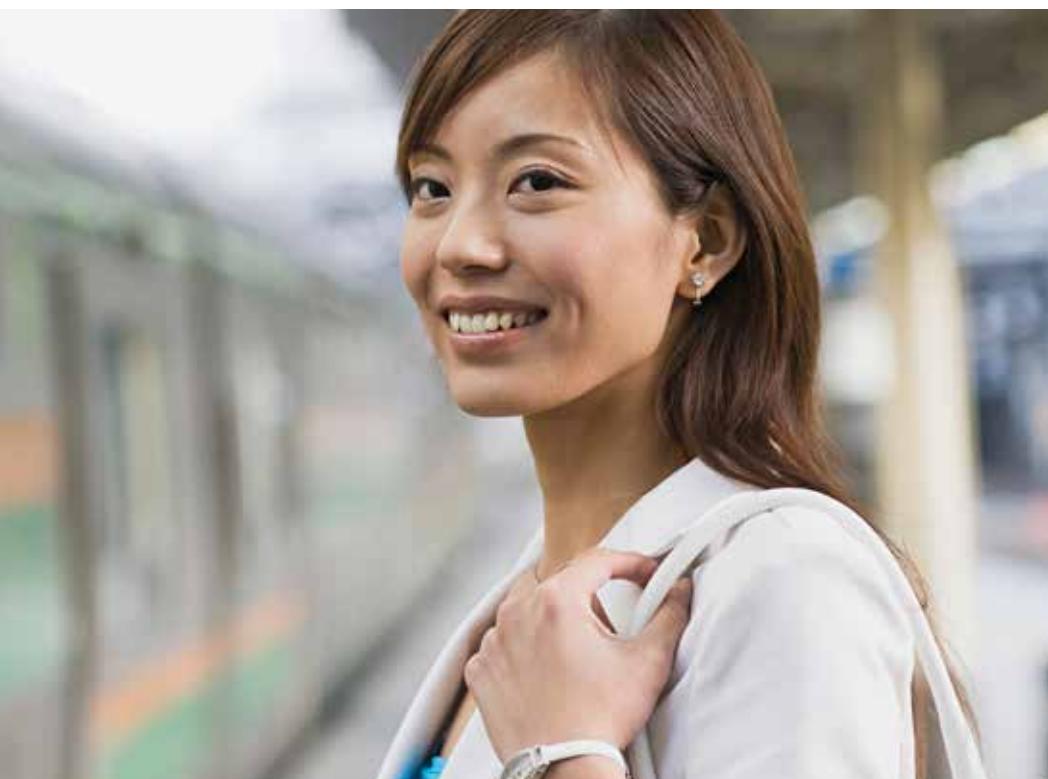


数字で見る日本企業の姿 業績と価値パフォーマンス



25%

過去3年間の平均株主総利回り

52兆円

過去3年間の事業への新規投資額

2.4%

過去3年間の資本コストに対する
平均超過リターン

はじめに

コーポレートガバナンスおよび資本効率の重要性が増す中、投下資本の効果的な管理ならびに運営方法に関する深く広範な考察が必要となっています。

バランスシートや資本の効果的な利用について十分な議論が行われているだろうか？売上・収益の成長が経営陣および各部門長の主要目標として認識されているだろうか？適切な資本配分に必要な正しい情報は、質・量の面において十分に得られているだろうか？会社の能力に整合した事業構成となっているだろうか？競争優位性を発揮できるのはどの事業分野か？他社であれば業績の悪化が見られる事業の収益を改善できるだろうか？規律あるアプローチにより売却候補となる事業の特定および売却手続きが行われているだろうか？

企業のステークホルダー間で利害の対立が生じた際、経営陣はこうした問い合わせ自らに投げかけ、検討することが必要となります。

企業の経営陣を対象とした本調査は、JPX 日経インデックス 400 の金融セクター以外の構成銘柄に焦点を絞り、経営、価値、資本市場における近年のパフォーマンスを分析し、資本利益率、利益を生む要因（営業利益率および資本効率）、異なる段階の利益率が価値創造および資本市場パフォーマンスにもたらす影響について調査を行いました。

本レポートでは、主に市場および業種レベルでの分析を行い、経営陣が自社について考察すべき重要な質問を網羅しています。各企業において、同様の分析を定期的に行い、企業レベル、および事業部門レベルでの分析を行うことで、問題の本質を探ることが必要であると私たちは考えます。



目次

エグゼクティブサマリー	5
市場分析	11
PwCについて	48





「エグゼクティブサマリー

利益改善やガバナンス強化に向けた、経営陣への重圧が増加する中

近年、コーポレートガバナンスおよびリターンに焦点を当てる複数の動向が活発化し、企業業績に対する外部からの監視が著しく強まっている

2012年以降コーポレートガバナンス、特に資本利益率に注目が集まっている。

こうした動向により、各企業は、売上の拡大や利益の確保だけでなく、バランスシートの効率化にも努め、投下資本に対する適切な利益を生み出すことが求められるようになった。

こうした動向の背景には次のようなものがある。

- ・伊藤レポートの発表
- ・コーポレートガバナンス・コードの策定
- ・スチュワードシップ・コードの導入
- ・JPX日経インデックス400の導入
- ・海外投資家による日本株保有率の増加
- ・株主行動主義の緩やかな増加
- ・大手企業による会計不祥事の発生

こうした動向に対する企業や投資家の反応はさまざま、積極的な改革を進める企業や投資家がいる一方、あくまで受け身の姿勢で変化に対処しているケースもある

こうした動向は必ずしも変化を義務付けるものではないが（ただし、コーポレートガバナンス・コードは上場企業に対し、原則実施、また実施しない場合はその理由の説明を義務付けている）、企業や投資家の中にはこうした動向を積極的に受け入れ対応を行うところが増えている。

投資家の対応例

- ・197の機関投資家がスチュワードシップ・コードの受け入れを表明
- ・年金積立金管理運用独立行政法人がJPX日経400をベンチマークに採用
- ・Institutional Shareholder Servicesが、自己資本利益率（ROE）が5%を下回った場合には経営陣に対する反対票を投じることに賛同

企業の対応例

- ・ROEおよび投下資本利益率（ROIC）目標を報告する企業の増加
- ・各事業部門のKPIを含む、資本投資および資本利益率の管理に対するアプローチを公表する企業の増加
- ・株主還元率の改善に向けた自己株取得の増加
- ・JPX日経400への採用に向けた努力



大企業の業績が大幅に改善する一方で

過去3年間の超過リターン（2.4%）、それ以前の3年間（0.8%）

2.4%

過去3年間に、JPX日経400構成銘柄の投下資本利益率は、それ以前の3年間の7%以下から約8%へと上昇。資本コストがわずかに低下したことも相まって、超過リターンは2%を上回った。投下資本は245兆円に達し、JPX日経400構成銘柄の2015年度のエコノミックプロフィットは6兆円を記録した。

過去3年間の平均株主総利回り（24.9%）、それ以前の3年間（10.7%）

25%

過去3年間の株主総利回りは、(1)企業ファンダメンタルズの改善（利益率よりも主に売上成長による）、(2)将来の業績拡大・改善を期待する市場期待（市場取引倍率の上昇を含め）などの要因により増加を示した。

過去3年間の投下資本の成長率（26.0%）、それ以前の3年間（2.1%）

26%

過去3年間に、JPX日経400構成銘柄は連結52兆円の追加投資を行った。収益性がリーマンショック以前の水準を超えるレベルに回復したことを受け、主に内部留保からの投資が行われ、JPX日経400構成銘柄の有利子負債比率およびEBITDAに対する純負債比率はそれぞれ22%、1.5倍にまで低下した。



8

多くの企業はいまだ、資本コストを上回る利益を達成できていない

JPX 日経 400 構成銘柄の中で、2015 年度の資本利益率が資本コストを下回る割合

22%

JPX 日経 400 構成銘柄の中で、2015 年度末の株価が 1 株当たり純資産を下回る割合

23%

JPX 日経 400 構成銘柄の中で、2015 年度の ROE が 8% を下回る割合

37%

近年の業績改善（円安効果を含む）や安価な資本調達にもかかわらず、JPX 日経 400 構成銘柄の 22% は 2015 年度、資本コストを上回る資本利益率を上げることができなかった。こうした企業が持続可能な価値を創造するためには、売上の増加のみならず営業利益率や資本効率の改善に力を入れる必要がある。

他の先進国と比較して日本企業の株式の市場価値は相対的に低く、JPX 日経 400 構成銘柄の株価は 1 株当たり純資産の約 1.4 倍と、S&P500 指数の半分をわずかに上回る水準となっている。他の調査結果と同じく、これは多くの企業が十分な資本利益率をあげることができず、資本コストを上回る利益が上げられないどころか、多くの場合資本コスト以下の水準しか達成できないことが原因と考えられる。

2015 年度の JPX 日経 400 構成銘柄の平均 ROE は 9% だが、37% の銘柄は、伊藤レポートで最低ラインに設定されている 8% を下回る結果となっている。伊藤レポートでは、「価値を創造する企業は資本コストを上回る ROE を達成」しており、企業は継続的に「8% 以上の ROE 達成」を目指すべきだと述べている。

では、経営陣、独立社外取締役、他のステークホルダーはこれに対し、どういった行動を起こせばよいのか？

適切な問い合わせを行うことから始める

経営陣は一連の重要な問い合わせ自らに投げかけ、その答えを検討すべきである。あるいは、独立社外取締役やステークホルダーから経営陣に対してこうした問い合わせを行ってみるのもいいだろう。問い合わせの例：

資本利益率など、バランスシートを意識した適切なKPIが設定されているか？



事業部門ごとの利益率と価値創造を測定し、取締役会に報告を行っているか？



企業利益や価値創造の重要性がますます高まる中、各組織の経営陣には、ビジネスポートフォリオを構成する個々の事業の価値パフォーマンスを理解すると同時に、価値創造戦略を検討し、ビジネスにおける重要事項の決定プロセスを明確化することが求められている。

しかしながら、ほとんどの組織では経営陣が必要な情報を即座に入手することができず、組織に最も高い価値をもたらす戦略的オプションの評価はもちろんのこと、ビジネスポートフォリオの中での事業が価値を創造し、どの事業が価値を破壊しているのかすら特定できない状況にある。

価値分析がビジネスにおけるこうした重要な問題への対処に役立つ。

資本利益率や適切なハードルレートを用いて、成長機会（オーガニック成長およびノンオーガニック成長）の評価を行っているか？



業績不振事業やノンコア資産の特定・売却を効果的に実行できているか？



事業の選択や投資の配分などの事業構成に関する戦略は、社内および社外のステークホルダーに明確に理解されているか？

ステークホルダーからの価値創造に関する質問にきちんと回答し、株主からの質問に対応する体制が整えられているか？





10



市場分析

コーポレートガバナンスの改善に向けて新たに導入された数々の施策に対する、経営陣の対応が迫られている

過去2年間のコーポレートガバナンスに関するいくつかの重要な動向を背景に、企業のリターンに対する外部からの監視が強まっている。

こうした動向の中には、2014年8月に発表された伊藤レポート、2015年3月に策定されたコーポレートガバナンス・コード、2014年2月に導入された日本版スチュワードシップ・コード（注記1）、2014年3月に導入されたJPX日経インデックス400などがある。

さらに、日本の株式市場への海外投資家による投資の増加や大手企業による会計不祥事も発生し、資本の提供者だけでなく日本企業のステークホルダー全体が、コーポレートガバナンスに注目するようになった。

経営陣への質問：

- ・コーポレートガバナンスに関するさまざまな動向や、資本利益率を基準とした評価に対応するため、どのような改革を行ったか？

注記1：ガバナンスに関する動向 伊藤レポート—2014年8月

「伊藤レポート」は、一橋大学の伊藤邦雄を座長とする経済産業省のプロジェクト、「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～」の最終報告書として作成された。伊藤レポートの中でも特に注目すべき要点は以下の通り。

- ・**資本コストを上回るROE達成に向けた資本効率の改革**—中長期的なROEの改善には、ROEを管理し、業務レベルで使える分かりやすい指標に置き換え、職場の意欲向上につなげることが必要である。価値を創造する企業では資本コストを上回るROEを達成しており、実際の資本コストは企業によって異なるものの、海外投資家からの評価を得るために、8%以上のROE達成に向けて継続的な努力をしながら、最低でもROE8%レベルを維持することが必要となる。

収益の増加だけでなく、資本利益率の向上に向けた活動に注力することが必要

こうした動向により、各企業は売上の拡大や利益の確保だけでなく、バランスシートの効率化にも努め、投資した資本に対して適切な利益を生み出すことが求められるようになった。

現金や不動産、グループ内または業務提携による複数企業との持ち合い株など、低利回りの資産をポートフォリオ内に多く抱える企業にとって、これは極めて困難な問題である。こうした資産の売却を進める企業がある一方で、多くの企業はこうした資産を含む過大な資本を抱えたままの状態にある。

経営陣への質問：

- ROE や ROIC など、バランスシートを基準に設定された KPI のモニタリングが行われているか？
- 資本の効率的な活用についての考察を行っているか？

注記 1：ガバナンスに関する動向（続き） コーポレートガバナンス・コード — 2015 年 3 月

2015 年 3 月 5 日、日本の金融庁が「コーポレートガバナンス・コードの原案～会社の持続的な成長と中長期的な企業価値の向上のために～」を公表。これを受け、東京証券取引所が「コーポレートガバナンス・コード」に関連する上場制度の整備を行った。

「コーポレートガバナンス・コード」の内容は次の通り。

- **資本政策の基本的な方針** — 上場会社は、資本政策の動向が株主還元率に重要な影響を与えることを踏まえ、資本政策の基本的な方針について説明を行うべきである。
- **独立社外取締役の有効活用** — 独立社外取締役は、会社の持続的な

成長と中長期的な企業価値の向上に寄与するように役割・責務を果たすべきであり、上場会社はそのような資質を十分に備えた独立社外取締役を 2 名以上選任すべきである。

- **株主との対話** — 上場会社は、その持続的な成長と中長期的な企業価値の向上に資するため、株主総会の場以外においても、株主との間で建設的な対話をを行うべきである。
- **経営戦略や経営計画の策定・公表** — 経営戦略や経営計画の策定・公表にあたっては、収益計画や資本政策の基本的な方針を示すとともに、収益力・資本効率などに関する目標を提示するべきである。

スチュワードシップ・コード — 2014 年 2 月

- 2014 年 2 月 26 日、金融庁は「責任ある機関投資家の諸原則（日本版スチュワードシップ・コード）」の原案を公表し、機関投資家がクライアント・受益者と投資先企業の双方を視野に入れ、責任ある機関投資家としてスチュワードシップ責任を果たすにあたり有用と考えられる諸原則を定めた。

本コードの受け入れは任意であるにもかかわらず、2015 年 9 月時点で既に 197 名の機関投資家がスチュワードシップ・コードの受け入れを表明している。

多くの大企業で収益の改善が見られるにもかかわらず、その多くは ROE8%が達成できていない

こうした「ノンコア」資産に加えて、コングロマリット企業特有の組織構造を要因とする資本の非効率な活用が日本の企業に多く見られる。こうした組織構造の合理化を進め、企業が最も得意とする事業分野に注力し、市場での競合優位性を発揮することが、資本利益率の改善につながると私たちは考える。

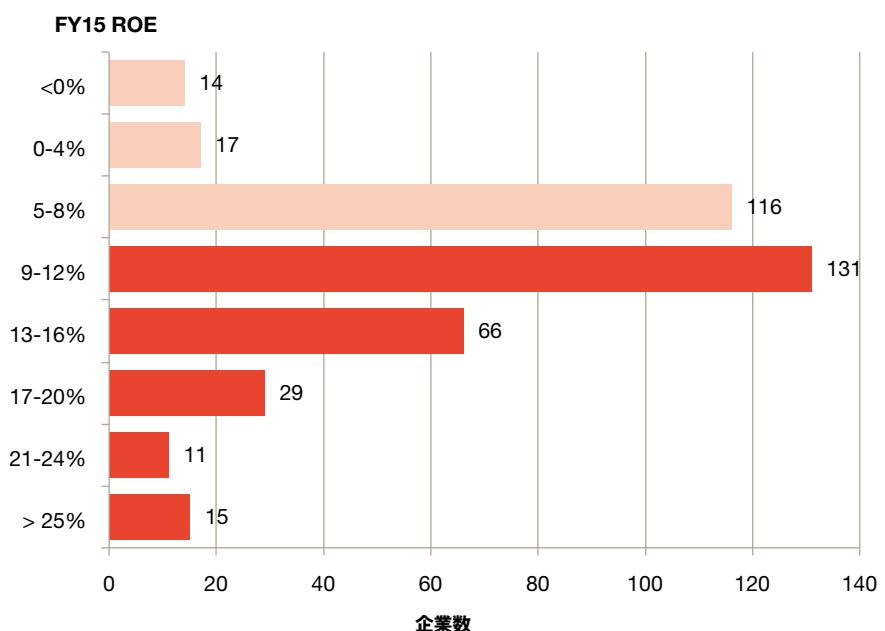
伊藤レポートでも、ROEの目標値を8%と定めているが、JPX日経400構成銘柄の業績に関する当社の分析では、最近の会計年度において147社、全体の37%の企業がこの目標を達成できていない(図1参照)。また、JPX日経400構成銘柄の平均ROEはわずか9%と、他の先進国と比較して大幅に低い水準にある。



経営陣への質問:

- 既存の事業部門ごとに収益を測定し、取締役会に報告を行っているか？
- バランスシート上の低利回りの資産に関する報告を、取締役会に定期的に行っているか？

図1: JPX日経400構成銘柄のROE分布図—直近の会計年度分（出典：S&P Capital IQ）



株価が1株あたり純資産を下回る企業は、営業利益率や資本効率の改善に力を入れることが先決である

さらに、2012年後半から導入された「アベノミクス」の影響で、株式市場は大きな伸びを見せているが（図2）、JPX日経400構成銘柄の23%は、2015年3月31日の時点でもいまだ株価が1株あたり純資産を下回っている（図3参照）。PBR（株価純資産倍率）が50%未満の企業は24%にも上る。

JPX日経400は「資本の効果的な活用や投資家中心の経営理念など、海外投資家の求める高い基準を満たす、投資家に魅力の高い銘柄で構成される」はずだったが、優れた業績を上げると見られていた企業の1/4の株価は1株あたり純資産を下回っており、この先厳しい課題が待ち受けていることを示している。

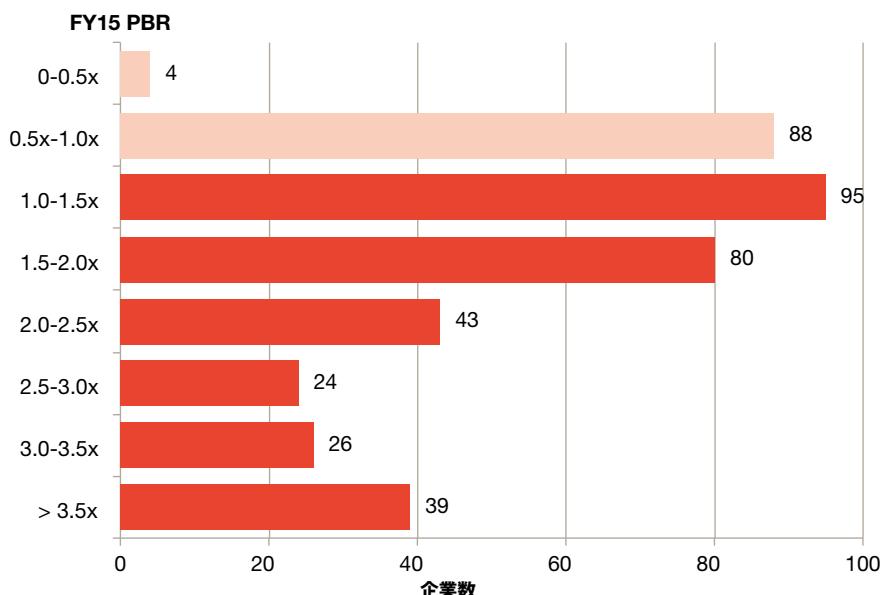
経営陣への質問：

- KPIの結果に従って与えられる事業部門長へのインセンティブは取締役会に報告されているか？
- 業績の悪い事業部門に大幅な改革を容易に実行することは可能か？

図2：2012年からの株式市場の動き（出典：日経）



図3：2015年3月31日時点のJPX日経400構成銘柄のPBR分布図（出典：S&P Capital IQ）



株式市場は好調にもかかわらず、他の先進国と比較して、日本株の評価は低い

帳簿価額と比較した個々の企業価値は、JPX 日経 400 構成銘柄の平均 PBR（株価純資産倍率）に見られるように、2015 年 3 月 31 日時点で 1.4 倍（出典：S&P Capital IQ）、S&P 500 では 2.8 倍（出典：Bloomberg）となっている。

大幅な改革を実行し、投下資本利益率を改善することができれば、さらなる改善が見込める可能性がある。

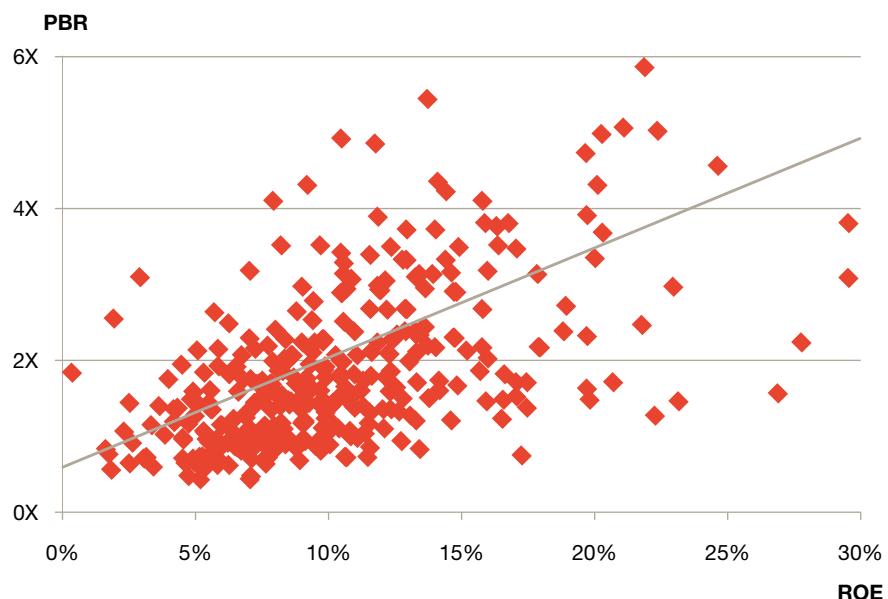
経営陣への質問：

- ・組織の経営評価とその構成要素に関して、取締役会に定期的に報告が行われているか？
- ・市場からの評価に同意できるか？

注記 2：PBR と ROE の関係

- ・企業の PBR と ROE は必ずしも相関関係にあるわけではなく、潜在的なビジネス、事業の展望、資本構造などによって大きく異なってくるが、通常、資本コストを上回る ROE を達成している企業は、市場価値も帳簿価額より高いケースがほとんどである。一方で、資本コストを上回る収益が上げられない企業は、市場価値も時価総額と同じかそれよりも低くなっている。
- ・回帰式 ($PBR = 0.61 + 14.301 \times ROE$) を用いて、JPX 日経 400 構成銘柄の PBR と ROE の関係を分析したところ、ROE が 1% 上昇するごとに、PBR が 0.14 倍上昇する関係にあることが分かる（図 4）。

図 4：JPX 日経 400 構成銘柄の PBR と ROE の比較（出典：S&P Capital IQ）



安価な資本が常に存在する状態が続くと、資本効率の改善に向けたアクションへの意欲が低下する

ここ何年もの間、日本では低金利が続き（図5）、大企業は比較的容易に資本を調達できる状態にあったが、評価は低迷している。

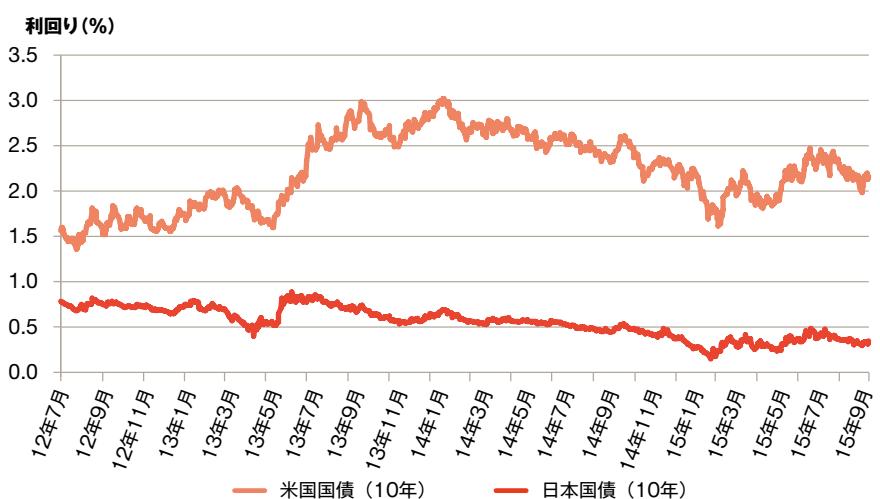
日本の大企業の資本コストは、海外の同規模の企業と比較して低くなっている。

こうした状況の中、資本利益率の改善に向けてポートフォリオの大幅な改革を進める動きはほとんど見られず、多くの企業は、企業価値の向上につながるかどうかにかかわらず、市場シェアの拡大ばかりに気をとられている状態である。

経営陣への質問：

- 重要な意思決定を行う人物が、各事業部門の資本コストをきちんと理解しているか？
- 具体的な条件を考慮したハードルレートを用いて、成長機会の評価を行っているか？

図5：利回り（出典：Bloomberg）



JPX 日経 400 構成銘柄の超過リターンには大きなばらつきがあり、多くの企業が二極分化している

過去3年間に、JPX 日経400の金融セクター以外の構成銘柄（2015年3月時点では352社）が、債券発行や増資を行ない、追加52兆円の資本を事業投下している。資本利益率（既存および新規を含む）は約8%となり、資本コストを2%上回る結果になった。

しかし、352社のうち22%は直近の会計年度において、資本コストを上回る利益を達成できていない（図6の薄いピンク色の部分の企業はリターンが資本コストを下回る）。一方で、約22%の企業は10%を超える超過リターンを実現している。

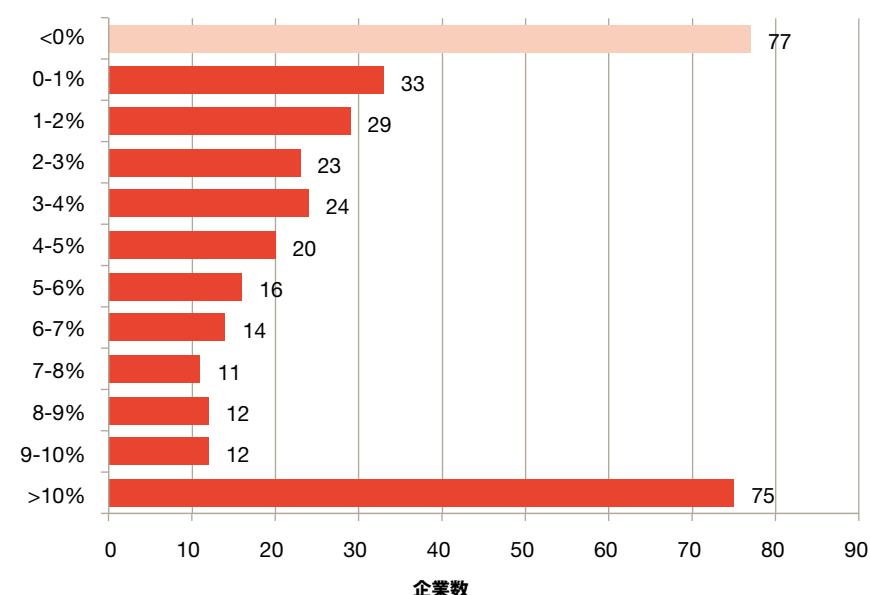
超過リターンの分散は両極端の結果となっており、業績の悪い企業では利益率や資本効率の改善が優先されるのに対し、高い業績を上げた企業では持続可能性と企業成長が目標となるなど、それぞれが異なる課題に取り組む必要がある。

経営陣への質問：

- ポートフォリオの適切な事業構成をどのように決定しているか？
- 各事業部門への資本の配分をどのように決定しているか？

図6：JPX 日経 400 構成銘柄（金融を除く）（2015 年度 346 社）の超過リターン（資本コスト以下のリターン）分布図（出典：S&P Capital IQ）

FY15 超過リターン



資本コストが上昇へ転じた場合、事業の状況も大幅に変わりうる

金利の上昇や資本市場の引き締めがどのタイミングで起こるかは定かでないが、実際にこれが決行された場合、日本企業、中でも多大な有利子負債を抱える利益率の低い事業／企業は、厳しい課題に直面することになるだろう。

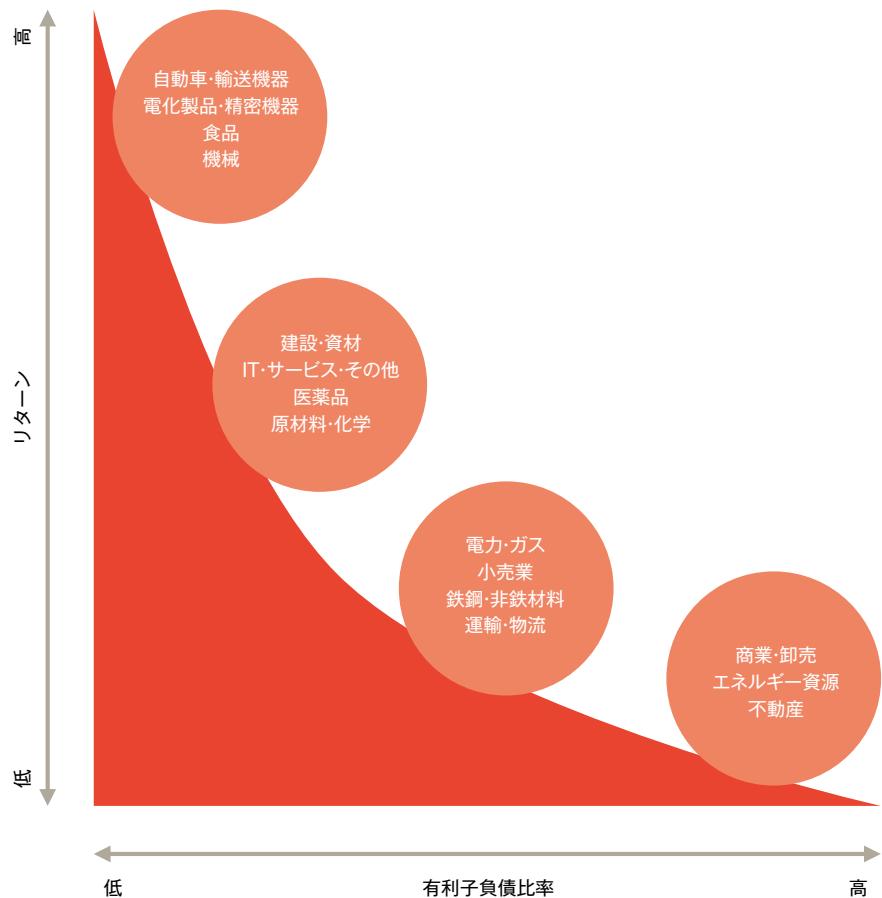
資本競争が激化し、資本コストが需給の力関係で上昇すれば、既存資本から得られる収益の改善を図ることが急務となる。

こうなると、業績の振るわない事業やノンコア資産、複数の企業との持ち合い株などの資産を売却せざるを得ない状況となるだろう。

経営陣への質問：

- ・企業幹部は金利、為替、商品価値などのリスク要因が組織にもたらす危険性（収益や価値を脅かすリスク）について十分に理解しているか？

図7：業種別リターンおよび負債の比較（出典：PwC Analysis, S&P Capital IQ）



国内市場に加え、海外の動向の変化に合わせた経営戦略が必要

日本の経済成長は他の先進国と比較して、依然低迷を続けており（図8）、経営戦略の抜本的な改革を行わない限り、国内市場に軸足を持つ企業の収益が大幅に拡大する可能性は極めて低いと言える。

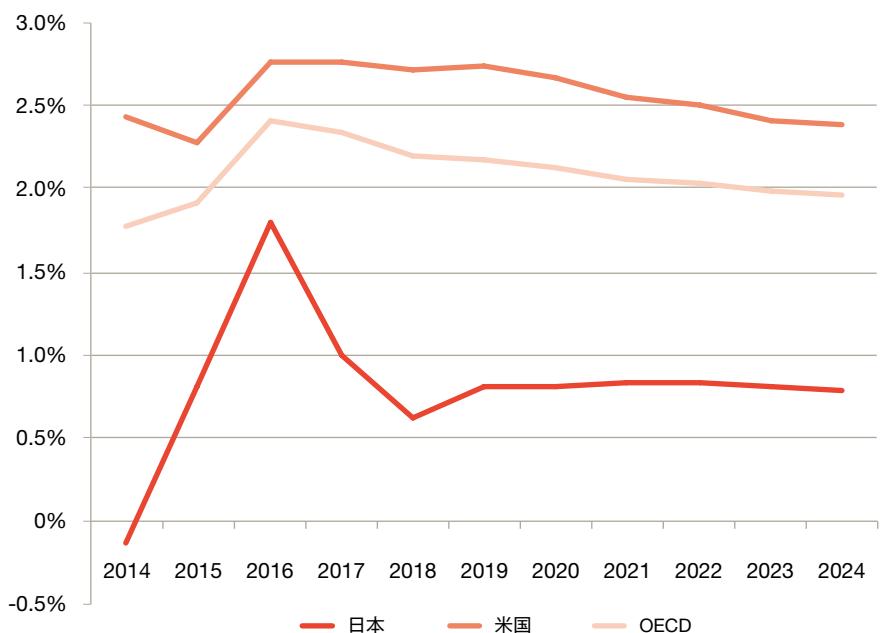
さらに、低業績の企業であろうと、高い超過リターンを得ている企業であろうと、全ての大企業は、各市場のマクロ経済成長の見通しだけでなく、世界的なメガトレンドに沿った経営戦略を構築することが重要である。

日本においては、高齢化社会の現状と消費者ニーズに及ぼす変化に合わせて、製品ポートフォリオの調整を行うことが必要となる。またアジア市場では、アジアの新興国の台頭により激化する競争に効果的に対応することが求められる。機会と脅威が共存し、さらなる複雑性が増す海外市場においては、こうした状況に上手く対処する戦略が必要である。

経営陣への質問：

- ・国内および海外の動向（マクロ経済に加え、技術の進歩や気候変動、都市化などの世界的な動向）を考慮に入れた、戦略計画が行われているか？

図8：GDP成長率の予測（出典：Oxford Economics）



ノンオーガニック成長を達成するには、価値創造を最大の目的とし、質を重視したM&Aを進めるべきである

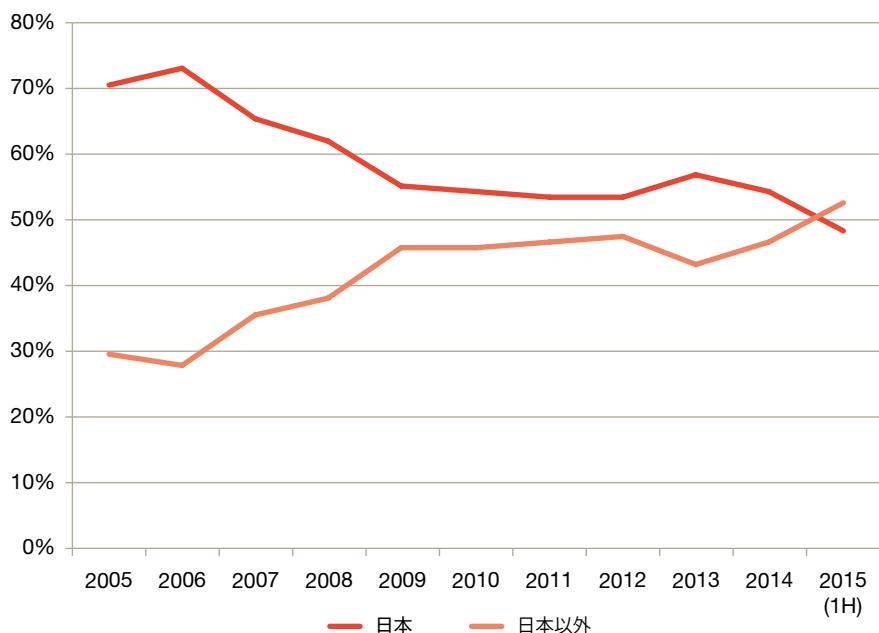
ある意味、変化は既に始まっており、JPX日経400構成銘柄によるクロスボーダーM&Aが、国内におけるM&Aの数を超えた（図9）。商社から電子、情報テクノロジーに至る多様な業種の企業が海外市場に目を向け、成長や収益改善の機会を探っている。

ただし、クロスボーダーM&Aを通じて売上や資産が拡大しても、収益や評価が改善するとは限らない。これにはM&Aの質が大きく関係し、計画（戦略適合性）、実行（価格および主要条件の交渉）、価値の実現（統合後の業績モニタリング）の一連のプロセスが重要となる。

経営陣への質問：

- ・M&Aの機会を評価する強固な枠組みがあるか？
- ・企業幹部による合併後の業績のモニタリングを行い、価値の向上を評価しているか？

図9：JPX日経400構成銘柄のM&Aの動向 — 日本 vs 日本以外の国（対象国）
(出典：S&P Capital IQ)



M&A の成功には、これまでとは異なるアプローチでクロージング後の統合を進める必要がある

多くの企業がグローバルM&Aの対象を探し求める中、日本企業がM&Aを成功させるには、より柔軟なアプローチを取り入れる必要がある。

さらに、熾烈な競争を勝ち抜き、M&Aで価値を創造するためには、合併後も経営を完全に統合せず、現地の本社に経営を委ねる、これまでのようなハンズオフアプローチは通用しない。

市場経済における価値の実現という課題に立ち向かうためには、統一性のある統合戦略を推し進めながらも、地域の特徴や合併の条件にあわせて柔軟に対応することが不可欠である。

22



経営陣への質問：

- ・合併後の効果的な統合を促進する強固な枠組みが用意されているか？
- ・海外事業の統合を効果的に行ってているか？

資産の売却により資本効率の改善を進めるには、社内障壁を打ち破ることが不可欠

ただし、価値の向上は成長のみによってもたらされるものではない。赤字事業を手放すことも価値の創造につながる。

にもかかわらず、JPX 日経 400 構成銘柄は事業売却よりも、さらなる資産の獲得を続けている。計画的な売却戦略の実行を阻害する複数の要因の中でも、多くの企業では社内障壁が最大の原因となっていることがうかがえる（図 10）。

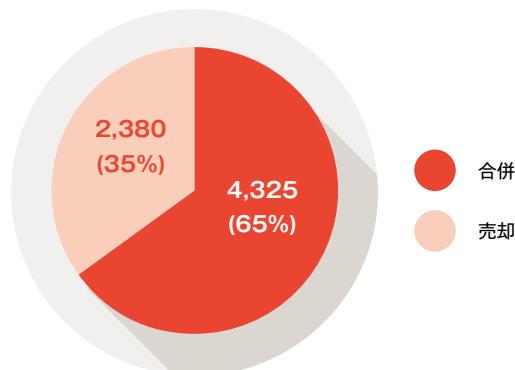
こうした課題を乗り越え、低業績の事業やノンコア資産、または自社では十分に力が発揮できない事業の売却に成功した企業は、資本の有効活用だけでなく、資本利益率の増加も実現している。

経営陣への質問：

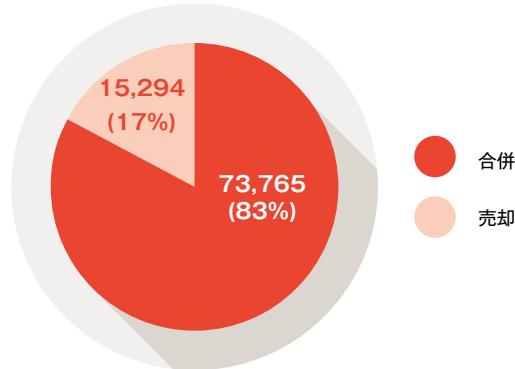
- ・企業幹部は低業績の事業やノンコア資産の売却に向けた戦略を構築しているか？
- ・売却の対象となる事業を効果的に特定するモニタリング手法や報告手順を設定しているか？

図 10：2005 年以降の JPX 日経 400 構成銘柄の合併＆売却（出典：S&P Capital IQ）

取引の数



取引総額(10億円)



超過リターンを維持することで、長期的にはステークホルダー全体に利益をもたらすことになる

JPX 日経 400 の金融セクター以外の構成銘柄 352 社の最近の経営、価値、資本市場のパフォーマンスを分析し、価値を創造できているか、どれだけのトータルリターンを創出したか、こうした利益を生み出す要因は何か、市場価値から判断して将来の成長に対する市場期待はどうなっているか（注記 3）を評価した。

資本利益率を生み出す要因に加え、業績、価値創造、株主総利回りの関係について分析する中、超過リターンが成功の基準として極めて有効で、これを維持できる企業はその全ステークホルダー（株主、経営陣、従業員、クライアント、サプライヤー、さらには企業が拠点を置く地域社会を含む）に長期的なメリットをもたらすという結論に達した。

経営陣への質問：

- 組織内のどの事業が価値を創造し、どの事業が価値を破壊しているか、などの情報が、経営幹部に提示されているか？
- 価値創造（資本コストを上回る利益の達成）を明示的に考慮した、経営戦略の計画が行われているか？

注記 3：重点ポイント — 説明 価値の創造／破壊

超過リターンを生み出す、つまり、ROIC が資本コスト（通常 WACC または加重平均資本コストと呼ばれる）を上回ることで、企業は価値を創造することができる。超過リターンが達成されると、企業はエコノミックプロフィットを上げたことになり、その値は超過リターンに投下資本の帳簿価額(BVIC)を乗じて算出される。

その反対に、資本コストを上回る利益を生み出すことができない場合は、価値が破壊された、ということになる。

業績とリンクした価値の最大化戦略

1

収益性および／または資本効率の改善による、ROIC の向上および／または BVIC の低下

2

超過リターンを生み出す事業への投資＆成長促進

(ROIC-WACC)*BVIC>0 → 価値の創造

3

修復不可能な赤字事業の売却

4

適切な資本戦略によるWACC の削減

環境や社会、ガバナンスなどの「ESG 要因」が超過リターンに与える影響が増大すると見られる

これを後押しするものとして、TIMM (Total Impact Measurement and Management: 企業の意思決定のための革新的なフレームワーク) がある。これを用いることにより、これまでの財務分析では対象とはならなかつたESG要因と超過リターンとの関係についての分析を可能とする。

年金積立金管理運用独立行政法人などの例にならない、多くの投資家がESG要因を考慮に入れた投資判断を行うようになったように、企業の超過リターンに及ぼすESG要因の影響力（プラスまたはマイナス）はますます増大する傾向にある。

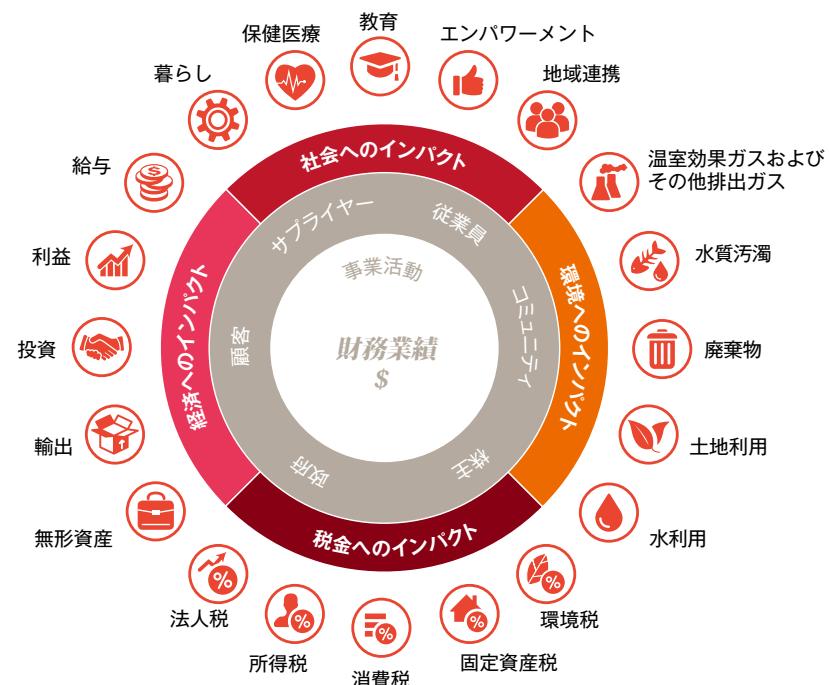
ESG要因によって、資本利益率の増加や低下が生じるだけでなく（エネルギーや水など、資源の効果的な管理により資本利益率が上昇する場合もあるため）、資本コストにも影響を与える可能性が出てくる。

例えば、ESG要因による影響を受けやすいと判断される事業部門や企業に対するリスクを避けるため、銀行がローンポート

経営陣への質問：

- ・さまざまなESG要因がもたらすあらゆる影響を評価・報告するシステムが設置されているか？
- ・こうした「影響要因」を相殺するガバナンス体制が整えられているか？

図11：PwCのTIMMフレームワーク



フォリオのリバランスを行うと、資本の調達が難しくなり、資本コストが増大することが考えられる。また、機関投資家が投資政策を採用し、気候変動などのリスクを避けるようになると、同様の影響が及ぶこともある。

一方、ESG要因の管理方法だけでなく、これをいかに活用して価値を創造するのかをステークホルダーにきちんと説明できる企業は、長期的には資本コスト削減へつなげることができる。

ステークホルダー間の短期的な対立は、長期的メリットとあわせて考察することが必要である

短期的には、ステークホルダー同士の利害が必ずしも一致するとは限らず、衝突が生じることもある（過去1～2年の収益改善、労働市場の需給ひっ迫にも関わらず著しい賃金水準の上昇は見られない）。

ただし、長期的には、(1) 製品品質の向上とともにコスト削減に努める、(2) 従業員のスキルおよび満足度を向上する、(3) リソースを調達する地域の発展に努める、などの目標に従って価値の最大化を目指す企業は、株主への利益還元の向上、さらには最大化を目的とした経営を行っていると言える。

経営陣への質問：

- ・ クライアント、製品、従業員、広範な地域社会への投資を、市場価値への影響の可能性を含めて評価する強固な枠組みが用意されているか？

注記3：重点ポイント—説明（24ページからの続き） 株主総利回り

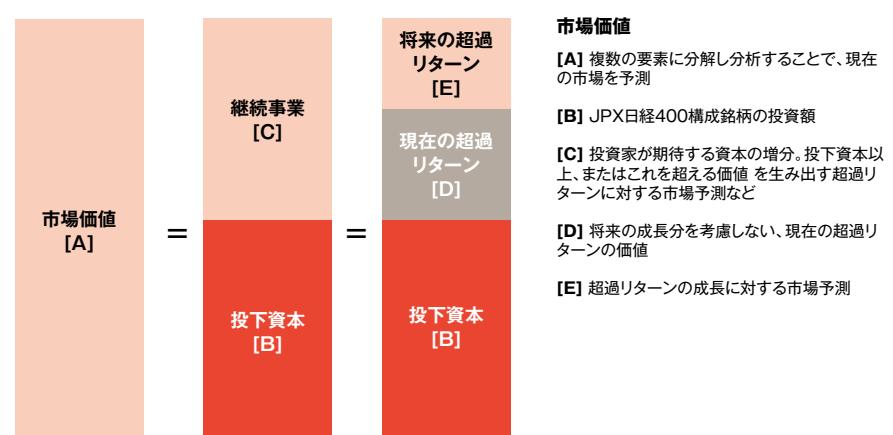
株主総利回りとは株価の上昇によって得た利益と配当金を足して、株主への利益還元率を年率で表したものである。これをさらに細かく分解し、次のような要素に分けることができる。

- ・ 収益の要因 — 収益の成長およびEBITDA マージン
- ・ 評価基準 — EBITDA 倍率

こうしたことから、株主総利回りは実際の業績や将来の業績の見通しに関する市場予測を反映した数値であると言える。

将来の成長性に対する市場予測

企業の市場価値を異なる要素に分解して分析することで、投下資本利益率における将来の成長性に対する市場予測を行うことができる。



適切な資本の配分、事業計画の策定には、事業部門ごとに業績を評価することが必要である

ここでの分析は主に市場全体を対象としているが、企業レベル、さらには事業部門ごとに分解して分析を行うことで（特に日本の大企業は多様な業種に従事している場合が多いため）、より深い洞察を得ることができる。ただし、企業レベルでの分析を行う場合、入手可能なデータには限りがあるので、公開情報のみで詳細な事業部門ごとの分析を行うのは難しいことも事実である。

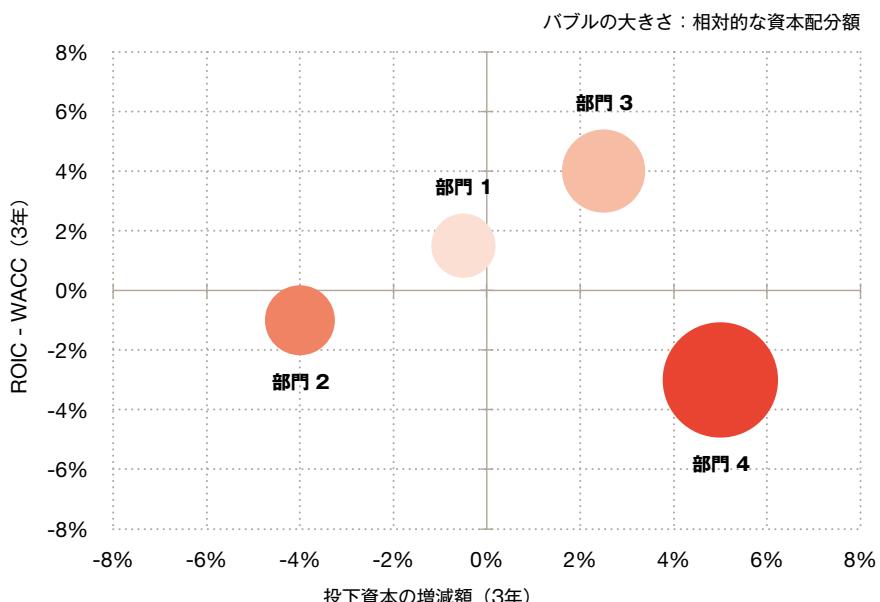
伊藤レポートでは、利益目標を業務レベルで使える分かりやすい基準に置き換え、具体的な投下資本利益率をもとに事業部門単位で評価を行うべきだと述べている。

この提言をさらに拡張し、事業部門ごとの資本利益率とその資本コストとの比較を行い、その事業部門が価値を向上しているかを評価する。これには、ポートフォリオの価値マップ（図12）を用いる。

経営陣への質問：

- 組織内部および外部のステークホルダーが、事業構成の選択や各事業部門への資本の配分を決める経営戦略を明確に理解しているか？

図12：ポートフォリオの価値マップ—事業部門別の業績比較



ポートフォリオの価値マップの解説

事業部門1は資本も利益（ROICが部門別WACCを上回る）も少なく、成長していない。さらなる投資の対象と考えられる。

事業部門2は資本が少なく、損失を出しており（ROICが部門別WACCを下回る）、成長していない。赤字経営が改善されなければ、売却候補となる可能性がある。

事業部門3は資本集約型の事業で、利益を出し、成長している。オーガニック成長や、条件が合う場合にはM&Aによる将来的な成長が期待される。

事業部門4は資本集約型の事業で、損失を出している。収益増加に向けて事業の再編を行うか、赤字経営が改善されなければ事業の売却も考えられる。

TOPIX の時価総額の 78%を占める JPX 日経 400 は、「日本企業」の象徴である

JPX 日経 400 構成銘柄の財務データおよび市場データを基礎に、これが象徴する日本企業の分析を行った。JPX 日経 400 の構成銘柄数は TOPIX のわずか 21%だが、その時価総額は 78%超となる（図 13）。ここでは JPX 日経 400 構成銘柄の中で、金融セクター以外の 352 社について重点的に分析を行った（別段の記載がない限り、JPX 日経 400 構成銘柄はこの 352 社を指す）。

28

図 13 : TOPIX vs JPX 日経 400

業種	企業数		2015年3月31日時点での時価総額(10億円)	
	TOPIX-17	TOPIXと比較したJPX日絜400の割合(%)	TOPIX-17	TOPIXと比較したJPX日絜400の割合(%)
自動車	75	44%	74,402	97%
銀行	86	29%	40,668	87%
商業	156	13%	21,639	76%
建設	170	15%	22,534	55%
電気	185	21%	76,476	73%
エネルギー	18	28%	5,145	86%
金融	51	43%	25,315	77%
食品	80	19%	26,349	74%
IT&サービス	321	15%	79,956	76%
機械	124	23%	26,345	79%
医薬品	39	49%	27,849	92%
電力	18	17%	9,926	37%
原材料	185	20%	38,209	74%
不動産	50	28%	15,834	85%
小売	172	22%	29,884	75%
鉄鋼	56	18%	12,505	71%
輸送	72	29%	27,104	74%
合計	1,858	21%	560,139	78%

注:

1. 2015年3月23日にスターバックスコーヒー ジャパン株式会社がJPX日経400の構成銘柄から除外されたことにより、構成銘柄は399社に減少。その後、2015年8月31日にJPX日経400の定期入れ替えが実施され、再び400銘柄が選定された。
2. 出典 — ここに使われている全てのデータは S&P Capital IQ、Bloomberg、Ibbotson、Company Disclosures からの情報をもとに算出を行っている。



JPX 日経 400 構成銘柄の株主資本利益率に加えて、投下総資本利益率の分析を行った

ROE を考慮に入れないというわけではない。

- ・日本では ROE が主な業績評価の基準として多く使われている。
- ・ROE は業績を評価するのに分かりやすい基準であり、多くの産業で活用でき、株式の効果的な活用実績を株主に示すことができるという利点がある。

ただし、ここでは投下資本利益率 (ROIC) およびこうした収益の主要な要因（注記 4）の理解に重点を置いた分析を行っている。

注記 4：業績評価基準としての ROIC

ROIC は投下資本に対する収益率を測る指標であり、通常 WACC と比較し、超過リターンを評価するのに使われる。

ROIC の定義：

$$\text{支払金利前税引前利益} (1 - t)$$

$$\text{純有利子負債(帳簿価額)} + \text{株主資本(帳簿価額)}$$

ROIC 指標の主な利点：

- ・ ROE と合わせて、グローバル市場で広く使われている資本利益率の指標である。
- ・ 事業部門の業績の分析に特に有効である。
- ・ 収益性と資本効率の両方の側面を測ることができる。
- ・ 経営判断と財務判断を分けて考えるため、ROE とは違い、資本構成による歪みが生じることなく、比較対象となる指標に対してより有益なベンチマークを提供することができる。
- ・ エコノミックプロフィットの主要要素であり、資本コストとの比較により超過リターンの評価に使うことができる。

異なるパフォーマンス要因の関係を探る

本調査では、資本利益率の要因の探求に加え、業績、価値創造、株主総利回りの関係について重点的に分析を行った。

以降のページでは、こうした「パフォーマンス要因」を次のアイコンで示す。複数のアイコンが表示される場合は、異なるパフォーマンス要因が重複して存在することを示している。

30



業績

資本利益率の主要因に重点を置いた、ビジネス基盤の評価



価値パフォーマンス

業績や資本市場パフォーマンスと関連付けた、価値の創造または破壊の考察



資本市場パフォーマンス

実際および期待される価値パフォーマンス（超過リターンの獲得）を市場価値に置き換えた評価



業績



価値パフォーマンス

資本市場
パフォーマンス

JPX 日経 400 構成銘柄の業績や価値パフォーマンスを集約して分析すると、全般的には上昇トレンドが見られる

図 14 : JPX 日経 400 構成銘柄の集計財務データ（兆円）

	2011年度	2012年度	2013年度	2014年度	2015年度
損益計算書					
収益	348.4	355.1	368.8	421.1	439.2
売上原価	-256.5	-263.3	-275.7	-314.6	-328.7
売上総利益	91.9	91.8	93.1	106.5	110.5
販管費	-68.2	-68.8	-69.1	-76.3	-80.2
営業利益	23.7	23.0	24.0	30.2	30.3
減価償却費	18.4	18.0	17.6	19.4	21.2
EBITDA	42.1	41.0	41.6	49.6	51.5
貸借対照表					
投下資本総額	189.5	198.7	211.0	237.3	250.4
長期投資有価証券	43.9	45.5	55.1	62.3	72.2
資産合計	233.4	244.2	266.1	299.6	322.6
株式	163.1	170.4	191.1	219.6	243.4
純負債	70.2	73.8	75.0	80.0	79.2
合計調達額	233.3	244.2	266.1	299.6	322.6
価値創造					
エコノミックプロフィット	3.7	2.4	3.5	6.7	5.8

注:

- 上記のデータおよび本レポート内の他の部分に記載されている同様のデータは、銀行や金融関係の銘柄を除く、JPX 日経 400 構成銘柄の公表財務データを集約したものである。そのため、J-GAAP、US GAAP、IFRS を採り入れている企業の場合、こうしたデータ処理に使われる会計年度や会計処理の枠組みが一致しない場合がある。ほとんどの企業では、2015 年度の会計年度最終日は 2015 年 3 月 31 日となっている。
- 投下資本総額には長期運用資産と正味運転資本が含まれる。純負債とは有利子負債とデットライクアイテムから現金を差し引いたものを指す。



しかし、主な指標を見ると、緩やかな回復を見せていた資本利益率が、2015年度には減少している

図 15: JPX 日経 400 構成銘柄の主な指標

	2011 年度	2012 年度	2013 年度	2014 年度	2015 年度
主な財務指標					
成長率					
収益	9.4%	1.9%	3.9%	14.2%	4.3%
EBITDA	19.3%	-2.7%	1.5%	19.2%	3.9%
収益性					
粗利率	26.4%	25.8%	25.2%	25.3%	25.2%
営業利益率	6.8%	6.5%	6.5%	7.2%	6.9%
EBITDA マージン	12.1%	11.5%	11.3%	11.8%	11.7%
純利益率	4.0%	3.6%	4.0%	4.9%	4.7%
投資					
収益に対する設備投資額の比率 (%)	5.3%	5.6%	6.2%	6.0%	6.2%
収益に対する R&D 費の比率 (%)	2.7%	2.7%	2.7%	2.5%	2.5%
収益率					
株主資本利益率	8.8%	7.8%	8.1%	10.0%	9.0%
投下資本利益率	7.7%	7.0%	7.3%	8.6%	8.0%
超過リターン	1.9%	1.2%	1.7%	3.0%	2.4%
配当率	1.9%	2.1%	1.9%	1.9%	1.7%
配当性向	28.1%	32.9%	32.6%	27.9%	31.0%
流動性と支払能力					
時価総額に対する純負債の比率	36.9%	38.6%	32.0%	28.0%	22.3%
EBITDA に対する総負債の比率	1.7x	1.8x	1.8x	1.6x	1.5x
支払利息に対する EBITDA の比率	23.6x	24.6x	25.9x	27.6x	27.7x
評価					
調整後 EV / EBITDA	5.4x	5.7x	6.5x	6.5x	7.4x
株価純資産倍率	1.3x	1.2x	1.3x	1.4x	1.6x
株主総利回り	-3.6%	2.0%	24.2%	22.9%	27.6%
市場予測の超過リターン	1.2%	1.1%	1.7%	2.4%	3.1%



業績

価値パフォーマンス

資本市場
パフォーマンス

重要ポイント(続き)

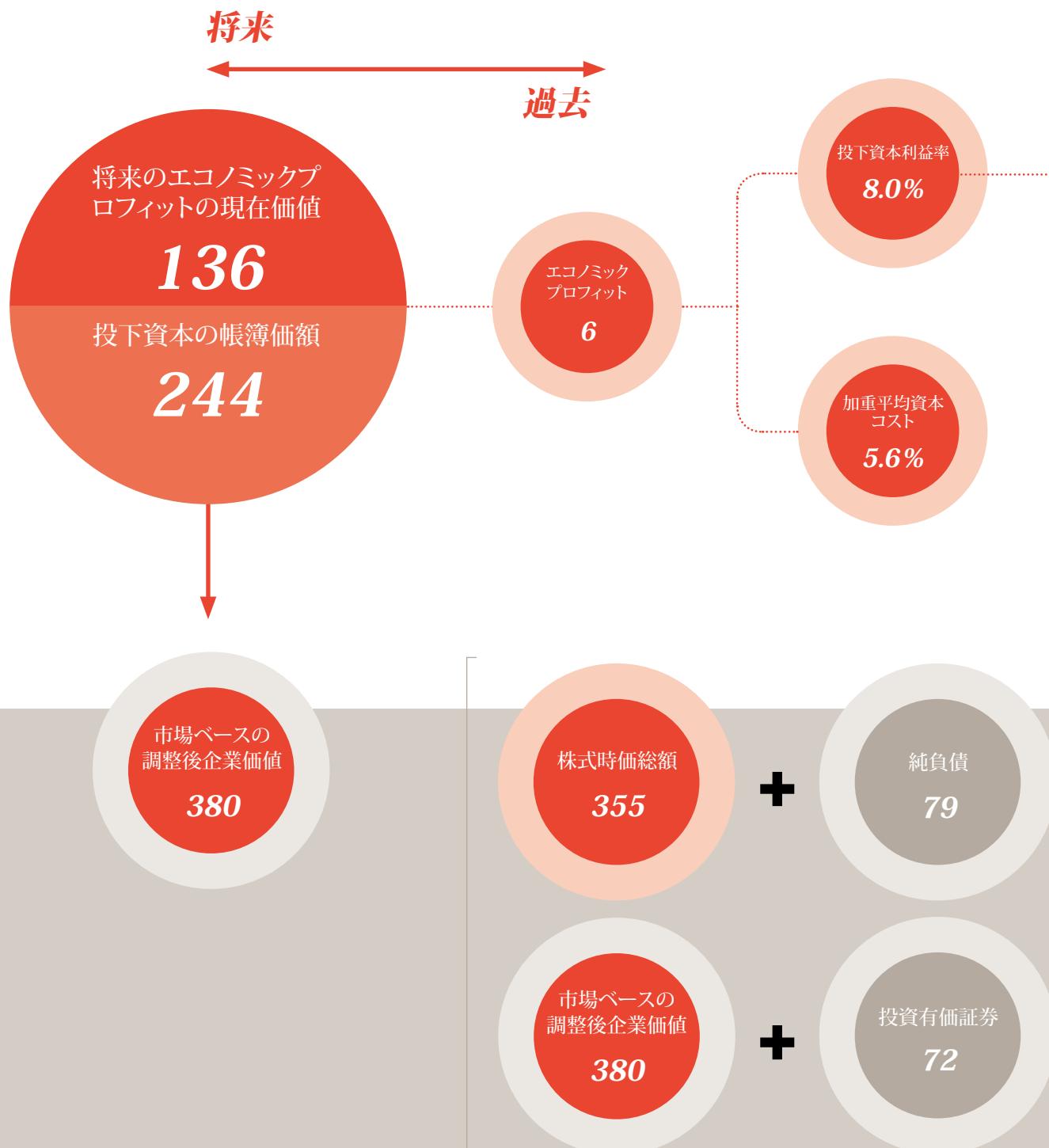
- JPX 日経 400 構成銘柄は、利益を株主に分配するのではなく、内部留保することによって資産ベースを増加する傾向にある。
- 総負債額の増加は現金残高の増加によって相殺され、負債資本倍率はわずか 4 年前の 40% 弱から 22% へと減少した。
- 収益は増加し、利益率も比較的安定、実効税率は低下しており（法定税率の引き下げおよび低税率による投資からの利益分の増加による）、株主資本利益率や資本利益率は、（収益拡大に向けて資本が投下されたことにより）比較的緩やかながらも上昇傾向にある。
- ただし、収益と EBITDA 成長率が投下資本の増加に追いつかず、2015 年度はこの両方の数値が低下した。こうした新たな投資が将来、高いリターンをもたらすかどうかはやがて判明するだろうが、2015 年 3 月 31 日時点では、JPX 日経 400 構成銘柄の市場価値は回復傾向にあると言える。
- ほとんどの企業が加重平均資本コスト 5% 以下を記録し、超過リターンは 2% を超えている。これにより 2014 年度および 2015 年度、JPX 日経 400 構成銘柄は過去最高のエコノミックプロフィットを記録した。

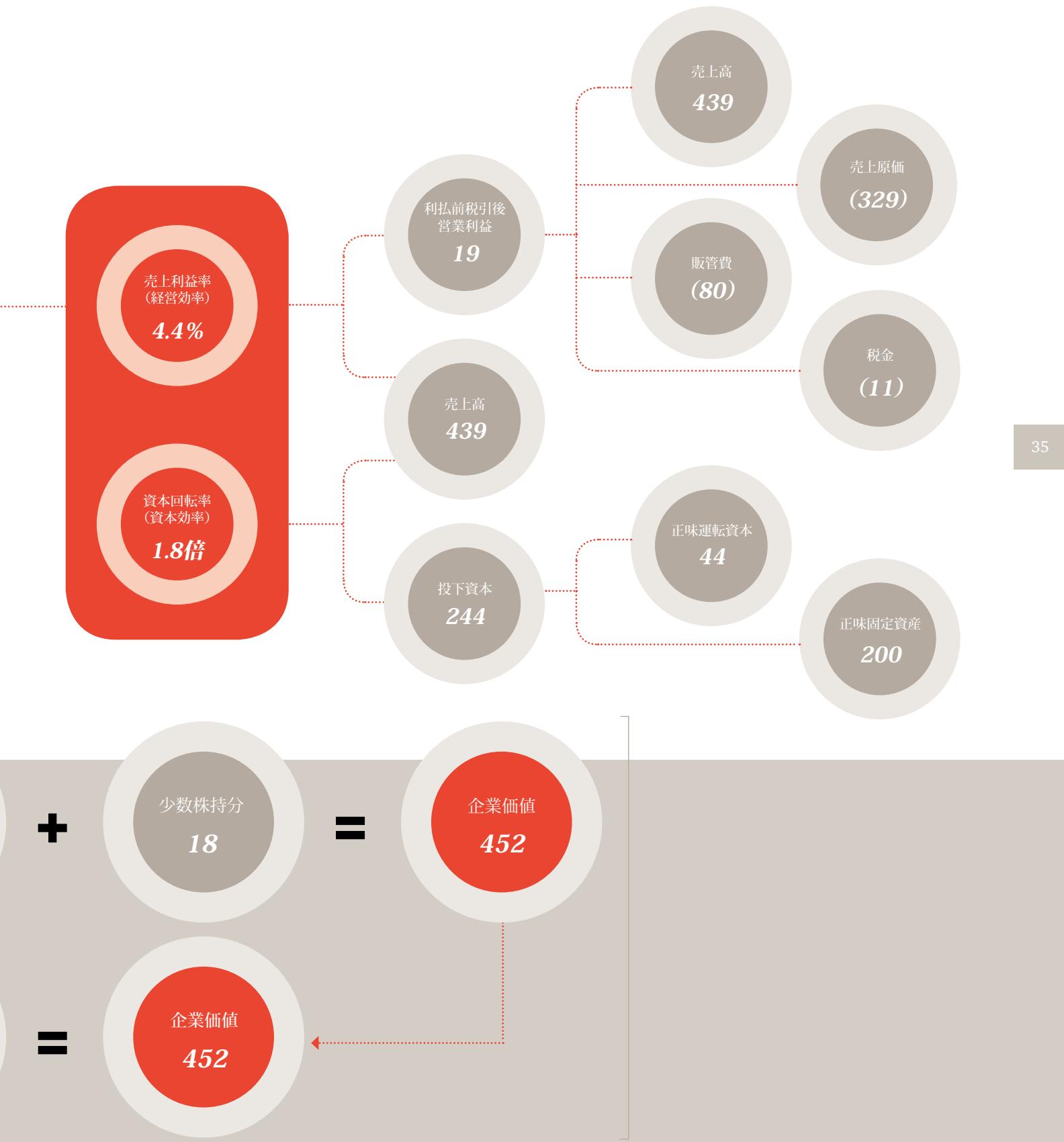


2015 年度の超過リターンは 2% を超え、約 6 兆円のエコノミックプロフィット（価値創造）を生み出した

図 16: 2015 年度 JPX 日経 400 構成銘柄のドライバー

下の図は右側の業績の主要因と、価値パフォーマンス（ROIC、エコノミックプロフィット）、資本市場パフォーマンス（市場価値）との関係を表している。







業績

売上は、危機後の最低水準を記録した2010年度以降、為替の円安進行も相まって、年率7%の成長を達成した

図17:JPX日経400構成銘柄の売上とEBITDAマージン

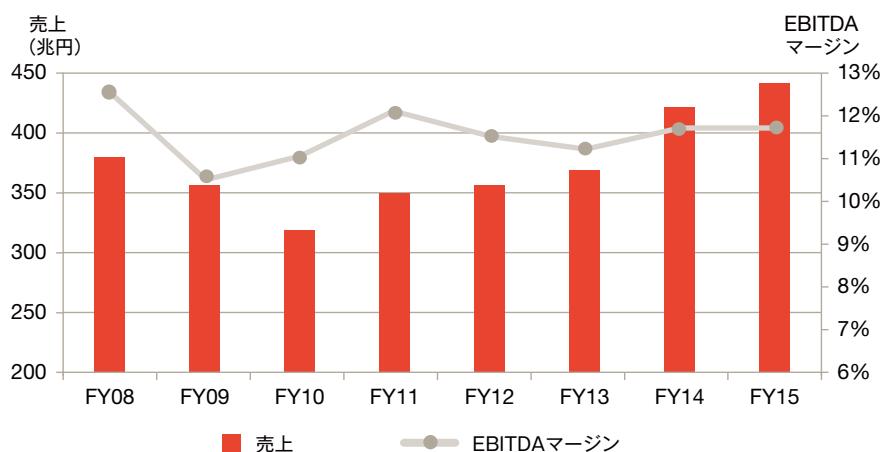


図18:売上—上位および下位

JPX日経400銘柄の 収益の割合: 2015年度		収益の年平均成長率: 2013年度～2015年度
上位3位		
自動車	21.2%	11.4%
商業	13.1%	10.0%
電気	12.8%	4.0%
下位3位		
医薬品	2.0%	4.6%
不動産	1.7%	14.3%
エネルギー	1.0%	7.3%

図19:EBITDA—上位および下位

JPX日経400銘柄 のEBITDAの割合: 2015年度		EBITDAの年平均成 長率: 2013年度～ 2015年度	EBITDAマージ ン: 2013年度～ 2015年度
上位3位			
自動車	23.5%	25.0%	11.8%
IT & サービス	18.8%	4.7%	22.9%
電気	12.9%	10.0%	10.8%
下位3位			
不動産	2.3%	10.3%	16.4%
電力	1.3%	6.6%	15.0%
エネルギー	1.0%	-33.7%	5.0%

日本企業は収益の3分の1以上を輸出から得ており、2012年後半の安倍政権誕生以来、円安の進行に従い、年平均成長率は7%超に達している。

ただし、EBITDAマージンはほぼ横ばいの状態であり、業績の根本的な改善に至っていないことがうかがえる。

こうした指標データは業種ごとで大きな違いがあり、自動車&輸送機器セクターが堅実な伸びを示している一方で、消費財を対象としたエネルギー／資源セクターは苦戦している。



業績

2015 年度、JPX 日経 400 構成銘柄はオーガニック成長に 38 兆円を投資した

図 20 : JPX 日経 400 構成銘柄の設備投資状況

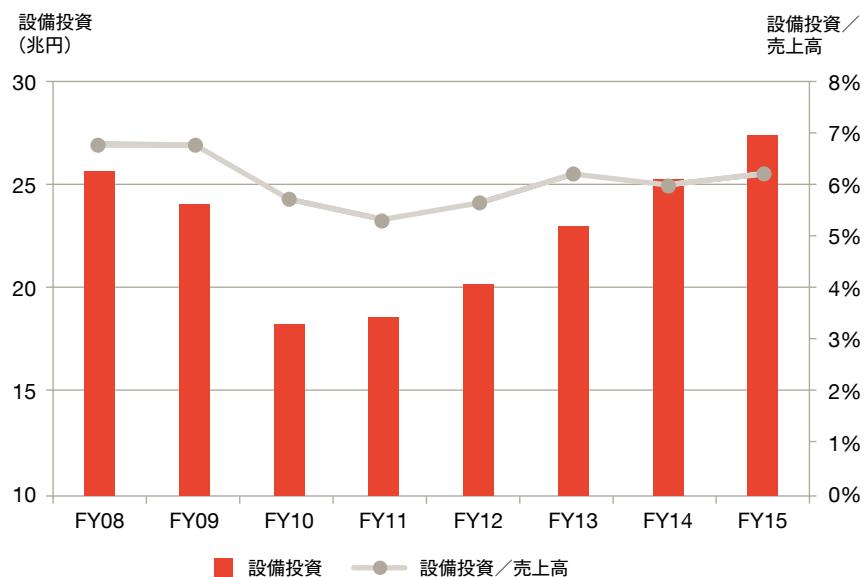
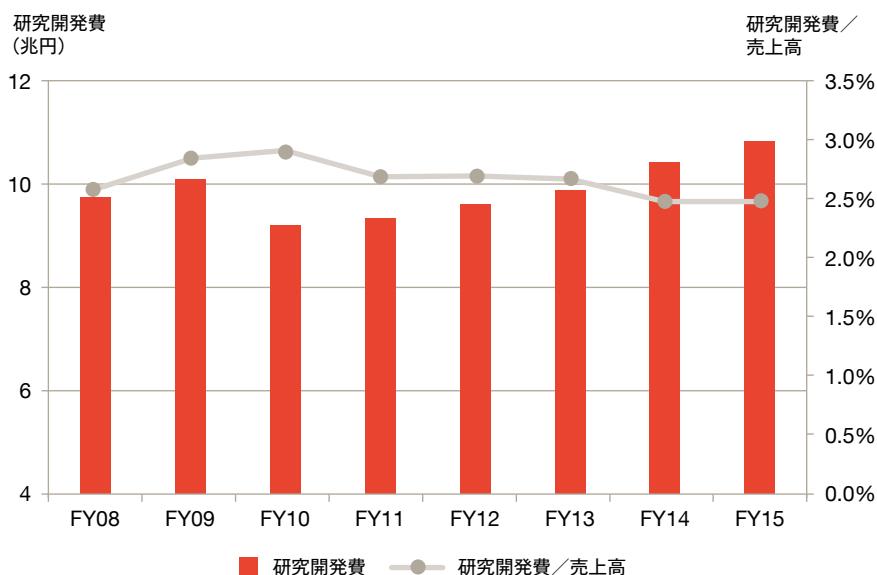


図 21 : JPX 日経 400 構成銘柄の研究開発への投資状況



設備投資および研究開発への投資額は、2015 年度に 38 兆円を超え、最低水準となった 2010 年度から 40% 上昇

JPX 日経 400 構成銘柄の資本支出および研究開発への投資は、2015 年度に上昇傾向を持続し、総額は 38 兆円に達した。これは、最低水準となった 2010 年度からほぼ 40% 上回る数字である。

こうした多額の投資によって、過去 3 年間にわずか 14% 程度の EBITDA が、(配当や自社株取得による) 負債の支払いや株主還元として、フリー・キャッシュフローに回された。

これは、企業がまだ本格的に利益を創出していない長期プロジェクトに投資を行った結果と見られる。ただし、投資計画などのオーガニック成長の推進を目的としたプロジェクトに投資したもの、実際に回収した利益が低かったことを反映している可能性もある。

一部は、多くの企業に付き物の予算編成と意思決定プロセスの拡大を反映しているものと見られるが、経験から判断すると、オーガニック成長の機会の評価に関しては、M&A ほど厳格なプロセスが確立されていないことが多い。さらに M&A のように、投資後のモニタリングを行ない、当初の目標に対する進捗を確認する過去のプロセスも限定的なことが多い。



業績

投下資本利益率は近年、徐々に改善傾向にあったが、2015年度はわずかに下落した

図 22:JPX 日経 400 構成銘柄 ISO ROIC マップ

事業効率

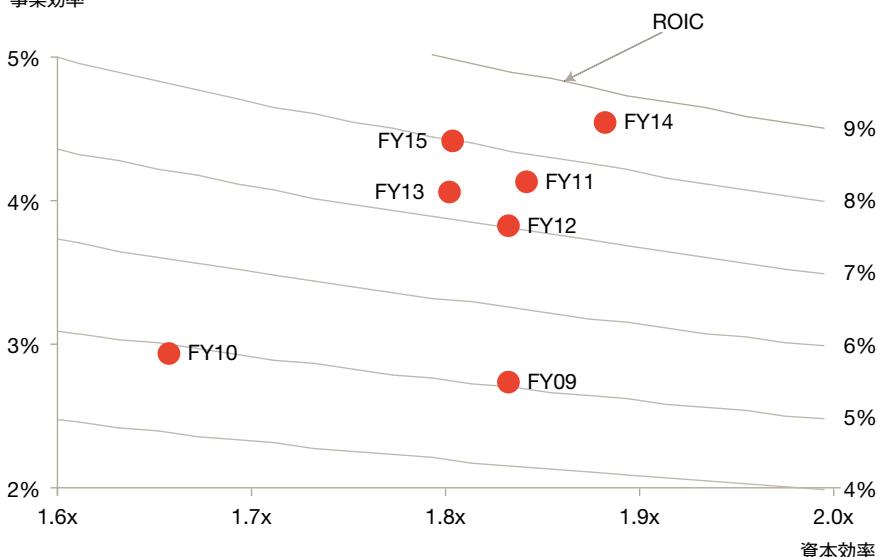


図 24: 資本利益率－上位および下位

	ROIC : 2013 年度～ 2015 年度	ROE: 2013 年度～ 2015 年度
上位 3 位		
自動車	14.1%	11.6%
食品	10.4%	10.8%
IT & サービス	9.2%	10.3%
下位 3 位		
電力	4.6%	8.6%
不動産	4.1%	7.7%
エネルギー	3.1%	3.2%

図 23:JPX ROIC vs ROE



ROE が約 3 % から 4 % 超へ上昇したことが主な要因となり、2011 年度に収益が大幅な改善を見せた後も、投下資本利益率は 7 %～9 % 台の比較的安定した水準を維持している。

2015 年度の利益の減少は、企業が引き続きオーガニック成長およびノンオーガニック成長に向けて多額の投資を行ったことにより、資本効率が低下したことが原因と考えられる。2014 年度および 2015 年度の投下資本の大幅な増加が、将来的に業績や価値パフォーマンスの向上につながるかどうかは、後々明らかとなるであろう。



価値パフォーマンス



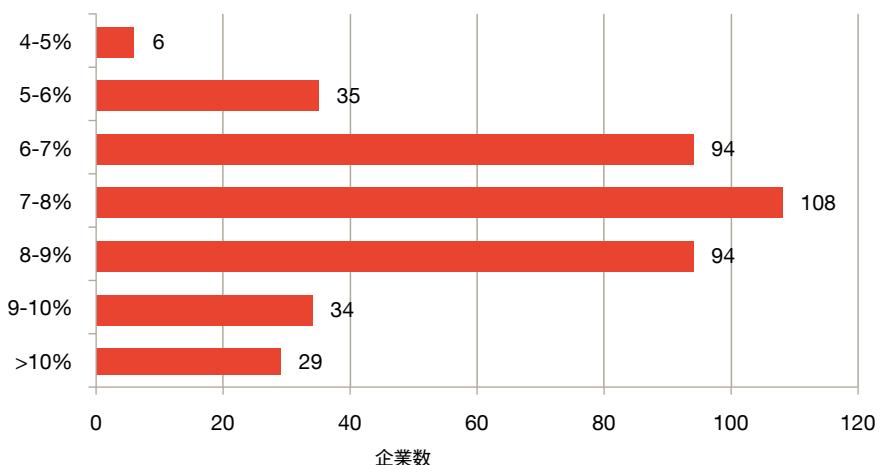
業績

大企業は引き続き、低い資本コストによる安定した資金調達が可能となっている

図 25: JPX 日経 400 構成銘柄の株主資本コスト分布（銀行および金融を含む）

FY15

株主資本コスト



39

図 26: 資本コストの構成 — 2015 年度（銀行および金融を含む）

	ペーパー	自己資本コスト	WACC
自動車	1.1	7.5%	7.3%
銀行	1.1	7.6%	該当なし
商業	0.9	6.3%	3.7%
建設	1.0	7.6%	6.6%
電気	1.1	7.3%	6.7%
電力	0.6	4.9%	3.0%
エネルギー	0.8	6.0%	3.7%
金融	1.3	8.9%	該当なし
食品	0.9	6.5%	5.6%
IT & サービス	0.8	5.9%	4.7%
機械	1.1	7.5%	6.5%
医薬品	0.8	5.6%	5.6%
原材料	1.0	6.9%	5.9%
不動産	1.3	8.7%	4.1%
小売	1.0	7.0%	5.8%
鉄鋼	1.2	8.1%	5.5%
輸送	0.7	5.7%	3.4%
JPX 日経 400	1.0	7.1%	5.6%

資本コストの低下は通常、価値創造にプラスの要因として働くはずだが、安価な資本の存在とバランスシートに対する関心の欠如により、多くの企業が成長はするものの、資本コストを上回る利益が達成できない状態となり、結果的に価値の破壊へつながっている。

しかし、ここ最近になって、投資の意思決定プロセスに変化が見られる。これまでのように「1つの手法を全てに当てはめる」というやり方ではなく、投資機会ごとにハードルレートを設定し、重点的に検討を行うアプローチが広まりつつある。



2009年度および2010年度と2年間、エコノミックプロフィットでマイナスを記録した後、JPX日経400構成銘柄の価値創造は堅調な改善を示している

図27: JPX日経400構成銘柄 ISO エコノミックプロフィット図

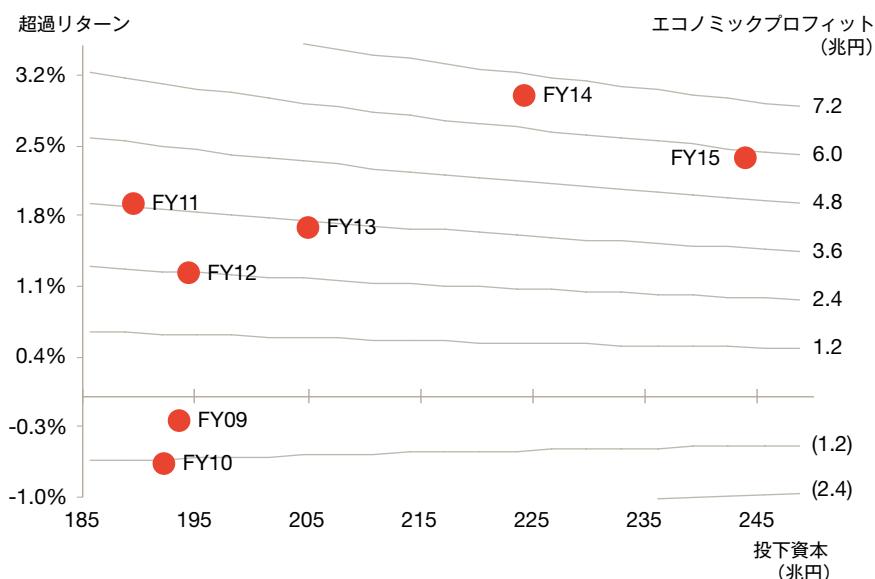


図28: JPX日経400構成銘柄 ROIC vs WACC

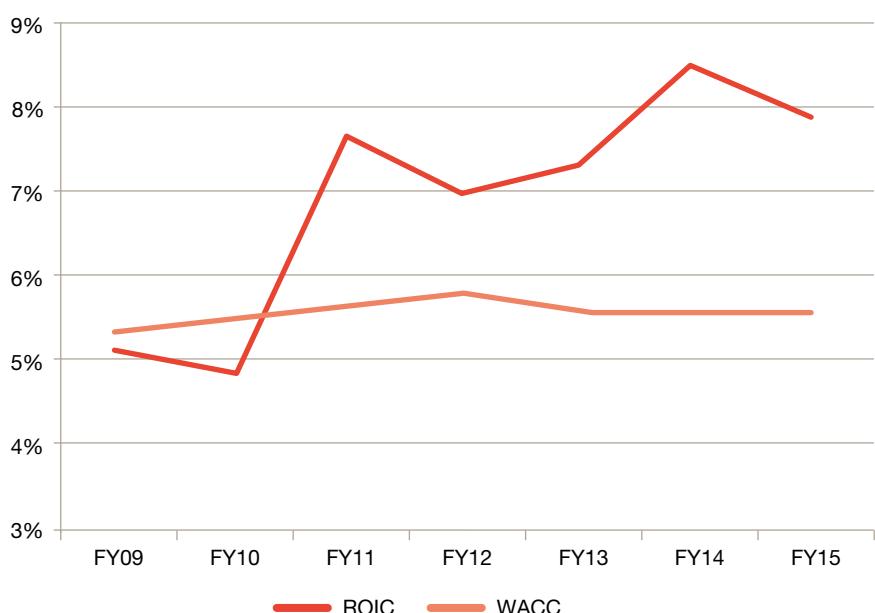


図29: 価値創造 - 上位および下位

10億円	エコノミック プロフィット 総額 2013年度 2013年度	エコノミック プロフィット率: 2013年度～ 2015年度
------	--	---

上位3位

自動車	6,202	2.4%
IT&サービス	4,152	3.4%
電気	1,910	1.2%

下位3位

不動産	-19	-0.1%
鉄鋼	-72	-0.2%
エネルギー	-258	-0.4%

超過リターンの緩やかな改善に加え、投下資本の比較的強固な成長により、2013年度には約3兆円だったエコノミックプロフィットが、2014年度および2015年度には約6兆円を記録し、過去2年間は大幅な拡大傾向を示している。

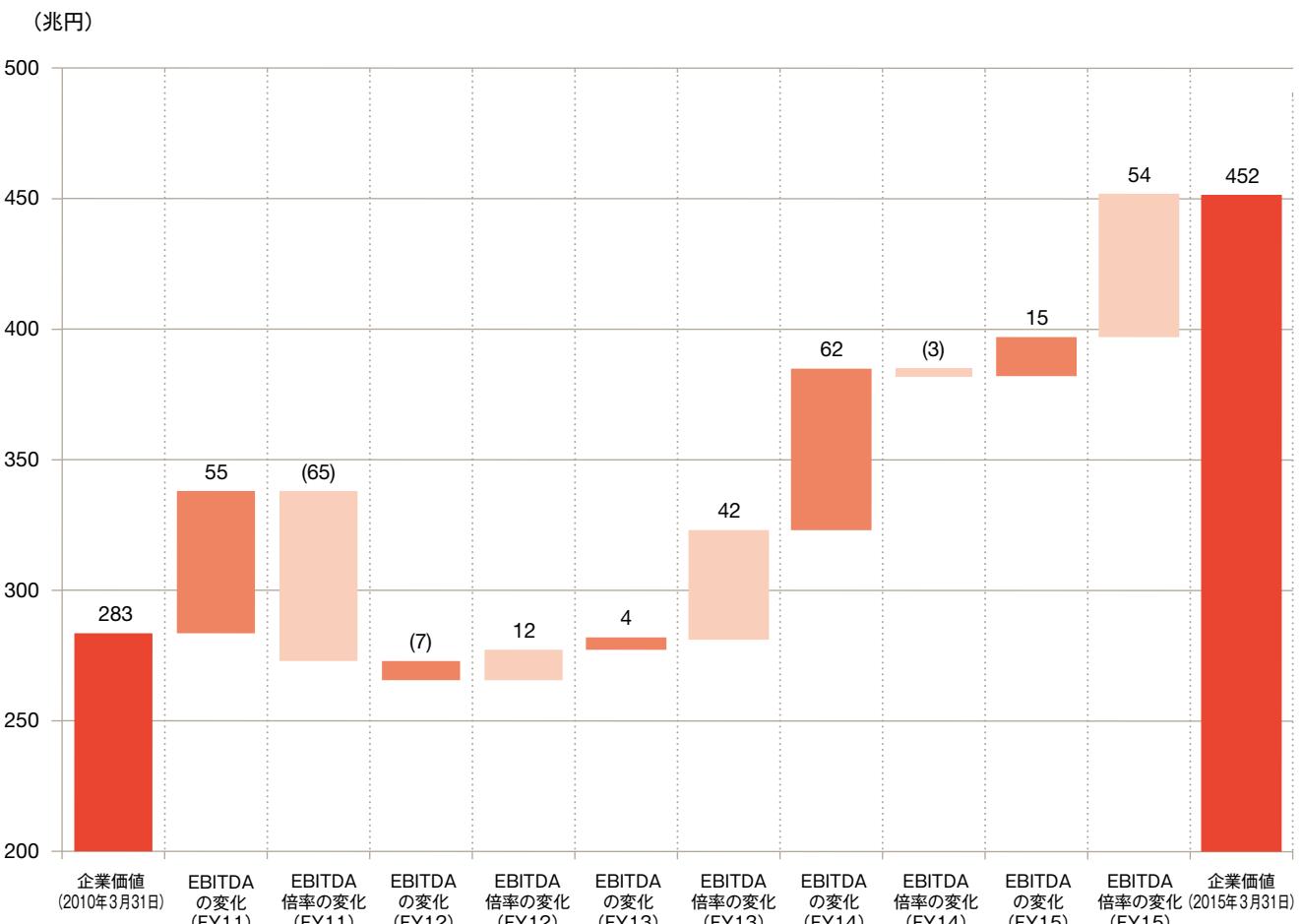
しかし、これも業種ごとに大きな違いがあり、過去3年の間、上位3位の業種がエコノミックプロフィット全体の3分の2を生み出している。一方で、3業種がマイナスを記録している（資本コストが資本利益率を上回っている）

また、2015年度は、価値創造する企業が一部の業種に集中する傾向が強まり、上位3位の業種によって全エコノミックプロフィットの76%が生み出される結果となった。



JPX 日経 400 構成銘柄の企業価値の増大：企業価値は 2010 年度以降、最大 60%まで上昇

図 30：JPX 日経 400 構成銘柄の企業価値の動き、2010 年 3 月 31 日～2015 年 3 月 31 日



上記に示した企業価値の動きは、企業ファンダメンタルズや市場期待における変化が、2010 年度以降の企業価値の変化につながっていることを示している。2010 年 3 月 31 日以降、企業価値は 60% 上昇しているが、これは企業ファンダメンタルズの改善によるものが大きく、上昇分の約 4 分の 3 はこれが要因とされる。過去 5 年間で見ると、市場予測の変化（EBITDA 倍率の変化）による影響は少ないが、2015 年度では上昇分の 18% 近くはこれが要因と考えられる。

資本市場
パフォーマンス

>



価値パフォーマンス

負債の削減および自己株取得が、 株主総利回りの向上に大きく貢献し ている

図 31: JPX 日経 400 構成銘柄の負債資本倍率

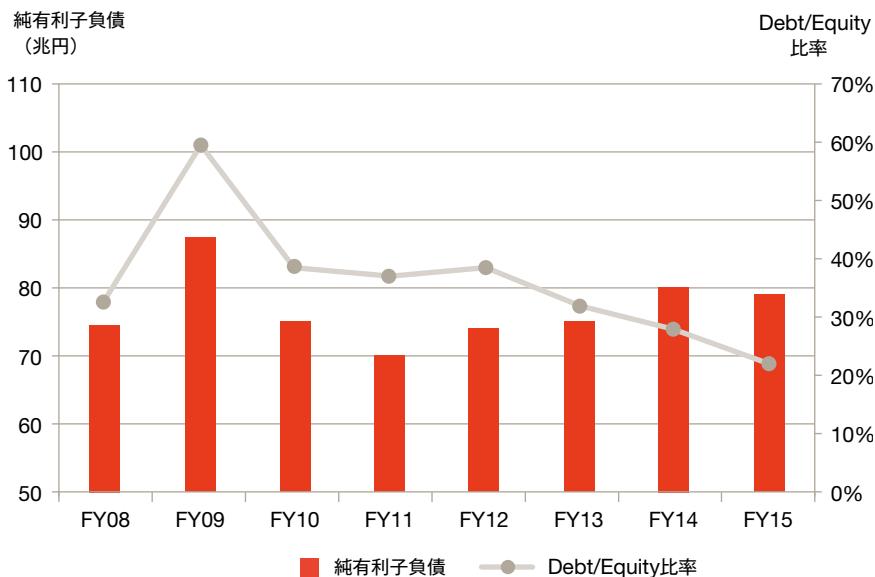
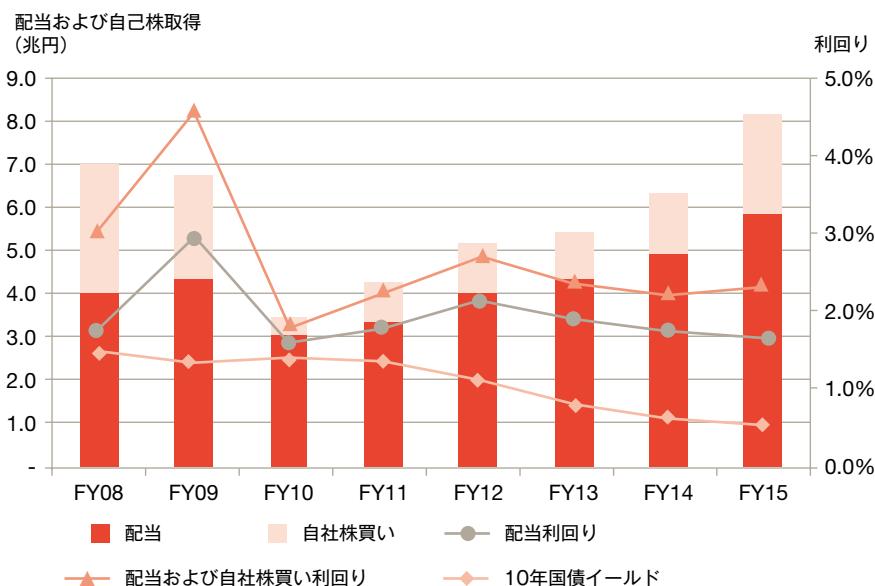


図 33: 負債資本倍率

	D/E: 2015 年度	D/EBITDA: 2015 年度
下位 3 位		
医薬品	-0.1x	-1.3x
自動車	0.0x	0.2x
電気	0.1x	0.5x
下位 3 位		
電力	0.8x	4.0x
エネルギー	0.9x	6.9x
商業	1.1x	7.3x

図 32: JPX 日経 400 構成銘柄の配当および自己株買い利回り



JPX 日経 400 構成銘柄の時
価総額が大幅に上昇したことを
受け、配当の絶対水準は 2010
年度の最低水準に比べほぼ 2 倍
に上昇したが、利回りは約 1.7%
に留まっている。にもかかわらず、
10 年物の日本国債のスプ
レッドは 1% を超え、米国の同
種の国債よりも有利な利回りと
なっている。

また、海外の動向と並んで、
自己株取得を進める企業の数が
大幅に増加しており、2015 年
度には自己株取得額が 68 % 上
昇し、2.3 兆円に達し、株主総
利回り（配当および自己株取得）
が最大 2.3 % 上昇。10 年物国債
のスプレッドも約 2 % となった。



過去3年間の株主総利回りの平均値は、マルチプルの改善、負債の削減、自己株取得などに支えられ、25%を記録した

図34:JPX日経400構成銘柄の株主総利回り、2013年度～2015年度の平均

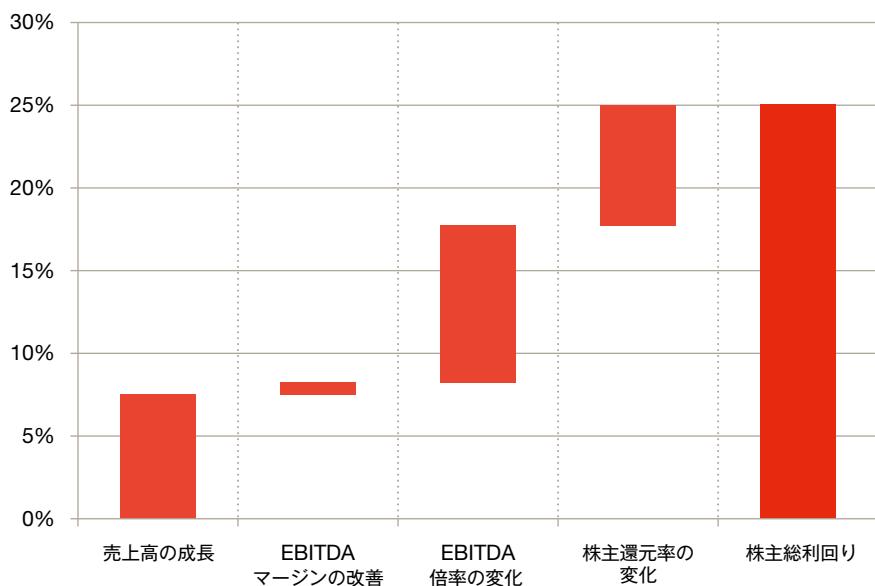


図35:JPX日経400構成銘柄の平均株主総利回り

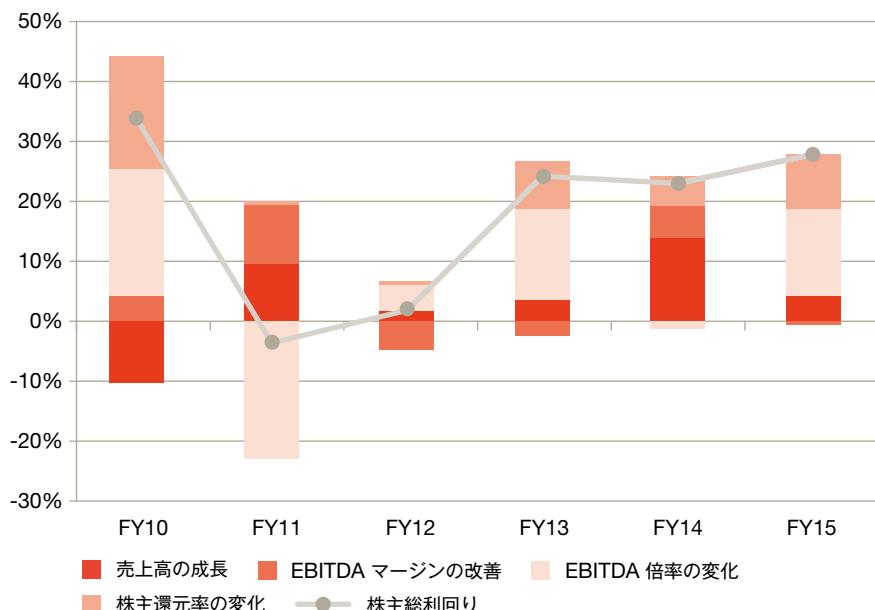
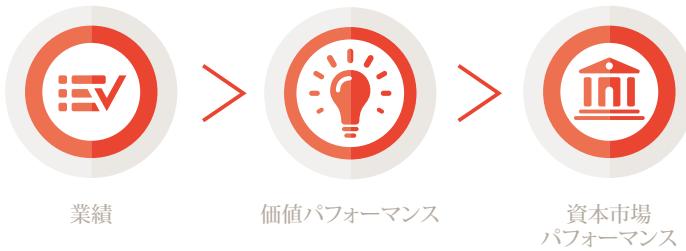


図36:株主総利回り－上位および下位

株主総利回り：株主総利回り：2013年度～2015年度		
	2013年度	2015年度
上位3位		
IT&サービス	31.0%	19.7%
医薬品	29.0%	40.9%
原材料	28.9%	52.7%
下位3位		
鉄鋼	17.1%	19.5%
商業	12.7%	15.6%
エネルギー	3.0%	0.5%

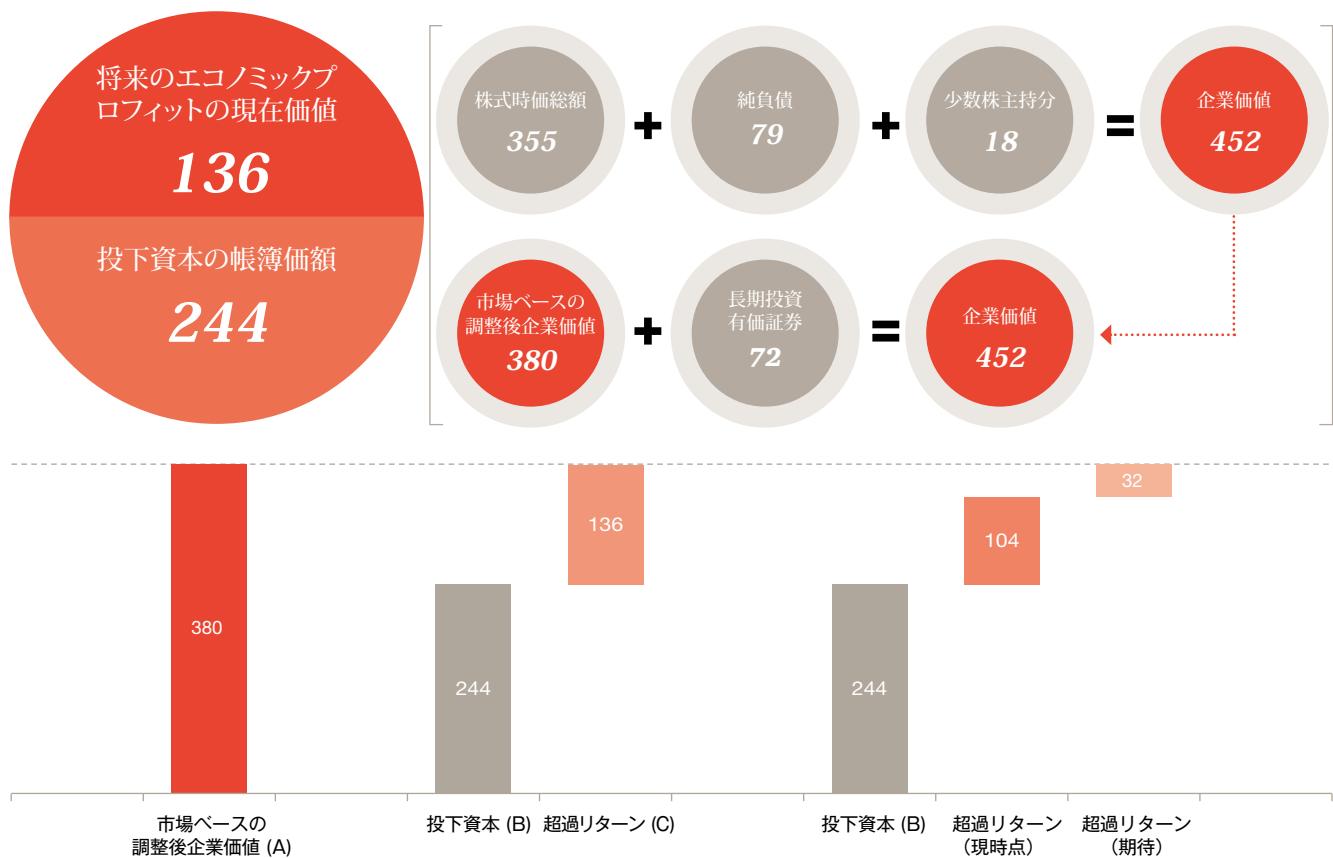
過去3年間の株主総利回りは平均25%を超える（その前の3年間は11%以下）、2015年には28%近くに達した。

これは、JPX日経400構成銘柄の企業ファンダメンタルズの改善、EBITDA倍率の大幅な上昇（将来の成長性に対する期待を示す）、株主総利回りの改善によるものが大きく、負債の返済や自己株取得による配当金を含めた株主還元率の増加がこれに貢献している。



2015年3月31日時点での企業価値は450兆円を超え、市場ベースの調整後企業価値は380兆円となった

図37：企業価値の分類（兆円）



注記：

[A] 財務および市場の観測データをもとに算出した数値。複数の要素に分解し、現在の市場を予測。

[B] JPX 日経 400 構成銘柄の現在の投資額。

[C] 投資家が期待する資本の増分（例えば [C] 投下資本以上、またはこれを超える価値を生み出す超過リターンに対する市場予測など）。

[D] 将来の成長分を考慮しない、資本の現在の超過リターンの価値。

[E] 超過リターンの成長に対する市場予測。

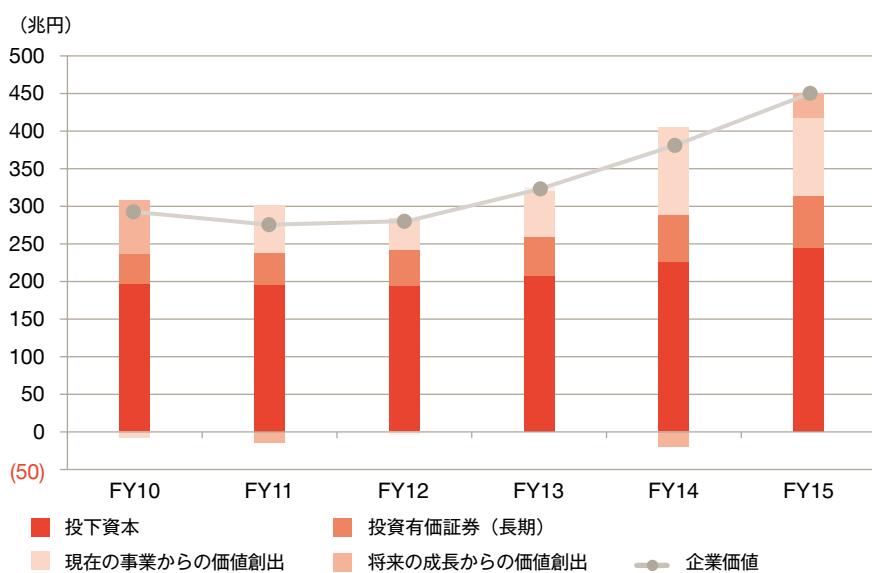


価値パフォーマンス

資本市場
パフォーマンス

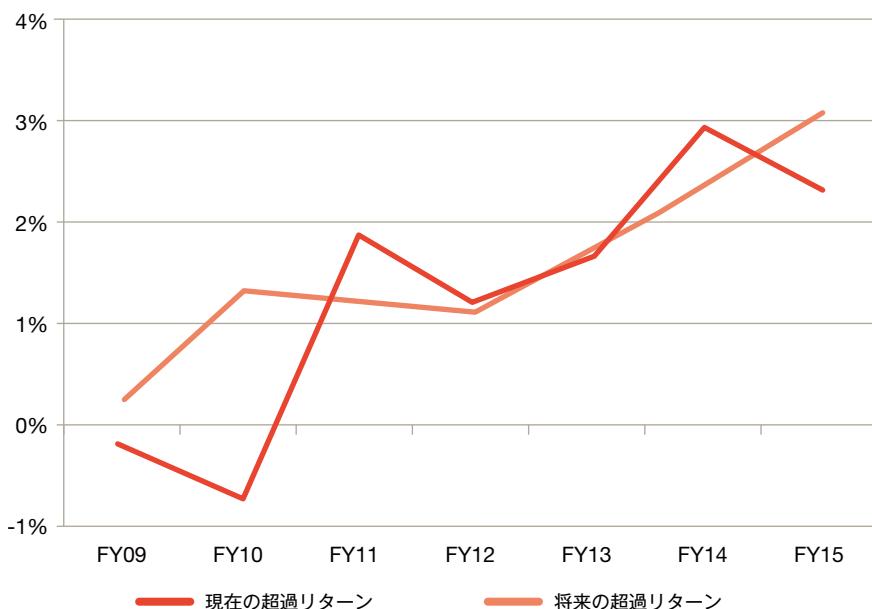
超過リターンは大幅に上昇し、JPX 日経 400 構成銘柄の市場価値はさらなる改善を見せている

図 38: JPX 日経 400 構成銘柄の市場価値

図 40: 現在および予測される将来の超過リターン
— 上位および下位

	現在の実績： 2015 年度	将来予測： 2015 年 3 月 31 日
上位 3 位		
自動車	8.0%	4.9%
食品	5.3%	6.3%
電気	4.2%	6.8%
下位 3 位		
商業	-0.1%	-0.7%
不動産	-0.3%	2.0%
エネルギー	-4.5%	-0.7%

図 39: JPX 日経 400 構成銘柄の現在および予測される将来の超過リターン



超過リターン、つまり JPX 日経 400 構成銘柄の価値創造は、税引後利益率の改善により、2012 年度以降上昇傾向を示している。

また、実際の収益改善により、将来への市場の期待も改善している。2015 年 3 月 31 日時点での JPX 日経 400 構成銘柄の市場価値にも見られるように、2010 年度以来初めて、将来予測される超過リターン (3.1%) が 2015 年度の超過リターン (2.4%) を超える高い数値を記録した。



アベノミクス発動以来、JPX 日経400 構成銘柄は大幅なマルチプルの改善を見せている

図 41: 市場倍率

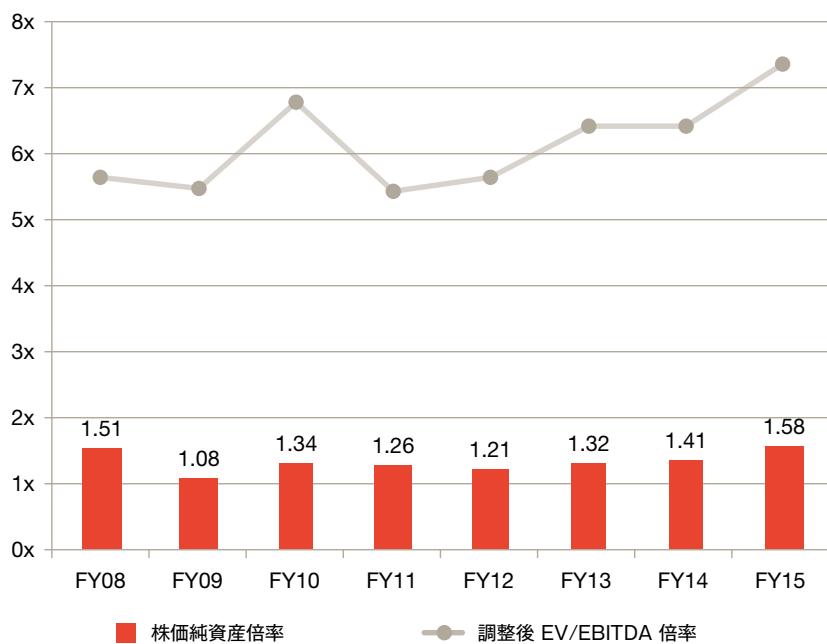


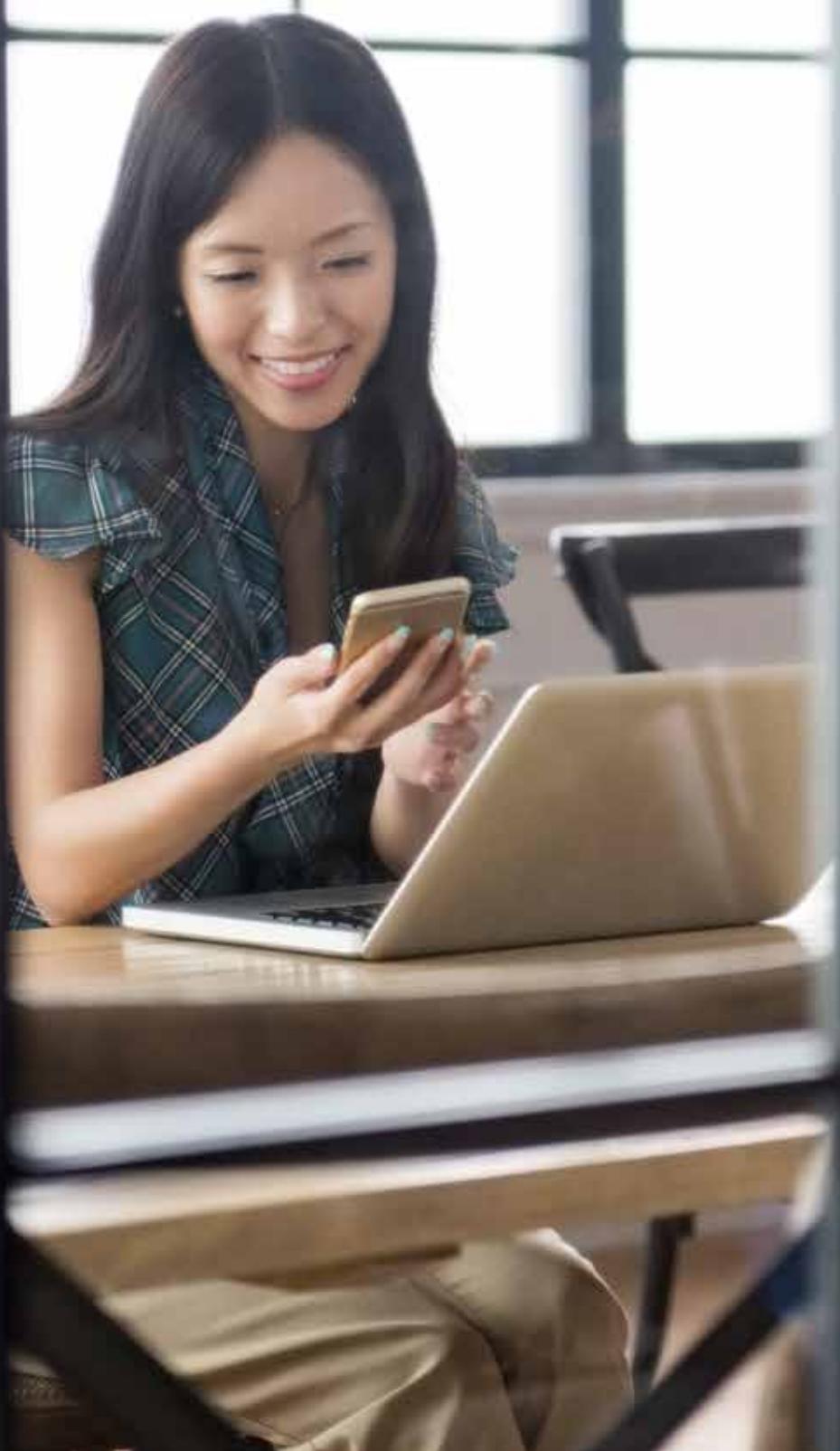
図 42: 株価純資産倍率 (PBR) — 上位および下位

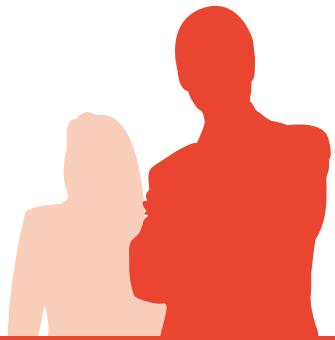
PBR: 2015年3月31日		調整後 EV/EBITDA: 2015年度
上位 3 位		
食品	2.2x	9.1x
医薬品	2.1x	14.5x
電気	2.0x	7.9x
下位 3 位		
鉄鋼	0.9x	5.6x
商業	0.8x	6.5x
エネルギー	0.7x	13.4x

2012 年終盤にスタートしたアベノミクスにより、JPX 日経 400 銘柄の市場価値は EBITDA の成長率を上回る伸びを示し、JPX 日経 400 の EBITDA 倍率は約 5 倍から 7 倍超へと上昇した。この大幅な上昇は 2013 年度から 2015 年度にかけて見られ、株主総利回りは 24 % から 28 % まで增加了。

こうしたマルチプルの改善は通常、企業が将来的に現状を上回る業績を達成するとの市場の期待を示している。また、JPX 日経 400 構成銘柄の時価総額からも、超過リターンが将来さらに拡大するという期待が読み取れる。

しかし経営陣にとっての課題は、業績が上がれば上がるほど、株主資本コストを超える株主還元を行うことが難しくなることである。実際、現在の株価が的確かつ正確に将来の業績を反映したものとなれば、株主還元率は自己資本コストに近い数値に逆戻りし、現状の水準を下回ることが予測される。





PwCについて

PwCについて

49

お問い合わせ

50

PwCについて

組織や個人の価値創造を支援するPwCでは、世界157カ国に208,000人以上の人材を擁し、その強固なグローバルネットワークを活用して、アシュアランス、税務、アドバイザリー分野におけるトップクラスのサービスを提供しています。

ストラテジック・バリューコンサルティングサービスについて

企業収益やガバナンスの重要度がますます高まる中、各組織の経営陣にはビジネスポートフォリオを構成する個々の事業の価値パフォーマンスを理解し、価値創造戦略を解析し、ビジネスにおける重要事項の決定プロセスを明確化することが求められます。しかしながら、ほとんどの組織では経営陣が必要な情報を即座に入手することができず、組織に最も高い価値をもたらす戦略的オプションの評価はもちろんのこと、ビジネスポートフォリオの中で価値を創造する事業の特定すらできない状況にあります。

PwCのストラテジック・バリューコンサルティングチームは、適切な事業判断や参入市場の選択に必要な価値評価基準を経営陣に提供します。既存の価値評価アプローチとは異なる、高度なデータや価値分析を組み合わせた最新のモデリング手法を用いることで事業の本質が明らかとなり、企業価値の向上を促す戦略的意思決定が可能となります。

PwCネットワークの一員であるStrategy&の戦略コンサルタント、およびPwCのアドバイザリー部門の技術専門家や業界専門家との綿密な連携により個々の事業の価値評価を行い、ポートフォリオ内のどの事業が価値を創造し、価値を破壊しているのか、重要事項の意思決定にどういった影響をもたらすのか、などの情報を経営陣に提供します。

サービスの内容：

1

ビジネスポートフォリオのモデリングを行い、価値創造に関する過去推移、および将来の展望を特定

4

ポートフォリオミックスの評価、ポートフォリオ内で競争優位性のある事業の査定

7

国内および海外の競合他社との比較による、経営、価値、資本市場パフォーマンスのベンチマーク調査

2

M&A および投資評価プロセスの改善

5

各投資機会（既存のビジネス）に対するハードルレートの設定

8

社会、環境、財政、経済などの観点からの組織全体に及ぼす影響の評価

3

ビジネスポートフォリオ内で売却候補となる事業の特定、および売却処理の支援

6

主要な価値指標に関する経営報告書や理事報告書を作成するシステム、ツール、プロセスの確立

9

ステークホルダーとのコミュニケーション方法や内容に関する改善アドバイス

お問い合わせ先

PwCのストラテジック・バリュー・コンサルティングサービスに関する詳細をご希望の方は、下記の担当者にご連絡ください。

PwCアドバイザリー合同会社



スティーブ・スローマン
パートナー
080-1185-4081
steve.p.sloman@jp.pwc.com
www.linkedin.com/pub/steve-sloman/88/998/14



和田 浩隆
マネジャー
080-9421-5333
hirotaka.wada@jp.pwc.com

重要事項

本レポートは関心のある一般的な情報をまとめたものであり、専門家としての助言は含まれておりません。専門家からの助言を受けることなく、本レポートに記載されている情報だけをもとに行動されないようお願いします。本レポートに含まれるいかなる情報の正確性または完全性についても、（明示または暗示を問わず）表明および保証を行なうものではありません。また法律によって認められる範囲において、プライスウォーターハウスクーパース株式会社、そのメンバー企業、従業員および代理人は、本レポートに記載される情報を信頼したこと、またはこれをもとに判断したことに関連し、ご自身または他の方が行動を起こした、または行動を控えた結果に対し、いかなる賠償責任、法的責任または注意義務も負いません。

www.pwc.com/jp

PwC Japan は、日本における PwC グローバルネットワークのメンバーファームおよびそれらの関連会社（PwC あらた監査法人、京都監査法人、PwC コンサルティング合同会社、PwC アドバイザリー合同会社、PwC 税理士法人、PwC 弁護士法人を含む）の総称です。各法人は独立して事業を行い、相互に連携をとりながら、監査およびアシュアランス、コンサルティング、ディールアドバイザリー、税務、法務のサービスをグローバルネットワークに提供しています。

PwC は、社会における信頼を築き、重要な課題を解決することを Purpose(存在意義)としています。私たちは、世界 157 カ国に及ぶグローバルネットワークに 208,000 人以上のスタッフを有し、高品質な監査、税務、アドバイザリーサービスを提供しています。詳細は www.pwc.com をご覧ください。

本報告書は、PwC メンバーファームが 2016 年 1 月に発行した『The State of Corporate Japan... in Numbers Operating and Value Performance』を翻訳したものです。翻訳には正確を期しておりますが、英語版と解釈の相違がある場合は、英語版に依拠してください。

電子版はごちらからダウンロードできます。www.pwc.com/jp/ja/japan-knowledge/thoughtleadership.html

オリジナル（英語版）はごちらからダウンロードできます。www.pwc.com/jp/en/japan-knowledge/thoughtleadership.html

日本語版発刊月：2016 年 4 月 管理番号：I201511-6

©2016 PwC. All rights reserved.

PwC refers to the PwC Network and/or one or more of its member firms, each of which is a separate legal entity. Please see www.pwc.com/structure for further details.

This content is for general information purposes only, and should not be used as a substitute for consultation with professional advisors.