

2016年度経営層向け研修プログラム  
企業価値向上セミナー「企業価値向上経営の実践に向けて」



## 投資される経営、売買される経営

---

2016年9月12日  
みさき投資株式会社 中神康議





# 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

---



# 投資家を理解するための出発点

---

## 投資家という職業の「宿命」

### ■投資家とは「付加価値が薄い稼業」

#### ➤上場企業投資でいえば、

- 誰もが買えるものを、誰もが買える値段で買い、
- なにも足すことなく、誰もが売る値段でしか売れない、という悲しいサガ・・・

### ■付加価値が薄いということは、「自分以外への何か」に依存する割合が大きいということ

#### ➤投資先への依存度が極端に高い

- 鵜の目、鷹の目で割安株を探す
- 業績予想に、異常なほどエネルギーを傾ける
- 株価に対して、極端に神経質や保守的になる

### ■様々な方法を駆使・取捨選択して、なんとか「依存度の高さ」に対処しなければならない生物

#### ➤「投資家の多様性」のみなもと

# 「投資家」は決して一様ではない

国内投資家 大型株投資家 個人投資家	VS. VS. VS.	海外投資家 中小型株投資家 機関投資家
パッシブ投資家 バリュー投資家	VS. VS.	アクティブ投資家 グロース投資家
順張り投資家	VS.	逆張り投資家
「早耳競争」投資家	VS.	長期ストーリー投資家
多数分散投資	VS.	少数厳選投資
長期(視点)投資家	VS.	短期投資家

# 我が国機関投資家の際立った二つの特徴

## 質問：投資期間はどの程度か？

(%)

	日本	ドイツ	USA
数日	6.7	0.8	2.0
数週間	16.8	13.2	0.7
2-6カ月	<b>49.2</b>	59.3	20.8
6-12カ月	19.1	21.3	<b>38.9</b>
数年	8.2	5.4	<b>37.6</b>
合計	100	100	100

■ 最も短期的な投資行動

## 質問：トレンドをフォローするタイプか？

(%)

	日本	ドイツ	USA
非常に強い	2.4	2.3	1.4
強い	27.2	13.5	4.1
やや強い	<b>32.8</b>	34.4	15.5
やや弱い	17.3	24.3	27.0
弱い	15.3	17.0	<b>35.1</b>
非常に弱い	5.2	8.5	16.9

■ 最も周囲に同調する投資行動

出所：M.Suto, L.Menkohoff and D.Beckman  
(各国の機関投資家へのアンケート調査)

■ 日本市場は経営者からすると、最も付き合いづらいマーケットかも・・・

# 日本に「短期・順張り」投資家が多いのはなぜ？

---

## ＜経営側の問題＞

- 1960年以降（継続してデータが収集できる）一部上場企業1013社で
  - 3年に一回以上の頻度で過去最高益を更新できたのは12%（128社）
  - 年率5%に相当する利益成長を実現できたのはさらに少ない7%弱（69社）・・・  
神戸大学三品教授の長期分析
- この10年間で株主資本コストを上回ってきた上場企業は25%しかない
  - 4分の3の企業が、「株主価値破壊企業」  
「山を動かす研究会」の分析

## ＜市場側の問題＞

- 長期の「金主」がない・・・
  - （みなさんの企業年金基金は大丈夫ですか？）



## 2. 会社には(当たらずとも遠からずの)「絶対価値」がある

---



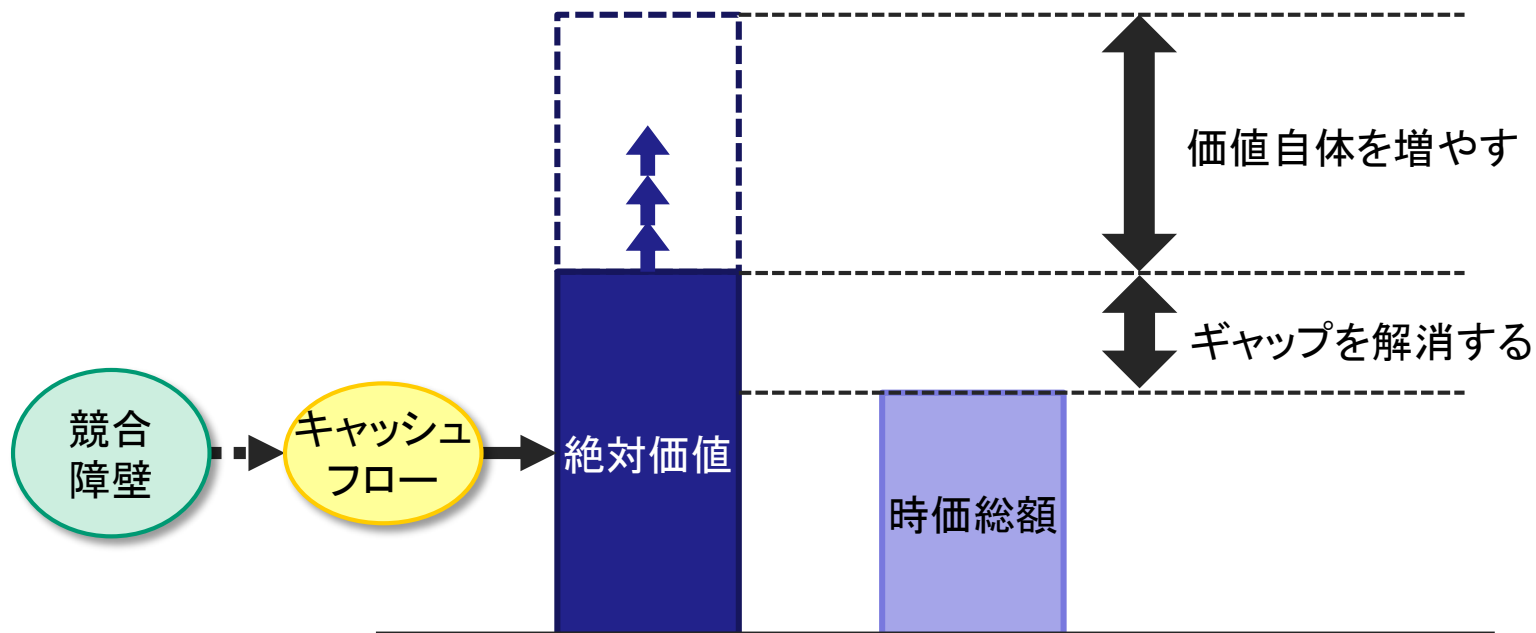
## 長期投資家の行動原理(1)

### ■ 周りに背を向ける

- PERやPBRといった「相対価格」は気にしない
- 会計上の利益は気にしない
- 周りと違う投資行動をとる
  - 極端に割安になった場合、大喜びで買い増す・買い支える
  - 極端に割高になった場合、冷やし玉を出す

### ■ 苦しくても自らの信念に従う。掘りどころを持つ

- 個別の会社には、(当たらずとも遠からずの)『絶対価値』がある





# 会社の「絶対価値」をどう算出するか

## 【第一層：資産バリュー】

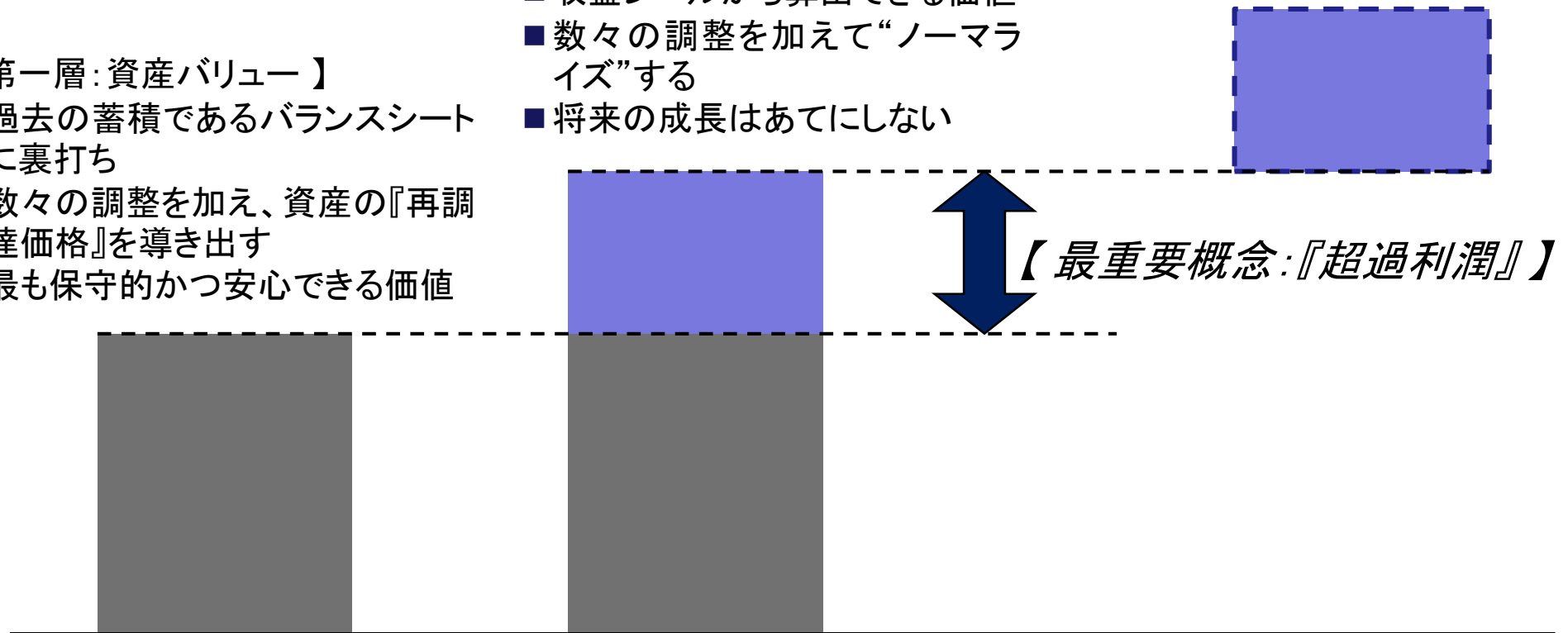
- 過去の蓄積であるバランスシートに裏打ち
- 数々の調整を加え、資産の『再調達価格』を導き出す
- 最も保守的かつ安心できる価値

## 【第二層：収益バリュー】

- 収益レベルから算出できる価値
- 数々の調整を加えて“ノーマライズ”する
- 将来の成長はあてにしない

## 【第三層：成長バリュー】

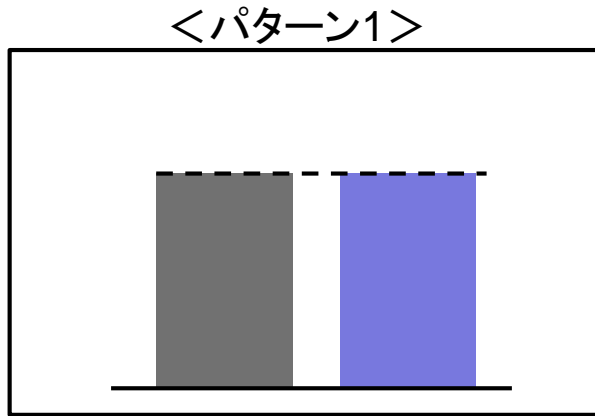
- 最も推定困難で、不確実性が高い
- しかも、成長が常に価値をもたらすとは限らない



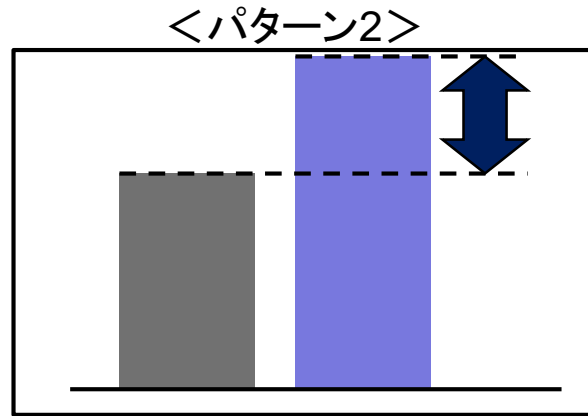
■『超過利潤』の有無が、長期投資される経営と、短期売買される経営の分岐点

# 『超過利潤』の意味するところ

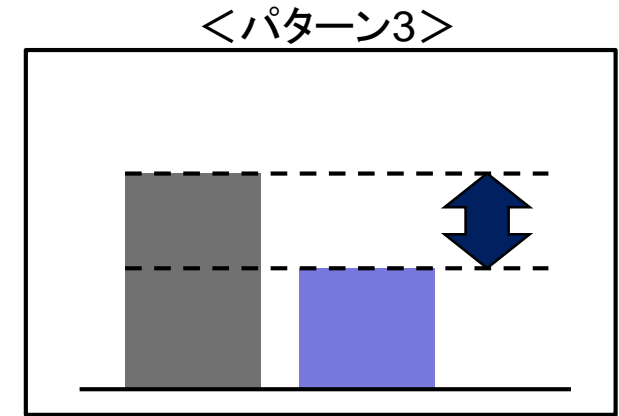
- 経済学の教えによれば、再調達価格を超えた収益などというものは本来、出るはずがない。
  - 再調達価格とはそもそも「超過利潤が出ないギリギリの価格」、という定義



- 経済学的均衡
- 理論どおりの状態



- 経済学的不均衡
  - 再調達価格を上回る価値
- 理論では説明できない「何か」
  - 経営者が素晴らしい手腕
  - or
  - ず抜けた競争障壁



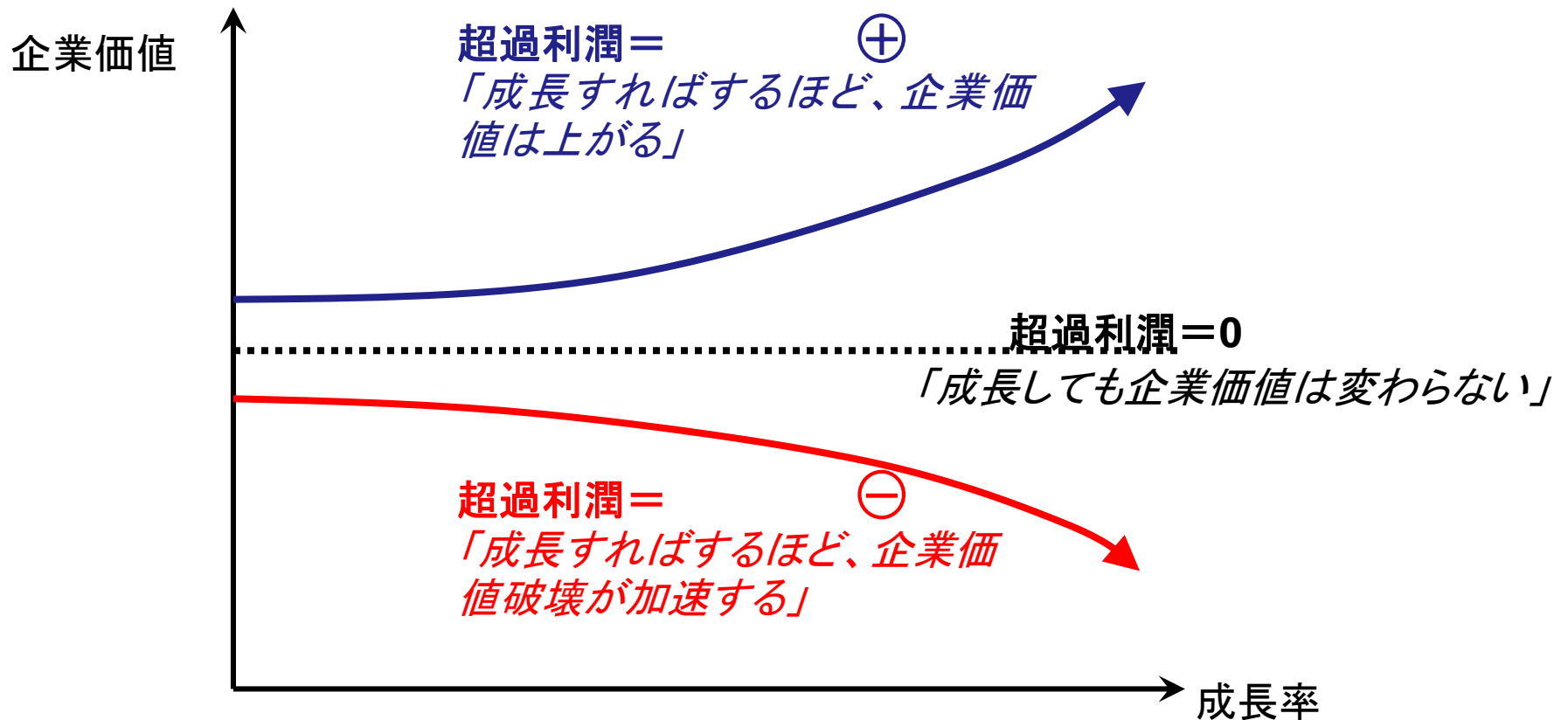
- 経済学的不均衡
  - 当然出る収益が出ていない
- 理論では説明できない「何か」
  - 経営者の手腕が劣悪
  - or
  - 産業全体が過剰設備



- 産業構造・競争障壁、そして経営手腕の分析に他ならない
  - 「付加価値が薄く、依存度が高い」投資稼業の成否を握る分析

# 「成長」の落とし穴

## 企業価値理論のABC



- 超過利潤を出せていない会社の成長バリューは、算定されもしない。
  - 超過利潤がマイナスの会社の成長は、単に価値破壊を加速するだけ



### 3. 持続的に価値が上がる会社とはどんな会社か？

---



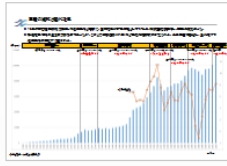
# 「長期投資家」とは「長期調査家」、でもある・・・ 初期調査内容



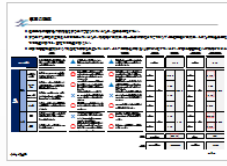
0



1



2



3



4



5



6



7



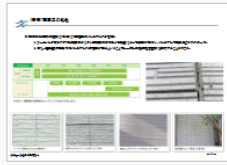
8



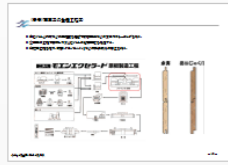
9



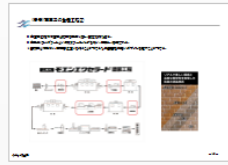
10



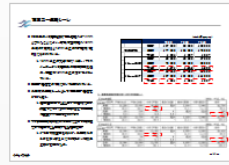
11



12



13



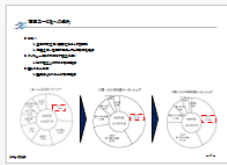
14



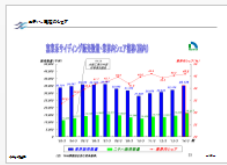
15



16



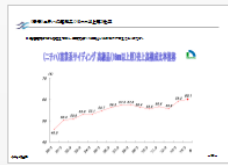
17



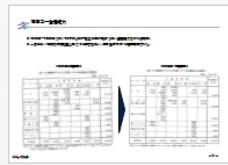
18



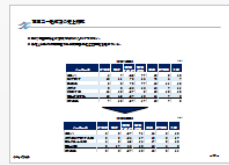
19



20



21



22



23



24



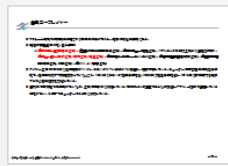
25



26



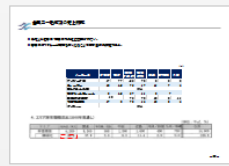
27



28



29



30



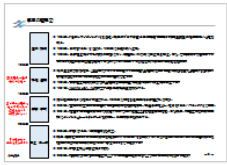
31



32



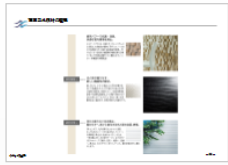
33



34



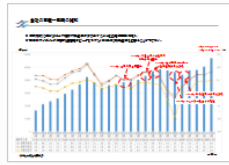
35



36



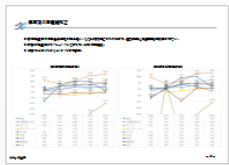
37



38



39



40



41



42



43



44



45



46



47



48



49



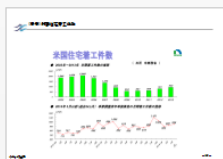
50



51



52



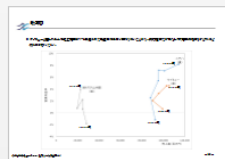
53



54



55



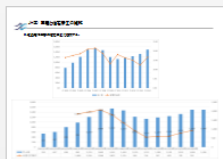
56



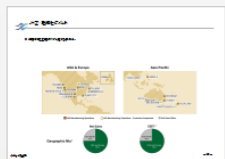
57



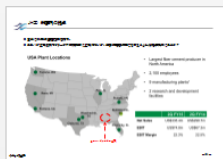
58



59



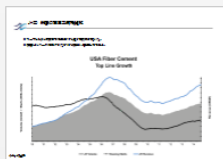
60



61



62



63



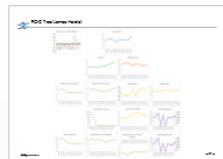
64



65



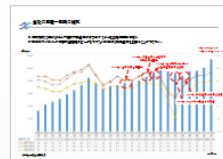
66



67



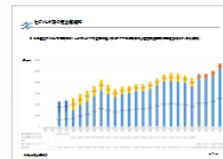
68



69



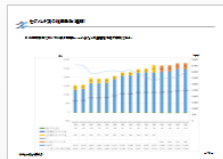
70



71



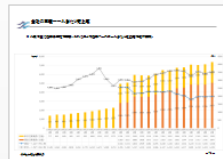
72



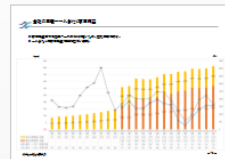
73



74



75



76



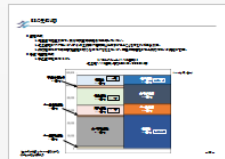
77



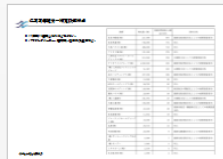
78



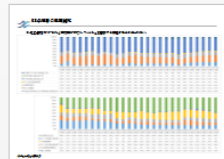
79



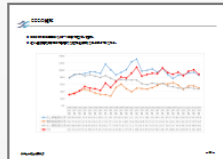
80



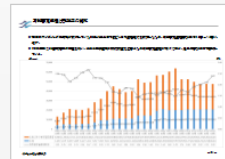
81



82



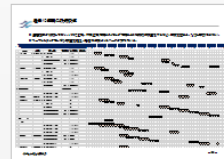
83



84



85



86



87



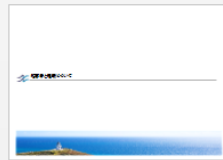
88



89



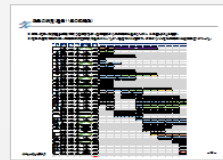
90



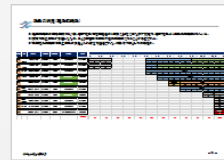
91



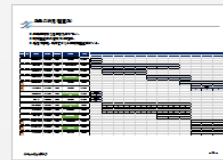
92



93



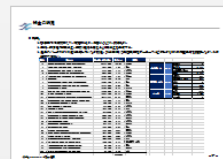
94



95



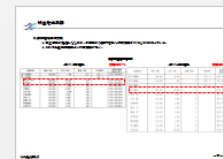
96



97



98



99

# 長期投資家の基本原理(2)

## 『みさきの公理』®

$$V = \left( b \times p \right)^m$$

持続的企業価値  
の増大

(business)  
『事業』  
は優れているか?

- 独特の強みに根ざした「障壁」を築いているか?
- 競争優位を確保しているか?
  - 供給面での競争優位
  - 需要面での競争優位
- “ストーリー”
  - 「賢者の盲点」や好循環

(people)  
『ヒト』  
に賭けられるか?

- 経営陣は『HOP』か?
  - Hungry
  - Open
  - Public
- 組織運営はスムーズか?
  - Management Depth  
はあるか
- 企業文化は健全か?

(management)  
『経営』  
は変わるのか?

- 事業戦略・経営戦略
- 事業ポートフォリオ管理
- 高収益体へのこだわり
- 投資/撤退基準
- 戦略的プライシング
- CCC
- SCM、在庫管理
- 組織・責任管理体制
- 最適資本構成
- 最適現金比率
- ガバナンス態勢
- 経営者報酬
- ...

## 投資される経営と売買される経営の分岐点(2)

---

$$V = \left( b \times p \right)^m$$

- 『b』や『p』は個別企業の固有性が高く、また、定数項になりがち
- しかし、『m』を磨きぬいてい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
- 持続的価値増大を狙うとすれば、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」が有効なのではないか？



「長期投資」とは、経営者と(ごく一部の)投資家の共同作業の賜物



## 4. 「投資される経営」のための基本ガイド(抜粋)

---



# ROEについて — センターピンを外していませんか？

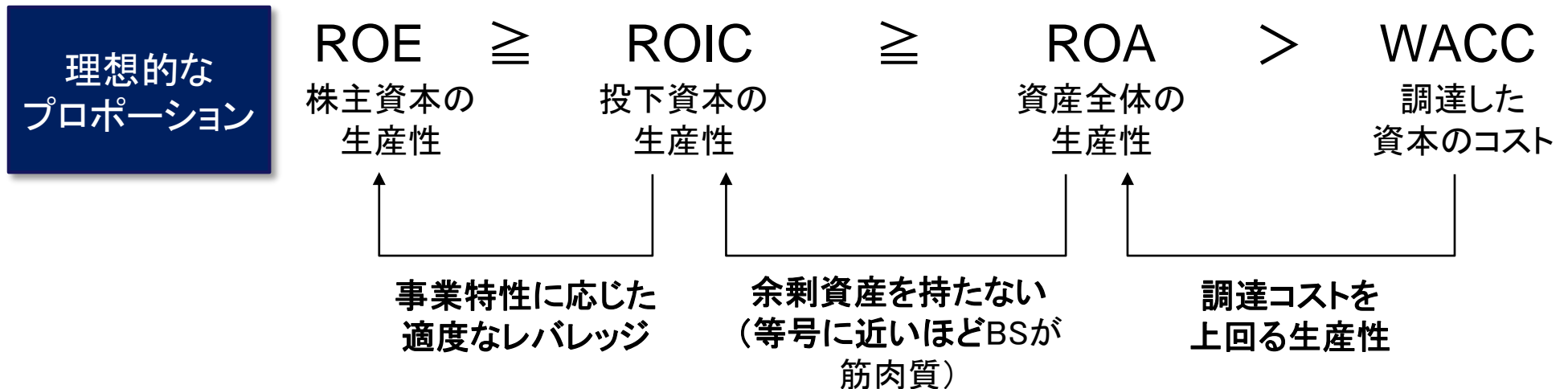
		ROE	マージン	回転率	レバレッジ
日本 Topix 500	製造業	6.8%	3.5%	0.92	1.89
	非製造業	6.5%	3.2%	0.88	2.25
	全体平均	6.7%	3.4%	0.91	1.99
<hr/>					
米国 S&P 500	製造業	18.3%	8.9%	0.84	2.28
	非製造業	14.7%	8.5%	0.59	2.37
	全体平均	16.3%	8.7%	0.74	2.33
<hr/>					
欧州 STOXX Europe 600	製造業	14.9%	6.9%	0.84	2.41
	非製造業	15.0%	7.9%	0.65	2.67
	全体平均	15.0%	7.4%	0.77	2.53

注：2006~2015年暦年ベース。金融業と異常値を除く。ROE、マージン、回転率、レバレッジはそれぞれ個社データの平均値であるため、後三者を掛け合わせてもROEとは一致しない。  
出所：みさき投資株式会社

- 問題の核心は日本企業の「事業経営力」、そのものにある。
  - 敵対的アクティビストが主張する、資産回転率や財務レバレッジではない
  - 社外取締役を入れれば解決、という類のガバナンス問題でもない

# 資本生産性の理想的バランスとは？

- 長期投資家はROEを金科玉条にしているわけではない
  - いくつかの資本生産性指標を見ている
  - 中でも「純粋な事業収益力」を表すROICを重視する
- 指標間のバランスは、「経営のリトマス試験紙」



## 「リトマス試験紙」から見た事例

製造業A社

ROE 19% > ROIC 10% > ROA 8% < WACC 9%

- ROIC・ROAともにWACCを大きく超えているわけではない
- ROE自体は高いが、ROIC・ROAとの差が大きく、財務レバレッジで高いROEが出ているだけにすぎない可能性あり

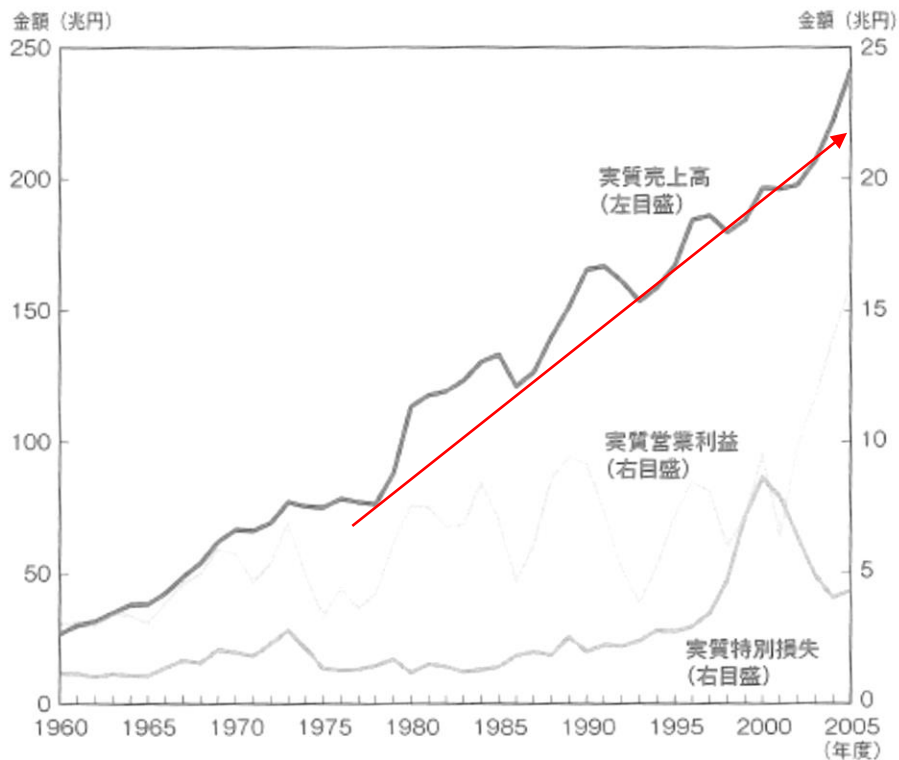
IT企業B社

ROE 40% < ROIC 160% > ROA 49% > WACC 8%

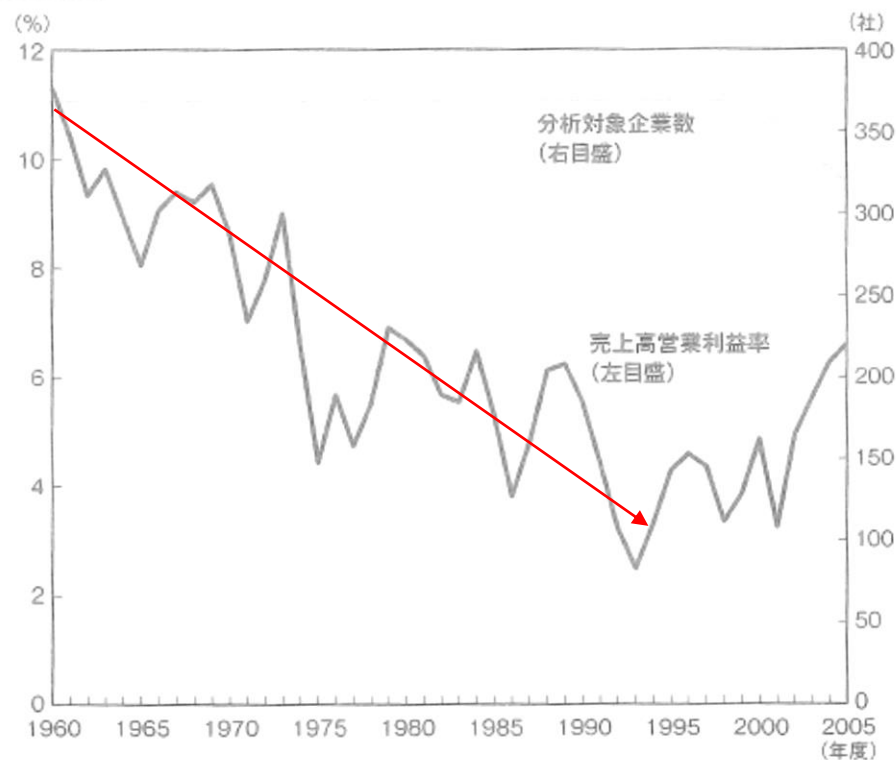
- どの資本生産性指標を見ても素晴らしく高いが、不等号の向きが正しくない
  - 保有現金をマネジメントしていないため、ROEがROICの4分の1になっている

# 成長について — 「成長」と「膨張」はまったく違う

## 【日本企業の売上高の推移】



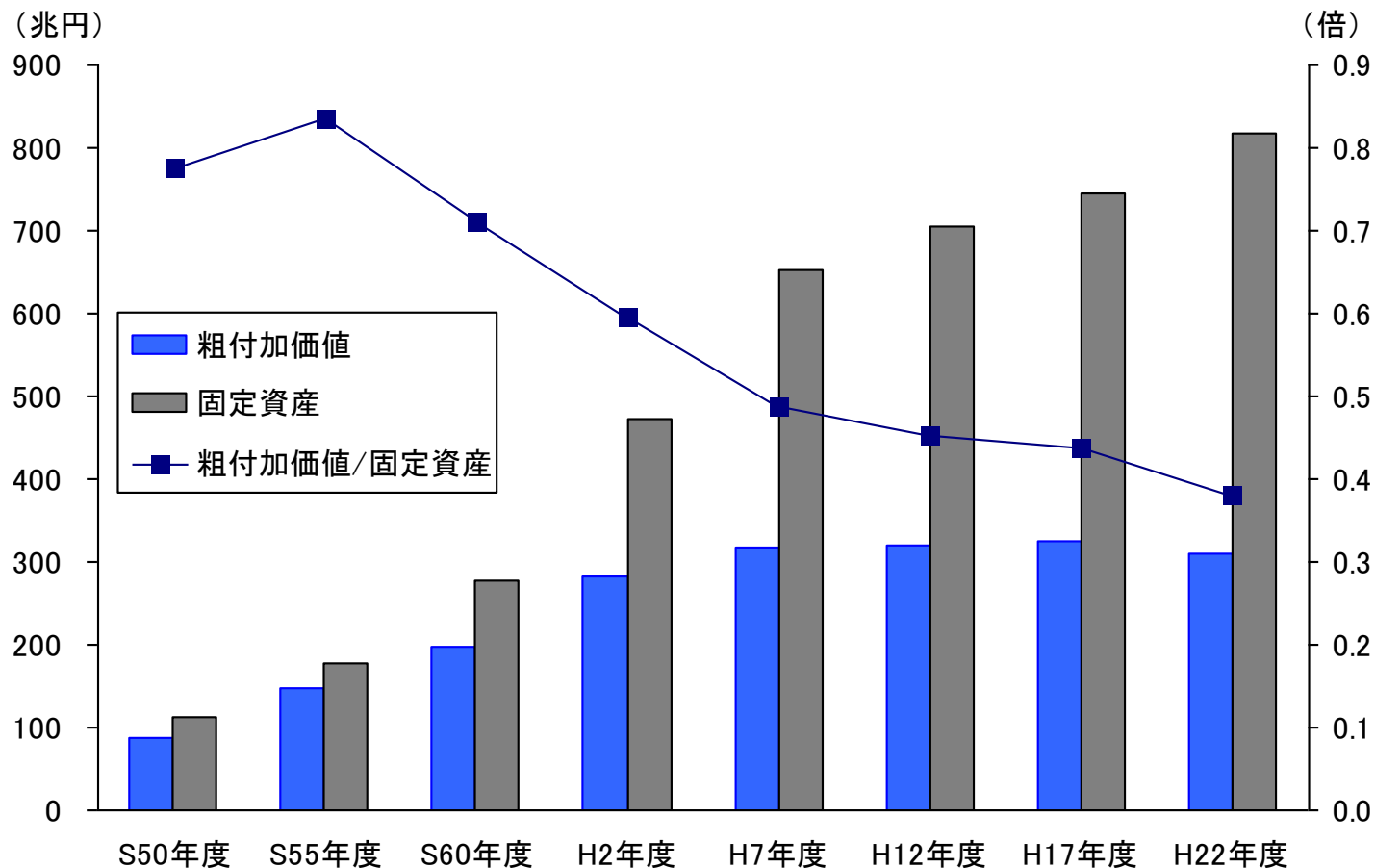
## 【日本企業の利益率の推移】



- 売上だけで見れば、日本企業は十分に成長している
  - 問題は利益「率」を削りながら、売上だけを追い求めていること

# 「成長」と「膨張」 — その投資判断、本当ですか？

【企業投資効率(粗付加価値/固定資産):全規模全産業】



注) 粗付加価値 = 付加価値 + 減価償却費  
 出所: 財務省「法人企業統計」  
 みさき投資株式会社分析

- 投資回収率はずっと下がってきたにもかかわらず、固定資産を積み上げている・・・
  - いまだ売上至上・成長至上主義？

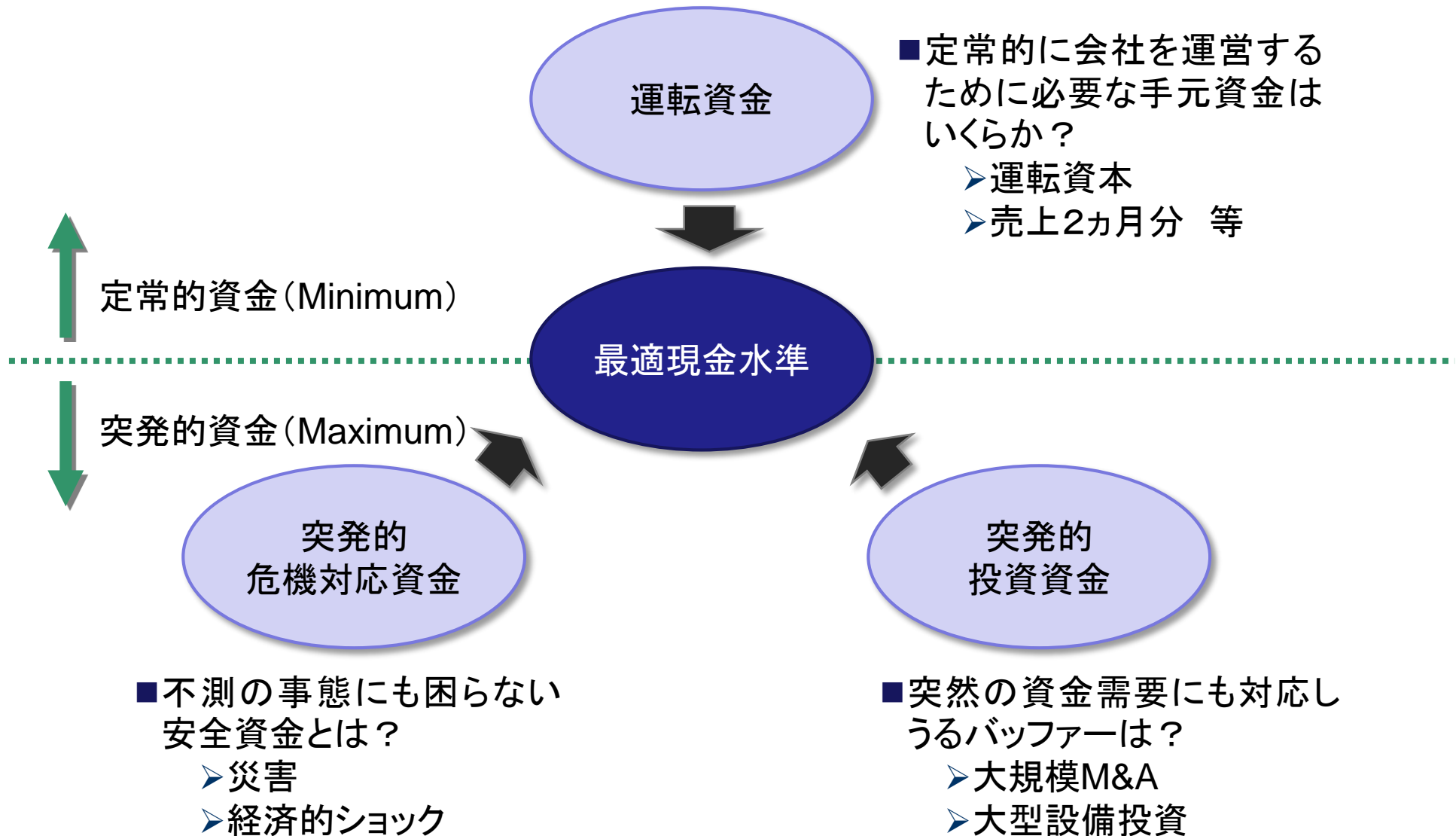
# そのM&A、本当ですか？

## 日本企業による過去の大型海外企業買収の顛末

会社名(当時)	買収年	買収金額(億円)	対象国	対象企業	その後の経営状況
NTTドコモ	2000	11,380	米国	AT&Tワイヤレス	2004年に7,000億円で売却
JT	1999	9,400	(米国以外)	RJRインターナショナル	EBITDAは2000年の3.4億ドルから2006年に10.9億ドルに
松下電器	1990	7,800	米国	MCA	1995年に4,730億円で売却
ソニー	1989	6,440	米国	コロンビアピクチャーズ	1994年にのれん代償却で3,100億円の損失
NTT	2000	6,000	米国	ベリオ	2005年までに計8,000億円の評価損を計上
NTTドコモ	2000	4,080	オランダ	KPNモバイル	2005年に750億円で売却
ブリヂストン	1988	3,300	米国	ファイアストーン	追加経営支援後、93.12期に黒字化
古河電工	2001	2,800	米国	ルーセントの光ファイバー事業	04.3期にリストラ。特損1,663億円
日立	2002	2,500	米国	IBMのHDD事業	07.3期に評価損1,600億円
NEC	1995	2,000	米国	パッカードベル	1999年に清算。特損1,900億円
三菱地所	1989	2,000	米国	ロックフェラーセンター	1995年にChapter11。評価損1,500億円
富士通	1990	1,900	英国	ICL	03.3期まで赤字
新日鉱HD	1988	1,500	米国	グールド	1994年に清算。損失額920億円
富士通	1997	1,000	米国	アムダール	大型汎用機から撤退。北米事業は05.3期に黒字化

■その勢い、後輩たちにつけを負わすことになりませんか？

# 最適現金水準について – フレームワークを持って考える



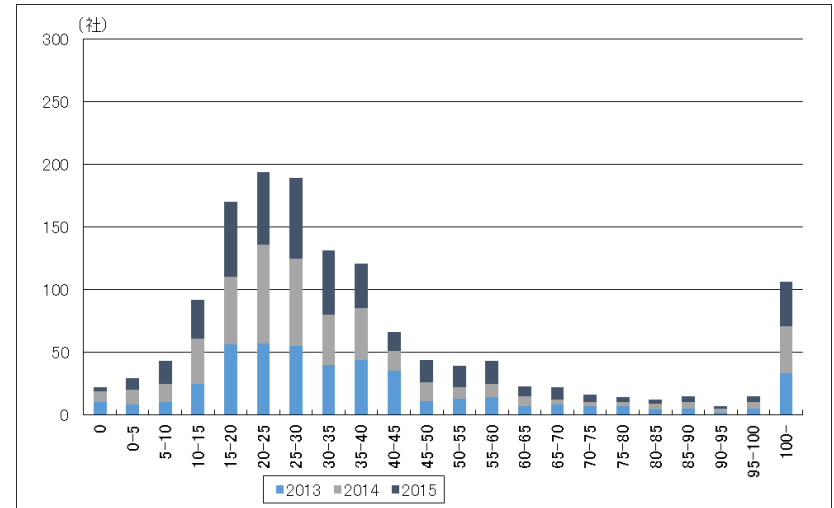
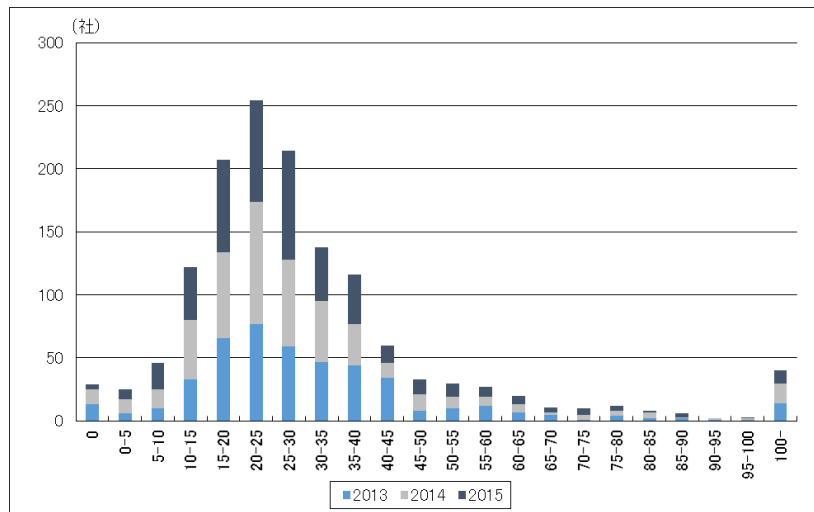


# 株主還元について — 長期投資家が嫌いなことは何か？

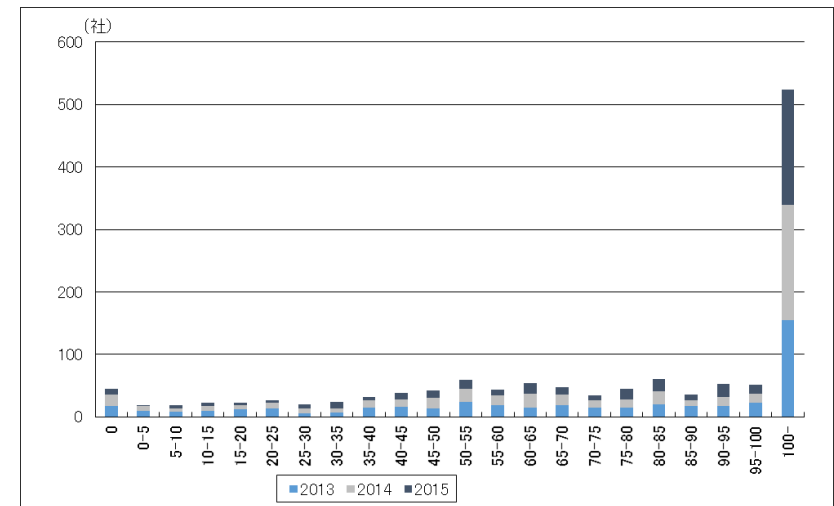
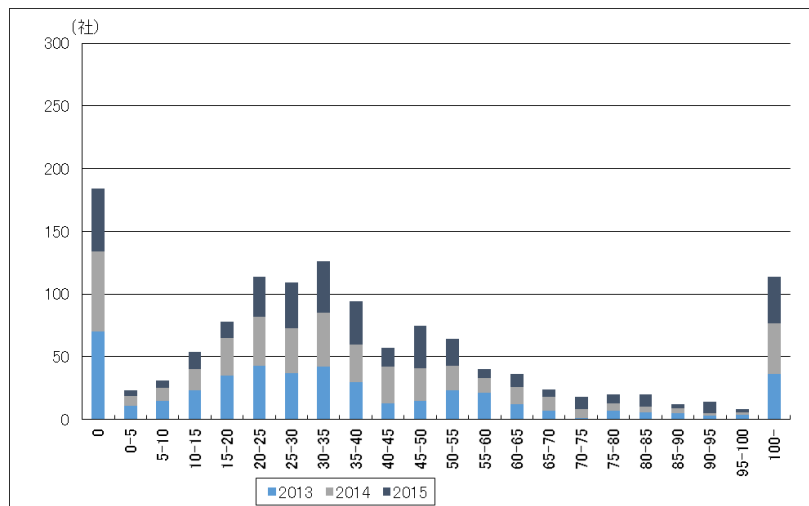
【配当性向】

【総還元性向】

日本企業



米国企業



## 長期投資家が嫌いなこと、好きなこと

---

■ 小手先の数字合わせや横並び思考、思考停止や観念論、ゆるみ…

➤ 「経営は固有解」

- 教科書論や物真似で競争に勝っていけるほど甘いものではない
- 世の中がどう動こうとも、なにが流行りになろうとも、自らの内なる声に従い、自己を律しながら経営していくしか道はない…



■ 倦まずたゆまずゆるまず、「m」を改善することに燃えている経営者がいるのか、いないのか？

➤ 長期投資、最大の敵は行動がブレること

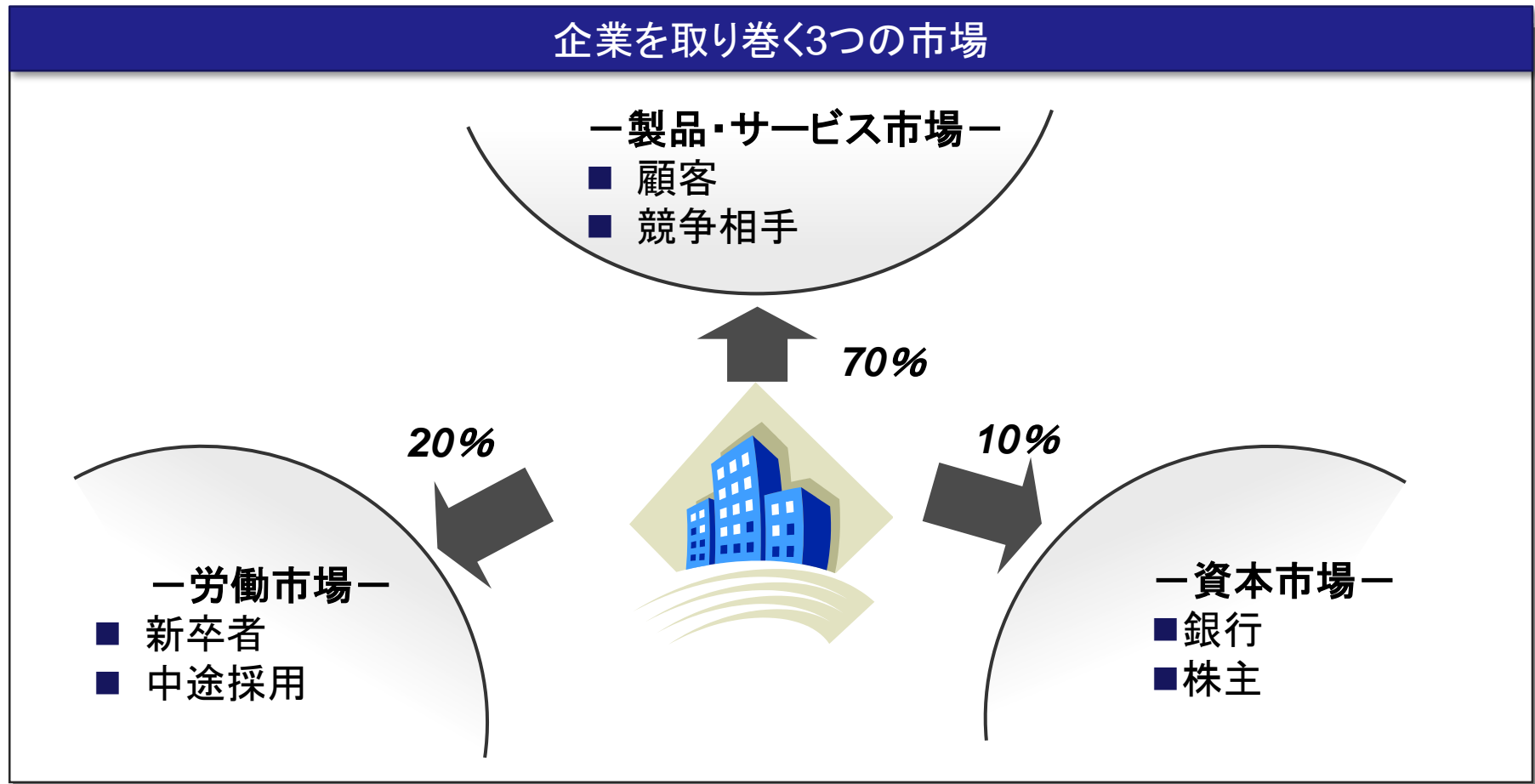
➤ 行動がブレるか、ブレないかの最後の砦は「この人に最後まで賭けられるか？」



■ 「この人が好き、この人の自己規律が好き、だからこの人の経営に賭けたい」という『感情』

➤ 実はこれこそが「投資される経営 売買される経営」の最大の分岐点

# 最後に残された経営フロンティア？



- 「経営進化は常に市場との接点から産まれる」という事実
  - 世界一厳しい顧客に品質を鍛えられ、また、世界に誇る労使協調体制を構築してきた日本企業
- 次は、(一部の)投資家の率直な意見に虚心坦懐に耳を傾け、新たな経営フロンティアを切り拓いてゆくことが日本企業経営の進化の切り口ではないか

## 企業経営者に考えてもらいたいこと

### 日立製作所 川村隆元会長のコメント

「誰にとっても、自分を100%客観的に見るのは難しい。どうしても鼻屑目(ひいきめ)に見てしまう。」

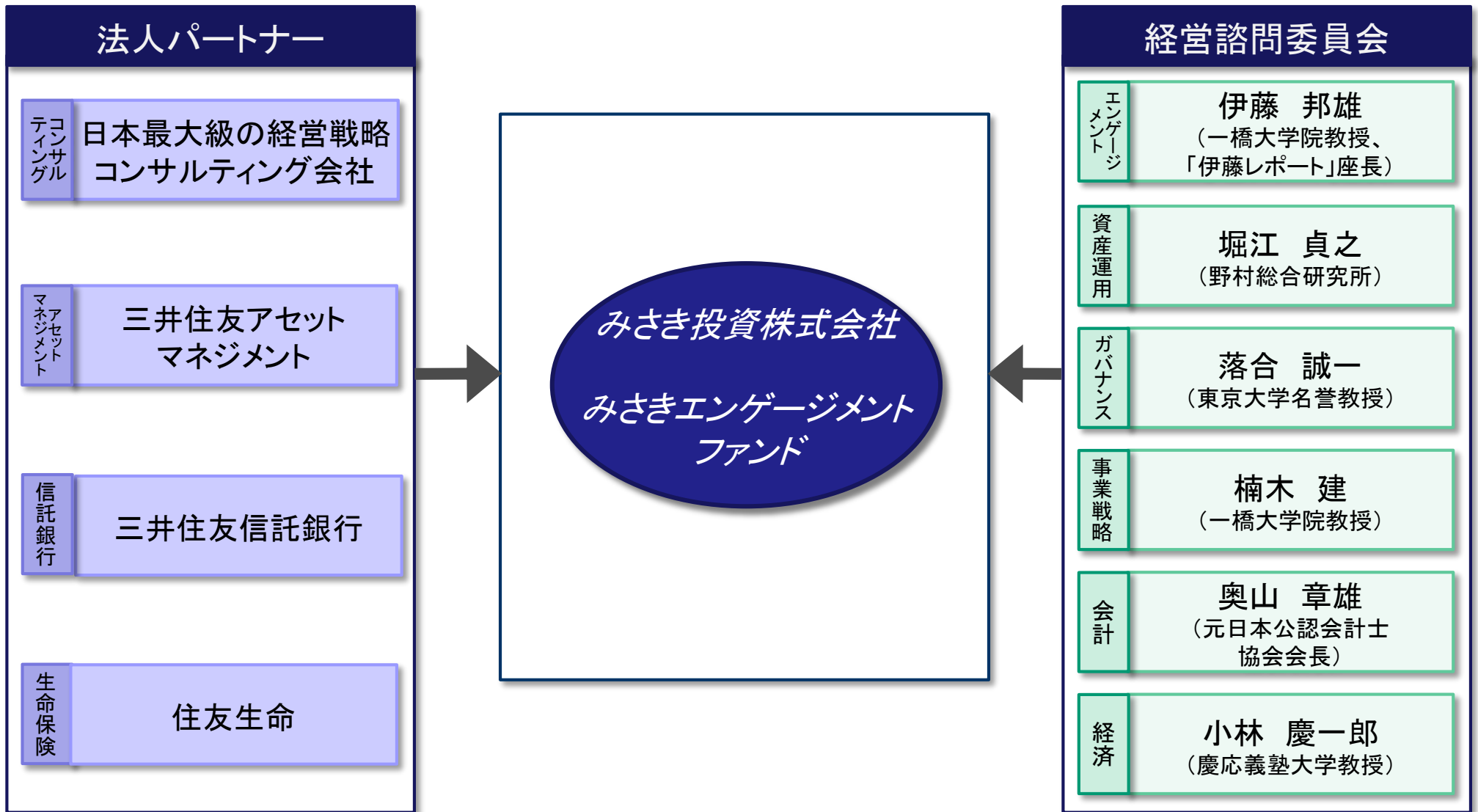
「客観的な目は色々あるが、代表格は例えばカメラである。自分の顔や容姿、ゴルフやスキーのフォームを写真で見て、あっと驚いたり、文句を言ったりする人は多い。自分はこんな年寄り顔じゃないとか、こんなヘッピー腰のスキーヤーじゃないなどと言う。しかし、必ずカメラの方が正しい。」

「会社も同じで、中にいる人はなかなか自分の会社を客観視できないことも多い。うちの会社の評価は低すぎるとか、株価がこんなに低いのはおかしい、などと言う。」

「会社の評価の際、カメラの役割をするものの一つは、機関投資家の目である。鼻屑目無しの客観評価には、社内から『実態を知らない連中がこんな厳しい評価をするなんて』と恨み節が出るが、大抵は機関投資家が正しく、自分達が甘いのだ。」

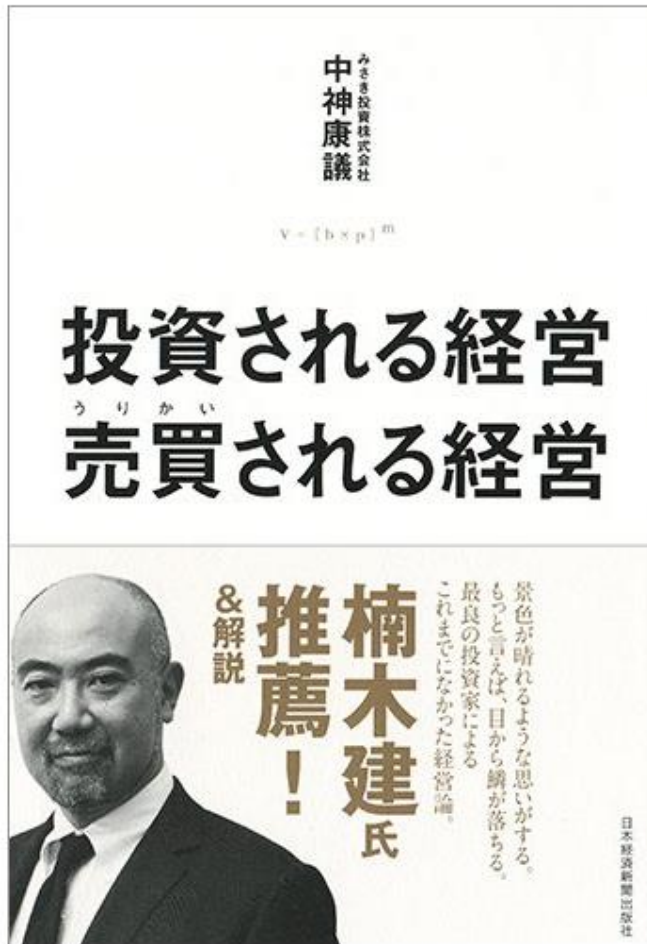
日本経済新聞夕刊 2012年6月11日夕刊

# みさきエンゲージメントファンドのチーム体制



■各界を代表する企業・有識者の方々とともに、「日本発エンゲージメント投資」モデルを世に問う

『投資される経営 売買される経営』



■面白かったと思われたら、ぜひご一読を！