



Pachinko Chain Store Association

第42回PCSA公開経営勉強会 発言録

<スケジュール>

開会挨拶 午後3時

第一部 午後3時～午後4時

『チェーンストアにおける株式上場の是と非』

講師：結城 義晴 様 株式会社商人舎 代表取締役社長

第二部 午後4時～午後4時40分

『三店（3点）方式の適法性とそのための条件について』

講師：弁護士 三堀 清 様 三堀法律事務所 所長

第三部 午後5時～午後6時

『株式公開は企業進化の重要ステップ』

講師：諸江 幸祐 様 株式会社YUMEキャピタル 代表

（ゴールドマンサックス証券 元マネージングディレクター 元東京支店投資調査部長）

閉会挨拶 午後6時

開催日：平成24年11月16日（金）

時間：15時～18時

会場：THE GRANDHALL 品川



Pachinko Chain Store Association

第三部

『株式公開は企業進化の重要ステップ』

講師：諸江 幸祐 様

株式会社YUMEキャピタル 代表

(ゴールドマンサックス証券 元マネージングディレクター 元東京支店投資調査部長)

生年月日： 1955年7月18日

学歴： 79年慶応義塾大学経済学部卒業、85年南カリフォルニア大学大学院MBA終了

職歴： 79年ジャスコ(現イオン)入社、店舗、人事本部勤務、東京商工会議所出向、
85年野村証券海外投資顧問室 アナリスト
88年ゴールドマン・サックス東京支店調査部、98年マネージングディレクター就任、
99年同調査部長、経営委員会メンバー、07年戦略投資部で再生事業投資に従事
08年ゴールドマン・サックス証券を退社し、株式会社YUMEキャピタルを設立

役職： 株式会社YUMEキャピタル設立 代表取締役
株式会社 いとはんジャパン 代表取締役
アイエムエム・フードサービス株式会社 取締役
日本駐車場開発株式会社 社外取締役
オイシックス株式会社 社外監査役

職歴： 株式会社 ゴードンブラザーズ・ジャパン 取締役 (2009~2011年)
株式会社 グローバルダイニング 社外取締役 (2011~2012年)

その他： 早稲田大学ファイナンス研究センター講師
コーネル大学リテール・マネジメント・プログラム・オブ・ジャパン講師

ゴールドマン・サックス証券在籍中は、小売業の調査分析を主たる活動領域とし、日経新聞や各種海外メディアのアナリスト・ランキングで、その長期的な視点や洞察力が高く評価され常にトップ・アナリスト・クラスに位置した。その後、戦略投資部に転じ、プライベートエクイティ投資、企業再生に従事し、投資事業の経験を積んだ。

ご紹介を賜りましたYUMEキャピタルの諸江と申します。1時間くらいなんです話話をさせていただきます。宜しくお願いします。仕事の関係で一方的に1時間くらいお話を聞く事はあるんですが、大体的場合は退屈してしまいますし、この時間ですし、3講目ですが、退屈する事はできるだけ避けていきたいと思ひまして、テンポ良く、皆様のご興味のあるところを中心に話をしていきたいと思ひます。

今日、私の話す役目なのは、株式公開について。今年の夏、ダイナムさんが株式の公開を香港のメインボードにされました。これがパチンコホールとしては第1号になると理解していますが、株式の公開をするという事だけではなく、ダイナムさんの佐藤社長はじめ、ご関係者の方々は大変だったと思ひます。公開の手続き、準備、承認。日本の会社が日本でやるのでも大変です。私が今かかわっている会社のひとつに、来年の春に上場を準備している会社がありますが、それでも準備はものすごく大変ですし、ましてや香港のメインボードに、おそらく日本企業としては2社目なんではしょうか。1社目の会社のSBIという会社が日本でも上場している会社ですので、上場している会社を向こうに持っていくのと、初めて上場する会社を香港でというのは、制度も違ひますし、国も違ひますし、日本でもそのプロセスを知っている人はそんなに大勢いないわけですから。私の同業で、向こうで仕事をしている人もいますが、それは大変だったと思ひます。

ただ、大変恐縮ながら、上場で終わりではありません。上場を果たしたことから始まるもうひとつのストーリーがありまして、そちらにウエイトをかけて今日はお話をさせていただきます。

作っていただいてレジュメに私の略歴が載っています。最初は実家が小売業をやっている関係もあり、今のイオン、ジャスコに勤めたんですが、小売業そのものは大好きなんです、それを別の視点からこの産業にかかわった方がいいんじゃないかという事で、途中から進路を変えました。野村證券を経て、ゴールドマンサックスという会社に20年くらい勤めておりました。その間の大半を上場している会社、上場しようとしている会社、あるいは上場しててダメになっている会社を、主に小売業のエリア、あるいは消費財などの業種を担当させていただきました。今日会場にお見えの会社のなかではパチンコの製造機器の会社にお話を伺って、レポートを書いたりしてきたキャリアであります。

20年くらいそういうことをしてきましたが、リーマンショック、2008年にアメリカの証券会社も大半がリストラになりまして、お前もよからうという事で辞めさせて頂いて、現在は自分でコンサルテーションの会社をやっているという経緯であります。

今日のテーマを早速スタートさせていただきますが、今日のテーマは大きく4つ話たいと思っております。最初に長めでウエイトは大きいですが、株式公開の意義について。それから、公開した会社はどういう責務を負うか。先ほど申し上げたように、公開したら何をしなければならぬか、何を期待されるのか、何を話さないといけないのかについてお話をします。3番目に事例を引っ張ってきて、上場後の会社の体質が変わっていった会社。うまくいった会社、あるいは会社は衰退といひませんが、株式市場で評価されなくなってしまった会社、そういった会社を比較したい。最後に今後の課題ということで、上場するという事は株主との対話があります。それをステージを1段上げると、今三堀先生からありました、東証での上場、あるいは日本のメインボードでの上場に最終的にゴールがあると私は思っておりますので、そういったところに向けてどういう事が必要になってくるという事に触れたいと思ひます。

最初の、株式公開の意義、というところですが、一般的に株式公開をなんでするかといった時に、次の3つのことがよく言われます。資金調達力の多様化、それから有能な人材の獲得が容易に、未上場の会社の信用力のなさと、上場している会社という事であれば学生の親御さんも入社を認めやすいという事もあります。それから、これも概念的な話ですけど、社会的信用力の強化ということも言われています。

その前に2番目のポイントについてですが、創業者とか主要株主など、上場前の株主にしてみれば、資産価値の値段がつくので、株式の価値が、売るか売らないかは別として、価値が顕在化します。これは、結構いろいろな形でのメリットがあります。もちろん一部は売却して創業家利得という事で、資金化することが出来る。どんなに大きな会社でも、創業されてから伸びてくるまでは、本当に実は創業経営者は資産をお持ちじゃないです。あまり。日本の企業の場合は、沢山給料は取れませんし、株を売って上場したときに初めてキャッシュを手にする方がかなり多い。そういう意味ではちゃんとしたメリットで、恥じる必要はないわけで、ひとつのメリットであっていい。

3番目は社会の公器ということですが、あとでお話します。言葉として、ガバナンスとか統治体制という言葉覚えていただければ結構です。

それから経営資源、つまり資金調達・人・信用についてどんな変化が出てくるか。例えば、資金に関していえば、今は担保付融資、銀行は必ず担保を取りますよね、無担保で貸してくれる事はほとんど無いので。例えば何か資産を取得するにあたって銀行がお金を貸してくれる。銀行借り入れというのは、そういう性格を持ったものですが、それに対して、(上場会社じゃなくてもある程度大きな会社なら出来ませんが)無担保社債などが発行でき、これは上場会社が発行体なら信用度が一気に増します。

あるいは株式公募増資。あまりこういう言い方はしたくないのですが、社債であれば例えば7年なら7年の期間が終わったら返さなくてはいけません。償還というものがあります。株式は返さなくていいお金だ、とおっしゃると、私達はそうじゃなくて、株式はより高いハードルのお金なんですけど、だけども株式を発行する事で新たな資金調達をすることができます。自己資本を充実するために増資することも可能です。

それから、人材。規模だとか収益性が十分な会社であっても、それだけではひきつけられない人材というのが上場会社にはあります。ここにESOと書いてありますが、ESOというのは、エンployee・ストック・オプションといいます。従業員持ち株会だとか、あるいは従業員に経営者が新しく株を付与してあげる、これだけの経営成績を出したら株をあなたにあげるよ、と株を出してあげる。未上場の株なら全く意味がありませんが、上場していれば一定期間をすぎた後その株を売って、あなたの資金にしてもいいですよ。エンployee・ストック・オプションは実は給料なんです。これを出した時にはオプションバリューを出して費用化しなくてはいけないという制度に会計上なっていますが、そういうものを使って、従業員の方に、もっとがんばって、ということもできる。株を持つメリットができる。

それから信用の部分ですが、上場している自体で一定の基準を満たしていると社会が判断する。これは一応認められたんだよね、と。この会社は管理が甘いんじゃないだろうか、とか、この会社の業種はよくわからないねという会社でも、上場会社ならちゃんとしているはずだと。私はある質屋さんが上場を検討したという話を聞いた事があるんですが、やはり現状では上場は難しいんですね。古物商でもあるので、行政上の管轄はパチンコ屋さんと一緒に警察なんですけど、上場はダメというか、チャレンジしても東証は受け付けないようですね。受け付けないということに対して、なぜ?となると、東証という役所の考え方になっちゃうわけですが、上場するという事はそういうことで、東証が質屋さんには質流れ品の取り扱いが良くわからないとか、質の金利が高くないかと疑問視すると上場が難しいのだと思います。でも、こういう業種でも上場が果たせたらもっと社会的に信用度が増すという事が考えられます。

それから2番目のポイントは、上場すると株価がつかますので、公開前の株主さん達は自分の資産価値がわかります。後で話したいと思いますが、株式を公開するときには流動性を供給しないとダメです。香港なら発行済み株式数の25%が市場流通するように放出しなければいけないようです。つまり発行する株式の何%を市場に売り出すことが必要になります。

しかし株式公開に際して一番言いたい事は、上場することでもはや個人企業ではないということ。上場される会社は創業経営者が3分の2以上、あるいはその方の関係会社を含めて3分の2以上をお持ちになっている。3分の2というのは非常に重要な数字で特別決議という、重要な決定をするには3分の2の株主の同意が必要になる。3分の2を一人で持っていればいろいろなことを一人で決められるんですね。公開企業になっても会社法上はその規定は変わらないんですが、ただし株式を公開した会社では、仮に10%でも他人が持った以上公的な会社なので、手続きとしては全て一人で決めていいわけではなくなります。デメリットでもあるんですが、様々な株主が正確に判断できる情報公開とか、その人たちの言葉を真摯に聞く耳を持っていないといけません。だからメリットだけではなく、上場するという事は、今までの会社の体制からすると相当不自由なことを、上場によってもたらすことになりそうです。そういった覚悟が上場企業に必要なという事をぜひお伝えしておきたいと思います。

では、そもそも株価とは何なんでしょう?どこ会社の株価を例に挙げてもいいのですが、ダイナムさんの株価だったら香港ドルで13ドルくらいの値段がついている状態だと思います。それはどういう意味なのか?日本円に換算すると1株140円くらいだと思いますが、140円という値段に何の意味があるのか、実は何も無いです。何も無いと言うとあまりにも残念な話ですが、株価が1000円以下の会社は評価が低いんだよね、というのの意味が無いんですね。株価が仮に30円であってもものすごい高い評価を受けている会社もあるかもしれない。あまりないですけど。そういう風にしないようにしていますから。株式の併合だとか分割だとか使いながら、そういう風にしないように値ごろ的なものをつくるというのはありますが、1000円だとか500円とかに意味があるかと言うとあまりない。

例えば、ダイナムさんの次にどこかのパチンコホール 회사가上場されたとして、ダイナムが13なんだけど次の会社は50もある、すごい高い評価なんだよね、というのは全然違います。全く意味がありません。なぜかというは株価の算定前に株式時価総額とものがある。それは、その会社の株式の総額、今マーケットでいくら、その会社の評価額であってそれを発行している株数で割ったのが株価なんです。株価というのは沢山に分かれているピースなんです。だから株式時価総額が重要な資料になる。それが株主価値なので、全員の株主の価値を合わせると株価と発行済株数をかけたもの、それが株主の価値になるという事です。

もうひとつ、株主価値と企業価値も違います。株主価値と企業価値のどこが違うかと言うと、企業価値と言うのは、株の価値ではなくてその会社を所有することの価値、コントロールすることの価値。100%じゃなくていいんですが51%以上その会社の株を持った人の価値。つまりホールを運営して、投資をして新しいホールを作っていくって、この資産を拡大すること、この会社を所有することによって、どういう資金のフローとか、お金を将来どれくらい得られるかということのを割り引いて、引きなおして計算するのが一般的なやり方なんです。この会社を持っているとこのくらいの価値がありますよ、ということのを計算するのが企業価値なんです。

これは株主価値とは違うんです。違うのは負債なんです。例えば、新しい土地を買ったり借りたりして、そこにホールを1個作って営業利益から出てくる収益がありますね。ですが、そのホールを作るのに、お金を借りてホールを作らなければいけなかった場合、その会社を所有するという事は負債を最後に弁済しなければいけないという義務があるんです。その弁済義務まで会社を所有すると負うことになりますので、株主価値＝企業価値－純負債（有利子負債総額－手許現金）になる。有利子負債の負担を引いたものが株主価値で、足しこんだものが企業価値になる。書き換えると株主価値＋純負債＝企業価値になる。

ダイナムさんの場合、香港ドルベースで、株主価値が102億香港ドル、日本円で1000億円くらい。純負債が5億香港ドル。手元にキャッシュがあり、有利子負債を引いても5億ドルくらい残るので、企業価値は97億ドルという形になっている。

この数字を計算しないとイケない。それから実はこの会社が高く評価されているか、されていないか計算されるわけですが、これを他社と比較するのにいくつか指標を使います。それがPER、PCFR（プライス・キャッシュフロー・レシオ）、PBR（プライス・ブックバリュー・レシオ）、EBITDA倍率、EBIT倍率、PSR（プライス・セールス・レシオ）、こういったものを組み合わせて、この会社の株価は、今どんな風に評価されているか、あるいは上場のときはこういうものを使って、いくらくらいに評価されるべきであるかを計算をして、それを投資家に見せて、投資家が納得したらこの株を買いましょう、という形になります。

実は上場後もきちっとこの数字を見ていかないとイケない。上場した後の会社が評価されているかどうかはこういったものを通じて見ていく事になります。

次はバランスシートです。自己資本のことをブックバリューと言いますが、普通は自己資本の何倍あるいは0。何倍かで株主の価値、株式の時価総額の価値、つまり株価かける発行済み株数で出した数値と比較します。その上に、負債の負担を負う場合は、その分加算したのが企業価値という形で計算されています。これらを分子にして、次の指標を作ります。

E （エクイティ・バリュー、株式時価総額） \div NP （当期税引き利益）というのがPER（株価収益率）、一般的によく使う指標です。あるいは上場、買収の時によく使う指標はEBITDA倍率という指標。 EV （企業価値） \div $EBITDA$ （営業キャッシュフロー）で求めます。簡単に言えばこの会社の経営をコントロールした場合は、それを一年間に入ってくるキャッシュフローで割るので、何年分のキャッシュフローでこの会社の買収価格を買い主できるか。買った値段と負債を全部綺麗に清算するには何年だ。例えばこの数字が5年だったらこの会社を持つことによって、5年間のキャッシュフローの総和で会社が買えたという考え方になってくる。そういうものを比較します。比較した例を後で紹介します。

この課程で、株価の決定要件、どういうものが株価に影響を与えるのか、あるいは株主価値に影響を与えるのかなんですが、一番重要なのは業界のファンファメンタルズ。業界の基礎的な要件、環境とか、あるいは規制環境とか、あるいは競合の状況がどうだとか、あるいは消費者が射幸性の強いゲームを好んでいるか、離れているか、というような動向ですね。あるいは金融市場がどういう風にその業界に対

して資金をつけようとしているか、そういったものを全部分析すること、それが業界のファンダメンタルズになります。そして、これが重要なポイントなんです、見通しがつきにくい、ということはダメだということではないんですが、ちょっと見えにくい、よくわからない、というのはそれだけで株を押し下げる要件になる。なぜかという、見通しが見つからないという事は不確実性、不確実性はリスクなんです。確実であるものほどリスクが低いと言う事になる。不確実性が高い物はどうしてもリスクが高いと判断される。これが業界ファンダメンタルズで一番重要なこと。

後で話をしていきますが、この業界のファンダメンタルズが、あるいはこの企業は悪くないよ、業績の見通しは悪くないよ、ということを書いていかなければいけない。効果的に訴えて初めて高い株価になると理解していただきたい。

ただ、業界が一生懸命やっても、企業が一生懸命やっても、株が上がらない時は上がらない。その典型が株式市場の環境、あるいは株式の需給の状況。これは、もどかしい部分があるが、たとえば、国内外の金融の状況、為替の動向が非常に悪い場合。今もそういう性格はありますが、悪い例としては例えば、2008年のリーマンショックの時、日経平均が7000円を割るか割らないか、というところも一時言われましたが、その前、直前に2万円ちょっとまでいっていた株式市況が7000円まで落ちちゃう。これはだれがどんな風に叫んで、うちの会社はいいと言っても、株は下がります。株は買わない方がいい、というように世の中の雰囲気になってしまっ。一方で高騰したのが金ですね。金の価格が上がることに本当に意味があるかと言うと意味は無いんです。もちろん、金は携帯電話にはいっています、パソコンの中にはいっています。ただ、その需要だけであれだけの価値がついていいかと言うと付かないです。言ってみたら金は逃避資産なんですね。株は状態がいいときに期待値を持って買うもの。株が一般的に流通するというのそういう側面がある。

他に株価が下がった時期というと、日本では過去一番の金融クライシスとなったのは1998年で、この時に山一證券がつぶれ、長銀、日債銀、銀行が潰れていきました。これが引き金になって、銀行の規制が厳しくなってメガ3行という、メガバンク3行しかない時代になった。都市銀行は12あった。メガが3行あって、あと都市銀行と言え「りそな」くらいでしょうか。そのくらいの数に減ってしまった。そういう時期は株式市場も非常に難しい状況になる。

反対に株式市場がにぎわう時。バブル景気が正にそう、お金が余っちゃった、持ってた資産が増えちゃった、このまま同じ株を保有し続けていいの、いやあ一回換金して他の株を買ったら儲かるらしいねと、株を買いに行く。これが株のバブルなんです、89年から90年のバブル景気。ついこの間もバブル景気があったんですが。2005~6年もあった。ITバブルも2000年ちょっとにあった。

一方で株式の需給のみでバツンだったのが2003年。機関投資家の事情で、機関投資家の間では大変だったんですが、国に厚生年金の一部の運用を国にしてもらっています。厚生年金の運用は厚生年金基金が国に対して預けてたわけですが、その中で株式の比率を変えましょうという事になり、国が運用していたものを各厚生年金基金に返しました。返す時に安全資産に乗り換えたわけ。一気に一律株式の比重を落とすことになりました。そうすると、その会社がいいか悪いか、安いか高いか関係なく、比率落とします、一律で切ります。これは株売りになっちゃうので、値段が下がった。これがなかなか解消できなかったという時期もあります。

個人投資家というのは皆さん一般の投資家です。証券会社に電話をかけて、あるいはネット証券にログインして、この株を買いたい、例えば任天堂の株が下がっているから買いたいな、というのであれば口座にお金をいれておけば株を買うことができます。それに対して機関投資家という人たちがいます。機関投資家は何をやっているかという、実は皆さんに非常に関係のあるところで、皆さんの年金。年金を預かって運用しているのは機関投資家。受託してそれを運用しています。その中の一部に株が入っています。そういう人達がファンドマネージャーという人で、私達がやっていたアナリストはそれにアドバイスする。アナリストは何を見るかと言うと、会社からいろいろな情報提供を受けます。個別の会社の情報もあるし、業界に対する見方みたいなものを提供を受けて、収益予想を自分で作るんです。その会社がどれだけ利益を上げるかという事を、実際に計画を立てます。立ててこのくらいじゃないかな、ということを考えながらレーティングをつけます。

レーティングという言葉もリーマンショック以降、色々と話題になりました。直近で言うと、例えば、イタリア国債がどうだとか、日本国債も2ランク、何ランク下がったとか、これと同じ事で株もレーティングがあります。こういったことを考慮して、売りだ買いだということ判断していくことになりま

す。

お手元の6ページ、7ページを見てください。皆さんの会社が属している業界、パチンコホール業界自体は比較対象の株式が無いので、香港で上場した場合に香港市場の投資家たちはパチンコホール会社の何を見るのか。ダイナムさんならダイナムさん、これからニラクさんなりが上場されるとしたら、こういうところを指標として見ていかれるだろうか。つまり絶対価値ではなく相対的に、この会社、この業界と比べてパチンコという業界はどう見るべきなのか、判断したであろう、ということ推測を基に類似会社を挙げてみました。

ギャラクシーエンターテインメント、SJMホールディングス、私個人はこうした会社はあまり知らないのですが、マカオの中国資本のカジノです。その下のグループ、ラスベガスサンズ。この会社の関連会社にはマカオサンズというのがあります。ウインリゾート。ユニバーサルエンターテインメントのアルゼさんが株を持っていた事で有名なウイン。それからメルコ、これにMJMを加えるとラスベガスの大手カジノの会社です。あとは、参考までに日本のパチンコ・パチスロの機器メーカーさんたち。それに遊技施設という事でラウンドワンも入ってみました。

こういった企業群をひとつの基準で載せてみるというのが、株価評価を比較するときの重要なプロセスになります。上の表は通貨が全部違います。香港は香港ドル、ナスダックはUSDドル、東証・ジャスダックは円で書いてあります。これを一定のレートで円に引き戻したのが下の図なので下の図で説明します。

例えば、時価総額がどれくらいなの、といいますとダイナムさんは1043億円ですね。キャッシュが手元にありますので、それを差し引いて企業価値にすると992億円、株式市場では約1000億円の会社とされています。じゃあこの会社の5%の株を持っていたら、俺は50億円の資産を持っていると思っていただけたらいいと思います。売れるか、という問題とは別ですよ。5%保有している人が売っちゃったら問題になるケースもありますので、売らない事を前提に、今持っている資産が50億円だという事が今日現在の価値ということになります。営業利益はというとダイナムホールディングスは294億円の営業利益を出している。負債はそんなに無い。株式の簿価である純資産、財務上の株式の価値が900億円くらいですから、株価はほぼ財務上の価値と同じくらいだと株式市場が見ていることになります。

ダイナムさんは他の企業に対して、どれくらいの規模感なのか。ギャラクシー、SJM、時価総額1兆円クラスですね。1.1兆円、9700億円。ラスベガスサンズに至っては2兆7000億円の時価総額。2兆7000億円の時価総額は日本企業にはもうあまり数が無い、ずいぶん少なくなりました。日本の会社は時価総額が減っています。小売業で言うと、セブンアンドアイで2兆円くらい。イオンは1兆円もありません。ウインが8800億円、メルコが6400億円というのが株式の時価総額。ただし、この会社たちは一様に有利子負債が沢山あります。お金を借りて、レバレッジと言いますが、お金を借りて投資をして、それでもってこれだけの収益を作り上げていますので、企業価値という事になると、この辺の企業を買うとその負債も負っちゃいますので、企業価値は時価総額より大きい、というのがカジノをやっている会社の状態です。

セガさんとかSANKYOさん、時価総額がどれくらいあるかということ3200~3600億円といったところですね。営業利益は580億円、400億円。こうした情報は日本で情報公開されています。機器メーカーさんは相当キャッシュリッチでして、お金を沢山持ってらっしゃいますので、株式市場では、お金を抱いた会社という評価をされており、あとで評価を出しますが、実は企業価値で見るとあまり評価が高くない、というのが残念なところですね。

これをさっきいったバリュエーション、株式の評価基準に照らした表がこれです。時間があつたらゆっくり見ていただければいいと思いますが、例えば一番一般的な指標としてPERというものがありますが、これは株式の時価総額を当期利益・純利益、税金を払ったとの手元に残った利益ですね、この利益で株式の時価総額を割った数字が、ダイナムさんは今6.8倍なんです。という、今出している利益の7年分しか価値が無い。「しか」というのか、あるいは沢山なのか、これだけで見るとあまり良くわからないのですが、じゃあ他の会社はというと、ギャラクシーはちょっと特殊でリストラが終わって大きな買収したばかりで実はこの利益はものすごく伸びている最中にあるので、伸びている最中だと2年目になると数字が変わっちゃうので、そういう意味でいうと成長率が高い会社はPERが高いという傾向があるんですね。利益が伸びているので、何年先の利益を見たら6倍、7倍になっているかもしれ

ませんからそういう傾向があります。じゃあギャラクシーを除いたとしても、面白いことに香港上場のSJMもラスベガスサンズもウインリゾーツもPERが大体20倍前後のところにあるんですね。なのにダイナムさんは、もちろんカジノじゃないですが、もしカジノをベースに考えると20倍くらいの価値がついていてもおかしくないはずなんですけれど、今は6倍、7倍という評価しか無い。ちなみにセガサミー、SANKYO、ラウンドワンも14から16倍ある。東京証券取引所の平均は18.5倍なんです。だから、東京証券取引所の平均より、パチンコ機器メーカーでさえ相当低い。ナスダックや香港のメインボードの指標であるハンセン、この市場平均よりカジノの評価の方が高いんです。何らかの形で日本のパチンコ産業の評価は決して上がっていない、ということが言えると思います。

もうひとつ、キャッシュベースで考えたEV/EBITDAという指標。会社全体をコントロールしたときにキャッシュフローで計算した時に何年分になるかという考え方なんですけど、平均は取りにくいんですが、カジノ会社は10倍から11、12倍で評価されている。今年1年で手に出来るキャッシュフローに対して、11年、12年分くらいの価値で会社が評価されているんですが、ダイナムさんの場合は2.5年分。ちょっと語弊を気にせずに言うと、もしダイナムがこの値段で買えたら、会社をコントロールできたら、2年半辛抱すれば買った金額がゼロになります。後は全部自分のお金になります。この状況って極めて低い状況といえます。10年になると途中キャッシュフローが減ってしまうような何があるか分からないから10年は高いんですが、2.5年なら、例えば利益が半分になったって、キャッシュフローが半分になったって5年辛抱したら買った金額が全部戻ってくる、ということであればすごい低いんじゃないか、ということがいえると思います。

だから一覧にして比較すると、ダイナムのバリュエーションは香港とかアメリカのカジノにカジノゲームに比較して3分の1とか5分の1くらいの評価しか受けていませんねと。カジノ産業というのは中国の市場開放がありますので、中国をマーケットにできるカジノの会社は、成長性がすごい高いと思われる。パチンコが日本独特の特異な事業である以上、中国人を巻き込んでその事業に入っていけない以上は、成長性が高いとはいえないと、同じように比較できるもんか、というのが理論的な背景にあると思います。

というお話をした上で、何をしていかなければいけないか、今再三申し上げたように、どうやったら株式市場から高い評価を得るかということ、実は成長なんです。うちの会社は成長してるさ、一生懸命会社は毎日努力しているんですから、ということは皆さん絶対おっしゃるし、思われる訳ですけど、上場した以上は、上場して新しい株主ができた以上は、その新しい株主が何を期待するかということ、その企業が成長していく事以外に期待は無いんです。成長していく事業を自分が一部でも買える事によって、その資産が大きくなるという事に期待を持っているので、成長のコミットメントがないと実は上場しちゃいけないんです。だから実は上場がゴールではないんです。上場した時から始まるのは、成長という事に対してさいなまれる。経営企画の担当や開発の担当はものすごくプレッシャーがかかって、あるいは経営者は最低でも10%ずつでも利益を伸ばしていかなければいけないという事を、言われる筋合いがないと今まで思っていたところから言われるんです。これが上場という事なんです。

例えばこんな事もあるんです。うちの会社はお金がいっぱいある、しかも創業者である私が株を売る気ないよ、俺が金を儲けたくて上場したんじゃないんだぞ。何を言ってるんだ、バカにするなど、会社はお金は要らないんだと、普通に安定的に従業員のためにこの会社を伸ばすんだと。しかし、だったら上場するな、という事になってくる。上場する以上は資金を入手してください。新しく株を発行して資金を外からとりなさい。取ってその資金を成長に投資してください。資金が要らない、ということを自慢げに言う経営者の皆さんは結構いるんですけど、資金が要らないという事は、あなた成長しないのねと、だったらなんで上場したんだと、俺達に株を買わせるなよというメッセージになってきます。という覚悟を持って上場して欲しい。

もし、成長が出来ないんだったらもうひとつ選択肢はあるんですよ。配当で払うという事です。それも、その人たちが株を買った時から貯まったお金じゃなくて、今まで貯めてた金も払えと言われるんです。お前関係ないだろうと思うわけですが、積み上げたお金が手元に1000億円あります。あなたは上場した後で、昨日こんな安い値段で株を買っておいて、何でお前に1000億円を分けてやらなきゃいけないんだよ、と思うじゃないですか。だけど、それは俺の権利だとその人たちは言います。めちゃくちゃうるさいですよ。で、それがいやだったらそのお金を使えと言うんです。払わないんだったら使え、使えないんだったら払え。俺が株持っている分だけでも払え、10000分の1であろうが、俺の

金だ、と言いますから。それが上場することだと考えてください。

そうじゃないとすれば、なぜ今抱えているかの説明をしなきゃいけない。なぜ、このお金を、今会社が持っている方が価値が高いのかということの説明をしないといけない。これがコミュニケーション。

その後の課題はコンプライアンス。第一級のコンプライアンスという言葉、最近都合がよくてどんどん幅広い解釈の言葉に使われますが、一般的には法令遵守、定款遵守、これは当然の事です。外形的にはマニュアルを整備したり内部監査室を作って体制が整備されていますよ、ということを手張する。J SOX法というのが今整備されていますので、それに併せてちゃんと作っていかねばいけない。これは上場会社と非上場会社とは基準が違いますので、ハードルが一個ボーンと上がっちゃいます。結構面倒なことが多い。それから従業員に対する教育研修、その理解度がちゃんとされているか、例えば、法令を守るに当たって、かなり色々なことがあります。これはやっちゃダメよ、と従業員なら分かっているでしょ、ということもあるかと思いますが、もし守らなかった時に、お前ちゃんと教育したかと。それは最初から言っているし常識だよ、というのは通らない。何人の人間が半年の間にこの会社に入ってきたの、という事になって、人間は忘れやすい動物だから、半年に1回はちゃんと研修をやってるよね？理解が進んでる？法令が代わったことに対してちゃんと従業員に対してチェックしているか？教育をやってテストをやったか？こういう事をして全部確認しなきゃいけない。それが大切だということになってくる。

それからコンプライアンスのひとつに内部告発というのがあります。内部告発者が告発しやすいような環境を作っていくのは、驚くなかれ、実は経営者の責任なんです。例えば目安箱だとか。目安箱を社長は見ちゃいけないですよ。社長は握りつぶす可能性がありますから、捨てちゃいますから。例えば監査役しか見られないとか。監査役だって社長の言いなりだから握りつぶす、それもアウトです。完璧にアウト。監査役はそういう監査役じゃダメなんです。ちゃんと会社のために、社長じゃなくて会社のために働かなくてはならないので、告発されているならちゃんと取り上げないといけない。こういう事も第一級のコンプライアンスとして出てきます。

それから、そこまででは無いんですが、上場企業として必要なものが情報公開。結構、上場すると重要な事で、上場会社にとって「重要事項」だという定義は、ちゃんと決まった定義があるんです。例えば、今期の業績が、明後日決算発表だが締めてみたら30%くらい上ぶれるね、といったら重要事項なんです。あるいは、あの会社と業務提携します。これはそんなにたいしたことじゃないだろうと思っても重要事項にあたる。重要事項の定義というのがあるので役員さん達は皆分かっていないといけない。あるいは経営幹部は分かっていないといけない。それをぺらぺらと人にしゃべったら、それはその段階でインサイダーインフォメーションになっちゃう。なので、重要事項とはなんぞや、あとは重要事項はできるだけ分かる人間の数を減らしておかないといけない。今までのように皆に等しく「こんなんだよ、うちの会社は」と伝える事がいいかということ、残念ながら出来なくなってくる。

特にリスク情報、今上方修正の話をしてきましたが下方修正、これはもっと大変です。下方修正が誰か特定の人だけに流れたとか、あるいは下方修正になることが大体明らかになっているのに、それを秘匿してたとは言わないけど発表するのが遅れた。そのためにリークされてどこかに出た。これは大変な問題。リスク情報はほぼ確定できた段階ですぐに流さなくちゃいけない。すぐにしかも特定の投資家に偏らせないで、そのシステムを作らなきゃいけない。何としても遅滞無く、偏りなく出すか決めなくてはいけない。

ほとんどマイナスの要素ばかりですね。ただひとつ流れを変えると全部好転するわけで、これをうまく使って行って株価の上昇とか、あるいは株主が喜んでもらえるような体制を作っていくことが一番重要なことになってきます。

メリットでいうと、社会の公器としてのコミュニケーションというのは、例えば株主総会に参加した一般の株主と話をしなければいけません。上場前はあの株主だって、あそこだって、うちの家族じゃないか、取引先じゃないか、という状態ですが、一般の株主はわけのわからないことを言いますから。上場後に株主総会をやって、議長が立ってお話をされて、そこで、お宅の会社はこんなこんなでよくないとか、サービスが悪いと言われてたりする。言われた時にどういう風に対応すればいいのか。株主としての対応なのか、お客さんとしての対応なのか良くわからない。そういうのも全部上手にハンドリングしないとといけないので、相当準備をきちんとしないとイケない。

それから上場することによって、株主の中に一般の従業員の方がいることになるかもしれない。お客

さんも株主になるかもしれない。これは積極的に取り込まないといけない。会社のファンなので、それを持つことによって株が上がったらもっと喜んでくれる人たち。これは取り込むべき。

それから、社外へのコミュニケーション。例えばあまりよくないことが起こった時。どこかで事故が起こったとか。何かがあった時に対応窓口や広報の責任者を、ハンドリングがあまり上手じゃない人に任せておいたために大きな問題になった上場会社も結構あります。ある一定以上の高度な問題に達したら全部社長に繋ぐという会社もあります。あるいは誰かが対応するか、リスク上対応する人を決めておくことも重要です。

ポジティブなプラスの部分で言うと、メディアの注目度が全然違ってくる。上場していますから、上場している以上、決算の結果を広く社会全体に伝えることを仕事にしている人たちがいます。例えば日経新聞。上場していて、会社が大きいので彼らは仕事として書く義務がある。そうすると経済部とか証券部とか産業部とかそういう人たちが取材に頻繁に来ますし、定期的にやってきます。文化部だったり社会部だったりすると、来たらいやだなと思うことがあるかもしれない。まあ文化部はいやじゃないですけど、社会部が来ると何を書こうと思っているんだ、となりますが、経済部の人たちはそうじゃないです。レポートしてこの会社はこんないい事をして、こんなに儲かっているよと、レポートするんです。

それが進むと、ワールドビジネスサテライトでテレビ東京が扱ってくれたり、会社全体を見て、それぞれの商品やサービスを全部紹介してくれる。例えばサイゼリヤとか、餃子の王将とかはそれで売上が3割上がったとかという事が起こる。例えば、ダイナムってこんなに素晴らしいんだよと、ニラクはこんなサービスをやってるんだよと、このパチンコ屋さんこんなものがあるよと、業界探訪みたいな形でパブリシティとして紹介してくれる可能性も膨らんでくると思います。

さてこれからは、上場したことで変わっていった会社の事例を紹介しようと思います。無理やり比較した部分もありますが、同じような時期に上場しながら、株式市場から評価を得た会社、受けなかった会社。

最初は日本たばこ産業（J T）という会社とN T T。J Rでもいいんですが、N T Tの方が比較するにはいいなと思います。それから、ユニクロと日本マクドナルド、何が違うんだろう。その次はすき家と吉野家、株式市場的に見た場合何が違うんだろう。それから食品スーパーの中にアークスという会社があるんですが、北海道から出てきて今東北でどんどんM&Aを進めています。この会社と東京でも一番大きなライフという食品スーパー、この辺をちょっと比較していきます。

まずJ TとN T T。10年間の株のグラフなんですが、この10年間でJ Tの株価はすごく上がって、下がったこともあります。今の段階で見て、J Tは株価が2倍になって、N T Tは7掛けくらいになっている。J Tは10年位前に上場したんですが、実はJ R、N T Tなど一連の国営企業の最後のの上場であった。最後のの上場で、面倒臭かったのは株を大蔵省が全部売らなかつたんで、次も売られる可能性があるという事で、いつかまた売られる株が出てくる可能性があるというマイナス要素を持ったまま上場してきた。N T Tも同じですが、部分的に売られながらの形で上場した。だからどうしても会社の経営者としては利益を出して、魅力的な会社にして、国庫に次の売り出しでお金を入れなきゃいけない、という責務を負った状態で上場してきた会社です。おまけに喫煙者が減ってきていて、どんどん国内の業績は厳しくなっているわけです。なのに、なぜ株が上がったかと言うと、食品や医薬品会社の買収をどんどんやった。上場したことによって。上場した事で何ができるかと言うと、お金もいっぱい入ってきます。世界中のたばこ会社はキャッシュリッチなので、キャッシュでその会社を買うことも出来ます。それから株を交換するという、買った株主にJ Tの株を交換発行するという形での買収もできる。そういうツールを使って、国内では食品や医薬品を買い、海外ではタバコ事業。後進国でたばこの消費が増えていっているような国に持っているレイノルズだとかいうところの会社を買っていき、一方で国内ではたばこ工場をバンバン閉鎖している。そんなことするから日本の雇用が、という批判もあるかもしれませんが、放っておいたらこの会社の価値はただただ落ちちゃいますから、それを実行した。結果的に10年間で利益は2倍になっている。N T Tは色々な所に競争にさらされている部分はありますが、やはり利益は減っていつている。結果的にこれだけの株価の差が付いた。

ユニクロと日本マクドナルド。ユニクロはすごい成長企業だと皆んな思っていますけれど、マクドナルドだって原田さんとか、ものすごく有名な経営者で、トライアスロンもやりめっちゃめっちゃかっこよくって、すごい合理的で、と言われるじゃないですか。マクドナルドは10年間、株が上がっていないんですよ、まるっきり。ユニクロは柳井さんを嫌いな人もいますが、ユニクロの株はこの10年間で4倍

になってるんです。ユニクロは上場したあとで資金調達は一回もやっていませんので、アパレルの会社って成長するにもお金はあまり要らないんですね。自分で店を作っていてもそんなに店のコストはかかりませんし、商品粗利も高いですから、実はキャッシュがバンバン入ってきますから、そんなにお金は要らない。上場する目的は、彼は、とにかく世界でトップ企業になること、そのコミットメントです。柳井さんひとりのコミットメントと言ってもいい。で、上場する以上は皆んなそれをシェアしてもらう株主を作るという形で上場していった。世界中にたくさんお店を持ち、世界一になるというコミットメントも日本の小売業としては一番強い会社だと思います。利益はフリースの当たった年とそれ以外で大きく違っちゃいますが、この事例では2002年の504億円から2012年には1264億円になっています。

同じような牛井屋なんですけど、すき屋と吉野家は何が違ったのか。実は小川社長と吉野家の安部社長、ほぼ歳が一緒、一歳違いかな。実は小川社長は元々吉野家に勤めていた時代もあり、安部社長はアルバイトから始めた伝説の経営者という方なんです。お二人は吉野屋時代ほとんど接点はないんですが、ほとんど同じ時代に吉野家で働いていたんですね。すき屋は牛井屋に留まらなかった。この頃に上場した会社としては、この会社ほど上場後お金を調達していった会社はあまり無いんですね。株式を2回時価発行、ということは追加の資金を株式市場に新しい株を出す事で入手していく。そのお金を使い、あるいは社債を発行したお金を使って、ココス、ビッグボーイ、サンデーサン。聞いたことありますよね、どこかで見たことあるようなファミレスですよ。鳴かず飛ばずになっていたその辺のファミレスを買収していきました。買収したファミレス系の会社だけで現在年商1500億円あります。年商1500億円の会社を、上場したことを機に買っていくという形で成長を果たしています。利益は10年前は50億円、吉野家は200億円近くの経常利益があったんですが、それが今、ゼンショーが210億円で吉野家が50億円くらいと逆転しており、株価も逆転状態になっている。吉野家も買収は結構やっていて、うどん屋さんだったらなまる、一方ゼンショーはなか卯を買いました。割となじみが深いですよ、我々もよく食べるようなところなんですけど、どれを買ってどんな風に直していくという技術の差もあるけど、どの会社を買っていくかということが大変重要になります。

最後はアークス。北海道ご出身の方とか、北海道より来られた方々、ラルズというスーパーがありますが、ラルズの親会社がアークスです。アークスという会社は結城さんがよくご存知ですが、横山さんと言う、今75歳くらいのすごい元気なおじいさんがひとりで、反イオン、非セブンアイを訴えている。ちょうど第三極を唱える石原さんみたいな感じで、第三極を結集させて自民でも民主でも無いぞ、という旗印の下に、M&Aでどんどん同志を募っている。M&Aのやり方ですが、もしかしたら結城さんが先ほどおっしゃったかもしれませんが、純粹持ち株会社という形態をとって、運営形態はそれぞれの元々の会社の独自性を残して、自主性を持った経営者が残って、本部機能を固めていくという合併。最近では札幌東急ストア、ユニバース（青森の非常に大きな会社）、盛岡のジョイスと買収を進めています。すごい小さな会社だったのが、今、年商は4200億円になって、ライフという会社に続く第2位の会社になってきました。利益はほぼ2倍くらい。まさに上場後にM&Aによる成長を達成した会社です。

今後の課題ということであると、株主との対話。

今も株主との対話を重要視しないとイケないですよ、上場した以上そうなんです、という話をしましたが、今、パチンコホール業界に株式公開のドアを開けてくれたのは、香港の市場だけですよ。佐藤社長のお話を読ませていただくと、韓国の市場、ソウルも確認しました、ナスダックも一応当たってみました、という話もありましたが、香港については開けてくれたということです。香港の上場については技術的には、向こうのスポンサーとか香港の証券会社の方達の方がよくご存知ですが、投資家というのはどういう投資家なのかと言うと、香港に在住している人が多いと思うんですが、国際機関投資家といわれる人たち、これはアメリカの会社だったり、イギリスの会社だったりするんですが、香港にオフィスを持っていて、そういう人はグローバルで運用していますので、世界的に資金運用している機関投資家の人間。それ以外は、香港の個人投資家。上海ボードもそうでしょう、香港ボードもそうですけど、株が少し上がったなら、博打的に株を買ってわーっとやっているシーンがありますが、そういう人に近い人たちだと見られていますが、そういう人たちが主に今回株を買っているはずなんですけど、確認すると、実は本当の個人投資家には人気がなかった。香港の個人投資家に人気が沸騰する場合には10%ブレイカールールがあって、機関投資家の一部の株を個人投資家に売らなきゃいけないんですか、今回

はそのルールはが作動したと聞いていないので、おそらく募集の段階では機関投資家が主体だったと思います。

そうすると機関投資家に対して、どんな形でアプローチしていくかということが必要になります。株主の属性の分析は上場した後必要になります。それから、日本人投資家なんですが、ホームページを調べてみると、どこかの証券会社が代行で香港株を取扱いますよというシステムがありますが、実際のところ聞いてみると、日本人の投資家が香港に口座を開けて持たなきゃいけない。香港に口座を開ける場合、プライベートバンクなんかは、香港にIDを持っていない日本人の口座を開けることに関しては、すごく嫌がるという事があって、あまり日本人の投資家はダイナムの株を持っていない状況じゃないかなという感じがします。

そうすると香港の人たちにパチンコというものを教えていく事は結構大変なことなんで、日本人が日本文化の中で、パチンコって面白いよね、いいよね、伸びるよね、ということは感覚的に分かるわけですが、これは中国人に教えるのはやはり難しい。例えば今の投資家が日本人の人がほとんどいない中で上場するならば、カジノとかゲーム産業とかいうところとの、比較、比喻、先ほども言いましたがカジノ株のバリュエーションは高いですよ。それと密接に比較を考えさせなきゃいけない。それが成長性に対する戦略イメージ、こういうものを全部総称してエクイティストーリーと言います。株のシナリオです。

エクイティストーリーというものを作らないといけない。これは本当は上場前に作らないといけない。上場前にどんな風なストーリーにしていくかによって、株が誕生する時の値段とイメージが決まって、今回はそこはあまりうまくいってなかったのかなと、失礼ながら考えております。

そのあと、上場後、誰が株主かによって、どういうコミュニケーション手段がいいのか。説明会とか個別訪問とかホームページでの開示だとか動画配信とか、これは技術的にいろいろなことをしなければいけない。

それから日本人株主の開拓という点から言うと、将来の日本での上場に向けて、自主的な開示、今も出してらっしゃるんですが、まだ実はダイナムさんで言うと、決算短信はダイナムジャパンホールディングスでは日本語で一回もホームページにアップしていないんですね。上場前の香港での開示のルールと、日本人が一般的によく見ている財務諸表は全然違うので、どちらかという自主的にもう一回組みなおして出してもいいんじゃないか、という風に思います。すこしづつ日本人に見せて分かってもらう。そうすると、この会社を買うべきだなという人たちが、色々な努力をして、例えば香港IDを取りにいったりという行為もありますので。今だと香港に求められていることに対応するのが目一杯という状況に見受けられます。この辺はちょっと変えていった方がいいと思います。

それから株式の流動性も作らないといけない。これは創業家が出さないといけない。その時には株を放出するという事を考えていかれた方がいいと、その準備も考えていかれた方がいい。

最後のテーマになります。

協会事務局からあんまりM&A、M&Aと言うな、と言われてます。ホールの会社はダイナムさんが上場されて他の会社が上場されてくると、小さいところを食ってこうとしているんじゃないかと、上場という事は株は流通するので、M&Aのために上場されているというイメージだと、みんな上場はしないほうがいいと、どちらかというスクラム組んでこんなぶっ潰した方がいいよと、というスタンスになる、という事もお聞きしたんですが、実はやっぱり上場することのメリットは資金の部分が圧倒的に大きいわけです。その重要な要素の中にM&Aがあります。

M&Aというのは、まずは資金ニーズのほうですけど、成長企業に脱皮するためには新しい資金の必要性はあります。それから株主構成を変えるということも、資金を調達する上では非常に重要な事になります。そのきっかけとして上場した以上、そういったことにも考えを及ばせてチャレンジしていくことを考えていただきたい。

2つめのポイントは戦略的M&Aで、成長が止まった国、実は日本の消費財の産業、消費者サービスの産業では、M&Aはすごく増えてきています。なぜか。それは新しいお店を作っても、マーケットは伸びないわけですから。人口の伸びが止まって。であれば、みんながみんな、新しい事だけをやっているといい、という時代は基本的に日本の市場では終わっている。どうしたらいいか。もっといいものを作るためには合従連衡（がっしょうれんごう）的な考え方がないと出来ない。中途半端なものをやっても消費者は満足しない。消費者が満足しなければ、それは自分達の繁栄にもつながらない。

じゃあ、ちょっと小さな会社が大きな会社の知恵と色々なものを使わせてもらう事で、うちのお客さ

んの事も満足させられる。従業員達の活力をつけよう、ということも今だんだん増えてきている。ようやくですよ。私達は、もっと合従連衡が起こってもいいな、と思ってから20年くらい経っていますから。ようやく日本の小売業でM&Aが一般的な選択肢になってきた。これは戦略的な選択肢なんです。でも、うちは独自でいくから、というなら、いかれるんならいいんです。だけど、独自でいけないと思う部分があるんだったら、例えばどっかといっしょになる、という考え方を最初から禁止手みたいと考えちゃいけないという事で。

全ての会社が上場基準を満たしてすごい高い評価を受けるわけにはいかないんです。一般的には、日本で上場するなら時価総額で最低500億円くらいないと、機関投資家という人たちが買ってくれない。ダイナムさんなら今1000億円。あれだけ低い評価であっても日本に持って来ても1000億円以上になります。香港以上の評価になりますから、日本に来たら。だけど、あのダイナムさんの規模とか利益の3分の1以下だったら上場をまだ考えちゃだめですね、きっと。それを日本で上場したとして株を買ってもらえない。ほとんど。よっぽど特異的な成長ストーリーでも持っていない限り。500億円ないと機関投資家を買わないんですよ、流動性の問題とか、安全性の問題とか。色々な問題で。

そうであれば、大きな傘の下に入るのもひとつの選択肢。さっきのアークスじゃないですけど、自分達だけでは果たし得ないような事を他の会社の資本の元で進めていくという考え方も選択肢としては出てくるという事で、戦略的なM&Aも視野に入れた上での上場、あるいは上場会社との提携というのもことがあります。と思います。

ぜひ、皆さん、資本市場とのコミュニケーションを取っていただいて、成功していただきたいと思います。ありがとうございました。

以上