

# 第1回 持続的な企業価値向上に関する懇談会

## 議事要旨

日時 2024年5月7日(火) 12時30分～14時30分  
場所 経済産業省本館17階第2共用会議室、オンライン(Teams)併用開催  
出席者 (委員)伊藤座長、奥野委員、梶委員、加藤委員、菊池委員、三瓶委員、西山委員、  
増田委員  
(オブザーバー)東京証券取引所

### 議事

1. 開会
2. 伊藤座長説明(資料2を使用して説明)
3. 事務局説明(資料3、資料5を使用して説明)
4. 討議
5. 閉会

### 議事概要

4. 討議
  - 座長及び事務局の指摘されているポイントは99%そうだと思う。エビデンスも相当揃えていただいで非常に説得力がある。
  - 確かに、企業はコストカットおよび自社株買いなどを行うことによってROEを高めてきた。それによって、PBR1倍割れを脱した企業もある。ただし、それだけでは持続的な企業価値向上は果たせない。成長を伴わないからだ。自社株買いだけ行って、資本コストをやっと超えるような企業が、たとえ成長戦略を掲げても投資家には響かない。なぜなら、投資家から見たら成長戦略を掲げる意義のある企業とそうではない企業にはつきり分かれるからである。
  - すなわち、バリュー株と見られている企業はいくら成長戦略を掲げても投資家には響かず、その前にやるべきことがあると指摘される。一方、資本利益率が資本コストを上回って、PBR1倍割れを抜け出した企業も成長戦略については、投資家に怒られない程度にしか対応していないというのが現状で、それでは投資家から成長可能性を評価されない。
  - 2014年に伊藤レポートが公表されたが、2022年に進捗状況を分析した際に、企業の位置しているステージによって優先課題が異なるということが、多くの企業で理解されていないことがわかり愕然とした。多くの指針やガイドラインは平均的な企業を念頭にメッセージを出すため、誤解が生じる。現在位置しているところから別のステージに移りたいのなら、ギアチェンジが必要になるが、どの状況でどのギアを入れるべきかそれが企業に伝わっていなかったのが、ある種の反省である。
  - メッセージを出す際には、それを受け取る企業群を分けて、自社がどの企業群に属するのかわかるようにするなど伝え方を考えた方がいいのではないかと。

- 企業価値を高めるには、単純な成長性というより、競争優位性に裏打ちされた質の高い成長が大事だと思っている。もし上げたいのであれば、EPSのクオリティを上げて、競争優位性に基づくキャピタル・アロケーションを適切に行う、ということに尽きる。そうすると、必然的に事業をアメンバー的に変えていき、稼げる事業に移っていく。結果的にPER、株価も上昇する。
- 企業価値は、経常的なキャッシュ・フローをある程度の割引率で割り戻して算定されるビジネスのバリューと、バランスシートのバリューの合算で算定される。大きな企業になれば、ビジネスのバリューが大きく、バランスシートのバリューはたいした話ではなく、バランスシートをどれだけ動かしても、あまり株価には影響しない。ところが、ここ1年半くらいで起こったことは、もともとビジネスのバリューが小さく、バランスシートが非効率だった企業が、膨らんだ資産を吐き出したというのが実態である。
- 収益性の低い、弱いビジネスが成長すると、投資家にとってはかえって迷惑で、価値破壊につながる。競争優位性に基づいたキャピタルアロケーション（事業売却が困難かつ重要）を継続的に行うことで、質の高い成長を志向することが何よりも重要である。
- 企業のステージによる違いは確かにある。当社は昔、「成長」や「キャッシュ」を謳っても、投資家に響かなかった。振り返ってみると、低PBR企業の典型で、低収益事業を抱えていた。真っ先に投資家に言われるのは、事業の選択と集中であった。10年スパンですごく時間がかかって、子会社、孫会社等を整理でき、ようやく社長が投資家にキャッシュ・アロケーションなど語れるようになった。
- やはり、低収益事業を抱えていると、キャッシュが出ないため、成長投資ができない。みんな頭では分かっているはずで、改革できる企業とできない企業の差は、事業ポートフォリオを変える経営者の覚悟の差ではないか。それを後押しする取締役会が重要になる。一気に素晴らしい企業には変わらないので、ステップ・バイ・ステップで進めていくべきで、要所で「否定」も含めて社外取締役やCFOのアドバイスが重要になる。
- 当社では、中期経営計画は過去4回中、3回は達成していない。各回の初年度だけ達成するが、それ以降は未達になり、途中から諦めが入ることが多い。そのような中、前CFOがバックキャストで改革のために切り取った3年間にしないと意味がないという問題意識から、2030年に達成したい姿をみんなで描いた。従来型の3年間中計を廃止し、2030年に実現したい姿を定め、実現に向け進化し続けていく形である。しかし、一部の事業責任者からは、短期が厳しくなったときに、ある意味、長期ウォッシュのような事象が出てきていて、今はその課題を乗り越えようとしている。
- 当社に転職する際、10年後も世界中の人が必要とする可能性のある企業に入ろうと考えた。当時はそこまで当社のパフォーマンス指標はよくなかったが、ポテンシャルがあった。エクイティ・ストーリーをしっかり組んで、実績も上げてきたことが、PERの拡大につながった。ポテンシャルのある企業は他にもたくさんあるはずである。
- 10年を振り返ってきて特に残念だと思ったのが、東証新市場区分の実効性がいまだ不十分と思われる点である。今のプライム市場の中には、高みを目指したい企業と、そうではない企業が混ざっていて、そこが一番気になるところである。

- バブル崩壊後、雇用、設備、債務の3つの削減・整理が優先課題で、2000年前半くらいで整理が進んできた。その後リーマンショックもあり、本当は3つの過剰をある程度対応した後の反転攻勢をかけなければいけなかったが、それができていなかった。
- 法人企業統計に基づき考えると、昨今の企業の業績改善は、コストカットはもちろんあるが、それ以上に金利負担がなくなっていることが大きい。また、海外からの配当金が増えているのも経常利益の増加要因になっている。結果として10年間で営業利益と経常利益の差が広がっており、その結果、最終利益が改善している。これが産業界全体の姿である。
- 企業は自己資本が豊かになって、キャッシュをため込んでいるという指摘が多いが、規模別にみると、大企業ではそれほど増えていない。一方で、中小企業では大きく増えている。これをどう考えるかが課題である。日本企業全体でキャッシュをため込んでいるという言い方は認識を誤るリスクがある。
- また、投資が伸びていないことは事実であるが、儲からないところにどんどん設備投資をしてください、と言うのは違う。この10年、日本の非製造業の研究開発投資が伸びなかった。日米格差を説明するひとつの要素として非製造業の研究開発投資の差が挙げられる。
- ROEをデュポン分解した売上高当期純利益率、総資産回転率、財務レバレッジの中で、総資産回転率と財務レバレッジも日本の産業構造の特徴を踏まえた上で、検討すべきではないか。海外との差が大きいというだけの議論はミスリードとなる可能性がある。また、レバレッジはこの10年で下がっており、ここに課題があるのではないか。
- 当社は、早くから指名委員会等設置会社にするなど、コーポレートガバナンスの形は整えてきた。しかし実質的なガバナンスの改善に対する過去の取り組みには反省点があると考えている。現在は実質的なガバナンス向上を追求していきたいと考えて取り組んでいる。正しいステップを踏めているか、という点が重要であり、単純な形式や数値の充足にとどまらないように取り組む。
- 企業のステージによって、優先課題が異なる。投資家から色々な提案・要望を受ける中で、企業がそれらをしっかり咀嚼しないといけないが、過去は咀嚼が足りておらず、その場その場への対応になりがちであり、また投資家との対話の優先順位が十分であったかについても反省点があり、修正を図っている。いろいろなスタンスの投資家がいる以上、全ての投資家から受け入れられるのは難しく、意見や要望に一つ一つ対応することよりも、勝てるシナリオをつくって、企業内で実践し、企業外へ説得力ある形で発信することが大事であると考えている。
- また、日本企業の傾向としてフルラインナップ主義で、製品の品揃えが多いという課題もある。適正価格を求めることが大事である。共通的な技術を磨いてコングロマリットプレミアムを追求したい。
- 企業価値の評価に際して、経営者はシナジーを主張するが、投資家によってシナジーを評価することは難しく、我々はないものとして企業価値を評価している。むしろコングロマリット・ディスカウントは必ず起きるが、長期投資家にとってはそのこと自体は問題ではない。個別の事業が競争優位性を持っており、持続的に個々の事業価値が増大していれば、長期的・結果的に株価は上がるからだ。コングロマリット・ディスカウントそのものを解消することで短期的な収益を求める投資家もいるが、単なる投資哲学、手法の違いであると考えている。もちろん、競争優位性に基づくキャピタルアロケーション、特に経営資源が有限であることを考えると、

事業売却の重要性は高い。ただ、事業売却は事業買収に比べて難易度が高いと言わざるを得ない。

- 事業整理のときに労働法制は問題になる。日本は発展途上国型の労働法制である。従業員を簡単に解雇できる米国企業と日本企業をイコール・フットイングでは語れない。日本企業の競争優位性を高めるために、労働法制改革はインフラとして必要である。
- 確かに日本では解雇要件が非常に厳しい。したがって、当社は、当然ながら指名解雇はしたことがないが、早期退職の募集、次の職場の支援などを行って対応してきた。ただし、こうした対応以上に重要なことは、その前に事業が活着しているうちに、その事業に投資したい人に託すのが原則で、その場合、従業員も含めて移すことができる。
- 伊藤レポートを真面目に受けて、取り組めば、一定の効果があったと思う。引き続き課題として残っているところは、無形資産投資への慎重姿勢ではないか。そこで適切なリスクテイクができていない。それが継続的な成長を阻害しているという懸念がある。PBRが高い企業は無形資産の活用が上手い。当社でも店舗投資の案件は社内で通りやすいが、スタートアップへの投資は通りにくい。また、投資家もスタートアップへの投資には慎重である。まだどこかでバンク・ガバナンスの一部としての有形資産信仰が残っているようにも感じる。
- 日本の会計規則にもその傾向がある。例えば、日本の会計基準ではのれんは償却されることとなっており、基本的にのれんに対して資産価値を認めていないのではないかと。あるいは、自社制作のソフトウェアの資産計上もハードルが高くて企業の対応が分かれている。また、顧客獲得コストもIFRSでは資産計上になるが、日本では詳細な定めがないので、資産計上していない企業も多いのではないかと。無形資産の多くは資産計上が難しいのは分かるが、技術の進化によって、将来収益の獲得が見込みやすくなっているものも増えていて、資産計上の土壌はできてきている。
- 無形資産は企業の成長に重要な影響を及ぼすようになってきているので、戦略的に会計制度の見直しを考えていってもいいのではないかと。
- 無形資産のオンバランス化はこれまで長く議論されているテーマである。私の理解では、会計基準を変えるのは相当馬力があるので、基本的にはIFRSも含めて、会計の限界を開示で補う方向で議論が進んでいるのではないかと。
- 社外取締役の課題や、CEOの予定調和的な交代などの課題を挙げているが、逆にCEO在任期間が長いことの弊害に対しては、どのような対処を行っていたのか。
- サクセッションプランが重要である。CEOが長く務めるのは改革には良い面があるが、交代するのが難しくなるという面もある。ただ、投資の効果が出るまで時間がかかるものは、長くCEOを務める人でないと決断しにくいとは言える。
- バランスシートの議論をするとき、企業は、資本市場の関心はBSの右側だと決めつけて誤解しており負債・資本サイドの話をする。投資家は、どれが事業資産で、どれが非事業資産なのか、バランスシートでは見えない無形資産も含めて、左側の資産サイドの話をしたいと考えている。

- 資産サイドは、オンバランスだけを見るのではない。英国のアニュアルレポートの中に、戦略報告書があるが、そのガイダンスでは、価値の源泉を把握するのが大事で、価値の源泉には、価値の保全や価値の創造を支える経営資源と関係性が含まれている。価値の源泉は有形資産とともに、無形資産を考慮しないといけないとなっていて、会計原則で認識されない資産（無形資産や関係性）は特に考慮しないといけないとさえなっている。つまり、会計制度というより、開示で訴求すればよいということであり、これは会計原則に依らないといっている。
- 会計制度を変えなくても、自社で無形資産投資を戦略的に位置づけ、取締役会で議論し、投資家に開示・説明を行うといいのではないか。
- 総資産回転率に関して、日米で同じくらいの水準であっても、日本では償却がかなり進んだ老朽化した資産をベースとした回転率であるのに対し、アメリカはほとんど償却が終わっていない新しい資産をベースにした回転率なので、数値上同水準に見えても意味合いが異なる点は付言しておく。
- IASB で無形資産の議論をすることが視野に入っている。ただ、一足飛びに無形資産をすべてオンバランスするのはハードルが高いだろう。
- 無形資産はオンバランスされていないから、という議論がなされることが多いが、それは正しくなく、無形資産も M&A を通じてのれんとしてオンバランスされている事例などがある。現実問題としては、会計原則の見直しを検討することにも期待したいが、開示も含めて、今できることを議論する方がよいのではないか。
- 総資産回転率については、日本企業のフルラインナップ主義が、回転率を上げる要因になっている面もあるのではないか。
- 長期投資を行う上で重要な概念が「オーナーシップ」であり、そういうオーナーシップ感覚を強く有した機関投資家、個人投資家によって当社のような長期投資の資産運用会社は支えられている。ところが、一般的には、金融教育が手薄であることから株主のオーナーシップ意識が低い。投資家の健全なオーナーシップ意識が稀釈化すると、企業経営者は、誰がオーナーか認識できないので、それが株主価値への意識の低下につながっている。
- 株主のオーナーシップという観点では、取締役は株主の代表なのだから、少なくとも自社の株式を保有するべきである。それにより、投資家（株主）の信頼感は高まる。
- また、NISA 等を通じた資産運用立国という概念は、広く国民全体が、従業員であると同時に株主（オーナー）になるということであり、先進国国民が豊かになる上では当たり前の考え方である。

お問い合わせ先

経済産業政策局 企業会計室

電話：03-3501-1570（直通）