

# NSAM TOP NEWS

日本の産業界を牽引する  
経営人材開発機関の情報誌

VOL.17  
2024 AUTUMN

p11

特別対談&講師紹介

SPECIAL TALK SESSION

ペンシルベニア大学ウォートン・スクール 教授

ビルゲ・ユルマズ氏

p17 味の素

執行理事 コーポレート本部 グローバル財務部長

渡辺一臣氏

次代を牽引する「ネオリダー」——NEO LEADER

p15 大阪ガス

執行役員 兼 京都リサーチパーク 代表取締役社長

門脇あつ子氏



p2 LEADER INTERVIEW

住友商事 特別顧問

中村邦晴氏

NSAM

野村マネジメント・スクール  
Nomura School of Advanced Management

## 新たに学長に着任しました

野村マネジメント・スクールは、「産業界の未来を拓く、トップマネジメント人材を育成する」というミッションを掲げ、日本企業においてグローバルに活躍する経営人材の育成に取り組んできました。ハーバード・ビジネス・スクールを中心とする世界一流のビジネススクールから講師陣を招聘し、最新のケースや最先端のフレームワークを通じて直にグローバルクラスの知見や思考に触れる場を40年以上に渡って提供しております。

設立初年度は2講座により年間受講者数119名からスタートし、2023年度には5講座により年間受講者数292名にまで拡大し、累計で8300名以上の受講生をお迎えしました。今年度の受講生はさらに増え300名を超える見通しです。

実は、私自身も当スクールの修了生のひとりです。私は野村総合研究所の子会社の設立に幾度か関わる中で、そのトップとして経営者としてのキャリアをスタートさせる際に当スクールの「経営者のための戦略財務講座」を、後に野村総合研究所の役員に就任してからは「トップのための経営戦略講座」を受講しました。多くを学びスキルを身に付け、経営者として必要な幅広い思考法やフレームワークなどを、さまざま日々の課題解決や意思決定、組織運営に適用し、その実践を通じて血肉に変えることができました。

濃密な時間を共に過ごした同窓生とは今でも深い繋がりが続いており、修了後のビジネスライフをより豊かなものにしてくれています。

このたび、当スクールの学長になる機会を得て改めてその特徴や価値をひもといてみました。

1991年に編纂した「10年のあゆみ」には、当時の理事長が経営幹部育成のために重視する姿勢として以下の4点を示しました。

- ① 異質の経験の交流の促進
- ② カリキュラム、講師陣、使用教材に至るまで一貫したグローバルな視点
- ③ 多くの討議を通じた思考能力、判断力を磨くためのケースメソッド
- ④ 第一線の優秀な幹部人材の参加

これらは、以来今日に至るまで当スクールの教育哲学の中核を成しています。2011年に取りまとめた「30年のあゆみ」には、修了後に経営トップを担われた方々から多くの声が寄せられました。当スクールの講座への参加が「経営者としての最大の転機の一つであったことを確信している」との考えや、「魂に響くような、強烈な刺激を日本の次世代の経営者に与え続けてほしい」という意見に、期待と責務を強く感じます。

当スクールで培ってきた、一流の講師陣、一流の教材、一流の通訳、一流の受講生が真の知的訓練の礎を成すとの考え

が、特徴であり価値を生み出しているのです。

私は学長として、当スクールが誇る素晴らしい伝統を継承し、さらに磨き上げていくことが当然の責務と考えています。同時に、新しい変化にも柔軟に対応し、常に時代に適した、さらには時代を少し先読みした超一流の刺激が得られる場にすることを目指したいと考えています。

その実現に向けて、当スクール自らも変革を遂げ、新たな可能性を追求する挑戦が求められることは言うまでもありません。これからの当スクールの取り組みが日本の次世代の経営者たちに、新たな課題に立ち向かう勇気を与え、彼らを鼓舞することにつながると強く信じています。

野村マネジメント・スクールでは、ひとりでも多くの方々に当スクールの講座を体験していただけるよう、未来のリーダー育成に全力を尽くしてまいります。今後とも、当スクールへの変わらぬご支援とご理解を賜りますよう、よろしくお願ひ申し上げます。



野村マネジメント・スクール  
専務理事・学長  
**増谷 洋**  
Hiroshi Masutani



## LEADER INTERVIEW

# 中村邦晴氏

住友商事株式会社 特別顧問

2003年「トップのための経営戦略講座」受講

## 夢が持てなかったら、いい仕事はできません

自分たちだけではなく、他者や社会の利益にもなる事業をする――

そうした住友の事業精神を守りながら、自分の好きなことをしてきたという中村邦晴さん。その言葉どおり、自ら多くの事業にチャレンジすると同時に、部下にも好きなことをやらせることで人材の育成にも努めてきた。

聞き手:当スクール前専務理事 中島久雄

3週間でできた  
強いネットワーク

中島 中村さんが2003年、野村マネジメント・スクール（以下、NSAM）の「トップのための経営戦略講座」を受講されたときの同期生には、パナソニックの津賀一宏会長、良品計画の金井政明会長、紀文食品の堤裕社長など、その後、会社のトップになられた方がたくさんいらっしゃいます。しかもこの期の方たちは、修了後もずっとお付き合いをされているそうですね。

中村 はい、まじめな勉強会をずっと続けています。受講した2003年には住友の歴史を知っていただきたくて、私が皆さんを愛媛県の別子にお連れしました。ネットワークができるというのは、とてもいいことだと思います。勉強したことも含めて、私にとってはこれが1番の財産になったと今でも思っています。当社でも海外のMBAに社員を派遣したりしていますが、それも目的の1つはネットワークづくりです。NSAMの場合、たった3週間なのに、しかも、わざわざ海外に行かなくても、ビジネスにとっても役立つ強いネットワークができます。

中島 忙しい役員クラスの方に3週間来ていただくのはなかなか難しいのですが、当校の講座を修了した方が

社長になると、役員や役員候補の方に「3週間の短期間なのだから行って来い」と送り出してくれるケースが多くあります。

中村私は自分でNSAMを見つけ、自ら手を挙げて部門長に直訴したんです。部門長は二つ返事で許可してくれましたが、受講中も仕事をするように言われたので、パソコンを持参し、授業が終わると夕食をとってから毎日3時間くらい仕事をしました。それから午前1時か2時くらいまで翌日に備えた予習をして、めちゃくちゃしんどかったですね。自宅が都内だったので土日は帰宅することもできたのですが、ずっとホテルで勉強していました。私は当時、統括部長でしたが、その前はグループの事業会社の社長をしていました。その経験を整理や評価をするうえで、この講座で学んだことは役に立ちました。

中島とくに印象に残っていることはありますか。

中村モス先生がシンガポール株式会社という表現をされました。政府についてこのような切り口で、こういう見方をすることが、新しく面白く感じました。それから先生方は受講生に対して、「あなたたちがCEOだったらどうするか」という問いを投げかけてきました。白紙の状態を考え、みんなで議論し、答

えを出す。いい経験でした。

中島ケーススタディでは、自分がその立場だったらどうするか、シミュレーションをします。あれは、自分を仮想的に経営者の立場に置いてみるわけで、実際に経営の立場になったときの予行演習として役に立つかもしれないですね。

### 「自利利他公私一如」の精神を堅持

中島当時、御社はどのような状況だったのですか。

中村商社は各社とも伸び悩んでいました。コングロマリット・ディスプレイという言葉が出始めたところで、総合商社はいろいろなことをやりすぎているから伸びないのだ、とも言われました。総合商社でずっと仕事をしてきた人間からすれば、いろいろやっているからこそ、凸凹はあるものの、じわじわ伸びているんだと思っていました。

中島社長になられてからは、どんなことにご苦労されましたか。

中村投資していたシェールオイルの価格下落が大きな要因となり、2015年3月期に赤字を出しました。私は、悪いものはきちんと出すべきだと考えていましたし、悪いものを出し切ってきたからには業績も回復していききました。社長を退任



アナログと言われても、教室に集まったのリアルな授業は、息遣いが感じられていいものです。

——中村邦晴氏

するときは史上最高益(当時)を出しましたし、その後も1〜2年は確実に伸びるという見通しを立てられるところまで持っていたつもりです。中島社長になられて「自利利他公私一如」(じりりたこうしいちによ)という言葉が強調されたのは、どのような思いからだったのですか。

自分はこういうことを大切にすべきかと考えました。かつて企業の寿命は30年程度だと言われたことがありました。80年代はジャパン・アズ・ナンバーワンの時代でしたが、バブルが崩壊するとアメリカ式経営が脚光を浴び、日本的経営はもう駄目だと酷評されました。けれどもリーマンショックなどのときには、アメリカ

[なかむら・くにはる] 1950年生まれ、大阪府出身。1974年、住友商事入社。自動車第一部長、執行役員、常務執行役員、専務執行役員などを経て、2012年代表取締役社長就任。その後、代表取締役会長、取締役会長を歴任し、2024年6月より現職。



カ企業もバタバタ倒れていきました。そうした中で住友グループには約400年の歴史があります。戦後の財

閥解体も乗り越えてきた。どうしてこれほど長く続いてきたのか、それを知るため私は住友の歴史を学びま

した。その中で見つけたのがこの「自利他公私一如」という言葉だったのです。簡単に言えば、自分たちの利益だけではなく、ほかの人たちや社会のために事業をする、ということとです。私は、これだ、と思います。た。「自利他公私一如」の精神があったからこそ、400年も続いてきたのだと思います。だから住友の事業精神としてこの言葉を掲げるようにしたのです。会社は、柱になる考え方がしっかりしていることが何よりも重要です。ですから社長になったとき私は、事業精神だけは変えないと断言しました。それ以外は何をどう変えてもいいが、「自利他公私一如」という考え方から外れたことはしてくれないな、そういうビジネスは、うちはやらないのだと宣言しました。

### 世界が住友に追いついてきた

**中島** 近年、アメリカの企業が長期経営理念のような概念を取り入れてパス経営と言い始めましたが、中村さんはそういうことを2012年頃から考えておられたのですね。  
**中村** 2015年に国連でSDGsが採択されました。でも、住友には、400年前からそういうことをしてきた歴史があるんですよ。住友は愛媛県の別子銅山で鉱山事業を始めて

事業発展の基礎を築きましたが、このとき、伐採と煙害で別子の山が荒れてしまいました。それを知った住友の総理事であった伊庭貞剛は、別子の山に植林をしました。地元の方々の協力も得て、多いときは年に100万本から200万本も植えたので今、別子の山は青々としています。だから世界中でSDGsが言われるようになったとき、私は世界がようやく住友に追いついてきたと思いましたよ。

**中島** 2019年に御社が100周年を迎えられたときには、コーポレートメッセージもつくられましたね。

**中村** 100年という節目を迎えたときに、次の100年をどうするか考えました。それで「Enriching lives and the world」というコーポレートメッセージをつくりました。このときは経営企画などに任せるのではなく、社員みんなで考えてくれと指示をして、グローバルに社員が議論してつくり上げました。商社の本質は、ビジネスを創出することにあると考えています。そしてビジネスを創出するのは、人です。だから商社にとって人が1番の資産であり、人を育てることが極めて重要なのです。優秀な人材が途切れたら、会社も継続していきません。だから議論し、考えさせることで、社員を育てようと考えたのです。

## 夢があるから 仕事にのめり込む

中島 以前、フィアットの輸入代理店に出向されていたことがあり、このときの体験がその後の経営スタイルに大きな影響を与えたそうですね。

中村 フィアットの輸入代理店にいたのは、2度目のプエルトリコ駐在に行く前のことでした。代理店では約40名の部下がいました。ところがあるとき、フィアットが自前の販売網を持つことになり、代理店は清算せざるを得なくなりました。そこで直面したのが部下の処遇です。住友商事から出向していた7〜8名は戻ればいいのですが、それ以外の30数名は代理店のプロパーでした。私は一人ひとりに再就職の希望を聞き、住友商事の子会社などにもあつた結果、ほぼ全員が再就職できました。それでほっとしてプエルトリコに赴任したのですが、1〜2年すると、再就職した会社を辞める人間が何人かいたんです。事情を聞くと、「やはり輸入車が好きだから」と言うのですよ。そのとき私は気がつきました。自分は彼らに食い扶持を与えたが、輸入車の仕事をしたいという夢を奪っていたのだな、と。

中島 夢がないと仕事にのめり込みもしないし、長続きしないということ

ですね。

中村 夢が持てなかつたら、いい仕事はできません。人が仕事をつくり、仕事は夢を大きくし、夢が人を育てるのです。私自身がそうでした。夢があつたし、やりたいことをやってきた。2度目のプエルトリコ駐在から帰ってきたときも、やりたいことをやろうと思ひ、事業会社をつくるから4億9000万円を出してくださいと上司に頼みました。資本金として計上した金額が5億円以上になると、大企業（大会社）という扱いになり、監査役を置かなければならぬとかいろいろ規制がかかるんですよ。それで会社を4社くらいつくりました。結果的にはあまりうまくいきませんでした。そのとき、事業会社の経営を任せられた社員たちがその後、本社の役員になったりして、人を育てることはできたと思っています。

## 直接マーケットで 生の声を聞け

中島 経営の経験をさせるのも人材育成の1つの方法です。2000年頃、中古車関連の新規ビジネスも起こされていきましたね。

中村 当時、広がり始めたインターネットを使って何かできないかという発想が基になりました。そこでこれ

からは、法人間での中古車売買が出てくるだろうと考えたわけです。中古車事業の場合、売る側は代金がかきちんと支払われるか、買う側は車の品質は大丈夫か、それぞれが抱く心配を解決する事業を立ち上げました。品質については中古車オークションの専門会社に任せ、支払いについては私たちの会社が入ってつなぐというモデルです。アイデアとしては悪くなかつたと思つていますが、時代的にちよつと早すぎました。マーケットがまだそこまで育つていなかったんですね。それから残債スキリローンという名前で、中古車のファイナンス事業も立ち上げました。中古車を買ったけれど、転動になつたとか、維持費の負担が予想外に重いなどの理由で売りたいという人がいるのですが、残債が多いのでなかなか売れない。そういう人に残債との差額を融資するというモデルでした。

中島 商社の人は、そういう潜在的なニーズを見つけてくるのがうまいですよ。

中村 実は7人ほどの部下に、全国どこでもいいから行って、どういうニーズがあるか、何が足りないと感じているか、どんなことに困っているか、マーケットから直接聞いてくるように指示したんです。1週間後に戻ってきたら、集めてきた情報をホ

ワイトボードに書き出して、ああだこうだ言い合いながら面白そうなものをいくつか絞り、もう1回、1週間、各地に行かせました。中古車のファイナンス事業もそのとき出たアイデアの1つでした。このビジネスは信販会社と提携して立ち上げましたが、信販会社の人が「きちんと返済する客ばかりで困つた」と言うのです。信販会社としたら、金利だけ返す客や、返してもまたすぐに借りに来る客がいいと言うんですね。

## 欲しい人材を 社内公募する仕組みも

中島 自動車と金融という異なる業界の間にビジネスチャンスを見いだし、それに必要なパートナーも見つけてくる。そういうことを繰り返しているからこそ、新しいビジネスアイデアを考案することができる人が育つのではないですか。

中村 今の時代、業界という概念がだんだん意味をなさなくなつてきています。テスラにしても、既存の自動車業界という概念では語れないでしょう。だからそういう既存の概念にとらわれない発想をする人材をどれだけ育てられるか、そこが大きなポイントになります。

中島 これからはそういう新しいビジネスの領域を考えられる人材を育て

ていく必要がありますね。

中村 そのような人材を育てるには、いろいろな仕事を経験させたほうがいい。だから当社では早くからジョブローテーションもしてきました。入社してから10年後までに3つの異なる仕事を経験し、そのうち1つは海外勤務とするというガイドラインを導入したのは、もうずいぶん前のことになりました。若い人だけではなく、部門長レベルでもそういうことをしています。今日現在、金属以外の部門長は全員、他の部門も経験しているのではないですか。

中島 一橋大学の楠木建さんは「社員に好きなことをやらせると、120%働くし、事業アイデアをどんどん掘り進めていく。だから好きなことができるような最適配置をすべきだ」と言っています。これは中村さんが先ほど話された夢の話と通じるものがありますね。部門長レベルではなく、若い人も自分の好きなことができる部門に配置転換するような仕組みがありますか。

中村 人事制度としてはもう20年以上前からありますよ。ポストチャレンジという形で、自分で手を挙げるんです。一方では、それぞれの部署が欲しい人材を社内公募する仕組みもあります。実は私、入社して最初の配属は人事でした。営業の仕事がしたかったので、そのときは頭が真っ

白になったものです。私たちの時代は、5年はとりあえずトレードの仕事をして、次は事業をやらせるから辛抱しろ、とよく言っていました。そういうことが今は通用しません。最初から自分の好きなことをしたいという人が多いし、とりあえず5年やってみるといって、辞めてしまう人も多い。だから最初に配属希望を

聞き、なるべくそれに合った配属をするようにしています。

中島 他部門の人が来ることで新しい血が入り、活性化するということはよくあります。若い人の場合でもそのような化学反応が起きることはあります。

中村 あります。私が社長のとき、自動車ビジネスを扱う組織の社員をさ

## 自分を仮想的に経営者の立場に置いてシミュレーションしておく、予行演習として役に立ちます。

中島久雄



[なかじま・ひさお] 京都大学大学院修士課程、米カリフォルニア大学バークレー校経営管理学(MBA)修了。NRI上海、同インド社長、2015年に執行役員NRI APAC(シンガポール)社長、KDDIデジタルデザイン副社長を経て、2022年4月より当スクール専務理事・学長、2024年4月、当スクール専務理事。2024年6月退任

らに成長させるため、関連部署に送り出しました。ただ、ひとりだけで、数名で送り出しましたが、こういうときには化学反応が起きることがよくあります。やりたいことができる仕組みがあるというのは大きいですね。当社の場合、女性社員が、こういうことをやりたいと言っているケースもあります。そういうことができる場や機会があることが重要です。

中島 新しい発想ができるようにする仕組みをいろいろつくっておられるんですね。最後に当スクールに期待されることがあればお聞かせください。

中村 こうした講座は、ただ講義を聞いているだけでは面白くないから疲れてしまいますし、頭に残らない。その点、NSAMは先生や受講生とのディスカッションが多いので、楽しいし、学んだことがしっかり頭に残ります。黒板を使っている授業はアナログだと言われるかもしれませんが、私はあれがいいと思っています。オンラインという方法もあるので、ですが、教室に集まったのリアルな授業は、みんなの息遣いが感じられていいですよ。ああいう講義はこれからも続けていたきたいですね。中島 いろいろ貴重なお話をありがとうございました。

## 〈第41回〉 価値創造のための コーポレート・ファイナンス講座 Corporate Finance Program for Value Creation



当スクールでは、2024年5月13日(月)から24日(金)まで、新宿野村ビルにて、「第41回 価値創造のためのコーポレート・ファイナンス講座」を開催しました。今回の講座には、25の企業グループより、50名が参加しました。

### 体系的にコーポレート・ファイナンスを学ぶ

この講座では、一般的な米国のビジネス・スクールで採用されているコーポレート・ファイナンスのモジュールに準拠した内容を取り扱っています。コーポレート・ファイナンスには、資金調達、事業投資、投資管理、資金還元といった大きな分野があり、理論的な内容をカバーするだけでも非常に負荷が高いと言われています。当スクールでは、この講座の受講生が実務および学習経験が比較的十分であることを考慮し、極力、理論講義を減らし、実例を基にしたケース・スタディで学習する形式を採用しています。

ケースの対象には、長年使用され続け定番化しているものから、数年ほど前に起きた事象をケース化したものま

で、幅広いトピックを採用しています。  
アクティビズムが  
今後は大きなトレンドに

近年、日本でもアクティビスト(物言う株主)と呼ばれるヘッジファンドによる投資が隆盛を極めつつあります。彼らの目的は、持分比率が少なくとも、株主としての地位、権利を利用して、企業の戦略方針や取締役会の構成、資本戦略に大きな変化を起こすことです。調査機関によると、日本では2022年以降、株主提案を受けた社数、総議案数が大幅に増加しており、米国に次いで2番目に多い水準となっています。2015年のコーポレートガバナンス・コードの適用開始およびそれ以降の回数にわたるコード改訂を経て、日本企業も資本効率を重視した経営への意識は高まりつつあります。しかし、経済産業省の発表資料によると、日本の上場企業のPBR(株価純資産倍率)平均は1.46倍(2023年度)で、米国の上場企業の5.3倍(2023年度)に比して著しく低い水準にあります。また、プライム上場企業におけるPBR1倍割れ企業の比率は43%にも上ります(2024年5月時点)。

資本効率性の低い企業はアクティビズムのターゲットになりやすいと言われていることから、日本企業に対するアクティビズムのトレンドは、今後も



**Bülent Gültekin**  
ブレント・グルテキン

ペンシルベニア大学ウォートン・スクール准教授

専門分野：コーポレート・ファイナンス、資本市場、民営化、開発金融

略歴：元・トルコ中央銀行総裁、欧州諸国での民営化担当顧問等を歴任



**David Musto**  
デビッド・ムスト

ペンシルベニア大学ウォートン・スクール教授  
兼ファイナンスイノベーションセンター・ディレクター

専門分野：資本市場、消費者金融、金融仲介機能

略歴：資産運用会社勤務、システムコンサルタントを経て、シカゴ大学にてPh. D取得(ファイナンス)1995年よりペンシルベニア大学ウォートン・スクールで教鞭をとる  
前・ウォートン・スクールファイナンス学科長



**Bilge Yilmaz**  
ビルゲ・ユルマズ

ペンシルベニア大学ウォートン・スクール教授  
兼アカデミックディレクター

専門分野：コーポレート・ファイナンス、ゲーム理論、マイクロ・ストラクチャー、プライベート・エクイティ

略歴：プリンストン大学にてPh. D取得、スタンフォード大学を経て、  
2009年よりペンシルベニア大学ウォートン・スクールで教鞭をとる

継続すると見込まれています。  
今回新たに採用したケース  
ダーデン・レストラント

米国のレストラン・チェーンであるダーデンは、2013年末、レッドロブスターのスピンオフを検討しているとの声明を発表しました。一部の株主グループは、投げ売りに近い価格での売却であると反対を表明し、阻止に動きました。しかし、同社経営陣は売却を決行したのです。ここで登場したのが、アクティビストのスターボード・バリユーで、彼らは委任状争奪戦を仕掛け、全取締役の解任を求めました。

なぜレッドロブスターが売却されることになったのか、アクティビストはどのような変化を求めようとしているのか、そしてどのように利害関係者に働きかけていったのか、これらの問いを受講生は考察することになります。

本ケースは、結果としてはアクティビストが圧倒的な支持を得て、全取締役候補者が選出されました。フォーチュン500企業で、このような結果となった事例は初であり、非常に示唆に富む事例と言われています。

この教材は講師自ら、ダーデンのCOO、スターボードの担当者などに直接取材したうえで教材化したものになります。

アクティビストが事業に精通するための行動、赤字事業の問題点の分析方



法、アクティビズム成功後の経営体制の組成などについて、講師から臨場感のあふれる講義がなされました。受講生からは、利害関係者の生の声を反映したものとなっていることもあり、公開情報や座学だけでは得られない学びが得られた、との感想が上がりました。  
今回新たに採用したケース  
ソニー

過去の受講生の意見で、日本企業の事例に対する要望も多かったことから、講座では日本企業の事例をいくつか採用しています。その中で、今回の講座



では、ソニーのアクティビズム対応について取り上げました。アクティビストであるサードポイントのソニーに対するアプローチは、2013年時点のものと2019年時点のものがありました。いずれも示唆に富む事例であったことから、今回は2回に分けて講義を行いました。

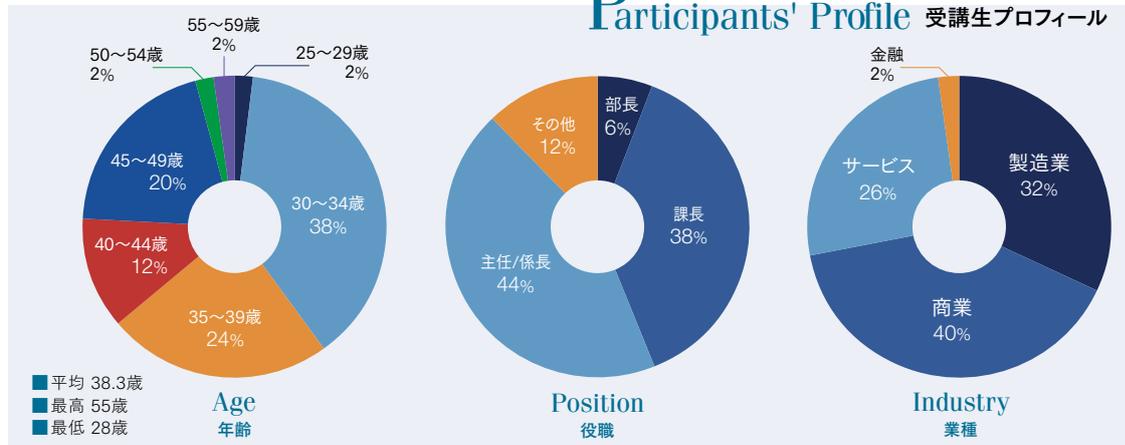
2012年に社長に就任した平井一夫社長は、2013年7月にサードポイントから書簡を受け取ることになりました。2013年当時のソニーは、2009年から4年連続で最終赤字を計上しており、株価も低迷していました。彼らの主張は、映画事業の経営陣は能力不足であり、このままでは業績改善

を実現することはできない、というものでした。彼らはエンタテインメント部門の事業分離を求めています。これに対して、ソニーはどのように対応すべきか、という問いを受講生は検討しました。この事例が興味深い点は、アクティビストからの提案を拒否しつつも、次第に友好的なやりとりに変化していった点です。ソニーの業績改善に至る過程で、第二次平井社長体制下で実施した事業ポートフォリオ改革やその背後にある経営チームの再編成があったことを議論しました。

その後、業績回復を果たした2019年、ソニーは再びサードポイントから提案を受けることになりました。今回は成長性、収益性が非常に高い半導体事業の分離を要求する内容です。サードポイントは、102ページに及ぶ提案資料を公表します。なぜ前回と異なるアプローチを取ったのか、提案内容は説得力のあるものか、経営者であればどのように対応すべきか、を考察しました。この事例では、アクティビストへの対応は前回ほど多くのやり取りが表面化している訳ではないのですが、その後、ソニーは大きな組織再編を実施しています。

受講生からは、アクティビストの意見をいかに取り込むか、経営改革におけるCFOの役割という観点から示唆が得られた、との感想をいただいています。

## Participants' Profile 受講生プロフィール



### 実務への適応を意識した講義

この講座は平日10日間の構成になっていますが、1週目と2週目の週末も任意参加での講義を開催しています。今回は「資本コスト演習、実務適用」

として4時間に及ぶセッションを実施しました。任意参加ではあるものの、20名弱の受講生が参加していました(後日、受講生向けに動画を公開)。

1週目で学習した基本的な理論について、具体的な事例と実務での適用方法について議論しました。今回は、ウォルマートの資本コストの算定、市場分析結果に基づく数値の当てはめ、所属会社の資本コスト算定などを行っています。

受講生の所属企業では、実務の投資判断で資本コストを設定している企業も多いのですが、その数値の根拠については必ずしも理解できていなかったとの発言も出ていました。今回の講義が考察を深める良い機会になったとの感想もいただいています。

### 今後も新たなテーマを採択

日本の上場企業を取り巻く状況におけるコーポレート・ファイナンスの存在の高まりは、言を俟たないものがあります。「企業買収における行動指針」や「PBR1倍割れ」対応など、市場からのプレッシャーが高まる要素は増加こそすれ、減少することはないと見込まれます。

当スクールでは、今後も日本企業が熟慮すべきテーマを提供していきたいと考えています。派遣企業の皆さまには引き続きのご支援をよろしくお願いたします。



## 高レベルな授業 ハードなグループワーク 実に収穫の多い2週間

松井美智子さん

三菱商事株式会社  
(株式会社メタルワン事業投資総括部 出向)

自分の職場と普段の仕事から離れ、2週間コーポレート・ファイナンスの学習に打ち込むことは社会人になってからなかなか体験できるものではない。日中のレベルの高い授業に耐え抜いた後も、毎晩ハードなグループワークに膨大な事前課題への対応と、今思い返しても本当に大変だったが、実に収穫の多い2週間であった。

企業を経営するうえで何が大事かの視点から学ぶ最適資本効率／コーポレート・ガバナンス／株主アクティビズムに加え、最適資本効率の深掘りとして、投資決定・価値評価理論／資本構成・配当政策／金融リスクマネジメントを、実際のケーススタディとグループディスカッションを通じて、理論と実践の両方から学習できたのは非常に有意義であった。また、さまざまなバックグラウンドから集結した、総勢50名の受講生から共有されるキャリア経験談も、非常に興味深く、常に新しい考え方や視点を気づかせてくれた。

研修から4か月経った今年の9月初めに1回目の同窓会を開き、受講者の7割超に出席いただいた。研修当時の思い出話や直近の出来事に話題が尽きることなく、年末年始に第二弾を開催し、今後、定例化していく予定。習得したコーポレート・ファイナンスの知識に加え、こうした受講生とのつながりも当研修の大きな実りである。



## 業種、部署、役職の 異なる皆さんとの出会いが 大きな刺激になった

田端 咲さん

株式会社荏原製作所  
グループ経理統括部

オリエンテーションで受け取った教材の内容が難しく、最初は講義内容についていけないのか不安もありましたが、実際の講義は基礎から実践までを体系的に学ぶことができ、順序立てて理解を深めることができました。講師の方に質問がしやすい雰囲気だったのもありがたかったです。

特に大きな刺激になったことは、業種、部署、役職の異なる受講生の皆さんとの対面でのグループワークや質疑応答でした。業務経験に基づくケースの深い考察、そもそものロジックへの率直な疑義、実務に適用する際の実践的な疑問など、ハイレベルかつ異なる属性だからこそ多角的な議論がありました。私自身、WACCやNPVなど業務の中で見かけ計算式は知っているものでも、その理論の背景や計算式の意味を学ばなければ実務に適切に落とし込めないと議論の中で実感し、グループワークでは多くの学びを得ることができました。

2週間の研修はとてもハードでしたが、業務から切り離された環境に身を置くことで学習に真剣に向き合うことができた貴重な機会でした。講師、通訳、NSAMの皆さま、受講生の皆さん、不在中仕事のフォローをいただいた上司と部署の方に改めて感謝申し上げます。



Special Talk Session  
特別対談

野村マネジメント・スクール講師

Bilge Yilmaz

ビルゲ・ユルマズ

野村マネジメント・スクール専務理事・学長

増谷 洋

Hiroshi Masutani

# 日本の上場企業も 株主アクティビストへの 十分な備えを

野村マネジメント・スクールでファイナンス系の講座を担当しているビルゲ・ユルマズ教授は、プライベート・エクイティや株主アクティビズムの先進的な研究者および実務家としても著名である。米国の先進事例の研究や実務経験で培った、事例に基づく講義内容は受講生から高い評価を得ている。本インタビューでは、株主アクティビズムがもたらす日本企業への影響および対応の方向性について、語っていただいた。

増谷 ユルマズ先生は株主アクティビズムの研究を長年続けておられます。株主アクティビズムについて簡単に紹介していただけますでしょうか。

ビルゲ・ユルマズ（以下、BY）まずテクニカルな意味での株主アクティビズムは、株主価値を極大化するために会社、取締役会、経営者の行動を改善する取り組みと考えるべきです。株主価値を極大化させるということは、債権者や従業員、顧客などの利害関係者にとっての価値を極大化させるということとは対照的なものです。すなわち、株主の利益のための取り組みが、他の利害関係者に悪影響を及ぼす可能性があります。

増谷 日本でも、株主価値の極大化と利害

関係者の利益極大化は相反するものであるという捉え方をする風潮が無きにしても非ずでした。ファイナンスの文脈では株主価値の極大化の方が正しいのでしょうけれど。

**BY** 確かに株主価値を極大化すればそれで良いのか、という問題はありますが、少なくともアクティビストという存在は、良きにつけ悪しきにつけ株主価値の極大化を目的として行動するものです。

米国では、取締役会の使命は株主価値の極大化にあると言われています。

アクティビストには2つの異なる役割があります。1つ目がウォッチドッグ(番犬)で、経営陣が適切な経営を行っているかをチェックする役割です。もう1つは助言者で、経営陣に対して有益な経営施策や方向性を助言する役割です。前者はどうしても経営陣と対立的な関係性になる一方で、後者は建設的な関係性を築くことができます。

米国では、この10年間、株主提案件数は年千件にも及びます。日本はここ数年提案件数では世界2位となっています。

**増谷** 2015年のコーポレートガバナンス・コード適用以降、日本企業でも資本コストを意識した経営が進んでいると言われています。アクティビストの話題も毎日のようにメディアで流れています。先生がおっしゃるように、アクティビストを中心に株主提案件数が増えていることは社会にとって有益なのかという疑問が浮かびます。

**BY** 価値創造の観点で、まず市場における株価の反応を見てみましょう。アクティビストがある企業に目をつけて働きかけを行うというニュースが報道されると、通常、ターゲット企業の株価は上昇します。ターゲット企業の株主にとっては価値創造が行われて利益を享受できると言えます。

また、アクティビストが要求する特定の行動が業績を押し上げる可能性があります。市場が合理的であれば、株価にも反映されるはずです。

一方で、アクティビストのキャンペーンは、一般的に企業からは反発されることも多いものです。株主と経営陣の間には情報の非対称性がありますので、アクティビストの提案が必ずしも利益をもたらすとも言い切れないのも事実です。平均的にアクティビズムは価値を創造していると言われますが、これはケースバイケースと言うべきでしょう。

アクティビストは決して「過ちを正す天使」などではなく、自分たちの儲けを上げるために活動するのです。

**増谷** 米国ではアクティビストの数も多く、そのタイプも千差万別だとは思いますが、近年の傾向など特徴があればお願いします。

**BY** 私はアクティビズムを要求の種類によって4つに分類しています。

最も多いタイプが「良いガバナンス、取締役選任」です。取締役に選任されることで、取締役会を通じて自分たちの望

むことができることにつながります。経験豊富なアクティビストであれば、ベスト・プラクティスの適用により、高水準の株式リターンにつなげることができそうです。次が「バランスシート・アクティビズム」で、企業が余剰のキャッシュを持っているいたり、借入れが非常に少なかったりした場合に、増配や自社株買いを求め、というものです。エージェンシー問題や税務上のメリットを享受できる可能性があります。

3つめの「M&Aアクティビスト」は、会社自体、あるいは会社の事業部門を売却することを要求するタイプです。企業側にとっては受け入れがたい要求になる



可能性も高いものです。ですが、首尾よく行けば容易かつ迅速に実行可能であり、コングロマリット・デイスカウントの解消につながることも可能です。

最後に「オペレーショナル・アクティビズム」です。経営者に対して事業運営の改善を要求するもので、これこそ新たな、かつ今後増加が見込まれるタイプのアクティビズムです。

**増谷** 新しいタイプのオペレーショナル・アクティビズムは、事業の詳細にまで踏み込まないといけないので、非常に難易度が高い印象があります。

**BY** おっしゃる通りです。オペレーショナル上の欠点を特定するには労力もお金も掛かります。そこにあえて踏み込んで分析をする訳ですから、アクティビストのターゲットにされるには何らかの事情があるのです。

私がケースを執筆したダーデン・レストランツのケースを挙げてみましょう。

このチェーンの業績を見ると、EBITDA マージンは平均的な企業に見えました。しかし、同社が業界の競合と異なる点が1つあります。レストランの建物を自社所有にしていたのです。他のチェーンは店舗の賃貸料を支払っているのに対して、同社は賃貸料を支払う必要はありません。ということとは、賃貸料分を差し引けば、経営状況は競合他社に比べて悪いということになります。そこからアクティビストのスターボード・バリューは、コンサルタントを雇って、何か運営

上で非効率な点がないか分析を開始したのです。そして、同社の食材調達コストがその規模の割に高いなど、オペレーショナル上の課題が山積していることを突き止めました。そしてアクティビストは、同社の株式所有が分散していることを把握した上で、株式の取得を始めました。当時の経営者にインタビューをしたのですが、当初アクティビストがレストラン事業などわかる訳がないと考えていたところ、非常に具体的な提案をしてきたことに驚いたと語っていました。

**増谷** このケースについては、講義でも取り上げておられましたね。その後の同社とアクティビストの話の展開については私も驚きを禁じ得ませんでした。

先生は米国での事例を長年研究しており、学外でもコンサルティング会社を経営して、アクティビズムの最前線に立っておられます。ぜひ、日本企業への示唆について伺えればと思います。

**BY** 日本のアクティビズムは米国に比べると、取締役の選任を求める対立的なものとは少なく、建設的な提案姿勢のものが多い印象です。私の見方では、この背景には日本での過去のアクティビズムの失敗事例の蓄積があるのではないかと思います。

これはウォートンの卒業生でアクティビスト企業の経営者に取材した内容です。2007年の話ですが、NECに対して、米国のヘッジファンドが、当時上場企業であった子会社のNECエレクトロニク



スの株式の買収提案を行ったのです。この提案自体は失敗に終わりました。ですが、この当時の会社側の閉鎖的な対応が、ヘッジファンドに対して、文化的な意味で米国とは異なる対応で臨むべき、という意識につながった可能性があります。

日本では中規模の企業がターゲットになる公算が大きいです。ソニーや7&iのように大企業であってもアクティビ



## Bilge Yilmaz

ペンシルベニア大学ウォートン・スクール教授 兼 アカデミックディレクター  
プライベート・エクイティやオルタナティブ投資関連のテーマを主に研究し、「ジャーナル・オブ・フィナンシャルエコノミクス」や「レビュー・オブ・ファイナンス」などファイナンス関連の学術誌に継続的に研究論文を発表している。当スクールでは、「価値創造のためのコーポレート・ファイナンス講座」と「経営者のための戦略財務講座」で教鞭を執っている。

ズムのターゲットにされる事例は出始めています。

増谷 それでは最後に、長年携わっている野村マネジメント・スクールに対する期待がありましたらお願いします。

BY 私が担当する講座には、常に多様な業種から優秀な受講生が参加しています。日本企業のビジネスパーソンの中にも海外勤務を経験する方が増えていますが、それでも異なる文化やトレンドを学ぶことは非常に重要な機会であると思います。私がこのスクールで教え始めた当時、PEファンドや株主アクティビズムの話は、日本の大企業にとっての示唆がないとスクールのスタッフから指摘され、実際受講生の反応は芳しいものではありませんでした。しかしどうでしょう。今やこれらのテーマを対岸の火事と捉える日本の上場企業は存在しないはず。これからも、米国を中心にファイナンスのトレンドを学習する機会を野村マネジメント・スクールから提供できればと考えています。

private  
FOOTBALL



### 少年時代は サッカーに夢中

10代のころはトルコの著名なサッカークラブ、ガラタサライのユースチームに所属していました。当時の自分はなかなかの選手だったと思っていましたが、勉強が忙しくなってプロの道は断念しました。今では全く走れませんが、サッカーは大好きです。



Atsuko Kadowaki

京都リサーチパーク9号館にある、KRP社見「集交創」をモチーフにした堀木エリ子氏のライトオブジェの前で。

## 次代を牽引する「ネオリダー」⑪ 重要な判断をするときには 自分の納得感を大事にするという 学びがとても役に立ちました

——大阪大学では修士課程で環境工学を専攻。都市計画に近接した領域を研究していたので、所属していた研究室の学生は多くが建設会社や行政に就職していました。

当時、大阪ガスでは大規模な都市開発プロジェクトが動いていました。それを知って、ガス会社を取り組む都市開発に興味を持ち、地域冷暖房が日本にどんどん入っているときだったので、エネルギーは街づくりに必要なものだと考えるようになりました。そして建設会社とは違う方向から都市開発に関わるのも面白そうだと思ひ、大阪ガスを選びました。

——ところが最初に配属されたのは、ガスコンロやガスファンヒーターの商品企画を担う商品技術開発部でした。都市開発のような仕事を担当するものと思ひ込んでいましたから、ちよつとショックでした。でも、実際に仕事を始めると、限られたコストでお客さまの満足度の高い商品スペックを企画する仕事は、住民の方の意見を聞いて満足度の高い街をつ

るのと本質的には同じだと気づき、それからは商品企画の仕事が楽しくなりました。工学部の学生時代には全然知らなかったマーケティングなどに関わるのも楽しかったですね。

——2019年、当スクールの「女性リーダーのための経営戦略講座」を受講しました。以前は女性に対象を限定した研修に抵抗があったそうですが、喜んで受講されたとのことです。

NSAMを受講する1年ほど前にも、経済団体が主催した女性向けの研修を受けたことがありました。そのときは、女性だけが集まることになんか意味があるのだろうかと思ひていましたが、参加してみたらとても刺激が多くとても勉強にもなりました。自分では、何事にもこだわらないことにこだわって生きていたつもりだったので、女性向けというだけで断るのにはある種の偏見であり、私はそんなことにこだわっていたのか、と気づかされました。だから人事からNSAMの受講を勧めら

れたときにはなんのこだわりもなく、素直な気持ちで受講することができました。

—— 授業はどれも素晴らしかったという門脇さん。中でも特に印象深かったのは、バドラッコ講師によるリーダーシップと企業の説明責任についての授業でした。

企業組織では上に行くほど、複雑な状況の中で判断しなければならぬことが多くなる。そのとき大事にすべきなのは自分が納得できるかどうかだという、どちらかというところ倫理的な話をされました。経営マネジメントの講座でそういうプログラムが組まれていることに驚き、とても新鮮でした。

—— 修了後、会社に戻った途端、大阪ガスのグループ会社でそれまで経験したことのない大きな問題が起き、門脇さんはそのリスクの判断と対応に直面することになりました。

会社の事業継続にも関わる問題でしたので、その対応をめぐっては社内でも激しい議論がありました。まさに修羅場でした。でも私は、自分が一番大事にしている基本からぶれてはいけないとバドラッコ先生から学んだ直後でしたので、お客さまにご迷惑をかけてはいけない、信頼できる専門家の意見を早く聞く、しかしジャッジするのは自分たちで、という基本を堅持することができまし

大阪ガス株式会社 執行役員  
兼京都リサーチパーク株式会社 代表取締役社長

## 門脇あつ子氏

1990年、大阪ガス入社。情報通信部長、理事、執行役員などを経て、2022年4月より現職。2019年、当スクールの「女性リーダーのための経営戦略講座」修了



「社員自身の考えを聴く機会を大切にしている」という門脇さん。

た。あのときバドラッコ先生のお話を聞いていなければ、きっと私もぶれぶれになっていただでしょう。

—— もう一つ、このときの受講で得たものは、同期生との深い絆でした。この歳になって、学生時代と同じような友達ができるとは思っていませんでした。同期生の皆さんとは今でもオンライン勉強会に参加したり、5〜6人の小グループで、KRPへの視察やお泊り会、お食事会など企画したりしています。異なる業界にいて、利害関係がないので率直に話し合えますし、似たようなポジションにいたので、辛いことや抱えている課題などについて話し合うと共感できる一方で、自分とは違う視点を提示されて発想が広がることもあり、とても楽しく勉強になります。

—— 京都リサーチパーク（KRP）の社長になってから常に心掛けていることの1つは、社員が、オーナーシップやリーダーシップを持ち、自分事として事業に関わる会社にするということです。

KRPは全国初の

民間の都市型リサーチパークというとてもユニークなビジネスモデルで、ベンチマークになる会社がありません。参考となる先例もなく、社員全員が、自分の中で腹落ちして事業を進めてもらわないと指示待ちの体制になってしまいうリスクがありました。自ら判断して解決すれば、問題から逃げないし、エンゲージメントも高くなるというのも、NSAMで学んだこと。今は、管理者、若手、即戦力社員、あらゆる層の人が、自分で考えて答えを出し、自分事として事に向き合える環境をつくることに努めています。

—— KRPは今年の10月で創立35周年を迎えました。

京都からの新ビジネス・新産業の創出に貢献するというミッションをかけた、手探りでこの事業を35年間継続できていることを誇りに思っています。しかし、さまざまな事例を積み重ねてきたからこそ、その成功体験から抜け出せずにいるのが経営課題と考えています。もともと大阪ガスの社内ベンチャーとして生まれた会社です。運営地区をイノベーションが生まれる「まち」というのであれば、自らもイノベーターであるべきです。新しいリサーチパークモデルを創発し、地域に貢献し、社員の成長が事業の成長につながるような会社にしていこうと考えています。



## 次代を牽引する「ネオリーダー」⑫ 戦略的財務の基礎を学んだことで、 財務のパラダイムシフトができました

——新入社員として配属された大阪

支店では、営業の仕事がされていましたが、仕事は面白くやりがいもありましたが、あることがきっかけで財務経理の専門的な知識の必要性を感じるようになりました。そしてこれが渡辺さんの転機になったのです。

当社では新商品発売前に、事業部の社員が支店に来て説明をするのですが、そのとき事業部の仕事についても話す機会がありました。それを聞いて自分もいつか事業部に異動したら、採算管理もしなければならぬいし、そのためには損益計算書などが読めるようにならなければならぬと強く思いました。

それをきっかけに仕事が終わってから会社の近くにあった専門学校で簿記の勉強を始めました。するとあるとき、海外経理要員募集という社内公募があったので、これだと思いを挙げました。海外というのは魅力的な言葉でしたし、上司や先輩社員から「海外はいいぞ」という声も聞いていましたから。もともと募集に合格して海外経理要員になったはずだったのに、それから12年間はず

っと国内勤務でした。

——川崎工場で経理担当となった後、本社財務部に異動。ここで予算、税務、単体決算などを担当して財務関係の仕事を通り経験し、ようやく念願の海外勤務となりました。

インドネシア味の素にCFO（最高財務責任者）として赴任しました。当時、インドネシア味の素には約3000人の従業員がいて、販売拠点が約180カ所がありました。ただ、現地には卸会社というものがなかったため、先輩方が現金直売方式を導入しました。営業は車に商品を積んで小売店を訪問し、現金を受け取るというスタイルでした。

営業が回収した現金を翌日銀行に入金するのですが、当時は銀行間での資金移動が容易ではなかったため、小さな島の支店に入金しても本店の口座に入るまで数日かかることもありました。そこで私はインドネシアの各銀行に協力をお願いして新しい仕組みを作ってもらい、資金移動がもっと簡単に早くできるようにしました。海外では日本の常識が通用しないことを知ったこともいい学びで

しかし、財務担当としてそれを解決したこともいい経験になりました。

——インドネシアに6年駐在した後、帰国し、本社財務・経理部に着任。その直後、当スクールの「経営者のための戦略財務講座」を受講しました。

その頃財務部ではほぼ毎年、この講座に部員を派遣していました。それが将来の幹部候補生だといわれていたので、私もぜひ受講したいと思っていましたから、上司から指名されたときはうれしかったですね。

従前の財務部長は、決算短信や有価証券報告書を間違いなく作り上げることが大きなミッションでした。けれども今、私は過去のことをまともめるような仕事の割合が大きく減りました。将来の売り上げや収益を予測するローリングフォークキャストのような、未来に向けて何をしていくかということを考えるような仕事格段に増えました。

おそらく今、日本の多くの上場企業の財務部門で、そういうパラダイムシフトが起きているのではないのでしょうか。実際、私は今、上司と毎日のように、資本コストをいかに下げるかというディスカッションをしています。だからこの講座で、財務諸表を長期視点で見ることや、ROEやROICといった経営指標の基礎を学ぶことができたことが今、とても役立っています。

味の素株式会社 執行理事  
コーポレート本部 グローバル財務部長

## 渡辺一臣氏

1990年、味の素入社。大阪支店家庭用営業、川崎工場経理担当、本社財務部、インドネシア味の素CFO、本社財務・経理部、タイ味の素CFO、味の素フィナンシャル・ソリューションズ社長を経て2023年より現職。2015年、当スクールの「経営者のための戦略財務講座」修了。



子どもたちの中央にるのが渡辺さん。タイ味の素に赴任時代に、Ajinomoto Foundation（味の素財団）の理事も務め、タイの北部、東北部の小学校に食堂（Canteen）を寄付、また冬にはブランケットを寄付していました。

——「経営者のための戦略財務講座」では、当時も今もペンシルベニア大学ウォートン・スクールの教授や准教授が講師を務めています。渡辺さんはその点に深い感銘を受けたといえます。

ウォートン・スクールの先生から直接、財務のことを学べるというのはすごいことです。そんな機会、めったにあるものではありません。事実、それができたのはあとにも先にもNSAMだけ。最先端の財務理論が

学べるうえに、話が論理的でとにかくわかりやすいし、ただ講義を聞くだけではなく自分たちで考え、ディスカッションする機会も多くて、本当に実践的な学びが得られます。ケース・スタディでは、欧米の先進企業と日本企業の財務戦略の差を認識できました。彼らの差を認識できたことはとても重要なことだったと思っています。修了後すぐにタイ味の素のCFOに着任したため、同期生の方たちとの交流ができなかったことだけ悔いがありました。

——味の素は昨年、2030年のあるべき姿を示したロードマップを作成しました。それに先立ち渡辺さんたちは、財務部門の2030ロードマップをつくりました。

2030年までにグローバルなFP&A（ファイナンシャルプランニング&アナリシス）のネットワークを構築。そのときは海外の各法人に味の素グループの企業価値を高めることのできるCFOがいる。そしてグローバルHQのCFOオフィスには、それを支える財務・経理・税務のプロフェッショナルがいる。そういう組織に早くしたいと考えています。前述したようなCFOやプロフェッショナル人材を育てること、そしてそのためのサステナブルな仕組みを今のうちからつくっておくことが今の私のミッションです。

# 『人的資本経営の本質』

2024年4月24日(水)、オンライン・オープンキャンパスとして、『人的資本経営の本質』と題したイベントを開催した。累計で約700名の方々が視聴し、参加者からは高い評価を得た。本稿では、第一部の概要を抜粋して紹介する。

すでに日本の実業界では重要な取り組み事項となった人的資本経営。必須開示項目以外の対応は開示内容も含めて各社固有の内容となっている。日本企業が今後取り組むべき人的資本経営はどうあるべきか。基調講演として、楠木建教授に人的資本経営の本質について講演いただいた。

楠木教授は、人的資本経営の議論の前に、経営のあるべき目的観について次のように語った。

「企業経営において、最終目的が間違っている、戦略も戦術も意味が

ありません。企業経営における最終

目的は『長期的に稼ぐこと、利益を上げること』であるべきというのが私の考えです。これは普遍的なもので、どこの会社でも採用できるものです。ただし、『長期的な利益の創出』であるべきで、単にお金を追求するという意味ではありません」

「通常の競争環境の中では、長期利益こそが最も誠実な顧客満足の指標であり、顧客に対して独自の価値を創出している証明でもあります」

また、人的資本経営との関係性において、従業員の報酬や雇用の観点は、長期的な利益との間でトレードオフが生じない、とも語る。

「経営者の役割は儲かる商売をつくること。だからこそ雇用を生み、守ることができ、労働分配で賃金を支払うことができる」

株式会社における社会貢献の本丸

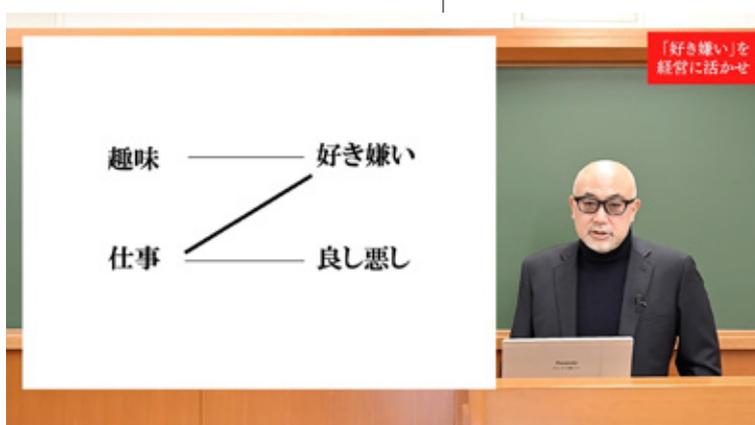
は法人税の支払いだというのが僕の持論。儲けて、納税する、これこそ社会貢献ではないかと思うのです」

では、なぜ今日、経営における人的資本の重要性が叫ばれるようになったのであろうか。開示対応の要請以外の視点を教授は次のように語る。

「人的資本は長期利益の源泉です。生産設備に投資しても生産性の向上に上限はありますが、人の場合は5倍、10倍のパフォーマンス向上も可能です。反対に10分の1にもなりうるものなので、長期利益へのインパクトが大きいのです」

ではなぜ、『人的資源』と言わず、『人的資本』と言われるのであろうか。

『資本』がそもそも何を表すのか、ということを考えてみましょう。『資本』は元手ですので、投資対象と捉えるべきです。投資する側が、人件費としてコストと捉えるか、投資対



象と捉えるかで呼称が変わるのです。人的資本である以上、長期の価値創出が目的なので、『資本』の呼称を用いるのです」

「仕事の報酬は、良い仕事と良い給料、の2つに尽きます。いずれも重視しないと、長期的な好循環は生まれません。政府から賃金の上昇を要請されたから賃上げをする、という訳ではなく、経営者が儲かる商売を作り、成長させるために人的資本に



投資する、という考え方が日本企業にも生まれつつあります」  
 昨今、AIに代表される技術の進化が人的資本の価値を低下させるといふ懸念が生じていることについて、教授は次のような考え方を示した。  
 「確かにAIに代表される技術は人間の能力を凌駕するものなので、人間が『スキル』を保有する必要性は相対的に低下していきます。スキル

のリスクリテラシーは大切ですが、スキルの価値が低下する中で、私はその先の要素が重要と考えています。それこそ『センス』です」  
 「スキルは習得可能で、習得のための道筋もはっきりしており、客観的に測定可能です。一方、センスは持つて生まれたもので、簡単に育てることはできません。  
 AIは単純な作業だけでなく、選

択肢の設定までではできないでしょうが、意思決定やその背後にある動機の領域は人間側が決める領域です。しかもそれはスキルではなくセンスの領域なのです」  
 では、センスをどのように仕事に生かしていくべきなのか。教授は、仕事と趣味は違う、としたうえで、『好き嫌い』を業務に上手く取り入れる方法を考えるべき、と語る。

「今の労働市場が残念な点は、言語文法がスキル、すなわちマーケティングとかHRといったもので動いている点です。確かに社会全体の資源配分を効率化するには良いのですが、これでは好き嫌いをうまく把握することはできないので、もったいないと思っています。私が言う『好き嫌い』を技術的に把握していくことを人事部門もトライすべきではないでしょうか」

「人的資本経営の本質」開催概要

第1部	基調講演	楠木 建氏	一橋大学 大学院経営管理研究科 特任教授 (元野村マネジメント・スクール理事)
第2部	パネルディスカッション	大脇泰人氏	日東電工株式会社取締役専務執行役員人財本部長
		三島茂樹氏	パナソニック ホールディングス株式会社執行役員 兼 グループCHRO
		村井 淳氏	東急ホテルズ&リゾート株式会社代表取締役社長

※パネリストの所属・役職は2024年3月現在のものです。

「人に強制されるのではなく、自分の好きな仕事に『凝る』ことで内発的な努力が生まれ、個性を発現させることができる可能性があります。社会的に多様性を高めるべきという動きがありますが、私は一人ひとりの好き嫌いを開放していくことで、組織の多様化を図るという道もあると思います」  
 好き嫌いを取り入れるために企業の人事部門が取り入れるべき施策のアイデアについて、教授は次のように述べる。

「長期的利益を上げるために、投資に対するリターンを意識することが必要なことは言うまでもありません。今後のCHROや人事部門は、設備投資のように、人的資本への投資リターンが求められるようになっていくはず」  
 最後に当スクールの元理事であったことから、エグゼクティブ教育における学びについて伺った。  
 「社会人の学びも同様に内発的動機に働きかけるものであるべきだと思います。事後性の強いものなので、外発的なインセンティブで働きかけにくいのですし、学ぶ前には不安だったり仕事から離れず集中できなかったりということはあると思います。しかし、ひとたび事後性を克服すれば知的活動を刺激され内発的動機が高まります。「好き」度を刺激することが仕事にも良い影響を与えるはず」

## 経営者のための 戦略財務講座

Strategic Finance Program

投資決定と企業価値創造の  
関係について戦略的な観点から  
学んでいただく講座です。

対象者：企業の経営幹部  
(事業部門長・部長クラス)

期間：2025年10月13日(月・祝)～17日(金)(予定)  
募集人数：70名  
受講料：未定

申込開始 2025年4月頃

- 投資の意思決定と資本コスト
- 企業価値の評価と資本構成
- アクティズムとコーポレートガバナンス
- 価値創造のための経営戦略

## 価値創造のための コーポレート・ファイナンス講座

Corporate Finance Program for Value Creation

財務理論とその戦略的な応用を体系的に  
学んでいただくことを目的とした講座です。

対象者：企業の中堅幹部(部長・課長クラス)  
期間：2025年5月12日(月)～23日(金)  
募集人数：70名  
受講料：未定

申込開始 2025年1月頃

- 投資の意思決定と資本コスト
- 資本構成と投資成果の配分
- 企業買収の評価
- 企業価値創造と経営財務
- オプションの評価

## デジタル時代の 経営戦略講座

DX Program for Transformational Leaders

デジタル技術を駆使したビジネス・トランス  
フォーメーションにより、企業価値を高める  
ための意思決定力を修得していただきます。

対象者：企業の経営幹部(役員・部長クラス)  
期間：2025年11月10日(月)～14日(金)(予定)  
募集人数：70名  
受講料：未定

申込開始 2025年5月頃

- デジタル・ディスラプション
- デジタル時代の企業変革
- 変革の実現方法



<https://www.nsam.or.jp/course/program02/outline.html>



<https://www.nsam.or.jp/course/program03/outline.html>



<https://www.nsam.or.jp/course/program04/outline.html>

\*感染症の感染拡大の影響により中止、延期、運営形式の変更を行う場合があります。

講座運営の可否などはおおむね、講座開始の1か月前にお知らせいたします。

\*募集開始は、野村マネジメント・スクールのホームページにてお知らせいたします。なお、各講座とも、募集開始前より仮予約を受け付けております。

\*講座の見学も随時受け付けております。ご希望の方は野村マネジメント・スクール事務局までお問い合わせください。



Nien-he Hsien

ニエンハー・シェ

HBS

リーダーシップ

企業倫理



Ramon Casadesus Masanell

ラモン・カサデサス＝  
マサネル

HBS

競争戦略



Bülent Gültekin

ブレント・グルテキン

Wharton

ファイナンス 資本市場

民営化ほか



Bilge Yilmaz

ビルゲ・ユルマズ

Wharton

ファイナンス

ゲーム理論ほか



David Musto

デビッド・ムスト

Wharton

資本市場 消費者金融

金融仲介機能



Kevin Kaiser

ケビン・カイザー

Wharton

コーポレート・  
ファイナンス

ベンチャーファイナンス



Peter Weill

ピーター・ウェイル

MIT CISR

組織におけるITの役割・  
価値に関する研究

ITガバナンス



Robert D. Austin

ロバート・オースティン

アイヴィ・  
ビジネス・スクール

イノベーション

ITリーダーシップ

PROGRAM / 講座



## トップのための 経営戦略講座

Advanced Management Program

新時代のトップ経営者に求められる  
洞察力、思考力、判断力を  
総合的に磨いていただく講座です。

対象者：企業の経営幹部(役員・部長クラス)  
期間：2025年7月6日(日)～25日(金)(予定)  
募集人数：70名  
受講料：未定

**申込開始 2025年2月頃**

## 女性リーダーのための 経営戦略講座

Executive Program for Women Leaders

経営幹部となるための幅広い思考訓練と  
ともに、女性経営者としての力を発揮する  
ための心構えなどを学ぶ講座です。

対象者：企業の女性経営幹部候補  
(部長・課長クラス)

期間：2025年1月12日(日)～17日(金)  
募集人数：75名  
受講料：95万円(消費税別)

**募集中、申込締切 2024年12月5日(木)**

CONTENTS / コンテンツ



- 新たな経営戦略・経営体制の模索
- 市場への対応と競争戦略
- 企業価値の創造
- 創造と革新のマネジメント
- 戦略的意思決定
- リーダーシップ
- 経営環境変化への対応
- グローバルな企業経営の成功条件

- 戦略立案とその実行
- リーダーシップ
- 経営環境変化への対応

DETAILS / 詳細



[https://www.nsam.or.jp/course/  
program01/outline.html](https://www.nsam.or.jp/course/program01/outline.html)



[https://www.nsam.or.jp/course/  
program05/outline.html](https://www.nsam.or.jp/course/program05/outline.html)

### 詳細・最新情報

下記URLにて随時更新しております。  
<https://www.nsam.or.jp/course/openday.html>



### お申込み方法

下記URLより、パンフレットをご請求ください。  
<https://www.nsam.or.jp/request/>



### お問い合わせ先

✉ [entry@nsam.or.jp](mailto:entry@nsam.or.jp)

### FACULTY 教授陣



Joseph L.  
Badaracco, Jr.  
ジョセフ・バダラッコ

HBS

リーダーシップ  
企業倫理



W. Carl Kester  
カール・ケスター

HBS

コーポレート・  
ファイナンス



David A. Moss  
デビッド・モス

HBS

政府、国際経済など  
マクロ環境と経営戦略



Jan W. Rivkin  
ジャン・リブキン

HBS

競争戦略



Hiroataka  
Takeuchi  
竹内弘高

国際基督教大学

競争戦略  
マーケティング  
知識経営論



Stefan H.  
Thomke  
ステファン・トムキ

HBS

イノベーション・  
マネジメント



Michael A.  
Roberto  
マイケル・ロベルト

ブライアント大学

戦略的意思決定

HBS = ハーバード・ビジネス・スクール

## 法人概要

名称 公益財団法人 野村マネジメント・スクール  
設立日 1981年9月18日（2009年11月2日に公益財団法人に移行）  
基本財産 20億円  
理事長 柳澤花芽  
所在地 東京都新宿区西新宿1-26-2 新宿野村ビル44階 電話 03(3342)8221  
HP <https://www.nsam.or.jp>

## 役員等(2024年7月1日)\*役職別に50音順(すべて非常勤)

評議員	評議員長	此本臣吾	株式会社野村総合研究所 取締役会長
	評議員	江川雅子	学校法人成蹊学園 学園長
		江田麻季子	住友商事株式会社 常務執行役員
		大宮英明	三菱重工業株式会社 名誉顧問
		増田寛也	日本郵政株式会社 取締役兼代表執行役社長
理事	代表理事・理事長	柳澤花芽	株式会社野村総合研究所 代表取締役社長
	業務執行理事 専務理事	増谷 洋	株式会社野村総合研究所 顧問
	理事	池上重輔	早稲田大学大学院 経営管理研究科 教授
		大野直竹	株式会社 ファーストリテイリング 社外取締役
		柄澤康喜	三井住友海上火災保険株式会社 常任顧問
		永井浩二	野村ホールディングス株式会社 取締役会長
		西井孝明	味の素株式会社 特別顧問
監事		高山 寧	野村不動産ホールディングス株式会社 取締役
		南 成人	仰星監査法人 理事 代表社員

## 学術研究支援(研究助成)に係る選考委員(2024年7月1日)\*敬称略・50音順

飯島淳一 東京理科大学 経営学部 教授  
一條和生 IMD 教授  
鈴木一功 早稲田大学大学院 経営管理研究科 教授  
増谷 洋 野村マネジメント・スクール 専務理事

## 法人の活動

- 内外の企業経営に関する教育および研修の実施  
激変する経営環境に対応しうる洞察力、思考力、判断力の育成・開発を目指し、上級経営幹部に求められる能力を総合的に磨く訓練の機会を提供します。
- 内外の企業経営に関する調査研究等  
「1. 経営者教育事業」のクオリティを一段と高めるための基礎として、以下のような内外の企業経営に関する研究調査、情報の収集を行っています。  
①内外の企業経営に関する研究会、勉強会の実施  
②内外の経営者教育の動向に関する研究調査、情報収集
- 内外の企業経営に関する学術研究の支援  
公募制で、我が国の大学等に勤務する研究者個人または研究者グループを対象に学術研究支援を行っており、研究者の質的向上ならびに研究成果の実務への応用を通じて、我が国経済社会の健全な発展に貢献しています。
- 内外の企業経営に関する内外関係機関等との交流、協力  
優れた教育プログラムの質的向上を図るために、内外のビジネス・スクール等の関係機関との交流を通じて、情報収集、意見交換などを行っています。