

# グローバル競争下での企業価値評価 －企業価値から顧客価値へ

10/13/2012

日本財務管理学会  
(於;近畿大学)  
立命館大学 松村勝弘

1

## 目次

(意図) 統一論題テーマに沿っているかどうかはともかく、私のこれまでの研究の延長に位置づけて論じたい

はじめに

1. 企業価値とは、そしてその流行の問題点
2. 企業価値評価とは－将来キャッシュ・フローの割引現在価値の構造
3. 企業価値評価の問題点－将来期待はどうしたら測れるのか
4. 真の企業価値は何か－貸借対照表左側「顧客価値」に意義あり

2

## はじめに

- ◆ 「財務管理(financial management)は、企業の経営活動の継続的遂行を可能ならしめるために、企業はいかにしてその資金に関する必要額を計画し、必要な資金を調達し、調達した資金を有効な用途にあてるのがもっとも合理的であるかを、それについて主要な役割をもつ**財務管理者(financial manager)の観点**からとりあげようとするものである。」(丹波康太郎編『財務管理概論』有斐閣、1968年、1頁)
- ◆ 「全般管理に不可欠の部分」(E.ソロモン『財務管理論』)
- ◆ 「1960,70年代から貸借対照表右側への関心増大」(Brigham & Gapenski, *Financial Management*)
- ◆ 果たしてこれでよいのか。

3

## 確認しておきたいこと

- ◆ ここで確認しておきたいのは、財務管理は経営担当者の行為であることであって、投資家のなす事ではないということである。
- ◆ ファイナンス論はまさに投資家、所有者の立場から論じている。その立場から企業価値(≡株式時価総額)向上を主張するものだと言える。所有者は経営者を規律付けて企業価値向上(短絡的にいえば株価上昇)を迫ろうというわけである。

4

## ファイナンス論がその基礎においているエージェンシー理論によると

- ◆ 所有者は経営者に経営を任せ、経営者は所有者の意を汲んで経営を行なうということになっている。ただし、経営者が機会主義的に行動することを、少しでも抑制するために、エージェンシー・コストをかける必要がある。経済学はこういう前提で議論していると言うことを確認しておこう。果たして現代企業において、経営者はそのような所有者の代理人という意識で行動しているのかどうか？
- ◆ 果たしてそれでよいのか？

5

## 経営は経営者の思い通りにならない

- ◆ 経営者が所有者の代理人として行動するとしても、今日の複雑な経営環境のもとでは、彼らの思い通りになるという保証はない。否、むしろ思い通りにならないと考えた方がよいだろう。そういう前提に立って、またこれまで私が論じてきましたコーポレート・ガバナンス論研究を踏まえて、本報告を以下進めていきたい。
- ◆ つまり、①所有者の立場で考えてよいかどうか、②所有者の立場に立ったとしても経営者が直面している経営の将来は思い通りにならない。

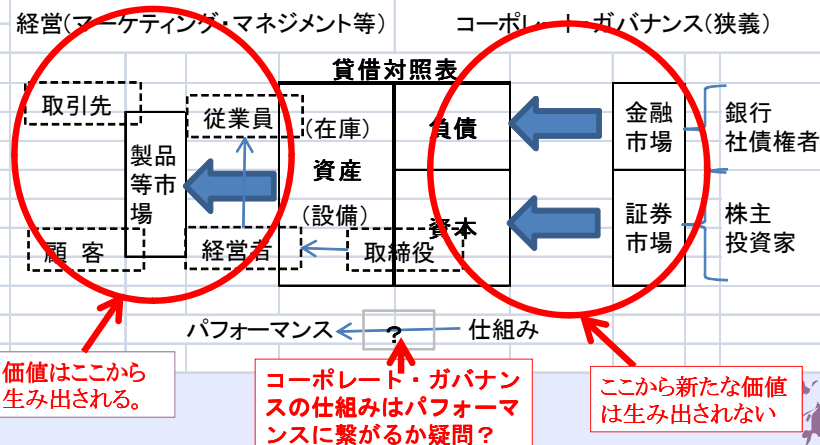
6

## 1. 企業価値とは、そしてその(言葉の)流行の問題点

- ◆ まず私の結論から
- ◆ 「失われた20年」などと言われている。この20年日本経済は低迷している。国際競争力も低下している。その原因がどこにあるか、なお解明すべき点が多い。
- ◆ 私見によれば、コーポレート・ガバナンス論・企業価値経営論に基礎をおいた制度改革に振り回され右顧左眄した企業は競争力を弱めたのではなかろうか。

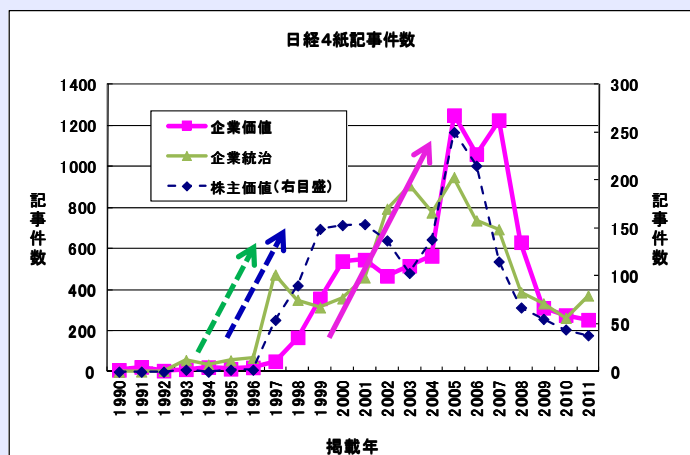
7

## 経営のあり方とコーポレート・ガバナンスの関係



8

## コーポレート・ガバナンス、企業価値関連記事数の推移



株主価値・企業統治が叫ばれるようになって、その後その具  
体化として企業価値などが語られるようになった

## コーポレート・ガバナンスは何ら経営力強化に繋がらない

- ◆ 企業の競争力の源泉はどこにあるか。それは図表1でいえば、左側、現実の企業の経営力にある。右側、いわゆる狭義のコーポレート・ガバナンスは何ら経営力強化に繋がらない。右側ばかりにかまけていて、左側の経営改革を怠り、経営改革を進めないと、企業の競争力は高まらない。つまり、コーポレート・ガバナンス論が経営者の意識を右側にばかり向けさせることによって、経営改革を怠らせ、コーポレート・ガバナンス論自体が近年の日本企業の競争力の回復を妨げていた可能性がある。日本企業の競争力強化に必要なのはコーポレート・ガバナンス(とりわけ狭義の)ではなく、経営革新なのである。

10

## コーポレート・ガバナンスと企業価値

- ◆ コーポレート・ガバナンスが企業価値に関係しているという考え方は根強い。
- ◆ 会社法制定に関連する神田秀樹氏の言説。
- ◆ 「1990年代後半から、『コーポレート・ガバナンスのあり方が実は企業のパフォーマンスに影響を与える、したがって、国の経済にも影響を与える』という議論が世界的に勢力をもつようになった。」(神田(2006))
- ◆ 「監査役制度の強化という形をとっている近年の改正も、必ずしも不祥事防止という過去の経緯だけではなく、むしろ積極的に、企業価値を高めるためという面がある。」(神田(2006))

11

## コーポレート・ガバナンスと企業価値

- ◆ 神田氏の議論の背景にある考え方
- ◆ 「社外取締役は経営監視に対し、内部昇進の取締役と異なる知識とインセンティブ(誘因)を持つので、企業価値を引き上げられる」(宮島英昭)。
- ◆ 「取締役会は企業価値増大のために経営監視」する(全国社外取締役ネットワーク代表理事 田村達也)。

12

## 松村の主張

- ◆ このような議論をしたり、制度いじりをしたりしたことが、かえって、経営者の方向感覚を誤らせ、経営改革を遅らせ、これが「失われた20年」をもたらしたのではないか

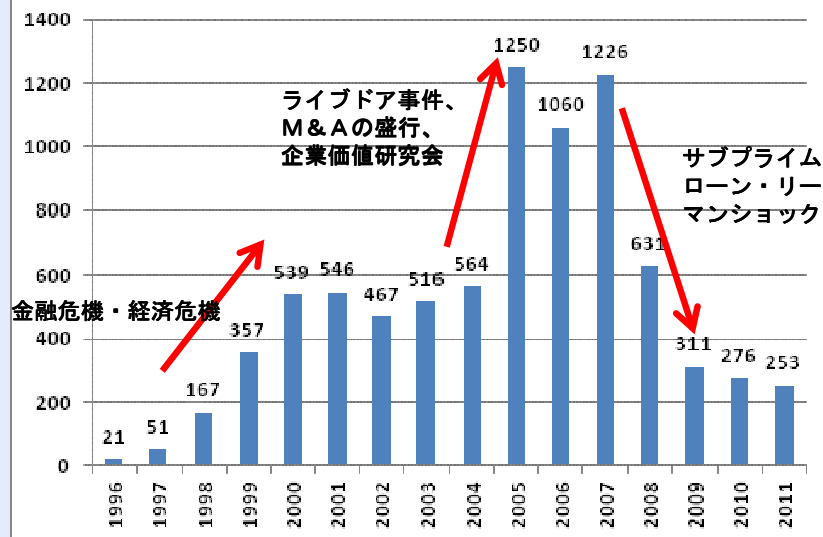
13

## 企業価値とは？

- ◆ 企業価値とは何だろうか。ファイナンス論的にはきわめて簡単である。将来キャッシュ・フローの割引現在価値である。
- ◆ キャッシュ・フローは、あくまで将来のことであり、**期待**キャッシュ・フローである。モデル的には簡単であるが、実際にそれが実現するかどうかは、きわめて不確かである。
- ◆ 最近の企業価値への関心の高まりを見る

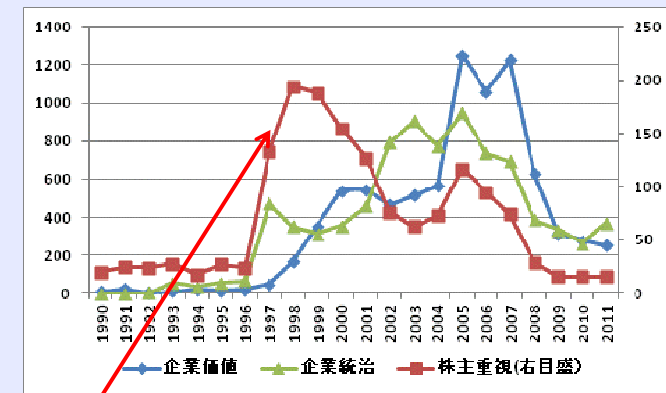
14

## 「企業価値」記事件数



15

## コーポレート・ガバナンス、企業価値、株主重視関連記事件数の推移



株主重視、企業価値、企業統治の掲載件数には相関関係がある。

16



# 株主重視、企業価値、企業統治の 掲載件数の相関関係

1990年-2011年までの相関係数

|      |        |        |        |
|------|--------|--------|--------|
|      | 企業価値   | 株主重視   | 企業統治   |
| 企業価値 | 1      | 0.3285 | 0.8085 |
|      | p=---  | p=.135 | p=.000 |
| 株主重視 | 0.3285 | 1      | 0.4058 |
|      | p=.135 | p=---  | p=.061 |
| 企業統治 | 0.8085 | 0.4058 | 1      |
|      | p=.000 | p=.061 | p=---  |

企業価値経営喧伝の  
背景・インプリケ  
ション=日本経済・  
日本企業の不調と自  
信喪失。  
株主重視論は1990年  
代に急上昇している。

1990年-2000年までの相関係数

|      |        |        |        |
|------|--------|--------|--------|
|      | 企業価値   | 株主重視   | 企業統治   |
| 企業価値 | 1      | 0.7555 | 0.6345 |
|      | p=---  | p=.007 | p=.036 |
| 株主重視 | 0.7555 | 1      | 0.9097 |
|      | p=.007 | p=---  | p=.000 |
| 企業統治 | 0.6345 | 0.9097 | 1      |
|      | p=.036 | p=.000 | p=---  |

# 日本的経営から企業価値経営へ

- ◆ 典型的な言い方の例「日本の製造業は品質管理に優れている半面、経営マネジメントの管理が遅れている。かつては銀行や組合などの監視機能が働いたが、見事に無くなった。株主価値、つまり企業価値を高める仕組み作りが必要。カルパースに象徴されるように、米国でも機関化現象が進み保有銘柄数が増えると、収益性の低い銘柄を売るだけでは済まない。コーポレートガバナンスを充実する方がより効率的な投資行動になる」(『日経金融新聞』1998年6月8日号)。
- ◆ コーポレート・ガバナンスと企業価値向上の関係に関する実証分析もなされているが、確たることはいえないのが、現実。

# 株主重視論の主張

- ◆ 過激な主張の例「『それ[採用抑制]では国際金融競争でみずほは勝てない。五年も持たない』米倉教授は、株主重視はデファクト・スタンダード(事実上の業界標準)であり、株主にとっての企業価値を高めようとするれば、過剰雇用を抱えた日本企業の人員削減は避けられないと主張。『日本の経営者は社員を首にする勇気がない』と挑発した。」(「日経連夏季セミナー、企業経営めぐり産学激突—雇用、厳しくても温かく」『日経産業新聞』2000年8月11日号。)

# 2. 企業価値評価とは—将来キャッシュ・フローの割引現在価値の構造、でも思い通りにならない

企業価値評価とは何だろうか。まずは株式価値評価モデルから考える。

図表 株式の現在価値

| 年目   |                                     | 1      | 2    | 3    | 4    | 5    | 6    | ..... | n    |
|------|-------------------------------------|--------|------|------|------|------|------|-------|------|
|      |                                     | 1/1/05 | 1/06 | 1/07 | 1/08 | 1/09 | 1/10 | ..... | 1/n  |
| 現在価値 | 割引率=期待収益率<br>7%                     | 支払     |      |      |      |      |      |       |      |
|      |                                     | 1300   | 1300 | 1300 | 1300 | 1300 | 1300 |       | 1300 |
| 1    | 1214.95 =1300/(1+0.07)              | ←      |      |      |      |      |      |       |      |
| 2    | 1135.47 =1300/(1+0.07) <sup>2</sup> | ←      | ←    |      |      |      |      |       |      |
| 3    | 1061.19 =1300/(1+0.07) <sup>3</sup> | ←      | ←    | ←    |      |      |      |       |      |
| 4    | 991.76 =1300/(1+0.07) <sup>4</sup>  | ←      | ←    | ←    | ←    |      |      |       |      |
| 5    | 926.88 =1300/(1+0.07) <sup>5</sup>  | ←      | ←    | ←    | ←    | ←    |      |       |      |
| 6    | 866.24 =1300/(1+0.07) <sup>6</sup>  | ←      | ←    | ←    | ←    | ←    | ←    |       |      |
| 7~n  | 12374.93                            | ←      | ←    | ←    | ←    | ←    | ←    | ←     | ←    |
|      | 18571.43 =現在価値合計                    |        |      |      |      |      |      |       |      |
|      | 18,571 = 1300 ÷ 7%                  |        |      |      |      |      |      |       |      |

$P = \frac{D}{r}$

# 図表 成長株の現在価値

| 年目  | 1        | 2     | 3    | 4    | 5    | 6    | ...   | n                         |  |
|-----|----------|-------|------|------|------|------|-------|---------------------------|--|
| 支払  | 1/1/05   | 1/06  | 1/07 | 1/08 | 1/09 | 1/10 | ..... | 1/n                       |  |
|     | 1300     | 1326  | 1353 | 1380 | 1407 | 1435 |       | 1300 (1+成長率) <sup>n</sup> |  |
| 1   | 1214.95  |       |      |      |      |      |       |                           |  |
| 2   | 1158.18  |       |      |      |      |      |       |                           |  |
| 3   | 1104.06  |       |      |      |      |      |       |                           |  |
| 4   | 1052.47  |       |      |      |      |      |       |                           |  |
| 5   | 1003.29  |       |      |      |      |      |       |                           |  |
| 6   | 956.40   |       |      |      |      |      |       |                           |  |
| 7~n | 19510.65 |       |      |      |      |      |       |                           |  |
|     | 26000.00 | =現在価値 |      |      |      |      |       |                           |  |

|                           |                |
|---------------------------|----------------|
| $P = \frac{D}{r - g}$     | 利益 (CF)        |
| D = 配当金, r = 割引率, g = 成長率 | 売上収益           |
| 配当金 1300                  | 顧客             |
| 割引率 7%                    | ↑              |
| 成長率 2%                    | ↑              |
| 経営者                       | マーケティングイノベーション |

# 成長株の理論を企業価値計算に応用

- ◆ 企業価値評価モデルがあらわしているものは何だろうか。
- ◆ バリュードライバー式 (マッキンゼー・アンド・カンパニー『企業価値評価』) を手がかりに考えてみる。

$$\text{企業価値} = \frac{\text{NOPLAT}_{t=1} \left(1 - \frac{g}{\text{ROIC}}\right)}{\text{WACC} - g}$$

NOPLAT = 税引後営業利益

ROIC = 投下資産利益率

g = 成長率

WACC = 加重平均資本コスト

$$\left(1 - \frac{g}{\text{ROIC}}\right) \text{ これは配当性向と言える}$$

NOPLAT (税引後営業利益) = 投下資産 × ROIC (投下資産利益率) であるから、これをバリュー・ドライバー式に代入すると、

$$\text{企業価値} = \frac{\text{投下資産} \times \text{ROIC} \times \left(1 - \frac{g}{\text{ROIC}}\right)}{\text{WACC} - g}$$

両辺を投下資産で割ると

$$\frac{\text{企業価値}}{\text{投下資産}} = \text{ROIC} \times \frac{\left(1 - \frac{g}{\text{ROIC}}\right)}{\text{WACC} - g}$$

左辺はいわばPBRであり、右辺はROIC (投下資産利益率)、つまり利益率に、配当性向を乗じて、割引率で割ったものとなっている

# 3. 企業価値評価の問題点ー将来期待はどうしたら測れるのか

- ◆ もし理論通りに現実が進行しているとするれば、株価が高い企業では、それだけの利益率があって、かつそれ相応の成長機会があり、内部留保=純投資が行われて、その株価が成立しているはずである。しかし、現実の株価がそのような関係で成立しているのだろうか。

## 現実の数値で説明がつくか

$$\frac{\text{PBRで代用}}{\text{企業価値}} = \frac{\text{ROAで代用}}{\text{ROIC} \times \left(1 - \frac{\text{配当性向で代用}}{\text{ROIC}}\right)} \times \frac{\text{WACC-g}}{\text{WACC-g}}$$

「配当利回り+値上がり率」で代用

- ◆ 左辺はPBR (株式時価総額÷連結純資産額)をとる。ROICに近いものとして、連結前当期平均ROAをとる。(1-g/ROIC)は配当性向を使ってみる。WACC、すなわち割引率については、これに類する数値として総合利回り(配当利回りに当期末株価から前期末株価を控除したキャピタルゲインを加え、これを期末株価で除したものを)を利用する。

25

## 会社四季報2012年夏号で3期データの揃っている1,633社の数値

記述統計量

|             | ケース数 | 平均       | 最小値      | 最大値      | 標準偏差     |
|-------------|------|----------|----------|----------|----------|
| 期末PBR(倍)    | 1633 | 0.92401  | 0.170    | 12.500   | 0.7599   |
| 連・ROA・平均(%) | 1633 | 3.54470  | 0.010    | 44.400   | 3.2995   |
| 連・配当性向(%)   | 1633 | 55.75507 | 1.040    | 7600.000 | 248.0797 |
| 総合利回り       | 1633 | -1.58977 | -305.474 | 0.751    | 16.5181  |

2012年では、平均的にはPBRは1を下回り、ROAは3.5%、配当性向は55%、総合利回りはマイナス1.5円ということになる。

26

## 重回帰分析

- ◆  $A = 0.476825 + 0.123775x + 0.000074y + 0.002713z$
- ◆ となり、データが標準化されていると、これは
- ◆  $A = 0.537402X + 0.024167Y + -0.058977Z$
- ◆ となるが、決定係数、すなわち調整済R<sup>2</sup>は、.29594255と、そんなに高くはないが、PBRの30%近くはこれで説明がつくというわけである。

27

## 重回帰分析の要約

回帰要約: 従属変数: 期末PBR(倍)  
 R= .54519426 R<sup>2</sup>= .29723678 調整済R<sup>2</sup>= .29594255  
 F(3,1629)=229.66 p<0.0000 推定値の標準誤差: .63765

|             | $\beta$   | 標準誤差 $\beta$ | B         | 標準誤差 B   | t(1629)  | p値       |
|-------------|-----------|--------------|-----------|----------|----------|----------|
| 切片          |           |              | 0.476825  | 0.023785 | 20.04764 | 0.000000 |
| 連・ROA・平均(%) | 0.537402  | 0.021023     | 0.123775  | 0.004842 | 25.56236 | 0.000000 |
| 連・配当性向(%)   | 0.024167  | 0.020889     | 0.000074  | 0.000064 | 1.15693  | 0.247471 |
| 総合利回り       | -0.058977 | 0.020905     | -0.002713 | 0.000962 | -2.82125 | 0.004842 |

- ◆ しかし、実はROAだけで回帰分析してみると、この調整済R<sup>2</sup>は、.29278757と、先の数値(.29594255)とさほど変わらないのである。つまりPBRの説明変数のうちROAでほとんど説明がつく

28

## これら3つの説明変数とPBRとの相関係数を調べてみると

図表7 PBRとROA, 配当性向, 総合利回りとの相関係数

|          | 期末PBR<br>(倍) | 連・ROA・<br>平均(%) | 連・配当性<br>向(%) | 総合利回り  |
|----------|--------------|-----------------|---------------|--------|
| 期末PBR(倍) | 1.0000       | .5415           | -.0337        | -.1195 |
|          | p=----       | p=0.00          | p=.173        | p=.000 |

- ◆ 株価は内部留保=純投資などより、現在の利益それ自体との関係で成立している。
- ◆ 理論モデルとは異なり、実際の証券市場・株価は「投資→将来の企業価値」など何も考えていない。

29

## 株価は気まぐれ

- ◆ 現実には理論通り企業価値が正確に予想され、株価が形成されているわけでないことは、およそ理解が容易であろう。世の中はモデル通りには動いてくれない。株価は気まぐれである。経営者がこのような気まぐれな株価に左右されたくないと思うのは当然であろう。

30

## 企業価値経営の陥穽

- ◆ 企業価値経営などと言うけれども、経営者がこのような企業価値に一喜一憂するのは笑止の沙汰だともいえる。経営者がこのようないわば他律的な企業価値を「追求」するのはむなし。経営者にとって、自分のコントロールできる(必ずしも自由気ままに左右できるものではないが)追求する価値のある、そして企業存続にとってきわめて重要な価値は何であろうか。それはまさに、顧客価値である。

31

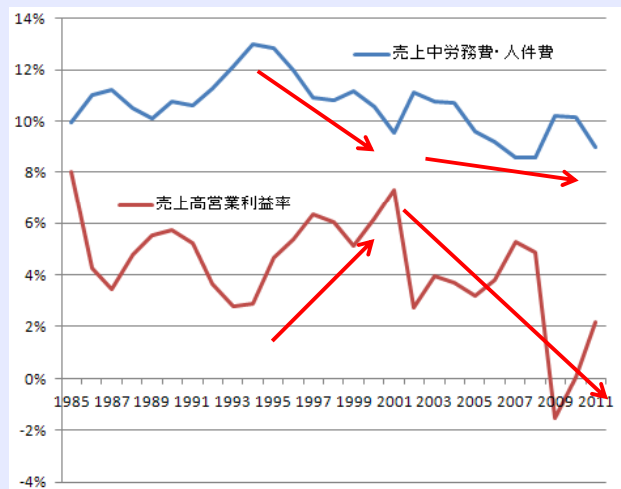
## 4. 真の企業価値は何か—貸借対照表左側「顧客価値」に意義あり

- ◆ いわゆる「企業価値経営」の典型をここで見る。
- ◆ ロナルド・ドーアはいう。
- ◆ 「1999-2000年ごろ、電機産業が、まるで首切り競争をしているかのように、次々と大量人員整理計画を発表した。[まさに先に引用した米倉教授の挑発に乗ったともいえる—松村注]。これらによって、ゴールドマン・サックスやソロモン・ブラザースのアナリストたちの喝采を浴びて、株価が上昇した。経営戦略—少なくとも見せかけの経営戦略—がいかにして外国機関投資家に迎合するようなものになっていったかのいい例である。それが真の経営戦略であったかどうかは別問題。」

32



## 電機メーカーの労務費比率の低下と利益率の変動



家電・通信関連電機メーカー12社の数値による

33

## 日本の電機メーカーの結末

- ◆「90年代から始まった日系メーカーのリストラによりその恩恵を受けたのはアジアの家電メーカーだった」
- ◆「事業領域の選択と集中をする前に、まず人員削減を進めた。これでは優秀な技術者は育たない。加えて、根幹の製造設備やプロセスを外部開発に依存したため、技術の流出を招いた。韓国や台湾メーカーを『日本の技術を盗んだ』と非難する人もいるが、自ら技術やノウハウの流動性を容認していたわけで、非難できる立場にはないだろう。」

34

## 米国型企业価値経営の結末

- ◆「リストラ(事業の再構築)、リエンジニアリング(業務の根本的革新)と言葉は変わっても米国発の経営手法は、カット、カットの縮小均衡路線に過ぎない。本家の米国では、これら効率一辺倒の経営からは、積極的な成長戦略は生まれない」
- ◆ 90年代後半のリストラで追い出された技術者が韓国や中国のメーカーで活躍し、日本の電機メーカーを追い込んだ。これが日本の電機メーカーの今日の姿である。
- ◆ 電機各社は、目先の目標に追われ、長期的な戦略を見失ったのではなからうか。貸借対照表右側、企業価値を追求し、貸借対照表左側、顧客価値を忘れた、あるいは追い込まれてそうなった結果がこれをもたらしたのではなからうか。

35

## 顧客価値追求の必要

- ◆ 企業価値経営と言い、企業価値評価と言うけれども、それは前述のように貸借対照表右側の論理であり、その価値は他律的に決まる。経営者がそのような他律的に決まる価値に翻弄されて自らを見失わないことが肝要である。自律的に意思決定を行い、価値向上を図るべきである。貸借対照表左側、製品市場を向いて、顧客価値を追求しなければならないだろう。

36

## ドラッカーはいう(1)

- ◆「組織が社会に価値を生み出していく働きは、マーケティングとイノベーションだけである、そのほかは全部コストである」
- ◆「マーケティングとは、何が必要とされているかを知ることであり、イノベーションとは、自らを改めて、人に(ということは社会に)必要とされるようになることである。」それが利益に結果する。
- ◆これができるのは製品市場においてであって、証券市場においてではない。

37

## ドラッカーはいう(2)

- ◆かつて村上ファンドをはじめ多くのファンドがキャッシュを抱えている企業に向かって、「株主のために」キャッシュをはき出すべきだと言っていたことを思い出すが、ドラッカーは言う。「存続と健全さを犠牲にして、**目先の利益**を手にすることに価値はない。.....今日では、短期的な経済上の意思決定が環境や資源に与える長期的な影響にも考慮しなければならない。」
- ◆企業価値論は短期志向だが顧客価値は長期志向でないと生み出せない。どちらが価値を生み出すかは明らかだろう。

38

## 結論

- ◆経営者は、自ら左右できない、他律的な企業価値、それも短期的な要素の強い「企業価値」(≒株価)に振り回されるのではなく
- ◆経営者自らがコントロールでき、かつ結果的には長期的な企業価値に繋がる「顧客価値」を追求すべきではない(なかった)か。

39