

# 機関投資家に聞く

(25)

## ① 法人概要

— 日本株の資産規模と投資先企業数。

現在の受託資産総額はおおよそ一、二〇〇億円で、投資先企業数は一〇社〜一五社になります。

— 日本株のアクティブ運用以外の運用資産の有無・内容。

アクティブ運用以外の運用資産はありません。当社ではみさきエンゲージメント戦略が唯一の投資戦略となります。

— 顧客層。

当社の主な投資家層は年金、大学基金、ソブリンウエルスファンド、金融法人となります。国内外の内訳では受託資産総額の約七〇%が海外、約三〇%が国内となります。

— スチュワードシップ活動に従事する部署および役職員数等。

当社では投資先企業ごとに担当チー

## みさき投資



中神康議 代表取締役社長

ムを配置しており、各チームは投資対象企業の発掘から実際の投資、エンゲージメント、売却までを一貫して担当しています。このため、当社では、投資とスチュワードシップ活動に係るエンゲージメントを一体として行っています。現在、投資・エンゲージメントを担当している職員の数は一〇名です。

— 投資先企業を決定するプロセス。

当社では、流動性や時価総額などの定量的な指標を用いて投資対象企業をスクリーニングするとともに、当社のネットワークを利用して直接経営者にアクセスする手法などで投資対象企業を絞り込んでいきます。また、最近では企業経営者から当社にアクセスされるケースも増えており、投資機会のソーシングは多様化しています。

当社では、みさきの公理®「MIIIO × UUE」に従い、b、p、mの三要素を分析して持続可能な価値向上が期待できる会社を探し出しています。すなわち、bは「事業」であり、当社では障壁に守られた事業を行う会社、障

壁を作ろうと努力している会社への投資を検討します。pは「人」、経営者であり、当社では改革意欲にあふれる経営マニア（財務や経営戦略だけではなく、幅広く深いスキルを持ち、経営者として責任の重さを自覚している経営者）が経営する会社への投資を検討いたします。mは「マネジメント」であり、これを改善することにより、企業価値は指数関数的に増加して、株価を押しあげると考えています。当社では、エンゲージメントを通じて、mの改善を経営者と一緒に行うことを目指しています。このため、投資判断には対象企業にエンゲージメントできるかどうかの判断が大きく影響しており、b p mの観点でエンゲージメントの可能性を判断して対象企業を投資対象とするかどうかの判断をします。エンゲージメントが可能との結論となった場合は、適切な株価にて投資を行います。当社は「良い会社」の企業価値をより高める方針で投資していますが、投資家のリターンを最大限実現するために、エン

トリーの株価には十分な注意を払って投資を行っています。

また、当社は長期投資を目的としていることから、顧客から資金を預かる期間は三年以上がほとんどであり、また、解約には一八〇日前の通知が必要です。

現在のファンドは組成してからまだ六年ですが、トータルリターンのうち半分はいわゆるαと呼ばれる市場要因では説明できない、企業個別の要因によるものです。分散効果もあり顧客にも十分満足していただいていると考えています。

## ② 議決権行使以外のエンゲージメント活動等

— エンゲージメントの基本方針。

当社はエンゲージメント投資を専門とする資産運用会社です。日本の上場企業の中から厳選された少数の企業に投資し、長期にわたって支える株主となり、経営陣とともに「働く」ことで企業の改革・成長を応援していきます。当社は、日本に「働く株主®」という新しい株主モデルを作り上げたいと考えています。

当社が行うエンゲージメント活動は、事業戦略、経営改革そのものを題材とし、グローバル競争の観点から「いかにして企業の競争力を高め、持続可能なものとするか」ということに

焦点を当てたものです。そのため、① 事実に基づき、② 投資先企業ごとに個別化した議論を行うことを指針とすることで、企業・経営陣と認識の共有を図ります。

効果的なエンゲージメントを行うために実施されていること。

当社のエンゲージメントテーマは財務、ガバナンス、IR、ESG等多岐にわたりますが、私も含め元経営コンサルタントを中心メンバーとして組成したエンゲージメント投資チームがその主なテーマに据えているのは事業戦略・経営戦略そのものです。事業戦略を顧客視点、競争視点から見直し、洗練させていくための手法の一つとして、インターネットマーケティングリサーチ等を用いたユーザーアンケート調査、ユーザーインタビュー、および競合企業インタビュー等があります。企業の自社内の視点、供給側の論理にとどまらず需要者の論理で事業活動や提供価値を見直すことよって企業自身も気づいていなかった戦略上の齟齬、欠陥や新たな価値向上のポテンシャルの発見につながる可能性があります。

また、組織運営上の課題や従業員エンゲージメント向上に向けた課題発見のため、各種サービスプロバイダーを用いた従業員満足度調査を行うこともあります。

さらに、投資先企業、投資候補企業経営者を招いた経営者勉強会を定期的に開催しています。これは経営者同士の相互学習、啓発を目的とするとともに、経営者と当社との信頼関係構築にも資するものがあり、円滑なエンゲージメント活動推進に貢献しています。

エンゲージメントが効果を上げるために投資先企業に求める事項。

前記の投資先企業に求める三要素（b/p/m）と重複しますが、エンゲージメントの効果発現に最も重要なものはP、すなわち経営者の資質・姿勢です。当社ではその要素を「HOP」と表現しており、経営改革や経営の洗練に強い意欲を持つ「Honest」な姿勢を持つているか（H）、外部の意見に耳を傾け貪欲に良いものを取り入れようとする「Open」な姿勢を持つているか（O）、公開企業として社会の公器を預かっている「Public mind」を持つているか（P）という三点を重視しています。

エンゲージメントの具体例。

過去にエンゲージメントを実施した事例では、当初は技術的なテーマでエンゲージメントを実施し、その後、相互に関係が深化するに伴い、組織の強化、マーケティング・ブランディングの強化、生産性改善とテーマが会社横断的に発展しました。

他方の事例では、運転資本の効率化

を目指したエンゲージメントを実践してきましたが、対話の相手であったキーマンが交代し、新しいキーマンは投資家との対話に前任者ほど積極的ではなかったため、これ以上のエンゲージメントは困難と判断して売却しました。

当社の投資戦略は長期間のエンゲージメント活動を行うものですが、例外的に①企業価値が毀損される重大かつ急迫の危険がある場合、②企業価値の向上を目的とした努力にもかかわらず、経営陣との信頼関係が毀損された場合、③企業価値の向上が望めないことが明白となった場合には、投資を継続することが顧客利益の拡大につながらないと判断し、保有株式の売却を行います。なお、資本の力で意見を通すスタイルは当社のスタイルでありませんで、対応をエスカレーションするのではなく売却します。

### ③ 議決権行使方針

議決権行使ガイドラインの作成方針。

当社のガイドラインはプリンシプルベースであり、多くの事項について機械的な判断基準を設けていません。当社は、議決権行使を企業経営進化のための対話の手段の一つとして位置付けており、その上で、企業経営についての基本前提として①企業は固有である、②経営進化には時間がかかると認

識しています。したがって、議決権行使に当たっては、企業個々の置かれた状況、個性、文脈を踏まえた固有解としての議決権行使にならざるを得ず、当該年度の議案の賛否そのものを目的とはせず、あくまでも中長期的に当該企業が成長進化していく上で、正しい方向に向かうためにどのように行使することが望ましいかを考えています。こうした議決権行使を可能とする前提として、当社は、少数の企業にのみ投資を行い、投資先経営陣と普段から対話を行っています。

社外取締役に対するストックオプションの付与に関して、株主と利害一致を図り、企業価値向上の観点から望ましいとしている背景。

日本企業経営一般におけるガバナンス上の課題は、プレーキが効かないことよりもアクセルを踏めていないことにあると当社は考えています。したがって、取締役会の役割は成長とリスクテイクに向けて背中を押すことがより重要であると考えており、その上では社外取締役にも株式インセンティブを持たせることは意味があることと考えています。海外においても、欧州では社外取締役への株式インセンティブの付与は一般的ではありませんが、米国では六割の企業で付与されているようです。企業制度設計にかかわるあらゆる論点がそうであるように、社外取

縮役への株式インセンティブにも利と害が併存しています。しかし、日本企業固有の文脈、背景、組織特性を踏まえた時に、社外取締役に対するストックオプションの付与は害よりも利が勝ると考えています。

—会社提案について反対の議決権行使をした事例。

買取防衛策、監査役への退職慰労金議案は多くに反対しています。社外取締役を含めた役員を選任議案に反対することは稀ですが、候補者の資質、経歴が不十分であるとみなさざるを得ない新任役員候補、および取締役会におけるその存在が経営進化上の弊害になり得ると判断した再任役員候補については反対したことがあります。

—新型コロナウイルス問題を踏まえた特別な対応。

前記のとおり、当社のガイドラインは機械的な基準ではありませんので、コロナ禍においても特別な対応を取ることは考えておりません。

#### ④ その他

—経営者・従業員・投資家の三者連合で価値を高めるという「三位一体の経営」について。

前記のとおり、日本企業の経営一般におけるガバナンス上の課題は、ブレーキが効かないといった監督機能の不足よりも、アクセルを踏めていない

といった迅速果敢な意思決定とリスクテイクができていないことにあると考えています。その背景として、日本企業では、同質的なメンバーの集団的意識決定による忖度の発生や、そもそもファイナンスやガバナンスに関する知見が足りていないことがあるというのが当社の認識です。この点において、

投資家はリスクテイクそのものを生業とし、事業の性質からファイナンスやガバナンスにも通曉しています。投資家が果たしている、事業機会を分析する「アナリスト機能」や、その分析に基づいて資源配分を行う「キャピタリステ機能」は、企業経営の本質と相似形をなしていると考えています。そこで、投資家がアウトサイダーとして取締役会に参加し、投資家の思考や技術を取り込むことが、取締役会のリスクテイク能力を高め背中を押すことにつながると考えています。

—投資家に求められる資質について。

当社では、投資先企業の長期的な企業価値向上のため、株主も経営者や従業員と同様に、会社を支えるステークホルダーの一員として汗をかくて働くべきであると考えています。そのためには「経営」に精通していることが不可欠です。ただし、これは単に事業に詳しいと言うことではなく、セクターや国境を越えて企業経営に普遍妥当する経営の原理・原則を熟知していると

いうことです。そのため、当社では必然的に元経営コンサルタントのメンバーが多くなっています。あわせて、共に働く経営者の人物像を見極める鑑識眼、経営者に受け入れてもらうことができるだけの人間的魅力を兼ね備えているかということも重要な資質であると考えています。

—ESG投資の課題・問題点。

ESG投資という資本市場を通じた社会的公正の増大が実現するには、投資家・経営者ともに受託者責任に則って行動し、投資先企業の長期的な企業価値の増大にコミットすることが必要であると考えています。なぜならば、ESG投資とは、超長期の将来に対してユニバーサルオーナーとして利害を持つ年金や将来世代からの付託を受け、投資家が行動を取り、現在の企業経営に変容を求めるものだからです。そのため、他社がやっているから等という付和雷同的なESG投資や経営であってはならないと認識しています。ESG投資に本気で取り組むのであれば、投資家はESG以外の経営監視にも取り組み、経営者は長期利益を実現する経営の洗練に取り組むべきでしょう。そうした、「ESGを低収益・低パフォーマンスの隠れ蓑にさせない姿勢」が、特に日本では重要であると考えています。

—中神氏が発起人の「山を動かす」研究会

#### の成果。

当研究会は、企業経営、投資、アセットオーナー、アカデミアのさまざまな現場で活躍する実務家により構成され、それぞれの定期的な情報交換を基礎として、そこで得られた知見を対外的に発信することや当局に働きかけることを行ってきました。これらの中で唱えた新興運用業者育成プログラムは東京都の「東京版EMP (Emerging Managers Program)」にも取り入れられました。

—上場企業の情報開示に関する要望。

当社では、有価証券報告書こそ企業開示の一丁目一番地であると考えています。法定開示であるため都合のよい部分だけを記載することは許されず、フォーマットが統一されることから、投資家が時系列比較・他社比較を行いやすいためです。しかし、現状は、各担当部署が書いたものを総務や法務が取りまとめたただけで、記述もボイラープレート化したものが多いと認識しています。当社としては、特にMD & Aにおいて、経営者自らの言葉で事業・経営環境の認識や、今後の戦略が語られることを期待しています。

（聞き手・澤口 実弁護士  
兼松勇樹弁護士）