

2017 年度商学部専門科目「経営学」

第9回 経営財務と企業価値

00 前回のアンケートの感想(添付資料)

動画への好感/講義のわかりやすさ/他方での難易度、興味深さの不足/企画書作成のグループワークに対する評価

00-1 評価の内訳

- 期末試験…60点
- 出席点…講演会、企画書発表会への出席4回(4月28日, 5月12日, 7月14日, 7月21日)
3点*4回=12点
- 企画書…25点(提出点5点, 内容点20点満点)
- その他…グループによる企画書提出点2点, 分析シート, 企画シートの提出点各1点
グループを作って「学問共同体」的なものを作ってほしい…プラス点
- 合計…101点満点

00-2 授業の難易度について

- 講義としては、原則的にテキストの内容を、ある程度理解していただくことを目指している。(1回生の必修科目です)
- 「Why」を念頭にしている。
なぜ、こうした内容を学ぶのか。なぜ、こうなったのか。

00-3 講義ノートの場合

<http://ocubusinesshistory.com/>

0 前回の復習と本日の目標

- 前回は、「ヒト」という資源の管理、つまり人事管理から人的資源管理への発展を取り上げた。そこでは、日本的経営が寄与していたこと、その日本的経営もバブル崩壊以後に「変質」し、現在の優秀な日本企業でも人材育成に苦労していることを議論した。本テキストでは、株主重視経営と従業員重視経営について以下のように触れている。
- 「株主重視の経営が果たして企業の競争力を高め、競争優位性を確保し、株主利益につながったのかどうか、また従業員重視の経営が終局的に株主に利益をもたらさないのかどうか、さらに日本的経営の何を残して何をどのように変革していくべきなのか、改めて検証してみる時期にさしかかっているようにおもわれる」(テキスト89頁)
- そこで、今回は、現在、株主重視ともいえる株主価値創造経営を主張する経営財務論を取り上げる。そもそも、経営学とは、社会的な存在としての企業経営を検討する学問でもある。財務の点から、企業はどのように捉えられるのかを議論するものである。

1 今回の内容

今回のキーワード/最近の資本調達から/経営財務とは何か/そもそも企業価値とは何か/参考文献/次回のキーワード/企画書づくりについて

2 今回のキーワード

『基本経営学用語辞典』他より

企業価値

会社全体の経済的価値。具体的には、企業が将来にわたって生み出すキャッシュフローの現在価値（将来発生するキャッシュが現時点でどのくらいの価値があるかを判断する指標）を指す（グロービス経営大学院「MBA用語集『企業価値』」
https://mba.globis.ac.jp/about_mba/glossary/detail-12131.html, 2017/6/15)

キャッシュ・フロー

ある一定期間内に企業に出入りして流れる資金量。

資本コスト

資金提供者が要求する収益率を表しており、株主資本コスト（株主が株主資本に対し要求する収益率）と負債コスト（債権者に対し支払う平均利子率）の2つからなる。

エージェンシーコスト

株主と経営者との利益相反により発生するコスト（Buzzword「エージェンシーコスト」
http://www.exbuzzwords.com/static/keyword_1649.html, 2017/6/15)

株主価値

企業価値から負債を差し引き、株主に帰属する価値を求めたもの（グロービス経営大学院「MBA用語集『株主価値』」
https://mba.globis.ac.jp/about_mba/glossary/detail-12115.html, 2017/6/15)

3 最近の資本調達活動から

容易ならぬ資本調達

(1)クラウドファンディングによる中小企業の試み

ある目的、志などのため不特定多数の人から資金を集める行為、またそのためのネットサービスのこと（コトバンク「クラウドファンディング」）
<https://kotobank.jp/word/%E3%82%AF%E3%83%A9%E3%82%A6%E3%83%89%E3%83%95%E3%82%A1%E3%83%B3%E3%83%87%E3%82%A3%E3%83%B3%E3%82%B0-190092>, 2017/6/16)。

4 経営財務とは何か

4-1 企業の財務的意思決定

経営財務⇒企業価値の最大化を目的（テキスト 96-97 頁）

投資決定、資本調達、配当政策

そもそも企業価値とは何か…(2)企業活動の正常性の評価軸（資料 1）

資料 1

経営者がきちんと能力を発揮しているかどうか、投入された見合いに対して企業の生産活動がきちんと価値を生んでいるかどうか、を測るためのモノサシが必要になります。それが企業価値です。
（宮川，2016，8 頁）

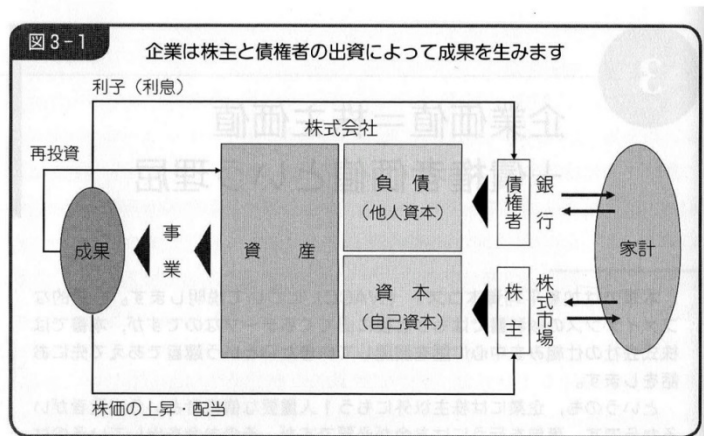
資本調達先の別から

(3)企業価値＝負債価値＋株主価値（資料 2）

株主価値＝株式の時価総額＝株価×発行済株式数

※株主価値の最大化＝株価の最大化

資料 2



出所) 宮川 (2016), 26 頁。

株主への配慮, 株価への留意の理由 (テキスト 100-101 頁)

株券を通じた究極的な支配権

(4) 残余請求権者

4-2 経営財務をめぐる議論

新古典派経済学からエージェンシー理論へ

新古典派経済学の経済人モデルに基づいた考え方

→ 所有と経営の分離による経営者の登場

→ 財務意思決定 (投資決定, 資金調達, 配当政策) における株主と経営者の対立

エージェンシー理論におけるエージェンシーコストの発生

4-3 株主価値創造経営の追求へ

株主価値創造経営の登場

1980 年代の LBO (レバレッジド・バイ・アウト) の流行 (資料 3)

LBO

買収しようとする企業の資産を担保にした借入金によって, その企業の株式を買収するやり方のこと。少額の自己資金で巨額の資産をもつ企業を手中に収めることが可能となる。

⇒ 企業売買の際に注目された「株主価値」

資料 3

その始まりは会計だった。何人かの学者が、一株あたりの利益などの伝統的な業績指標は、会社の素の価値を示す指標として相応しくないと指摘した。彼らはその代りとして、予測現金流動 (将来キャッシュフローの割引現在価値) を会社の価値指標とすれば、経営効率が高まり、株主により高い価値をもたらすと主張した。だが公平にいて、こうした株主価値の先駆者たちは、企業経営における他の利害関係者 (従業員、政府、地域社会、サプライヤー、顧客) の存在をほとんど考慮しなかった。 / 株主価値運動は、それが意味する結果を新種の投資銀行である レバレッジド・バイアウト (LBO) ・バンカー によって見出されなければ、学界内の比較的退屈な議論にとどまったかもしれない。しかし彼ら銀行家は、この学説にお墨つきを得て、荒稼ぎできると説き始めた。「企業を買収し、株主価値にしたがってリストラし、別の投資家に転売せよ」。 金儲けのことしか頭になかった銀行家らは、こうした事業方針の変更がどんな影響をもたらすかをほとんど考慮しなかったどころか、それを実行に移した。 LBO は 80 年代のビジネス界を席卷し、特に米国において顕著だった。(Kennedy, 2000, 邦訳 6 頁)

経営者…長期的な企業価値向上を目指しつつも、目先の株価動向を気にする (資料 4)

年金基金等の巨大機関投資家の圧力

⇒(5)近視眼的な経営へ

資料 4

多くの経営者は、自分の仕事は会社の長期的な価値の向上だとわかってはいる。しかし彼らは目先の株価動向を価値の目安にする。たとえそれが、真の株主価値最大化ができていのかどうかをチェックするためのごく大雑把な目安だとわかっていてさえ、歯止めはかからない。残念ながら、株式市場は必ずしも世界における最も合理的な場所ではない。後述するように、それは非常に近視眼的である。
(Kennedy, 2000, 邦訳 255 頁)

5 そもそも企業価値とは何か

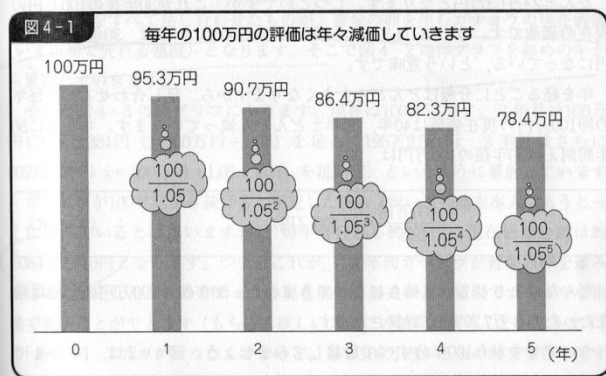
5-1 割引現在価値について

- 発生時期が異なる貨幣価値を比較可能にするために将来の価値を一定の割引率を用いて現在時点に割り戻した価値のこと（金融・経済用語辞典「現在価値」http://www.finance-dictionary.com/2008/05/post_346.html, 2017/6/16）。
- 100 万円を 5%での銀行預金（複利計算）
1 年後：100 万円×（1+0.05）=105 万円
2 年後：100 万円×（1+0.05）²=100 万円×1.1025=110.25 万円
- 割引計算
100 万円
=105 万円/（1+0.05）
=110.25 万円/（1+0.05）²
- 年利 5%で、1 年後に 100 万円、2 年後に 100 万円となるものの現在価値は
1 年後：100 万円/（1+0.05）=95.2 万円
2 年後：100 万円/（1+0.05）²=90.7 万円
- 毎年 100 万円、5%で割り引かれる現在価値合計額（資料 5）
「100 万円」をキャッシュフロー、5%を割引率で、割引現在価値は資料 6 となる。

資料 5

$$\begin{aligned} & \text{毎年の100万円の現在価値合計額} \\ &= \frac{100}{1.05} + \frac{100}{1.05^2} + \frac{100}{1.05^3} + \frac{100}{1.05^4} + \frac{100}{1.05^5} \dots \quad (4-1 \text{ 式}) \end{aligned}$$

毎年毎年100万円は5%で割り引かれていきますから、分母は毎年毎年大きくなり、100万円の現在価値は先になるほど少なくなっていくはず。絵にしてあらわすと、図4-1のようになります。



資料 6

$$\frac{100}{1.05} + \frac{100}{1.05^2} + \frac{100}{1.05^3} + \dots + \frac{100}{1.05^{100}} = 2,084.7910 \quad (4-4 \text{ 式})$$

毎年得られる100万円のことをキャッシュフロー、5%を割引率といいます。次のように一般化できます。

$$\begin{aligned} & \text{割引現在価値} \\ &= \frac{1 \text{ 年目のキャッシュフロー}}{(1 + \text{割引率})^1} + \frac{2 \text{ 年目のキャッシュフロー}}{(1 + \text{割引率})^2} \\ &+ \frac{3 \text{ 年目のキャッシュフロー}}{(1 + \text{割引率})^3} + \dots + \frac{n \text{ 年目のキャッシュフロー}}{(1 + \text{割引率})^n} \quad (4-5 \text{ 式}) \end{aligned}$$

出所) 宮川 (2016), 40 頁。

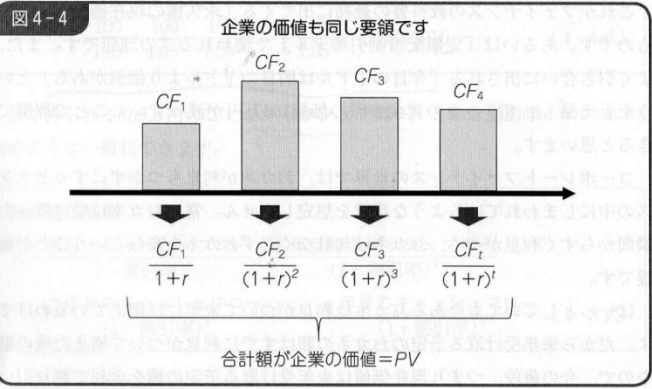
出所) 宮川 (2016), 37 頁。

※企業価値については、同じ考え方で、毎年獲得すると予想される価値の現在価値の合計額（資料 7）。

資料 7

企業価値 = $\frac{\text{将来の予想キャッシュフロー}}{\text{資本コスト}}$ (再掲 2-1 式)

$$PV = \frac{CF_1}{1+r} + \frac{CF_2}{(1+r)^2} + \frac{CF_3}{(1+r)^3} + \frac{CF_4}{(1+r)^4}$$
 (4-7 式)



出所) 宮川 (2016), 42 頁。

- 企業価値は、負債価値と株主価値の合計
資金調達先別の加重平均の資本コスト (WACC)、各年度のフリーキャッシュフロー (FCF) から、テキスト 98 頁の数式 (資料 8) へ
資料 8

企業価値 = $\sum_{t=1}^{\infty} \frac{FCF_t}{(1+WACC)^t}$ (1)

ただし、
 FCF_t = t 期のフリー・キャッシュ・フロー
WACC = 加重平均資本コスト

ここで、(1) 式の加重平均資本コスト (Weighted Average Cost of Capital: WACC) は、目標とする自己資本比率と負債比率 (時価ベース) をそれぞれ w_D と w_E 、負債コストを k_D 、自己資本コストを k_E 、税率を τ とすると、(2) 式で与えられる。

$$WACC = w_D \times k_D (1 - \tau) + w_E \times k_E$$
 (2)

- 資本コストについて
利益分配の順序に見合ったリスクとリターンの関係
→あともなるほど、提供者の期待収益率は高くなる
…普通株式 > 優先株式 > 社債 (資料 9)

資料 9

長期資本の特質				
		普通株式	社債	優先株式
投資家 (債権者) の観点	危険 収益 経営支配権	利益の分配にあずかる順位は最後 変動的 議決権あり	元本・金利については受取りが確定 固定金利 議決権なし	利益分配については普通株に優先 配当率は固定 議決権なし
企業の観点	資本コスト 財務構造への影響	高い 財務構造改善に寄与	低い 財務構造を悪化させる	中間 財務構造改善に寄与

出所) 村松 [1999]、169 頁。

5-2 株主価値創造経営論について

企業財務の情報…具体的な数値で表現
ゴーイングコンサーンとしての企業にとって重要

株主価値創造→企業内部における(6)価値創造に向けたシステム

もちろん、特定の利害関係者を重視するような経営の回避の必要（テキスト 123 頁）

株主資本コストについて

自己資本コスト（テキスト 98 頁の K_e ）について

$$K_e = K_f + \beta (K_m - K_f)$$

K_f ：リスクのない国債リターン， K_m ：株式市場の平均リターン，

$K_m - K_f$ ：プレミアム・リターン

β ：特定業種の株式の変動指数

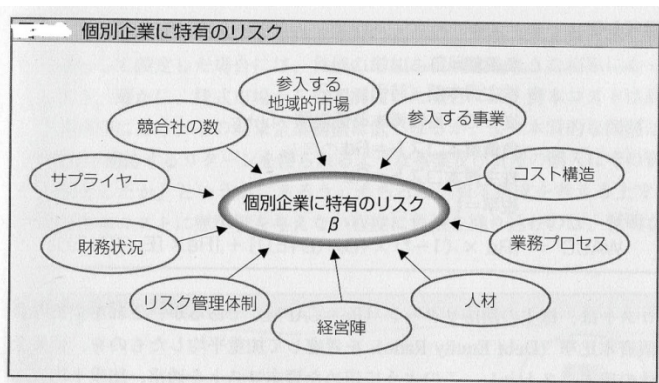
⇒ β について（資料 10）

資料 10

企業がその企業戦略として、どの事業を、そして市場を選択しているのか、また、経営戦略としてどのような業務プロセス、コスト概念をもち、また、いかにサプライヤーと顧客との関係を維持しているか、といった戦略的要素である（アンダーセン、2000、36-7 頁）

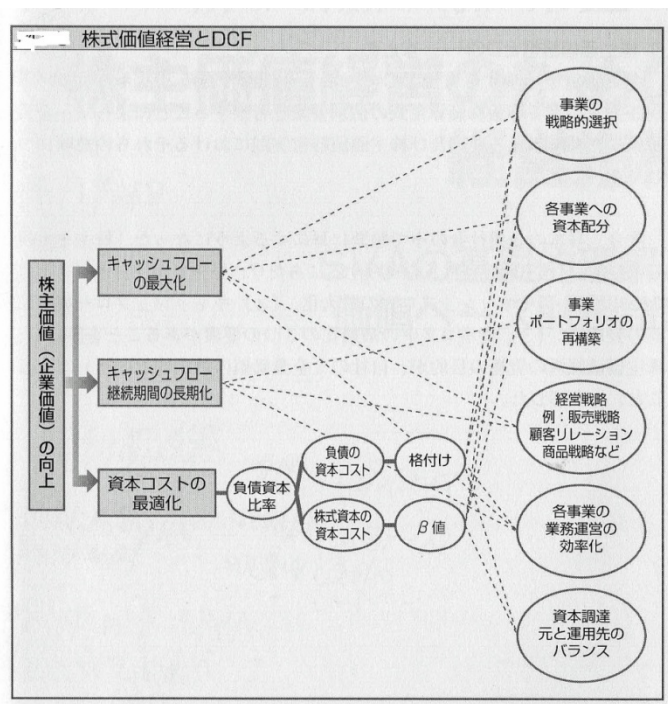
企業は資料 11 のようなリスクを抱えつつ、資料 12 のように株主価値の向上を図るもの

資料 11



出所) 資料 11 はアーサー・アンダーセン (2000), 37 頁。資料 12 はアーサー・アンダーセン (2000), 39 頁。

資料 12



株主価値について

近視眼的なものではなく、(7)株主価値そのもの、企業価値の向上として扱う意味はある

6 参考文献

宮川壽夫(2016)『企業価値の神秘』中央経済社/アーサー・アンダーセン(2000)『株主価値重視の企業戦略』東洋経済新報社/村松司叙[1999]、『財務管理入門』同文館出版/Allan A. Kennedy (2000) The end of shareholder value, Persus Publishing, New York (奥村宏監訳, 西村泰介訳『株主資本主義の誤算』ダイヤモンド社, 2002 年)

7 次回のキーワード

MOT/フォードシステム/トヨタ生産システム/ジャスト・イン・タイム/製品アーキテクチャ論

8 企画書作りについて

企画シートからプレゼンテーションシートへ…アウトプットを意識した企画案作り

来週は、複数のグループからプレゼンテーションシートの発表をお願いします。

- 先週の授業時、多くの受講生の方にご質問いただきました。しかし、私のほうでしっかりとお話を伺えず、きちんとした対応をできませんでした。申し訳ありませんでした。次回の授業時には改めてお話を伺うなど、対応します。
- 以上については、分析シート、企画シート、プレゼンテーションシート、そして最終的な企画書の作成についての一連の流れに関して、私がしっかりとご説明していなかったことが一番の原因だと思います。そこで次回の授業時（後半の作業時）に、改めてご説明します。どうぞよろしくお願いします。