

2019年度「企業価値向上セミナー」



投資家が求める企業価値向上と資本コスト  
～対話の現場からの期待～

---

2019年12月

みさき投資株式会社

中神 康議



本資料は、作成者の個人的な経験・体験に基づき作成されたものであり、記載されているコメント・見解等は、あくまでも作成者個人のコメント・見解等であり、作成者が現在または過去に在籍していた会社やその関係会社等のコメント・見解等ではありません。

また、本資料に含まれるコメント・見解等ほか各種情報は作成日現在で作成者が正しいと認識しているものですが、本セミナーご参加者以外の第三者への開示を予定しておりません。


本資料の全部または一部を、作成者の同意なく第三者に交付または開示することはご遠慮下さい。



## 長期投資家の思考回路

---



 では、どのレベルの複利が必要なのか？  
長期投資家が求めるレベル

---

## 『超過利潤』！

$$( \text{資本生産性} - \text{資本コスト} ) = \text{超過利潤}$$



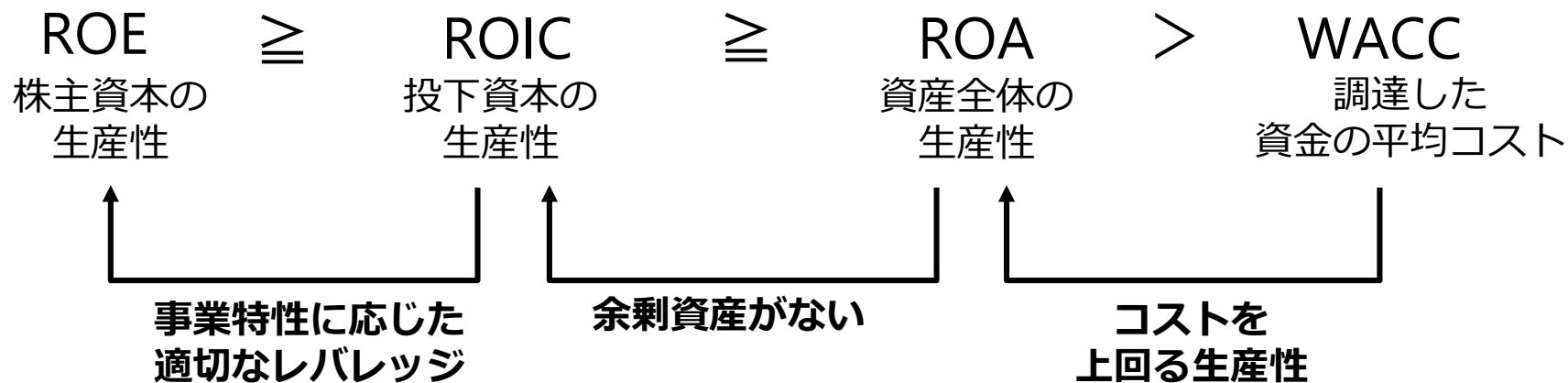
会計上の利益と税務上の利益が異なるように、  
投資家が求める利益もまた異なっている



# 「超過利潤」にもいろいろある

- 長期投資家は、いくつかの資本生産性指標を注意深く見ている
  - ▶中でも、指標間のバランスを見ている

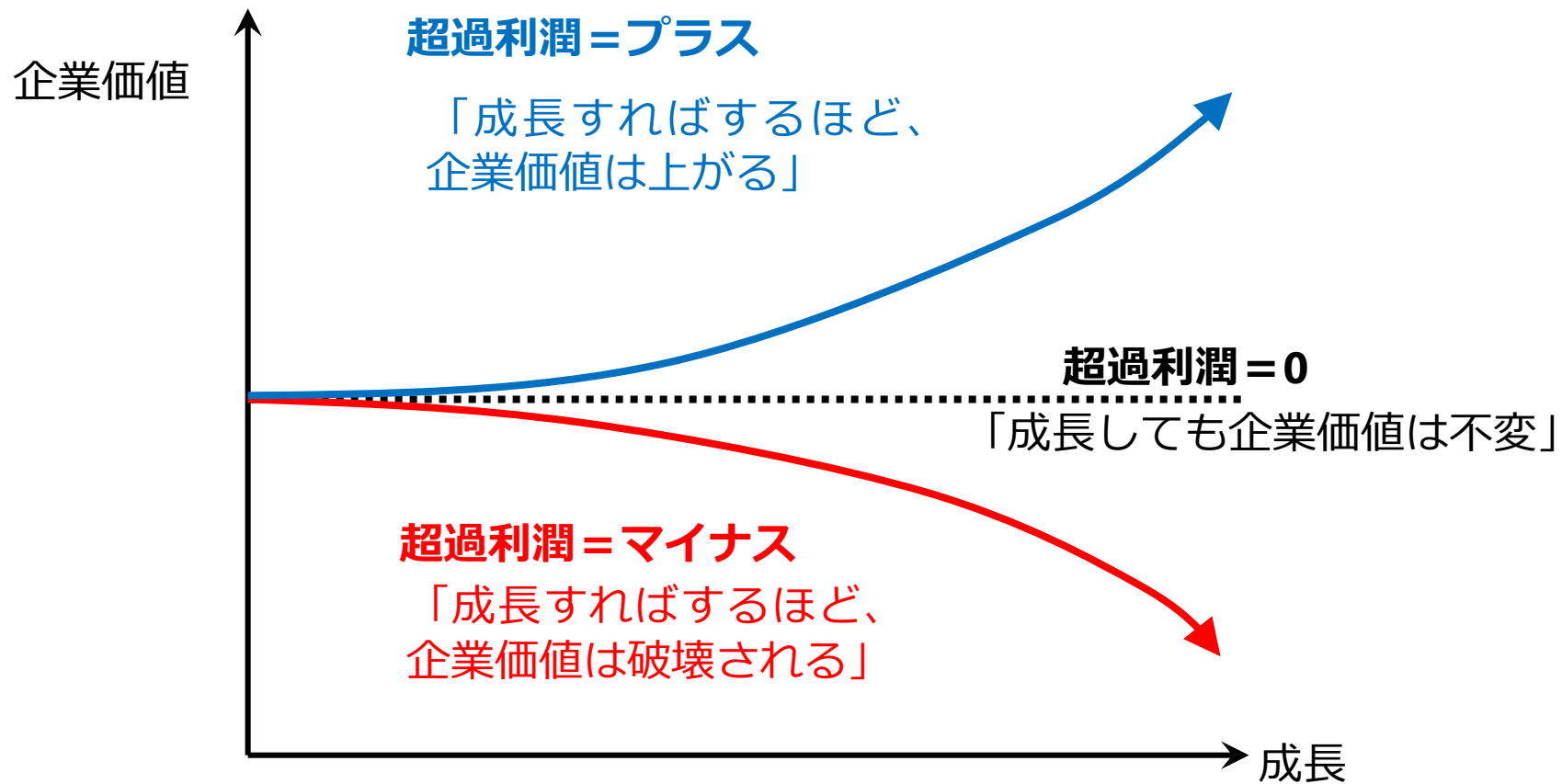
## 『みさきの黄金比®』



『みさきの黄金比®』は、経営の簡便なリトマス試験紙

# 資本コスト概念が浸透していくとどうなるか

## 現代金融理論のABCより



- 「資本コストを上回る資本生産性をあげる」ということは、今後の企業経営において至極当然当たり前とされていく



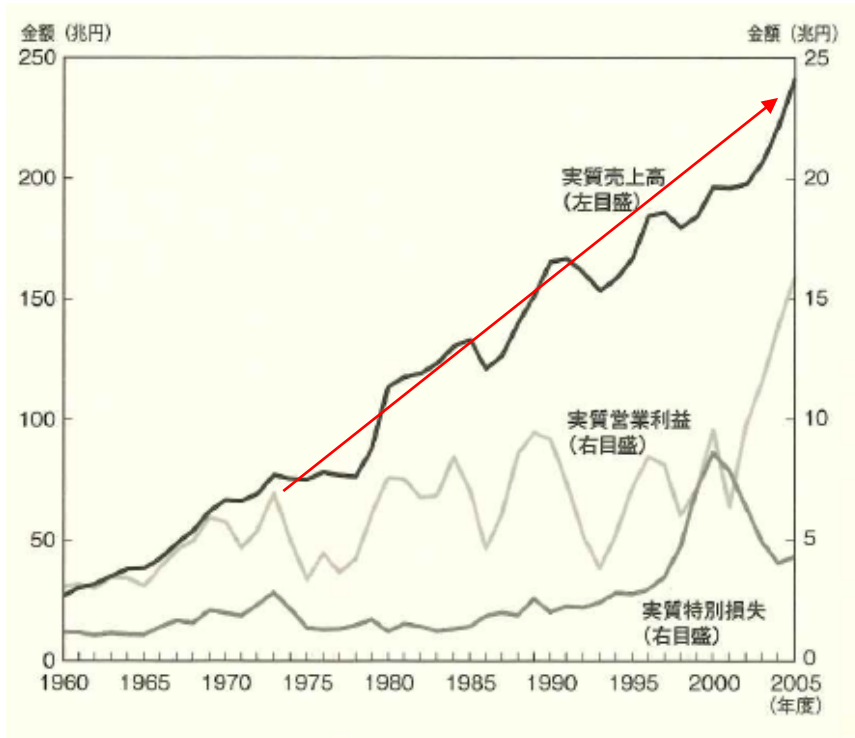
## 超過利潤のつくりかた

～ (左辺第一項：資本生産性) に関わる問題意識 ～

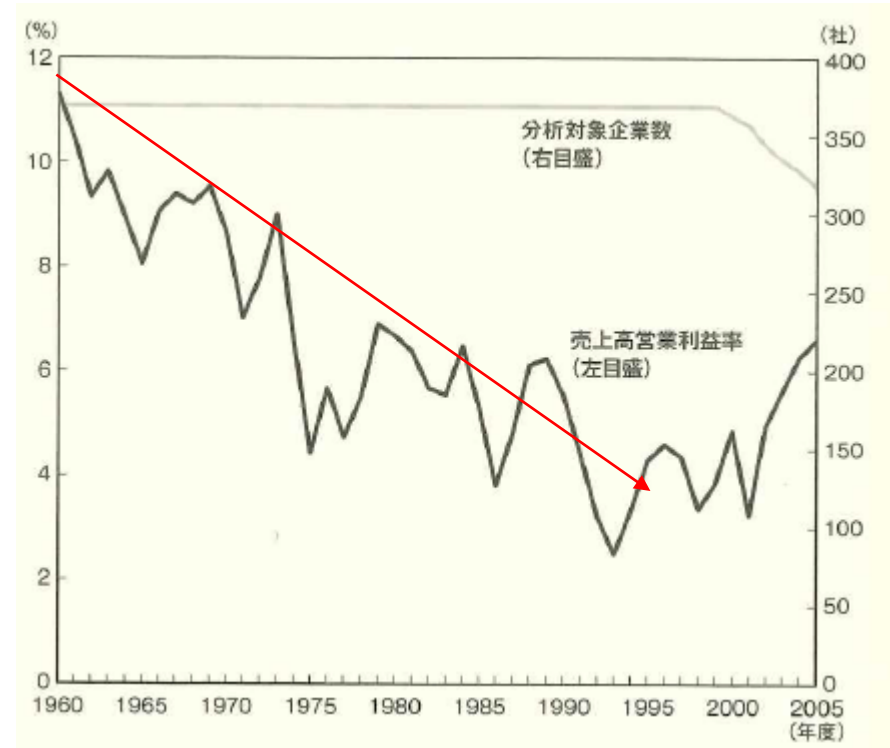


# 成長について - 「成長」と「膨張」はまったく違う

【日本企業の売上高の推移】



【日本企業の利益率の推移】



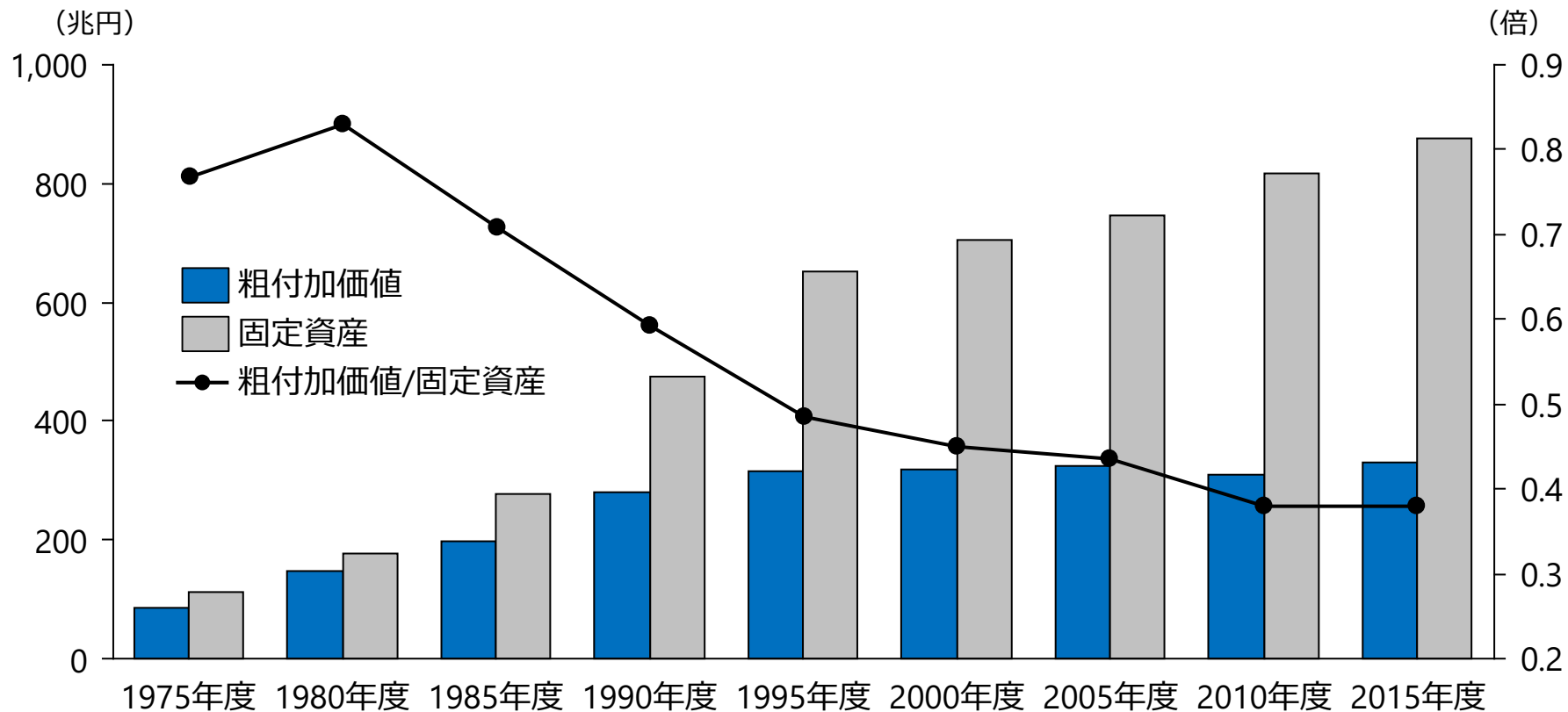
- 貴社の“R”レベルも薄まって、資本コストを超えることに四苦八苦されてませんか？





# 「成長」と「膨張」 — その投資判断、本当ですか？

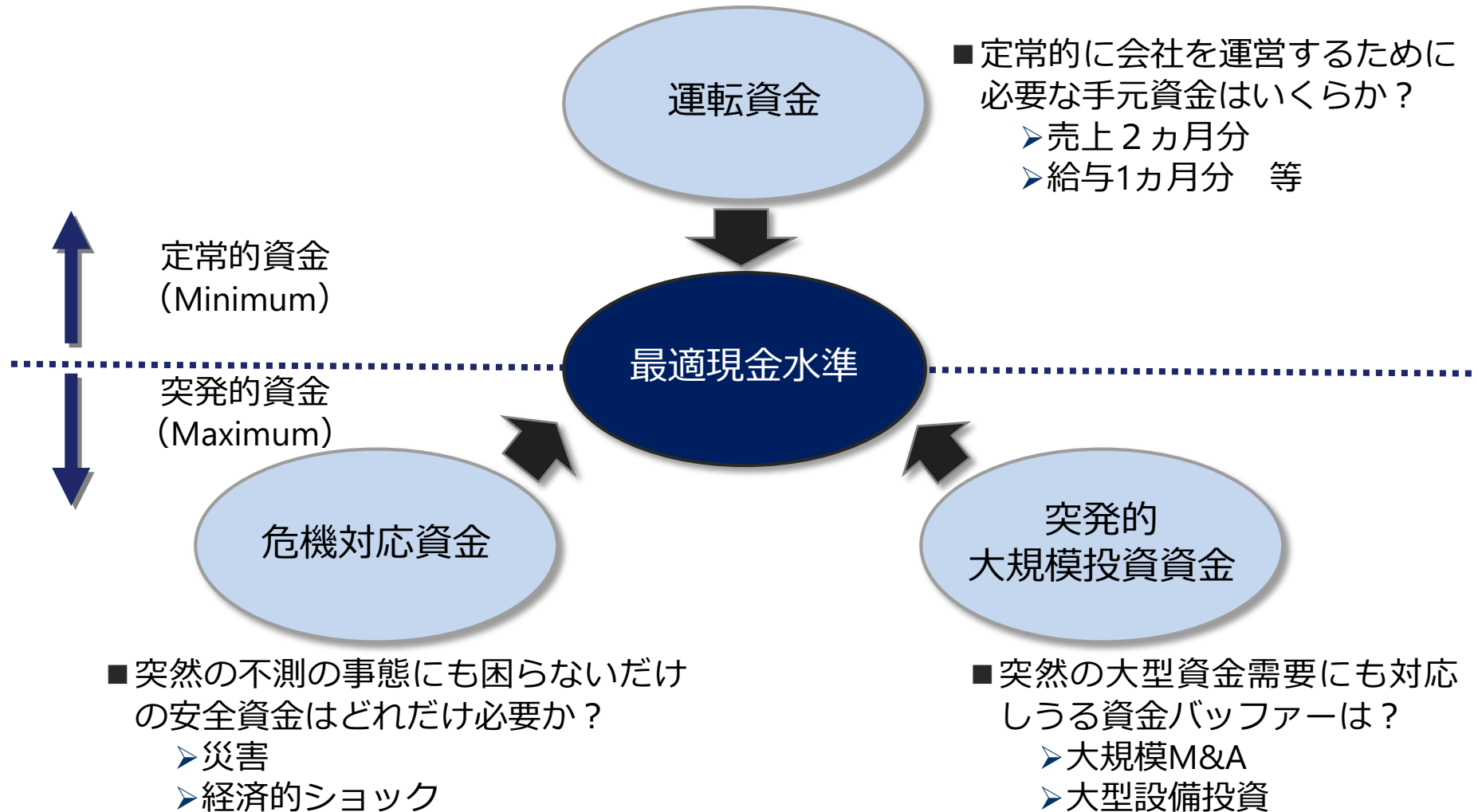
【企業投資効率（粗付加価値/固定資産）：全規模全産業】



■成長を求めるがあまり、“A”や“IC”が過大になって、資本生産性は下がっていませんか？



# 最適現金水準について - フレームワークを持って考える



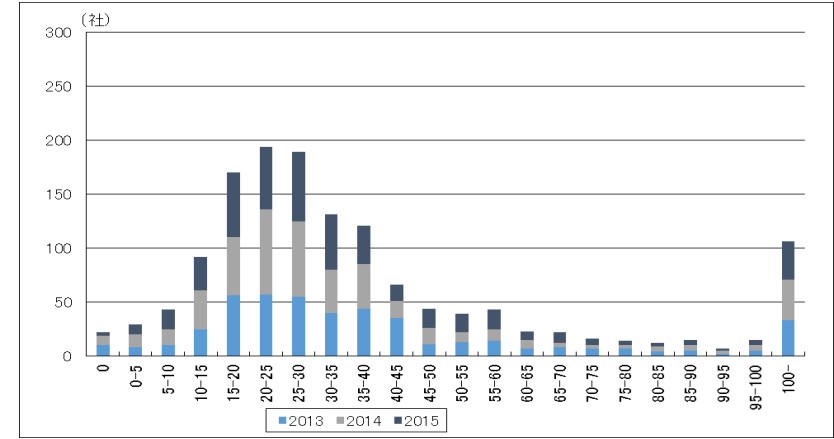
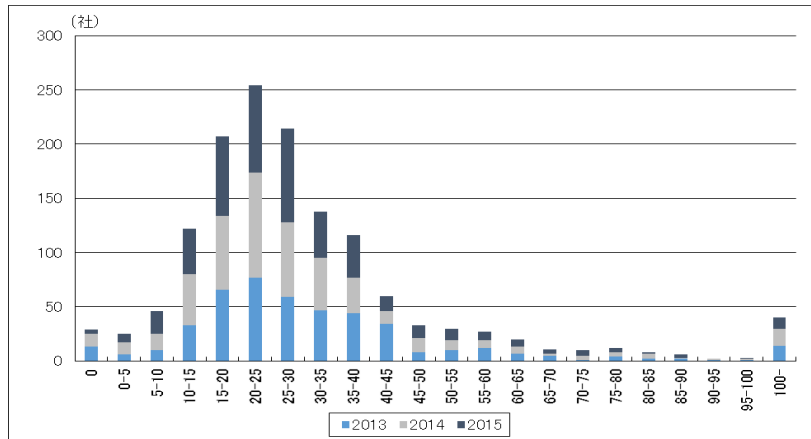
■ 現金を持ちすぎているために、“A”と“IC”に極端な差は出ていませんか？

# 株主還元について - 長期投資家が嫌いなことは何か？

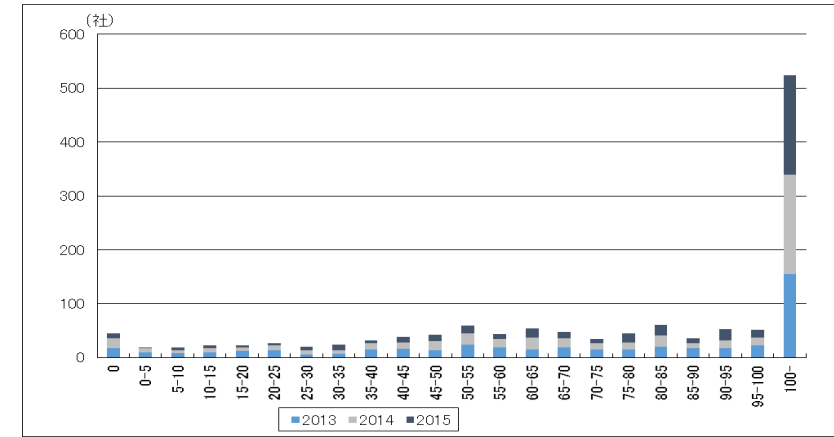
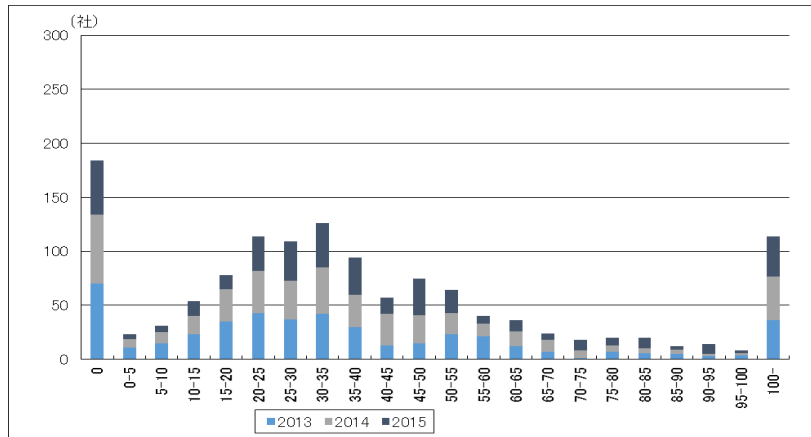
【配当性向】

【総還元性向】

日本企業



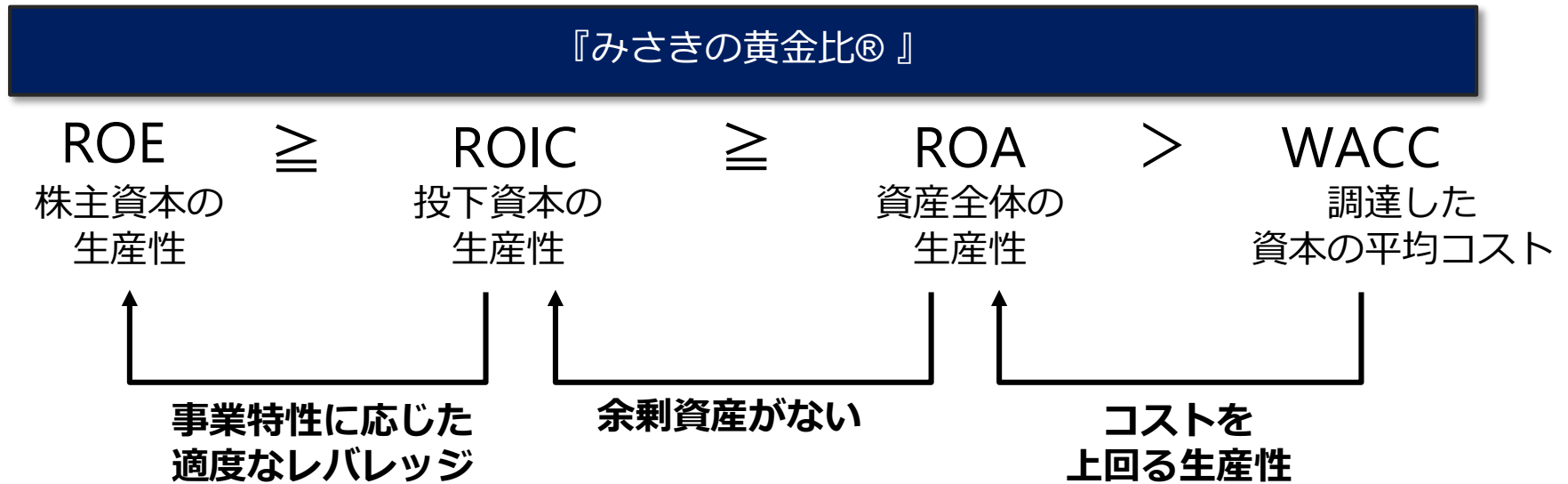
米国企業



- 横並び志向になっていませんか？
- “投資準備”を言い訳にして、“A”や“E”は水膨れしていませんか？

# 超過利潤のもう一つの敵 — 持ち合い株式

- 持ち合い株式は「みさきの黄金比®」をベースにすると、その是非が明確になりやすい。



- 持ち合い株を持つと“OWNゴール”？
  - 資産がそのぶん膨れ、“A”と“IC”の差分を作り出す
  - 持ち合い株式の評価如何では、ROEが上下する
  - さらにファンダメンタルβの変動性を大きくし、資本コストを高める
  - (たぶん) “E”も膨らんだ姿となっている



超過利潤のつくりかた

～ (左辺第二項：資本コスト) の算定 ～



# 株主資本コストをどう算定すべきか

## みさきの考え

- 「絶対価値」信奉者のみさきとしては、CAPMを単純には支持しづらい
  - 「相対価格」主義への懐疑、「市場の効率性」への懐疑
- 一方で、（固有リスク＝リスクフリー＋リスクプレミアム）という考え方、そしてそれを使ってキャッシュフローを割り引くという考え方自体には同意できる



「リスクプレミアム」の部分を、いかに企業・事業の実態に近づけるべきか

- より具体的には、“β”値をどう考えるべきか



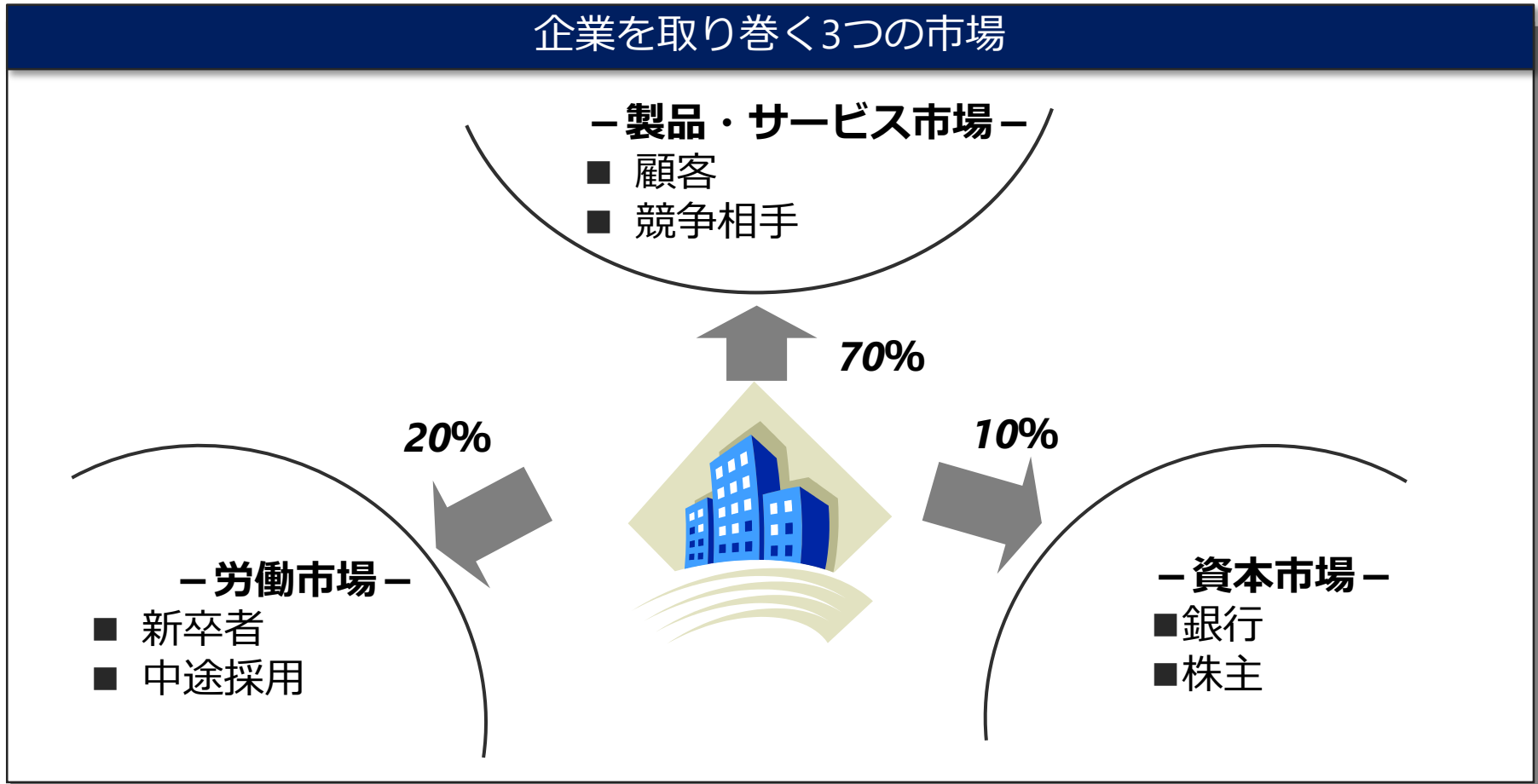
おわりに

---



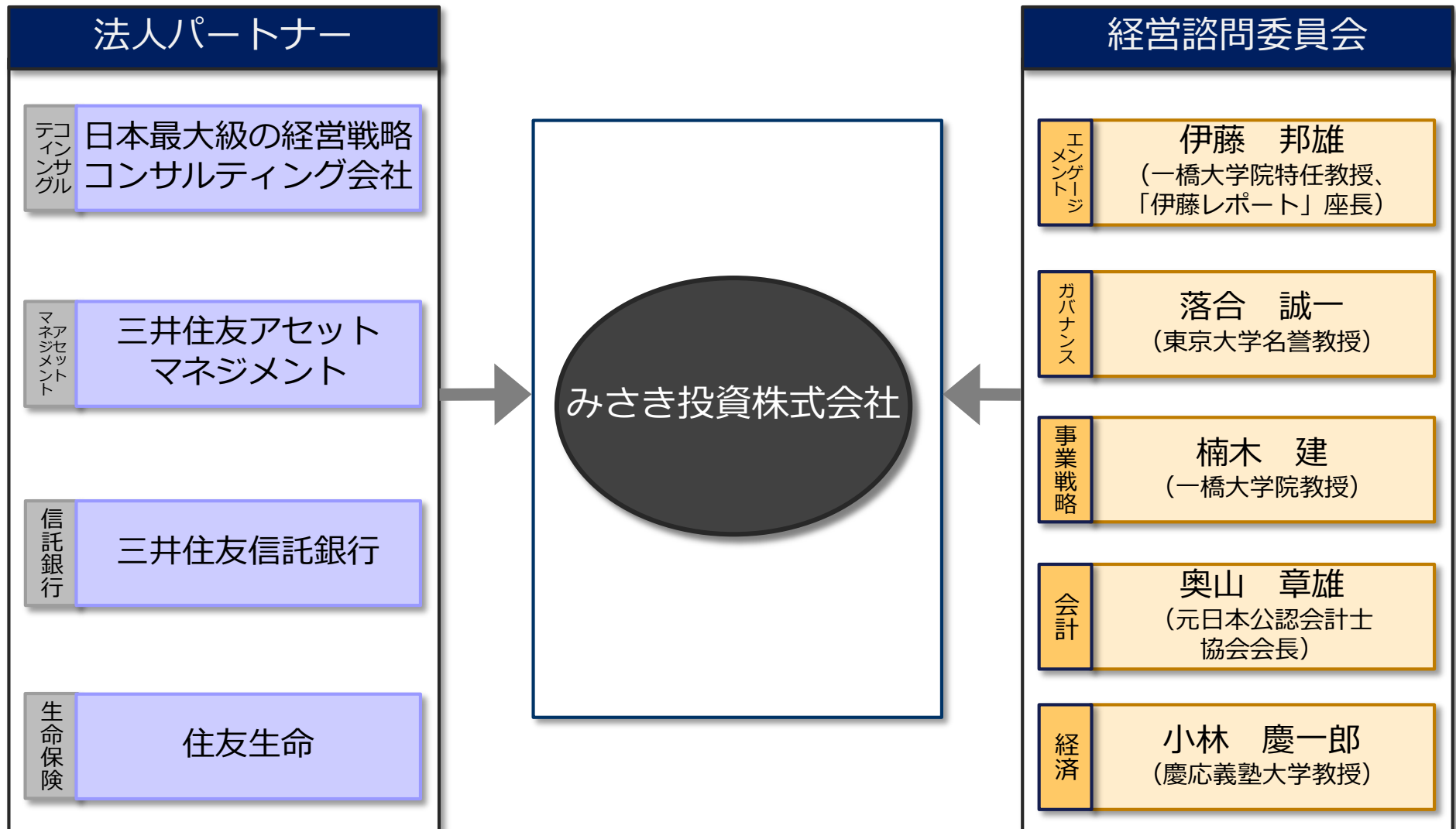


# 最後に残された経営フロンティア



- 「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、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

# みさき投資のチーム体制



- 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



- みなさんと一緒に、よりよい企業経営を考えていきたい一念で書きました
  - ▶多くの上場会社において、役員合宿・幹部課題図書として採用
- ハーバード・ビジネス・レビュー「2016ベスト経営書」ランクイン