

## 「新しい企業価値・経営指標を考える委員会」報告書

一般社団法人 日本取締役協会  
新しい企業価値・経営指標を考える委員会  
委員長 東 哲郎  
共同委員長 清水 雄輔  
副委員長 川北 英隆

### 1 委員会の目的

グローバル化の進展と新興国の台頭、リーマンショックや欧州の財政危機による資本市場の激変、わが国の人口構成の高齢化、大震災の勃発など、企業をとり巻く経営環境が大きく変化している。この中で日本経済の成長は20年間停滞し<sup>1</sup>、株価も世界から取り残されている<sup>2</sup>(P.12 別表1 参照)。また、経済や企業活動のグローバル化が進んでいるが、これまでと異なり欧米以外のアジア等の新興国での展開が重要になっており、また、国内での企業活動とは異なる様々なリスクを伴うものである。

これらの経済と証券市場の現状を踏まえた上で、「新しい企業価値・経営指標を考える委員会」は次の2つを目的として活動を行ってきた。

① 上場企業にとって、真の企業価値とその評価方法は何かを考える：

従来の株式時価総額中心の評価方法に関して、その是非を再検討する。

その上で、企業経営において指標とすべきものは何かを探る。

② 真の企業価値を向上させる手段を探る：

企業価値を向上させるための手段はいくつもある。委員会では参考とすべき企業について、企業価値向上のための取り組みを検討し、その手段を探ってきた。

株式の時価総額は中長期的には企業価値に収斂すると考えられる。しかし、短期的には株価の大幅な変動に見られるように<sup>3</sup>、本来の企業価値から乖離しうる。この乖離は、企業経営者にとっての企業価値と、投資家にとっての企業価値のギャップを示唆している。

<sup>1</sup> 現在の名目GDP(国内総生産)の水準は1991年当時とほぼ同じである。この20年間、金額ベースでの成長がなかったことになる。この間、企業は人件費を抑制し(言い換えれば労働分配率を下げ)、利益の確保を図ってきた。また、海外での事業展開により、「国内生産」に依存しない利益の確保に努めつつある。

<sup>2</sup> 東証株価指数(TOPIX)の史上最高値(終値ベース)は1989年12月18日の2,884.8ポイントである。1990年代のバブル崩壊により1998年10月に980.0ポイントの安値をつけ、2003年4月には773.1ポイントと安値を更新した。その後の景気回復により2007年2月に1,817.0ポイントまで上昇したものの、リーマンショックを経て09年3月に700.9ポイントまで下げた。また、2011年11月末には706.1ポイントと、リーマンショック後の安値に接近した。この安値水準は1983年当時とほぼ同じである。

この日本の株価の状況は、新興国はもちろん、同じ先進国である欧米とも異なっている。株価において、日本は世界から取り残されている。

<sup>3</sup> 大幅な株価変動の事例として、2000年前後以降では、情報通信株バブルとその暴落、リーマンショックが指摘できる。

委員会の活動目的は、まずは経営者の視点に立ち、企業価値とその向上を考えることにある。この視点に立つと、短期的には投資家にとっての企業価値から離れるかもしれないが、中長期的には投資家にとっての企業価値の向上と一致すると考えられる。

## 2 委員会の活動状況について

「新しい企業価値・経営指標を考える委員会」は、2010年7月から2011年11月の間に10回、2012年4月の報告書に関する議論を含めると11回の委員会を開催した。

なお、本委員会は、2007年8月から2010年2月にかけて開催した「ディスクロージャー委員会」を継承したものである。

10回の委員会では毎回、外部講師を招き、主に次のテーマについて議論した。

- ① 経営指標や企業価値の分析の手法、国際会計基準など  
講師：一橋大学・伊藤邦雄教授、日本経済新聞社、日本証券アナリスト協会
- ② 参考とすべき企業の企業価値向上への取り組み：  
対象企業(講師)：コマツ、ヤマトHD、ソニー、花王、サムスン
- ③ 投資家にとっての企業価値とその評価：  
講師：ワイ・エム・アール投信、フィデリティ投信

## 3 委員会活動から得られた企業価値に関する6つの視点

委員会活動を通じて得られたものは、真の企業価値およびその向上に関する次の6つの視点である。

- ① 持続可能性を意識した長期的な企業活動
- ② 顧客を意識した製品・サービスに関する継続的な研究開発と、その成果の提供
- ③ グローバルな企業活動
- ④ 以上を支える経営者・経営陣と経営哲学、経営組織(ガバナンスを含む)
- ⑤ 以上の企業活動によって生み出されるブランドと、その端的な指標としての高い事業利益率およびプラスの「付加利益」の確立<sup>4</sup>
- ⑥ 以上に関するIR(investor relations)情報の提供

6つの視点の基本にあるのは、企業価値は経営者の視点に立ち、中長期的な基準を用いて評価されるべきだという認識である。この認識のもと、投資家にとっての企業価値である株式時価総額は、中長期的に企業経営者の視点に立った企業価値に収斂する。

---

<sup>4</sup> 本報告書で用いる「付加利益」とは、スターン・スチュアート社の登録商標であるEVA(economic value added)と同じ概念である。付加利益やEVAと同じ概念は、residual income(残余利益)として古くから会計的に知られている。

付加利益の基本的な概念は次のとおりである：「事業活動に用いる資本(有利子負債と株主資本)に対して支払うべきコスト、すなわち資本コストを上回って得た利益=付加利益(EVA)」となる。具体的な計算式は後で示す(3.2を参照のこと)。

なお、経営にEVAを取り入れた日本企業として花王が有名である。

この意味での企業価値(以下、単純に企業価値とする)を生み出し、さらに向上させるには、顧客を意識した製品・サービスに関する継続的な研究開発とその成果の提供、新しい市場の創造と拡大を意識した企業活動、そして常に新しい価値を付加する「ブランド」の供給と確立が必要となる。同時に、企業価値を意識した経営哲学の確立・保持と、それに基づいて企業活動を牽引する経営者・経営陣や組織が求められる。

これらの製品・サービス、ブランド、経営哲学等が具体的に何であるのかは、企業ごとに個性＝独自性があることが当然であり、一律に示せない。

一方、「付加利益」、「IR 情報」には共通部分が多い。また、「グローバルな企業活動」は現時点の日本企業に共通して求められる視点だと考えられる。

以下、この3つの視点に関して、委員会で得られた成果を示しておく。

### 3.1 グローバルな企業活動に関して

新興国の台頭とその成長に象徴されるように、多極的な海外市場の重要性が明らかに増している。日本との文化の差異に留意しつつも、多極的に成長している海外市場に積極的に取り組むことが企業価値の向上に直結する。

日本の名目 GDP は 20 年前の水準と変わらず、金額ベースでの経済成長がなかった。企業が従来の枠組みのまま欧米追随型あるいは日本国内のみで活動しているとすれば、今後、新たな成長機会を失うこととなる。

〈シェア競争に関して〉

企業の競争的状況において、製品やサービスで確実に優位な状況を作り出さないかぎり、価格競争に陥る。このことにより、利益率が低下し、当初の計画のように利益面での成長が得られなくなる<sup>5</sup>。

売上高に対する付加価値の割合を分析すれば<sup>6</sup>、製造業の場合、1990 年代半ば以降ほぼ一貫して低下している。非製造業の場合、付加価値率は 2000 年代前半まで上昇したものの、総資産回転率が低下しており、総資産に対する付加価値率は横ばい傾向にあった<sup>7</sup>。

さらに、サブプライムローン問題とリーマンショックにより、製造業、非製造業の売上高付加価値率は大きく低下した。

〈コスト削減に関して〉

コスト削減を測る手段として、人件費削減は企業にとって重要な課題である。大企業の労働分配率は 1990 年代半ば過ぎまで上昇したが、それ以降は低下している。リーマンショックは労働分配率を大きく上昇させたものの、

<sup>5</sup> コマツの説明によれば、国内での価格競争により、建設機械の国内利益は非常に薄い。

<sup>6</sup> ここでの付加価値とは、GDP 統計にならない、「営業利益+人件費+減価償却費」である。なお、減価償却費は売上高もしくは総資産に対する比率で見ると、大きく変動していない。

<sup>7</sup> 非製造業の総資産回転率の低下の背景には、小売業における店舗拡大戦略、通信業を代表とする装置型産業のウェイトの増大があると考えられる。

足元では 1990 年代のピーク水準より少し低い水準に戻っている。このように、日本企業は人件費削減に必死に取り組んできた。

人件費の削減は、確かに短期的には企業利益を向上させる。しかし、人件費の削減が付加価値の向上、生産性の向上を伴わない場合、それは個人の所得の削減に直結する<sup>8</sup>。経済全体から見れば、労働分配率の上昇や低下は、限られたパイの奪い合いでしかない。

限られたマーケットの中での労働分配率の低下は、長期的には消費に対する意欲の減退を招く。日本にデフレをもたらした要因はいくつかあろうが、1 つは、個人所得の低下に伴う消費意欲の減退に求めることができる。つまり、付加価値の向上、生産性の向上が弱い中で、長期的に人件費の削減が続けば、企業にも売上高減少という悪影響が生じかねない。

#### 〈海外への展開〉

先に述べたように、企業として望ましい成長を達成するには海外に目を転じ、マーケットを拡大させることが重要である。とくに新興国の経済が離陸し、成長が著しい現在、欧米以外での海外展開が重要になっている。欧米はもちろん、新興国を含めたグローバル化の進展度合いが企業価値の向上につながると考えられる。

実際、海外展開度合いと長期的な株式投資収益率との関係を分析してみると、「海外売上高比率の高い企業に投資をすれば、長期的には高い投資収益が得られる可能性が高い」との結果が得られている<sup>9 10</sup>。

もともと、海外展開には文化の差異もあり、日本国内における企業活動とは異なったリスクがある。これに対し、海外展開先の現地スタッフと国際的に通用する共通の尺度で経営を評価し、意思決定していくことが、海外展開におけるリスクを軽減し、中長期的な企業価値を高めることに資すると考えられる。

この共通の尺度として重要なものの 1 つが、事業利益率と付加利益に関する数値的な指標、たとえば総資産利益率 (ROA)、ROE、事業利益率 (ROIC)、資本コストなどである。また、これらの数値に基づき行動する CFO (chief financial officer) の役割である。

さらに、企業にとって非価格競争力となるブランドの形成が、特に海外展開における経営および海外マーケットへの浸透にとって重要な意味を持つ。

## 3.2 事業利益率と付加利益に関して

顧客を意識した製品・サービスに関して継続的に研究開発を行い、その成果を市場に提供していくことは、高いブランドの力の構築とともに、その企業の製品・サービスに対して高い利益率をもたらす、企業価値の長期的な向上を実現させるだろう。

<sup>8</sup> GDP 統計によると、雇用者報酬の水準は 1997 年まで増加した後に減少に転じている。2010 年の水準は 1992 年と同程度である。

<sup>9</sup> 「2005 年 1 月から 2010 年 12 月までの 6 年間の投資収益率」において上位 10%、同 20%に入る企業の相当割合は、2005 年 3 月期において「海外売上高比率の高い企業」の上位にランクされている。なお、この 6 年間に継続して上場していた企業 (金融機関を除く) の平均的な投資収益率はマイナス 7.2%であり、損失をもたらした。それにもかかわらず、投資収益率において上位 10%の企業の平均は 94.8%、同 20%の企業の平均は同 32.3%と非常に高い。企業間の格差が大きくなる。

<sup>10</sup> 注 9 と同じ期間、以前から海外での展開を積極化させていたコマツの投資収益 (配当込み) は 273%であり、分析対象企業中の第 2 位だった。海外での積極的展開が高い企業価値をもたらす、中長期的に株式投資収益率を引き上げた典型的な事例である。

他方、日本の株価が長期的に低迷している重要な要因として指摘できるのは、日本企業の事業活動の利益率が低く、中長期的に投資家が要求する利益率水準を達成できていないことである。

実際、過去 10 年間の日本の大企業(資本金 10 億円以上≡上場企業)を分析してみると、製造業、非製造業(金融機関を除く)ともに平均的な姿は、付加利益がマイナスになっている<sup>11</sup>。

言い換えれば、税引後の総資産営業利益率(ROA)は、投資家が要求する資本コストを下回っている(P.13 別表 2 参照)。

#### 〈付加利益とPBRの関係〉

付加利益とは、事業に投下した資産が、その資産を取得するために調達した資本のコスト以上に利益を生み出しているのかどうかを計測する指標である。

「事業資産当たり税引後利益率－資本コスト(税効果加味後)」がプラスであれば、それに伴って付加利益もプラスになる。逆に、「事業資産当たり税引後利益率－資本コスト(税効果加味後)」がマイナスであれば、付加利益もマイナスになる。

付加利益がマイナスの状態とは、資本コスト基準において「赤字」が発生していることを意味している。この場合、理論的には、景気や株式市場の状態にかかわらず、その赤字によってPBR(株価純資産倍率)が1倍割れで推移する。

図表 1 が、その理論的な計算結果である。この図表では、事業資産当たり税引後利益率を ROIC (return on invested capital)、資本コスト(税効果加味後)を WACC (weighted average cost of capital) で表している。また、成長率をゼロとしている。

たとえば企業 A は、ROIC が資本コストより低いため、企業価値が 60 しかなく、当初の投下資本 100 を割っている。

ここで、企業Aが投下した資本の実質的な価値(すなわち真の価値)が 60 しかないと認識したうえで、その 60 という実質的な価値をベースに再度ROICを計算すれば、ROICは 5%となり<sup>12</sup>、資本コストと等しくなる<sup>13</sup>。企業B、企業Cも同じである。つまり、理論上の株価は、「投下資本の実質的な価値で計測した利益率」と投資家が要求する資本コストが等しくなるように形成される。

<sup>11</sup> 過去 10 年間の日本の大企業の資本コストを推計すると、製造業 2.9%、非製造業 2.2%となる。一方、税引後の総資産営業利益率(本文で述べる事業資産当たり税引後利益率とほぼ同じ)は、製造業 2.3%、非製造業 2.0%であり、資本コストを下回っている。

以上のことから、過去 10 年間で均せば、大企業の付加利益はマイナスだったと結論できる。なお、この計算結果は、平均的な大企業に関するものであり、個々の企業の状態を示しているわけではない。むしろ、経済成長率が低い状況では企業間の格差が拡大するのも事実である。

<sup>12</sup>  $ROIC = (100 \times 3\%) / 60 = 5\%$

<sup>13</sup> この図表が意味するところを言葉で説明しておく。

第一に、企業 A では株主から調達した 1 円が、実際には 1 円未満の値打ちしかないことを示している(その時点で株主が企業に供給した資金を回収したとすれば、当初に供給した金額未満しか回収できない)。

第二に、PBR が 1 倍を割ったということは、企業の資金調達額を時価で評価すれば、当初の調達額よりも縮小したことになる。その結果、企業の獲得する事業利益や税率が変化しないとすれば、(時価基準で評価して、分母である資金調達額=総資産が小さくなるので)税引後の総資産営業利益率が上昇することで、付加利益のマイナスを解消する力が働く。

企業	A	B	C
ROIC (%)	3.0	10.0	5.0
WACC (%)	5.0	5.0	5.0
内部成長率 (%)	0.0	0.0	0.0
企業価値	60.0	200.0	100.0
注1: 税引後の利益のすべてを配当するとして計算した。			
注2: 資本構成を株主資本だけと仮定したため、企業価値＝			
株価である。			

### 〈ROE との関係〉

本協会「投資家との対話委員会の意見」(2012年1月30日)では、日本企業のROEは欧米の半分程度であると、日本の株価が欧米に取り残された要因をこのROEの低さと、ROEに対する経営者の意識の低さに求めている。

このROEの観点から、企業価値を考えておきたい。

ROEを分解して書き直すと、

$$\begin{aligned} \text{ROE} &= \text{「税引後利益率} \div \text{事業資産」} \times \text{「事業資産} \div \text{株主資本」} \\ &= \text{「事業資産当たり税引後利益率(ROIC)」} \times \text{「財務レバレッジ」} \end{aligned}$$

となる。つまり、ROEは、「財務レバレッジ」と「利益の観点から評価した事業資産の効率性」との乗算である。

日本企業が直面しているROEの低さは、財務レバレッジの低さと事業資産の効率性の悪さの2つに分けて考えなければならない。

前者は、負債と株主資本での最適な調達割合が達成されていないこと、言い換えれば、配当性向が低いために株主資本が過剰に蓄積され、それが余剰資金となり、有効に活用されていないことを意味している。今後の課題として、資本政策や配当政策に工夫の余地が大きい。

後者は、ROICが低いことと同じである。売上高が十分な付加価値の生産に結びついておらず、人件費を削減しているにもかかわらず事業資産当たりの利益率が資本コストを賄えない低い水準にとどまっており、事業資産の効率性が悪いことを意味している<sup>14</sup>。

### 3.3 IR情報に関して

長期の視点から企業の価値を計測することが重要だと理解していたとしても、投資家の多くは四半期決算情報に代表されるように、短期的な情報に基づいて投資を行っている。株価が動くから、それを追って投資するスタンスである<sup>15</sup>。

<sup>14</sup> ROIC = 「税引後利益 / 売上高」 × 「売上高 / 事業資産」(事業資産回転率)である。製造業において、事業資産回転率の低下は利益率の低迷をもたらしているが、売上高付加価値率の低下による売上高利益率の低迷と比べれば、大きな問題ではない。非製造業については、売上高付加価値率と総資産回転率に関する3.1の説明と注7を参照のこと。

<sup>15</sup> 企業の分析評価するアナリスト自身、「四半期決算を追うことに多くの時間を割かれるため、長期的な観点から企業を評価することが少なくなっている」と語っている。他方、「四半期決算報告を行うことに本質的な問題はなく、むしろ情報が多きことは望ましい。

一方、日本企業の問題点として、中長期的な目標の設定ができていないとの投資家からの指摘もある。

これらの傾向は日本の株式市場に弊害をもたらす。すなわち、株価が大きく変動し、時価総額もそれにつれて大きく変動してしまう。

この弊害を防止するため、企業側としても、経営とIRに工夫を凝らす必要がある<sup>16</sup>。この点、ディスクロージャー委員会の報告「ディスクロージャーの改善に関する提言」(2010年3月)が参考になる。

その報告書において、「IRによって投資家に提供する情報の質と範囲に関して重要なのは、証券アナリストを含めた投資家自身が将来の企業業績を予想するための具体的な情報である。例示すれば、企業が長期的な目標数値をいかに設定しているのか、現在はその目標数値のどこに位置しているのか、企業が直面している市場環境はどうか、受注状況や販売仕入れ価格等の推移はどうか、意思決定した設備投資計画はどのようなものなのか」だと提言されている。

付言すれば、決算情報の提供において企業側に求められるのは、四半期や当該決算期の状況の説明だけではない。長期的な業績の推移と見通しを俯瞰できるような説明である。その前提として、経営として中長期的な目標を確立することは当然である。

投資家側にも、短期的な決算情報を追い求めるだけでなく、中長期的な観点からの説明を企業に求め、公表された決算数値の位置づけを分析し、真の企業価値を探る姿勢が必要不可欠となる。

#### 4 企業の事例

外部講師として委員会で話をしていただいた企業のうち、コマツ、ヤマトホールディングス、花王、サムスン「企業価値に関する事例」とし、印象に残った点を簡単にまとめておきたい<sup>17</sup>。

なお、事例としてまとめるに際して用いた視点は、本報告書3で示した6つの視点に準拠している。また、数値などは、とくに断らないかぎり、委員会で話をしていただいた当時のものである。

〈コマツ:取締役会長 坂根正弘氏〉

##### ◇長期的な企業活動

企業価値の持続的向上を目標とする。企業価値とは全ステークホルダーからの信頼度の総和と考えている。

##### ◇製品とサービス

---

問題があると言うのであれば、四半期決算報告の方法を工夫すればいい」との意見もある。

<sup>16</sup> 投資家側のスタンスも問題となるが、本委員会の目的が「まずは経営者の視点に立ち、企業価値とその向上を考えること」にあるため、ここでは投資家側に関して多くを論じない。

<sup>17</sup> ソニーの講師には、主にブランドに関する戦略を話していただいた。このため、企業の事例としての紹介は行わない。

世界 1-2 位の製品に特化。世界 1 位の製品で売上高の半分、世界 1-2 位の製品で 85%を占める。  
GPS を建設機械に標準装備、鉱山機械の無人化など、ICT (information and communication technology) 化をいち早く推進。

#### ◇グローバルな事業展開

売上高の海外比率は 81% (2010 年度)。

チームプレーときめ細かさは日本共通の強さでもあるし、弱さでもあると意識しつつ、グローバルな業務展開を図っている。

#### ◇経営者、経営哲学

技術はボトムアップだが、その技術をビジネス化して儲けるにはトップダウンで事業を企画しなければならないとする。

コマツウェイを作成し、コーポレート・ガバナンスの充実、モノ作り競争力の強化を打ち出している。

#### ◇利益率

ブランド戦略とは、コマツでないと困る度合いを高め、パートナーとして選ばれ続ける存在となるための戦略である。

日本の製造コストは潜在的には競争力があるが、固定費が高い。

コマツは一回きりの大手術で、固定費の削減を実現した。

〈ヤマトホールディングス:取締役相談役 有富慶二氏〉

#### ◇長期的な企業活動

企業価値の考え方: 日々の事業活動を通じて、すべてのステークホルダーに満足を実感していただく。その結果として、企業としての存続性を確保する。

100 周年に向け、「ダントツ計画」を策定。

#### ◇製品とサービス

事業開発コンセプト: 市場は常に変化し、必ず潜在ニーズが生まれてくると考えており、豊かな社会に役立つ商品を社会に数多く送り出す。

新商品も新事業もオンリーワンでなければならず、その商品を自分で育ててナンバーワンになり、新しい流通ソリューションを提供する。

ICT、LT (logistic technology)、FT (financial technology) がコア。

#### ◇グローバルな事業展開

10 年計画の中で、日本モデルをアジアに展開することで、現在 3.9%の海外売上高を 20%にしようとしている。

#### ◇経営者、経営哲学

顧客の満足、社会の満足、社員の満足の 3 つを達成すれば、株主の満足につながる。



◇利益率

財務価値の向上、ROE11%を目標とする。

〈花王:三井住友トラスト・ホールディングス監査役、元花王専務執行役員 星野敏雄氏〉

◇長期的な企業活動

革新的な技術を活用し、グローバル市場での競争力を高め、利益ある成長を達成。

◇製品とサービス

「よきモノづくり」の基本としての商品開発5原則:社会的有用性、創造的技術、パフォーマンス・バイ・コスト、消費者の受け入れ性の確認、商品に関する情報伝達。

◇グローバルな事業展開

海外売上高 26%。

SAP(パッケージソフト)を導入し、世界中のグループの仕事を標準化。

◇経営者、経営哲学

花王ウェイ:豊かな文化社会の実現、消費者・顧客を最もよく知る企業に、よきモノづくり、現場主義、グローバル視点等

◇利益率

1986年にTCR(total cost reduction)の導入、1999年にEVAの本格導入。

EVA:企業価値増大のための尺度であり、意思決定の基準。

◇IR情報の提供

1993年に海外IRの推進。

〈サムスン:サムスン社会奉仕団団長、元日本サムスン代表取締役社長 李昌烈氏〉

◇長期的な企業活動

「三星」という社名には「大きく強く永遠であれ」との意味がある。

◇製品とサービス

1997年のIMF危機に対し、半導体、液晶、携帯電話にビジネスを集中。ITインフラを構築し、仕事のやり方を変えた。

成長のための革新は永続的であるべき。

◇グローバルな事業展開

グループ全体で売上高の68%が海外。

海外地域専門家制度を採用し、入社4年目の社員を1年間希望する国に派遣し、好きなことをさせる。

R&D、ブランド戦略やマーケティングもグローバルに展開。

#### ◇経営者、経営哲学

トップダウンの経営改革。トップによる経営のコントロール。

経営理念：人材と技術をベースに最高の製品とサービスを提供し、人類社会に貢献する。企業価値の核心：人材第一、最高指向、変化先導、正道経営、相性追求。

#### ◇サムスンの経営 三つの特徴（ハーバードビジネスレビューより）

1. 巨大組織—スピードの結合
2. 多角化—専門性の調和
3. 日本式経営—米国式経営のハイブリッド

## 5 まとめ

企業価値を高め、さらにそれを成長させていくには、次の 4 つの観点から企業経営の分析と評価を実施し、将来に反映させていかなければならない。

- ① 成長率：市場を開拓、確保し、売上高を成長させていくこと。
- ② 付加価値率：売上高 1 単位に対して十分な付加価値と利益を獲得すること。
- ③ 資産効率：保有資産がより多くの売上高をもたらすように図ること。
- ④ 資本構成：資本コストや流動性の観点から適切な資本政策を採用すること。

本報告書において、最初に「グローバルな企業活動」を取り上げた。これは、企業の成長率や付加価値率に関する問題意識からである。

日本社会が高齢化と人口減少に直面している現在、グローバルな企業活動を図らなければ、高成長が困難であることはもちろん、企業活動が生み出す付加価値の増大も難しくなる。企業が生み出す付加価値が増大しなかったとしても、人件費の削減によって短期的には利益を確保できるかもしれない。しかし、この方法では、長期には副作用がある。

市場の変化に応じて新しいブランドを常に提供、確立することにより、高付加価値率を求めることが重要である。市場が停滞すれば、その市場ですでにブランドを確立していたとしても、将来の付加価値率の低下を回避することは難しい課題となる。グローバルな企業活動を含め、新たな市場の開拓は、高付加価値率の観点からも重要である。

高成長率や高付加価値率に対する意識と同時に、資産の効率性や資本コストの側面から企業経営を評価することが重要である。本報告書では、この観点から、事業利益率と「付加利益」を取り上げた<sup>18</sup>。

---

<sup>18</sup> 参考のため、付加利益の計算方法を示しておく。この計算は、ROIC の計算と資本コストの計算に分けられる。ROIC は税引後の総資産営業利益率であるから、財務データに基づき、すぐに計算が可能である。

一方、資本コストの計算は次のステップで行う。最初に負債と株主資本の構成比を求める。

次に、負債コストと株主資本コストを求める。負債コストは借入金利に基づいて決めればよい。株主資本コストは少し厄介だが、標準的には CAPM (capital asset pricing model) を用いて、最初に  $\beta$  値 (株式市場の価格変動に対して、対象となる企業の株価変動の感応度) を求め、「この  $\beta$  値  $\times$  株式市場のリスクプレミアム」+ 国債金利の長期的な均衡値を計算すればよい。通常、株式市場のリス

企業経営としては、将来の事業展開やリスク対応とのバランスを図りながら、無駄な資産を排除することで資産の効率性を高めると同時に、配当政策や負債の調達を工夫し、資本コストの引き下げを行うことになる。

他方で、企業活動から得られる利益率を高め、最終的にはプラスの付加利益が得られるようにしなければならない。プラスの付加利益が得られれば、中長期的に株価は上昇する。

真の企業価値はどこで顕在化するのだろうか。株価と時価総額は、短期的には大きく変動し、真の企業価値を反映しないことがある。しかし、中長期的に見れば、株価と時価総額は企業のファンダメンタルを反映している。

不動産と株価のバブルが崩壊した1990年代はともかく、2000年代に入って以降も日本の株価が低位で推移しているのは、GDPをはじめとする日本経済のファンダメンタルズの悪さを反映したものである。

その一方で、製品・サービスそして企業の競争力とブランド力を内外で高め、企業業績を順調に向上させてきた企業の株価は明らかに上昇している。

投資家としても、短期的な株価変動を追い求めることなく、企業の真の価値を見極めるために情報収集と分析を行い、投資するスタンスが必要となる。

日本企業が真の企業価値を形成し、それを成長させていくことにより、日本の株価が上昇トレンドに復帰することを求めたい。

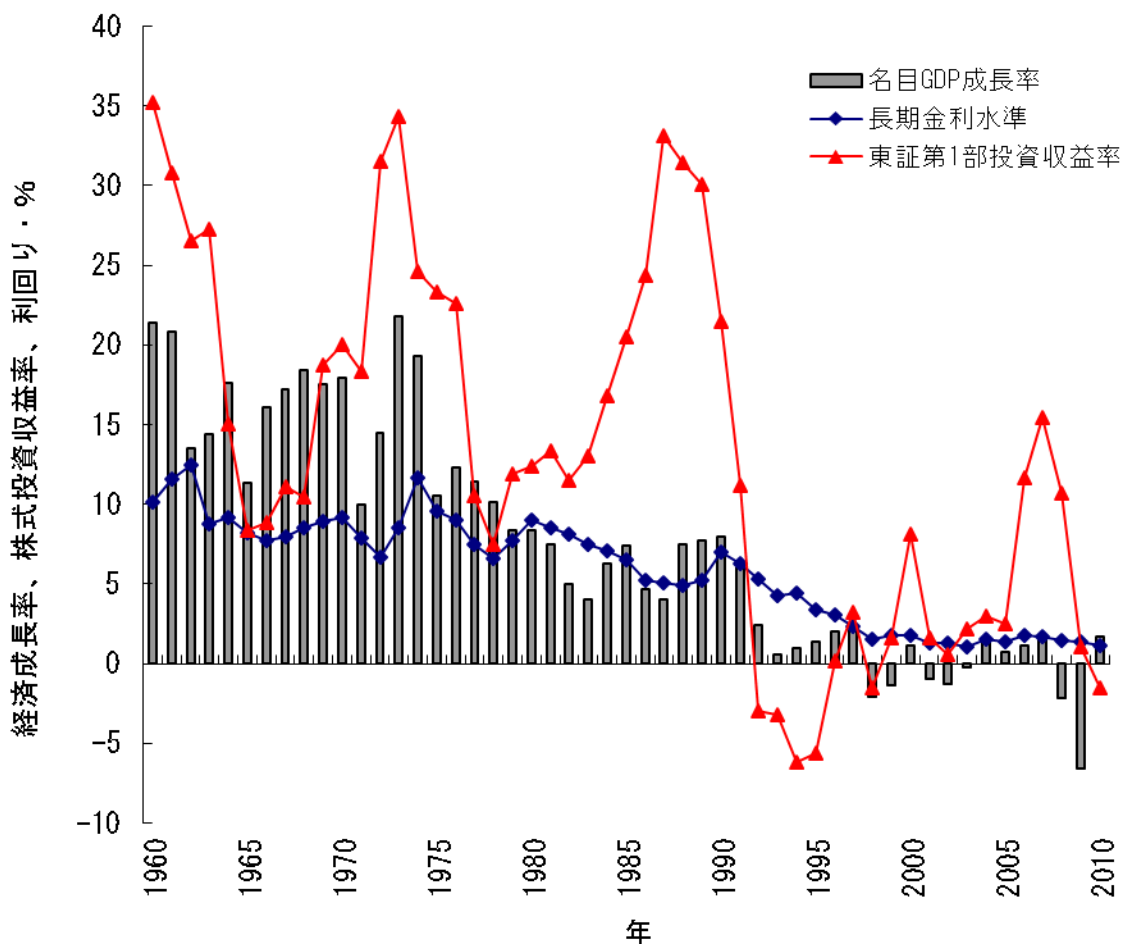
以上

---

クプレミアムは4%程度、国債金利の長期的な均衡値は2%程度が用いられる。

最後に、負債と株主資本の構成比を用い、求めた負債コストと株主資本コストを加重平均する。この加重平均値が資本コストとなる。

株式の投資収益率と長期金利水準

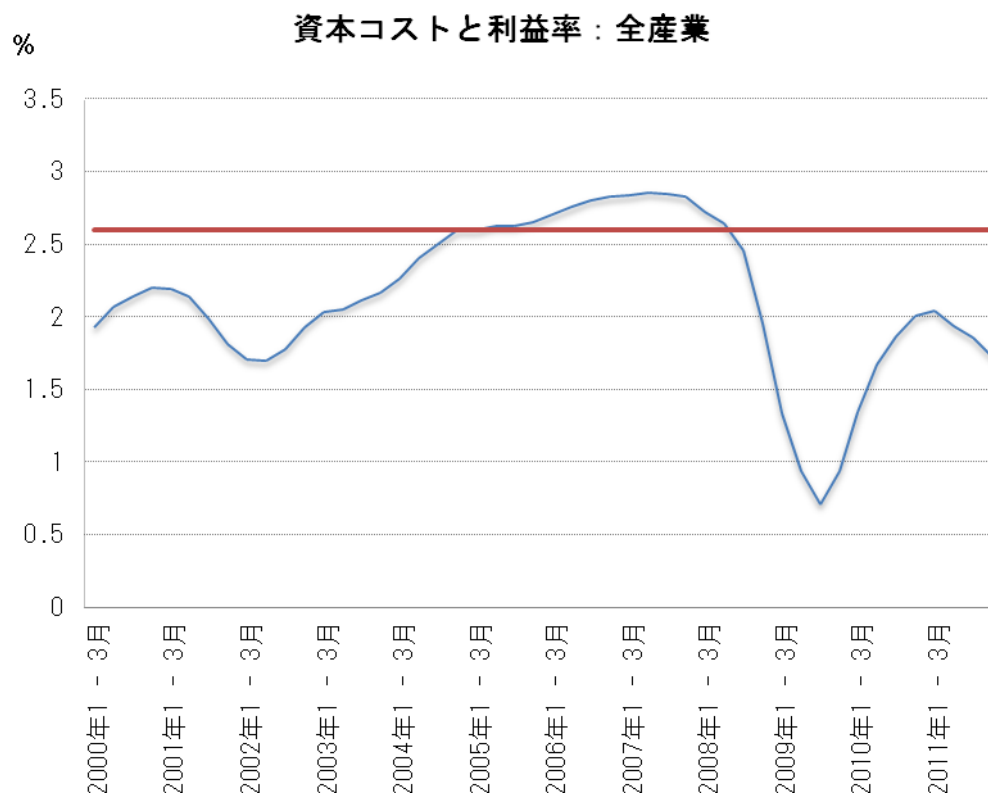


注：株式投資収益率は当該年を含めた過去5年間の平均値。

長期金利水準は、1984年までは利付電々債、それ以降は10年利付国債流通利回りの年平均値。

資料：内閣府、日本銀行、日本証券経済研究所等の資料に基づいて作成。

別表 2



注：総資産営業利益率は税引き後の数値。太い実線が資本コスト。金融保険業を除く。

出所：法人企業統計に基づき作成。

## 新しい企業価値・経営指標を考える委員会(通称:新企業価値委員会) 活動記録

委員長: 東 哲郎 (東京エレクトロン 会長)

共同委員長: 清水 雄輔(キッツ 名誉最高顧問)

副委員長: 川北 英隆(京都大学大学院経営管理研究部 教授)

### 2010/07/01 第1回

講師: 一橋大学商学部・大学院商学研究科 教授 伊藤邦雄氏

テーマ: グローバル時代の企業価値・経営指標を考える◇ディスクリージャー(企業価値・経営指標)をめぐる環境変化とモデル競争◇日本企業の非財務情報開示の実態◇コーポレートブランドの見える化◇真の企業価値とは

### 2010/08/05 第2回

講師: 株式会社日本経済新聞社編集局 証券部次長 深田武志氏

テーマ: 企業評価の新たな指標NICES(ナイス)◇4つのステークホルダーの観点◇良い会社◇ランキングの使命

### 2010/10/08 第3回

講師: 株式会社ワイ・エム・アール投信 主宰 押谷孫行氏

テーマ: アジア諸国の企業価値と投資判断◇投資家にとっての企業価値◇株価形成のためにボードができること◇日本的なものが多すぎる現在のIR◇韓国・中国の事例

### 2010/12/13 第4回

講師: フィデリティ投信株式会社 ディレクター・オブ・リサーチ 三瓶裕喜氏

テーマ: 企業価値、投資価値、株価◇企業価値は投資価値、株価と等しいか◇投資価値・株価を計る尺度、重視する指標◇経営者と投資家の視点の違い

### 2011/02/03 第5回

講師: コマツ 取締役会長 坂根正弘氏

テーマ: コマツの経営構造改革～強みを磨き、弱みを改革～◇ビジネスから見た世界の動き◇企業価値とブランドマネジメント◇企業体質づくり

### 2011/05/11 第6回

講師: ヤマトホールディングス株式会社 取締役相談役 有富慶二氏

テーマ: クロネコヤマトにおける企業価値向上への取り組み◇企業価値向上の目的は企業の存続性確保◇100周年へダントツ計画、顧客・社会・社員の満足、そして株主の満足をめざす

### 2011/07/04 第7回

講師: ソニー株式会社 IR・秘書部担当 VP IR 部門 部門長 橋谷義典氏

テーマ: ソニーにおけるブランド戦略とグループ経営◇マスターブランドとサブブランド◇ワールドカップスポンサーシップの目的◇「Sony United」と「Make.believe」◇ブランド評価論(ブランド価値論)

2011/08/23 第8回

講師:三井住友トラスト・ホールディングス株式会社 監査役 星野敏雄氏(元・花王専務執行役員)

テーマ:「花王の価値創造経営」-継続的企業価値向上を目指して-◇花王ウェイ◇EVA 導入の経緯◇企業価値増大のための EVA◇

2011/09/20 第9回

講師:サムスン社会奉仕団 社長/団長 李昌烈氏

テーマ:「Innovation, and Excellent Company」-ともに生きる社会とサムスン◇経営哲学および文化◇第2創業と「新経営」◇3P 革新(Products,Process,Personnel)◇グローバルサムスンの成功の秘訣

2011/11/29 第10回

講師:公益社団法人日本証券アナリスト協会 参与 金子誠一氏

テーマ:証券アナリストから見た企業価値と国際会計基準◇証券アナリストと会計基準◇企業評価と IFRS◇わが国と IFRS◇米国の動向

2012/04/02 第11回

講師:川北英隆副委員長

テーマ:委員会の報告書案の審議

#### 本件に関する問い合わせ先

一般社団法人 日本取締役協会

〒105-6106 東京都港区浜松町2-4-1 世界貿易センタービル6 階

電話03-5425-2861 e-mail: [info@jacd.jp](mailto:info@jacd.jp)