

2000年代における企業の財務パフォーマンスに関する一考察 ーファイナンス理論から PBR1 倍割れを考えるー

林原 行雄*

A study on the financial performance of Japanese companies in the 2000s -Considering PBR below 1 from the perspective of finance theory-

RIMBARA Yukio

I. はじめに	P.2
II. 企業はステークホルダーの利益尊重と企業価値向上を目指すべき	P.3
III. 企業価値評価に関わるファイナンス理論概説	P.4
III-1. PBR とトービンの Q	P.4
III-2. 企業価値とは	P.5
III-3. フリーキャッシュフロー・バリュエーション(FCF)	P.6
III-4. 資本コスト	P.6
III-5. 企業価値の算定と現実の株価	P.8
III-6. 企業の投資効率は投下資本利益率(ROIC)で評価される	P.8
III-7. 「伊藤レポート」について	P.9
III-8. EVA による評価	P.10
IV. 企業価値にみる 2000年代の日本企業の財務パフォーマンス評価	P.12
IV-1. 企業利益は増加したがキャッシュフローは低迷	P.12
IV-2. ROE と ROA は改善するも ROIC は低減し FCF は減少が続く	P.13
IV-3. フリーキャッシュフロー減少は ROIC 低下と設備投資低迷による	P.14
IV-4. 著増した営業外収益と事業会社の金融法人化	P.15
IV-5. 過剰な手元流動性	P.17
IV-6. リスクの低減で WACC を下げる	P.18
IV-7. 最適資本構成の構築	P.19
V. 2000年代の企業価値評価の総括	P.22
VI. 企業価値推計シミュレーション	P.23
VII. おわりにー目指すべきは企業価値と付加価値の向上	P.25
〈参考文献〉	P.27

* 昭和女子大学現代ビジネス研究所特別研究員。rimbara@blue.ocn.ne.jp

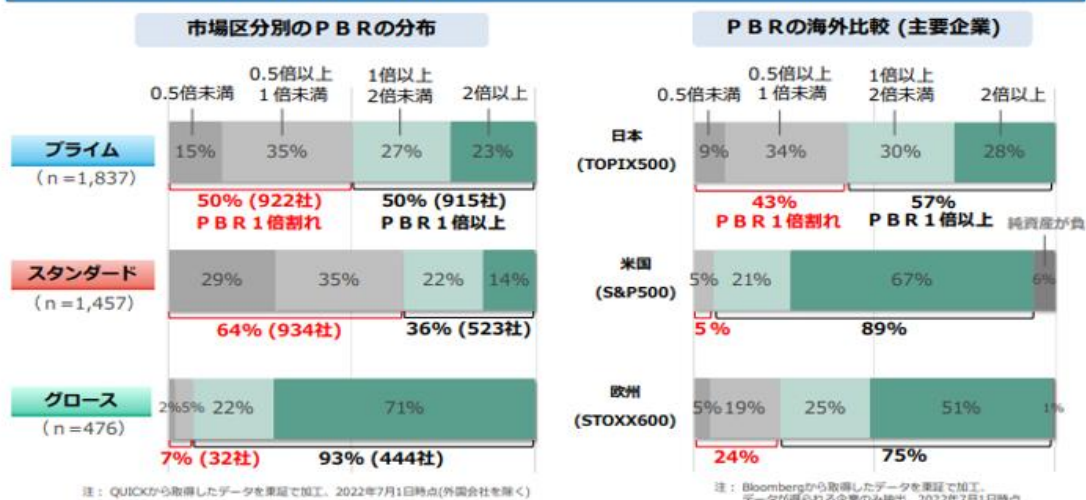
**本稿の作成に当たり昭和女子大学の八代尚宏教授から有益なコメントを頂いた。記して謝意を表したい。本稿は筆者個人の見解を述べたものであり、記述内容は筆者の責任に帰せられる。

I. はじめに

2023年3月東京証券取引所は、上場企業に資本コストや株価を意識した経営の実現を目指し、改善策を開示・実行するよう要請した。図表1にみるように22年7月時点で、東証プライム市場上場企業の50%、スタンダード市場上場の64%で、PBR (Price Book-value Ratio、株価純資産倍率) が1倍割れの状態になっており、その割合は米国や欧州と比較し圧倒的に高く、持続的な成長と中長期的な企業価値向上に向けて、各企業に積極的な対応を求めたものである。

(図表1)東証上場企業のPBRと国際比較^①

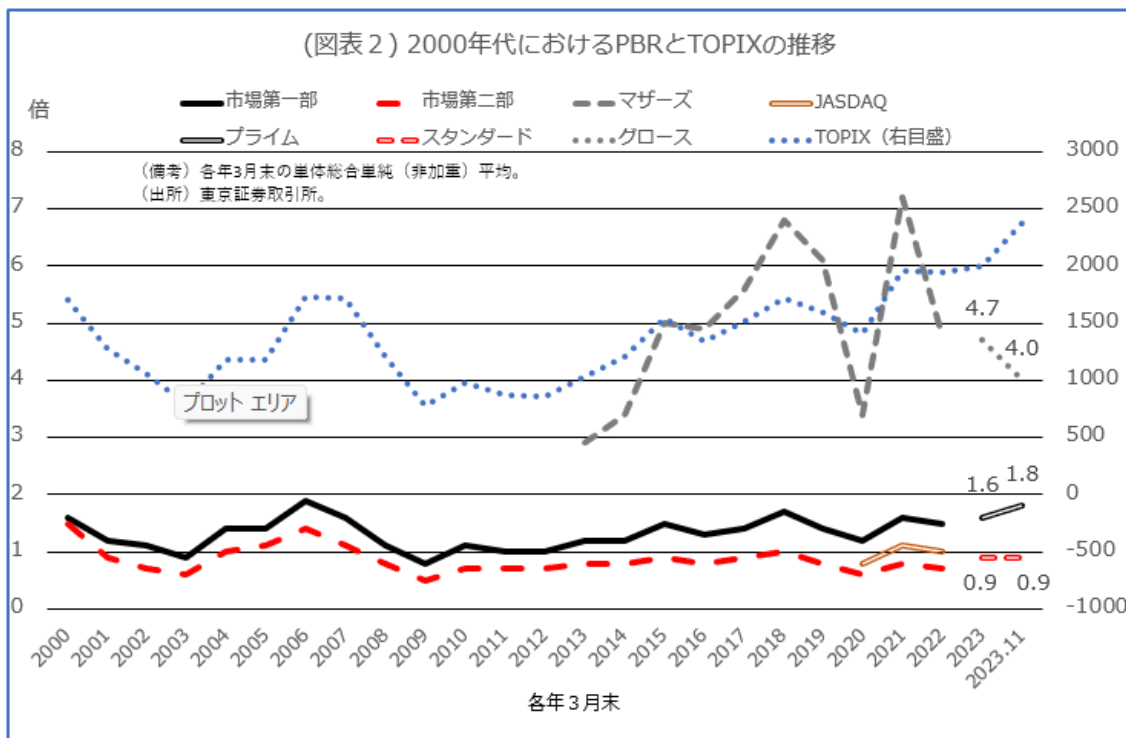
- PBR 1倍割れがプライム市場の50% (922社)、スタンダード市場の64% (934社)
- 主要株価指数の構成企業のうちPBR 1倍割れの企業の割合は、米国 (S&P500) 5%、欧州 (STOXX600) 24%に対して、日本 (TOPIX500) は43%



(出所) 東京証券取引所「市場区分の見直しに関するフォローアップ会議
第一回事務局説明資料(2022年7月)^②

2000年代の東証上場企業の平均PBRは、図表2のとおり市場一部及びプライム市場では総じて1倍以上で推移し、傾向的にもリーマンショック後緩やかに上昇し、23年11月には平均PBRは1.8倍に達した。プライム市場ではPBRが高い企業も少なくなく、PBR1倍割れ企業が多いことは個別の企業、あるいは特定の業種の問題ともいえるが、PBR上昇の程度はTOPIXの上昇に比べ緩やかであり、TOPIXは史上最高値を更新しても、PBRは2006年のピークの水準に達していない。一方市場二部やスタンダード市場でPBRは1倍未満で推移し、最近時でも1倍に達せず、PBR1倍割れは特に深刻である。PBRだけを取り上げて日本企業の財務パフォーマンスを論じることは回避したいが、究極の企業価値評価の場である上場株式市場で、日本経済のメインプレイヤーである上場企業で、多くのPBR1倍割れの企業が発生していることは、単に個別企業の株価が低位にあることにとどまらず、日本経済の深刻な問題と考える。本稿はコーポレート・ファイナンス

理論の標準的考え方に沿って、2000年代の日本企業のパフォーマンスを企業価値の面から分析を試みたい。その中で多くのPBR1倍割れ企業が発生した財務上の要因が、自ずと明らかになると考える。



II. 企業はステークホルダーの利益尊重と企業価値向上を目指すべき

本論に入る前に、企業が目指すことに関する二つの見解、すなわち「企業価値・株主価値重視」と「ステークホルダー利益重視」について、筆者は問われれば「ステークホルダー利益重視」と考えることを記したい。企業活動は、株主によって提供される資金によってだけで運営されているわけではなく、様々なステークホルダーの提供する生産要素の組み合わせによって成り立っている。¹SDGsに示される複合的な目標達成が企業に求められている現在、企業が利益や株主価値最大化ばかり追求して許されることはない。そもそも企業の存続と繁栄があって、個々のステークホルダーは自己の利益を追求できる。²株主だけでなく経営者、従業員、債権者、取引先、地域住民などのステークホルダーの利益を考慮して、企業価値向上を目指すことが、コーポレートガバナンスの最も重要な課題と考える。³嘗てはミルトン・フリードマンが高らかに提唱した、「企業の社会的責任とは利益

¹ 柳川範之 (2013)。

² Allen, F. and Douglas Gale (2001)pp. 380-381. .

³ 2014年のノーベル経済学賞受賞者のジャン・ティロールのEconometric Society会長就任挨拶Tirole, J. (2001)及びTirole (2006)pp. 60-64参照。

を増やすこと」という「フリードマン・ドクトリン」⁴の支持者が多かった時代もあった。現在では、企業が定める事業目的を達成するための統治方式や行動様式は、事業報告書やアニュアル・レポート等の開示されているが、経済・社会の発展に貢献し、住みよい地球と豊かな社会づくりに取り組むというようなものが圧倒的に多い。企業価値最大化を最重視することだけを宣言している大企業はほとんどないのではないかと。一方、持続可能な長期的企業価値の向上を目指すことは、多くの株主を持つ一定規模以上の企業にとり、重要な規範の一つであることも強調したい。もそも企業価値向上とステークホルダー利益重視は、基本的には相反するものではない。例えば注目を集めている「人への投資」は、短期的には企業価値向上と相反することもあるかもしれないが、長期的には相互に補完する関係にある。短期的な課題を克服しつつ、長期的目標の達成のために最適な経営をすることこそ、経営者に課せられた大きな使命である。企業経営者にはステークホルダーの利益を尊重しつつ企業価値向上を目指すことが課せられていると考える。

Ⅲ. 企業価値評価に関わるファイナンス理論概説

まず標準的コーポレート・ファイナンス理論（以後ファイナンス理論と記載）における企業価値についての基本的な考え方を、本稿が関係する箇所について概説する。⁵

Ⅲ-1. PBR とトービンの Q

PBR は下記式のとおり株価が1株当たり純資産の何倍で買われているかをみる投資尺度である。⁶

$$PBR = \text{株価} / \text{1株当たり純資産(BPS、Book - value Per Share)}$$

PBR1倍だと理屈上、企業が借金を全額返済し、残った土地や工場、設備、有価証券など資産を売って、清算後に残る解散価値と株価が同じ水準になる。PBR<1の水準では株価総額は解散価値を下回るため、当該企業を買収し設備や有価証券を清算すると儲けが出

⁴ Friedman, Milton (1970)。

⁵ 標準的ファイナンス理論は、Brealey, R. and S. C. Myers (2000), Ross, S.A., R.W. Westerfield & J. F. Jaffe (2010), 新井 富雄、高橋文郎、芹田 敏夫 (2016)、井出正介・高橋文郎 (2000)、荒木昇・土屋大輔 (2017)、佐藤克宏(2023)、土屋大輔・岡本准 (2022)、伊藤友則(2023)を参照した。これらの論稿は基本的な理論的枠組みは共通しているが、細部については必ずしも同一ではない。本稿は筆者が最も理解しやすいと考える説明を記載した。そのほか東証の要請に関する浅野敬志(2023)、伊藤友則(2023)、宮川壽夫(2023)、宮川壽夫(2023)、丸山隆志(2023)等の論考も参照した。

⁶ 株主資本（資本金+資本剰余金+利益剰余金）、自己資本（株主資本+その他包括利益累計額）純資産（自己資本+新株予約権+非支配株主持分）は同一ではないが、本稿ではすべて同一（株主資本）の意味で記載する。

ることになる。ただそれは理屈の上での議論で現実に起こり得る想定ではない。東証の意図は経営者が自社の株価に、もっと感度を強め経営にあたるべきことを警告したものと考えたい。

ファイナンス理論にはノーベル経済学賞受賞者のジェームズ・トービンが提唱した、PBR と似た概念のトービンの Q がある。⁷

トービンの Q=株式市場で評価された企業価値/資産の再取得価値

PBR はトービンの Q とほぼ同じ概念といえるが、PBR は現在の資産価値として簿価を使うが、トービンの Q は再取得価格すなわち時価を使う点が異なる。⁸わが国では所有不動産を取得原価で計上する企業多く、地価が大きく上昇した場合に PBR は実態より過大に計上される傾向があり、PBR は余裕を持って1倍を上回ることが望ましい。

III-2. 企業価値とは

現代のファイナンス理論では企業価値の算定はキャッシュフロー（以後 CF と記載）を重視する。会計上の利益は会計原則や会計基準の決め方により変わり得るが、現金や銀行預金のキャッシュの金額は操作できないからである。⁹ファイナンス理論における企業価値とは、企業が事業遂行のために調達した株主資本と有利子負債からなる投下資本が創出する、CF の期待（予測）値の割引現在価値の合計を言う。企業価値は決算結果ではなく、将来の予測値の現在価値である点が重要である。企業価値とは何を指すかについて様々な意見が出されていたが、法学者の神田秀樹を座長に各分野の代表者が参加してまとめた研究会の報告書を受けて、経済産業省等は企業価値をファイナンス理論に準じ以下のように定義し、研究者や実務家の意見集約が図られた。すなわち「企業価値は定量的な概念であり、企業が将来にわたって生み出すキャッシュフローの割引現在価値の総和を表し、資本の調達源泉の側面からみれば、企業価値は株主価値（市場における評価としては時価総額）と負債価値の合計として表される。」¹⁰

⁷ Tobin, J.(1968).

⁸ PBR の式の簿価純資産の代わりに時価純資産を使用する指標を Q レシオという。トービンが Q 値を提唱したのは、 $Q < 1$ の場合企業は投資を控えるか既存設備の縮小が求められ、 $Q > 1$ の場合、市場はこの企業の収益力は現在の収益力よりも大きく投資の拡大を求められる等、企業の設備投資決定の指標になるからである。

⁹ 嘗てフィンランドのノキアの CFO は、”Cash is reality, profit is a matter of opinion” と言ったという。

¹⁰ 経済産業省・法務省(2005)、経済産業省(2019)、経済産業省(2023)等を参照。株式会社法の代表的な解説書である江頭憲治郎(2006)の冒頭には DCF の算式に加えて、後記する資本資産評価モデルの解説まで記載されている。

III-3. フリーキャッシュフロー・バリュエーション(FCF)¹¹

ファイナンス理論で標準的な企業価値評価方法とされるのは、フリーキャッシュフロー（以後 FCF と記載）の割引現在価値の総和を企業価値とする評価方法である。¹²FCF は事業から創出される CF（税引後営業利益+減価償却、以後営業 CF と記載）から、事業の遂行に必要な設備・土地投資や運転資金増加額(在庫投資資金、「売掛金-買掛金」増加額等)に伴うキャッシュ流出控除後したネットの CF を指す（A 式）。減価償却は企業会計では費用であるが、キャッシュ流出がないのでファイナンス理論では CF に加算される（以後税引後営業利益を NOPAT [Net Operating Profit after Tax] と記載）。¹³

$$(A 式) FCF = \text{営業利益}(1 - \text{実効税率}) + \text{減価償却} - \text{設備投資} \cdot \text{土地投資} - \text{運転資金増加} \\ = \text{NOPAT}(\text{税引後営業利益}) + \text{減価償却} - \text{設備投資} \cdot \text{土地投資} - \text{運転資金増加}$$

III-4. 資本コスト

FCF の期待値の割引現在価値を算定する割引率（利率）を、ファイナンス理論では資本コスト(cost of capital)と称する。企業は事業に必要な資金を株主資本と有利子負債で調達するので、両者を合わせて投下資本と称する。¹⁴有利子負債の資本コストは、約定で定められる銀行借入金利率や債券利率（債券発行時の諸手数料を含む）とほぼ等しいと考える。¹⁵株主資本は、株主が受け取るリターンは配当金と株式のキャピタルゲインの合計と

¹¹ ”フリー” と称されるのは企業（の財務部門）が自由に決定できるという意味である。

¹² FCF・バリュエーションは多くの教科書に記載され、理論的に明解な企業価値評価方法であるが、一定の条件で成立するもので万能であるわけではない。たとえばマルチプル法（企業価値を EBITDA などの指標の倍数として算出）、Boston Consulting Group の TBR、TSR（一定期間の配当と株価の値上がりの総利回りで投資収益性を評価）、HOLT Value Associates LP の CFROI(企業全体の CF を資本コストとの比較で評価)等があり、実務では複数の方法で評価して極力実態に近いと思われる企業価値を把握することが望ましい。

¹³ 日本では国際会計基準との一元化のため上場企業は 2000 年 3 月期から「キャッシュフロー計算書」の作成が義務づけられた。「キャッシュフロー計算書」を用いる FCF の算定は以下の点について注意を要する。

- ① 「キャッシュフロー計算書」の「営業活動によるキャッシュフロー」で、税引後当期利益をベースとする企業が多いが、FCF の算定では本業が生む将来のサステイナブルな営業キャッシュフローである NOPAT をベースにする。
- ② 「キャッシュフロー計算書」の「営業活動によるキャッシュフロー」では、資金提供者に帰属する支払い利息や配当を控除している企業が多い。FCF では資金提供者に帰属するキャッシュの流出を「営業活動によるキャッシュフロー」から控除しない。

¹⁴ 本稿では長期と短期の区別をせず借入金全額を有利子負債に含め、有利子残高は借入金と債券発行残高から手元現預金を控除した額とした。

¹⁵ 負債の資本コストも株主資本の場合と同様の機会費用概念に基き決定されるというのが基本的考え方と理解する。

し、株主は当該企業の株式投資により何らかの投資機会を放棄しており、放棄する投資機会の収益率以上の収益率を期待していると考え。放棄した投資機会の収益率が最低要求利益率であり、当該企業の株主資本コストと考えハードルレートとも称される。資産選択理論から導かれたもので、リスクが大きければ上昇し、リスクが小さければ低下する。株主資本のコストはB式の資本資産価格モデル(Capital Asset Pricing Model-CAPM)で推計することが多い。¹⁶

$$(B式) R = R_F + \beta (R_M - R_F)$$

R: 当該企業の株主資本コスト、 R_F : リスクフリー証券の予想収益率で国債利回りと考えて良い、 R_M : 市場平均予想収益率でTOPIXの予想収益率と考えて良い、 β (ベータ): 当該企業株式の市場平均予想収益率の変動 ($R_M - R_F$) に対する感応度

株主資本のコストは以下の配当割引モデルからも推計できる。¹⁷

$$(C式) P = D/(R - g) \Rightarrow R = D/P + g$$

P: 現在の株価、D: 1年後1株配当期待値、R: 企業の株主資本コスト、g: 配当の期待成長率

C式の左は配当割引モデルにおける年間1株当たり配当がg%成長すると期待される企業の株価理論値。右は株主資本コストが翌年度の配当率と今後期待される配当の年度平均成長率の和であることを示す。

株価は確定利回り又は確定利回りに近いものが多い負債金利より変動が大きいため、株主資本のコスト > 負債コストであるのが通常である。資本コスト概念がわが国で十分浸透せず、正確に理解されない最大の理由は、株主資本のコストの概念が企業会計と異なり、算定が簡単でないためではないだろうか。¹⁸

企業全体の資本コストはD式のとおり、株主資本コストと負債資本コストの加重平均であるWACC (weighted average cost of capital) で表される。

$$(D式) WACC = r_d \times (1-T)/(D+E) + r_e \times E/(D+E)$$

¹⁶ CPAMはW. F. Sharp、J. Lintner、J. Treynierにより構築された。Brealey, R. and S. C. Myers (2000) 和訳版 206~216頁、Ross, S., R. Westerfield & J. Jaffe (2010) 和訳版 607~612頁、新井富雄、高橋文郎、芹田 敏夫 (2016) 4.3、6.2、井出正介・高橋文郎 (2000) 195~197頁を参照した。

¹⁷ Ross, S. R. Westerfield & J. Jaffe (2010) 和訳版 626~639頁、井出正介・高橋文郎 208頁。

¹⁸ J. R. Graham と C. R. Haevey の 2001 年発表の調査では、評価サンプルの内 no73.49% の企業がキャピタル・バジェットに CAPM を用いている由 (Ross, S., R. Westerfield & J. Jaffe (2010) 和訳版 609 頁)。米国の財務担当者のファイナンス理論に関するリテラシーが高いことを示す。

D:負債価値、E:株主資本価値、 r_d :有利子負債コスト(利率)、 r_e :株主資本コスト、T:法人税率

III-5. 企業価値の算定と現実の株価

FCF バリュエーションによる企業価値 (V_0) は、企業が将来永く存続するゴーイングコンサーンの事業体という想定に立ち、DCF 法を使い以下の E 式として算出される。¹⁹

- ① DCF 評価期間(通常 5~10 年)の期待 FCF を WACC で割り戻して現在価値を算定する。
- ② DCF 評価期間の最終年度 (n 期) 末の企業の継続価値 (V_n) を、予想 FCF 成長率 g を想定の上算定し、 $(1+WACC)^n$ で割り戻し V_n の現在価値を求める。
- ③ ①+②が期初 (0 期末) の企業価値 (V_0) となる。数式で表すと以下のとおり。

$$(E \text{ 式}) \quad V_0 = \sum_{t=1}^n \frac{FCF_t}{(1+WACC)^t} + \frac{FCF_{n+1}}{WACC-g} \cdot \frac{1}{(1+WACC)^n}$$

0 期の企業価値 (③) 1~n 期の FCF の n 期末継続価値の現在価値 (②)
 現在価値 (①)

以上から算出された企業価値 (V_0) は企業が事業を行うことから創出する事業資産の価値であり、負債等の元本は固定されているとみなすと、企業価値最大化は株主資本最大化と同義になる。企業が事業遂行に関係ない遊休不動産や金融資産を保有している場合は、以上に事業資産に非事業資産の時価を加えた値が企業の総価値になる。こうして算定された企業価値 (V_0) から、負債の提供者に帰属する純有利子負債(有利子負債-手元現預金)、従業員に帰属する退職給付債務及び少数株主持ち分を控除した株主資本の価値を、発行済み株式数(厳密に言えば自己保有株式数を控除した株式数)で除した値が株式の理論価値となる。重要なことは企業価値が基本的には評価時点の将来の CF 予測から算出されるのであり、決算結果は企業価値算定のための参考情報にすぎないことである。株式市場で取引される日々の株価は、経済情勢のみならず、様々な政治社会情勢的要因に影響されるため、理論価値一致する訳ではないが、FCF の予測が間違わず、想定外の事象が発生しない限り、長期的には株価は理論価値に収束すると考えられる。株式の理論価値を市場で形成された株価と照合することにより、株価形成の妥当性の検証や企業の株価対策の参考資料にすることができる。

III-6. 企業の投資効率は投下資本利益率(ROIC)で評価される

FCF バリュエーションにおける最も重視されるパフォーマンス評価指標は、企業が事業のために調達した投下資本(株主資本+有利子負債)が、どのくらい NOPAT を生み出す

¹⁹ 以下は佐藤 克宏(2023)11章、新井富雄、高橋文郎、芹田 敏夫(2016)8章を参照した。

かという、ROIC (Return on Invested Capital、投下資本利益率、NOPAT/投下資本)である。ファイナンスのテキストに評価指標として ROIC が記載されるようになったのは比較的最近のことであるが、その前からテキストで説明されていたのは FCF バリュエーションにおける投下資本と NOPAT の位置づけ、即ち ROIC の説明であった。近年では企業価値や株価を向上させるためには、一時的あるいは偶発的な非事業利益ではなく、企業が営む事業が創出する CF を増やすことであり、ROIC は最低限 WACC を上回り、ROIC と WACC の差 (ROIC Spread=ROIC-WACC) を高めることで企業価値の向上が実現することが、ファイナンス理論の基本的な考え方であることが明記されるようになった。PBR1倍割れ問題が深刻なのは ROIC Spread がマイナスになり、企業の資産価値を毀損する危険があるからである。また ROIC は企業内の一部門の評価にも使えるため、実用性の高い評価指標でもある。²⁰

Ⅲ-7. 「伊藤レポート」について

2014年8月に公表された「伊藤レポート」は、企業が投資家との対話を通じて成長に向けた資金を獲得し、企業価値を高めていくための課題について分析・提言を行い、実務界に大きな影響を与えた。特に企業経営者に与える影響が大きい企業評価に関わる報告書に、資本コストという考え方が正面から明示されたことは率直に評価したい。但し投資効率の評価指標として「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」というように、ROE を一義的に重視したことには以下の疑問がある。²¹

第一に ROE や ROA は決算で確定する過去の業績値であり、企業価値(株価)は企業の将来のキャッシュフローの予測を資本コストで割り戻した現在価値であり、ROE と資本コストは対象とする時間軸が異なる。²²ROE の分子の税引後当期純利益は、減価償却の方法等会計処理方法により異なり、また特別損益等事業外から生ずる損益が含まれるため、企業価値を正確に示すものではない。ROIC が WACC を下回っていても、遊休不動産を売却して ROE のかさ上げを図れば、ROE は (株主) 資本コストを大きく上回ることになる。²³

第二に仮に ROE と (株主) 資本コストが同じ基準に基づき比較可能だとしても、(株主) 資本コストはリスクとの見合いで評価されるので、個別企業の収益リスクを考慮せず、全企業一律に同一の (株主) 資本コストを上回ることを目標にすることはファイナンス理

²⁰ 例えば荒木昇・土屋大輔(2017)63~89頁、佐藤 克宏(2023)第6、10、11章、新井富雄、高橋文郎、芹田 敏夫 (2016)第8章等を参照。

²¹ 「伊藤レポート」は伊藤邦雄 座長 (2014)、その疑問点については林原行雄(2015)を参照のこと。

²² 佐藤 克宏(2023)160頁。

²³ ROA は分母に有利子負債以外の将来の CF 予測に直接関係しない負債が含まれるため厳密に投下資本の投資効率を示すものではない。

論上適切ではない。即ち企業収益の変動リスク（CAPMのβ値）が小さい企業は、ROEが8%に満たなくとも（株主）資本リスクを上回っていれば、株主資本価値は増加創造していると評価される。逆に変動リスク（CAPMのβ値）が大きい企業は、ROEが8%以上であつても（株主）資本コストを上回らない限り株主価値を毀損していることになる。

17年10月に「伊藤レポート2.0」が公刊され、企業と投資家等の長期投資を巡る現状と課題、方策についてさらに踏み込んだ提言がなされPBR1倍割れ問題にも言及された。²⁴20年9月に「人材版伊藤レポート」が公刊され、企業価値創造の中核に位置する人的資本の価値創造を捉える姿勢がわが国で弱かったことが指摘された。²⁵いずれも企業価値評価の一義的な指標はROEとされ、ROICについての記載が欠けていたことは、両報告書の問題指摘が時宜を得たものであっただけに残念である。但しROEとROAとも企業業績の実績評価の最重要指標であり、企業価値評価でROICを算定する際の有力な参考指標であることを、本稿は否定するものではないことを念の為申し添えておきたい。

「伊藤レポート」の理論的根拠とされる残余利益モデル（Residual Income Model、Excessive Income Model）について簡単に触れておきたい。残余利益はⅢ-8. で述べるEVAと似た概念であり、以下の（F式）で算定される。

（F式） 残余利益＝税引後当期純利益－株主資本（簿価）×株主資本コスト

残余利益モデルは、株主資本の簿価に（F式）の残余利益の現在価値の各期の合計額を足した値が株主価値とするもので、貸借対照表の株主資本の増減が、損益計算書の税引後当期純利益から配当を差し引いたものと一致する場合は、残余利益モデルは配当割引モデルと同義になる。但し配当割引モデルが株主へのキャッシュ・インフローを用いるのに対して、残余利益モデルは会計利益を用いている点が異なり、ROEを企業価値評価に用いる問題点はそのまま当てはまる。残余利益モデルは（配当割引モデルも）、投下資本のうち株主資本のみに注目するいわば部分均衡モデルであり、SDGsを尊重しステークホルダーの利益を重視する立場からは、企業全体のキャッシュフローと資本コストを総合的に評価するFCFバリュエーションの方が、説得性はあるように思う。

Ⅲ-8. EVAによる評価²⁶

FCFバリュエーションと親和性がある、EVA（Economic Value Added、経済的付加価値）による企業価値評価にも触れておきたい。²⁷EVAは以下のG式のように表される。

²⁴ 伊藤邦雄 座長(2017)。

²⁵ 伊藤邦雄 座長(2017)。

²⁶ EVA®はStern Stewart & Co.（現Stern Value Management, Ltd.）の登録商標であるが、本稿ではEVAを経済的付加価値意味する一般用語として用いる。

²⁷ 新井富雄、高橋文郎、芹田 敏夫（2016）8.2による。

(G式) $EVA = NOPAT - \text{資本費用} (\text{期首投下資本} \times WACC)$

毎期の予想 EVA を WACC で割り戻して得られる現在価値の合計は、MVA (Market Value Added、市場付加価値) と称される。期首投下資本の価値に MVA を加えた値は、FCF バリュエーションによる企業価値に等しくなる。図表 3 は企業会計、FCF バリュエーション、EVA バリュエーションの関係を示している。EVA は、企業にとり将来オンバランスで計上できる資産の期待値であり、いわば評価時点の“含み益”のような意味を持つ。トービンの Q あるいはその代理指標である PBR が 1 倍割れすることは、MVA がマイナスになり、当該企業の資産が減少しマイナス成長になる可能性が高くなることである。日本経済が長期停滞状態に陥っている折、マイナス成長になる企業が主要上場企業の半分以上を占めることは日本経済にとり大変深刻な問題である。

(図表 3) 企業会計・FCFバリュエーション・EVAバリュエーションの比較図

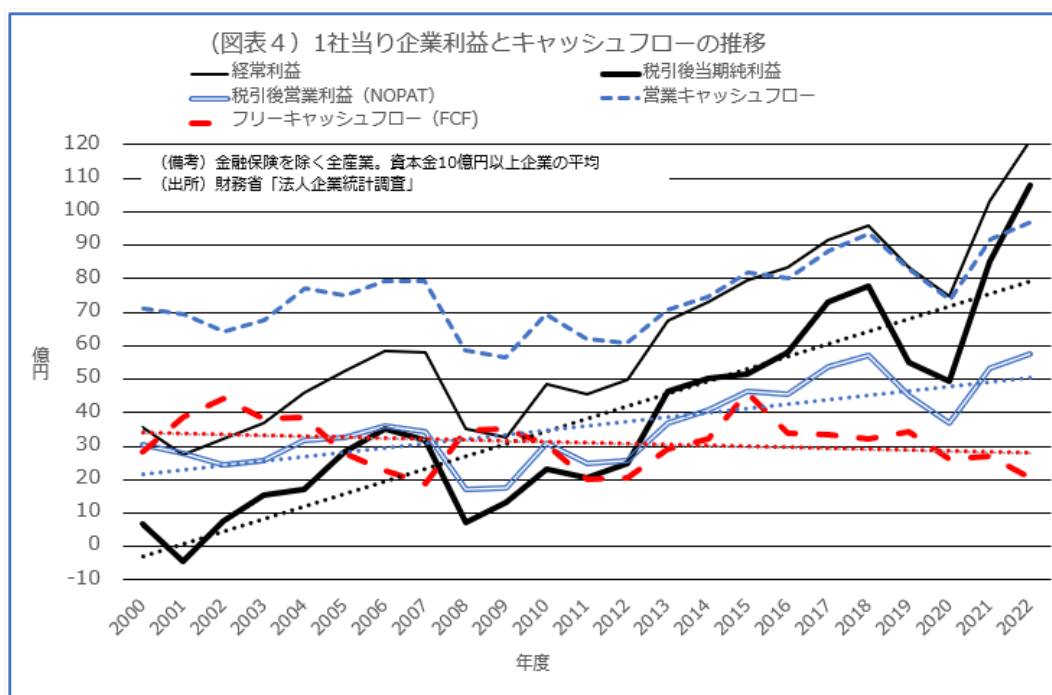
EVAバリュエーション		FCFバリュエーション		企業会計B/S	
資産	負債・株主資本	資産	負債・株主資本	資産	負債・株主資本
⑤資産 (時価)	①有利子負債	④DCF評価期間 (n年) の期待FCFの現在価値合計 +	①有利子負債	③資産 (取得原価又は時価)	①有利子負債
	②株主資本		②株主資本		②株主資本
⑥期待EVAの現在価値の合計 (MVA)	③株主資本の増加期待値 現在価値	n期末継続価値の現在価値	③株主資本の増加期待値 現在価値	(備考) 1. PBR = 株価時価総額⑥/②。②は簿価。 2. トービンのq = 資産の市場価値 (③+⑥) / (①+②) ②は時価。	

IV. 企業価値にみる 2000年代の日本企業の財務パフォーマンス評価

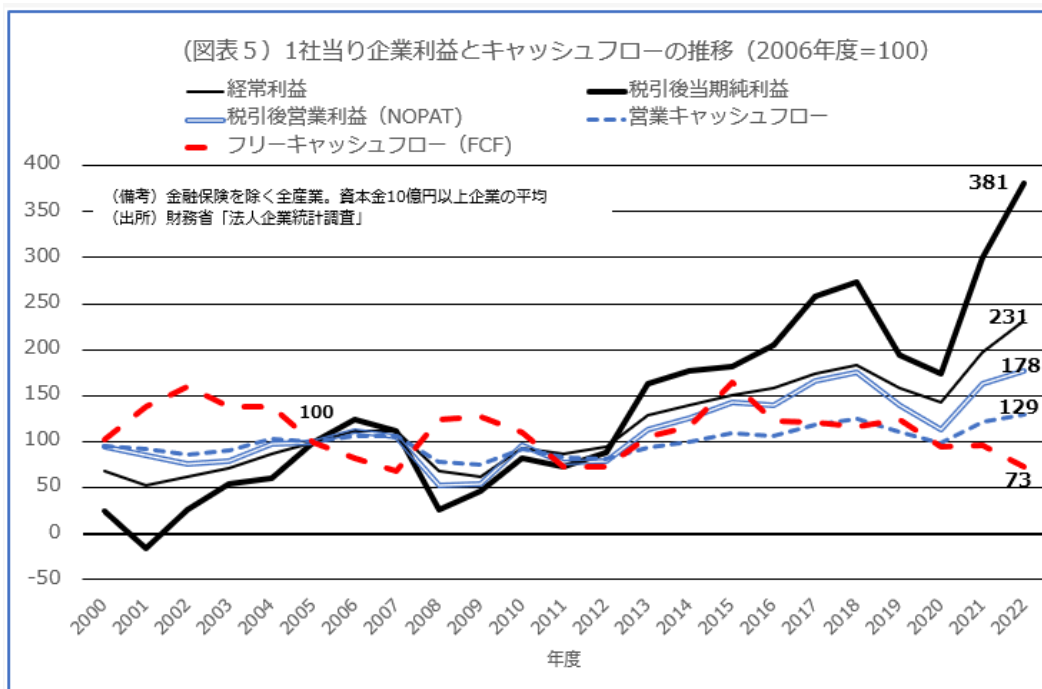
2000年代の日本企業のパフォーマンスを、企業価値の面から評価を試み、多くの企業でPBR1倍割れが継続している要因を探りたい。評価対象は法人企業統計調査における金融保険業を除く全産業、資本金10億円以上企業とした。²⁸

IV-1. 企業利益は増加したがキャッシュフローは低迷

図表4は税引後当期純利益、経常利益、NOPAT、営業CF、FCFの2000年代の推移をみたものであるが、税引後当期純利益と経常利益が増加している反面、NOPATと営業CF(NOPAT+減価償却)は緩やかな増加、FCFは減少傾向であることがわかる。図表5は同じ項目について、リーマンショック前経済成長率が最も高かった05年度を100とする指数でみたものである。22年度の05年度比倍率は、税引後当期純利益は3.8倍、経常利益は2.3倍に対し、NOPATは1.8倍、営業CFは1.3倍にとどまり、FCFは15年度以降減少が続き、22年度は05年度比0.7と05年度水準を下回る水準まで落ち込んだ。利益は好調ながらCFは低迷という結果が示されている。

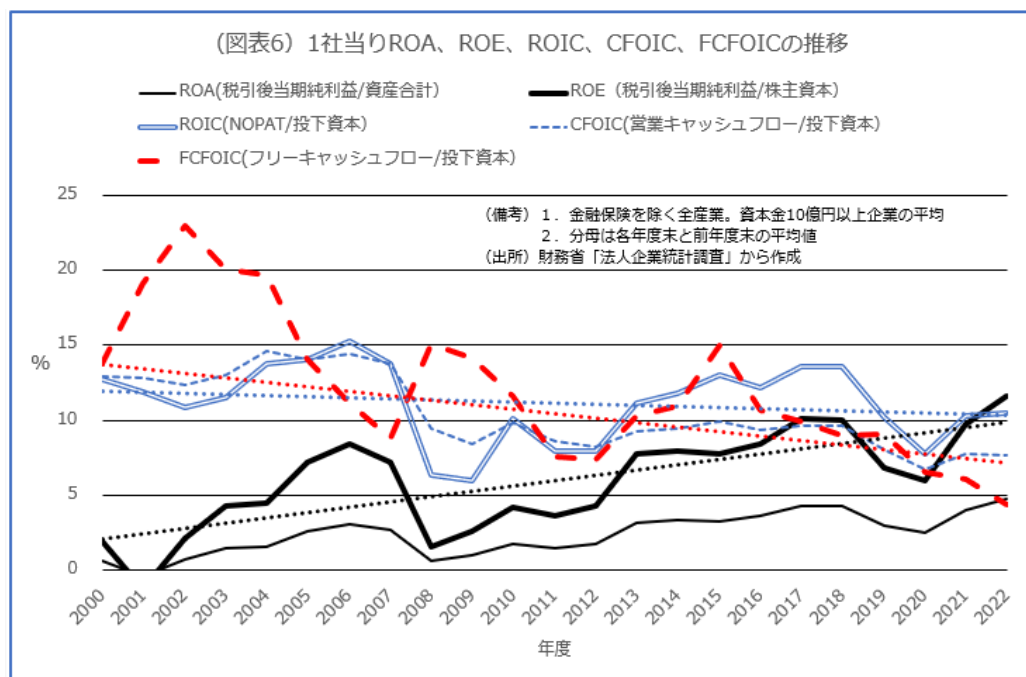


²⁸ 評価対象を東証上場会社でなく法人企業統計調査の金融保険業を除く全産業の資本金10億円以上企業(母集団数は4,738社)としたのは、東証上場会社について分析に必要な情報が揃っていない統計が手元になかったことに加え、非上場企業であっても多くの株主を持つ大企業は、上場企業と同様のパフォーマンス評価の対象にすべきであるからである。東証の2022年度末プライム、スタンダード、グロース、TOKYO PRO Market 合計上場企業数は3,874社である。



IV-2. ROE と ROA は改善するも ROIC は低減し FCF は減少が続く

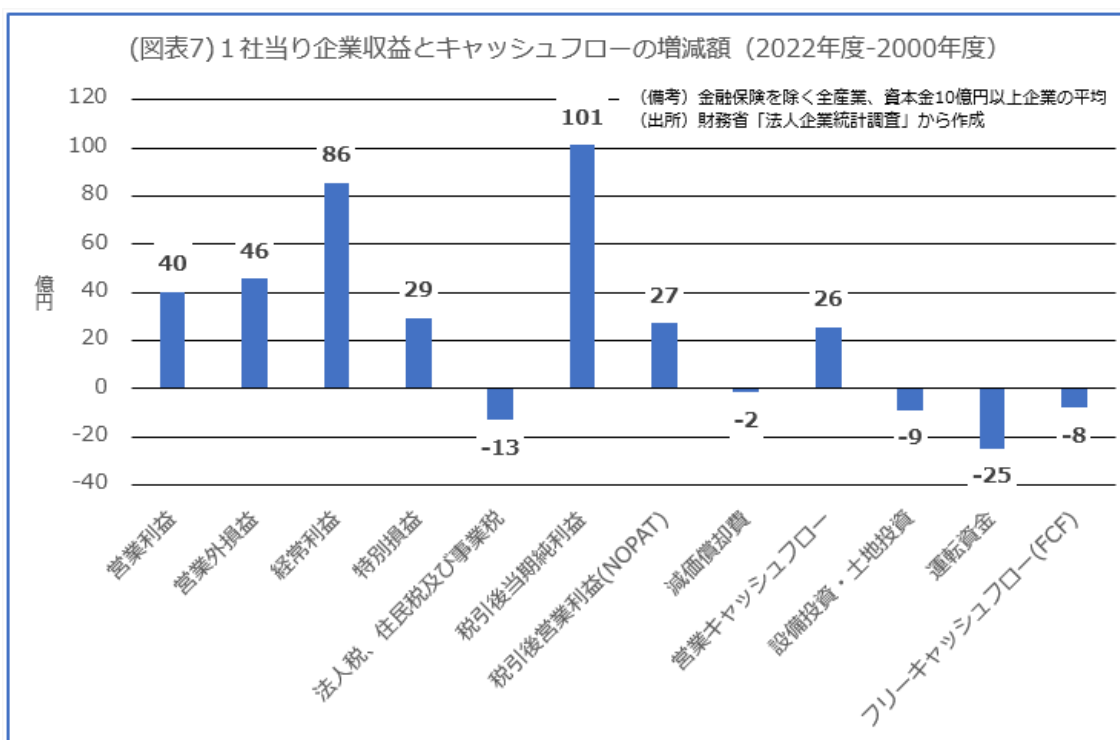
図表6は各収益率の推移の比較で、ROE と ROA はリーマンショック等で落ち込んだ期間もあったが、2000年代通期では大きく改善した。特に ROE の改善が大きい。一方 ROIC と分子を営業 CF でみる CFOIC は低減傾向、分子を FCF でみる FCFOIC も変動はあるが、トレンドとしては低下し 15 年度以降の下降が大きい。2000 年代に ROE と



ROAは上昇したが、ROIC等CFが低下傾向で推移しFCFが減少したことが鮮明である。

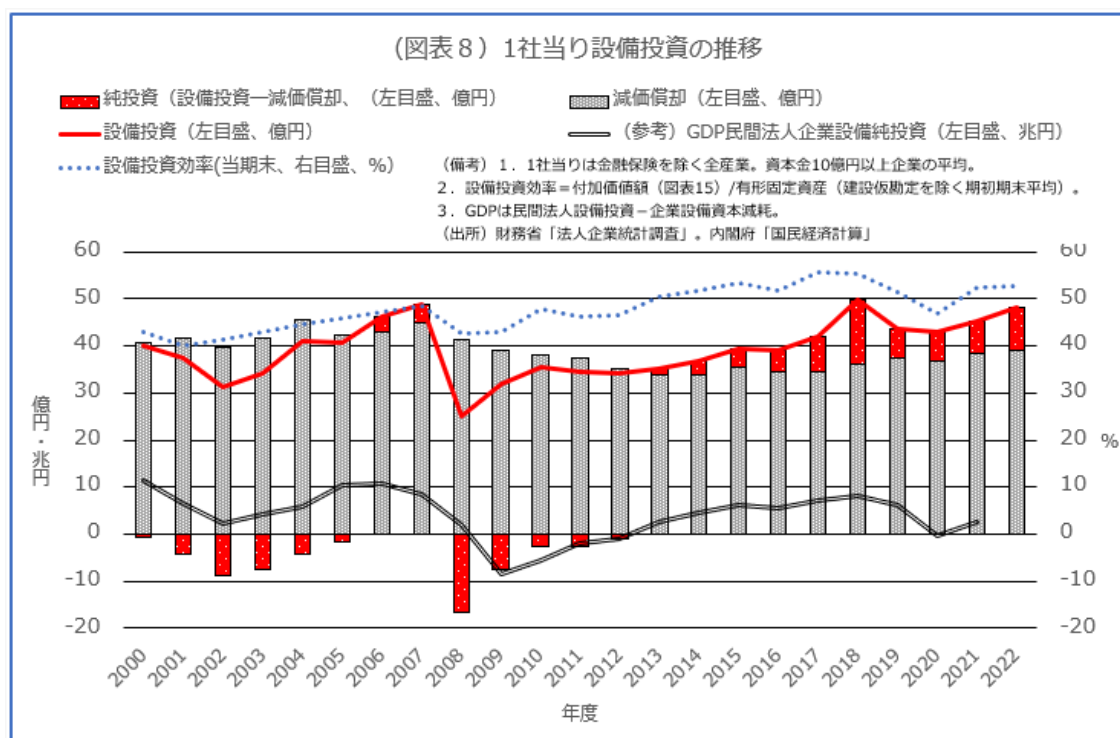
IV-3. フリーキャッシュフローの減少はROIC低下と設備投資低迷による

2000年代に税引後当期純利益が大きく増加したのに、なぜFCFは減少したのかは図表7をみるとわかる。図表7は2022年度の1社当りの利益とCFの、対2000年度比増減額を表す。2000年代に(税引前)営業利益は40億円増加したが、営業外損益は営業利益を上回る46億円増加し、経常利益は86億円増加した。特別損益も29億円増加したため、法人税等支払額が13億円増加したものの、税引後当期純利益は101億円の大幅増額となった。一方CFをみると、2000年代にNOPATは27億円増加にとどまった(営業利益増加40億円-法人税等支払額増加13億円)。減価償却が2(1.5)億円減少したため、営業CFの増加は26億円にとどまった。設備投資・土地投資は9億円増加し、運転資金の流出が25億円の増加となったため、2000年代のFCFは1社当たり8億円減少した。



図表7から読み取れることは、税引後当期純利益が1社平均101億円も増加したが、企業価値向上に最も重要な事業からの収益を表すNOPATが、27億円しか増加しなかった。日本企業が事業で稼ぐ力を示すROICが低迷したことが、2000年代にFCFが減少した最大の要因であることを示している。同時に減価償却費が減少したこともFCF減少の大きな要因となった。設備投資の実行はキャッシュの流出でありFCFを減少させる。大型の

初期投資の実行で、実行年のFCFがマイナスになることはしばしば生じるが、効率的設備投資は投資実行後毎年潤沢なCFを創出して企業価値を高める。減価償却は所定の減価償却方法に従い実施されるので、減価償却費減少はそれまでの設備投資が低調だったことを示す。減価償却費は固定資産減耗を正確に示すものではないが、仮に減価償却費が固定資産減耗を示すとすると、図表8にあるとおり純投資（設備投資－減価償却）は12年度迄マイナスになった年度もあり、13年度からようやくプラスに転じたが、設備投資全体では更新投資が主体で、設備投資効率の改善もなく、CFを潤沢に生む新規の設備投資は少なかったことを示す。参考値として掲載した国民経済計算の純投資（民間企業設備投資－

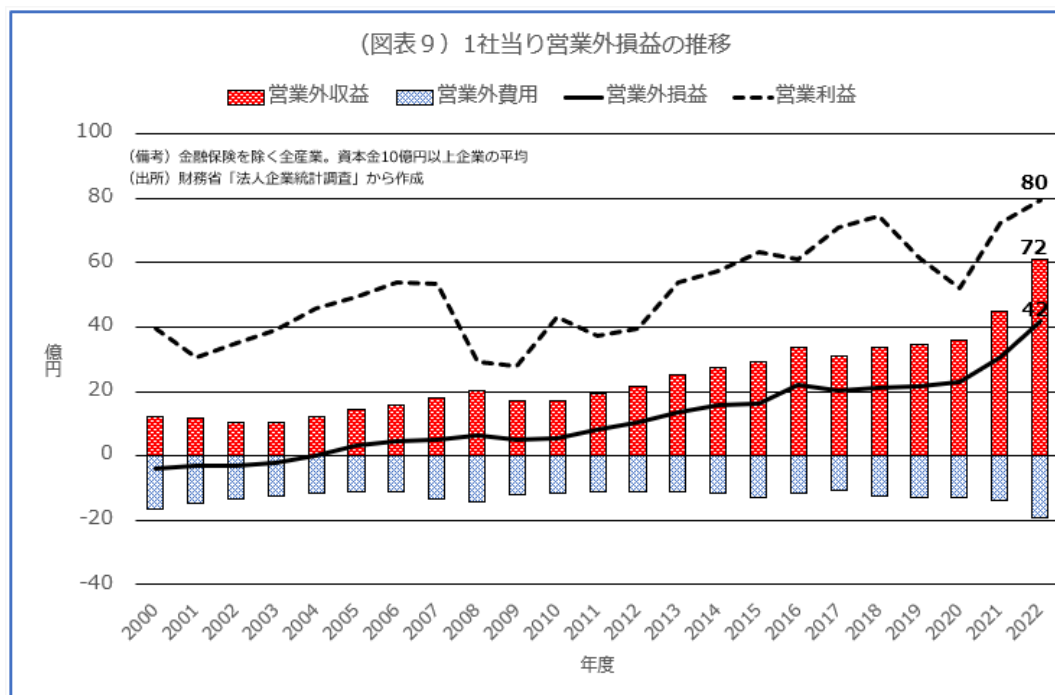


企業設備資本減耗)も、概ね同様の動きをしており、2000年代にはCFを生む積極的な設備投資が、量的にも質的にも不足し近年のFCFの減少を招いたと思われる。

IV-4. 著増した営業外収益と事業会社の金融法人化

NOPATがあまり増加しなかった一方で、営業外収益（受取配当金、受取利息、不動産賃料等、企業が本業以外の活動で経常的に得ている収益）と営業外費用（企業の本業以外で経常的に発生する支払利息等の費用）の差額である営業外損益が大きく増加したことも、2000年代の企業の財務行動の特徴であった。図表7で見たように22年度の00年度比1社当り増加額は、営業外損益は営業利益の40億円を上回る42億円増加した。その結果図表9にあるとおり1社当り営業外損益は、00年度は4億円の赤字であったが04年度以降黒字に転換し、22年度には42億円を計上し、うち収入だけをみる営業外収益は72

億円であった。22年度の1社当り税引前営業利益は80億円であり、営業外損益が重要な収益源になっていることを示す。2000年代に金利が歴史的低位のあったことも寄与したことはいままでもない。

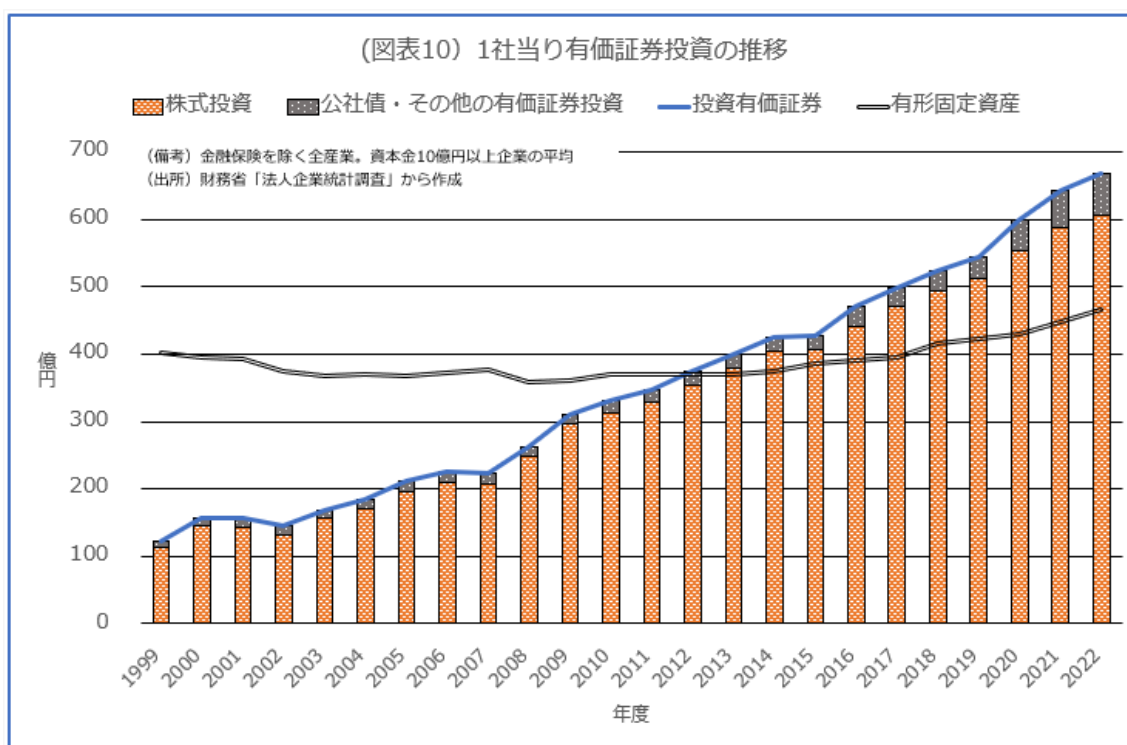


図表 10 にみるように 12 年度以降 1 社当り有価証券投資残高は有形固定資産を凌駕し、その後有形固定資産以上の勢いで増加した。バブル期の“財テク”とは異なり 97 年の純粋持株会社の解禁もあり、近年本来事業の生産拠点を内外の関係会社にシフトするなどの戦略的投資が盛んに行われており、金融投資の増加にはこれらの投資が相当程度寄与していると思われ、事業会社の金融法人化が進んだといえる。持株会社の投資は営業利益に含まれるが、一般の会社では金融投資収益は営業外損益に記帳される限り FCF バリュエーションでは企業価値の算定に含まれない。²⁹金融投資も企業が担う事業とみなすのであれば、定款で金融投資を事業の一部と規定し、持株会社のように金融投資収益を営業利益に含めることは可能である。事業会社の金融法人化の是非は、個々の企業のみならずわが国の産業構造に影響を与える大きな問題であるが、金融法人化を進めるには投資利益率が WACC を上回ることを目指す、適切な管理体制を構築することが求められる。³⁰生産拠点の海外

²⁹ 実務でも営業外損益という本業外での CF の増加は、投資家(株主)は企業価値の増加とみないという考えに基づく。

³⁰ 純然たる金融投資を事業として営み WACC を上回る成果をあげるためには、専門のファンドマネジャー、アナリスト、リスク管理者等の雇用等、必要インフラの構築が必要であり、金融投資は財務部門が片手間に管理して簡単な業務ではないことを申し添えたい。

シフトの場合、本邦における収益は配当と貸付金があれば利息だけになり、海外シフトに伴う余剰資源で収益性の高い事業を手掛けない限り、本邦の収入は減少する。工場の海外移転が「産業の空洞化」を招いているように見えるが、一方12年度以降Out-InのM&A件数が急激に増加しており、空洞化の処方箋になる可能性がある。法人企業統計は単体決算の集計値であり、金融投資の詳細についての情報は不明であるが、In-OutとOut-Inの戦略的投資が企業の収益向上にどのように反映されているのかも含めさらなる分析が必要である。



IV-5. 過剰な手元流動性

手元流動性は現預金・短期の有価証券など換金性の高い流動資産で、企業が日常の資金決済のために用意するものであり、これを1か月当り売上高（月商）で割った比率が手元流動性比率で、企業が日常の資金決済のために用意する余裕度を示す。手元流動性はCFが流出しないため、FCFの運転資金には含めないが、金利収入はほとんどなくFCFバリエーションでは、運転資金のキャッシュの流出と同等の効果を持つ。図表11にあるように2000年代の手元流動性残高は増加をたどり、手元流動性比率は2か月近くまで上昇した。2000年代にはリーマンショックやCovid-19の蔓延等が発生したが、図表12にあるとおり企業倒産の件数と負債金額は大きく減少しており、手元流動性を積み増し信用不安に備えなければならない企業は、一部を除いて多くなかったはずである。過剰な手元流

動性は企業が余裕資金を効率運用していないことを示し、FCFの減少要因になっている。³¹22年度の日本の大企業平均月商は106億円であるが、192億円の手元資金を持つことは、キャッシュ・マネジメント・システムが進歩しているなかで、明らかに過剰である。因みに22年度末の大企業全体の手元流動性総額は90兆円（全規模で312兆円）で、仮に05年度の手元流動性比率に下げると40兆円（全規模で150兆円）が過剰な手元流動性になる。これだけの余剰資金を将来豊富なCFを創出するイノベーションに富む戦略的設備投資に充当できなかったことは、00年代における日本企業の保守的行動の象徴しているように思える。尚自社株買いや収益の裏付けのない配当増は、PBR向上の有効性に乏しいことである。22年度の日本の大企業平均月商は106億円であるが、192億円の手元資金を持つことは、キャッシュ・マネジメント・システムが進歩しているなかで、明らかに過剰である。因みに22年度末の大企業全体の手元流動性総額は90兆円（全規模で312兆円）で、仮に05年度の手元流動性比率に下げると40兆円（全規模で150兆円）が過剰な手元流動性になる。これだけの余剰資金を将来豊富なCFを創出するイノベーションに富む戦略的設備投資に充当できなかったことは、00年代における日本企業の保守的行動の象徴しているように思える。尚自社株買いや収益の裏付けのない配当増は、PBR向上の有効性に乏しいことである。22年度の日本の大企業平均月商は106億円であるが、192億円の手元資金を持つことは、キャッシュ・マネジメント・システムが進歩しているなかで、明らかに過剰である。因みに22年度末の大企業全体の手元流動性総額は90兆円（全規模で312兆円）で、仮に05年度の手元流動性比率に下げると40兆円（全規模で150兆円）が過剰な手元流動性になる。これだけの余剰資金を将来豊富なCFを創出するイノベーションに富む戦略的設備投資に充当できなかったことは、00年代における日本企業の保守的行動の象徴しているように思える。尚自社株買いや収益の裏付けのない配当増は、PBR向上の有効性に乏しいことが指摘されている。

IV-6. リスクの低減でWACCを下げること

企業価値はFCFの割引現在価値であり、割引率である資本コスト（WACC）を下げることで、企業価値を高めることができる。WACCを構成する株主資本コストと負債コストのそれぞれリスクの度合いを低減すれば、WACCの数値は下がる。すなわち資金提供者である株主、投資家、銀行等が対象企業のリスクが小さいと判断すれば、ハードルレートである資本コストは低くなる。負債については銀行借入れ金利や債券金利を引き下げることであり、企業はIR活動等を活用してなるべく有利な金利で資金調達を行うことが望まれる。

³¹ 銀行預金を必要以上に持つことは銀行借入れがある場合には実質借入金利上昇になる。

株主資本については、CAPM 式の β を小さくすることで WACC を下げることができる。 β は個別株式の収益率 (R) の変動の、市場リスク・プレミアム ($R_M - R_F$) の変動に対する感応度でみたリスクの計測である。CAPM は市場が経済学でいう完全競争の状態にあり、すべての投資家は同じ期待を持つなど、一定の前提で成立する理論式であり、必ずしも万能であるわけではない。経営者が自社の β を認識し、 β を低くすることは望ましいが、 β は企業が属する業界のリスク、企業固有の事情、金融政策の動向等の影響を受けるためその低減は簡単ではない。さらに“日本企業の低収益性の背景として、資本コストの低さが一つの引き金になっている。株主の要求する利益水準が低いことが、企業に利益率が低い投資プロジェクトを選択させている”との見方があり、安易にリスクの低減を追求することは企業価値を下げることになりかねない。³²むしろ数値化されないリスクを小さくすることの方が、企業価値向上には有効であることであるように感じる。投資先企業が、内部統制の充実、コンプライアンスの徹底等により、健全なコーポレートガバナンス体制を構築し、企業不祥事に無縁な経営を行い、安定した配当を維持し株価の安定にも努めれば、債権者や投資家は何が起こるかわからない企業より、低い投資収益率を許容するのではないだろうか³³。

VI-7. 最適資本構成の構築

負債と株主資本の比率（以後 DE レシオと称する）を最適にすること、すなわち最適資本構成の構築により企業価値を高めることができる。³⁴ノーベル経済学賞を授与されたモジリニアニとミラー（以下 MM と称す）は完全競争などの厳密な仮定の下で企業価値は資本構成に関わらず常に等しいという理論を証明した。MM 理論は金融における裁定取引の意味と重要性を明示し、オプション理論が構築される糸口になった画期的な理論構築であったが、“物理学における摩擦のない理想状態での理論”³⁵のような基礎理論であり、フ

³² 内閣府（2010）387～388 頁。

³³ 近年日本を代表する企業で多くの企業不祥事が発生している。わが国の企業体制は監査役会設置会社、監査等委員会設置会社、指名委員会等設置会社の3種に分かれていることもあり、監査・監督監査体制は、米国の3ラインモデルに比べ有効性が徹底されていないように思える【IIA(2020)、林原行雄（2022）参照】。

³⁴ 最適資本構成については、Brealey, R. and S. C. Myers (2000)18.3、Ross, S., R. Westerfield & J. Jaffe (2010)17.4、新井富雄、高橋文郎、芹田 敏夫 (2016)5.3.2、林原行雄(2006)第2部第3章、林原行雄（2018）を参照のこと。

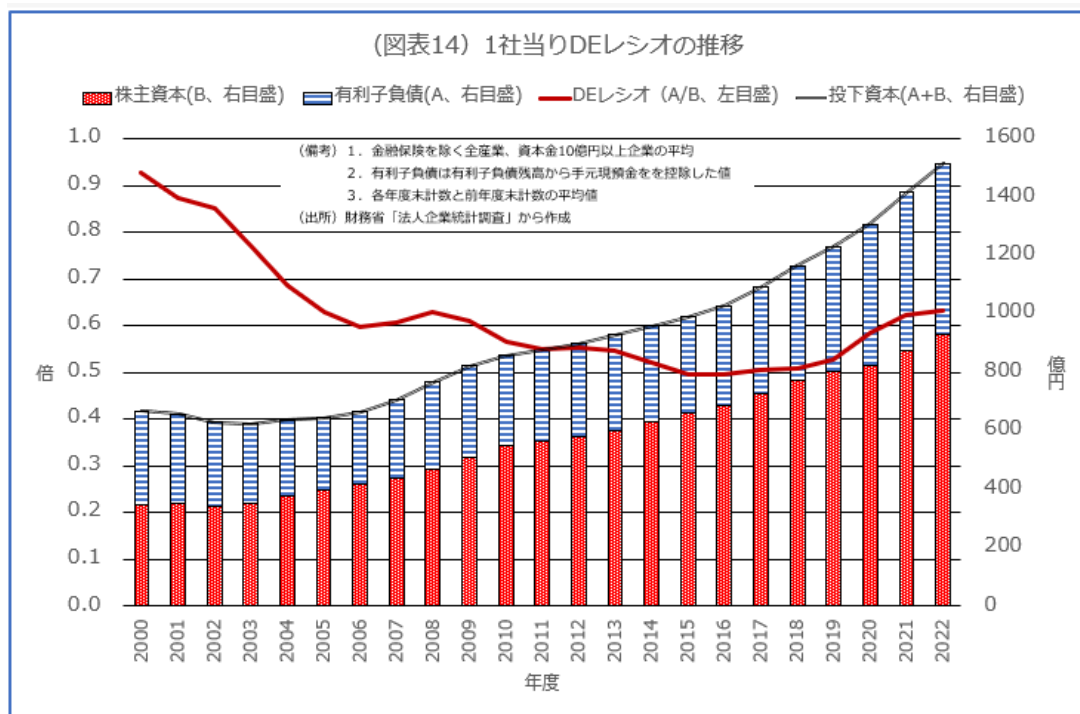
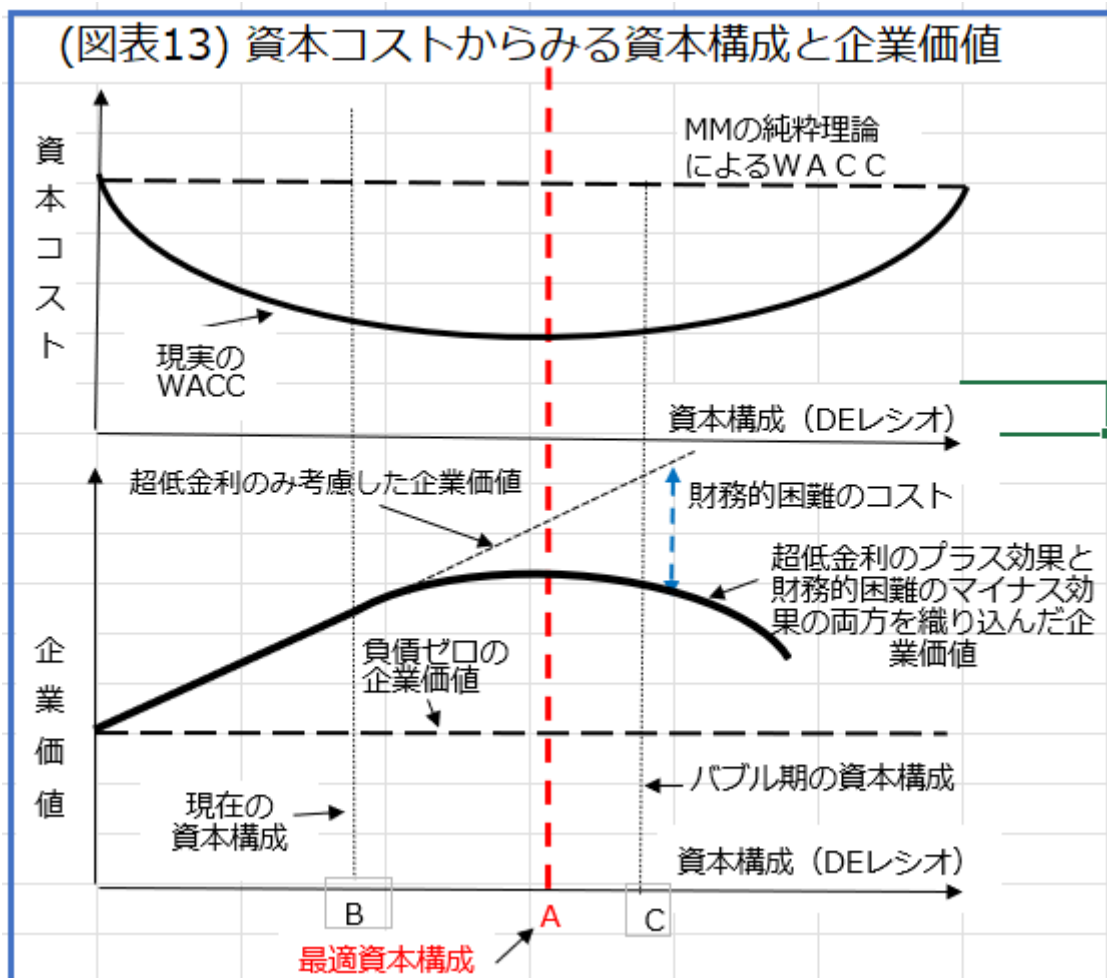
³⁵ 新井富雄、高橋文郎、芹田 敏夫 (2016)102 頁。MM 理論の原論文は Modigliani, F. and M.H. Miller (1958)、その他 Brealey, R. and S. C. Myers (2000) 和訳版 505~531 頁、Ross, S., R. Westerfield & J. Jaffe (2010)和訳版 760~781 頁、新井富雄、高橋文郎、芹田 敏夫 (2016)5.1、5.2、小宮隆太郎・岩田規久男(1973)、林原行雄（2006）補論 1 を参照のこと。

ファイナンスの実務で観測される事実を説明するものではない。その後の理論的展開はMMの厳密な仮定を緩和して、現実を説明することに向けられた。最初の修正はMMによりなされ、法人税が課せられると負債利息は法人税課税所得から控除されるが、株主資本の配当は法人税課税所得に含まれるため、同額を負債か株主資本調達で行った場合、NOPATは負債調達の方が大きくなる。すなわち負債調達の方が有利になる。³⁶一方DEレシオが高まると財務的困難のコスト（Costs of Financial Distress）が大きくなる事も実務では明らかである。今日広く支持されている資本構成のトレード・オフ理論によれば、図表12にあるとおり負債調達の節税効果により、DEレシオがゼロから上昇するにしたがいWACCは低下するが、やがて財務的困難のコストが上昇する。財務的困難のコスト上昇が節税効果を上回り、WACCが低下から上昇に転ずるA点で、WACCが最低となり企業価値が最大となる最適資本構成になる。³⁷目下の超低金利により負債の節税効果は無視できるほど小さく、資本構成のトレード・オフ理論は現在の金融情勢では当てはまらないという見方がある。しかし現状負債調達が有利にしているのは、利払いによる節税効果ではなく、日銀の超低金利政策により、金利が本来の市場における均衡金利より相当程度低めに設定されているためである。厳密な検証が必要であるが、図表12でいえば現状の資本構成は最適資本構成のA点の左のB点にあると考えられる。にもかかわらず、図表13にみるとおり大企業のDEレシオは2000年代に一貫して低下し、COVID-19の影響で近年若干上昇したものの依然として低位にある。資本コストが低い負債調達割合を高め、資本コストの高い株主資本の割合を下げれば、WACCが下がりPBRは上昇すると考える³⁸。

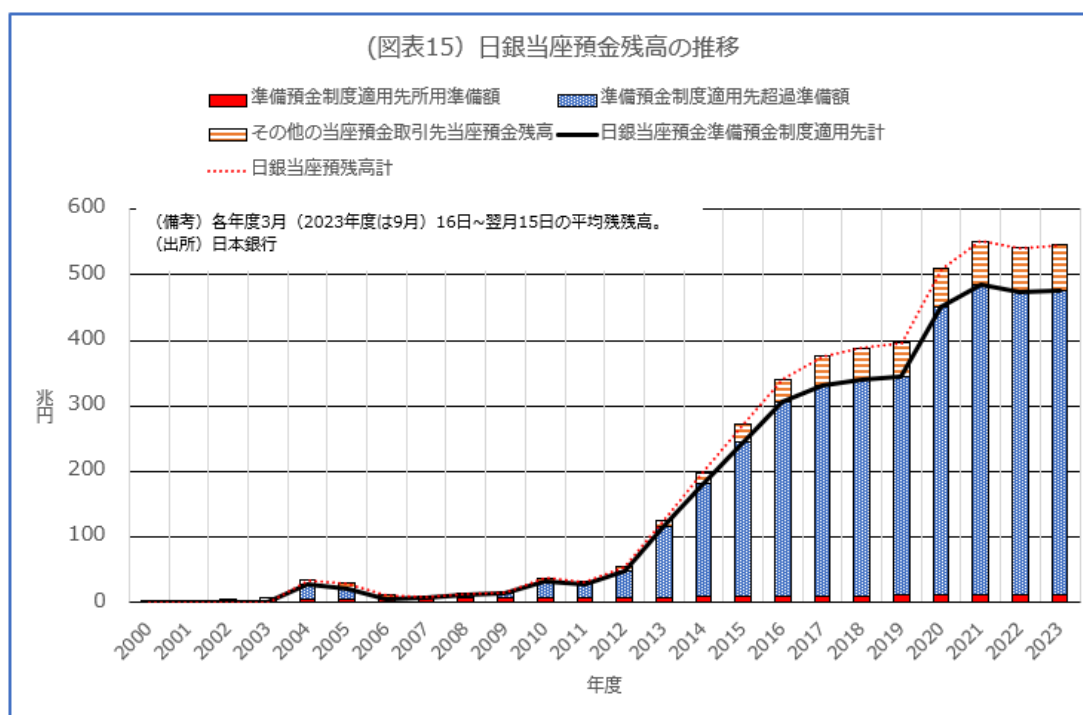
³⁶ Modigliani, F. and M. H. Miller (1963)

³⁷ 図表12は新井富雄、高橋文郎、芹田 敏夫 (2016)5.3.2を参照して作成した。

³⁸ 調査対象企業の借入金利子率（支払利息等/〔借入金・社債・受取手形割引残高期首期末平均〕）は22年度に1.0%迄下落した。東証上場企業の株主資本コストをC式の配当割引モデルを単純に当てはめ推定すると、東証上場企業の配当総額/株式時価総額は2.0%、18年度~21年度の配当総額年平均増加率は5.7%であり（佐久間啓(2023)）、近年の東証上場企業の株主資本コストは7.7%になる。



図表 15 は 2000 年代の日銀当座預金残高の推移であるが、このうち銀行など超過準備に利息を付す補完当座預金制度の対象先の 2023 年度 9 月期日銀当座預金平均残高（所要準備額等を除く）は 520 兆円であり、そのうち基礎残高（利率 0.1%）は 206 兆円、マクロ加算残高（同 0%）は 288 兆円、政策金利残高（同-0.1%）は 26 兆円である。0.1%付利される基礎残高は別にして、超過準備は銀行等を経由して民間向け貸出として活用され、民間経済の成長を支援することが期待されていた筈であるが、マイナス金利、ゼロ金利の多額の超過準備残高が民間で活用されず当日銀当座預金に残っている。日銀による超低金利資金の負債を活用せず、投資に必要な投下資本を、資本コストが高い株主資本に依存していることは、金融政策の効果が発揮されない主因の一つになったと考える。岸田政権進める「貯蓄から投資へ」へのシフトを通じて、持続的な企業価値向上の恩恵が投資家にも及ぶ好循環を作るためには、企業が資本構成の最適化構築マインドを強く持つことが必要であるように思う。



V. 2000年代の企業価値に関わる評価の総括

以上 2000 年代の大企業の財務パフォーマンスを企業価値の観点から、FCF バリュエーションの考え方に沿ってみた結果を総括すると以下のとおりであり、PBR1 倍割れ企業が多く発生しているのはこれらの要因によるものと考えられる。

- (1) 2000 年代に、FCF が減少傾向にあり、特に 15 年度以降継続して減少したことは、PBR1 倍割れ企業が多く出た主因になった。

- (2) FCFの減少はROICの低下にみられるように、企業が本業の事業で稼ぐ力が落ちて、投下資本のCF創出力が低下したことを意味する。
- (3) FCFの減少とROICの低下は、潤沢なCFを創出し企業価値を向上させる新規の設備投資が不足していたことによる。
- (4) 一方2000年代にはROEやROAが大きく上昇し企業収益は改善した。企業収益の改善は営業外収益と特別利益という事業外利益の増加によるもので、ROICの低下にみるとおり本業の事業で利益の改善を図り、企業価値向上を図る企業努力に欠けていた。
- (5) 企業の手元流動性は2000年代一貫して増加し、手元流動性比率も上昇しているのは保守的過ぎる。余剰資金を戦略的に活用して企業価値の向上を図れば、PBRは上昇したであろう。
- (6) 歴史的に低金利にある負債調達を減少させ、DEレシオを低下させているのは、WACCを高め企業価値を下落させPBR1倍割れ企業増加の一因になったと思われる。DEレシオを上昇させ最適資本構成の構築を図るべきである。
- (7) 近年は大分改善してきたが、わが国の経営者のファイナンス理論のリテラシーは、米国等と比較してまだ相当劣ることも申し添えておきたい。

VI. 企業価値推計シミュレーション

FCFバリュエーションの締めくくりとして、これまで分析してきた法人企業統計調査の金融保険を除く全産業、資本金10億円以上企業のデータを使って、企業価値を試算してみたい。図表16に記載の金融保険を除く資本金10億円以上企業の1社当たりデータを一つの企業と見做して、データの限界があり厳密な推計ではないが、企業価値を推計するものである。

推計方法はⅢ-4.7頁に記載のD式に基づき、資本構成（DEレシオ）は22年度実績0.613が不変という想定のもと、WACCを推定した。このうち借入金利率は調査対象企業の22年度実績率は1.0%であり、23~24年度1.0%、25~27年度1.5%、28~32年度と想定した。株主資本コストは下記算式により8.6%が通期継続し、継続価値成長率は2.0%と想定した。

株主資本コスト(8.6%)

=2016~22年度平均年度配当額増加率(6.3%)

+22年度プライム・スタンダード・グロース市場上場1株当たり平均配当利回り(2.3%)。

以上の想定でⅢ-5.8頁記載のE式でシミュレーションを試みた。予測1(停滞型)、予測2(緩成長型)、予測3(成長型)の3パターンでの予測結果は図表17のとおりである。

予測1はFCFの予測値を、22年度実績20億円をベースに、10年間8.0%(13年度からコロナ前6年間のFCF平均増加率)で増加すると想定した。この種のシミュレーションでは予測期間の初期値が低いと、その後の増加率を高く置いても推定企業価値は低くなり、推定PBRは0.83倍にとどまる。

予測2は近年のFCFの減少が、COVID-19等特殊要因で実勢より低く出ていると考え、22年度のEBITDA実績値にコロナ前6年間平均FCF/EBITDA比率を乗じた値を、22年度の実態FCFと仮定し、その後のFCF増加率を3%として算出した推定値である。予測3%は中程度の年度増加率として使った値であるが、格別の根拠があるわけではない。予測2のPBRは1.48倍に上昇する。最近の株価などの経済指標から判断して、実態に近いPBR予測値ではないかと考える。予測3は10年間のFCF平均増加率は予測1、22年度FCFの想定は予測2の値で試算したもので、PBRはさらに上昇し2.15倍になる。

FCFバリュエーションではFCFの初期値次第で、試算結果が大きく変わるため、初期値の値については慎重に考慮することが必要である。このことは近年遞減するFCFは、企業にとり大変大きな問題であることを示すともいえる。さらにこのシミュレーションで明らかとなり、企業価値は先行き10年間のFCF予測値より、継続価値の想定で大きく変わる。10年目以降の数値を正確に予測することは簡単ではないが、この点にも十分考慮することが必要である。企業価値をEBITDAの倍数で評価するマルチプル法等、異なる方法でFCFバリュエーションの企業価値算定をチェックすることも必要である³⁹。PBRの分母の株主価値は簿価であることを考えると、目指すべきPBRの水準は予測2の結果

(図表16) 調査対象企業概要 (2022年度)			(図表17) 企業価値推計結果					
資産計 (億円)	2,333	(備考) 1. 財務省年次別法人企業統計調査金融保険を除く全産業、資本金10億円以上企業の平均。 2. 株主資本コスト = 2016~22年度平均年度配当額増加率 (8.3%) + 22年度東証プライム・スタンダード・グロース市場上場1株当たり平均配当利回り 3. 株主資本と有利子負債の残高は、前年度末と当年度末の平均値。 4. 実質有利子負債は有利子負債残高から手元現金を控除した値。	予測1 (停滞型)	予測2 (安定型)	予測3 (成長型)			
売上高 (億円)	1,266		A. 10年間の予想FCF現在価値 (億円)			225	366	447
経常利益 (億円)	121		B. 10年後継続価値 (億円)			1,133	1,600	2,133
税引後当期純利益 (億円)	108		企業価値 (A+B, 億円)			1,359	1,965	2,580
役員・従業員数 (人)	1,536		PBR			0.83	1.48	2.15
税引後営業利益 (NOPAT, 億円)	58		(備考) 予測前提条件(筆者推計) ●3予測共通 ①株主資本コストは8.6%が通期継続。 ②継続価値成長率はいずれも2.0%。 ③資本構成 (DELシオ) は22年度実績0.613が不変。 ④借入金利率: 22~24年度1.0%、25~27年度1.5%、28~32年度2.0%。 ●予測1: FCFは22年度実績20億円をベースに10年間平均増加率8.0%(13年度からコロナ前の8年間FCF平均増加率)で増加。 ●予測2: 22年度FCFを42億円として10年間平均年度増加率3.0%で増加。 ●予測3: 22年度FCFを42億円として、10年間の平均年度増加率8.0%で増加。					
フリーキャッシュフロー (FCF, 億円)	20							
WACC (%)	5.6							
株主資本コスト (%)	8.6							
借入金利率 (%)	1.0							
株主資本 (億円)	929							
実質有利子負債 (億円)	587							
実質投下資本 (億円)	1,516							
DELシオ (倍)	0.613							

³⁹ マルチプル法については佐藤克宏(2023)12章を参照のこと。

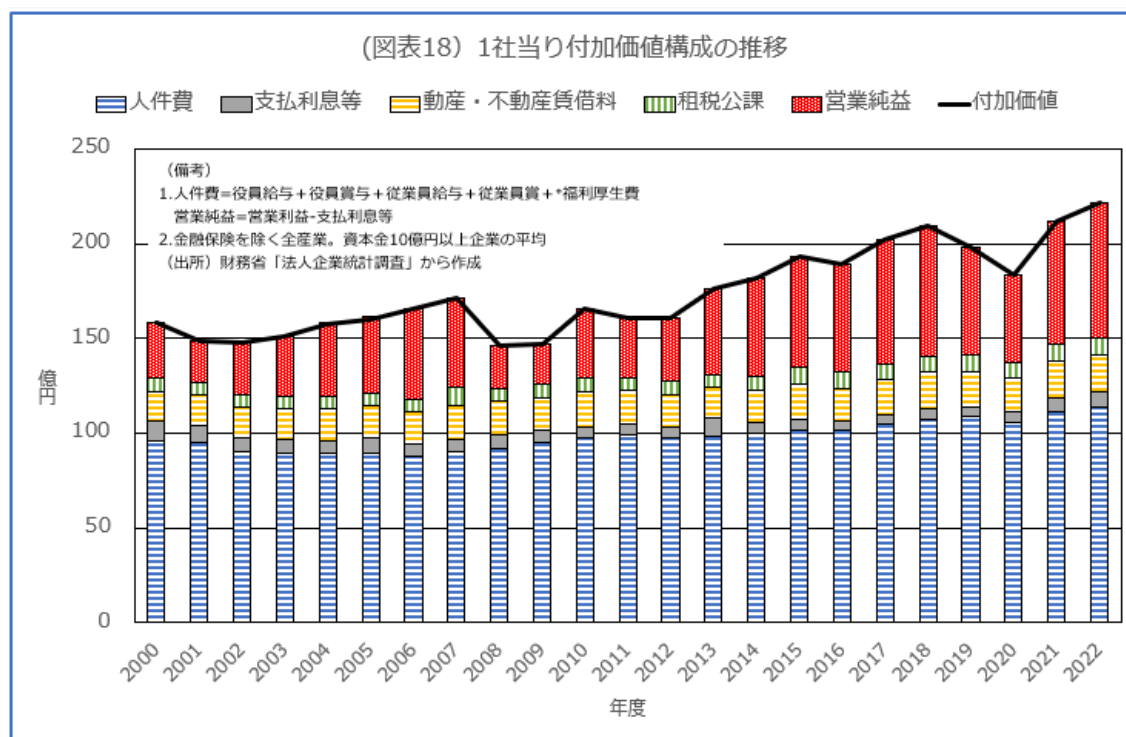
水準が最低水準かもしれない。PBR を高める方策は V 章で述べた FCF を増やし ROIC を高めるなどの方策を進めることに尽きるが、ここでは DE レシオを単純に現状の 0.613 倍を 1 倍に引き上げるだけで、予測 1 の PBR は 0.83 倍から 1.19 倍に上昇することを指摘しておきたい。

VII. おわりにー目指すべきは企業価値と付加価値の向上

本稿をおわるにあたり、日本経済を牽引する企業に期待することは、企業価値に加え自ら創出する付加価値の成長率を高めることであることを述べておきたい。

2000 年代の日本経済の年度平均成長率は名目 0.3% 実質 0.6% と、実質成長率が 2% に達している米国等の先進国比低位にある。少子高齢化が進み毎年不可避的に増加する社会保障経費をはじめ、防衛費増強や児童手当の拡充など、どの政策課題の財源をとっても、付加価値統計である GDP の成長率を高めない限り政策遂行はままならない。

図表 15 で 2000 年代の企業が創出した付加価値から生れた所得の主体別構成をみると、営業純益（営業利益－支払利息等）は増加しているが、最大項目の人件費等の項目は 2000 年代を通じて増加していないため、付加価値の 2000 年代平均名目成長率は、GDP と同じ 0.3% と緩い増加にとどまった。「人材版伊藤レポート」が日本の人的資本の価値創造力が弱かったという指摘がなされる所以と思う。



FCF バリュエーションで評価する企業価値は、企業が事業遂行のために調達した投下資本が将来創出すると期待（予測）する CF の割引現在価値の合計であり、CF は全額企業に

帰属する。一方付加価値は企業が生産する財貨・サービスの合計であり、生産で生み出された所得のうち、営業純益（営業利益－支払利息等）は企業に帰属するが、人件費等の項目は外部のステークホルダーに支払われる。企業評価を「ステークホルダー利益重視」で行うべきと考える最大の理由は、企業には日本経済のメインプレイヤーとして、日本が直面する諸問題の解決のために、企業価値だけでなく付加価値の創出にも尽くすことが期待されているからである。企業価値と付加価値は異なる概念の数値であるが、両者とも企業が生み出したものであることは共通している。しかし企業評価の KPI として、PBR のように企業価値が注目されるのに対し、企業が創出する付加価値はあまり重視されていないように思える。

2000年代に事業外利益の増加により企業収益は改善したが、潤沢な CF を創出する新規の設備投資が不足し、企業が本業の事業で稼ぐ力が落ちて、ROIC は低下し FCF は減少した。過剰な手元流動性を維持し、歴史的低金利を活用しない保守的財務政策と相まって、企業価値は下降し PBR1 倍割れ企業が増加した。付加価値についての分析は本稿では割愛したが、無形資産投資を含む設備投資が不足したことが、付加価値が緩い増加にとどまった大きな要因であることは明らかであろう。同時に上記したように「人への投資」（支出）が低迷したことも付加価値の増加を抑制した。設備投資は実行時には CF の流出が生じるが、投資実行後毎年潤沢な CF を創出すれば EVA を生み企業価値を高める。同様に「人材への投資」も実行時に CF の外部への流出が発生するが、企業の長期的な成長に不可欠な支出であることは申すまでもない。異なるものでありながら似た性格を持つ設備投資と「人への投資」であるが、企業会計上設備投資は有形・無形の資産に計上され、投資実行時に企業収益を減らすことにならないが、「人への投資」は実行時に資産計上されず企業収益のマイナスになる。

いずれにせよ 2000 年代に企業に最も期待される企業価値と付加価値を高めることは、不十分な実績しか残せなかった。その背後にあるのは一言でいえば、企業行動が総じて保守的で将来にチャレンジする積極性に欠けることにつきる。企業経営者は ROE や ROA が改善していることで、満足してしまったことはないだろうか。企業に期待されていることは単に決算の最終利益を増やすことではなく、日本経済が必要としていることは、企業価値と付加価値の持続的な増強を目指す成長戦略の構築であることを改めて強調して本稿を閉じたい。

〈参考文献〉

- Allen, F. and Douglas Gale (2001) “Comparing Financial Systems” MIT Press.
- Brealey, R. and S. C. Myers (2000) “Principles of corporate Finance 6th ed.” McGraw Hill. (藤井・国枝監訳「コーポレート・ファイナンス」、日経 BP 社)。
- Friedman, Milton (1970) “The Social Responsibility of Business is to Increase Its Profits” The New York Times Magazine, 1970/9/13.
- Graham, J.R. and Campbell R. Harvey (2001) “The Theory and Practice of Corporate Finance: Evidence from the Field” Journal of Financial Economics 60 (2001).
- IIA: The Institute of Internal Auditors, Inc. (2020) “THE IIA’S THREE LINES MODEL, An update of the Three Lines of Defense Table of Content” The Institute of Internal Auditors.
- Modigliani, F. and M.H. Miller (1958) “The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment”, American Economic Review, June 1958.
- Modigliani, F. and M.H. Miller (1963) “Corporate Income Taxes and the Cost of Capital: a Correction”, American Economic Review, June 1963.
- Ross, S.A., R.W. Westerfield & J. F. Jaffe (2010) “Corporate Finance, 9/e”, The McGraw-Hill Co., Inc. (大野訳「コーポレート・ファイナンスの原理内版」、金融財政事情研究会)。
- Tirole, J. (2001) “Corporate Governance”, Econometrica Vol. No.1.
- Tirole, J. (2006) “The Theory of Corporate Finance” Princeton University Press.
- Tobin, J. (1968) “Journal of Money, Credit and Banking, A General Approach to Monetary
- 浅野敬志 (2023) 「投資家と向き合う経営(1)~(10) 日本経済新聞 優しい経済学、2023年8月。
- 新井富雄、高橋文郎、芹田敏夫 (2016) 「コーポレート・ファイナンス」中央経済社。
- 荒木昇・土屋大輔著、KPMG FAS・あずさ監査法人編 (2017) 「ROIC経営 稼ぐ力の創造と戦略的対話」、日本経済新聞出版社。
- 井出正介・高橋文郎 (2000) 「経営財務入門」日本経済新聞社。
- 伊藤邦雄 座長 (2014) 「伊藤レポート『持続的成長への競争力とインセンティブ ~企業と投資家の望ましい関係構築~』プロジェクト最終報告書」。
- 伊藤邦雄 座長 (2017) 「伊藤レポート 2.0 持続的成長に向けた長期投資 (ESG・無形資産投資) 研究会 報告書」経済産業省。
- 伊藤邦雄 座長 (2020) 「人材版伊藤レポート 持続的な企業価値の向上と人的資本に関する研究会報告書~」経済産業省。
- 伊藤友則 (2023) 「PBR1 倍割れ企業の課題 ノーリスクはノーリターン」日本経済新聞 経済教室 2023年12月29日。
- 江頭憲治郎 (2006) 「株式会社法」有斐閣。
- 経済産業省・法務省 (2005) 「企業価値・株主共同の利益の確保又は向上のための買収防衛策に関する指針」。
- 経済産業省 (2019) 「公正な M&A の在り方に関する指針」。
- 経済産業省 (2023) 「企業買収における行動指針」。
- 小宮隆太郎・岩田規久男 (1973) 「企業金融の理論」日本経済新聞社。

- 佐久間啓(2023)「2022年度、総株主還元(自社株買い+配当)は過去最高の見込み」第一生命経済研究所金融市場レポート 2023年4月21日。
- 佐藤克宏(2023)「戦略としての企業価値」ダイヤモンド社。
- 土屋大輔・岡本准著、KPMG FAS・あずさ監査法人編(2022)「ROIC経営実践編 事業ポートフォリオの組換えと企業価値向上」日経BP・日本経済新聞出版社。
- 東京証券取引所(2023)「資本コストや株価を意識した経営の実現に向けた対応について」2023年3月31日。
- 内閣府(2010)「平成22年度年次経済財政報告」。
- 藤丸敏(2023)「資産所得倍増プランと資産形成支援に関する取組み」2023年8月25日 日本証券業協会・全国銀行協会主催セミナーにおける藤丸敏内閣府副大臣(金融)講演資料。
- 宮川壽夫(2023)「長期データから見る日本企業の資本効率と株主価値の関係」月刊資本市場 2023. 8 (No.456)。
- 宮川壽夫(2023)「ファイナンス理論からみたPBRとROEの関係—単純化され過ぎた数値から定性情報の開示充実へ」企業会計 2023 Vol.75 No.8。
- 丸山隆志(2023)「東証『PBR1倍割れ』改善要請の論点整理」企業会計 2023 Vol.75 No.8。
- 林原行雄(2006)「財務からみる企業行動」魁星出版。
- 林原行雄(2015)「企業評価指標としてのROEの問題点とコンセッションへの示唆」東洋大学PPP研究センター紀要 2015年度第6号。
- 林原行雄(2018)「企業の財務政策は保守的すぎないか—望まれる超低金利負債の有効活用—」昭和女子大学現代ビジネス研究所ワーキングペーパー、2018年5月、日本金融学会 2018年度秋季大会研究報告、2018年10月。
- 林原行雄(2020)「日本経済の長期停滞と保守的企業行動」昭和女子大学現代ビジネス研究所 2019年度紀要。
- 林原行雄(2022)「なぜ日本企業は元気を失ったのか - 望まれる積極的経営と実効あるコーポレートガバナンスの構築 -」産業経理協会経営財務法務研究会講演資料。
-

了