



2016年9月12日開催

企業価値向上経営セミナー

「企業価値向上経営の実践に向けて」 講義録



株式会社東京証券取引所

はじめに

東京証券取引所では、企業価値の向上を目指した経営の普及・促進を図る目的から、上場会社の経営層や経営をサポートする方々を対象とした「企業価値向上経営セミナー」を実施しております。

コーポレートガバナンス・コードの適用開始などを受けて、上場会社においては、持続的な成長と中長期的な企業価値の向上のための取組みが動き始めております。2016年9月に開催しました本セミナーでは、このような取組みがより実効性の高いものとなるよう、投資者視点からの問題提起、企業価値向上経営の意義や実践に向けた基礎知識の提供、企業価値向上経営の実践事例の紹介をテーマとした講演を行いました。

この実践事例のご紹介が少しでも上場会社の皆様の企業価値向上に向けた取組みの参考となるよう、この度、本セミナーに関する講演内容と講演資料をとりまとめ、本講義録を発刊することといたしました。

本講義録が、上場会社の皆様の企業価値向上に向けた取組みに少しでもお役に立てば幸いです。

2017年2月
東京証券取引所 上場部

目 次

1. 講義【第1部】投資者視点からの問題提起…………… 1
「投資される経営 売買される経営」
みさき投資株式会社 代表取締役社長 中神 康議

2. 講義【第2部】企業価値向上経営の意義や実践に向けた基礎知識の提供…………… 14
「ROE経営 – 真実と誤解 –」
経営財務研究所 代表/丸紅株式会社 理事 津森 信也

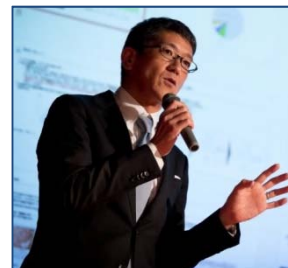
3. 講義【第3部】企業価値向上経営の実践事例の紹介…………… 35
「企業価値向上経営における企業情報開示のあり方と今後の課題」
みずほ証券株式会社 経営調査部 上級研究員/京都大学経営管理大学院 特別教授 杉浦 秀徳

4. 参考資料 (2016年9月12日開催「企業価値向上経営セミナー」講義資料) …………… 47
 - (1) 2016年9月12日開催「企業価値向上経営セミナー」次第
 - (2) 講義1 (みさき投資株 中神 康議 氏) 講義資料
 - (3) 講義2 (経営財務研究所 津森 信也 氏) 講義資料
 - (4) 講義3 (みずほ証券株 杉浦 秀徳 氏) 講義資料 (一部抜粋)

1. 講義【第1部】投資者視点からの問題提起 「投資される経営 売買される経営」

【講師紹介】

中神 康議（なかがみ・やすのり）氏
みさき投資株式会社 代表取締役社長



1986年 慶應義塾大学経済学部卒、同年アンダーセン・コンサルティング（現アクセンチュア）入社
1991年 米カリフォルニア大学バークレー校 MBA コース修了、同年株式会社コーポレート ディレクション入社
2005年 投資顧問会社設立
2013年 みさき投資株式会社設立 代表取締役社長
その他現職：「厳選投資の会」幹事、「山を動かす」研究会発起人・代表幹事
著作：「投資される経営 売買される経営」「経済学は何をすべきか」（共著）

※上記ご略歴はセミナー当日（2016年9月12日）時点の内容を記載しております。

0. イントロダクション

皆さん、こんにちは。みさき投資の中神と申します。今日はよろしく申し上げます。

いきなりですが、事業会社の方々から見ると、投資家の行動はすごく分かりづらいのではないのでしょうか。投資家によっては、うちは長期投資ですと言いながら、いつの間にか売り抜けているということがあります。また、会社の立場からすれば、自分の会社よりも業績が悪い競合他社のほうが、長期投資されていると感じたり、経営の中身は着実に良くなっているのに、それが評価されず株価が動かないと感じたりすることもあるでしょう。投資家って一体どうなっているのだ、どういう行動をしているのだ、何を考えているのだと会社側の皆さんがおっしゃるのを良く耳にします。

今、「投資家との建設的な対話」という話を取り上げられていますが、対話の前に、まず、投資家にはどのような種類の人っていて、その人たちは何を考えているのかをしっかりと理解しておく必要があるのではないのでしょうか。そこで、今日は「投資される経営、売買（うりかい）される経営」というタイトルで、投資家の目線から、どのような経営が長期投資の対象となり、どのような経営は短期売買されるだけなのか、という話をしてみたいと思います。

1. なぜ投資家は分かりづらい行動を取るのか ～ 投資家生態学

投資家を理解するための出発点

まず、なぜ投資家は分かりづらい行動を取るのかについて解説をさせていただきます。皆さんは、投資家は非常に目端が利いて、情報を頼りに素早く売ったり買ったりしているというイメージをお持ちなのではないでしょうか。儲けていそうで付加価値の高いビジネスだと思われているのではないかと思います。

私は、投資家業を約10年ちょっとやっておりますが、実は、この投資家というビジネスは本当に付加価値が薄いと感じています。これが原点です。普通、付加価値とは自分が幾らか払って原材料を仕入れ、そこに何を足して幾らで売なのかという差分のことです。この差分が「付加価値」です。そういった目線でもう一度投資家という事業を考えてみましょう。上場企業への投資というのは、よくよく考えてみれば、マーケットで売っている、誰でも同じ株式を同じ値段で購入するわけで、これに関しては何もバイイングパワーを利かせるとか、工夫をして買うということとはできません。売るときはどうかというと、所有している株式に何か手を加えるわけではなく、やはり、誰もが同じ値段で売ります。経済学で言うと究極のプライステイカー、つまり、そこにあるプライスで買い、そこにあるプライスで売しかないということですから、言葉の本来的な意味合いから言えば、非常に付加価値が薄いことになります。

付加価値が薄いというのは、言い換えれば自分で足せる価値はないので、自分以外の何かに依存しているということになります。具体的には、投資先である企業への依存度が高いビジネスということなのです。付加価値が薄いからこそ、現象として見えてくるのは、鶺鴒の目鷹の目で割安株を必死になんて探している、異常なほどエネルギーを懸けて次の四半期の業績を当てようとする、あるいは株価が上がったり下がったりすることに対して、極端に神経質になったり、保守的に見ていたりする姿になりがちです。付加価値が薄いから、経営者からは分かりづらい保守的な行動になってしまうというのが、投資家の悲しい性なのではないかと思うのです。

企業への依存度が高いので、依存度を下げするために様々な手法を使います。これが投資家の多様性につながります。新聞などを読むと日本株が下がったのは、海外投資家が一斉に売りに出たからだとか、ヘッジファンドの限月があり、限月までに売らなければいけないから日本株が下がったとかいう話がよくあります。しかし、投資家は多様で皆全然違います。いろんな考え方があります。決して一様な行動をとるわけではありません。

「投資家」は決して一様ではない

分かりやすいようにスライド(3ページ)を用意してみました。一番分かりやすいのは、国内にしか投資しないという投資家です。さらに大型株にしか投資しませんという投資家があります。個人投資家もいれば機関投資家もいます。また、指標、日経225とかTOPIXというものに投資しますというパッシブもいれば、きちんと会社を選んでアクティブに運用する投資家もいます。その中でもグロース投資家という成長に重点を置く投資家もいれば、今ある価値から比べて安そうだとすることで、投資をするというバリュー投資家もいます。

早耳競争をして、次の四半期の業績はどうなるのか、次の月次の売上はどうなるのかということを生懸命早く聞こうとする投資家もいれば、月次、四半期にこだわらない長期のストーリーにベットしていこうという投資家もいると思います。みんなが買うから自分も買います、みんなが売るので自分も売っていきますという、順張り投資家もいれば、みんなが売るのであれば僕は買いますという逆張り投資家もいる。あとは、多数分散投資、少数厳選投資もあります。

例えば私のファンドは、上場企業10社ぐらいしか投資しません。極端に厳選投資です。それは信頼できる会社、信頼できる経営者、素晴らしいと思える企業にしか投資しないというポリシーで運営しているためです。普通は、アクティブ投資家といっても200、300銘柄に投資をする投資家が多いと思います。

今日お話ししたいのは、多様な投資家の中で、会社は一体誰に向けて話をすべきかということです。バリュー投資家に一生懸命グロースの話をして、とんちんかんな対話になってしまいます。その逆もしかりです。ですから、自分の会社はどのような会社で、どのような投資家に持ってもらいたいのかという明確なターゲットを定めて、その人たちに合った、セグメンテーションをし、ストーリーを語っていくというのが重要です。今日来ていらっしゃる方は、長期投資家に興味がある方だと思いますので、一体長期投資家って、どういう思考で何をよりどころに投資をしているのか、どういう経営がいいと思っていてどういう経営が駄目だと思っているのか、ということをお話ししたいと思います。

2. 会社には（当たらずとも遠からずの）「絶対価値」がある

長期投資家の行動原理（1）

ここからは長期投資家の話に絞ります。まず、長期投資家は、会社には（当たらずとも遠からずの）「絶対価値」があると考えています。会社の株価は日々動きます。しかし、会社の価値はそう簡単に日々動かないはずで、そのため、われわれ長期投資家はこの会社の価値は幾らなのかを一生懸命探ります。

次に長期投資家は天邪鬼なので、まず、周りに背を向けます。普通、マーケットにいる投資家はPERとかPBRを見て、この業種の平均のPERは15倍でこの会社は13倍だから割安だよねとか、PBRでいくとこの会社はもう2倍もあるのか。これ、高いよね、という話をするわけですが、われわれ長期投資家はPERやPBRはあまり気にしません。もっと言うと、会計上の利益も気にしません。当期利益が幾らかとか、四半期でEPSが今幾らなのかといったことも気にしないのです。付加価値が薄い投資業務で、みんなと同じことしていたら、高いパフォーマンスは絶対出ません。そのため、周りとは違う投資行動をすることが大事です。具体的には、周りが一生懸命売るときに我々は喜んで買う、逆にみんなが買うときは少し売ってポジションを減らすというようなことやります。

これは言うは易し行うは難しで、日々悩みながら行っています。こうした行動をとるためには、自分によりどころが必要となります。判断基準がないと、他の人と違う行動なんか取れないわけです。

そのよりどころとなるのが、先ほど申し上げた、当たらずとも遠からずの会社には「絶対価値」があるという考え方です。

時価総額は株価ですから日々動きます。この会社の価値が例えば大体3000億円だとした場合、株価は上がったたり下がったりして、2500億円、2000億円、ときには4000億という現象が出現してくるわけです。われわれとしては、時価総額は時価総額として置いておいて、絶対価値は幾らなのかを、一生懸命探ろうとします。絶対価値というのは、基本的には会計の利益ではなくて、キャッシュフローで計算します。キャッシュフローも、実は結構変動があるので、これをノーマライズ（異常な収益の影響を排除し調整）して、この会社の実力のキャッシュフローは幾らかを算出します。実力のキャッシュフローは幾らなのかを一生懸命推定し、それを割引いて、絶対価値を計算します。実力としてのキャッシュフローが幾らになるのかを理解するためには、この会社が持っている競争優位性はどのくらい強いのかを理解する必要があります。この競争優位性のことを、通常、「障壁」という言い方をします。バフェットさんは塹壕と呼んでいます。塹壕でも堀でもいいのですが、要は競争相手を寄り付かせない何かがあるか。それが、障壁としてどのくらいあるのか。障壁があれば、キャッシュフローはおそらく安定的であると類推できるので、絶対価値も類推できます。それをベースに時価総額を見て、割安であれば投資をします。

実はわれわれは割安なら投資するという単なるバリュート投資家ではなく、エンゲージメント投資家です。絶対価値から見て時価総額が安ければそこに投資をする、このギャップに投資をするのが、バリュート投資家ですが、われわれはエンゲージメント投資家なので、単にギャップが自然に埋まるのを待つのではなくて、一生懸命会社と一緒にあって、そもそもなぜこの会社がこんなに割安になっているのか、それをどうやったら解消できるのかということに汗をかき、解決していきたいと考えています。さらには会社が持っている価値自体を、事業の価値自体を大きく成長させていきたい、そこに貢献したいと考えるのが、われわれエンゲージメント投資家です。

会社の「絶対価値」をどう算出するか

絶対価値の計算は、とてもややこしいです。かなり精緻で、真剣にやります。なぜかと言うと付加価値が薄く、投資先の会社への依存度が高いので、会社の価値を正確に出すことが生命線なのです。

簡単に申し上げますと、一番保守的なところは資産バリュートです。この資産バリュートというのは、基本的にはバランスシートベースで確認します。会社が公表しているバランスシートに色々足し算、引き算をします。例えば技術志向の強い会社、あるいは技術力が事業の価値を生み出している会社であれば、研究開発費に注目します。研究開発費というのは、会計上は費用でマイナスされてしまいます。でも、研究開発費は会社の価値の源泉です。ですから、われわれは例えば、この会社の技術力だったら研究開発費の過去5年分を足し戻す、といったことを行います。研究開発費は会社の資産と考えているからです。あるいは、非常にブランド価値のある会社であれば、広告宣伝費に注目します。これもやはり過去の広告宣伝費が今のブランドを作っていると考えられるので、例えば7年分を足し戻す、ということを行います。逆にやたら在庫が多くてときどき特損が出るとか、減損するとか、M&Aが下手なのに多額ののれんが乗っているというところに関しては、バランスシートから落とし

ていきます。そうやって数々の調整を加えて、大体この会社の資産バリューというのは幾らぐらいであろうという最も保守的に安心できる価値を算出します。

ここでよく会社の経営者さんと議論になるのは、投資家は当期利益、あるいはEPSばかりが気になっているのではないかということです。長期目線で研究開発費を使っているのだけれど、投資家は全然評価してくれないと言うのです。短期投資家はそうだと思います。でも、本当の長期投資家で、会社の価値は幾らかというふうに考えている投資家だったら、本当にそれが将来の価値につながることを確認した上で、どうぞ研究開発費を使ってくださいと言います。もちろん、将来につながらないと駄目です。でも、過去、投資をきちんと将来につなげてきた会社であれば、研究開発費だろうが、広告宣伝費だろうが、販売促進費だろうが、本当にその会社の価値をつくってきたということであれば、それはきちんと足し戻しています。なので、どんどん使っていただいて結構です。どんどん使ってこの資産バリューを積み上げてくださいというのが、われわれの考え方なのです。

一方で、収益バリューというのも別に計算します。これはどちらかというと、P/Lのほうです。収益のレベルから算出をしていきます。ただ、これも数々の調整を加えて、ノーマライズします。ここは収益というより、フリーキャッシュフローと考えていただいてもいいと思いますが、特に営業キャッシュフローの実力がどのぐらいあるのかを確認します。たまたま一時的にもうかっているだけかとか、たまたま一時的に大きな投資をしたとか、そういうものは全部調整します。大体この会社のノーマルなフリーキャッシュフローはこのぐらい、というものを、過去20年分ぐらいの財務諸表を読み込んで推定するのです。それを一定の割引率で割り引いて算出するのが収益バリューです。

ここで一番大事なものは、投資される経営と売買される経営の一つ目の分岐点というのは、収益バリューと資産バリューの差分、すなわち「超過利潤」が出ているかどうかです。超過利潤が出ているということであれば、初めて、次の第3層の成長バリューを計算します。逆に言うと、第2層の収益バリューのところまでは、将来の成長はあてにしません。将来幾ら稼ぐかは関係ないのです。過去これまでの実績、あるいは今の実力は幾らなのだろう、そのキャッシュフローは幾らなのだろうというものを、考えて割り引いて出すのが第2層です。ここで超過利潤が出ない会社は、そもそも成長バリューは計算しません。超過利潤を今出せていない会社が、これから成長するので長期投資してくださいと言っても、われわれは信じません。成長というのは普通であれば、追加投資が必要です。投資をして、そこから成長を作っていくということになります。超過利潤が今出ないということは、これまで散々費やしてきた資産バリュー、これを上回る価値は出せないということです。過去に超過利潤を出したことがない会社が、急にこの後成長するから成長バリュー入れてくださいと言うのは、われわれの立場からすると、ちょっとあやしいなと思ってしまいます。

さて、そもそもこの超過利潤とは何なのでしょう。小難しく言うと、資産バリューというのは再調達価格です。再調達価格というのは何かというと、今、この会社自体、あるいは、この会社が行っている事業を丸ごともう一回作り直そうとしたときに、一体幾らかかるかということです。単にバランスシートに現在所有している資産を積み上げて、当然その会社の再調達価格にはならないわけです。過去の研究開発費、過去の販売広告宣伝費、そういったものを全部足し戻さないと、再調達価格にはならないです。ただ、再調達価格というのは経済学の用語によると、超過利潤が出てはならない

価格です。資料(9ページ一番左、パターン1のように、資産バリューと収益バリューが均衡するのが経済学の論理のとおり状態です。

パターン2のように、資産バリューより収益バリューのほうが高いというのは、不均衡な状態です。論理では説明できない「何か」があるということです。再調達価格を出せば、これだけの収益バリューが取れるということであれば、例えばM&Aが殺到して、再調達価格が上がっていくということを経済学は想定するわけです。なので、理論では説明できない何かがあるというのが、この超過利潤を出している会社の定義になるのです。経済学でも説明できないものは何かというと、一つには経済学では説明できないぐらいこの経営者は経営力が高く、収益を生み出す力がある、だから、再調達価格を支払うよりも、この経営者にまかせておけば、超過利潤をつくってくれるというのがありますし、あるいは図抜けた競争障壁があって、普通その経済学が想定する自由競争が成り立たないということもあります。これがパターン2です。

パターン3はその逆です。当然出るべき収益が出ていない。なので、経営者の手腕が劣悪か、よほど産業構造が悪いかということです。さっきから一生懸命分析をして説明をしているのは、実は、超過利潤の計算とは、産業の構造あるいは競争の障壁、もっと言うと経営者の手腕の評価に他ならないということです。繰り返しになりますが、われわれのような投資家は付加価値が薄いので、依存せざるを得ません。何に依存するか、何にベットさせていただくかと考えると、この超過利潤が出ている会社に投資をしたいと思うわけです。

さて、さきほど飛ばした成長バリューですが、まず、超過利潤が出ているので過去はよいと判断できます。なので、長期投資に値しそうだともまず考えるわけですが、とはいえ今後どうなるのだというのがとても気になります。持続的に価値が上がっていかないといけない。われわれは持続的に投資しようとしているわけですから、持続的に価値が上がってくれないと困ります。そこで、どういう会社の価値が上がると考えているかについてお話しします。

3. 持続的に価値が上がる会社とはどんな会社か？

長期投資家の基本原理（2）—— 『みさきの公理®』

アルキメデスは原理ですよね。ピタゴラスは定理で、ニュートンは法則です。皆さんすごいことを考えたなと思いました。私もなにか考えたいなと思ったときに、みさきの求める企業のクオリティーを考えて、どのような会社であれば価値が長期・持続的に上がるのかというものを、公理にしてみました。

今、盛んに持続的価値の増大という言葉が叫ばれています。叫ばれているのだけど、誰が、それをどうやったら実現できるのかというのは、あまりみんな議論していないなということなので、私なりに少し考えてみたということになります。

まず、この競争が厳しい世の中で、価値が持続的に上がるのはかなり難しいことです。それをやるためには、圧倒的な障壁、さきほど出てきた競争障壁が必要になります。競争力が圧倒的でない会社

の価値が持続的に上がるはずありません。なので、「b」すなわちビジネスが大事です。しかもそのbが障壁に基づいてないといけません。これは当たり前です。皆さんも納得いただけると思います。

次は「p」すなわちピープルです。どんなビジネスも誰が経営するかに尽きるわけです。同じようなビジネスをやっている、経営者の手腕は明らかに違います。誰が経営して、どんな人たちが行動しているのかということです。

「p」は3層だと考えています。まず、リーダーがどういう人なのかが大事ですが、リーダーだけだと会社というのうまく回ってかないので、マネジメントデプス(Management Depth)という言葉があるように経営陣に厚みが必要になります。最後に企業文化をみます。長期投資しようとすればするほど、健全な企業文化が大事になります。

価値というのは基本的には「b」×「p」だと思いますが、ここで、はたと思うのは、ビジネスは急に新規事業が本業を上回るほど大きくなったり、あるいはそこまでいかずとも大きくなるのには時間がかかるということです。そう簡単に大きくはなりません。「p」のほうも、日本の会社は、がらがら人が入れ替わるわけでもない、あまり「p」も変わらないのです。そうすると定数項で、「b」が2だとして「p」が3だとすると、「b」かける「p」は2かける3でずっと6のままとなります。少しも価値が上がらないではないかとなってしまいます。これでは長期持続的に投資できないことになってしまいます。でも世の中には「b」も「p」も変わらなくても、明らかに価値を上げ続けている会社があります。

その違いは何かということ考えたのが、この「m」でございまして、マネジメントです。簡単に言うと、「経営を磨く」こと。

製品とかサービスとかは変わらない、そこを構成する組織の人間も変わらないのだけれど、やっぱり経営手腕、手法、スキル、これを磨くことで会社の価値は明らかに上るのです。「m」にもいろいろあります。もちろん戦略もあれば、数ある事業をきちんと管理をするということもあるでしょう。管理会計をしっかり整備して、どの客がもうかっていて、どの製品がもうかっていて、どの地域がもうかってないかみたいなものを、やはりよく見ていくのもできるでしょうし、プライシング、お金を持っている人には少し高めに、そうでない人には安くするみたいなこともあるでしょう。キャッシュコンバージョンサイクルを短くして、利益は変わらなくても、キャッシュを生んでいくということもできるわけです。

稲盛さんは全然航空ビジネスのことを知らなくてもJALを再生しました。永守さんがおんぼろのモーター会社を買って、彼がマネジメントすると急に利益が出るようになるわけです。このように「b」も「p」も変わらないのに、「m」、マネジメントを磨き込んだから、それが価値になっていくというような事例が実は数多くあります。

事例（1）—— 調剤薬局

私が実体験した会社の例を二つほど申し上げます。一つ目は、私が投資に携わっていたことがある

調剤薬局ビジネスです。調剤薬局ビジネスというのは、医薬分業を促進したいという政策的意図もありましたし、他の政策的意図もあったため、国の制度的な後押しによって基本的には儲かるようになっています。特に大病院の門前にいい立地を押さえると、自然にお客さんが流れ込んでくるわけです。このビジネスの経営者というのは、とにかく立地さえ押さえれば、絶対に競争に勝てるということだったのです。ただ、医薬分業も6割、7割になってきて、もう大体、大病院の門前にはもう薬局はあ

るわけです。そんな中、私はこの投資先で全国薬局長会議という会議に参加しました。500ぐらいの各エリアからの薬局長がプレゼンをしていたのです。素晴らしいプレゼンでした。各薬局長はこんな改善活動をやっていますと発表していました。ですが、そのうちに1個だけ、どうしても気に入らないプレゼンがありました。それはお客さんの待ち時間を、われわれの薬局ではピーク時に50分ありました、それをみんなで工夫して頑張って47分になりましたというようなものでした。出席者はすごい改善だと感じいていたのですが、ちょっと待ってください。

みんな具合が悪いのに病院に行って、1時間ぐらい並び、余計具合悪くなって、3分診療で処方せんをもらって命カラガラ病院から出てきました。その後、ピークとはいえ50分待たされるということが、実際にこの業界では起きていたのです。もしかしたら、いまだに起きています。これは少しまずい。これはおかしいのではないかと思いました。携帯電話の代理店だろうが、銀行だろうが、みんな窓口の列を減らすというのは、どの業界でもやっていることです。でも、この業界は立地の競争ばかりしていたから、そういうことに目が回らないのだなと思いました。そこで、社長に「待ち時間の短縮の取組みをやりましょうよ」と言ったのです。

社長は「いや、ちょっと待ってくれ。俺らはもう散々やってきた」と。「そして今でも着実に減っているのだ」と。「それが劇的に減るとは思えない」と言われたのですが、「社長、ちょっとだまされたと思って取り組んでください」と提案いたしました。「日本には製造業の工場の生産性を劇的に高めたコンサルタントの方々のノウハウがあります。このノウハウを調剤薬局ビジネスに持ち込めば、絶対に生産性が上がります。生産性が上がれば、絶対にお客さんの待ち時間は短くなるはずですよ。だから、だまされたと思って、3店舗だけやりましょう」と提案しました。

その後、3店舗をモデル店舗に設定して、工場生産性コンサルタントに入ってくださいました。これは日本が誇る製造業のノウハウの塊です。その結果、およそ待ち時間15分になりました。もちろん顧客満足度が上がります。他店は50分です。こっちは15分ですとなれば当たり前ですよ。店舗在庫は2週間あったものが、なんと3日になりました。2週間が3日になると、当然キャッシュフローが生まれます。キャッシュフローが生まれると何ができるかというと、例えばM&Aです。この業界も今は、M&Aの時代です。この投資先も今までは、大きなM&Aであれば、エクイティファイナンスをしていました。エクイティファイナンスをすると株価が下がります。それでも成長があるから行っていたのですが、在庫が圧縮できれば、キャッシュフローが出るので、エクイティファイナンスを行わなくてもよくなるのです。

キャッシュフローが出れば、それを使ってM&Aができるということで、業界の中での強みは格段

に上がったと思います。さらに、現場の改善のために、現場の薬剤師の方々がアイデアを出し合い、現場でアイデアが生かされるようになってから、この会社は非常に離職率が低くなりました。離職率が低くなると採用のコストもかからなくなります。更には教育のコストも下がります。この「待ち時間を減らすために製造業のノウハウを活用する」ということをやっただけで、この会社はとてもいい会社になりました。「b」も「p」も実は全然変わってないのです。でも、そこに製造業の改善ノウハウを、ここでいう「m」を入れたら劇的に価値が上がりました。

事例（2）—— ピジョン

ピジョンは、私が2005年に投資に携わった時は時価総額250億円でした。今では3000億円を超えています。なぜ250億円だったかということ、育児用品では圧倒的なシェアがありますが、日本は以前ほど赤ちゃんが生まれにくい国になってしまったためです。ピジョン自体はよい会社なのですが成長が難しいと考えられていたため、時価総額が250億円しかついていなかったのです。

ところがアジアへ出張したときに、ピジョンの哺乳瓶をみると、とても高い値段で売れているのを見かけたのです。現地メーカーの3倍ぐらいの値段です。考えてみれば、大事な赤ちゃんが口に含むものですから、3倍の値段といえども安全性を重視して買うわけです。そこでピジョンの哺乳瓶のすごさを認識して、もしかしたら、海外成長の伸びしろを持っているのではないかと思えたので、2007年に「10カ月海外成長戦略プロジェクト」を会社と一緒に立ち上げ、その成果を2008年、リーマンショックが始まる3月に発表しました。発表した内容は、1株当たり利益を3年で倍にする。海外成長する。営業利益率も倍にする。株主配当は3倍する。それだけ成長し、それによって会社は生まれ変わるという計画です。

リーマンショックの年にはマーケット全体で株価が4割下がりましたが、ピジョンの株価は倍になりました。でも、倍になったのは単なる序章で、今や3000億円というレベルになって、東証1部でも素晴らしい会社になったのではないかと思いますし、そのとき一緒にプロジェクトをやっていたうちのメンバーが、今、社外取締役就任しています。

投資される経営と売買される経営の分岐点

持続的企業価値の増大、すなわち「v」イコール「b」掛ける「p」の「m」乗の話ですが、「b」や「p」のようにビジネスの内容やうちはこういう人たちの塊ですという、固有性が高い要素に対し、「m」というのは普遍的なものです。業種横断的な考え方が可能です。製造業で取り組んでいることが調剤薬局でも取組めたりします。あるいは各種の製造業、これまでグローバル化した企業の戦略に、ピジョンも学べるというようなことがあるわけです。ですから、業種横断的、国境横断的に普遍性を持つというのが「m」で、「m」が今は1.2乗という会社の「m」がちょっと良くなって1.5乗になるだけで、「v」がとても上がるわけです。そのぐらい経営を磨くということのインパクトは大きいですし、投資家としてはそういう、経営を磨く会社であれば、ぜひ長期投資していきたいと考えます。それが無いとどうやったら長期投資できるのかが、私には理解できないのです。

持続的、建設的対話とよく言われますが、持続的に価値が上がらないと長期投資されません。その点で業種横断的、国境横断的に経営クオリティーを見ているという投資家との対話というのは、実は大変有効で、長期投資というのは経営者だけが頑張るのではなく（もちろん、それであればわれわれもその経営者の考えに乗っかるだけでもよいのですが）われわれみさき投資は働く株主でありたいと思っているので、経営に少しでも貢献して長期投資につなげていきたいというふうに考えています。

4. 「投資される経営」のための基本ガイド（抜粋）

ROEについて

この後は、では実際にどういう経営をすればよいのかということ、もう少し話したいと思います。まず、ROEの話があります。株主というとすぐROEと言うと思われたかもしれません。ROEを上げればいいんだよねというふうに思われるかもしれません。もちろん、ROEは上げていただきたいのですが、ROEをどうやって上げるかが大事ですという話です。

『伊藤レポート』などでも取り上げていただいたので、ROEという言葉はだいぶ普及してきました。確かに日本の会社のROEは低いです。アメリカとかヨーロッパと比べると、半分ぐらいです。でも、資産の回転率とか財務のレバレッジがすごく低いのかというと、そうでもないのです。逆に資産の回転率は少し高かったりするので、あまり変わらないわけです。何が違うかと言うと、利益率です。事業マージンです。マージンかける回転率かけるレバレッジがROEですから、マージンが半分であればROEが半分になりますということなのです。ROEは確かに上げていただきたいのですが、別に配当とか自社株買いとか、それによって無理やり小手先でROE上げて、それはあまり長期的な価値にはつながらないと私は思います。

成長について —— 「成長」と「膨張」はまったく違う

あとガバナンスを良くすれば価値が上がるのかも言われますが、これはちょっと難しい判断になります。日本企業の低マージンという問題は、ガバナンスを良くして社外取締役を入れたからといって解決できる問題ではないと思います。なので、事業のど真ん中に切り込んでいけないといけないということなのです。そこに関して言うと、ちょっと不安材料がいくつかあります。

成長していただかないと持続的に価値は上がらないので、成長はもちろん長期投資家も好きです。ただ、膨張は嫌です。成長と膨張は全然違います。これ(資料20ページ)は神戸大学の三品先生の本から取ったグラフですが、すごく長期で1960年からずっと見ていくと、日本企業の売り上げは意外と成長しています。でも、嫌なのは利益率の低下現象です。利益率を下げながら一生懸命成長しているというのが、三品先生の分析です。この現象は、利益率を落としながら、削りながら売り上げを大きくしているということですから、われわれ長期投資家からすると膨張なのです。いい成長は評価します。膨張は嫌です。これに関して言うと、先ほど申し上げたとおり、成長するためには普通、投資をしなければいけません。ですから、本当に結果につながるいい投資をしてきたのかどうかというのが、われわれにとってとても大事なことです。

「成長」と「膨張」—— その投資判断、本当ですか？

では投資はどうでしょう？これ（資料21ページ）も日本企業の全体像になります。固定資産は着実に積み上がっています。これに対して粗付加価値、すなわち企業が創出している付加価値は途中からほとんど上がっていません。これを割り算した固定資産に占める付加価値、つまりリターンは昭和55年がピークで、この後ずっと下がっていきます。つまり、固定資産をいくら増やしても付加価値は増えていなくて、ずっとROIは下がっているということになります。

それにもかかわらず、まだ一生懸命固定資産を積み上げているということは、どんどん設備投資しているということだと思えるのですが、それは果たして成長なのでしょう。私には膨張のために投資をしているように見えます。もちろん売り上げは大事ですし、成長も大事なのですが、いまだに日本の企業経営というのは、売り上げ至上主義、成長至上主義になっているのではないかと非常に気になります。

株主還元について —— 長期投資家が嫌いなことは何か？

あとは株主還元。これも投資家と経営者の方々が議論になるところです。これ（資料24ページ）はこの後の第3部でお話しされる杉浦さんのデータをいただいて加工したものです。左側が配当で、右側が総還元です。上が日本企業で、下が米国企業です。ぱっと見てお分かりのとおり、配当性向を見ると、日本の会社はそろって30パーセントです。下はアメリカですが、配当がゼロという会社の数が、実は一番多いのです。100%の会社も結構あります。もちろん30%前後に少し固まりはありますが、かなりバラツキがあります。

アメリカ式株式市場という、配当をやたらさせられるイメージがあるかもしれませんが、実は配当しない会社が一番多い。これは、「企業が成長するのであれば、あるいはROIが高いプロジェクトが社内にあるのであれば、配当なんかしなくて結構です。配当してもらったら税金も払わなきゃいけないし、次にも投資しなきゃいけないし、だったらどんどん儲けてくれる会社であれば、ずっとそこの中で再投資をして、高いROIで回してくれたほうがよっぽどいい」というわけです。

これは長期投資家の話で、トレード（短期売買）する投資家は異なる意見があるかもしれませんが、とにかく横並びはおかしいと思います。なぜなら、成長する会社もあれば、成長しない会社もありますし、もう成長が終わった業種もあれば、これから成長していく業種もあるわけですから、みんなが配当性向30パーセントである必要はありません。

右側のグラフは総還元性向で自社株買いが入っています。アメリカを見ていただくと100パーセント以上の会社があります。配当と自社株買いの両方を行っている会社がやたら多いのです。あるいは、配当はしないけれど、自社株買いはしますという会社がたくさんあるのです。会社の価値と関係なく株価は動きます。それは成長企業であっても変わりません。成長企業のため配当しませんと会社という、会社の価値に比較して不当に株価が安くなる場合があります。そういうときに自社株買いするので、それがこの総還元性向の中に出てくるのだと思います。

いずれにしても、米国企業の総還元性向の棒グラフはものすごくフラットです。自社株買いは株価が安くなればするし、高いときはしないし、配当もみなバラバラです。一方、日本を見てください。大体似たようなところに固まっています。みな同じように配当をして、みな同じように自社株買いをする。それが投資される経営になりうるのでしょうか。

長期投資家が嫌いなこと、好きなこと

資料（25ページ）に長期投資家が嫌いなこと、好きなことが書いてあります。小手先の数字合わせとか、横並び志向とか、思考停止をするとか、アメリカ型の経営はいかがなものかとか、そういう先入観のようなことは大嫌いです。経営は一つ一つの会社の固有解です。「うち是这样なのだ」と考えるのが大事なはずで、物まねで競争に勝っていきけるほど世の中は甘くありません。

世の中がどう動こうと、何が流行ろうと、うち是这样なのだ。うち是这样の配当の考え方なのだ。うち自社株買いはこういうところでやるのだ。うちのバランスシートはこういうふうにするのだ、という独自性・独創性にあふれる経営が、われわれ長期投資家が好きな経営です。

結局、うまずたゆまず緩まず「m」を改善する。うちにとってどういう「m」がいいのかと考え抜く、改革意欲にあふれる経営者がいるのかいないかというのが、実は長期投資の分岐点です。長期投資を考えてみると、ぶれるのが一番困るわけですね。売ったり買ったり繰り返していたら、長期投資になりません。つまり、行動がぶれないというのがとても大事になりますが、そのためには最後の最後はその経営者に最後までかけられるかです。この経営者だったら、絶対何とかしてくれる。この経営者だったら横並びで考えない、思考停止しない。そういった経営者にわれわれはベットします。

先ほど見せたような定量的な分析は、われわれも山ほどやります。あるいは社史を読み込みます。これまでの役員の上昇昇格、あるいは降格も見ます。業績評価制度も見ます。有価証券報告書も全部読みます。過去何年分も読みます。全部やります。全部やりますが、最後でぶれるかぶれないかというのは、やはりこの人にかえられるかどうかかなのです。

業績は上がったたり下がったりします。株価も上がったたり下がったりします。だから、そのようなものにはベットはできません。結局のところ、この人にかけるというのが、長期投資家の最後のとりでです。これが投資される経営、売買される経営の最大の分岐点です。この人が好き、この人の自己規律が好き、緩まない。だから、この人の経営にかけたいという感情が、実は長期投資の最大の分岐点です。投資家が感情なんか言うのは変だなと思われるかもしれませんが、実はこの辺りがとても大事だと思っています。

最後に残された経営フロンティア

経営進化というのは、本当は会社の中で喧々譁々議論をして改善が進んでいくのが普通だと思います。しかし、本当の大きな経営進化は、市場の中、市場との接点で行われるのだと思います。お客さんがいて競争相手がいる「製品サービス市場」、この中でどういう戦略を打ち、どういうお客さんに支持してもらって、どうやって競争に打ち勝っていくのだという市場はもちろん大事ですし、企業は

人なりですから、「労働市場」、これもとても大事です。

日本の会社というのは、世界一厳しいお客さんがいますとよくいいます。非常にコストパフォーマンスに厳しいです。そこで鍛えられました。だから、日本企業は世界でも勝てるようになりました。また、戦後70年たちましたけど、当初は労働争議というものがすごくあったようですね。でも、そういったものを乗り越えて、労働市場とどう関係を作っていくかということを考えて、世界に冠たる忠誠心の熱い従業員、組織を作ってきたというのが、これまでの日本企業の大きな経営進化だったのではないかと思います。

翻って、今まで日本の会社が「資本市場」と喧々諤々やって、経営を進化させてきたことがあったのでしょうか。昔の銀行はちょっとそれに近い立場でした。お金も出して人も出して、場合によっては株も所有していました。ただ、私は今度は株主というものも少し何かできるのではないかと考えています。日本の会社が、投資家の率直な意見に耳を傾けて、新しい経営フロンティアを切り開いていく。ここは今まで誰もやったことがないわけです。だから、われわれは日本の企業経営進化に残された最後の切り口なのではないかなと考えています。

企業経営者に考えてもらいたいこと

資料の最後（27ページ）になりますが、日立製作所の川村会長が『日経』の夕刊で、すごく面白いことをおっしゃっていたので、それを抜粋しました。

誰にとっても自分を100パーセント客観的に見るのは難しい…。ひいき目に見てしまうのです。皆さんゴルフをやりますよね。ゴルフをプレーしているときは、自分はよいフォームで打っていると思っていますよね。でも、ビデオに撮ってもらうとひどいですよね。そのとき、ビデオを責めることはできません。だから、こんな年寄り顔じゃないとか、こんなへっぴり腰じゃないというようなことを言っても、必ずカメラのほうが正しい。会社も同じです。中にいる人は、なかなか自分の会社を客観視できないのです。うちの会社の評価は低すぎる、なんで株価がこんなに低いのだと言います。実態を知らない連中がこんなことを評価するなと思ひ、腹も立つでしょう。しかし、これもカメラと同じです。大抵は機関投資家が正しくて、自分たちが甘いのです

こういう趣旨のことをおっしゃっています。確かに川村さんは機関投資家から厳しいことをかなり言われたようです。ただ、それをバネにしておそらく「m」を徹底的に磨かれて、それが日立製作所が復活した原動力になったのではないかなと考えています。

ぜひ今日ここにいらっしゃる企業経営に携わっておられる方々も、こういった目線でもう一回自分たちの経営に磨くところはないかと考えてみてください。投資家というのは、いろいろな国の、あるいはいろいろな業種の様々な企業の経営を見ているから、そこから学んで吸収することはないのかと考えてみてください。考えてみた後で投資家と建設的な対話をしてはいかがでしょうかというのが、本日の話でした。ご清聴ありがとうございました。

2. 講義【第2部】企業価値向上経営の意義や実践に向けた基礎知識の提供 「ROE 経営 - 真実と誤解 - 」

【講師紹介】

津森 信也 (つもり・しんや)氏

経営財務研究所 代表/

丸紅株式会社 理事(元取締役財務部長)/日本福祉大学大学院 (元教授)



1963年 神戸大学経済学部卒、同年丸紅飯田株式会社(現、丸紅株式会社)入社

1987年 丸紅インターナショナル・ファイナンス株式会社ロンドン社長

1992年 丸紅株式会社 為替証券部長

1996年 同社 取締役財務部長

1999年 丸紅建材リース株式会社 常勤監査役

2000年 日本福祉大学大学院情報・経営開発研究科教授、経済学部教授

2003年 同学、大学院情報・経営開発研究科教授、福祉経営学部教授

著作:「簿記からはじめる企業財務入門」「入門企業財務第4版-戦略と実務-」など

※上記ご略歴はセミナー当日(2016年9月12日)時点の内容を記載しております。

津森です。よろしくお願いします。

初めに、私の簡単な経歴ですが、1963年に丸紅に入社しまして、36年間一貫して財務業務を担当してきました。その間、ロンドンとニューヨークで国際金融業務を担当するほか、1987年からは、ロンドンの金融子会社の社長として会社経営を経験し、帰国後は丸紅本社の取締役財務部長として、ファイナンス業務に関するありとあらゆることをやってきました。

1999年に丸紅を退職した後は、日本福祉大学で8年ほど教鞭を執り、現在は、いろいろな企業で企業財務に関するセミナーを行うほか、日本能率協会が運営する上場企業の役員・幹部社員を対象にした丸2日間の企業財務研修の講師を17年間継続して務めています。そのセミナーの内容は、今日の講義で取り上げる話題や簿記・会計を含む財務全般です。

さて、これらの研修において、定点観測のように、17年間、受講者に同じ質問をしてきました。それは本日の研修資料の最初にある「株式会社は株主のものである」について、どのように思いますかという質問です。16~17年前には、この様なことを問いかけても、「何をバカなことを言っているのですか。」という反応が大半を占めると大方予想できていましたので、初めに株主価値経営に関する講演の要約を読んでもらいました。それは「我々を雇ってくれているのは株主であり、株主の価値を長期的に創造していくことが、実は従業員の幸福につながり、社会のためになり、そして、全ステークホルダーのためになる」(コカコーラ社の元会長の演説の要約)という趣旨のものです。そして、この要約を読んでもらった後に、「株式会社は株主のものである」についてどう思うかと質問し議論してもらっていました。その結果ですが、当初はほぼ99%、そして今から5~6年前程前までは、約80%以上の方が、「会社は従業員のものだ、顧客のものだ、社会のものだ、株主のものなんてとんでもない」という認識でした。しかし、東証さんの努力もあり、ここ数年でこの認識が少し変わり始め

たと感じたため、単純に「株式会社は株主のものである」とスライドに書いて、意見を求めてきました。すると、8割ぐらいの方から、ようやく、「理屈では株式会社は株主のものだと思うが、違和感がある」との回答がでるようになりました。また、「全くその通りだ」という意見も出るようになってきました。

つまり、受講者の方々は、新聞や書籍などの解説から会社は株主のものであると理解はしているものの、実感としてまだピンと来てないというのが、私の定点観測の分析結果です。

また、これに関連して受講者の方から、実に良い質問をうけたことがありますので、併せて紹介したいと思います。その質問は「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？」というものです。気持ちは分かります。「株主には配当したのであるから、残りは我々（従業員）のものですよね」と言いたいわけです。

この質問に対し、私の答えは「そのとおり、会社のものです。ただし、会社は株主のものですから、残った利益も株主のものです」とお答えすると、「??、あーっ、そうか」と納得されるのが、昨今の株主と会社の関係に対する認識の状況だと思えます。

では、ここから本日の本題に入っていきます。

まずは問題提起です。「企業の究極の目標」とは何でしょうか。自社の存続、そして持続的な発展である、ということについては特に異議はないと思えます。そのための要件を考えると、もちろんいろいろありますが、財務的観点から考えれば、流動性の確保、つまり必要なキャッシュがあることです。キャッシュが無くなることは倒産を意味します。

このためには、財務の健全性が絶対条件です。さらに、財務状態が健全であっても、赤字を垂れ流しているようでは、財務の健全性も失われていきます。したがって、利益の計上、つまり収益性も必要条件です。この二つを確立した上で、企業価値の向上を目指していくということだと思えます。

財務内容が健全であれば、流動性を維持することができます。これは必要な時に借金（有利子負債調達）ができるということであり、そのための重要な要件は、しっかりとした自己資本を有していることです。自己資本が十分にあったとしても、保有資産が不良資産ばかりでは困りますから、資産内容も健全である必要があります。これが財務の健全性です。

次に必要十分な自己資本を維持するための条件ですが、自己資本の提供者である株主に、継続して株主であり続けてもらうことです。つまり、株主には当社株式を保有するに足るリターンを与えること、具体的には収益性が重要ということでもあります。つまり、財務の健全性と収益性が必須であり、それが企業価値向上につながります。そこで命題が三つ考えられます。

第一命題、信用力を維持するに足る自己資本はどのくらいなのか。つまり、財務の健全性をどのように示すのか。

第二命題、株主への必要なリターン額とはどのくらいなのか。つまり、収益性はどのように示すのか。

第三命題、企業価値向上と言うものの、そもそも企業価値とは何か。そしてそれを向上させるにはどうしたらよいか。

以上の三つです。それぞれについてこれから見ていきますが、その前に申し上げておきたいことがございます。企業理念です。

企業というのは、わが社がいかにして社会に尽くすのかという基本的な理念を持っていないといけません。これは倫理規範であるといっても良いと思いますが、当然、ROE等の経営指標より、はるかに優先されるべき価値です。これを全役職員が共有できていれば問題ありませんが、往々にして見られるようにトップが無視するという事態があると、水の泡となります。「君ねえ、きれい事ばかりを言うのではないよ。儲かってから言いたまえ。」というようなことをトップが言い出してしまうと、おしまいです。

事実、会社での不祥事が多いことはご承知のとおりです。トップから末端の社員まで共通の認識を持ち、共通の目標に向かって進んでいるのだという気持ちが絶対に必要です。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。理念から外れた利益は評価しないということです。つまり、「ともあれ、君は儲けたのだから、今回は良い評価をしておくよ、ボーナスも出すよ。」なんて言っているのは、会社がそのうちおかしくなるということは、間違いないでしょう。利益というのは「品性のある利益」でなければなりません。企業理念に合致し、社会に尽くすという理念に合致した利益、これには品性があります。つまり、利益とは社会貢献の結果として社会からお釣りと頂くものだ、という認識が必要だと思います。もちろん、社会貢献というのは、どこかのバレエ団とか楽団を呼んできて公演するというものではありません。あくまでも、自社の製品やサービスをしっかりと社会に受け止めてもらうことです。利益が出ているということは社会がそれを評価しているということです。利益が出ていないのであれば、社会から評価されていないのだということを理解しておく必要があるでしょう。つまり、品性のある利益を目指して、それを計上することが重要であると思っています。

企業理念の事例を紹介しますと、武田薬品では『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』とあり、自社がいかにして社会貢献するのかということが非常に分かりやすく表現されています。また、森永乳業の『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』も、非常に分かりやすい理念となっています。ともに何をやって社会に貢献するのか、そしてそれ以外はやらないという理念が非常にはっきり出ていると思います。

企業理念は必要条件だと言いましたが、継続性が重要です。毎年作り替えていたのでは意味がありません。50年、100年継続して掲げられる必要があります。そして1、2行の誰もが覚えやすい簡潔なものであること、そして具体的に会社が目指す方向を表現しているということが必要だと思います。

いかながなものかと思う事例としては、例えば、『最高の技術で最高の製品を作り、社会に貢献します』という様な理念が結構見受けられます。何を作るのかということが全然書いてありません。その他には、『価値を創造して社会に貢献します』というものもあります。簡単に言うと金儲けが当社の企業理念だということですね。これでは、理念と言えません。理念の基本というのは、わが社は何をして社会に貢献するのかということであると思います。

企業の究極の目標は、企業の存続と持続的な企業価値の向上にありその絶対条件というのは、企業理念の確立です。企業理念を明確にしたうえで、次の段階として、戦略、例えば経営戦略、財務戦略の確立といったものが必要になります。戦略の確立は非常に重要なことですが、あくまでも企業理念

の後に来る事項です。なお、以上の点を実現するためには、会社内において内部統制をしっかりと確立しておくことも必要なことです。予期していないところから水が漏れてしまうことのないようにしておく必要があるということです。

この企業理念の達成をサポートするための両輪として、「株主価値向上経営の実践」とそれをサポートするための「コーポレートガバナンス」が必要になってきます。

さて、本題に戻って ROE 経営とその背景について検討します。ROE 経営とは、ROE の目標値を定めて、その達成を目指す経営です。

ところが、例えば、社長が「当社は ROE 経営を行っており、ROE 目標値は何パーセントである。これが株主価値向上経営である。」という発言をするのみで、それでおしまいという様なケースが往々にして、あるのではないかと考えています。

ここで問題なのは、どのようにして ROE の目標値を達成するのかという具体策が示されていないということです。ROE の目標値はスローガンではありません。ROE は言うまでもなく、純利益÷自己資本で求められる分数であり、分子と分母があります。分子は利益額ですから簡単に求められます。しかし、分母についてはいろいろ考える必要があります。自己資本額は現在の水準でいいのか、または、大きければ大きいほどいいのか、もしくは ROE を高めるために少ないほうがいいのか、という基本的な問題が出てきます。つまり自社の自己資本として適正な金額と、少なくともこれだけは持っておくべきという水準があるのではないかとという問題です。

ROE を考える以上は分母となる自己資本に関する政策をはっきりさせた上で、それを踏まえ何パーセントが相応しいのかと考える必要があるだろうということです。私は ROE 経営では、三つの意思決定をする必要があると思います。

一つ目が ROE 目標値の決定です。目標値の設定にあたっては、自社の株主がどれぐらいの水準を期待しているのか、少なくとも、これぐらいは達成して欲しいという水準があるはずですから、それよりも上を目指すべきです。それよりも下では意味がありません。

なお、この水準は株主が期待する収益率であり、一般的に自己資本コストと呼ばれています。ROE 目標値はこの株主の期待収益率（自己資本コスト）と同等以上でなければなりません。

二つ目が ROE の分母となる自己資本額の決定です。これは言い換えればバランスシートをどうするのかという話でもあります。現在の自己資本は十分にあるのかないのか。わが社の業容からして、また、保有資産の内容からして最低これぐらいの自己資本が必要ではないかという水準があつてしかるべきではないかということです。この最低限必要な自己資本のことを、色々な言い方があるのですが、経済的に必要であると考えられるキャピタルという意味から「エコノミックキャピタル」、あるいは資産のリスクに対応するキャピタルという意味で「リスクキャピタル」などと称します。本日の講義では「エコノミックキャピタル」という言葉で説明していきます。

三つ目が ROE の分子となる、目標利益額を決める必要があります。自己資本額に ROE 目標値を掛ければ簡単に計算できます。ここで考えるべきは、目標利益額をいかに達成するのかという具体策の問題です。

さて、私がセミナーの講師を務め始めてからの 17 年間、色々なケースを見てきてつくづく思うの

は、この目標利益額の具体的達成策が、あまり考えられてないということです。つまり、社長が「がんばれ」と役員に声をかけたり、年初や期初に全社員を講堂に集めて、「がんばろう」とげきを飛ばしたりすると達成できるものかという、そういうものではありません。

悪い例を紹介しますと、ROE 目標の利用目的を履き違えてしまい、対外広報に使う目的だけで経営企画部等が作成し、日経新聞が取り上げてくれたらそれでいいといったケースもなきにしもあらずです。つまり、ROE 経営を実践しているというのは、単なる対外広報用のスローガンにすぎず、ROE 目標達成にむけた具体的達成案がないというケースが、結構見受けられます。

重要なことは、目標利益額を計上するために、各部門に公平・公正にこれだけの利益を計上してくださいと割り振る点にあるのですが、それをどのように割り振るのかということが大きな問題になります。この点は後述します。

さて、昨今、株主価値向上経営が、厳しく言われるようになってきた背景には、3つの要因があります。

一つは機関投資家が主要株主になってきていることがあげられます。東証が公表しています主要投資部門別株式保有比率の推移によると、2016年3月末で日本の信託、生保、損保、そして外国法人等の機関投資家を合わせると約54%の持ち株比率になってきています。つまり、日本に上場する全ての企業を一つの日本株式会社と考えるならば、半分以上の株式を機関投資家が保有しているということになります。なお、1970年ごろは20%程度でした。かつての株主総会では、持ち合い株主同士が白紙委任状を出し合って、「分かりました。どんなに業績が悪かろうとも総会議案に賛成します」ということでやってきましたし、やってこれていました。しかし、そのような時代は終わったということです。また、資金ひっ迫の時代には、銀行がガバナンスの役割を果たしていましたが、これはほとんど見られなくなってきています。

二つ目の背景は、国際会計基準（IFRS）の導入です。世界中の企業を同じ会計基準で比較できるようになったメリットは大きく、今後適用する企業の数も増加していくのではなかとと思います。企業経営において注意すべきIFRS導入最大ポイントは貸借対照表を重視した会計基準であるということです。利益は従来の基準のように収益－費用（＝利益）で表すのではなく、株主価値がいくら増えたかで表します。つまり純資産の増加額が利益だということです（増減資等による純資産の直接の増減を除きます）。

純資産は、貸借対照表（バランスシート）の資産額から負債額を差引いて計算します。バランスシートの純資産の増加額が重要なのです。そのためバランスシートを（特に資産を）しっかり管理しないといけないわけです。つまり、損益計算書重視の時代から貸借対照表重視の時代になってきたということです。換言しますと、企業価値重視ということです。

三つ目の背景は、コーポレートガバナンス・コードとスチュワードシップ・コードが適用開始となったことです。これは新たに説明するまでもありませんが、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という扱いになります。ルールに近いというよりもルールそのものです。機関投資家に対しては、スチュワードシップ・コードによって、今までのような、「あの会社はうちに保険を掛けてくれているから、議案に賛成しておこう」などというのは、昔の話になったわけです。

ともに、Comply or Explain（原則を実施するか、実施しない場合には、その理由を説明するか）

というルールが設けられて、会社側もそれに対応せざるを得なくなったということがその背景にあるのだらうと思います。

さて、ここで少し横道にそれますが、「資本」という言葉が混同されて使われている事例が多いようなので、念のために、ご注意申し上げておきたいと思います。

「資本」には大きくわけて二つあります。「他人資本」と「自己資本」です。

他人資本とは、銀行などの金融機関から調達した資金（短期借入金、長期借入金）や市場から調達した社債などの有利子負債、つまり利息を払う必要がある負債を指します。そしてもうひとつの資本が自己資本です。それらに対するコストとして、他人資本に係るコスト、つまり有利子負債のコストが「Cost of Debt (有利子負債コスト)」、自己資本に係るコストが「Cost of Equity (自己資本コスト)」という言葉で表現されます。

しかし、これらを区別することなく資本コストと表現してしまうと、どの資本に対するコストなのが不明瞭になってしまいます。内容を見ると自己資本コスト指していることが多いようです。また、さらに、混乱を招く要因として、この自己資本コストを株主資本コストという言葉で表現している方もおられます。

正確にご説明しますと「自己資本」と「株主資本」は異なる定義になります。会社法では、株主資本は自己資本の一部になっています。会社法が施行される前までは、この自己資本にあたる言葉を「株主資本」と呼んでいました。ところが、会社法が株主資本をそれよりも狭い意味に定義しましたので、それまでの株主資本にあたる言葉として「自己資本」が実務上の用語として登場したのです。一般的には貸借対照表の純資産の部に記載されている「株主資本」と「その他の包括利益累計額」の合計額が「自己資本」と呼ばれています。

さて、ここからは本題に戻りまして、株主はそんなに重要なのかということについてお話しします。スライドの 15 ページから『自己資本の役割と株主の位置付け』として記載しています。この点についても、これまでに、いろいろなセミナーの中で受講生の皆様に同じ質問を繰り返しています。「企業は誰のために経営されるべきか」ということです。法的には、確かに株主のものです。企業に関わるステークホルダーを挙げてみますと、従業員、銀行等の金融機関、顧客、社会、株主、取引先などがあると思いますが、これを、あなたが重要だと思う順番に並べてくださいという話をしますと、ほとんどの方は従業員が一番、次いで、顧客、取引先、金融機関、社会となり、最後が株主という順に並べます。中には従業員と顧客が逆になる方もいますが、株主は最後です。

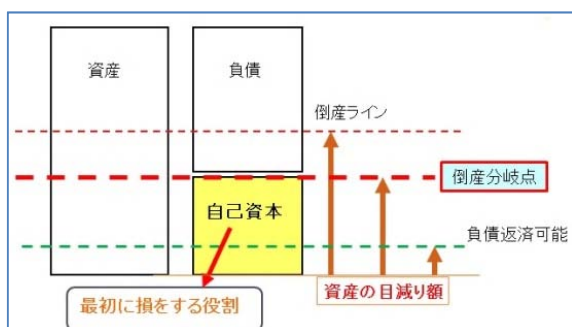
それは当然のことで、所有者というのは最後になります。皆さんが住宅ローンを借りてマンションを買ったとします。これを売却すると、誰が最初に取りるかという、銀行が住宅ローンの残額を取っていきます。固定資産税を払っていなかったら、国が先に取りっていきます。マンションの管理費を払ってなかったら理事会が取っていきます。残ったものが自分のものです。所有権というのはそういうことなのです。

この講義のタイトルに「真実と誤解」と書きましたが、株主価値経営、つまり、株主の価値を向上する経営というのは、株主を最優先する経営と誤解されがちですが、実はそうではないということを言いたいわけですが株主は最後のステークホルダーだからです。最優先ではなく最劣後なのです。

多くの著名な先生方が、新聞雑誌などにおいて、「株主を最優先する経営は、どうもけしからん」との趣旨を書いておられます。そうではないのです。あくまでも株主は最劣後なのです。つまり、企業経営の課題は、最劣後のステークホルダーである株主までも満足させる経営を行うことにあります。

ちなみに、経営者をこの順番に当てはめるとしたら、どこになるのでしょうか。経営者は株主から株主価値を上げてくれと頼まれて雇われたわけでありますから、当然、株主よりも後に来ると思っておりますが、これは立場によって意見が違うのかもしれませんが。

では次に、最後のステークホルダーである株主の役割についてバランスシートを使ってご説明します。借方に資産があって、貸方にその資金源である負債と純資産があります。なお純資産のほとんどは自己資本です。



左の図を見てください。仮に今年、赤字が出たとします。その結果資産価値がこの緑の「負債返済可能」と書いた点線まで目減りしたとします。するとその損失を誰が負担するかというと、当然、自己資本の出し手、つまり株主が負担します。もし、目減りの具合がこの上の赤い太線（自己資本で穴埋めできる最大の範囲。「倒産分岐点」と書いた線）まで来ても、自己資本

の出し手である株主が全部負担して、債権者には資産の金額と負債の金額が同じでありますから、全額返すことができます。

それよりもさらに目減りした場合（「倒産ライン」と書いた点線。自己資本でその損失を負担しきれない場合）には、債務超過になりますから、常識的には倒産となります。このときには債権者も損失を負担するということになります。

このように、株主が最初に損失を負担します。言い方を変えますと、最初に損失を負担する人、つまり、株主がいるから負債の調達が可能なのです。会社というのは常に黒字とは限りませんから、赤字も出るでしょう。また突発事態もおきるでしょう。そのようなときに、それに対処するだけの自己資本を持っているという判断を債権者がするから、負債の調達、つまり銀行借入が可能となったり、買掛金で物を買ったりすることができるのです。それでは、利益の配分の順番はといいますと、先ほど申し上げたとおり株主は最後になるのです。利益をポケットに入れるのは最後、損失を負担するのは最初、そういう役割をする人がいるから、株式会社の経営が成り立つわけです。これが自己資本の最も大きな役割ということになります。

つまり、株主価値向上経営は株主は最劣後のステークホルダーであるということを認識した上で、自己資本なしでは、会社は存続できないわけですから、株主は必須のステークホルダーであるということも併せて認識することが原点です。

しかし、ここで気を付けなければならないのは、これほど株主が重要な役割を果たしているにも関わらず、自己資本のコストは会計上ゼロと認識されているということです。実際に損益計算書に自己資本のコストを計上する項目はありません。しかし、経営上は株主資本に対する何らかのコスト、つまり株主がこの程度のリターンが必要と考えている数字を認識すべきではないでしょうか。この株主が必要と考えているリターンのことを株主の期待収益率と呼び、会社の立場からみれば、この株主の

期待収益率は、株主に支払うべきコストになりますので、自己資本コストと呼んでいることは既に述べた通りです。これらを踏まえると、会社経営においては、自己資本コストを認識して、それを超える純利益の計上を目指すことが必要です。もし、株主の期待収益が 50 億円で、51 億円の純利益であれば、50 億円までは株主に対するコストの支払いで、超過した 1 億円が真の利益と考えられるでしょう。自己資本コストを認識して、それを超える純利益の計上を目指すことが、株主価値向上経営の一番重要な点です。

さて、これからは、先ほど冒頭に申し上げた企業財務の三つの基本命題について見ていきたいと思えます。

まず、第一命題の『財務の健全性と必要な自己資本額』です。

講義資料 21p (下図) に A 社と B 社のバランスシートを載せました。

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

借方を見ると、A 社・B 社ともに預金が 10 億円、売掛金が 90 億円です。貸方を見ると、A 社は借入金と自己資本がともに 50 億円。B 社は借入金 90 億円、自己資本 10 億円です。両者の違いは見てのとおり貸方の借入金と自己資本の割合です。ではどちらの企業が健全でしょうか。常識的には答は A 社でしょう。

なぜなら、A 社の方が自己資本比率（総資産に占める自己資本の割合）は 50%とその比率が高く、一般的に財務の健全性が高いと判断されるからです。さて、ここで追加の情報として、A 社の、つまり自己資本比率が 5 割ある方の売掛金の内容が、発展途上国に所在している企業 X 社に対する 3 年後の一括払いの売掛金であるとします。一方、自己資本比率が 10%しかない B 社の売掛金の内容は国内の優良企業であるトヨタ自動車と東京ガスと NTT への 3 カ月の売掛金とした場合に A 社・B 社のどちらが健全でしょうか、と聞かれたら、答えは違ってきます。

つまり、A 社は自己資本が 50 億円だけでは、もたないかもしれません。3 年後に売掛金を回収に行ったら X 社は存在していないかもしれないからです。それに対して、B 社はほぼ確実に、90 日後にお金を払ってもらえるし、その取引を継続している限りにおいては、継続的に利益を出すことができると想定できます。自己資本比率が 10%あれば十分だということが言えるわけです。

つまり、財務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、先ほど申し上げたエコノミックキャピタル、これを持っているかどうかです。エコノミックキャピタルを超える自己資本を保有しているということが財務の健全性を判断する場合の絶対条件になってきます。自己資本比率（パーセンテージ）だけではないところに注意が必要です。つまり、財務の健全性というのは、資産のリスクに見合う以上の自己資本額を持っているかどうか、という点にかかってきます。

ちなみに日本のメガ銀行ですと自己資本比率は 4~5%程度です。電力会社では大体 20%前後、ダブル A の格付けの JR 東日本で 30%程度、JR 東海で 44%、私鉄は大体 20~30%です。格付けが A の大手製造業の自己資本比率は、大体 50%程度です。このメガ銀行の自己資本比率の少なさを見て、

大丈夫なのかと感じられる方もいるかと思いますが、メガ銀行の資産の、まず 99%近くは流動資産であり、リスクが非常に低いために、その程度（4~5%）の自己資本比率で健全だということが言えるわけです。あくまでも、資産のリスクとの兼ね合いということになります。

では、資産のリスクはどのように計算するのか、ということは後ほど申し上げますが、財務の健全性のポイントは、資産の価値にマイナスの変動（リスクの顕在化）があった場合に、自己資本で対処しうるのか、または債務超過にはならないのかということです。なぜならば、まさかのときに損失を負担するのが自己資本だからです。債権者ではありません。その意味においては、自己資本が多いほど財務の健全性が高くなるというのは事実です。ただし、自己資本の効率性は低下し ROE が低下します。

さて、リスクのお話をしてきましたが、リスクを取った結果として起こり得る損失には色々あります。まさかのときの損失、あるいは毎年経常的に発生する損失、例えば一定の貸倒損失、毎年の在庫評価損などがそうで、このような損失は想定しうる損失として、経常益、売買益でカバーしなければならない損失と考えられます。

どのようなことかと言いますと、仮に年間倒産確率 1%の会社 100 社との取引があるとした場合、計算上では、毎年 1 社が倒産し、損失が発生するリスクがあることになります。このように計算上推定できる損失は、それをコストと考えて当該取引の利益でカバーできるように考えておく必要があります。ただこれが 1 社ではなく、一気に 3 社、4 社、あるいはそれ以上の社数が倒産した時はどうするのでしょうか。これがまさかの時の損失です。在庫の評価でも、ある年だけ想定を大きく上回る評価損が発生する事態となった、というのもまさかの時の損失です。

このようなまさかの時に想定される損失額の総額、換言すれば、先ほど説明したエコノミックキャピタル（最低必要な自己資本額）を計算しておく必要があります。そのまさかのときに、現実に発生するかもしれない損失を事前に計測しておく必要があるということです。どの程度の頻度で起きる損失額を想定すべきでしょうか。通常考えられるのは 100 年に 1 回おきるような損失です。100 社の取引先の内 4 社も 5 社も倒産することは確率的には少ないのですが、あるかもしれません。そのようなときのための対処です。そして、この間隔を 200 年に 1 回、1000 年に 1 回と長くするほど、想定される損失額が大きくなりますので、エコノミックキャピタル、つまり、最低限必要なキャピタルが増えてまいります。

事業会社の場合、すべての資産に対して少なくとも 100 年に 1 回程度の頻度でおきる可能性がある損失については、エコノミックキャピタルとして考えておく必要があると言われていています。資産リスクの計測手法ですが、基本的には数学的に計算せざるを得ません。標準偏差、モンテカルロシミュレーション、相関性、このような計算手法を使って計算します。

これは、銀行の自己資本規制（BIS 規制）と同じ考え方です。正しくはバーゼル合意と言いますが、この合意に基づいて、日本の大手銀行の自己資本は規制されています。金融当局も、これらの手法を使って銀行の自己資本の管理、つまり、どれだけのリスクがあるのか、今の自己資本は十分な水準なのか、不足ならもっと増資しなさいということをやっているわけです。

もし、ご興味があれば、RiskMetrics®、CreditMetrics®をキーワードとしてインターネットで検索すれば、これらの計算手法について詳しい説明が出てきます。なお、これは JP モルガンが開発し

た手法です。

このほかに、もっと簡単に計算できる方法として、自社の格付けを参考にすることもできます。格付けというのは倒産確率ですから、投資適格、つまりトリプル B 以上の格付けを取れているということは、一応必要な自己資本を備えていると判断されていることになります。

なお、格付け会社のムーディーズでは格付けを行うにあたり、非常に重要な指標として「資産レバレッジ・インデックス」をあげています。現預金はリスク率ゼロ%、売掛債権は 15%、その他の流動資産、棚卸資産を含めて、その他流動資産は 40%、有形固定資産が 60%、子会社投資・その他投資・無形固定資産については 100%のリスクを見えています。バランスシートの各資産にこのパーセンテージを掛けて、その計算の合計額が格付け先企業のエコノミックキャピタルであると考えます。このインデックスを使うと簡便に自社のリスク額、つまりエコノミックキャピタルが計算できます。現実の純資産がこれより大きければ、取りあえず第 1 次合格となるわけですが、このパーセンテージは会社の事業内容によって異なる应考虑すべきでしょう。ムーディーズのパーセンテージは、事業内容次第で柔軟に考えるべきだと思いますが、製造業のエコノミックキャピタルを概算する場合には結構有効だと思っています。

このようにレバレッジ係数を使って簡便に計算するか、数学的な手法を使って計算をするか、という 2 つの方法があるわけですが、いずれかの方法で、わが社の資産が有するリスク額を計算します。このリスク額がエコノミックキャピタル、つまり最低限必要な資本です。なお、それより多くの自己資本を保有していればいるほど健全性が向上します。つまりリスクバッファが増えてきます。しかし、自己資本は大きければ大きいほど自己資本（ROE 計算の分母）の効率は下がってくるという関係にあるわけです。

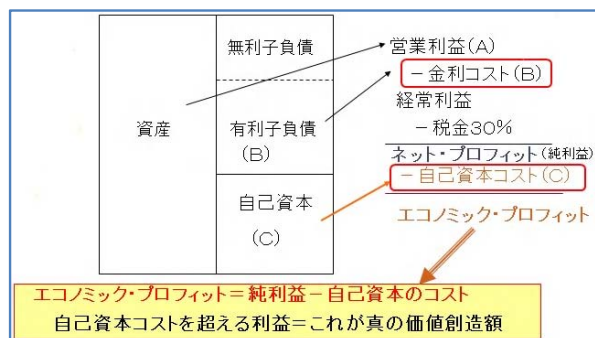
つまり、リスクバッファが多すぎると自己資本の効率が低下するので、配当、自社株買い等の株主還元を検討すべきでしょう。

さらには、最適資本構成という観点から有利子負債の節税効果（後述）という重要なポイントも考える必要があります。逆にリスクバッファがマイナスであるという場合には、不要不急の資産の売却といったバランスシートのリストラや株主に説明したうえでの配当の抑制など、もう少し自己資本を増やすための検討が必要になります。

次は第二命題の『資本のコスト』です。ここでは、自己資本のコストのみならず、お金のコスト、そして ROE の目標値という話をします。

冒頭の話に戻りますが、日本能率協会での役員・幹部社員向けの企業財務セミナーでは、事前課題として「御社では自己資本コストを設定していますか。」と聞いています。受講者からは「実は昨日、経営企画部に行って聞いてみると、わが社も設定しているとのことでした」という回答があるというのが実情です。つまり、自己資本コストを設定していると役員ですら知らないにもかかわらず、「わが社は自己資本コストを設定している、ROE 目標は何パーセントだ」と IR（投資家への企業説明会）の場などで言っているのが実態である可能性が強いということになります。

その資本のコストはどのようにして決まるのかについて検討します。



講義資料スライド 31 (左図) を見て下さい。

資産合計 (バランスシートの左側) は「無利子負債」、
 「有利子負債」「自己資本」として調達した金額の合
 計 (バランスシートの右側の合計) と同額になります。
 会社は資産を使って営業利益からを生み出し、
 そこから有利子負債のコストを差し引き経常利益が
 できます。

さらに約 3 割の税金を差し引いて純利益 (ネットプロフィット) が計算されます。会計上の損益計算書で認識されるのはこの純利益までですが、会社経営においては、更にバランスシートの右側にある自己資本にかかるコストを差し引いて計算された真の価値創造額 (エコノミックプロフィット) を考える必要があります。このエコノミックプロフィットの向上を目指すのが株主価値向上経営です。

エコノミックプロフィットは、純利益マイナス自己資本のコストで計算されます。これは 2000 年台初頭に流行した経営指標である EVA (Economic Value Added、経済付加価値) と基本的には同じような考え方です。

では次に、自己資本コストはいくらなのかという話ですが、これは言い換えれば、自己資本の出し手である株主が満足する最低限のリターンはいくらかということと同義です。例えば自己資本が 1,000 億円の会社があるとして、皆さんがその会社の株を買ったとします。その会社の決算発表では、「1 円の利益が出たので黒字です。」と発表されたら、株主である皆さんは、黒字で良かったと思うでしょうか。思わないでしょう。利益が 1 億円ならどうですか？少ないですね。10 億円ならどうでしょうか？まだ少ないですね。では、100 億円 (自己資本の 10%) の利益がでたとすると、「まあ、いいかと」思われる方も多いのではないのでしょうか。つまり、株主というのは、どれぐらい具体的な利益水準を意識しているかは別として、それぞれ期待値 (期待収益率) を持っているのです。この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でしょうか。

次にお金 (資本) のコストの考え方について説明します。明日のお金よりも今日のお金のほうがより価値があります。例を挙げますと「現在の手元の 100 万円は 1 年後に受領する 100 万円よりも価値がある」ということです。なぜならば、お金には時間的な価値があるからです。

そのお金の時間的価値ですが、リスクがない資産のコスト (無リスク資産コスト) にリスク負担のコストを加えて計算します。無リスク資産コストですが、一般的には国債を無リスク資産と考えてその国債の利回りを用います。無リスク資産 (国債) の利回りを仮に 1% として考え、「手元の 100 万円」をこの国債で 1 年間運用するとします。すると「手元の 100 万円」はリスクなしで 1 年後に 101 万円の価値になります。国債以外の資産には必ずリスクがあります。例えば、融資では期日に返済されないリスク (信用リスク) です。つまり、(国債を除く) 資産にはリスクがありますので、そのコストはリスクがない金融資産の利回り (国債の利回り、リスクフリー・レート) に、その資産に係る何らかのリスクを負担するコスト (リスクプレミアム) を上乗せしたものとなります。これがすべてのお金の基本的なコストの構造です。つまり、すべてのお金 (資本) のコストは、リスクフリー・レート + 何らかのリスクプレミアムという式で計算されます。

銀行からの借入金を例にとりますと、リスクフリー・レートにプラスして銀行の信用リスクプレミアムが加えられ、さらに、皆さんの会社の信用リスクプレミアムが乗せられたレートで貸出されるこ

とになります。なお、この信用リスクプレミアムの中には、銀行の利益も含まれています。ただ、現実には銀行の信用リスクプレミアムを計算に入れてできあがっている市場レートがあります。TIBOR

(Tokyo Inter-Bank Offered Rate、タイボア：東京銀行間取引金利) と称しますが、これをベースに、それにいくらか皆さんの会社の信用コストを乗せてお金を借りるとというのが、現実の姿です。今3カ月の TIBOR というのは 0.06% と非常に低くなっておりま。 (事務局注:2016年9月時点) したがって、皆さんの会社の信用リスクプレミアムを 0.5% とした場合、0.56% (年率) が銀行借入の金利率となります。なお、古くから使われている銀行借入金のベース金利であるプライムレート (現行、1.475%) は、そのレートの高さから借り手優位の昨今では次第に使われなくなってきました。

次に、自己資本コストの計算ですが、ウィリアム・シャープという方が、ノーベル賞をもらった理論を使うことが普通です。これは株主の期待収益率を理論化したもので CAPM (キャップエム：Capital Asset Pricing Model、資本資産評価モデル) と言います。キャップエム」と言えば、投資家間では世界中で通じます。

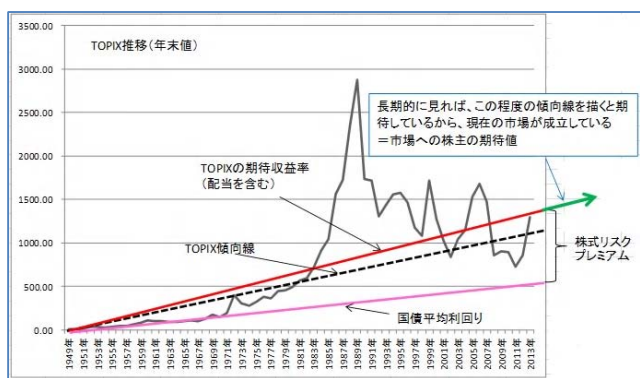
自己資本コスト = リスクフリー・レート + 株式市場のリスクプレミアム × β (ベータ)
という式で表すことができます。

この場合のリスクフリー・レートには、通常 10 年国債の利回りを使うのですが、最近は、マイナス金利もあり得るような異常時ですが、せめて 1% ぐらいを使いましょうねというのが、私の意見であります。

次に株式市場のリスクプレミアムですが、株式市場全体の価格変動リスクのことをいいます。過去の株価データの推移から、たとえば、東証 1 部全体ではどういうリスクプレミアムがあるのかという計算をします。

ベータは、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、つまり計算するための係数であります。

株式 (市場全体) のリスクプレミアムの考え方をみていきます。



講義資料スライド 36 (左図) の表には、1949 年から直近までの TOPIX の推移グラフがあり、その傾向としては、現在に向けて右肩あがりて上昇しております (点線の傾向線)。なお、配当を含めて考えますと更に上の赤い線で示されます。現在、東証一部の時価総額が 500 兆円程度で機能しているのは、投資家が今後も長期的には同程度の値上がりが期待できると考えているからである、と言えるわけです。

一方で、国債の平均利回りというのは、計算すれば分かるわけですが、この表の一番下にあるピンクの線になります。この表からは、株式市場のリスクプレミアムとは、この配当を含めた TOPIX の傾向線 (TOPIX の期待収益率) の角度から、国債の平均利回りの角度を引いた数字となります。つまり、株式の保有は無リスク資産である国債の保有よりも高いリスクを負っているのであるから、高い収益率を期待しているし、長期的には確かに高い収益率になっていることを示しているということ

でもあります。

株式市場のリスクプレミアムを計算するにあたっては、どの期間のデータで計算するかによって値が全然違ってきますが、6~7%位を見たほうがいだろうというのが定説です。

次に、わが社の自己資本コスト計算するために使用するのがベータです。B（ベータ）の考え方がですが、わが社の株価の動きと市場全体の株価の動きとの関係を示す係数です。計算方法ですが両者の関係を過去にさかのぼって調べ、その関係について、グラフに点を打っていきます。例えば、市場が0.3 ぐらい上がったときに、わが社は0.7 ぐらい上がったとか、さらには、市場が0.1 ぐらい上がったときに、わが社が0.2 近く上がったというような点を打っていきます。この傾向線の角度を計算します。この角度は回帰分析という手法を使いエクセルで計算できます。

この角度が90 度の場合であれば、市場が1 動いたときに、長い目で見たらわが社の株価も1 動いているということになり、わが社のリスクと市場のリスクとは同じであると考えます。このときにベータは1 であるといいます。一方で、市場が1 動いたけど、わが社は0.5 しか動かない。この場合のベータは0.5 ですが、これは市場よりもわが社はもっと値動きが少ない、つまりもっとリスクが小さい（2 分の1）ということの意味します。ユーティリティー、食品関係等の業績が安定している企業は1 よりも小さくなる傾向が強くなります。もちろん逆もありまして、市場が1 動いたときに、例えば2~3 ぐらい動くという企業もあるわけです。これは新興企業など、業績の変動が激しい企業に多く見られます。実際の計算ですが、例えば、国債利回りが、先ほど申し上げた1%だとしましょう。株式リスクプレミアムを6%だとすると、当社のベータが1.2 の場合 $[1+6 \times 1.2=8.2]$ で8.2%になります。当社のベータが0.5 の場合は $[1+6 \times 0.5=4.0]$ で4%になります。わが社のベータ値を知りたい場合ですが東証が上場企業の過去1 年と5 年のベータ値を計算しています。

さて、3 カ月 TIBOR が0.06%という非常に低い水準であるときに、自己資本コストはベータが1 だとしても7%程度の水準になってしまいます。ずいぶん高い水準だと思われかもしれませんが、それだけではありません。実は、自己資本コストは有利子負債コストよりもさらに高いコストになります。それが次の有利子負債の節税効果という話です。

ある企業の資本構成を次のようにABC の三つのケースを想定して説明します。

	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
税引前利益	300	250	210
税金(30%)	-90	-75	-63
純利益	210	175	147
ROE	10.5%	17.5%	73.5%
税引前総使用資本リターン	300	300	300
税引後総使用資本リターン	210	225	237

お金（総資本）はどのケースも2,000 使っていて、A ケースは無借金（有利子負債0、自己資本2,000）、B ケースは半分借金（有利子負債1,000、自己資本1,000）、C ケースは9割借金（有利子負債1,800、自己資本200）です。3 例は共に営業利益は300、借入金利率は年率5%だとすると、有利子負債利息は、Aはゼロ、Bは50、Cは90 となります。

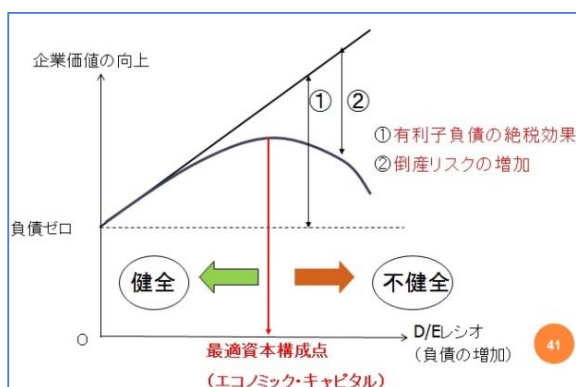
したがって、税引き前利益は、Aが300、Bが250、Cが210 になります。そこから税金を30%引きますと、純利益はAが210、Bが175、Cが147 になります。C ケースの純利益が一番少ないのは、利息支払いが多いので当然ですが、見方を変えて、資金の提供者に与えたトータルリターンを見てみましょう。

つまり、有利子負債（銀行）に対するリターンと自己資本（株主）に対するリターンの合計がいく

らかということです。A ケースは銀行に 0 で株主に 210 ですから合計 210。B ケースは銀行に 50 で株主に 175 ですから 225。C ケースは銀行に 90 で株主に 175 ですから 237 になり、実は C ケースが一番価値を創出しています。なお、税引き前で計算すると総使用資本に対するリターンはどれも 300 になります。つまり税金がない場合には、資本の構成は企業価値に影響を与えませんが、税金がある場合は、有利子負債を活用しているケースの方が無借金のケースよりも企業価値を創出しているといえます。どれだけ高く創出したかといいますと、A と C を比較してみましょう。ケース C の利息 90 に税率 30% を掛けた 27 がその差です。つまり、借金でお金を調達したほうが、税効果分だけ企業価値が上がるのが分かります。つまり、有利子負債のコスト（銀行へのリターン）には税金がかかっていませんが、株主へのリターンは税引き後の利益である点に違いがあります。同じ資本であるなら有利子負債調達の方が企業価値は高くなるということです。これはノーベル賞理論です。

しかし、借金が多いほど企業価値が高くなるなんて、なんだか釈然としませんね。なぜでしょうか。実はこれは借金の割合が増加するほど、倒産の確率が増えるというマイナスの要因を計算に入れていないからです。その意味においては企業価値が下がっていくわけです。

したがって、図に書きますとこういう形（下図）になります。



右に行くほど借金が增える、上に行くほど企業価値が上がる、という図になっています。倒産の確率を無視すると借金が增えるにしたがって、直線的に企業価値が增えていくのですが、倒産の確率を考慮に入れると、企業価値は直線ではなく放物線を描いてどこかで頂点に達して、その後は倒産リスクが有利子負債の節税効果よりも高くなり企業価値が低下していきます。

つまり、ある段階を頂点として企業価値が落ちていきます。この頂点、がエコノミックキャピタル（最適資本構成点）、つまり、最低必要な自己資本額です。これだけは自己資本を持っておかないといけませんよという数字になります。

最適資本構成点よりも左に行くと負債が少なくなり、自己資本比率が高くなりますから、企業の健全性が高くなりますが、資本効率が悪化します。逆に、最適資本構成点よりも右側に行くと、つまり負債が増えるにしたがって、倒産確率が高くなります。企業は自社の最適資本構成点（エコノミック・キャピタル）を把握して、これより左側（負債が少ない状態）にいるべきです。どれくらい左側を目指すのか、という点ですが、経営判断の問題です。

有利子負債には節税効果があるが、自己資本にはない、ということを説明したわけですが、それは自己資本の実質コストは表面のコストよりも税率分だけ高くなる、ということの意味しています。例をあげて説明します。

先ほどの真ん中の B ケース、借金と自己資本が半分半分のケース（有利子負債 1,000、自己資本 1,000）ですが、この場合、有利子負債の利率は 5% で、利息は 50 でした。株主へのリターンである純利益は 175 でしたが、そのために必要な税引き前の利益は 250 です。なぜならば、30% の税金を支払うからです。したがって、B ケースで自己資本コストが仮に 17.5% であるとすると、税引き前の時点で

25%の利益（250）を計上しないと、17.5%の利益（175）が残りません。税前では自己資本コストは25%だと考える必要があるのです。有利子負債コスト5%と同じ水準で（つまり、税前で）考えると、5%対17.5%ではなく、5%対25%になります。仮にわが社の自己資本コストを7%だと設定すると、税引き前では10%（ $=7\% / (1-30\%)$ ）であると考えて経営されなければなりません。

自己資本コストというのは表面のコストも高いですが、さらに税率分だけ高くなるのです。その意味においては財務の健全性を意識しながらも、有利子負債を活用した方が良いということになってまいります。

つまり、資本構成において自己資本が多い方が良いとは必ずしも言えないわけです。

確かに自己資本は非常時の損失への備えです。そのため多い方が良いようにも感じますが、自己資本コストは表面コストが非常に高く、更に節税効果もありません。また自己資本の比率が高まるとROEを低下させます。そもそもROEの向上を目指した経営しているのではなかったのですか？ということでもあります。

なぜ経営者の皆さんは毎年生み出される利益を内部留保し、高いコストのお金を増やしたがるのでしょうか。おそらく自己資本は「タダ」のお金という意識があるからではないでしょうか。確かに会計上は「タダ」です。また、自己資本という倒産バッファが多ければ多いほどいい、身の安全にも繋がります。しかし、自己資本コスト以上でその資本を運用できる自信がないのであれば、当然のことながら、株主に返すべきではないでしょうか。預金として置いておくのであれば、株主が自分で預金できます。将来の投資に使うために内部留保しておくのであれば、株主に対して説明が必要です。

剰余金の考え方の特徴的な事例として、マイクロソフト社の例があります。同社では、投資家の方々に対し、「配当はしませんが、投資していただいている資金20%、30%、あるいはそれ以上で運用します。現金が必要であれば株式分割をしますから、必要な分だけ売却してください」という経営を、長らくやってきました。さすがに、この状態が永遠に続くのは難しく、マイクロソフト側より、約束している運用益を達成するのは難しいので、配当させてくださいというふうに話は変わってきましたが、考え方としてこのような事例もあろうと思います。

次に命題の『そもそも企業価値とは』についてご説明します。

企業価値の定義は二つあります。

静態的な企業価値（帳簿上の価値）と動態的な企業価値（時価総額）です。静態的な企業価値は帳簿上の純資産です。したがって、株主還元を絞れば絞るほど、利益剰余金が増加しますので帳簿価値は上昇します。しかし、投資の世界でこれを企業価値と考えることはほとんどありません。企業価値と言えば、後者の動態的な企業価値（市場価値）つまり時価総額を言います。

さて、時価総額というのは企業の将来性に対する市場の評価額ですから、簿価を上回ることもあれば、下回ることもあります。PBRが1より大きい、あるいは1より小さい、両方あるわけです。

その市場価値はどのようにして決まるのかということですが、株主に帰属する将来のキャッシュフロー創出額の予想総額を現在の価値に戻したもののなのです。つまり、1年目、2年目、3年目、4年目・・・と株主のために創出するキャッシュフローを予測し、それを自己資本コストで現在の価値に割り戻して時価総額を想定します。

将来のことですから、予測値です。そのため、ある人はもっと多いと、ある人はそんなことないと、

その中で市場のコンセンサスに基づいて想定されるキャッシュフローの予測値から、株価が決まり時価総額が計算されます。

あくまでも予測値ですから、売り買いが交錯します。その中で、ある水準に決まるわけですが、市場に対して、当社はちゃんと将来的に株主に帰属するキャッシュを、かつ、エコミックプロフィットを創出していく力があるということを納得させない限りは、PBR（株価純資産倍率）が1を超えることにはならないわけです。PBRが1を超えているというのがどういうことかといいますと、簿価と時価総額を比べた場合、時価総額のほうが大きいということです。つまり、市場が「おたくの価値は帳簿価値とは違うよ、もっと価値があるよ」と付加価値を与えてくれているわけです。言い方を変えますと、将来的にエコミックプロフィット（自己資本コストを上回る利益）を出すであろうと、市場が予測しているときには簿価よりも時価のほうが大きく、逆の場合は、当然、PBRが1を割るという状況になってきます。

ここで、現在価値に戻す、つまり、割引現在価値の考え方について若干説明しておきます。

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？

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

②1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

Discounted Cash Flow、割引キャッシュフローといいますが、1年後の105万円の現在の価値は、利率を5%とすると105万円を1+5% (= 1.05) で割り戻しますので、現在の価値は100万円となります。1年後の将来価値が105万円を、5%で割り引くと、割引現在価値は100万円であるといえます（①の例）。

②の例ですが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とします。投下資本のコストを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いくらになるのでしょうか。1年目の10億円の現在の価値は10億円を(1+5%=1.05)で割算をして計算します。2年目の30億円は1.05を2乗して割算をします。3年目は3乗で割算をします。おのおのの割引をした現在価値を合計すると、この三つのキャッシュフローの割引現在価値が計算できます。ちなみに、これを計算すると54億円になります。もし投資額が50億円だとすると4億円の利益が期待できるということが計算できます。

投資するときやM&Aを実施するときには、必ずこのような計算をする必要があります。

例えば、わが社で次の投資案件を稟議するとします。100億円の投資案件です。その投資から1年目20億円、2、3、4年目は各30億円、5年目25億円のキャッシュフローが期待できるとします。以上で投資は完了して、設備等の残存価値はありません。このような稟議を書いたら、社長は「利回りは何%なのか？ 投下資本コストはいくらで、この投資の利回りはそれを超えているのか？ いくらもうかるのか？」と尋ねるでしょう。投下資本コストを6%だとして考えてみましょう。次の図のような計算をすれば良いわけです。利回りをrとしています。各年のキャッシュフローの20、30、30、30、25を、(1+r)の1乗、2乗、3乗、4乗、5乗で割る必要がありますが、先ほどの例では、このrが5パーセントと分かっていたのですが、今度はこれが未知数です。ただし、初期投資額100（億円）は分かっていますので上段の式が成立し、この方程式を解けば投資の利回り（r）が計算できます。2つ目の式は将来の予想キャッシュフローを投下資本コスト（6%）で割引いて現在の価値を計算し、初期投下額を引いていますので、期待される利益の絶対額を計算しています。

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

実際に計算するとなると大変です。特に①は計算方法を知らないと1日経っても無理でしょう。エクセルを使うと簡単に計算できます。このときのrはこのようなキャッシュフローの中に含まれている収益率という意味で内部収益率 (IRR、Internal Rate of Return) と呼んでおります。

下段の式は期待される利益額を示していますので、正味現在価値 (NPV, Net Present Value) と呼ばれています。未知数はありませんので手計算で可能ですが、エクセルで簡単に計算することができます。ちなみに、この計算の答ですが、利回り r (IRR) = 10.58%、正味現在価値 (NPV) = 13.2 億円になります。

この考え方は、必ず若手の方々には教え込んでおく必要があります。投資をするときには必ずこの計算を試みる必要があります。詳しくは東証のeラーニング『企業価値向上経営の意義と実践に向けて』の中に、この辺を詳しく書いてありますので、ご参考にしてください。

この考え方を応用した株価理論があります。一般的に使われています。配当割引モデル (Dividend Discount Model) と称しまして、株価は予想される将来配当額の割引現在価値の総計であるとする理論です。

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、D₁ : 1年度配当、D₂ : 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

「D」は Dividend (配当) です。先ほどと同じような式ですが、1年目に予想される配当、2年目に予想される配当、3年目というふうに将来の配当額を予想して、その会社の自己資本コストで割引して、全部を合計すると「P」プライス、株価が出るという理論です。値上がり、値下がりやをどう反映するのかというと、市場全体で考えたら、値上がりも値下がりも計算

に入れません。あくまでも含み益と含み損であり、実現する損益ではありません。投資家に入ってくるのは基本的に株主還元額だけということになってきます。

つまり、株価は将来の配当予想額(株主還元額)を現在の価値に戻したものであるということです。先ほどの説明と異なっているのではないかと、思われ方もいるでしょう。先程は企業価値は将来のキャッシュフローの割引現在価値だと言ったのに、今度は将来の配当額の割引現在価値に変わったと、どっちが正しいのかという疑問をお持ちの方もいらっしゃると思います。

将来のキャッシュフロー予想額の割引現在価値は、潜在的な市場価値であると考えれば良いでしょう。長期的には市場価値がこれを超えることはありません。これが株主のための価値創造の上限額であり、それ以上の配当(株主還元)は期待できないと考えられるからです。したがって、市場に対してわが社の経営状況、キャッシュフローの創出能力等を適切に発信して正しい理解を得ていく必要があります。わが社のキャッシュフロー創出能力に対する見方が、株価の上限を決めると言えるでしょ

う。

一方、昨今はますます、株主還元が重視されるようになってきており、むしろ配当割引モデルに近い形で株価が形成される可能性が強くなってきています。つまり、期待されるキャッシュフローを自己資本コストで割引いた企業価値の計算額が株価の上限となり、配当割引モデルによる企業価値の計算額が下限値になってきていると考えられます。現実には両者の間を株価は動いて行くでしょう。

少し整理をしますと、市場での株価決定要因は、①将来の株主に帰属するキャッシュフロー予測額の割引現在価値と、②割引配当モデル（将来の株主還元予測額の割引現在価値）が大きなトレンドを決定します。最近はどちらかといえば、②に近くなってきている感じを持っています。

さて、最後になりますが、ROE 目標値の設定、あるいはその実行について説明します。

まず、ROE の目標値、これは少なくとも自己資本コスト以上に設定するべきだということをご理解いただけたと思います。そして、資本のコストは、有利子負債であろうと自己資本であろうと、リスクテキングに対する期待リターンでありますから、リスクが低ければコストも低くなります。逆は逆です。すべての上場企業の自己資本コストは市場全体の価格変動リスクと倒産リスクを併せた株式のリスクプレミアムと個別企業ごとのベータ値からなるわけですから、自己資本コストは企業ごとに異なります。一橋大学大学院の伊藤邦雄先生のいわゆる「伊藤レポート」によりますと、「すべての企業は、8%を上回る ROE を達成することにコミットするべきである」と言っています。もちろん、すべての企業の自己資本コストが 8%だと言っているわけではありませんが、自己資本コストは各社違いますので、ROE 目標値が一律に 8%を超えるべきだというのは少し気になるころですが、有意義な提言ではあります。ベータ値が異なりますから、企業によっては厳しい線かもしれません。

わが社の目標値設定は実際どうするのかといいますと、CAPM 等を参考にしながら、自己資本コストを決めて、あとは投資家つまり市場との対話の中で、「これぐらいの自己資本コストだと CAPM を使って考えたけど、どう思いますか」等、いろいろ機関投資家と話してみる中で決定していけばよいと思っています。

自己資本コストの理論ですが、CAPM しか理論がないわけではありません。いろいろな学者が、変数がベータ一つでは不十分で、他のいろいろな要素を考えるべきだという説を發表しています。そちらのほうが正しいと学会では主張されたりしておりますが、実務上で多く使われているのは CAPM である、というのが実態です。

次に、ROE 目標値達成のための具体策です。まず目標値が設定されますと、各事業部門への利益目標額が絶対額で示さなければなりません。全社ではこうだ、お前の部門の目標額はこうだと。そのためには、部門の分母（部門の自己資本額）と部門の分子（部門の目標利益額）を決めなければいけません。各部門は、どれぐらいの自己資本を使っているのか、つまり、どれぐらいのリスク資産を持っているのかを計算しなければいけません。そうしないと、各部門への利益目標設定額が公平・公正ではなくなるでしょう。部門の自己資本額の設定の基準の基本は部門の資産のリスク額であるべきでしょう。もちろん、総人数、総人件費等も考える必要があるかもしれません。これは、前半にご説明した自社に必要な自己資本額、つまりエコノミックキャピタルの計算と同じ考え方を部門に適用することにより計算できます。そのためには部門のバランスシートを作らなければいけません。問題点は、

日本の上場企業の多くは、部門のバランスシートを作っていないことです。

次に ROE 目標値達成のための具体策ですが、分母が決まったら、次は分子（部門の目標利益額）です。これは掛け算で簡単に計算できます。このときの自己資本コストですが、業態が同じであれば、全社一律でいいわけですが、部門ごとに多角化していてその部門と同業の他社と比べたら、部門のベータは、全社のベータと一緒にでは困る場合ということが当然あるわけです。その場合には、部門のリスクに見合ったベータ値を使う必要があるでしょう。したがって、部門の利益目標というのは部門のエコノミックキャピタルに部門の自己資本コストを掛けたものになります。つまり、エコノミックキャピタルを部門ごとに割り振って、それに対するエコノミックプロフィットの計上を部門へ求める必要があります。

部門ごとに貸借対照表を作るなんて、とんでもないとおっしゃるかもしれませんが、パナソニックでは部門別の貸借対照表を作っています。同社では、2000 年ごろからすでにキャピタルコスト・マネジメント（CCM）という考え方で、資本コストを部門や子会社の業績評価におり込むという社内の管理をやってきたのですが、さらにそれを事業部別に割り振っていくことを考えているようです。そして、事業部ごとに、なんと自己資本コストを設定するといったことまでやる管理を、来年度から始めるそうです。皆さんの会社で、部門のバランスシートが作成できないわけではないということであろうかと思えます。（2016.1.14 日経新聞）

次に、ROE 目標値達成のためには何をすべきなのかということですが、目標設定した後のステップです。目標値の意義を社内に徹底する必要があります。社内教育も必要で、社長と経営企画部門だけが知っているのでは駄目です。そして、各部門で目標額達成のための具体的方策を検討し実行します。つまり、公平公正に割り当てられた目標額を達成するための具体策はそれぞれの部門で考えることになります。大きな方針は当然経営として出せばいいわけですが、具体的な達成策は当然部門において一番分かっている方々がやるわけです。その結果、どの部門が全体の数字に貢献したのか、あるいは貢献しなかったのか、ということは一目瞭然です。しかし、多くの企業では、自己資本コストであるとか、ROE の目標値であるとか、必要な自己資本額とか、そのような難しいことは現場の社員は知らなくていい、言われたとおりにやれ、とにかくがんばれ、と言われていたようです。達成できなかったら全員の責任だ、誰が悪いわけではないというような、スローガン経営というのがまだまだ見受けられるのではないのでしょうか。

社員というのは、歯車の一つであるわけですから、機械全体の構造が分からないとどう動いていいのか分かりません。全体を知らせなければいつまでも大局的な判断ができません。先日、日経ビジネスオンラインを読んでいたときに、GE の日本の社長によれば、GE は社員の誰もが経営者になれるための研修を行っているそうです。「現場の社員は知らなくていいなんていう話はありません」ということを言っておられましたが、まさにそのとおりであると思うわけです。つまり、経営目標の意義を理解させようとして、目標値を部門単位に下ろさない限り、単なるスローガンに終わってしまうということです。先ほど申し上げた、「自己資本コストを決めたことにしている」というのと同じです。

部門への目標値の割り当て方法は、基本的にはリスク比です。しかし、これまでは部門の営業利益しか計算していませんでした。使っている借金のコストも、ましてや自己資本のコストも一切計算しないで、営業利益で部門を評価しているというときに、目標額をこれまでの営業利益をベースに割り

振ると不公平になります。1,000のお金を使って100もうけている部門と、300のお金を使って100もうけている部門とは、当然貢献度が違います。リスクも違います。したがって、部門の目標値はリスク度に応じて決めていく必要があります。そのためには、部門のバランスシートを作る必要があります。特に自分の部門の営業利益は黒字だと大きな肩で風切って社内を歩いている常務さんも、エコノミックプロフィットまで計算して、「おたくの部門のエコノミックプロフィットは赤字ですよ」ということを納得させない限りは、つまり、数字で示さない限りは、今までのままでいいじゃないかという話になるわけです。

今、多くの会社で、部門別には営業利益までしか計算していません。会社全体では純利益まで計算していますが、自己資本コストを引いてエコノミックプロフィットまでは計算していません。このすべてを部門に下ろして部門の長がその部門が独立した会社であったときの社長であるかのごとく全体を考えていくということをやらない限り、本当の意味での株主価値向上経営というのはできないだろうと私は思っています。

部門のエコノミックキャピタルの計算は簡単です。わが社の資産を、どの部門がどれだけ使っているのかということ調べて割り振ってあげればいいのです。そうすれば、部門が使っている資産が計算できます。それに例えば先ほどのレバレッジ係数を掛けると、部門のエコノミックキャピタルが計算できます。

さて、ROE 目標値を設定しましたが、達成できなかったとします。それでも、決算自体は黒字であったとしましょう。そのときに殆どの日本企業に見られることですが、株主還元を絞って、自己資本を増やします。分母が増えますから翌年の利益の目標額がまた増えます。そして、また達成できません。それでも配当を絞って、また翌年の分母（自己資本）を増やしました。また達成できませんでした、といったことがいつまでも続きます。この悪循環を避けるためにはエコノミックキャピタルを計算した上でどの程度のリスクバッファを作るのかということを経営方針として決めておかなければいけないのではないのでしょうか。

視点を変えて付け加えますと、一つ重要な問題があります。現在のやり方で人材が育つのかという問題です。入社以来数十年間バランスシートも、借入金のコストも、もちろん自己資本コストも考えたことはないし、考える必要がなかった。しかし、今や部門長で役員候補、こういった方々が会社全体を考える人材に育っているのでしょうか。会社経営の第一線として業績に寄与できるのでしょうか。グループ企業の社長にすることが可能でしょうか。私は無理だと思います。日頃からバランスシートのシェープや資本のコストを自分の問題として考える訓練を積んでおく必要があります。

多くの製造業が、結構これで悩んでいます。社内教育を実施するのは勿論ですが、社内教育で基本知識を与えて、その上で実践が必要です。偉い先生を呼んできて研修したとしても、実務を知らない先生だと理論の話ばかりであることが多く、右から左へ通り過ぎておしまいということになってしまいがちです。また、残念ながら日本の大抵のサラリーマンは、私の見る限り 95%は借方と貸方が分かっていません。そういった方々に財務諸表の見方を教えないといけないというわけで、今度は公認会計士の先生に依頼して社内教育をすると、先生方にとっては常識以前の問題に過ぎない借方と貸方や仕訳を教えることなく、難しい会計理論の講義をしてくれますので、同様に右から左です。簿記のみならず、資本のコストの意義、バランスシートの見方、純資産の増加額が利益なのだといったようなことを、若いときからたたき込んでいく必要があるのではないかと考えております。部門別バラン

スシートの作成と部門別エコノミックプロフィットの目標値を設定すれば、それらのことを自然に学ぶこととなります。

それでは、時間となりましたので、以上をもちまして終わらせていただきます。どうもありがとうございました。

3. 講義【第3部】企業価値向上経営の実践事例の紹介

「企業価値向上経営における企業情報開示のあり方と今後の課題」

【講師紹介】

杉浦 秀徳（すぎうら・ひでのり）氏
みずほ証券 市場情報戦略部 上級研究員/
京都大学経営管理大学院 特別教授



1984年 東京大学経済学部卒、日本長期信用銀行入行、1991年 米カフォルニア大学バークレー校 MBA コース修了
1998年 UBS 信託銀行入社、2000年 興銀証券（現みずほ証券）入社 資本市場 G コーポレートファイナンス部
2005年 経営調査室上級研究員（現市場情報戦略部）
2008年 京都大学経営管理大学院特別教授
その他現職：一橋大学商学研究科非常勤講師、明治大学大学院グローバルビジネス研究科客員教授
著作：「ROE 最貧国 日本を変える」（共著）「日本企業のコーポレートファイナンス」（共著）
「経営戦略とコーポレートファイナンス」（共著）など

※上記ご略歴はセミナー当日（2016年9月12日）時点の内容を記載しております。

みずほ証券の杉浦です。宜しくお願いします。このセミナーで、私がお話をさせていただくのは4年連続となりますが、これまでにご参加いただいた方々にも参考になるように新しい話題を含めてお話しできればと思っております。

先ほど講演された津森さんの講義の中で、最近、簡単な算数も理解できていない学生がいるというお話がありました。私も京都大学で教鞭をとり始めて12年ほどたちますが、学生の色々な変化を感じています。確かに「2分の1たす3分の1は、5分の1です」と言うように小学生レベルの算数ですら良く理解できていない学生もいるかもしれませんが、逆に良く学んでいる学生もいます。私は京大で前期に基礎的なコースを教え、後期はケース・スタディで教えているのですが、前期の講義でコーポレートファイナンスの話をする、アンケートに「良い復習になった」と書いてくる学生もいるのです。そのような感覚を持った新入社員たちが皆さんの周りにそろそろ現れます。ひょっとするともう現れているかもしれません。年間におよそ数百人、五つの大学で教えて、すでに10年を超えることを踏まえると、受講生は数千人規模になっています。その人たちが徐々に社員として、皆さんの周りに現れているはず。私自身は学生たちにコーポレートファイナンスの知識を教え、理解する土壌を耕しながら少しずつ資本市場が発展していけば良いなと思っています。気長な話だと思いつつ、10年経ちましたが、ようやくそれも芽が出てくる時期ではないかと期待しています。

さて、本日は大きく三つの話をしたいと思っています。最初は中期経営計画の話です。昨年は、これを中心に話をしましたが、その後どうなっているかという話を少しさせていただきたいと思います。二つ目は開示の話です。皆さんが投資家と話をするとき、誰に向けて何を開示すれば良いのかというのが、大きな関心事だと思います。また、投資家説明会でどのような話をすべきか、あるいは、自社のアニュアルレポートに何を記載すべきか、そもそも誰に向かってアニュアルレポートを書くのかも、関心事ではないでしょうか。ただ、この辺は割と曖昧なところがあって、海外の事例も色々と

異なっていますし、英国、ドイツ、フランス、アメリカ、それぞれ開示の根拠法が異なっています。開示に関しては昨年4月に経済産業省の下で研究会が報告書を出しています。それに、今年4月金融庁金融審議会が出した報告書を合わせて見ると色々なことが分かります。これらも少しずつ抜粋しながら、本日は日本における企業情報の開示制度について、このような形で考えれば良いかという話をしたいと思います。三つ目は、本日の主題である企業価値向上表彰についてお話しします。私もこのセミナーで4年間お話をしてきた中で、企業価値向上表彰も色々変化してきたと感じます。同表彰の選定基準が毎年少しずつ改定されてきて、今ではこのようなことを目指しているのではないかなという話をしたいと思います。ただし、これはあくまでも自分の考えで、東京証券取引所の考え方と合っているのかどうかは分かりません。

まず本日の講義の一番目の話です。

昨年このセミナーでは、中期経営計画をどのように策定すれば良いかという事を自分なりに結論づけ、四つの点に気を付けてくださいという話をしましたが、今年も同じことをお話ししたいと思います。まず、一つ目は「キャッシュフローを中心に考える」です。これは例えば、今日のセミナーの前半でお話していた中神さんのような、「中長期投資家の視点に合わせる」、「誰に株主になってほしいのかを再確認する」という視点です。つまり、投資家の考え方や投資スタイルはバラバラで、それぞれ目的が違います。そのため、投資家全部を相手にしようとははいけません、ということです。自分がどんな投資家に投資をしてもらいたいのか、そして、中長期視点を持つ投資家を望むのであれば、その人たちが何を考え、求めているのかを考えて欲しいと思います。中長期視点の投資家は、目先でROEを上げるという話にはあまり関心を持たないはずですが、もし、目先のROEの水準に話が集中している投資家がいれば、その人たちは短期投資家の可能性が高いので無視をしても良いのではないのでしょうか。だから、皆さんがどのような投資家を相手にしているかによって、言うべきことは違ってきます。ただ、だからと言ってROEは低くてよいのかというと、そんなことはありません。時間軸が異なるだけです。ROEは結果として上げてほしいのです。今までこの水準が長期間に亘り上がらなかったという事実があるからこそ、今、ROE経営の重要性が叫ばれているわけです。ただ、最近これが叫ばれ過ぎて、少し副作用が出てきたということについては、後で話をさせていただきます。冷静なROE経営が必要だと思います。ただし、短期的なROE経営の罠にはまってははいけません。

次に、中計の考え方の二つ目の「資本コストの考え方を入れる」です。中長期視点の投資家にとってROEというのは議論の中心ではありません。考えているのは資本コストです。第2部でご講演いただいた津森さんの話にもありましたとおり、自己資本コストと加重平均資本コスト（WACC）のそれぞれ重要ですが、両者を区別しなくてははいけません。実際に企業の担当の方とお話をすると、区別がついていないのではないかと感じる場合があります。時々自己資本コストを言っているのか、それとも加重平均資本コスト（WACC）のことを言っているのかわからないことがあるので、どちらを使っているのか明確にしてもらいたいと思います。資本コストの適正水準はその会社ごとに違います。投資家にとっては、水準に関心はありますが、それよりも、そもそもその会社が資本コストを意識しているかどうか、ということにより関心があります。

次に三つ目の、「自社が最も大切にすることを指標化する」という点です。アニュアルレポートや開示の話をするときに、財務指標と非財務指標をどう扱うのかということが、大きな話題になります。非財務指標として何を目標とするか、どこまで開示するかは大きな関心事ですが、財務指標との境目はあいまいです。非財務指標と聞いたときに、CSRのことかとは考えないでください。経産省の「持続的成長に向けた企業と投資家の対話促進研究会」の報告書の中でも定義されていますが、非財務指標を考えるうえで、MD&A（経営者による財政状態および経営成績の検討と分析）や財務指標の説明も全て、非財務情報と位置付けられています。投資家の希望は、広い意味での非財務指標を含めて話をしてもらいたいということです。非財務情報が大切だと言った途端にCSRの話ばかりすると、投資家と話が食い違ってしまうことになります。

最後、四つ目は「ガバナンス強化を経営戦略に組み込む」です。これは一言で申しますと、コーポレートガバナンスを大切にしてくださいということです。ガバナンスを高めることは、稼ぐ力、企業価値向上を担保する体制を構築するということです。だから、ガバナンスを大切にしない会社は、きっと約束を守らないであろうという印象を与えます。きっと何かうまくいかなかったときに、それを振り返る力がなかったり、そもそも決める力が弱いのではないかと思われてしまいます。そのため、ガバナンス強化を経営戦略の一部に入れなくてはいけないと思います。

その上で昨年このセミナーで、中期経営計画の今後の在り方として二つお話しいたしました。ひとつが中期経営計画の目標値の掲げ方として、アクションプラン型が必要ですかというお話です。日本企業の多くは3年計画、5年計画を作成し、目標とともにきちんと進捗を管理する形（アクションプラン型）が主流になっています。しかし、数年経過すると目標と実績が大きく離れてしまったり、あるいは目標を大きく上回ってしまったりと、ずれが生じてしまい、最後の年には陳腐化してしまいます。海外では達成年度を設けない、恒常的な目標レンジを掲げる形（ベンチマーク型）が多くなっています。重要な指標と目標レンジはきちんと示すのですが、実績で既に想定範囲内に入っている、あるいはそれをずっと目標にしているの期限は決めませんという企業が結構多いのです。日本企業もそのような形にしませんかと提案しました。3年後、5年後に確かな目標を持ち、上を目指すというのはよいことかもしれませんが、その水準に達してしまったらどうするのでしょうか。さらに上を目指すのでしょうか。しかし、それはきつくありませんか、ということです。もちろん成長するための指標として何を設定するかによって違ってきますが、今の巡航速度の範囲内でさらに効率を高めていくとか、既にその範囲に入っていたら、ベンチマークをずっとウォッチしていくというような中期経営計画があってもよいのではないかとということで、今年も昨年と同様に提案をさせていただきます。

もうひとつは財務情報と非財務情報をどのように組み合わせ、経営指標化するのかということです。非財務情報の定義があまりにもバラバラなので、もし、非財務情報を重視しているというのであれば自分たちの定義を相手に示さなくてははいけません。そうしないと投資家との話がずれてしまいます。最近では特にそういう懸念があります。

さて、講義資料では、中期経営計画の傾向もいくつか記載しました。掲げられる経営指標はかなり多岐に亘ってきました。売上高、営業利益額、営業利益率、これが恐らく黄金律のような三つだと思

いますが、それ以外にも、一株あたりの利益（EPS）、キャッシュフローの金額、ROEの提示も増えてきています。その中で注目しているのは、事業の新陳代謝に関する項目が目標の中に入り始めたということです。また、それが実際の企業行動にも出始めたとも感じます。投資家は、事業を売る決断をかなり高く評価します。第一部の講義において中神さんが「望むのは成長であり、膨張ではない」という発言をされました。もちろん利益を伴った成長であれば投資家は歓迎しますが、利益を伴わない膨張をしてほしいとは思っていません。投資家は上場企業が自社でなくてもできること、あるいは上場企業として実力を発揮できない事業であれば売却してください、と考えています。

コーポレートガバナンス・コードの補充原則4の1②では、「取締役会・経営陣幹部は、中期経営計画も株主に対するコミットメントの一つであるとの認識に立ち、その実現に向けて最善の努力を行うべきである。」と記載されています。ここでコミットメントとは、中期経営計画の実現に全力を尽くし、もし実現できなかった場合には、しっかりと投資家に説明をして、次期以降にそれが回復するような対策を練ってくださいということが主旨かと思えます。ただ、「コミットメント」というこの言葉が結構強いために、目標をレンジにしよう、明確に出すのをやめよう、あるいは達成までの期間を長くしようという流れは出てきています。理由はどうかとは思いますが、結果として中期経営計画の数値目標の形は、色々あってよいとは思っています。

また、中期経営計画に設備投資額とかM&A投資枠を目標に掲げる企業が多くなってきたことも特徴の一つとして挙げられます。3年間の設備投資やM&Aの金額が目標として掲げられています。ただし、この目標設定が有効と考えられるのは、企業の投資に対する基準が明確な場合のみです。これらの目標を投資家に説明した場合、投資基準・撤退基準は何ですかと必ず聞かれます。投資金額のみ設定されて目標は達成しましたといわれても、それが結果として株主に良いことかどうか分からないのです。株主が判断できるような投資や撤退の基準を準備しておかなければいけないと思います。

ここで、2016年スタートの中計の特徴的な事例を四つ提示したいと思います。まず、アサヒグループホールディングスさんの中計です。同社の中計では、初めて「アクションプラン型を変更」という表現が出てきました。これは、中期経営計画策定を中止したのではなく、期限を定めない中期経営方針の策定に変更したということです。同社は10年程度先の長期ビジョンを作り、3年間を目途としたガイドラインを含む中期経営方針を示しました。同社が中計の作り方を変えた経緯は不明ですが、アクションプラン型の中計を変更したことを明示した例は初めてだと思います。

もう一つ「エクイティスプレッド」を経営指標として明記した点も特徴的です。エクイティスプレッドとは、株主資本コストに対してどれぐらいROEが上回ったのかを表す指標です。この数値をどうやって高めるために、ホールディングスと事業会社のそれぞれでやるべきことを、個別にはっきり書いてある点も良いと思います。また、同社の「売上高」の目標は、「主力事業を安定成長させ、その中でも事業再編で売却した事業の売上高はマイナスし、M&Aで買収したものはプラスします」と記載されています。一見何も目標が記載されていないようにも感じますが、一つ言えることは、主力事業の安定成長分の売上高と、事業の再編による売上高の変動分が分けて記載されていることです。海外の中計では、「自然成長率」という言葉がよく出てきます。既存事業の成長とM&Aによる売上高の変化ははっきり分けてほしいというのが、投資家の希望でもあると思います。

また、株主還元の方針として、「成長投資とのバランスに鑑みた機動的な自社株買い」とあります。自社株買いと投資を比べますということです。配当か自社株買いか、という視点だけではなく、投資と自社株買いのどちらが効果的か、適切な投資がなければ自社株買いを実行するということを言っているのです。意外に重要な点です。

次に、日清食品さんの中計の事例です。同社では、時価総額1兆円を目標として掲げています。時価総額については、ソフトバンクさんが目標として掲げたことがありましたが、久しぶりに時価総額目標を明確に掲げる企業が出てきた気がします。日清食品さんが時価総額を目標に掲げたという点も重要と考えています。食品会社というのは、ファンドに攻められることが多い業界です。これは理論的に言うと、投資家が求めるデットエクイティレシオと、平均的なデットエクイティレシオが最も離れている業界ということです。非常にブランド力が強く業績が安定している割に無借金企業が多い食品業界の企業は、ファンドに狙われやすいのです。

実際にスティーアールパートナーズなどの外資系ファンドに、日本の食品業界は随分と狙われたのですが、日清食品さんもそのうちの1社でした。これまで食品業界の企業は、本業を強めることで対抗しようとしてきましたが、今回の中計では、このような背景を踏まえ、本業で稼ぐ力をつけることと、資本市場価値を向上させることの両方を目標にしますということを言い出しました。これは一つ変化だと考えています。また、カップヌードルの販売45周年を記念して、従業員全員に同社株を45株ずつ配布したということが中計に小さく記載されています。自社株をもらうことで従業員は自社の価値を見るようになります。従業員にまでそういう意識を広げたということも、一つの大きな変化だと感じています。

その他の特徴としては、政策保有株を見直すことを言っており、ROE目標が達成できなかった時には、手元資金による自社株買いも検討する方針を示し、実際にROEをしっかりと見ているということアピールしています。

次に、エーザイさんの中計の事例です。同社は、経営計画やコーポレートガバナンスにおける好事例としていつも登場する企業です。東証の企業価値向上表彰でも第1回の優秀賞を受賞しており、常にウオッチされている企業でもあります。今回の大きな変化は、経営計画を5年から10年に変えたことです。内藤社長は「10年後の姿が見えたので10年計画とした」と述べています。同社は主力商品であったアルツハイマー型認知症の進行を抑制する薬の「アリセプト」が2010年に米国の特許期限を迎え、いったん株価は下落しましたが、その後回復しています。パイプラインにある薬への期待が高まったことで、アリセプトの特許が切れた時の時価総額は、恐らく1兆円強だったと思いますが、今では2兆円ぐらいあります。売上高および利益額は落ちているのですが、時価総額は上がっているという面白い企業です。その中で、このような事業特性もあり、新薬の上市までの期間が長いことから、計画を10年にしたと考えられます。ただ、10年というのはさすがに長過ぎるので、5年間の数字目標（ベンチマークとしての途中経過）を示しています。その中で、津森さんの講義にもあったように、経営戦略の実行には財務の健全性が必要なるため、デットキャパシティーやデットエクイティレシオをどれぐらいにしますということを資本政策上の重要な目標として示しています。同社は今のところは無借金の状況ですが、財務基盤として2,300億円まで借り入れができるような体制を作るこ

とを目標の一つに掲げています。この根本にあるのは、格付けでシングル A レベルを守りながらどれぐらいの借入れができるか自分たちで計算をし、今は無借金でも 2,300 億借入れをしても大丈夫な状況に財務基盤を整えていくことが一つの目標ということをはっきり掲げたということです。また、同社はこれまで得意であった消化器疾患領域は味の素製薬と統合し、がん領域と神経系領域に重点を絞りました。経営資源をどこに集中させるかということをはっきり示しているところも特徴の一つです。

最後に日本電産さんです。昨年4月に公表された中計では、ROE向上の意思を明確に出しました。永守社長はこれまで売上高を伸ばしていく、および利益率を高めていくことに集中していました。リーマンショックのときかなり利益率が落ちて、でもそれをばねにしてダブルプロフィットレシオ（WPR）戦略という言葉を作り号令をかけた、「スリー新運動」、つまり新製品、新市場、新顧客を開拓するといった目標を掲げていましたが、昨年4月の中計では、まずは、どの領域に集中するかを明確にしました。自動車関係と、大型モーターという激戦区ですが、ここに打って出ることを決めて、その分野だけで1兆5000億ぐらいの売上を上げると表明しました。新規のM&Aはその分野に集中して買収による売上増は5000億円を見込んでいます。全体の売上目標に関しては2兆円、その内5000億円は重点2分野におけるM&Aでやります、自然成長で1兆5000億円を達成します。と分けました。それで、実際にどういう形で資本効率を高めるかということも中計にしっかり書き込んでいます。一言で言えば三位一体のROE向上です。永守社長は別にROE目標を特別に考えるつもりはないと思います。彼らが考えているのは、常に営業利益率であり、これをちゃんと軸にしながら、結果としてROEも高めることが目標なのだと思います。

私自身は日本企業にROEを高めてくださいという話を、ここ4、5年やっておりますが、それは背景には現時点で、日本企業のバランスシートへの意識が薄く、無借金が多いことがあります。だから、今の状況でもROEを高める手段はいっぱいありますので、バランスシートを意識してくださいということを行っています。最近ROE目標を掲げる企業が多くなってきて、それを過度に意識してしまうと、私がROE向上を通して望むことと違う動きになってしまう心配があります。先ほど例にあげた日清食品さんみたいに、手元資金が多い中で、ROE目標を意識することで自社株買いをするならよいのですが、目標が達成できないがために止むを得ず自社株買いをするといった行動をしても、さっき中神さんも言いましたが、投資家は絶対に喜びません。結果として数字合わせをしたROEで目標達成と言われても、その会社から資金を引きあげる可能性は高いと思います。ROEを高める意志があると見ることができても、無理にROEの数字合わせをしたと見られる可能性もあり、投資家は離れるかもしれません。だから、その辺のバランスがすごく難しく、ROE目標を上げてくださいと私自身は言っているのですが、企業の行動が違う方向に向くと残念な気持ちになります。最近はそのようなことが結構あります。

ここからは今年のとめのような話ですが、「今後の中期経営計画の策定・実行における留意点」として三つ記載しています。一つは、ROE重視経営が目指す方向を再確認しましょう、そして何が経営の中心なのかを考えましょうということです。やはり営業利益率を高める、あるいは売上高を大き

くする、そして、それは利益を伴った成長を求めるとというのが、投資家が一番求めていることです。つまり、ROEだけ達成すれば良いとは考えていないのです。だから、単純なROEの向上だけでなく、自社の成長目標と組み合わせて考えてください。第一部の講義で中神さんが言ったように「膨張はやめてください」。ROEの向上は確かに求めたい。しかし、だからといってその成長をやめて、短期志向にならないでください。バランスをとってくださいというメッセージです。

次は『財務情報と非財務情報の組合せ』です。例えばオリエンタルランドさんの満足度の高い入場者数などの独自の定量目標は、非財務指標だと思います。あるいは財務指標・非財務指標ともに、現在地をどう考えるのか、それをどのように達成するのか、とMD&Aとして記載されていることが多い内容ですが、このようなものを投資家は求めています。それらの内容を組み合わせながら、情報発信力を強めてくださいというお話です。

さらに『コミュニケーション手段の重層化・双方化』ですが、アニュアルレポートについてお話ししますと、何を目標としてアニュアルレポートを書いているかが、分からない場合があります。事業説明パンフレットか、株主に向けたものか、あるいは利害関係者全員に向けたものかよく分からない場合があります。次に中期経営計画に関しては、投資家との対話の中でその中計を変更しなければならない事情が発生した際には、対応できる状況を作ってくださいということがあります。投資家の対話の中で、実際に聞いたことが反映されなければ意味がありません。双方向のコミュニケーションは、結果として何が変わるか、何に反映されるかということが重要という意味です。

続いて、本日の講義の二番目の話「日本の企業情報開示制度に関する動き」です。まず、安倍政権における経済関係の会議体を整理しました。この表で軸となるポイントは講義資料に赤字で記載している、「産業競争力会議」、「内閣府・国家戦略特別区域諮問会議」、「内閣府・規制改革会議」、「内閣府・経済財政諮問会議」の四つの定例会議と、青い枠で記載した研究会や、専門部会です。議論の進め方は大体決まっています、四つの会議の流れを中心にしながら、重要なテーマについて研究会や有識者会議を設置し、報告書を作成するという方法になっています。ガバナンスコードについてもその流れですし、これから話をする企業の情報開示についてもその流れです。きょうは、開示の話に集中しますが、開示に関する会議で注目してほしいのは経済産業省が開催し、2015年4月23日報告書が出ている「持続的成長に向けた企業と投資家の対話促進研究会」です。そして、その内容を踏まえながら、やや視点を変えた形で別途、金融庁金融審議会から2016年4月18日に「ディスクロージャーワーキング・グループ報告・建設的な対話の促進に向けて」という報告書が出ています。この2つはかなり連携していますので、この2つの内容を見ると、開示についてどのような方向で考えられているかが分かります。

金融審議会のディスクロージャーワーキング・グループでは、制度開示の整理・共通化・合理化という話が議論されていて、特に有価証券報告書の中にあるMD&A（マネージメントディスカッション&アナリシス：「業績等の概要」「対処すべき課題」「事業等のリスク」、「財政状態、経営成績及びキャッシュフローの状況の分析」に含まれる内容）の改善が一つ大きなテーマになっています。株主総会の7月以降開催への分散化については、理論的に考えれば7月以降の方が投資家と話しやすいはずなので、一部の企業が先行的に実施すると意外に浸透は早いのではないかと感じています。

講義資料にディスクロージャーワーキング・グループの内容について、いくつか書いています。日

本の開示制度は「会社法」「金融商品取引法」「証券取引所上場規則」のこの三つに準拠しており、多くの開示資料（報告書）が企業から出されています。この三つの内容が似ているうえに、作成に手間が掛かり、なおかつ提出時期も少しずつずれたりしているのが、何とかならないかというのが、もとのディスクロージャーワーキング・グループの問題意識です。結果として、意見はあまり集約されていません。ただ、どうかしなくてはいけないということから、まずは四半期開示の内容を少し変えて、その上でもう少し継続審議にしようというところで今のところ止まっています。各国の状況を考えると日本が上場会社に求める開示は多過ぎる。あるいは重複が多いのではないかという感じがあります。

次に、ヨーロッパの開示制度の状況です。出典は先ほども挙げた経済産業省が発表している「持続的成長に向けた企業と投資家の対話促進研究会報告書」です。この2015年の4月の報告書は大部です。そこにさまざまな情報が入っていますのでぜひご一読いただきたいと思います。その報告書の中では、ヨーロッパの開示制度について触れられていて、EU指令というものがある中で、それに対して各国法で対応していますという記載があります。EU指令はもちろん指令でしかありませんが、それがそれぞれの国の法律に落としこんでいます。会計指令に関しては英国、ドイツ、フランスは会社法で対応しています。透明性指令に関してはどちらかという、上場企業に対してのみ規定されていることなので、それぞれの国の証券取引法で対応されています。その中でどのようなことが求められているかを例としてお見せしようと思います。

英国で注目すべきは、ストラテジックレポート（戦略報告書）です。これは2013年10月以降に義務化されているものですが、取締役報告書をさらに細かくし、ひな型的な話し方を避けるという指導の元に、作られているものです。そのため、この報告書にはかなり経営者の気持ちが入っています。一つ一つの数字に対しての考え方や、将来性についての考えといったものが入っており、参考になります。

ここで一つ言いたいことは、英国のレポートは、法定開示ということですが、法定開示にもかかわらず自由に書かれています。日本では有価証券報告書は法定開示だから、自由に書けないという論調があります。しかし、英国の事例からすれば、日本においても有価証券報告書に自由に記載しても良いと思いますし、そうは言っても記載できないというのであればアニュアルレポートで自由に記載し、投資家とのコミュニケーションを取りやすくしてくださいというのが私の主張の一つです。

ドイツはEU指令にかなり忠実です。EU指令の中に、マネージメントレポートに関する記載の項目があります。ドイツでは、マネージメントレポートが、しっかりと書かれています。だから、ドイツのアニュアルレポートを見るときは、マネージメントレポートに注目してください。

日本では先ほどお話しした会社法、金融商品取引法、さらに取引所規則の要請に従った制度開示（2つの法定開示に取引所の要請を加えたもの）の他に、自分の会社のことをより知ってもらいたいとの意識からアニュアルレポートが任意開示として作成されているという状況です。アニュアルレポート法律や規則にしばられていないという意味では自由が利きます。他の国ではアニュアルレポートは、法律に縛られていますので記載することが決まっていますが、日本では自由に書くことができます。ただ、自由に書けるからといって、何を書いてもよいわけではなく、もちろんポイントがありますので「日本企業によるアニュアルレポート作成における留意点」を次にまとめました。

アニュアルレポートは、例えば中期計画や投資家向けの説明会とセットで考えた方がよいと思います。アニュアルレポートを書く上では何が必要で、何が重要なのか自分なりに考えたことを資料に三つ書きました。一つは、日本のアニュアルレポートは、確かに自由度は高いのですが、誰に向けて作成しているのかが分かりにくいという点です。事業の説明が記載内容の主体で、数字はほとんど書いていないというレポートもあれば、割と細かく数字を書いているものまで色々と幅が広いです。せっかく制作するのであれば、株主に読んでほしいのか、あるいは利害関係者全員に読んでほしいのか、最初にターゲットを決めたほうがよいと思います。その上で、数字を使いながら説明するのが良いと考えます。ただ、将来の見通しについては、書く場合と書かない場合あると思います。海外でも、将来の見通しまでは書いていない企業は結構あります。どこまで書けるか、あるいは誰に向けているかによっても違って来るので、これは「④誰に向けたアニュアルレポートであるかを明確にする」と連動していると思います。

あとは経営トップ、あるいは事業、財務の責任者の言葉を入れるかどうかですが、日経アニュアルレポートアワード2016でグランプリを取った中外製薬さんや準グランプリを受賞した三菱重工業さんの例を見ると、トップが数値目標、資本政策、株主還元ということに対し考え方だけでなく数値にまで言及してコメントしていることが印象的です。そこまで書いてもらおうと、やはりアニュアルレポート全体が締まります。トップが全体の方向性を示したあとで、それぞれの部門責任者や財務責任者が自分の言葉でその数字をどのように達成するかを語っています。さらに、社外取締役からもその方向性で動いていることに間違いのないとのコメントをもらい納得感を出しています。書き方の一例としてお話しいたしました。

海外の例に戻ると、アメリカのアニュアルレポートでは、トップの言葉をかなり重視しています。GEの例では25ページぐらいトップの言葉が続いた後に10-Kといわれる証券取引所に提出する資料が入ります。これは完全に株主向けの書類ということが書いてありますので、それはそれで一つの形だと思います。米国は会社法ではなく証券取引法の下で10-Kが作成されています。そして、取引所規則で、株主向け年次報告書（アニュアルレポート）の作成についての記載があります。

最後にフランスのアニュアルレポートですが、フランスは会社法が厳しくて、会社法に基づいたアニュアルレポートが、私が見た数社の事例では330ページぐらいありました。330ページあっては、記載内容が多すぎて誰も読まないということで、50ページ程度の概説をしたアニュアルレポートをそれぞれが作っています。それからもう一つ、サステナビリティレポートを書いている会社もあります。フランスのロレアルでは、アニュアルレポートと、サステナビリティレポートが作成されています。サステナビリティレポートは『Sharing Beauty With All』という題名が付いていて、2014年から作られています。それには数値に関することはほとんど記載されていません。しかし、アニュアルレポートには数値に関係することをしっかりと書いています。そのため、二つを見ると自然に連携するようになっています。やはりロレアルは、ビューティーを基本概念にしながら、それを実現することで数字を上げていることがその二つを見ると伝わってきます。それぞれをどのような形で提示することが一番投資家に伝わりやすいのかと考え、数字に落ちるものは落とし、数字に落ちないほうが良いと思うものがあるならば、別々にレポートを作成するという選択はあってもいいと思います。

最後は本日の講義の三番目の話になります。

これまで4年間、企業価値向上表彰の評価基準を見てきました。表彰の根底にあるのは、ROEを企業の人たちに分かってもらいたい、ROEを高める意義を広げたい、ということだと思っています。しかも、IR担当とか財務担当だけがそれを考えるのではなく、全社的にそれを一緒に共通価値として持ってもらいたいという思いが根本としてあり、徐々に広まってきていると思います。昨年、大きな動きとして、東証から表彰の二次選抜に残った約50社の社名が公表されました。これによって、各社にとっては目標の一つにしやすくなった部分があると思います。各社はこの約50社に入ること、ある程度ROEを重視し、結果も出し、かつ、全社的にもそれを浸透させようとしていると外部から評価を得ていると感じることができ、励みになると思います。そのような意味では、JPX日経インデックス400にも同様の流れがありました。JPX日経インデックス400が出たころには、「このインデックスに投資しても儲かるかどうかは分からない」という論調がありました。でも、東証がやるべきことは、買えばもうかるインデックスを作るのではなく、上場企業が何を目標とすべきかを示すことです。その結果として市場全体が底上げされることが目標だと思います。その意味ではJPX日経400に入らなかった企業は何故だろうと感じるわけです。その400社に入るために必要な施策を会社自身が考え、様々な取り組みを実施することになります。同様に、企業価値向上表彰についても、数社が発表されるだけではなく、50社が発表されることによって目標にしやすくなったと思います。

JPX400と企業価値向上表彰の基準は似ていますが、違いもあります。JPXインデックス400では定量的な指標によるスコアリングとして、ROE目標の3年平均、3年累積営業利益、時価総額の3項目からウェイトづけして評価しています。スコアリングウェイトはROE3年平均値で4割、累積営業利益で4割、時価総額で2割という評価になります。そのため、銘柄指定されるためには、ある程度会社の規模が必要となり、効率だけ求めてもJPXインデックス400には入れません。これらを踏まえるとJPX400は効率と成長の両方を求めていると私は理解しています。企業価値向上表彰でも、ROE基準の定め方や実績も大切です。しかし、それだけでなく、企業価値を上げるための仕組みが社内に浸透していないのであれば、それでは意味がないということも、はっきりと言っています。社内にどういう形で仕組みを落とし込んでいるか。そして、それを投資家にどのように伝えているかを見えています。昨年、大賞を受賞したピジョンさんも、PVAツリーやCCCツリーを使いながら説明し、実際にそれが市場、あるいは従業員に伝わっています。これは一昨年に大賞を受賞したオムロンさんでも同じです。つまり、ROEによって効率性を高めて実績を出したからそれだけでいいというわけではなく、どういう形で社内外に広めているかも重要ということです。何が求められているかは、はっきり出ていますので、それらを目標にすることにより市場全体が底上げにつながれば非常によいと思いますし、おそらく東京証券取引所もそのために頑張っているのだろうと私は理解しています。

大賞受賞企業の株価と日経平均株価の推移をグラフに示しました。この株価推移から言いたいことは大賞を取った時が株価のピークであったとかそういうことではありません。大賞を取った企業は、今までさまざまな苦勞をして、そこからはいあがり、良い体制を作ってきたというストーリーがあります。一時的に数値が悪かったとしても、恐らくまた立ち上がってくるのだろうと理解しています。そして、1社だけを表彰するのではなくて、50社を実質上表彰する形になりましたので、企業価値向上経営のけん引力は高まってきているように、私自身は感じています。

さて、残り時間がわずかになってきました。東証が昨年の大賞企業であるピジョンさんを選定する

にあたり、個別にどこに注目していたのかは、資料に記載しています。また、私の視点からも、中長期視点の投資家であれば、ピジョンさんのどのようなところに注目するかという点も資料に記載していますので、こちらも合わせて後ほどご覧ください。

さて、最後のまとめになりますが、言葉として私は本日の第一部の中神さんの講義でお話された「経営を磨く」という言葉が、最も響く感じがします。実は私と中神さんは「山を動かす研究会」というものを一緒にやっており、日本企業の「ROE」を高める必要性や高めるためには何が必要かということについて、議論し、積極的に発信しています。そこで言っていることは、ROEを高めてほしいということではあるのですが、ただ高めるということではなく、その根本では経営を磨くことが重要だと思っております。でも、経営を磨くという中では、自分たちが考えるだけではなく、いろいろなサポートが必要となります。それで、ひとりよがりになることなく情報発信もしてもらいたいと思いません。経営を磨くうえで投資家を使うのは、一つの選択だと思えます。あるいは目標として、東証が出している表彰の基準を参考にするのも一つの方法だと思えます。投資家と対話をしながら、基準となる数字を意識しながら、考え方のキャッチボールをしてもらい会社をどんどん変えていながら経営を磨いてもらいたい、ということが私自身の本日の結論です。ROEは経過的な目標でしかありません。これは最終的な目標ではなく、最終的に経営を磨いて、それがきちんと発信できて、それが社内に浸透すれば、結果的にROEは上がります。ROEは目標ではなく結果だと私自身は思っています。

それでは、このあたりで終わりにしたいと思います。皆様の会社が、中神さんが使っている言葉のように「売買（うりかい）される経営」ではなく「投資される経営」を進められることを心から願っております。どうもありがとうございました。

参考資料

- (1) 2016年9月12日開催「企業価値向上経営セミナー」次第
- (2) 講義1 (みさき投資株 中神 康議 氏) 講義資料
- (3) 講義2 (経営財務研究所 津森 信也 氏) 講義資料
- (4) 講義3 (みずほ証券株 杉浦 秀徳 氏) 講義資料 (一部抜粋)

東京証券取引所主催 企業価値向上経営セミナー
「企業価値向上経営の実践に向けて」
- 2016年度経営層向け研修プログラム -

2016年9月12日（月）13：30～17：35
於 日経ホール

13：30～13：35 主催者挨拶

13：35～14：35 **【第1部】投資者視点からの問題提起**

講師 みさき投資株式会社 代表取締役社長
中神康誠 氏

内容 「投資される経営 売買される経営」
＜主な講義内容＞

日々の事業経営からは見えづらい投資家の実態や分類を明らかにしたうえで、長期投資家ならではの考え方や投資ロジックについて解説し、長期投資される経営と短期売買される経営の分岐点を明らかにします。

-----（休憩 15分）-----

14：50～16：20 **【第2部】企業価値向上経営の意義や実践に向けた基礎知識の提供**

講師 経営財務研究所 所長／丸紅株式会社 理事
津森信也 氏

内容 「ROE経営－真実と誤解」
＜主な講義内容＞

企業価値の向上のためのROE経営について、必要性とその背景、自己資本政策の考え方、ROEの目標値の設定とその達成に向けて必要な経営の仕組みなどを具体的かつ実務的に解説します。

-----（休憩 15分）-----

16：35～17：35 **【第3部】企業価値向上経営の実践事例の紹介**

講師 みずほ証券株式会社 市場情報戦略部上級研究員／
京都大学経営管理大学院 特別教授
杉浦秀徳 氏

内容 「企業価値向上経営における企業情報開示のあり方と今後の課題」
＜主な講義内容＞

投資家との対話を企業価値向上に活かすために、投資家にとって有用性の高い情報とは何か、必要な情報をどのように組み立てて発信すればよいかなど、具体的な実践事例を中心に解説します。

【後援】日本IR協議会、日本証券アナリスト協会、日本証券業協会、日本投資顧問業協会、日本ベンチャーキャピタル協会、日本経済新聞社

2016年度経営層向け研修プログラム
企業価値向上セミナー「企業価値向上経営の実践に向けて」



投資される経営、売買される経営

2016年9月12日
みさき投資株式会社 中神康議





1. なぜ投資家は分かりづらい行動をとるのか ～ 投資家生態学



投資家を理解するための出発点

投資家という職業の「宿命」

■投資家とは「付加価値が薄い稼業」

➤上場企業投資でいえば、

- 誰もが買えるものを、誰もが買える値段で買い、
- なにも足すことなく、誰もが売る値段でしか売れない、という悲しいサガ・・・

■付加価値が薄いということは、「自分以外への何か」に依存する割合が大きいということ

➤投資先への依存度が極端に高い

- 鵜の目、鷹の目で割安株を探す
- 業績予想に、異常なほどエネルギーを傾ける
- 株価に対して、極端に神経質や保守的になる

■様々な方法を駆使・取捨選択して、なんとか「依存度の高さ」に対処しなければならない生物

➤「投資家の多様性」のみなもと

「投資家」は決して一様ではない

国内投資家 大型株投資家 個人投資家	VS. VS. VS.	海外投資家 中小型株投資家 機関投資家
パッシブ投資家 バリュー投資家	VS. VS.	アクティブ投資家 グロース投資家
順張り投資家	VS.	逆張り投資家
「早耳競争」投資家	VS.	長期ストーリー投資家
多数分散投資	VS.	少数厳選投資
長期(視点)投資家	VS.	短期投資家

我が国機関投資家の際立った二つの特徴

質問：投資期間はどの程度か？

(%)

	日本	ドイツ	USA
数日	6.7	0.8	2.0
数週間	16.8	13.2	0.7
2-6カ月	49.2	59.3	20.8
6-12カ月	19.1	21.3	38.9
数年	8.2	5.4	37.6
合計	100	100	100

■ 最も短期的な投資行動

質問：トレンドをフォローするタイプか？

(%)

	日本	ドイツ	USA
非常に強い	2.4	2.3	1.4
強い	27.2	13.5	4.1
やや強い	32.8	34.4	15.5
やや弱い	17.3	24.3	27.0
弱い	15.3	17.0	35.1
非常に弱い	5.2	8.5	16.9

■ 最も周囲に同調する投資行動

出所：M.Suto, L.Menkohoff and D.Beckman
(各国の機関投資家へのアンケート調査)

■ 日本市場は経営者からすると、最も付き合いづらいマーケットかも・・・

日本に「短期・順張り」投資家が多いのはなぜ？

＜経営側の問題＞

- 1960年以降（継続してデータが収集できる）一部上場企業1013社で
 - 3年に一回以上の頻度で過去最高益を更新できたのは12%（128社）
 - 年率5%に相当する利益成長を実現できたのはさらに少ない7%弱（69社）・・・
神戸大学三品教授の長期分析
- この10年間で株主資本コストを上回ってきた上場企業は25%しかない
 - 4分の3の企業が、「株主価値破壊企業」
「山を動かす研究会」の分析

＜市場側の問題＞

- 長期の「金主」がない・・・
 - （みなさんの企業年金基金は大丈夫ですか？）



2. 会社には(当たらずとも遠からずの)「絶対価値」がある



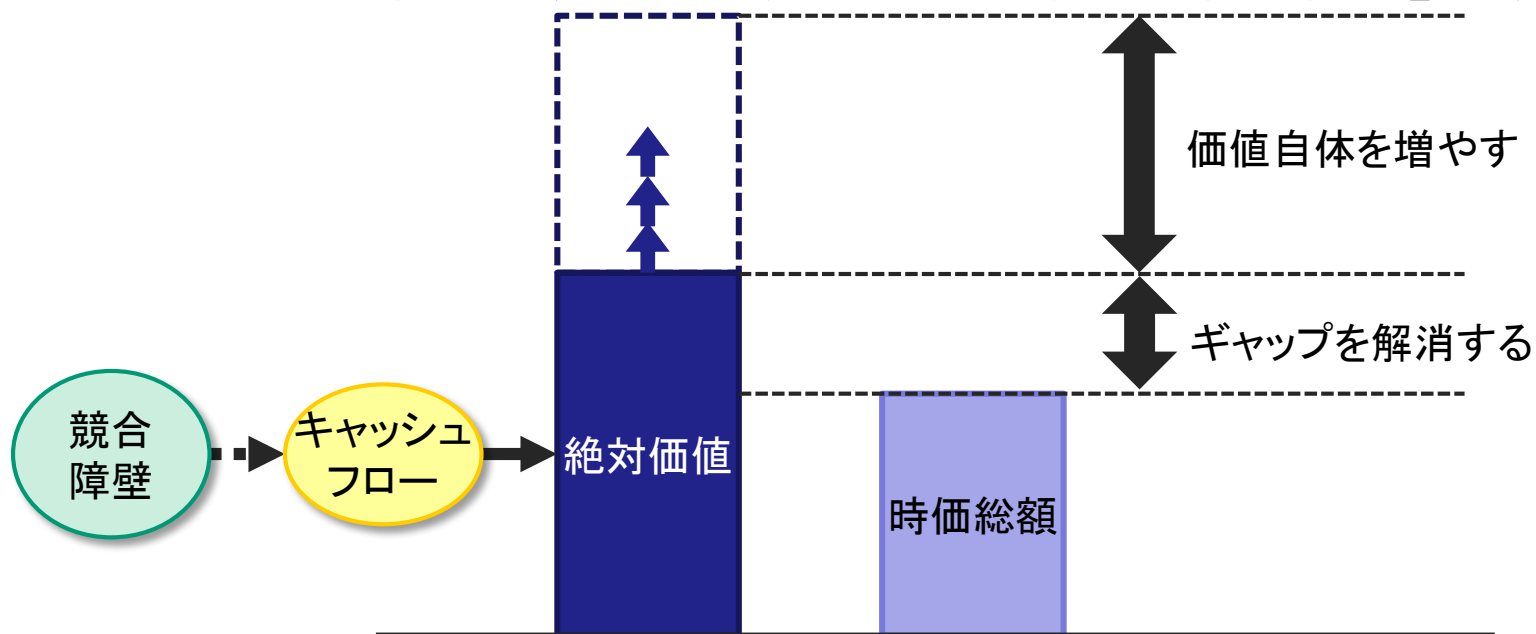
長期投資家の行動原理(1)

■ 周りに背を向ける

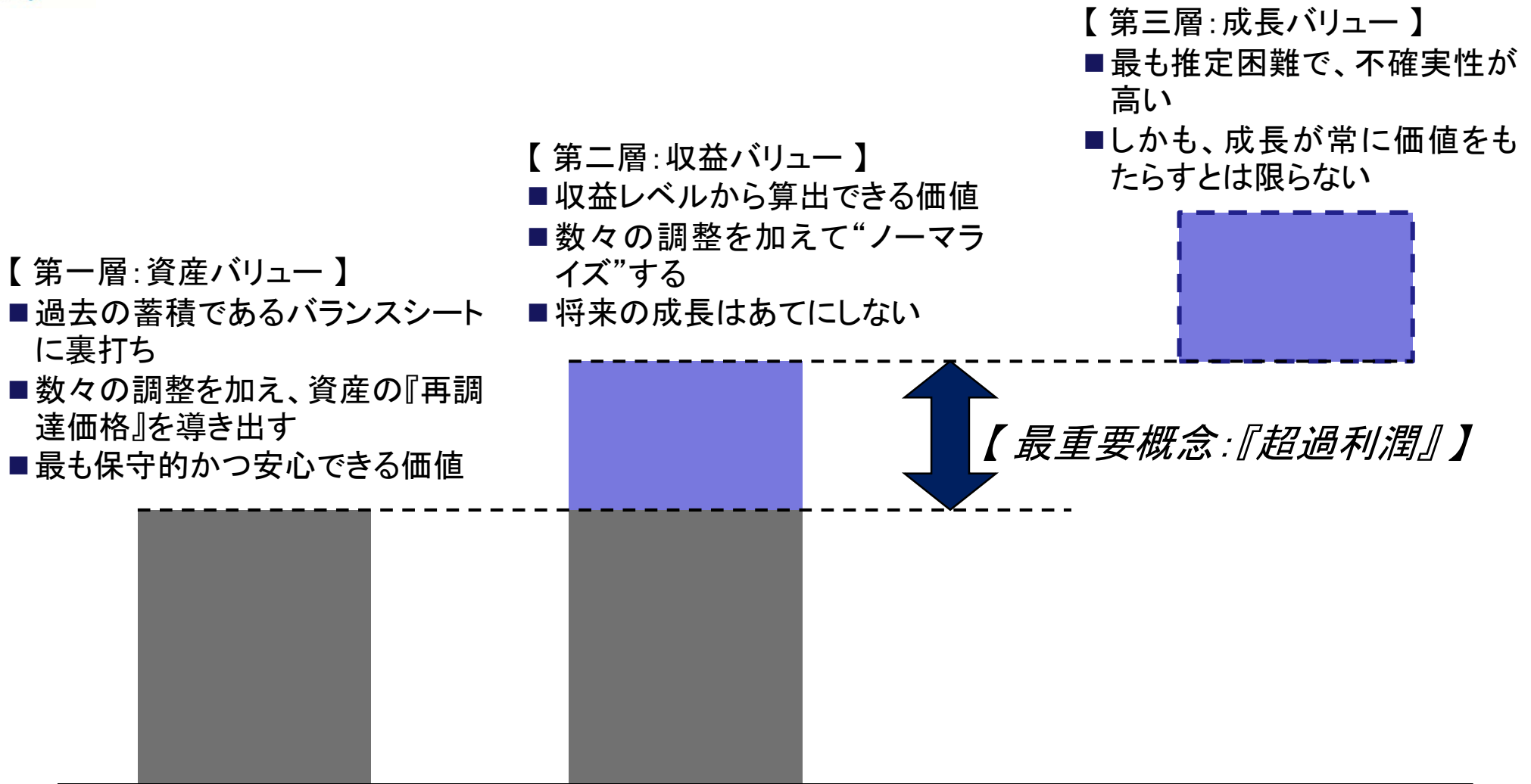
- PERやPBRといった「相対価格」は気にしない
- 会計上の利益は気にしない
- 周りと違う投資行動をとる
 - 極端に割安になった場合、大喜びで買い増す・買い支える
 - 極端に割高になった場合、冷やし玉を出す

■ 苦しくても自らの信念に従う。掘りどころを持つ

- 個別の会社には、(当たらずとも遠からずの)『絶対価値』がある



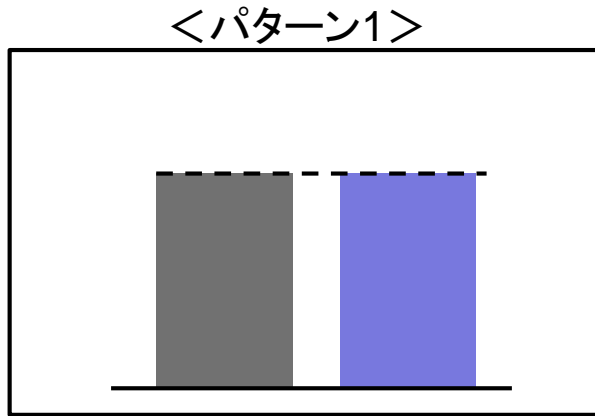
会社の「絶対価値」をどう算出するか



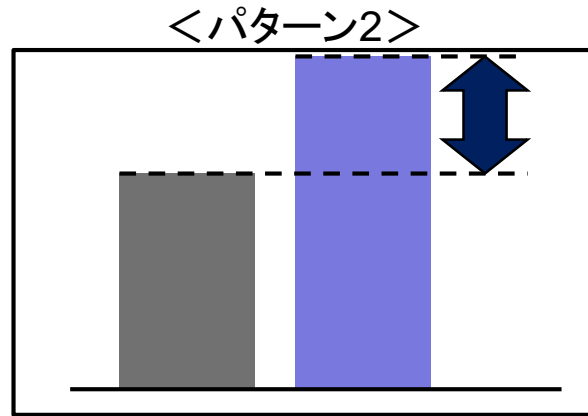
■『超過利潤』の有無が、長期投資される経営と、短期売買される経営の分岐点

『超過利潤』の意味するところ

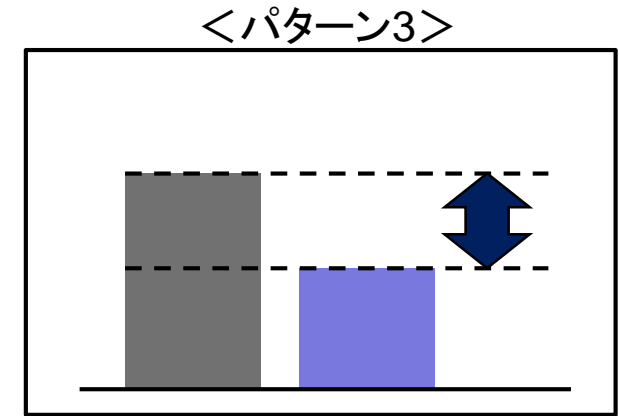
- 経済学の教えによれば、再調達価格を超えた収益などというものは本来、出るはずがない。
 - 再調達価格とはそもそも「超過利潤が出ないギリギリの価格」、という定義



- 経済学的均衡
- 理論どおりの状態



- 経済学的不均衡
 - 再調達価格を上回る価値
- 理論では説明できない「何か」
 - 経営者が素晴らしい手腕
 - or
 - ず抜けた競争障壁



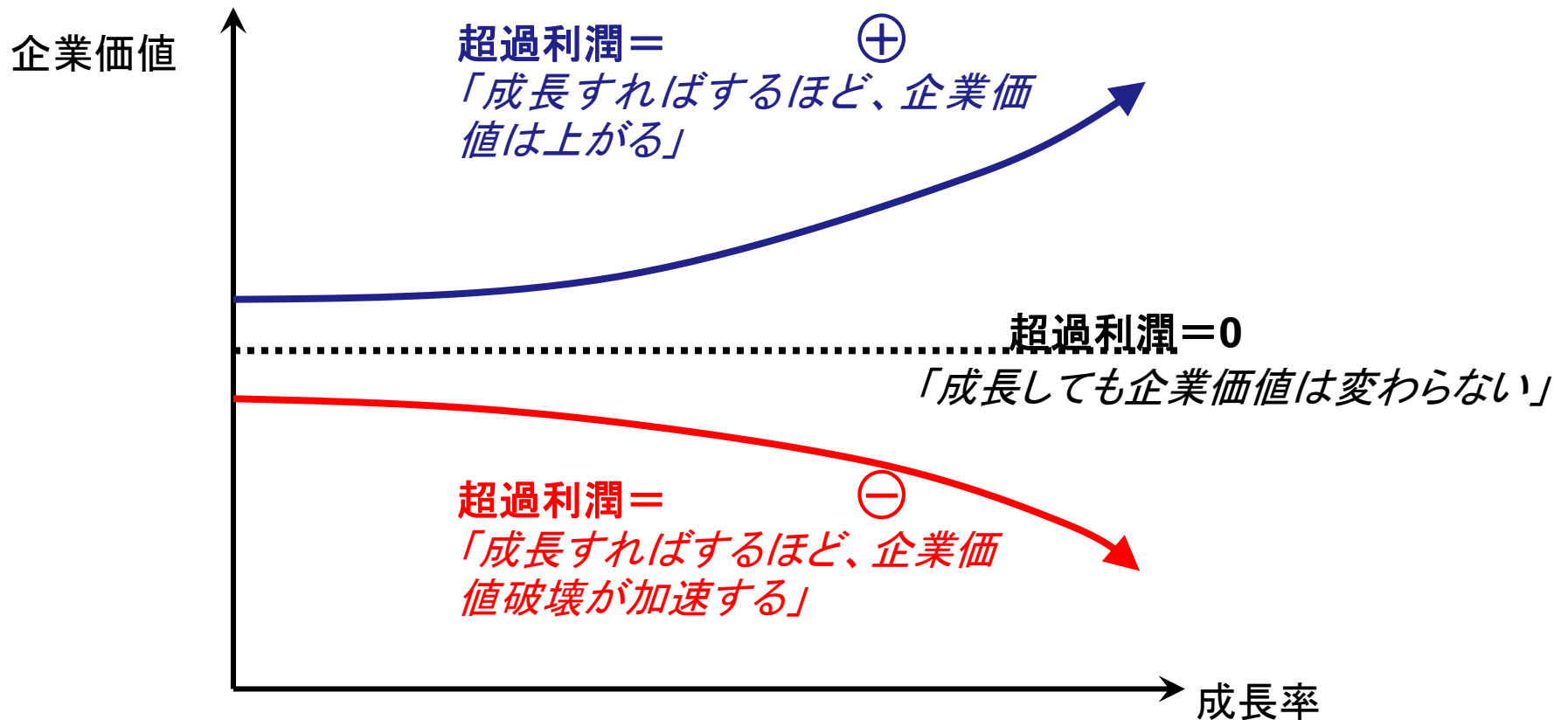
- 経済学的不均衡
 - 当然出る収益が出ていない
- 理論では説明できない「何か」
 - 経営者の手腕が劣悪
 - or
 - 産業全体が過剰設備



- 産業構造・競争障壁、そして経営手腕の分析に他ならない
 - 「付加価値が薄く、依存度が高い」投資稼業の成否を握る分析

「成長」の落とし穴

企業価値理論のABC



- 超過利潤を出せていない会社の成長バリューは、算定されもしない。
 - 超過利潤がマイナスの会社の成長は、単に価値破壊を加速するだけ



3. 持続的に価値が上がる会社とはどんな会社か？



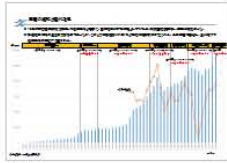
「長期投資家」とは「長期調査家」、でもある …… 初期調査内容



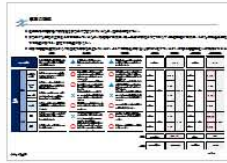
0



1



2



3



4



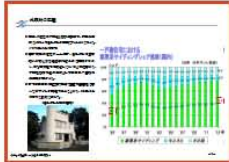
5



6



7



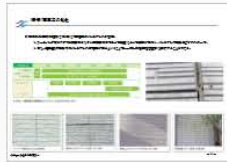
8



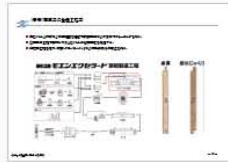
9



10



11



12



13



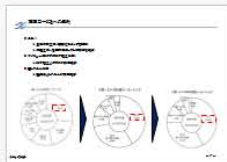
14



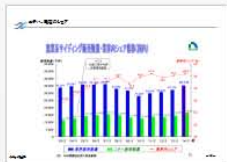
15



16



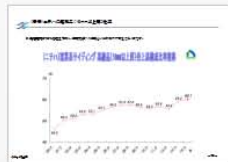
17



18



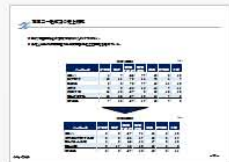
19



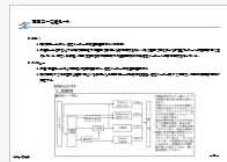
20



21



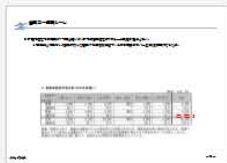
22



23



24



25



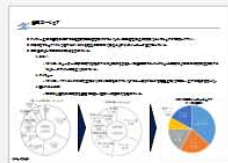
26



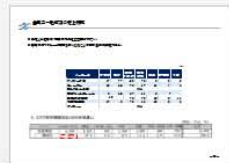
27



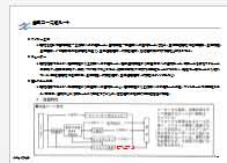
28



29



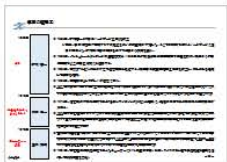
30



31



32



33



34



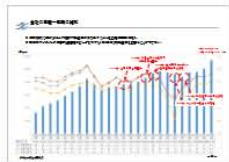
35



36



37



38



39



40



41



42



43



44



45



46



47



48



49



50



51



52



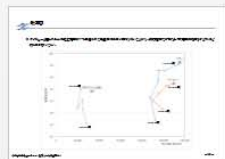
53



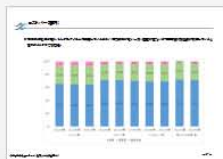
54



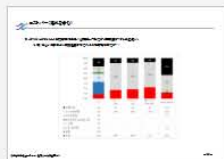
55



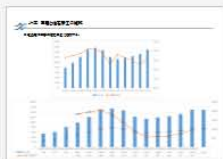
56



57



58



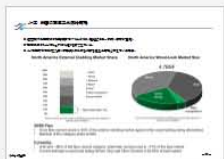
59



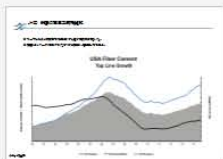
60



61



62



63



64



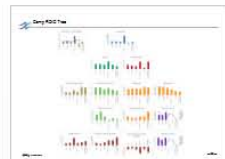
65



66



67



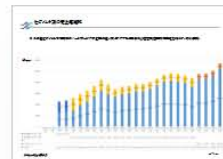
68



69



70



71



72



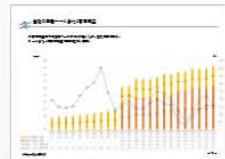
73



74



75



76



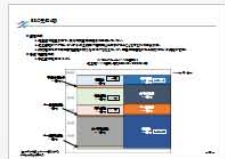
77



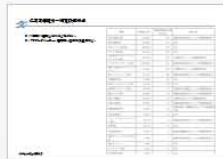
78



79



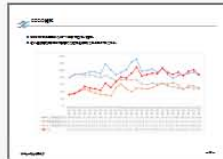
80



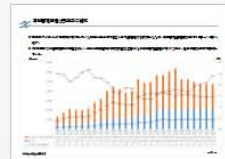
81



82



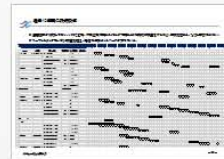
83



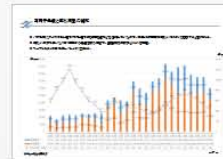
84



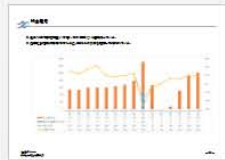
85



86



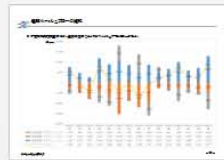
87



88



89



90



91



92



93



94



95



96



97



98



99

長期投資家の基本原理(2)

『みさきの公理』®

$$V = \left(b \times p \right)^m$$

持続的企業価値
の増大

(business)
『事業』
は優れているか?

- 独特の強みに根ざした「障壁」を築いているか?
- 競争優位を確保しているか?
 - 供給面での競争優位
 - 需要面での競争優位
- “ストーリー”
 - 「賢者の盲点」や好循環

(people)
『ヒト』
に賭けられるか?

- 経営陣は『HOP』か?
 - Hungry
 - Open
 - Public
- 組織運営はスムーズか?
 - Management Depth
はあるか
- 企業文化は健全か?

(management)
『経営』
は変わるのか?

- 事業戦略・経営戦略
- 事業ポートフォリオ管理
- 高収益体へのこだわり
- 投資/撤退基準
- 戦略的プライシング
- CCC
- SCM、在庫管理
- 組織・責任管理体制
- 最適資本構成
- 最適現金比率
- ガバナンス態勢
- 経営者報酬
- ...

投資される経営と売買される経営の分岐点(2)

$$V = \left(b \times p \right)^m$$

- 『b』や『p』は個別企業の固有性が高く、また、定数項になりがち
- しかし、『m』を磨きぬいていくことができれば絶対価値は持続的に上昇し、投資家も長期投資が容易になる
- 持続的価値増大を狙うとすれば、業種横断的・国境横断的に経営クオリティを観ている投資家との「対話」が有効なのではないか？



「長期投資」とは、経営者と(ごく一部の)投資家の共同作業の賜物

4. 「投資される経営」のための基本ガイド(抜粋)



ROEについて — センターピンを外していませんか？

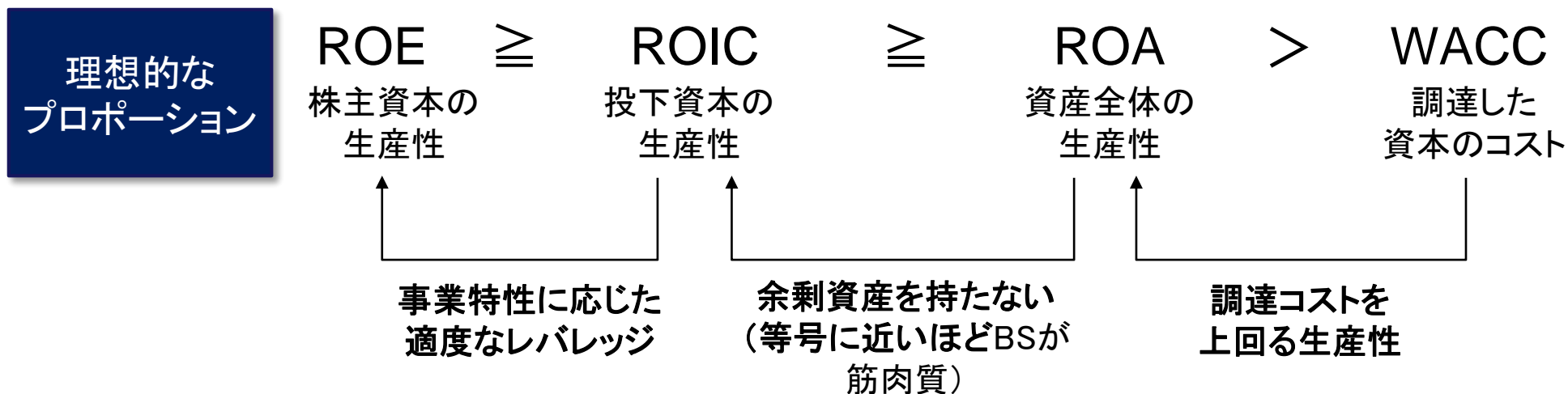
		ROE	マージン	回転率	レバレッジ
日本 Topix 500	製造業	6.8%	3.5%	0.92	1.89
	非製造業	6.5%	3.2%	0.88	2.25
	全体平均	6.7%	3.4%	0.91	1.99
<hr/>					
米国 S&P 500	製造業	18.3%	8.9%	0.84	2.28
	非製造業	14.7%	8.5%	0.59	2.37
	全体平均	16.3%	8.7%	0.74	2.33
<hr/>					
欧州 STOXX Europe 600	製造業	14.9%	6.9%	0.84	2.41
	非製造業	15.0%	7.9%	0.65	2.67
	全体平均	15.0%	7.4%	0.77	2.53

注：2006~2015年暦年ベース。金融業と異常値を除く。ROE、マージン、回転率、レバレッジはそれぞれ個社データの平均値であるため、後三者を掛け合わせてもROEとは一致しない。
出所：みさき投資株式会社

- 問題の核心は日本企業の「事業経営力」、そのものにある。
 - 敵対的アクティビストが主張する、資産回転率や財務レバレッジではない
 - 社外取締役を入れれば解決、という類のガバナンス問題でもない

資本生産性の理想的バランスとは？

- 長期投資家はROEを金科玉条にしているわけではない
 - いくつかの資本生産性指標を見ている
 - 中でも「純粋な事業収益力」を表すROICを重視する
- 指標間のバランスは、「経営のリトマス試験紙」



「リトマス試験紙」から見た事例

製造業A社

ROE 19% > ROIC 10% > ROA 8% < WACC 9%

- ROIC・ROAともにWACCを大きく超えているわけではない
- ROE自体は高いが、ROIC・ROAとの差が大きく、財務レバレッジで高いROEが出ているだけにすぎない可能性あり

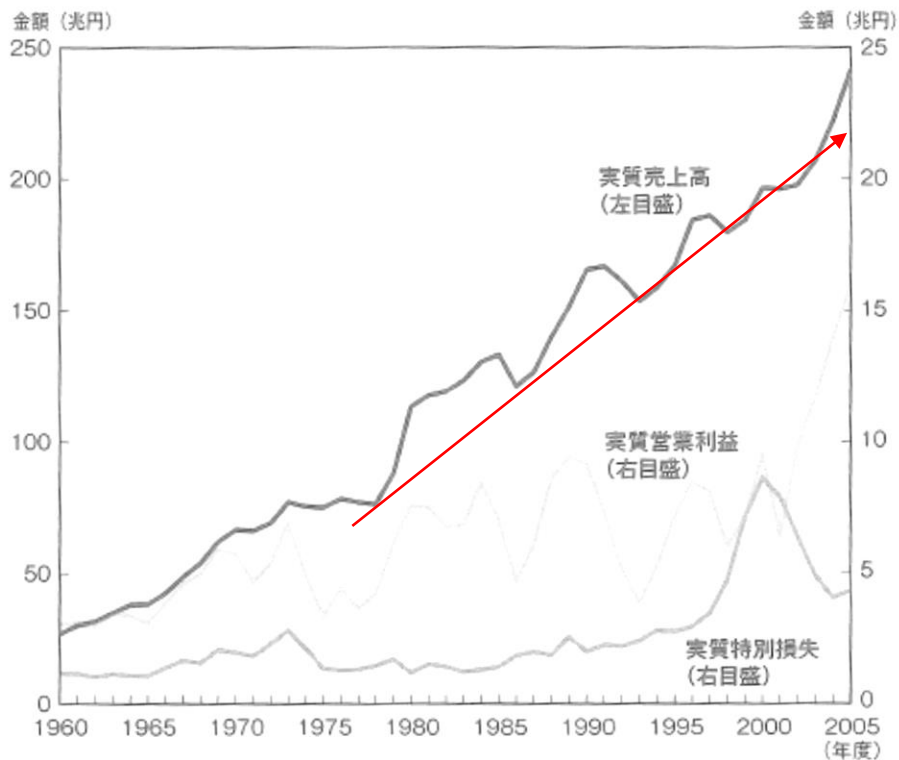
IT企業B社

ROE 40% < ROIC 160% > ROA 49% > WACC 8%

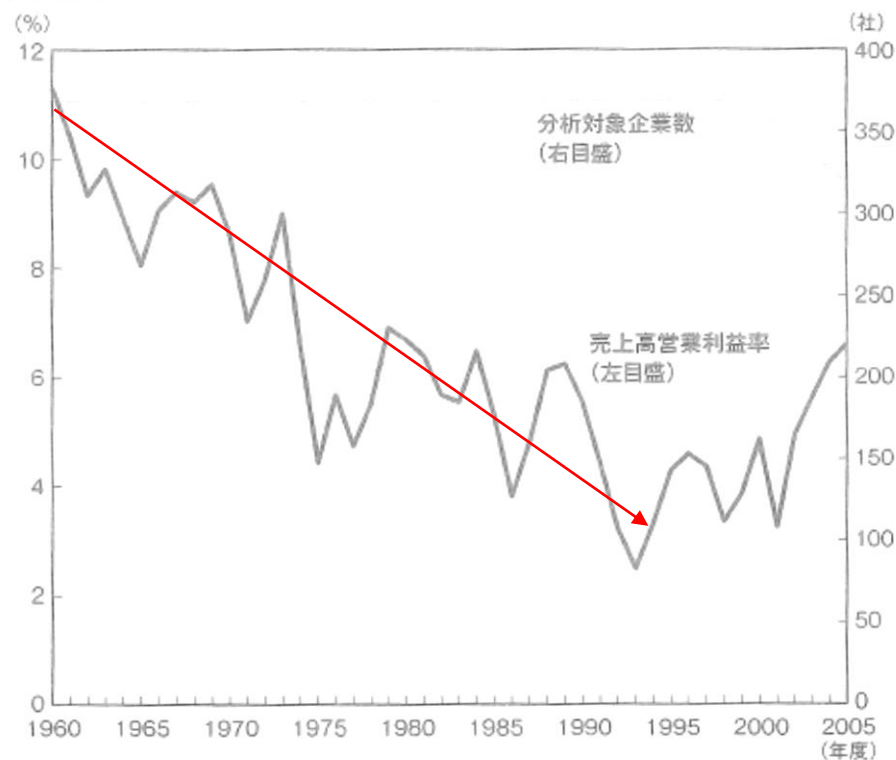
- どの資本生産性指標を見ても素晴らしく高いが、不等号の向きが正しくない
 - 保有現金をマネジメントしていないため、ROEがROICの4分の1になっている

成長について — 「成長」と「膨張」はまったく違う

【日本企業の売上高の推移】



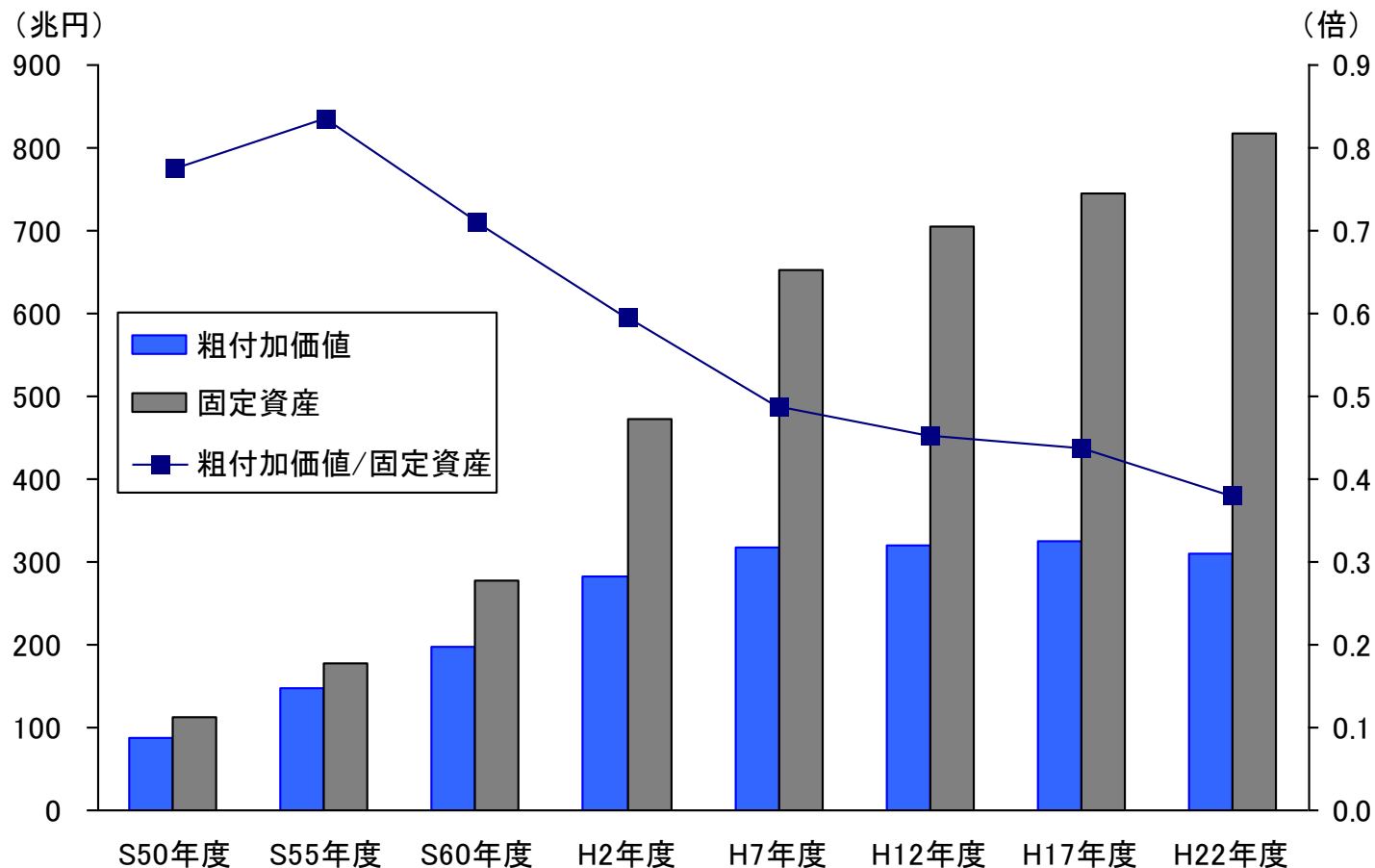
【日本企業の利益率の推移】



- 売上だけで見れば、日本企業は十分に成長している
 - 問題は利益「率」を削りながら、売上だけを追い求めていること

「成長」と「膨張」 — その投資判断、本当ですか？

【企業投資効率(粗付加価値/固定資産):全規模全産業】



注) 粗付加価値 = 付加価値 + 減価償却費
 出所: 財務省「法人企業統計」
 みさき投資株式会社分析

- 投資回収率はずっと下がってきたにもかかわらず、固定資産を積み上げている・・・
 - いまだ売上至上・成長至上主義？



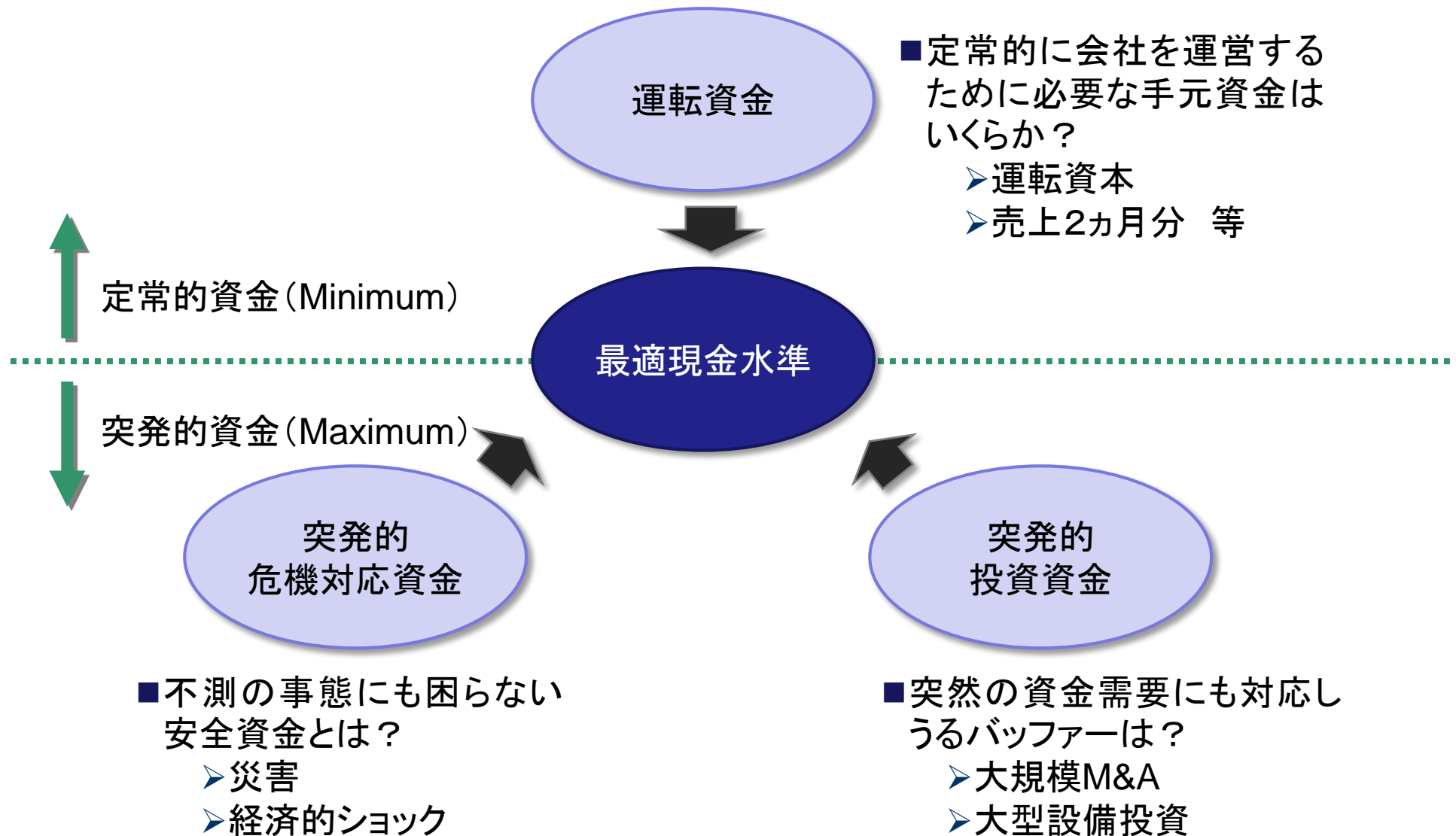
そのM&A、本当ですか？

日本企業による過去の大型海外企業買収の顛末

会社名(当時)	買収年	買収金額(億円)	対象国	対象企業	その後の経営状況
NTTドコモ	2000	11,380	米国	AT&Tワイヤレス	2004年に7,000億円で売却
JT	1999	9,400	(米国以外)	RJRインターナショナル	EBITDAは2000年の3.4億ドルから2006年に10.9億ドルに
松下電器	1990	7,800	米国	MCA	1995年に4,730億円で売却
ソニー	1989	6,440	米国	コロンビアピクチャーズ	1994年にのれん代償却で3,100億円の損失
NTT	2000	6,000	米国	ベリオ	2005年までに計8,000億円の評価損を計上
NTTドコモ	2000	4,080	オランダ	KPNモバイル	2005年に750億円で売却
ブリヂストン	1988	3,300	米国	ファイアストーン	追加経営支援後、93.12期に黒字化
古河電工	2001	2,800	米国	ルーセントの光ファイバー事業	04.3期にリストラ。特損1,663億円
日立	2002	2,500	米国	IBMのHDD事業	07.3期に評価損1,600億円
NEC	1995	2,000	米国	パッカードベル	1999年に清算。特損1,900億円
三菱地所	1989	2,000	米国	ロックフェラーセンター	1995年にChapter11。評価損1,500億円
富士通	1990	1,900	英国	ICL	03.3期まで赤字
新日鉱HD	1988	1,500	米国	ゲールド	1994年に清算。損失額920億円
富士通	1997	1,000	米国	アムダール	大型汎用機から撤退。北米事業は05.3期に黒字化

■その勢い、後輩たちにつけを負わすことになりませんか？

最適現金水準について - フレームワークを持って考える

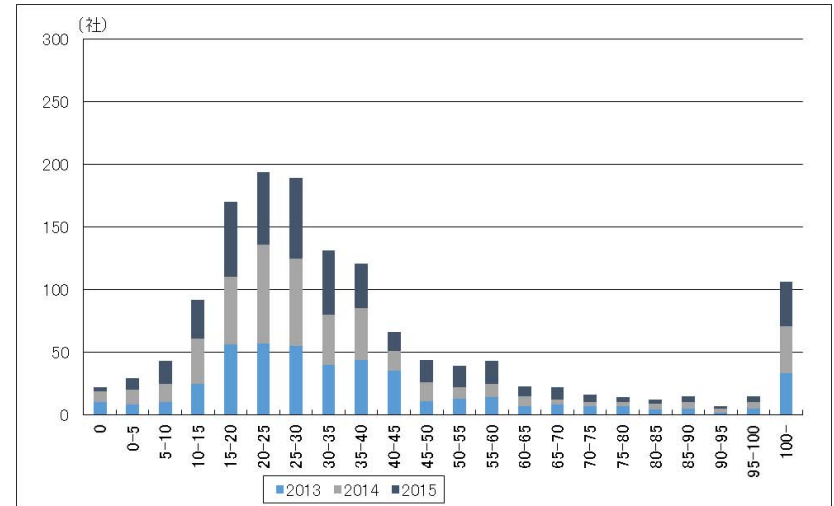
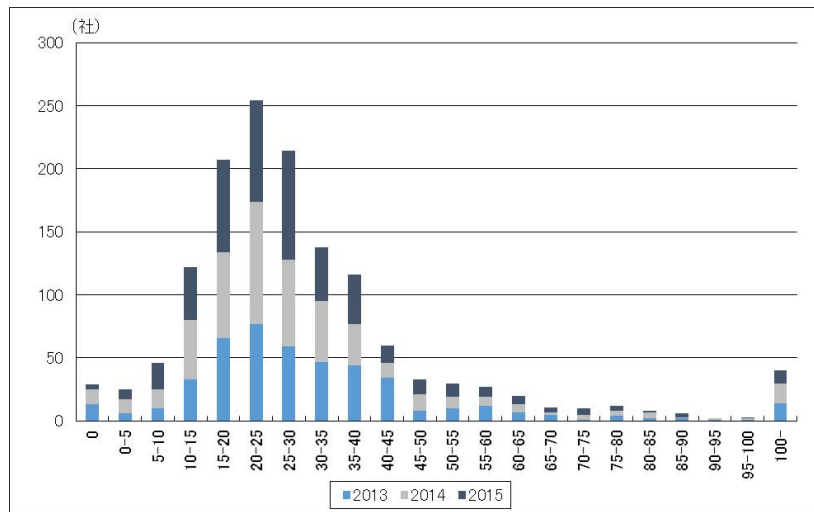


株主還元について — 長期投資家が嫌いなことは何か？

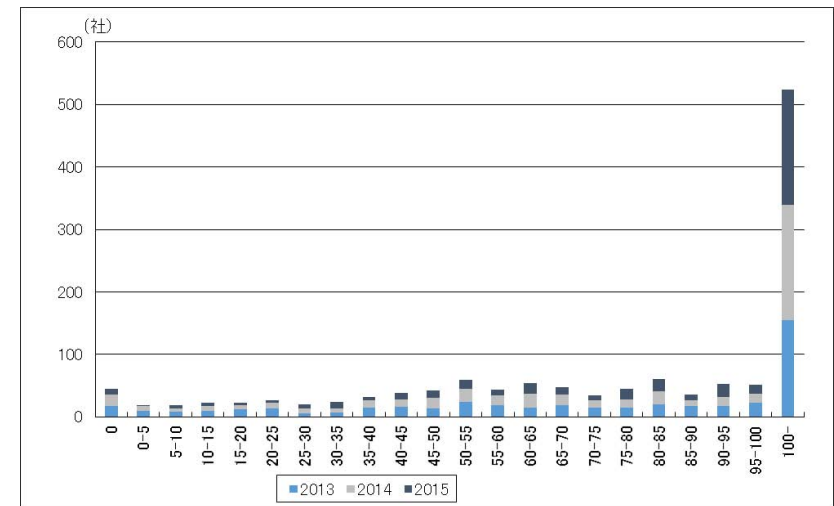
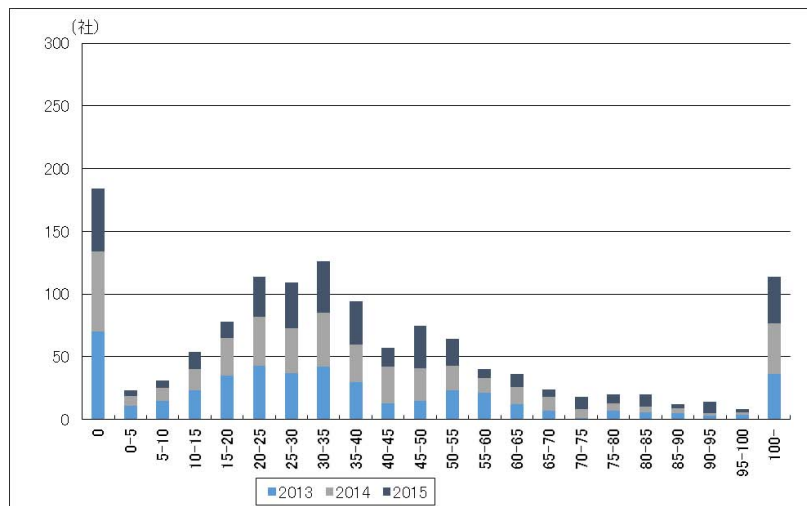
【配当性向】

【総還元性向】

日本企業



米国企業



長期投資家が嫌いなこと、好きなこと

■ 小手先の数字合わせや横並び思考、思考停止や観念論、ゆるみ…

➤ 「経営は固有解」

- 教科書論や物真似で競争に勝っていけるほど甘いものではない
- 世の中がどう動こうとも、なにが流行りになろうとも、自らの内なる声に従い、自己を律しながら経営していくしか道はない…



■ 倦まずたゆまずゆるまず、「m」を改善することに燃えている経営者がいるのか、いないのか？

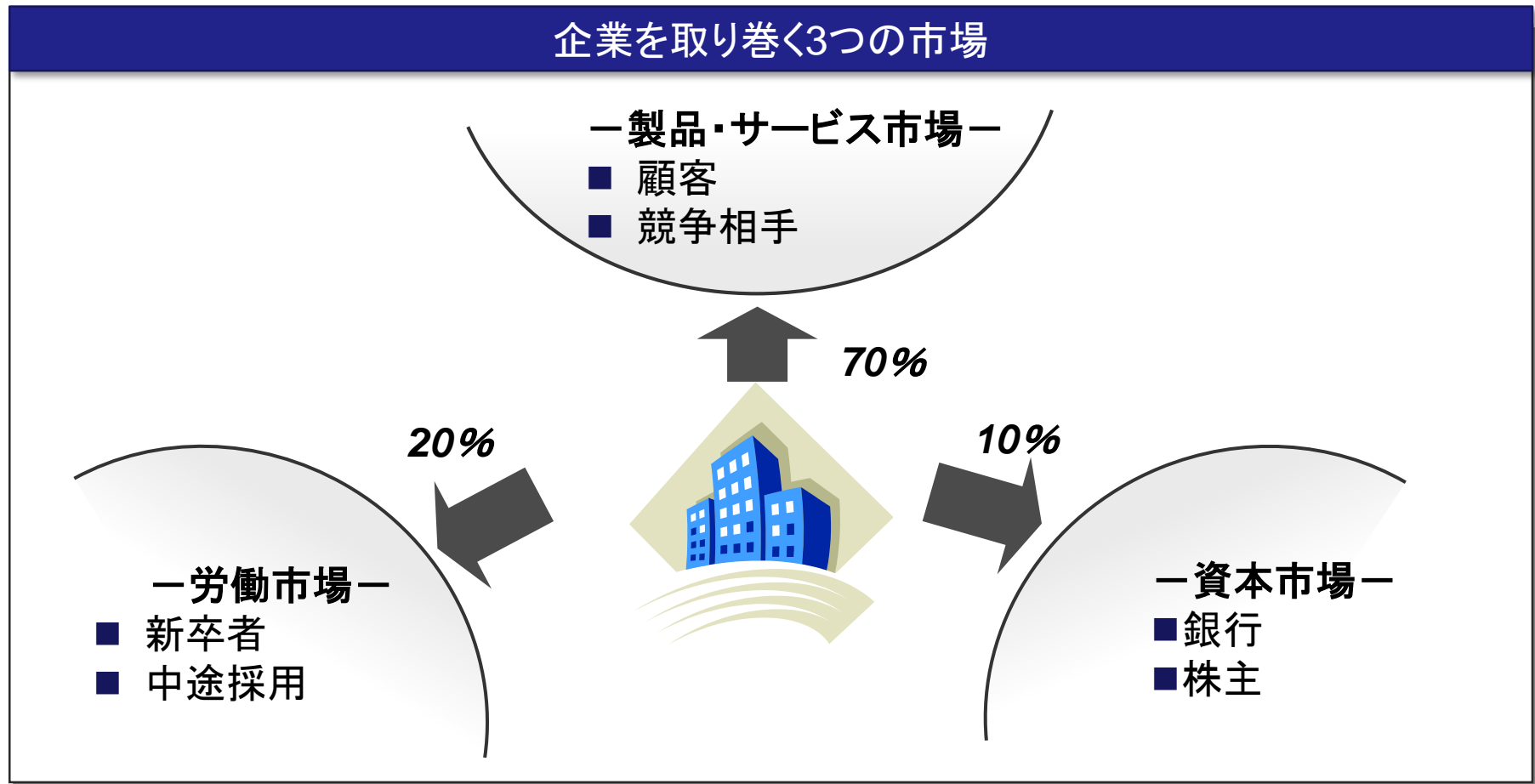
- 長期投資、最大の敵は行動がブレること
- 行動がブレるか、ブレないかの最後の砦は「この人に最後まで賭けられるか？」



■ 「この人が好き、この人の自己規律が好き、だからこの人の経営に賭けたい」という『感情』

- 実はこれこそが「投資される経営 売買される経営」の最大の分岐点

最後に残された経営フロンティア？



- 「経営進化は常に市場との接点から産まれる」という事実
 - 世界一厳しい顧客に品質を鍛えられ、また、世界に誇る労使協調体制を構築してきた日本企業
- 次は、(一部の)投資家の率直な意見に虚心坦懐に耳を傾け、新たな経営フロンティアを切り拓いてゆくことが日本企業経営の進化の切り口ではないか

企業経営者に考えてもらいたいこと

日立製作所 川村隆元会長のコメント

「誰にとっても、自分を100%客観的に見るのは難しい。どうしても鼻肩目(ひいきめ)に見てしまう。」

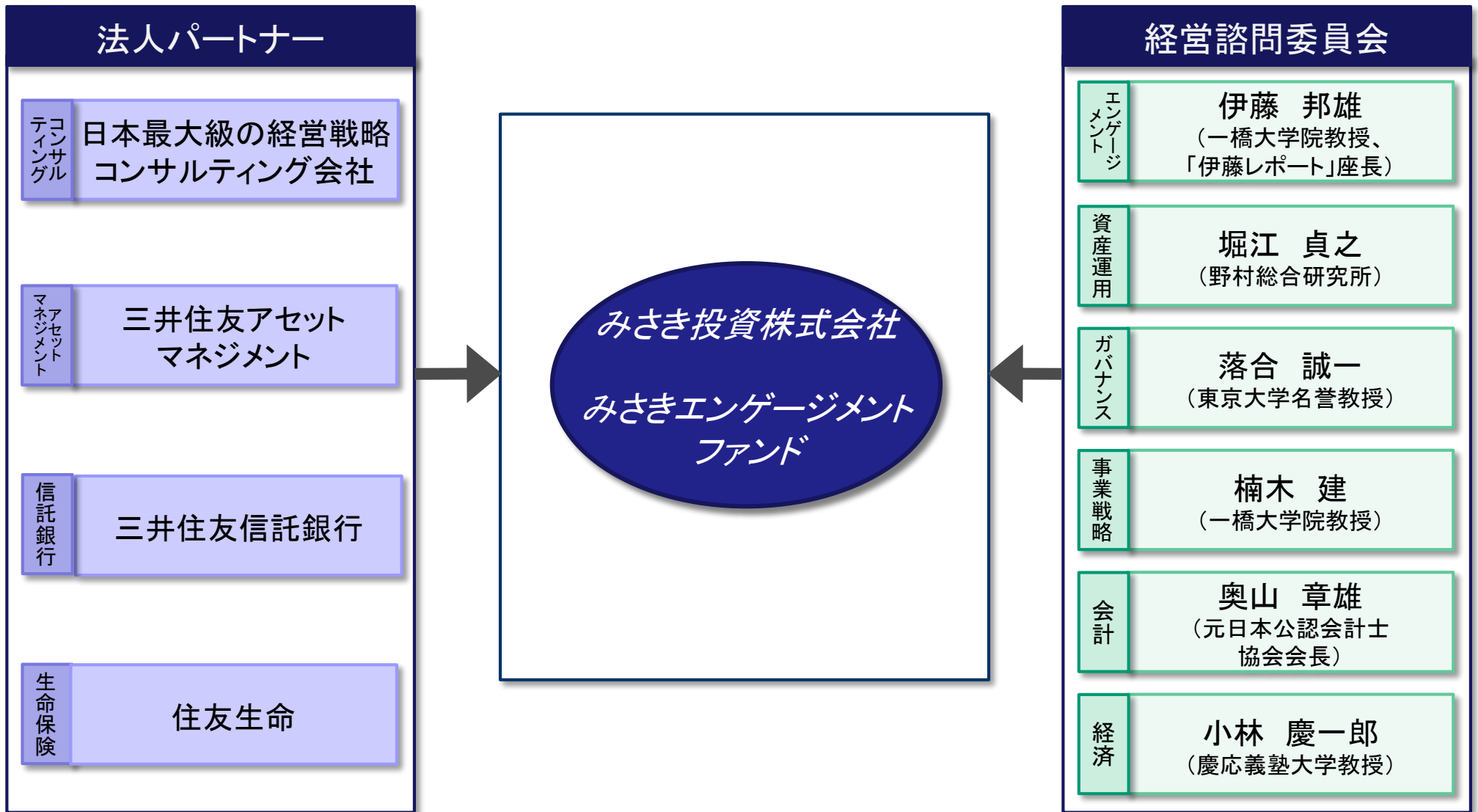
「客観的な目は色々あるが、代表格は例えばカメラである。自分の顔や容姿、ゴルフやスキーのフォームを写真で見て、あっと驚いたり、文句を言ったりする人は多い。自分はこんな年寄り顔じゃないとか、こんなヘッピー腰のスキーヤーじゃないなどと言う。しかし、必ずカメラの方が正しい。」

「会社も同じで、中にいる人はなかなか自分の会社を客観視できないことも多い。うちの会社の評価は低すぎるとか、株価がこんなに低いのはおかしい、などと言う。」

「会社の評価の際、カメラの役割をするものの一つは、機関投資家の目である。鼻肩目無しの客観評価には、社内から『実態を知らない連中がこんな厳しい評価をするなんて』と恨み節が出るが、大抵は機関投資家が正しく、自分達が甘いのだ。」

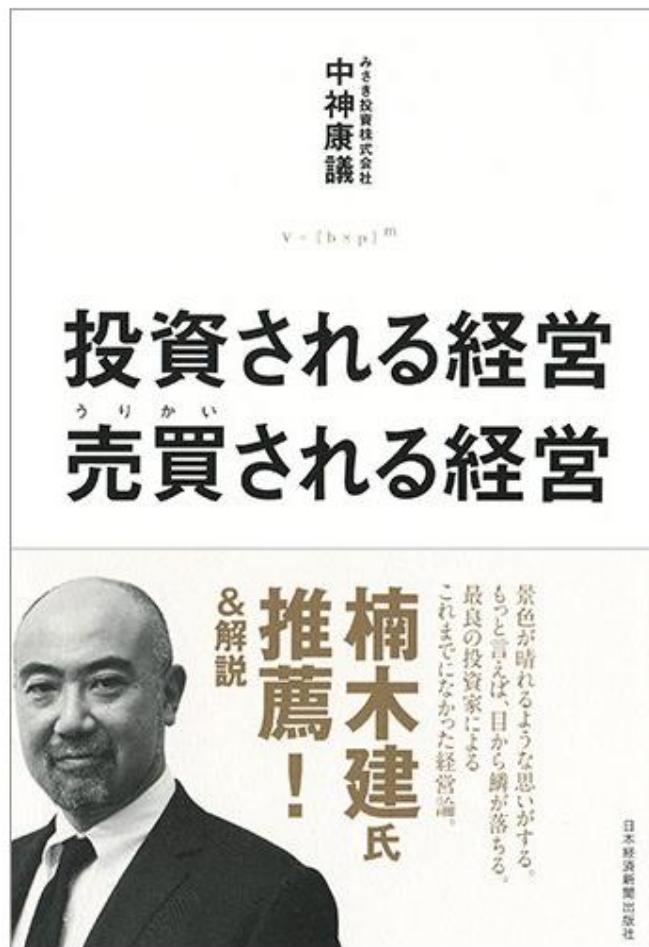
日本経済新聞夕刊 2012年6月11日夕刊

みさきエンゲージメントファンドのチーム体制



■各界を代表する企業・有識者の方々とともに、「日本発エンゲージメント投資」モデルを世に問う

『投資される経営 売買される経営』



■面白かったと思われたら、ぜひご一読を！

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

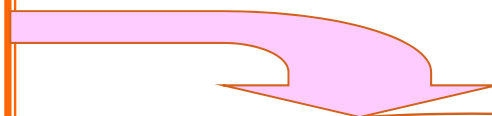


- 自社の存続と持続的发展



- 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



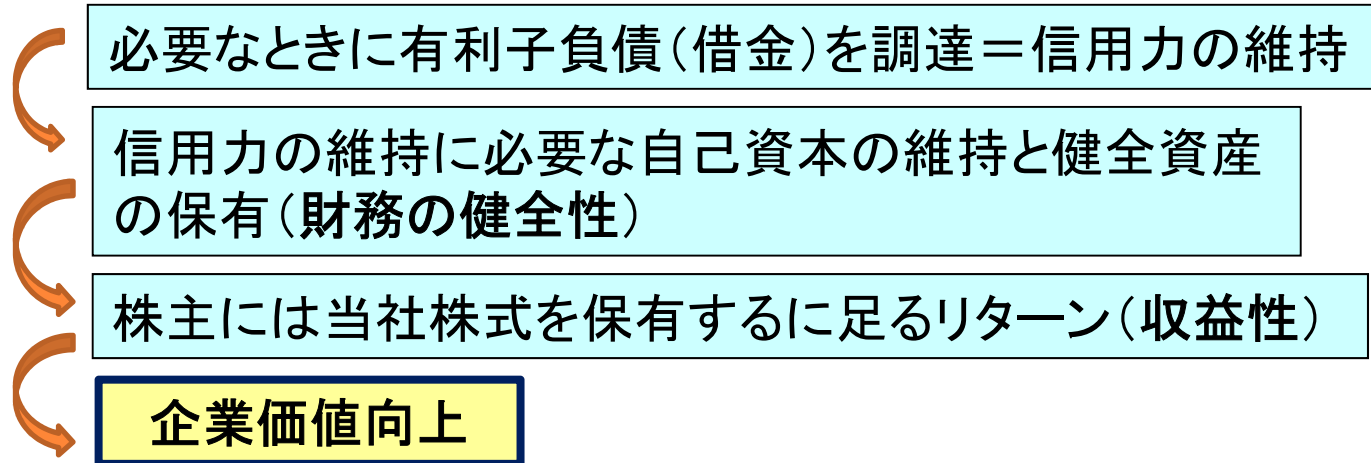
企業価値の向上

「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

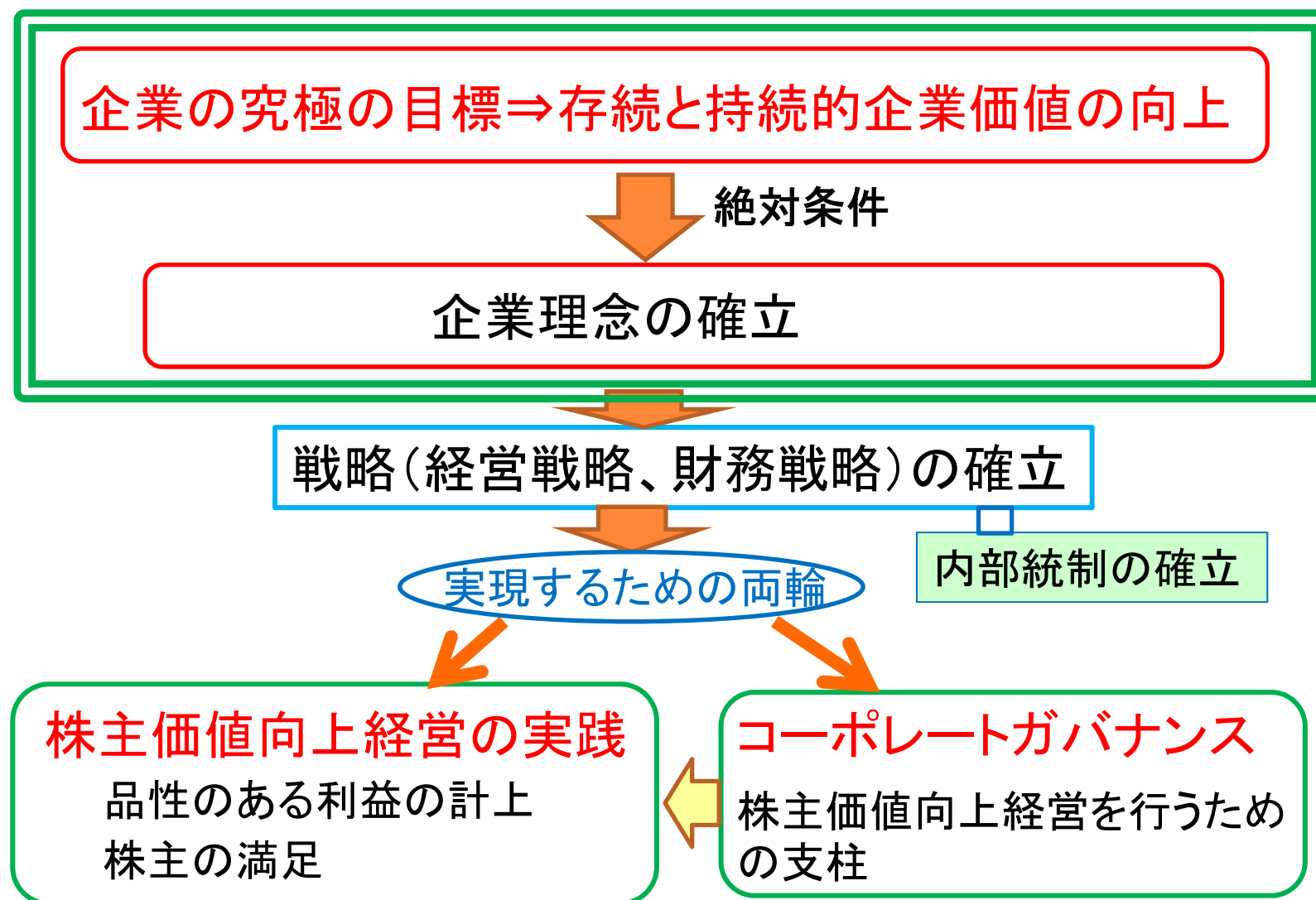
- 疑問を感じる例
 - 「最高の技術で最高の製品を作り、社会に貢献します。」
 - 「価値を創造して社会に貢献します」(＝儲けることが理念です)

↓

 - 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**。



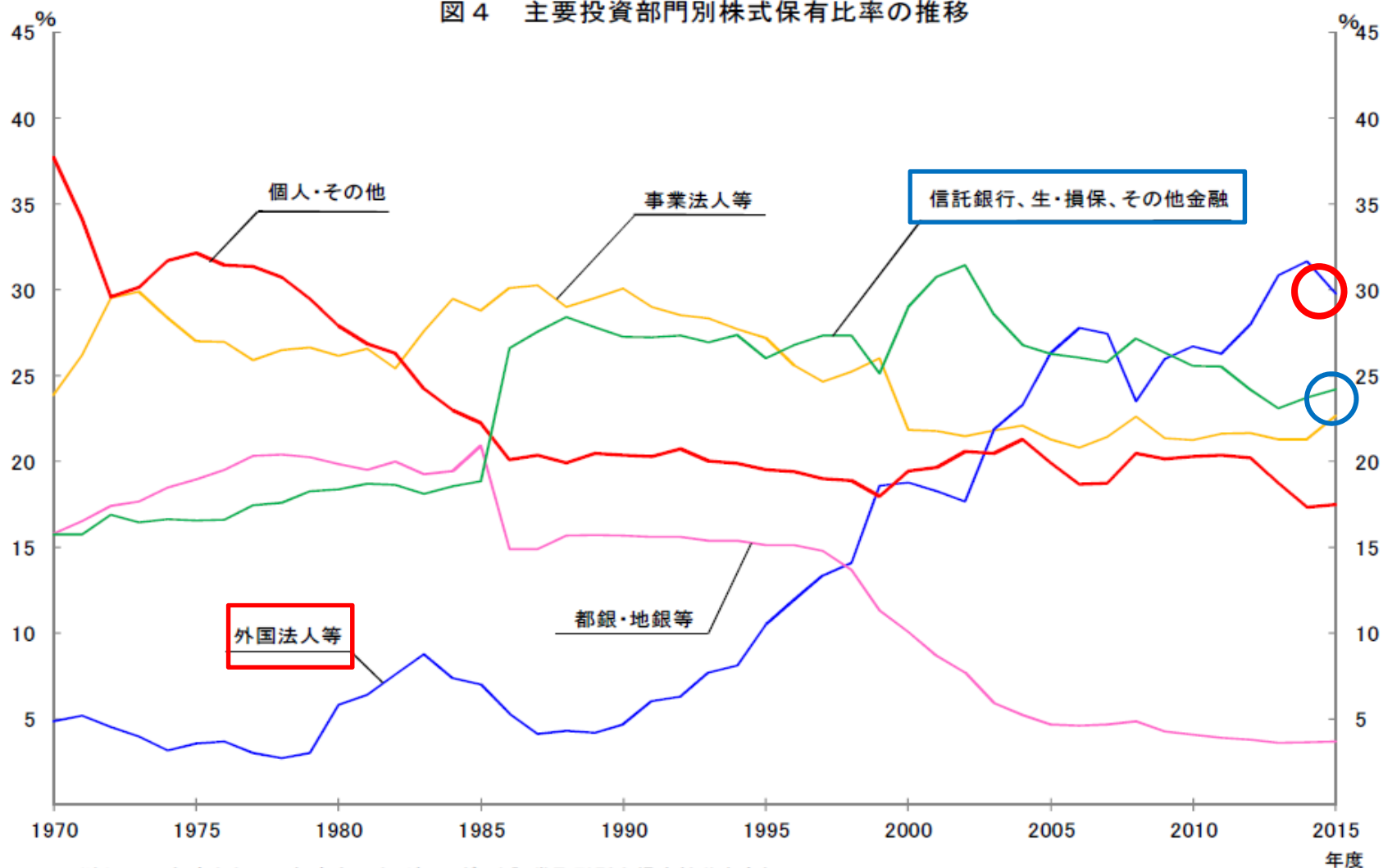
- 社内各部門にそれぞれの目標額を割当てて必要がある ⇒ How?

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・コードとステュワードシップ・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「ステュワードシップ・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

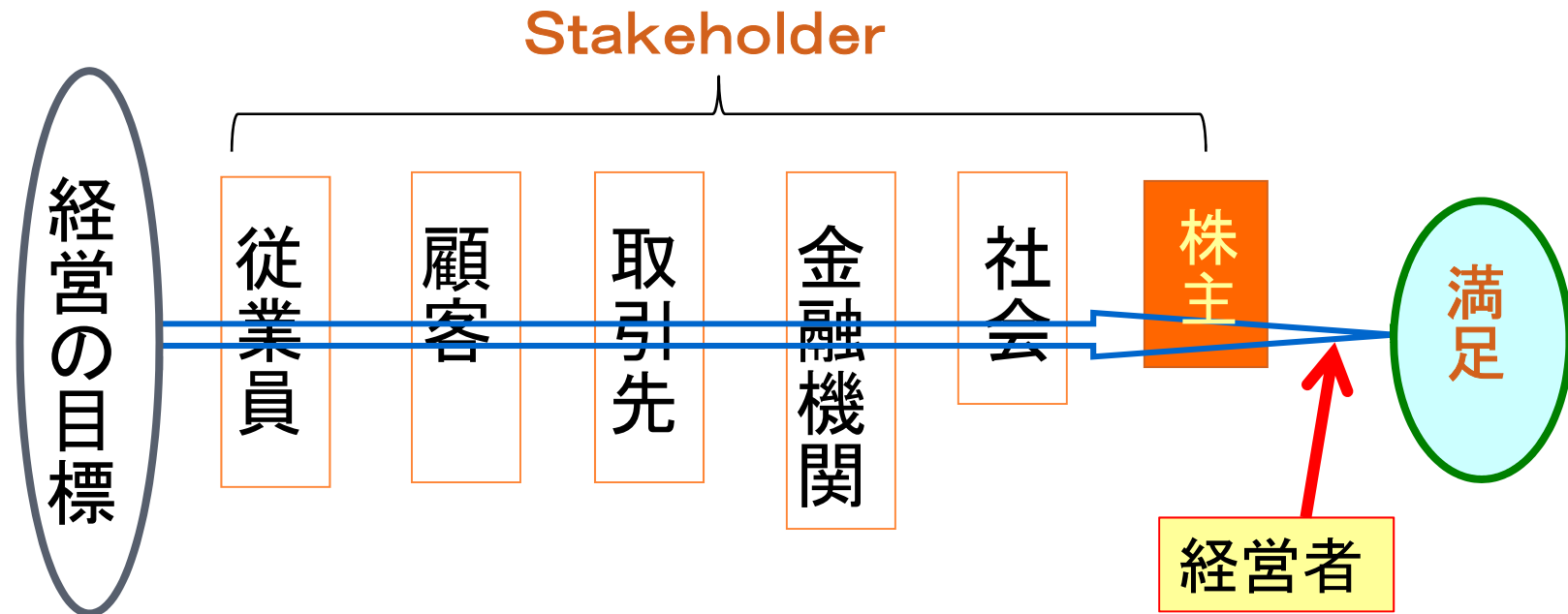
2-1 企業は誰のために経営されるべきか

- 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

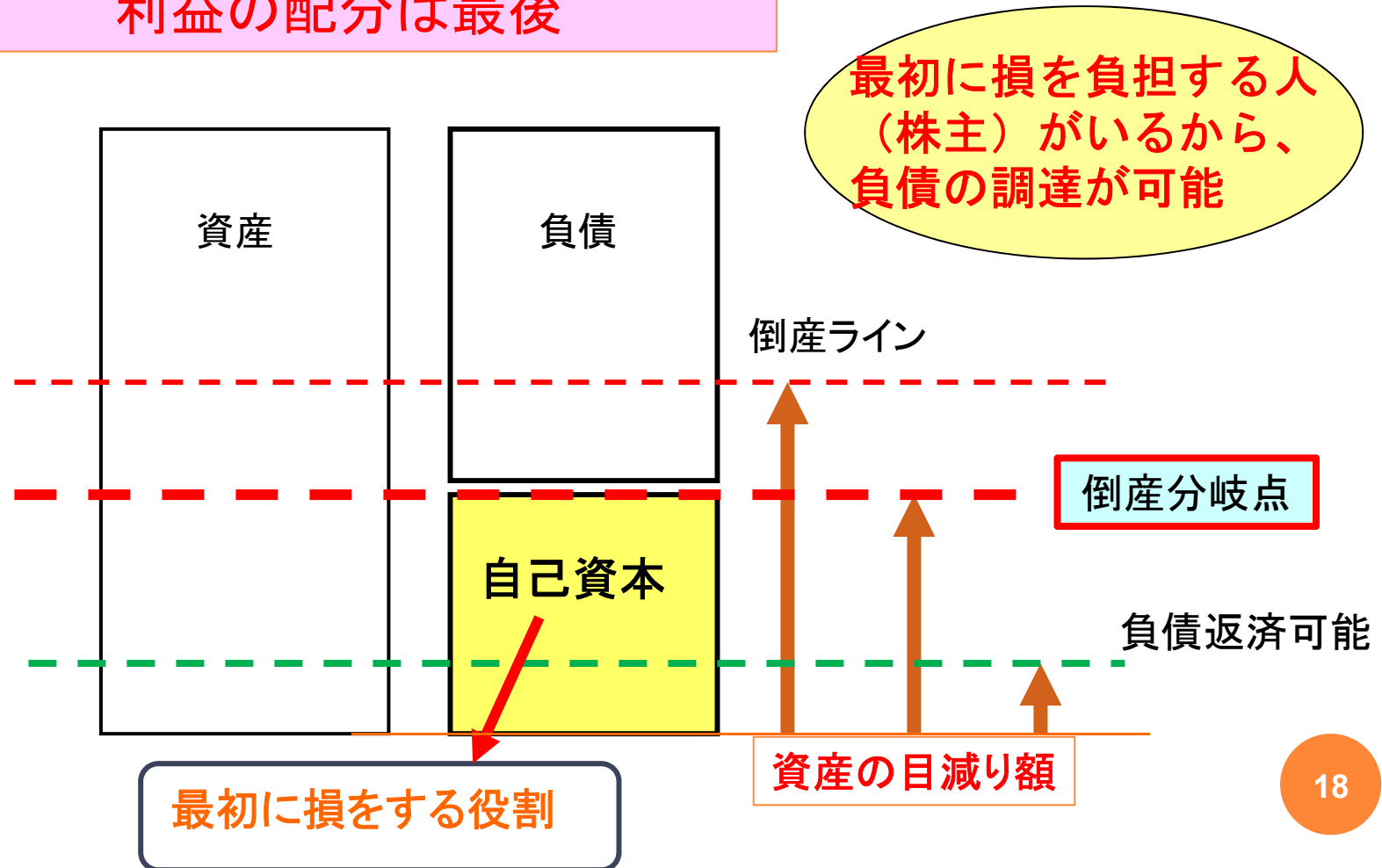


多くの誤解⇒株主価値経営とは株主最優先経営

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%
有形固体資産	× 60%
子会社投資・その他投資 ・無形固定資産	× 100%

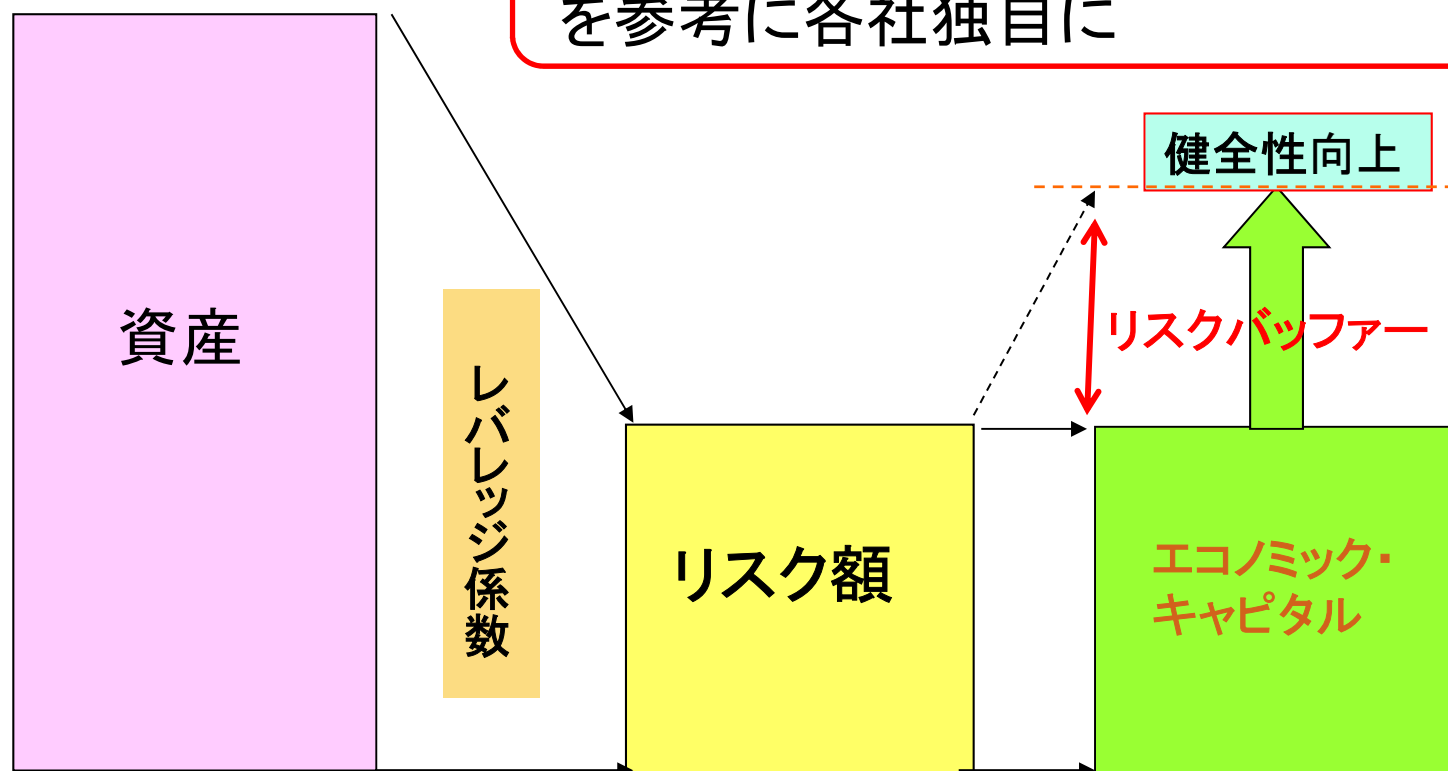
リスク額・エコノミック・キャピタル

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？」

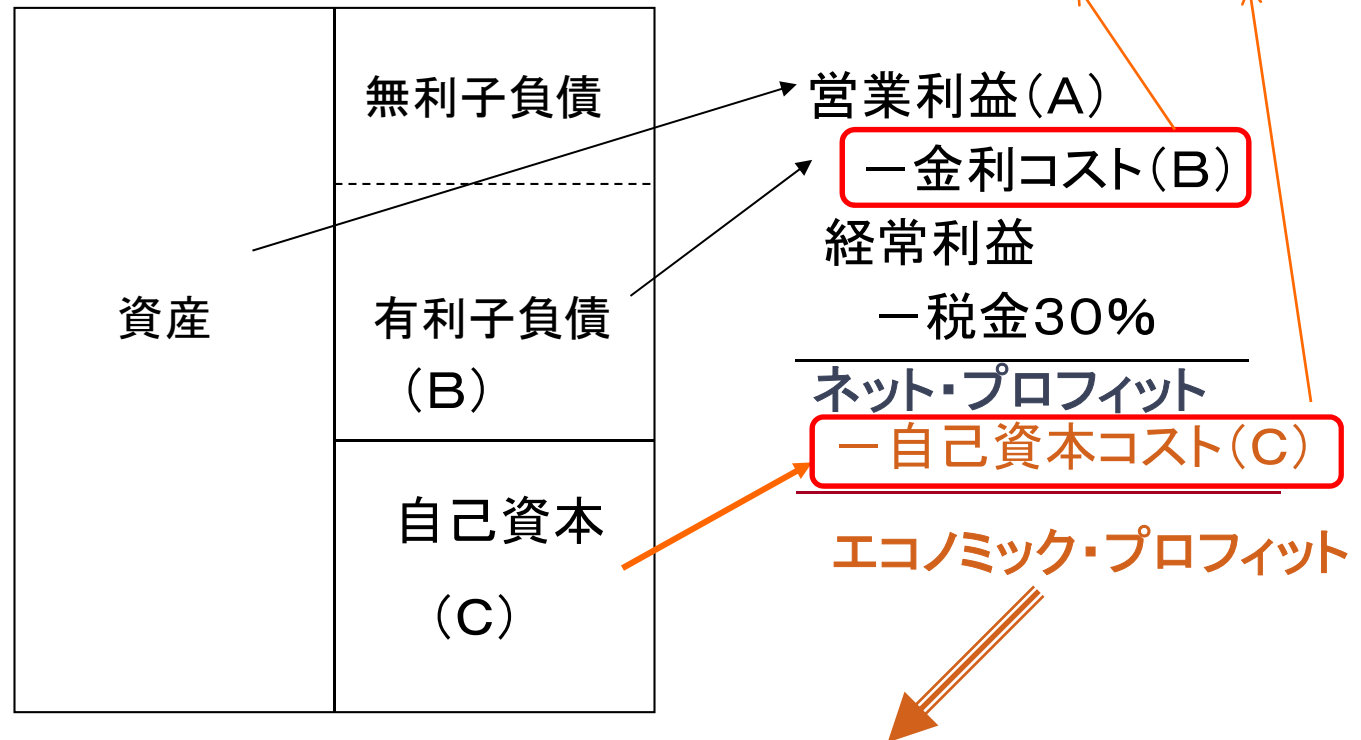
受講生の回答(上場企業の取締役、部長クラス):

「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)

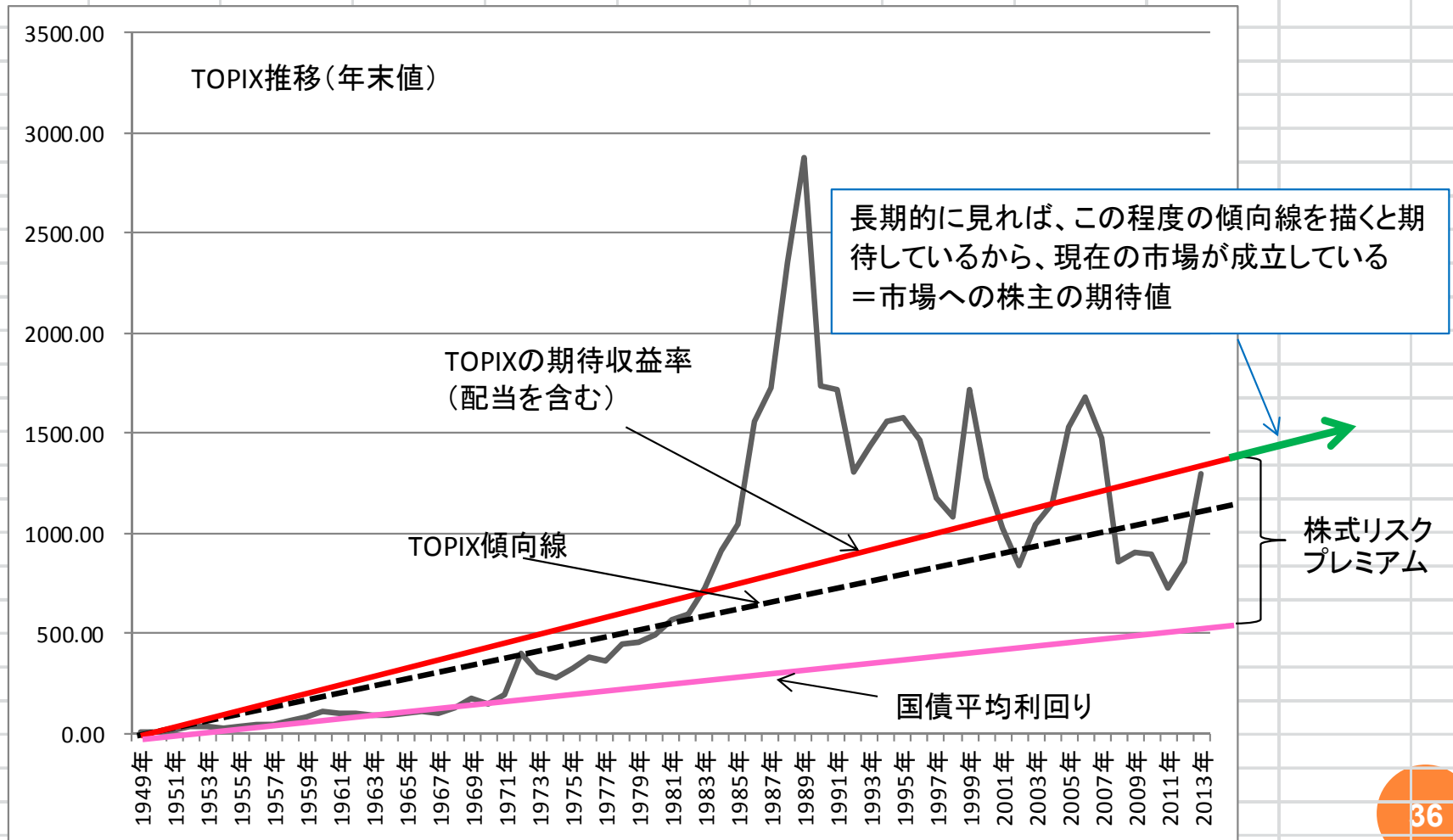
自己資本コスト = リスクフリー・レート
+ 株式市場のリスクプレミアム $\times \beta$

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

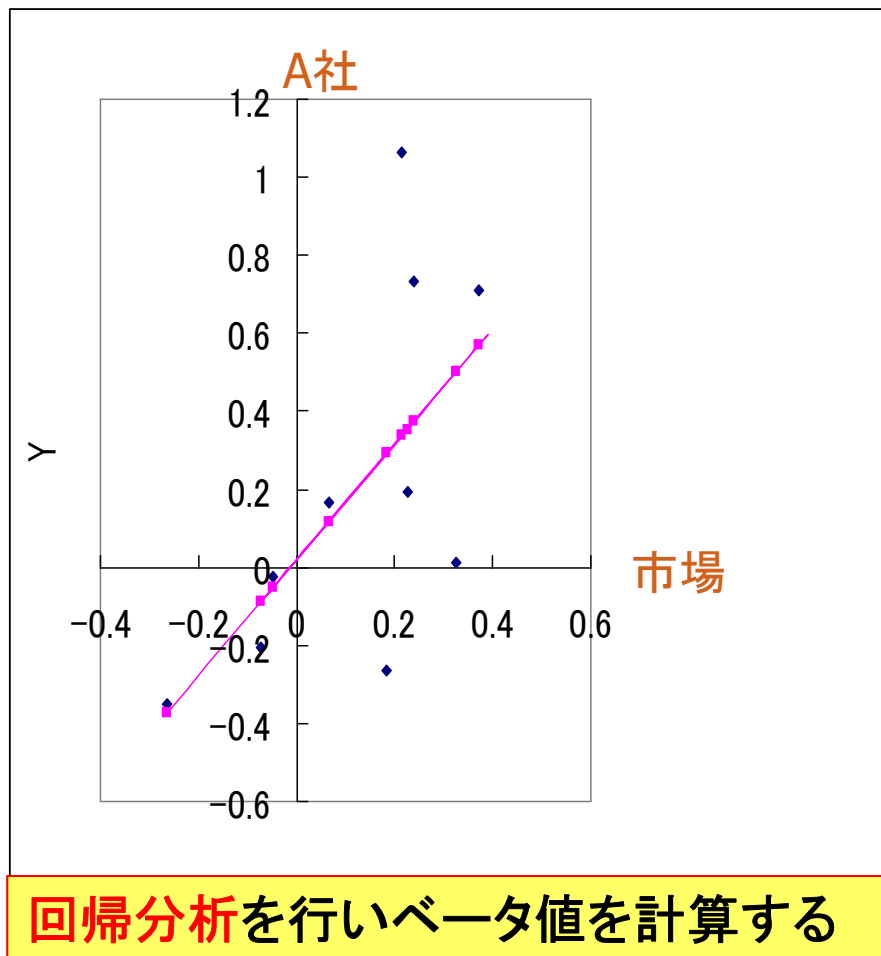
4-7 株式リスクプレミアム-考え方



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。

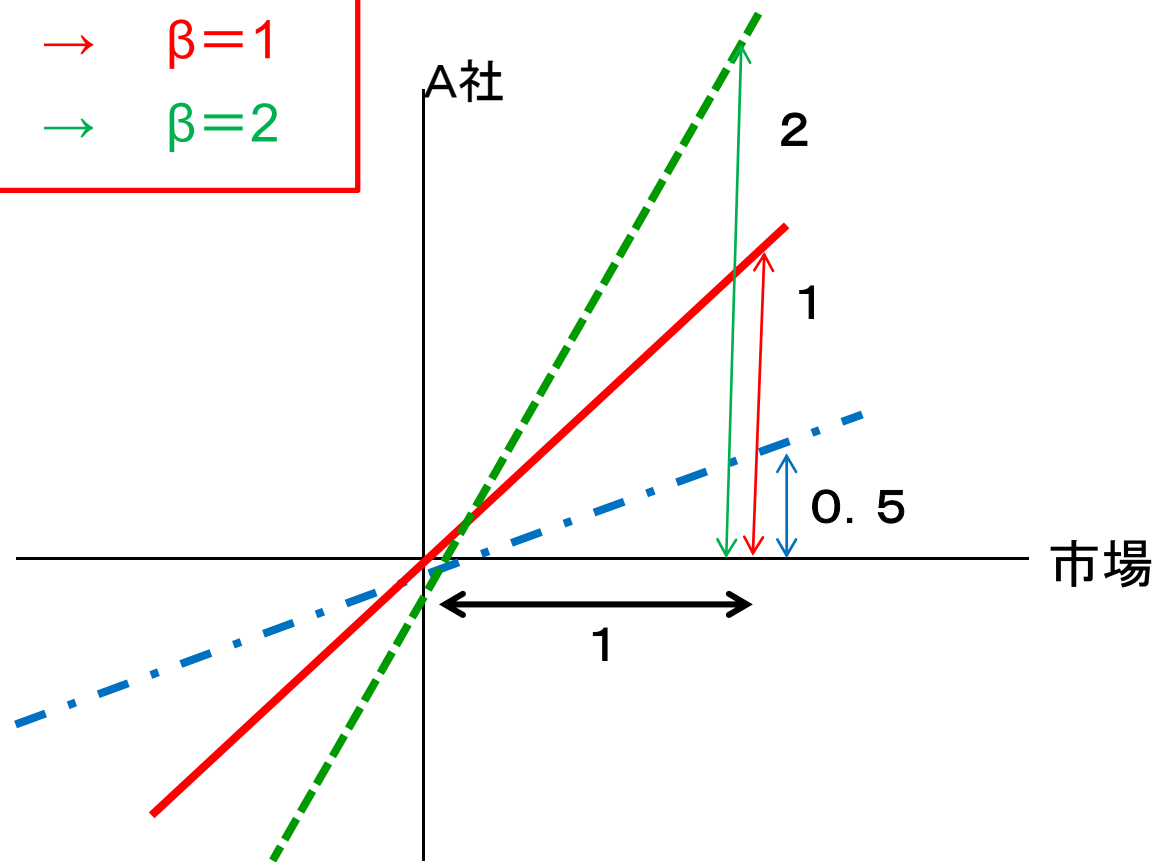
4-9 実際のベータ値の考え方

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。

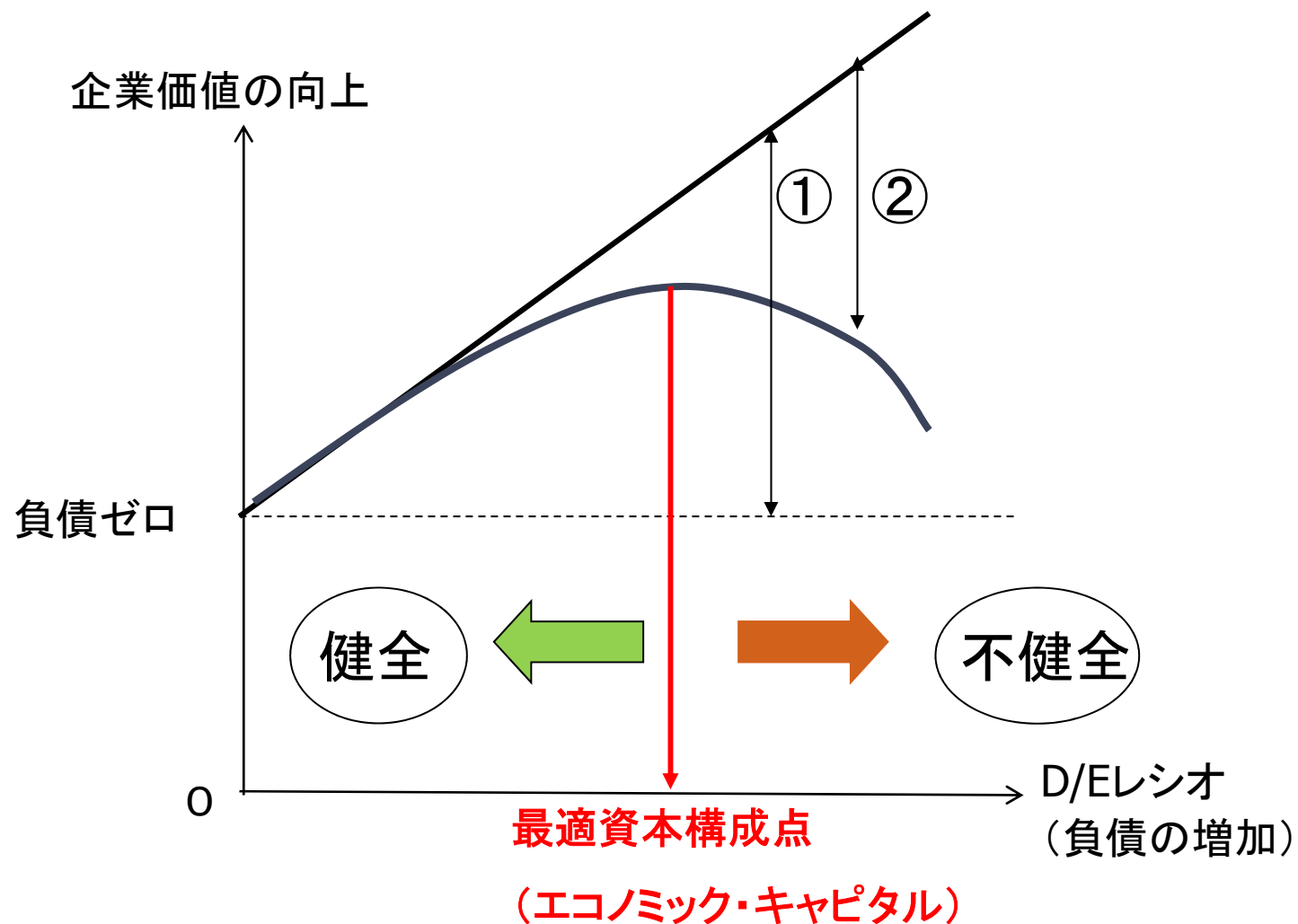
②税金がある場合：

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、

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)

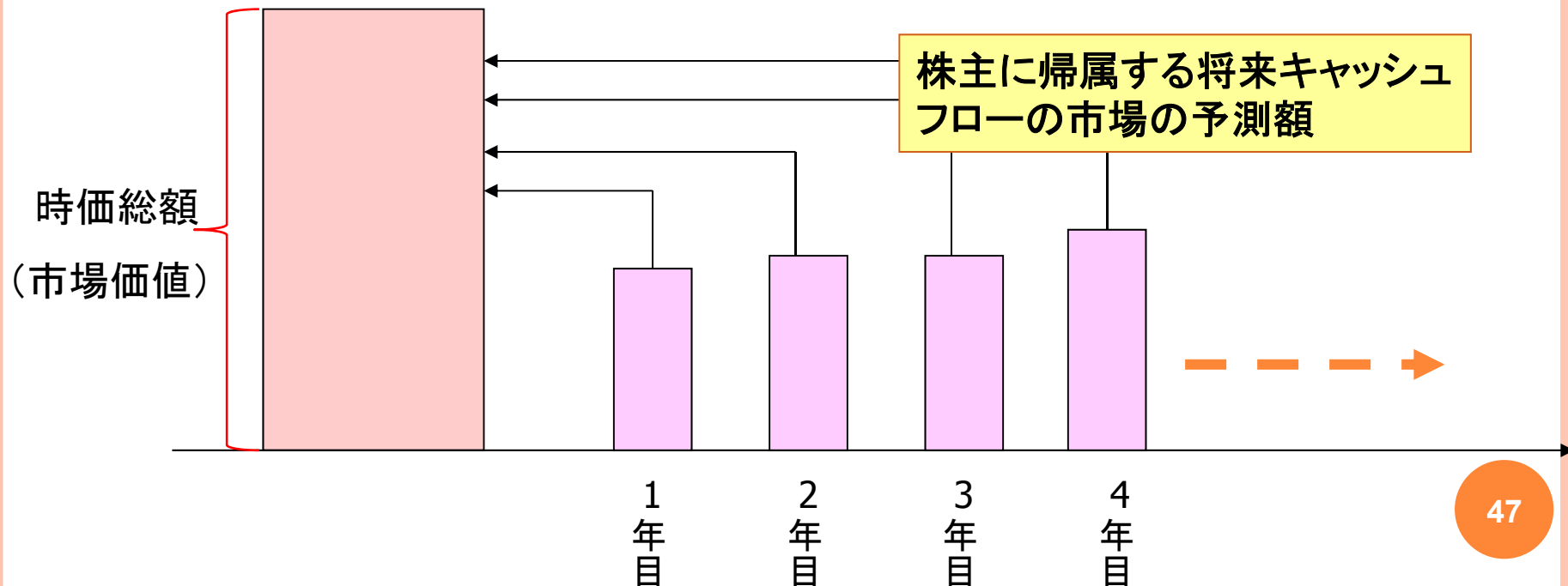
5-2 市場価値の考え方①

○ 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

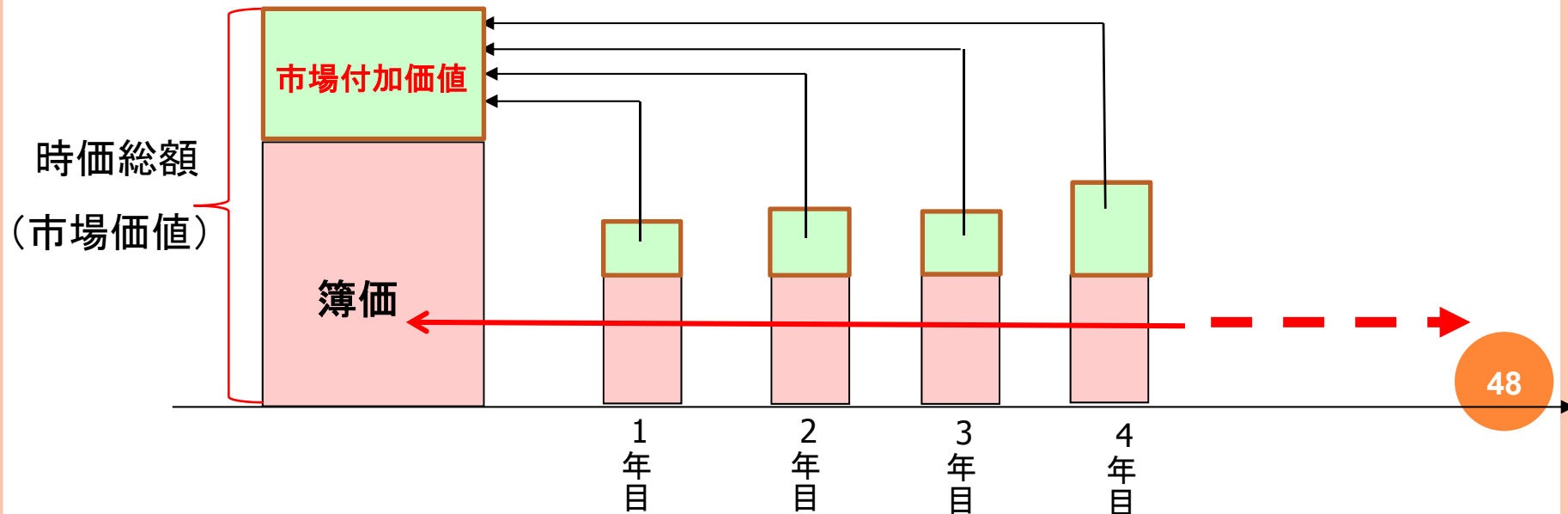
自己資本コスト対応部分の割引現在価値 ⇒ 簿価

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

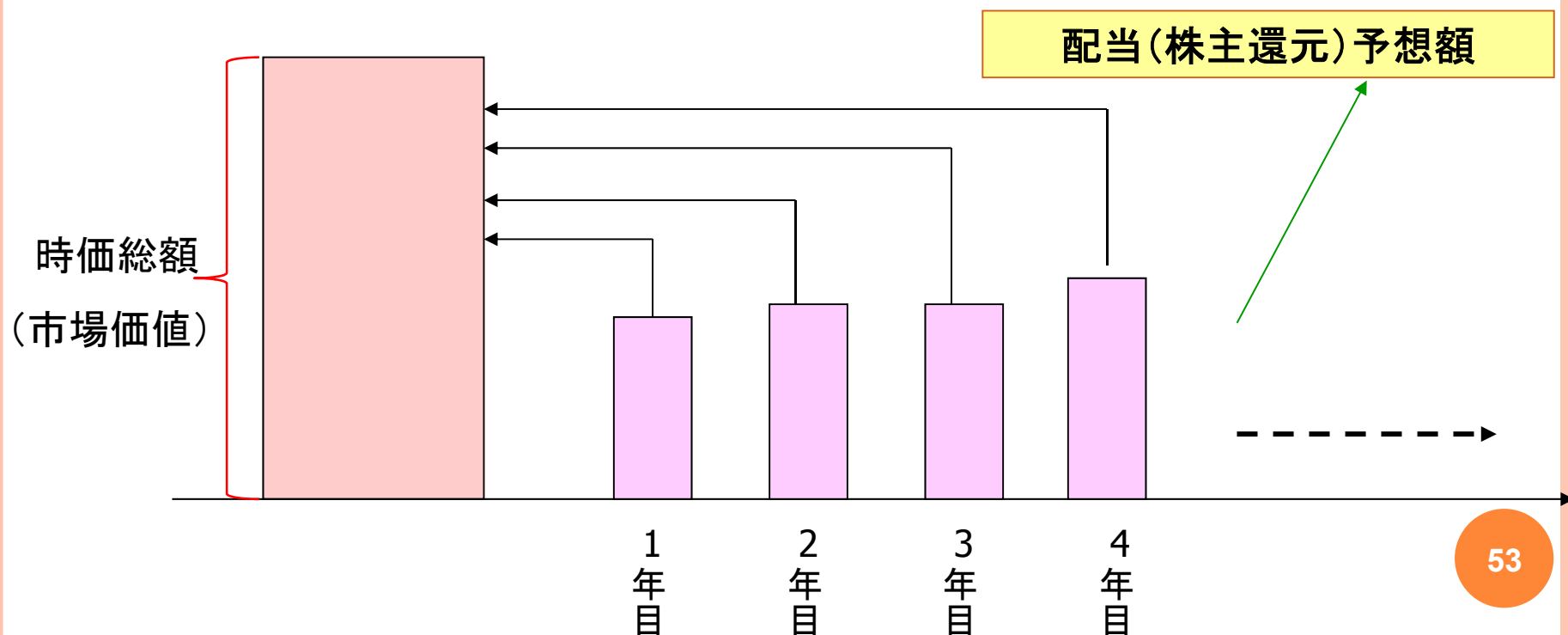
$$P = \frac{D_1}{1+r} + \frac{D_2}{(1+r)^2} + \frac{D_3}{(1+r)^3} + \dots + \frac{D_n}{(1+r)^n} + \dots$$

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、リスクテイク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

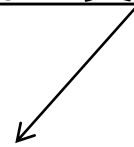
- 全社目標ROE値が決定された(数値はパーセント)



- 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！

株式会社東京証券取引所 主催
企業価値向上経営セミナー「企業価値向上経営の実践に向けて」

「企業価値向上経営における企業情報開示のあり方と今後の課題」
～投資家視点の中期経営計画および企業開示制度の各国の比較

2016.9.12

みずほ証券

市場情報戦略部 上級研究員
京都大学経営管理大学院 特別教授

杉浦 秀徳



<目次>

1. 企業価値向上経営と中期経営計画の関係について ～日本企業の中期経営計画の傾向と事例	．．．．．	P 3
2. 日本の企業情報開示制度に関する動きについて ～欧米各国の企業開示制度との比較	．．．．．	P 15
3. 企業価値向上表彰の概要と昨年度の大賞受賞企業について ～表彰制度の変化とJPX日経インデックス400との比較	．．．．．	P 31
(補足) 過去の大賞受賞企業の受賞理由および日本企業の財務データ	．．．．．	P 41

1. 企業価値向上経営と中期経営計画の関係について

～日本企業の中期経営計画の傾向と実例

中期経営計画に望まれるポイント～投資家視点からの留意点（昨年講演の一つの結論）

1. キャッシュフローを中心に考える

- 中長期投資家の視点に合わせる、誰に株主になって欲しいのかを再確認
 - ⇒ 株主にとって営業CFの創出力と投資・株主還元・財務健全化への配分方針が強い関心事
- 株主にとって投資は株主還元より好ましい、投資と回収のタイミング・運転資金の管理も重要
 - ⇒ 投資判断・撤退基準の明確化（開示・非開示は別）、手元現金保有の水準への規律が重要

2. 資本コストの考え方を入れる

- ROEは議論の中心ではなく、資本コストを認識することが求められている
 - ⇒ 調達コスト（利回り）と実現利回りのスプレッドが企業価値の源泉、「黒字だから」は株主に対しては禁句
- ROEは株主資本コストと比較、ROICはWACC（加重平均資本コスト）と比較
 - ⇒ ROEとROICに優劣はない、株主への意識が高まれば、事業部門で目標としやすいROICが中心となる

3. 自社が最も大切にすることを指標化する

- 中長期経営計画の（あるいは普遍的な）最重要課題は「見える化」が必要
 - ⇒ 経営者と従業員が一体になれる目標を指標化してKPIとして管理する
- 「非財務指標」とは企業文化、社会貢献のことではない
 - ⇒ 財務諸表上に表示されなくても、重要と考える項目をできる限り指標化する

4. コーポレート・ガバナンス強化を経営戦略に組み込む

- いわゆるESGの中でガバナンスの注目度は突出している
 - ⇒ ガバナンスは「稼ぐ力」向上を担保する体制そのものを示している
- コーポレートガバナンス・コードはベストプラクティス集
 - ⇒ 「日本的資本主義」は説明しても理解されにくい。可否を再検討する議論のきっかけとして利用が得策。

中期経営計画の今後の検討項目～日本企業の特徴を生かすポイント(昨年講演の問題提起)

1. 期限を定めた「中期経営計画」(「アクションプラン型」)は必要か？

なぜ「中期経営計画」が一般的か？

- 企業内で求心力を高める手段、投資家との対話の材料として「中期経営計画」は便利
- 成長＝拡大を目指す経営においては数値目標は常に右肩上がり、期限付き目標の蓄積
- 経営環境の変化に伴う中期経営計画の早期見直しが可能、長期計画との組み合わせで長期視点も反映

他の選択肢は？

- 「ベンチマーク型」という選択。但し、普遍的指標の設定、全社レベルでの共有、トップの発信力・対話力が必要
- 長期経営構想と毎年の数値目標ガイダンスという選択。「予算」との棲み分けやガイダンスの意味づけが課題
- 「中計のローリング式」という選択。3年後の絶対額を目標とする場合、実績の検証が難しい面もある

⇒ **グローバル企業に求められる財務水準に達した企業では形式、経営指標が多様化することが望まれる**

2. 財務情報と非財務情報をどのように組み合わせ、経営指標化するか？

現状認識

- 経営数値目標の多様化は徐々に進んでいる、一部は財務諸表にない独自の目標も設定されている
- ESGに関わる非財務情報も別途開示が進んでおり、CSR報告書から統合報告書への流れが見られる
- 非財務情報の定義は一定ではない。また、いわゆるCSVを標榜しても計量化が伴わないと付加価値に懸念

今後の方向性について

- 非財務情報には経営の意思が映し出される(対投資家および対社員)～何を選ぶか、どうフォローするか

⇒ **経営上のこだわりと反映した経営目標がどれだけ社員の「自律性」やその他の利害関係者の「共感」を呼び起こすことができるかが、変化の激しい事業環境下で企業の将来を左右することになる**

中期経営計画の傾向と特徴～ 経営目標・経営指標の変化

■ 2013年度以降スタートの中計の変化：経営環境変化の加速への対応

- ▶ 長期ビジョンの設定(中計との組み合わせ)、ローリング式中計の増加
⇒環境変化の加速への対応、目標値と実績値の乖離への対応
- ▶ 経営数値目標の多様化
⇒売上高・営業利益額への過度の集中の緩和、キャッシュフロー・一株利益・ROEの増加(株主の視点追加)
- ▶ 事業の新陳代謝・総合力強化への意識の高まり
⇒事業の取得・売却の加速(売却への高評価)、外部リソースとの連携の活発化
- ▶ 社会的価値への意識顕在化(CSV等)、経営理念の再定義

■ 2016年度スタートの中計の特徴

- ▶ 中期経営計画の期間設定の再検討、「中期経営計画をコミットメントと考え」とのCGコードの表現への対応
- ▶ 設備投資額、M&A枠の明示⇔成長への意欲を示す一方、投資家からは拡大偏重・管理手法への不安もあり

2016年度スタートの中計の例)

- アサヒグループホールディングスは「アクションプラン型から中期的な方針を重視した『中期経営方針』に改訂」と明記⇒期間を明確に定めない計画。主要指標に対しても目標値ではなく「3年程度を想定したガイドライン」を提示。一方で「エクイティスプレッド」重視することを明言し、資本効率向上への意識を前面に出す。
- 日清食品は前中計において、機動的な自社株買い、政策保有株の見直しの実施でROE目標達成。新中計では「本業で稼ぐ力」と「資本市場価値」に分けKPIを設定。「時価総額1兆円」を目指す。5年計画に長期化。

企業情報開示における課題～ 非財務情報の充実

(コーポレートガバナンス・コードにおける開示に関する記述)

■ CGコードの【基本原則3】 適切な情報開示と透明性の確保

- **【原則3-1. (i)会社の目指すところ(経営理念)や経営戦略、経営計画】**について開示が求められている。
- **本文(一部)**:「取締役会は、開示・提供される情報が株主との間で建設的な対話を行う上での基盤となることも踏まえ、そうした情報(とりわけ**非財務情報**)が、正確で利用者にとって分かりやすく、情報として有用性の高いものとなるようにすべきである。」
- **考え方(一部)**:「我が国の上場企業における情報開示は、計表等については、様式・作成要領などが詳細に定められており比較可能性が優れている一方で、**定性的な説明等のいわゆる非財務情報を巡っては、ひな型的な記述や具体性を欠く記述となっており付加価値に乏しい場合は少なくない**、との指摘もある」

■ 基本原則1【株主の権利・平等性の確保】、【原則1-3. 資本政策の基本的な方針】は、「上場会社は、資本政策の動向が株主の利益に重要な影響を与えることを踏まえ、**資本政策の基本的な方針について説明を行うべきである**」とする。

■ 補充原則4-1②:「取締役会・経営幹部は、**中期経営計画も株主に対するコミットメントの一つであるとの認識に立ち**、その実現に向けて最善の努力を行うべきである。仮に、中期経営計画が目標未達に終わった場合には、その原因や自社が行った対応の内容を十分に分析し、株主に説明を行うとともに、その分析を次期以降の計画に反映させるべきである」

■ 【原則5-2. 経営戦略や経営計画の策定・公表】:「経営戦略や経営計画の策定・公表にあたっては、収益計画や資本政策の基本的な方針を示すとともに、収益力・資本効率等に関する目標を提示し、その実現のために、経営資源の配分等に関し具体的に何を実行するのかについて、**株主に分かりやすい言葉・論理で明確に説明を行うべきである**。」

● 企業開示における「非財務情報」の重要性と充実の必要性は近年繰り返し指摘されるポイント。「統合報告」を推進する動きも解決を模索する手段の一つと位置付け

～市場関係者が「非財務情報」から連想するイメージは多様。定義は「経営者による財政状態及び経営成績の検討と分析(MD&A)」を中心とする範囲に限定する見方から、CSR報告書等に含まれるESG(Environment, Social, and Governance)への取組み全般を含む広い範囲を扱うものまで多岐に亘るのが現状。(日本企業はESG中心の見方に偏る傾向あり)。

～財務諸表には示されない定性情報や各企業の特徴を示すような**独自の定量情報**は、中長期の視点を持つ投資家にとって投資判断を行ううえで極めて有用な情報

今後の中期経営計画策定・実行における留意点

■ 成長性指標(売上高・利益額・成長率等)と効率性指標(ROE、ROA、ROIC等)の組合せ

- ROE重視経営が目指す方向の再確認:何が経営の中心なのか?
 - ✓ 「ROE重視=短期指向」ではない⇒長期視点の経営が結果を出してこなかった事実への反省がスタート
 - ✓ 昨年度の講演で「ROEは『過渡期的指標』である」と述べた意味⇒バランスシートの意識が薄い。
「無借金」「現金保有」に投資家が納得できる根拠の提示は可能か?
- 成長性指標との組み合わせ(「規模の拡大」と同一ではない)
 - ✓ EPS、EBITDAの成長率⇒「何を成長させるのか?」、「どこを始点とするのか?」
 - ✓ 「調整後」の数字の意味⇒事業買収・売却、為替換算、価格上昇と量の拡大の分離等への考え方の統一

■ 財務情報と非財務情報の組合せ

- 「非財務情報」の定義を明確化:「独自の定量情報」、「財務情報の経営視点からの説明」も「非財務情報」の一つ
- CSR・ESG情報と企業価値:「CSV(Creating Shared Value)」は一つの方向性ではあるが絶対ではない
「統合」にこだわる必要性の有無(仏ロリアル社の「Sustainability Report」等)

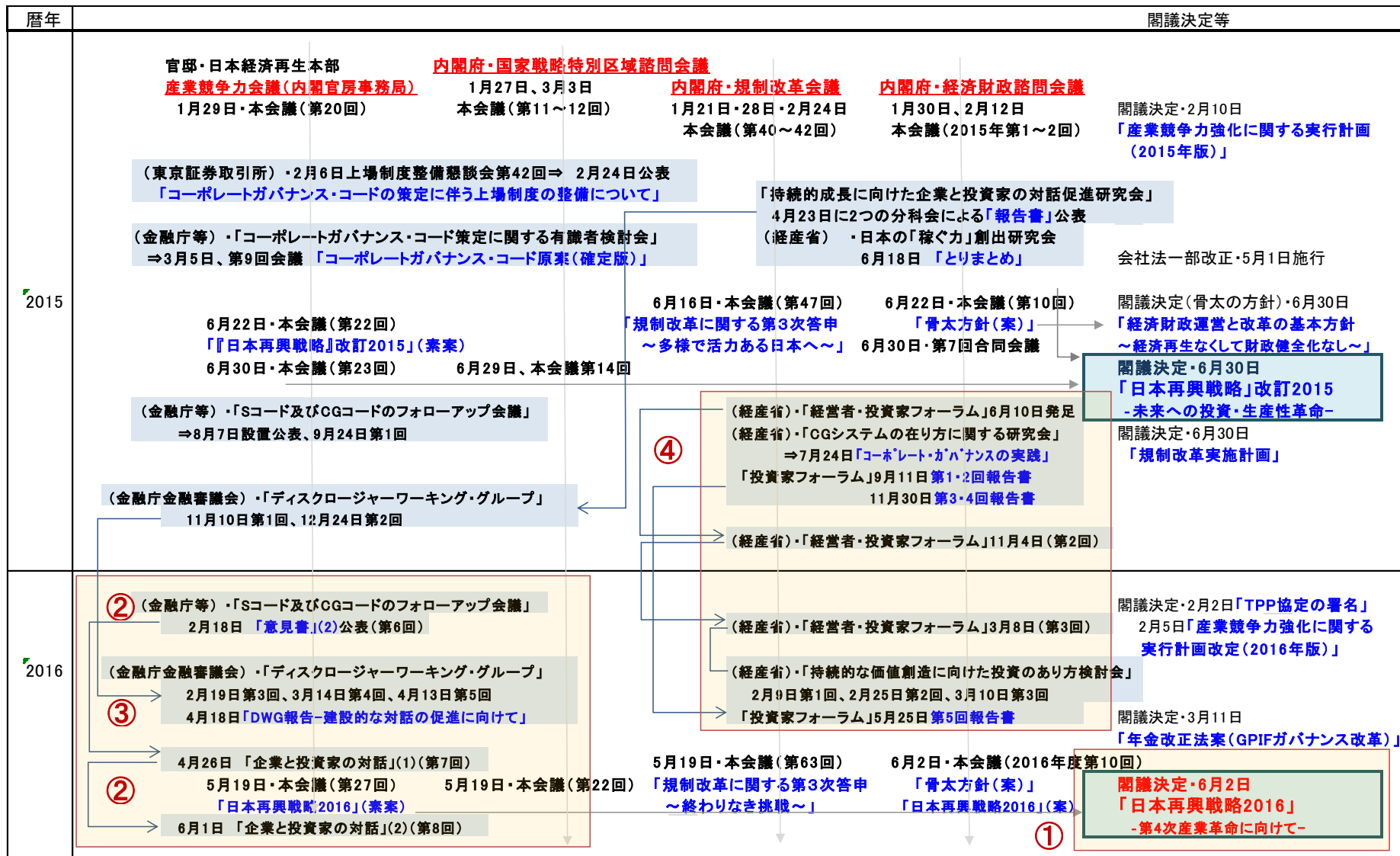
■ コミュニケーション手段の重層化・双方向化

- アニュアルレポートの位置づけ
 - ✓ 何を目的としているのか?誰に向かって書いているのか?
- それぞれのツールが投資家との建設的な「目的をもった対話」にどう生かされるのか
 - ✓ 双方向コミュニケーションの手段、意見を受け止める組織の一体性、計画変更の柔軟性

2. 日本の企業情報開示制度に関する動きについて

～欧米各国の企業開示制度との比較

「日本再興戦略2016 -第4次産業革命に向けて」と各会議体の関係



表記:(主体・年月)「提言等文書」 (青色は報告書が存在)

(出所)各種資料よりみずほ証券作成

注目される動き（数字は前頁に対応）

- ① 「日本再興戦略2016」は例年より早く内容の確定が進捗。「第4次産業革命」、「観光立国」等がテーマ
 - 名目GDP600兆円に向けた「官民戦略プロジェクト10」に示された数値目標の実現を目指す
 - コーポレートガバナンスの更なる強化は「2. 生産性革命を実現する規制・制度改革」の一つとして位置付け
 - ② 「スチュワードシップ・コード及びコーポレートガバナンス・コードのフォローアップ会議」が継続開催中
 - 2016年2月「会社の持続的成長と中長期的な企業価値向上に向けた取締役会のあり方(案)」公表
 - 3月以降は「企業と機関投資家との建設的な対話」をテーマに議論中
 - ③ 2016年4月「金融審議会ディスクロージャーワーキング・グループ報告-建設的な対話の促進に向けて-」公表
 - 取引所規則・会社法・金融商品取引法に基づく制度開示の整理・共通化・合理化の議論が本格化
 - 非財務情報の開示の充実は、「Management Discussion & Analysis」の改善が大きなテーマ
 - 株主総会日程の7月以降への分散化(投資家との対話の改善)について議論が深化
 - ④ 企業と投資家の建設的な「目的をもった対話」に向けたプラットフォームが設置
 - 「経営者・投資家フォーラム」では企業・投資家双方のトップ層が大所・高所で広い分野を議論
 - 私的勉強会「投資家フォーラム」は、(経産省)「持続的な価値創造に向けた投資のあり方検討会」と連携
 - 2016年7月28日、GPIFが「企業・アセットオーナーフォーラム」を設立。アセットマネージャーへの牽制効果。
- 企業側にガバナンスの対応への一服感やガバナンス改革に対する揺り戻しが見られる一方、投資家の関心は、日本企業が「CG向上」に取り組む姿勢に移行(「質の評価」)。株主総会におけるガバナンスに関する質問も実質面を中心に活発化

「金融審議会 ディスクロージャーワーキング・グループ報告－建設的な対話の促進に向けて－」

○2016年4月18日に「金融審議会 ディスクロージャーワーキング・グループ報告－建設的な対話の促進に向けて－」(「DWG報告」)が公表された(2015年4月23日経産省研究会の「報告書」が一つの土台となっている)

- 2015年10月、金融審議会に対し、企業と投資者の建設的な対話を促進する観点も踏まえつつ、投資者が必要とする情報を効果的かつ効率的に提供するための情報開示のあり方等につき幅広く検討を行うことについて諮問がなされた。
- 金融審議会では、当該諮問を受けて、ディスクロージャーワーキング・グループを設置し、開示の内容や開示の日程・手続きのあり方、非財務情報の開示の充実等について、2015年11月から5回にわたり審議を行った。
- 同WGは神田秀樹東京大学大学院教授を座長とする。学者・法曹関係者・実務家等20名、法務省・財務省・経産省からオブザーバー。

○背景

- 企業の情報開示に関わる法令等は、証券取引所上場規則(「取引所規則」)・会社法・金融商品取引法に基づく3つの制度が混在。
- 『日本再興戦略』改訂2015に「金融審議会において、企業や投資家、関係省庁等を集めた検討の場を設け、会社法、金融商品取引法、証券取引所上場規則に基づく開示を検証し、重複排除や相互参照の活用、実質的な監査の一元化、四半期開示の一本化、株主総会関連の日程の適切な設定、各企業がガバナンス、中長期計画等の開示を充実させるための方策等を含め、統合的な開示のあり方について今年度中に総合的な検討を行い、結論を得る」と記述されたもの。

○具体的な方向性

- 制度開示の開示内容の整理・共通化・合理化
- 非財務情報の開示の充実
- ①決算短信～速報性に着目し記載内容を削減等
- ②事業報告等～有価証券報告書との記載の共通化や一体化を容易に
- ③有価証券報告書等～経営方針等や経営者による経営成績等への分析等への記載(MD&A)の充実等

- より適切な株主総会日程の設定を容易とするための見直し

- ①株主総会日程の後ろ倒しを容易にする開示の見直し
- ②事業報告書の電子化の推進

○DWG報告とりまとめの意義(個人的意見)

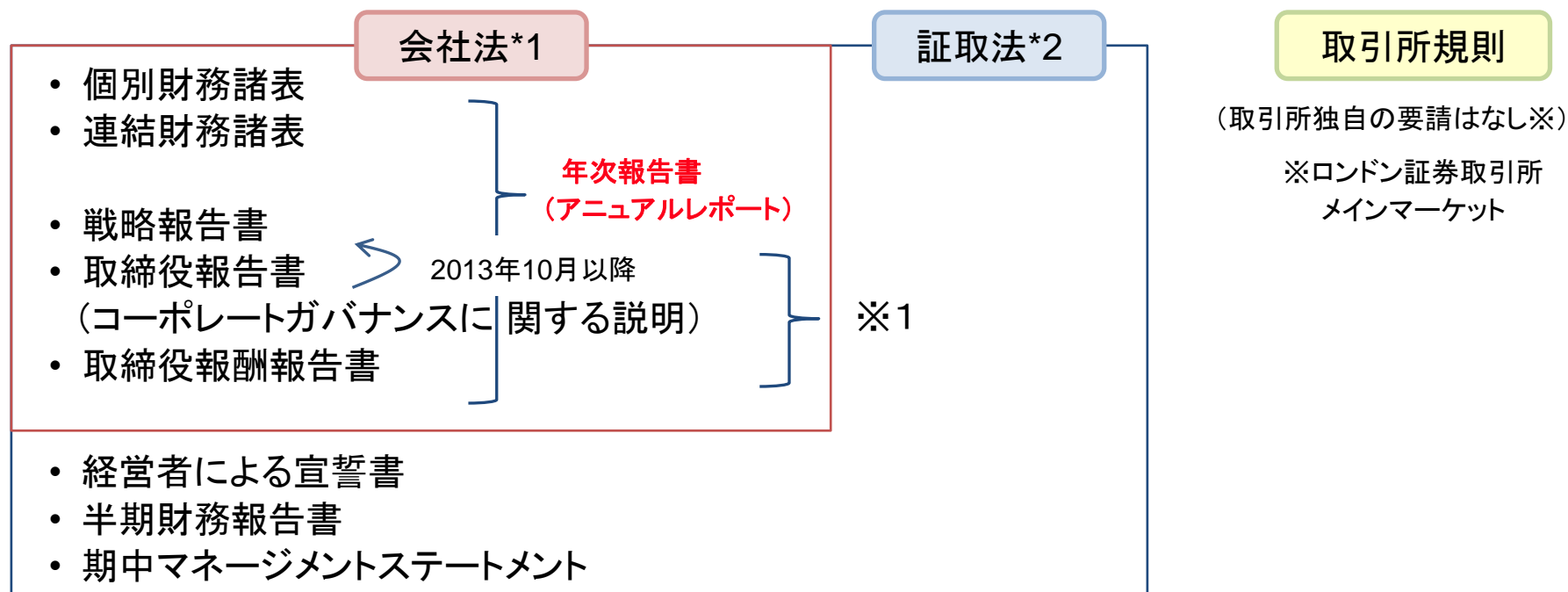
- 3つの根拠法による書類の目的や関係者の意見の違いの明確化
上場会社は株主が議案の十分な検討期間を確保できるように、
 - ・株主総会前、できるだけ早い時期に有価証券報告書を開示する
 - ・適切な株主総会日程の設定、事業報告・計算書類等の早期提供等に関係者の抵抗は強い⇒「**継続的な取組みが不可欠**」と記述
- 有価証券報告書「財政状態、経営成績及びキャッシュ・フローの状況の分析」(Management Discussion and Analysis。「MD&A」)の改善が見込まれる
 - ・有価証券報告書「財政状態、経営成績及びキャッシュ・フローの状況の分析」の項目はひな型的記載が多く、付加価値に乏しい⇒「**経営成績等の状況の分析・検討にあたっては、経営者の視点から企業情報を具体的に、かつ分かりやすく開示するというMD&Aの目的に沿ったもの**」に改善する方向が示された

EUにおける開示制度の概要

EU指令	英国	ドイツ	フランス
<p>○<u>会計指令(4号(単体)、7号(連結))</u>:全ての会社 → 下記の年次書類の作成が要求される。</p> <ul style="list-style-type: none"> 年次(連結)財務諸表 マネジメント・レポート コーポレート・ガバナンス・ステートメント (マネジメント・レポートに含めて開示) <p>※ 大規模・中規模・小規模及び極小規模会社の区分あり (基準:売上高、総資産、従業員数)</p> <p>※ 小規模会社等に対する減免措置あり</p> <p>※ 上場会社等(公的企業(public interest entity))は規模に関わらず大規模会社の規定を適用</p>	<ul style="list-style-type: none"> 会社法 (Companies Act) <p>マネジメント・レポートは、「取締役報告書」(2013年10月以降は「戦略報告書」として作成)</p>	<ul style="list-style-type: none"> 商法(HGB: Handelsgesetzbuch) <p>連結情報報告書(マネージメントレポート)の内容については、会計基準(GAS第20号「連結状況報告書」)において規定</p>	<ul style="list-style-type: none"> 会社法 (Code de commerce)
<p>○<u>透明性指令①</u>:EU規制市場で証券が取引される会社 → 半期(連結)財務報告として下記書類の作成が要求される。(監査又はレビューは任意)</p> <ul style="list-style-type: none"> 要約財務諸表 期中マネージメント・レポート 責任言明 <p>○<u>透明性指令②</u>:EU規制市場で株式取引が認められる会社 → 上期と下期の期中に、下記書類の作成が要求される。 (四半期財務報告を行っている場合は、省略可)</p> <ul style="list-style-type: none"> 期中マネージメント・ステートメント <p>← 2015年11月以降の廃止決定済み</p>	<ul style="list-style-type: none"> 金融サービス市場法 (Financial Service and Markets Act 2000) FCAハンドブック (Disclosure Rules and Transparency Rules, Listing Rules) 	<ul style="list-style-type: none"> 有価証券取引法(WpHG) <p>期中マネージメント・ステートメントの作成規定</p> <ul style="list-style-type: none"> 株式会社法(Aktiengesetz) 	<ul style="list-style-type: none"> 通貨金融法典 AMF一般規則

(出所)経済産業省「持続的成長に向けた企業と投資家の対話促進研究会報告書」(2015年4月23日)から引用

英国における制度と実務:「戦略報告書 (Strategic Report)」に力点



*1 Companies Act 2006

*2 Financial Service and Markets Act 2000, Disclosure Rules and Transparency Rules, Listing Rules

※1 プレミアム上場企業には、長期インセンティブスキームの詳細等の記載が求められる

(出所) 各国法令に基づく、あずさ監査法人調べ(経済産業省委託調査「企業と投資家の対話及び企業開示のあり方に関する調査研究」)引用。
経済産業省「持続的成長に向けた企業と投資家の対話促進研究会報告書」(2015年4月23日)に基づき、筆者一部加筆

欧州公益事業セクター(上表:実数、下表:比率)

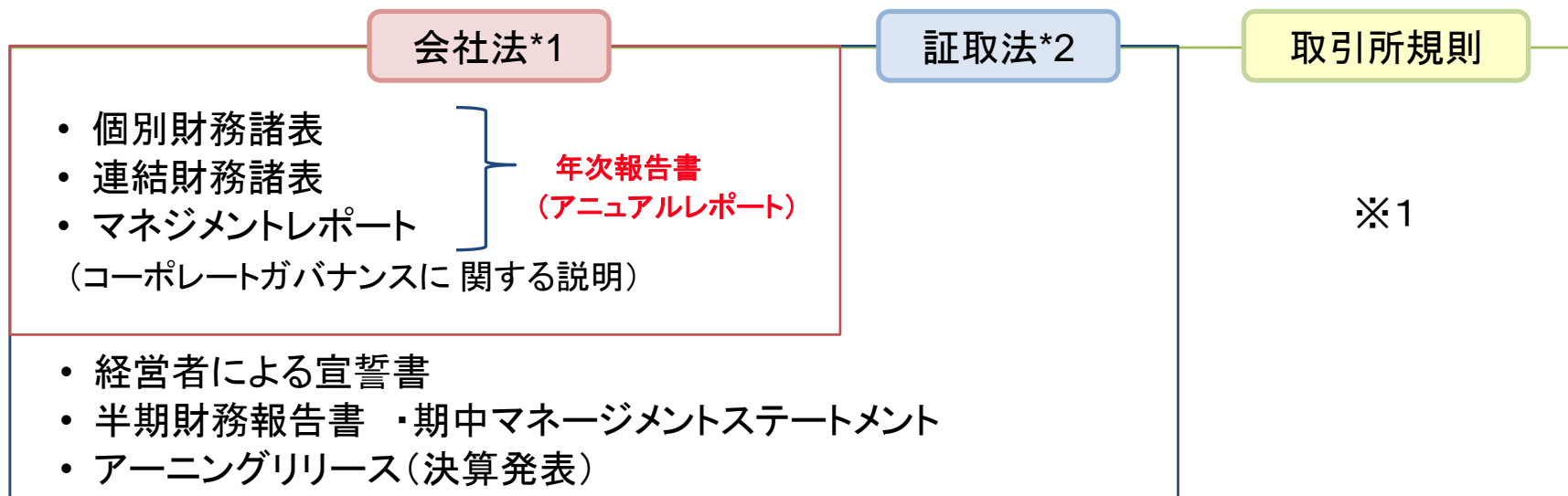
	決算期	期末 時価総額	売上高	総資産	現金保有 (広義)	有利子負債 合計	株主資本	営業利益	当期利益	配当総額	総還元額
ナショナル・グリッド	03/2016	49,953	24,518	81,769	3,975	38,458	17,755	6,097	3,256	-2,050	-2,606
イベルドローラ	12/2015	44,345	34,875	113,728	2,000	32,230	40,975	4,251	2,688	-208	-1,252
エンジュー	12/2015	42,500	77,571	174,571	14,529	41,810	46,809	-4,124	-5,125	-3,449	-3,449
イタリア電力公社	12/2015	39,767	81,115	175,137	12,171	57,444	35,180	8,530	2,438	-2,550	-2,550
フランス電力	12/2015	28,289	83,257	303,097	47,254	68,529	37,758	4,751	1,318	-1,576	-1,576
SSE	03/2016	22,079	51,055	34,578	2,245	9,055	9,025	1,326	876	-965	-965
エンデサ	12/2015	21,312	22,532	31,778	760	5,085	9,819	1,774	1,205	-894	-894
ガス・ナトゥラルSDG	12/2015	20,458	28,948	52,300	3,145	19,634	15,611	3,620	1,667	-1,188	-1,188
エーオン	12/2015	18,947	129,003	123,539	14,603	19,278	17,852	-4,678	-7,769	-784	-784
スナム	12/2015	18,372	4,280	27,035	18	14,991	8,242	2,165	1,374	-971	-971
セントリカ	12/2015	16,273	42,749	27,788	1,283	9,353	1,736	-1,596	-1,142	-591	-591
フォータム	12/2015	13,437	3,840	24,739	8,959	6,527	14,989	-167	4,593	-1,282	-1,282
ポルトガル電力公社	12/2015	13,118	17,224	46,221	1,378	20,939	9,421	2,712	1,013	-746	-746

(単位:百万ドル)

	キャッシュ /売上高比率	キャッシュ /総資産比率	総資産 /株主資本	有利子負債 /株主資本	売上高 営業利益率	ROE	PBR	配当利回り	配当性向	総還元性向
	(%)	(%)	(x)	(x)	(%)	(%)	(x)	(%)	(%)	(%)
ナショナル・グリッド	16.2	4.9	4.61	2.17	24.9	18.3	2.81	4.1	63.0	80.0
イベルドローラ	5.7	1.8	2.78	0.79	12.2	6.6	1.08	0.5	7.7	46.6
エンジュー	18.7	8.3	3.73	0.89	-5.3	-10.9	0.91	8.1	-67.3	-67.3
イタリア電力公社	15.0	6.9	4.98	1.63	10.5	6.9	1.13	6.4	104.6	104.6
フランス電力	56.8	15.6	8.03	1.81	5.7	3.5	0.75	5.6	119.6	119.6
SSE	4.4	6.5	3.83	1.00	2.6	9.7	2.45	4.4	110.2	110.2
エンデサ	3.4	2.4	3.24	0.52	7.9	12.3	2.17	4.2	74.1	74.1
ガス・ナトゥラルSDG	10.9	6.0	3.35	1.26	12.5	10.7	1.31	5.8	71.2	71.2
エーオン	11.3	11.8	6.92	1.08	-3.6	-43.5	1.06	4.1	-10.1	-10.1
スナム	0.4	0.1	3.28	1.82	50.6	16.7	2.23	5.3	70.7	70.7
セントリカ	3.0	4.6	16.01	5.39	-3.7	-65.8	9.38	3.6	-51.8	-51.8
フォータム	233.3	36.2	1.65	0.44	-4.3	30.6	0.90	9.5	27.9	27.9
ポルトガル電力公社	8.0	3.0	4.91	2.22	15.7	10.8	1.39	5.7	73.7	73.7
公益事業(28社)	18.7	9.0	4.63	1.40	4.9	3.3	1.40	4.9	205.3	222.1
BE500 企業 合計	14.3	9.7	3.10	0.88	6.8	8.9	2.42	3.1	84.9	97.8

(出所)ブルームバーグデータをもとにみずほ証券作成

ドイツにおける制度と実務：EU指令に基づく「マネジメントレポート」に力点



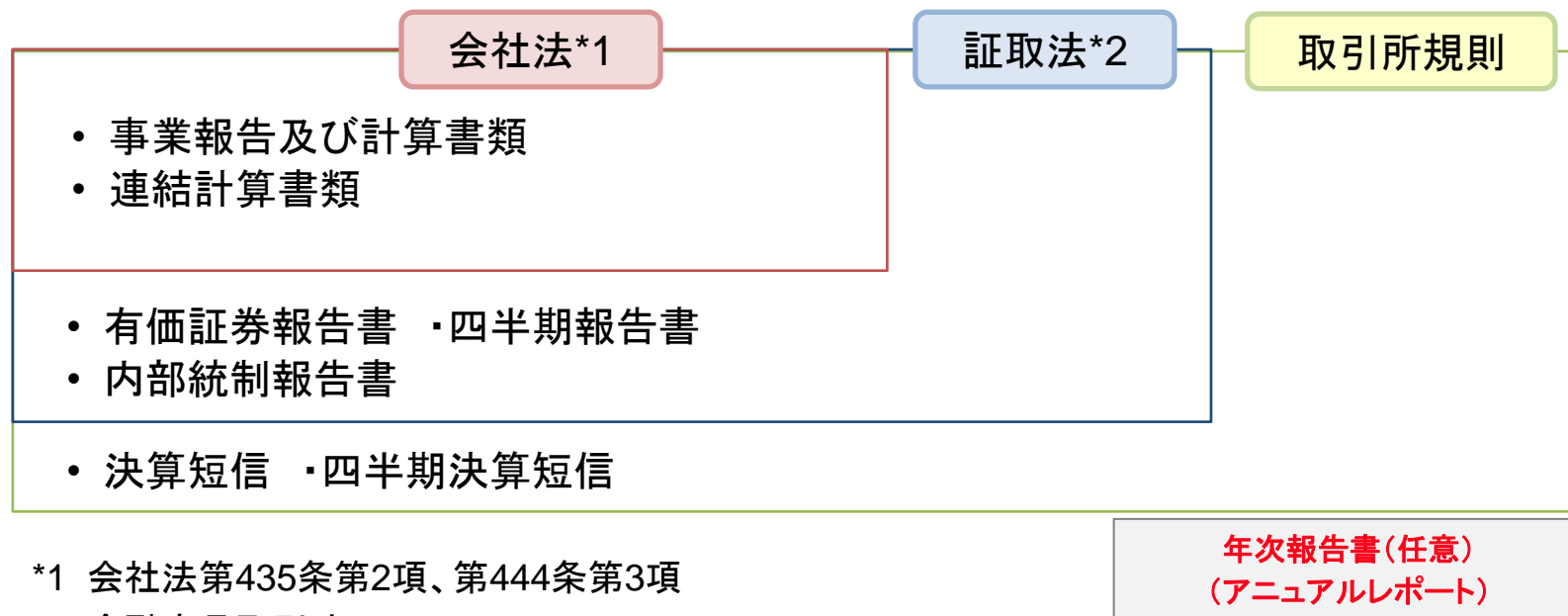
*1 商法(Handelsgesetzbuch:HGB)、株式会社法(Actiegesetze)

*2 有価証券取引法(Wertpapierhandelsgesetz)

※1 プライムスタンダード上場会社は、会社法/証取法による開示要求事項に加えて、英語による年次報告書、半期報告書、四半期報告書の提出が求められる

(出所)各国法令に基づく、あずさ監査法人調べ(経済産業省委託調査「企業と投資家の対話及び企業開示のあり方に関する調査研究」)引用。
経済産業省「持続的成長に向けた企業と投資家の対話促進研究会報告書」(2015年4月23日)に基づき、筆者一部加筆

日本における制度と実務: 2つの法律と1つの規則に基づく報告書の混在



(出所) 経済産業省「持続的成長に向けた企業と投資家の対話促進研究会報告書」(2015年4月23日)から一部加筆して作成

- ・日本企業のアニュアルレポート発行は一般的だが任意開示。自由なスタイルで表現されている印象。
- ⇔ ・欧州におけるアニュアルレポートは国ごとに定められる制度開示の縛りが存在する。
 - ～英における「Strategic Report」、独の「Management Report」のように経営視点が重視される章立てあり
- ・米国における開示は、証券取引法・取引所規則が基盤となる
 - ～株主向け発信との位置づけの明確化、トップの言葉の重要度が高い

日本企業によるアニュアルレポート作成における留意点

①誰に向けたアニュアルレポートであるかを明確にする

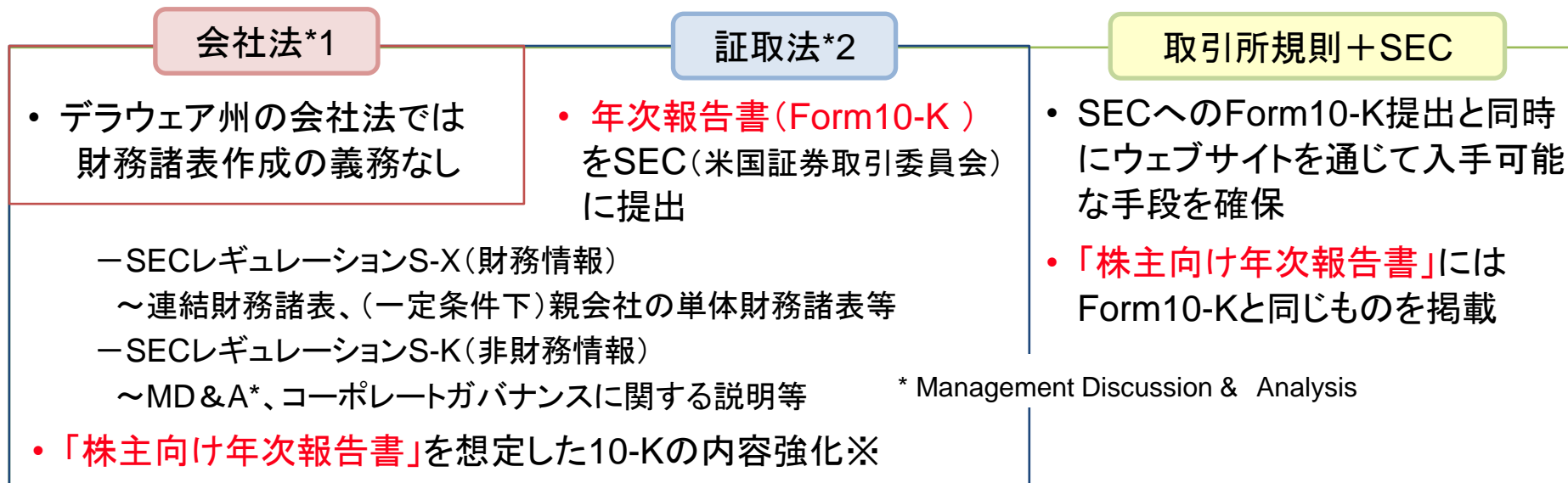
- ✓ 欧州のアニュアルレポートは**会社法**に基づく⇒会社の利害関係者一般を意識する
- ✓ 米国のアニュアルレポートは**証券取引法に基づくForm 10-Kを組み込む義務**⇒「株主」を意識した内容が中心
- ✓ 日本のアニュアルレポートは**任意開示**⇒より広い利害関係者を意識、米国型「株主向け」レポートにこだわる必要はないが、読み手の想定は重要。他の開示資料との位置づけの違いや組合せの効果も意識する必要あり。

②実績や今後の見通しなど数値データと関連させながら説明を進める

- ✓ 「アニュアルレポート」をターゲットの読み手に対して数値データを利用して会社を理解してもらう機会とする
 - 事業セクションで製品説明や開発ストーリーに焦点を当てる例では、会社説明パンフレット等との境があいまいになる懸念。
- ✓ 数値データの選択、予想の掲載の有無には一段深い議論が必要
 - 事業別・地域別事業説明において売上の見通しに限定するか、収益等を加えるかは、①で示した「誰に向けたレポートか」と関係する。株主向けを意識する場合は、収益の説明を加え、将来の見通しの確度を高める追加情報の重要性が高まる。

③経営者トップ、事業・財務責任者等の顔が見える形式を意識する

- ✓ 経営者トップのコメントの内容は、アニュアルレポート全体の性格を決める
 - **米GE**はCEOのジェフリー・イメルト氏が最初に25ページに亘って自社の事業別の戦略を語る形式。そこからForm10-Kへ。
 - 日本企業では**中外製薬**の小坂社長(COO)、**三菱重工**では宮永社長(CEO)が、**自ら数値目標、資本政策、株主還元といった具体的内容に言及**している(2016年「日経アニュアルレポートアワード」受賞)。
- ✓ 事業・財務責任者および社外取締役の顔が見えるか？
 - トップの言葉に加えて、財務・事業部門の責任者が直接自分のミッションや現状を語る形式は説得力あり。社外取締役の声は戦略の実効性を裏付ける効果あり。誰が語るかは読み手の興味を引き、納得感を高めるために大きな要素となり得る。



* Management Discussion & Analysis

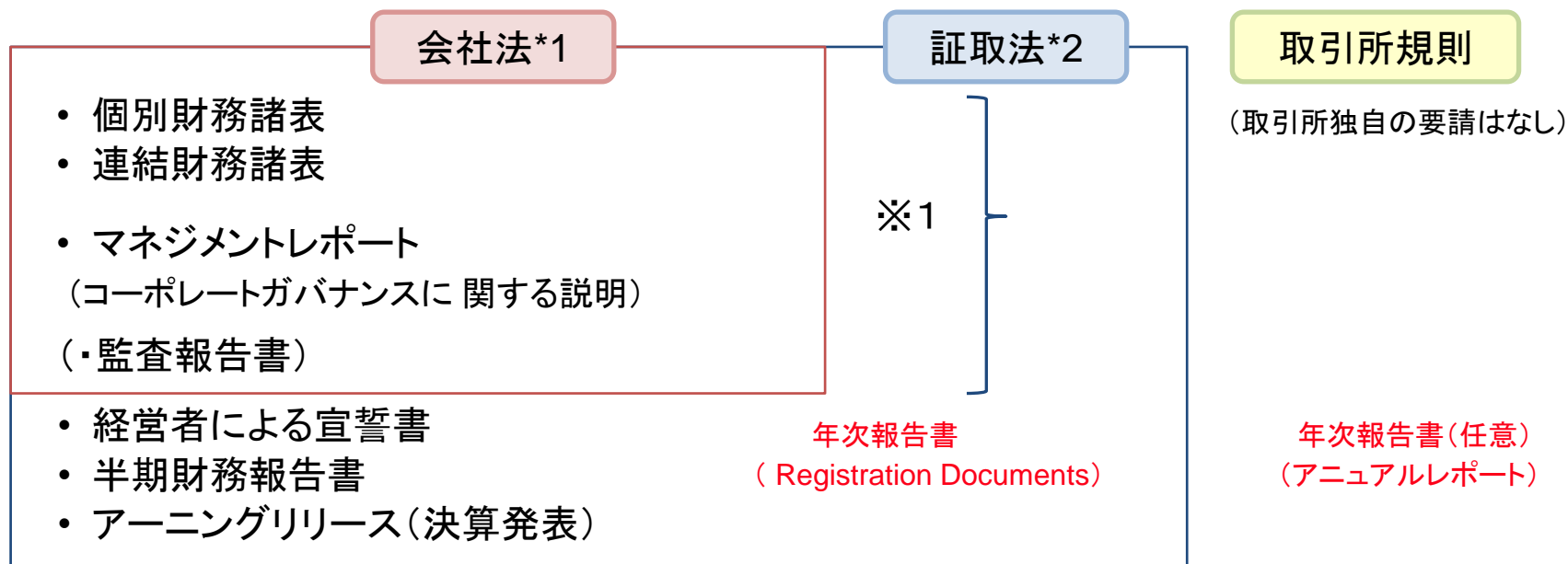
*1 州法(米国を拠点とする株式公開会の50%以上がデラウェア州の会社法に準拠して設立)

*2 1934年証券取引所法(The Securities Exchange Act of 1934)

※直近2事業年度の比較財務諸表、最近5年間の「営業成績の要約」、最近3年間の動向に関するMD&Aの掲載等

(出所)経済産業省「持続的成長に向けた企業と投資家の対話促進研究会報告書」(2015年4月23日)から一部加筆して作成

フランスにおける制度と実務 ~ Registration Documentsの利用と分離



*1 会社法 (Commercial Code)

*2 通貨金融法典 (Code Monétaire et Financier)、及びAMF*一般規則 (Reglement general AMF)

* AMF=French financial markets authority (Autorite des Marches Financieres)

※1 その他、「監査報酬についての情報」、「主要な財務情報」、「企業の概況」、「設備の状況」、「提出会社の状況」、「主要な株主」など多様な情報を含む

(出所) 各国法令に基づく、あずさ監査法人調べ(経済産業省委託調査「企業と投資家の対話及び企業開示のあり方に関する調査研究」)。経済産業省「持続的成長に向けた企業と投資家の対話促進研究会報告書」(2015年4月23日)に基づき、筆者一部加筆

3. 企業価値向上表彰の概要と昨年度の大賞受賞企業について

～表彰制度の変化とJPX日経インデックス400との比較

2016年度の選定プロセス・スケジュール、選定委員

○選定プロセス・スケジュール： **選定委員**

座長 伊藤 邦雄 一橋大学CFO教育研究センター長
一橋大学大学院商学研究科 特任教授
委員 澤上 篤人 さわかみ投信株式会社 取締役会長
委員 スコット・キャロン いちごアセットマネジメント株式会社 代表取締役社長

2012年度の表彰制度
開設から変更なし

① スクリーニング

東証市場に上場する全上場会社(約3,500社)の中から、過去数年間の「エクイティ・スプレッド(ROE－自己資本コスト)」の平均値または成長率が良好な会社400社程度を選出。

選定プロセスの変更(2015年度):

- ・ 全上場会社から400社程度を選抜する際に、これまでは「ROE」を用いていましたが、本年度は「ROE」から「自己資本(株主資本)コスト」を差し引いて算出される「エクイティ・スプレッド」を用いることとします。

② 一次選抜

スクリーニングにより選出された400社に対して、資本コストに関する認識などを確認する簡易のアンケート調査を実施する。また、所定の算式により連結財務諸表数値などから資本コスト(WACC)や企業価値創出額などを算定。これらの結果を踏まえ、最大50社程度を選抜。

✓ ③ 二次選抜

アンケート実施企業を400社に拡大、絞り込んだうえで二次アンケートを実施(2015年度)

一次選抜された50社に対して、企業価値向上を実現するための経営の実践状況を確認する詳細なアンケート調査を実施。

④ ファイナリスト決定:(2016年10月頃を予定)

詳細なアンケート調査の回答内容を踏まえ、数社をファイナリストとして選抜し、公表。

⑤ 大賞の決定:(16年12月～17年1月頃を予定)

投資者などからファイナリストに関する意見を募集するほか、選定委員がファイナリストの経営陣に対してインタビューを実施。これらを踏まえ、資本コストなどの投資者の視点を強く意識して企業価値向上を目指す経営を、最も実践していると考えられる上場会社を大賞に選定し、公表。

第一次選抜会社(49社)を公表(2015年度)(2016年2月24日に公表することを発表)

(参考)「JPX日経インデックス400」の選定基準(毎年8月最終営業日に銘柄定期入替を実施)

(1)スクリーニング

適格基準・市場流動性によるスクリーニング ⇒ 上位1000銘柄

(2)定量的スコアによるスコアリング

3年平均ROE40%/3年累積営業利益:40%/選定基準日時点における時価総額:20%

(3)定性的な要素による加点(定量指標の補完的位置づけ、(2)の総合スコアによる選定との差異を10銘柄程度におさえる)

独立した取締役の選任(2人以上)/IFRS採用あるいは採用決定/決算情報英文資料のTdnetを通じた開示

ファイナリストの選定の視点(14年10月上場会社表彰選定委員会事務局公表)

1. 資本コストの算出・認識

企業価値を向上するための資本政策や投資判断などの経営判断を行うに当たっては、(自社の)資本コストに係る認識が不可欠であると考えました。そのため、**自社の資本コストの水準を認識していることを選定の必須条件としました。**

2. 経営上の枠組みと資本コストを意識した経営の実践

企業価値向上を図る経営が行われるためには、以下のような経営上の枠組みが導入・整備され、それらの枠組みの中で自社の資本コストを意識した経営が実践されていることが重要であると考えました。

(i) 経営目標の立案

- ・中期経営計画(又はそれに準じる複数年度に渡る計画策定を含む)が策定されているか
- ・経営管理上で資本効率を意識した経営指標(ROE等)が活用されているか
- ・自社の最適資本構成のイメージを持ち社内で共有されているか

(ii) 経営管理制度の導入・整備

- ・新規投資の決定又は既存投資からの撤退に係る意思決定を行う際の採択基準が設定されているか
- ・投資採択基準に資本コストの概念が組み込まれているか

(iii) 評価報酬体系の導入・整備

- ・金銭報酬が業績と一定程度連動しているか
- ・業績評価に用いる管理指標に資本コストの概念が組み込まれているか

(iv) 企業価値向上に向けた啓蒙活動の推進

- ・自社の経営目標や資本コストの概念について社内で共有が図られているか(社内研修の実施等)

上記の各項目に関して評価を行ううえでは、例えば「株主から付託された資金に係る収益目標(ROE等)が資本コストの水準を踏まえて設定されているか」や「資本コストを上回るリターンを獲得を目指す投資採択基準が経営判断に活用されているか」など、**投資家から付託された資金を有効に活用しようとする経営態勢が整備され実際に運用されているか否かに着目して、審議を行いました。**

3. その他事項

上記2までの方法に基づいて選抜された上場会社について、企業価値の創出額、過去の業績推移及びその他を総合的に勘案し、大賞候補会社(ファイナリスト)を選定しました。

企業価値向上表彰の狙いと2012～15年度上場会社表彰受賞企業

■ 2012年度:「上場会社表彰」大幅刷新の狙い ⇔ 「ディスクロージャー表彰」(～H22年度)との違い

- 「資本コストなど、投資家が重視する企業価値の拡大を経営に組み込んでいる上場会社を評価する『企業価値向上表彰』を新たに創設。これに従来の『企業行動表彰』を組み合わせ、『上場会社表彰』とする」
- 「企業価値向上表彰」の新設は「企業価値という経営の本質にフォーカスすることで、日本の証券市場や日本企業の魅力に改めてスポットライトを当てようという取り組み」

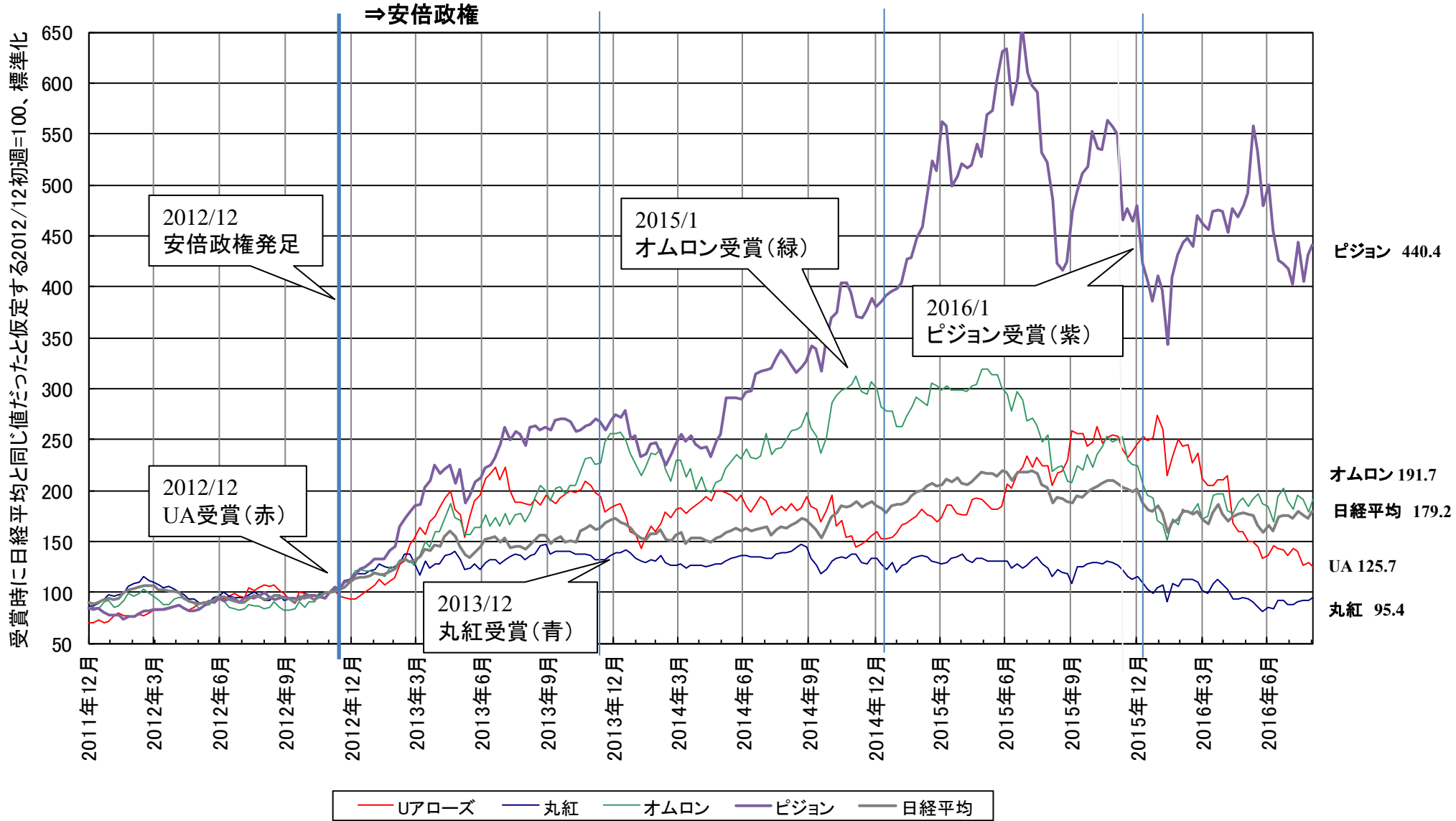
■ 企業価値向上表彰(内容・実質面～上場会社の価値向上)

- 2012年度 大賞: **ユナイテッドアローズ** 優秀賞: エーザイ、三菱商事、丸紅、HOYA
- 2013年度 大賞: **丸紅** 優秀賞: キリンホールディングス、アンリツ、バンダイナムコHDGS、伊藤忠商事
- 2014年度 大賞: **オムロン** 優秀賞: TOTO、ピジョン、東京ガス
- 2015年度 大賞: **ピジョン** 優秀賞: 日本ハム、カシオ計算機

■ 企業行動表彰(外形・形式面～上場制度の整備)

- 2009年度～:「株主総会議案の議決権結果の公表」、「独立性の高い社外役員を選任」、「株主総会招集通知の早期発送」
- 2012年度 表彰対象: 「社外取締役の独立役員への指定」
受賞企業: 大和ハウス工業、日本たばこ産業、スズキ、アサツー ディ・ケイ
- 2013年度 表彰対象: 「IFRS適用に向けた積極的な取り組み」
受賞企業: 日本たばこ産業、日本電波工業、HOYA、住友商事
- 2014年度 表彰対象: 「女性の活躍の推進に向けた積極的な取り組み」
受賞企業: セブン&アイ・ホールディングス、ファンケル、損保ジャパン日本興亜ホールディングス

大賞受賞企業株価と日経平均の推移(2012年12月初週を100として指数化)



(出所)ブルームバーグデータよりみずほ証券作成

ピジョンの2015年度大賞受賞理由(東証公表コメントと注目点)

注目点

- ・資本生産性を表す経営指標(PVA等)の採用
- ・会社全体として企業価値向上に取り組む経営体制
- ・経営情報の公開を通じた投資者との対話の実現

○ピジョン株式会社が特に優れていると評価された点

1. 投資者視点を意識した高い経営目標を設定し公表している

- ・ 企業価値向上を目指して、資本生産性を表す経営指標(ROE、ROA、ROIC)に自社の資本コストを大きく上回る高い水準の目標値を設定し、中期経営計画(2015年1月期～2017年1月期)において公表(同社が保守的に想定する加重平均資本コスト:5%、ROE目標:21%、ROA目標:22%、ROIC目標:15%)。
- ・ 過去3年間(2013年1月期～2015年1月期)のROEは、15.5%、19.7%、19.8%と高い水準を維持。

2. 独自の経営指標を活用した経営管理の仕組みを構築している

- ・ 資本コストを上回る企業価値の創造額を表す独自指標である「PVA」を経営に活用。
- ・ PVAを構成要素ごとに細分化して管理する「PVAツリー」や運転資本の効率性を管理する「CCC(Cash Conversion Cycle)ツリー」を導入し、きめ細かな目標値の設定と実績管理を実施。
- ・ 事業の採択・撤退の判断基準にPVAやNPV、IRRといった管理指標を用いて、資本コストや資本生産性を強く意識した経営判断を実践。

3. 企業価値向上を目指す経営管理の仕組みが組織に深く浸透している

- ・ 事業部門ごとにPVAツリーやCCCツリーを作成して細分化した項目ごとに目標値を設定し、それらを達成するための具体的なタスクも明確化するなど、会社全体として企業価値の向上に取り組む経営体制を構築。
- ・ 経営トップ自らが、こうした経営管理の仕組みや考え方を社内に積極的に語り掛け、管理職だけではなく一般社員を対象とする研修も複数回開催するなど、会社全体への意識の浸透に前向きに取り組む。

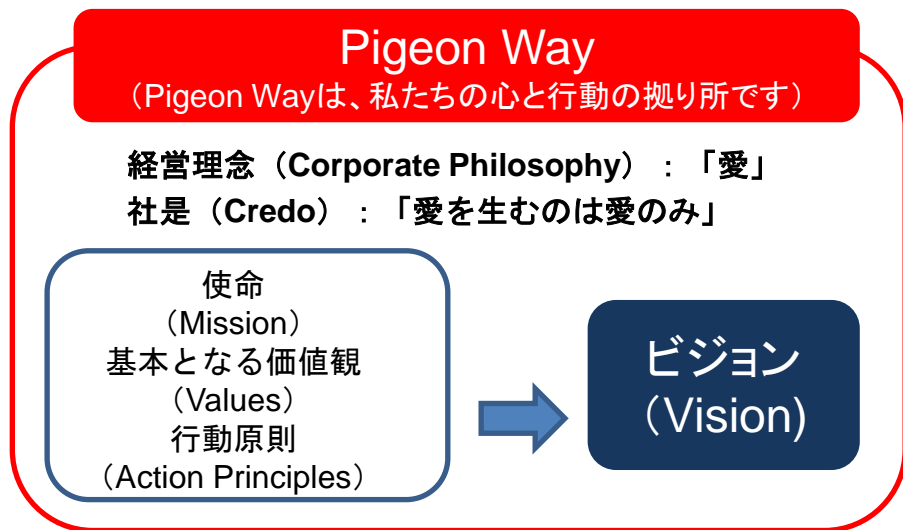
4. 投資者との建設的な対話の実現に向けて積極的な情報発信を行っている

- ・ PVAツリーやCCCツリーの各項目に設定した目標値や実績値の情報を広く公開するなど、投資者との建設的な対話の実現に向けて積極的な情報発信を実施。

大賞受賞企業の中期経営計画(ビジョン)～中計と中期事業方針、高い経営品質への12の課題

2014年に新たに「Pigeon Way」を策定

2. 第5次中期経営計画 Pigeon Wayについて



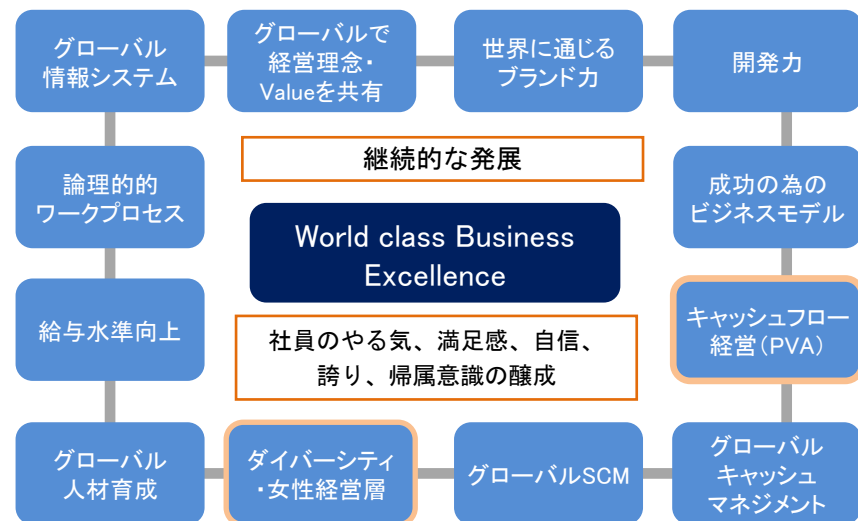
(出所)ビジョン公表資料(第5次中期経営計画2014年3月)

(同社の概要と理念・経営計画の構造)

- 同社は、1957年創業、1997年東証一部に上場
- 2008年3月公表の第3次中計で海外事業強化に舵を切り急成長
- **2014年2月に第5次中計開始**に合わせて「Pigeon Way」を策定
- 第5次中計は「**中期事業方針『ビジョン (Vision) 2016』**」とセットで運営されている(「ブランド力強化」等の5項目)
- 中期事業方針のもとに「事業戦略」「機能戦略」「定量目標」を設定。「**企業価値向上**」では**資本政策・株主還元、CSR**を強調

「高い経営品質への12の課題」

“World class business excellence”への12の課題



(出所)ビジョン公表資料(決算説明会資料2015年3月)

(「**企業価値向上に向けて**」)

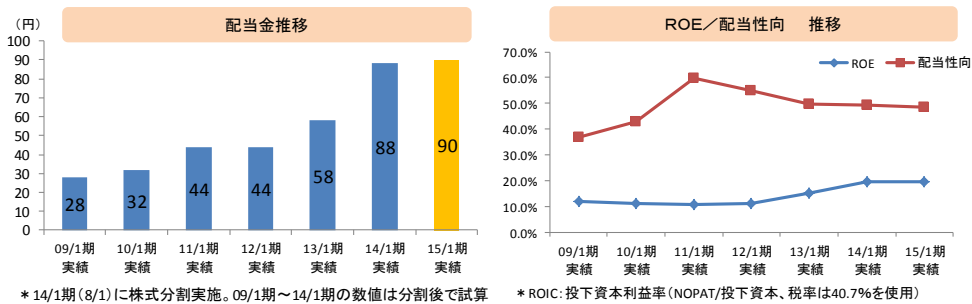
- 日本発で世界に通じるBusiness Excellence、高い経営品質を作り上げたいとの思いが強い⇒経営品質を高める12の課題
- 「**キャッシュフロー経営(PVA)**」、「**ダイバーシティ・女性経営層**」に特に注力。
- 「**ビジョン (Vision)2016**」を第5次中計期間で実現を目指す
- **2015年度に東証企業価値向上表彰で大賞を受賞**(2016年1月発表)、2014年度も優秀賞を受賞していた

大賞受賞企業の中期経営計画(ピジョン)～企業価値の向上を軸とする経営指標管理

「企業価値の向上 ①資本政策・株主還元」と「PVAツリー」

7. 企業価値の向上 ①資本政策・株主還元

- ・営業キャッシュフローの増加見込み:約270億円
- ・成長の為の設備投資を積極的に実施する
投資計画の内訳(3ヶ年総額:約150億円)
海外事業:約115億円 国内事業:約35億円
- ・各営業期における前期比増配と総還元性向45%～50%を目標とする
- ・自己資本純利益率(ROE) 21.0%以上
投下資本利益率(ROIC) 15.0%以上 に改善する
- ・収益拡大により、一株当たり当期純利益を増加させる

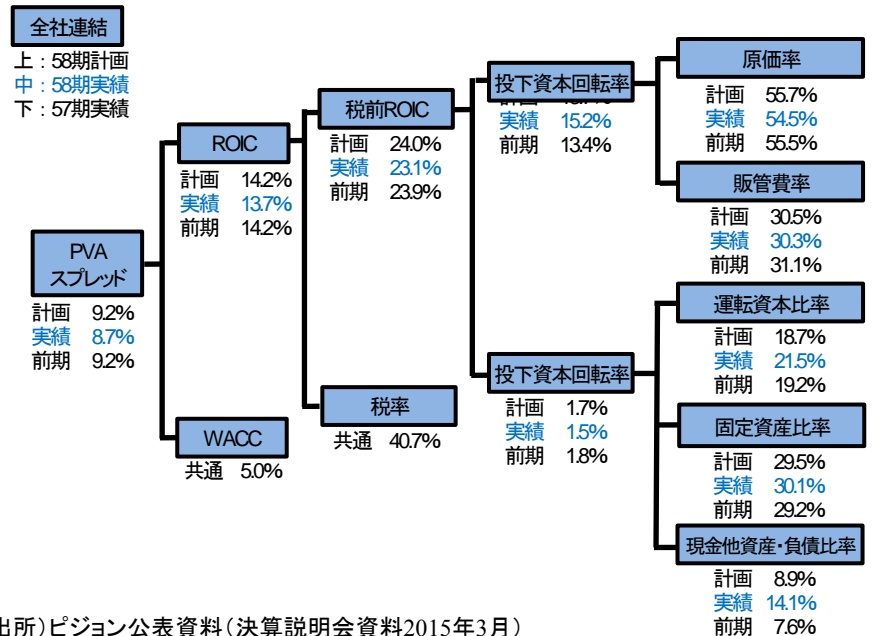


(出所)ピジョン公表資料(第5次中期経営計画2014年3月)

(経営目標数値の設定)

- ・「定量目標」として、①経営目標(売上高、営業利益等)、②セグメント別売上・利益、③海外地域別売上を設定
- ・「企業価値の向上」の指標は別建てで改めて強調。
 - ✓ 営業CF、投資CF、総還元性向⇒成長投資と高い還元両立
 - ✓ ROE、ROIC、EPS⇒効率性指標の向上、収益拡大が基本

PVAツリー(比率): 58期 全社連結



(出所)ピジョン公表資料(決算説明会資料2015年3月)

(PVAスプレッド向上への強いこだわり)

- ・ **PVAスプレッド(ROIC - WACC) ツリー**によりROICおよびその構成要素の計画・実績・前期実績を明示
- ・ PVAスプレッド⇔エクイティスプレッド(ROE-株主資本コスト)の違い
⇒現場における工夫を重視する考え方が強い?
- ・ 運転資本・CCC(キャッシュコンバージョンサイクル)およびPVAについては実額による要因分析を併せて提示

投資実績と資金の関係～ピジョン

	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
期首現金及び現金同等物	1,903	2,680	4,350	5,973	6,906	6,828	7,294	10,574	13,103	21,591	24,298
期首キャッシュ	1,903	2,686	4,350	5,973	6,906	6,828	7,294	10,574	13,103	21,591	24,298
営業活動CF	2,367	3,708	4,206	4,965	3,206	4,212	7,657	7,930	10,135	13,480	6,187
(減価償却費)	1,816	1,930	1,898	1,810	1,940	1,833	1,817	2,071	2,095	2,550	1,976
投資活動CF	-396	-2,443	-1,279	-2,106	-3,950	-1,871	-1,849	-3,794	-3,134	-3,332	-2,415
(研究開発費)	1,028	1,045	1,129	1,210	1,359	1,497	1,621	1,730	1,932	2,264	-2,796
FCF	1,971	1,265	2,927	2,859	-743	2,341	5,808	4,136	7,001	10,148	3,771
財務活動CF	-1,195	-169	-730	-1,926	665	-1,875	-2,527	-1,607	1,487	-7,441	-1,532
(配当総額)	-493	-557	-767	-1,279	-1,518	-1,759	-1,762	-2,741	-3,995	-4,789	-2,393
(自社株買い*)	-2	-2	-7	-4	-1	-1	-2	-6	-486	-5	-1,966
(債務の増減)	-1,042	405	507	-680	2,465	38	-1,337	-351	4,386	-1,706	-3,009
現金及び現金同等物の増加	777	1,096	2,197	933	-78	466	3,281	2,528	8,488	2,707	2,239
総資産	35,648	37,441	38,408	39,494	42,685	43,773	48,539	57,955	72,367	73,943	73,943
純資産合計	22,994	23,831	24,325	26,264	27,044	27,936	32,365	39,982	47,297	50,793	50,793
有利子負債	2,416	2,824	3,242	2,560	4,964	4,981	3,703	3,495	8,101	6,391	6,391
時価総額	41,376	33,962	45,336	70,952	50,016	57,380	99,867	188,720	295,017	304,435	304,435
(株主資本比率)	64.5%	63.6%	63.3%	66.5%	63.4%	63.8%	66.7%	69.0%	65.4%	68.7%	68.7%
営業利益率	6.1	6.5	8.0	8.6	8.0	8.5	10.9	13.4	15.2	15.7	15.7
ROA	5.5	4.0	7.5	7.3	7.1	7.4	9.9	13.1	13.0	13.9	13.9
ROE	9.0	6.4	12.1	11.4	11.2	11.8	15.5	19.7	19.8	21.3	21.3
(参考)											
売上	45,314	49,209	53,060	53,444	57,077	59,131	65,092	77,457	84,127	92,208	92,208
営業利益	2,754	3,193	4,269	4,604	4,547	5,043	7,086	10,366	12,781	14,522	14,522
純利益	1,916	1,471	2,854	2,840	2,928	3,183	4,574	6,986	8,452	10,197	10,197
株価**	347	284	378	591	417	478	832	1,572	2,463	2,542	2,542
1株当り配当額	5	5	9	11	15	15	19	29	35	42	42
1株当り当期利益	16	12	24	24	24	27	38	58	71	85	85
1株当り純資産	1,129	1,174	1,195	1,288	1,326	1,370	1,583	977	1,156	414	414
外国人株主比率	23.6	32.3	25.9	33.7	34.1	32.5	34.5	48.5	49.2	46.9	46.9
株主数	6,794	6,193	5,396	5,664	7,996	6,305	5,803	10,265	6,696	23,751	23,751
(指数)											
期首現金及び現金同等物	0.08	0.11	0.18	0.23	0.26	0.24	0.23	0.26	0.28	0.43	0.48
期首キャッシュ	0.08	0.11	0.18	0.23	0.26	0.24	0.23	0.26	0.28	0.43	0.48
営業活動CF	0.10	0.16	0.17	0.19	0.12	0.15	0.24	0.20	0.21	0.27	0.27
投資活動CF	-0.02	-0.10	-0.05	-0.08	-0.15	-0.07	-0.06	-0.09	-0.07	-0.07	-0.07
財務活動CF	-0.05	-0.01	-0.03	-0.07	0.02	-0.07	-0.08	-0.04	0.03	-0.15	-0.15
純資産	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00
有利子負債	0.11	0.12	0.13	0.10	0.18	0.18	0.11	0.09	0.17	0.13	0.13
時価総額	1.80	1.43	1.86	2.70	1.85	2.05	3.09	4.72	6.24	5.99	5.99

(百万円)

16年8月末日時点

- 株価は2,753円、15年12月末2,965円から約7%下落(日経平均11%下落)
- 時価総額は3,350億円、金庫株は189万株(1.5%)保有

10年平均(5年平均)

6,187 8,683

1,976 2,073

-2,415 -2,796

3,771 5,887

-1,532 -2,393

-1,966 -3,009

-51 -100

268 206

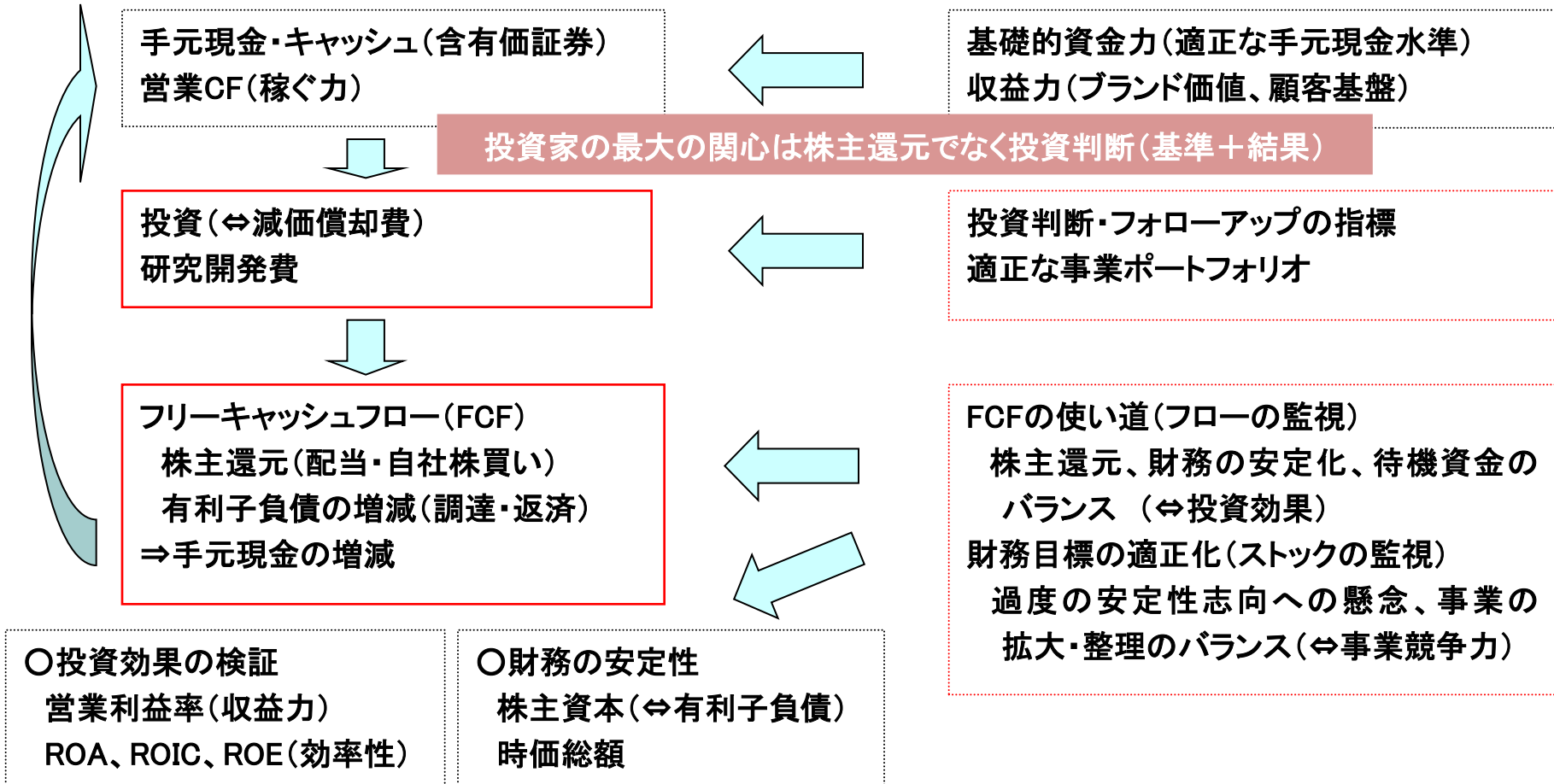
2,239 3,494

- 営業CFは着実の増加、投資CFは30億円台に抑えられており、FCFは増加し、2016年は100億円のプラス
- 手元キャッシュは243億円で純資産に対して約48%と高い水準
- 営業利益率は15.7%、ROEは21.3%と高水準
- 時価総額/純資産(PBR)は5.99と極めて高い水準
- 有利子負債は限定的であり、現金保有とのネットで実質無借金
- 外国人の株保有比率は約47%と高く、株主数の急増が目立っている

(前頁表の見方) 手元資金、営業CFの使途に関する投資家の注目点(投資判断への評価)

●投資資金の出所と投資サイクル ～投資への期待と投資後の検証

●投資家が注目するポイントは？ ～投資結果のフォローアップへの期待



(補足)過去の大賞受賞企業の受賞理由および日本企業の財務データ

オムロンの2014年度大賞受賞理由(東証公表コメントと注目点)

注目点

- ・「ROIC経営」の浸透～従業員向けの「逆ツリー展開」、事業ポートフォリオ管理への活用
- ・「新製品投入1年停止」の経営判断
- ・社長指名諮問委員会の早期設置と実効性

○オムロン株式会社が特に優れていると評価された点

1. 投資者視点を意識した経営目標を掲げて投資者との対話を深めている

- ・ 企業価値を高めるため、資本効率を表す経営指標(ROIC、ROE)に自社の資本コストを上回る水準の目標値を設定して中期経営計画において公表。(同社が想定する加重平均資本コスト:6%、ROIC目標及びROE目標:13%程度)
- ・ 企業価値を高める財務戦略として、成長投資優先、安定的継続的配当、機動的自社株買いの3つを柱とする資金配分の基本方針を策定して公表。

2. 経営目標の達成に向けてきめ細かな事業ポートフォリオの管理を実践している

- ・ 自社の事業を100近い事業ユニットに細分化し、事業の収益性を表すROICと事業の成長性を表す売上高成長率を組み合わせることで事業ユニットの選択と集中を行う「ポートフォリオマネジメント」を実践。

3. 企業価値向上に関する経営管理の仕組みを組織に深く落とし込んでいる

- ・ 全社ベースのROICの向上を最終目標に掲げ、それと関連性の高い指標を各事業部門や製品ラインごとにKPIとして設定することで、現場も含めた全社的なPDCAサイクルを構築する「ROIC逆ツリー展開」を導入。

4. 企業価値向上の取組みの成果が現れている

- ・ 「ROIC逆ツリー展開」と「ポートフォリオマネジメント」を柱とする「ROIC経営」を掲げて経営改革に取り組んだ結果、かつては赤字であった事業部門が資本コストを上回る利益を獲得する水準まで業績向上を果たすなど、全社的な経営改善が進捗。
- ・ その結果として、同社の過去3年間のROEは上昇傾向にあり(5.2%、8.8%、11.6%)、本年度もさらなる向上が見込まれるなど、近年、着実に企業価値向上の取組みの成果が現れている。

丸紅の2013年度大賞受賞理由(東証公表コメントと注目点)

注目点

- ・大手商社の中で最初に大賞受賞
- ・経営指標「PATRAC」への高い評価
- ・大手商社の中では非資源への分散が進む

○大賞会社(丸紅)を選定するにあたり特に優れていると評価された点

1. 資本コストを意識した経営指標が積極的に活用されていること

丸紅株式会社(以下「同社」といいます)は、自社の株主資本コストを計測したうえで、その水準を大きく上回る15%以上というROE目標を設定し、中期経営計画において公表しています。そして、その目標を達成するために、リスク対比での株主資本コストを上回る収益の追求を図る独自の経営指標である「PATRAC」や個別案件ごとに資本コストを意識して設定する100種類を超えるハードルレートに基づく「IRR」を活用した投資判断を着実に実行しています。このように、同社では、資本コストを意識した経営が首尾一貫して実践されていると認められました。

2. 企業価値向上の取組みが組織に深く浸透していること

同社は、投資判断基準のほか、事業の業績評価や撤退の判断においても「PATRAC」を厳格に適用しています。また、同指標に基づく業績連動報酬の仕組みも導入しており、経営層から一般社員に至るまで全役職員が対象となっています。さらに、社長自らが中堅・若手社員を含む役職員と直接対話する機会を積極的に設けて、経営目標や「PATRAC」を通じた企業価値向上経営に関する対話を行うなど、上述の経営態勢が有効に機能するための環境が醸成されており、実際に企業価値向上の取組みが組織に深く浸透していると認められました。

3. 企業価値向上の取組みとその成果に安定性が認められること

こうした取組みにより、同社の過去3年間のROEは18.0%、21.2%、20.7%と高い水準で安定的に維持されており、結果として、昨年度から開始した企業価値向上表彰において2年連続でファイナリストに選出されるなど、同社の企業価値向上の取組みとその成果には安定性があると認められました。

(単位: %、百万円)

		Mar-09	Mar-10	Mar-11	Mar-12	Mar-13	Mar-14	ROE目標
丸紅	ROE	16.5	14.5	18.0	18.5	12.7	16.6	安定的に
(12年度よりIFRS)	純利益	111,208	95,312	136,541	154,771	130,143	210,945	15%以上
三菱商事	ROE	14.1	10.3	14.8	13.3	8.1	7.5	中長期に
(13年度よりIFRS)	純利益	369,936	274,846	463,188	452,344	323,457	361,359	12~15%
三井物産	ROE	8.7	7.3	13.3	17.4	9.8	9.7	17年3月期
(13年度よりIFRS)	純利益	177,607	149,719	306,659	434,497	296,623	350,093	10~12%
伊藤忠	ROE	18.1	13.2	14.3	23.9	16.8	13.0	早期に15%
(13年度よりIFRS)	純利益	165,390	128,153	160,975	300,505	258,843	245,312	必達目標12%
住友商事	ROE	15.1	11.5	12.9	15.4	12.4	10.0	リスクターン12%程度
(10年度よりIFRS)	純利益	215,078	165,365	200,222	250,669	232,451	223,064	ROA3%以上

丸紅のROEはIFRS基準に移行しているため東証が公表している例と12年度以降異なっている。

ユナイテッドアローズの2012年度大賞受賞理由(東証公表コメントと注目点)

■ 主要な選定理由

- 企業価値向上に係る取り組みに関して、株式市場において投資家に高く評価されている点
- 企業価値向上に向けた業務執行体制の確立に独自の創意工夫が認められる点*

注目点

- ・初年度に「定番企業」に先んじて受賞
- ・感性による経営から業務の可視化に移行
- ・経営目標達成に従業員と一体感を重視

■ 表彰会社選定にあたっての観点

▶ 経営戦略及び事業戦略について

- ・ 自社資本コストを踏まえ、ROE20%以上という中期経営目標を定めている。
- ・ 経営目標を達成するための「キーファクター」をKPIと定義し、達成するための目標設定を部門・店舗や社員単位で行っている。また、そのモニタリングを最短、週単位で実践している。

▶ 財務戦略について

- ・ 資本コストを上回る収益を見込めるか否かなどを主な観点とし、新規投資や事業撤退の判断を行っている。
- ・ 剰余金の利用用途は、新規投資と内部留保のバランスを勘案しつつ、株主還元の充実を図ることを基本方針としている。

▶ 企業価値向上の取り組みとその成果

- ・ 企業価値向上の取り組みを強化した2009年以降、①ROEは5.6%(2009年3月期)から29.2%(2012年3月期)まで、②株式投資収益率(配当、株価上昇のトータルリターン)は(2012年11月末までの)過去3年間で195.6%、5年間で100.7%まで達している。

*「業務執行体制の確立に独自の創意工夫が認められる」とされた内容につき、竹田社長は以下のように述べている。

「各部門の業務体系や連携状況を戦略マップ化し、週・月・年次単位での行動計画を共有し、進捗管理を行います。ワークフローの全体像を可視化することで、個人の感性に頼りがちな業務を標準化し、誰でも確実に迅速にこなすことができるような仕組みを確立します」

TOPIX500セクター別財務指標比較(2016年、日本)(GICSセクター、欧米は2015年決算)

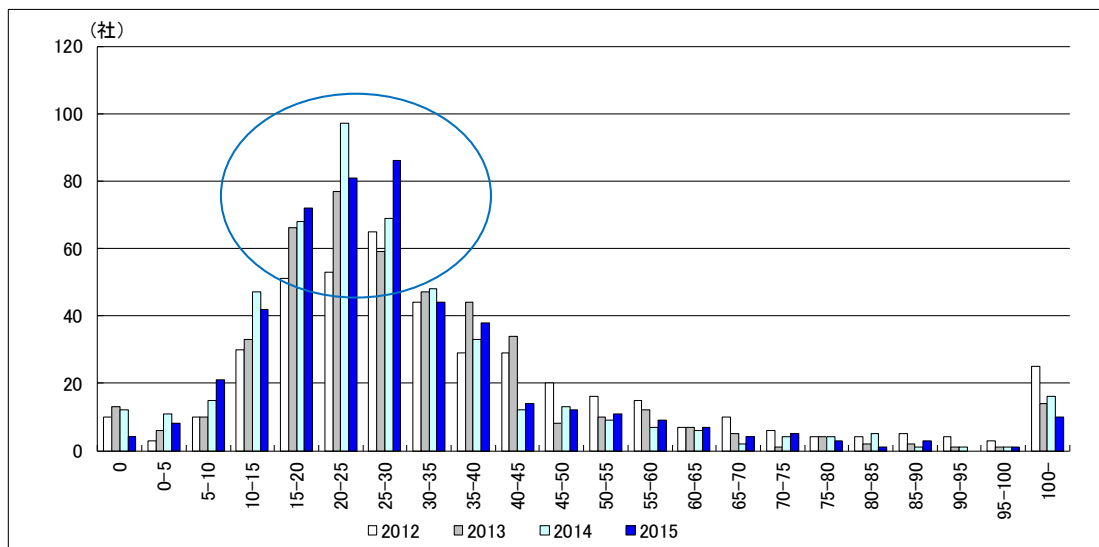
GICSセクター

	社数	キャッシュ /売上高	キャッシュ /総資産	総資産 /株主資本	短期負債/ 有利子負債	有利子負債 /株主資本	売上高 営業利益率	ROE	PBR	配当利回り	配当性向	総還元性向
	(社)	(%)	(%)	(x)	(%)	(x)	(%)	(%)	(x)	(%)	(%)	(%)
1010 エネルギー	7	8.3	9.6	3.00	32.1	0.96	1.3	-6.3	0.58	3.07	-28.2	-28.2
1510 素材	54	11.1	9.1	2.27	36.8	0.62	6.6	6.3	0.87	2.43	33.6	42.8
2010 資本財	82	16.0	12.9	2.93	27.8	0.90	4.2	5.0	1.14	2.59	59.0	68.7
2020 商業サービス・用品	11	21.7	20.1	1.77	35.7	0.18	6.4	6.6	1.61	1.56	38.3	50.3
2030 運輸	30	12.4	7.3	2.92	18.2	1.17	9.4	7.8	1.39	1.35	24.2	31.2
2510 自動車・自動車部品	30	15.6	12.5	2.58	46.0	0.82	7.8	11.3	0.92	3.62	29.6	55.0
2520 耐久消費財・アパレル	21	19.4	16.2	3.45	46.2	0.41	4.8	6.2	1.45	1.58	36.6	53.2
2530 消費者サービス	5	26.9	22.7	2.03	18.9	0.43	8.5	8.2	2.90	0.93	33.0	34.7
2540 メディア	10	25.5	15.0	2.00	28.4	0.23	8.2	6.3	1.06	1.84	30.9	33.2
2550 小売	24	24.3	21.6	2.39	43.3	0.41	6.6	8.8	1.92	1.24	27.1	43.9
3010 食品・生活必需品小売り	11	16.7	15.4	3.45	32.2	0.79	5.1	6.1	1.86	1.55	47.0	47.4
3020 食品・飲料・タバコ	28	10.1	10.1	2.11	32.1	0.41	7.3	9.8	2.38	1.56	38.2	56.0
3030 家庭用品・パーソナル用品	8	20.9	22.2	1.81	30.2	0.17	9.3	11.4	3.61	1.06	33.7	42.6
3510 ヘルスケア機器・サービス	12	11.5	16.2	2.51	29.0	0.33	5.8	11.7	2.63	1.05	23.7	78.2
3520 医薬品・バイオテクノロジー・ライフサイエンス	23	41.0	22.4	1.48	24.2	0.15	13.9	7.8	2.06	2.03	53.9	75.5
4510 ソフトウェア・サービス	19	30.2	28.1	1.92	27.2	0.19	8.8	11.0	2.13	1.55	30.1	36.8
4520 テクノロジー・ハードウェアおよび機器	30	17.7	14.7	2.09	35.2	0.37	7.8	7.6	1.15	2.33	35.1	48.4
4530 半導体・半導体製造装置	6	42.4	27.6	1.49	33.2	0.15	13.7	9.2	1.51	2.33	38.1	141.6
5010 電気通信サービス	4	14.9	8.1	2.73	19.4	0.87	13.4	11.2	1.72	1.98	30.2	62.2
5510 公益事業	13	15.0	7.0	5.43	19.6	2.89	7.9	10.5	0.82	1.59	12.4	16.3
合計	428	16.2	12.5	2.63	30.6	0.75	6.9	8.0	1.33	2.1	35.5	54.6
(参考)2015年データ	426	16.1	12.1	2.62	30.00	0.75	6.5	8.0	1.55	1.6	30.5	40.8
(参考)2014年データ	423	14.9	11.6	2.71	29.42	0.80	6.3	8.3	1.32	1.7	27.4	36.2
(参考)2013年データ	421	14.9	11.4	2.77	31.3	0.84	5.4	5.3	1.24	1.9	43.0	53.0
(参考)2012年データ	420	14.3	11.3	2.82	30.4	0.85	5.3	4.7	1.13	2.2	52.1	66.4
(参考)2011年データ	418	14.7	11.9	2.77	29.7	0.85	6.5	6.7	1.18	1.9	33.9	41.4
(参考)2010年データ	411	14.5	11.1	2.79	29.3	0.88	4.8	4.6	1.31	1.6	46.0	53.8
(参考)2009年データ	410	11.6	10.0	2.89	34.3	0.97	4.1	1.3	1.08	3.0	238.7	353.9
S&P500 (米国 2015年)	406	18.3	12.7	2.94	12.9	0.91	10.3	13.8	3.50	2.2	56.0	131.2
Bloomberg Euro 500 (欧州 2015年)	386	14.3	9.7	3.10	22.5	0.88	6.8	8.9	2.42	3.1	84.9	97.8

- 日本企業の「売上高営業利益率」、「ROE」といった収益力を示す指標は2009年を底に回復、2014年は8%を超えたが2015年以降頭打ち。
- 「キャッシュ/売上高」、「キャッシュ/総資産」は高水準で推移。有事に備える手元現金を徐々に投資や株主還元を使う動きが顕在化。
- 「有利子負債/株主資本」(D/Eレシオ)は安定推移からやや低下。1をやや下回る水準が財務基盤安定と積極投資との均衡点。
- 「配当性向」、「総還元性向」は2014年に業績向上に伴い低下、安定配当のため当期利益の変化の影響が大きい。2015年は上昇。
- オムロンはテクノロジー-セクター(4520)、丸紅は資本財セクター(2010)、ピジョンは家庭用品(3030)、UAはアパレル(2520)だがTOPIX500の統計には含まれていない。

Data : Bloomberg

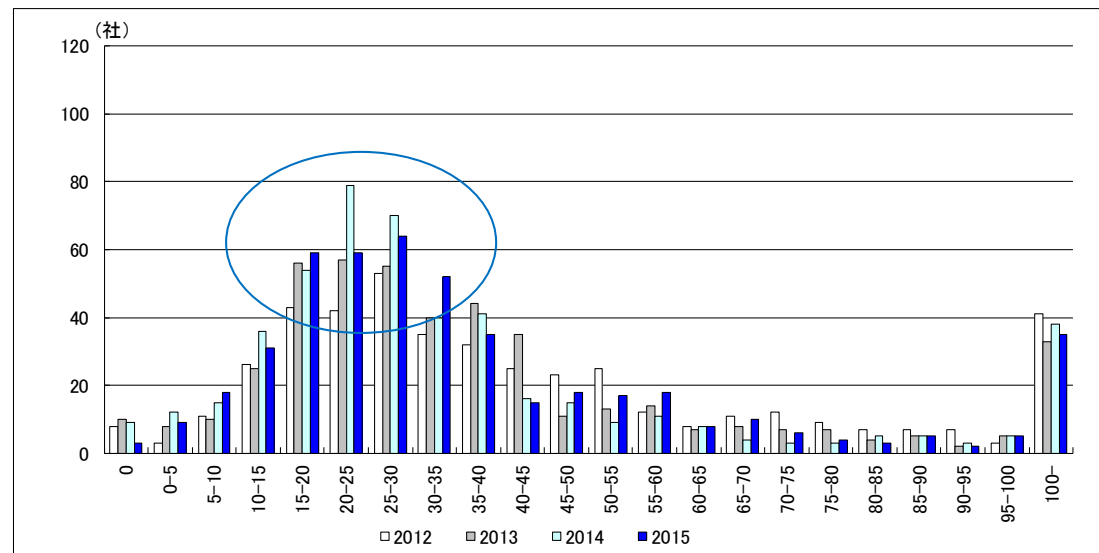
株主還元への分布の推移(日本)



配当性向

2015年も20~40%に収斂している状況に大きな変化はなく、25-30%に大きな山が見られる。基本的に配当性向30%付近をターゲットとしている様子が見てとれる。時価総額上位1200社を対象とした生保協会アンケート調査では、株主還元の数値目標を公表する企業は、延べ527社と前年(431社)から大幅に増加。公表する指標としては「配当性向」が399社と圧倒的に多く、うち30%以上を目標とする企業も306社と前年(250社)から大幅に増加。一方で6割近くの企業は数値目標を未公表の状況。

2015年以降、株主還元強化を打ち出す企業が増えてきているが、顕著な右側へのシフトは見られない。



総還元性向

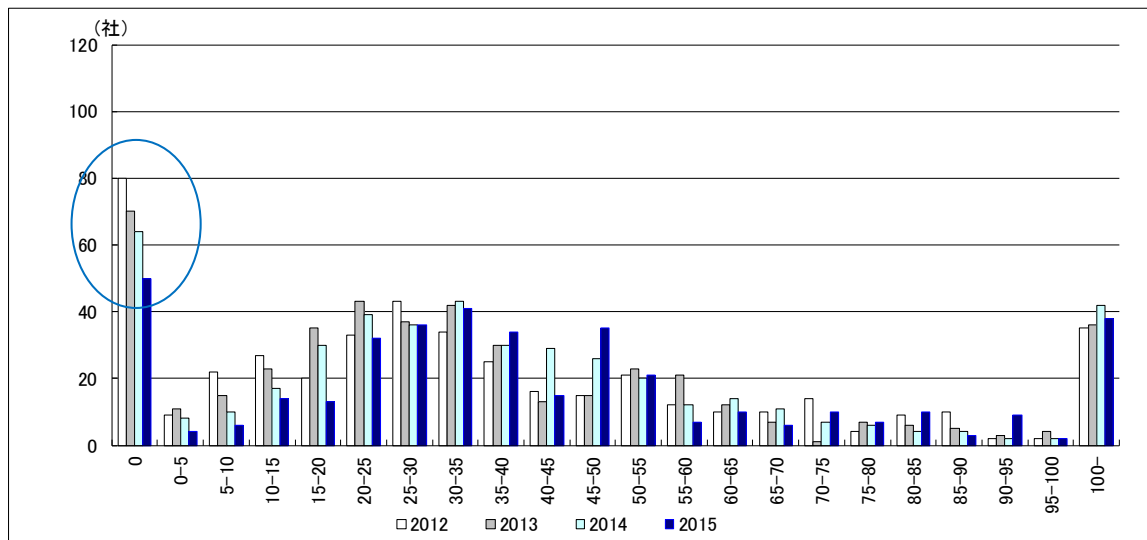
2015年の傾向は20~30%への収斂が継続する一方、全体としてはやや上位(右側)にシフトしている。100%を超える企業は40社前後で推移している。

自社株買いを積極的に活用する企業も増えているが、グラフには明示的に表れていない。今後の自社株買い増加の動きが注目される。

「配当性向30%」は株主が求める目標か？

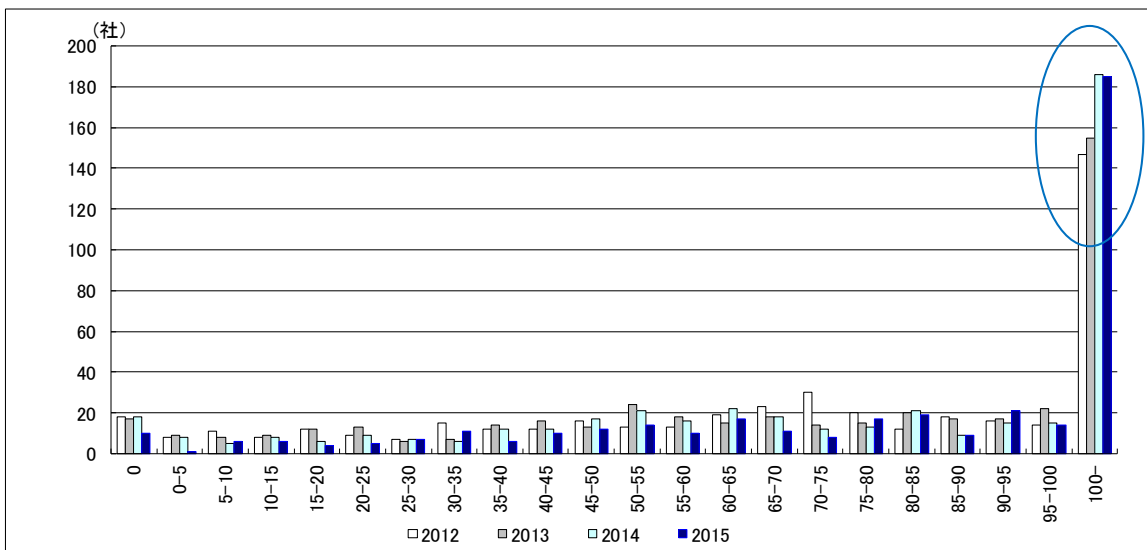
- ・企業毎に投資・株主還元のパランスに最適解～日本は30%への偏りが顕著、米とは全く分布が異なる
- ・経営者の投資判断への信頼、最適資本構成への意識の高さが株主還元政策の判断材料となる

株主還元の分布の推移(米国)



配当性向

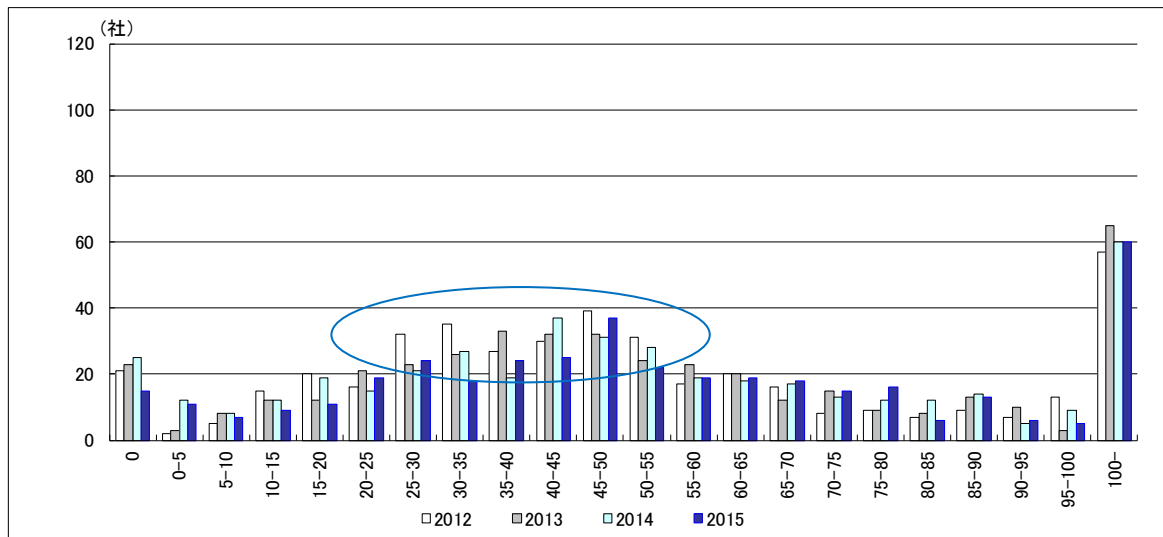
配当性向0%の企業が多いことに変化はないが、やや減少傾向が見られる。配当性向の傾向は20~40%への一定の収斂が見られるが緩やか。基本的には企業毎の成長ステージに合わせて配当を個別に決定する考え方は継続していると考えられる。



総還元性向

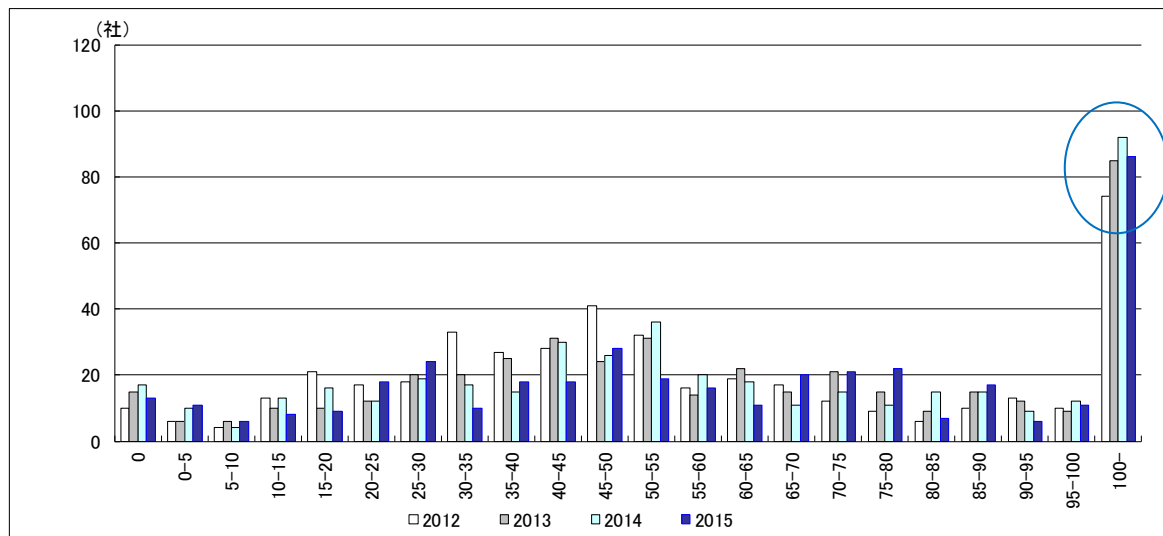
総還元性向が100%以上の企業は、2012年~15年は150~190社と高水準で推移している。総還元性向全体は一定水準への収斂はみられず、企業毎の判断が異なっていると考えられる。配当性向のグラフと比較すると大きく右にシフトしていることから自社株買いを利用した株主還元の比率が配当と比較して大きいといえる(縦軸のスケールが他のグラフと比較し1.7倍になっていることは注意)。

株主還元への分布の推移(欧州)



配当性向

各年度とも30~40%を中心とする分布が見られるが、日本企業と比較すると広がり大きい。
2015年にやや右にシフトしているのは、当期利益の落ち込みが影響していると考えられる。
配当性向が100%超となる企業も一定数存在する。



総還元性向

総還元性向は配当性向と同様の傾向(やや上位にシフト)。
100%超を総還元する企業も一定数存在する。
配当性向と総還元性向の差異はあまり変化がなく日本と同様自社株買いは配当の補助的手段と位置付けられていると考えられる。

留意事項

本資料はみずほ証券が、金融・資本市場関係者およびみずほ証券の顧客への一般的な情報提供のみを目的として作成したものであり、特定の有価証券の取引を推奨する目的、または特定の取引を勧誘する目的で提供されるものではありません。また、本資料は会計、税務、法務あるいは投資等の助言を提供するものでもありません。

本資料に記載されている意見等は、各筆者の個人的な意見等であり、みずほ証券の意見等ではありません。

みずほ証券は、ここに記載されているデータ、意見等の正確性、完全性、情報や意見の妥当性等を保証するものではなく、また、当該データ、意見等を使用した結果についてもなら保証するものではありません。ここに記載された内容が記載日時以降の市場や経済情勢の状況等に起因し妥当でなくなる場合もあります。また、ここに記載された内容が事前連絡なしに変更されることもあります。

みずほ証券はいかなる場合においても、本資料を受領した者(以下、受領者)ならびに直接・間接を問わず本資料を当該受領者から受け取った第三者に対し、直接的、間接的、付随的、または、通常・特別を問わず、あらゆる損害等(本資料の使用に直接的または間接的に起因したと思われるもの、または本資料の使用上の誤り、あるいは本資料の内容の脱落または誤りによるものを含みますが、これらに限定されるものではありません。)について、賠償責任を負うものではなく、受領者のみずほ証券に対する賠償請求権は明示的に放棄されていることを前提とします。

ここに記載されたデータ、意見等にはみずほフィナンシャルグループあるいはその関係会社に関係するものが含まれる場合がありますが、それらはすべて公に入手可能な情報に基づくものであり、本資料の作成者はいかなる内部者情報からも遮断されており、そのような情報に基づく情報・事項等は一切含まれてはいません。

本資料の日本での配布は、みずほ証券がこれを行います。また、本資料の海外での配布は一切禁止されています。

また、本資料の著作権はみずほ証券に属し、その目的を問わず無断で引用または複製することを禁じます。

みずほ証券が取り扱う商品等は、価格変動等により損失が生じるおそれがあります。また、商品等により手数料をいただく場合があります。各商品等のリスクおよび手数料等については別にお渡しする契約締結前交付書面や目論見書等でご確認ください。



商号等:みずほ証券株式会社 金融商品取引業者 関東財務局長(金商)第94号
加入協会:日本証券業協会、一般社団法人日本投資顧問業協会、
一般社団法人金融先物取引業協会、一般社団法人第二種金融商品取引業協会

〒100-0004 東京都千代田区大手町1丁目5番1号 大手町ファーストスクエア

市場情報戦略部

〒101-8219 東京都千代田区神田駿河台4-6 御茶ノ水ソラシティ

お問合せ

株式会社東京証券取引所 上場部 上場会社サービスグループ
〒103 - 8220 東京都中央区日本橋兜町2番1号

電話：050-3377-7012（グループ直通）

Email：jojo-service@jpx.co.jp

URL：http://www.jpx.co.jp/