

# 企業価値と株主利益について (討議用資料)

産業組織課

2023年4月17日

# 企業価値についての概念的な整理と株主利益との関係①

- 企業価値とは、概念的には、**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すもの**であり、定量的な概念。事業活動における従業員や取引先による付加価値の提供など、**ステークホルダーが貢献することにより将来のキャッシュフローが増加する関係**にあり、定量的な企業価値にステークホルダーの貢献は反映されている。
- 企業価値を資本の調達源泉の側面から見れば、**企業価値は株主価値と負債価値の合計として表される**。理論的には企業価値の変化は株主価値の変化に直接的にリンクするものであり、資本構成の比率が一定であれば、企業価値の変化率は株主価値の変化率と一致する。
- また、市場株価とそれをベースにした時価総額が、市場における株主価値の評価であり、**効率的な市場においては時価総額と株主価値は一致する**。

(※1) ただし、市場によっては、多くの市場参加者による日々の取引が十分に行われておらず、適正な株価が形成されていないために、中長期にわたり株価が割高・割安になるケースがある。

- **企業価値を向上させることは、中長期的に株式の時価を高めることを通じて、株主の利益（株主価値）にも資する関係にある**。すなわち、効率的な市場においては、①**企業価値の向上**⇒②**市場の評価による株価への反映**⇒③**株主の利益の確保の連関**が成り立つ。
- 2005年指針は、「株式会社は、従業員、取引先など様々な利害関係人との関係を尊重しながら企業価値を高め、最終的には、株主共同の利益を実現することを目的としている。」との関係に言及し、「**企業価値ひいては株主共同の利益**」との表現を用いている。「ひいては」の表現は、理論的には、上記①～③の連関と同趣旨であるものと解釈できる。

## 企業価値についての概念的な整理と株主利益との関係②

- 通常の事業運営（買収提案に応じるかについて検討する場面を含む）においては、将来のキャッシュフローを高める事業活動を行うことにより、中長期的な企業価値を向上させ、そのことを通じて株主共同の利益を確保することを目指して会社を経営することについて、**対象会社の取締役は基本的な裁量を有する**というべきである。
- 現に買収が実行される局面においては、買収者が株式の売り手である株主から株式を取得することとなり、売却に応じる株主は、会社の中長期的な企業価値の向上による利益の享受という形ではなく、**買収対価を受領することによって直接に利益を享受する関係**に立つ。
- したがって、上記の①～③のような関係ではなく、**(a)買収による本源的な価値の反映等を基礎とした企業価値の向上⇒(b)（適正な取引条件による）企業価値の増加分の公正な分配⇒(c)株主の利益の確保**という連関を通じて、**企業価値ひいては株主の利益（※2）が確保される**。

（※2）この場合の株主の利益には、買収について他の株主と異なる利益を受ける立場にある者が、（株主としてではなく）当該立場に基づいて享受した利益は含まれない。

- 通常の事業運営の場面と異なり、買収の場面では、**買収による企業価値の向上について、市場の評価を通じた株価への反映（前ページの②）がなされるとは限らない（※3）**。このため、株主利益の確保を実現するためには、対象会社の取締役会と買収者の間の交渉等によって、**いかに(b)を実現するか**が特に重要となる。

（※3）買収提案の存在が市場に開示される前の段階では、株価には反映されない。また、TOBの場合など、買収への評価が市場株価に一部反映される場合もあるが、買収の実現可能性や情報開示の程度による。

## 企業価値についての概念的な整理と株主利益との関係③

- 以上の (a)～(c)が正しくつながることによって、**企業価値の向上はすなわち株主利益の確保であると言えるのが通常である。**