



「稼ぐ力のその中身」～みさき投資編～vol.1

コンサルタントがつくった「一粒で三度おいしい」ファンド

2015/6/8

成功する企業には「優れた戦略」がある。優れた戦略の条件は「そこに思わず人に話したくなるようなストーリーがあるかどうか」と説く楠木建・一橋大学大学院国際企業戦略研究科教教授。本連載では、「戦略ストーリーの達人」たる経営者との対話を通じて「稼ぐ力」の中身を解明する。

NewsPicks 読者は「スタートアップ、IPO、イーロン・マスク」

楠木：中神さんはNewsPicksをよくご存じないかもしれませんが、僕はNewsPicksをこの1年ぐらい見ていて気がついたことがあります。僕らの世代には「巨人、大鵬、卵焼き」というフレーズがありました。

子どもが好きな3つのものですね。NewsPicksに頻繁にコメントを書き込むアクティブなユーザーは30代前後。ほかのビジネスメディアと比較して、相対的に若い世代が多いと思うのですが、そういう人たちにとっての「巨人、大鵬、卵焼き」がある。すなわち、「スタートアップ、IPO、イーロン・マスク」。この辺の記事になると、やたらと読者の食いつきがいい。

その理由を考えてみると、30代ぐらいまでの若い読者にとっては、物心がついたときから日本が不景気だったということがあるような気がする。行き詰まった日本しか知らないせいか、社会に対する閉塞感とか将来に対する不安を抱えているんですね。

それをスカッとさせてくれるシンボリックな清涼剤が「スタートアップ、IPO、イーロン・マスク」なのかもしれません。イーロン・マスクのような大きな構想を持った企業家が、既存の業界の構造を大きく変えようという野心を持ってベンチャーを興し、IPOで巨額な資本を集め、さらにデカイ勝負に出るといったストーリーですね。漠然と閉塞感が漂う社会に生きている人にとって、実にスカ

ッとする。

これは NewsPicks に限らない話ですが、このところビジネス・ジャーナリズムに対する人々の注意・関心の偏りを感じます。たとえば市場を3つに分けて考えてみる。1つ目が株式市場に代表される「資本市場」。2つ目が実際に製品やサービスなど、財の取引が行われている「競争市場」。3つ目が「労働市場」です。

ビジネスに関わるニュースや記事、論説などは、ほとんどの場合この3つの市場のどれかを相手にしているわけですが、僕たちが若い頃と比べると、今の関心は資本市場と労働市場に傾斜しているように思います。

読者が労働市場に興味を持つのはいつの時代も当たり前ですよ。自分の問題ですから。日本もこの20年で労働市場がだいぶ流動化しました。昔と比べると労働市場をめぐるあれこれに、ますます人々の関心が向くのは自然な流れです。僕が NewsPicks で連載している「キャリア相談」も労働市場タイプです。

僕が特に面白いと思っているのは、昔と比べて人々の関心がやたらと資本市場に向いているということです。日々の株価もそうですが、M&A とか最近のキーワードでいうと ROE（株主資本利益率）とか、どこが上場したとか、上場しそうだという話題。

人間の関心の総量はいつの時代も一定です。資本市場に目が向く分、競争市場に対する関心が希薄になる。どこそこのベンチャーが資本調達したとか、やれどこそこが上場したら時価総額1兆円に届くんじゃないか、みたいな話が前面に出てきます。

ところが、そのベンチャーならベンチャーの日々の商売の中身、実際の戦場である競争市場でどのような戦略で戦っているのかについてはあまり目が向かない。



楠木建（くすのき・けん）

一橋大学大学院国際企業戦略研究科教授

専攻は競争戦略。企業が持続的な競争優位を構築する論理について研究している。著書は『「好き嫌い」と経営』（2014年、東洋経済新報社）、『戦略読書日記』（2013年、プレジデント社）、『経営センスの論理』（2013年、新潮新書）、『ストーリーとしての競争戦略：優れた戦略の条件』（2010年、東洋経済新報社）、*Dynamics of Knowledge, Corporate Systems and Innovation* (2010, Springer) など

中神：そうですね、確かに。

楠木：高度成長期のビジネス雑誌ですと、「織田信長と豊臣秀吉と徳川家康、君はリーダーとしてどのタイプ？」なんていうリーダーシップものが鉄板ネタでしたよね。「鳴くまで待とうホトトギス」とか。

経済成長の追い風を受けて会社や商売がどんどん大きくなるから、リーダーの器量とか、その手の話が興味・関心をひく。

ところが、経済が成熟してくると、個別の商売の中身はだいたい決まってくる。だから、空中戦のドンパチに目が向くようになる。つまり、「上場！」とか「買収！」とか「売却！」とか「100億円調達！」とか、ようするにパッと目をひく「イベント」に関心が向くという成り行きです。

もともとニュースやジャーナリズムは、「イベント」に流れる性質を持っていると言ってしまえばそれまでですが、それにしても昨近のイベント傾斜、資本市場傾斜は過剰だと思います。3つの市場のうち、企業が稼ぎをつくっている肝心の競争市場での商売の中身への関心が希薄になってい

る。

典型的には、少し前の「gumi ショック」。モバイルオンラインゲームの gumi が上場して大きな資金を調達する。その途端に NewsPicks では「すごい！」「イノベーター！」「グローバルに挑戦！」とか盛り上がる。

で、上場直後に業績予想を下方修正したりすると、途端に主幹事の証券会社が悪いとか東証が悪いとか、社長の國光宏尚さんは経営者としてどうなのかみたいな「犯人探し」になる。で、一気に盛り下がる。こういう成り行きです。

僕に言わせれば、資本市場とか株式を公開するというのは、そもそもそういうものだと思います。

非常に不確実性が高いゲームという事業立地、参入障壁が極端に低くて多数乱戦型の競争構造、さらにはそこでの國光さんのような高いリスクを取るアグレッシブな経営スタイル、こうした gumi の商売の在りようを見れば、IPO の前後で一時的に滑った転んだがありそうなのは容易に想像できる。

それも含めて、リスクの高い新規上場株であることは、昔の堀江さんのフレーズじゃないですが、「想定内」もいいところですよ。でも、それは資本市場だけを見ていてはわからない。競争市場を見ていないとわからないんです。

僕は自分の仕事の専門が競争戦略だということもあって、NewsPicks の読者にも競争市場での実際の商売の中身やそのやり口にもう少し目を向けてもらいたい、と前々から思っていました。この新しい連載「稼ぐ力のその中身」を始める動機もそこにあります。

成長経済下では、次々に生まれるオポチュニティを捉えて、「行け行けドンドン」で経営していれば成果は後からついてきた。

しかし、経済が成熟した今日では、話はそれほど単純ではありません。個別の事業での戦略が商売の成果を大きく左右する。外部環境の追い風にそれほど期待できなくなった今こそ、競争市場での競争戦略に目を向けるべきだというのが僕の主張です。

数年前からしばらくの間、僕は紙の雑誌（『週刊東洋経済』）で「戦略ストーリーの達人たち」という対談シリーズをやっていました。この際、自由度がはるかに大きい Web メディアで再開したいと NewsPicks 編集部へ提案したところ、お引き受けいただいて、今回がその一発目です。

最初のゲストとして中神さんにご登場願ったのには理由があります。中神さんが仲間の皆さんと今回設立された「みさき投資」は、今申し上げたような僕の問題意識からすると、一粒で三度おいし

い。

第1に、これがそもそものテーマなのですが、みさき投資の戦略は大変にユニークで面白い。非常に差別化が難しい業界で、独自の価値をつくらうとしている。

第2に、それだけでなく、中神さんの商売は広い意味での「投資」ですから、資本市場バイアスが強いNewsPicksの読者にも、わりとすんなりと関心を持ってもらえそうだという下心（笑）。

で、第3に、これも下心ですが、みさき投資はまごうかたなき「スタートアップ」。しかも、中神さんのこれまでのキャリアがNewsPicks読者の関心のど真ん中。NewsPicksの人が好きなものを全部お持ちでいらっしやいます。僕にしてみれば、NewsPicksの読者を競争戦略の方面に誘導する入口として、中神さんは願ったりかなったりなんです。



中神康議（なかがみ・やすのり）

みさき投資社長

大学卒業直後から経営コンサルティング業界に入る。アンダーセン・コンサルティング（現アクセンチュア）、コーポレートディレクション（CDI）で約20年弱にわたり、幅広い業種でコンサルティングに取り組む。数多くのクライアント企業価値向上の体験を元に、『働く株主[®]』投資モデルの有効性を確信。2005年に投資助言会社を設立し、数々のエンゲージメント成功事例を産んできた。2013年にはみさき投資を設立し、新ファンドをスタートさせた。近著に、『ROE 最貧国 日本を変える』（共著、日本経済新聞出版社）、『経済学は何をすべきか』（共著、日本経済新聞出版社）。慶應義塾大学経済学部卒。カリフォルニア大学バークレー校経営学修士（MBA）『山を動かす』研究会発起人・代表幹事

20年間のコンサルタント経験の後、投資の世界に

楠木：中神さんはもともとコンサルタントとしてキャリアをスタートさせていますね。

中神：そうですね。大学を出てすぐ経営コンサルティング業界に入りました。当時のアーサー・アンダーセンのコンサルティング部門（現・アクセンチュア）です。

楠木：いわゆるひとつの「外資系コンサル」。それにしても不思議なのは、何でみんなコンサルティング業やコンサルタントを「コンサル」って短縮するのかな。アカウンティングは「アカウン」にならないのに。わりと下品な語感の言葉ですよ、「コンサル」。

中神：当時はまだそういう職業があるということも知られていなくて、みんなから「何だ、それ!？」って言われました。今もそうかもしれませんが、銀行とか、商社とか、損保会社に行くのが正しい就職だと思われていましたから。

楠木：中神さんは僕と同じ年で、昭和39年生まれですね。なぜコンサルティングの仕事を選んだのですか。

中神：「人に人生を左右されたくない」というのが、仕事を選ぶ際の大原則だったんですよ。僕の父親は建築業界で働く普通のサラリーマンだったのですが、まさに高度成長時代の転勤族でした。長期の単身赴任もしていました。

それを見ていて思ったのですが、勤め人って悪い言い方をすると、人に人生を左右されてしまうんだなと。「今度はこっちの現場に行け」とか、「今度は経理部に行け」とか。

楠木：会社の都合に左右されてしまうと。

中神：自分の人生なのに、自分で決められないことも多い。与えられた場所で「一隅を照らす」のも確かに素晴らしいけれど、僕は人に自分の人生を決められる生き方は無理でした。

僕は文系だったんですが、文系には自分の人生を自分で決められる仕事が弁護士か会計士くらいしかないのかなと思っていました。でもどちらも自分には向いてなさそうなので、何か他の専門職はないのかな、と思ってたんですよ。

そのとき、たまたま、おじの会社のコンサルタントと知り合った。この人がむちゃくちゃカッコよかったです。ヨウジヤマモトの顧問をやりながらヨウジを実際に着こなして、ニューヨークのど真ん中に事務所を持っていたりして。

楠木：それはカッコイイ。話はそれですが、ヨウジヤマモト、今ではわりと年配の人が着るブラン

ドのように思われていますが、僕は今でも日本の女性が一番カッコよく見える服はヨウジヤマモトだと思っています。最高にクール。

ヨーロッパやアジアではヨウジヤマモトは人気が根強いですね。で、話を戻しますと、その方は個人の独立したコンサルタントでいらしたんですか。

中神：そうです。もともと大手の外資コンサルティング会社にいて独立された。それを見て僕は、「すごいカッコいいな、こういう仕事があるのか」とがつつり影響されました。

楠木：わりとミーハー（笑）。それでアクセンチュアに行った、と。

中神：アクセンチュアに2年ちょっといて、それからビジネススクールに行ったんですね。向こうでは当時スタンフォードのビジネススクールにいた現・経営共創基盤 CEO の富山和彦さんに来て誘われて、CDI（コーポレート・ディレクション）に入りました。

楠木：CDI はいわゆる「戦略コンサル」ですね。NewsPicks 的にはイイ感じ。コンサルティング業界で相当に長い間お仕事をなさった後に、投資というか資産運用の世界に移られたのは、どういう成り行きや動機があったのですか。

中神：僕は約20年弱コンサルティングしかしたことがなかったんです。でも20年もやると、本当に経営者とがっちり組んでいい仕事ができることが何回かある。すると大きく会社が変わる。会社が変わると価値が上がる。価値が株価につながって、「こんなに株価が上がった！」ということが何度かあったんです。

楠木：その原体験が今日のみさき投資の戦略の起点にあったと思うのですが、それは後でじっくりお聞きするとして、中神さんは投資・運用の世界で10年くらい仕事をしているということですね。

最初はある独立系資産運用会社とジョイントベンチャーをつくって新ファンドをスタートし、2014年にはそのファンドのコアメンバーたちと一緒に独立して今の「みさき投資」を始められた。

中神：正確に言うと、「みさき」をつくったのは2013年の10月です。でもファンドが立ち上がったのはその約1年後の2014年10月ですね。

楠木：押しも押されぬスタートアップ。

中神：まだ再スタートを切ったばかりであることは間違いないですね。

(構成：長山清子、撮影：遠藤素子)

脚注：

『働く株主[®]』は、みさき投資の登録商標です。

A photograph of Kenri Nakagami, a middle-aged man with a goatee, wearing a light-colored checkered shirt. He is gesturing with his right hand while speaking. In the background, there is a desk with a laptop and some office equipment.

楠木 建 × 中神康議

#02 稼ぐ力のその中身
戦略ストーリーの達人たち

「稼ぐ力のその中身」～みさき投資編～vol.2

資産運用、その種類と仕事の中身、未来像

2015/6/9

成功する企業には「優れた戦略」がある。優れた戦略の条件は「そこに思わず人に話したくなるようなストーリーがあるかどうか」と説く楠木建教授。本連載では、「戦略ストーリーの達人」たる経営者との対話を通じて「稼ぐ力」の中身を解明する。

パッシブ投資とアクティブ投資、それぞれの運用スタンス

楠木：中神さんのやっているファンドとか資産運用というのは、どういうお仕事なのか、読者に説明していただけますか。言葉としてはよく聞くとしても、その具体的な中身となるとよくわからないという人も多いと思うのです。

中神：どこから話せばいいのかわかりませんが、一般論としては人からおカネをお預かりして、それを運用していくのが資産運用業です。預かったおカネは債券で運用することもあるし、不動産や株式で運用することもある。現在、僕たちは上場株式で運用しています。

楠木：株式の運用のスタンスにもいろいろありますよね。

中神：そうですね。たとえばアクティブ運用とパッシブ運用があって、市場全体の動きを表す日経225や東証株価指数（TOPIX）などのインデックスに追随するのがパッシブ運用です。本当にまったく同じ動きを再現しようとしています。

その一方、アクティブ運用というのがあって、これはたとえばTOPIXをベンチマークにして、TOPIXに勝つことを目的にします。許されるリスク量の中で、ベンチマークに勝った、負けたを競う運用です。これは結構いっぱいあるんですよね。

楠木：いわゆる「ファンドマネージャー」が投資対象を組み合わせたポートフォリオをつくって、売り買いの判断をして運用していく。これが一般的な「アクティブ」のイメージですね。そこで判断という仕事をする分、パッシブと比べると、運用会社は、当然、より高い手数料を取るわけですね。

中神：おっしゃる通りです。

楠木：アクティブ運用の手数料というのは、ごくざっくり平均を言えば何%ぐらいなんですか。

中神：僕はやったことがないので正確にはわかりませんが、僕が聞いている範囲では、日本株のアクティブ運用だと、40 ベーシスとか 60 ベーシスが管理報酬としてもらえるようです。

楠木：ベーシスって、普通の世界では使わない独特の単位ですよ。

中神：そうなんです。僕も正直、この業界に入って初めてそういう単位があることに面食らったようなわけで……。ベーシスというのは 0.01% です。1% は 100 ベーシスなんです。要は管理報酬が 30 ベーシスだとすると、100 億円お預かりした場合、3000 万円もらえる。

楠木：前々から不思議だったんですが、何で投資とか運用の世界では「ベーシス」って言うんでしょうね。普通はパーセンテージで言いますよね。

中神：せめて「1.2%」とかね。でもそれを「120 ベーシス」と言うわけですよ。僕もその理由を考えましたが、皆さんが一般的に感じているのとは違って、資産運用業というのは、言葉の本来の意味において、付加価値が薄いということじゃないかな、と。

だって、改めて考えてみてください。資産運用業、特に上場株式の運用って、誰でも買える「上場株式」というものを、誰でも同じ値段で買うしかない。売るときだって、みんなと同じ値段で売るしかない。バイイングパワーも、セリングパワーも持ちえない。

しかも、その売り買いの間に、自分たちが付け加えられる価値はほとんどない。

言ってみれば、誰でも仕入れられるナショナルブランド製品を、なんのバイイングパワーもなく買うしかなくて、しかも、その製品に何か付加価値を足すこともなく、そのまんまみんなと同じ値段で売らなければならないわけですよ。実業の付加価値の厚さとはまったく違う構造です。

楠木：面白い。そこに人間の本性が出る。「120」と言ったほうが「1.2」より何か重要なことをしているように聞こえるから。

中神：そうですね。製造業でもサービス業でも、実際にモノをつくってそれを売り買いするような普通の事業会社では、ベース単位で成り立つものなんかまず存在しないでしょう。

でも資産運用業界は、動かすおカネが大きいから 0.01%でもやっていける。だけどその裏返しで本来的な付加価値は非常に薄い、ということじゃないかなと思います。

楠木：儲かっている事業会社だと、営業利益率が 2000 ベース。なんか、ものすごいことになっている気がする。

中神：そうです。だから僕はよく、「国は何もせずに税金で 5000 ベースも取っていく」なんてことも言いますよ（笑）。



中神康議（なかがみ・やすのり）

みさき投資社長

大学卒業直後から経営コンサルティング業界に入る。アンダーセン・コンサルティング（現アクセンチュア）、コーポレートディレクション（CDI）で約 20 年弱にわたり、幅広い業種でコンサルティングに取り組む。数多くのクライアント企業価値向上の体験を元に、『働く株主®』投資モデルの有効性を確信。2005 年に投資助言会社を設立し、数々のエンゲージメント成功事例を産んできた。2013 年にはみさき投資を設立し、新ファンドをスタートさせた。近著に、『ROE 最貧国 日本を変える』（共著、日本経済新聞出版社）、『経済学は何をすべきか』（共著、日本経済新聞出版社）がある。慶應義塾大学経済学部卒。カリフォルニア大学バークレー校経営学修士（MBA）『山を動かす』研究会発起人・代表幹事

パッシブは「お澄まし」、アクティビストは「豚骨」

楠木：なるほどね。手数料率が小さくても、動かすおカネがとにかく大きい。当然収入としては大きなものが期待できる場合もある。

中神：はい、そうですね。

楠木：じゃあアクティブ運用をする人たちは、少しでもインデックスを上回るように一生懸命頑張る。その頑張りに対して、お客さんは手数料を払う。これには成功報酬という要素も入るんですか。

中神：アクティブの世界ではほとんどないですね。

楠木：ということは、お客さんがこの人に運用してもらおう、この金融商品を買おう、このファンドに投資しようとした時点で、もうおカネを払わなきゃいけない。

中神：そうですね、その時点でというよりも、管理報酬を何%かずつ毎年払う、その何十ベーシスカを本当にこのファンドに対して払ってよいのかという意味決定ですね。

楠木：こんなふうにはいろいろな投資のやり方がありますが、中には「アクティビスト」として有名な投資家もいますよね。伝統的なアクティビストというと、どんなイメージがありますか。

中神：やっぱり昔で言うとスティール・パートナーズとか、最近で言うとソニーやファナックで有名になったサード・ポイントのダン・ローブとか。

楠木：つまり、単に投資をするだけじゃない。これまで話してきたアクティブ運用よりも、もっと「アクティブ」になる。

中神：いわゆる「もの言う株主」というやつですよ。経営に意見を言う。「この遊休資産は売べきだ」とか、「もっと株主に利益還元するべきだ」とか。



楠木建（くすのき・けん）

一橋大学大学院国際企業戦略研究科教授

専攻は競争戦略。企業が持続的な競争優位を構築する論理について研究している。著書として『「好き嫌い」と経営』（2014年、東洋経済新報社）、『戦略読書日記』（2013年、プレジデント社）、『経営センスの論理』（2013年、新潮新書）、『ストーリーとしての競争戦略：優れた戦略の条件』（2010年、東洋経済新報社）、*Dynamics of Knowledge, Corporate Systems and Innovation* (2010, Springer) など

楠木：つまり伝統的なアクティビストは、今すぐその会社の株価を上げるための提案をする。投資家にとって、より「そそる」会社にして株価が上がるよう、会社の経営者に直接働きかける。ここまでアクティブになると、商売の収入は、手数料に加えて成功報酬が入ってくるのですか。

中神：そうですね、さっきの管理報酬に加えて、だいたい成功報酬がつきますね。

楠木：なるほど。それはどういうふうに計算するのですか。

中神：少し昔の話ですけど、「2の20」というのがよく言われていて。

楠木：よく言いますね、「2の20」。こういうの、NewsPicks を読んでいる人は知っておくといいと思いますよ。プロっぽいから（笑）。

中神：まず管理報酬が200ベース、2%です。これが2の部分。20というのは何かというと成功報酬で、たとえばファンドに100の価値があったとします。でも一生懸命アクティビストが頑張って企業に配当させたので、120になりました。

だから、この20上がった分の20%をくださいねということで、4をもらいます。こんなふうに成功報酬があると全然違う儲けの構造になるんですね。

楠木：要するに資産運用というと何か特殊なことをやっているようだけれど、仕事に対する値段のつけ方は、世の中の原理原則に沿っていますね。まったく投資をしない状態を真水だとすると、パッシブというのは味が薄いお澄ましみたいな感じ。

台湾あたりの、ちょっとネギが入っている透明な鳥のスープくらいの薄さ。それがアクティビストになるとだんだん濃くなってきて、「もの言う株主」なんかもう豚骨並みにドロドロ。手をかけた分、管理報酬プラス成功報酬も取れる。その代わり大変さも増すということですよ。

中神：そうですね、そっちの世界は大変ですね。

楠木：中神さんが始めたみさき投資は、見かけ上はアクティビストですね。経営に直接働きかけるわけですから。ところが実際は従来のアクティビストとは戦略が全然違う。そのあたりを次回は詳しくお伺いしたいと思います。

(構成：長山清子、撮影：遠藤素子)



「稼ぐ力のその中身」～みさき投資編～vol.3

投資先の業績向上に汗をかく。コンセプトは「働く株主®」

2015/6/10

成功する企業には「優れた戦略」がある。優れた戦略の条件は「そこに思わず人に話したくなるようなストーリーがあるかどうか」と説く楠木建教授。本連載では、「戦略ストーリーの達人」たる経営者との対話を通じて「稼ぐ力」の中身を解明する。

戦略ストーリーの起点

楠木：ここからがこの連載、「稼ぐ力のその中身」の本題なのですが、中神さんの「みさき投資」は、普通のファンドとどこが違うのか。投資業としてどういうふうに独自の価値をつくって稼ごうとしているのかという、戦略のストーリーをお聞きしたいと思います。

みさき投資のコンセプトは「働く株主®」ですね。これが何を意味するのか。「もの言う株主」との対比でお聞きするとわかりやすいと思うのですが。

中神：第1回で申し上げた通り、僕はずっと経営コンサルタントの仕事をしていて、会社の経営を少しでもよくできないかということに自分の職業人生を捧げてきちゃったんですよ。それが一番やりたいことだし、いまだに大好きだし。

だから今も投資家ではあるけれど、経営を少しでもよくしたいということに全力を注ぎたいと思っているんです。そして、経営が良くなれば会社の価値は上がり、リターンが生まれるでしょう。

楠木：ということは、もともとの経営コンサルタントのお仕事と今のお仕事は、連続しているということですね。

中神：僕の中では、めちゃめちゃつながっています。まったく同じだと思いますね。

楠木：普通、コンサルタントというのは、クライアントである会社や経営者に対して価値を提供する。経営者側を向いている仕事。それに対して従来のアクティビストは、徹頭徹尾、投資家のほうを向いている。株主の代理人として、会社にもものを言うわけですね。

中神：もちろんわれわれも直接的におカネをいただくのは投資家なので、投資家のために働くんですけど、利益を得るまでの道筋がちょっと違うというんですかね。

楠木：つまり、みさき投資にとって投資家の得るリターンは、あくまでも会社の経営が良くなったことの結果。

中神：そうですね。会社が良くなったことの結果です。

楠木：考えてみれば、それが当たり前の話なのですが、そこが伝統的なアクティビストとは違いますね。手段と目的の関係が逆になっている。普通のアクティビストは、投資家がより高いリターンを得るのが目的で、その手段として会社を変えようとする。そのためには、わりと即効性のある手法を用いる。

中神：僕たちは、逆で「会社の経営が良くなれば、投資家に対するリターンも、必ずついてくるでしょう」という考え方です。今の話を聞きながら思ったのは、主従関係の違いなのかもしれません。

普通のファンドはあくまでもお客さんが主で、お客さんにリターンを届けるのが目的です。企業は従であって、そこを叩くなら叩く、株主の権利を強硬に主張する。それでリターンをお客さんに届ける。

楠木：そうですね。だから極論すれば、主である株主のニーズを満たすことができるなら会社はどこでもいい。アクティビストとして一番高いリターンを得られる会社がいい会社ということでしょうね。

中神：そうですね。だから普通のアクティビストにとって、会社というのは材料なんでしょうね。

楠木：自分たちの商売に必要な素材というか原材料。

中神：僕は20年間、経営者がお客さんである仕事しかしたことがない。だからお客さんである経営者が喜ぶことをやるのが、僕の仕事そのものであり、それはとりもなおさず会社が少しずつ良くなるってことだと思うんです。それさえしていれば、結果として投資家も喜ぶという順番ですね。

楠木：「働く株主®」というのは、投資家のために働くというよりも、むしろ会社の経営者に対して働く。

中神：その通りです。



楠木建（くすのき・けん）

一橋大学大学院国際企業戦略研究科教授

専攻は競争戦略。企業が持続的な競争優位を構築する論理について研究している。著書として『「好き嫌い」と経営』（2014年、東洋経済新報社）、『戦略読書日記』（2013年、プレジデント社）、『経営センスの論理』（2013年、新潮新書）、『ストーリーとしての競争戦略：優れた戦略の条件』（2010年、東洋経済新報社）、*Dynamics of Knowledge, Corporate Systems and Innovation* (2010, Springer) など

「惜しい会社」の弱点を補う

楠木：でも一口に「働く」といっても、実際にその会社の社員になって、事務処理したり、営業の外回りに行ったりするわけじゃないですよね？

中神：じゃないです（笑）。具体的に言うと、プロジェクトをやるんですね。会社を少しよくするような。

楠木：それはコンサルティングのプロジェクトと同じようなことをするわけですか。

中神：もう本当に同じですね。

楠木：ただしその場合、コンサルティングフィーは発生しないわけですよね？

中神：発生しません。

楠木：ということは、もし意思がうまく合えば、経営側は無料でコンサルティングを受けることができる。

中神：そうですね。でももちろんそこには違いがあります。僕たちとコンサルタントとの違いは、コンサルティングを受けるお客さんというのは、お客さん側にすでに問題意識があることが前提なんです。

楠木：お客さんからある問題を解決してくださいと頼まれるわけですからね。クライアントから発注があって仕事が始まる。

中神：そうです。ですからコンサルティングは基本的には受け身な受注産業です。お客さんのほうに事前に問題意識がない限り、こちらから押しかけて売り込んだってダメ。

一方、株主というのは、一般に何も役割を期待されていない人です。普通の投資家は、業績の質問をしたり、文句を言ったりするだけです。それなのにわれわれは、勝手に会社を分析して、「もしかしたら御社の経営はこうしたら、もっとよくなるんじゃないですか」と所見を持っていくんです。

楠木：伝統的なアクティビストは「自社株買え」とか「リストラしろ」とか「配当増やせ」とか「この事業から撤退しろ」とか、マイナス点を減らすような提案をするのが普通です。これに対して、みさきは「もっとこういうことをしませんか」というプラスをつくっていくような提案をするということですか。

中神：そうです。もちろん、マイナスを減らす提案をすることがまったくないわけではないですが、表面に見える事象だけを取り出して経営者に文句をつけても問題は解決しません。

赤字事業を抱えた会社であれば、むしろその根っこにある、赤字事業を放置している意思決定の仕組みや経営のプロセス、組織文化にまで踏み込んで理解し、提案していかなければ会社は動かないです。

ただ、これは大変なので、僕たちはいい会社をさらに良くしていくプラスの提案のほうが多いですけどね。

楠木：一方で、従来のアクティビストにとって、いい投資対象になる会社というのは、どういう会社ですか。

中神：典型的には本業はあまりよろしくないんだけど、過去に儲けた資産とかキャッシュがたんまりあって、株価はめちゃくちゃ安いというような会社ですね。

楠木：「イイ感じに悪い」会社（笑）。

中神：そう、こういう会社に限って株価も安いので、ガバガバ買って大株主になって、圧力をかけて吐き出させようとする。

楠木：これに対して、みさき投資と一緒に「働く」のは、普通のアクティビストからすると全然おいしくない会社になる。みさき投資のスタンスからすると、普通のアクティビストが投資するような会社というのは、まるで芽がないということになりますね。

中神：全然面白くないですね。と、今ではそう言っている僕らも、実は10年前に投資業界に来たときには、投資仮説が2つあったんですよ。

ひとつは、経営があんまりうまくないのかなと思う会社に行って、「僕たちが筆頭株主になるから、僕たちと一緒に改革をやりましょう。こんなに実績もあります」と言えば、そういう会社に限って割安なので、ホントに会社を立て直せば一気にリターンが上がるんじゃないかというのが、投資仮説（1）。

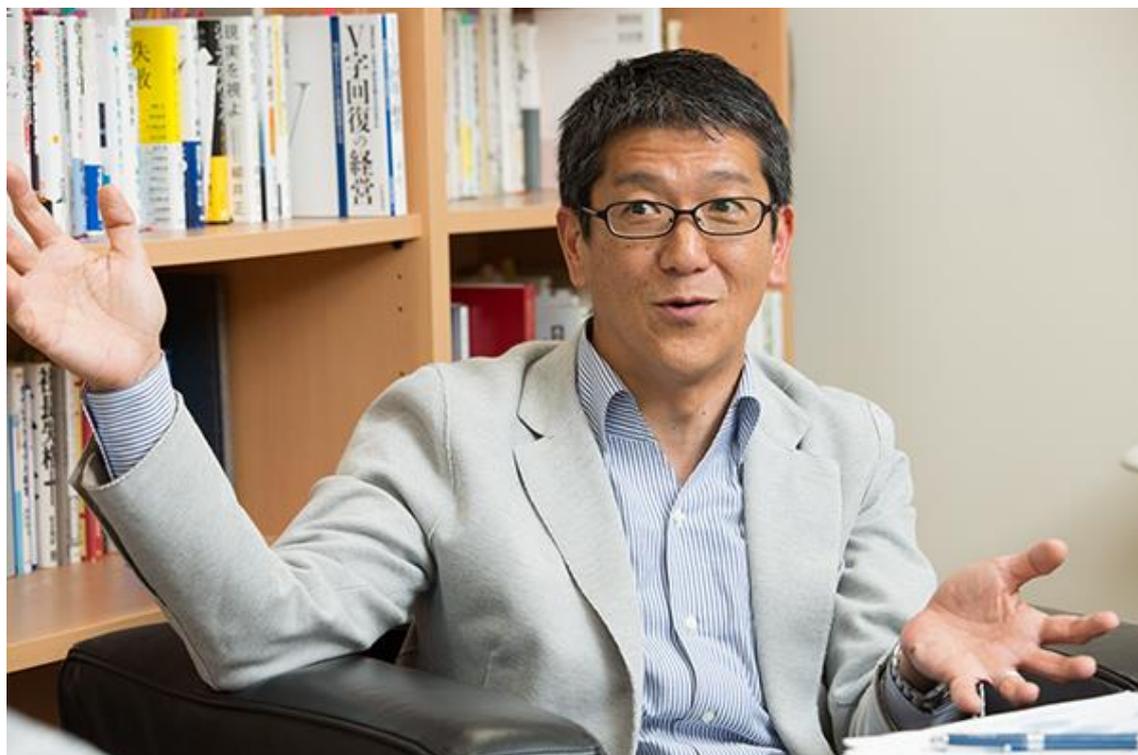
投資仮説（2）は、もともとすごくいい会社でいい経営者、いいチームなんだけれど、まだちょっとだけ惜しい、足りないところがある会社。

たとえば、ちょっとマーケティング機能が弱いかな、とか、経営企画部が海外成長戦略をつくりきれていないのかなとか、CFO機能がちょっと弱いかもね、というような弱点を、われわれが少しでも補えるといいんじゃないか。これが投資仮説（2）。この2つの仮説があったんです。

投資業界に来て最初の1、2年は両方の仮説をやってみたんですが、投資仮説（1）はことごとくダメ。なんでダメかというと、こういう会社の経営者に限って、あんまりやる気がないんです。「まあ、いいじゃん。俺たち別に赤字じゃないんだからさ、放っておいてよ」みたいな感じ。

楠木：因果が逆かもしれませんね。やる気がないからそうなった。停滞の悪循環に陥っている。それでもとりあえず食っていけるから、変わる必然性を感じない。

中神：その通りです。定番商品とか自社ビルとか土地とか、過去の遺産がいっぱいあるから、「コンサルタントとかいらんし」みたいな感じになっちゃうんですよ。



中神康議（なかがみ・やすのり）

みさき投資社長

大学卒業直後から経営コンサルティング業界に入る。アンダーセン・コンサルティング（現アクセンチュア）、コーポレートディレクション（CDI）で約20年弱にわたり、幅広い業種でコンサルティングに取り組む。数多くのクライアント企業価値向上の体験を元に、『働く株主®』投資モデルの有効性を確信。2005年に投資助言会社を設立し、数々のエンゲージメント成功事例を産んできた。2013年にはみさき投資を設立し、新ファンドをスタートさせた。近著に、『ROE 最貧国 日本を変える』（共著、日本経済新聞出版社）、『経済学は何をすべきか』（共著、日本経済新聞出版社）がある。慶應義塾大学経済学部卒。カリフォルニア大学バークレー校経営学修士（MBA）『山を動かす』研究会発起人・代表幹事

投資先の時価総額が10倍に

楠木：仮説（1）と（2）を実行してみた結果、投資仮説（2）が正しいことは経験的にわかってきたということですが、たとえばどんな会社のどんなところを補うんですか。具体的な例でお話していただけますか。

中神：そうですね。たとえば育児用品のピジョンさんの場合は、海外成長戦略をお手伝いできたのが、大きかったと思います。

ピジョンは育児用品でシェア6割、7割を占めている超優良企業ですし、今ではグローバル化に成功した会社のひとつとしてだいぶ有名になりましたが、僕たちが最初に投資をした2005年頃は、日本では赤ちゃんの数が減っているのので、株式市場では「もう大きな成長は見込めない成熟企業だね」と思われていました。

でも前社長・現会長の大越昭夫さんと一緒に海外市場や競合を分析して計画を練り、実際に海外事業が伸びていったら、今や海外売上比率が50%を超えるまでになった。結果的には、時価総額が10倍にもなりました。

別の例では、大谷喜一さんが社長をやられているアインファーマシーズという日本最大手の調剤薬局チェーンでは、店舗生産性の改善が進んでいます。

たとえば、店舗においている在庫を2週間分から3日にするとか、あるいはピーク時に50分弱あったお客さんの待ち時間を20分弱にするとか、薬剤師の処方せん処理枚数を26枚程度から30枚程度に持っていくというプロジェクトが進んでいるんです。

楠木:なるほど。アクティビストもみさき投資も、経営者に働きかける株主であるのは一緒ですが、その筋道がまるで違う。

みさき投資は株主と経営者がまさに一緒になって働いた結果として、会社の業績が上がれば株価も上がる。必ずそうなるかどうかはわからないけれども、そうなれば投資家としてのみさきもそこで報われると。

中神: はい、そういうことです。

(構成: 長山清子、撮影: 遠藤素子)



楠木 建 × 中神康議

#04 稼ぐ力のその中身
戦略ストーリーの達人たち

「稼ぐ力のその中身」～みさき投資編～vol.4

「経営」と「投資」の溝を埋める働く株主®

2015/6/11

成功する企業には「優れた戦略」がある。優れた戦略の条件は「そこに思わず人に話したくなるようなストーリーがあるかどうか」と説く楠木建教授。本連載では、「戦略ストーリーの達人」たる経営者との対話を通じて「稼ぐ力」の中身を解明する。

「経営」に興味がない投資家たち

楠木：今までの「もの言う株主」は、会社の経営そのものをよくすることには、ほとんどタッチしてきませんでした。

でも小学生に言葉の意味などをよく説明したうえで、「“もの言う株主”ってどんなことをやると思う？」と聞いたら、むしろ中神さんが今やっているようなことだと答えると思うんですよ。

すなわち会社に働きかけて、業績を良くする。すると株価が上がるので、投資家としての自分もリターンが得られる。こちらのほうが普通の発想ですよ。

ところが、そういう意味での「働く株主®」というのは、業界にはほかにほとんどいない。これはなぜでしょう。

中神：僕たちにもよくわからないんですが、パブリックエクイティ（上場株投資）の世界には本当にそういう投資家が少ないんです。

ただ、プライベートエクイティ（未上場、未公開企業）の世界では僕らと似たようなことをしている会社はありますよ。

楠木：それは、いわゆる傾きかけた会社を再生するような？

中神：そうです。ですから投資対象は違うけれど、経営者と一緒になって働く、汗をかくというところは同じ。ところが上場企業が相手となると、途端に誰もいなくなっちゃうんですね。

最近、僕たちと同じようなコンセプトで、アクティビストとは違うけれど、経営にいろいろな提案をするファンドというのが増えてきていますが、本当に経営そのものの改善を働きかけて、一緒に企業価値を上げていこうというところは多くないように思います。

楠木：それはなぜでしょう。取引される株の量は、上場企業のほうがもちろん多いわけですよね。

中神：めちゃくちゃ多いですよ。桁が三つ違うくらいです。日本の上場株式市場の全体時価総額は600兆円程度です。一方で、プライベートエクイティのほうは、国内の過去からの全部の投資案件を累積したとしても一桁兆円にも届くか、届かないかだと思います。

楠木：それにもかかわらず、なぜその主戦場でそういうことをやる人がいないのか。僕なりに理由を考えると、普通のアクティビストからすると、中神さんのやっていることは恐らく最もやりたくないというか、「非合理」なことに見える。

従来のアクティビストも極めて賢い人たちですが、だからこそ見えないものがあつた。「賢者の盲点」を突く。そこがみさき投資の戦略ストーリーの妙味だと僕は思うんです。仮に普通のアクティビストに、「こういう商売してみない？」と言ってみたら、「イヤなこつた」という返事がすぐに返ってくるでしょうね。

中神：そうかもしれませんね。海外の投資家からは、「お前たちはそんな手間暇のかかる大変なことをよくやっているな」と、半ばあきれられた感じで驚かれます。

楠木：そもそもはたから見ていて僕が不思議なのは、資本市場で切った張ったやっているピュアなアクティビストって、実際のところびっくりするほどその会社の事業の中身について知らないじゃないですか。

中神：知らないというより、興味がないんじゃないでしょうか。

楠木：本当に驚くほど興味がない。その会社がどうやって儲けていこうとしているのかとか、経営者の意図はどのへんにあるのかとか、まったく関心がない。これは小学生が聞いたらびっくりすると思いますよ。

投資対象となる会社の商売の中身や、経営陣の意思に興味がないというのは、考えてみれば変な話です。発想と思考が資本市場の中で閉じている。

やっぱり彼らの仕事の性格からして、ポートフォリオに含まれている数多くの会社を見なきゃならないし、四半期ベースで数字はくるくる変わっていく。稼ぐ力の中身なんかいちいち見ている場合じゃないよ、ということなんですかね。

中神：ひとつはそうだと思います。

楠木：あとは、決定的な問題として、商売の中身をよく知ったとしても、結局のところ、従来のアクティビストの戦略からすると、自分たちのパフォーマンスにとって、たいして影響はないということがありますね。

中神：そう。「そんなに調べ倒して、手間暇かけて提案したところでホントに儲かるの？ リターンにつながるの？」といったことはよく言われます。

楠木：事業の戦略と株価は、因果関係が遠いように思うんでしょうね。

中神：そういうふう思うらしいです。



中神康議（なかがみ・やすのり）

みさき投資社長

大学卒業直後から経営コンサルティング業界に入る。アンダーセン・コンサルティング（現アクセンチュア）、コーポレートディレクション（CDI）で約20年弱にわたり、幅広い業種でコンサルティングに取り組

む。数多くのクライアント企業価値向上の体験を元に、『働く株主[®]』投資モデルの有効性を確信。2005年に投資助言会社を設立し、数々のエンゲージメント成功事例を産んできた。2013年にはみさき投資を設立し、新ファンドをスタートさせた。近著に、『ROE 最貧国 日本を変える』（共著、日本経済新聞出版社）、『経済学は何をすべきか』（共著、日本経済新聞出版社）がある。慶應義塾大学経済学部卒。カリフォルニア大学バークレー校経営学修士（MBA）『山を動かす』研究会発起人・代表幹事

投資先を選ぶ基準は経営者

楠木：自社株を買ったり配当を増やしたり資産を売却したりすることで株価が上がる、これを仮に「近い因果関係」としましょう。一方で、中神さんのように経営者と一緒に働いてプロジェクトを動かしたとしても、本当に株価が上がるかどうかはわからない。

たとえば、中神さんはアインファーマシーズという調剤薬局チェーンの投資に携わりながら改革支援も行っていたということですが、たとえ、患者の薬局での待ち時間を短くしたところで、一般の投資家からしたら株価が上がることの因果関係は見えにくい。つまり「遠い因果関係」ですね。

中神：遠く見えるんでしょうね。でもね、僕からすると実はすごく近い。なぜかと言うと、たとえば調剤薬局ビジネスというのは大病院の目の前に店を構えて、いわゆる駅前薬局をつくりさえすれば基本的に儲かったですね。だから個別の企業がそれほど経営努力をしなくても良かった。

でも考えてみてください。大病院に行って具合が悪いのに診察までに1時間も待ち、「3分診療」で余計、具合が悪くなり、命からがら処方せんをもらって出てきたら、また調剤薬局で40分以上待たされるなんて、患者側からしたらふざけるなって話ですよ。

今やひとつの病院の前に、2~3軒は駅前薬局がある時代ですよ。ということは、競争の軸としてはどうしても顧客満足度が尺度になってこざるを得ない。

あと薬局の在庫も2週間から3日程度に短縮する取り組みをしているのですが、それは、調剤薬局が成熟産業になってM&Aが成長の軸となっている時代を迎えているからなんです。

在庫管理にムダがなくなれば、キャッシュフローがしっかり生まれて、いちいちエクイティファイナンスをせずともどんどんM&Aをしていくことができるわけですよ。これが2番目。

3番目は薬剤師の生産性を上げること。薬剤師は、2006年までは4年で薬学部を卒業できたんですが、6年制になったせいで志望者が減り、国家試験の合格率が下がってしまって薬剤師の採用がとて難しくなっていました。

しかも、経験を積んだ薬剤師は手に職があるので、もし職場が気に入らなかつたら、どんどん他に移ってしまう。でもそこで現場の知恵を集めて職場を改善して、「みんなで、生産性高めよう」と

士気を上げると、あまり人が辞めない。

そうするとせっかく教育した人を流出させずにすむし、新しい薬剤師を雇うのにヘッドハンターに採用者の年収の30%を払わなくていいわけですよ。このコストは調剤ビジネスにとってばかにならない金額なんです。

楠木：3000 ベーシスですもんね、それ（笑）。

中神：そう、3000 ベーシスですから（笑）。こういう改善は、僕からすればストレートにビジネスのPL、BS、あるいはキャッシュフローの向上に直結します。

それですぐに株価が上がるかどうかはわかりませんが、長期的に見れば、株価は業績で決まる、業績は競争力の反映、競争力は経営力で形成していく、ということで、実は因果関係は相当近いと思います。

楠木：みさき投資と一緒にやりたいと思う会社の基準は、具体的に決まっていますか。



楠木建（くすのき・けん）

一橋大学大学院国際企業戦略研究科教授

専攻は競争戦略。企業が持続的な競争優位を構築する論理について研究している。著書として『「好き嫌い」と経営』（2014年、東洋経済新報社）、『戦略読書日記』（2013年、プレジデント社）、『経営センスの論理』（2013年、新潮新書）、『ストーリーとしての競争戦略：優れた戦略の条件』（2010年、東洋経済新報社）、*Dynamics of Knowledge, Corporate Systems and Innovation* (2010, Springer) など

中神：基準は3つあります。ひとつはなにしろ経営者。僕たちが一緒に働きたいと思う経営者かどうか。会社が持続的に良くなるには、経営者にある特定の資質が必要だと思っていて、それをわれわれは一言で「HOP」と言っています。

「H」はHungry（ハングリー）。会社をあともうちょっとでもよくするとか、成長させることに貪欲かどうか。情熱を持っているかどうか。

「O」はOpen mind（オープンマインド）。相手が外部の株主だろうが、若造だろうが、業界の門外漢だろうが、「何かいいアイデアあったら教えてよ、俺はいい経営がしたいんだからさ」と言える人。

「P」はPublic company（パブリックカンパニー）。「俺たちは上場している企業であって、一般の株主の老後資金をお預かりしているわけだから、未上場の経営者とはちょっと違うんだよね」という自覚のある人。

とにかく自分の経営で成果を出したいと思っている。ピジョンの大越さんとか、アインの大谷さんなんか、完全に3つがすべて当てはまる人ですね。

楠木：つまり大越さんのような経営者はSHOP（ショップ）。スーパー・ホップの略。

中神：それ、面白い。使わせていただきます。それから「働く株主[®]」は、成果が出るまでにどうしても時間がかかる。

ということは、安心して長期投資できないと困ります。そのためには競争力が抜群に強い会社であることが前提です。これをわれわれは「競争障壁」と呼んでいます。

ビジネスは競争ですから、みんなちょっとでもいいなと思ったらワーツと攻め込んでくる。だからちゃんと高い壁があって、「攻め込まれても全然平気だもんね」という会社じゃないと、僕らは長期投資できない。

楠木：持続的な競争優位を持っている会社ということですね。

中神：そうです。そこへいくとピジョンなど業界シェアが7割ですから、完璧です。

楠木：ピジョンがすごいのは、やっぱり時間をかけて、ほかがなかなかまねできない技術を開発しているところ。

赤ちゃんにとって最高の哺乳瓶をつくるといったって、簡単にはできない。赤ちゃんは自分で意見

を表明できないから。「どうこれ？」って聞いて、「ちょっといまひとつだな……」って言う新生児は絶対いない。

中神さんはそういう、こちらとして「働きがい」がある会社にしか投資をしないわけですが、それは投資対象をかなり絞ることになりますね。

そういう会社がどこにあるか見つけるのだけでも大変ですし、かつ実際に投資するにしても、一緒に「働く」のはやたらと手間がかかる。そんなにたくさんの方に会社に投資できない。

中神：そうなんです。それが、多分ほかの人がやりたくないもうひとつの理由。アクティブ運用というのはだいたい200、300という会社に投資するわけですから。普通の運用プレイヤーからすると、分散するのは金科玉条なんですよ。

楠木：そうですね。分散投資は投資技術の「いろは」の「い」ですね。

中神：僕たちはそれに完全に背を向けて、10社から15社だけに賭ける。すると、僕らは大株主にもなるわけです。ピジョンだったら、15%くらいの株を所有していました。

そうすると、これだけ大量の株は簡単に売れないかもしれない。周りの人たちも僕らがピジョンに投資していることを知っている。

でもそうしたリスクを取るからこそリターンが生まれる。この2つは交差していて、こうやって経営者と同じ船に乗ると、経営者との信頼関係がまた強くなると思うんですよね。そこで、もし良い経営改善の提案ができて、「HOP」な経営者といい仕事ができると、ドーンとリターンが出る。

僕は世の中の儲けの源泉って、実は2つしかないと思ってるんです。

ひとつは、「働かざるもの食うべからず」。なにかに徹底的にこだわって、賭けるところには徹底してコストをかけないと付加価値はない。付加価値がないということは差別化できない。

だから、しっかりと儲けるためには、どこかで手数料を惜しまずにコストをかける必要がある。コストがプロフィットを生む、ということですね。

もうひとつは、「虎穴に入らずんば虎子を得ず」。何かでリスクを取らなきゃ、当然リターンは生まれない。

楠木：ただし、誰でもコストはかけられるし、リスクを取ろうと思えば取れる。でもそこでかけるコストと、取るリスクをきちんとリターンにつなげていく。そこに戦略ストーリーの本領がありま

すね。

(構成：長山清子、撮影：遠藤素子)



「稼ぐ力のその中身」～みさき投資編～vol.5【最終回】

「賢者の盲点」を突き、ファンド業界に新機軸を持ち込む

2015/6/12

成功する企業には「優れた戦略」がある。優れた戦略の条件は「そこに思わず人に話したくなるようなストーリーがあるかどうか」と説く楠木建教授。本連載では、「戦略ストーリーの達人」たる経営者との対話を通じて「稼ぐ力」の中身を解明する。

「グロース」よりも「バリュー」

楠木：1～4回でお聞きしてきたように、みさき投資は、非常にユニークな戦略を持つ投資会社です。その戦略の価値を、投資家の側、つまりみさき投資に手数料を払ってくれるお客さんが、よくわかってくれなければ商売としては成り立ちませんね。

中神：そのとおりですね。

楠木：みさき投資がターゲットにしている投資家、つまり金主はどのような人ですか。

中神：今までお話ししてきたように、僕らのやり方は、経営者と一緒に汗をかいて働いて会社の経営そのものをよくすることなので、それが株価に反映されるまでには、やっぱり時間がかかります。だから長期でわれわれのストーリーに賭けてくれる投資家じゃないと、お預かりしたおカネを生かせない。

それから「働く株主®」という独自スタイルの基礎には、一般的な「グロース投資家、バリュー投資家」という分け方で言えば、バリュー投資家であるというものがあります。そのバリュー投資スタイルに共感してくれないと困る。

楠木：グロース投資家とバリュート投資家、それぞれを説明してもらえますか。

中神：本来会社が持っている絶対価値に対して株価が価値を反映していない、今の時価総額が低すぎるからそのギャップに投資するというスタイルです。

別の言い方をすれば、本当の企業価値で見ると割安に放置されちゃっているのだから、無理に今後の成長を織り込まなくても良くて、長期的に見れば本来的価値が時価総額という価格に反映されていくはずだというスタンス。これがバリュート投資家です。

一方でグロース投資家というのは、「これからは太陽光発電だ」とか、「ロボットだ」とかその時々々のテーマを受けた飛躍的な成長や業績の伸張に期待する人たちです。

今現在の株価は多少高くても、業績が伸びるんだから投資する。だから、思ったほど業績が上がらないと、ちょっと困ったことになって売らざるを得ない。単純化するとそんな投資スタイルです。

僕は日本の運用業界は、グロース派が多すぎるのではないかと思うんですね。そもそも経営者も成長神話を信奉しすぎている気もするし、質的進化を伴わなくてもとにかく成長さえすればいいんだ、みたいな考え方がまん延しているような気もする。

もしかしたら、日本の国全体がまだ高度成長時代の経営や投資を引きずっているのかもしれないね。

でも、僕らは徹底したバリュート投資家で、われわれに投資する金主もだいたい企業価値を長期で見て投資する人が多いんですよ。この意識はすり合わせておかないといけないんです。そうじゃないと、僕たちも安心して長期で汗をかけない。

楠木：なるほど。ただ、客観的に言えば資産運用業界の参入障壁はたいして高くないですね。免許とかいろいろあるでしょうけれど、始めたければたいていの人が始められる。

現実にプレイヤーの数はものすごく多い。それだけいろいろなプレイヤーがいながら、今までみさき投資のようなことは誰もやらなかった。その理由は、中神さんだけが知っている特別な知識とかものすごい技術とか、天才的な運用の才があるということではないのですね。

中神：絶対違います。

楠木：従来のアクティブな投資をやろうと思う人たちが、絶対やりたくないことをやった。しかも単純に手数料をかけるだけじゃなく、それを利益に転化するストーリーがある。これこそが稼

ぐ力であり、優れた戦略の条件だと僕は思います。

ところで、中神さんにとって、会社を大きくすることは重要な目標ですか。社員を増やせば投資先をもっと増やせるかもしれませんが、それは中神さんにとって重要なことなのかどうか。

中神：会社を大きくすること自体は、経営の優先順位ではありません。

楠木：そうですね。では、預かるおカネ、運用する資金は多ければ多いほどいいのですか。それとも、必ずしもそうではないのか。

中神：これも、多ければ多いほどいいわけではありません。資産運用業界ほど、規模の「不」経済を言われるビジネスはないんじゃないかと思います。

資金規模が大きくなりすぎると、「そんなたくさん投資機会はないでしょ」と言われるし、実際にそうなる局面が結構多い。

だから僕なりにこのファンドの適正キャパシティの金額イメージはあるんです。でも一緒に働く会社の数は、10~15社というのはたぶん変わらないでしょうね。

仮にうちの会社の人数がいくら増えようと、10~15社は変わらない。人数が増えたら増えた分だけ、もっともっと深くやりたい。



楠木建（くすのき・けん）

一橋大学大学院国際企業戦略研究科教授

専攻は競争戦略。企業が持続的な競争優位を構築する論理について研究している。著書は『「好き嫌い」と経営』（2014年、東洋経済新報社）、『戦略読書日記』（2013年、プレジデント社）、『経営センスの論理』（2013年、新潮新書）、『ストーリーとしての競争戦略：優れた戦略の条件』（2010年、東洋経済新報社）、*Dynamics of Knowledge, Corporate Systems and Innovation* (2010, Springer) など

プロ投資家の存在理由

楠木：なるほど。面白いですね。実際に投資する会社は10~15社でも、潜在的な顧客というか、手間暇かけて常時調べている会社というのはもっとたくさんあるわけですよ。

中神：われわれにはウォッチリストというのがあって、だいたい30~40社を常に見て、経営者とも議論しています。

楠木：会社の経営者からすれば、全然コンサルティング料を支払わないのに会社をよくするために「働いて」くれる。かつ、おカネも投資してくれる。

単純にいい存在だと思うんですけど、将来みさきに頼みたいという会社がいっぱい出てきたとしても、みさきの戦略からして「いや、ちょっと一緒に働けませんね」と中神さんのほうから断ることが多くなる。

経営者が「うち、今度『みさき』が入ったから」と言うと、「おお、すごいね。よく選ばれたね」と言われるようになるのが理想の姿ということになりますね。

中神：そうですね。そうなれるといいですね。

楠木：みさき投資は去年の10月から投資活動が始まって、いよいよ回り出したところだと思いますが、当分、正面から競争する相手は出てこなさそうですか。

中神：うーん、なんかどうもそんな感じですね。

楠木：みさき自体が「障壁ビジネス」であるということでしょうね。優れた戦略がどこから出てくるかという、その人しか知らない特別なことを知っているとか、あらかじめ特殊な何かを持っているからではないというのが僕の考えです。

それまでのその業界の「合理性」からしてそういうことはするべきじゃない、「非合理」だと思っていたことをするからこそ、新しい戦略が生まれる。それを「賢者の盲点」と呼んでいます。そもそも、投資や運用の業界は、十分に賢い人たちがそろっているわけですよ。

中神：そりゃもう、この業界には賢い人たちが大勢いますよ。

楠木：そういう何でも知っている賢い人たちが、ありとあらゆることを考え抜いている。それでも彼らからは自然と出てない何かが、新しい戦略だと思うんです。

この連載の冒頭でも申し上げた僕の問題意識ですが、NewsPicks の読者も資本市場で起こる「ビッグ・イベント」だけでなく、競争市場の中で、なぜある会社が儲けていて、なぜある会社は儲からないのか、そこにどういう戦略があるのか、その辺にもうちよっと関心を向けていただきたいと思えます。

中神：僕はファンドマネージャーという商売は、「そもそも、なんで自分はお客さまからおカネを預らせてもらえるんだっけ？」という原点を常に考えないといけない職業だと思っているんです。

だって、上場株なら、わざわざファンドマネージャーに預けなくても、みんな株をやりたければ自分で買えばいいわけですよ。じゃあ、お客さまはなんでわざわざ僕たちに手数料を払って、運用を任せてくれるのか。

本当はこれだけ情報が出回るようになれば、プロのファンドマネージャーの存在理由は薄れてくるじゃないですか。財務諸表とか統合報告書みたいなものも出てくるようになって、それに、もう何でも書いてある。

それでもあえてファンドマネージャーにおカネを預けるということは、そういった外形的な情報やデータに現れていないものをそのファンドマネージャーなら見えるからでしかないと思うんですよ。

でも、すべてが外形的な情報になっていく中で、どこまで行っても見えない・見えづらい最後に残るものって、ヒトの頭の中、そのヒトの考え方・根本思想・哲学みたいなものだと思うんです。

極論すれば、「経営者の頭の中」という目に見えないものを正確に深く理解しているということぐらいしか、ファンドマネージャーの存在価値はなくなってくるんじゃないかと思えます。



中神康議（なかがみ・やすのり）

みさき投資社長

大学卒業直後から経営コンサルティング業界に入る。アンダーセン・コンサルティング（現アクセンチュア）、コーポレートディレクション（CDI）で約20年弱にわたり、幅広い業種でコンサルティングに取り組む。数多くのクライアント企業価値向上の体験を元に、『働く株主[®]』投資モデルの有効性を確信。2005年に投資助言会社を設立し、数々のエンゲージメント成功事例を産んできた。2013年にはみさき投資を設立し、新ファンドをスタートさせた。近著に、『ROE 最貧国 日本を変える』（共著、日本経済新聞出版社）、『経済学は何をすべきか』（共著、日本経済新聞出版社）がある。慶應義塾大学経済学部卒。カリフォルニア大学バークレー校経営学修士（MBA）『山を動かす』研究会発起人・代表幹事

楠木：なるほど。それが中神さんが以前からおっしゃっている「経営者と別次元の深い信頼関係になる」ということですね。

中神：そうだと思うんですよ。たぶん情報社会になればなるほど、独自のリターンの源泉ってそこにしかなくなるんじゃないかと思うんですけど、どうでしょう。

楠木：その通りだと思います。他の人が知り得ない情報というと、今までは「インサイダー情報」という話になってしまう。

ところが、今の中神さんのいう話は、経営者が自分だけにそっと耳打ちしてくれる情報ではない。もっと深いレベルでの理解ですよ。それを象徴的に言うと、「経営者の頭の中を知る」というようなことになると思います。

中神：あとは「事業の正確な理解」というのも、そうかもしれません。

楠木：それを僕にとって一番フィットする言葉で言うと「洞察」ですね。その事業の収益性とか競争力に対する洞察。

中神：そういう洞察力に長けたファンด์になりたい、と思っているんですけどね。社名の「みさき」という名前には、実はいろいろな意味があるんです。3つの表の由来と、1つの裏の由来（笑）。

表の由来の1つ目は、「岬」というのは見晴らしがいい場所ですよ。山と海という大きな存在同士がドーンとぶつかって、こっちからもよく見える、向こうからもよく見えるところ。企業経営と株式市場も大きな存在同志なわけで、この2つが良い接点を持つ場所になりたい。

海も山も荒れるときもある、企業経営もマーケットも荒れるときもあるけれど、常に見通しを冷静に広く遠く持って、岬にある灯台のように動かぬ羅針盤的な、しっかりした土台を株式マーケットにつくれるといいな、と。

2つ目は、美しく咲く「美咲」という意味です。美しく咲く長期投資の事例ができればいいなというのが2つ目。

もうひとつは、古い言葉ではみさきに「御先」という文字が当てられることもあって、これには貴人たちの先導役を務める、という意味があったらしいんですよ。われわれも新しい投資スタイル・新しい時代の先導役になればいいな、というのが3つ目。

楠木：だから漢字を平仮名にしたんですね。もうひとつの隠された由来は何ですか。

中神：隠れたもうひとつの意味は、僕はサーフィンが「下手の横好き」なんですけど、「岬」というのはいい波が立つ場所なんですよ。

波というのは、常に岸に垂直に立つんです。だから湾になってると、波が分散して力の弱い波になる。でも岬には波が集まってくるから、盛り上がって高い波、きれいな波になるんです。

ということで、すべてピタッと当てはまる「みさき」という言葉を選びました。

楠木：これからもいい波に乗っていつていただきたいと思います。ありがとうございました。（終わり）

（構成：長山清子、撮影：遠藤素子）