

# 共想源泉への投資

## ～社員の帰属意識向上を考える～

序章 はじめに・・・

第1章 ファンドコンセプト

1. 帰属意識が薄れる日本
2. 個の時代への変化と企業内の人材二極化
3. 投資機会としての帰属意識
4. コンセプトまとめ

第2章 帰属意識の仕組み

第3章 投資銘柄の選出

1. M-mapによるスクリーニング
2. 帰属意識モデルによるスクリーニング

第4章 投資銘柄研究

1. 思想×対話の4タイプ
2. 同族企業の意外な強み

第5章 投資比率決定

終章 ストックリーグを終えて

ID番号 : SL701149

学校学年 : 一橋大学 3年

チーム名 : team 楽園

リ - ダー : 浅井 崇宏

メンバー : 木下 欣生

炭本 千恵

高野 満里

指導教官 : 加賀谷 哲之 助教授

コード	銘柄名	取得金額
2802	味の素 (東証1部)	559,600
6448	ブラザー工業 (東証1部)	559,404
6645	オムロン (東証1部)	558,000
6952	カシオ計算機 (東証1部)	557,550
3861	王子製紙 (東証1部)	373,317
9945	プレナス (東証1部)	373,320
2914	日本たばこ産業 (東証1部)	256,500
3002	ゲンゼ (東証1部)	279,864
3405	クラレ (東証1部)	278,992
4315	日清医療食品 (ジャスダック)	279,556
7832	バンダイナムコホールディングス (東証1部)	278,886
8012	長瀬産業 (東証1部)	278,800
8078	阪和興業 (東証1部)	279,708

## 序章 はじめに・・・

いざなぎ景気を超え、戦後最長の好景気といわれて久しい日本。しかし、私たちにそれだけの実感があるだろうか。戦後復興や高度成長期のようなやる気や活気はあるだろうか。

私たちは未来の日本をもっと、人と人が思い合い、お互いに同じものを目指す「共想」の世の中にしたい。今、日本にやる気や活気が感じられないのは本来経営陣と社員との「共想」の結果であるべき企業が、社員の帰属意識低下によって内部から崩壊しようとしているからではないか。

このファンドでは、帰属意識こそが「競争源泉 = 共想源泉」であるととらえ、帰属意識向上の仕組みを持つ企業に投資する。そして投資先の研究を通じて帰属意識向上の仕組みを明らかにし、様々な角度から「共想」を応援していく。

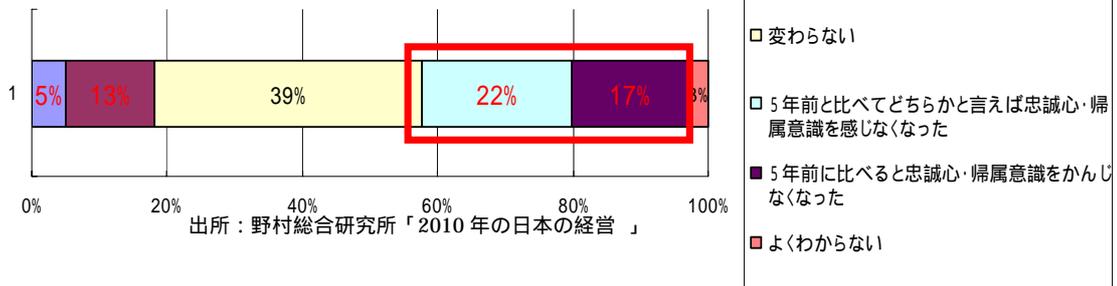
## 第1章 ファンドコンセプト

### 1.0 帰属意識が薄れている日本

図表1は、帰属意識に関するアンケートである。40%近い社員が5年前と比べて企業への帰属意識が低下していると答えている。一方、帰属意識が向上したと答えたのは20%以下にとどまっている。

現在の日本には、企業への帰属意識が足りないのだ。

図表1 帰属意識を感じられない人が増えている



社員の帰属意識低下は、モチベーションの低下に直結し、企業業績を左右してしまう。いったいなぜ、帰属意識が低下してしまったのだろうか。

### 1.2 個の時代への変化と企業内の人材二極化

私たちが考える帰属意識低下の背景とは、現代が「個の時代」と呼ばれ、価値観が多様化し、個人のやりたいこと、すなわち自己実現が重視される世の中になったことである。これまでの社会的通念が薄れる一方で、インターネットの普及など個人の発言力は高まり、また転職市場の拡大など挑戦できる機会が増え、そのような風潮も見られるようになった。

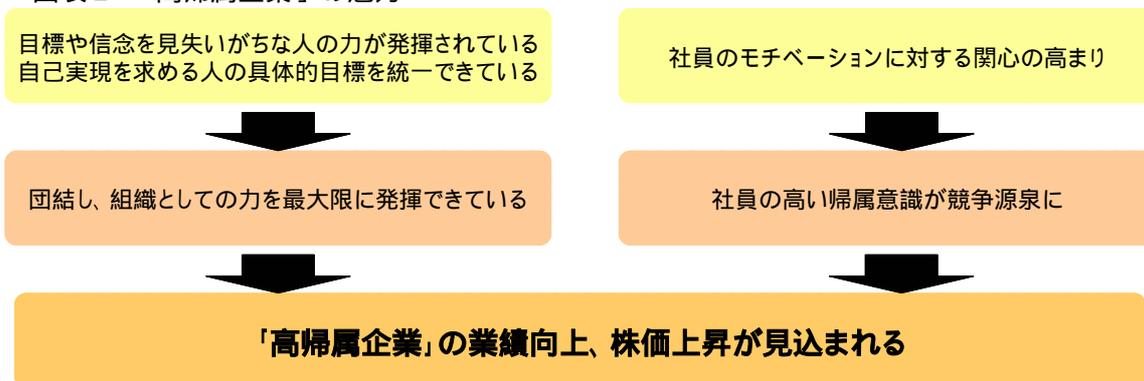
これはやりたいことがある人にとっては挑戦しやすい世の中になったが、他方で絶対的に信じるものを失い、目標や頼るべきものに自信が持てずに迷っている人も多く存在すると考えられる。そして企業は、自己実現を目指す社員と、帰属を求めて迷っている社員の両方をかかえなければならなくなり、社内で人材の二極化が起きているのではないか。このような二極化の中で、目標や信念を見失いがちで迷っている人々が帰属意識を持ち、人々が自らの方向性を自覚することが大切なのである。

### 1.3 投資機会としての帰属意識

1.2 で述べた背景より、私達は社員の帰属意識が高い企業「高帰属企業」に投資する。これらの企業は、投資対象として非常に魅力的である。

高い帰属意識は、一部の社員の人材効率の上昇に直結するのはもちろんであるが、組織としての一体感を強め、企業全体の活性化にもつながっている。また、社員の労働意欲の低下は近年急速に注目を集めてきており、現在高い帰属意識を維持している企業は大きな「共想源泉」をもっていることになるからである。(図表2)

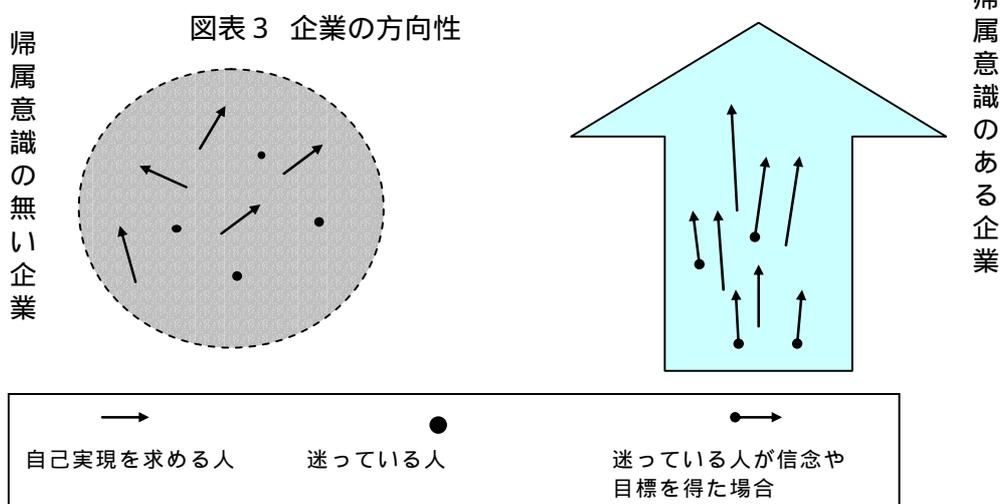
図表2 「高帰属企業」の魅力



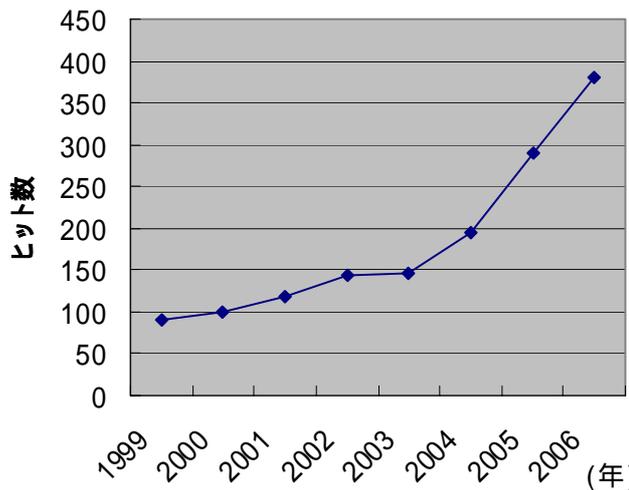
では、帰属意識は企業内の二極化した人材に対してどのように働きかけるのだろうか。

二極化した人材とは、「目標や信念を見失いがちで迷っている人」と、「自己実現を求める人」であることは、すでに述べた。前者の場合は帰属意識を感じるようになることで、企業に適合する目標と信念を自立的にもつようになる。そして、目標や信念がはっきりすることで仕事に対するモチベーションは向上する。一方「自己実現を求める人」の場合、帰属意識が無い状態では、必ずしも人々の自己実現の方向性は企業の方向性と合致しないが、帰属意識が生まれることで、そのふたつが近づくのである。

このように考えると、高い帰属意識は、社員の能力を最大限に引き出すと同時に、二極化した企業内部を包括的にマネジメントすることができ、組織としての力を最大限にすることができるのである。そして、さらに言えば、帰属意識は無形資産であるため、価値が低減しにくく、費用がかからずに効用を得られる点でも優れている。(図表3)



また、帰属意識といった社員のモチベーションは最近になって意識されはじめたものである。(図表4)従って、現在社員のモチベーションが高い企業は他社に対する「共想源泉」をもち、今後の株価上昇を期待できる。さらにいえば、今後モチベーションの多寡自体が株価材料となる可能性もある。よって、帰属意識による長期的投資は十分に魅力があると考えられる。



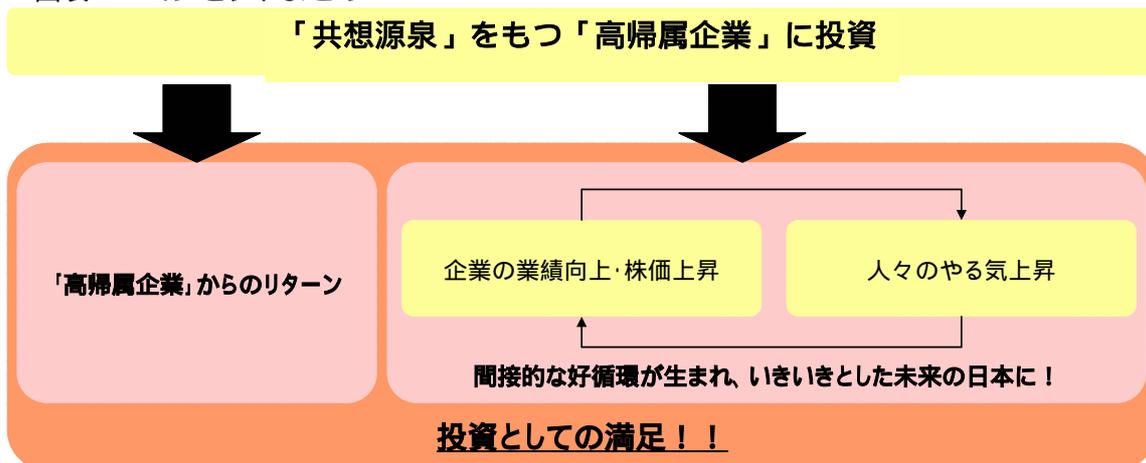
図表4  
日経4紙「モチベーション」ヒット件数

#### 1.4 コンセプトまとめ

以上のように、「高帰属企業」に投資し、帰属意識を高めることは、人々がより生き生きとした生活を送ることにつながり、企業の「共想源泉」、株価上昇要因にもなって日本の未来をより明るくするものである。

投資を通じて企業の活動を応援し、自分たちの未来、社会を明るく豊かにすること、投資によるリターン、両方の面から満足を得ることがこのファンドの目標である。(図表5)

図表5 コンセプトまとめ

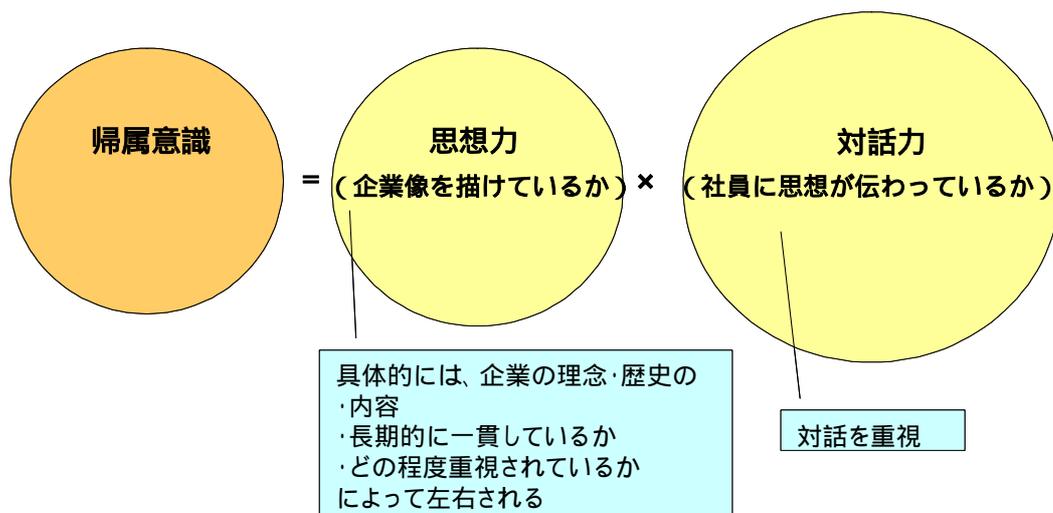


## 第2章 帰属意識向上の仕組み

では、実際に「高帰属企業」をどうやって選出すればよいだろうか。

私たちは帰属意識を高める仕組みとして、帰属意識=思想力×対話力という公式を提言する。(図表6) 帰属意識は、企業がいかに自らの企業像を描き、それを社員に伝えようとしているかに分解されると考え、その前者を思想力、後者を対話力と名づけたのである。掛け算であるのは、思想力、対話力どちらも必要であることを示している。

図表6 帰属意識向上の仕組み

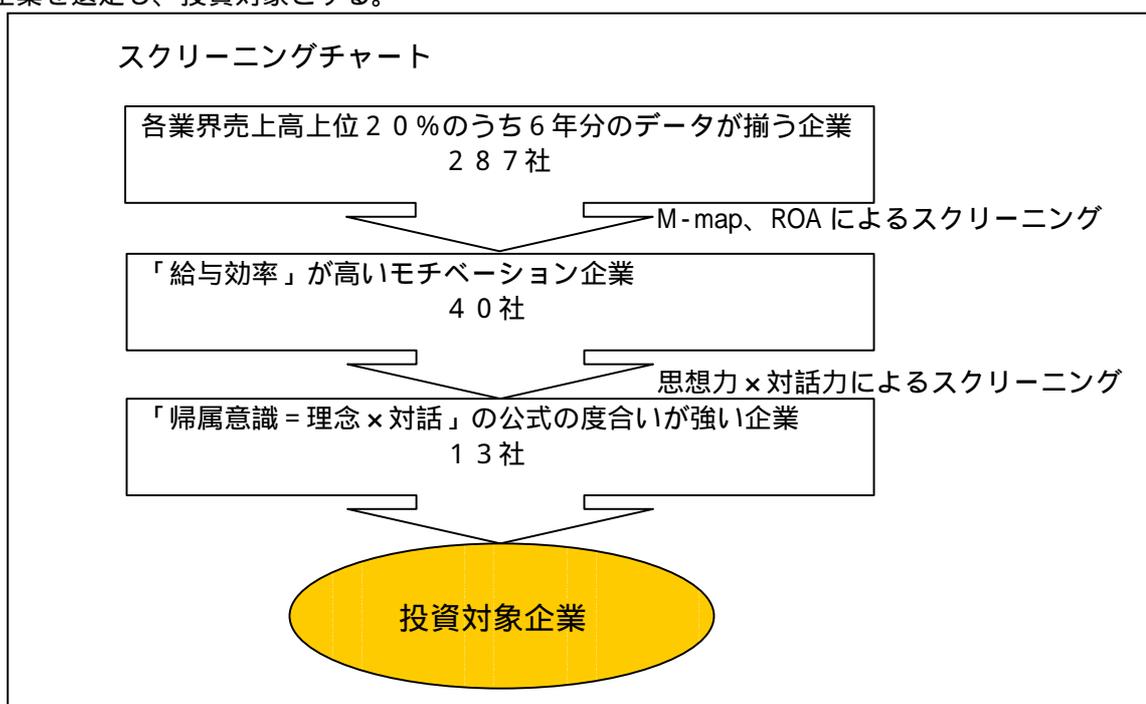


思想力は、具体的には企業の理念、歴史に関することである。理念は未来の企業像、歴史は過去の企業像と捉えられるからだ。そして、思想力は理念・歴史の内容自体の魅力によって左右される部分と、内容に関係なく理念・歴史に対する企業の姿勢(長期にわたって一貫性があるか、どの程度重視されているか)によって左右される部分に分かれると想定した。

また、対話力とは、思想力を浸透させる場としての経営者層との対話機会が設けられているか、仲間意識を育めるような社員間での密な対話が交わされているかということである。労政時報の調査結果によると、チームを組んで成果を分かち合える仕事を望む割合が2006年で調査開始以来最高の8割、親睦行事はできれば参加したくないとする割合が過去最低水準となっている。つまり、より多くの人々が集団との関わりやコミュニケーションを重視する傾向にあると言えることから、私たちは今回思想力よりも対話力にいっそう重点を置くことにした。

### 第3章 投資銘柄の選出

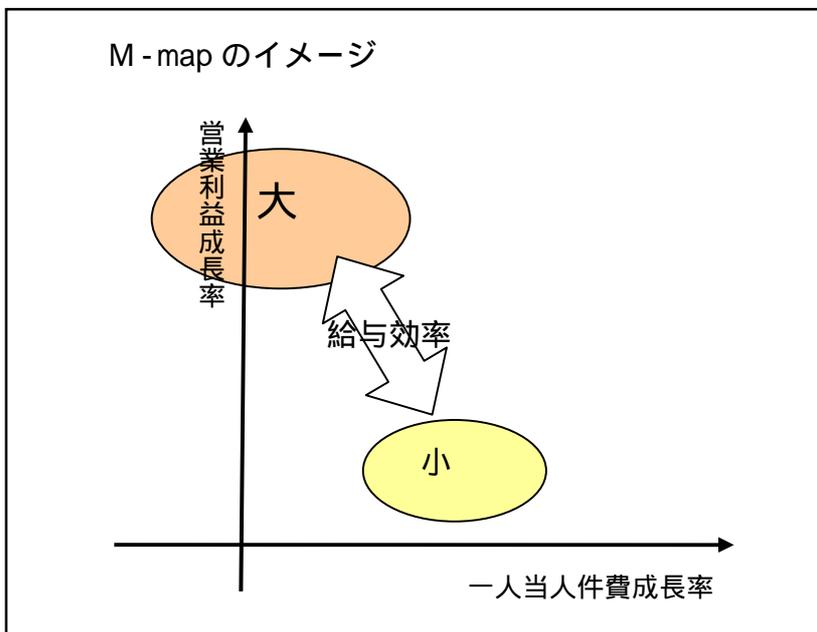
前章で、「高帰属企業」を選出するための帰属意識向上の仕組みを述べた。実際には、その仕組みを適用する前に、まず従業員のモチベーションが高い企業を第一スクリーニングとして抽出する。そして、第二スクリーニングとして「帰属意識 = 思想力 × 対話力」の公式を持っている企業を選定し、投資対象とする。



#### 3.1 第一スクリーニング（非金銭的要因で社員のやる気を創出している企業）

第一スクリーニングでは、「M-map」によるスクリーニングを行う。「M-map」は、「モチベーションマップ」を意味し、横軸に「営業利益成長率」、縦軸に「一人当人件費成長率」を企業ごとにプロットした図で、給与の増加にともなってどの程度業績を伸ばすことができるかを示す。この指標「M」が高い企業では、少ない人件費増加で大きく業績を上げることができることになり、従業員が非金銭的な誘因で仕事に取り組んでいる。モチベーションが高い企業と言える。

すべての財務データは、「日経ニーズ」を参考にしている。



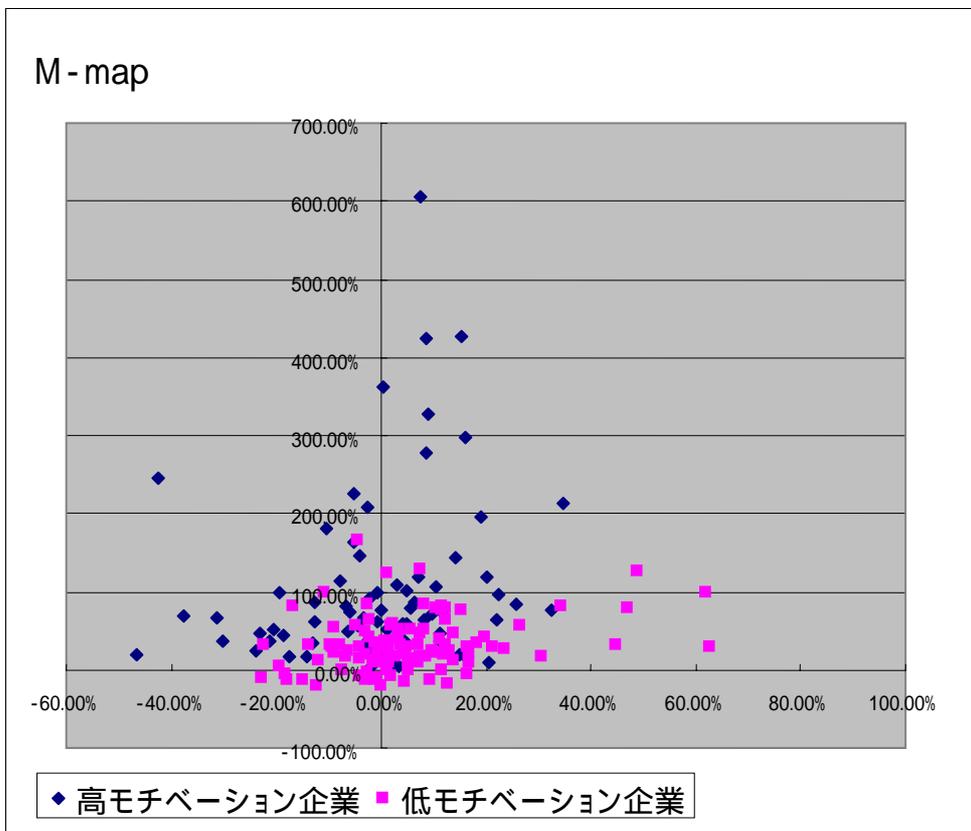
「M-map」によるスクリーニングの前に、まず各業界売上高上位 20%以内であり、直近 6 年分のデータがそろった企業を前提とした。これは規模の小さい企業ほど、社員と経営者間の距離が近くて帰属意識が高まりやすく、権限も大きいモチベーションが高まりやすい一方、逆に大企業ほど帰属意識をもちにくいと考えたからである。また、データを 6 年分としたのはある程度期間をとることにより、一時的な要因による好業績を評価してしまうことを避けるためである。

そしてさらに、6 年間の営業利益成長率およびその分散によって足きりを行う。今回は相対評価であるため、全体の評価をゆがめる異常値を除く必要があるからである。なお、スクリーニングは業界特性を考慮するため、すべて日経分類を参考に分類した 33 業種ごとにおこなっている。以上の結果 102 社足きりされ、185 社がスクリーニング対象となった。

#### 第一スクリーニング

業界ごとに各社をプロットし、その近似曲線をとる。その近似曲線より上にある企業が、第一スクリーニング突破企業である。ここで 115 社に絞られる。実際の「M-map」は以下である。

さらに、社員が搾取されている企業が残らないように、無形資産の使用効率を示す ROA と、平均勤続年数を用いてスクリーニングの精度を高めた。これにより第一スクリーニング後の投資候補企業は 40 社となった。



### 3.2 第二スクリーニング（帰属意識を高める構図）

第一スクリーニングを突破した 40 社を、定性的な側面から評価していく。ただし、雑誌や新聞などの情報はマスコミという第 3 者が介入しており、偏りがあると考えられるため、企業が直接操作することのできる各社 HP を中心に使用した。2 で説明した公式とスクリーニング方法の具体的な対応は以下のとおりである。

#### a. 思想力

- 理念・歴史の取り扱いが長期的に一貫しているか・・・従業員の平均在職期間 = 1 点  
 ……上層役員の変動が少ないほど、一貫した理念がトップの間で共有・維持しやすいため。母集団 40 社の平均在職が 4.5 年であったため、それが 5 年以上である企業を評価。
- 理念・歴史をどれだけ重視しているか・・・ホームページでの企業方針 PR 力 = 1 点  
 ……理念・行動憲章・歴史・トップメッセージなどの充実度を相対的に評価。
- 理念・歴史の内容の魅力理念が実現されているか = 1 点  
 ……ホームページ上で理念が具体的な行動に落とし込まれているか、またはホームページや雑誌記事により得られた情報から、企業行動と理念の整合性、を評価

#### b. 対話力

- ホームページ内で、理念・トップメッセージ、または独自の項目で社員について触れられているか = 1 点  
 ……社員に関する事項が大きな項目として触れられているほど、社員に対する配慮が強いと考えたため。

「社員」という言葉のサイト内検索 = 100 以上で 2 点、50 以上で 1 点  
 ……社員について言及する回数が多いほど、従業員を経営資源として評価していると考えられる。通常のホームページ内容であれば有価証券等の記述も含め 50 件程度にとどまっているのに対し、ブラザー工業の 401 件、オムロンの 232 件など、社員に関する記述の多い企業は大幅に大きな数字を記録していた。

なお、「従業員」としなかったのは、人に関するサービスを提供している場合に、取引先の従業員に対する記述もカウントされてしまうからである。

以上の点数評価により、表のような格付けに分類した。縦軸を理念、横軸を対話に設定している。評価は、対話力が 3 点の企業を A, 2 点を B, 1 点以下を C とおいた。理念力は A ~ D の順に 3 ~ 0 点で格付けしている。

### 投資候補先最終格付け

#### 対話力

	A(3点)	B(2点)	C(1点以下)
思想力	A (3点)	王子製紙(株) (株)ブレナス	スタンレー電気(株) (株)レオパレス二十一
	B (2点)	(株)アーク (株)野村総合研究所 クラリオン(株)	岩谷産業(株) 日産自動車(株)
	C (1点)	信越化学工業(株) JFEスチール(株) エア・ウォーター(株) HOYA(株) 日立建機(株)	クリナップ(株) JSR(株) (株)カネカ アルパイン(株)
	D (0点)	(株)日立情報システムズ 豊田通商(株)	住友重機械工業(株) 日鐵商事(株) 富士通サポートアンドサー

注) 日清医療食品は非上場親会社の HP も含めて評価している。

以上の結果から、網掛けをした AA, AB, BA の 3 カテゴリに属する計 13 社を投資対象に選定した。バンダイナムコホールディングスは、スクリーニング時の財務データが合併前のものであるが、合併後もそのモチベーション構造は変化していないと判断したため、投資対象とした。

## 第4章 投資銘柄研究

### 4.1 研究結果その1 思想×対話の4タイプ

13社の制度や理念、歴史を調査した結果、明らかになった思想力、対話力の内容は以下の4つの傾向に分類できた。HP中心に点数化したにもかかわらず、格付けが高いほど、思想力×対話力の内容が具体的に得られた。

図表7 思想×対話の4タイプ



タイプIの比較的規模の小さい企業は、事業内容に関連したわかりやすい理念で企業側からの浸透力の強い対話を行っている。例えば、プレナスは「食のリーディングカンパニー」を掲げ、社長を囲む昼食会を行っている。これは、企業の歴史が浅く、初期の事業領域内での成長が見込みやすい段階にあるので、より組織として一体化し、社員の力を集中して発揮していくことが必要となるからと考えられる。

タイプIIは社会性の強い理念をもとに、経営者+社員10数名のホームルーム形式で双方向の対話をしているところが多い。オムロンは「企業は公器である」を理念とし、会長と社員の「DNAサロン」、社長と社員の「SAKUTA's Free Talk」といった双方向のコミュニケーション機会がある。

タイプIIIは、世の中に新しいものをだそう、という創造志向の強い理念をかがげ、社員間も含めたより密な対話が行われている。これは、創造的な活動のためにはアイデアが大切であり、より社員一人ひとりの力が重要になってくるからだと考えられる。カシオ計算機では創業以来「創造貢献」を掲げ、「C's Café」という社内ポータルサイトで部門を超えたアイデアの共有・交換を行っている。

タイプ は歴史も古くかなりの規模の企業であるが、経営者が現場を回ることを中心に社員と対話している。ここまでの規模になると、社員と均一な対話機会を設けることは難しいため、トップダウンで社員を束ねる方が有効である。普段接する機会の少ない経営者と接することで社員を鼓舞できるのだ。」Tでは、「トップキャラバン」という経営陣が各部署を定期的に回る制度がある。

#### 4.2 研究結果その2 同族企業の意外な強み

さらなる企業分析で、私たちは意外な事実気がついた。投資対象先の13社中8社が、同族経営の(または最近まで同族経営であった)企業であり、AAランクの企業は4社全てがそれに当てはまるということである。

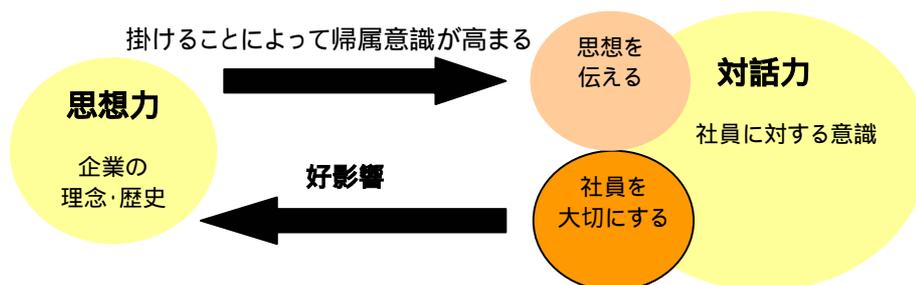
図表8 同族企業一覧

企業名	格付け	内容
ブラザー工業	AA	現会長は創業者のひ孫
オムロン	AA	創業から現会長まで立石家。また、社員に同族は残っている。
味の素	AA	創業から5代同族。利益供与事件後、江頭社長が立て直し。現在は非同族。
カシオ計算機	AA	カシオ4兄弟により創業、現在まで継続。
プレナス	AB	会長は創業者。社長、取締役は父子
阪和興業	BA	現社長の父ら3兄弟が創業
長瀬産業	BA	現在で6代目の同族経営
日清医療食品	BA	親会社の取締役6人が同族。

同族経営と聞くと、オーナー一族の利益を最優先した閉ざされた経営を連想しがちだ。偏った人事評価や経営者による会社の私物化なども起きやすく、出世しにくそうな点で経営者-社員間の温度差が生じ、普通は社員の帰属意識が生じにくいと考えられる。

投資先となった同族企業は、13社の中でもより一層対話を重視している姿勢がうかがえた。同族企業というのは、歴史を重んじ、創業一族が確固たる信念のもとに結束しており、本業にこだわった企業運営を貫こうとする企業が多いため、一貫した強い理念を保ち続けやすく、もともと思想力に秀でている。だからこそ、対話力で弱点を補うことで一見帰属意識の高まりにくい同族企業が最強になる、と考えられる。また、経営者の暴走などともともと思想力に問題がある可能性も、対話力の持つ「社員を意識する姿勢」により歯止めがかかっていると考えられる。既存の強い思想力に、強い対話力を掛けることで、そういった陥りやすい罠を回避し、同族ならではの強みを発揮できる「脱フツアの同族」を成し遂げた企業こそ、社員に強い帰属意識とモチベーションを寄与できる優良企業となったのであろう。

図表9 「脱フツアの同族」企業の仕組み



## 第5章 投資比率の決定

投資の意思決定の締めくくりとして、各銘柄の組み入れ比率を決定しポートフォリオ組む。

投資比率の決定に関しては、通常は最小分散ポ - トフォリオなど過去の株価や収益性をもとに組まれることが多い。だが、今回私たちが提唱している社員のモチベーションに関する事項は、最近注目されてきたものであり、必ずしも過去の株価形成要因とは言えない。また、モチベーションを高める帰属意識の度合いが企業利益の源泉となり、他社との差別化要因となると考えている。従って、先に行った格付けや研究をもとに、私たちの考え・期待を反映させて投資するものとする。

まず「理念力×対話力」の積からすると、

AA = 3 × 3 = 9	⇒	それぞれの企業への投資金額比率は 3 : 2 : 2 となる。
AB = 3 × 2 = 6		
BA = 2 × 3 = 6		

だが、私たちは対話力が大切だと考えている。そこで、理念力の格付けの点数を一点ずつ格下げし、以下のように比率を決定した。

AA = 2 × 3 = 6	⇒	それぞれの企業への投資金額比率が 6 : 4 : 3 になるように投資する。
AB = 2 × 2 = 4		
BA = 1 × 3 = 3		

この結果、理想配当金額は以下ようになった。

理想配当金額：AA 566037 円  
AB 377358 円  
BA 283018 円

## 第6章 ストックリーグを終えて

帰属意識という研究テーマにたどり着いたのは、10月半ばである。加賀谷先生からもっと夢のあるテーマがほしいと言われ、チームで捻り出したのだった。自分たちのファンドが本当に日本にやる気と活気を与えられるのかという不安を常にかかえてのスタートだった。研究を進めていく中、世の中にモチベーションという意識が確かに高まっていると感ずることができたのはうれしかった。

大きな転機は12月半ばだった。野村総合研究所から刊行された「2010年の日本の経営」が、私たちの研究内容と非常に近いものだったということだ。大きな自信になったと同時に、これを超えるオリジナリティを持った研究を行わなければならないというプレッシャーにも悩まされた。

結論からいうと、必ずしも満足のいく出来とは言えないだろう。反省点は大きく二つだ。まず、企業のモチベーションの高低を測定可能な変数に置き換えることの難しさだった。モチベーションを上げる要因を、金銭的要因と非金銭的要因に分けることで解決したがもっと正確な方法があったかもしれない。次に、リスクの定量化についてだ。今回のファンドは過去の財務内容でのスクリーニングをあまり行っていない。結果、過去の収益率が必ずしも安定していなかった。ファンドでは私たちの期待をそのまま投資比率に反映させたが、帰属意識が低下する原因をリスクとして定量化することで、分散投資としてのより優れたポートフォリオを組めた可能性がある。

社員の帰属意識低下が今後の日本にどう作用するかはわからない。しかし、確固たる理念・ビジョンを持ち、心の底から感動させるような求心力のある企業が、社員達の心をつかんで離

さないのは間違いない。

私たちは「高帰属企業」の「共想源泉」に投資する。経営陣と社員とが共に想いあい、理念やビジョンを共有することが、やる気や活気を失ってしまった日本をよみがえらせるきっかけになればうれしい。