

# 企業価値と企業経営 — 真の企業価値とは

昨年は、ライブドア事件や村上ファンド事件をはじめ  
資本市場をめぐる大きな不祥事が発生し、企業価値に関する議論が沸騰した。  
ここでは企業価値に関する議論を整理するとともに、関経連の取り組みを紹介する。



## 企業価値がクローズアップされてきた 社会背景

いま、なぜ企業価値がこれだけ問われるのだろうか。その背景には、企業を取り巻く経済環境、社会環境の変化がある。

まず、経済環境の変化としては、1990年代不況に始まった株式持ち合いの解消があげられる。高度成長期にはメインバンク制による銀行の監視が企業統治の役割を果たしてきた。しかし、バブル崩壊により、日本経済は金融機関を中心にバランスシート不況に陥った。収益を生まない株式持ち合いにはメスを入れざるを得なくなり、株式持ち合いの解消が進行した。その結果、株主構成にも大きな変化が見られるようになり(図参照)、透明な経

営を意識せざるを得ない環境となったのである。

また、グローバル化の進展も見逃せない。大企業だけではなく、中堅・中小企業も含め、原料調達、組み立て・加工、販売のいずれの工程においても国際市場環境を意識した経営が欠かせないものになっている。これに加えて、会計基準、競争環境のルール一本化の流れもある。

こうした中、経営陣に対して積極的な要求をする外国人の持ち株比率の上昇が見られ、より厳しく経営をチェックする動きとなっている。会社法、金融商品取引法における内部統制の義務付けなども企業経営において見逃してはならない環境変化であろう。

社会環境の変化としては、いまだに発生する企業不祥事やCSR(企業の社会的責任)を中心とす

る環境問題と企業とのかかわり、またライブドア事件においてM&A関連の専門用語が世間を席捲するなど、企業経営への国民の関心が高まりを見せている。

こうした一連の流れの中で「企業価値」がキーワードとして注目を浴びている。例えば、企業買収の局面では買う方、買われる方、いずれの経営者も企業価値を前面に押し出し、まさに「守るも攻めるも企業価値」の様相を呈しているのである。

## 企業価値や企業経営についての考え方

これだけ、世の中に普及した「企業価値」という用語であるが、「企業価値」とはどのように定義付けられるのだろうか。率直に言ってこれという正解がないのが実態である。

証券分析やM&Aにおいて、キャッシュフローの割引価値や時価総額と負債の合計といった「定義」は存在する。しかしその一方で、買収圧力に直面した企業経営者が「地域貢献や従業員の忠誠心なども企業価値であり、敵対的買収はそのような部分を台無しにする」といった論陣を張ることもよく見聞する。証券などの売買取引をする上で、株式が割安なのか割高なのかの定量化が必要とされる一方で、経営側からみれば、企業経営には定量化できない部分も存在するという訳である。どちらの立場も否定はできない。

企業価値については、このように主に投資家と企業経営者との間で意見が分かれるが、もちろん完全に双方が否定しあっているわけではない。企業経営者も証券市場、資本市場の指標を当然重視するし、投資家側も従業員や地域、経営哲学といった、業績には直接表れない部分を無視するわけではない。結局は、経営者や投資家が企業経営のどこを重視するかというバランスの問題ではないだろうか。

## 関連での取り組み

2005年10月、村上ファンドによる阪神電鉄株

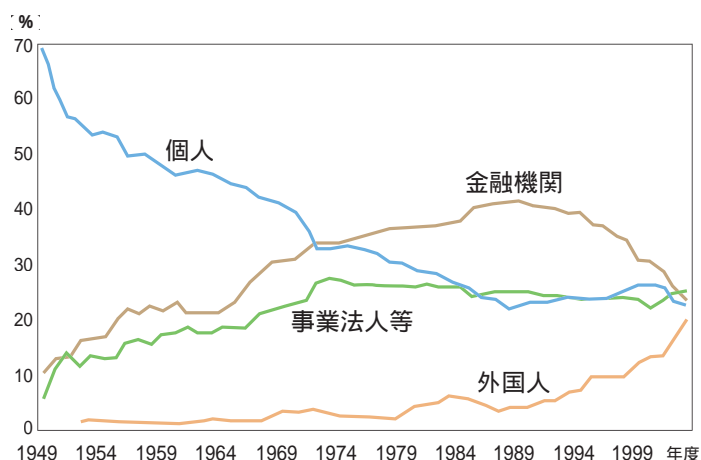
式大量保有が発表された。翌年2月に開催された関西財界セミナーには当事者でもあるM&Aアドバイザーなども招き、経営者間で活発に議論が交わされた。

こうした議論を受け、関経連では06年7月に企業経営委員会(委員長:和田勇・積水ハウス社長)の下に関西企業価値研究会(座長:久保田芳郎・積水ハウス専務執行役員総務法務担当CS推進本部長)を設置。約5ヵ月間、企業ヒアリングや有識者との意見交換を行い、12月に報告書をまとめ、1月に発表した(P.6~7参照)。

報告書は、投資家側と企業側との溝を埋め、多様なステークホルダーに配慮した経営を行う、経営を内外から監視する体制を充実させ、外部との対話を不断に行うということを柱に取りまとめている。

今後、研究会の活動は「関西企業価値ネットワーク」として継続・発展させる予定である。「関西企業価値ネットワーク」では、企業価値に関する議論を続けていくとともに、証券市場や資本市場に参加する投資家、NPO、法律の専門家など、より多くの関係者に参加を呼びかけ、企業価値向上に向けた経営への道しるべとなるような事例を紹介できればと考えている。

### 〈金融機関の持ち株比率の低下と外国人の持ち株比率の上昇〉



出所: 「戦後日本の株式持合いとその解消」(早分かり版)  
(大和総研制度調査部 吉川満著、2005年3月)

企業経営者や投資家などその立場により、また時代によりさまざまに解釈される「企業価値」。しかし、企業価値の向上が企業にもステークホルダーにも利益をもたらすことは不変の真理である。では、企業価値を向上させるために、企業は何をすればいいのか——。企業経営委員長、関西企業価値研究会アドバイザーの2人に聞いた。

## 真の企業価値競争時代に 勝ち残るために

かつては企業評価といえば、商品やサービスの質、看板の重み、人材が基本でした。売り上げ、資産など「大きければよい」時代もありました。ここに来て、企業価値については百花繚乱、十人十色の議論が展開されています。企業においても、個性を出しながらさまざまに努力がなされています。関経連でも昨年「関西企業価値研究会」の活動を開始し、報告書を取りまとめました。

企業がお客様や社会から期待され、尊敬され、信頼され、その価値が高まっていくべきことは、いわば当たり前の事柄ではあります。消費者の意識の変化、資本のグローバル化、法制度の強化などさまざまな背景がありますが、つまるところは経営者が真摯にそれらに向き合い、自らの信念と自社の本業の価値を語り、従業員や関係者とその意識を共有することができるかどうかにかかっていると考えています。いかに良い商品やサービスを提供していても、お客様や社会にそれが伝わらず、届かなければ無価値に等しいのです。

私も社内では、「CS（顧客満足）が向上してこそ、ES（従業員満足）が高まり、結果SS（株主満足）

が高まる、その三位一体の向上こそがCSRを果たすことにつながる」、と繰り返し説いてきました。米国流の目先のリターンや、成長性だけ、デジタル化された指標だけで企業価値を評価することは、中長期の経営のベクトルを見失う危険をはらんでいます。投資家の言うことだけを聞いておけば良い会社になるか、企業価値が高まるかという問いには、昨今の経済事件、企業不祥事を見るまでもなく、これに同意される向きはないでしょう。

市場や投資家は、株価や単年度業績など短期的な視点で企業を評価する傾向があります。しかし、企業が存続し繁栄しつづけることは、お客様のためであることはもちろん、従業員や取引先、その家族のために必要なことでもあります。中長期の先を見る目線も持たなければ、リストラに走ったり、磨けば光る技術や事業を切り捨ててしまったりと、縮小均衡でしかなくなります。明日成長する糧を失ってしまい、結果、すべての関係者の期待を大きく裏切ることになります。

研究会でも論議のあったところですが、日本的経営への回帰を言うだけでも足りません。市場や投資家の意見にも耳を傾けつつ、経営者に安心して手綱を任せてもらえるよう、多くの関係者と対話をし、アンテナを広げ、説明責任を果たすことと一体でなければ、独善に陥ってしまいます。私はそれが「ステークホルダー経営」なのだと思います。

中長期の視点で企業が発展し、永続的に企業価値を高めるには、有能な人材を育て、技術を継承し、ビジネスと技術の革新を進めなければなりません。同時に企業の個性、本業のブランド価値を大切にしつつ、時代の変化やニーズに対応して大胆な脱皮を遂げることも必要です。そのためのコストや投資は、一時的に指標は悪化したとしても、先行投資として自信を持って内外に説明すべきです。そこにこだわり続けた企業が、真の企業価値競争に勝ち残れるのではないかと感じています。

和田 勇 氏

Isami Wada

企業経営委員長  
(積水ハウス社長)





## 資本コストを意識した 価値創造経営を

——今回の研究会と「企業価値」について。

砂川：コーポレート・ファイナンスという企業価値とは、企業のキャッシュフローを生み出す力です。評価の対象となるのは、金融市場で売買されている企業の株式、債券、社債です。その背景には、企業の事業や資産があります。投資家は売買可能な証券を通じて、資産や事業がキャッシュフローを生み出す力を評価していることになります。

今回の研究会では、継続的に安定したキャッシュフローを生み出すために企業は人材育成や社会貢献などのさまざまな努力をしていることが良くわかりました。そのような目に見えない部分も含めて「企業価値」と言えそうです。キャッシュフローを評価するフレームワークはありますが、その力の源となるものを評価するのは難しいと考えられます。それは、試験による評価と似ています。例えば、点数が80点だとしましょう。この80点が一夜漬けの成果であるか、普段の努力の成果であるかは点数だけでは判断しかねます。生徒(企業)がどのように勉強(経営)しているかというプロセスは、採点する側(投資家・アナリストなど)には見えにくいものです。見えにくいからといって、さぼっているのは次の試験でよい点数が取れません。また、一時の試験(決算数値)だけで評価すると、本当の力を見誤るかもしれません。



砂川 伸幸 氏

Nobuyuki Isagawa

関西企業価値研究会アドバイザー  
(神戸大学大学院経営学研究科助教授)

企業価値を評価する一つの場合は資本市場ですが、その評価が常に正しいとは限りません。資本市場の評価軸がぶれることもあります。株式市場が派手なイベントが好きなことも否めないと思います。経営者は、市場の一时的な評価を気にしすぎて、安易なことをしないように気をつけるべきです。成熟業界といわれる食品業界などでは、投資収益率が5%も稼げればリスクに見合っているといえるでしょう。そこに年間20%もの収益率を要求されている投資家が介入してくるとどうなるのでしょうか。

——報告書に掲載されている「資本コストを意識した価値創造経営」とは。

砂川：リスクに見合ったリターンをあげることが大切です。投資家にとってはリスクに見合う期待リターン、企業にとっては資金提供を受けるためのコストという意味で資本コストといわれます。これからは株主の資本コストを意識することが大切です。これまでの日本企業には、資本コストという意識があまりなく、90年代に投資家から不信の声が起きました。そこで、企業が投資家と正しく対話するために資本コストを意識した指標を取り入れました。大阪ガスのSVA(株主付加価値)などがあります。

経営者には、資本コストを意識した経営、つまり単に営業利益が黒字であるだけでなく、投資家の期待に見合った収益を上げることが求められます。単に価値指標を導入するだけでは不十分です。「株主のお金はただではない」という認識が社員に浸透するよう勉強会などの社内横断的な努力が必要です。

——企業経営の今後の動向は。

砂川：付加価値の配分は問題になるかもしれません。90年代以降、株主の声が強くなり、そちらに意識が集中しました。アナリストの方も指摘されることがありますが、従業員など他のステークホルダーのことを再び見直すことが必要な時期かと思えます。正規雇用が長期的な価値創造につながるという認識を持ち、あえて人件費を増やした先駆的な企業もあります。いま、経営者は株主を十分意識するようになりました。今後は、株主と従業員などとの間で揺れている振り子が、良いバランスに落ち着くことが大切なのでしょう。株式市場で価値が生まれるわけではありません。価値を生み出すのは企業であり、すべてのステークホルダーの協働なのです。

# 企業価値向上のカギ

## ～関西企業価値研究会の活動から見たもの～

資本市場をめぐる大きな不祥事や企業をとりまく経済環境、社会環境の変化などを背景に企業価値がクローズアップされている。関経連では、企業価値に関する調査・検討を集中的に行うため、企業経営委員会の下部組織として関西企業価値研究会を設置した。

### 研究会活動にあたっての問題意識

研究会活動にあたっての問題意識を以下の3点とした。

#### 1. 経営者と投資家の価値向上の時間軸

経営者をはじめとした企業は短期、中期、そして長期の時間軸ごとのバランスを意識する傾向がある。一方、投資家は短中長それぞれの時間軸を意識はするが、短期に力点を置きがちである。

#### 2. 企業価値のフレームワークにおいてステークホルダーは相互依存関係にあるのでは

例えば企業の年金基金の運用。銀行などの金融機関に資金を預け、金融機関は機関投資家として株主になり、企業への資金提供を行う。この資金の循環は、お互いの協力関係なしには企業価値向上がはかれないことを意味している。

#### 3. 企業価値向上にあたっては多様なステークホルダーへの経営者による配慮が不可欠ではないか

### 意見交換やヒアリングで見たもの

この問題認識をもとに、研究会では有識者との意見交換や企業ヒアリングなどを実施。そこで浮かび上がってきたのは、経営者の資本コストへの理解不足をアナリストが指摘する一方、資本効率を重視する指標で経営改革に成功した企業があったり、矢野朝水・企業年金連合会専務理事のように株価を企業価値の尺度とせざるを得ないと考える投資家サイドに対し、加護野忠男・神戸大学大学院教授のように

株価の危うさを指摘する識者の声もあるといった事実である。

こうした研究会活動を通じて、①企業、投資家の双方で溝を埋める努力をしていること、②企業の多様性をふまえ、それぞれの取り組みを尊重していること、③企業事例に共通するのは“経営理念の具体化”、“外部とのコミュニケーション重視”、“積極的なCSRへの取り組み”、“人材の重要性への認識”といったことがわかってきた。

### 企業行動事例等を3つの領域に分類、企業経営を外部からの視点で見直す

そこで、研究会の報告書では企業の価値向上の参考となる視点を3つの領域に分類した(図参照)。その領域とは「投資家と企業の溝を埋める努力」、「人材を重視した経営の再認識」、「積極的なCSRの推進」である。これ以外にも各社各様で、その企業にふさわしい取り組みがあるのはいうまでもない。

「投資家と企業の溝を埋める努力」では、前述の資本効率を重視した経営指標の導入等の事例のほかに、経営トップがIRの先頭に立って市場と向き合う姿もヒアリングで確認された。また、長期安定株主の存在が長期的な経営を可能にするとの観点から法制面等の早期整備の必要性についても言及している。

買収防衛策ルールについては投資家と経営者に意見の食い違いがあるが、これは法制や証券取引所のルールがまだ過渡期にあるためと考えられる。本年5月の三角合併解禁もにらんで、早期のルール整備が必要である。SRI(社会責任投資)は日本ではまだ市場規模が小さいが、企業の社会的責任をキーワードに企業と投資家の接着剤となるべく、成長が期待されている。

「人材を重視した経営の再認識」の領域では、不慮の人材重視・永続的な人材育成について、人員

整理を二度と繰り返したくないという思いから人材育成に取り組んだ企業の例を取り上げている。一方、モチベーションの維持については自主性尊重が必要と判断する企業、M&A後の企業経営で買収企業の社風を重視した企業例をあげている。さらに、女性を多数管理職に登用するなど女性社員の活用、日本の経営の再確認の意味でチームワークの重視も注目すべき要素であると考えた。

「積極的なCSRの推進」については、短期的には収益悪化要因と捉える向きもあるが、企業経営活動の前提として取り組んでいる企業もある。得意技術を生かし、本業で社会に貢献する企業もある。自社内のみならず、取引先にも独自の規範遵守を義務付ける例もあった。そのほか、創業の地への恩義を忘れない企業など、地域貢献に志をもって取り組む企業も見られる。

このような企業価値向上への活動には内外双方の監視体制が求められ、特に外部からの監視体制

の充実と外部との対話継続が重要である。外部からの監視として、アドバイザリーボードを設置したり、顧客も監視に参加する仕組みを設けた企業もある。一方、社外取締役などの経営者監視機能強化については、今回の報告書では、外部監視体制の充実はもとより、企業内部でも効果的なチェック体制の整備が必要としている。

## 「関西企業価値ネットワーク」の設置

こうした視点をふまえ、現在の関西企業価値研究会のメンバーに加え、投資家サイドやNPOなど外部のメンバーも参加する「関西企業価値ネットワーク」の設置を検討している。今後、広く意見交換・情報交換を行う場として活動を行う予定である。（報告書の詳細は、関経連ホームページ「意見書・報告書」を参照）

### 〈企業価値向上の視点〉

