘い。甘いとはどういうことかということ、赤字にならないと撤退しないのです。

中神氏： なっても撤退しない。

大場会長： 収益性が低くても撤退しないです。それでやはり低くなってしまふ。それはどうしてなのか。

三つ目は、これは先ほどの西さんの話にも関連するのですが、やはりシェア重視というか、戦後経済を引っ張ってきた価値観のようなものがすごく根強く、ビジネスがシェア中心になる。売上高中心と言っていいのでしょうか、運用業界でいうと、AUM 拡大競争(笑)。

西氏： あまり言わないでください(笑)。

大場会長： やはり、そういう価値観があるので、何を言いたいかということ、ビジネスがコモディティー化しやすい。コモディティー化しやすいということはやはり価格競争ということなので、「ほかより安くします」というビジネスになりやすい。ここら辺がたぶん大きな要因ではないか。日本の特徴はたぶん、ありとあらゆる業界でそれと同じ現象が見られるということではないかと思います。

ですから、先ほどの議論で言うと、まず底辺にある業界をどう底上げするか、これはインデックスマネージャーの大きな仕事かもしれません。ところが、リターンを上げている会社がさらによくなるのではないかという、中神さんのようなアプローチのところは相当

スペシフィックにやらないといけない。内容が難しいので、底上げの場合とはアプローチが違うのではないかと思います。ですから、そういう場合分けをしたエンゲージメント、スチュワードシップ活動が大事ではないか。きょう皆さんの議論を聴いてそのように感じました。

したがって、業界でこういうことをやっているということを会員の皆さんに還元する意味では、そのようなことを整理して、ホームページにアップするようなことが大事ではないかという気がしました。それが私の感想です。

池尾座長： さすが総括的な、締めくくりにふさわしい発言でした（笑）。

最後に、ぜひご発言をしたいというようなことがありましたら、もう少しだけ発言をしていただく余地はあると思います。いかがでしょうか。

湯澤氏： マージンの話が出ましたが、過剰労働、過剰生産がある中で、やはり人が減ってきている。その中で建設業界というのは全般的にマージンがよくなってきています。佐川とヤマトの違いを見ても、キャパシティをある程度考え、そのユーティライゼーションを高めていくという発想をされた経営者がいる会社はマージンが上がってきているのではないか。

まさにいま人が減ってきている中で、発想が変わってくればマージンはかなり簡単に上がる余地があるのではないか。それにより、先ほどおっしゃったプライシングのところも、キャパシティをみんなに限れば高く売れるわけですから、そういう変化が日本全体としてあるのではないかという感じがあります。

石川氏： 今月の「証券アナリストジャーナル」の座談会で、デービッド・アトキンソンさんが、「日本は一人当たりの生産性が非常に低い。人口も減る。そもそも日本のおもてなし文化だけでは人は呼べない。では、どうするかというと、観光立国として短期の外国人旅行者をどんどん呼び込む。日本で収入を増やすにはこれしかない」と、ラフに言うというところをおっしゃっているわけです。

今われわれが議論しているのは個別のボトムアップのアプローチですが、マクロの日本の生産性を上げるにはどのような解があるのか、ぜひ先生のご見解を聞きたいと思います。



池尾座長： 先ほどのマージンの話もそうですが、すごく頑張って高いのをさらに高くするのは大変です。しかし、十分低いのは、ちょっとするとすぐ上げられる可能性があります。生産性についても平均するとアメリカの半分というのは、逆に言うと、潜在的には改善の余地がものすごくあるということです。だから、非効率性というのは未利用の資源だという感じがある。

だから、その資源をどうやって掘り出すか。そのきっかけさえうまくつけば、短期間で十分ドラスチックに変わる可能性はあると思います。それが希望だという話で。

中神氏： 今みさきで、労働生産性改善プロジェクトをやっています。非常に人的集約度の高い業種ですが、コンサルティング時代の経験からすれば、ビジネスプロセス・リエンジニアリングです。多少かっこよく言うとそうですが、やっていることは何かというと、基本的には、営業の人、現場の人、現業の人、本社の人、それぞれに合った業務量調査票をつくって配り、例えば2週間とかで書いてもらいます。それを全部集約して分析すると、だいたい改善のアイデアがどんどん出ます。

そうすると、過去のコンサルティングの経験からざっくり言えば、労働生産性が2~3割は上がります。例えば、この会社はどのようになっているかということ、現業の人の仕事量が100あるとしたら、本当にお客さんに価値を出している仕事、つまり、お客さんのところに行って実際の業務をやっているのは4割ぐらいしかないのです。間接業務、例えば日報を書くとか、支社に寄って打ち合わせをしているとか、そういう業務が3割ぐらいある。あとは移動が3割ぐらいあります。

今はこういう時代だから、GPSをトラックなりにちゃんと付ける。ルートがすごく非効率だとしたら、本社から「こういうルートで行け」とちゃんと指示をする。直行直帰するだけでも移動時間はすぐ減ります。そうすると、その分を直接作業に振れるわけです。あとは間接業務の削減です。iPadを配って日報などはその場で書き、本社に送っておいて帰ればいい。そういうことが社内の無駄な会議をやめることにもつながる。こういうことをやると、この3割もぐっと減ります。そうすると、価値のある直接作業にどんどん振ることができる。

その次に、この価値ある直接作業も、よくよく見ると、「これは昔だから2人でやっていたのでしょ」というところがあります。「今これだけ技術も進展し、お客さんの意識も変わっているのだから、1人でやろう」とか、「これはお客さんにDo It Yourselfでやっても

らおう」とか、「これはコールセンターで受けてしまおう。わざわざ営業の現場が受ける必要はない」とか、そういうことを細々やるとさらに 2~3 割業務効率が上がります。そのぐらい日本の労働生産性は真正面からちゃんと見える化されていない。改善されていないわけです。そのような感覚で、やれることは山ほどあります。

池尾座長： まだまだ議論は尽きないところですが、予定の時間となりましたので、この辺りで本日の研究会は終了とさせていただきますと思います。

お断りです。この場でのご議論について議事録はつくらないのですが、概要等は協会の広報誌やホームページに掲載することになっています。もちろん、掲載する内容などについては、事前に皆さまにお目通しをいただくので、フィルターをかけていただくとかします。ただ、協会広報誌及びホームページに概要を出させていただくことをご了解ください。

なお、次回の当研究会の開催については協会事務局より改めてご連絡をいただくということですが、事務的な連絡は……。

事務局： 特にありません。

座長： 本日はどうもありがとうございました。これで散会とさせていただきます。