

東京証券取引所セミナー

「企業価値向上経営の実践に向けて」

2016年9月12日

ROE経営

- 真実と誤解 -

経営財務研究所・代表
日本福祉大学大学院・元教授
丸紅株式会社・理事(元、取締役財務部長)
津森信也

(E-mail: tsumori-s@mbr.nifty.com)

(参考書籍等)『入門企業財務-第4版』、『簿記からはじめる企業財務入門』
津森信也著 東洋経済新報社
東証 e-ラーニング 『企業価値向上経営の意義と実践に向けて』

セミナーや企業内研修での、

①受講生への質問と ②受講生からの質問:

①「株式会社は株主のものである」！？

- ・何の疑念もない。全くその通りだ。
- ・理屈はその通りだと思うが、違和感がある。
- ・間違えている。「会社は従業員のものだ」、「社会のものだ」・・・

②「先生！ 配当した後に残った利益(利益剰余金)
は会社のものですよね？」

- ・Yes？
- ・No？

1. 企業の究極の目標

- 企業の究極の目標

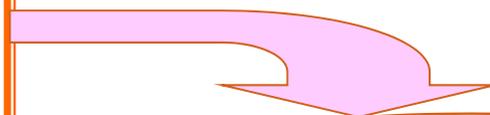


- 自社の存続と持続的発展



- その要件(財務的観点から見れば)

- ①流動性の確保
=財務の健全性
- ②利益計上=収益性



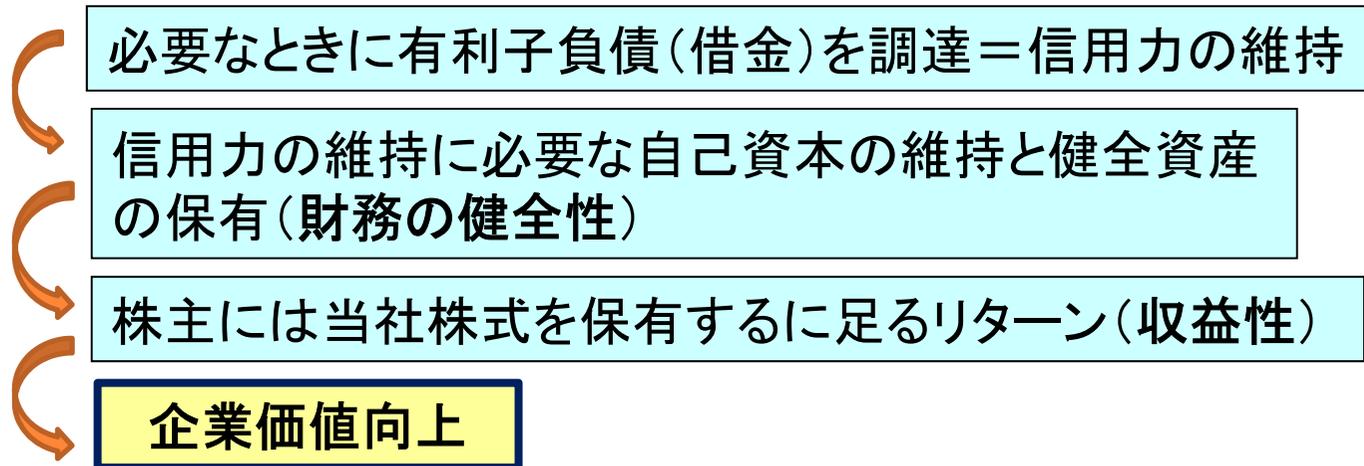
企業価値の向上

「経営にとっての第一の責任は存続することである」

ドラッカー

2. 経営財務-3つの基本命題

○ 流動性の維持(必要資金の調達)は絶対条件



命題1: 信用力を維持するに足る自己資本とはいくらか?

財務の健全性を何で示すのか?

命題2: 株主への必要リターン額はいくらか?

収益性を何で示すのか?

命題3: 企業価値の向上とは?

企業価値とは?

3. 経営の原点は企業理念

○ 企業理念 → 企業経営の原点



○ 企業理念の基本 ⇒ 何を持って社会に尽くすのか？

→ 「倫理規範」でもある

それが会社の永続性を保証する。当然、ROEよりも優先される。

- 全役員・社員が共有
 - **トップが無視すれば、すべてが水泡！**
- 共通の認識を持って、共通の目標に向かっているというお互いの信頼感
- 理念に合致しないことはどんなに利益が見込まれてもやらない。
- 理念に外れた取引による利益を評価しない。



○ 「品性のある利益」の計上

- 企業存続の第一条件
- 利益とは社会貢献の結果として、社会から貰う「お釣り」

4. 企業理念の例

○ 武田薬品

- 「優れた医薬品の創出を通じて人々の健康と医療の未来に貢献する」
 - 非医薬部門からの撤退・売却
 - 農薬、化学品、食品、ビタミン等

何をして社会に貢献するのか。
それ以外はやらないという明確な理念

○ 森永乳業

- 無限に広がる「乳の力」をもとに新しい食文化を創出し、人々の健康と豊かな社会づくりに貢献する。

5. 企業理念の必要条件

- 継続性
 - 50年、100年変更の必要が無いもの
- 1, 2行からなり、誰もが記憶しているもの
- 具体的に会社の目指す方向を表現するもの

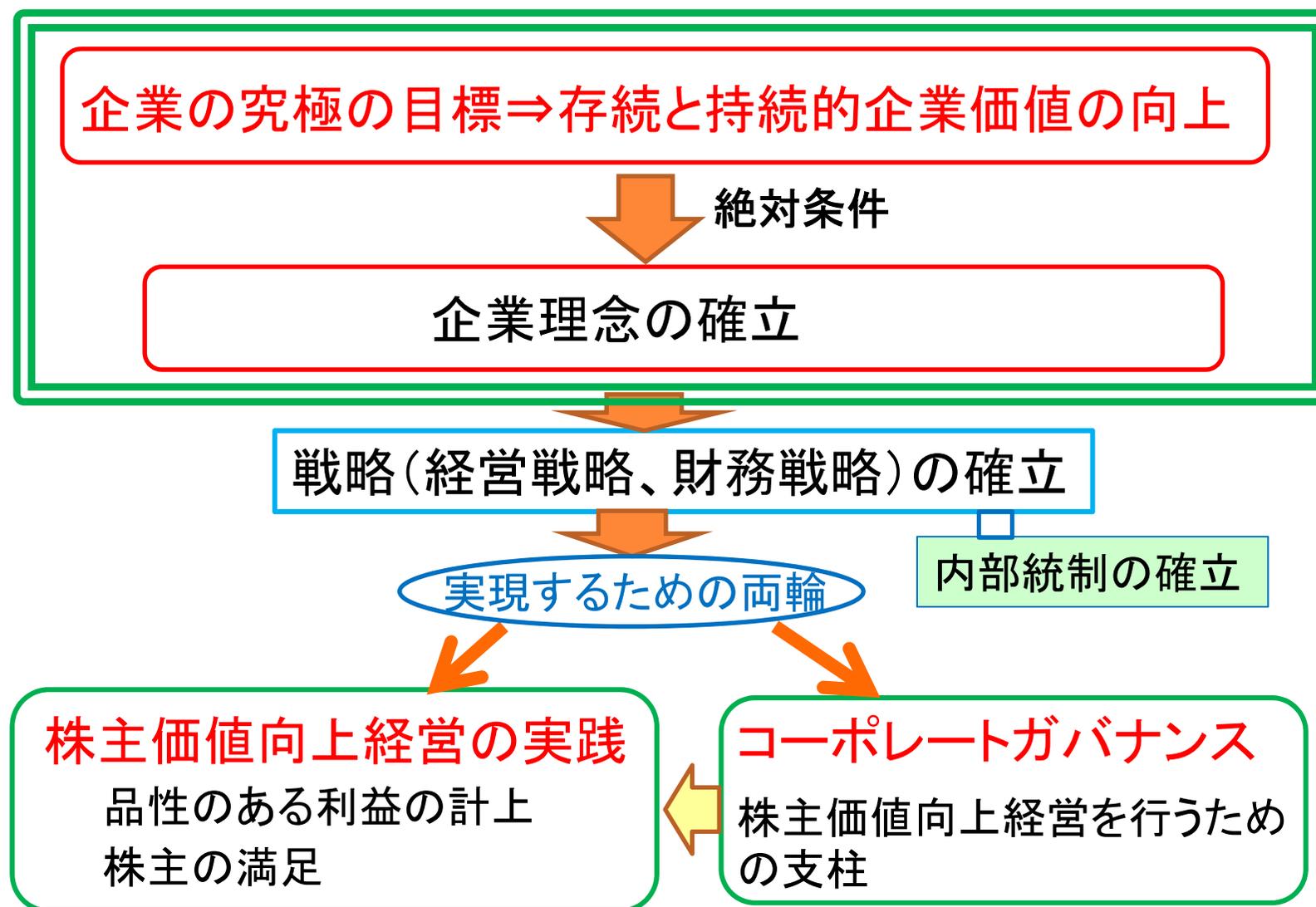
- 疑問を感じる例
 - 「最高の技術で最高の製品を作り、社会に貢献します。」
 - 「価値を創造して社会に貢献します」(=儲けることが理念です)

↓

 - なにをする会社なのか？

何をして社会に貢献するのか？

6. 企業理念と経営戦略



1. ROE経営とその背景

1-1 ROE経営とは

- 「当社はROE経営をやっている。ROE目標値はx%だ。これが株主価値向上経営だ。」
 - ROE経営とは、ROE目標値を定めその達成を目指す経営



- 必要なことは達成のための具体策
 - スローガンではない。
- $ROE = \text{純利益} / \text{自己資本}$ ← ROEは分数
- 2つの数値を決定する必要がある。
 - 分子 ⇒ **利益額**
 - 必要利益総額は直ぐに計算可能(=自己資本額×目標ROE値)
 - 分母 ⇒ **自己資本額**
 - 自己資本額はいくらでも良いのか？
 - 「適正な自己資本額」という認識が必要ではないのか？
=自己資本政策の確立

1-2 ROE経営-3点の考察

○ ROE目標値(%)の決定

- わが社のROE目標値の下限はいくらか
⇒ 株主の期待収益率(自己資本コスト)という問題へ

○ 分母: 自己資本額の決定(バランスシートの問題)

- 現在の自己資本額は十分にあるのか、あるいは、不足なのか。
⇒ わが社に最低限必要な自己資本額(エコノミック・キャピタル、リスク・キャピタル、リスク・アセット)はいくらかという問題へ

○ 分子: 目標利益額の決定(損益計算書の問題)

- 期初の自己資本額は所与であるから、目標値は利益の絶対額
- いかにしてそれを達成するのか、という問題へ



- 目標利益額の**具体的達成策**を立案する必要がある。
 - 黙っていれば誰かが達成するはず？
 - 目標値を対外広報に使うだけ ← ROE経営は単なる**スローガン**。



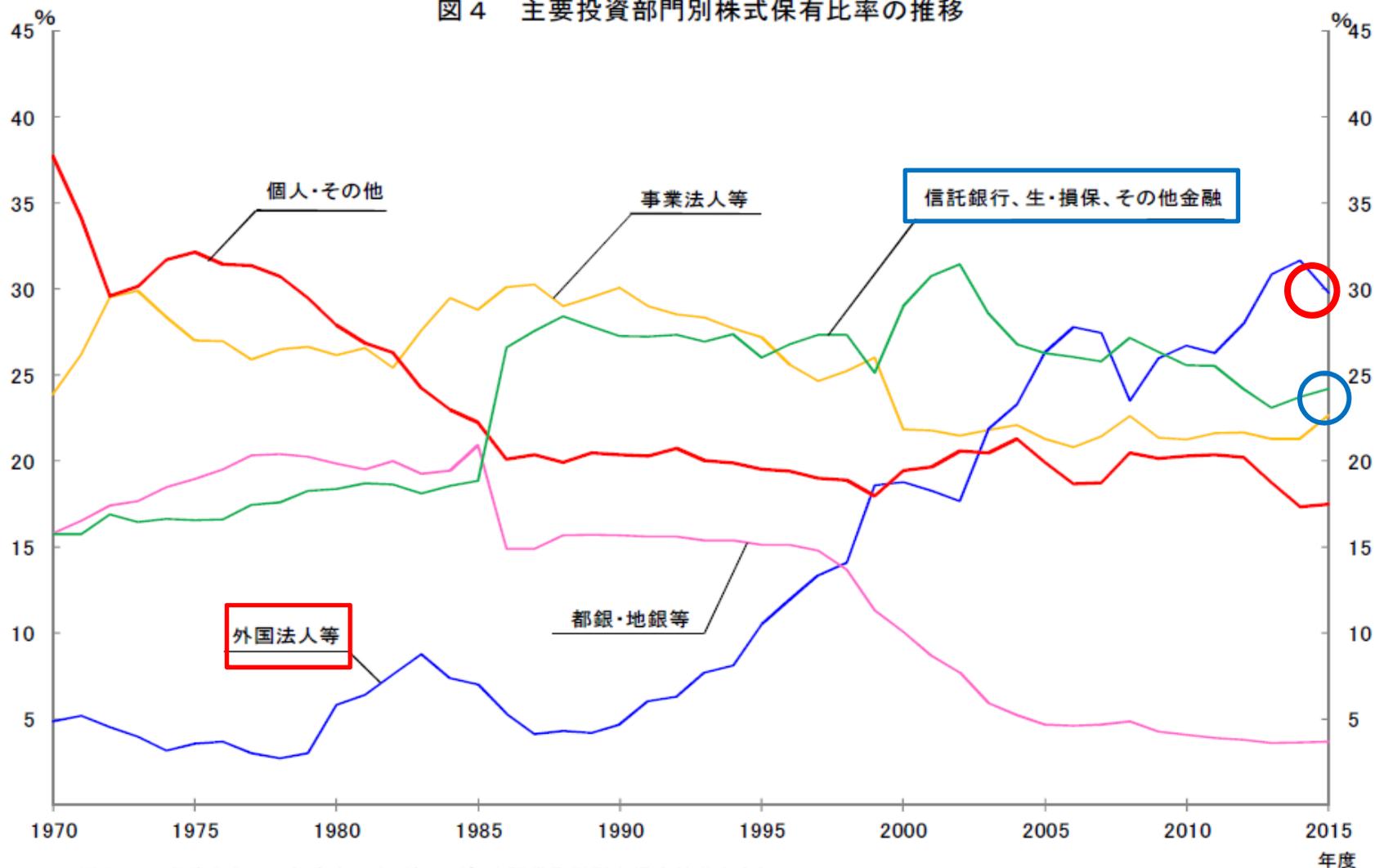
- 社内各部門にそれぞれの目標額を割当てて必要がある ⇒ How?

1-3 株主価値向上経営の背景

- 3つの要因
- ①機関投資家が主要株主に → (次スライド)
 - 東証1部株式保有比率:機関投資家(外国人を含む)50%超
 - 1970年ごろは20%程度
 - 株式持合いの時代は終わった。
 - 白紙委任状を出し合って、持合い株主間で株主総会を牛耳る時代の終り。
 - 銀行によるガバナンス時代の終わり。
 - (都銀・地銀+事業法人)持株比率 1985年度末:49.7% → 2015年度末:26.3%
- ②国際会計基準(IFRS)の導入
 - 世界中の企業を同じ基準で判断
 - 基本は、貸借対照表重視(自己資本の増加額が本当の利益。除、増資)
 - ①資産・負債アプローチ、②公正価値アプローチ
 - 「包括利益」の導入
 - 損益計算書の時代(収益-費用=利益)の終わり
- ③コーポレートガバナンス・コードとスチュワードシップ・コード
 - コーポレートガバナンス・コードは東証の上場規則の別添
 - 会社法もコーポレートガバナンス強化の観点から改正されている
 - 機関投資家には「スチュワードシップ・コード」
 - 共に、Comply or Explain

1-4 物言う株主の増加(2016年3月末)

図4 主要投資部門別株式保有比率の推移



(注) 2004年度から2009年度までは、ジャスダック証券取引所上場会社分を含む。

「外国法人等」に「信託・生損保・その他の金融機関」を加えると54%

東証ホームページより

(参)「資本」の定義

○ 資本(2つの資本):

- **他人資本**(有利子負債) ⇒ 有利子負債コスト(Cost of Debt)
- **自己資本** ⇒ 自己資本コスト(Cost of Equity)
 - これが正しい用語
 - 「資本コスト」という言葉は紛らわしい。どれを指すのか? WACCなのか?
- 会社法上は「自己資本」という言葉は存在しないが、一般的に、
自己資本は、純資産から非支配株主持分を引いた数字

(会社法成立以前の「株主資本」と同じ)

自己資本 =

+ **株主資本**

+ その他の包括利益累計額

+ 新株予約権

「株主資本」は「自己資本」の一部
「株主資本コスト」という言葉は適切ではない

2. 自己資本の役割と株主の位置付

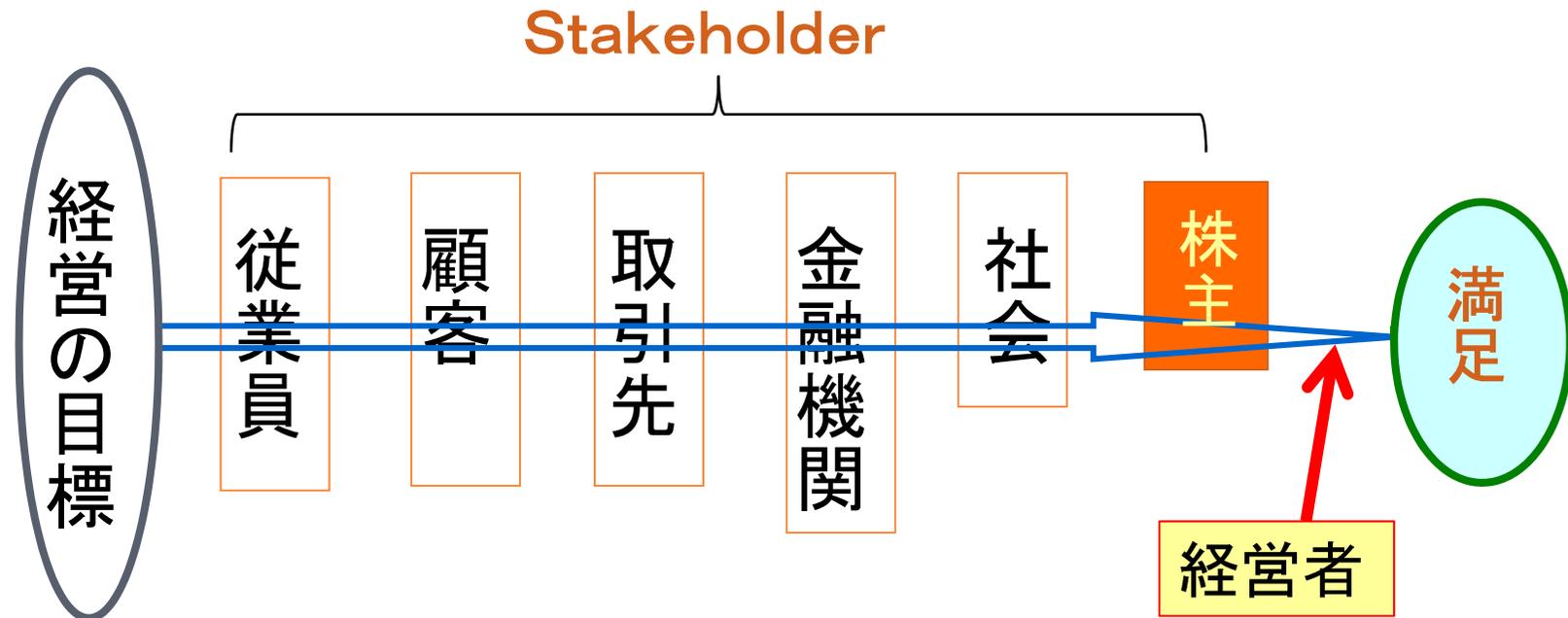
2-1 企業は誰のために経営されるべきか

- 企業は誰のために経営されるべきか。
 - 法的には企業は株主のものだが。



- 次の**ステークホルダー**の中から選ぶことになるが、経営上、重視すべき順番を付けるとすると、どうなるか？株主は何番目か？
 - 従業員、銀行、顧客、社会、株主、取引先？

2-2 株主とその他ステークホルダとの関係

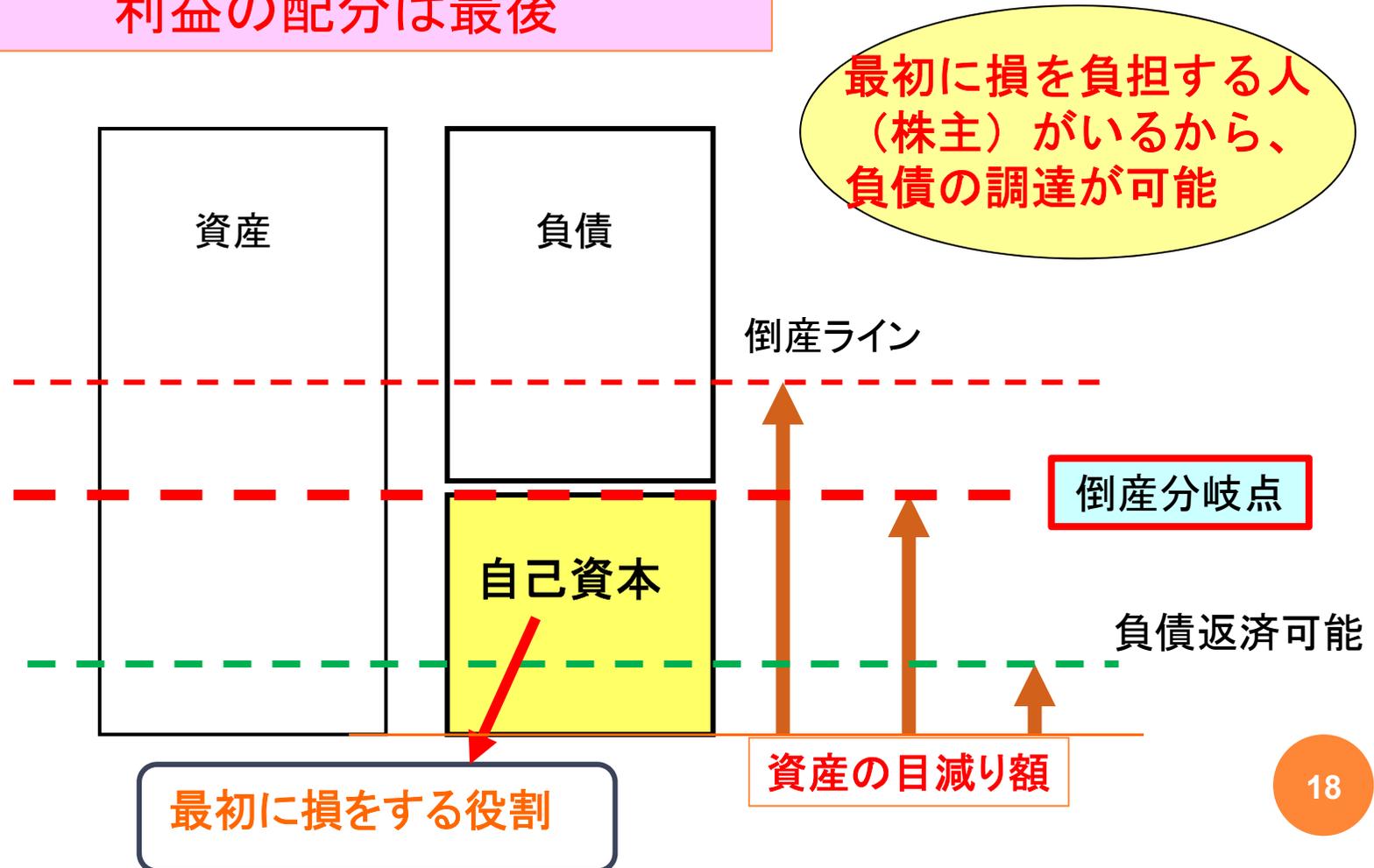


多くの誤解⇒株主価値経営とは株主最優先経営

株主は最後のステークホルダー(最優先ではなく、最劣後)
企業経営の課題:最劣後のステークホルダーも満足させること

2-3 株主の役割(自己資本の性格)

株主は損失を最初に負担
利益の配分は最後



2-4 株主価値向上経営とは

- 株主は**最劣後のステークホルダー**であることの認識
(所有者の請求権は常に最劣後)
- しかし、自己資本なしには会社は存続しえない。
= 株主は**必須のステークホルダー**であることを認識。



- 自己資本のコストは、会計上ゼロで計算するが、経営上は何らかのコスト(株主の期待収益率)を認識すべきではないのか
⇒ 「**自己資本コスト**」(株主の期待収益率)を認識し、
それを超える純利益の計上を目指す経営が必須。
それが「**株主価値向上経営**」

3. 財務健全性と必要な自己資本額 (命題①)

3-1 財務内容の健全性とは？

- 信用力＝財務内容の健全性
 - 財務内容の健全性＝自己資本比率の高さか？
- 次のA社とB社のどちらが財務内容は健全か(どちらのリスクが低いか)？

A社 貸借対照表		(単位:億円)	
資産	金額	負債・純資産	金額
預金	10	借入金	50
売掛金	90	自己資本	50
合計	100	合計	100
B社 貸借対照表		(単位:億円)	
資産	金額	負債・純資産	金額
預金	10	借入金	90
売掛金	90	自己資本	10
合計	100	合計	100

3-2 自己資本比率か？

1. A社の売掛金90億円の内容は、発展途上国在の企業への3年後一括払いの売掛金である。
2. B社の売掛金90億円の内容は、トヨタ自動車、東京ガス、NTTへの3ヶ月の売掛金である。

どちらの企業の財務内容がより健全か(リスクが低いか)？



**企業の健全性を決めるのは、資産の有するリスクに対処可能な自己資本
(エコノミック・キャピタル、リスク・キャピタル)の有無**

=エコノミック・キャピタルを超える自己資本の保有

- ・メガ銀行(ホールディング・カンパニー)の自己資本比率は4~5%程度
- ・電力は20%前後
- ・AA格付けのJR東日本は30%程度(JR東海は44%)。

私鉄は20%~30%程度が多い。

あくまでも資産のリスクとの兼ね合い

- ・A格付けの大手製造業の自己資本比率は50%超程度

3-3 財務の健全性とは

財務の健全性＝資産のリスクに見合う自己資本
(エコノミック・キャピタル)を超える自己資本の維持

- 資産の価値にマイナスの変動があった場合に自己資本で対処し得るのか？ 債務超過にならないか？
- まさかの時に、損失を負担するのが自己資本
＝債権者が損失を負担するのは債務超過時

自己資本が多いほど財務の健全性は高くなる。
ただし、自己資本の効率性は低下(ROEの低下)

エコノミック・キャピタルの把握方法 ⇒ 後述

3-4 「まさかの時」の損失リスク-考え方

- 企業活動は必然的に損失リスクを伴う。
- リスクを取るのが企業活動
- どの程度のリスクまで許容するのか → 経営判断



- そのためには損失リスク(エコノミック・キャピタル)を計測する必要がある。
 - (計測手法は次スライド)
- 「まさかの時」に現実には発生する損失を計測
- 「まさかの時」とは
 - 100年に1回起きるような損失?、200年?、1,000年?
 - 一定の理論を使えば、それぞれの損失の計測が可能
 - 事業会社の場合、少なくとも、100年に1回起きる可能性がある損失と同額の自己資本(エコノミック・キャピタル)を保有しておくべきと考えられている。200年に1回? ← 経営判断
- 毎年経常的に発生する損失(一定の貸倒損失、毎年の在庫評価損失等)は、売買益(経常益)でカバー。

3-5 資産リスクの計測手法

- 資産リスクの計測手法 = エコノミック・キャピタル算定手法

① 数学的な計算手法 (省略)

- 標準偏差
- モンテカルロ・シミュレーション
- 相関
- 具体的には、RiskMetrics®, CreditMetrics® 等

BIS規制(バーゼル合意)に基づき、メガ銀行はこの手法を採用して自己資本管理(リスク管理)を行っている

② 経験値を利用する手法

- 実績・経験・標準偏差・モンテカルロ・シミュレーション等の利用の結果得られている経験値を利用
- レバレッジ係数という考え方 → 次のスライド

(参) エコノミック・キャピタルを超えているかどうか

⇒ 格付けで判断できる

- 格付けは基本的には債務の返済能力(バランスシートの健全性)に対する格付け会社の意見
- 投資適格等級(BBB以上)が必要。実際には、BBB+、Baa1(BBB格の最上級)以上が欲しい
- Aであればベター(一つ落ちてもBBBかBaa)
- 格付け会社とは常に意見交換を!

3-6 レバレッジ係数による 簡便なエコノミック・キャピタル算定

- 資産レバレッジ・インデックス(ムーディーズ)

現預金	× 0%
売掛債権	× 15%
棚卸資産・その他流動資産	× 40%
有形固定資産	× 60%
子会社投資・その他投資 ・無形固定資産	× 100%

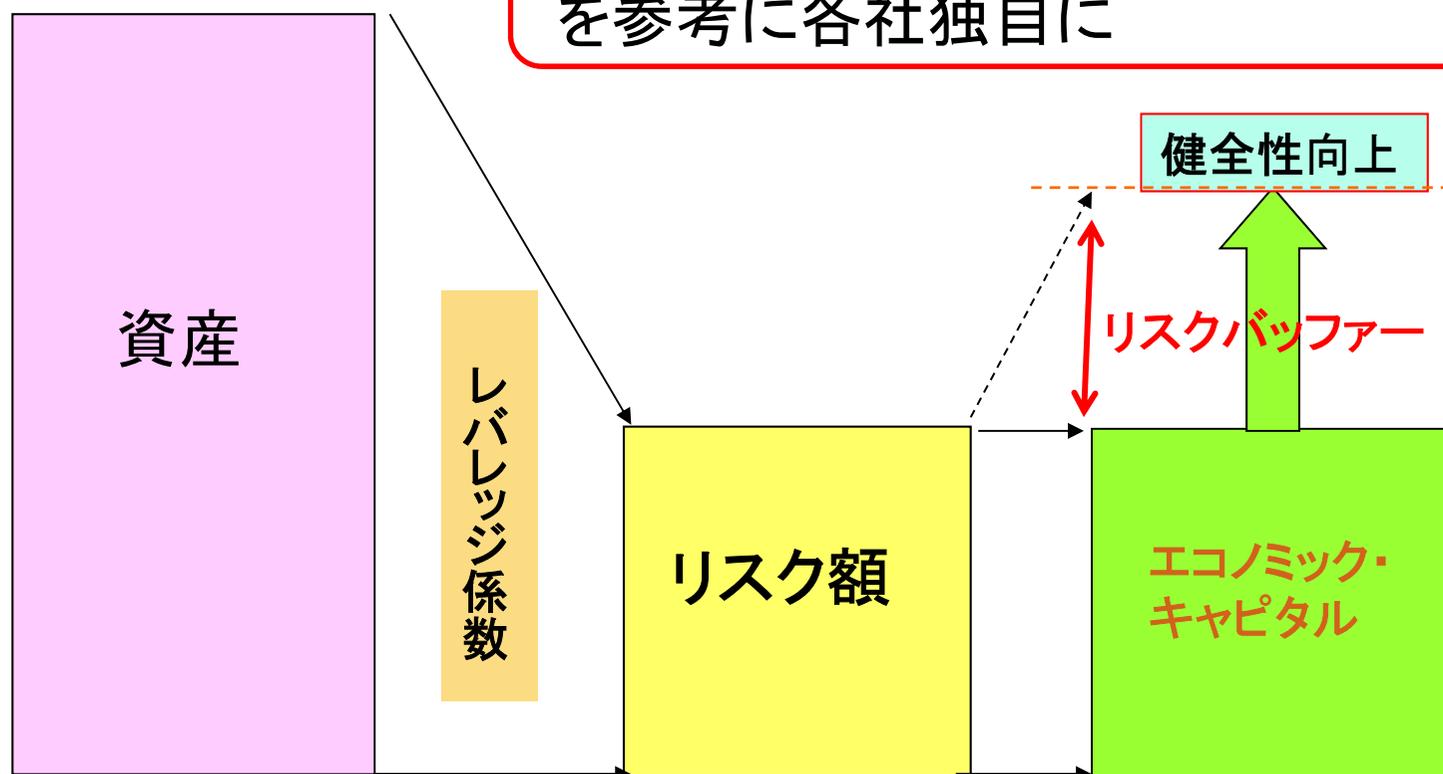
リスク額・エコノミック・キャピタル

上記合計額(エコノミック・キャピタル) vs 純資産

純資産の方が大きいことが必要条件

3-7 資産のリスクと自己資本

レバレッジ係数の決定はムーディーズを参考に各社独自に



3-8 リアル・キャピタルとエコノミック・キャピタル

- リアル・キャピタル(実際の自己資本) > エコノミック・キャピタル
 - (リアル・キャピタル - エコノミック・キャピタル) = リスクバッファ
 - リスクバッファの額は経営判断
 - 多すぎれば、自己資本効率の低下 (ROEの低下)
↓
 - 配当や自社株買いの増加
 - 有利子負債の節税効果(後述)の利用 = ROEの向上
- リアルキャピタル < エコノミック・キャピタル
 - バランスシート・リストラの実行
 - 不要不急資産の売却等 → リスクの削減 = 健全性の向上
 - 配当の抑制も検討課題

4. 資本のコストとROE目標値 (命題②)

4-1 自己資本コストの設定

さるセミナーでの事前課題:

「御社では自己資本コストを設定していますか？」

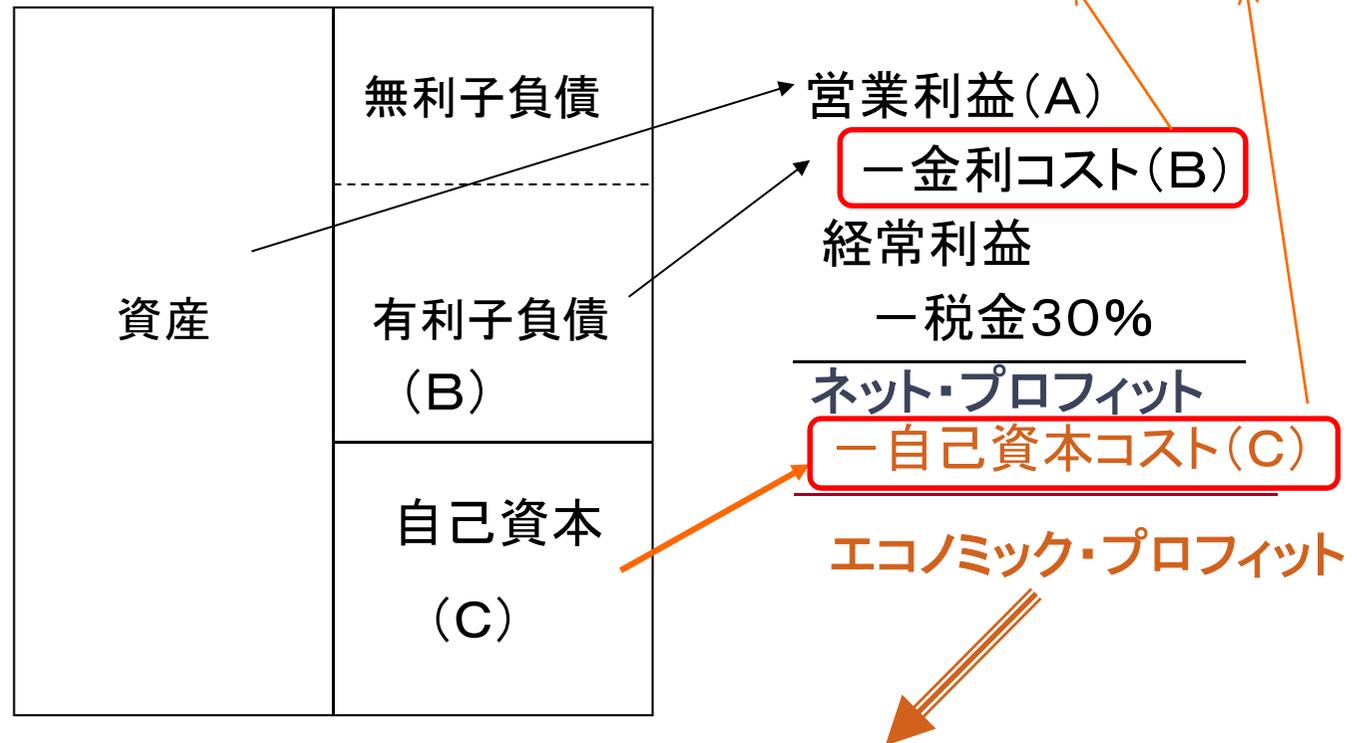
受講生の回答(上場企業の取締役、部長クラス):

「昨日、経営企画部に聞いてみると、
わが社も設定していました。」

4-2 資本のコストを超える利益

資本のコストはどのようにして決まるのか？

借金の金利と自己資本のコストを支払った後の利益が本当の利益ではないのか？



エコノミック・プロフィット = 純利益 - 自己資本のコスト

自己資本コストを超える利益 = これが真の価値創造額

EVA®は基本的に同じ考え方

4-3 自己資本のコスト(株主の期待値)

- 株主が満足する最低限の条件は何か？
- 自己資本1,000億円の企業がある。自分が株主であれば、収益性についてどう思うか？
 - 1円でも黒字になれば満足？
 - 1円では不足？
 - では、いくら？



- この程度の利益は計上して欲しいという水準があるのでは？
= **株主の期待収益率**

株主の期待収益率を、自己資本のコストであると考えて企業経営は行われるべきではないのか。

ROE目標値は自己資本コスト以上！

4-4 お金(資本)のコストの考え方

- お金のコストの基本 → 貨幣の時間的価値
 - お金には時間的価値がある。
 - 明日のお金よりも今日のお金の方が価値がある。
- 貨幣の時間的価値の測定
 - リスクがない資産のコスト
= 国債の利回り (リスクフリー・レート)
- それ以外の資本にはリスクがある。
 - 期日に返済されないリスク(信用リスク)等

全ての資本のコスト

= 貨幣の時間的価値(国債利回り) + 何らかのリスク料

リスクの種類と大小が全ての資本コストの決定要因

4-5 有利子負債のコスト

○ 有利子負債コスト(他人資本コスト)

= リスクフリー・レート + 信用リスクプレミアム

- 有利子負債のリスクは基本的には、返済の可能性
- 返済されないリスクの大小が借入金コストを決める。

● 銀行借入に現実に使われる有利子負債のコスト

- TIBOR (Tokyo Inter-bank Offered Rate, 東京銀行間取引金利)
- LIBOR (ロンドン銀行間取引金利) が原点
- プライムレート

4-6 自己資本コストの理論

W.シャープのノーベル賞理論
(1990年授与。1964年の論文)

- 「株主の期待収益率」が自己資本コストであると考ええる。

CAPM キャップエム

(Capital Asset Pricing Model: 資本資産評価モデル)

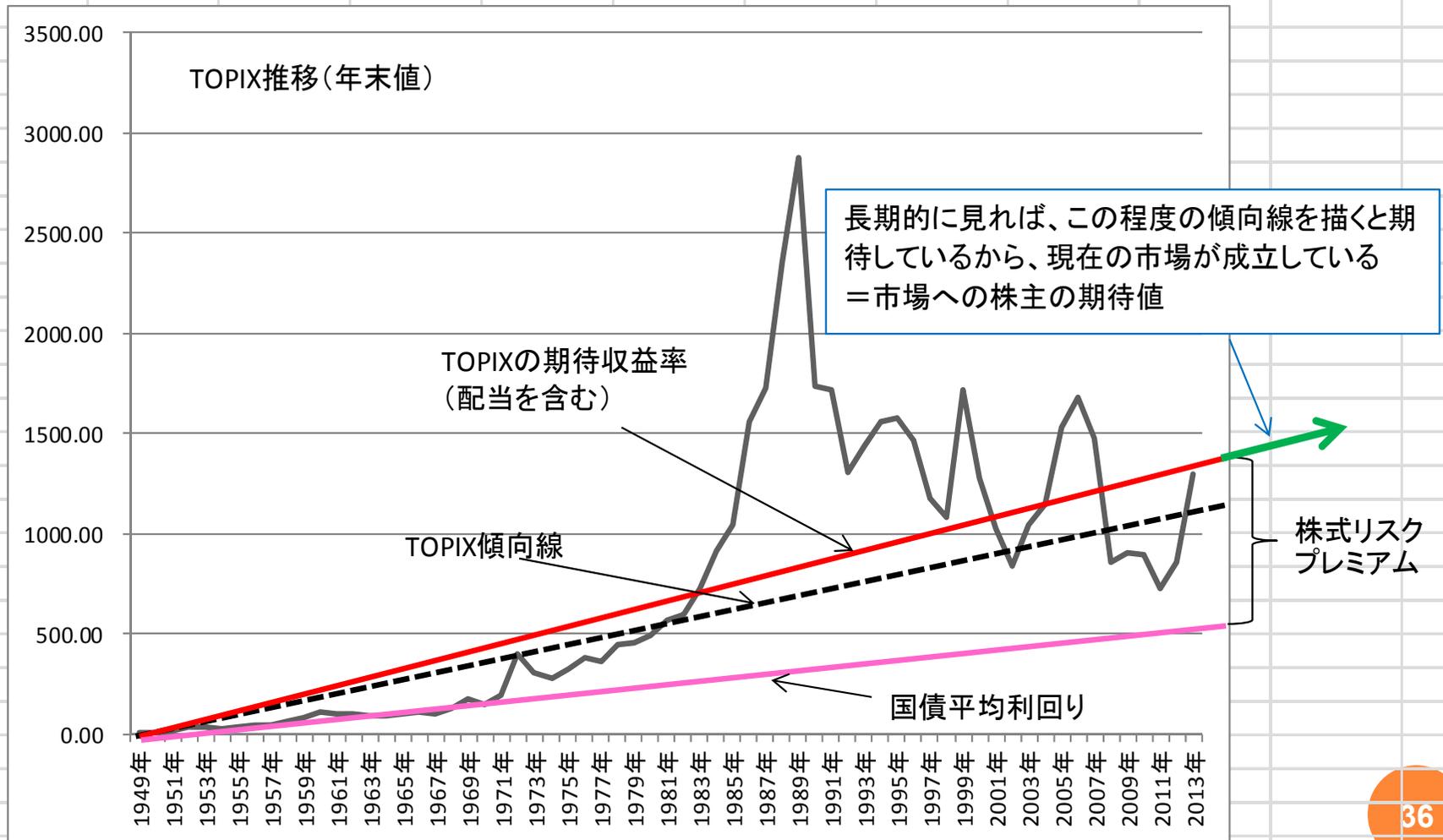
自己資本コスト = リスクフリー・レート
+ 株式市場のリスクプレミアム × β

リスクフリー・レートには通常10年国債の利回りを使う

株式市場のリスクプレミアムには、倒産リスクの他に株式の値動きのリスクを含む。
例えば、東証1部全体のリスクプレミアム

β は市場全体のリスクプレミアムをわが社のリスクプレミアムに結びつける係数

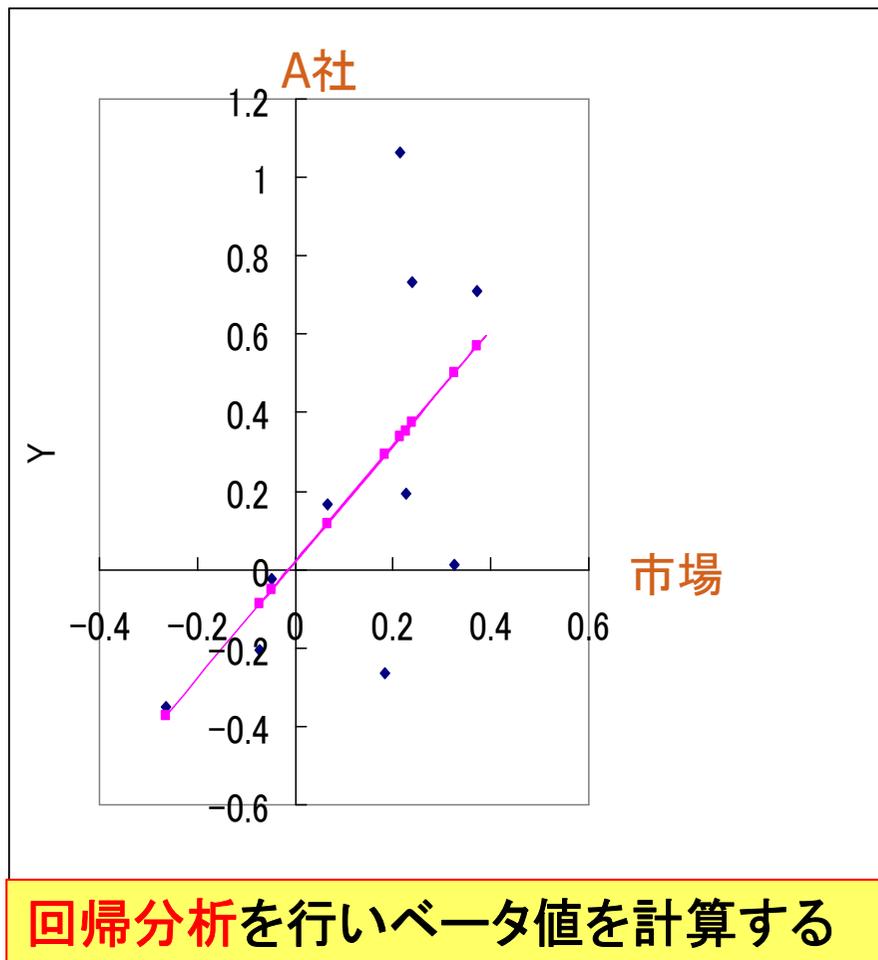
4-7 株式リスクプレミアム-考え方



株式リスクプレミアムは計算のやり方により変動するが、6~7%程度が定説

4-8 ベータ値の計算

市場全体の変動とA社株価の変動の関係 → ベータ(β)



- ①過去に遡り、A社と市場全体の株価変動を調べる。
- ②多くの交点ができるが、その傾向線を引く。
- ③傾向線の傾きがベータ。
- ④傾きが45度であれば、長期的にはA社と市場の動きは同じ(市場全体と同じリスク)、 $\beta=1$
- ⑤傾きが45度より小さければ、長期的には市場全体よりリスクが低い。逆は逆。

回帰分析を行いベータ値を計算する

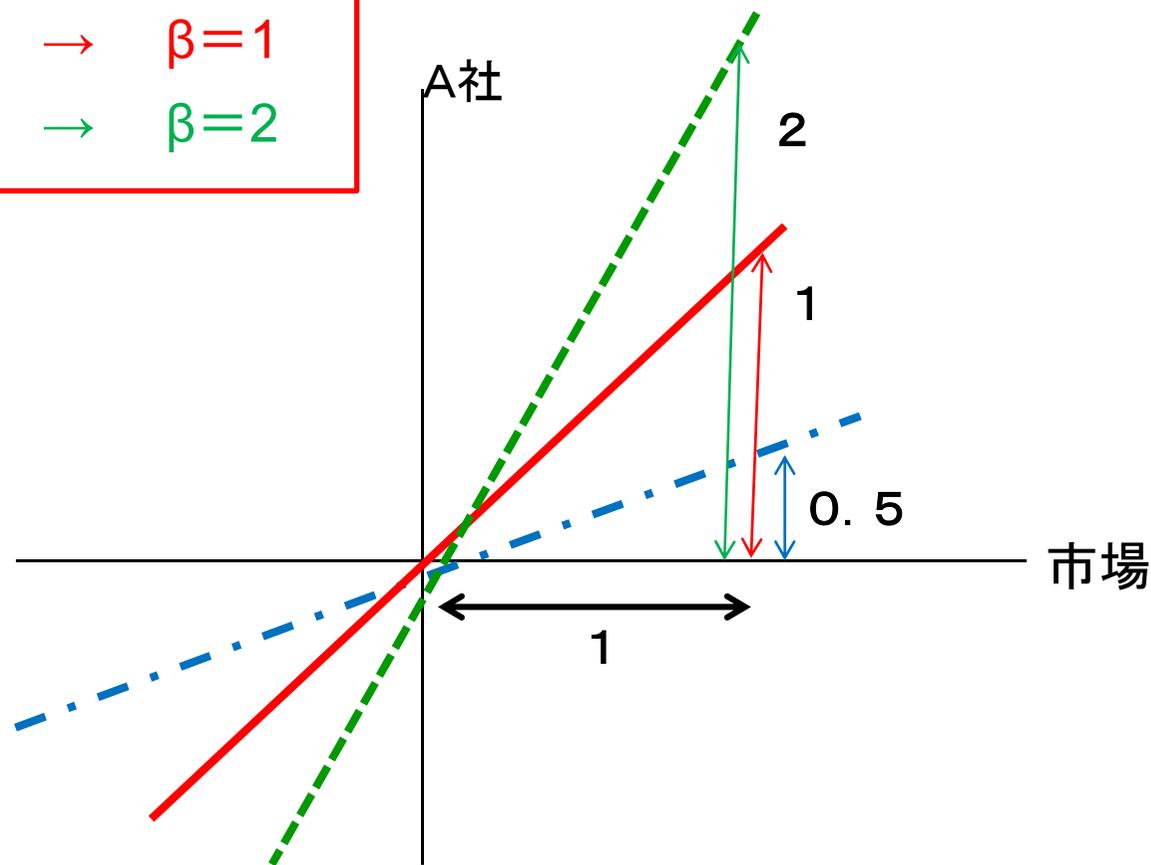
4-9 実際のベータ値の考え方

β とは \Rightarrow 市場が1動いた時の、個別株式の動き(リスク度):

0.5動く(青線) $\rightarrow \beta=0.5$

1動く(赤線) $\rightarrow \beta=1$

2動く(緑線) $\rightarrow \beta=2$



個別企業の β 値は「JPXデータクラウドサービス」で入手可能—有料

4-10 自社の自己資本コストの計算

- 国債利回り: 1%
 - 国債利回りが上昇すれば変更の必要あり
 - 過去には6%の時代もあった。
- 株式リスクプレミアム: 6%
 - 計算の仕方にもよるが、5%~7%程度
- 当社のベータが1.2の場合
$$1\% + 6\% \times 1.2 = 8.2\%$$
- 当社のベータが0.5の場合
$$1\% + 6\% \times 0.5 = 4\%$$

ベータ値は企業ごとに異なっている

⇒ 自己資本コストは企業ごとに異なっている

最終的な決定は市場との対話で。

4-11 有利子負債の節税効果

	ケースA	ケースB	ケースC
総使用資本	2,000	2,000	2,000
有利子負債	0	1,000	1,800
自己資本	2,000	1,000	200
営業利益	300	300	300
有利子負債利息(5%)	0	-50	-90
税前利益	300	250	210
税金(30%)	-90	-75	-63
純利益	210	175	147
ROE	10.5%	17.5%	73.5%
税前総使用資本リターン	300	300	300
税後総使用資本リターン	210	225	237

①税金がない場合には、資本構成は企業価値に影響を与えない。

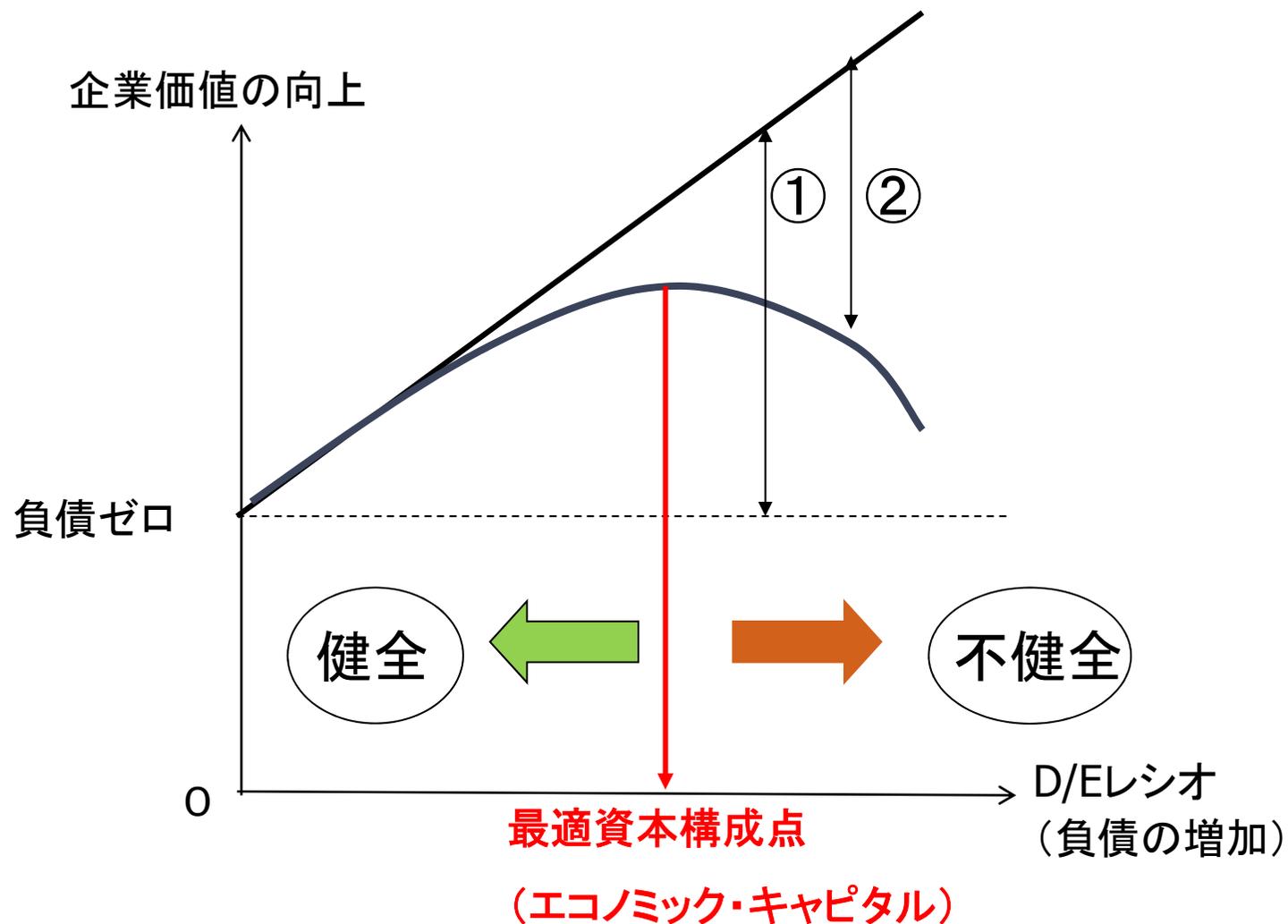
②税金がある場合：

借金企業の企業価値 = 無借金企業の企業価値 + 利息 × 税率

(AとCを比較) $237 = 210 + 90 \times 30\% = 210 + 27$

4-12 最適資本構成点

- ①有利子負債の絶税効果
- ②倒産リスクの増加



4-13 有利子負債の節税効果の意味

○ Bのケース

- 有利子負債利息(銀行へのリターン)
 - 50を支払うために必要な営業利益は50
 - 支払利息と同額の営業利益があれば良い。
- 純利益(株主へのリターン)
 - 175を計上するために必要な営業利益は250
 - 税率分だけ多くの営業利益が必要

$$175 \div (1 - \text{税率}30\%) = 250$$

自己資本コストが17.5%であるとすると、

税前で25%の利益計上が必要

⇒ 自己資本コスト(税前)は25%

これが有利子負債の節税効果

自己資本コスト:

表面コストも高いが更に税率分だけ高い

(参) 有利子負債の節税効果(利率が極端に低い場合)

	ケースA	ケースB	ケースC
総使用資本	2,000	2,000	2,000
有利子負債	0	1,000	1,800
自己資本	2,000	1,000	200
営業利益	300	300	300
有利子負債利息(0.5%)	0	-5	-9
税前利益	300	295	291
税金(30%)	-90	-88.5	-87.3
純利益	210	206.5	203.7
ROE	10.5%	20.65%	101.85%
税前総使用資本リターン	300	300	300
税後総使用資本リターン	210	211.5	212.7

全国銀行貸出平均約定金利:0.747% (都市銀行総合、2016.4)

有利子負債利息が極端に低い場合：

- ・有利子負債の節税効果は非常に小さい
- ・ROEへの効果は大きい(純利益が大きくなるから当然の結果)

4-14 自己資本は多い方が良いのか？

- 自己資本は非常時の損失への備え
 - エコノミック・キャピタル(リスク・キャピタル)という考え方
- 自己資本コストは非常に高い
 - 節税効果もない
- ROEを低下させる。
 - ROE向上を目指しているのではないのか？
- なぜ、経営者は内部留保(高いコストの金)を増やしたがるのか？
 - タダの金、という意識が抜けない(会計上はタダ)？
 - 倒産バッファは多ければ多い方が良い=身の保全？
- 自己資本コスト以上で運用できる自信がないのであれば、当然、株主に返すべき。
 - 預金においておくのは論外、預金であれば、株主が自分でやる。
 - 将来の投資に使うのであれば、株主に対して説明が必要。

5. 企業価値と割引キャッシュフロー (命題③)

5-1 企業価値とは

静態的 ⇒ 帳簿上の純資産

- 株主還元を絞れば、帳簿価値は上昇

動態的 ⇒ 市場価値(時価総額) = **株主価値**

- 時価総額とは、企業の将来性に対する市場からの評価額
簿価を上回ることもあれば(PBR>1)、
下回ることもある(PBR<1)。

○ 市場価値はどのようにして決まるのか？

- 企業が、株主のために、将来創造すると市場が予測する価値額の割引現在価値
(その内、株主還元予想額が大きく影響する-後述)



- 将来の価値創造額(株主に帰属するキャッシュフロー)の割引現在価値(Discounted Present Value)

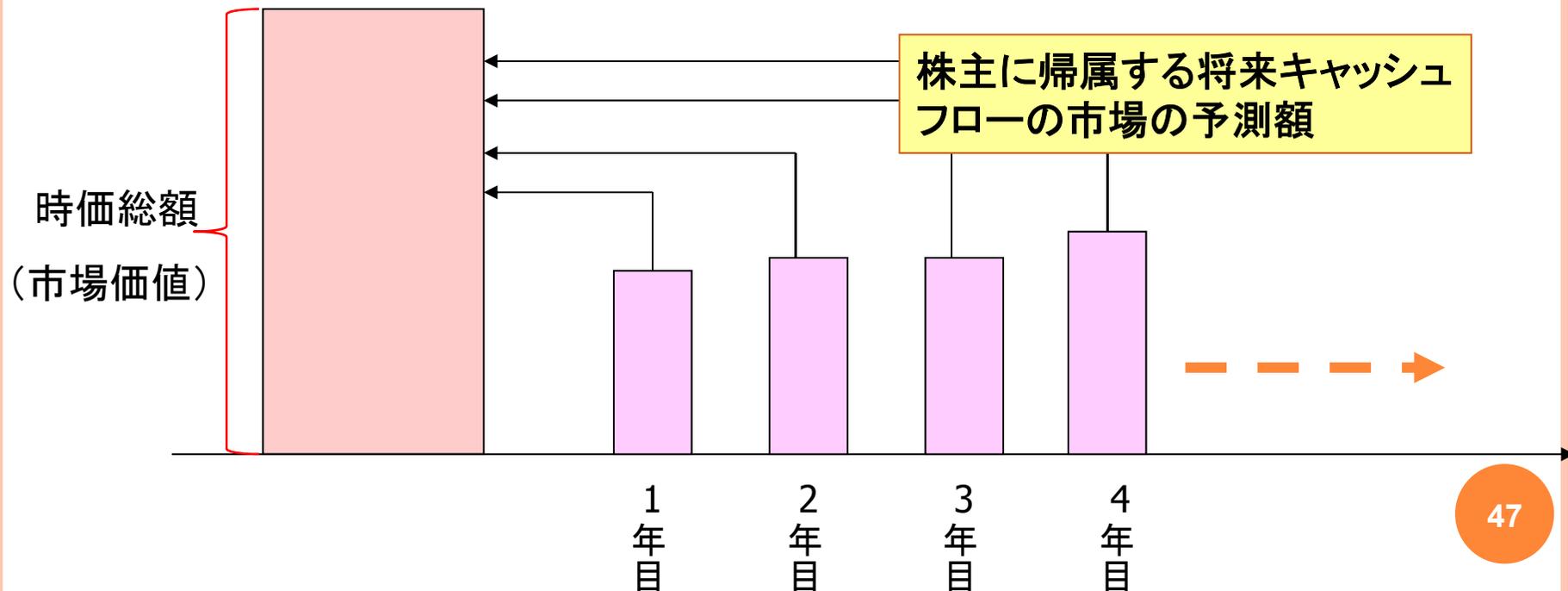
5-2 市場価値の考え方①

○ 企業の市場価値

＝株主に帰属する将来のキャッシュフロー額

(市場の予測値)を現在の価値に戻したもの

予測値であるから一律ではない。時々刻々変動するが、長期的にはコンセンサスに収れんする



5-3 市場価値の考え方②-簿価との差額

- 将来のキャッシュフロー創造額(市場の予測値)
= 自己資本コスト対応部分 + それを超える金額

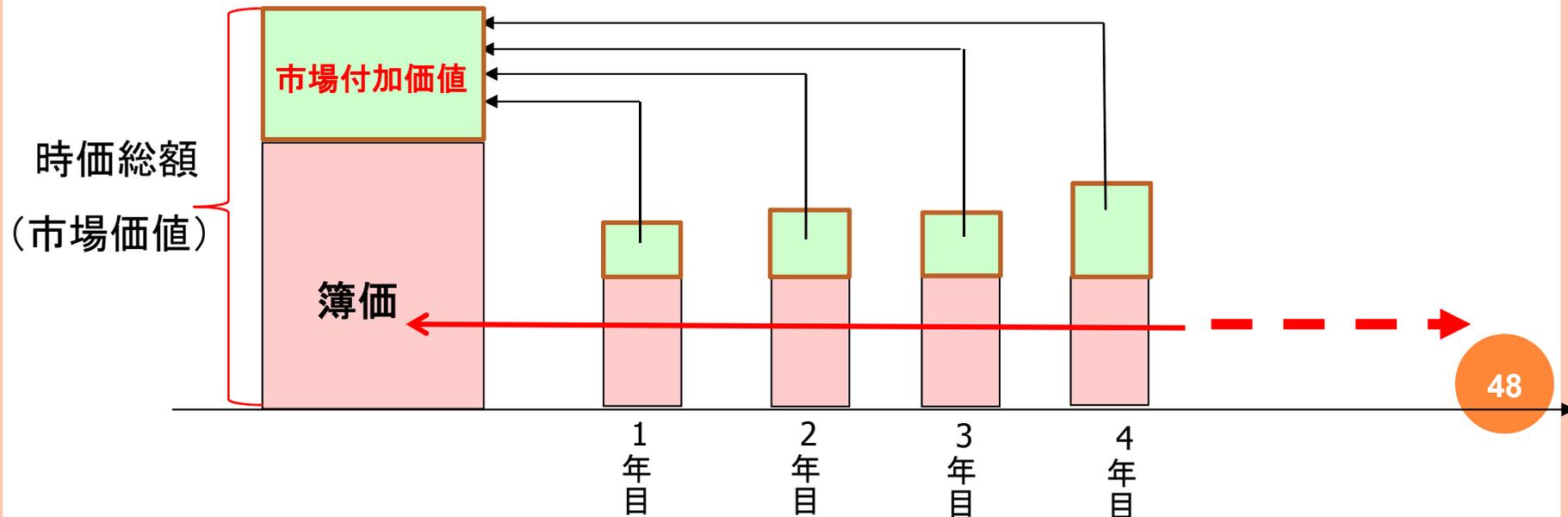
自己資本コスト対応部分の割引現在価値 ⇒ 簿価

自己資本コストを超える部分(エコノミック・プロフィット)の割引現在価値

⇒ **市場付加価値** (PBR > 1)

自己資本コストをえない場合(エコノミック・プロフィットがマイナス)

⇒ マイナスの市場付加価値 (PBR < 1)



5-4 現在の価値に戻す(割引現在価値)考え方

DCF (Discounted Cash-flow、割引キャッシュフロー)

① 利率を5%として、1年後の105万円の現在の価値は？

$$x = \frac{105\text{万円}}{1+5\%} \Rightarrow x = 100\text{万円}$$

② 1年後に10億円、2年後に30億円、3年後に20億円のキャッシュフローが期待できる投資がある。投下資本コストを5%だとすると、3年間のキャッシュフローの現在の価値は？

$$x = \frac{10\text{億円}}{1+5\%} + \frac{30\text{億円}}{(1+5\%)^2} + \frac{20\text{億円}}{(1+5\%)^3}$$

← 計算をすると、54億円。投資額が50億円だとすると4億円の利益

この考え方は設備投資やM&A等における採算性の検討に利用される
⇒ IRR(内部収益率)、NPV(正味現在価値) ⇒ 次スライド

5-5 DCFの応用(IRR, NPVによる投資判断)

- わが社で、下記投資案件が稟議されることになった。賛成するか？
(投資目的については、賛成されているものとする)
- 初期資本投下額
 - 100億円
- その後のキャッシュフロー予想額
 - 1年目:20億
 - 2、3、4年目:各30億円
 - 5年目:25億円
 - 以上で、投資完了。設備等の残存価値ゼロ
- ①投下資本(100億円)の収益率はいくらか？(IRR計算)
- ②投下資本コストを6%とすると、
期待される利益の現在価値はいくらか？
(NPV計算)

新規投資やM&A等で絶対的に必要な計算
すべて、割引現在価値計算の応用

以下の式を計算すれば良い。

将来のキャッシュフローを何パーセント(r)で割引けば投資額に一致するのか ⇒ **IRR(Internal Rate of Return、内部収益率)**

$$100 = \frac{20}{1+r} + \frac{30}{(1+r)^2} + \frac{30}{(1+r)^3} + \frac{30}{(1+r)^4} + \frac{25}{(1+r)^5}$$

将来のキャッシュフローを投下資本コストで割引くと投下資本額をいくら上回るのか(利益額) ⇒ **NPV(Net Present Value、正味現在価値)**

利益額 =

$$-100 + \frac{20}{1+0.06} + \frac{30}{(1+0.06)^2} + \frac{30}{(1+0.06)^3} + \frac{30}{(1+0.06)^4} + \frac{25}{(1+0.06)^5}$$

**この2つは投資の判断において絶対に必要な指標
計算はエクセルで簡単にできる。**

詳しくは、東証e-ラーニング『企業価値向上経営の意義と実践に向けて』

5-6 株価理論への応用(配当割引モデル)

DDM(Dividend Discount Model)

株価は予想される将来配当額の割引現在価値の総計

市場全体で見れば、売却益、売却損は相殺される。損益はあっても市場全体では含み損益。投資家の手許に入るキャッシュは配当(株主還元)のみ

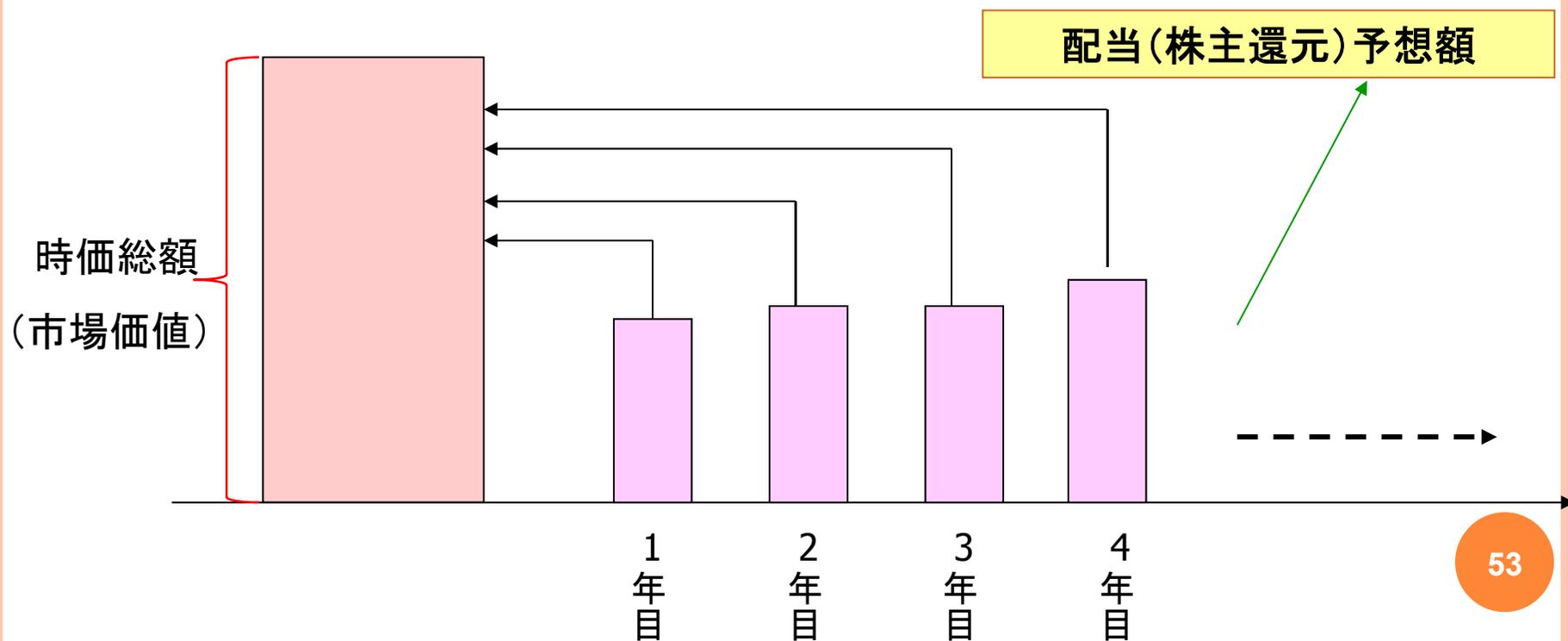
$$P = \frac{D_1}{1+r} + \frac{D_2}{(1+r)^2} + \frac{D_3}{(1+r)^3} + \dots + \frac{D_n}{(1+r)^n} + \dots$$

P : 株価、 D_1 : 1年度配当、 D_2 : 2年度配当、...

割引率(r) = 投資家の期待収益率 → 自己資本コスト

5-7 配当割引モデルの考え方 (現実の市場価値)

- 企業の市場価値 = 将来の配当予想額
を現在の価値に戻したもの



5-8 市場価値決定要因

① 将来のキャッシュフロー予測額の割引現在価値

⇒ 潜在的な市場価値

(長期的には)市場価値がこれを超えることはない。

- 市場への適切な情報発信(IR等の広報活動、等)が重要
=キャッシュフロー創出能力の発信

② 配当割引モデル(将来の株主還元予測額の割引現在価値)

=潜在価値の内、どれだけを株主に還元するのか

← 現実の市場価値は配当割引モデルに近い。

市場心理次第でどちらかに揺れている。

- 増配は株価上昇要因
- 自社株買いは株価上昇要因、等

①と②が株価の大きなトレンドを決定する

6. ROE目標値の設定と実行 (具体的な考え方)

6-1 ROE目標値はいくらか？

- 目標値： 少なくとも、自己資本コスト or それ以上。
- 資本のコスト(有利子負債・自己資本)は、リスクテキングに対する期待リターン
 - リスクが低ければ、コストも低い。逆は逆。
 - これが資本コストの基本的な考え方
- 全ての上場企業のリスク(倒産・価格変動リスク、 β 値)は同じではない。
 - 資本コストは企業ごとに異なっている。
- 自己資本のコストも当然企業ごとに異なる。画一ではない。
いわゆる「伊藤レポート」(2014.8)
 - 「8%を上回るROEを達成することに各企業はコミットすべきである」
 - 東証一部上場企業 平均 7.3%(2015年度、みずほ証券調べ)
- ユーティリティ、食品等の安定的な収益を期待できる企業とIT関連等の新興企業のリスク(β 値)は異なるから、自己資本コストは異なる。
- 各社は、CAPM等を参考にしながら、自己資本コストを決定し、投資家(市場)との対話の中でそれを確定すべきである。それがROE目標値のベースになる。

6-2 ROE目標値達成のための具体策①

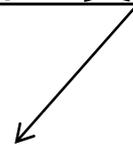
- 全社目標ROE値が決定された(数値はパーセント)



- 各事業部門へは絶対額で目標額が示されるべき。



- 分母(部門の自己資本額)と分子(部門の利益額)を決定する必要がある。



- 自己資本額を部門に割り振る必要がある。
- 基準はなにか？
 - 部門のリスク額であるべき
 - 部門の総人数や総人件費等も考慮することも一案
 - 自社に必要な自己資本額(エコノミック・キャピタル)は自社のリスク額で決まる ⇒ 部門も同じ
 - 部門のバランスシートが必要

6-3 ROE目標値達成のための具体策②

○ 分母が決まると、次は分子(利益額)

- 部門の自己資本額 × 自己資本コスト



- 各部門の基本的な業態は同じであれば、全社で一律の自己資本コスト設定
- 部門ごとに多角化している場合
 - ⇒ 部門のβ値は一律ではない。
部門のリスクに見合ったβ値を使うべき
部門ごとに異なる自己資本コストを設定

○ 部門の利益目標

= 部門の自己資本 × 部門の自己資本コスト

これがエコノミック・キャピタル・マネジメント(ECM)

(参) パナソニックの資本コスト管理

- 製造業では部門別貸借対照表作成は難しい? ⇒ **No!**
 - 総合商社は古くから作成



- パナソニック: 資本コスト管理システムである
CCM (Capital Cost Management) を導入済み
- 2017年3月期から新制度 = **自己責任体制の強化**
 - 事業部別貸借対照表の作成 (事業部別損益計算書は当然ある)
 - 使用資本の内容 (資本金、借入金) を区別
 - 部門別貸借対照表があれば、
部門の自己資本額は把握できる (資産のリスク度で判断)
 - 資本金額の増減は事業部の判断で可能
 - 自己資本コストは事業部ごとに異なり、4~16% ← β値の違い
 - (以前は一律 8.4%)



- 自己資本を減らす (借入金を増やす) と資本コストが下がる?
- 貸借対照表が事業部別に存在しているので、必要自己資本額 (エコノミック・キャピタル) は自動的に決定される。エコノミック・キャピタル以下の自己資本額は認められないと思われる。
- 新規投資をするときには、リスクが上昇する (エコノミック・キャピタルの増加) ので新規自己資本が必要になり、(社内) 増資をせざるを得ない。

6-4 ROE目標値達成のために

- ROE目標値設定後のステップ
 - その目標値の意義を社内に徹底(社内教育も必要)
 - 達成のための具体的方策の決定(企業理念をベースに)
 - 部門ごとに絶対額を割当
 - 割当額は公平・公正であるべき(全員の納得)
 - 部門で具体策を策定
 - 部門別貢献度は一目瞭然
- 現実には？
 - 経営トップ:「自己資本コストとか、ROE目標値とか、必要な自己資本額とか、そういうものは下々は知らなくてよい。言われたとおりにやれば良い」、「ともかく、全員一丸となって努力するのみ」、「達成できなければ、全員の責任」
 - ＝スローガンを言っただけの「スローガン経営」
 - 社員は全体感を持たないで歯車の一つを務めるのみ。機械全体の構造は知らないまま。
 - いつまでも大局的判断はできない。

GE:「誰もが経営者になれるための研修を行っている。」

(GE日本、安瀨CEO 日経ビジネスOL 2016.6.2)

6-5 ROE経営とECM

- 経営の目標値は、部門単位に降ろさない限り、単なるスローガン。あるいは、対外広報目的？
 - 「自己資本コストを決めたことにしている」 ←これと同じ。
 - 部門への目標値の割当方法
 - 部門の負っているリスク比 ← これが答のはず。
 - これまでの部門の「営業利益」をベースにすると、かなり不公平
 - 営業利益は資本コスト勘案以前の数字
 - 不公正・不公平な割当の結果で昇進と給与を決めると、不公正・不公平
- 
- 部門ごとのB/Sを作成し、リスク額を算定する他はない。
 - 自己資本コストの真の意味でのコスト化
- 部門の営業利益は黒字でも、エコノミック・プロフィットは赤字であることを部門に認識させない限り前に進まない。

6-6 経営に必要な損益計算書

↓ 全社のみならず部門にも適用

- 売上高
- 売上原価
- 売上総利益
- 販売費及び一般管理費
- 営業利益
- 営業外損益(有利子負債コスト)
- 経常利益
- 税前利益
- 法人税等
- 純利益

損益計算書 →

日本企業の社内部
門管理指標

- ・資本コスト思考ゼロ
- ・B/S思考ゼロ

- 自己資本のコスト
- エコノミック・プロフィット

バランスシートを認識

株主から見ればこれが利益

6-7 全社エコノミックキャピタルと 部門別エコノミックキャピタル

X社 B/S



各部門に資産を割振り

資産 ×レバレッジ係数 = 部門EC

資産 ×レバレッジ係数 = 部門EC

資産 ×レバレッジ係数 = 部門EC

EC = エコノミックキャピタル

6-8 多く見られるROE経営

- ROE目標値を達成できない。
 - ⇒ それでも株主還元を絞り、自己資本(分母)が増大
 - ⇒ 翌年の利益目標値(分子)が増大
 - ⇒ ROE目標値が達成できない
 - ⇒ それでも分母を増やす
 - ⇒ 以上の繰り返し

必要な自己資本を有しているのであれば、それを超える部分は株主還元。

投資予定があるのであれば、市場に説明

6-9 もう一つの問題：人材は育つか？

- 入社以来数十年間、バランスシート、借入金コスト(もちろん、自己資本コストも)考えたことはない。考える必要もない。
- 今や、部門長！ 役員候補！
 - この人が会社全体を考える人材に育っている可能性はあるか？
 - 会社経営の第一線に起用できるか？
 - グループ企業の社長に起用することは可能か？
- 社内教育で対処？
 - 社内教育は絶対的に必要だが、上辺の知識のみで実戦からの知識ではない。教育＋実践！
 - 社内教育は多くの場合、学者による理論の教育。実践ゼロ。

人材不足は多くの企業の切実な課題！

7. まとめ

ECM (Economic Capital Management)

7-1 どうすれば良いのか？

- 健全性：バランスシートのリスク管理
 - まず、エコノミック・キャピタルの計測
- 収益性：エコノミック・プロフィットの追求
- 企業価値の向上：上記＋市場への発信（DCF、DDMの理解）

この3つを同時に達成する社内システムが必要

全員を参加で、これをやらなければ評価されない仕組みを作る他はない。

⇒ 部門別エコノミック・キャピタル、
部門別エコノミック・プロフィット管理（ECM）

全員がバランスシートを意識し、全員がエコノミック・プロフィットを目指す経営。さもないと、ROE目標値（自己資本コスト）はスローガンのまま。

7-2 エコノミック・キャピタル

・マネジメント(ECM)の意義と必要性

- 部門別エコノミック・キャピタルの計算
- 部門別エコノミック・プロフィット計算

→ **責任の所在の明確化**
業績貢献度の明確化



各部門に自発的なB/S管理を促す。

(IFRS対策にもなる)

自部門のB/Sをリストラすれば、部門の自己資本コストが減少

⇒ 全社B/Sの健全性の向上

これがエコノミック・キャピタル・マネジメント(ECM)

ECMは健全性と収益性を同時に管理する唯一の経営指標

営業利益による管理では絶対に不可能

7-3 総括①

①財務の健全性とは、

エコノミック・キャピタルを上回るリアル・キャピタルの保有

- 有利子負債の節税効果の有効な利用
- 自己資本比率が高くなればなるほど、資本効率が低下する。
- どこまでやるかは経営判断

②収益性とは、

エコノミック・プロフィットの計上

自己資本コストを上回る利益 = 自己資本コストの認識

③企業価値向上策とは、

財務の健全性を確保し、将来のエコノミック・プロフィットの継続的な計上と向上を市場に納得させること。

7-4 総括②

- 企業価値を向上させるための経営手法は、



- ECM (Economic Capital Management)

部門別エコノミック・キャピタルによる業績管理

- 「**部門別営業利益**」による業績管理では、バランスシートの健全性、個別資産の管理、資本のコスト(他人資本と自己資本のコスト)という発想は生まれにくい。人材は育たない。
- 諸問題を経営陣の一部と本部機構の一部社員が認識しているというのは、現実には認識されていないことと同じ。
- 全役員、全社員がそれぞれの「責任バランスシート」を認識し、その改善を模索することが、全社の業績向上につながる。
- 若い時から、全体を見る能力を！