

長期投資と企業価値向上に向けた企業との対話の 取組みについて

2020年2月7日 農林中金バリューインベストメンツ株式会社

目次

I 会社概要

II 長期投資の考え方

III 企業価値向上に向けた企業との対話の考え方

I 会社概要

投資責任者の略歴

- 氏名 : 奥野 一成
- 役職 : 農林中金バリューステムツ 常務取締役 (CIO)
- 職歴 :
- 2014-現在 投資業務に特化した体制構築を企図し設立された農林中金バリューステムツに移籍し、現在に至る
 - 2009-2014 農中信託銀行にチームを移籍。年金基金、機関投資家等の外部投資家向けファンドへの助言業務開始
 - 2007-2009 農林中央金庫株式投資部アルファ株式投資班を立ち上げ、現在の原形となる「長期集中型自己運用ファンド」を運用開始
 - 2003-2007 農林中央金庫開発投資部オルタナティブ投資班にてヘッジファンド、プライベートエクイティファンドの投資に従事
 - 1998-2003 UBS証券（東京・ロンドン）にてJGBを中心とする債券トレーディングに従事
 - 1995-1998 長銀証券にて債券トレーディングに従事(JGB、利金債、事業債、オプション)
 - 1992-1995 日本長期信用銀行営業第一部にて大企業向け融資営業（非鉄金属業界を担当）
- 学歴・資格 :
- 2003年 ロンドンビジネススクール、ファイナンス学修士(Master in Finance)修了
 - 1992年 京都大学法学部卒業
 - 日本証券アナリスト協会検定会員

投資責任者のプロフィール

奥野 一成（農林中金バリューインベストメンツ【NVIC】 常務取締役CIO）

・2007年から、強いビジネスを持つ企業のみを厳選して長期投資するウォーレン・バフェットタイプの投資を実践

<紹介メディア>

・2019/6 「賢者の選択」テレビ出演



2019.06.17

賢者の選択

「投資」が世の中をより良くする？会社のオーナーシップとその本質とは

農林中金バリューインベストメンツ
常務取締役CIO
奥野 一成

・2019/3 日経新聞「駆ける投資家魂」



- ・2019/7 ダイヤモンド・オンライン
- ・2019/6 日経トレンドイ
- ・2018/11 日経CNBC「マーケット・リーダー」
- ・2017/4 日経マネー
- ・2017/4 日経ヴェリタス

他、多数

<委員>

・ 経済産業省
持続的成長に向けた長期投資研究会

・ 金融庁
フェア・ディスクロージャー・ルール タスクフォース

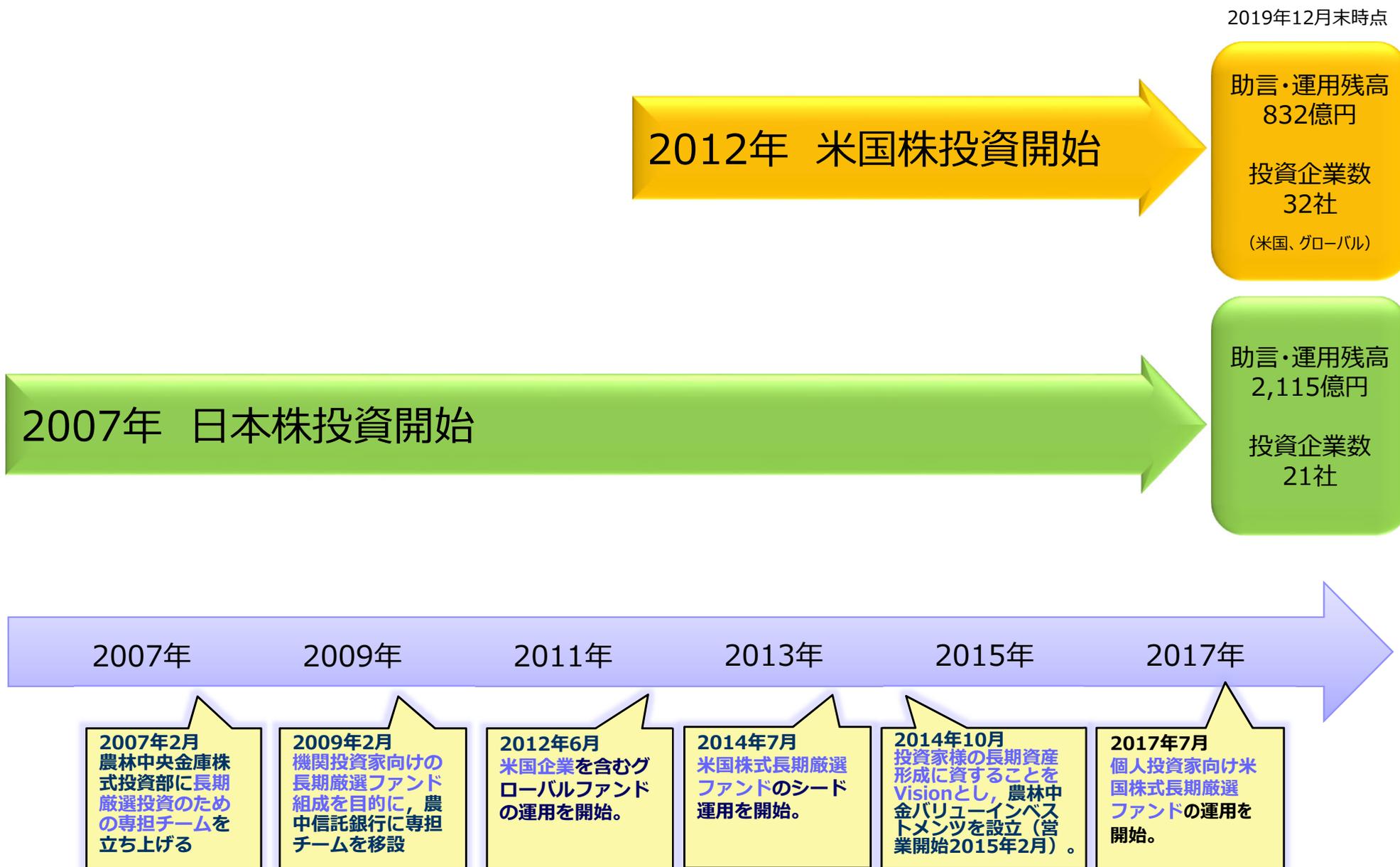
<出講>

- ・ 証券アナリスト協会国際セミナー
- ・ 京都大学 経営管理大学院特別講座
- ・ 一橋大学CSVフォーラム
- ・ 同 財務リーダーシッププログラム
- ・ 同 MBAコース
- ・ 日本IR協議会
- ・ 日本価値創造ERM学会

他、多数

<著書・共著>





基本情報

会社名	農林中金バリューインベストメンツ株式会社
英文社名	Norinchukin Value Investments Co., Ltd.
所在地	東京都千代田区内幸町2-2-3 日比谷国際ビル14階(2019年12月に移転)
代表取締役社長	新分 敬人(農林中央金庫 代表理事専務)
業務	投資運用業、投資助言業 関東財務局長(金商)第2811号
資本金	4.4億円(+資本準備金4.4億円)
株主	農林中央金庫65%, 農中信託28%
役職員	29名(常勤25名)
設立・開業	平成26年10月2日(設立), 平成27年1月23日(開業)
運用・助言残高	約2,947億円(NAVベース, 2019年12月末時点)

Ⅱ 長期投資の考え方

長期投資の考え方

運用哲学: 構造的に強靱な企業®へのキャピタルアロケーション

長期保有: 企業価値増大を加速させる



企業価値増大の循環

NVICの株式投資は、株券の売買益ではなく、永続的な企業価値の増大を追及する。すなわち「お金を投資先の企業に預け、その企業に着実に儲けてもらう」手法。投資資金は、投資先企業だけがアクセス可能な強靱なビジネスへ投資され、企業の価値増大を加速させる。生み出された企業価値は保有持ち分の価値増大として投資家にも還元される。

※「構造的に強靱な企業」はNVICの登録商標です。

長期投資の考え方

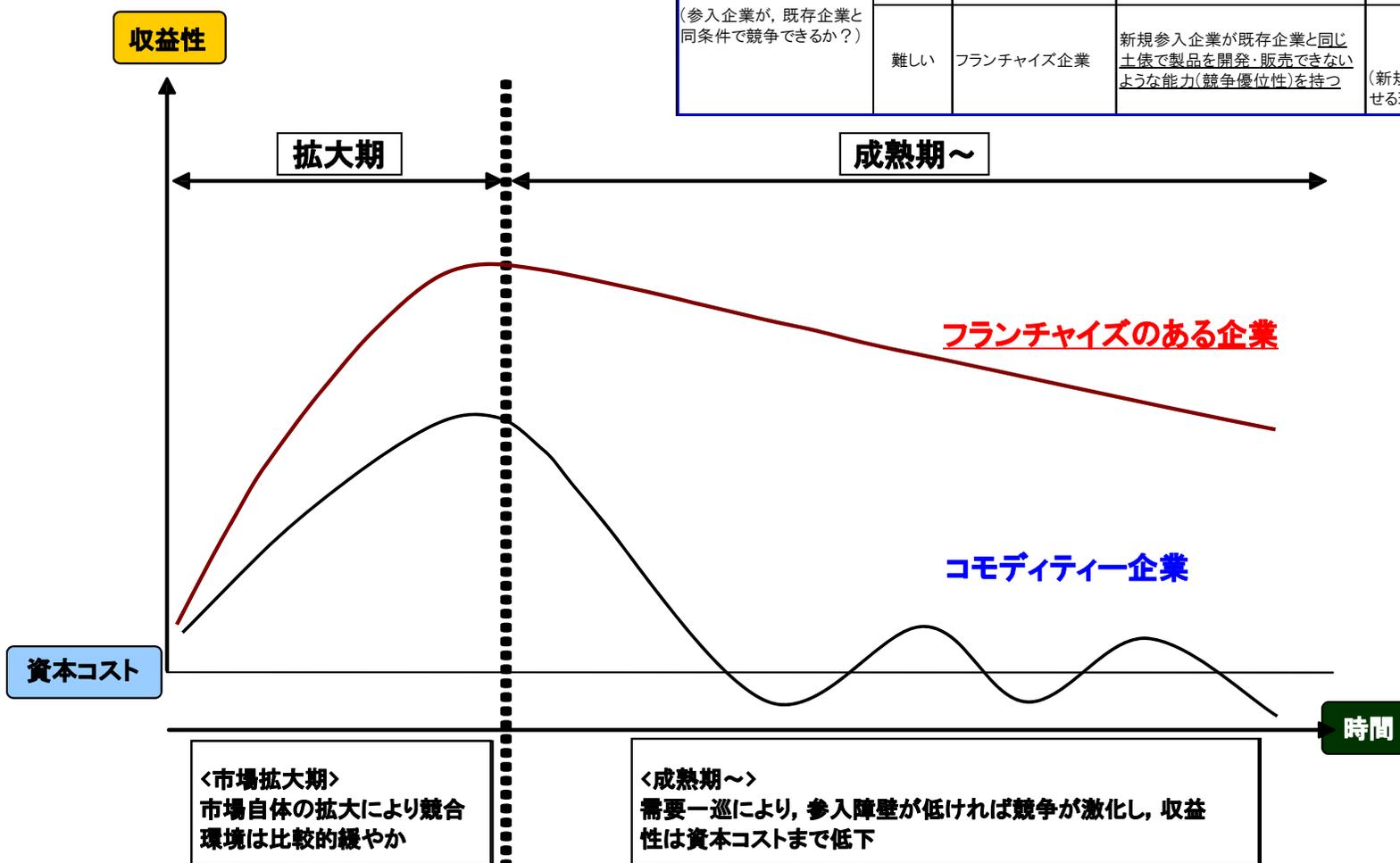
投資先企業（何を買うのか） - 「**構造的に強靱な企業®**」とは? -



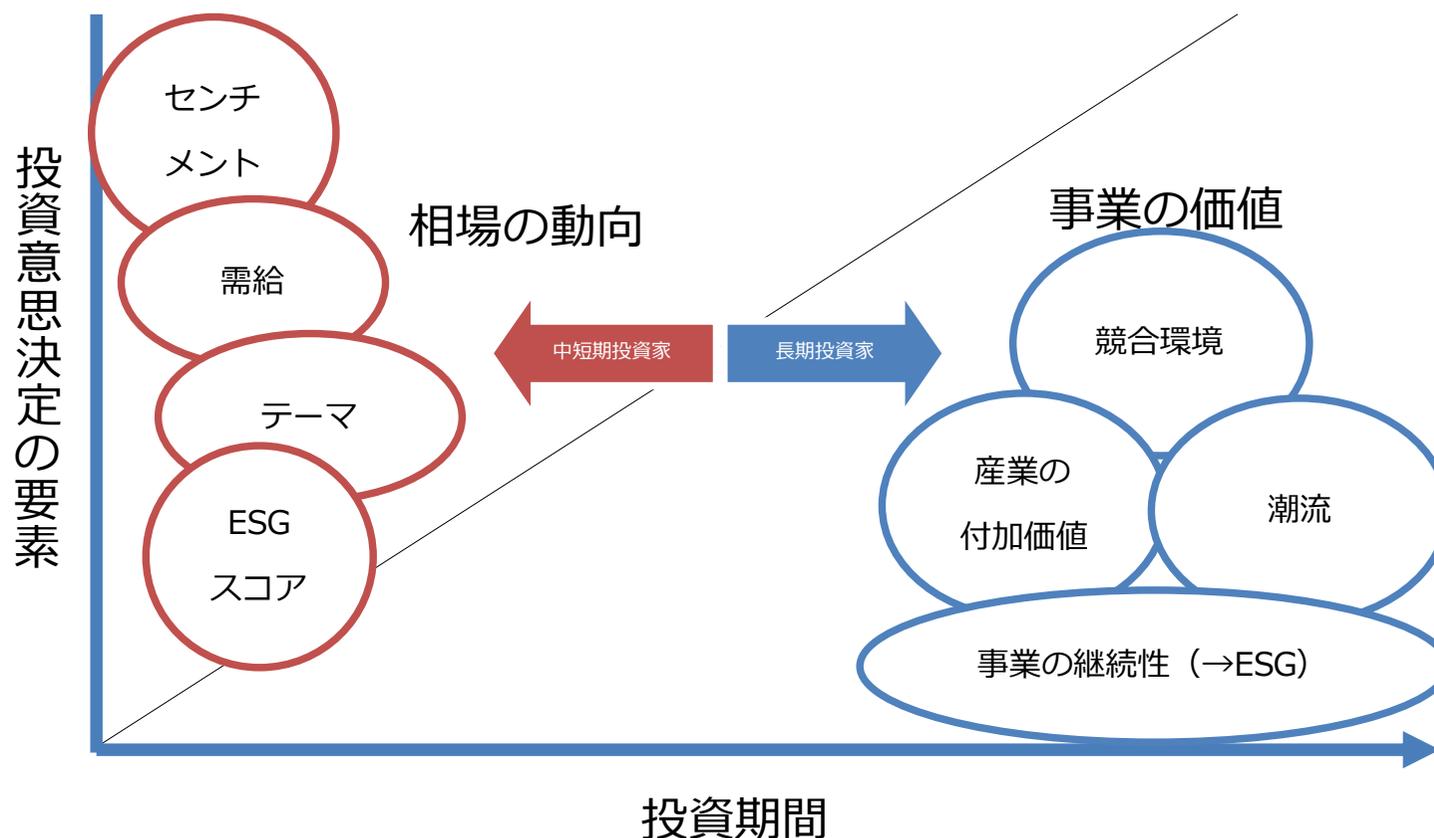
長期投資の考え方

持続的な企業価値の増大

参入障壁		タイプ	説明	競争	収益性	社数
新規参入が容易か (参入企業が、既存企業と同条件で競争できるか?)	容易	コモディティー企業	新規参入企業が既存企業と同じ土俵で製品を開発・販売できる限り、製品は実質的に均一で、差別化できない。	厳しい (新規参入を踏みとどめさせる理由がない)	競争で悪化 (最終的に資本コストを下回るまで低下)	大多数
	難しい	フランチャイズ企業	新規参入企業が既存企業と同じ土俵で製品を開発・販売できないような能力(競争優位性)を持つ	緩やか (新規参入を踏みとどめさせる理由がある)	高い水準維持 (競争による収益性の低下が抑制)	僅少



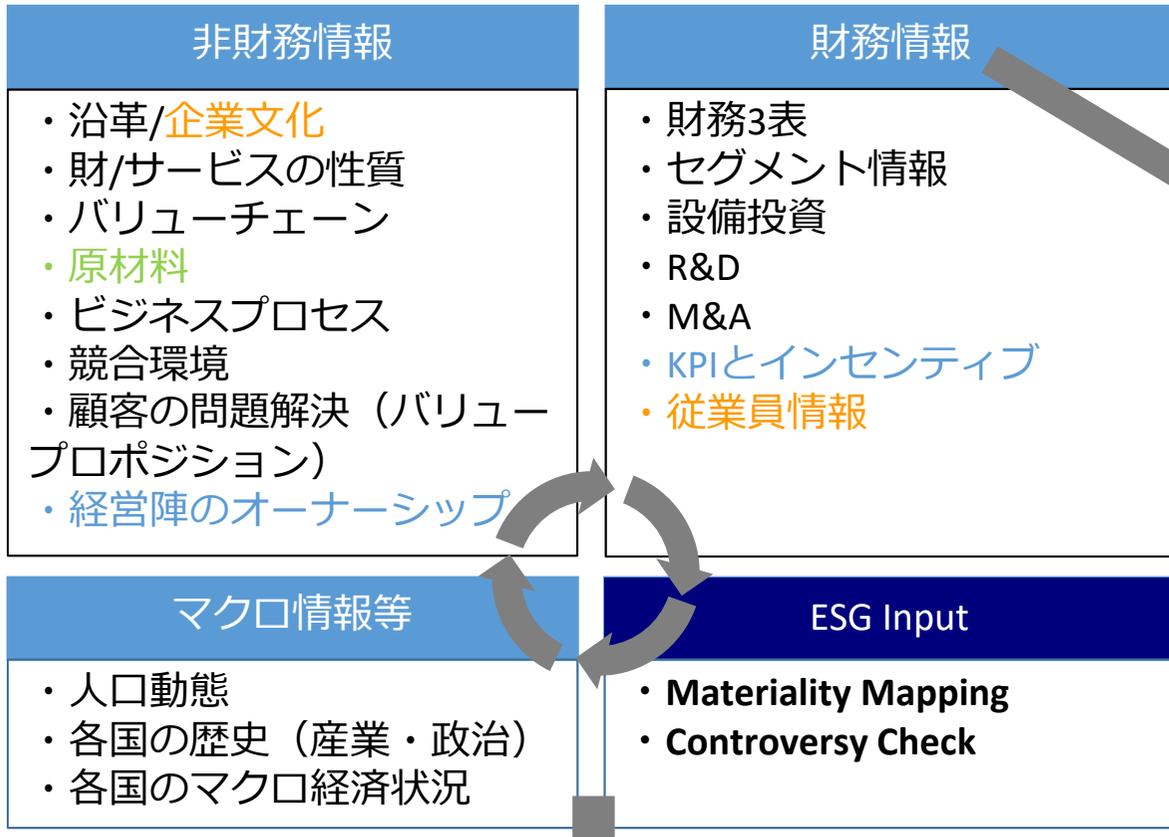
投資家の意思決定とESG



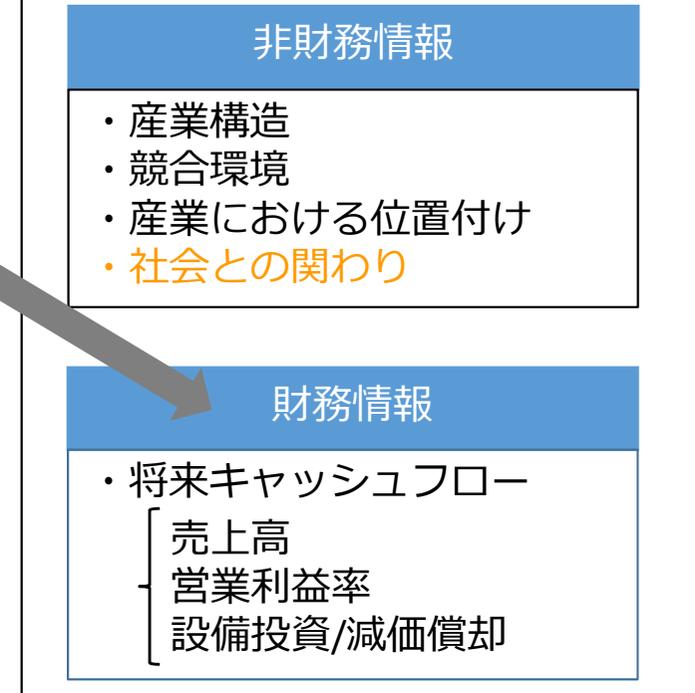
長期投資を行う以上、事業の継続性は大前提であり、社会の健全な発展と事業の方向性を異にするような企業は投資対象とはなりえない。長期投資家にとってESGとは、単純に数値化して評価するものではなく、当然に投資決定の本質的な要素の一つとして、重層的な産業・企業分析を通じて「企業価値」との関係性の中で確認していくべきものである。

NVICの企業価値評価の枠組み

■ 企業分析（過去/現在の情報を分析）



■ 企業価値評価（企業の将来の姿を想像）



産業構造（連関）に関する仮説 + 競争力に関する仮説 + 収益構造に関する仮説

企業価値の源泉を捉えた、企業への本質的エンゲージメント

企業価値評価におけるESG Inputの活用

■ 外部情報のInput

Materiality Mapping

⇒ 企業/産業ごとに重要性の高いESG項目を特定

E	S	G
地球温暖化	健康と安全	コーポレートガバナンス
自然資源	ダイバーシティ	公正競争
環境汚染	労働環境	情報開示
⋮	⋮	⋮

Controversy Check

⇒ 報道等からネガティブ情報をスクリーニング

■ NVICとしての評価

当該企業の
長期的な企業価値に
影響を及ぼすか？

■ 企業とのエンゲージメント

SDGsとESGとの関係性

企業

投資家



社会問題の解決
= 成長機会として
選択

エンゲージメント

企業価値評価の
1要素として活用

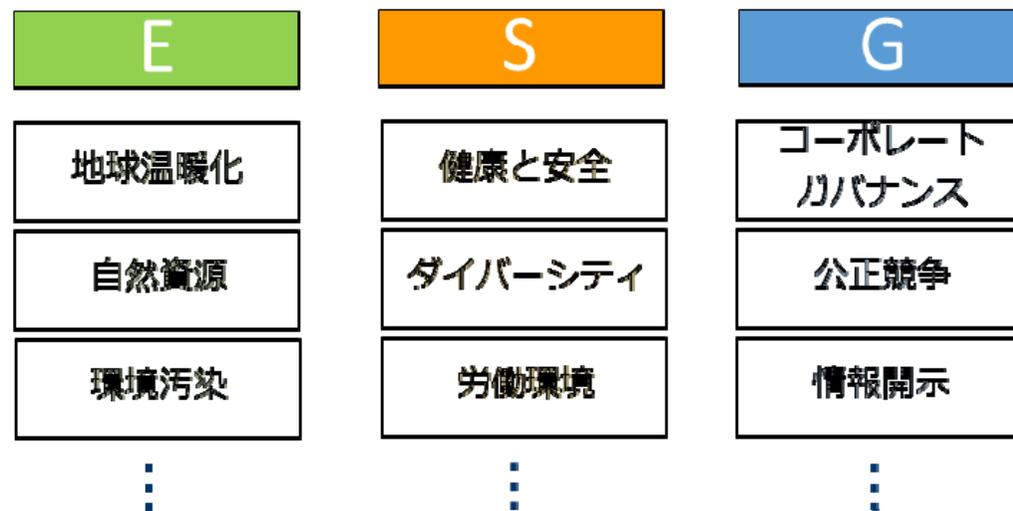
SDGs



SDGs=Sustainable Development Goals (持続可能な開発目標)
2015年9月、国連サミットで採択。加盟国193カ国が2030年までに達成するために掲げた目標

(出所：UNDP)

ESG



構造的に強靱な企業®とSDGs

構造的に強靱な企業®

産業の付加価値

- ・顧客の問題解決
- ・財/サービスの性質
- ・バリューチェーン内での位置付け



競争優位性

- ・参入障壁
- ・規模の経済
- ・スイッチングコスト



長期潮流

- ・人口動態
- ・医療機会
- ・食糧生産性向上



持続的な
企業価値
増大

社会問題解決は企業にとっての成長機会となりえるが、それだけで企業価値向上が期待できる訳ではない。

その企業が「**排他的に**」提供する「**付加価値**」と結びついて初めて、持続的な価値増大につながる。

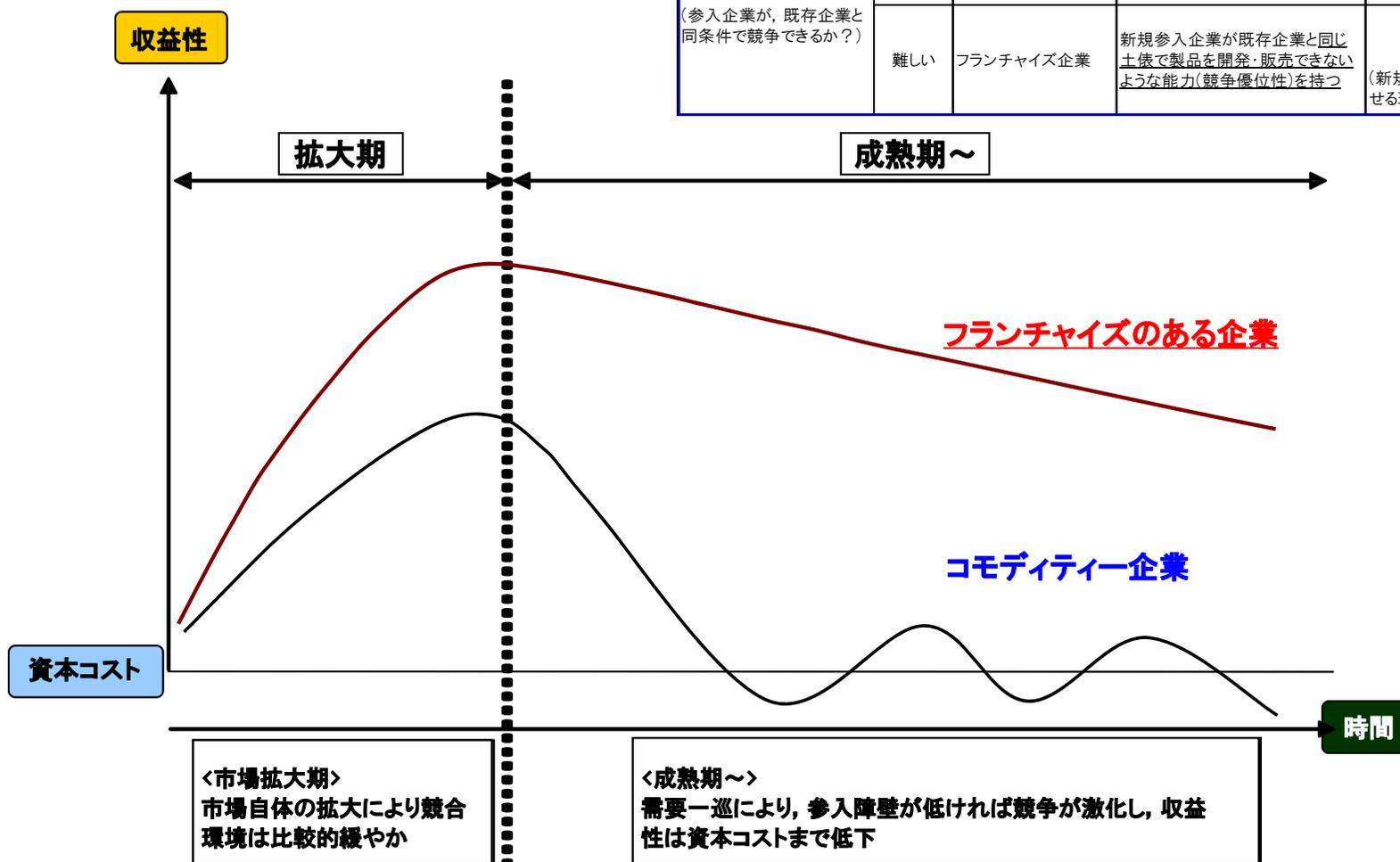


Ⅲ 企業価値向上に向けた企業との対話の考え方

長期投資の考え方(再掲)

持続的な企業価値の増大

参入障壁		タイプ	説明	競争	収益性	社数
新規参入が容易か (参入企業が、既存企業と同条件で競争できるか?)	容易	コモディティー企業	新規参入企業が既存企業と同じ土俵で製品を開発・販売できる限り、製品は実質的に均一で、差別化できない。	厳しい (新規参入を踏みとどめさせる理由がない)	競争で悪化 (最終的に資本コストを下回るまで低下)	大多数
	難しい	フランチャイズ企業	新規参入企業が既存企業と同じ土俵で製品を開発・販売できないような能力(競争優位性)を持つ	緩やか (新規参入を踏みとどめさせる理由がある)	高い水準維持 (競争による収益性の低下が抑制)	僅少



経営者の役割(資本配賦の重要性)

どの事業に資源を配分するのか WHAT

資本配分=Capital Allocation

- 事業の経済性を見極めて選択する
 - 産業構造
 - 競争環境
 - 潮流
- 最適な配分方法を選択する
 - 設備投資
 - 研究開発投資
 - 事業買収(M&A)
 - 少数株主投資
 - 事業提携

事業を適切に運営する HOW

事業運営=Business Management

- 競争戦略
 - 商品戦略/価格戦略
 - 製造戦略
 - 販売戦略
 - 人事戦略
- 効率的に運営する
 - コスト管理

企業経営者と長期投資家の共通点と相違点

		事業経営における キャピタルアロケーション	長期投資 (キャピタルアロケーション)
共通点		事業の経済性（付加価値、競争力、潮流）を見極める。	
相違点	メリット	選択した事業の経済性にアクティブに働きかけることが可能。たとえば競合そのものを変えるようなM&Aも可能。	業種、地域等においてあらゆる投資機会をとらえることが可能。上場株式投資であれば、流動性がある。
	デメリット	事業選択領域が既存事業の周辺に限定される。	あくまでパッシブに選択するのみであり、事業そのものに対する働きかけはできない。

持続的企業価値増大をもたらす企業戦略

NVICの基準	持続的な企業価値創造を可能にするビジネスモデル構築
付加価値	<u>顧客の問題を解決する</u> ・顧客は必ずしも自らの真のニーズに気が付いていない ・顧客のビジネスを理解する (Value Proposition) ・顧客のニーズを再定義する (Blue Ocean)
競争優位	<u>参入障壁を意識する</u> ・顧客にとってのスイッチングコストを認識する ・競合との彼我の差を認識する ・持続性・再現性を可能にする投資活動 (内部投資・買収)
長期潮流	<u>対象市場の成長性をマクロ的に捉える</u> ・方向性に逆らわない ・変動性は企業体力とのバランス ・産業バリューチェーンの中で俯瞰する

顧客の問題解決を排他的に行うことのできる事業こそが持続的に価値を創出する

- ・ 売上とは「顧客の問題解決」の対価
- ・ 利益の持続性は「参入障壁」の有無で決まる
- ・ 潮流に逆らってはならないが、単に潮流にのっても持続的な価値創造はない

まとめ(企業経営の本質)

資本政策

— バランスシートの右側の発想

Optimal Capital Structure
(最適資本配分)

投資家政策

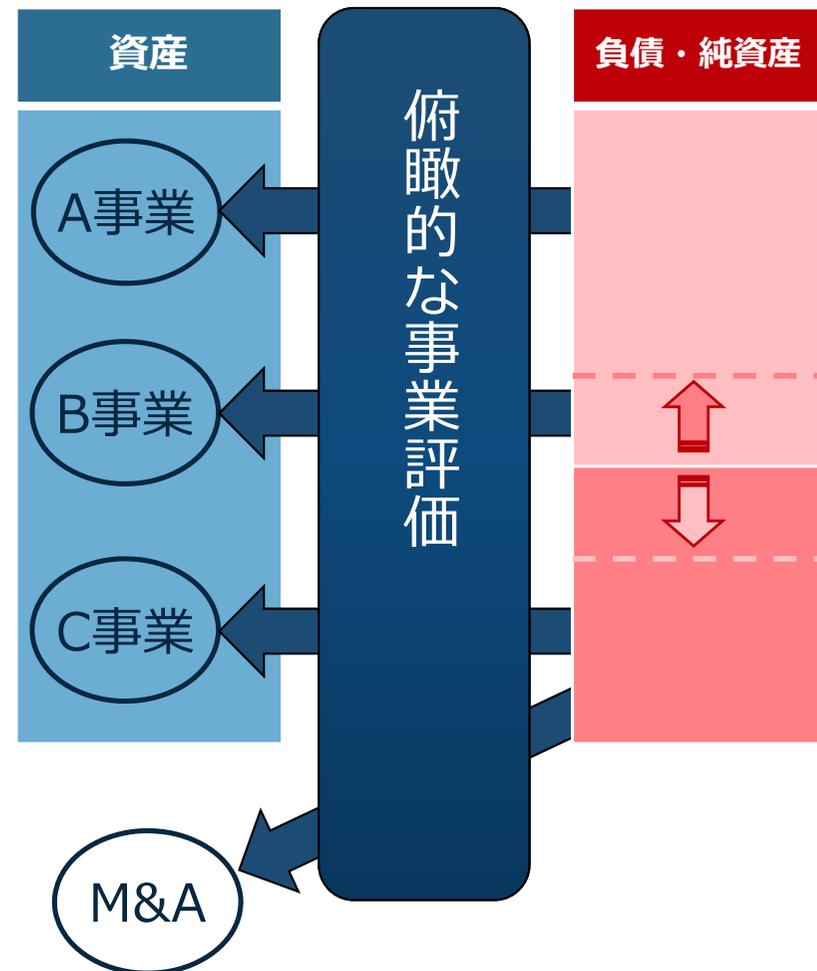
資本コストの把握

Internal Capital Allocation

— バランスシートの右側⇒左側の発想

客観的に事業の経済性を俯瞰する

外部投資家との接点 (窓)



Disclaimer

- 本資料に記載の内容は、企業分析手法の一般的な例示であり、題材として取り上げた企業は弊社が投資助言を行うポートフォリオに現在含まれているとは限らず、ポートフォリオに現在含まれている場合であっても、弊社の現時点における企業分析内容と一致するとは限りません。
- 本資料は、企業分析手法に関する一般的な情報提供を目的としたものであり、投資助言を提供し、あるいは個別企業の発行する有価証券その他の金融商品の売買または投資一任契約の締結を推奨または勧誘するものではありません。
- 弊社は本資料を提供することによりその受け手に対して信認義務を含むいかなる義務を負うことにならず、その受け手その他の第三者に対してその内容に起因又は関連して生じる損失及び損害について責任を負いません。
- 本資料中で使用しているすべての情報は弊社が信頼できると判断した情報に基づいて作成されておりますが、その正確性、完全性を保証するものではありません。
- 過去の成果は将来における利益を保証するものではありません。
- 本資料に記載された過去のデータは、将来の結果を示唆あるいは保証するものではありません。本資料に記載された市況や見通し等は、本資料作成時点での当社の見解であり、将来の動向や結果を示唆あるいは保証するものではありません。また、将来予告なしに変更する場合があります。
- 本資料は、著作権法が許容する「私的使用」（第30条）、「引用」（第32条）等の範囲内で使用する以外においては、弊社に無断で複製及び転載することはできません。