

DF企業ガバナンス部会第13期第8回セミナー

「投資される経営 売買される経営」

開催日時：2018年5月16日（水）午後2時～4時

講師：みさき投資株式会社 代表取締役社長 中神康議氏

テーマ：「投資される経営 売買される経営」

場所：日本ビル10階セミナールーム

参加者：47名

2018年5月16日（水）午後2時～4時に日本ビル10階セミナールームに於いて、みさき投資株式会社 代表取締役社長 中神康議氏をお招きし第13期第8回セミナーを開催しました。参加者は47名で、講演の最後には活発な質疑応答が行われた。また、出席者からは投資家の立場におけるマクロ的な視点で具体例が示されるなど、ポイントを分かりやすく解説して頂き、理解が深まったと大変好評であった。

【講演要旨】

1. なぜ投資家は分かりづらい行動をとるのか ～ 投資家生態学

- (1) 投資家を理解するための出発点；①投資家は付加価値が薄い稼業、そのため、②自分以外の何か、例えば割安株を探すことなどに依存しがちであり、③投資家は様々な方法を取捨選択することで依存度を下げる努力をしている
- (2) 我が国機関投資家の特徴；欧米のそれと比較して短期で横並び志向
- (3) 日本に「短期・順張り」投資家が多いのはなぜか？；日本の企業が長期的持続的に利益成長していないから。この10年間で株主資本コストを上回った上場企業は僅か25%。即ち「株主価値破壊企業」が4分の3を占める。また株主側から見ると長期の「金主」が不在

2. 会社には（当たらずとも遠からずの）「絶対価値」がある

- (1) 長期投資家の基本原理（1）；①周りに背を向ける＝PERやPBRなど「相対価格」は気にしない。周りとは違う投資行動をとる。②苦しくても自らの信念に従う。個別の会社にはキャッシュフローベースの「絶対価値」がある。③「価値」と「価格」は全く別物と考える
- (2) 会社の「絶対価値」をどう算出するか；①第1層：資産バ



リユー（B/Sベースによる「再調達価格」を導き出す）、②第2層：収益バリュー（P/Lベースによるノーマライズする。将来の成長はあてにしない）、③第3層：成長バリュー（最も推定困難で不確実性が高い）。この第2層と第1層の差を最重要概念の「超過利潤」と考える。「超過利潤」の有無が長期投資される経営と短期売買される経営の分岐点のひとつとなる

3. 持続的に価値が上がる会社とはどんな会社か？

- (1) 「長期投資家」は「長期調査家」でもある；初期調査では1社150頁に及ぶ報告書を作成し徹底して分析する。経営者、長期財務分析、製品の壁、技術の壁、競合の壁、社史、役員人事の変遷、海外競合動向、グループ経営など
- (2) 長期投資家の基本原理（2）；「みさきの公理」 $V = (b \times p) m$ ここで、 V =持続的企業価値の増大、 b =business（事業は優れているか？=障壁を持っているか？）、 p =people（人に賭けられるか？）、 m =management（経営は変わるのか？）。
- (3) "m"改善による価値向上の事例（1）「調剤薬局」；製造業コンサルを導入し待ち時間短縮⇒顧客満足＋在庫減によるキャッシュフロー改善＋薬剤師の生産性とモチベーションアップ⇒M&Aによる事業拡大により時価総額は4倍に
- (4) "m"改善による価値向上の事例（2）「育児用品メーカー」；海外成長戦略を一緒に練って実行に移した⇒海外売上比率10%が50%超へ、営業利益率6%が15%、ROEが20%に、時価総額は250億円から5,000億円へ
- (5) 投資される経営と売買される経営の分岐点；① $V = (b \times p) m$ において、 b と p は個別企業の固有性が高く定数項になりがち。しかし"m"を磨きぬいて行くことができれば絶対価値は持続的に上昇し、投資家も長期投資が容易になる、②個別企業の枠を超えて業種横断的・国境横断的に経営クオリティを観ている投資家との「対話」が有効、③「長期投資」とは経営者と投資家の共同作業の賜物、社外取締役の役割もこの"m"の洗練・移植にあるのでは？

4. 「投資される経営」のための基本ガイド（抜粋）

- (1) ROEについて=センターピンを外していませんか？ $ROE = \text{マージン} \times \text{回転率} \times \text{レバレッジ}$ だが、日本企業は欧米企業と比べマージンが低い。問題は「事業経営力」そのものにある
- (2) 成長について=「成長」と「膨張」は全く違う、日本企業の売上高は伸びているが、利益率は低下傾向

- (3) 「成長」と「膨張」=その投資判断、本当ですか？；日本企業は投資回収率はずっと下がって来たにも拘らず、固定資産を積み上げている。いまだ売上至上主義？
- (4) 「成長」と「膨張」=そのM&A、本当ですか？；大型買収案件は一部を除き失敗している、自社の絶対価値の算定が必須、そして常に"Wish List"を保有する
- (5) 株主還元について=長期投資家が嫌いなことは何か？；日本では配当性向と総還元性向は横並びが多いが、米国企業は両方ともゼロの場合あり（自社株も投資対象に
- (6) （期投資家が嫌いなこと、好きなこと；①経営は固有解、②長期投資の最大の敵はブれること、③最後の砦は「この経営者に最後まで賭けられるか？」
- (7) 尊敬できる経営者と働くことの喜び；多くの名経営者と一緒に働いた幸せ
- (8) 最後に残された経営フロンティア；企業を取り巻く3つの市場=①製品サービス市場、②労働市場、③資本市場、「経営深化は常に市場との接点から生まれる」という事実。世界一厳しい顧客に品質を鍛えられ、世界に誇る労使協調体制を構築してきた日本企業、次は機関投資家の意見に耳を傾け、新たな経営フロンティアを切り開いてゆくことが日本企業経営の進化の切り口
- (9) 企業経営者の指針;日立製作所の川村隆元会長「誰にとっても自分を100%客観的に見ることは難しい。会社の評価の際、カメラの役割をするものの一つは機関投資家の目だ。大抵は機関投資家の評価が正しく、自分達が甘い
- (10) 投資家に求められる気概；45年前の松下翁の洞察「株主は自ら会社の主人公であるということを正しく自覚し、認識していなければならない。会社の主人公たる権威と見識を持って会社の経営者を叱咤激励するということも大いに望ましい

尚、講演の後、活発なQ & Aが展開され、高度な専門用語が飛び交う場面もあり、参加者一同、充実したひと時を過ごしたことを付言しておきます。

以上