



わがファンド・マネジャー人生

講演: 吉野 永之助; レポーター: 川元 由喜子

アメリカのキャピタルという会社で、ファンド・マネジャーとして20年過ごし、稀な経験をしたと思います。キャリアのスタートは1960年、日本の証券会社に入社し、債券部門に配属されました。債券を経験したことで、利回りの感覚が身に付きました。1983年に縁あってキャピタルに移り、日本株や東南アジア株の調査に携わるようになりました。当時キャピタルは、日本株投資を増やそうとしていましたが、リサーチできる体制が整って初めて投資するという、まことに良心的な考えの会社で、そのために日本にオフィスを開いたのです。

当時の陣容は3人だけですから、掃除でも電話番でも何でもやりました。海外から来るアナリストたちの通訳も買って出ました。ただ正確に訳せるプロの通訳がないのでそうしたわけですが、アメリカの会社では普通、こんなシニアな人間が若いアナリストの通訳をするなどとは考えられませんが、それが結果的に大変評価されたのです。無償でも人のためになることを進んでやろうとする、そんなところに日本人の強さがあるのでしょうか。自分の中にもそういう面があるんだと感じました。



海外のアナリストと会社訪問に同行して通訳した経験は、後で考えてみれば、大変貴重な財産です。質問も回答も頭に入りましたし、日本人同士では出て来ないような質問も多く、西洋的な発想が理解できるようになりました。

よく「幻の」などと美化して言ってくれる方がいますが、それは日本の法人顧客も無く、日本の証券会社から情報をもらうこともしなかったの、知られていなかったというわけなのです。ただそれは、投資にとっては案外大事なポイントです。特に、機関投資家のように大きな額を動かす場合には大切なことです。投資家として大きな存在になると、売買行動が知られて不利になります。大き



長期投資仲間通信「インベストラ이프」

な額では、そもそもちょっとした材料では動けません。景気や株価のサイクルを見ながら、割安になったものを仕込んでいく。ロー・プロファイルという言い方をしますが、目立たず、地味に行動するのです。

20年以上にわたり、本当の企業価値に近づこうと努力してきたわけですが、今、思うのは、出来るだけ単純化して考えるのが良いということです。多くの判断材料があっても、迷いが増えるだけです。結局は ROE とか、配当率とか、社長の考え方とか、その辺りに集約していくのです。自分が重要と思う情報だけでいい。そのためには、自前の判断力を持つことが必要です。財務諸表を左脳で読み、同時に右脳を鍛えて感性を磨くのです。数字の分析と、経験から来る「勘」のバランスを大切にしています。

講演ではこの後、これからの日本人の課題として、コミュニケーション能力の問題などに話題が及びました。自己主張が足りない現状、「オープン・マインド」になって議論することの重要性、ベストを尽くすことと競争することについて、など、長年日米の文化の違いを肌で感じて来られた経験から、示唆に富むお話をいただきました。

対談: 良い会社を考える

吉野 永之助 vs. 岡本 和久; レポーター: 赤堀 薫里

岡本 | 吉野さんの考えているいい会社とは、投資対象としていい会社＝社会にとっていい会社だと捉えていいもののでしょうか？その辺の感覚はどうですか？

吉野 | いい質問ですね。私自身が何年か毎に、少しずついい会社の評価基準が変わってきています。昔は単純に、数字に表れた売上や利益が伸びる会社が、いい会社に見えました。当時の日本は成長期でしたので、その成長の波に乗っている会社はほとんどいい会社に見えたものです。しかも日本の商品はよく売れ、よくなればなるほど知名度が上がる。しかし最近が変わってきて、環境や調和等、いろいろな要素が増えてきたのは確かです。例えば、利益を出す時はたくさん出したいのは当たり前ですよね。でも私にとって今のいい会社と言えるのは、サステナビリティが大事。3%でも5%でもいいから毎年儲かっているのがいい会社。アマゾン・エレクトリックというアメリカの会社は電気部品を作っていますが、50年中、49年増益です。プロクター・アンド・ギャンブルは、毎年増益増配ですから、一旦株主になっただけで株主でいられますし親子で付き合えます。それが投資の世界に溶け込んだ会社ですね。そして、分散が行き届いている会社がいいです。例えば、ある商品しか作って



長期投資仲間通信「インベストラ이프」

いないと、その時代はいいけれど他の時代はだめじゃないですか。だから商品の分散に常に心がけ、「これは作っているけど、あれもやるよ」と、ビジネスモデルを変え M&A も推し進めていく。僕は M&A 賛成派です。そして、ビジネスモデルを変えながらもボトムライン(最終利益)は確実に伸びていく会社はいいですね、非常に価値があるので、いつ投資してもいい。例えば高値で投資したなと思っても、来年がよければまたチャンスがあるので、株価に心配しなくてもすむ。

更に加えていくと、どう考えても今の企業は、国や地域社会に貢献していかなければならないですね。昔は自分の為に工場を作って終わりでしたが、お金がない国が多いので、道路を作って、幼稚園を作って、病院を作らないと建設を許してくれない。地域社会に貢献しながら自分も貢献していく。今はいい会社の定義が広がっています。

岡本 | それは実感しますね。

吉野 | そして、いい会社はモラルが高くなければ駄目ですね。社外取締役でいいますと、日本の企業の半分は、社外取締役を拒否しています。半分は容認しているのですが、形だけの容認です。私は社外取締役をディスカッションする場所であると考えています。そして、日本コーポレート・ガバナンス・ネットワークに入っています。



そこで感じることは、社外取締役は何の為にあるのかというと、多くの会社で社外取締役をまるで利益誘導と考えています。「あの人を呼べば看板で広告の代わりになる。」また、「社外取締役は、事業を知らないから作業の邪魔をして足を引っ張っている」とも言います。つまり社外取締役に利益を期待しすぎていますね。私は 20 年間、アメリカの会社にいましたが、全然そうは思わない。社外取締役は社会と投資家のモラルの代表者であり、会社の人達が、自分の利益の為に悪いことをするのを防いでくれる存在です。だから逆の立場にあるわけですね。逆の立場の人を受け入れることができるのがアメリカ人です。社外取締役の中にファッションモデルが入っている、女優がいる、元自動車会社の会長がいる、元同業者の先輩がいると、多士済々で、これでは話がまとまらないと思いますが、それが、うまくまとまります。その会社が反社会的なことをしているのかどうかをチェックするわけです。自分では絶対そんなチェックはしませんよね。株主の代わりでもあります。でも日本では、株主も、社外取締役も、会社も気がついていない。不幸ですよ。僕のいい会社と思うのはそういう会社です。例えば、東京エレクトロンなど良いほうの例だと思えます。



長期投資仲間通信「インベストラ이프」

岡本 | サステナビリティというのが、ある意味キーワードですね。「のれん」をどうやって大切にしていけるのか、子々孫々までずっと伝えていけるのか。西鶴の「日本永代蔵」という本のタイトルは意味深いですね。「蔵」というのはポートフォリオで、「永代」というのはずっとつながることですから。長期的に会社が維持されるということ。そのツールとしての社外取締役のようなものが、日本では無視されている。アメリカの会社をいくつか例にあげてもらいましたが、アメリカの会社は「視野が短期だ」と言われている割には、意外に長期でしっかりやっているところも多いですね。日本は「長期だ」と言われている割には、なんか視点が短期になっている気がします。

吉野 | アメリカの会社が短期だというのは、実はサステナビリティを保つために短期的にリモデルしてることがそのような印象を与えているのかもしれませんが。例えば、営業利益を15%保つ為に不要なものを落としていく。でも、日本の場合、ゾンビ的に営業利益が低い状態のままにしています。大手重電企業などを代表として、それを整理する力がないのか、したくないのかわかりませんがね。「どうして、営業利益が平均以下で大幅に低い状態にしておくの？」と聞くと、「社員が何千人いて、お客様が…」と言い訳ばかりしています。でも株主の立場だったらそうはいきませんよね。『これを切ったら利益率が増えますよね。どうしてしないのですか？』と聞くと、嫌な顔をして逃げ口上ばかりですね。株主の立場だったらそうは言えない。やはり会社の経営と所有は別の方がいいとつくづく思います。所有者が経営者を牽制しなければならないですね。

岡本 | そのところで一番大きな抵抗になっているのが、雇用の問題ですね。特に大手企業であればある程、雇用を確保することこそが、社会貢献だという意識が強いと思います。

吉野 | そうなのです。日経に載っていましたが、雇用の習慣が変わってきますね。お金を出して雇用を減らすというようなことをアベノミクスは支持している感じでしょう。アベノミクスは五里霧中のようなところがありますが、一つずつ見ていると『いいな！』、と思います。TPP参加を決めてしまったこともありますし、雇用の問題も一歩踏み込んでいますね。これは、アドバイザーの存在が大きいといえます。レーガノミクスの時もラッファーさんという名もない学者がアメリカを変えました。レーガンさんは映画俳優で、ど素人だから自分の考えがないのです。そこで、ラッファーさんの言うことを聞かざるを得ない。だからサプライサイド・エコミーが導入できたわけです。僕は、安倍さん自身はそれほど高い評価はしませんが、浜田さん、竹中さん、高橋さん、古賀さん達アドバイザーがいる。みんなが「これやりなさい！」と言っている中に労働の問題も入っている。彼らによってアベノミクスも固まってきたと思っています。本当は日本経済にとって労働問題が大きな足かせなのです。よく円高の時に6つの苦しみがあると言いますよね。大きな製造業の社長はすぐ言いますけどね。その中に労働勧告があります。なかなか労働者を首にできません。首にする前には減給やらと、いろいろな条件があつてなかなか首にできない。



長期投資仲間通信「インベストラ이프」

岡本 | 犯罪行為でも起こしてくれれば簡単ですけどね、そうではないと辞めてもらうのは大変なことですよ。

吉野 | だから辞めやすくするのであれば、労働市場を豊かにしなければならない。流動性を高め、例えば再訓練ができ、再雇用を容易にする。失業保険の期間を長くするとかね。いろいろな方法はあります。環境を整備するのが政府の仕事であり、それをしないと難しいですね。

岡本 | まずは枠組みをきちんと整備する必要がある。

吉野 | セーフティーネットを充実させる。そうすれば、会社が利益率の低い分野を減らし、結果的に高い利益率となり ROE が高まる、そして、投資家が喜ぶ、そう行きたいですね。

岡本 | せっかく企業の中で成長部門があっても、それはいつか必ず成熟して、衰退していくという過程の中で、また新しいものが出てくる。だけどそこで大切なものとして、結局、底流にある一環とした技術があると思います。それをどれだけ大事に、どう維持して磨いていくのか。企業にとってすごく大きな問題ですよ。ただ、やたらにいろいろな分野に入っていればそれでいいというわけではないですよ。

吉野 | 基礎技術みたいなものですよ。だいたいその会社ができる時に何があったから出来たのか、ということですよ。キャノンでいうと、最初にカンノンと言うカメラを作ったというようにね。基礎をなすものは捨てられないですよ。できれば新しい分野はそれに関連した事業がいいです。そうじゃないと失敗する可能性がありますよね。

岡本 | そういうものを持っている会社はすごく強いですよ。いかにイメージーションを膨らましてその技術を応用して新しい分野に活かしていくのか。大きなポイントですね。

吉野 | 他者の追随を許さないような何かを持っている会社ですね。僕らの企業調査はそれを発見する旅です。

岡本 | 結局、独占的な技術やシェアを持っていて、しかもそれほどすごい成長性はないけど、そこでしっかりとキャッシュを稼いでいる。そのキャッシュを同じ技術の延長線上にある将来の分野に上手く投資して、今の本業が衰退してきた時に、次の事業がスターとして出てくるといふ循環が上手くできてくれば、企業はサスティナブルに成長していけるのでしょね。今日は非常に幅広い話をありがとうございました。

(この講演と対談内容は有料ビデオでご覧いただけます。ご希望の方は当社までご連絡ください)