

【投資家フォーラム第21回会合 報告書】

投資家フォーラム運営委員会

テーマ：「経営者と投資家との実りある対話のために～フロンティア・マネジメント株式会社・代表取締役 松岡真宏氏をお招きして～」

日時：2019年7月4日（木）18：30～20：30

会場：アンダーソン・毛利・友常法律事務所 20階会議室

参加者：24名

目的：

- ・ 経営者と投資家の対話が企業価値にとってプラスである条件を探るという目的から、投資家フォーラムではゲストを招いて経営者と投資家の間での観点の相違や主張の行き違いについて議論する場を設けている。
- ・ 今回はフロンティア・マネジメント株式会社の共同代表として企業の経営支援、M&A アドバイザリ業務で実績を上げる一方、市場の見方についても理解が深い松岡真宏氏に議論の先導役をお願いする。

以下では、投資家フォーラム 第21回会合にて参加者から提出された主な意見を列挙している。なお、議論の所在および内容を明らかにするため、必ずしも両立しない意見が提出された場合にはこれを併記している。

### 1. 松岡氏の冒頭発言：要旨

<司会> 松岡氏は近著で『選択と集中』の功罪を論じ、また取引コストの概念を使った企業経営論を展開している。「取引コスト」とは、「企業と企業、企業と個人の間の経済的取引に伴って発生する手間のコスト」を意味する<sup>1</sup>。投資家の通常の議論では見逃されがちな視点と言える。

松岡： 『選択と集中』という言葉が日本で流布し始めたのは1999年頃からだ。ジャック・ウェルチの言葉とされるが、彼が言ったのはフォーカスで、焦点を当てろという意味だ。それが『選択と集

<sup>1</sup> 松岡真宏『持たざる経営の虚実』（日本経済新聞出版社、初版、2019年）6頁。

中』と誤訳され、本業以外はやめようという趣旨にいつの間にか解されるようになった、しかしウエルチが GE 社の CEO を務めた 20 年間に撤退した事業は 70 しかなく、反対に始めた事業は買収も含めて 1000 を数える。CEO 就任直後の 2~3 年は会社のリストラを進めたが、残り 17~18 年は多角化の道を邁進した。

### 【『選択と集中』の呪縛から企業を解き放つ】

- ✓ 日本では金融危機以降、金融機関も主要企業もバランスシートの圧縮を迫られた。しかし、自分の過去や先代社長の事績を否定することはむずかしい。経営者がそのような苦境にあった時に、素晴らしいタイミングで、ジャック・ウエルチというアイコンと共に、『選択と集中』という言葉が日本に入って来た。不振事業の撤退の理由として『『選択と集中』のための本業回帰』を唱えやすい雰囲気役員会で醸成され、投資家にもこの言葉は通りがよかった。しかし『選択と集中』という言葉には企業による新しい挑戦の芽を摘み取ってしまう魔力がある。『『選択と集中』の時代だから本業に集中しなければいけない』というわけだ。
- ✓ 日本的な意味での『選択と集中』が過度に進むと、マクロ、ミクロの両面で問題が生じる。マクロ面では新しい産業の成長がなくなる。日本では伝統的に事業会社の多角化投資によって新しい成長分野が生みだされてきた。米国ではベンチャーキャピタル（VC）がこの役割を果たしているが、日本では VC の存在はまだまだ小さい。例えば、ベンチャーキャピタル（VC）の年間調達額は、米国で 6~7 兆円、中国で 4~5 兆円であるのに対し、日本では 2,000 億円でしかない。ユニコーンとは米国や中国のような市場環境で生まれる特殊な生き物と考えるべきだろう。
- ✓ 親子上場はいま評判が悪い。しかし、例えばセブン-イレブン・ジャパンやファミリーマート、ローソン、サークルKサンクスなど、日本の主要なコンビニエンスストアは親子上場によって成長してきた。世界的に事業を展開する無印良品も、西友の子会社が親子上場したもので、親から如何に独立するかという心意気で成長した。ユニグループの子会社だったユースストアも、セブングループのセブン銀行もみな同じだ。親子上場は親会社による多角化投資の結果という側面をもつ。だから私は、親子上場が一概に駄目ということではなく、山の登り方はいろいろあると考えている。
- ✓ ミクロ面では、そもそも『選択と集中』とは惚れ込んだ 1 つの事業に全ての資金を投じることを意味する。分散投資を唱えるポートフォリオ理論の反対を行く考え方だ。『選択と集中』は利益率が高いとよく言う。しかし、『選択と集中』の結果として利益率が高いのではなくて、成功した会社だから利益率が高いだけだ。万馬券を一点買いして当たれば儲かるに決まっている。『選択と集中』で成功している会社もあるが、そうでない会社もあるのが実態だ。

### 【コングロマリットの合理性】

- ✓ 特に BtoC 分野の日本企業は、コングロマリット化することに合理性があると思う。例えば、2007 年から 4~5 年越しで当社が再生に関わった地方都市の某電鉄グループでは、ある外資系のコンサル

ディング会社が「交通事業への『選択と集中』」を提案し、小売業やその他事業の売却を勧めていた。これに対し、当社の処方箋はスーパーマーケットや旅館を持ち、交通と流通と不動産の三位一体で再生することだった。少ない人口がさらに減少しているような地域にあって、事業を1つの分野に絞り込むことは自殺行為で、むしろ地域の人々の支出の受け皿として多様な事業を展開することが大事だと考えたからだ。

- ✓ ジャカルタ、上海、北京のように急成長して人口が豊富な地域に比べれば、世界の中の日本は東京から見た地方都市のようなものだ。世界で活躍できるメーカーは世界市場で頑張ればいいが、ほとんどの日本の上場会社にとってそれは無理だ。上述の地方都市の事例は今後の日本全体にかなり普遍的に当てはまるものだと思う。
- ✓ ただ、日本企業がコングロマリットを形成する過程で、全体の企業数はもっと絞り込んでいく必要がある。日本で開業率が低いと言われるが、開業数が少ないのではなく、分母の総企業数が多いのだ。実際、日本では毎年1000人あたり1.8社の割合で開業し、これは米国より高い水準だ。既存の法人数が多いのは高度経済成長期からオイルショックの時期まで、政策的に保護された中小企業の利益率が高く、企業の新規設立が続いたからだ。しかし、いま大事なのは増え過ぎた会社数を減らし、全体としての収益性を高めていくことだ。コングロマリット化はそのための1つの手段だ。
- ✓ コングロマリットは世界的な潮流でもある。GAFAもBATも基本的にはコングロマリットだ。日本でも商社がコンビニや流通業をグループ内に内部化し、高島屋が不動産を取得して内部化していくなどプリンシパル化しながらコングロマリットをつくっていく動きが始まっている。企業の内部にその分野を取り込むことによって、企業と企業の間、あるいは企業と人の中で発生する取引コストを引き下げて収益性を引き上げられるのであれば、そうした分野については内部化の動きが進むと考えている。

## 2. 質疑応答・意見交換

### 【企業の外からは分かりにくいこと】

<投資家> 企業を外から見ているだけでは分からず、企業の内部に入って初めて分かることは多いだろう。企業の内部にいる人間の観点に立って、投資家側が誤解している、あるいはあまり意味のない議論をしていると思われるような事柄を挙げてほしい。

松岡： セルサイドのアナリストの仕事をしていたときには、日本の流通業に対して、もっと閉店すべきだと厳しい注文をつけていた。しかし、事業再生に関わってデューデリジェンスを担当した時に、閉店しない合理的な理由があると気づいた。

- ✓ セールアンドリースバックした店舗の場合、閉店すれば違約金が高む場合が多い。15年くらい赤字

を続けて事業を継続したとしても、累積赤字の見込額が違約金を下回るケースも存在する。その経験を活かして、店舗閉鎖効率理論を開発し、いまコンサルティングに生かしている。

- ✓ 企業経営で重要性が増しており、投資家にも理解してほしい点として、取引コストの視点が挙げられる。例えば M&A を進めるためにアドバイザー契約を結ぶとする。そのとき社外取締役などから、1社だけの随意契約では駄目で、他社も呼べという声上がる。反対しにくいので、入札のためのリクエスト・プロポーザルをつくって、余計な時間と費用をついやすことになる。一方、パートナー会社をつくって内部化していれば、そうした取引コストを引き下げることができる。提供されるサービスが高付加価値化すればするほど契約の締結までに生じるコストが増加していくので、内部化や、そこまで行かなくとも随意契約が合理的な選択となる可能性が高くなっていく。

〈投資家〉 80年代の多角化は行き場がなくなった資金を企業が無理して使ったということではないか。結局、失敗して撤退に追い込まれ『選択と集中』は不可避だった。問題はその過程だ。バランスシートを再構築するために良い資産から切り売りしていった。戦略的なキャピタル・アロケーションについて理解が足りなかったということか。

松岡： 日本では、収益性が落ちた事業を売却しようにも出来なくなっている。日本は金融が担保主義で、工場も借入れの担保になっている。ところが業績が悪化し工場が生み出すキャッシュフローが小さくなると、高値に設定されていた担保価値と実際のキャッシュフロー価値が乖離する。担保価値を下回る値段で工場を売却しようとしても、銀行が担保解除をしてくれない。そのため優良資産から手放すことになる。

- ✓ 倒産法制や私的整理・債権放棄等に関する制度設計に関しても、日本では諸外国と比べて自由度や柔軟性が低く不便な面が少なくない。このような事情もバランスシートの再構築の過程に影響を及ぼしている。グローバル企業の場合、状況は特に複雑になりやすい。

松岡： 企業におけるキャピタル・アロケーションはなかなか理屈通りに行かない。最近ではコーポレート・ベンチャー・キャピタル（CVC）を通して新事業に投資する動きがある。経営者に何故 CVC かと理由を聞いてみた。2つの答えが返ってくる。1つは社外取締役に諮らなくてもいいからという答えで、もう1つは、のれんについて投資家に問われると嫌だからという答えだ。

- ✓ 日本の会社は、元社長が会長で、しかも CEO というパターンが少なくない。アパレルの事業を営むある会社がそのような状況にあったとしよう。会社の社長は将来の成長のため IT 企業を買収したいと考えている。ところが、会長は社長より 20 歳以上年齢が高く、IT のことがよく分からない。社外取締役はいわば会長のお友達で、説明しても理解してもらえない。そこで会社の成長のために CVC を使うことになる。これは投資決定のブラックボックス化で、ガバナンスが骨抜きになっているが、そうしないと新しいリスクを取れなくなっている。

<投資家> コーポレート・ガバナンス上は独立取締役のうち少なくとも 1 人は経営者あるいは経営経験者であることが望ましいとされる。しかし、そもそも日本の企業経営経験者は、多くの場合リスクを取らなかった人達だ。そのような人を社外取締役に迎えても、却ってリスクを取らない方向にむかうことになってしまわないか。

松岡： 過去に化粧品会社を買収する案件があった。とんとん拍子に話しが進んでいたところ、社外取締役が注文を付けた。

- ✓ 食品メーカー出身の人で「工場のラインや品質管理について現場に出向いてチェックすべきだ」と言うのだ。化粧品の業界では製造工程の管理は複雑ではなく、ブランディングやマーケティングの重要性の方が高い。そのような重要性の高くない項目で追加調査をすることになり、案件をまとめるのに 1 か月ほど余分に日数がかかった。事業会社経験者でも、全く違う畑での経験を押し付けるようだと、企業における機動的な意思決定を妨げることがある。
- ✓ 会社の決定がリスクテイクに対して過度に抑制的にならないためには、社外取締役の水準を上げる必要もあろうが、取締役会決議を多数決で行うことも大事だ。いまどきの経営者は社外取締役の反対を押し切ることを躊躇するだろうから、取締役会決議は全員一致になりがちだ。しかし取締役会決議がすべて全会一致を要するとすれば、リスクをとらない判断にどうしても傾いてしまう。リスクを取っていれば反対意見は当然ある。取締役会での反対意見が多い会社ほどリスクを取っているという見方ができる。

## 【企業と投資家の関係】

<投資家> 先ほども指摘があったように、投資家が会社の外から眺めて分かることには限りがある。投資家が全く誤解しているかもしれないという前提で、投資家は企業に対して何を貢献できるか。

松岡： 投資家は存在していること自体が役割だ。投資家にまた会わなければならないとなれば、それが経営者にとって緊張感になる。

- ✓ その意味で、四半期決算を私はやるべきだと考えている。決算が半期や年次になった瞬間、経営者の気持ちが緩むように思う。
- ✓ 多少勘違いがあっても色々意見を言うてくる投資家は企業にとってありがたい存在ではないか。ときに理不尽なことを言う親と同じだ。

<投資家> 投資家と経営者の両方を経験した松岡さんから見て、投資家側に理解してもらいたいと思うところは何処か。

松岡： 今日の話の肝は、企業の内部には合理的に進まない部分がたくさんあるということだ。

- ✓ 投資家に求めたいのは、企業の戦略なり決定が合理的でないと感じたとき、本当に何もわかっていないからそうなったのか、外からは分かりにくい部分によるものなのかを見極めることだ。それが出来れば、企業と投資家は分かり合えると思う。ただ、現実にはズレは常にあるだろう。

### 【親子上場、成長シナリオ】

<投資家> 親子上場は決して悪い仕組みではないということだったが、悪くない親子上場の条件は何か。子会社の規模か、あるいは親から独立しようという気概の有無か。何か基準があるか。過去の事例では、親会社が子会社の利益を吸い上げ、最後は人を送り込んで潰してしまうことが多かったように思う。

松岡： 親子上場で成功している事例を見ると、親会社から子会社に定期的に役員が派遣されていない。最初に子会社を立ち上げる段階で、親会社で主流でなかった人たちが子会社に移って自分達の王国をつくる。親会社からさらに人を送ろうとしても、お断りというパターンだ。

- ✓ 設備中心でなく、価値の源泉が働く人にあるような子会社の場合、親会社が資本によるコントロールを効かせようとしてもうまくいかない。そういう子会社であれば親会社の勝手にはならないだろう。
- ✓ もちろん親子上場がすべて良いということではない。良い例も悪い例もあるので、そこは実証的にどのような要因が良いパターンにつながり、そのような要因が悪いパターンの原因になるかを調べるべきだ。

<投資家> 上場しているグローバルな企業で多角化しているところに限って、PBRが1倍以下ということがある。そのような会社に対しては、グローバル比較の観点からキャピタル・アロケーションを見直そうと提案もしてみる。しかし成果が上がらない。投資家としてどう働き掛けたらいいか。

松岡： コンサルティングの顧客の2割程度はグローバルに活躍する会社でコングロマリットだ。そうした会社が悩んでいるのは、事業ポートフォリオを入れ替えても株価が上がらないことだ。

- ✓ そのような会社は、将来に向けた成長シナリオを欠いているかもしれない。感覚的な議論だが、例えば経営者に対して、あの人は何かやりそうだという感覚が投資家の間で共有されていればその会社の株価は上がりやすいように思う。成長のイメージを抱けない会社は、『選択と集中』で理屈通りに事業ポートフォリオを入れ替えても株価は上がらないように思う。

<投資家> 『選択と集中』とはスクラップアンドビルドで新陳代謝が常に進む米国企業で生まれる発想なのだろう。そこを日本では誤解している。

### 【経営者の発想】

<投資家> 企業におけるキャピタル・アロケーションとは株価を上げるために資金の使い道を考えることだろう。キャピタル・アロケーションの一環として株主に資金を返すという発想は経営者にあるか。

松岡： 当社も株価が低迷していると個人株主などから自社株買いをしろという声上がる。

- ✓ ただ、銀行からの借り入れも大変だし、急場に株式を発行して資金調達をすることもむずかしい中で、投資の機会がいつ姿を現すか分からないことを考えると、経営者として株主に返すという発想にはなりにくい。
- ✓ 企業が投資先のない資金をため込むより投資家に返して成長企業への投資に回した方が経済全体のためになるという議論がある。労働の流動性が高く、優秀な人材が起業を志し、また有望な新しい企業に人材も集まるマーケットであれば、そうした議論も当てはまるだろう。しかし日本では既存大企業に優秀な人材が偏在している。そうであれば、既存企業の優秀な人材に投資をさせる方が合理的なようにも思う。

<投資家> 他社の株式を政策保有する理由として取引の維持・強化を挙げる企業は多い。株式を持つと本当に取引の維持・強化につながるのか。

松岡： ビジネス上の経験からすると、有効性はあると思う。金融機関の政策保有に関していえば、株式保有や貸金の貸し借りの関係に各種のビジネス提供機会が紐付いている。

<投資家> 事業法人同士の株式持ち合いの場合はどうか。株式持ち合いの説明として、長期的な取引関係において双方が機会主義的な行動に走ることを抑制する効果、いわば人質効果を挙げるものがある。これはスポット取引の比重が高まっている現在でも成り立つ議論か。

松岡： 随意契約では駄目だということで形式的に競争入札にするが、実態としては特定の相手との随意契約に近いという例はよくある。

- ✓ 情報や知的財産が絡み人的要素が大きい取引内容であればあるほど、随意的性格の契約が用いられる傾向がみられる。他方、コモディティ化した商品・サービスの取引に関しては、競争入札がふつうになっている。ただ、コモディティ化していない部分は依然として大きい。

<投資家> 外部からは判断の根拠が分かりにくい中で投資家が企業による投資や新規事業、M&A を判断するに当たっては、どのような視点をもったらいいか。

松岡： 買収案件を発表すると直ちにアナリストが「高い買い物」だと否定的にコメントすることがある。しかし買収する当事者は色々考えているのであって、バリュエーションより高い買い物であるにしても、それでも買ったほうがいいという判断がある。そのあたりをきちんと議論しないで、高い買い物だと否定的にコメントされると、がっかりする。

✓ また、M&A の成功はポスト・マージャー・インテグレーション（PMI）の成否にかかっている部分が多い。そのことは投資家も知っているはずだが、PMI について投資家から質問を受けることはあまりない。いくらで買うかというバリュエーションの計算だけでなく、PMI の分析をもっとしっかりすべきだ。

以上



### <投資家フォーラムについて>

日本が高齢化と人口減少に直面する中、いかに国富を維持・形成するかは国民にとって重要な課題です。この課題に取り組むためには、価値を生み出す資本の一層の有効活用、すなわち人的、知的そして財務的資本をより有効に組み合わせる新たな価値を創造することが求められます。それを行う場が企業です。個々の企業が競争力と収益力（稼ぐ力）を強化することが、日本全体として価値を創造する力を養うために必要な条件と考えます。

一方、投資家の役割はこうした課題を担う企業に対して資金を提供すること（新規公開や増資のみならず、内部留保もその一つ）です。投資した資金からリターンが生まれ、それがさらに再投資されて企業に一層の価値創造を促す。そうした好循環をつくりだすインベストメント・チェーンの一端を担う主体として投資家にも重要な役割“スチュワードシップ責任”が期待されています。

こうした観点から我々は企業の長期的な価値創造の取り組みについてより深く理解し、その上で企業が直面する課題について上場企業の方々と虚心坦懐に話し合いたいと考えています。

このような我々の関心に対して、コーポレートガバナンス・コードの施行により「株主との対話」のための環境が一層整うと期待される半面、日本版スチュワードシップ・コードや伊藤レポートが指摘<sup>(注1、2)</sup>するように、機関投資家等が知識や経験を共有し、企業との対話や判断を適切に行う「実力」を高める必要性が求められています。

そこで我々は、機関投資家が投資先企業に対するスチュワードシップ責任を適切に果たす実力を備えることを支援し、もって機関投資家と投資先企業との建設的な対話を実現し、当該企業の持続的な成長へ貢献することを目的として、「投資家フォーラム」を運営しています。

(注1) 日本版スチュワードシップ・コード指針 7-3

「対話や判断を適切に行うための一助として、必要に応じ、機関投資家が、他の投資家との意見交換を行うことやそのための場を設けることも有益であると考えられる。」

(注2) 伊藤レポート (p.90)

「企業との対話に向けた『実力』を高めるため、機関投資家等が知識や経験を共有し、投資家間での忌憚ない議論や情報発信等ができるプラットフォームづくりを促進することも重要である。対話・エンゲージメントに関し、その深さや相手、対話軸はどうあるべきかといった共通基盤を知的インフラとして提供することなどが期待されよう。」

\* 投資家フォーラムの活動内容については下記のホームページをご覧ください。

<https://investorforum.jp>