

ベル投資環境レポート

「私が投資するなら、こんな会社」

～企業を見抜く目を鍛える～

2010年8月19日

鈴木 行生

株式投資に関心のある人なら、既に何らかの自分なりの投資方法を持っていることと思う。まだ迷っており、これからだという人もいよう。いろいろ試みているがどうもはっきりしない、という人も多いかもしれない。以下に、一つの考え方をまとめてみた。何かの参考になることがあれば幸いである。

1. 良い会社とは

・いい会社の株を買って持っていれば儲かる、というわけでは必ずしもない。いい会社の方が安心できるし、儲かる可能性も高いという気はする。これを厳密に言えば、いい会社かどうかという評価と、その会社の株が割高か割安かという判断は、別物なので分けて考える必要がある。

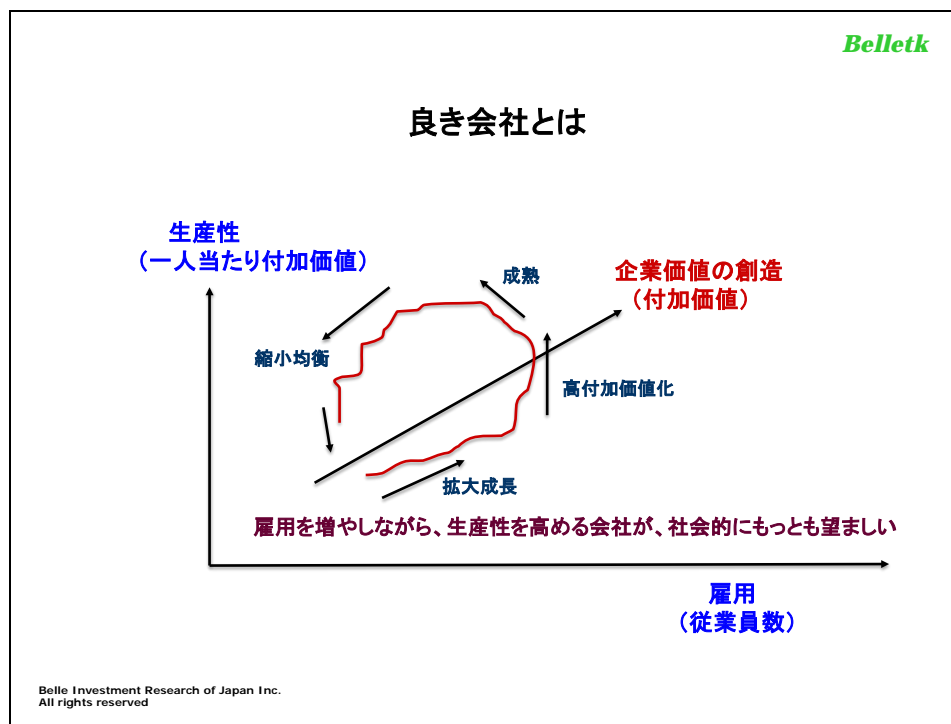
・一般にいい会社とは、雇用を増やし、生産性（1人当たり付加価値）をあげていく会社が良いといえよう。生産性が上がっていれば、働く人の賃金も上がって行くはずである。その会社の提供する商品やサービスが皆に受け入れられており、結果として会社の業績も向上して行く。

・株価は、会社の業績を必ず反映するので、業績の良い会社の株は上がる可能性が高まり、業績の悪くなる会社の株は下がることになるろう。

・会社にはいい時もあり、厳しいときもある。長期的にみると、成長期があり、高付加価値が進む時があり、成熟期があり、衰退期が来る、というサイクルを描きそうである。もちろん会社によって状況は異なり、一度成熟から衰退のような局面に入りながら、再び成長を目指すようになる会社もある。

本レポートは、独自の視点から書いており、基本的に会社側の立場に立つものではない。本レポートは、投資家の当該企業に対する理解促進をサポートすることを目的としており、投資の推奨、勧誘、助言を与えるものではない。内容については、担当アナリストが全責任を持つが、投資家の投資判断については一切関知しない。本レポートは上記作成者の見解を述べたもので、許可無く使用してはならない。

・それぞれの会社が今どういう局面にあるのか、それを経営者はどう打開しようとしているのか、そのあたりをぜひ詳しく知りたいものである。



2. 強くなろうとする企業に投資 ～停滞モデルから成長モデルへ～

・日本の企業の成長力が鈍っているのではないか、という見方は的をえている。日本の人口は減る、高齢化が進む、財政赤字が厳しい、物価が下がり続けるというデフレを脱却できないなど、国の困難な課題が経営環境にも影響を及ぼしている。とって、それを言い訳に皆で仲良く没落するわけには行かない。

・停滞の原因は企業側にもあり、これまでの成功体験をベースに、今までと同じような経営の仕組みを堅実に続けていけばよい、あるいは、今は不況であるががまんして乗り切れればいずれよくなる、というような守りの志向が強かったように感じる。

・個々の企業を見れば、困難な課題をチャンスと捉えて、その克服に向けて新しいことをやろうとしている。それが本当に革新的なことなのか、やるのはいいがうまく行くのか、それをどう見極めていくのかが問われる。

本レポートは、独自の視点から書いており、基本的に会社側の立場に立つものではない。本レポートは、投資家の当該企業に対する理解促進をサポートすることを目的としており、投資の推奨、勧誘、助言を与えるものではない。内容については、担当アナリストが全責任を持つが、投資家の投資判断については一切関知しない。本レポートは上記作成者の見解を述べたもので、許可無く使用してはならない。

・停滞を脱して、強くなろうとする企業に投資することが基本である。うまく行っている企業を見て、何故成功しているのか、厳しい企業を見て、何故それほど苦しくなっているのか、表面的な要因はすぐ分かるような気がするが、その奥にある本当の理由を探ることが大事である。

Belletk

強くなろうとする企業に投資 ～停滞モデルから成長モデルへ～

<p>1. 投資妙味は強くなろうとする企業にある</p> <ul style="list-style-type: none">・仲良く没落するわけにはいかない・IBM(イノベティブ・ビジネス・モデル)を作る・サステナビリティ(持続可能性)の確保 <p>2. 伸びるのはアジアを中心とした新興国市場</p> <ul style="list-style-type: none">・アジアの成長に合流する・内需か外需ではない・輸出立国からグローバル立国へ <p>3. 人口の減少を逆手に取る</p> <ul style="list-style-type: none">・知能ロボットの活用による生産性の向上・生産年齢人口は毎年-0.5%(この分GDPは減少)・知財の創造と有効活用・生産性を上げればマイナス分は吸収できる <p>4. 年金減額を国民皆労働に生かす</p> <ul style="list-style-type: none">・保育、ヘルスケアの規制緩和で市場を作る・現在と将来の負担を平等化(年金は現在の60%水準へ)・年金減額への準備が必要・働ける人はそれなりに働いて、豊かな老後に貢献	<p>5. デフレに伴う低価格化が進む中でバリューを追及する</p> <ul style="list-style-type: none">・スマートな商品・サービスの提供に徹する・所得増大への幻想 <p>6. 環境、資源、エネルギーに貢献する</p> <ul style="list-style-type: none">・独自の領域を獲得できる <p>7. 高等移民を活用する</p> <ul style="list-style-type: none">・ダイバーシティを実現して経営力を高める <p>8. 若者を育て生かす組織</p> <ul style="list-style-type: none">・若手を主役にして新陳代謝を図る・共感、共働の組織作り <p>9. 円高、円安に左右されない仕組み</p> <ul style="list-style-type: none">・円高、円安のメリットを生かす・円高ではデフレ脱却は難しい・元高、円安にいつなるか <p>10. 消費税の引き上げに対抗する</p> <ul style="list-style-type: none">・10%のアップに耐えていける・年々少しずつ、社会保障に安心を・生活コストの切り下げ、保有資産の活用
---	--

Belle Investment Research of Japan Inc.
All rights reserved

3. 企業価値評価の視点

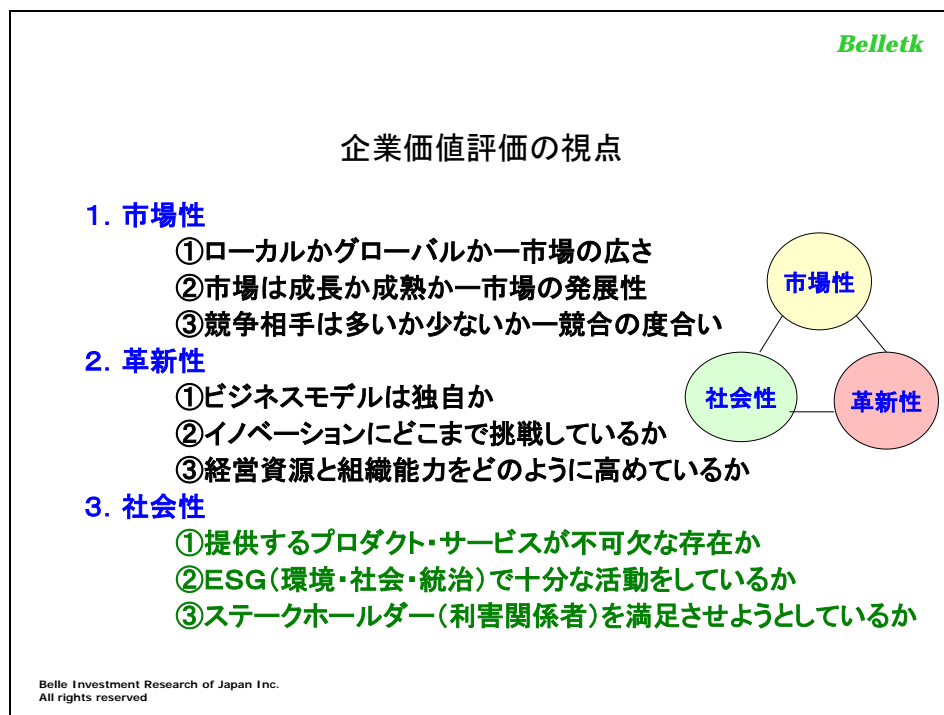
・投資家として企業を見る視点は、人によって違うかもしれない。ここでは、分かりやすくするために市場性、革新性、社会性の3つの視点にまとめてみた。

・市場性というのは、その会社がどの市場を相手にビジネスをしていくのか、という視点である。ローカルなニッチ市場なのか、信長の野望とも称される全国制覇を目指すのか、国内だけではなく、アジアを中心とする世界を目指すのか。それによって、市場の大きさは違うし、戦い方も違って来る。

・革新性というのは、どれだけ新しい仕組みを取り入れて、新商品や新サービスを提供し

本レポートは、独自の視点から書いており、基本的に会社側の立場に立つものではない。本レポートは、投資家の当該企業に対する理解促進をサポートすることを目的としており、投資の推奨、勧誘、助言を与えるものではない。内容については、担当アナリストが全責任を持つが、投資家の投資判断については一切関知しない。本レポートは上記作成者の見解を述べたもので、許可無く使用してはならない。

ようとしているか、である。従来と同じものを従来と同じやり方で、というのは伝統的ビジネスにとって有力な方策ではあるが、同じことを続けていると誰かが新しいやり方を考えて、後手に回ってしまうことはよくある。革新性（イノベーション）に絶えず挑戦することは、攻めであると同時に守りでもある。



・社会性とは、その企業が提供するビジネスが社会になくてはならないものとして、広く皆に認知され、賛同を得られるかどうか、である。企業の社会的責任（CSR）を、ESG（環境への配慮、人権などの社会的配慮、社外の目が入った統治への配慮）として、具体的にしっかりと活動しているか、という視点である。

・どの会社も、いまだきそれなりの活動はしているが、よく話を聞いて、調べて、比較してみると、その差は予想以上に大きいのである。

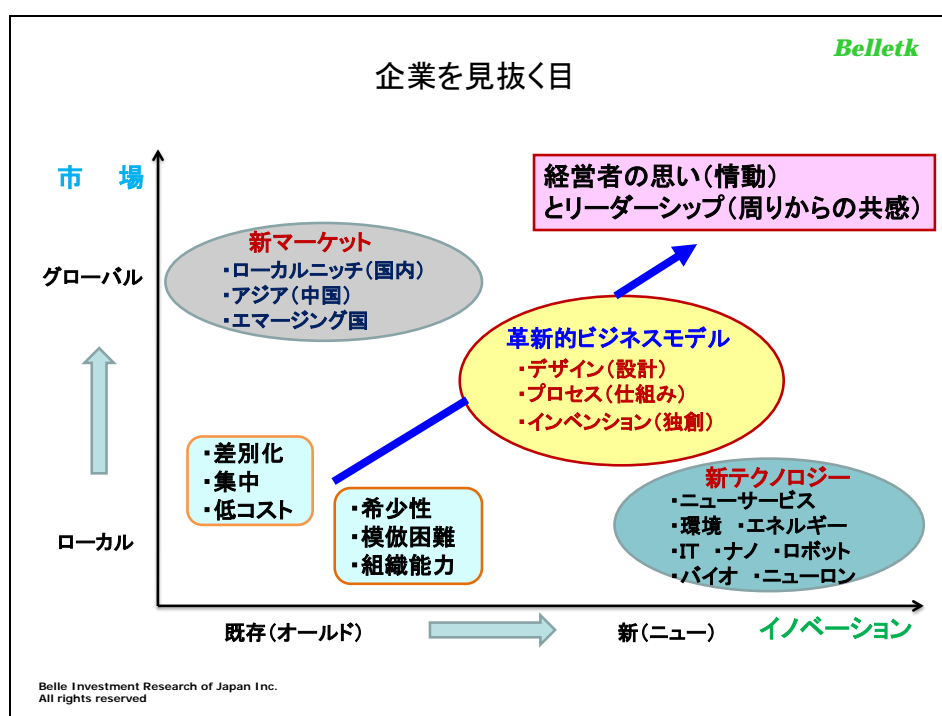
4. 企業を見抜く目

・それでは、ある企業がどれが優れているか、をどのように見分けるか。そのためには、市場とイノベーションを軸に、ビジネスモデルの強さや、それをマネージしている経営者の思いとリーダーシップを知ることが、最も重要である。

本レポートは、独自の視点から書いており、基本的に会社側の立場に立つものではない。本レポートは、投資家の当該企業に対する理解促進をサポートすることを目的としており、投資の推奨、勧誘、助言を与えるものではない。内容については、担当アナリストが全責任を持つが、投資家の投資判断については一切関知しない。本レポートは上記作成者の見解を述べたもので、許可無く使用してはならない。

・ここでいうイノベーションは、狭い意味での技術革新ではない。新しいサービスを生み出すことも、それを生み出す仕組みもイノベーションである。それを、企業の価値創造に結びつけ、ひいては持続的な儲け（付加価値）を創出していくのである。

・人にまねのできない仕組みを作り出すことが、最大の仕組み革新である。一時代前の例で言えば、トヨタのかんばん方式について、理屈は誰でもわかるが、やってみろといわれるとそう簡単にはまねできないのである。ユニクロや餃子の王将など、なぜそこだけが繁盛するか理由が分かっても、他社にはなかなかまねできないのである。表面的にまねしたとしても、付加価値が残らないから、結局は持続できず長続きしない。



・何よりも大事なものは、それに取り組む経営者の思いである。思いだけで経営革新は実現できないが、共感を呼ぶ思いなくして、何事もスタートしない。経営者の思いを知り、それをビジネスモデル（企業価値を生み出す仕組み）にどのように実現しようとしているかを見ていくことで、企業を見抜く目は次第に鍛えられていくことになる。

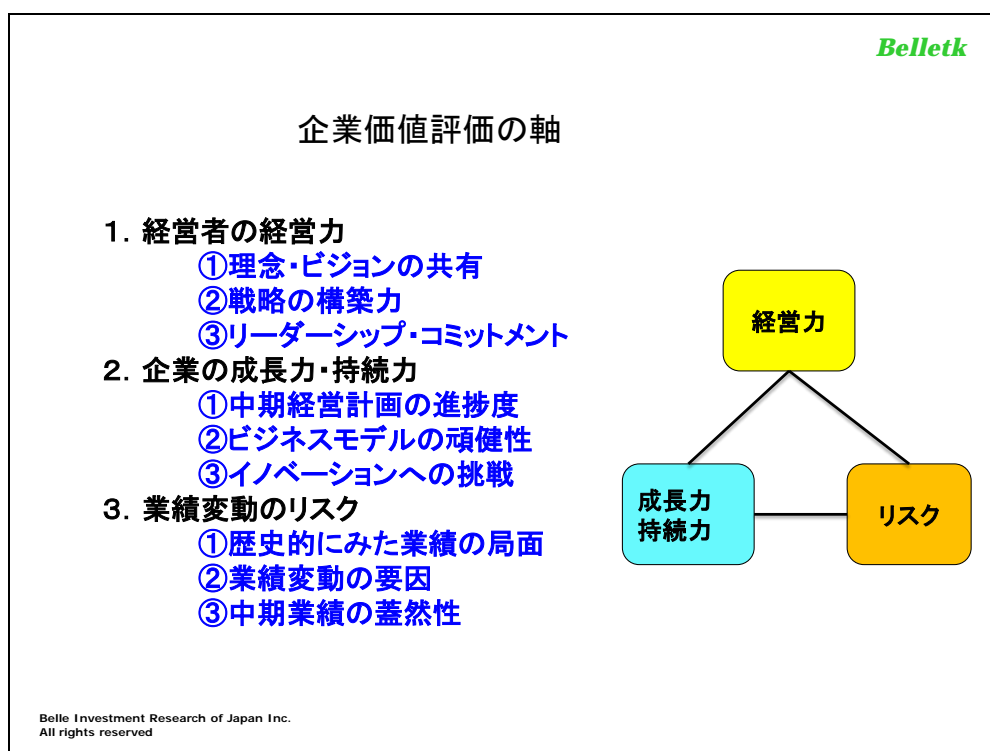
5. 企業価値評価の軸

・具体的に企業評価を行うにあたって、3つの軸に重心を置きたい。1つは、経営者の経

本レポートは、独自の視点から書いており、基本的に会社側の立場に立つものではない。本レポートは、投資家の当該企業に対する理解促進をサポートすることを目的としており、投資の推奨、勧誘、助言を与えるものではない。内容については、担当アナリストが全責任を持つが、投資家の投資判断については一切関知しない。本レポートは上記作成者の見解を述べたもので、許可無く使用してはならない。

営力である。経営力という抽象的なことを、いきなり理解しろといわれても無理である、
と思うかもしれない。しかし、企業の会社説明会（IR）に行つて話を聞いて、経営者の
ビジョン、戦略の立て方、やるといったらやるといふコミットメントへの覚悟、などを直
接聴いて理解すると次第に判断できるようになる。

・2つ目は、企業の成長力・持続力である。厳密に言えば、成長力と持続力は違うが、ここ
ではまとめて考えることにする。事業の中身を見て、それぞれの事業は十分利益を生むの
か、今は儲かっていないがいずれ儲かるようになるのか、すでに大きく稼いでいるがその
儲けはこれからもずっと続きそうなのか、という軸で判断する。大事なことは、次のイノ
ベーションに向けて先行投資をしているかどうかである。無駄な投資では困るが、投資を
しなければリターンはないのである。



・3つ目は、業績変動のリスクである。リスクにはプラスのリスクとマイナスのリスクがあ
るが、ここでは予想外のマイナスのリスクを見る。予想外のことなど分かるはずがない、
とは考えないでほしい。分からないなりに、どう対応するかである。まず、会社は予想外
のことにどのように対応する仕組みや判断をもっているのか。この点を何も説明できな
いとすれば、危うい可能性がある。

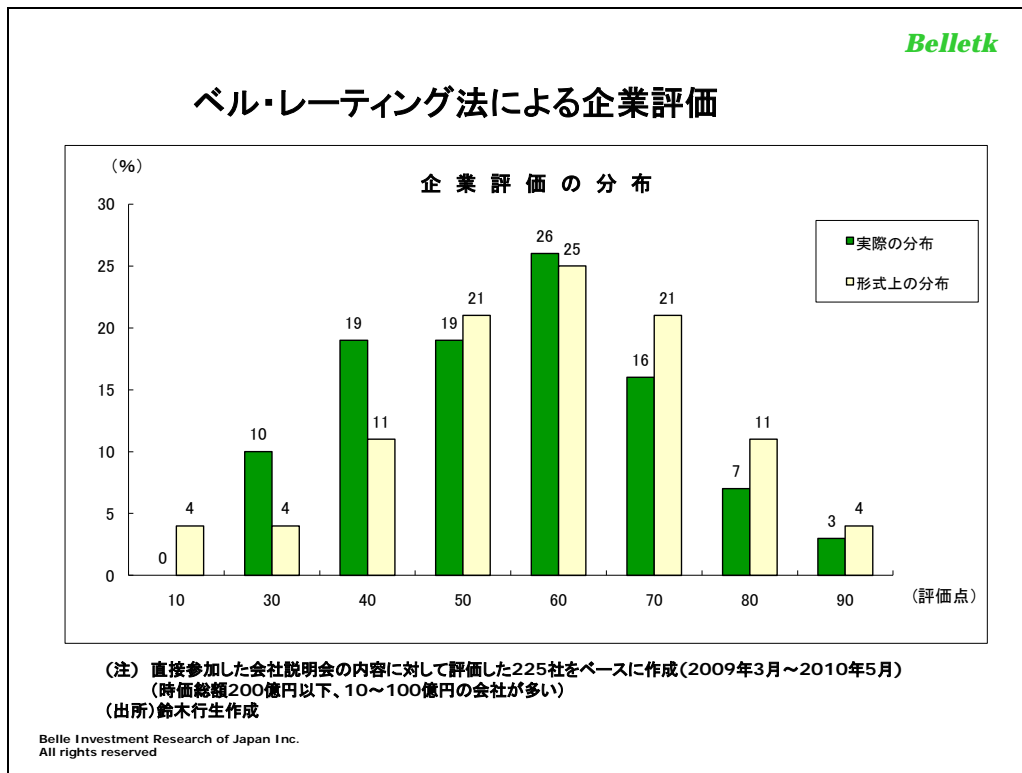
本レポートは、独自の視点から書いており、基本的に会社側の立場に立つものではない。本レポートは、投資家の当該
企業に対する理解促進をサポートすることを目的としており、投資の推奨、勧誘、助言を与えるものではない。内容に
ついては、担当アナリストが全責任を持つが、投資家の投資判断については一切関知しない。本レポートは上記作成者
の見解を述べたもので、許可無く使用してはならない。

・次は自分がどう判断するかである。会社はいろいろ手を打つとっているが、本当に大丈夫だろうか。心配すればきりが無いが、その蓋然性（確からしさ）を嗅ぎ取っていくことである。

6. ベル・レーティング法による企業評価

・経営者の経営力、事業の成長力・持続力、業績変動のリスク、という3つの軸から企業を評価するために、簡単なレーティング法を考えた。それをベル・レーティング法と名付けているが、さして難しい話ではない。誰でもできるし、大事なことは、自分でやることである。

・会社のIRの場に行って話を聞いて、①経営力が優れていると思えば3点、一定の努力を必要と思えば2点、かなりの努力を要すると思えば1点をつける。同じように、②成長力・持続力でも3、2、1をつけ、③リスクにも3、2、1をつける。それらの3項目の点数を合計する。全部3、3、3なら合計して9点、それに10を掛けて90点とする。全部1、1、1なら合計して3点、10倍して30点となる。



本レポートは、独自の視点から書いており、基本的に会社側の立場に立つものではない。本レポートは、投資家の当該企業に対する理解促進をサポートすることを目的としており、投資の推奨、勧誘、助言を与えるものではない。内容については、担当アナリストが全責任を持つが、投資家の投資判断については一切関知しない。本レポートは上記作成者の見解を述べたもので、許可無く使用してはならない。

・よく分からなかった時は厳しめにつければよい。1回だけでなく、毎回新鮮な気持ちで付けていくと、だんだん感じがわかってくる。同じ会社を継続してやり、別の会社もいろいろやっていくと、比較する力が身に付いてくる。

・上のグラフは、私自身が実行してみたものである。09年3月から10年5月までに300社以上の会社のI Rに参加して、いろいろ質問もしてみたが、その中で時価総額が200億円以下の比較的小さな会社のレーティングを集計したものである。90点、80点、70点という高い評価の会社が全体の26%を占める一方、30点、40点と評価が低い会社も29%ほどあった。I Rに積極的な会社の中で、これだけ差があるのである。

・高い評点を得た会社をケーススタディとして、1社挙げておく。ジャスダックに上場している東祥（とうしょう、8920）である。愛知県の三河安城に本社をおき、ホリデイスポーツクラブを全国展開する会社である。

7. ケーススタディ 8920 東 祥（とうしょう）

～ホリデイスポーツクラブを全国に展開、業界トップの圧倒的収益力を誇る

・当社は健康生活創造型の施設サービス企業をビジョンに掲げている。現在、スポーツクラブ（ホリデイスポーツクラブ）37店（会員10.5万人）、ビジネスホテル（A Bホテル）5店、賃貸マンション（A・C i t y）48棟（1988室）を展開している。

・既存のスポーツクラブとは一線を画し、少子高齢化時代に合った新しいスポーツクラブ作りを実践している。顧客ニーズに合致したものでありながら、儲かる仕組みも確立した。しかも、他社がまねしようとしても、そう簡単にはまねできないのである。施設内での動き易さ、プールやスタジオの効果的な配置など、ユーザー目線でコストパフォーマンスを実現した。

・スポーツクラブで上場している専門3社（セントラルスポーツ、ルネサンス、メガロス）と比べれば、規模の点では業界7位であるが、経常利益の額（09年度21億円）、利益率（同売上高経常利益率20%）ではダントツトップである。それ以外の競争相手としては業界トップのコナミスポーツ（コナミの主力はゲーム）、ティップネス（サントリー系）、オージスポーツ（コスバ、大阪ガス系）、アクトス（バローグループ）などがある。

・しかし、沓名（くつな）社長は競争戦略を別の形で考えている。何よりも「マーケット

本レポートは、独自の視点から書いており、基本的に会社側の立場に立つものではない。本レポートは、投資家の当該企業に対する理解促進をサポートすることを目的としており、投資の推奨、勧誘、助言を与えるものではない。内容については、担当アナリストが全責任を持つが、投資家の投資判断については一切関知しない。本レポートは上記作成者の見解を述べたもので、許可無く使用してはならない。

ありき」で、少子高齢化社会にあった健康づくりを支援する施設サービス業としてのビジネスモデルを作り、当社が目指すそれに合致する顧客がいるかどうか、スポーツクラブでいえば、1施設あたり2000~2500人以上の会員を十分確保して、長期的に維持していけるかどうかを第一に考えている。

・そのための圧倒的なコスト競争力と差別化されたスポーツクラブのモデルはほぼ確立し、現在の37店を5年で倍増させる局面に入っている。足元の業績はピーク利益の更新を続けており、目指す方向に変化はない。

・沓名社長の経営力、スポーツクラブをコアにした事業の広がりや成長性、独自の運営力をベースに高い利益を上げるビジネスモデルを考慮すると、当社の企業としての評価は「良好である」と判断し、企業レーティングはAとする。(企業レーティングの定義については注を参照)

(注) 企業レーティングの定義：当該企業の、①経営者の経営力、②事業の成長力・持続力、③業績下方修正の可能性、という点から定性評価している。A：良好である、B：一定の努力を要する、C：相当の改善を要する、D：極めて厳しい局面にある、という4段階で示す。

(東祥のさらに詳しいレポートは、このホームページのベル企業レポートを参照していただきたい)