

平成 28 年度第 1 回  
拡大版コーポレートガバナンス研究会

日本の上場企業の業績と株価  
アセット・オーナーの視点からの考察  
国際基督教大学 基金担当理事 新井亮一氏

2016 年 5 月 11 日（水）

(池尾座長)

ただいまから平成 28 年度第 1 回の拡大版コーポレートガバナンス研究会を開催させていただきます。

ご多忙中のところご参集いただき、誠にありがとうございます。メンバーに関して変更がありますので、まずご紹介しますが、本年度は専門メンバーとして資産運用会社の現役の経営者の方にご参加いただくということで、本日は DIAM アセット・マネジメント株式会社代表取締役社長の西恵正様と、株式会社 GCI アセット・マネジメント代表取締役 CEO の山内英貴様にご出席いただいています。

それから、本年度第 5 回の研究会のゲストスピーカーをお願いしていますセコム企業年金基金常務理事の八木博一様、同基金副理事長の石川博様にもオブザーバーで参加していただいています。

それでは、恒例に従い、まずは岩間会長から開会の辞をいただきたいと思ひます。

(岩間会長)

今日はお忙しいところを本当にありがとうございます。金融庁の行政方針にもございませうように、運用業について言うと、フィデューシャリーを徹底しなければいけないということと、そもそも運用の高度化を実現しろということで、特に株式投資については、中長期の投資家がお客様であることが主である当業界として、スチュワードシップ・コードが実施されて以降、効果的なエンゲージメントをどういう具合にしていくかということが課題になっています。

これには我々アセット・マネージャーだけではなく、アセット・オーナーの方々の積極的な関与もいただき、力を合わせてやっていくことが大事ではないかということでもあります。我々としては、お客様であるアセット・オーナーの方々の当業界に対するご意見、ご希望、あるいはご批判も含め、忌憚のないところをお聞きしたいのが今年度のこの研究会の眼目です。

そういう中で、第 1 回目の今日は新井さんにお越しいただいたということです。新井さんは非常に切り口鋭く、色々言っただけだと思うので、我々もそれをちゃんと受け止め、今後に活かしていきたいと思ひます。今後、続々とゲストスピーカーの方に来ていただく予定ですので、それを受け止めながら活発な議論を展開していきたいと思ひるので、どうぞよろしくお願ひいたします。

(池尾座長)

どうもありがとうございました。ただいまご紹介がありましたが、本日はゲストスピーカーとして国際基督教大学 (ICU) 基金理事の新井亮一様をお迎えして、「日本の上場企業の業績と株価 アセット・オーナーの視点からの考察」と題してお話をいただくことになっています。お話をいただいた後、自由討議をしたいと思いますので、よろしく願います。

それでは、新井様、よろしくお願いいたします。

(新井氏)

国際基督教大学の新井と申します。本日はお招きいただき、ありがとうございます。よろしくお願いいたします。

今日はアセット・オーナーの視点から、日本の上場企業についてのお話をさせていただきたいと思いますが、最初に、資料には入れていませんが、自己紹介をさせていただきます。私は、1988年に国際基督教大学を卒業いたしました。卒業論文はエルトン・グルーバーのポートフォリオ最適化モデルの日本の株式市場での実証研究を、もう亡くなってしまいましたが、青山護先生が ICU に非常勤講師でいらっしゃっていて、また久保田敬一先生が非常勤講師で来ていらっしゃっていて、そういった先生方に触発され行いました。大学を卒業して、その後すぐに JP モルガン・アセット・マネジメントにアナリストとして入社しました。1998年に運用の総責任者、それから、当時は JP モルガンの資産運用部門はモルガン信託銀行と言っていましたが、そこの副社長になり、足かけ 11 年、運用の責任者と資産運用ビジネスの東京での経営をやっていました。

その後、2009年3月に現場を引退して、12年には完全に会社から籍を抜き、その後は自分の退職金を株式で運用して生活費を稼いでいました (笑)。これからちょっとお話ししますが、ICU は非常に特殊な大学で、卒業生の寄付が非常に重要ということで、アベノミクスで儲かり、何か良いことしないと罰が当たるのではないかと思い、大学に寄付をしたら、「ところで、新井さん何をやっているのですか」と当然聞かれるわけです。

「退職金を株で運用して生活費を稼いでいます」と言ったら、だったら大学の基金もやってくれという話になり (笑)、2年前から大学の基金の運用もしています。大学の基金の運用を任されるに当たり、これから説明しますが、大学の基金は長期投資であり、かつ資産運用が非常に重要ということで、真剣に日本の株式の魅力度については精査せざるを得

ないということで、色々考えをまとめていて、今日その紹介をさせていただきたいと思います。

それでは、早速始めさせていただきます。お手元の資料の2ページ目をご覧ください。大学の基金運用の特徴を述べたものです。いちばん大きな特徴は、失敗が許されないということです。代替の予算がない。例えば企業年金基金だったら運用の収益が低迷した場合には何が起こるかという、その分だけ母体企業から拠出をするということで、期間損益はマイナスになり、株主の利益は損なわれるかもしれませんが、事業のクオリティが悪くなるという話にはなりません。

一方で大学基金の場合は、ご記憶の方もいらっしゃるかもしれませんが、リーマンショックのときに大きな損失を出した大学は、結果的に例えばグラウンドを担保に借入れを行うことになりました。そういったことが起こったり、またはいろいろな教育関係の予算を削らなければいけないということで、教育関係の劣化に直結する。これが、失敗が許されない理由です。元本を毀損するだけではなく、目標とした収益率を達成できない場合も同じです。

二つ目の特徴ですが、一方で、運用が楽な部分があります。毎年いくぐらい大学に繰り入れるとか、奨学金の制度を作るとかいったスケジュールが、かなり先まで見通せます。私の場合は、20年先の資金収支まで予測をして基金運用をしています。そうすると何ができるかという、450億円あるうちの何パーセントは5年以内に使う予定、何パーセントが10年以内、何パーセントは10年以上使う予定が無いというのが、はっきり分かるわけです。これは非常に大きな特徴です。

アセット・オーナーとして、いろいろな会合で年金基金の方とお話する機会が多いのですが、どんな大企業でも、10年先に本当にこの制度がそのまま存続するかどうかはなかなか確信を持ってないと言う方が結構いらっしゃいます。そういった意味では、基金の長期的な姿がしっかり見通せるということで、ここにあるように長期の流動性リスクを取る商品、例えばプライベート・エクイティやインフラファンドなどに投資する余力が大きいのが大学基金の特徴です。これがどんどん純化していったのがイェール大学のケースで、彼らは3割とか4割、プライベート・エクイティに投資を行っています。

3点目は、これは良い部分も悪い部分もありますが、簿価主義です。今どき資産運用で、時価で経理をしていないなどというのは信じられないかもしれませんが、半値以下になると減損損失が出るのですが、そうで無い限り簿価です。ということは、時価がどれだけ変

動しても、半値にならない限りは大学の決算に顕在化してこない。一応、時価情報は、貸借対照表の注釈では出てきますが。

なぜ簿価かという、大学基金の殆どが先程紹介したように寄付金で成り立っています。企業会計の立場では時価会計にするのが正しいのは当然だと思いますが、寄付金からなっている基金を時価会計にしようという話が出たときにどういう反応が出たかという、寄付金という貴重なお金をお預かりしておきながら、それを時価で評価するのは寄付した人に失礼ではないかという話が真面目に出てきて、未だに簿価会計になっているということを知ったことがあります。

そういうことで、収益目標は厳しい。ただし、それは長期で達成すればいいということであり、逆に流動性リスクが取りやすいということで、投資のタイムホライズンという意味ではアセット・オーナーの中では一番長期投資家の中に入るのが大学基金だと思います。

ここからは、その大学基金の担当者として日本株をどう分析しているかということをご紹介したいと思います。

スライド3ですが、まず日本株はどういう資産かという、これは非常に重要です。本学の目標収益率は、インフレ+4%の収益率です。

ちなみに、ハーバード大学やイエール大学などアメリカの私立大学の場合、公式にはインフレ+5%が平均値と言われていますが、多分トップクラスの私立大学はインフレ+6%とか7%になると思います。

それよりは低いですが、インフレ+4%です。一方、短期に元本毀損リスクを回避しながら運用をしていたら、日本の場合、金利がこんなに低いので全く稼げません。そうすると株式のリスクプレミアムは基金の運用目標を達成するに当たっては非常に重要だということになります。

では、どうやって達成するかですが、基本的には国内株式に投資するか海外株式に投資するか、どちらかということになるのですが、海外株式の問題点が一つあります。それはインフレです。今はようやくデフレから出る出口に来たところぐらいなので、未だインフレの実感はありませんが、大学基金の場合は将来的にインフレ率が上がれば、その分だけ大学に拠出しなければいけないお金が増えていきます。教育予算が増えてしまいますから。

そうすると、インフレに対するヘッジをしなければいけません。長期的には、インフレになれば当然その分だけ円安になるでしょうし、海外株式でもいいのではないかという議論は成り立つのですが、為替レートとインフレが完全にマッチしているかどうかで言えば、

その国の株式の方がインフレヘッジという意味では安心できるので、国内株式が重要な資産ということになります。

ただ、アメリカだと、もうここまでの議論で、「そうか、では株をメインに運用しよう」と簡単に決まってしまう。ところが、日本の大学の場合は株買えという話になりません。なぜかという、今まで日本株のパフォーマンスが非常に悪かったということがあります。

きちんと資産配分計画を作るには、2 段目にあるように、期待収益率を算出して、これだけ株式に投資しますという話をしなければいけないのですが、残念ながら日本株の期待収益率についての推計は非常に難しいのが現状です。なぜかという、まず 80 年代バブルがあり、その後 25 年間はマイナスのリターンになるという、投資の教科書と全く違うような世界になっています。

残念ながら期待収益率をちゃんと計算できない。アセット・オーナー向けにこういった資産配分の助言サービスをするコンサルタント会社があり、主だったところに期待収益率を聞いてみたのですが、5%とか、5.5%とか、7%とか、6.5%とかいう数字は返してくるのですが、その根拠は大雑把な長期経済見通しとリスクプレミアムの前提であり、精緻なものではありません。そういうことで、ちゃんと分析してみようかということでやってみたのが、これからお話しすることです。

過去の株式のリスクプレミアムは、基本的に過去のリターンを出して見て、それで債券より何%高いというようなことをやります。アメリカならこれができますが、日本は残念ながらバブルの崩壊があり、それができない。では、もう一つの推計の仕方は何かということ、3 ページに赤字で書いてありますが、配当利回り+配当の成長率、配当の定率成長の割引モデルですが、これで算出するやり方です。

いま総還元性向は 50%近くです。これが一定として、今後の利益成長率が見通せれば期待収益率が算出できるということです。そこで、株価は上がったり下がったりはあったのですが、過去 35 年間、日本の上場企業の利益はどれくらい成長したのかを調べてみようということになりました。それが次のスライド 4 です。

これは東証 1 部上場企業の利益を棒グラフで表したもので、青の棒グラフが TOPIX に対する 1 株当たり利益を計算したものです。赤い線グラフは TOPIX です。大学の理事会に限らず、世間一般の人は、株価は利益と連動するというイメージを持っている方が非常に多いので、実は日本の上場企業の利益は、この赤い線と同じだったのではないかと思っ

ている方が非常に多いです。極端な話、金融の方もそう思っている方が結構いらっしゃる。

それは他にも理由があるのですが、実際には利益は、この青の棒グラフの通りになっています。株価はバブルのピークを超えていませんが、利益はリーマンショックの前に、とっくの昔にバブルのピークを超え、さらにリーマンショックの後、また力強く回復してきて、現在はご覧の通りで、だいたいバブルのピークの倍近くの水準になっています。

過去 35 年間の利益の成長率は年率 3.5% という結果になります。この時期、マクロ経済は低成長に大転換しました。高度成長はもう少し前ですが、いずれにしても低成長になった時期ですから、3.5% という数字自体は、その状況下でこの数字は非常に良いのではないかと私は思います。この成長率を元に、株式の期待収益率を算出すると、株式の PER が 15 倍程度として益利回りが 6.6% です。総還元性向を 50% とすると、半分の 3.3% の自社株買いを含めた配当利回りになります。これにこの 3.5% の成長率を足すと 6.8% となり、これが期待収益率となります。これは別に鉛筆を舐めて作ったものではなく、この過去の実際の利益から推計した日本株の期待収益率ということになります。

こういう数字を持っているとどういうことができるかということ、リーマンショックのときに株価が大きく下がりました。そのときには当然、株価の下落とともに配当利回りはもっと上がりますから、あの当時は 8% ぐらいの期待収益率になっていて、日本株が非常に魅力的だったということになります。こうした数値を使用して、もう少し客観的なタクティカルなアセットアロケーションも可能です。

日本株を買うときに、これが今日の本題ですが、日本の企業は経営が酷い、あるいは儲かっていないから駄目だと言う方がいらっしゃるのですが、では利益率はどうだったかということ、スライド 5 をご覧いただきたいのですが、青線が営業利益率です。残念ながら営業利益率は、金融は計算できないので金融を除いて計算しています。また、ROE を重視される方もよくいらっしゃるので ROE も一応載せていますが、これが赤線です。これは金融も入れています。どちらも確かに 80 年代バブルの崩壊の後、失われた 20 年間は苦しんではいるのですが、バブル前の時期、日本が、いけいけどんどんだった Japan as number one の時期と比べて悪いかといったら、全然悪くない。ということで、やはり日本株は買いたという話になります。

次のスライド 6 ですが、恐らく今申し上げたような日本企業の収益は悪くないという話は極めて少数派で、たぶん私以外に喋っている人はいないのではないかという感じがしています。なぜ私しかこんなことを言わないのかということまでちゃんと論証しないと、資

産配分で日本株を買うという話にはならないので、そこの部分をもう少し丁寧にやってみました。

学会、金融界で日本の企業は駄目だと言われているわけですが、ここまでご覧いただいたデータとは明らかに矛盾しています。なぜ矛盾しているかということですが、この日本がだめだという論点を、代表的なものをいくつか拾ってみました。1 点目ですが、よく企業業績の分析で使われるデータに法人企業統計があります。これが実際に悪いという話があります。2 点目は日本経済が悪い。3 点目は、ここで申し上げるのは非常に心苦しいのですが、ストラテジスト、エコノミスト、アナリストと話していると、「新井さんは外資しか知らないから、今は大学しか知らないからそういうことを言う」と言われることがあります。彼らは、「私は日本の企業に実際勤めている。うちの経営は本当にひどい」という話をされる。皆様はご存じないかもしれませんが、現場レベルではこのようにおっしゃる方がすごく多いです。もっと言うと、こういう立場なので運用会社の経営者とお話する機会がよくありますが、経営者の方ご自身でそのようにおっしゃる方もいます。

4 点目は株価が長期低迷している。これは極めて客観的なエビデンスとして、株で損しているのだから企業収益は駄目に決まっているじゃないかというのがあります。5 点目ですが、海外に比べ利益率が低いというのがあります。

この5点について、それぞれ検証してみましたので、これからご説明したいと思います。

まず、法人企業統計との比較ですが、スライド7です。法人企業統計は、四半期ごとに調査票が来て、利益や、自己資本や、貸借対照表と損益計算書の大きなデータを提出することになっています。財務省が集めているデータで信頼性が非常に高いデータになっています。

ただ、利益が時系列でどうなっているかは分析できません。というのは、ユニバースがどんどん変わってしまう。資本金何億円以上とかいうくりなのですが、このユニバースに入る企業は時とともに変化します。従って、時系列で比較をしたら利益率しかないのですが、そうすると、スライド7にある営業利益率ですが、赤が先ほど紹介した上場企業で、青の破線が法人企業統計です。

最近は少し良くなってきていますが、コーポレートガバナンスの議論が非常に活発化し出した2010年ぐらいをご覧いただくと、大きく下落しています。実は法人企業統計のデータは上場企業の利益率と明らかに異なるトレンドになっています。この法人企業統計のデータに基づいて、エコノミスト、ストラテジストの中には、日本企業は駄目だというレ

ポートを書いている方もいます。が、法人企業統計を使うのは明らかな誤りです。

なぜかという、この赤と青の差はどこから来ているかというと主に海外です。法人企業統計はあくまでも単体ベースのデータです。海外の利益は一切入りません。2000年以降急速に伸びた日本企業の海外部門の利益が反映されていません。経常利益になると、この海外からの利益は配当として少し吸い上げられるので縮まるのですが、これは、単独決算ベースの営業利益段階では、海外の利益は当然入りません。

私は一度財務省へ電話して、「これはおかしいのではないか。このデータに基づいて日本の会社は駄目だ、上場企業は駄目だ、株は売りだなどと言っているエコノミストや先生方がたくさんいらっしゃるのだから、連結ベースで出させるべきではないか」と質したのですが、彼等にもちゃんと理由があり、「法人企業統計はあくまで日本のマクロ経済の政策立案に使うデータなわけです。だから、海外の利益など入ってきてしまうと困る」との話でした。このように連結と単独という基本的な違いがある法人企業統計で日本株を議論しているのは、ちょっと勉強が足りないことになるのではないかと思います。

スライド 8 に法人企業統計の問題点を出していますが、上段は今申し上げたことです。ただし、これは非常によく使われる統計です。なぜかという、まずデータベースが使いやすく無料です。先程ご覧いただいた東証1部上場企業のデータの利益の集計値は、その作成に、足かけ1年ぐらいかかっています。それから、これを作るのにかかる費用は多額です。それぐらゐの研究費がなければ残念ながらできないのと、時間も必要ということで、すぐにデータが取得できる法人企業統計にどうしても流れてしまう。それから、少し細かいデータもあることもあり、これがよく使われています。

エコノミスト、ストラテジストによく使われるもう一つの理由は、四半期毎に公表されるので、3カ月に1回はレポートを出すことができます。以上が、まず1点目の法人企業統計の問題です。

2点目の日本経済が低迷しているのは、もう今で謎解きは終わってしまったのですが、日本の上場企業の利益がここまで伸びている最大の理由は、当然ながら海外の利益の貢献です。それは輸出企業だけではなく、例えば内需の典型と思われる小売業のセブン-イレブンやファミリーマートも海外の店舗がすごく多い。ユニクロもそうです。多くの内需型と思われるような産業でも海外の利益の貢献が大きくなっているのです。日本経済が駄目でもこれだけ上場企業の利益が伸びているのは海外の貢献と考えられます。

次に、金融機関の方がなぜこんなにネガティブなのかという話をしたいと思います。ス

ライド 9 ですが、先程ご覧いただいたのが東証 1 部上場企業全業種での集計値でしたが、今度は業種分類別に出しています。まず、ライド 9 が製造業の利益と株価です。棒グラフが先ほどと同じように利益で、赤線が株価です。これは TOPIX と同じ計算方法で、製造業の TOPIX を私が計算し直したものです。これをご覧いただくと、利益の回復度合いは、もう回復どころの騒ぎではなく、バブルのピークの 2 倍ぐらいまで上がっています。

もう一つ異様なのは、赤線の株価です。これは 15 年末までの段階ですが、ほとんど 80 年代バブルのピークを迎えています。これはどういうことかということ、仮に 80 年代バブルのピークで日本の製造業の株をバスケットで買った場合、恐らく今持っていたら、その額はそれを上回る額になっているはずですが、赤線はあくまでも株価で、配当は入っていません。配当込みで言うと、もう十分儲かっているわけです。ということで、日本の製造業は儲かっています。

次に、これもよく耳にしますが、「日本の製造業は強いけれども非製造業はもう全然駄目だ。生産性が低い。」とされています。では、非製造業で見るとどうなるかということ、これは金融を除いていますが、ライド 10 です。利益が青い棒グラフですが、やはり大きく成長しています。株価は、これは残念ですが、ピークは更新していません。なぜかということ、実は、非製造業には所謂バブル業種が入っている。まず、小売り、それから不動産が非製造業に入っています。これらは 80 年代バブルのときに大きく上昇したので、その反動もあり、株価のピークは更新していません。株価は低迷していますが、利益だけ見ると非常に高水準ということになります。

この二つのグラフからは、失われた 20 年、低迷する株価、業績という姿は全く出てこないのですが、ライド 11 をご覧いただきたいのですが、それにぴったりの業種があります。残念ながら金融業です。青い棒グラフが利益ですが、回復傾向といえども 80 年代のピークとほぼとんとん、過去 20 年間は赤字を繰り返して、累計でも殆ど利益は出ていない状況です。さらにもっと問題なのが赤線の株価で、ピークの遥か下という状況になっています。“失われた 20 年間、株価低迷”は金融に当てはまる言葉だと思います。こんな状況だと、こういう業種に勤めている人はなかなか日本には強気にはなれないと思います（笑）。

ちなみに、株価の推移を横比較したものが次のライド 12 ですが、こんな形になります。金融はなぜめちゃくちゃ悪いかということ、80 年代のバブルではしゃぎ過ぎたのです。80 年代はすさまじく儲かっていた王者だったわけですが、その反動もあって株価が低迷し

ています。日本の金融機関の人と話をすると、よく出てくるのは、「私自身が自社株でこんなに損をしている」という話です（笑）。

この緑の線で、いま経営の中核、またはエコノミスト、ストラテジストでトップクラスにいる人達は、だいたい80年代のバブルのときに自社株を買っていらっしやいますので、だいたい損している。自分が自社株で損をしていて、会社はあまり儲かっていなくてという状況で、周りを見たらどんなに良くたって、やはり強気にはなれないのです。

私が前職のJPモルガンのCIOだったときに、海外のお客さんに、「日本の企業はそんなに悪くないですよ」という話をして、言われた反応のひとつが、「でも、昨日セミナーで隣に座った日本の銀行マンが、日本企業にだけは投資するなと言っていた」でした。これだけ自分の会社の業績と株価が長期低迷したら、こういう話になってもしょうがないだろうなという感じはしています。

ただ、この後、時間があったらお話ししますが、スチュワードシップ・コードやコーポレートガバナンスに対して私が非常に懸念しているのは、業績が一番悪くて株価が低迷した業種（金融業）の人が、これだけ業績が良くて株価が上がっている産業の経営陣にアドバイスするという話になっていることです。本当は逆ではないかと思うのだけれども、そういう話になっているのが私としては非常に心配なところです。

次に、長期的に株価が低迷しているじゃないかという話がありますが、それはどうかという話です。スライド13をご覧くださいなのですが、これはスナップショットで80年末、89年末、14年末でPERがどうだったかを比較しています。金融、製造業、非製造業、全産業とやっていますが、80年代末を起点にしたら、何を見ても駄目に決まっているわけです。なぜかというと、そのときのPERは異常に高いわけです。恐らく、これだけの時価総額の株式市場がここまで買われてしまったのは、たぶん100年後のファイナンスの教科書ではオランダのチューリップバブルと同じぐらいで論じられてもいいのではないかと思うのですが、そのピークを起点にして、株価が下がった、下がったと文句を言う人が非常に多いわけです。

しかし、ご覧いただけるように、80年から見てみたらどうかというと、80年からはPERは同じなわけです。要するに、90年代以降の株価の低迷は80年代に凄く上がり過ぎた反動と考えるのが適切であり、別に経営が悪いという話にはならないと考えています。

ここまでが最初に紹介した日本株弱気論に対する反論ですが、次に、最後に残ったアメリカと比べ日本企業の業績が悪いじゃないかという話についてご説明したいと思います。

まず、アメリカとの比較でいうとスライド 14 です。今度は日米の上場企業の利益、赤が日本の TOPIX ベースで、青が米国の SP500 ですが、利益のトレンドを長期で出しています。これをご覧いただくと、もう、ぐうの音も出ないほど日本は駄目です。これを見たら日本株になど投資できるかと思うのが普通です。

ところが、次のスライド 15 をご覧いただきたいのですが、80 年からの 36 年間で通貨の価値も大きく変わっています。インフレ率が大きく違います。アメリカは 80 年の 1 ドルが今は 3 ドルぐらいになっています。ここにいらっしゃる方は、その辺はもう実感としてお持ちだと思いますが、一方で日本の場合、80 年の 100 円は今でも 130 円です。価値はほとんど変わっていないので、当然ながら二国間の経済データを比較するには実質で比較するのが普通です。

スライド 14 の日米の名目の利益をインフレ率で修正してあげるとどうなるかという、スライド 16 ですが、実質のベースで見ると、この利益の差は無くなってしまいます。もし私が GDP の比較をしたとします。アメリカの名目値と日本の名目値を持ってきて、名目でアメリカのほうが高いからアメリカは良い国だと言ったら、たぶんここにいらっしゃる皆さんは殆ど全員、私を馬鹿だと思えます。名目で GDP を比較する人なんていないわけです。だから、ニュースでも GDP のニュースは基本的に実質でしか成長率は言いません。名目の成長率なんて、殆どニュースにもなりません。

ところが、企業収益や株価のパフォーマンスになると、金融だけではなく、学会も含め、名目でしか議論をしません。インフレのことはすっかり忘れてしまいます。どうしてかはまた別の議論ですが、日本はデフレであったことをすっかり忘れて議論されているのが大きな問題となります。「インフレが要因かもしれないけれども伸びていることには変わりないじゃないか」という反論もあるかもしれませんが、釈迦に説法ですが、インフレ率の差は長期的には為替相場で相殺されてしまうので、資産配分上は意味が全く無いことになります。

ちなみに、GDP の成長率との比較をすると、スライド 17 です。左右を日本と米国にしていますが、赤線が利益で青線が実質 GDP です。日本企業の場合は、日本の企業の一番の問題は、多分利益の振れで、赤字となったときもあります。とりあえず GDP の成長率は上回っています。一方でアメリカの企業は、伸びていると思えているけれども、実質 GDP と比較すると変わらないことになります。

次に、そうは言っても利益率が低いという話があるので、今度は利益率について比較し

てみたいと思います。スライド 18 ですが、左側が売上高利益率、右側が ROE です。赤が日本、青が米国ですが、ご覧いただけるように、売上高利益率、当期利益ですが、ROE ともにアメリカを大きく下回っているのが現状です。これはハードデータなので、否定のしようがない事実です。これがなぜかを考えてみたいと思います。

日本の企業がなぜこんなに利益率が低いのかということに関しては、きちんとした研究はまだあまり見つけられてないのですが、一つ参考になるのがスライド 19 ですが、『日米企業の利益率格差』という本があります。日米の企業利益を比較した非常に良い本ですが、そこで指摘されているのは、アメリカと日本の大きな違いは、アメリカの場合、垂直統合が非常に進んでいることです。例えば、ゼネラルモーターズは、自動車会社であると同時に大手の自動車部品会社でもあります。というのは、外の部品屋さんから部品を買ってきてそこに儲けさせるぐらいだったら、自分たちで造ればいいじゃないかということで、どんどん垂直統合してきたわけです。

一方で、日本の場合は垂直統合しなくて、トヨタはデンソーに造らせます。デンソーはさらに子会社、子会社は孫会社・・・というように、入れ子状態になっているわけです。これはいろいろな歴史的な背景があり、こういった産業構造になったのは第一次大戦後とされていますが、一番大きな理由は、GM の場合は完成車を造っている部門が、給料が一番高く、部品はその次に低く、その素材を造っているのはもっと低くてというようにして、アメリカの会社ですから、社内で給与格差をつけるのは非常に簡単です。日本の場合はそれがなかなかできない。そうすると別にする。または、コスト削減は、アメリカの場合は人を切るのは簡単ですが、日本はできないので、リスク管理上、部品を外から購入し、景気低迷時は外注の調整でコスト管理をされると言われています。

ここで例として出しているのは、T 社、D 社というのは日本の自動車会社と部品会社、G 社が米国の自動車会社のつもりです。D 社がつくったものを全量 T 社が買い、自動車を作り販売します。G 社は全て内製します。売り上げは、T 社、G 社とも 1 万で同じでも、分業している T 社と G 社では、営業利益率が低くなってしまいます。逆に言うと、売上は部品納入分だけダブルカウントされていきます。また、日本は、大分落ちてきましたが、(株式) 持合いもあります。(株式) 持合いしていると、当然ながらその分でも株主資本が膨らんで見えてしまうので、ROE を計算すると低くなってしまいます。そういうことで、垂直統合のあるないが一つ大きく背景にあると考えられます。

次に、ROE が低いという話をしたいと思います。スライド 20 です。米国が青で日本が

赤ですが、ROEはアメリカに比べると本当に低い。しかし、実はROEもインフレの影響を受けます。なぜかという、ROEの式のRは利益です。利益は当然インフレがある国だとどんどん増えていきます。一方でEは株主資本、自己資本です。これは簿価です。インフレだからといってその簿価はどんどん増えていきません。そうすると何が起こるかという、インフレが高い国だとROEは放っておいてもどんどん上がっていきます。もしデフレになるとどうなるかという、Eは変わらないのにRがどんどん下がっていくから、ROEはどんどん下がっていきます。

シミュレーションした結果がスライド21です。概念図がありますが、最初のROEが8%として、配当性向が60%で、利益がインフレ並みで変化するとした場合に、シミュレーションした結果はこんな形になっています。高インフレの国だとROEがどんどん上がっていきます。一方で、低インフレの国だとROEはどんどん下がっていきます。これは多国籍企業で経理をやっている方はもう実感ある話で、私は青山学院大学のビジネススクールで昨年までこういった授業をやっていたのですが、社会人向けなので外資系のメーカーの経理の人などが来たりして、このグラフを見ると泣きそうになります。なぜかという、本社から日本のROEは低すぎると怒られる。ブラジルを見てみる。20%、30%ぐらいだ(笑)。日本は5%とはどういうことだと怒られるわけですが、まさにこの話です。

ROEをインフレで調整するのは、非常にテクニカルなややこしい問題もあり、簡単ではないのですが、とりあえず簡便法でやってみたのがスライド22です。どうやって計算したのかは、下に数式を出しているのですが、ご関心があればご覧いただきたいと思いますが、ROEをCPIで調整した場合、どうなるかという、この赤い線と青い線になり、殆ど変わりません。ということで、ROEが低いのは日本がインフレではなかっただけの話だと思います。私は、日本はこれから、これだけ労働者が少なくなっていく中ではインフレになっていくと思いますが、そうなれば放っておいてもROEは上がってくるのではないかと思います。

スライド23ですが、分析のまとめとしては、日本の上場企業については、基本的に問題はないと考えています。米国との比較で一番大きいのは、やはりインフレ率の問題です。それから、日本企業の分析をすることを仕事にしている金融業の利益が非常に悪い。それが結果的には日本の企業を悪く見せているのではないかと思います。

お話ししたように、日本株に対する悲観論には妥当性は見られないのですが、ここまで分析した結果をご覧になると思われると思いますが、この分析は別にすごく特殊なことを

やっているわけではない。株を投資するのだから企業の長期の利益成長はどれくらいかを見てみるのは当たり前の話です。出してみたら、今度はインフレ率で調整するのも当たり前の話です。恐らく、これを大学院ではなく学部レベルの卒論で書いたら、当たり前のことをしたね、で終わってしまうはずですが、しかし、すごい悲観論があるわけです。こういう話をすると初めて聞いたというようなことをおっしゃる方が多いのですが、逆に言うと、他にこういうことをやっている方は殆どいない。

では、そのバイアスがどこから来ているかを最後に分析したので、ご紹介したいと思います。その背景には、実は文化的な特徴があるのではないかと考えています。スライド 24 ですが、東大の藤本隆宏教授が提唱されている産業分類で、擦り合わせ型産業と組み合わせ型産業があります。例として、スライド 24 の下のほうで自動車産業とありますが、多くの従業員が擦り合わせ型です。擦り合わせとは、いろいろ相談しながら、従業員だけではなく、系列の企業や部品会社を含め、大勢の人がボトムアップで仕事をして製品をつくり上げるという産業を擦り合わせ型といいます。

一方で組み合わせ型は、この例では携帯電話としていますが、トップの少数のエリートが製品の企画をし、設計をし、造る段階になったら中国企業でもいいわけで、外注してしまう。部品は、系列などは関係なく、スペックを出し、これで一番安く供給してくれるところを見つけて、それを単に組み合わせるだけという産業の二つあると言っています。

擦り合わせ型と組み合わせ型と、当然、産業は色々あります。もう少し概念的に整理したのがスライド 25 ですが、擦り合わせ型産業にはどんなものが入るかということ、表で言う一番下の業種例で自動車が典型的です。鉄道もそうです。鉄道は運行ソフトウェアから、運転手から、電気工事、発券システム、駅員の行動すべてが、調和が取れて初めて定時運行できるわけです。もっと言うと、乗客の乗り降りまで擦り合わせをするから乗客も協力しているわけですが、顧客も含めた擦り合わせ型産業です。後は電子部品、素材、商社、小売りなどが擦り合わせ型産業です。

一方で組み合わせ型は、パソコン、携帯電話、テレビ、液晶、半導体、この辺をピックアップしてくればいいわけです。大学も完全に組み合わせ型産業です。大学の先生は、一部は擦り合わせをしています。経済学部でもこちらの先生とあちらの先生で教えることが全く違うということは普通にあります。普通にあり、別に問題ではないわけです。どちらが正しいかを考えるのは学生の仕事であり、大学としてはパッケージとして擦り合わせで何かを提供する感じではないわけです。

官僚組織はどちらかというと難しいのですが、私も官僚組織と付き合いがあったので分かるのですが、現場レベルでは相当擦り合わせ型。ただ、究極的に組み合わせ型なのは、トップは完全にボトムアップではないわけです。新しく当選した政治家がぼっと来て、おまえの政策は駄目だとかいうことがあり得る意味では組み合わせ型産業です。

過去 36 年間の日本の企業の利益の成長率で見ると、組み合わせ型産業の利益は低迷しています。一方で、すごく利益を伸ばしているのは擦り合わせ型産業です。実は、ここに大きな問題点があり、日本企業の評価をする立場にいる人（金融、大学、官僚組織、マスコミに属している人）はどちらに属しているかということ、実は右側の組み合わせ型産業に属しています。組み合わせ型産業の価値観は、私も金融にいたからよくわかりますが、金融ではトップの決断は非常に大きな影響があるわけです。今年は日本株が良いと思うから日本株売れとトップが号令をかければ、日本株が上がるか下がるかで業績が大きく変わってしまいます。要するに、経営者の判断、部門長の判断が組織のパフォーマンスに大きな影響を与えます。そういうところで働いていたら、当然、部門長が判断を間違えたら、あの部門長のおかげでこんな目に遭ったという話になってしまうわけです。

右側の産業に勤めている人は、基本的に擦り合わせ型産業の良い点を理解ができません。擦り合わせ型産業はみんなで相談しながらビジネスをやっていくから、当然ボトムアップであり、終身雇用であり、擦り合わせてやっているから成果主義にしようもないわけです。誰が本当に良いかどうかは分からないわけですから、年功序列の賃金にならざるを得ない。そういうことで、組み合わせ型産業的な価値観で、アメリカは完全に右側ですから、右側の価値観で左側を見ると、経営がなってないという話になるわけです。それが日本の企業の評価が低い大きな文化的な要因ではないかと考えています。

では、なぜ日本企業が擦り合わせ型に強いのか。スライド 26 ですが、平等意識が強く、平社員や現場の作業員にも発言権があるのが一番大きな理由だと思います。これはよく言われる話ですが、大手の自動車メーカーでラインの作業員にラインを止める権限を与えているのは日本のメーカーだけだと言われています。ラインを 1 回止めれば何億円と損失が出ます。その判断を現場の人間にさせてもいいというぐらい、現場の人間が信頼できるのが日本で、一方で、そういうことが信頼できないアメリカの会社はトップが決める。しかし、みんなで相談して造るような製品だったら、現場がそういう権限を持てるぐらいのところの方が当然強いことになるのではないかと思います。

では、なぜ日本が擦り合わせ型に強いのか、平等意識があるのかということ。ここ

からは漫談風になってしまいますが、いくつか可能性があると思います。スライド 27 にあるように、元々村落共同体から出ている日本の社会のあり方が一つあります。二つ目は、スライド 28 です。これは実際にあった話ですが、明治時代に日本もシンガポールのように公用語を全部英語にしようという話があったそうです。

これに猛反対したのがホイットニーというイエール大学の人ですが、彼がなぜそれを言ったかという、ここに“Acrophobia”と“高所恐怖症”という言葉があります。Acrophobia は高所恐怖症の英語ですが、高所恐怖症という言葉が知らなくても、この漢字を見ただけでどんな病気かわかります。高いところが怖い病気なわけです。ところが、Acrophobia は acro が高いところで phobia が怖がる病気だそうですが、ラテン語の素養が無ければ分からない。

アメリカでは、ある一定以上の教養がないと、英語の文化で教養を高めるのは難しいのですが、一方で表意文字である漢字を使っている日本は、どんな末端の人でもそれなりに高い抽象的な概念を咀嚼することができます。これが、大きな日本の特色です。実は、表意文字は日本と中国でしか使われてないのですが、中国があれだけ急速に経済発展した理由はそれではないかと思います。

スライド 29 は何のことかよく分からないと思いますが、日本語には大きな特徴があります。これはどこの家かご存じない方もいらっしゃるかもしれませんが、日曜日の夕方にテレビをつけていただければこの家が出てきますが、すみれというのはお母さんです。ここで何を言いたいかという、ももこが次女で、さきこが長女ですが、ももこにさきこを呼んでくれというとき、すみれがももこに「お姉ちゃんを呼んできて」と言います。こたけを呼んできてというときには「おばあちゃんを呼んできて」と言います。

ところが、さきこにももこを呼んできてというときには「ももこを呼んできて」と言うわけですね。もっと言うと、すみれがももこを介さないでこたけを呼ぶときも「おばあちゃん」と呼びます。ひろしも下手するとこたけを呼ぶときに、お母さんではなくおばあちゃんと呼びます。

アメリカの言語学者が日本に来たときに一番面食らうのはこれらしい。家族内人称代名詞と言いますが、世界で、こういう呼び方をするのは日本だけだそうです。この原理原則は何かという、実はももこの視点で全員の家族内人称代名詞が決まっているわけです。要するに、組織内でいちばん弱い人の立場に立って家族内の人称代名詞が決まる。このように、人間集団ができる、一番下のことを考えてしまうのが日本人の大きな特性で、こ

れがまた擦り合わせ型産業に強みを発揮している理由ではないかと考えています。

途中は割愛させていただき、こうやっているいろいろ強気な話をしていると、そうは言っても日本には潰れた会社もあるじゃないか、駄目になった会社もあるじゃないか。あれはどう考えるのだという話をいただきます。それに対する反論は、ワールドコムとエンロンでもあったのだから同じではないかという話で私は十分かと思っているのですが、それでも納得しない人がいるので、エレクトロニクス産業で何が起こったかをお話したいと思います。飛んでいただき、スライド 30 をご覧いただきたいと思います。

私は高校生まで理系で、高校のときに、祖父がエンジニアだったので、テレビの修理をアルバイトでやっていたのですが、当時のテレビはまさに擦り合わせ型の製品で、ブラウン管から何から全部系列のところで造っていました。それで日本はずっと伸びてきたわけですが、だんだん部品の性能が凄く良くなってきて、日本の部品さえ使えばいいテレビが造れるようになってしまいました。結局、ソニーやシャープの業績がなぜ低迷してしまったかという、もともと擦り合わせ型の産業だったものが組み合わせ型になってしまったからです。

日本人は擦り合わせに強いけれども、それは全部反作用として組み合わせには弱いということ。部下が強い、末端の社員が強いことになると、当然トップダウンのリーダーシップを発揮するのは難しくなります。よく日本はリーダーシップが無いと言いますが、私に言わせるとリーダーシップではなくフォロワーシップが足りない。組み合わせ型産業は難しいのです。

スライド 31 は、家電メーカーと電子部品メーカーの 1 部上場企業の売上を 79 年から取ったものです。確かに、家電メーカーは駄目ですが、擦り合わせ型でそのままいけている部品メーカーはちゃんと利益を出している。ただ、目立つのは当然メーカーの方ですから、ソニーやシャープの業績が低迷すれば日本は大騒ぎになりますが、では、なぜ東証 1 部の上場企業の利益がこれだけ伸びているかというと、もっと上流の部分で強みを発揮している会社が多いことになります。

こういった擦り合わせ型産業の強みはなかなか分かりにくいのが大きな特徴です。まず、1 点目は、私はファンド・マネージャー時代、多くのトップ経営者にお会いしましたが、一言で言ってしまうと、日本の会社は社長に会っても分からない。一方で、アメリカの会社はリーダーの方が言ったことはほぼ確実に実行されるという特徴があります。

二つ目は、擦り合わせ型産業の強さは、その現場にいないと分からないということです。

日本の企業でその現場にいてもその強みがわからない人も結構いると思います。組み合わせ型の環境と擦り合わせ型の環境と両方を見て、日本人の行動様式などを観察する機会があればよく分かります。私が幸運だったのは、JP モルガンという組み合わせ型産業の日本の部門のマネジメントを任された経験もあり、いろいろな面で日米比較をできたのが大きな違いだと思います。この点を非常によく分かっているのは日本の自動車会社です。彼等はグローバルでオペレーションを展開しているから、文化的な違いなどがどんな影響があるかがよく分かっています。

擦り合わせ型、組み合わせ型というのは、エコノミストやアナリストにはまずわかりません。アナリスト達も、多分理解不可能だと思います。金融がそもそも組み合わせ型です。さらに、皆で共同して擦り合わせて何かを造り上げることをしていない人達ですから、彼等にこういうことを分かれといっても土台無理な話です。その人達には駄目に決まっているという先入観があるから、ちょっと駄目だというデータがあれば、それを拾って日本企業は駄目だという話になります。そんなはずではないとか、客観的にもう一回データを見て検証してみようという気にならないわけです。そういうことで、なかなか理解してもらえないのではないかと思います。

3 点目は、これは日本の上場企業の責任でもあるのですが、上場企業の財務の方の中には MBA の教育を受けている方が結構多い。会社自体は擦り合わせ型だけれども、MBA の教育は完全に組み合わせ型です。組み合わせ型の教育を受けて帰ってくると、自分の会社が駄目に見えてしょうがなくなる。それを社内で言っているのならまだいいのですが、外に出て行って、証券界の人間に対し「日本の企業は・・・」とやると、これはすごいハードエビデンスになるわけです。日本の会社の内部の人が告発するわけですから。私もファンドマネジャー時代によくそういうセミナーに行き、CFOの方が自分の会社の話をしているのを聞いたことがあります。そういったバイアスがあると思います。当然ながら、こういう話は外国人の投資家には全く理解できないと思います。

最後に今後の課題です。私が一番懸念するのは M&A です。ここまでご説明してお分かりだと思いますが、日本の企業は平均値としてはうまくいっています。もちろん、例外は有り、例外は世界中に有ります。別に、日本の例外だけ取り上げる必要はないわけです。平均値としては、日本の経営はうまくいっています。しかし、そこでリスク取れ、リスク取れと大騒ぎになっています。ガバナンスだとか、スチュワードシップ・コードとか。こうなったときに一番簡単にやれるのは M&A です。経営者にとっては株主に配当で出すな

どというのはあまりやりたくないのですが、手っ取り早い M&A をやるのですが、日本の企業の M&A はだいたい失敗しています。これはいろいろな理由がありますが、一番大きな理由は経営風土が全く違うからです。それは擦り合わせ型、組み合わせ型の違いもあります。

昨日もある上場企業の海外 M&A の損失の話が出ていましたが、海外の M&A でこれからまた損失がどんどん拡大するのが大きなリスク。逆に言うと、今後、スチュワードシップ・コードの議論が深化するに従い、もしかしたら日本株の期待収益率を下げなければいけないのではないかと考えています。

二つ目です。これは業界全体でもっと本当に考えなければいけないと思いますが、ROE 至上主義はおかしいのではないかと思います。期待収益率がいくらという話をコンサルといろいろ話したという話をしましたが、皆さん 5%とか 7%とか言っているわけです。5%とか 7%の期待収益率をもとに長期資産配分をやっているのが年金基金の殆どのはずです。それなのに、自分たちが想定している収益率と違う 8%を ROE で目標にしていること自体が理論的におかしいと思います。

さらに言うと、ROE はあくまでも簿価ベースの自己資本に対する収益率であり、本当の意味では、時価ベースの株主資本に対し、どれだけリターンが出ているかが一番重要ですが、それは端的に言うと PER の逆数なわけです。PER で見ると日本もアメリカも殆ど変わらない。アメリカでは、ROE は投資の教科書を見てもなかなか出てきません。なぜなら、意味がないからですが、本当に資産運用でやっていることと企業に対して求めることを、もう少しきちんと擦り合わせをすべきではないかと思います。

少し長く話過ぎたかもしれませんが、以上で私からの報告を終わらせていただきます。

(池尾座長)

どうもありがとうございました。

それでは、自由討議に入りたいと思います。どなたからでも結構です。刺激的な話をいただいたので、反論なり、同意なり、いずれもあるかと思っています。

(岩間会長)

非常に刺激的というか、刮目すべきご意見をいただき、ありがとうございました。アメリカが比較の対象ということですが、アメリカ以外で、例えば日本と構造的に非常に似ているとか、そういう中で、同じような環境にあるところで比較した場合にどうなのか。擦

り合わせ型が強く、それが引っ張っているのは分かりますが、いずれ組み立て型も日本はやらなければいけない。例えば、保険会社が海外の M&A をやるのは、別に ROE を上げようというだけではなく、少子高齢化で伸びしろが少なくなってくる。それに対しどういう具合に成長性をキープしていくかということも視野に入っているわけです。

そういう場合になると、それをやってはいけないことになるとは私は思わない。むしろ、どうやったら成功するかという話になるわけで、そういう立場に置かれているところはたくさんあり、アメリカと日本はなるほどというのはいちもかなり得心するところはあるのですが、そこら辺についてはいかがですか。

(新井氏)

申し訳ありませんが、その点についてはまだ全然答えが出ていないのですが、いちばん興味を持っているのはドイツです。自動車は明らかに擦り合わせなので、ドイツも当然、自動車は非常に強いので、ドイツと日本の共通点は何なのかは非常に興味があるところですが、残念ながら、今のところ、そこはまだ十分研究できていないので、日米比較だけになっています。

組み合わせ型をやってはいけないかという、別にいけないとかいいとかいう話ではなくて、もっと言うと、これはグラデーションでして、ぱりぱり擦り合わせ型からぱりぱり組み合わせ型まであるのですが、中間がたくさんあるわけです。問題は、日本は擦り合わせ型に強いのだという自覚があって外に出ていけば、逆に言うと自分の芸風を変えられると思います。ところが、日本でやっていることが普通だと思って外へ行ったら違うわけです。

これは今日の本題と外れますが、最低限擦り合わせ型と組み合わせ型が違うのだということ、日本人が自然だと考えていることがすごく擦り合わせ型の中に入っているという自覚をすることは、日本の企業の海外進出にとっては非常に重要だと思います。もう一つ付け加えると、アメリカ自身の社会が組み合わせ型から擦り合わせ型に変わっているのではないかと実は思っていて、昔のように、いいように使われる下層階級の人とスーパーエリートという関係から、インターネットなどの普及もあり、権利意識も高まっていて、日本の自動車会社がアメリカでなぜあれだけ経営的に成功しているかという、日本的な部分をアメリカ的に少し手直しして紹介しているからです。

擦り合わせは日本だけでしか使えないものではなく、海外でうまく導入すれば、むしろ

そちらのほうが幸せだという人もたぶんたくさんいると思うので、そういう面では日本企業にとっての商機は結構あるのではないかと思います。

(岩間会長)

ありがとうございます。もう1点いいですか。基本的に私の認識で言うと、ガバナンスは、行き過ぎたショートターミズムを、少し中長期的な観点でバランスを取り、投資家と経営が同じ方向性で企業価値を高めていくことを担保する仕組みだと捉えるべきだと思います。ROEが低いからけしからんとかいう単純な話ではなく、さらに言うと、ガバナンスは暴走も防がなければいけないこともあるけれども、中長期的な戦略の妥当性とか、どこまでわれわれがそういうことについて知見を持って言えるかというところが大きな問題だと思います。

そういう観点で言うと、仕組みの問題ももちろんあるけれども、そういうカルチャーが今までやや希薄だったのではないか。投資家の観点から見たときの我々の方のアプローチの仕方が、元々サイレントシェアホルダーで放っておいたという金融機関の責任もあるわけですが、そういう観点で言うと、私は意味があるのではないかと思っているのですけれども、その点はいかがでしょうか。

(新井氏)

中長期的な観点から経営との対話という話で言うと、運用会社の経営の方に中長期的な経営目標をどう考えていらっしゃるかと聞いたときに、恐らくいちばん正直な答えは「分からない」だと思います。私もやっていましたが、運用会社の中期経営計画を作ろうと思っても、TOPIXをいくらにするかで全く変わってしまうわけです。ROEが2%から、下手すれば30%にも40%にもなってしまうわけです。

企業経営は、長期的に正しい戦略は何であり、ちゃんとやっていけばそこに達成できるというものでは本質的には無く、そのときそのときに、一番ベストだと思えることを、ベストを尽くしてやり、かつリスクをいつも考えてやっていくしか多分無いと思います。資産運用はその最たるビジネスで、あまりにも不確実性が高いわけです。そういう意味では、企業との対話は、本来は社長がやるべきではないかと思います。

(岩間会長)

運用会社の社長ですね。

(新井氏)

よくガバナンスの議論で思うのは、識者が頭を捻れば正解が出てくるような話が凄く多いと思います。スマートな人が集まれば正解が出てくるような議論があると思いますが、実際に企業経営されている方々の実感は、企業経営なんてそんなものではないよというのが普通だと思います。

実は、基金理事になって一番辛いのは何かというと、上場企業の年金担当者に苦情をいただくのです。なぜならば、彼らの中には昔、IR をされていた方達がいる。そうすると、飲みに行くと、実はあるアナリストにこんな酷いことを言われたと(笑)。

この前言われたのが、社長が中期経営計画を説明しているときに、新規事業でこういうのをやりたい。そうしたら質問が出て、アナリストが聞いたらしいのですが、「どれくらいの成功確率を考えていらっしゃるのですか?」と。社長の答は「60%ぐらいかな」。それに対し、そのアナリストは、「大切な株主の資金を成功確率 6 割程度のものに投資されては困る」というようなことを言っただけです。そんなものです。

では、その彼は無能なのかというと、彼の仕事は株価を当てることです。長期の業績を見て割安なものを買う。そのスキルは有るわけです。しかし、企業経営は分からない。今のガバナンスの本質的な問題は何かというと、企業経営は本当の意味でやったことがなければ分からない世界で、やったことが無い人が、要するに新聞記者に監督をやれと言うようなもので、スポーツ新聞で野球の解説記事は詳細に書いて、良いことを書いても、ではその人に任せるかといったら任せない。そういう面では、大変でしょうが、運用会社の社長がトップミーティングに出てこられたら全然違うと思います。

(岩間会長)

その通りだと思います。

(西氏)

私も社長にお会いして話すことはあるのですが、何年も付き合った社長から話があった場合にはともかく、初対面で、オフィスに来られて、ちょっとお話ししたいというケース

もあります。そうした時、向こうが私に聞きたいのは、最後はドル円相場だけで（笑）、それ以外のことを私が何か言っても、あまり付加価値がないように思います。

相手の社長にとって **waste of time** にならないようにしようと思うと忸怩たるものがあります。

新井先生のおっしゃるアナリストと私との間に大して差は無いのかもしれないけれども（笑）、ひょっとして何かあるとすれば、自分の専門で何十年もやったことに対し、こう思うとかいうのはあると思いますが、それ以上に、社長が出ていったらうまくいくかという、私の場合はちょっと苦しいというような気がしています（笑）。

（岩間会長）

例えばピーター・リンチがアナリストとして、もちろん **CIO** だったと思いますが、対話しますよね。それで、マゼラン・ファンドが大成功したという話ですが、アナリストはだいたいセクター（業種）を見ているよね。セクターの横並びでいろいろな会社を見て、それを長期的に特にバイサイドのアナリストは見ている。そこで見たときに、それぞれの個社について分析をして、どういうところをどうすればという話は、たぶん経営にも響くところがあるのではないか。僕自身はアナリストをやったこと無いけれども、そこら辺はどうですか。

（新井氏）

私は、最初のころはアナリストをやっていて、エレクトロニクス担当で、日米ですごく摩擦もあった時期で、ニューヨークの同僚のアナリストとアメリカの会社を訪問し、日本も入れて色々やっていると、すごく重宝されました。**IBM** がどういうことを考えているかちょっと教えてくれとか、某大手メーカーの経営会議に呼ばれて、ちょっとアメリカのことを説明してくれとか、そういう話をしていると、今度はアメリカに出張すると色々聞かれました。

ただ、正直言って、その付加価値は業界紙の記者と同じです。別に、それは本質的なものでは全くない。やはり、割り切りが必要で、大袈裟な話をする前に、そうは言っても、世間ではアクティブ運用はアルファが無いと言われているわけです。だから会社を変えとか、世の中を良くするとかいう話をする前に、とにかくアクティブの成績を上げる。そこに集中するのがまず第一で、それができて、アクティブは付加価値があるのだというの

が定説になってから、初めてガバナンスの話をするのが順序ではないかと思います。

(鹿毛氏)

今の話に一言付け加えさせてください。個別銘柄につき世界中合わせると何パーセントかを持つような、大手投資顧問会社の投資のプロで、投資判断に直接・間接に影響力を持つ立場にあって、業界事情に極めて深い洞察力があるような人のところには、むしろ投資先企業の社長の方から大きな意思決定の際に、相談に行くケースが有ると聞いています。

逆に言うと、本当に社長が話し合いたい、ある程度参考にしようと思うようなケースは、運用機関側にそれぐらいのバリューが必要ではないか。コーポレートガバナンスに関する委員会などの席で、エンゲージする側ももっと勉強しなければいけない、という議論がよく出てくるのは、そういうバリューが求められているからだと思います。

ところで、私も日本の株式市場を何十年も見てきて、どちらかといえば悲観的な感触を持っていましたので、今日お伺いした特に前半の幾つかの前向きの部分につき計量的分析を踏まえて非常に説得力のある話を伺い、たいへんありがたいと思います。

恐らく日本で株式のプロの方は基本的にはミクロの、特定業種のプロの方の方が多い。リサーチディレクターを除けばマクロの視点とミクロの企業分析とを一緒になさっている方はそれ程多くないのかと思います。今後、日本の株の議論をする上でこういう視点は非常に大事な要素だということを感じました。本当にありがとうございました。

それを踏まえた上ですが、では、なぜこの市場参加者が日本株になかなか強気になれないのか？アベノミクスの前まで、それからこの1年ぐらいで考えたときに、結果として日本株のパフォーマンスが悪かったからだだと思います。マイナスのことが多く、マイナスのときは10%とかボラティリティも大きかったのも事実です。本日のお話の日本株の底力、日本経済の底力があるという部分には説得力があるのですが、一方では、過去の実績は良くなかった。

それによって、日本の年金にも多くの問題が生じ、企業年金で言えば日本株への配分比率は1割ぐらいになってしまったわけです。私もお話をお伺いしながら、日本経済の実力と市場実績がどうしてこんなに離れてしまったのかなと考えていました。たしかに企業年金にしても、保険会社にしても、単年度決算の呪縛から必ずしも離れられない、という面があります。

企業年金の場合は、親企業の単年度会計の一部に組み込まれているわけですし数理基準

の規定で、ある程度以上マイナスが大きい場合には追加抛棄義務が発生するため、長期平均ではいくら良くても、ある程度以上の単年度損失は許容できないという背景もあるでしょう。

しかし、それを除いても、市場実績の悪さと、今おっしゃられた非常に説得力のあるポジティブな面との関係についてどのようにお考えですか？

(池尾座長)

よろしいですか。16 ページのスライドや 27 ページのスライドを見せていただいても、やはり失われた 10 年は有ったわけです。92 年ぐらいから 2002 年ぐらいの 10 年間は、明らかに日本のパフォーマンスは悪かったわけです。ただ、失われた 20 年という言い方は間違いだという話で、2002 年以降は、少なくともアメリカと遜色のないパフォーマンスを上げている。失われた 10 年は有ったけれども、2000 年代以降は少なくともアメリカと比べて遜色がないのが、このグラフから読めることだと思います。

2000 年以降の日本経済に関しては、マクロでいってもそういう話があり、GDP の成長率そのものを見ればアメリカの方が高く、日本の方が低いけれども、1 人当たり成長率に換算すると日本とアメリカは変わらなくなる。労働者 1 人当たり GDP 成長率、すなわち労働生産性成長率にすると日本のほうが高くなるわけです。それは、日本は人口が減っていて、更に労働力が低下しているからです。

だから労働者 1 人当たりの労働生産性で見れば、日本の方が 2000 年代は、パフォーマンスは良いのだという言い方ができるのですが、日本が良いと簡単に言えるかということ、むしろアメリカの生産性の伸びが非常に低くなったので、相対的に日本がアメリカを凌駕するような格好になった。そういうことがあるから *secular stagnation* という議論がアメリカで行われているわけであり、アメリカの調子が本当に良いのであれば、長期停滞論があんなに世間の関心を呼ぶわけではないので、長期停滞に陥っているとされているアメリカと比べたときに、2000 年代以降の日本は決して遜色はないのは、その通りだと思うけれども、それはどこまで喜んでいいことなのかというところがある感じはします。

(鹿毛氏)

アベノミクスの前までは、あるいは今でも、名目 GDP はほとんどフラットなわけですよ。

(池尾座長)

全体ではそうです。だって、人口は減っているのですから。人口が減っている経済と、アメリカのように先進国の中では例外的に人口が増加している経済と、全体の成長率を比べてパフォーマンスを語るのは正確ではないという話ではないですか。

(新井氏)

2000年を起点にしても、もう16年ありますから、インフレ率の差は集積すると凄く大きいです。だから、見かけ上の問題であることがあるのが一つと、今はGDPという国ごとのマクロ経済の議論ですが、アメリカも日本も、戦っているのはアメリカ市場内とか日本市場内ではなく、ヨーロッパのマーケットをアメリカ企業と日本企業で取り合いしてたりするわけで、マクロ経済の話と上場企業の話はそろそろ切り離さないといけないと思います。

例えば、非製造業の生産性の低さがよく指摘されますが、上場企業は全然違うわけです。非製造業の生産性が低い。だから日本のガバナンスは駄目だ。だから上場企業を懲らしめようというような話になってしまっているのは、明らかに違うデータセットの話をしているわけで、そこをやらなければいけない。それともう一つ、長期のトレンドとして頭に入れておかなければいけないのは、日本は80年代からずっと傾向的にはリスクプレミアムがどんどん上がっている国です。80年代に非常に楽観的になった市場環境で、極めて低いリスクプレミアムにしてしまった。

一方でアメリカは、思い起こしていただければ、80年代のアメリカはもう先進国では無いというようなことまで言われた。私は一時期、マンハッタンに住んでいたことがありますが、本当に危なくて歩けなかった時期もあったわけです。あの頃は凄まじいリスクプレミアムがあったわけです。凄く高いリスクプレミアムがどんどん下がってきた。だから長期に見ても、アメリカの株のパフォーマンスはそこそこ良いのですが、逆に言うと評価がもうぼろぼろのどうしようもない国から、やはり先進国だねという、IT革命の先頭を切っているような評価が変わったトレンドの中にあるわけで、それを比較するのも、その部分は考慮しなければいけないのではないかと思います。

(岩間会長)

凄く興味がありまして、もう一ついいでしょうか。インフレ+4%というターゲットを

どういう具合にやって達成されているのですか。

(新井氏)

まず、株を半分ぐらい持ちます。株のうちおよそ半分はプライベート・エクイティにしています。後、残った部分も、基本的に債券は殆ど無くして、短期の資産配分の部分でも、なるべくヘッジファンドなどで収益を稼いでいく。いま、オルタナ比率は、オルタナの定義にもよるわけですが、4割ぐらいを保っていて、相当突飛な運用をするということです。ただ、アメリカの大学基金の担当者にすれば、そんなのでいいのだったらいくらでもやれるのだけどな（笑）と。

(岩間会長)

もっと激しいわけでしょう。

(新井氏)

先程紹介したように、株の期待収益率は、たぶん6.5%とか7%ぐらいあるわけです。そうしたら株を買ってしまえばいいじゃないかという話ですが、何を買うかが問題ではなく、リスクを取ることに對しコンセンサスを取ることが、アメリカと比較すると恐らく一番難しいところです。

(岩間会長)

日本株でも金融は除くということですよ。

(新井氏)

実は、それは真面目に考えました。金融の利益が伸びない一つの理由は、経営がどうこうの問題よりも、危機が起こったところで、自己資本を増強するために株を発行してしまうので、金融不安が起こったときに安い株価で増資をしてしまうのは凄くネガティブです。

そういう面で、金融は構造的に長期的に高い収益率を期待できないのかと思いつつも、そう思っていた矢先にマイナス金利になり、むしろ今は全部金融でもいいのではないかと、あまりにも株価が安くなったので（笑）。。

(西氏)

非常に参考になります。外国人と会うときにどうやって日本株の話をするかという中でも今日の話を使わせていただきたいと思います。

アベノミクス以降、よく聞かれる一つの話としては、企業セクターの内部留保の話です。内部留保が厚くなっていて、100兆、200兆ぐらいの内部留保が残っている。それをどうやって使うかということの話しても、最後に突き詰めていくと株価へ戻しますというようになるのですが、それはアベノミクスの目的なのか。ROEは、見かけはよくなりますが、それだけを求めているのではないですよということも外国人の方から言われることがあり、今の状況として株式市場はかなり回復して、いいレベルに来ているのは事実だと思うのですが、デファクトとして内部留保を蓄えてしまった日本の企業がそれをあまり使おうとしない。これが事実だと思うのですが、その点については何かお考えになられている点はございますか。

(新井氏)

よく分からないのですが、内部留保で仮に現預金だとしたら、現預金はリスクが無いわけです。リスクの無い資産が有るのだったら、その部分 $\beta$ は下がるはずですよ。そうしたら株主資本コストも下がるはずですよ。そうしたら株価評価はその分だけは高くなければいけないわけですよ。その辺、あまりちゃんとした議論がされてなくて、内部留保はいけないような。恐らく企業経営者にしてみれば、リーマンショックのトラウマがあり、あのときいきなりファンディングできなくなってしまった。あれは相当なトラウマだと思います。

特に日本の場合、景気のサイクルと自国通貨が連動してしまう。なぜ日本企業があれだけ赤字になってしまうかというと、世界的ショックがあると円高になる。アメリカは逆に楽なわけです。世界的ショックのときにドル安ですから、少なくともその分、収益は助かるわけで、そういう面で事業リスクがすごく大きいのは事実で、それを考えたら、恐らく内部留保が他国に比べ厚めである必要は、その部分は有ったと思います。

問題は、そういった視点できちんと理論的に厚めの内部留保を持つておくことを説明してあげる努力が、本来なら金融仲介機能の部分で必要だと思うのですが、それを全然やらなくて、おまえら内部留保を持つてはいけないと一緒に言ってしまうものだから、これがまた企業経営者にとっては何だよという話だと思います。

ただ、アベノミクスの最大の効用は何かというと、最近また少し出てきてはいますが、世界経済の浮き沈みと為替がデカップリングしている点だと思います。それは日本も通貨安競争に参加したからだと思うのですが、そうなれば日本の上場企業の事業リスクは前よりは低くなる。そうであれば、自己資本比率を多少落としてもいいという判断に繋がってくるのではないかと私は思います。

(山田氏)

1 点は質問で、二つは雑感ですが、貴重な話をありがとうございました。一つは、スチュワードシップ・コード、コーポレートガバナンス・コードが出て、先程、いわゆるエンゲージメントというか、にわかアナリストが増えたという話があったかと思います。日本の資産運用会社でも、中小型を対象にしている会社は、10%ぐらいまで株式を持ってやるという会社があると思うので、そうすると投資先と一体という運用会社もあると思います。そういった意味で、小さな会社と大きな会社、またエンゲージメント等々についての対応も違うかと思うのですが、そこら辺についてどのように考えていらっしゃるか。

2 点目は、先ほどパフォーマンスの話がありましたが、2000年代はパフォーマンスが非常に悪かった。90年代前半からですか、TOPIXにおける金融の比率がマックスたぶん3割ぐらいあったかと思います。われわれ運用会社としても反省しなければいけないと思っていますが、ベンチマーク至上主義で、ベンチマークに勝ったうんぬんかんぬんでやってきたので、その結果、パフォーマンスが落ちてしまったのかな。これは雑感です。

もう1点が、擦り合わせ型産業と組み合わせ型産業というところで、一番大きなところで、飛行機などについては、アメリカは結構強いのではないか。例えば、ボーイングとか。そういった意味では、総合的に擦り合わせ産業はアメリカの会社でも強みを持っている会社があるのではないか。これは感想です。

(新井氏)

ボーイングは、たぶんそうだと思います。787の開発で少し遅延が出たのは、擦り合わせの仕組みを壊すような工場再編を社長がやってしまったからという話があります。

中小型の話ですが、実はスチュワードシップ・コード、ガバナンスで一番重要なのはここで、中小型は逆に酷いです。あまりにも酷くて、目も当てられないぐらいめちゃくちゃな会社がたくさんあります。

問題は、本当はそういう会社をきちんと監視しなければいけないのですが、逆にそういったところは殆ど運用会社がカバーしてない。たまたまカバーされてアクティビストに見られれば、それは凄く良いのですが、殆どが野放し状態なわけです。今、その部分は何とかしなければいけないと非常に思います。社会的な問題として凄く重要だと思うのですが、運用会社の立場に立ってみたら、あんな流動性の少ない中小型株運用でお金を集めても、運用可能金額はせいぜい数百億で、数百億に対し運用報酬がせいぜい取れても 70 ベースだったら、アナリストもそんなに雇えないしという話になってしまうと思うので、経済原理的にたぶん無理だと思います。

そうすると、もう少し公共的な立場から何らかのことをやらないと。そもそも上手くいっている日立とか、パナソニックとか、トヨタとか、そういうところを相手にガバナンスの話をするぐらいだったら（笑）、そんな話はもういいわけで、中小型のいいかげんな人たちを何とかしてほしいというのは、一投資家としても非常に思います。

（岩間会長）

それは少し動きが出ています。

（山内氏）

今日はありがとうございました。たいへん勉強になりました。私も前職は日本の銀行で、西さんのもとの 88 年から持株会をずっとやって、2000 年の退職時にイグジットした経験があります（笑）。お話を伺っていて二つほど感想めいたことと、一つお聞きしたいことがあります。

一つは、先程ポートフォリオを色々分散されているという話がありましたが、アメリカのハーバードや、エンダウメントも私自身も非常に興味があり、注目しているのですが、彼らは運用会社との取引を最初はハードルを非常に高くしておくのでしょうかけれども、一度取引が始まると付き合いが長い。イエールの場合だと、聞いたところでは、平均取引期間がもう 17 年を超えとかいうぐらいになっている。長期でそうやってパートナーのように付き合うことが、運用パフォーマンス以外にお互いにとって良いものをもたらしているという話を聞いたことがあるのですが、運用会社をどのように評価して使うかという新井さんの視点をお伺いできればというのが 1 点です。

もう一つは為替の問題です。話の中では、長期的に見ればこれはネットオフされるので

とさらっと言われましたが、実際には、特に円投の日本の投資家が、ある程度グローバルな分散ポートフォリオを持ったときに、為替の影響は非常に大きいし、昨今のリスクオフのときになると、リスク資産と共にドル円も落ちてしまい、レバレッジを2倍かけているような動きになり、我々はヘッジファンドを中心にやっているオルタナの会社なものですから、リスク・リターン、例えばシャープレシオとかそういうものを非常に重視しながらやろうとすると、為替を中長期だからといって裸にしておくのは違和感があります。

逆に言えば、ドル投のアメリカの投資家から見た場合は、そこはもう教科書通りの、実際、数十年の実績もあるし、結果もあるしということでしょうが、円投の日本の投資家から見た場合の為替は、日本企業の業績、輸出企業の業績を含め、ボラティリティを非常に高める要素ではないかと思ひ、それを投資家の立場から長期投資でマネージすべきではないのか。この2点をお伺いしたいと思います。

最後に一つ感想としては、アナリスト、ファンドマネジャーがエンゲージメントで問題があるのではないかということに関しては、逆に運用会社の立場からすると、リターンドライバーとしては、運用者は運用に専念してもらおう。ハンズオンでバリューアップをやるような戦略であれば、当然入っていき、投資先の経営者と話をすることになるのですが、そうではない多くの運用の場合は、そこまで運用チームに求めるのは、むしろ負担が増してしまい、いかに運用に専念できる、気持ちよく運用できる環境を整備してあげるかというほうが重要ではないかと、少し違った観点ですが、感じました。

(新井氏)

運用会社との付き合いですが、アメリカの大学が、基金が長い大きな理由は、プライベート・エクイティとかインフラとかいう事業性リスクを取っている商品の比率が大きいことがあると思います。プライベート・エクイティなどは、いったん採用されたら13年ぐらい続いてしまうので、13年も付き合いがあればより確信が深まるという効果もあるので、たぶんそれが非常に大きいのだと思います。われわれもそういった事業性リスクを取るものに関しては付き合いが長くなると思いますが、そうでないものに関しては普通の年金基金と同じような話ではないかと思ひます。

為替は、大学基金の場合は基本的に負債サイド、すなわち将来の拠出資金は全部円ですから、全部円ヘッジが基本だと思っているのですが、今は2割ぐらい外貨を持っています。その理由は、長期の運用者として心配しているのはインフレのリスクです。今賃金は上が

ってないと言いますが、バイト代はどんどん上がっている。今人手不足ですから、凄い勢いでアルバイト賃金は上がっている。

私の世代などは、老人ホームに入る前にまず英会話学校へ行き、英語で介護してもらわなければいけない時代になるのではないかと思うのですが、10年、20年先を考えたら恐ろしい人手不足になるわけです。そうすると、日本が先進国の中で賃金上昇圧力が一番高まってしまう可能性があると思っています、その影響がいつ出てくるかは読めない。明日かもしれないし、5年後かもしれませんが、そうなったときには確実に円安になると思うので、そのリスクを考えて2割だけ、2割というのも何の根拠も無いのですが、外貨を裸で持っています。ただ、それを考慮しないのであれば、基本はフルヘッジになるだろうと思います。

(岩間会長)

先ほどの内部留保の話ですが、企業経営がだいぶグローバルになっているので、内部留保の評価の仕方も、オペレーションの対応によって円で持っているのがいいのかとか色々あり、どのレベルが適正なのかというのがあると思います。確かに、リスクフリーで持っているとならば意味があり、それはむしろ株価を上げる要因になるのではないかというのは分かるのですが、果たしてそれで割り切れるのかが疑問ですが、そこら辺はいかがですか。

(新井氏)

割り切れるのかというのは？

(岩間会長)

企業戦略などに絡んでくるのではないかと思います。どういうオペレーションをやっているか。それが環境変化によってどうなっているかということがあり、中長期に経営として考えたときに、どの程度のものが良いのかは環境によっても違うと思います。

(新井氏)

内部留保の問題は、もっと本質的なことを言えば、何で内部留保を持っているかというときに、とりあえず理屈をちゃんと言えれば良いと思います。外人投資家に「内部留保が

高い」と言われたとして、僕が IR 担当者だったら、「でも、その分  $\beta$  は低くなるはずですよね」。それで向こうがそうは言ってもと言っても、「一回 MBA へ行って出直してこい」ぐらいのことを言えばいいとは思いますが、そこまでやってもしょうがないので、本質的には、今後は自社株買いも考えていますとか言えばいいけれども、何も言わないでお土産を持たせないで帰してしまうわけです。

だからコミュニケーションの話であり、その辺、アメリカの会社は、やるつもりがなくともやるような話をする。要するに、お客さん扱いをする。企業は、お客さんをいかにハッピーにして帰すかを一生懸命考える。アメリカの会社は凄く実利主義で、お客さんと株主を同列に考えている。だからお客さん扱いするわけです。日本は、株主はお客さんとは違う。自分の仲間内になってほしいというような甘えがあり、株主だからこちらサイドに立ってくれ。アメリカの企業のように、これも資金を提供してくれる客の一種だと割り切り、ハッピーになって帰ってもらうと考えれば、日本の企業の顧客対応能力を考えたら楽勝の仕事のはずです。

それを、今まで持合いでやってくれていた日本の金融機関と同じぐらいの親密感を求めてしまうから、かえって話がややこしくなるのが、多分一番大きいのだと思います。

(鹿毛氏)

アメリカだって内部留保は今高いですよ。最近増えてきていますよね。

(池尾座長)

それは新規投資機会が乏しくなっているということですよ。

(鹿毛氏)

そうだと思います。

(新井氏)

後、外注をすごく使うようになったので、自分で工場を持たなくなるのもたぶん大きいと思います。

(池尾座長)

既存のビジネスからは、そこそこのキャッシュフローが上がっているのだけれども、新規投資機会が相対的に乏しくなれば、だいたいキャッシュリッチになるという、典型的な成熟企業です。

(鹿毛氏)

それから、企業が将来にわたって資本コストを上回るリターンを上げる自信が持てないというか、それだけ不確実性が高いということだと思います。

(西氏)

リーマンのときの後遺症とか、それから最近増えているのは、企業経営もボラティリティが高いので、どうしてもファンディングに対する恐怖感は経営者としては考えざるを得ないという面はあるかもしれません。

(池尾座長)

ちょうど2時間たちましたので、他に特に無ければ今日の研究会は以上とさせていただきます。非常に有益な議論をしていただき、大変ありがとうございました。

この場での議論について協会の広報誌やホームページに概要等を掲載する予定です。掲載する内容などについては事前に皆さまにお目通しいただくので、勝手に出すことはないですので、掲載することをご理解ください。

それでは、最後に、また岩間会長から締め言葉の言葉をいただきたいと思います。

(岩間会長)

非常に刺激的な話で、大変勉強になりました。ありがとうございました。我々も原点に戻って考えなければいけないことがたくさんあることを改めて感じた次第です。引き続きまたやっていくので、よろしく願いいたします。新井さん、本当にありがとうございました。

(池尾座長)

ありがとうございました。

次回の研究会は 6 月 23 日（木）午後 2 時からということで、ゲストスピーカーとしては年金積立金管理運用独立行政法人（GPIF）の理事・CIO の水野弘道さまをお迎えして開催します。詳細については協会事務局より改めてご連絡申し上げます。

それでは、本日はどうもありがとうございました。