



企業価値向上表彰「表彰候補50社」の 株価パフォーマンスと企業価値向上経営の意義

～ 企業価値向上経営を実践する会社の特徴 ～

2017年8月

一橋大学大学院商学研究科 准教授 円谷昭一

株式会社東京証券取引所



はじめに

• はじめに

- 企業価値向上表彰は、投資者の視点を強く意識して企業価値の向上を目指す経営を実践している上場会社を表彰する制度である。
- 表彰会社の選抜は、資本生産性に関する定量的な選考とアンケートに基づく定性的な選考を組み合わせ実施される。第4回表彰（2015年度）からは、大賞・優秀賞に加え、その前段階の表彰候補50社の社名の公表が開始されており、この表彰候補50社の株価パフォーマンスが他のインデックスと比べて良好であることも分かっている。
- 本レポートでは、表彰候補50社の良好な市場評価を改めて確認し、その背景にあると考えられる業績や経営態勢の特徴などについて分析する。

• （参考）企業価値向上表彰の選定プロセス

- 一次選抜：全東証上場会社（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400社程度を選定。
- 二次選抜：選抜された400社程度に、資本コストや経営指標等に関するアンケートを実施。アンケートの回答や財務数値などを踏まえて、50社程度を選定。
⇒ **「表彰候補50社」**
- 三次選抜：選抜された50社程度に、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を実施。アンケートの回答や財務数値などを踏まえて、数社をファイナリストとして選定。
- 四次選抜：経営陣へのインタビューや投資家・アナリストからの意見募集を踏まえ、大賞・優秀賞を決定。

※本レポートでは、2016年12月時点における東証1・2部上場の2,541社（決算期変更による変則決算企業等除く。）を分析対象とし、「東証全社」と呼ぶ。（詳細については、本レポート1.（1）を参照）



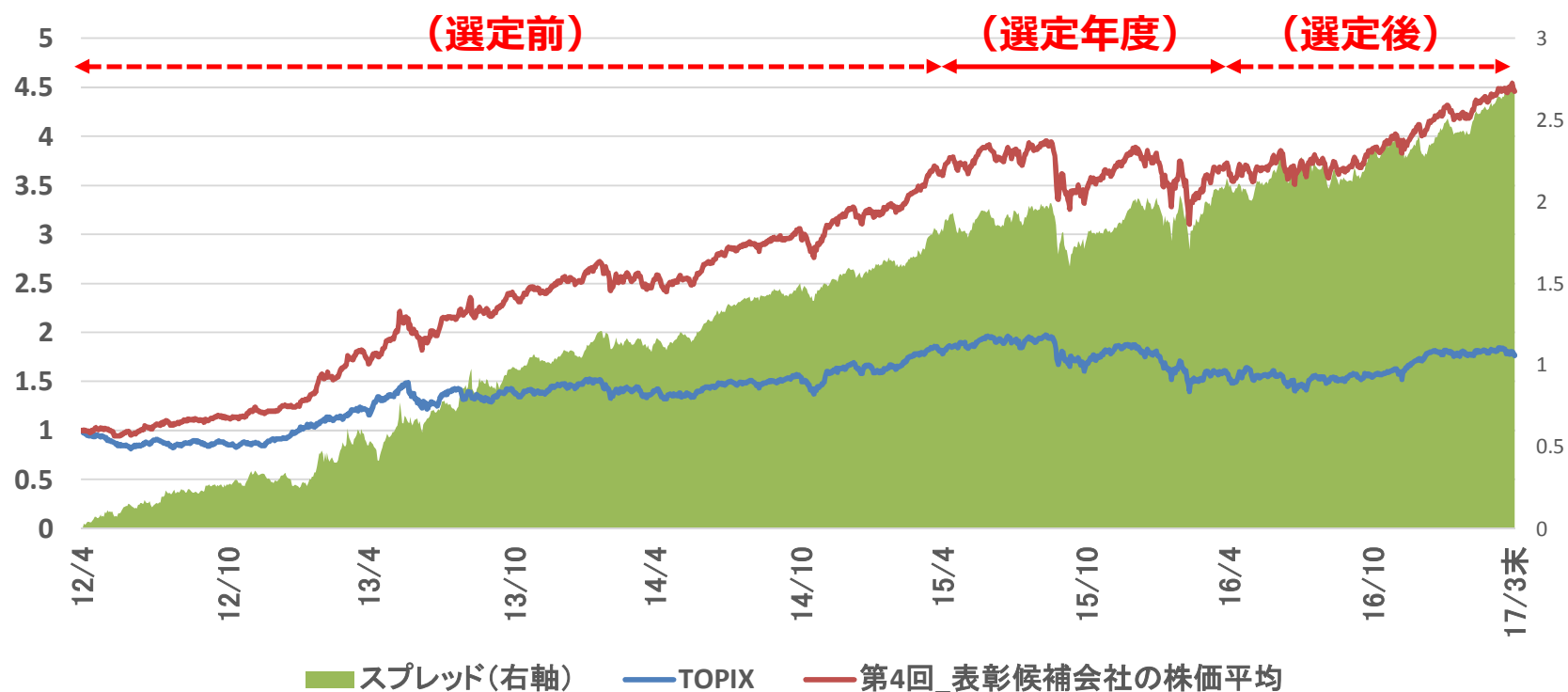
1. 株価パフォーマンス(市場評価)

2. 業績面の特徴

3. 態勢面の特徴

第4回表彰・表彰候補50社の株価平均の推移

- ✓ 第4回表彰の表彰候補50社の株価平均の推移をTOPIXと相対的に比較。（右軸は両者のスプレッドを表す。）
 - ✓ 選定前の3年間、表彰候補50社の株価平均は、TOPIXを大きくアウトパフォーマンスして推移。
 - ✓ 選定後をもても、引き続き、TOPIXをアウトパフォーマンス。
- ⇒ 表彰候補50社の株価パフォーマンスは、選定前の期間はもちろん、その後も高い水準を維持・向上している。

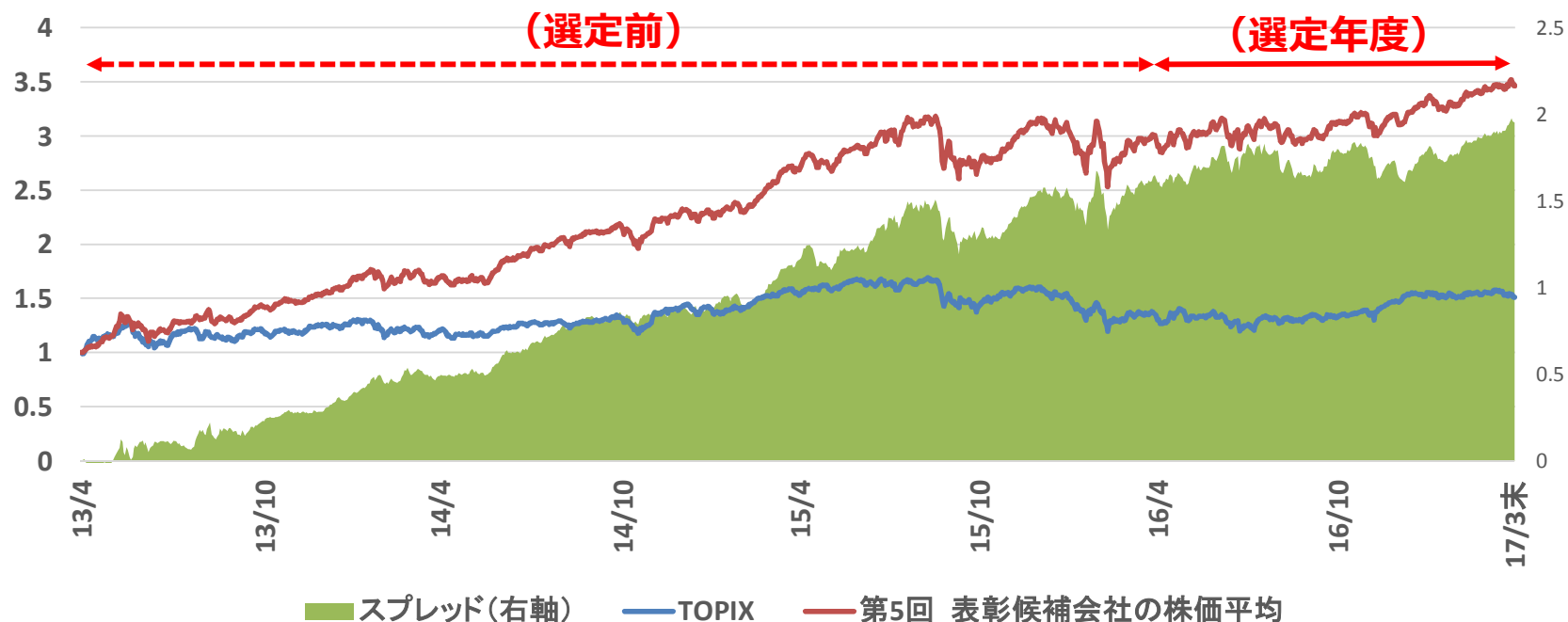


第5回表彰・表彰候補50社の株価平均の推移

✓ 第5回表彰の表彰候補50社の株価平均の推移をTOPIXと相対的に比較。（右軸は両者のスプレッドを表す。）

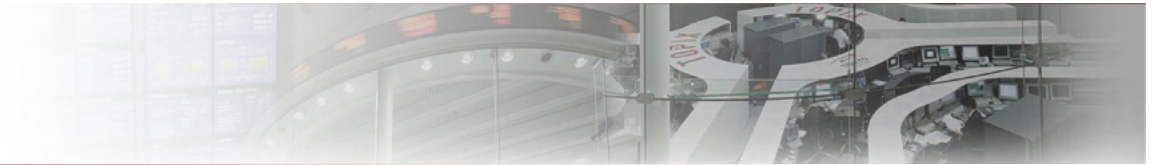
✓ 選定年度末までの株価平均の推移は、第4回の表彰候補会社のそれと酷似。

⇒ 表彰候補50社が市場から高く評価される傾向は、特定の年度に限ってみられるものではない可能性。



表彰候補50社は、選定前の期間はもちろん、選定後においても、継続的に市場から高い評価を受ける傾向にある。

⇒ 次頁以降で、表彰候補50社が市場から高く評価される背景にあると考えられる要因を分析する。



1. 市場評価(株価パフォーマンス)

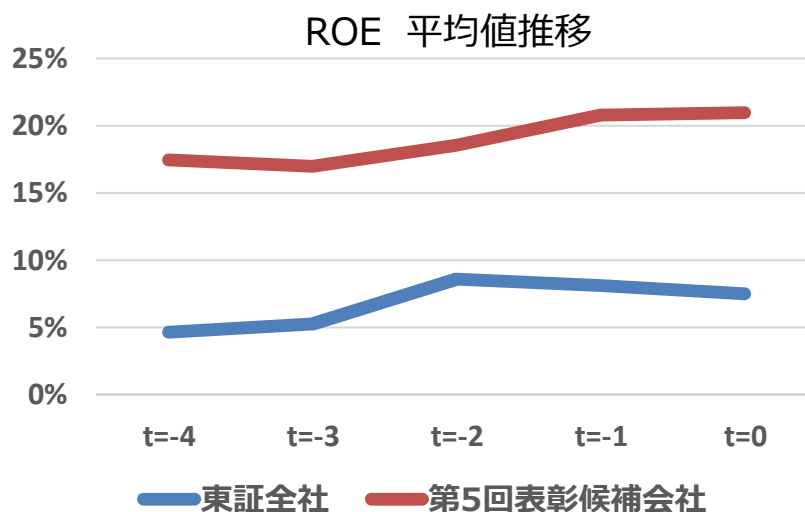
2. 業績面の特徴

3. 態勢面の特徴

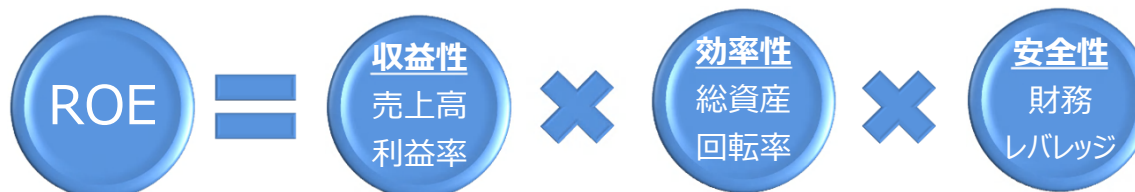
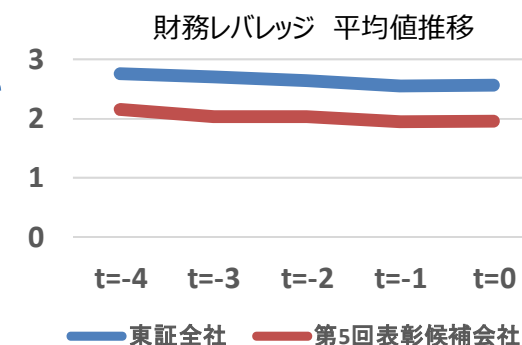
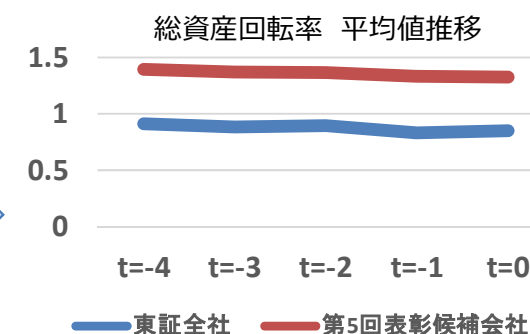
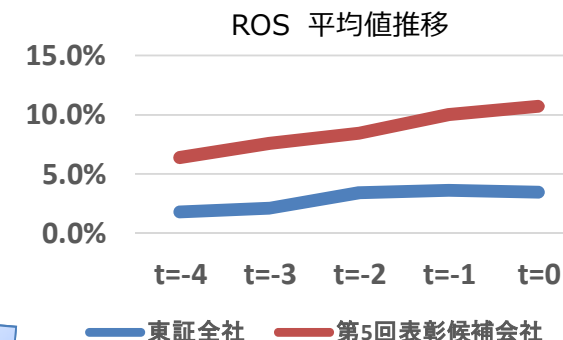
ROEの推移

- ✓ 東証全社と表彰候補50社のROE及びその分解要素ごとの推移を比較。
- ✓ 東証全社の平均ROEがやや下降傾向にある中、表彰候補50社の平均ROEは向上。
- ✓ 表彰候補50社はROS（売上高当期純利益率）や総資産回転率が優れており、特に近年のROSの向上が目立つ。一方、表彰候補50社の財務レバレッジは、東証全社より低く止まっており、財務の安全性は相対的に高いことがわかる。

⇒ 表彰候補50社は、**自己資本（分母）の伸び以上に、当期純利益（分子）を増加**させることで、**財務の健全化とROEの向上を同時に達成**している。



※ 最新決算期をt=0として過去5年間の単純平均を取った。



エクイティ・スプレッドの推移

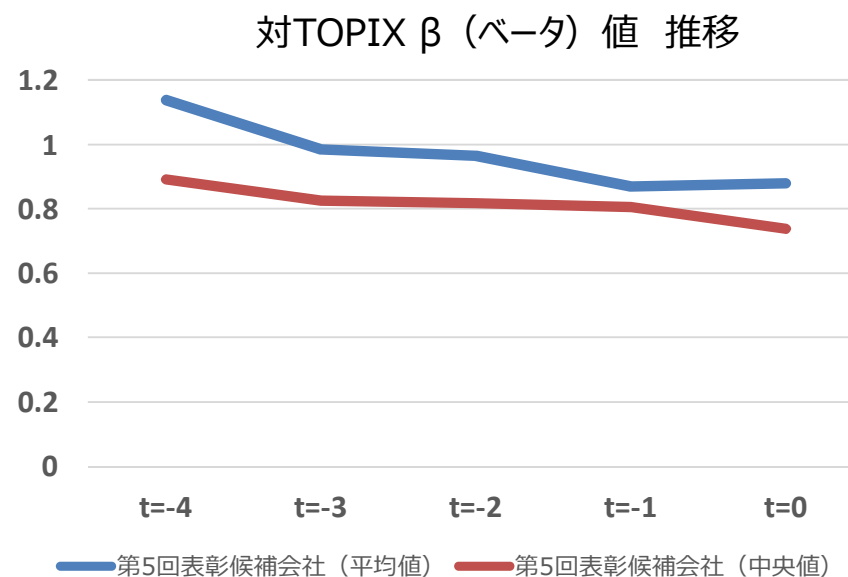
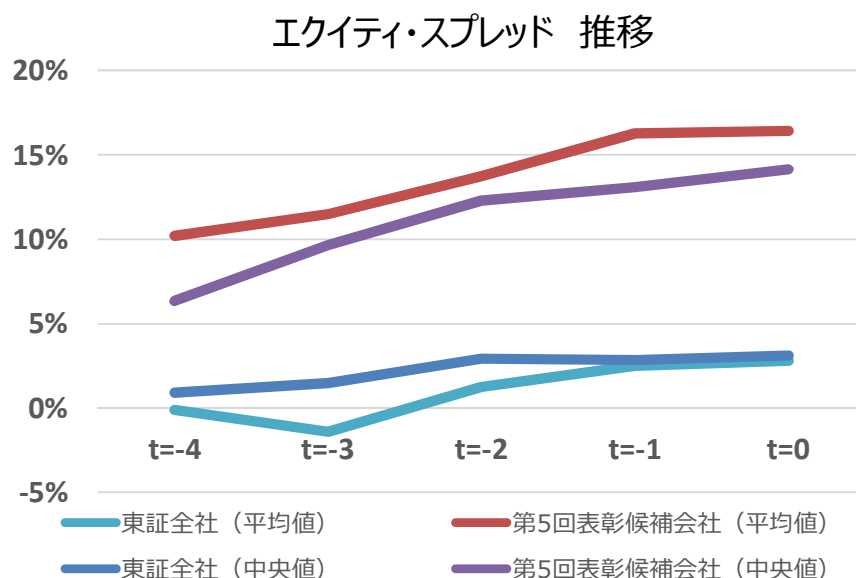
✓ 東証全社と表彰候補50社のエクイティ・スプレッド（「ROE」と「自己資本コスト※」の差）の推移を比較。

（※一定の前提条件の下で試算）

✓ 表彰候補50社のエクイティ・スプレッドは、平均値・中央値ともに、東証全社を大きく上回って推移。

✓ なお、自己資本コストを算出する際に利用するβ値は低下傾向にある。

⇒ 表彰候補50社は、持続的に**株主の期待収益を上回る収益を獲得**してきており、**その差は一層拡大傾向**にある。
リスクフリーレートやリスクプレミアムを一定と仮定すれば、表彰候補50社の**自己資本コストは低下傾向**にある。



表彰候補50社は**株主の期待収益を上回る利益を安定的に確保**していることが確認された。
資本コストを上回る資本生産性を実現することが、高い市場評価につながっていることが改めて浮き彫りになった。

⇒ 次頁以降で、表彰候補50社の高い「市場評価」と「収益性」の背景にある「経営態勢」の特徴を分析する。



1. 市場評価(株価パフォーマンス)

2. 業績面の特徴

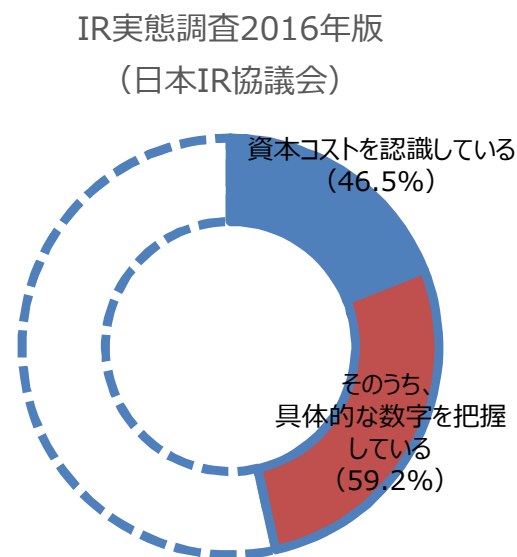
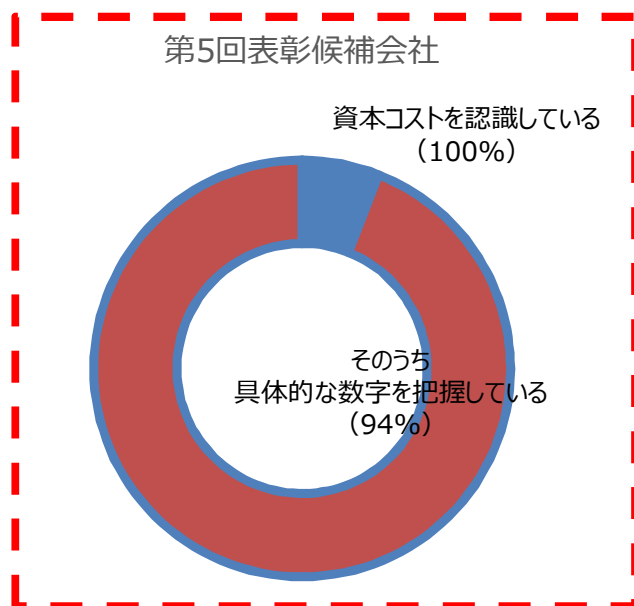
3. 態勢面の特徴

資本コストの意識

- ✓ 表彰候補50社の選抜過程では「自社の資本コストを認識していること」が最低条件となっている。そのため、表彰候補50社は、すべての会社は何らかの形で自社の資本コストを認識しており、うち94%が具体的な数字を把握。
- ✓ 一方、上場会社全体を対象としたアンケート（日本IR協議会「IR実態調査」2016年版）の結果では、「自社の資本コストがどの程度の水準か認識しているか」という問いに「はい」と回答したのが46.5%。その「はい」と回答した会社の中で、「その根拠となる値はあるか」という問いに「はい」と回答したのは59.2%。

⇒ 表彰候補50社は、**自社の資本コストに対する意識が高く、具体的な数値として資本コストを認識している割合が高い。**

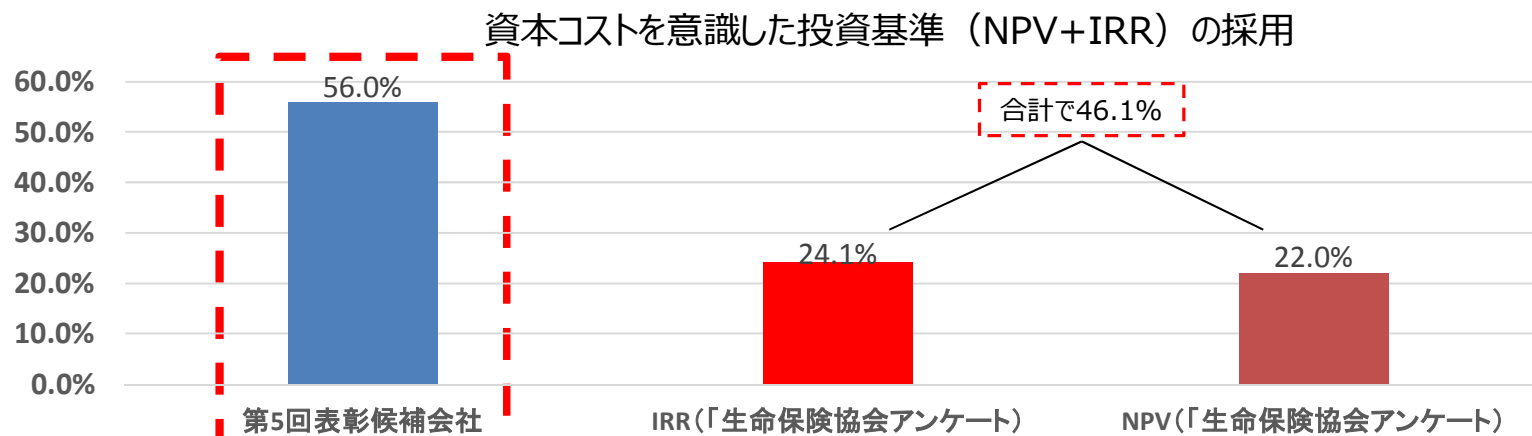
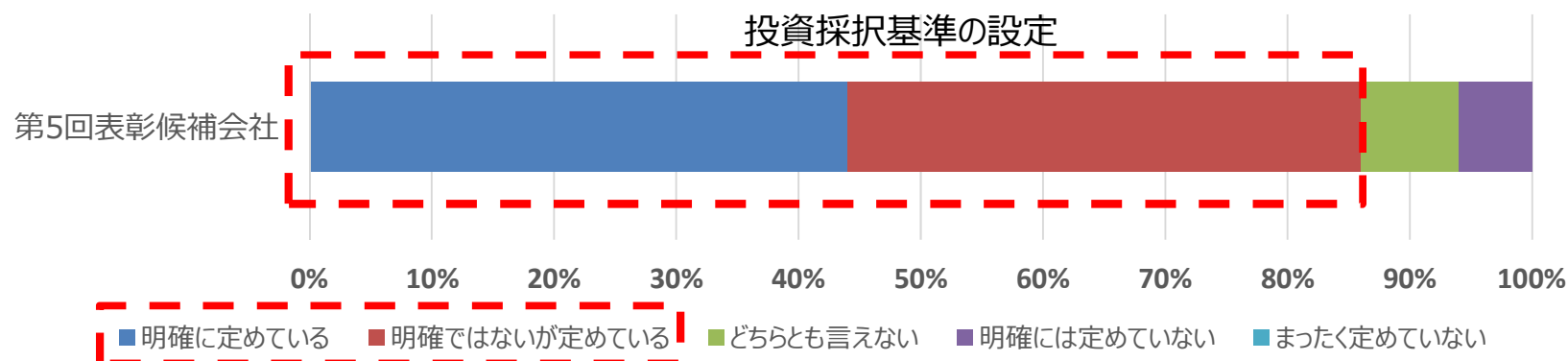
自社の資本コストの認識



資本コストを意識した投資採択基準

- ✓ 表彰候補50社の80%超が何らかの投資採択基準を採用。
- ✓ 資本コストを明確に意識していると判断される指標（NPV、IRR）を投資採択基準に採用している会社は56%に上っており、上場会社全体を対象としたアンケート（生命保険協会「株式価値向上に向けた取り組みに関するアンケート」平成27年度版）の結果（NPVとIRRの合計46.1%）を上回る。

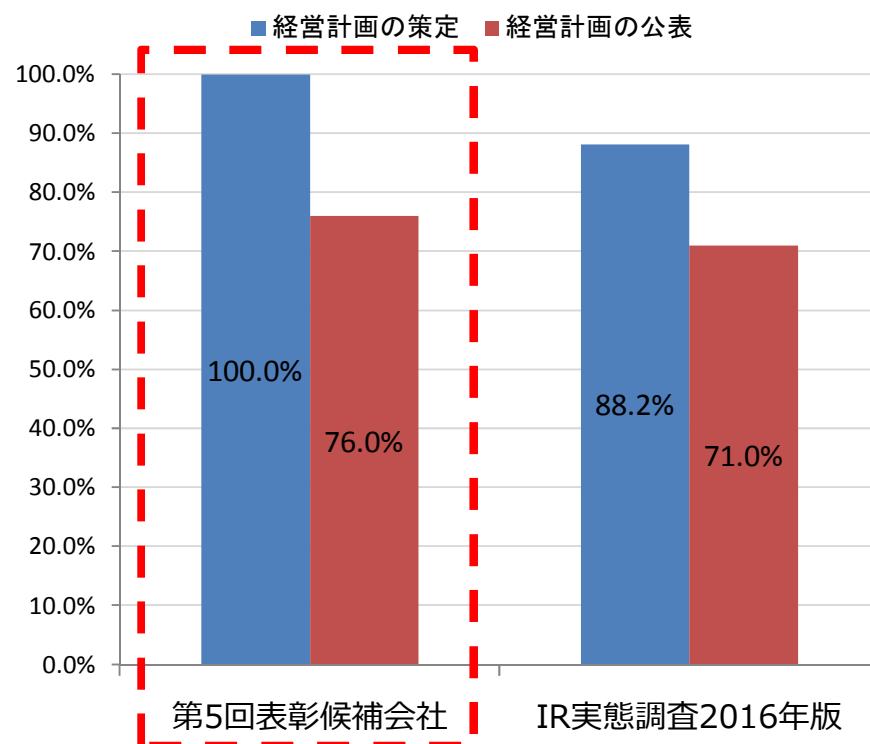
⇒ 表彰候補50社は、多くが投資採択に関する基準を持ち、資本コストを意識した基準を採用している割合が高い。



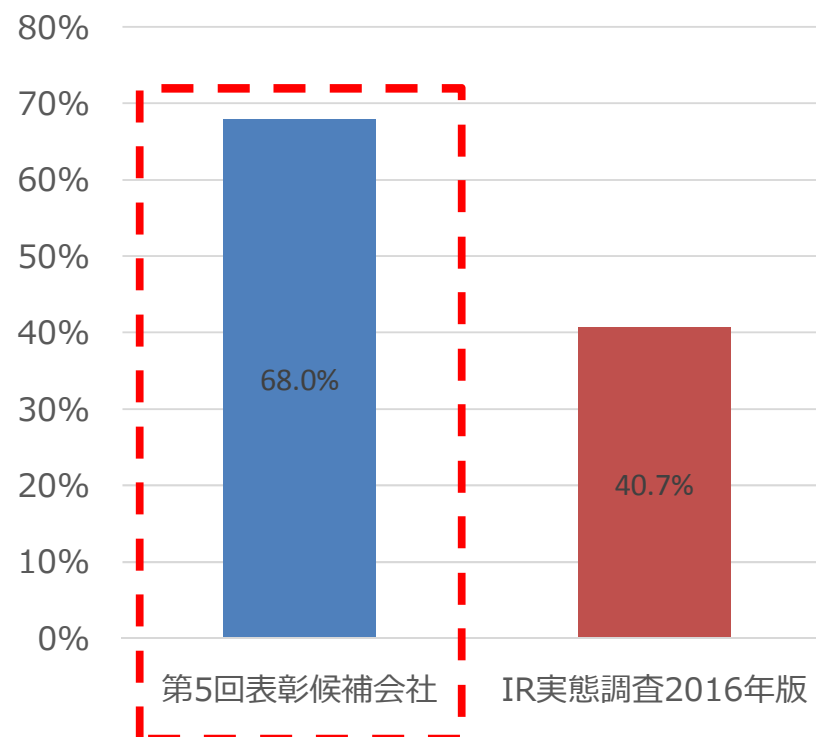
経営計画の策定・公表と経営指標

- ✓ 多くの上場会社が経営計画を策定して公表。（表彰候補50社の対応割合は特に高い。）
 - ✓ 経営計画の中で掲げる経営指標にROEを採用している会社は68%に上っており、上場会社全体を対象としたアンケート（日本IR協議会「IR実態調査」2016年版）の結果（40.7%）を上回る。
- ⇒ 表彰候補50社は、**すべての会社が経営計画を策定・公表しており、その中で資本生産性を表す代表的指標であるROEを経営指標に掲げている割合が高い。**

経営計画の策定・公表



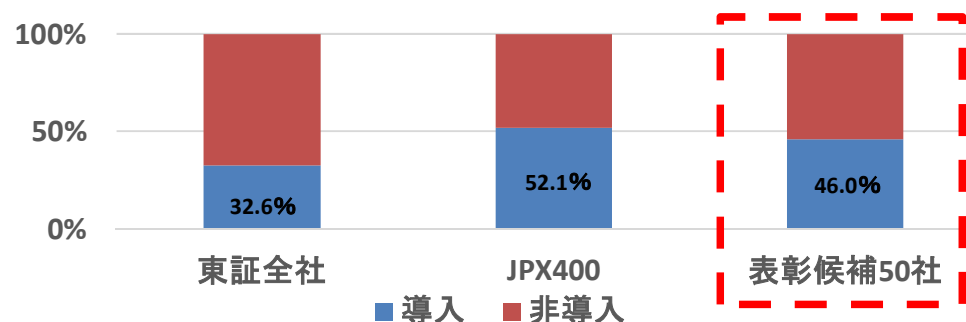
ROEの採択率



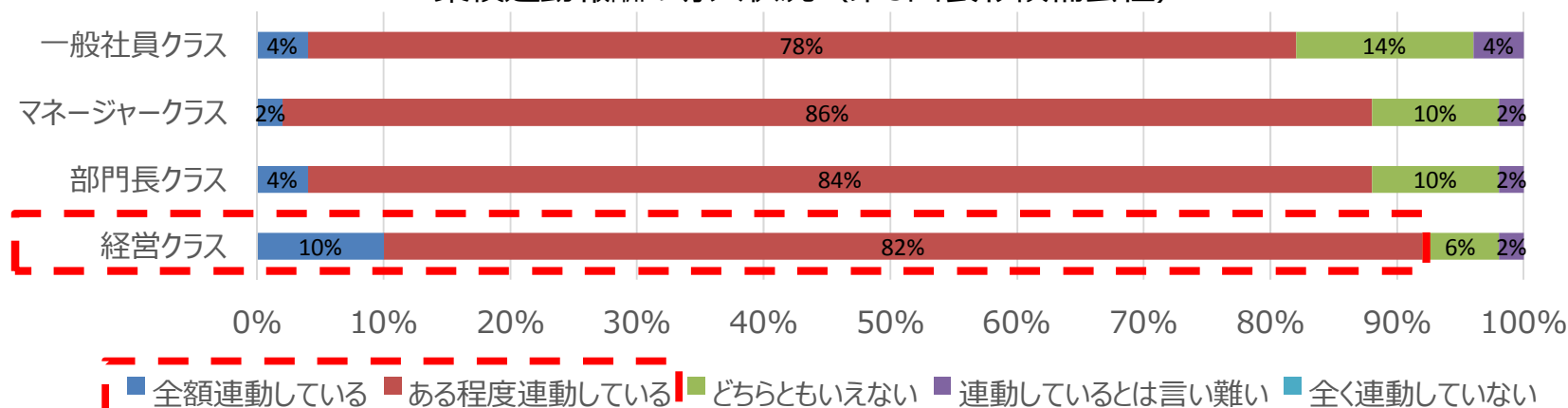
インセンティブの付与

- ✓ 上場会社のコーポレートガバナンス報告書の状況を取りまとめた「コーポレート・ガバナンス白書2017」における業績連動報酬の導入状況をみると、東証全社では32.6%が導入していると回答する中、表彰候補50社にしばった導入率は46.0%。
 - ✓ また、表彰の「選考アンケート」への回答から表彰候補50社の業績連動報酬の導入状況をみると、報酬が業績に「全額連動している」「ある程度連動している」と回答した割合は、経営クラスで92%、一般社員クラスでも82%にのぼる。
- ⇒ 表彰候補50社では、経営クラスをはじめとして、**業績連動報酬制度の導入が進んでいる**。

業績連動報酬制度の導入状況
(コーポレート・ガバナンス白書2017)



業績連動報酬の導入状況 (第5回表彰候補会社)



株主還元（株主配当）

- ✓ 表彰候補50社の配当性向の平均値は、東証全社の数値よりも低くとどまる。
- ✓ 一方、表彰候補50社の純資産配当率（DOE）*は、平均値・中央値ともに、東証全社の数値を大きく上回る。
（*DOE = 「配当÷純資産×100」 または 「配当性向×ROE」）
- ⇒ 表彰候補50社は、自己資本比率が相対的に高い中で配当金額は高い傾向にあり、**成長投資を継続して高いROEを実現する一方で、株主への還元にも余念なく取り組んでいる**姿勢がうかがわれる。
- ⇒ なお、表彰候補50社の配当性向が東証全社より低くとどまっている背景には、東証全社のサンプルに、当期純利益が小さいにもかかわらず安定配当を行っている会社が含まれることがあるものと考えられる。

株主還元の状況

	配当性向		純資産配当率 (DOE)	
	平均値	中央値	平均値	中央値
第5回表彰候補会社	33.1%	30.8%	7.1%	5.1%
東証全社	52.1%	28.9%	2.6%	2.0%

※配当性向及び純資産配当率（DOE）の数値は会社発表値を利用。

おわりに

- 本レポートでは、企業価値向上表彰の表彰候補50社が市場から高く評価されている事実を端緒に、選抜された会社群の業績や経営態勢の特徴・傾向を分析することで、投資者の視点を意識した「企業価値向上経営」を実践する意義や効果を明らかにすることを目指した。
- その結果、表彰候補50社には、①高い収益性、②持続的な向上力、③経営への着実な根付き、という3つの特徴があることが分かった。これらの特徴が、表彰候補50社が継続的に市場から高く評価される要因となってきたことが推定される。

（高い収益性）

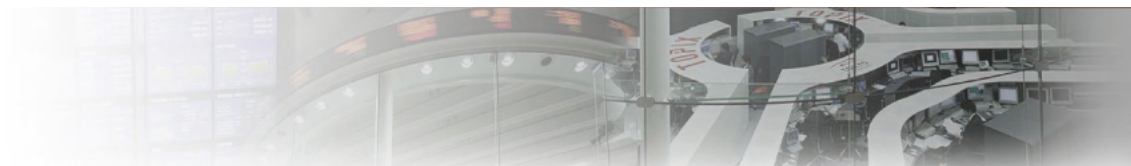
- ✓ 表彰候補50社の高いROEは、財務レバレッジの高さではなく、高いROSに表される“稼ぐ力”にけん引されている。

（持続的な向上力）

- ✓ 表彰候補50社は、時系列で着実にROSを伸ばしており、同時に、β値やエクイティ・スプレッドも改善させてきている。

（経営への着実な根付き）

- ✓ 表彰候補50社は、資本コストを強く意識して投資意思決定にも活用するなど、持続的に企業価値を向上させるための仕組みを経営にしっかりと根付かせている。それが、経営の強さにつながり、稼ぐ力となり、高いROEや株価パフォーマンスとなって現れていることが推定される。
- こうした表彰候補50社の取組みとその成果がきっかけとなって、企業価値を高める日本企業が少しでも増えていくことを期待したい。



【お問合せ先】

東京証券取引所 上場部 上場会社表彰選定委員会事務局
電話：050-3377-7012（直通）