

変化の激しい時代だからこそ、 一人一人の豊かな人生の 実現という原点に立ち戻る

公益社団法人日本証券アナリスト
協会専務理事

神津多可思氏に聞く

公益社団法人日本証券アナリスト協会専務理事の神津多可思氏は、日本銀行政策委員会室審議役、同金融機構局審議役、株式会社リコー執行役員・リコー経済社会研究所所長などを歴任され、マクロ金融経済、金融機関経営、企業の人材教育や情報開示にも精通されている。そこで、名目GDPが世界4位に下落した日本経済の認識、SDGsなどの世界的な潮流と日本企業が考えるべきこと、人的資本経営の意義、AIの影響、地方創生のあり方、日本証券アナリスト協会の今後の課題、「資産運用立国」の意味、金融機関に期待される役割など、さまざまな観点について伺った。

名目GDPが世界4位に 下落したこの見方

村上 2023年の日本の名目GDPが世界4位に転落したというニュースが注目されています。また、生産性もなかなか伸びず、OECD加盟国の中で下位に甘んじています。これらについて、どう捉えられていますか。

神津 今の日本経済がいろいろな問題を抱えていることは否定できないのですが、やや誇張されています。国際比較における日本の生産性の伸びや成長力の評価は、実態よりも過度に低くなっていると考えています。例えば、日本は世界の中でいち早く高齢化が進展し、人口減少に突入した先進国ですが、移民を含めるとまだ人口が増えている国と比較して、日本の方が弱いと評価することには違和感があります。また、近年日本は随分変化してきました。雇用形態をみても、かなり変わってきています。決済システムも急速に高度化し、以前であれば銀行の支店窓口で並びましたが、今や自宅のパソコンやスマホを使って簡単にできるようになっています。つまり、新興国を含む他国との比較にお



Interviewer
京都総研コンサルティング
執行役員エグゼクティブフェロー
村上 憲司

いては、統計には表れない要素を十分考慮する必要がありと考えています。

日本企業の課題と対応策

村上 日本の産業構造がなかなか変化しないという点については、どうお考えでしょうか。

神津 本質的には、一人一人がもっと元気に充実感を持って活動できるようにする必要がありますと思います。そのためには、「自分が成し遂げた」と思えるような仕事広がっていくことが重要です。身近な例で言えば、白熱電灯や白黒



のブラウン管テレビからLEDやインターネットと接続した薄型のカラーTVに変化したように、お客様に喜ばれる分野は急速に変化しています。お客様がいない分野からいる分野に仕事をシフトしなければならぬのですが、そのスピードが遅いのです。どうしてこの仕事を続けなければならないのか、という部分が残っているから日本経済に元気が出ないのではないのでしょうか。働いていることへの充実感を持てる分野に資本や労働が速やかに集中していくことで、結果として成長率が高くなっていくのだと思います。ですから、この本質的な議論はもっと真剣に取り組んで解決していくべき問題だと考えています。

村上 しかし、経営者の方も漫然と経営していたわけではないと思います。

神津 自社が提供している製品やサービスが、本当にお客様に喜ばれるようなものに変化できているか、ということの確認が大事だと思います。平成の時代には、「こんないいものを作っているのに、なぜ売れないのだろう」といった言葉を耳にしましたが、供給側の論理が需要側の論理を追い越していたのだと思います。自分たちがこれまでやってきたことをいかに改良するかという方向に意識が向かっていて、お客様の趣向が変われば、それに合わせて速やかにビジネスを組み立て直す、という方向ではなかったのだと思います。

村上 最近のSDGsやESGの流れについては、外圧に押されてやむを得ず対応を迫られている景色にも見えます。仕方なく対応するのと、「自分が成し遂げたい」と思っ

では、随分違ってきます。

神津 SDGsやESGについては、外圧によるファクションだという捉え方もできる面があると思います。特に「環境」については、自然に挑戦し克服するというパターンで成長してきた欧米のビジネスモデルと日本は大きく異なります。日本では自然を大事にすることは当然ですし、今回の能登半島地震のように幾度となく大災害が発生していますが、「日本というこの美しい国土に住んで、四季を味わいながら大きな恩恵を受けているけれど、時々大きな災害が起ころ」と思っ

て生きていくわけです。誰も自然を否定せず、受け入れているのです。ですから、KPI（重要達成度指標）を設定して達成するといった形式要件は輸入したのですが、もともと欧米よりも自然に寄り添った社会に生きていくと思っ

しかし、「ガバナンス」と「ダイバーシティ」に関しては、日本が異質だったことは事実だと思います。当初問題になったのは「ガバナンス」でした。上場企業は、株主が企業を統治するというメカニズムがきちんとワークしてきませんでした。でも、この10年で大きく改善しました。「ダイバーシティ」についても、日本は、なおさまざまな問題を解決しないとイケません。新しく多様な感受性を持った人が多様なかたちで社会に貢献できるようなメカニズムを作ろうという動きは、もっと意識的に進めた方が良いと思います。

したがって、SDGsやESGが、全部が外圧だとは思いませんし、新たな気付きを与えてくれますので、外圧だから悪いものだとも思

ません。周囲がそうだからということではなく、どのように工夫して導入すれば企業や社会が真に良い方向に進むのかを勉強していけば良いと考えています。

人的資本投資の意義

村上 企業というのは人で構成されていますので、人材の活用と育成が最も重要だと考えられます。最近では、人的資本経営が盛んに議論されていますが、人材育成自体は以前からも重視されてきたことだと思います。何が違うのでしょうか。

神津 日本企業の人材育成は、基本的にOJTで、先輩の背中を見ながら勉強するという方法が色濃く残っていたのですが、その方法は難しくなってきたと思います。その背景には、働き手が減っているということもありますが、お客様が喜んでくれる製品やサービスが急速に変化しているからです。つまり、組織全体として方向転換を迫られる度合いが強くなってきているのです。そういう社会においては、やはり「リスキリング」(Reskilling)と呼ばれる学び直しなど、今必要とされる知識や技術を身に付ける機会の提供は、従来以上に大事になっているのです。

お客様が求めている分野に経営資源を投入していくことによって、企業の業績は改善するし、その企業で働く人のやる気が高まり、結果として従業員のエンゲージメント(個人と組織の成長の方向性が連動し、相互に貢献し合う関係)が高まるのだと思います。このエンゲージメントという発想は、おそらく日本から出たもので

はないと考えています。日本では、「人の和」という考え方のなかにエンゲージメントの概念も包含されていたのだと思います。グローバルな金融危機の後、欧米で、従業員のやる気が強い企業ほど良いパフォーマンスを示したといわれています。このため、エンゲージメントの最大化を目指すことが、現在の経営のスタンダード、新しいトレンドだと思います。

例えば、社会貢献したいと思つて社会に出る若者が多数いますが、彼らのその気持ちに応えられるような組織運営をしなければ若者は集まりません。そうすると、組織の次世代を担う人がいなくなりますので、組織全体が衰退して行かざるを得ないのです。

高まるマーケティングの重要性

村上 お客様の求める製品やサービスの変化は、どのようにすれば捉えることができるのでしょうか。

神津 その話は、マーケティングそのものなのです。日本は、どぶ板営業のようなものはありましたが、マーケティングを最重視してきた経済とは言えないのではないのでしょうか。古くはPOS(販売時点情報管理)システム、現在ではSNSを含めたビッグデータを収集・分析し、どういう人がいつ何を買ったかなどの顧客の消費状態を詳細に把握することができます。ただ、この情報の海の中から、本当に大事なことをすくい上げることは、実は非常に大変なことなのです。デジタル人材が不足しているといわれているのは、そのためです。

大量のデジタル情報のプールを分析し、意味のある結論を見つける方法が今日のマーケティングです。マーケティングを駆使し、お客様が本当に求めているものを鋭敏な感覚で探し求め続ける企業が、成長し続けるのだと思います。別の観点から見ると、高度成長期は、欧米先進国という自分たちの先を走っている経済社会がありましたので、そこで起こっていることを見れば日本で起こることも予想できました。工夫を加えてもつと安くて良い製品を多く作れば、そのマーケットに参入できたのです。このビジネスモデルは、所得水準が上がると売れるようになる製品を、先行する欧米先進国を学習して見出すというものです。しかし、1980年代後半に欧米先進国に追いつく過程が終了してしまった瞬間から、お客様から本当に喜ばれる製品やサービスが分からなくなってきたのだと思います。ですから、マーケティングは非常に大事になってきます。

ビジネスの展開とマーケティング

村上 現時点のビジネスとマーケティングによる転換との関係はどのように整理されますか。

神津 今の仕事には将来性がないからといって、ポツンと離れたところにある全く異なる分野に手を出してもうまくいきません。今キャッシュフローを生んでいる分野には、必ずキャッシュフローを生み出す要素(技術、ノウハウなど)が存在していますので、その要素に気づくことがまず大事です。そのうえで、マーケティングなどを駆使して、それらの要素を活用すること



神津 多可思 (こうづ たかし)

1956年神奈川県横浜市生まれ。東京大学経済学部卒業、埼玉大学博士(経済学)。日本証券アナリスト協会認定アナリスト。1980年日本銀行入行。営業局市場課長、調査統計局経済調査課長、審査局審査課長、金融機構局審議役(国際関係)等を経て、2010年リコー経済社会研究所主席研究員。その後、(株)リコー執行役員・リコー経済社会研究所長、同リスクマネジメント・内部統制・法務担当等を経て、2021年公益社団法人日本証券アナリスト協会専務理事、現在に至る。関西大学ソシオネットワーク戦略機構非常勤研究員。オーストラリア国立大学日豪研究センター客員研究員。主な著書に「デフレ論」の誤謬(2018年)、「日本経済 成長志向の誤謬」(2022年)、いずれも日本経済新聞出版社。

で発展しそうな新たな分野を探し求め、方向転換していくことが求められています。

高度なマーケティング、つまり大量のデータを整理・分析したうえで、その結果をうまく経営判断に結び付けるといふ点は、実践しながら慣れていくしかないと思います。我々の世代も、最初は Word や Excel が全然使えませんでした。が、今やそれらを使えない人は少ないでしょう。英語の仕事は英語のできる人に押しつけて、日本語だけの仕事をするのではなく、片言でも良いたとグローバル化できないのと同じで、最初は大変かもしれませんがビッグデータの分析やデータサイエンティストの分析を見て判断することになっていくのがスタンダードな経営手法になっていくのだと思います。若い人は、生まれた時からインターネットやスマホがある世代です。そうした若い人に手伝ってもらわないとデジタル化が進む社会に適合しながら組織を変

化させることはできません。だからこそ、若い人が、やる気を出してくれる組織にしていくことが大事ではないかと思えます。

日本証券アナリスト協会の課題と金融機関の役割の変化

村上 今後の貴協会や金融機関にとつて、どのような点が課題になるとお考えでしょうか。

神津 非公開情報も含めて企業の価値を見出し、負債(貸出)というかたちで与信するビジネスの銀行とは異なり、証券アナリストは、上場企業の公開情報を使って企業価値や企業が発行する金融商品の価格について見解を出します。最近

は、中小企業も含めて公開情報が増えてきていますので、当然、企業価値や企業が発行する金融商品の評価方法を修正していく必要があります。また、最近公開されるようになってきたSDGs 関連情報を、その企業の価値や金融商

品の価値にどのように有機的に結び付けていくかという点も課題です。例えば、環境についても、環境に良いことをする企業が、そのために配当が減るとか、従業員に厳しい雇用条件を求めざるを得ないといった話になると、どのように考えるべきなのか、と悩みます。つまり、株主が、長い目でみれば環境問題に取り

組む方がリターンが大きくなる、と判断するかどうかということです。逆に、マーケット全体で環境問題への取り組みが大事だという流れのなかで、取り残されている企業の評価を下げる、というパターンもあるでしょう。いずれにせよ、今年、日本企業の環境に関する開示基準が出されますので、開示される情報をどのように評価に結び付けるかということは当面の重要な課題になると思います。また、人的資本投資に関する開示も始まっていますので、それがどのように企業価値に影響するのかについては、実績を重ねながら手法を充実させていくことになりま

す。また、最近、「資産運用立国」という言葉をよく耳にします。人生100年時代も現実味を帯びてきていますが、我々は、最後の10年は介護などが必要になり結構大変だということを実際に経験してきています。両親をケアしながら、自分たちも充実した人生を送るためにはどのような資産形成をすれば良いのか、と若い人たちは考えているのではないのでしょうか。そういった若い人たちに対して、用途に合わせて、どの程度のスピードでどの程度の金額の資産形成をすれば良いのかについて、金融機関は的確にアドバイスできるようにする必要があります。預金をお願いしますとか、新しい金融商品を薦めるといふのは、供給側の論理で、お客様側の論理ではありません。お客様のゴールに合った商品を紹介できる能力というのが、最も求められることだと思います。お客様の求めるゴールに向けた資産形成を促し、その資金が正しいところ、つまり日本経済を元気にするところに資金



が流れるようにすることが、結局はお客様のライフプランを実現することになるのです。金融機関としても、そういう一連のプロセスに深く関与することが社会貢献になるはずです。そういうことが真の「資産運用立国」になるということだと思えます。

協会としてもそういう問題意識から、新たに「資産形成コンサルタント」資格というものを今年から始めることにしています。従来の証券アナリストの資格試験は、アセットマネジメントや証券分析に従事する専門家を育てていくための資格ですので、かなり難しいのですが、「資産形成コンサルタント」資格試験は、お客様に寄り添ったライフプランや資産形成のアドバイスができるようになるためのものです。フィナンシャルプランナーなどの資格を既にお持ちの

方はもちろんのこと、入社して間もない方でも挑戦できるようにしています。お客様のニーズに対し、的確にアドバイスできる方が、1人でも2人でも増えると、これからの日本のためになるのではないかと思います。

村上 企業にとってみると、どのような対応が必要になるでしょうか。

神津 中小企業にとってみると、会社の資産形成について相談する相手は、金融機関や税理士などになります。そのときの理屈はポートフォリオ理論になるわけですが、中小企業経営者の方全員がポートフォリオ理論を熟知することは現実的ではありません。相談相手がしっかりとした金融知識を持って、相手が理解しやすいよう説明する能力を持っていることが大事です。

他方、上場企業については、日本社会においては、上場することの重みについて、それほど真剣に議論してこなかった気がします。明日は紙くずになってしまうかもしれないような紙切れを、見ず知らずの人に渡してお金を預かるということが、上場した企業とその紙切れを持った人（株主）との関係です。なので、その株主が分かるようなディスクロージャーが必要になりますし、株主とのコミュニケーションが大事になるわけです。そういう株主のなかには、アクティビストと呼ばれています。企業経営そのものに意見を言う人が増えてきています。その人たちと建設的なコミュニケーションを実現するためには、企業側でも、相手が何を材料に、何を言ってきたのかを正しく理解できることがとても大事です。そうしたことを実現するために、社内にしつかりとした金融や財務

の知識を持っている人材を確保しておくことが非常に大事になってきます。

AIがもたらす影響

村上 生成AIが話題になっていますが、生成AIが社会に与える影響はどのようなものだとお考えでしょうか。例えば、証券アナリストの業務も大部分をAIで処理できるようになるのでしょうか。

神津 AIそのものは、既に多くの分野で実装されています。私たちはAIが社会を変える過程を経験しているのです。例えば、ビッグデータの分析においても、AIなくして今のレベルには達しません。電卓が出てきたので算盤は使わなくなっただけで、計算自体は無くならないのと一緒で、AIが出てきたからといって、企業の分析業務は、分析のプロセスをより充実させるということはあっても、分析をしなくて良いということにはなりません。特に、生成AIについては、思考の論理が分からないので、真偽の判断を自身でしないといけませんし、その判断は将来ますます重要になってきます。今後は、新NISAを通じて個別株で投資する人も出てくるでしょうし、インターネット証券での売買も増えてくることを考えると、その人たちが必要とする情報をしっかり供給するためには、今アナリストの数では十分ではないと思います。AIを駆使して、上場企業のカバレッジや評価の密度を上げていく必要があるという意味で、AIの利用はポジティブに捉えています。

AIに限らず大きな技術革新の都度起こって



きたのは、それまで役に立つと思われていた能力が、役に立たなくなることです。算盤が電卓の登場により不要になってきたようなことが繰り返し起こっています。そこでは必ず摩擦が生じますので、先ほど話題になったリスキリングなどの教育制度をしつかり整備することが非常に大事になります。もう一つは、有用であったものが有用でなくなるといことは、きれいな仕事ではなく企業の倒産や失業でもあるわけです。人生100年時代で、50歳や60歳でもう仕事はないよとなったら、一体どうすれば良いのでしょうか。そういう場合のセーフティネットも必

要になります。リスキリングとセーフティネットにより、労働市場で新しい仕事を探しやすい状態にしていく必要があると思います。

地方創生は、そこに住む人の 人生の質の向上に立ち戻る

村上 地方の人口減少と高齢化が、非常に速いスピードで進んでいます。地方創生と言われて久しいですが、なかなか効果が出ていないように見受けられます。このまま縮小均衡するしかないのでしょうか。

神津 少子化対策によって人口減少に歯止めがかかれば良いと思いますが、人口が減ることを縮小だと悲観することは、無意味だと思っています。江戸時代以前は、もっと人口が少なくても経済や文化が開花した時代があったわけです。仮に日本の人口が8千万人まで減少しても、欧州の主要な国々とほぼ同じぐらいです。それらの国の人々が人生を楽しんでいないかと言えば、少なくとも外見上は日本人よりも楽しんでるように見えます。ですから、一人一人の人生の質が上がれば、それは拡大均衡なのだと思います。

地方創生というのは、人口が減っても来訪者が増えたり、少人数でも持続可能な社会を形成し、一人一人が幸せな生活を送れるというものではないでしょうか。それぞれの地方にある自然や今の産業構造などを前提として、もっとお金を投入しないといけないとか、もっと人を増やさなければ、といった発想をいったん取り払って設計し直すと、元気な地方になっていくのではないのでしょうか。

村上 最後に読者にお伝えしたいことがあればお願いします。

神津 冒頭のGDPの話ともつながりますが、この30年間、これほど激変する経営環境のなかで、今なお持続的な経営を実現されている企業というのは、むしろ大成功なのだと思います。ただ、これからの30年間は、これまでよりも緩やかに変化するのかなと言えば、決してそうではないと思います。そうしたなかで、企業が目指す将来の姿によって、さまざまな選択肢があります。例えば、宮大工さんは、神社仏閣が今後大幅に増えることは想定できないなか、持続可能な均衡点を見出そうとしているのだと思います。また、日本の人口は減っていますが、世界の人口は増え続けていますので、そこに活路を見出すことも可能です。ただ、その実現は自分だけでは困難ですので、金融機関や商社などに相談しながら進める必要があります。グローバルに展開している企業は、競争に勝ち続けるためにイノベーションを創造し続ける必要があります。さまざまな経営戦略があるなかで、どのパターンを選択するかを考え、金融機関などに積極的に相談すると良いと思います。相談される側も、的確なアドバイスや支援を通じてお客様が求める姿を実現することにより社会貢献ができます。そういう良い循環を促進することが、一人一人が元気で充実している社会の実現につながるのではないかと思います。

村上 本日は、日本が抱えるさまざまな課題について、論理的な分析と、明確な方向性を具体的にお話いただき、とても有益でした。誠にありがとうございました。