

企業価値の最大化に向けた経営戦略

2006年3月22日

(社) 日本経済団体連合会

目 次

<u>はじめに</u>	1 頁
<u>1. 企業価値の重要性と経営者の取り組み</u>	3 頁
(1) 「企業価値」への関心の高まり	
(2) 企業価値の最大化に向けた経営戦略	
(3) 今回の報告書での分析方法	
<u>2. 「当面の業績改善に直結する経営戦略」と企業価値</u>	7 頁
(1) 分析のプロセスと結果	
① 「当面の業績改善に直結する経営戦略」と企業価値(株式時価総額)の関係	
② 財務指標で説明できる企業価値(株式時価総額)	
(2) 財務指標の改善に向けて	
<u>3. 「中長期を視野に入れた経営戦略」と企業価値</u>	11 頁
(1) 分析のプロセスと結果	
① 「中長期を視野に入れた経営戦略に関するアンケート」の実施	
② 「中長期を視野に入れた経営戦略」と「企業価値のプレミアム」の関係	
(2) 分析結果からの示唆	
① 優秀な人材の育成	
② 中長期的な視点からの研究開発の推進	
③ 企業風土のグローバル化の推進	
④ 取引先企業との継続的・安定的な関係の構築／内外の調達先の育成・支援	
⑤ 経営理念の明確化・社内外への徹底／法令順守を含む企業倫理の徹底	
⑥ 執行と監督の明確な分離(いわゆる米国型コーポレートガバナンスの導入)	
⑦ 財務報告に係わる内部統制の充実	
⑧ IRをはじめ情報開示の推進	

- ⑨商品の安全性確保・品質向上／消費者・顧客企業への対応の向上
- ⑩従業員の人権保護などの推進
- ⑪女性・障害者・高齢者などの雇用機会の提供
- ⑫環境負荷の軽減
- ⑬社会貢献／内外の地域社会との共生

おわりに 24 頁

補論 1：「企業価値の決定要因」の実証分析方法 26 頁

補論 2：「中長期を視野に入れた経営戦略に関するアンケート」について
30 頁

はじめに

経済構造改革が進み、「官から民へ」の流れが加速するなか、官に頼らない民主導の経済構造が定着しつつある。民間企業は、政府の支援に頼らない自らの経営努力がいつそう問われるようになった。

日本経団連では、民間企業の経営革新を促す観点から、経済政策委員会において、2003年度と2004年度の2年度にわたり、民間企業の経営戦略のあり方を検討してきた。

2003年度は、製造業の経営戦略を「研究開発の推進」「設備の増強」「積極的なグローバル展開」「人材育成」など15のパターンに分け、どのような経営戦略が業績改善に役立つかを確かめた。その成果は、2004年5月に、報告書『これからの企業戦略－「守りの経営再構築」から「攻めの経営再構築」へ』として公表している。

続く2004年度は、非製造業の多様な業種・業態において、目覚ましい成果を上げている企業のケーススタディーを行った。これは、2005年4月に、報告書『グローバル化が進む非製造業の新たな展開』として取りまとめている。

2005年度は、これらの成果を踏まえて、業種の別を問わない「企業価値の最大化に向けた経営戦略のあり方」を検討テーマとした。

経営者は日々、企業価値の最大化に腐心している。しかし、企業価値そのものは計測が難しいことに加え、各々の経営戦略がトレードオフの関係になる場合もあって、採用した経営戦略が本当に企業価値の最大化に寄与しているか、客観的に示すことが困難な状況にある。そこで本報告書では、経営戦略と企業価値の関係をできる限り客観的に示すことを試みた。

まず第1章では、企業価値をめぐる論点を整理するとともに、経営戦略との関係について、客観的に評価する必要性を示す。あわせて、この報告書の分析について、考え方や特色を紹介する。

第2章以下では、経営戦略と企業価値との関係を分析するが、企業価値そのものは具体的に計測することが難しい。そこで便宜上、実際に把握できる株式時価総額の動向を通じて企業価値の増減を測ることとし、第2章では、「業績

に直結する経営戦略」と企業価値（株式時価総額）の関係を確かめる。

しかし、株式時価総額の動向は、業績のみでは説明できない。現実の株式時価総額と、業績から計算される理論値の間には「開き」がある。そこで第3章では、この「開き」と、必ずしも当面の業績に直結しない「中長期的な経営戦略」の関係を確かめる。これによって、「中長期的な経営戦略」が企業価値（株式時価総額）のプレミアムにつながっているかどうかを確認する。

企業価値の捉え方はさまざまであり、企業価値の最大化につながる経営戦略についても考えが分かれる。中には、株式時価総額至上主義的な考え方もある。しかし、最近表面化した事案のように、企業実体の改善を怠りながら、専ら不必要な商行為や情報操作などの手段を弄して、株式時価総額の引き上げを図ることは、およそ経営戦略と呼べるものではない。こうした手法は、企業倫理や社会的倫理に悖るばかりか、法に違背する恐れも強い。一時的に株主を眩惑し、株式時価総額が高まったとしても、それは見かけの上だけであり、真の企業価値の向上とは全く無縁である。

企業倫理を徹底し、社会的良識をもって経営に取り組むことは、企業活動を行ううえでの大前提である。この報告書における「企業価値の最大化」の分析も、株式時価総額を手がかりとして使用しているものの、反社会的な風潮とは全く性格が異なる。本報告書を通じて、社会からの信頼と共感を得て、地道な経営戦略を積み重ねていくことこそが、株式時価総額の安定的な上昇、そして企業価値の実質的な増大につながることを、改めて確認していただければ幸いである。同時に、本報告書における多数のデータに基づく分析から得られる示唆が、企業経営の現場において参考とされることを期待したい。

1. 企業価値の重要性と経営者の取り組み

(1) 「企業価値」への関心の高まり

ゴーイングコンサーンとしての企業の価値は、企業が将来にわたり生み出すことを期待されている付加価値の合計である。企業価値は、配当やキャピタルゲインとして「株主に帰属する価値」（株主価値）と顧客・従業員・地域社会など「株主以外のステークホルダーに帰属する価値」の源泉である。企業価値の最大化こそ経営者の使命であるが、近年、さまざまな次元で、企業価値の最大化に向けた経営戦略のあり方が議論の焦点となっている。

例えば、企業間の株式持合いの解消や個人投資家の市場参加を背景に、M&Aや短期のキャピタルゲインを狙った投資家が増加しているが、これに伴い、短期的な業績改善と中長期的な企業発展のいずれをより重視した経営戦略が、株主価値や企業価値の増大に寄与するかが、問われる局面が増えている。

また、環境対策をはじめCSRの拡充、企業倫理の確立、多様なステークホルダーとの良好な協力関係の形成など、企業の果たすべき役割について認識が深まるにつれ、株主と株主以外のステークホルダーとの間の企業価値の配分ルールが企業価値の増減に及ぼす影響について関心が高まっている。

さらに、いわゆる日本型経営をめぐる議論においても、企業価値の最大化が焦点となっている。経済のグローバル化が進む中、執行と監督の分離など株主をより重視した米国型企業統治を導入する企業もみられ、会社法制もこれを認める形で整備されてきている。他方で、日本の社会システム・文化の中では、多様なステークホルダーにも配慮した日本型経営の方が企業価値の最大化に適しているとの見方も根強い。

いずれについても、企業の体質・風土、企業の置かれている状況などにおいて、その解答は異なると考えられ、絶対的な正解といったものはおそらくない。これまでの企業価値と経営戦略をめぐる研究や分析も、体験を踏まえた実証や定性的な事例研究が中心であり、必ずしも一般性や応用性があるとは限らない。問題の性格上、これはやむを得ないことであるが、本報告では、可能な限り客観性をもったデータを用いて、企業価値と経営戦略の関係を定量的に示すこととした。

(2) 企業価値の最大化に向けた経営戦略

経営者は企業価値の最大化を目指しているにもかかわらず、企業価値そのものは計測が難しい。経営者は実際には、把握可能な株式時価総額を参考としつつ、企業価値の最大化に取り組んでいる。

ここには二つの問題がある。第一は、株式時価総額は株主価値であり、企業価値の全てではないという問題である。第二に、株式時価総額は、企業価値により基本的に決まるとしても、それ以外の、例えば、時々の市場の雰囲気(いわゆる地合)、他の企業の株価との相対的な価格感、ある種の「観測」や「思惑」などの要素によっても大きく変動することである。

第一の問題については、株主と株主以外のステークホルダーとの間の企業価値の配分ルールを大きく変更するのでなければ、株主価値を高めることと、企業価値を高めることは同義となり、解消される。

第二の問題については、日々の時価総額ではなく、ある程度長い期間の平均的な時価総額を見ることで解消される。

経営者はこうした前提で企業価値を把握していると考えられるが、この報告書でも、企業価値を株式時価総額によって測り、経営戦略と企業価値の関係を調べることにした。ここでは、さまざまな要因による株式時価総額の短期的な変動を考慮して、1,600社以上の企業を分析対象に取り入れ、さらに各社における株式時価総額の年間平均値を3年分用いることにした。

(3) 今回の報告書での分析方法

「企業価値と経営戦略」の分析で留意すべき点

企業価値について盛んに議論される一方で、「企業価値の最大化に向けた経営戦略の有効性」については、これまでのところ、十分な検証が行われてきたわけではない。

例えば、A社において、「企業価値の最大化に向けた経営戦略」が効果を上げているとしても、これをもって、直ちに「あらゆる企業にとって望ましい取り組み」と言い切ることはできない。もしもA社の取り組みが、特別な環境でしか有効でないものなら、それ以外の多くの企業にとっては、役に立たないか

らである。

また、「経営戦略が功を奏して、企業価値の最大化を実現している」ように見えても、実際は、「好調な業績があつて初めて、そのような経営戦略が可能になる」のかも知れない。

データを使った統計的な検証が必要

こうした問題をなくすためには、多くの企業データを使った統計的な分析とともに、経営戦略が企業価値に及ぼす影響の経路をきっちりと区分することが必要となる。

以下では、この報告書で実施した「経営戦略と企業価値の関係」の分析について、基本的な考え方や特色を紹介する。

「業績に直結する経営戦略」と「中長期的な経営戦略」の区別

分析は、二段階に分けて実施した。

第一段階は、「当面の業績改善に直結する経営戦略」が、企業価値（株式時価総額）の増大につながることを再確認する作業である。具体的には、大手企業1,650社の有価証券報告書に記載されている財務データ（売上高経常利益率、売上高の伸び率、純資産など）を、同時期の株式時価総額と突き合わせて、その関係を調べた。

あわせて、これらの財務データから説明できる「株式時価総額の理論値」を計測した。

第二段階では、「中長期を視野に入れた経営戦略」が、「『株式時価総額の理論値』と『現実の株式時価総額』との開き」にどのような影響を及ぼしているか、すなわち「企業価値のプレミアム」につながっているかどうかを確かめることにした。

「中長期を視野に入れた経営戦略に関するアンケート」の活用

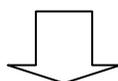
しかし、各企業が取り組む「中長期を視野に入れた経営戦略」の姿について、企業財務データなどから推し量ることは難しい。そこで、日本経団連の会員企業に対して「中長期を視野に入れた経営戦略に関するアンケート」を実施し、14の経営戦略類型について「競業他社に比べて進んだ取り組みを行っているか

どうか」を聞いた。そのうえで、各企業の回答内容と「企業価値のプレミアム」の関係を調べた【図表第1】。

図表第1 この報告書における分析のイメージ

第一段階：「当面の業績改善に直結する経営戦略」の企業価値増大に向けた有効性を分析する

各企業における「当面の業績改善に直結する経営戦略」（日本経団連会員企業など1,650社の有価証券報告書(2002～2004年度の3年分)に記載されている財務データ)と、「株式時価総額」の関係を確認する。

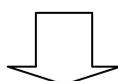


この結果をもとに、企業ごとに「株式時価総額の理論値」を算出する。

+

「中長期を視野に入れた経営戦略に関するアンケート調査」（日本経団連の会員企業を対象に実施）の結果を活用する。

（調査内容：中長期を視野に入れた経営戦略への取り組み状況（競業他社に比べて進んだ取り組みを行っているかどうか）



第二段階：「中長期を視野に入れた経営戦略」の企業価値増大に向けた有効性を分析する

「中長期を視野に入れた経営戦略（アンケートへの回答内容）」と「企業価値のプレミアム（『株式時価総額の理論値』と『現実の株式時価総額』の開き）」の関係を調べる。

2. 「当面の業績改善に直結する経営戦略」と企業価値

(1) 分析のプロセスと結果

① 「当面の業績改善に直結する経営戦略」と企業価値（株式時価総額）の関係

足許の業績や配当性向などが企業価値（株式時価総額）を大きく左右すると言われることが多い。しかし、業績改善努力や配当性向の引き上げが、本当に企業価値（株式時価総額）の増大につながっているかを厳密に確かめた事例は少ない。

ここでは、日本経団連会員企業ならびに、東証一部上場企業（金融・保険業を除く1,650社）の、過去3年間の財務指標を用いて、「収益力」「成長力」「健全性」「株主への還元」といった経営努力が、企業価値（株式時価総額）の増大につながっているかどうかを、「パネルデータ分析」によって確認した（詳しい分析方法は、26頁以降の補論1に記述する）。

結果は【図表第2】の通りであり、いずれも、企業価値（株式時価総額）に対して明らかにプラスであることを確認できた。

図表第2 企業価値（株式時価総額）への影響〔パネルデータ分析の結果〕
—「収益力」「成長力」「健全性」「株主への還元」のいずれも、明らかにプラス—

1. 収益力〔売上高経常利益率の上昇（前年差）〕	☆☆☆
2. 成長力〔売上高の伸び（前年比）〕	☆☆☆
3. 健全性〔利払い費の減少（営業キャッシュフローに対する割合）〕	☆☆☆
4. 株主への還元〔配当性向の高さ〕	☆☆☆

注1) 「☆☆☆」は「企業価値（株式時価総額）に対して明らかにプラス（99%以上の確率）」であることを示す。

注2) 分析は日本経団連事務局において実施。詳しい分析方法は、26頁以降の補論1に記述している。

それでは、例えば「収益力」や「株主への還元」が強化されると、企業価値（株式時価総額）はどの程度上昇するだろうか。

上記の分析結果をもとに計算すると、売上高経常利益率を1%ポイント引き上

げることができれば、企業価値（株式時価総額）は 0.6%増加する（算出方法は 26 頁以降の補論 1 に記述する）。

②財務指標で説明できる企業価値（株式時価総額）

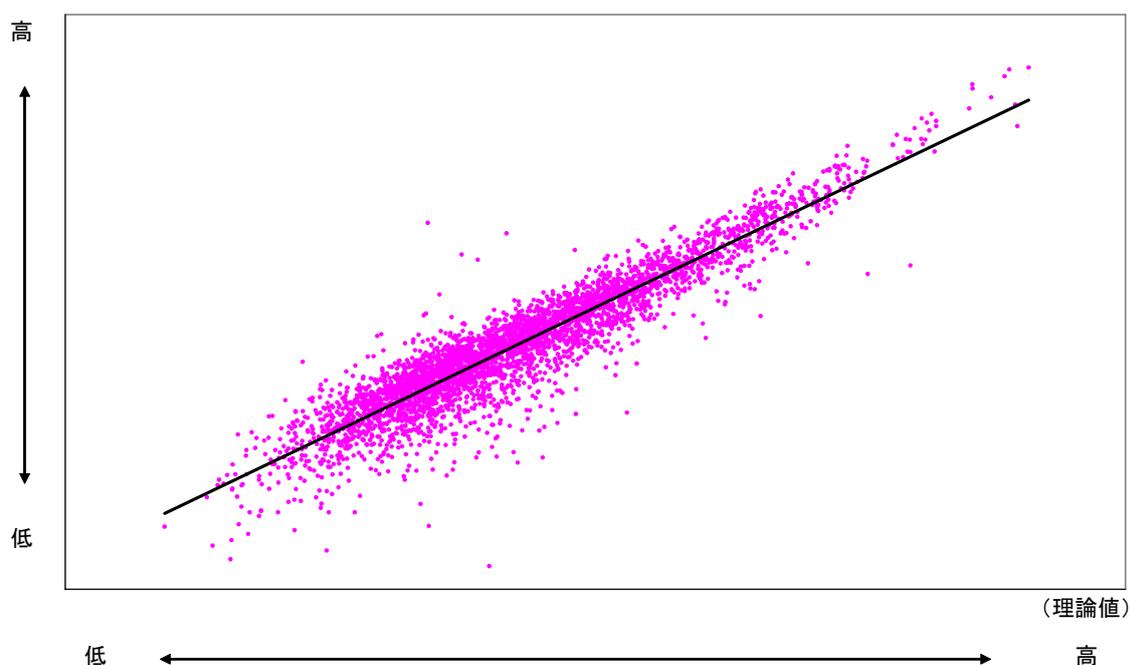
企業価値（株式時価総額）は、上にあげた 4 類型の経営努力に加えて、当然のこと、当期利益や純資産の規模にも影響される。そこで、これらも加えた合計 6 つの要素（収益力・成長力・健全性・株主への還元と、当期利益の規模・純資産の規模）と、企業価値（株式時価総額）との関係を調べた。その結果、これら 6 つの「財務指標で表される要素」によって、企業価値（株式時価総額）の約 88%を説明できることが分かった。

この分析結果をもとに、財務指標によって説明できる「株式時価総額の理論値」を算出した。個別企業ごとの「現実の株式時価総額」と「理論値」の関係は、【図表第 3】の通りである。

両者には、概ね比例的な関係がみられるが、企業ごとのバラつきも少なからず出ている。

図表第 3 株式時価総額と「理論値」の関係
—概ね比例しているが、企業ごとのバラつきも—

(現実の株式時価総額)



(2) 財務指標の改善に向けて

ここまでの分析で、「収益力」「成長力」「健全性」「株主への還元」などの経営努力が、確実に企業価値（株主時価総額）を押し上げていることが確認できた。また、それぞれの要素の「貢献度」をみると、特に「収益力（売上高経常利益率の伸び）」が重要であることが分かった。

そこで、収益力を改善する方策を探った。具体的には、「『当面の業績改善に直結する経営戦略』と企業価値（株式時価総額）の関係」の分析（7頁）と同様のデータを使用して、まずコスト面について、「労働生産性の上昇」「1人あたり人件費の抑制」「有形固定資産回転率の上昇」などが売上高経常利益率の上昇につながっているかどうかを確認した。同時に「売上高の伸び」も利益率に少なからず影響していると考えられるため、これも説明要素に加えた。

結果は【図表第4】の通りであり、いずれの要素も、売上高経常利益率に対して明らかにプラスであることを確認することができた。

図表第4 売上高経常利益率への影響〔パネルデータ分析の結果〕

—「労働生産性の上昇」「1人あたり人件費の抑制」「有形固定資産回転率の上昇」などが利益率上昇につながる—

1. 労働生産性の上昇（従業員1人あたり付加価値額、前年差）	☆☆☆
2. 1人あたり人件費の抑制（人件費・福利厚生費÷従業員数、前年比）	☆☆☆
3. 有形固定資産回転率の上昇（売上高÷有形固定資産残高、前年差）	☆☆☆
4. 売上高の伸び（前年比）	☆☆☆

注1) 「☆☆☆」は「売上高経常利益率に対して明らかにプラス(99%以上の確率)」であることを示す。

注2) 分析は日本経団連事務局において実施。詳しい分析方法は、26頁以降の補論1に記述している。

さらに、それぞれの要素の改善によって、売上高経常利益率がどの程度上昇するかを確認した。

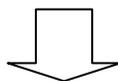
結果は【図表第5】の通りであり、例えば、大企業の2004年度実績と同程度に各指標が改善されるケースでは、理論上、売上高経常利益率が0.78%ポイント上昇することになる（労働生産性の上昇によって0.13%ポイント、1人あたり人件費の減少によって0.44%ポイント、有形固定資産回転率の上昇によって0.0002%ポイント、売上高の増加によって0.22%ポイントずつ上昇。算出方法は26頁以降の補論1に記述する）。

図表第5 労働生産性・1人あたり人件費・有形固定資産回転率と「収益力（売上高経常利益率）」の関係の試算値

【大企業の2004年度実績（※）を想定】

- ・労働生産性（従業員1人あたり付加価値額）は前年比37万円分上昇
- ・1人あたり人件費は前年比14.5万円減少
- ・有形固定資産回転率は前年比0.17回上昇
- ・売上高は前年比6.0%増加

（※）法人企業統計年報（全産業・資本金10億円以上のベース）を参考とした。



「売上高経常利益率」は約0.78%ポイント上昇

内訳：「労働生産性の上昇」で+0.13%ポイント、
「1人あたり人件費の減少」で+0.44%ポイント、
「有形固定資産回転率の上昇」で+0.0002%ポイント、
「売上高の増加」で+0.22%ポイント

3. 「中長期を視野に入れた経営戦略」と企業価値

(1) 分析のプロセスと結果

①「中長期を視野に入れた経営戦略に関するアンケート」の実施

第2章では、短期的な変動を除いた企業価値(株式時価総額)の相当部分は「当面の業績改善に直結する経営戦略」によって説明できることを確認したが、それ以外の要素によって左右される部分も、少なからず残されている。

「それ以外の要素」としては、当面の業績改善には必ずしも直結しない、「中長期を視野に入れた経営戦略」の存在が考えられる。しかし、それらを客観性のある数値データで表わすことは困難である。そこで、日本経団連の会員企業を対象に「中長期を視野に入れた経営戦略に関するアンケート」を実施して、各企業における取り組み状況を調べた【図表第6】(アンケートの詳細は、30頁以降の補論2に記述する)。

図表第6 「中長期を視野に入れた経営戦略に関するアンケート」の概要

調査対象：日本経団連会員企業(金融・保険業を除く)のうち、証券取引所に上場している企業831社 → うち306社より回答

調査内容：「中長期を視野に入れた経営戦略」への取り組み状況(「競業他社よりも進んだ取り組みを行っているかどうか」の判断)

具体的な調査項目：

- ①優秀な人材の育成
- ②中長期的な視点からの研究開発の推進
- ③企業風土のグローバル化(外国人の本社幹部登用など)の推進
- ④取引先企業との継続的・安定的な関係の構築／内外の調達先の育成・支援
- ⑤経営理念(企業の価値観)の明確化・社内外への徹底／法令順守を含む企業倫理の徹底
- ⑥執行と監督の明確な分離(いわゆる米国型コーポレートガバナンスの導入)
- ⑦財務報告に係わる内部統制の充実
- ⑧IRをはじめ情報開示の推進
- ⑨商品の安全性確保・品質向上／消費者・顧客企業への対応の向上
- ⑩従業員の人権保護などの推進
- ⑪女性・障害者・高齢者などの雇用機会の提供
- ⑫環境負荷の軽減
- ⑬社会貢献(NPO支援、学術研究、文化・スポーツ振興など)／内外の地域社会との共生
- ⑭政治への積極的な貢献

このアンケートでは、「中長期的な発展基盤の整備」「コーポレートガバナンス・企業倫理」「消費者・調達先・従業員などとの関係」「環境対策・社会との関係」に関連する 14 の経営戦略について、各企業の取り組み方を調査した。他のアンケートなどにみられない特色は、数値化しにくいこれらの経営戦略に、あえて恣意的・機械的な点数化や順位づけを行わず、「競業他社よりも進んだ取り組みを行っているかどうか」について、企業自らの姿勢・意識そのものを調べたことである。

アンケートの質問項目と集計結果は、【図表第 7】に示している。

14 の経営戦略の中で、「進んだ取り組みを行っている」と回答する企業が多かったのは、

「経営理念の明確化・徹底／企業倫理の徹底」（全 306 社のうち 175 社）

「商品の安全性・品質向上／消費者・顧客対応」（132 社）

「環境負荷の軽減」（125 社）

「IRをはじめ情報開示」（115 社）

「優秀な人材の育成」（103 社）

「取引先との安定的関係／調達先の支援・育成」（92 社）

「研究開発の推進」（90 社）

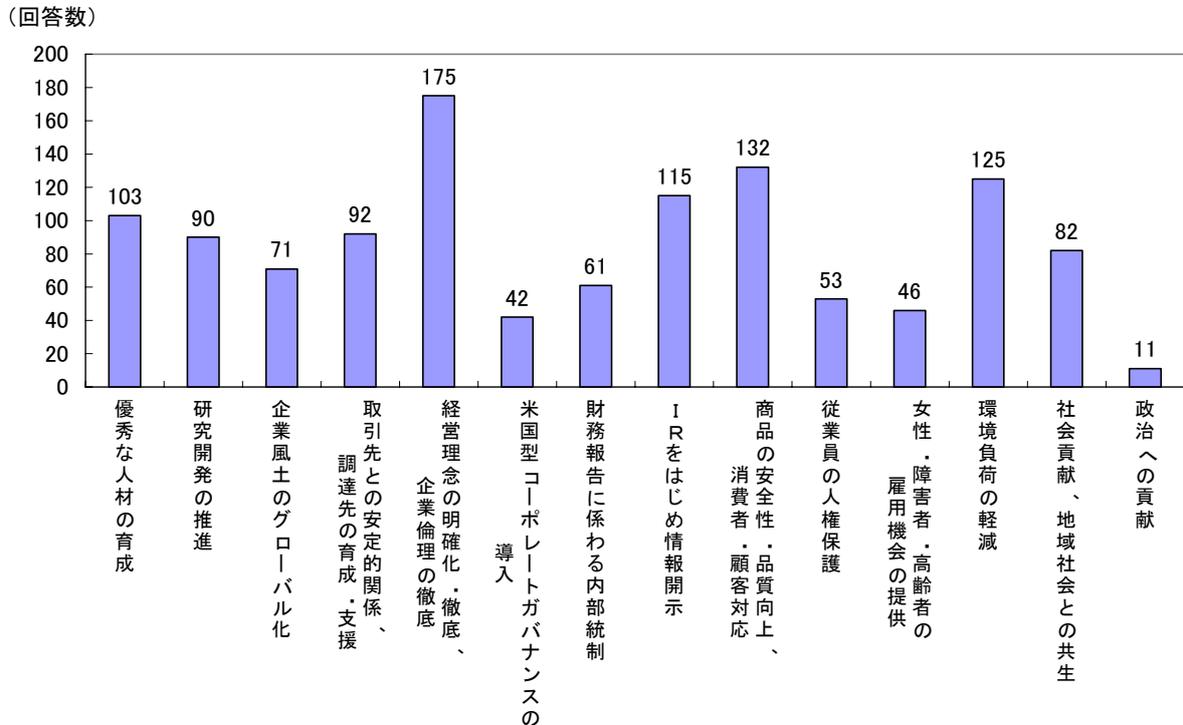
「社会貢献／地域社会との共生」（82 社）

などである。

なお、各設問への各社の回答パターンには、相当のバラつきがある。すなわち、例えば質問 1 に「進んだ取り組みを行っている」と回答した企業が、質問 2 についても「進んだ取り組みを行っている」とは必ずしも回答していない。言い換えれば、それぞれの設問が相当に独立した内容となっており、回答パターンに共通性がみられないことが確認された（詳細は、30 頁以降の補論 2 に記述する）。

図表第7 「競業他社に比べて進んだ取り組みを行っている」と
回答した企業数（全306社のうち・複数回答）

—「企業倫理・経営理念」「安全性・顧客対応」「環境負荷の軽減」などが多い—



②「中長期を視野に入れた経営戦略」と「企業価値のプレミアム」の関係

次に、個別企業ごとの「中長期を視野に入れた経営戦略」への取り組みと、企業価値（株式時価総額）との関係を調べる。

その際、財務データで把握しにくい「中長期を視野に入れた経営戦略」と、「企業価値（株式時価総額）」との関係を、単純に結びつけることは適切でない。第2章でみたように、株式時価総額の相当部分は、短期的な企業業績によって説明できるものである。一方で、「中長期を視野に入れた経営戦略」の中には、「業績が良い企業だからこそ出来るもの」が含まれているかも知れない。

そのため、個別企業ごとの「中長期を視野に入れた経営戦略」と「企業価値（株式時価総額）」の関係を単純に測っても、正しい答えを導き出せないおそれがある。

そこで、現実の株式時価総額から、第2章で企業業績のデータから算出した理論値を差し引いて、その残りがプラスであれば「企業価値（株式時価総額）の

プレミアム」、マイナスであれば「企業価値（株式時価総額）のディスカウント」とみなし、これに対して「中長期を視野に入れた経営戦略」がどのような影響を及ぼしているかを、パネルデータ分析によって測った。

人材育成・研究開発・企業倫理・情報開示・環境などが「プレミアム」に

結果は【図表第8】の通りである。14の経営戦略のうち、

「優秀な人材の育成」

「中長期的な視点からの研究開発の推進」

「経営理念の明確化・社内外への徹底／法令順守を含む企業倫理の徹底」

「IRをはじめ情報開示の推進」

「女性・障害者・高齢者などの雇用機会の提供」

「環境負荷の軽減」

の6つは、積極的に取り組むことが「企業価値（株式時価総額）のプレミアム」につながることを確認できた。なお、「政治への積極的な貢献」もプラスであるとの結果が出た。

多様なステークホルダーの重視は、株主とのトレードオフではない

14の経営戦略のうち、

「取引先企業との継続的・安定的な関係の構築／内外の調達先の育成・支援」

「執行と監督の明確な分離（いわゆる米国型コーポレートガバナンスの導入）」

「財務報告に係わる内部統制の充実」

「商品の安全性確保・品質向上／消費者・顧客への対応向上」

「従業員の人権保護などの推進」

「社会貢献／内外の地域社会との共生」

の6つは、企業価値（株式時価総額）に対して中立的である。

このうち、「取引先・調達先」「消費者・顧客」「従業員」「社会」の4つは、いずれも企業にとってのステークホルダーだが、こうした株主以外の多様なステークホルダーを重視することが、株主価値に悪影響を及ぼしていない、すなわち株主と株主以外のステークホルダーの価値配分をめぐってトレードオフが起きていないことが明らかになった。

一方で、「執行と監督の明確な分離」や「財務報告に係わる内部統制」については、株主重視の経営の徹底という観点から盛んに議論されるが、今回の分析では、これらの取り組みが、企業価値（株式時価総額）の増大につながっているという明確な関係はみられなかった。

また、「企業風土のグローバル化の推進」に関しては、少なくともこの分析では、積極的に取り組んでいる企業の企業価値（株式時価総額）が理論値よりも低い、という結果となった。

図表第8 「中長期を視野に入れた経営戦略」が「企業価値のプレミアム」に及ぼす影響〔パネルデータ分析の結果〕

—人材育成・研究開発・企業倫理・情報開示・環境負荷軽減などが、理論値以上の株式時価総額（プレミアム）につながる—

1. 優秀な人材の育成	☆☆
2. 中長期的な視点からの研究開発の推進	☆☆☆
3. 企業風土のグローバル化の推進	★★★
4. 取引先との継続的・安定的な関係の構築／調達先の育成・支援	
5. 経営理念の明確化・徹底／法令順守を含む企業倫理の徹底	☆☆☆
6. 執行と監督の明確な分離（いわゆる米国型コーポレートガバナンス）	
7. 財務報告に係わる内部統制の充実	
8. IRをはじめ情報開示の推進	☆☆☆
9. 商品の安全性確保・品質向上／消費者・顧客への対応向上	
10. 従業員の人権保護などの推進	
11. 女性・障害者・高齢者などの雇用機会の提供	☆☆☆
12. 環境負荷の軽減	☆☆
13. 社会貢献／内外の地域社会との共生	

注1) 「☆☆☆」は「明らかにプラス(99%以上の確率)」、「☆☆」は「プラスである可能性が高い(95%以上の確率)」、「★★★」は「明らかにマイナス(99%以上の確率)」、空欄は「プラス、マイナスのどちらとも言えない状態」であることを示す。

注2) 分析は日本経団連事務局において実施。詳しい分析方法は、26頁以降の補論1に記述している。

注3) 「政治への積極的な貢献」の分析結果は、サンプル数が少ないことから、図表に掲載していない。

(2) 分析結果からの示唆

「中長期を視野に入れた経営戦略」と「企業価値（株式時価総額）のプレミアム」の関係から、企業価値の最大化につながる経営戦略の姿が浮かびあがってくる。以下では、中長期を視野に入れた経営戦略を、それぞれ吟味する。なお、具体的な事例は、日本経団連「CSR推進ツール」（2005年10月）などを参考とした。

①優秀な人材の育成

いわゆる日本的経営の特色として、従業員を大切にし、人材育成に力を入れる取り組みがあると指摘され、「人本主義」とも言われる。優秀な人材育成への取り組みとしては、社内教育・研修制度の充実、いわゆる暗黙知の体系化・継承、社内公募・FA・企業内ベンチャー制度の導入などが行われている。

例えば、キヤノンは、従業員の処遇において能力主義を徹底する一方で、終身雇用を維持している。終身雇用のもとで、社内教育の成果が十分に蓄積され、優秀な多能工（マイスター）たちがキヤノンの「セル生産方式」を支えている。また、社員と会社の一体感や愛社精神も醸成されている。

今回の分析では、「人材育成への積極的な取り組みが、企業価値（株式時価総額）のプレミアムにつながる可能性が高い」ことが確認できた。

2003年度の報告書では、製造業の場合、積極的な人材育成が業績改善につながることを明らかにした。業績改善は、株式時価総額の「理論値」を押し上げるが、今回の分析では、業績改善の効果を上回る「企業価値（株式時価総額）のプレミアム」が計測されている。

人材育成には時間がかかるため、その成果が業績にすぐ表れるとは限らない。しかし、このような将来に向けた企業の姿勢は、株主から高く評価されていることが伺える。

②中長期的な視点からの研究開発の推進

中長期的な視点からの研究開発を進めるための取り組みとしては、例えば、新しい事業創出につながる知的財産権の積極的な創造・取得や、研究開発資金の安定的な確保、大学や公的機関との連携などが行われている。

今回の分析では、「研究開発への積極的な取り組みが、明らかに、企業価値（株式時価総額）のプレミアムにつながっている」という結果が出た。

2003年度の報告書では、製造業に関して、研究開発の推進が将来時点の業績改善につながることを明らかにした。今回の分析結果からも、中長期的な視点からの研究開発に積極的な企業は、将来の業績を期待され、株主から高く評価されていることが分かる。

③企業風土のグローバル化の推進

2003年度の報告書では、海外市場の積極的な開拓が、企業業績の改善につながることを確かめている。

今回のアンケート調査で聞いた「企業風土のグローバル化」とは、こうした事業のグローバル展開とは異なり、例えば、語学や異文化理解などのための教育、国籍を問わない採用やキャリアパスによる国際的な人材の育成、外国人の本社幹部への登用、海外支店・現地法人での経営の現地化などである。

「企業風土のグローバル化の推進」は、それぞれの現地社会に溶けこみ、世界中から信頼される企業となるために欠かせない取り組みである。しかし、今回の分析では、こうした取り組みに積極的な企業の企業価値（株式時価総額）が理論値よりも低い、という結果となった。

異文化の理解や経営の現地化などが、企業価値（株式時価総額）を引き下げることは考えにくいですが、「中長期を視野に入れた経営戦略」の中でも、とりわけ、成果が現れるまでに長い時間がかかることから、調査時点では株主が積極的に評価していなかった可能性が考えられる。また、顕在化していない何らかの要因（企業風土のグローバル化について「進んだ取り組みを行っている」企業に共通する、別の要因）が働いたことも考えられる。

④取引先企業との継続的・安定的な関係の構築／内外の調達先の育成・支援

「取引先企業（納品先・調達先など）との継続的・安定的な関係」を構築するために、例えば、中長期的な利益を重視した取引条件の設定や、資本関係、人的交流、良好な人間関係の形成などが行われている。また、「調達先の育成・支援策」として、調達先を選ぶにあたっての基準づくり（環境・公正取引・途上国での労働条件など）や、商品の企画段階からの協力、技術指導などがある。

取引先との関係の重視は、かねてより、いわゆる日本的経営の大きな特徴の一つとされている。今回の分析では、ステークホルダーの一つである取引先の重視は、企業価値（株式時価総額）に対して中立的であることが明らかになった。

なお、これとは別に、取引先との関係が、各企業の成長力（売上高の伸び率）に対してどのような影響を及ぼしているかを分析した。その結果、「取引先との関係を重視する企業の成長力は高い」ことが明らかになり、取引先の重視が企業価値（株式時価総額）のプレミアムにはつながらないものの、成長力の向上を通じて企業価値（株式時価総額）の増加に寄与していることが確認できた。

⑤経営理念の明確化・社内外への徹底／法令順守を含む企業倫理の徹底

アンケートにおいて、最も多くの企業が「進んだ取り組みを行っている」と回答したのは、経営理念や企業倫理の徹底である。

経営理念の明確化や、社内外への徹底は、理念の文書化や公開、理念を具体化するための行動基準や規定、連結子会社への徹底などによって行われる。また、企業倫理の徹底策としては、企業倫理規定の文書化や周知徹底、企業倫理の遵守状況を把握する専担部署の設置、内部通告や相談窓口の設置、反社会勢力・団体と絶縁するための体制整備などがとられている。

例えば、ソニーは、グループ全体を横断的に統括するコンプライアンス統括部門を設置するとともに、これを補佐する地域の活動統括部門を米州、欧州、日本、東アジア、パンアジアに設置している。

企業が社会から信頼と共感を得ることは、中長期的な経営にとって極めて重要であり、そのためには、経営理念や企業倫理が欠かせない。日本経団連でも「企業行動憲章」を設けるとともに、会員企業における実践を促している。

今回の分析では、「経営理念や企業倫理の徹底が、明らかに企業価値（株式時価総額）のプレミアムにつながっている」という結果が出ており、株主からも、永続的な企業活動に必要な取り組みとして、正当に評価されていることを確かめることができた。

⑥執行と監督の明確な分離（いわゆる米国型コーポレートガバナンスの導入）

企業統治における「執行と監督の明確な分離」の代表例としては、社外取締役

役の任命や、取締役の指名・報酬決定権を経営者から分離することなどが挙げられる。

1990年代初めのバブル崩壊以降は、日本経済の低迷が長引き、いわゆる日本の経営を問題視する議論もある中で、いわゆる米国型のコーポレートガバナンスに類似した委員会等設置会社制度が創設され、この制度を導入する企業もみられる。

しかし、アンケートからの分析では、これらの取り組みが、企業価値（株式時価総額）のプレミアムにつながるという明確な関係はみられなかった。望ましい企業統治のあり方は企業によって異なり、株主が全ての企業について「執行と監督の分離」を望んでいるわけではないことが伺える。

⑦財務報告に係わる内部統制の充実

最近の会計不祥事を受けて、財務報告に係わる内部統制のあり方が議論されている。財務情報などに対する信頼を確保することは、企業価値の向上を図るうえでも重要と考えられる。そこで、アンケートでは、業務プロセスに係る規定・マニュアルの整備、経営者による内部統制の評価、内部監査体制の強化などに向けた取り組みを調べた。その上で、「企業価値（株式時価総額）のプレミアム」との関係を確認した。

しかし、今回の分析からは、内部統制に積極的に取り組むほど、株主価値が高まるという関係は見出せなかった。

内部統制をめぐる「財務情報の信頼性を確保することが、企業の存在意義の一つである」といったことも言われるが、株主は、財務報告に係わる内部統制が、企業価値に直結するとは捉えていないことが伺える。なお、内部統制をめぐる議論が本格化してから日が浅いために、まだ十分に「企業価値（株式時価総額）のプレミアム」が現れていない可能性もある。

⑧IRをはじめ情報開示の推進

「IRをはじめ情報開示の推進」に向けた取り組みとしては、内外の法令などで定められた水準を上回る情報開示、機関投資家などとの定期的な意見交換、株主総会への出席促進や十分な質疑応答などが挙げられる。

例えば、デンソーは、株主総会の機会を利用して、工場や社内施設の見学や

懇談会を実施して、コミュニケーションの一層の強化に努めている。

企業には、株主や投資家へ正確な情報を提供し、企業活動への理解の促進に取り組むだけでなく、社会全体が本当に必要とする情報開示を進んで行うことが求められている。今回の分析でも、「積極的な情報開示が、明らかに企業価値（株式時価総額）のプレミアムにつながっている」という結果が出ており、株主以外のステークホルダーも視野に入れた情報開示が、株主から高く評価されていることを確認することができた。

⑨商品の安全性確保・品質向上／消費者・顧客企業への対応の向上

「商品の安全性確保・品質向上」につながる取り組みとしては、商品に関する説明・情報提供の推進をはじめ、いわゆる社会的弱者を意識した商品設計、ISO9000（品質管理の国際規格）や HACCP（危険度分析による衛生管理）といった外部基準の適用などが挙げられる。

例えば、武田薬品工業は、全世界の医療従事者や患者向けに、臨床試験を実施中の化合物の情報をホームページ上に掲載している。

また、「消費者・顧客企業への対応の向上」への取り組みとしては、CS（消費者・顧客満足）方針の制定や、クレームを商品・サービスの改善につなげるシステムの構築、個人情報・顧客情報保護の体制強化などが挙げられる。

今回の分析では、消費者や顧客企業を重視するこれらの取り組みが、企業価値（株式時価総額）に対して中立的であることが明らかになった。

なお、これとは別に、各企業の成長力（売上高の伸び率）への影響度合いも分析した。その結果、「商品の安全性・品質、消費者・顧客対応を重視する企業の成長力は高い」ことが明らかになり、これらの取り組みが、成長力の向上を通じて企業価値（株式時価総額）の増加に寄与していることを確認できた。

⑩従業員の人権保護などの推進

1998年の「労働における基本的原則及び権利に関するILO宣言」では、結社の自由と団体交渉権、雇用における差別禁止、強制労働の廃止、児童労働の廃止が中核的な労働基準とされ、これらはOECDの多国籍企業ガイドラインや、国連のグローバル・コンパクトにも盛り込まれている。

「従業員の人権保護などの推進」に向けた各企業の取り組みとしては、雇用・

採用差別を排除するための専担部署などの設置、安全衛生委員会の設置、安全衛生教育の徹底、SA8000（労働条件・労働実態に関するマネジメントシステム）、ETI（サプライチェーンにおける公正な労働と人権確保に向けた行動規範）といった外部基準の適用、などが挙げられる。

例えば、トヨタ自動車は、基本理念の解説書である「社会・地球の持続可能な発展への貢献」の中で、強制労働・児童労働を行わないことを公表し、これを全世界の連結子会社と共有している。また、北米事業体のトップに対してダイバーシティ政策（マイノリティなどの人材活用、マイノリティ系販売店・サプライヤーとの関係にかかわる取り組み）を提言する目的で、「北米ダイバーシティ・アドバイザー・ボード」を設置している。

今回の分析では、従業員の人権保護に向けたこれらの取り組みが、企業価値（株式時価総額）に対して中立的であり、株主と株主以外のステークホルダーの間で利害相反が生じていないことが明らかになった。

⑪女性・障害者・高齢者などの雇用機会の提供

「女性・障害者・高齢者などの雇用機会の提供」に向けた取り組みとしては、女性の積極的な採用・定着のための制度整備、高齢者の積極的な採用や定年制の延長、法令の規定を上回る障害者の採用、職場のバリアフリー化などが挙げられる。

例えば、資生堂は、男女共同参画への取り組みとして、人事部長をトップとする「男女共同参画部会」を設置し、若手や女性社員による経営参画の促進、仕事と育児の両立支援、多様な働き方を可能にする体制づくりなどを推進している。

女性などの人材が活躍することは、少子化・高齢化が進むなかで社会的に有意義なだけでなく、個々の企業の活性化にもつながる。これまでも、女性消費者を意識して、女性社員による商品開発などに取り組む事例は多々みられてきたが、メリットはそれだけにとどまらない。女性ならではの豊かな発想力や、パラダイムシフトへの柔軟な対応力を活かし、既存の企業組織に女性の視点を取り入れることによって、新たな価値が創出される。また、ブランディングを通じた企業価値の向上も期待される。

今回の分析においても、「女性をはじめとする雇用機会の提供は、明らかに企

業価値（株式時価総額）のプレミアムにつながっている」という結果が出ており、株主からも高く評価されていることを確認できた。

⑫環境負荷の軽減

環境負荷を軽減することは人類共通の課題であり、企業にとっても、経済活動を維持していくうえで不可欠の要件である。日本経団連も、「環境自主行動計画」をはじめ、企業自らの積極的な取り組みを推進している。

アンケートの回答からも、温室ガス削減などに関する自主目標の設定と公表、環境会計の導入、環境報告書の作成、ISO14001（環境管理の国際規格）といった外部基準の適用などに関して、多くの企業が積極的に取り組んでいることが伺える。

例えば、王子製紙は、2005年4月、自主行動計画の目標値を強化し、化石エネルギー消費量およびCO₂排出量の原単位を1990年対比で20%削減することに取り組んでいる。さらに、「森のリサイクル」と「紙のリサイクル」を両輪とする「資源循環型ビジネスモデル」を掲げ、自然環境を破壊することのない持続可能な森林経営から木材を調達するための「木材原料の調達方針」を発表しており、その最重要課題として、2010年度までに30万haの海外植林を行う計画を推進し、「町の森林資源」とも呼ばれる古紙の利用促進にも取り組んでいる。

今回の分析においても、「環境負荷の軽減に向けた積極的な取り組みは、企業価値（株式時価総額）のプレミアムにつながる可能性が高い」という結果が出ており、株主からも「企業活動に不可欠な取り組み」として評価され、いわゆるトレードオフの関係が生まれていることを確認できた。

⑬社会貢献／内外の地域社会との共生

企業活動は、健全で持続的な社会の発展があってこそ成り立つものであり、企業には「よき企業市民」として社会を築き支える責任がある。そこで企業は、社員のボランティア活動などへの参加促進や、被災者・途上国の支援、マッチングギフト（従業員が何らかの寄付をする場合、企業が上乘せして寄付を行う）など、さまざまな社会貢献活動を行っている。また、地域における人材育成、地域の行事・文化・芸術活動などへの参加や助成など、地域社会との共生にも積極的に取り組んでいる。

例えば、三井住友海上火災保険は、2004年10月の新潟県中越地震が発生した際、いち早く現地入りして、被害状況を迅速に確認し、ほぼ全ての顧客にコンタクトをとって速やかな保険金支払いやサービスに努めるとともに、社員によるボランティア活動も行った。また、この地震を機に「災害時支援金マッチングギフト制度」を設けた。こうした災害発生時の対応のほか、災害への備えとして、地震保険などの普及にも取り組んでいる。

これらは、企業業績に必ずしも直結するものばかりではない。むしろ、企業にとってはコスト要因となる場合も多いが、今回の分析では、社会貢献や地域社会との共生への積極的な取り組みが、企業価値（株式時価総額）に対して中立的であり、株主と株主以外のステークホルダーの間で、価値の配分をめぐってコンフリクトがないことが明らかになった。

おわりに

日本経団連の経済政策委員会では、これまで3年間にわたって、経営戦略のあり方を探ってきた。

2003年度は、製造業を対象として、各企業がとる経営戦略と業績の関係を調べた。その結果、過剰設備の削減や、間接部門の合理化などに加えて、研究開発・新鋭設備の導入・販売力の強化・事業のグローバル展開・人材育成などへの前向きな取り組みが、業績改善につながっていることが明らかになった。

また、2004年度は、非製造業のうち小売・外食・国際航空貨物・情報通信の4業種に焦点をあて、特色ある展開している企業の取り組みを調査した。各社の事業内容は多種多様だが、それぞれドメイン（事業領域）で特色を打ち出し、サービス・商品の差別化戦略や、従業員のモチベーション向上策などに力を注いでいる。また、激化するグローバル競争のなかで、顧客重視を基本にすえ、進出先の制度・風土・文化を踏まえた国際展開戦略をとっている。

2005年度は、3年間の集大成として、「企業価値の最大化につながる経営戦略は何か」をテーマに据えた。

今回はまず、収益力・成長力・健全性の強化など「当面の業績に直結する経営戦略」が、確実に企業価値(株式時価総額)を向上させていることを証明した。

また、目先の業績には必ずしも表われない「中長期を視野に入れた経営戦略」が、現在の業績からは説明できない「企業価値(株式時価総額)のプレミアム」を生み出しているかどうかを調べた。中長期を視野に入れた経営戦略のうち、人材育成・研究開発・企業倫理・情報開示・環境などへの積極的な取り組みは、株主から高く評価され、企業価値(株式時価総額)のプレミアムにつながるということが分かった。

以上から、「当面の業績に直結する経営戦略」、「中長期を視野に入れた経営戦略」のいずれも、企業価値の最大化に役立つことが明らかになった。

他方、株主と株主以外のステークホルダーの関係に目を転じると、株主以外のステークホルダーを重視した取り組みも、企業価値(株式時価総額)に対して中立的であり、株主とステークホルダーとの間に利害相反は生じていないことを確認することができた。

さらに、米国型経営と日本型経営という視点から注目されることが多い「執

行と監督の明確な分離」や「財務報告に係わる内部統制」は、必ずしも株主から積極的に評価されていないことが分かった。

企業価値の議論は、さまざまな視点から盛んに行われているが、ともすればイメージ先行になりやすい。中には、明確な根拠なく、漠然と好印象を持たれている経営戦略も少なくない。

また最近では、企業価値を単に「見せかけの株主価値」に矮小化し、手段は選ばず時々の株式時価総額さえ増加すればよいという風潮も一部にみられるが、こうした経営が持続不可能であることも明らかにされつつある。こうした中で、企業倫理の徹底を前提とした良識ある日々の努力こそ、企業価値の最大化への王道であることが、改めて証明された形となっている。

この報告書は、多くの仮定を前提としたものだが、地に足をつけた継続的な経営戦略の効果に関する分析結果が、各企業の戦略立案・決定にあたって何らかの材料となれば幸いである。

補論 1 : 「企業価値の決定要因」の実証分析方法

(1) 使用データ

この報告書の実証分析では、日本経団連会員企業、ならびに東証一部上場企業（金融・保険業を除く 1,650 社）の有価証券報告書に記載されている財務データなどを用いた。具体的には、損益計算書の「売上高」「経常利益」「当期利益」「利払い費」「人件費」、損益計算書の「純資産」「有形固定資産」、キャッシュフロー計算書の「営業キャッシュフロー」などである。また、「株式時価総額」は1年間の平均値を用いた。

これらのデータを、2002～2004 年度の3年分にわたって使用した（前年比や前年差の場合は、2001 年度のデータも使用）。このような、横断面データ（複数企業のデータ）と時系列データ（3 年分）の組み合わせは、パネルデータと呼ばれる。なお、データベースは、日本経済新聞社「NEEDS-FinancialQuest」などから作成した。

また、「中長期を視野に入れた経営戦略に関するアンケート調査」の結果は、競業他社よりも進んだ取り組みを行っている = 1、競業他社と同程度の取り組みを行っている = 0、として用いた。

パネルデータの例

	A社の 株式時価総額	B社の 株式時価総額	C社の 株式時価総額	D社の 株式時価総額	…
2002 年度	〇〇億円	△△億円	□□億円	☆☆億円	…
2003 年度	◎◎億円	▽▽億円	◇◇億円	★★億円	…
2004 年度	●●億円	▲▲億円	■■億円	**億円	…

	A社の 経常利益率	B社の 経常利益率	C社の 経常利益率	D社の 経常利益率	…
2002 年度	〇〇%	△△%	□□%	☆☆%	…
2003 年度	◎◎%	▽▽%	◇◇%	★★%	…
2004 年度	●●%	▲▲%	■■%	**%	…

	A社の 取り組み	B社の 取り組み	C社の 取り組み	D社の 取り組み	…
優秀な人材の育成	1	1	0	0	…
中長期的な研究開発推進	1	0	1	0	…
企業風土のグローバル化	0	0	1	1	…
⋮	⋮	⋮	⋮	⋮	⋮

(2) 実証分析の方法

「各説明変数が『株式時価総額』や『売上高経常利益率』『株主価値のプレミアム』にどのような影響を及ぼしているか」は、以下の形でのパネルデータ分析によって実証した。

①「当面の業績改善に直結する経営戦略」が株式時価総額に及ぼす影響（7頁）

$$\text{株式時価総額} = \text{定数項} + \alpha \times \text{売上高経常利益率の上昇} + \beta \times \text{売上高の伸び} \dots$$

(被説明変数) (係数) (説明変数) (係数) (説明変数)

②「収益力の改善策」が売上高経常利益率に及ぼす影響（9頁）

$$\text{売上高経常利益率の上昇} = \alpha \times \text{労働生産性の上昇} + \beta \times \text{1人あたり人件費の抑制} \dots$$

(被説明変数) (係数) (説明変数) (係数) (説明変数)

$$+ \gamma \times \text{業種ダミー}$$

(係数) (説明変数)

③「中長期を視野に入れた経営戦略」が「株主価値のプレミアム」に及ぼす影響（15頁）

$$\text{株式時価総額} = \text{定数項} + \alpha \times \text{株式時価総額の「理論値」} + \beta \times \text{優秀な人材育成}$$

(被説明変数) (係数) (説明変数) (係数) (説明変数)

$$+ \gamma \times \text{研究開発の推進} + \delta \times \text{企業風土のグローバル化} \dots$$

(係数) (説明変数) (係数) (説明変数)

②については、業種によって「労働生産性の上昇」や「1人あたり人件費の抑制」などだけでは説明できない「売上高経常利益率の伸びの違い」があると考えられることから、業種ごとのダミー変数を用いた。業種分類は、証券コード協議会の「業種別分類項目（中分類）」による。

各説明変数が実質経済成長率に影響を及ぼしているかどうかの判断は、t検定（「t値＝係数の推計値÷標準誤差」が一定以上の大きさを持つかどうかによって、係数の有意性を検定）によった。判断基準は「10%有意水準（係数が意味を持たない確率は10%未満である＝意識すれば『90%以上の確率で意味がある』）」とし、10%有意水準を満たす場合に「影響を及ぼしている」とみなした。

(3) 実証分析の結果一覧

①「当面の業績改善に直結する経営戦略」が株式時価総額に及ぼす影響（7頁）

【被説明変数：株式時価総額〔対数〕】

説明変数	推計結果	
	定数項	係数
	t 値	282.7079 ***
売上高経常利益率 〔前年差〕	係数	1.150336
	t 値	11.16286 ***
売上高 〔前年比〕	係数	0.002496
	t 値	5.188970 ***
利払い費の減少 (利払い費÷営業キャッシュフローの逆数)	係数	0.00000827
	t 値	3.059040 ***
配当性向	係数	0.000921
	t 値	20.77315 ***
当期利益 〔対数〕	係数	0.421400
	t 値	110.3212 ***
純資産 〔対数〕	係数	0.589896
	t 値	132.0749 ***

***は1%水準、**は5%水準、*は10%水準で有意であることを示す。

7頁の「『売上高経常利益率の上昇と株式時価総額』、『配当性向の上昇と株式時価総額』などの関係」は、各説明変数の係数から算出した。

②「収益力の改善策」が売上高経常利益率に及ぼす影響（9頁）

【被説明変数：売上高経常利益率〔前年差〕】

説明変数	推計結果	
	労働生産性（従業員1人あたり付加価値額） 〔前年差〕	係数
	t 値	17.06251 ***
1人あたり人件費（人件費・福利厚生費÷ 従業員数）〔前年比〕	係数	-0.032025
	t 値	-32.41276 ***
有形固定資産回転率（売上高÷ 有形固定資産残高）〔対数〕	係数	0.000414
	t 値	3.387825 ***
売上高 〔前年比〕	係数	0.050185
	t 値	33.65123 ***

***は1%水準、**は5%水準、*は10%水準で有意であることを示す。

10頁の「労働生産性・1人あたり人件費・有形固定資産回転率と『収益力（売上高経常利益率）』の関係」は、各説明変数の係数から算出した。

③「中長期を視野に入れた経営戦略」が「企業価値のプレミアム」に及ぼす影響（15頁）

【被説明変数：株式時価総額〔対数〕】

説明変数	推計結果	
	係数	t 値
定数項	0.005549	
		0.047441
株式時価総額の「理論値」 〔対数〕	0.994215	
		220.8551 ***
優秀な人材の育成	0.046633	
		2.557312 **
中長期的な視点からの研究開発の推進	0.113485	
		7.782176 ***
企業風土のグローバル化の推進	-0.126653	
		-7.240024 ***
取引先との継続的・安定的な関係の構築 ／調達先の育成・支援	0.010608	
		0.587657
経営理念の明確化・徹底／ 法令順守を含む企業倫理の徹底	0.101472	
		6.478247 ***
執行と監督の明確な分離（いわゆる 米国型コーポレートガバナンス）	0.026007	
		1.104487
財務報告に係わる内部統制の充実	-0.013692	
		-0.774600
IRをはじめ情報開示の推進	0.090383	
		5.488016 ***
商品の安全性確保・品質向上／ 消費者・顧客への対応向上	-0.012713	
		-0.730480
従業員の人権保護などの推進	0.036350	
		1.532686
女性・障害者・高齢者などの 雇用機会の提供	0.160850	
		6.347775 ***
環境負荷の軽減	0.035894	
		2.035979 **
社会貢献／内外の地域社会との共生	-0.017492	
		-0.884546
政治への積極的な貢献	0.154519	
		2.928360 ***

***は1%水準、**は5%水準、*は10%水準で有意であることを示す。

補論 2：「中長期を視野に入れた経営戦略に関するアンケート」について

このアンケートは、日本経団連会員企業（金融・保険業を除く）のうち、証券取引所に上場している企業を対象として、2005年8月に実施した。

調査内容は、中長期を視野に入れた経営戦略についての姿勢・意識であり、個々の戦略について「進んだ取り組みを行っているかどうか」を尋ねた（選択肢は「競業他社よりも進んだ取り組みを行っている」「競業他社と同程度の取り組みを行っている」の2つ）。判断にあたっての基準は設けず、主観的な判断に委ねている。

質問は、以下の14項目である。それぞれの項目に例示を挙げているが、これらはあくまで参考であり、これにとらわれない回答を求めた。

質問1. 「優秀な人材の育成」に取り組んでいるか（例：教育・研修制度の充実、評価・報酬制度の整備、社内の暗黙知の体系化および組織的な継承、社内公募・FA・企業内ベンチャー制度の導入、など）

質問2. 「中期的な視点からの研究開発の推進（プロダクト・イノベーションなど）」に取り組んでいるか（例：新事業創出につながる知的財産権の確保、安定的な研究開発資金の確保、大学、公的研究機関等との連携、など）

質問3. 「企業風土のグローバル化の推進」に取り組んでいるか（例：語学、異文化理解などに係わる教育の継続的实施、国籍不問の採用・キャリアパスによる国際的な人材育成（外国人の本社幹部登用など）、海外支店・現地法人の経営の現地化、など）

質問4. 「取引先企業（納品先・調達先など）との継続的・安定的な関係の構築」「内外の調達先の育成・支援」に取り組んでいるか（例：中長期的な損益を重視した取引条件の設定、取引先との資本関係の構築、取引先との人的交流、良好な人間関係の構築、調達先選択基準（環境配慮、公正取引、途上国での労働条件など）の設定、商品（製品、サービス）の企画段階からの協力、技術指導、信用供与などの支援、など）

質問5. 「経営理念（企業の価値観）の明確化、社内外への徹底」「法令順守を含む企業倫理の徹底」に取り組んでいるか（例：経営理念の文書化・公開、経営理念を具体化する行動基準・規定等の作成、連結ベースでの内外全社への徹底、企業倫理規定の文書化・周知徹底、企業倫理規定の遵守状況を把握・評価する専担役員・部署の設置、内部通告・相談窓口の設置、反社会的勢力・団体と絶縁するための組織体制の整備、など）

質問6. 「執行と監督の明確な分離（いわゆる米国型コーポレートガバナンス）」に取り組んでいるか（例：社外・独立取締役の任命・拡充、取締役の指名・報酬決定権の企業経営者からの分離、など）

- 質問 7. 「財務報告に係わる内部統制の充実」に取り組んでいるか（例：業務プロセスに係る規程・マニュアルの整備・体系化、経営者による内部統制の評価、内部統制に係る内部監査体制の強化、など）
- 質問 8. 「IRをはじめ情報開示の推進」に取り組んでいるか（例：内外の法令、証券取引所規則による規定以上の情報開示（不利益情報を含む）、機関投資家・評価機関との定期的な意見交換、株主総会への出席促進、十分な質疑応答、など）
- 質問 9. 「商品（製品、サービス）の安全性の確保、品質向上」「消費者・顧客企業への対応の向上」に取り組んでいるか（例：いわゆる社会的弱者を意識した商品設計・商品改善の推進、商品に係わる説明・情報提供の推進、ISO9000（品質管理の国際規格）、HACCP（危険度分析による衛生管理）などの外部基準の適用、消費者・顧客満足（CS）方針の制定、消費者・顧客企業からのクレームを商品・サービスの改善につなげるシステムの構築、個人情報・顧客情報保護に係わる体制整備、など）
- 質問 10. 「従業員の人権保護などの推進」に取り組んでいるか（例：雇用・採用に係わる差別排除のための専担部署・相談窓口の設置、安全衛生委員会の設置、安全衛生教育の徹底、SA8000（労働条件・労働実態に関するマネジメントシステム）、ETI（サプライチェーンにおける公正な労働と人権確保に向けた行動規範）などの外部基準の適用、など）
- 質問 11. 「女性・障害者・高齢者等への雇用機会の提供」に取り組んでいるか（例：女性の積極的な採用・定着促進のための制度整備、高齢者の積極的な採用・定年制の延長、法令の規定を上回る障害者の採用、職場のバリアフリー化、など）
- 質問 12. 「環境負荷の軽減」に取り組んでいるか（例：温室ガス削減などに関する自主目標の設定・公表環境会計の導入、環境報告書の作成、ISO14001（環境管理の国際規格）などの外部基準の適用、など）
- 質問 13. 「社会貢献（NPO 支援、学術研究・文化・スポーツ振興等）」「内外の地域社会との共生」に取り組んでいるか（例：社員のボランティア活動などへの参加促進、被災者・途上国への支援、マッチングギフト（従業員が何らかの寄付をする場合、企業側が上乘せして同一対象に寄付）の実施、地域の人材育成（学校への寄付、地元出身者への奨学金供与など）、地域の行事・文化・芸術活動などへの参加・助成、地域との交流（地元自治体・経済界との協力関係の構築、地元会社施設の開放、物品等の提供など）、など）
- 質問 14. 「政治への積極的な貢献」に取り組んでいるか（例：従業員に対する選挙権の行使・個人寄付の呼びかけ、従業員に対する「企業人政治フォーラム」への参加の呼びかけ、日本経団連の政策評価などを参考にした積極的な企業寄付の実施、など）

質問 1～14 への回答を集計した結果は、13 頁の図表第 7 に整理した。あわせて、それぞれの質問項目に対する回答の傾向（質問項目間の相関）を確認した。仮に、質問 1 を「競業他社よりも進んだ取り組みを行っている」とした企業の全てが、質問 2 も「進んだ取り組みを行っている」とし、質問 1 を「競業他社と同程度の取り組みを行っている」と回答した企業の全てが、質問 2 も「同程度の取り組みを行っている」と回答していれば、相関係数は「1」となる。逆に、全ての企業が質問 1 と質問 2 に対して正反対の回答を行っていれば相関係数は「-1」となる。それぞれの質問項目間の相関係数は下表の通りであり、どの質問項目の間にも強い相関はみられなかった。

質問項目間の相関係数

	質問 1	質問 2	質問 3	質問 4	質問 5	質問 6	質問 7	質問 8	質問 9	質問 10	質問 11	質問 12	質問 13	質問 14
質問 1	—	0.286	0.327	0.404	0.373	0.179	0.273	0.343	0.417	0.365	0.386	0.302	0.337	0.166
質問 2		—	0.33	0.319	0.327	0.23	0.368	0.349	0.34	0.199	0.1	0.283	0.348	0.222
質問 3			—	0.346	0.21	0.216	0.257	0.174	0.113	0.185	0.155	0.216	0.25	0.114
質問 4				—	0.357	0.196	0.344	0.272	0.348	0.212	0.176	0.274	0.279	0.189
質問 5					—	0.307	0.381	0.332	0.37	0.292	0.196	0.303	0.253	0.067
質問 6						—	0.329	0.203	0.206	0.175	0.063	0.155	0.2	0.081
質問 7							—	0.303	0.318	0.27	0.214	0.242	0.3	0.178
質問 8								—	0.343	0.242	0.197	0.276	0.271	0.116
質問 9									—	0.343	0.213	0.401	0.244	0.16
質問 10										—	0.43	0.262	0.285	0.246
質問 11											—	0.166	0.249	0.322
質問 12												—	0.36	0.092
質問 13													—	0.246
質問 14														—

以上