



## 慶應義塾大学ビジネス・スクール

# スパークス・グループ株式会社：

## プロフェッショナルファームの創業とマネジメント

スパークス・グループ株式会社（以下スパークス）は、投資家から資金を預かり、有価証券や実物資産へ投資し、運用する資産運用（アセットマネジメント）事業を営む独立系の東証一部上場企業である。

1989年に阿部修平が創業し、2020年3月の営業収益（非金融業では売上高に相当）は125億円、運用資産残高（AUM = assets under management）は1兆1,241億円、ROA（当期純利益 ÷ 総資産）は6.8%、営業利益率は35.9%に及ぶ。

金融持ち株会社であるスパークス・グループの傘下には、有価証券等への投資運用や投資助言・代理業を営むスパークス・アセット・マネジメント、不動産ファンドを運営するスパークスアセット・トラスト & マネジメント、ベンチャーファンドを運営するスパークス・AI& テクノロジーズ・インベストメント、再生可能エネルギーの事業運営を行うスパークス・グリーンエナジー & テクノロジーを有している。また、海外には韓国、香港に現地法人を置いており、それぞれの地域の株式に対する投資運用サービスも提供している。

グループ連結ベースの従業員数は、2020年3月時点で169人である。

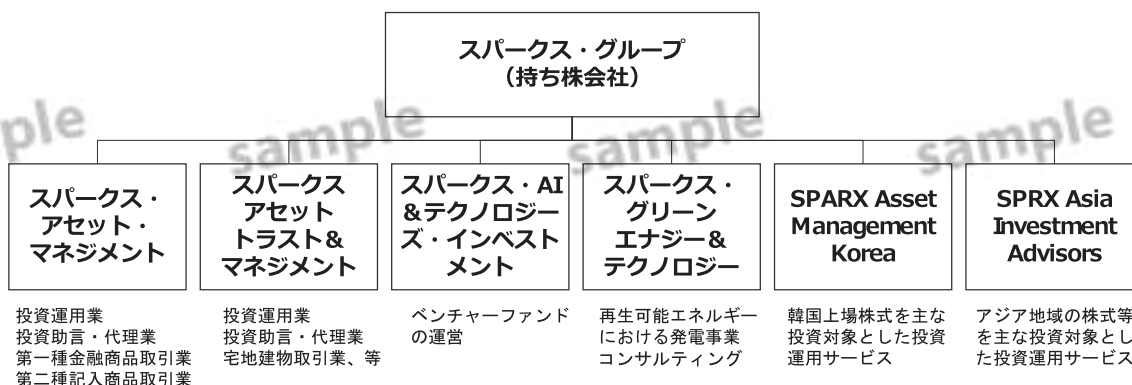
---

このケースは、クラス討論の基礎資料として慶應義塾大学ビジネス・スクール 清水勝彦教授の監修のもとM42 乾靖志、祁仲康、近藤優、山岡悠弥が作成したものであり、経営上の適切もしくは不適な状況を例示しようとするものではない。

本ケースは慶應義塾大学ビジネス・スクールが出版するものであり、複製等についての問い合わせ先は慶應義塾大学ビジネス・スクール（〒223-8526 神奈川県横浜市港北区日吉4丁目1番1号、電話 045-564-2444、e-mail: case@kbs.keio.ac.jp）。慶應義塾大学ビジネス・スクールの許可を得ずに、いかなる部分の複製、検索システムへの取り込み、スプレッドシートでの利用、またいかなる方法（電子的、機会的、写真複写、録音・録画、その他種類を問わない）による伝送も、これを禁ずる。

Copyright © 清水勝彦、乾靖志、祁仲康、近藤優、山岡悠弥（2021年10月作成）

図 1 スパークス・グループ



10      スパークスの顧客は、2019年5月の運用資産残高ベースで見ると、機関投資家が過半を超えており、国内の機関投資家は27%、海外の機関投資家は40%を占めている。そして、リテールの顧客（投資信託などを購入する国内の個人投資家）は28%、国内の公的・私的年金が5%となっている。

15      一方、投資の対象地域は、現時点では殆どが日本であり、一部アジアとなっている。投資対象は、上場株式が70%を占める一方、不動産や再生可能エネルギー発電事業などの実物資産やシードからレイターステージの未公開株に対する投資が27%あり、リーマンショック以降、投資対象の多様化を進めている。

20      スパークスは、創業以来、徹底した現場リサーチを重視する「ボトムアップ・アプローチ」に基づく投資を行い、アップダウンはあるものの中長期にわたり高いパフォーマンスを実現している。ボトムアップ・アプローチとは、「マクロはミクロの集積である」という阿部の投資哲学に基づき、投資対象に対する現場リサーチを重視して投資を行う手法である。企業に対する調査は、年間約3,300回以上に及び、アナリストが企業と直接対面して情報収集し、現場のひとつひとつの情報から複数のアナリストとの議論を通じて企業の実態価値を見極め、投資銘柄の選択を行う。

阿部は、スパークスが高いパフォーマンスを実現し続ける理由について、次のように話している。

25      ボトムアップ・アプローチと他社も言うが、結局はどこまで徹底してできるかが重要である。今まで30年間スパークスを経営してきたが、全員がパフォーマンスを出しており、これでいいんだという確信がある。

30      「世界で最も信頼、尊敬されるインベストメントカンパニー」を目指してスパークスを創業した阿部は、日本のバブルの崩壊、世界的な金融危機など数々の修羅場を乗り越え一代で日本を代表する資産運用会社を築いてきた。一方、2021年で67歳を迎えることもあり、様々な課題があることもわかっている。企業規模が拡大するだけでなくより新しい取り組みにも力を入れていく中で人材の多様性と自らが作り上

げた組織の価値観のバランスをどのようにとればいいのか。他社に負けない実績を上げているにもかかわらず株価は思ったより上がらず、運用資産残高も今一つ伸び悩んでおり、自ら海外を飛び回って資金を集めることも難しくなっている中でどのような施策を考えたらいいのか。日本にはまだまだ多くのビジネスチャンスがあり、さらに新規事業にも投資していく必要があると思うが、現段階でそのほとんどは阿部が先導しており、社員にももっと貪欲に考えて提案して欲しいと思う。後継者も含め、今後のスパークスのかじ取りについて思いを巡らす毎日である。

## 資産運用業界

### 資産運用業（アセットマネジメント業）とは

「投資運用業者」は次のように定義される。

金融商品取引業は従来の証券業や投資信託委託業等の幅広い概念を含むが、そのうち、資産運用の関係の業について、金商法にもとづき登録した業者のこと。投資運用業は、以下の行為を業務として行う。

- ① 投資信託の運用委託契約その他投資一任契約に基づいて、有価証券又はデリバティブ取引に投資し、金銭その他の財産の運用を行う業務。
- ② 投資信託の運用として有価証券又はデリバティブ取引に投資し、金銭その他の財産の運用を行う業務。
- ③ ファンド等の運用として有価証券又はデリバティブ取引に投資し、金銭その他の財産の運用を行う業務。

日本投資顧問業協会（[jiaa.or.jp](http://jiaa.or.jp)）によると、資産運用業には、投資運用業と投資助言・代理業があるとされる。

投資運用業には、契約に基づいて投資者から投資判断や投資に必要な権限を委任されて投資を行う「投資一任業務」と、ベンチャー企業育成や事業会社の再生などを目的に組成したファンドの財産を有価証券などに投資して運用する「ファンド運用業務」などがある。

投資信託業（[toushin.or.jp](http://toushin.or.jp)）においては、投資信託を「投資家から集めたお金をひとつの大きな資金としてまとめ、運用の専門家が株式や債券などに投資・運用する商品で、その運用成果が投資家それぞれの投資額に応じて分配される仕組みの金融商品」としている。

投資助言・代理業には、契約に基づいて有価証券など金融商品への投資判断について顧客に助言する「投資助言業務」と、顧客と投資運用業者との投資一任契約や投資助言業者との投資顧問（助言）契約の締結に関する代理・媒介を行う「代理・媒介業務」がある。

日本で資産運用事業を行うためには、金融商品取引法に基づいて金融庁に投資運用業、または投

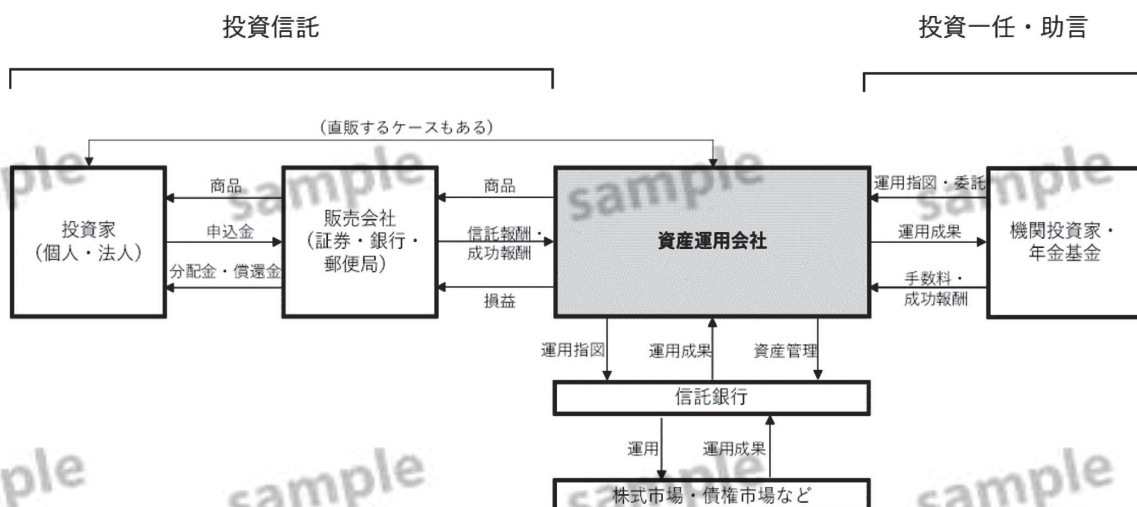
資助言代理業の登録を行う必要がある。また、金融庁の監督指針により、経営管理や業務内容の適切性などについて非常に細かく規定されていることが特徴である。

表 1：資産運用業の概要<sup>[1]</sup>

登録	業務内容	概要
投資運用業	投資一任業務	投資家から投資判断や投資に必要な権限を委任され投資、運用する。
	投資信託委託業務	投資信託委託会社としての投資信託を運用する。
	ファンド運用業務	ベンチャー企業への投資や再生等を目的として組成されたファンドの資産を主に有価証券等への投資、運用する
投資助言・代理業	投資助言業務	有価証券など金融商品への投資判断について投資家へ助言する。投資判断は投資家が行う
	代理・媒介業務	投資一任契約や助言契約の締結に関して代理・媒介を行う

資産運用会社は、主に機関投資家や個人投資家から集めた資金をファンドマネージャーが運用し、その成果を投資家に還元することが業務の中心となる。個人投資家からの募集は投資信託を証券会社や銀行などの販売会社が行うことが多く、これによって資産運用会社は、資産の運用に専念することができる。

図 2 資産運用業界のプレイヤー関係図



[1] 投資運用業等 登録手続ガイドブック (金融庁)



資産運用会社の営業収益の内訳は、委託者報酬、投資顧問料、その他の営業収益から構成される。委託者報酬は、投資信託委託という形で預かった資産を運用し受け取る運用管理報酬であり、投資顧問料は、機関投資家等からの投資判断・運用の委託に関して受け取る報酬および投資助言からの報酬である（いずれも、顧客から預かる運用資産の一定割合を受けとる残高報酬と成功報酬とからなる）。スパークスの場合 2020 年 3 月におけるそれぞれの構成比は、委託者報酬が 40.8%、投資顧問料は 53.4%、その他営業収益は 0.9% を占めている。残高報酬が 85.9%、成功報酬が 13.2% その他の収益が 0.9% であった。

### 日本の資産運用業界規模

日本投資顧問業協会の統計によると、国内運用会員による投資運用業（投資一任業務と投資助言業務の合算）の契約資産は、2020 年 3 月末時点で 337 兆 4,207 億円であった。契約金額については、投資一任業務によるものが大半を占める状況が続いており、近年は株式市況の回復も追い風となり、全体的な契約金額は増加傾向にある。

さらに、同期の投資信託の純資産合計は 202 兆 6.356 億円であった。この合計は 540 兆円を上回る。

顧客については、スパークスでは海外よりも国内顧客の割合が多く、契約金額全体に占める割合は例年大きな変化は見られない。ただし、投資対象については、国内金利の低下によって減少した債券投資が、国内株式や海外への投資に向かうなどの変化を確認することができる。

大手の資産運用会社は証券、銀行、保険のグループの一部であることが多く、スパークスのような独立系は少数で業界の中では規模が比較的小さい。

2020 年 3 月末時点の投資信託の純資産総額をみると、首位は野村アセットマネジメント、2 位は大和アセットマネジメント、3 位は日興アセットマネジメントとなっている。自社グループでの販売力の強さが証券・銀行系資産運用会社の純資産総額の多さにつながっている。証券、銀行、保険系の手先資産運用会社では、国内外の株式や債券、不動産（REIT）など幅広い運用資産対象を用意している一方で、独立系資産運用会社は国内株式が中心であり、運用ファンドの数も少ない傾向にある。

図3 国内資産運用会社の投資一任契約・投資助言契約の金額推移<sup>[2]</sup>

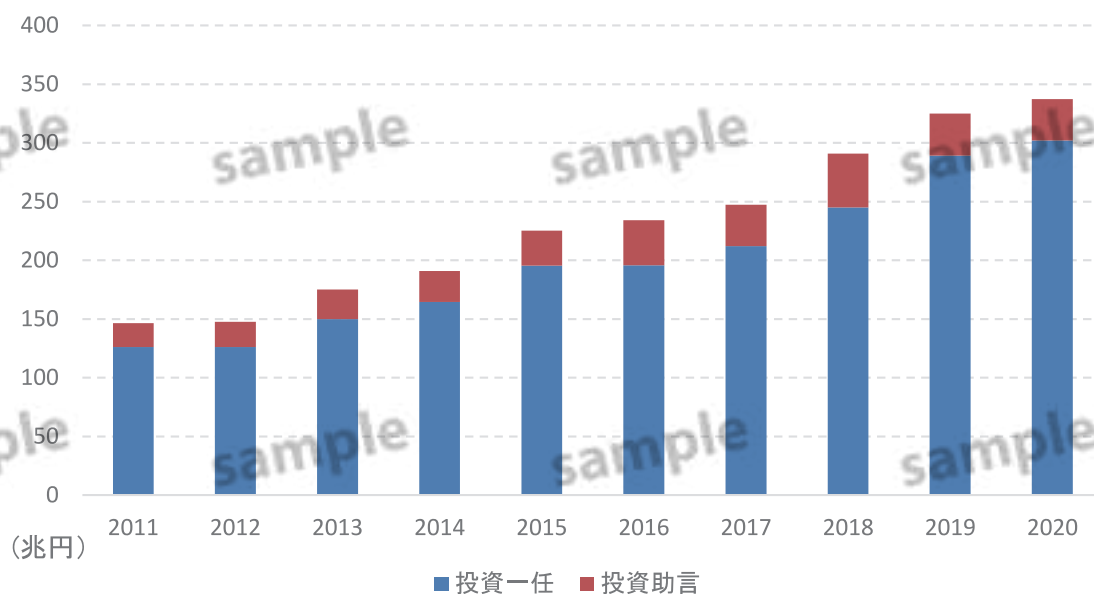
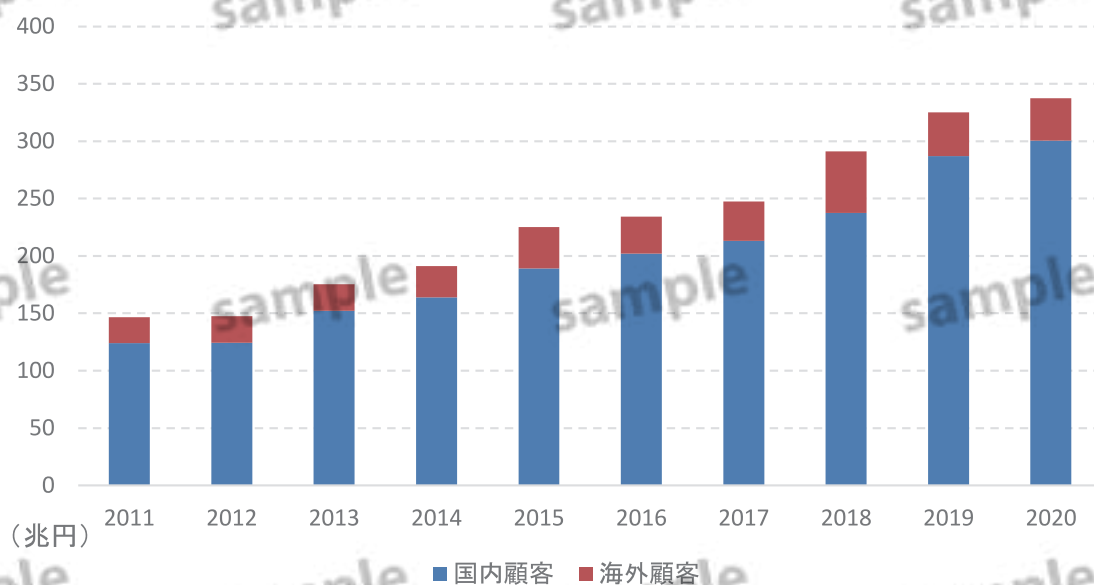
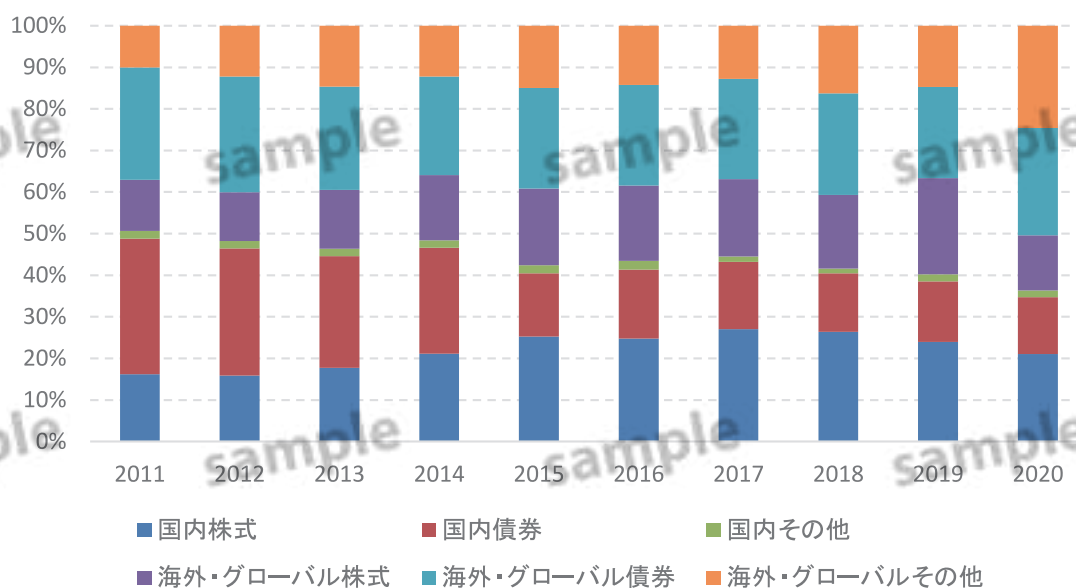


図4 顧客の地域別契約金額の推移



<sup>[2]</sup> 一般社団法人 日本投資顧問業協会統計資料より作成。契約資産残高（AUS）には投資一任契約を対象とした運用資産残高（AUM）に加え、助言契約を含むサービス等、報酬が発生するすべての顧客資産も集計対象に含まれる。投資信託は含まない。

図5 国内資産運用会社の投資対象別の資産割合の推移（投資一任業のみ）<sup>[3]</sup>



### 世界の資産運用業界

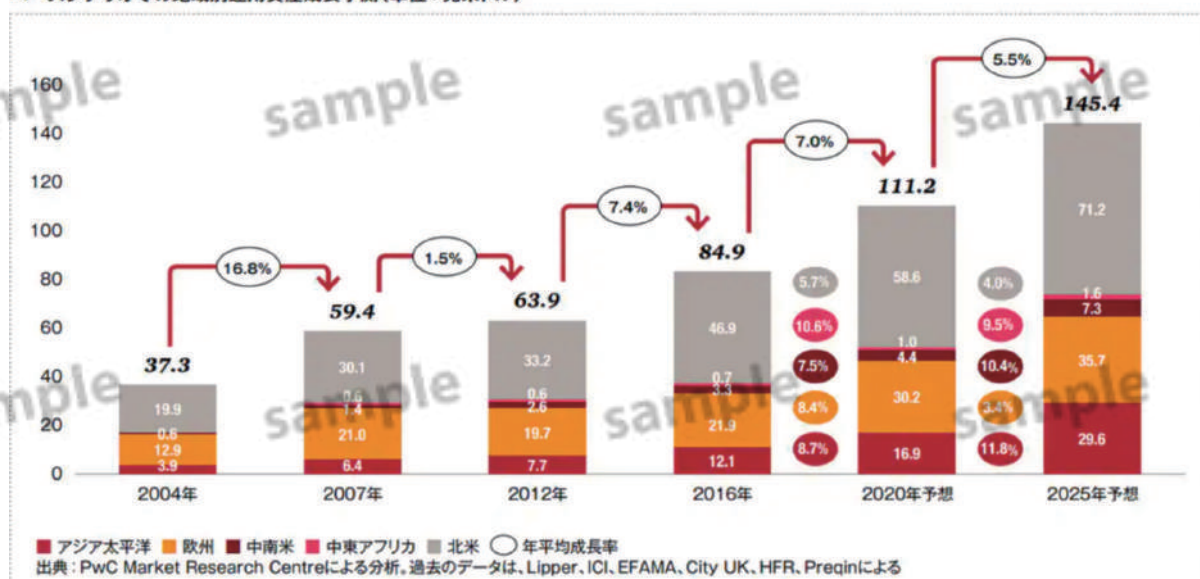
国際投資信託協会（IIFA）によると、世界の公募型投資信託の残高は、2019年6月末時点で約51兆ドル（約5,600兆円）に上る。世界の株式相場によって信託残高は大きく変動するが、趨勢的には拡大傾向が続いている。残高が約23兆ドルと最も大きい米国の動向が全体の規模への影響が大きい。米国では確定拠出年金「401K」を通じた資産形成が一般的であり、相場変動による短期的な増減はあるものの、本格的な人口減にならない限り、残高は緩やかに増加する可能性が高い。

変化率では中国などアジア諸国を中心に運用残高が膨らんでいきそうだ。新興国でも経済の成熟化や高齢化などを背景に資産運用需要が高まっており、中国などで規模の拡大が目立つ。高齢化社会が世界的に広がりつつあり、年金など社会保障だけでまかなうには財政的な限界があり、早晚、新興国でも資産運用が活発になることが見込まれる。

<sup>[3]</sup> 一般社団法人 日本投資顧問業協会統計資料より作成

図 6 世界の地域別運用資産の成長予測（2016 まで実績、2025 年までは予測）<sup>[4]</sup>

ベースシナリオでの地域別運用資産成長予測(単位:兆米ドル)



世界の資産運用業界は、まだ細分型の傾向ではあるが大手企業がシェアを拡大しつつある。運用資産残高ベースで上位 20 社とされる資産運用会社の市場シェアは、2011 年の 38.7% から 2018 年には 42% に拡大した。主要な企業は次の通り。

表 2 世界の資産運用会社トップ 5（2020 年 6 月 30 日時点）<sup>[5]</sup>

順位	企業名	国	総 AUM(10 億ドル)
1 位	BlackRock Inc(ブラックロック)	米国	7,318
2 位	Vanguard Group Inc(バンガード・グループ)	米国	6,100
3 位	UBS Group AG(UBS グループ)	スイス	3,518
4 位	Fidelity Investments(フィデリティ・インベストメンツ)	米国	3,319
5 位	State Street Global Advisors Inc. (ステート・ストリート・グループ・アドバイザーズ)	米国	3,054

<sup>[4]</sup> PwC,2017,「アセットマネジメント 2025」 p7 より抜粋

<sup>[5]</sup> <https://www.advratings.com/biggest-asset-managers>



## 近年の投資信託の状況

投資家たちは運用成果を求めている以上、資産運用会社に資金が集まるか否かについては、運用パフォーマンスが最重要である。

ただし、実績のない投資信託に一気に資金が流入することもある。投資家はその時代において注目している市場や技術などをパッケージにした「テーマ型投資信託」と呼ばれる商品がその代表例である。過去には、BRICs などの新興国に投資する商品や、2021 年現在においては 5G や AI などの最先端技術を取り扱う企業に投資する商品に対して高い人気が集まっている。

投資家に還元される運用成果は、運用パフォーマンスから運用コストを控除したものであるため、必然的に運用コストも重要視される傾向にある。例えば、パッシブ型投資信託（日経平均株価や S&P500 などといった株価指数に連動するよう組成された商品であり、銘柄選択や組み入れ比率などは機械的に設定されるため、投資コストが低いというメリットがある一方、対象株価指数より優れたパフォーマンスを発揮することは期待できない）の運用コストは、安いもので年間およそ 0.1 ～ 0.2% 程度であるが、アクティブ型商品（組み入れ銘柄や売買のタイミングなどについて資産運用会社などの運用者が判断するため、株式市場以上のパフォーマンスを出す可能性がある）は年間 1 ～ 2% 程度のコストがかかる。このコストの差が昨今のパッシブ型投資信託の人気の一要因となっている。

加えて、日本の投資信託販売においては、証券会社や銀行などの販売会社の存在が特徴である。一般的に、資産運用会社は自社と個人投資家間の直接的な接点を持つことは稀である。個人投資家への販売は基本的に販売会社が行うため、投資信託の残高を増すためには、資産運用会社は販売会社、つまり（大手）証券会社との関係を強化することが重要である。

ただし、機関投資家との契約及び販売の場合は、資産運用会社自らが対応することになる。機関投資家との関係構築は、属人的な部分も大きい。機関投資家は、資産運用会社ではなく、所属している優秀なファンドマネージャーや経営者と付き合っている、という意識が強いといわれており、機関投資家からの受託については、資産運用業界における運用実績はもちろん、個人的なつながり、信頼関係も重要である。

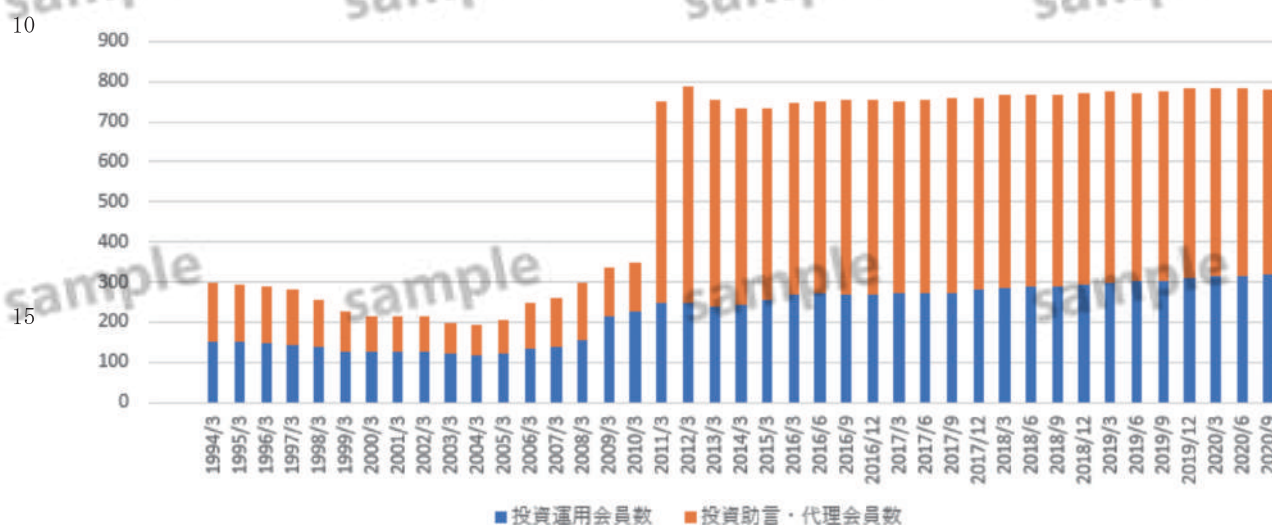
そうした意味で、少数のスターファンドマネージャーによるブティック型の資産運用会社と、投信等を販売する証券会社のバーゲニングパワーを通じて近年よりその重要性を増す IT 投資および情報収集、分析力に規模の効果を発揮する大手資産運用会社が混在するのが現在の状況である。

## 国内の競争環境

資産運用会社として金融庁に登録している企業数は、2020年7月時点では、投資運用業が393社、投資助言・代理業が983社である。

また、投資顧問業協会の会員数の推移を見ると、資産運用業の登録企業が徐々に増加している。一方、投資助言・代理業の登録企業は、2010年に始まったADR制度（裁判外紛争解決制度。苦情処理措置、紛争解決措置を資産運用業にも求めており、当協会への登録がその要件を満たすことになった）によって、それまで登録していなかった小規模企業が登録したため急増している。

図7 投資顧問業会員数推移<sup>[6]</sup>



資産運用会社は、証券系、銀行系、保険系、外資系、独立系、その他に分類できる。

大手は証券、銀行、保険のグループ企業であり、大手と独立系では資産規模、営業収益において大きな差がある。

営業収益では、野村アセットマネジメント、アセットマネジメント One（第一生命、みずほFG傘下）、大和アセットマネジメント、日興アセットマネジメント、三菱国際投信が上位の5社を占めており、グループとしての販売力の強さが影響している。

大手及びスパークスを含む独立系資産運用会社の事業概要は以下のとおりである（表3参照）。

<sup>[6]</sup> 日本投資顧問業協会公表統計資料より作成

表3 大手及び独立系投資運用会社の事業概要<sup>[7]</sup>

	野村アセット マネジメント	アセットマネ ジメントOne	日興アセット マネジメント	大和アセット マネジメント	三菱UFJ 国際投信	スパークス アセットマネ ジメント	さわかみ投信	レオス キャピタル
営業収益（億円）	1,332 <sup>注1</sup>	1,026 <sup>注1</sup>	772 <sup>注1</sup>	701 <sup>注1</sup>	703 <sup>注1</sup>	107 <sup>注1</sup>	26 <sup>注1</sup>	61 <sup>注1</sup>
委託者報酬割合（%）	86.9% <sup>注1</sup>	82.3% <sup>注1</sup>	96.1% <sup>注1</sup>	99.1% <sup>注1</sup>	96.6% <sup>注1</sup>	46.7% <sup>注1</sup>	100.0% <sup>注1</sup>	95.1% <sup>注1</sup>
投資顧問・その他収入割合（%）	13.1% <sup>注1</sup>	17.7% <sup>注1</sup>	3.9% <sup>注1</sup>	0.9% <sup>注1</sup>	3.4% <sup>注1</sup>	53.3% <sup>注1</sup>	0.0% <sup>注1</sup>	4.9% <sup>注1</sup>
営業利益（億円）	305 <sup>注1</sup>	203 <sup>注1</sup>	95 <sup>注1</sup>	145 <sup>注1</sup>	130 <sup>注1</sup>	47 <sup>注1</sup>	13 <sup>注1</sup>	14 <sup>注1</sup>
総資産（億円）	1,205 <sup>注1</sup>	955 <sup>注1</sup>	952 <sup>注1</sup>	545 <sup>注1</sup>	978 <sup>注1</sup>	109 <sup>注1</sup>	42 <sup>注1</sup>	68 <sup>注1</sup>
保有現預金（億円）	26 <sup>注1</sup>	329 <sup>注1</sup>	245 <sup>注1</sup>	27 <sup>注1</sup>	563 <sup>注1</sup>	75 <sup>注1</sup>	23 <sup>注1</sup>	14 <sup>注1</sup>
投資信託残高（億円）	343,000 <sup>注2</sup>	166,000 <sup>注3</sup>	234,000 <sup>注6</sup>	149,000 <sup>注1</sup>	172,000 <sup>注6</sup>	3,630 <sup>注3</sup>	2,942 <sup>注3</sup>	約7,500 <sup>注13</sup>
投資顧問残高（億円）	150,000 <sup>注2</sup>	354,000 <sup>注3</sup>	60,000 <sup>注7</sup>	4,600 <sup>注9</sup>	未公表	7,524 <sup>注11</sup>	未公表	約1,200 <sup>注13</sup>
総運用資産残高（億円）	493,000 <sup>注2</sup>	520,000 <sup>注3</sup>	294,000 <sup>注8</sup>	154,000 <sup>注10</sup>	未公表	11,154 <sup>注12</sup>	未公表	約8,700 <sup>注13</sup>

注1…2020年3月末時点 正会員の財務状況等に関する届出書より  
 注2…2020年3月末時点 野村HDホームページより <https://www.nomuraholdings.com/jp/investor/summary/business/asset.html#b>  
 注3…2020年10月末時点 正会員の財務状況等に関する届出書より  
 注4…2019年3月末時点の総運用資産残高から、2020年10月末時点の投資信託残高を差し引き額推定。  
 注5…2019年3月末時点 アセットマネジメントOne公式ニュースリリースより [http://www.am-one.co.jp/pdf/news/167/190709\\_AMOne\\_REI100\\_1.pdf](http://www.am-one.co.jp/pdf/news/167/190709_AMOne_REI100_1.pdf)  
 注6…2020年11月末時点 正会員の財務状況等に関する届出書より  
 注7…2020年12月末時点の総運用資産残高から、2020年11月末時点の投資信託残高を差し引き額推定。  
 注8…2020年12月末時点 日興アセットマネジメントホームページより <https://www.nikkoam.com/about/fact>  
 注9…2020年3月末時点 投資一任契約と投資助言契約の総資産総額を合算した 正会員の財務状況等に関する届出書より  
 注10…2020年3月末時点の投資信託残高、投資一任契約残高、投資助言契約残高を合算した 正会員の財務状況等に関する届出書より  
 注11…2019年5月末時点の総運用資産残高から、2020年10月末時点の投資信託運用残高を差し引き額推定した  
 注12…2019年5月末時点 スパークスグループ全体の総運用資産残高 スパークス・グループのご案内より  
 注13…2019年3月末時点 レオスキャピタルワークスホームページ記載グラフより推定 <https://www.rheos.jp/corporate/business.html>

### ● 野村アセットマネジメント

野村証券投資信託委託株式会社と野村投資顧問株式会社が1997年に合併し発足。営業収益及びAUM<sup>[8]</sup>が業界内でも最大規模であり、取扱商品数も多岐に渡る。

### ● アセットマネジメント One

DIAMアセットマネジメント、みずほ信託銀行資産運用部門、みずほ投信投資顧問、新光投信が合併し、2016年に現在の形となった。株式だけでなく、不動産投資信託（REIT）にも強みがある。

### ● 日興アセットマネジメント

旧日興証券投資信託委託と旧日興国際投資顧問が合併し、1999年に日興アセットマネジメントが発足。フィンテックやロボテックなど、いわゆるテーマ型と呼ばれる投資信託に人気のものが数多くある。

<sup>[7]</sup> アセットマネジメント One の投資顧問残高が大きいにもかかわらず全体の営業収益が低い。そもそもデータの定義が異なっている、残高報酬の料率が異なる、投資顧問契約において成功報酬を多く設定しているものの、助言や一任運用の成績が芳しくなく、収入を得られていない等が考えられるが詳細は不明である。また、日興アセットマネジメントと大和アセットマネジメントについては運用資産残高に約2倍の差があるにもかかわらず、営業収益はほぼ同程度となっているが、この点についても理由ははっきりしない。金融庁に毎年事業報告書が提出されておりその公衆縦覧も法律により定められているがウェブ上では2021年6月1日現在ほとんど公開していない（大和アセットマネジメントにおいてはビジネスレポートという形で公開している）。SPARXの場合営業収益＝AUM（運用資産残高）×報酬料率。報酬料率（成功報酬の付帯有無）については、公募投信については開示されるが、一任契約や私募投信については非開示となるため、営業収益と運用資産残高から報酬料率を算出（概算）していくのが一般的である。スパークスでは、決算説明資料にて平均報酬料率として開示している。

<sup>[8]</sup> Assets under management（以降、同じ）

- **大和アセットマネジメント**

大和証券投資信託運用会社が2020年に社名変更を行い、現在の社名となった。上場型投資信託も多く取り扱いがある。

5 ● **三菱UFJ国際投信**

三菱UFJ投信と国際投信顧問が2015年に合併。国際投信の強みを生かし、海外株式及び債券に投資する商品を多数取り揃えている。

- **さわかみ投信**

10 1996年設立。長期投資を軸に、主に日本国内の大型株に投資をする「さわかみファンド」を展開。主に個人投資家を対象顧客としており、会社設立当時から「一般生活者の財産づくり」を事業の目的としている。

- **レオス・キャピタルワークス**

15 2003年設立。主に国内・海外の中小型株に投資をする「ひふみ投信」を展開。「投資」と「運用」を同時に行うと公言している。彼らの考える「投資」とは、長期的な成長にかけ、企業にお金を預けることであり、一方「運用」とは、変化するマーケットに応じて売買をすることだとしている。

20 こうした競合に比べスパークスは、投資顧問収入の構成が過半を占めており、その他の資産運用会社では見られない特徴である。スパークスは、創業当初から、海外の機関投資家を中心に事業展開を行っていたことから、現在でも機関投資家の顧客割合が他社と比較して高い。このことが、上記の投資顧問収入が多いという売上構成にも現れている。

25

## 阿部修平とスパークスの歴史

### スパークスの創業への道のり

#### 〈野村総合研究所時代〉

30 1981年、のちにスパークスを創業する阿部は野村総合研究所へ入社する。当時は、1978年の第2次石油危機の後、石油産油国の国際収支が改善し、運用可能な資金が潤沢であった。この海外オイルマネーが、日本株を本格的に見始めており、日本に対する投資ブームが始まっていた。1973年の第1次石油危機以来、殆ど売却超過だった外国人投資家による対日株式投資は、1980年、1981年



に大幅な取得超過に転換している。

投資対象として日本が注目された理由は主に2つある。一つは、1978年末からの第2次石油危機によって、世界経済が深刻なスタグフレーションに見舞われる中、日本は、その影響が比較的軽微であったため、外国人投資家が日本経済の潜在的な成長可能性を評価し始めていたことである。二つ目は、アメリカとイランの緊張や、ソ連によるアフガニスタン侵入などの影響から、円に対する評価が為替市場で高まり、注目されていたことを挙げることできる。<sup>[9]</sup>

海外から日本に対する投資ニーズが高まる一方、野村総研では、外国人投資家のために英語でレポートを書ける人材として英語に堪能な阿部がその役回りを担った。企業調査アナリストとして、日本株の個別企業調査を行い、英語でレポートを作成し、また、外国人投資家との通訳も行った。

1982年、英語のスキルを買われ野村証券グループのニューヨークの Nomura Securities inc. へ出向することになる。

ニューヨークでは、1974年、エリサ法（年金法）が制定され、年金は国債のみでなく、株式による運用も可能になっていたが、1982年には年金が自国や海外の株式を買い始めていた。

「ニューヨークではとても自由にやらせてもらった」と阿部は言う。阿部は、自らの仮説に基づき株のポートフォリオ営業を始め、営業実績を残す。欧米の投資家は、組織とではなく個人を相手に信用し投資を判断する。堪能な英語を使い持論を展開し投資家の信頼を勝ち取る営業のできる阿部は野村では稀有な存在だった。阿部は次のように言う。

アメリカ人の思考モデル、投資の教義を自分なりに理解した。アメリカでは理屈でしか商売できないと思われていたが、アメリカ人も日本人も同じで儲かる提案でないといけないと私は考えた。また、アメリカ人には個別の企業の話をしていてもダメだろうと考えた。そこで、株のポートフォリオ営業を始めた。1年ほど経過して30～50億円規模のセールスがまとめて“ドーン”ときて、1年半～2年目にはNY全店で一番のセールスになった。それまでの野村証券の諸先輩がやっていたアメリカにおける営業という固定概念を壊した。

#### 〈阿部・キャピタル・リサーチの設立〉

1985年、阿部は30歳で野村証券<sup>[10]</sup>を退職し、資本金1ドルでアベ・キャピタル・リサーチをニューヨークで設立する。スイス三大銀行の一つであるUBSのポートフォリオマネージャーであるジョン・ルーク・カラム氏から、ギリシャの資産家のマブロ・マチス氏の資産運用を共同で行う誘いを受けたことが契機だった。しかし、カラム氏は、会社設立の段階でマチス氏との関係が悪化したため、別会社に就職してしまう。阿部は、1人でマブロ・マチス氏の資産運用を始めることになる。阿部は当時を振り返り、次のように語る。

<sup>[9]</sup> 岡崎守男「オイルマネーと日本の証券市場」

<sup>[10]</sup> ニューヨークへ異動する際に野村証券へ出向し、のちに転籍している。

父が事業をやっていたので独立への恐怖はなかった。しかし、野村の組織を出る恐怖はあった。カラムに誘われなかったら独立はしなかっただろう。退職すると言うと、ゴールドマンサックスなど色々な引き合いがあった。この仕事であれば、どこでもやっていけるという根拠のない自信があった。

5

阿部はマブロ・マチス氏を唯一の顧客として、約 30 億円の資産を預かり、割安だった日本の建設株に対して集中投資する。しかし、その後、1985 年のプラザ合意によって、急激なドル安・円高が進み、日銀による引き締めが行われ、株が下がり始める。マブロ・マチス氏は、保有資産の損失拡大に我慢ができず、冷静さを失い、毎日のように竣工後間もないトランプタワーに阿部を呼んで、「大丈夫か？」と問い詰めたという。阿部は、「この人と一緒では自分の将来はない。市場の動きに対して冷静に反応できるプロの投資家の元で働きたい」と考えるようになる。

10

### 〈ソロスファンドでの日々〉

阿部は、意図的に利益を抑え、かつ、不動産などの資産を大量に保有している日本のインフラ産業（鉄道会社など）に目をつける。そして、「日本における企業買収の機会」というレポートを作成し、著名な投資家 10 人に対してレポートを送る。その中で唯一、ジョージ・ソロス氏がそのレポートに対して反応してくれた。

15

阿部がソロス氏に会うと、彼は阿部のレポートを読み込んでおり、2 人で 2 時間近くも投資について話し込んだ。その後、ソロス氏は、クオンタムファンドのオフィススタッフを集め、阿部を指して、「He is our new advisor」と伝えた。阿部は 200 億円近くの資産を運用することになる。

20

ソロス氏の下で働くスタッフの殆どは、1 か月間から半年で退職になるといわれていた。しかし、阿部は約 3 年間に渡ってソロス氏と働くことになる。阿部は、回想する。

私は「私の給料はソロスさんが決めて下さい。」と言った。ウォールストリートでは自分のような人間は珍しかった。それに、ソロスからの難しいアサインでも僕は確実に応えていった。そして、当時、ソロスが日本の市場に対して抱いていた仮説を検証する手段を必死に考えた。ソロスは、僕のことを、“Shu, you are not enough”と言っていたけれど、僕を気に入ってくれていたんだよ。

25

1988 年、阿部は日本株を空売り<sup>[1]</sup>していたが、株価は逆に上昇し、大きな損失を出してしまう。ソロス氏は、阿部に対して、「もう充分だ。もし仕事が必要なら、ロスチャイルドはどうか」と伝える。約 3000 億円の空売りポジションを現金に戻し、阿部はソロス氏のクオンタムファンドとの契約を終了する。

30

阿部は、ソロス氏のクオンタムファンドで働いた日々を振り返り、次のように言っている。

<sup>[1]</sup> 有価証券を持たずに他から借りて有価証券を売る行為。株価が下落すると予想し、借りた有価証券をいったん売り、値下がりした時点で買い戻し、借りた有価証券を返す。この時の差額が利益となる。

野村証券では、皆“野村”の看板を背負って働いていた。しかし、ソ罗斯は1人でその後、バンク・オブ・イングランドと対峙したことから分かる通り、1人で戦い、生きていく姿勢やエネルギーが非常に強かった。彼から最も学んだことは1人でも戦う姿勢である。

### 〈スパークスの創業〉

1988年、阿部は、阿部キャピタル・リサーチを閉鎖して日本へ戻り、クレディスイスのアドバイザーを務める。しばらくすると、Managing Directorの就任話が持ち出され、阿部は承諾する。しかし、阿部の昇進に対して、クレディスイスの内部からの嫉妬が激しく、阿部は嫌気がさして就任の話に断りを入れる。そして、1989年の末、クレディスイスとのアドバイザー契約が解除になり、同年スパークスを創業することになる。

阿部は、日本の店頭登録市場（現JASDAQ市場）に上場している中小型株に特化したリサーチ型の会社としてスパークスを構想していた。それによって、競合と差別化し、日本経済が成長する中でスパークスも成長できると考えていた。阿部は創業当時を振り返り、次のように述べている。

ソ罗斯氏の下で若干の蓄えができ、生活していけると思った。また、欧米の金融は本当に孤独であり、やはり日本人達と一緒に肌の温もりを感じながら働ける組織を作りたいと思った。

スパークスを始めた当時は、3000億円の資産を運用できる会社になろうと思った。なぜなら、それだけあれば運用会社として黒字経営ができるという単純な計算だった。

### 成長期

#### 〈事業の立ち上げ〉

スパークスを創業した阿部は、運用資産を集めるため、野村時代の顧客だった投資家のフレッド・リームス氏へ連絡し、アメリカのシカゴで再会する。人にあまり頼みごとをしない阿部の性格もあり、出資の話は阿部からは切り出せず、逆にリームス氏から訪問の理由を尋ねられた。阿部は、起業したものの、運用資産が少ないことを伝えると、3000万ドルの資産に対する投資助言を委託される。

阿部は、「ソ罗斯のところでは働いていたこともあるだろうが、フレッドは僕のことが好きだったんだよ」と振り返る。そして、阿部は、期待を上回る高いパフォーマンスを実現する。

また、創業して数か月が経過すると、雑誌で阿部を取り上げている記事を見て共感した安田生命の有価証券部長だった清野直志氏が阿部を訪ねる。そして、初対面であるにも関わらず、10億円の資金を阿部は預かることになる。

更に、阿部は、日本のサービス業は殆どが小規模であり、株価についてはリスクプレミアムも大きいものの値上がりする可能性はあり投資妙味が大きい点を海外の投資家に対して説明して回り、投資を募

る。そして、創業から半年後、中東のオイルマネーであるクエート投資庁（KIA）から 100 億円の資金を預かり、運用することになる。阿部は、「KIA は奇跡だね」と当時を振り返る。

ソロスのもとで約 3 年間働いていたという阿部の評判もあり、また、日本の輸出主導の成長パラダイムは終焉すると主張する阿部の考え方や阿部のキャラクターに対して興味を持つ海外の投資家が阿部の話を聞きたいと次々に申し入れてきた。彼らは何兆円もの資金を運用するポートフォリオマネージャーである。阿部は、「当時の日本には、海外の投資家が運用委託する運用者がいなかった」「スパークスのイノベーションは海外に市場を求めたことであり、それは未だ日本では前例がない。」と言う。阿部は、当時の日本の資産運用業界では、海外でも名前の通じる特異な存在であった。

## 10 〈ロング・ショートの開発と高いパフォーマンスの実現〉

1991 年のバブル崩壊後、日本株は大きく下落し、その後、上下動を繰り返していた。スパークスは、1995 年頃までは日本の中小型株を中心に、株の細かい値上がりひとつひとつで稼ぎ、事業の土台を築いていった。阿部は次のようにまとめる。

15 小型株はリスクプレミアムが高いため値下がりし始めると大きく下落するが、スパークスは、小型株の中でも良い会社を安く買うという原則を貫いた。市場が下がる時、最初に PER が縮小する。質の良い利益を生み出している会社の PER の縮小と、質の悪い利益を生み出している会社の PER の縮小は、株価下落という現象は同じだが、将来のサステナビリティが全く異なる。将来その会社が生み出すキャッシュフローの総和をプレゼントバリューへディスカウントする際のリスクプレミアムが違う。そこに目をつけ、誰でもできる分析手法として確立した。

20 しかし、1996 年頃から日本の株価が大きく下がり始めると潰れる投資顧問会社も現れた。図 7 の日本投資顧問業協会への登録会員数の推移を見ると、1995 年から 2003 年まで一貫して登録している資産運用会社は減少している。

25 スパークスの期末資産残高は、1000 億円から 400 億円程度にまで減少したと阿部は回想する。アメリカのベンチャーキャピタルであるウォーバーク・ピンカスから資産を自社運用へ変更し外部委託を中止するという通告があり、また、スパークスのコロンブスファンドを販売していた三洋証券が 1997 年に会社更生法の適用を申請するなどの影響もあり、「顧客のベースが瓦解した。この時は私も参った」と阿部は当時を振り返る。

30 阿部は、これを契機として、1997 年、市場の値動きとは関係なく成長できる運用会社を目指し、ロング・ショート運用を開始する。

日本では、バブル崩壊まで株価は上昇トレンドにあり、株をロング（買い）する局面が続いていたこともあり、ショート（売り）を行うための貸株システムが確立されていなかった。



阿部は、日本の市場においてショート取引を行うため、ゴールドマンサックスに掛け合い、貸株のシステムを共同で立ち上げる。ゴールドマンサックスもソロスファンドで働いた経験のある阿部に対しては一目置いていた。

日本で初めてロング・ショート運用を開始、1997年からの約10年間、スパークスは圧倒的に高いパフォーマンスを実現する。1997年度には445億円だった資産残高は2007年度には1兆2,649億円にまで増加している。

1997年、野村証券を退職した富裕層ビジネスを担当していた精鋭4人がスパークスへ加わる。(現スパークス代表取締役副社長・グループ Deputy CEO 深見正敏を含む)

このチームがスパークスへ転職したのは、1997年に起きた、野村証券の総会屋に対する不正な利益供与事件を契機として、会社の投資スタイルに対して疑問を抱き、「お客様が本当に儲かる投資を行いたい」と思ったからであった。

深見はスパークスへ転職する以前から阿部との面識があった。1995年、野村証券虎ノ門支店で営業企画に所属し、タスクフォースメンバーとしてウルトラ富裕層に対するサービス開発を担っていた。情報収集を進める中で阿部に出会ったと振り返る。

阿部と接する中で、その投資哲学に感心し、多くを学んだと言う。転職を決意した際、深見は阿部の「投資を通じて顧客に利益を提供する」という理想の投資の姿を実現するために、深見はスパークスへ転職する。

深見は「当時のスパークスの陣容は7～8人程度であり、阿部は口にこそ出さなかったけれど、経営者としての雇用責任を強く感じていたのではないか」と当時の阿部の心境を推察する。

#### 〈IPO と M&A によるアジアへの事業拡大〉

1997年、阿部は、「投資顧問業を産業として確立したい」という思いから上場を考え始める。当時の日本では、投資は“博打”のように捉えられ、まともな産業として認められない雰囲気があった。「株で大儲けした」「信用取引で追証を求められ大損した」という話も尽きず、投資に対するイメージは決して良くはなかった。

また、「自分の顧客は皆お金持ちだったのでビリオネアになろうと思っていた」と阿部は言う。取引のある海外の個人投資家は、桁違いの資産を保有しており、身近に彼らと接する中で、自然にその様に考えるようになっていたようである。

2001年12月、スパークスはJASDAQ市場へ株式上場する(のち2019年に東証一部上場へ)。株価が上がり、阿部がビリオネアになると、阿部の知人からは、「Congratulation！」というお祝いのメールが幾通も届いた。

2003年には、アメリカで1976年に創刊された投資家向けの月刊誌「Institutional Investor」が「Rock'n

JAPAN Shuhei Abe's hedge fund, SPARX, hits all the right notes in Tokyo」という見出しと特集記事を組んでいる。阿部の自信に満ちた写真が表紙を飾る。

図 8 Institutional Investor2003 年 1 月号 表紙



5

10

15 2004 年、好業績を反映して、スパークスの株価は 4 月には連日のストップ高になる。2440 円の高値をつけた後、11 月に再度、連日のストップ高となる。経済新聞には、スパークスの高業績や株高を見出しする記事が掲載され、2005 年 11 には、日経ビジネスにおいて「ダイエーの中内社長に啖呵を切った男、アセットマネジメント業界の寵児」として特集記事が組まれている。

20 2005 年度には、スパークスの運用資産は 1 兆 7,788 億円に到達する。営業収益は 268 億円、経常利益は 162 億円にまで成長した。

同じ 2005 年、アジアでの投資を広げ、アジアでトップの投資会社を目指すため、韓国の COSMO INVESTMENT MANEGEMENT.,Ltd. の株式の過半数を取得する。2006 年 6 月にはアジア全域を対象とした投資プラットフォームの構築を実現するため、約 250 億円を投じて、香港のヘッジファンドである PMA CAPITAL MANEGEMENT の全株式を取得する。

25 COSMO、PMA のマネジメントは、スパークスから経営陣を派遣するのではなく、買収前の経営陣に任じた。しかし、2 つのクロスボーダー M&A は表 4 に示すよう期待したような結果を得られなかった。阿部は、当時を振り返って次のように語る。

30 大失敗だった。今であればアメリカの 10 ～ 30 億円のプライベート資産運用会社を少しずつ買ったと思う。経営者としての未熟さからの失敗だ。非常に反省している。社員が買いましょうと一所懸命言うので、その言葉に背中をおされて心の中では納得していなかったが買うことにしてしまった。

表 4 PMA CAPITAL MANEGEMENT の営業収益、経常利益の推移<sup>[12]</sup>

年度	2006.3	2007.3	2008.3	2009.3	2010.3	2011.3	2012.3	2013.3	2014.3	2015.3	2016.3
営業収益 (百万)	—	5,871	8,920	4,275	2,159	1,666	803	729	987	—	—
経常利益 (百万)	—	1,372	496	-35	-205	-312	-185	-64	-129	—	—

5

### 〈組織の拡大〉

2006年10月、持ち株会社制へ移行し、社名をスパークス・グループへ変更する。同年度の期末運用資産は、1兆7,783億円と前年とほぼ同額だが、営業収益は275億円に増加し、一方、経常利益は101億円に減少する。

2007年度には営業収益が305億円に到達し、ピークを迎える。但し、経常利益は81億円、資産運用残高は1兆2,649億円にそれぞれ減少している。

10

海外を中心に組織は拡大し、2008年3月の社員数は派遣社員も入れると312人に到達した。

当時のスパークスにおける採用は、それまでのように阿部が応募者と面接することはなく、人事部が内定を決めていた。また、上場株のみを扱っていたので、金融業務の経験者を中心に採用しており、外資系企業の出身者が大半だった。

15

金融業務の経験者を採用するため、また、業界としては標準的な慣行として、個人の成果を重視した評価に基づき相当な報酬（ボーナス）が支給されていた。「当時は業界でもトップクラスだった野村証券よりも断然高い報酬だった」とあるファンドマネージャーは回想する。売買の決済や有価証券の時価の確認などを行うバックオフィスのスタッフが増え、また、専門スタッフも増加し、「弁護士だけでも国内外で6人はいた」と阿部は言う。営業は顧客の要望を満たす為に複雑な契約をバック部門に相談なく締結し、契約が複雑な為、バックでは計算ミスが発生してしまい、計算ミスのために責任を取り処分されるのはバックということも起き、ファンドマネージャーやアナリストなどのフロントとバックオフィスとの間に溝が出来ることもあった。

20

### リーマンショック

2008年9月、リーマンブラザーズの破綻に象徴される金融危機により世界経済は大混乱する。日経平均は、2007年に17,000円にまで上昇していたが、リーマンショックを契機として7,000円台にまで下落し、以降、10,000円をほぼ天井として上下して推移し、2012年には8,000円台まで落ち込む。

25

（参考資料1 日経平均株価の推移を参照）

2008年度のスパークスの運用資産残高は7,234億円にまで落ち込み、営業収益73億円、経常利益は創業以来初めて82億円の赤字に転落する。「日本では海外からの資金が一気に引いていった」

30

<sup>[12]</sup> 2013年度からスパークス・アジア・キャピタル・マネジメントへ社名変更。  
2015年度以降は公表数値なし。

と阿部は回想する。海外に強いスパークスの強みが仇になった格好である。

急速な業績の悪化に対処するため、2008年10月、2009年2月の2度に渡って希望退職を募る。東京では、初回に26人、第2回には27人が希望退職に応募している。優秀なファンドマネージャーなどエース級の人材が希望退職によって会社を去ることもあった。阿部は、当時の心境を次のように振り返る。

黒字を出すことが経営者の果たすべき役目だが、創業来初めて赤字を出してしまった。誰が不安かと言えば社員であり、そんな時、“みんなで頑張ろう”と言っても空虚に感じる。それが暫くは出来なかった。ソファーに座りため息をつく毎日だった。先が見えない疲労困憊の日々だった。しかし、先は見えないが、これだけやればこうなる、という目論見は持っていた。そして、自分で乗り切ろうと毎日考えていた。自分で乗り切らなければ次は無いと強く思っていた。

当時スパークスの企業価値を認める企業から資本提携を持ち掛けられることもあった。しかし、深見によれば、「あまりよい感じ」ではなかったと言う。また、阿部は、現金が100億円あり借入金もなかったので倒産の心配はなく、事業をゼロからスタートしたのだから事業をターンアラウンドできるという自信があったと振り返る。結局、スパークスは、他のグループ系列には入らず独立系として経営を続ける。

2009～2012年度までの間、スパークスの運用資産は5000～6000億円台で上下し、営業収益は約305億円から約37億円にまで落ち込む。そして、経常利益は赤字のまま推移する。2012年度の残高報酬は、31億円、成功報酬は0.4億円にまで減少している（参考資料5参照）。

## 再成長

リーマンショックを経て、市場の変動に左右されにくいビジネスモデルを構築する必要性を阿部は改めて痛感し、投資対象の多様化を進める。

阿部は、「マクロはミクロの集積である」とする投資哲学、「ボトムアップ・アプローチ」や「カタリスト（相場を動かすきっかけとなる材料やイベント）」を狙う投資手法を変えることはなかったが、「サステイナブルなビジネスとは何かを一生懸命考えていた。“Beyond Making Money”、つまり、お金をただ儲けるだけでなく、それを超えた意義がなければいけない」と考え始めていた。産業として資産運用業を成り立たせるためには、金儲けだけではなく、社会のためになる事業でなければならないという思いがあった。

## 〈震災復興のための復興ファンド〉

2011年3月、東日本大震災が発生する。ボランティアが被災地へ駆けつけても宿泊する施設がなかったため、野宿せざるを得なかった。阿部は、「世の中にとって何か良いことをやろうぜ」と言い、復興ファ



ンドを2012年に立ち上げ、ダイワハウスと提携して1500室の簡易ホテルを作り上げる。ボランティアに対して有料で提供し、その利益を出資者に対して償還するファンドビジネスである。阿部は復興ファンドの立ち上げについて回想する。

金融界からは誰も立ち上がる人はなく非常にがっかりした。単にお金を寄付するのではなく、東北で雇用を生み出すためにスパークスに出来ることを考え、復興ファンドを作った。これがスパークスの新しい取り組みの始まりだった。

「資金調達には苦労した」と深見は語る。海外では阿部がクエートの投資家から出資を引き受けてくる。一方、国内では個人や富裕層からの投資は得られたものの、機関投資家からの投資は当初は得られなかった。しかし、時間が経つにつれて、メガバンクや地方銀行でも復興ファンドの理念に対して共感する理解者が現れ、経営陣を説得し、投資を申し入れるようになる。

#### 〈再生エネルギー〉

アブダビのマスターシティで最先端エコシティを支える技術であるスマートグリッドや再生可能エネルギーについて触れた阿部は、2009年、スパークス内にスマートグリッド研究会を発足する。青森県でのスマートグリッド実証実験へ参画し、2010年には産油国の政府系ファンドの賛同を得て、スマートグリッド投資戦略の運用を始める。このような取り組みや実績を背景にして、阿部は日本政府の「エネルギー・環境会議コスト等検証委員会」の委員に就任する。

2011年の東日本大震災による深刻なエネルギー需給のひっ迫を背景として、東京都は、再生可能エネルギーの固定価格買い取り制度を立ち上げるための運営事業者を募った。スパークスはファンドモデルを応用し、再生可能エネルギー事業を立ち上げることができないかと考え、応札する。スパークスには、再生可能エネルギーに対する投資実績はなく、「固定価格買取制度についての知識はあっても実践に基づく知恵はなかった」と深見は言う。それにも関わらず、2012年、東京都の官民連携インフラファンド運営事業者としてスパークスは選定される。

東京都からのシードマネー15億円をもとに100億円のファンドを立ち上げる。「東京都の局長や担当者と一緒に外交したが、それでも88億しか集まらなかった。」と深見は言う。

阿部は、再生可能エネルギー事業について、「ファンドモデルを使って、事業を作りこむ能力を有する会社になり、電力事業者へ転換したい」と話す。再生エネルギーに携わるスパークスの社員は、日本全国の地主を訪ね、ソーラー発電所を地道に拡大してきた。当初は乏しかったこの領域の知見も徐々に蓄積され、2020年には、2000億円を超える規模のファンドに成長し、今では日本有数の再エネ事業運営者として、国内に30ヶ所の再生可能エネルギー発電所を運営している。

## 〈厳選投資〉

2008年3月、スパークスを代表する商品となる「新・国際優良日本株ファンド(愛称厳選投資)」をローンチする。以前にもストラテジックファンドのような類似商品はあったが、改良し商品化した。「いい銘柄を長期で保有する」というスパークスが大切にしている投資の基本を体現した商品だと言う。

5 他社のファンドはリスクを分散するため、中小型銘柄を組み入れ、市場変動に対応するため現金比率を数%程度は残しておくことが多いが、厳選投資の資産構成は東証1部銘柄が99.7%占めている。また、他社のファンドはリスク分散のため、50~100程度の銘柄数に投資することが多いが、厳選投資は投資銘柄数が少ない(2020年度の組み入れ銘柄数は17銘柄)。そして、運用実績が非常に高い。2008年の設定以来、約320%の上昇を達成している。TOPIXは約58%の上昇にとどまり、類似ファン  
10 ドと比較しても最高水準の運用成績である。

厳選投資は、パフォーマンスは良かったものの、最初は全く売れず約10億円の運用資産から始まる。しばらくして、海外で売れ始め、続いて野村證券が採用し、5000億円規模にまで成長する。深見は、厳選投資は販売会社(証券会社など)にとっては売りにくい商品だとして次のように言う。

証券会社は系列グループの商品やテーマ型の金融商品を売りたいがる。しかし、厳選投資は真逆な商品である。しかも、投資対象は17銘柄と少なく、売りにくい商品である。それでも、実績が出始めてから少しずつ売れるようになった。

## 〈プライベートエクイティ投資〉

2015年には、未公開株への投資へ進出し、未来創生ファンドをローンチする。

20 阿部は「現在はテクノロジーの大転換時代であり、人工知能、各種センサーをつなぐIoT、センサーネットワークで日本が誇る最大のネットワークは自動車である。そして、自動車こそが次世代のロボットになる」と語る。バブソン大学MBA時代から面識があったトヨタ自動車の豊田章男社長に対して、阿部は将来性の高い次世代技術への投資の必要性や魅力を説き、トヨタ自動車からの出資を得る。スパークスには、それまで未上場株への投資実績は無かったにも関わらず、これを契機として、また、スパークスのネット  
25 ワークも活用し、三井住友銀行からの出資を取り付ける。

1号ファンドは、知能化技術、ロボティクス、水素社会の実現に資する技術を投資対象として立ち上げ、ファンド規模は360億円であった。投資対象はJapan Taxiやウェルスナビなどの国内企業のほか、海外企業に対しても積極的に投資を行った。そして、償還期間までの間、複数のIPOなどのエクジットを実現している。

30 2018年には2号ファンドも立ち上がり、その規模は720億円に及んだ。投資対象は、1号ファンドと類似するが、AI、電動化と新素材の分野における革新的技術も投資対象として追加された。

阿部は、「上場株を運用する企業が未上場株への投資を行うことは通常はない」と言い、それがで

きる理由を、「①スパークスの考える良い投資、実態価値の高い企業をスパークスの投資哲学、投資手法で発掘し、長期で保有して価値を実現するという投資原則から見れば、上場株も未上場株も共通する、②スパークスは何かを行う際に必ずファンドモデルで考える。ファンドの形態はどの投資でも同じである」と説明する。

5

### 〈不動産投資〉

2012年当時、日本の丸の内の商業不動産の投資収益率は10%を超えており、不動産投資市場は過熱していた。同年6月、スパークスは不動産関連投資ファンドビジネスへ参入する。特に医療分野において力を入れる。

高齢化が進むと医療施設の需要は益々高まる。しかし、医療機関は、土地建物、設備を始め巨額の投資が求められ、その取得のための長期負債が重くのしかかり、移転や改築、世代交代の障害になってしまうケースがある。そこで、スパークスは、医療機関の新設、移転を促進するために不動産ファンドの活用を考え、始めたのである。阿部は、医療とファンドビジネスの親和性を強調する。

10

医療はファンドモデルが非常によく当てはまる。出資者は安定的なキャッシュゲインを得ることができ、また、医療機関は出資金を使って高額な設備を更新し、建物を建て替え、充実した医療サービスを患者へ提供できる。そして、不動産や設備への投資が不要になるので、医師や看護師に対する資金面での余力が生まれるため、労働環境を向上できる。

15

## 人材と組織のマネジメント

情報化の進む資産運用業界ではあるが「ピープルビジネス」であることに変わりはない。いかに優秀な人材を採用・育成して組織としての力を高めていくかについて、阿部は常に考えてきた。

20

阿部はチームワークの精神を重要な価値観として掲げている。「共に働くメンバーを尊敬し、私たちの仕事場を誇りに思うような会社でありたい。そして、そのためには、チームワークの精神が求められる」とビジョンステイトメントに記されている。

25

あるファンドマネージャーは、「個人の利益を重視する社員は、個人業績に連動するのインセンティブが強い、例えば外資系の金融機関などへ転職する。採用する際、スパークスのインセンティブは組織を重視しているということを人事部から相当念押しして説明している」と言う。

### 人物重視の人材採用

創業以来、スパークスにおける人材採用は中途採用が中心である。ただし、リーマンショック前の数年間は、拡大する組織の人材需要に応えるため、新卒採用を行っていた時期がある。しかし、それ以

30

降は、教育負担も大きいため新卒採用は行っていない。

リーマンショック前は、急成長するビジネスを担うための即戦力として、金融業務の経験者や弁護士などのスペシャリスト、外資系の金融機関での勤務経験があるファンドマネージャーやアナリストなども多数採用していた。創業からしばらくは阿部が必ず面接を行っていたが、人事部による面談によって内定  
5 を決定するようになっていた。

リーマンショック後は、原点回帰といってよい採用方法、誠実さや好奇心、協調性などの人物を重視した採用を行っている。実際、再生エネルギーや未来創生ファンドでは、金融業界での経験を必ずしも条件とはしていない。金融業界での実績を重視して採用すると、その実績や前職の思想ややり方に拘り、スパークスの投資に対する考え方ややり方を素直には受け入れにくいからだと言う。また、社  
10 長の阿部は、自身の経験から、正直さ、誠実さは全ての価値の最上部にあり、投資家の信頼を得るための基礎として最も重要なものとして考え、大切にしている。リーマンショック前は、個人の成績を重視し過ぎて組織がギスギスし、情報共有やチームとしての連携した働き方が損なわれた反省が活かされている。

採用プロセスでは、多くの役員や社員が関わり、選考を進める。例えば、未来創生ファンドでは、ファンドの役員及びメンバーの全員が候補者と面談する。また、上場株式チームでは、チームメンバー 10  
15 人が候補者と一次面談を行っている。そして、二次面談はスパークス・グループの取締役全員が行い、三次面談で阿部が面談する。あるファンドマネージャーは、「投資経験は全く気にせず、協調性など本人の性格を重視する。また、スパークスで働きたいという意欲も大切にす。スキルフィットよりもカルチャーフィットを重視した採用を行っている」と話す。

阿部は、「漠然とした話だが、同じような人が会社には集まる」と言う。未来創生ファンドの組成以降  
20 は、半導体の技術者、医師、海上保安庁や JAXA（宇宙航空研究開発機構）の出身者など多種多様な人材が集まっているため、方向性は同じだがバックグラウンドや見方の多様性は損なわれていないと考えられている。

## 25 人材育成

### 〈バフェットクラブ〉

投資家のウォーレンバフェットの名前を冠するバフェットクラブは、スパークスが創業以来 30 年間  
(隔年程度)で継続している勉強会であり、社員がスパークスの投資哲学について学ぶ重要な機会である。  
30 参加者は、原則として入社 2 年以内の若手社員だが、オブザーバー参加も可能である。上場株の取引を行うチームだけでなく、未上場株を扱う未来創生ファンドやマーケティングなどの管理部門からも参加する。



全 10 回から構成するプログラムは、投資、市場、経営者、リスクなど幅広い領域について、講師と参加者とのインタラクティブな対話を通じて考えを深めるセッションが中心である。

阿部は要所で参加し、自らの経験を踏まえてスパークスの投資哲学について語り、受講者との質疑応答を通じて更に理解を深められるようにしている。

5

表 5 バフェットクラブの概要<sup>[13]</sup>

項目	内容
参加対象	入社2年以内の若手社員 10人程度 ※一般社員が20人程度オブザーブ参加する
開催時期	2年に1度の開催
時間、回数	2時間×10回
内容	※右図参照
講師・司会	阿部社長、ファンドマネージャー

#### SPARX Buffet Club in 2019

- 第1回 投資とは何か。スパークスの投資とは？
- 第2回 企業調査の基本 スパークスの3つの輪とValue GAPについて
- 第3回 ボトムアップ調査 フィッシューとスパークスの調査
- 第4回 経営者の役割 Appleのケース
- 第5回 資本政策
- 第6回 企業の分析手法 Quality of Earnings
- 第7回 投資家の資質とは ポートフォリオマネジメント いつ売るべきか
- 第8回 市場とは何か？ リスクとは何か？
- 第9回 成長企業とは何か？ SDGs / ESG
- 第10回 スパークスについて

10

#### 〈OJT〉

Off-OJT ではバフェットクラブ、OJT では日々のコミュニケーションや業務を通じた学習がスパークスにおける教育の中心である。

特に阿部とのコミュニケーションは、投資について学ぶための貴重な機会となっている。例えば、上場株チームでは、毎週、投資判断を検討するためのミーティングを開催している。同席する阿部は、参加者に対して、投資とは何か、投資の目的は何か、投資判断において何を考えるべきか、という原理原則を丁寧に、繰り返し、諭すように話をする。「社内に投資の学校があるような印象を受ける」と上場株チームのメンバーは語る。

15

バフェットクラブ以外に体系化された教育制度は未整備であり、OJT を中心とする人材育成であるため、金融業務の経験が浅い者の中には困惑する社員もいると言う。その場合、先輩社員とペアを組み、先輩社員からの指導や毎週の朝会での投資検討のためのディスカッション、投資家との打ち合わせへの同席などを通じて学ぶことになる。上場株チームのある社員は、「2年ほど前からマニュアルを作成しているが、まだまだ足りない。属人的な部分は多く、形式知にする必要がある」と語る。

20

また、再生エネルギーや未来創生ファンドのスタッフは、金融業務の未経験者が殆どだが、日々の業務を通じて経験を積むことによって、1年程度で戦力化されている。

25

なお、スパークスの投資哲学を素直に吸収できる可能性が中途採用者よりも高い新卒採用を行っていない理由の一つとして、教育体系及び体制の未整備を挙げる声が複数ある。

30

<sup>[13]</sup> バフェットクラブ資料から作成

## 組織運営

企業では通常、売上等の予算を設定し、その進捗状況を四半期、月次、週次などで管理し、進捗に応じて対策を講じる。しかし、スパークスでは、業績数値の進捗について細かくチェックする業績管理は行わず、数字の進捗が思わしくない場合でも厳しく社員を詰めるような文化は存在しない。「結果を  
5 すぐに求めずに待てる気質が阿部にはある」と管理部門のスタッフは言う。

そして、目先の業績よりもプロセスを大切にす。例えば、未上場株への投資であれば、投資の実行件数や、投資の実行を判断するための朝会等における投資検討の内容を重視する。「マクロはミクロの集積」という投資哲学に基づき、プロセスにおける意思決定の質を高めることに重きを置いた組織運営がなされている。

10 また、「やっぱりプロフェッショナルファームでは、能力のない上司の言うことは聞かない」と阿部は言い切る。スパークスは、それぞれの分野における高い専門性を持つ社員の集りであり、組織として動かしていくためには、社員からの尊敬を得られるだけの「圧倒的な実力を有している必要がある」からだ。しかし、ソロス氏のもとで働き、海外の数々の著名な投資家とのネットワークも有する阿部と匹敵するような投資家としての実力、実績を残す人物を他に探すことは困難である。この考え方や組織運営スタイル  
15 が事業承継を行う上でのひとつの課題になっている可能性もある。

## 〈情報共有〉

スパークスでは組織内での情報共有を非常に重視している。一般的に、資産運用会社のファンドマネージャーやアナリスト等は情報共有したがる傾向があると言われるが、スパークスではそうではない。

20 ただし、リーマンショック前は、組織が膨張し、また、競争の厳しい外資系を含む金融機関の出身者が多く、個人の成果を重視した評価や報酬によって厚遇されていたため、組織における情報共有が疎かになっていたと言う。

スパークスが情報共有できる理由として、そもそも阿部の価値観が共有化されていることに加え話しやすい文化・雰囲気があること、そして、情報共有のしくみが整備されていること、組織を重視した評価  
25 制度であることがある。

話しやすい文化・雰囲気については、例えば、社長室のドアは常に開いており、いつでも阿部に相談できる。オフィスフロアには隔てるものがなく、オープンな空間である。阿部や幹部社員がフロアにいる社員に声をかけ、打ち合わせが始まることは珍しくない。また、他部署に対して質問しやすく、また、求めがあれば積極的に協力がなされている。例えば、上場株チームが再生エネルギーファンドや未来  
30 創生ファンドのチームに対して質問すると抵抗もなく、快い回答が得られると言う。

会議では、入社して1年程度の社員が意見しても無碍にはされず、いったん聞き入れる雰囲気がある。良い情報だけでなく、悪い情報の共有も重要だと考えられている。スパークスのビジョンブックには、「不

測の事態や事故が起きた時、発覚した時は躊躇せず、上司に報告しなさい」と明記されている。事故や不測の事態に速やかに対処する行動や気持ちが顧客や投資家の利益を守ることであるという考えが浸透している。「失敗も共有する。会社で一番怒られる理由は情報を止めていた時であり、失敗して怒られることはない」と上場チームのメンバーは言う。

こうした文化を支える情報共有のしくみは、企業情報データベース、朝会、月一回の昼会の他、SNS の活用などがある。

まず、ファンドマネージャーやアナリストなどのフロント部門では、企業調査の後、必ず部のメンバー全員で情報共有を行っている。その結果、訪問していないスタッフでもその企業の情報にアクセスし、分析することができる。再生エネルギーファンドが立ち上がった頃、つまり、スパークスとしての未経験の領域への参入が進むにつれて、情報共有し、組織で仕事をしようとする傾向が加速したと言う。

朝会は、上場株チームで行われており、毎週月曜の朝に開催している。投資候補の企業に関する情報を共有し、投資判断について喧々諤々の議論を行う。

また、昼会は毎月1回1時間で海外オフィスを含めた全員参加によって英語で開催している。各部門の紹介や旬な事項への取り組み、他部門への協力打診などを30分かけて説明する。後半の30分は阿部が市場動向や最新技術などについて話し、投資哲学についても語ることがある。

そして、個人よりも組織に重きを置いた評価制度の存在もスパークスの情報共有する文化を支えている。

#### 〈個人業績<組織業績の評価・報酬制度〉

スパークスの評価のしくみは、目標の達成度や業績に応じた定量評価だけでなく、仕事への取り組み姿勢などの定性評価の両面から評価する。また、個人の業績以上に組織やチームの業績や達成度もバランスよく評価する。評価の結果は、月次で支払われる基本年俸、賞与の支給月に支払われる業績賞与へ反映するとともに、資格等級の昇格や降格にも反映される。

スパークスの評価制度は、結果を重視する成果主義の制度ではない。「目標に到達できないから悪い評価にするのではなく、評価期間に成長できたかどうかを最も重要である」と深見は言う。

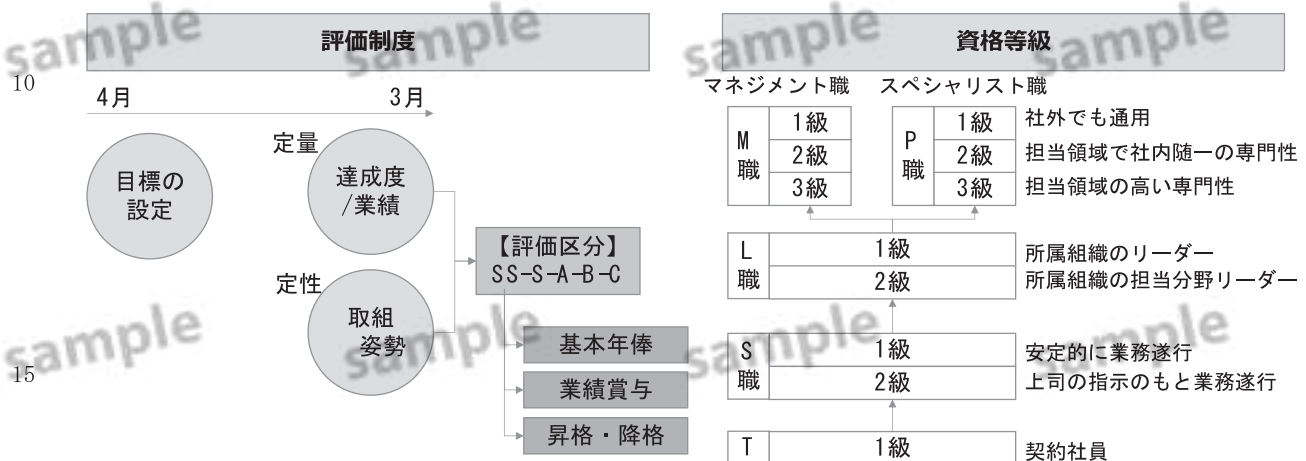
実際に、個人の業績を特定することは難しい。例えば、IPOによってエグジットした投資案件があっても、資金調達、ファンドの組成、投資先の発掘、投資判断、投資の実行、投資先への支援など、そのプロセスは多岐に渡り、関わる社員も様々である。つまり、IPOを一人の成果に帰属させることは非常に困難である。それにも関わらず、IPO時点の担当者の成果にばかり焦点を当ててしまうと、一連のプロセスに関わった他の社員の納得感が著しく損なわれることになる。

スパークスの報酬は、外資系の金融機関に比べれば、個人のインセンティブ性は弱く、「会社の業績が良くなれば、全員の報酬があがる」しくみである。「ファンドマネージャーは運用実績に応じたボー

ナスを欲しがらるものだが、自分が稼いでいるから報酬を増やして欲しいと言う社員はスパークスにはいない」といわれている。上場株チームのメンバーは次のように推測する。

投資では、リスクをとる方がリターンは大きくなるため、自己利益を優先した方が大きく儲ける可能性が高くなる。しかし、自己利益を優先すると抱えるリスクが大きくなるため会社としてのガバナンスが効かなくなる、という阿部の考え方がスパークスの評価や処遇制度の根っこにあるのではないか。

図9 スパークスの評価・処遇制度の概要<sup>[14]</sup>



投資運用会社は一般に高給であることが多い。これは、社員の動機づけを目的に運用残高や運用パフォーマンスに応じたインセンティブが相応に支払われるためである。特に外資系企業にはこの傾向が強いと言われている。日系企業においても、賞与などで多額の報酬が支払われる企業も存在する。しかし、この制度は時に社員の過度なリスクテイクをもたらすことがある。1995年に起きたベアリングズ銀行の破綻は、様々な要因が指摘されているが、社員へのインセンティブ設計がその大きな要因だと言われている。これは「ニック・リーソン事件」と呼ばれており、最終的な損失が日本円換算で約1,380億円という巨額な金額だったことから、のちに映画化もされている。

### 今後の課題

阿部は、価値観の共有以外にスパークスの今後の課題を3つ挙げている。それは、「運用資産残高(AUM)の伸び悩み」、「新規事業の開発」、「後継者」についてである。

[14] スパークス評価規程より作成



## 価値観の共有

スパークスの組織が大きくなり、事業の多様化、それにつれての社員の多様化が進むと阿部や古参の社員からの口伝による投資哲学の伝承が難しくなってきた。

すでに2005年頃、阿部が中心となり、スパークスの「VISION STATEMENT」を文書で作成している。VISION STATEMENTは、VISION、MISSION、VALUE、DISCIPLINESから構成されている。スパークスの社員が日常的に意識して取り組むべきことは、9つの価値観、ARTSの精神というDISCIPLINESとして定められ、日常の仕事において実践することを重視している。

「スパークスを一言でいうと、自由度がありつつ、一貫した投資哲学や軸はぶれない会社。うまくバランスのとれた投資会社」と上場株チームのメンバーが言う通り、スパークスが大切にしている投資哲学や会社が目指す姿、大切にしている行動原則がまとめられており、採用や日々の行動や判断のよりどころに実際になっている。

チームワークの精神や学ぶ姿勢は、社員の発言や行動に現れている。また、社員の発言では、「9つの価値観で正直、誠意と書かれている通り」といった発言が自然となされている。

一方、VISIONやMISSIONは抽象的な表現にならざるを得ず、社員への浸透や共通の認識を得ることは難しい現実があると推察される。しかし、2021年時点で、この点について社内においては問題視する声みあたらない。しかし、阿部は、「これだけの規模の会社であっても社員ひとりひとりが同じ認識を持つことは難しい」と語っており、VISIONやMISSIONに対するひとりひとりの理解を深めることに対して阿部は腐心しているものと思われる。

図10 スパークス ビジョンステイトメント (抜粋)<sup>[15]</sup>

### VISION

- 世界で最も信頼・尊敬されるインベストメント・カンパニーになる
- 世界を意識する会社であること
- 「インベストメントカンパニー」であり続ける
- コンプライアンスは信頼を得るためのキーワード

### MISSION

- 高い収益力を維持する
- 現状に満足せず創造し革新し続ける
- 最高のプロフェッショナルを発掘・育成する環境を提供する

### VALUES

- WE LOVE SPARXの体現
- チームワークの精神
- 顧客及び仲間から学ぶ姿勢
- クリーンなオフィス

### DISCIPLINES

9つの価値観、ARTSの精神



<sup>[15]</sup> スパークス VISION STATEMENT より作成

## AUMの伸び悩み

資産運用会社の重要な業績指標は、営業収益である。

5 スパークスの営業収益の構造は、成功報酬に大きく依存する構造から、リーマンショック以降は残高報酬が大層を占める構造へ変化している。残高報酬をあげる要素はAUMと料率であり、業界のトレンドとして料率は低下傾向にあり、AUMを如何に増すかがポイントになる。

スパークスのAUMは、2006年8月に2兆241億円<sup>[16]</sup>を記録したが、リーマンショック後、2012年7月には4,496億円にまで落ち込む。その後、国内の株式市場好調もあり、2020年3月末時点では、1兆1,241億円まで回復している。

AUMを増やす要素には、販売力とパフォーマンスなどの商品力の2つがある。

10 まず、販売力については、顧客を個人投資家と機関投資家に分けると、資産運用会社は、個人投資家への販売を販売会社に依存している。スパークスは、野村証券や大和証券、楽天証券などのネット証券などと取引があり、特に野村証券との関係が強い。

15 機関投資家に対しては、商品の運用実績や投資の必要性をストーリーで語って説得する営業力が重要である。国内外を問わず、機関投資家へのクロージングにおいては、阿部や他の幹部社員の役割は大きい。

20 創業以来、海外機関投資家からの投資は、スパークスの特徴であったが、徐々に減少してきている。リーマンショック前、阿部は月の半分を海外で過ごし、機関投資家等とのコミュニケーションをとっていたが、徐々に時間が割けなくなるに連れて、機関投資家からの投資が減少してきている。スパークスとしては、海外機関投資家からの投資を増やしたいが、阿部のリソースは限られており、国内で知名度も上がってきたため、国内機関投資家へのターゲットシフトが徐々に進んでいる。ただ、競争も激しい。後述の新規事業と合わせて、ブティックであるがゆえの良さを生かしながら、一方で限られた資源をどのように配分をするべきかが今後より重要になる。

パフォーマンスについては、投資哲学や投資手法の社員への浸透、及び、ファンドマネージャーやアナリストなど人材の質的量的な確保が重要である。

25 スパークスでは、投資哲学や投資手法を社員の隅々まで徹底し、これまで高いパフォーマンスを実現してきた。リーマンショックを挟んでもスパークスの投資哲学は全く揺らがなかった。ただし、2006～2016年、M&Aによって投資対象をアジア地域へ拡大したものの、運営を現地に任せためスパークスの投資哲学に基づく投資は行われず、大口投資家の資金の引き上げもあり、長期的なAUMの増大には貢献しなかった。スパークスは、「ワンアジア投資戦略」を掲げ、韓国や香港市場への投資を今  
30 でも進めようとしている。スパークスの投資哲学を体現したファンドを香港で立ち上げ、欧州や日本からの資金が徐々に集まり、香港では回復の兆しが見え始めている。

<sup>[16]</sup> スパークス運用資産残高推移 [https://ssl4.eir-parts.net/doc/8739/ir\\_material1/71191/00.pdf](https://ssl4.eir-parts.net/doc/8739/ir_material1/71191/00.pdf)

人材の量的な確保は、中途採用に依存しており、また、バフェットクラブ以外は OJT による教育が中心なので、なかなか進んでいない。リーマンショック前に組織が膨張した際、投資哲学に対する理解や浸透にバラツキが生じ、情報共有やチームワークも疎かになった経験もあるため、安易な人数拡大を進めるつもりは経営陣にはない。人材の質を担保したうえで、量的拡大を実現するための体制構築が必要になる。

結果としてスパークスの株価は、2004 年に 2,400 円台の最高値をつけ、その後は 1,000 ～ 1,500 円のレンジでしばらく推移したものの、リーマンショック後に大きく下げ、100 円前後で推移し、2013 年以降は 200 ～ 300 円のレンジで値動きしている。

2013 年以降、日経平均は大きく値上がりしており、国内の景気やマーケットの状況は決して悪くはなかった。また、スパークスの業績は、リーマンショック以降、踊り場はあるものの、営業収益は徐々に回復している。2020 年 3 月期の営業収益 125 億円、ROA<sup>[17]</sup>は 6.8%、営業利益率は 35.9% である。更に、2012 年にはスパークス・グリーンエネルギー&テクノロジー、2015 年には未来創生ファンドを設立するというイベントも発生している。しかし、株価の反応は鈍い。

阿部は、「運用企業であるにも関わらず、マーケットとの対話が出来ていない。2007 年以降の株価下落から現在に至るまで株価は過去の高値から 1/5 ～ 1/3 のレベルで低迷している。株主には本当に申し訳ない」と語る。

スパークスは、資産運用業界では唯一の上場企業であり、業界他社と相対化できないため、株価を適正に評価できない可能性はあるだろう。また、上場株への投資だけではなく、海外株式への投資、再生可能エネルギーなどへの現物投資、未来創生ファンドなどの PE 投資など投資対象の多角化を推進したため、投資家からシナジー効果が見えにくく、株価のディスカウントが起きている懸念もある。

## 新規事業の開発

AUM を増やすうえでは、新しい事業の開発も重要である。

スパークスは、これまで、ロング・ショート投資、再生可能エネルギー投資、未来創生ファンドによる未上場株への投資、最近では、宇宙事業や病院事業など、新しい投資手法の開発や新しい対象への投資を果敢に行ってきた。

これらはいずれも阿部の発案であり、顧客の開拓には他の幹部社員が深く関わっている。阿部は、「もし自分がいなくなると、新たな投資が始まらない。スパークスは普通の会社になってしまうだろう」と危惧している。

阿部は、常々「インテリジェンス」をスパークスの事業を特徴づける大切な概念として口にしてきている。インテリジェンスとは、身近にあるミクロの出来事を観察し、経済や社会のマクロの変化と結び付け、投

<sup>[17]</sup> 当期純利益 ÷ 総資産

資アイデアを構想し、ファンドとして立ち上げることだと言う。例えば、ソロス氏などの投資家へ阿部が送ったレポートは、インテリジェンスを形にしたファンドの例として、阿部は頻繁に引き合いに出している。しかし、インテリジェンスという概念や実践は、阿部の暗黙知であり、形式知として言語化し、社員へ伝承することが難しい。阿部は、「スパークスの社員の能力レベルは非常に高い。しかし、才能が埋もれている可能性がある。それを見つけ、発揮してもらう必要がある」と言う。ポテンシャルの高い人材を発掘し、阿部と伴走しながら事業開発することで、実践を通じた人材の錬成がどこまで可能になるだろうか。

## 後継者

2021年、阿部は67歳を迎える。

これまで見た通り、販売会社や機関投資家への販売、投資哲学の社員への浸透、新規事業の開発における阿部の存在は極めて大きい。しかし、阿部の後継者は明確ではない。

コーポレートガバナンスコードでは、最高経営責任者（CEO）等の後継者計画の策定・運用に十分な時間と資源をかけて計画的に取り組むように求めている。上場企業として後継者の育成に取り組むことが制度としても求められている。

阿部の後継者を発掘する取り組みとしては、例えば、グループ会社の上位ポジションへの候補者の登用、医師や技術者など金融とは異なる分野の人材の採用などが既に行われている。阿部は、「後継者の候補に伴走するのではなく、一緒に仕事をしつつ、一つ上段から見守る。それが創業者としての使命ではないか」と心構えを語っている。

また、「後継者が最大の経営課題だが、今後適任者が出てくるだろう。地位が人を育てる」「権限移譲を明確にして、後継者の育成を進める必要があるのでは」など様々な考えがあるようだ。

阿部からの事業承継は、一朝一夕には実現しないだろう。販売会社や機関投資家への販売、投資哲学の社員への浸透、新規事業の開発という阿部が果たしている重要な役割を計画的に社員へ分散させることが最も重要な課題かもしれない。

阿部はこうした重要な課題に対して如何に対応すべきか、創業からのスパークスの成功と失敗を振り返りながら思いを巡らしている。

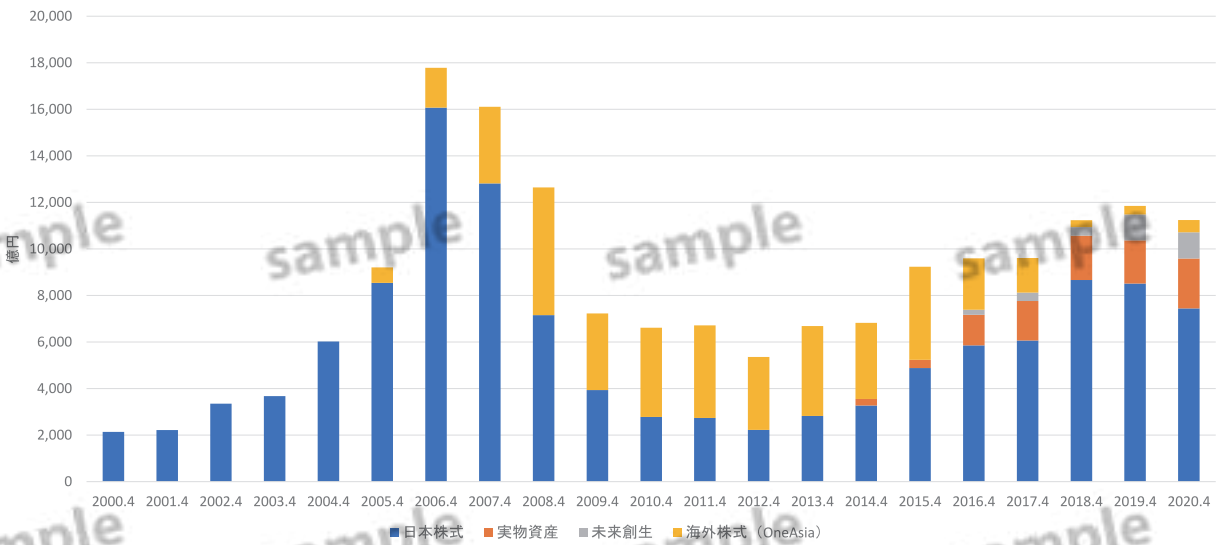


## 参考資料

### 1. 日経平均株価の推移<sup>[18]</sup>



### 2. スパークスの期末資産残高の推移<sup>[19]</sup>



<sup>[18]</sup> GoogleFinance にて作成

<sup>[19]</sup> スパークス運用資産残高資料 (<https://www.sparx.jp/ir/data/>) より作成

### 3. スパークス 株価推移<sup>[20]</sup>

SPARX Group Co., Ltd.

8739

¥313.00 ↑108.67% +163.00 最大

3月5日 6:15:00 UTC - JPY - TYO - 免責事項

1日 5日 1か月 6か月 年初来 1年 5年 最大



### 4. スパークス貸借対照表<sup>[21]</sup>

	Mar-01	Mar-02	Mar-03	Mar-04	Mar-05	Mar-06	Mar-07	Mar-08	Mar-09	Mar-10	Mar-11	Mar-12	Mar-13	Mar-14	Mar-15	Mar-16	Mar-17	Mar-18	Mar-19	Mar-20
	01.3	02.3	03.3	04.3	05.3	06.3	07.3	08.3	09.3	10.3	11.3	12.3	13.3	14.3	15.3	16.3	17.3	18.3	19.3	20.3
<b>流動資産</b>																				
現金・預金	1,678	2,966	2,899	6,964	26,956	22,114	14,914	15,833	14,307	16,270	8,659	7,908	5,926	9,694	12,709	16,070	14,459	16,649	17,152	18,474
その他流動資産	1,014	1,378	1,279	2,569	3,551	16,623	22,331	17,343	6,781	3,820	4,622	4,396	1,861	2,114	2,556	3,851	3,308	3,671	3,769	3,605
流動資産計	2,692	4,344	3,978	9,533	30,507	38,737	37,245	33,176	21,088	19,090	13,281	12,304	7,787	11,808	15,265	16,921	17,767	22,320	20,921	22,079
<b>固定資産</b>																				
有形固定資産	369	305	476	384	431	686	836	650	541	273	156	21	145	169	136	50	999	939	1,108	1,409
無形固定資産	125	167	136	102	420	403	25,154	22,058	7,702	7,700	6,370	2,617	1,737	869	516	12	8	1,780	1,778	1,769
投資その他の資産	2,745	3,653	3,399	4,605	4,461	17,611	17,979	18,171	8,297	9,709	8,102	5,380	3,282	2,959	3,531	3,695	4,766	6,442	7,522	8,448
固定資産計	3,239	4,126	4,011	5,092	5,311	18,700	43,970	40,880	16,541	17,684	14,629	8,018	5,165	3,998	4,184	3,758	5,774	9,162	10,409	11,628
資産合計	5,934	8,470	7,989	14,625	35,819	57,438	81,215	74,056	37,630	36,774	27,911	20,323	12,952	15,807	19,450	20,680	23,541	31,482	31,331	33,707
<b>流動負債</b>																				
短期借入金							4,000	2,506					320							2,000
その他の流動負債	402	1,598	367	3,912	2,589	9,490	6,213	8,101	6,511	5,502	6,704	7,768	1,149	1,524	1,354	4,876	1,261	4,680	2,947	3,872
流動負債計	402	1,598	367	3,912	2,589	9,490	10,213	10,607	6,511	5,502	6,704	8,088	1,149	1,524	1,354	4,876	1,261	4,680	2,947	5,872
<b>固定負債</b>																				
長期借入金							12,000	10,000	8,000	5,000				1,500	3,000		5,000	5,000	7,000	7,000
社債					5,000		5,000	5,000	5,000	4,900	1,500	1,500								
その他の固定負債	194	0	0	92	247	1,210	1,403	828	113	187	286	182	272	258	308	70	97	410	362	497
固定負債計	194			92	247	6,210	18,403	15,828	13,113	10,187	5,186	1,682	1,772	1,758	3,308	70	5,097	5,410	7,362	7,497
特別法上の準備金																				
負債合計	595	1,598	367	4,004	2,835	15,700	28,617	26,435	19,624	15,689	11,890	9,771	2,921	3,282	4,662	4,946	6,358	10,091	10,310	13,369
<b>株主資本</b>																				
資本金	931	1,139	1,460	1,564	11,342	11,619	11,806	12,144	12,404	12,404	12,435	12,451	12,456	12,492	8,517	8,575	8,581	8,582	8,585	8,587
資本準備金	397	748																		
資本剰余金			1,075	1,181	10,960	11,239	13,692	14,030	14,291	14,291	14,295	14,307	14,309	14,340	4,053	4,108	4,111	3,285	2,554	2,555
利益剰余金	4,127	4,902	5,248	8,388	12,014	19,370	20,996	21,685	-4,136	-3,868	-7,566	-12,106	-14,310	-12,673	1,797	3,972	5,503	9,374	11,189	11,448
自己株式		-4	-4	-503	-1,503	-3,003	-2,438	-4,438	-4,438	-4,438	-4,438	-4,438	-4,438	-4,438	-3,304	-3,501	-3,701	-3,204	-3,204	-3,549
株主資本合計	5,338	6,872	7,622	10,621	32,819	40,989	44,056	43,422	18,121	18,389	14,725	10,213	8,016	9,720	11,063	13,154	14,494	18,038	19,125	19,041
<b>その他の包括利益累計額</b>																				
評価差額金	-98	-9	-173	108	217	1,797	2,390	40	-1,000	-833	-931	-1,148	182	278	499	-63	-29	329	239	-207
為替換算調整勘定	-19	94	16	-117	-198	-34	2,908	1,037	-1,290	679	370	75	560	1,063	1,588	1,163	1,220	1,131	1,143	900
退職給付に係る調整累計額														2	-2	1	8	7	9	3
その他の包括利益累計額合計							5,299	1,077	-2,291	-154	-561	-1,072	742	1,344	2,086	1,102	1,199	1,469	1,392	696
新株予約権							45	90	133	95	93	110	87	69	23	9	7	2		
非支配株主持ち分/少数株主持ち分					152	749	3,243	3,075	2,085	2,715	1,761	1,317	1,160	1,371	1,568	1,453	1,479	1,875	499	600
純資産合計	5,338	6,872	7,622	10,621	32,831	40,989	52,598	47,621	18,005	21,084	16,021	10,552	10,030	12,524	14,787	15,733	17,183	21,391	21,020	20,338
負債・純資産合計							52,598	47,621	37,630	36,774	27,911	20,323	12,952	15,807	19,450	20,680	23,541	31,482	31,331	33,707

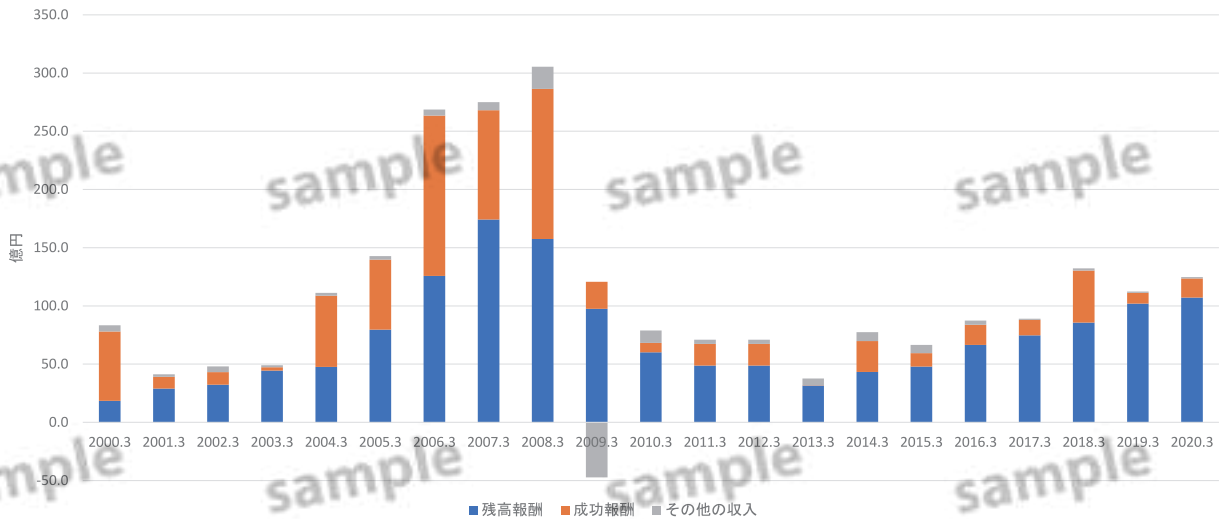
<sup>[20]</sup> GoogleFinanceにて作成

<sup>[21]</sup> スパークス有価証券報告書から作成

## 5. スパークス損益計算書<sup>[22]</sup>

	Mar-01	Mar-02	Mar-03	Mar-04	Mar-05	Mar-06	Mar-07	Mar-08	Mar-09	Mar-10	Mar-11	Mar-12	Mar-13	Mar-14	Mar-15	Mar-16	Mar-17	Mar-18	Mar-19	Mar-20
	01.3	02.3	03.3	04.3	05.3	06.3	07.3	08.3	09.3	10.3	11.3	12.3	13.3	14.3	15.3	16.3	17.3	18.3	19.3	20.3
営業収益																				
委託者報酬	485	720	1,650	3,783	4,701	6,999	4,746	2,927	2,269	1,663	1,179	1,004	593	1,970	1,405	2,779	2,907	4,392	4,389	5,094
投資顧問料	3,424	3,597	3,086	7,090	9,274	19,348	22,066	25,715	9,798	5,154	5,564	3,320	2,600	5,009	4,536	4,824	5,391	7,829	6,189	6,665
営業投資有価証券売買損益									-4,898	442										
営業投資有価証券評価損益																				
その他営業収益	218	487	164	245	303	517	692	1,909	166	631	357	167	573	772	712	1,139	607	1,006	659	716
営業収益計	4,127	4,805	4,900	11,117	14,278	26,864	27,504	30,552	7,335	7,893	7,101	4,493	3,767	7,752	6,654	8,743	8,907	13,227	11,239	12,476
営業費用及び一般管理費	2,870	3,041	3,856	4,429	6,486	10,461	17,853	22,932	15,980	8,852	7,967	5,907	4,610	5,903	5,231	5,764	5,737	6,658	7,338	7,996
営業費・一般管理費率	70%	63%	79%	40%	45%	39%	65%	75%	210%	112%	112%	131%	122%	76%	79%	66%	64%	50%	65%	64%
営業利益	1,256	1,763	1,043	6,688	7,791	16,402	9,650	7,619	-8,045	-959	-865	-1,413	-843	1,848	1,422	2,978	3,169	6,569	3,901	4,479
営業利益率	30%	37%	21%	60%	55%	61%	35%	25%	-110%	-12%	-12%	-31%	-22%	24%	21%	34%	36%	50%	35%	36%
営業外収益	21	46	33	171	32	66	799	1,331	772	776	497	421	379	300	355	147	216	164	226	236
営業外費用	56	82	58	180	151	187	330	794	986	263	630	269	105	89	45	121	206	64	75	292
経常利益	1,221	1,727	1,018	6,678	7,671	16,280	10,119	8,157	-8,259	-446	-998	-1,262	-668	2,059	1,731	3,004	3,179	6,668	4,051	4,423
経常利益率	30%	36%	21%	60%	54%	61%	37%	27%	-113%	-6%	-14%	-28%	-15%	27%	26%	34%	36%	50%	36%	35%
特別利益	1			19	31	13	349	2,083	4,560	2,979	88	33	199	38	1	556	87	20	96	46
特別損失	3	39	18	41	64	14	191	1,078	18,208	1,963	2,145	2,962	1,431	1	81	197	74	391		500
税金等調整前当期純利益	1,219	1,688	999	6,657	7,638	16,279	10,277	9,162	-21,906	569	-3,056	-4,191	-1,801	2,097	1,651	3,363	3,193	6,297	4,148	3,969
法人税等	526	807	440	2,943	3,230	6,516	5,441	4,572	1,666	-78	316	190	383	400	109	631	840	1,607	954	1,666
当期純利益	692	882	560	3,381	4,264	8,894	3,779	3,213	-23,317	398	-3,372	-4,381	-2,185	1,697	1,542	2,732	2,352	4,690	3,194	2,302
当期純利益率	17%	18%	11%	30%	30%	33%	14%	11%	-318%	5%	-47%	-98%	-58%	22%	23%	31%	26%	35%	28%	18%
親会社株主に帰属する当期純利益											-3,698	-4,539	-2,203	1,637	1,499	2,685	2,346	4,681	3,246	2,301

## 6. スパークス営業収益の内訳の推移<sup>[23]</sup>



## 7. スパークス営業費用・一般管理費の推移<sup>[24]</sup>

	2000.3	2001.3	2002.3	2003.3	2004.3	2005.3	2006.3	2007.3	2008.3	2009.3	2010.3	2011.3	2012.3	2013.3	2014.3	2015.3	2016.3	2017.3	2018.3	2019.3	2020.3
支払手数料	669	744	537	806	804	1,599	2,903	3,265	3,558	1,484	960	767	483	459	1,017	814	1,008	1,020	1,162	1,753	1,857
委託計算費	32	55	98	78	172	195	236	247	205	127	71	71	23	16	17	19					
その他	80	159	152	165	180	295	387	467	422												
人件費	740	1,135	1,283	1,534	1,960	2,453	4,151	7,555	11,059	6,290	3,379	3,413	2,176	1,651	2,287	2,006	2,305	2,305	2,686	2,577	2,746
旅費交通費	69	138	166	207	229	288	349	447	692	529	219	193	136	98	175	146	187				
不動産賃貸料	76	137	191	288	290	371	500	804	821	913	732	474	429	262	242	239	303				
事務委託費	86	154	153	200	217	374	606	964	1,421	1,070	646	366	260	235	261	261	321				
減価償却費				141	167	166	249	353	372	299	202	149	74	42	57	56	112				
のれん償却費								2,230	2,772	3,065	1,522	1,671	1,492	1,128	990	722	311	311			
その他	248	367	502	417	499	766	1,117	1,527	1,564	1,521	1,062	858	782	708	853	967	1,195				
合計	1,968	2,866	3,039	3,856	4,424	6,484	10,457	17,848	22,928	15,376	8,849	7,962	5,903	4,606	5,898	5,228	5,761				

<sup>[22]</sup> スパークス有価証券報告書から作成

<sup>[23]</sup> スパークス有価証券報告書から作成

<sup>[24]</sup> スパークス決算説明資料、有価証券報告書から作成

## 8. スパークス人員推移<sup>[25]</sup>

年度	01.3	02.3	03.3	04.3	05.3	06.3	07.3	08.3	09.3	10.3	11.3	12.3	13.3	14.3	15.3	16.3	17.3	18.3	19.3	20.3
従業員数（人）	53	65	80	87	126	184	253	284	270	203	168	142	122	132	117	135	133	140	158	169
臨時雇用者数（人）									35	31										

<sup>[25]</sup> スパークス有価証券報告書から作成



sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

---

不 許 複 製

---

慶應義塾大学ビジネス・スクール

---