



**NAOYOSHI KASUGA (左)**

春日 尚義  
取締役グループ CFO

**MAKOTO NAKANO (右)**

中野 誠  
取締役 (監査等委員)  
(社外取締役 独立役員)

## DIALOG

# グループ社員一人ひとりの意識を 企業価値につなげていくために

2022年11月に策定した当社グループの企業価値向上のメカニズムを示すバリュートツリーについて、グループCFOの春日と、経営学やコーポレート・ファイナンスの専門家である中野取締役が意見交換を行いました。

バリュートツリーの図は次のページをご覧ください。

## バリュートツリーを構成する TSRと株主資本コスト

**春日** 当社グループは「企業価値の向上に役立つソフトウェア会社になる」という戦略マテリアリティを策定しましたが、我々自身も企業価値を最大化させるメカニズムを明らかにするために、バリュートツリーを作成することになりました。グループCFOとして、各事業会社のCFOと週に一度の会議で議論を重ねた結果、TSR(Total Shareholder Return:株主総利回り)と株主資本コストのスプレッドをNSR(Net Shareholder Return:株主純利回り)と名付け、当社グループの企業価値創出力を測定するための最終的な指標として選びました。

企業価値そのものを算出するには、DCF法等を用いることは認識しているものの、株主や投資家が重視する企業価値に関する指標は他にもいくつかあると思います。そのなかでTSRであれば執行取締役である森川グループCEOと私の役員報酬決定のベースともなっており、

目標や利害が一致するというのが選んだポイントとなりました。また、以前よりいずれば取締役以外の報酬制度にもTSRを反映させていくとの考えがありましたので、それが実現できれば、役職員も株主および投資家と同じ視点で企業価値の向上を追求していくことができます。ただし、TSRはごく短期間ですと一時的に引き上げる術もありそうなので、当社グループの中期経営計画期間に合わせ、5年間で算出することが適切ではないかと考えています。

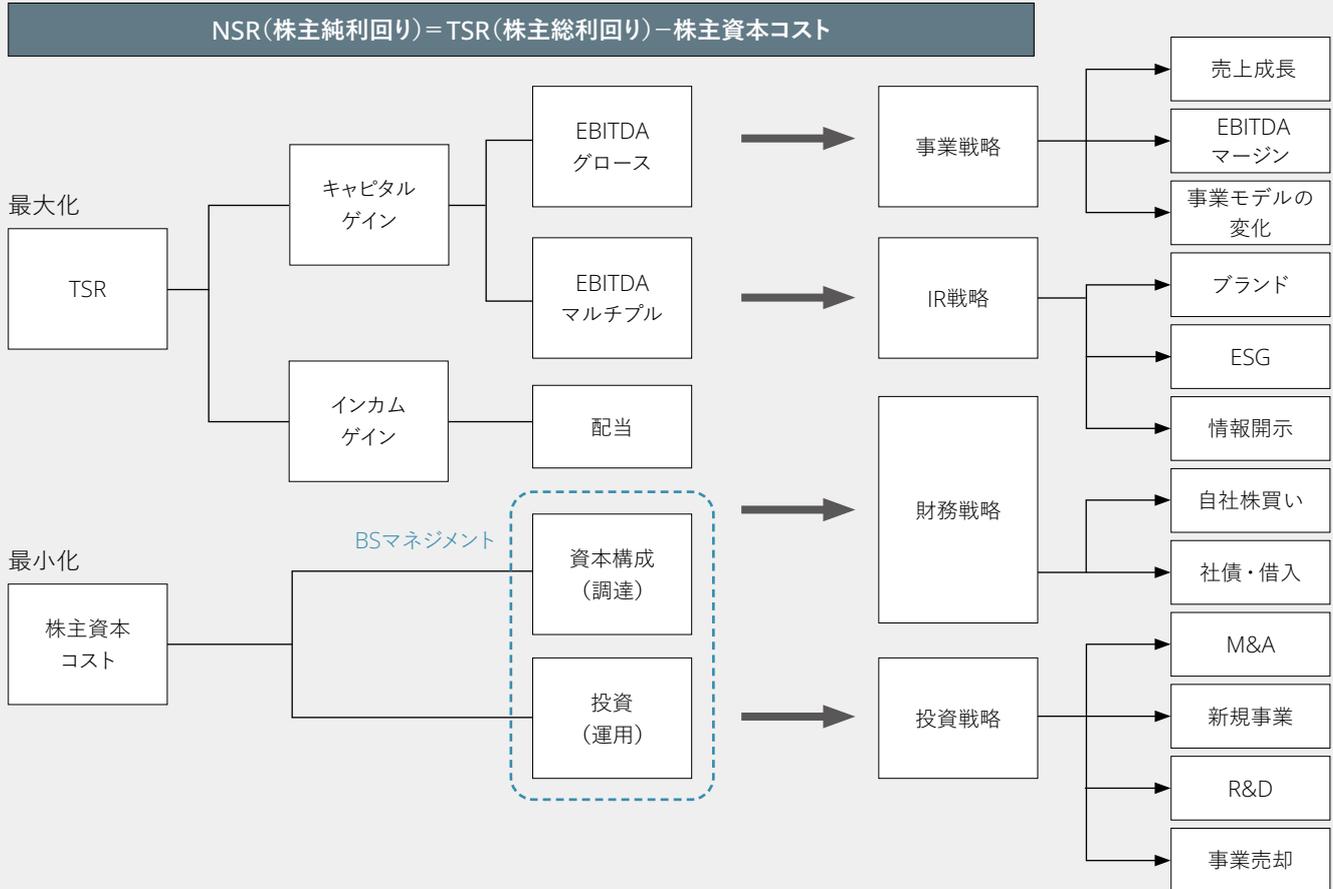
今、お話しした経緯で、当初はTSRのみを重要な経営指標と見ていたのですが、TSRは比率であるため価値が創出されているのかわかりにくいという面がありますので、最終的には株主資本コストとのスプレッドを指標としました。これには、グループ内に株主資本コストに対する意識を浸透させたいという狙いもあります。なお、TSRから株主資本コストを引くという考え方は、WAI™(Wealth Added Index)\*という指標を参考にして

**中野** とてもわかりやすいツリーですね。TSRからキャピタルゲインとインカムゲインに分かれるブレイクダウンはもちろん、キャピタルゲインのEBITDA<sup>[27]</sup>グロース<sup>[28]</sup>とEBITDAマルチプル<sup>[29]</sup>への分解の図もわかりやすいと思いました。EBITDAを増やしたり、EBITDAマルチプルを上げれば株価が上がる。そしてEBITDAはEBITDAマージンまたは売上を成長させれば増える。明快ですね。

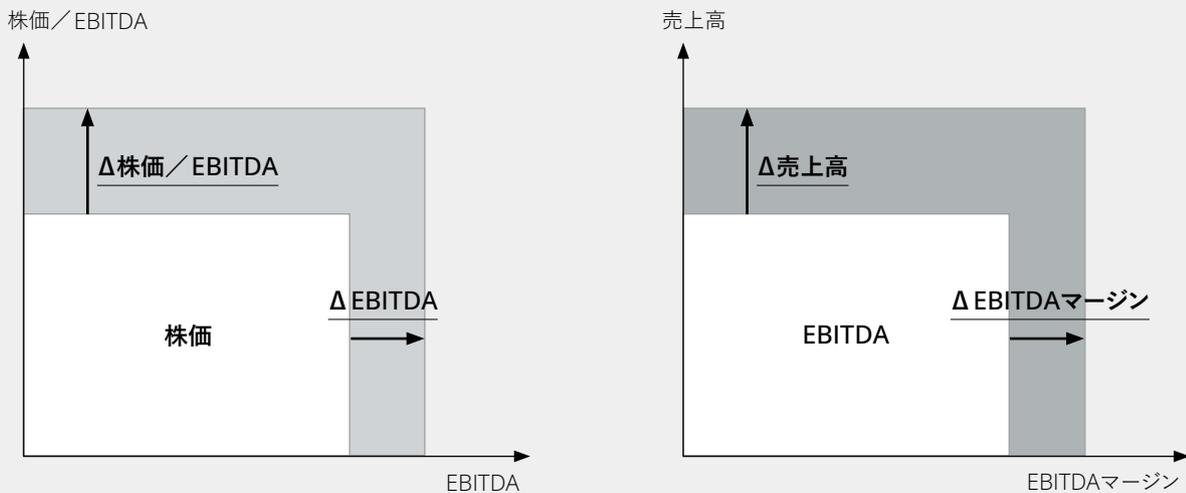
**春日** 当社グループは米国のSaaS企業に倣って売上高成長率と営業利益率を足したGPP(Growth and Profit Point)という指標を重視してきましたので、事業会社には純利益より売上成長とEBITDAマージンの方が馴染みがあると思い、実際に現場で使われている指標とつなげることを意図して、敢えてEBITDAにブレイクダウンさせ、株価とも連携させました。今後は、事業会社ごとに売上成長やEBITDAマージンをどうやって向上させていくのかを考え、さらに部門、ユニット、最終的には個人まで展開していこうとしています。先ほど申し上げた主資本

\* WAI™およびWealth Added Indexは、コンサルティングファームであるStern Stewart & Co.の登録商標です。

## NSRを最上位のKPIとしたバリューツリー



## キャピタルゲインの分解



コストと共に、現場への意識の浸透が重要だと考えています。

**中野** 株主資本コストについては、当社グループはほとんど有利子負債がないので、ほぼ企業価値=株主価値で、WACC=株主資本コストと言えますね。2022年6月期末現在で、505億円の時価総額に対してCAPMで株主資本コストを約8%と推計すると、これは現預金94億円を含めた加重平均なので、仮に現金の利回りを1%と仮定すると、時価評価で残り412億円に該当する事業資産の資本コスト、言い換えれば市場からの期待リターンは約9.6%になります。現預金を持ちリスク低減効果が生まれたことでWACCは約8%に抑えられていると言えます。

**春日** 市場の期待リターン9.6%ということは、それ以上のリターンを上げられるような投資でなければ現在の企業価値を毀損してしまうという目安になりますね。株主からすれば余剰資金は還元してほしいという考えもあるのですが、当社グループとしては、今後も事業成長の投資を続け、市場期待を上回る事業リターンの達成により企業価値の向上を図ることを通じて、株主・投資家へ還元していきたいと考えます。

**中野** 9.6%は成熟企業に比べると十分に高い水準なので、市場はそれだけ当社グループの成長に期待しているということだと思います。また、配当や自社株買いは、企業が所有する価値を株主に移す

ことになるので、企業自身の価値は基本的には減ることになります。配当は全ての株主に還元されますが、自社株買いは一部の株主限定の還元方式です。

**春日** 現預金が多い状態で放っておくとアクティビストに狙われるのではという意見も取締役会では出ています。当社の株主構成からすると、そう簡単なことではないと思うものの、市場で当社の株式を大量に買い付けるなど、どのような手段をとってくるかはわかりません。

**中野** PBR(株価純資産倍率)が低くて多額の現預金を持っていると狙われやすくなりますが、当社はPBRが約5倍なのでそれには当てはまらないと思います。ただ、お金もあって事業で価値を創造できている企業だからこそ、規模が小さいと狙われるという側面もあります。その意味では現在の体制を続けていくために時価総額をもっと増やせると安心ですね。あるいは、そもそも自分たちが入ってもこれ以上経営を改善できないとアクティビストに思わせるような高質な経営ができていれば、その心配をする必要がなくなるかもしれません。

## 企業価値向上に最も効くのはEBITDAグロスとマルチプル

**春日** 私がCFOとして果たす役割は、バリュートリーの図で申しますと、IR戦略、財務戦略、ならびに投資戦略に関する

ことが中心になると認識しています。IR活動のみでEBITDAマルチプルを引き上げることはできないかもしれませんが、影響を及ぼすことは可能ではないかと考えます。財務戦略について申し上げますと、現時点においての重要度はそれほど高いと感じていません。いざという時のためにコミットメントラインは設定しているものの、内部留保が十分にあるので、M&Aを含めて大規模な投資でも行わない限り、現状では借入を含めて調達の実行は必要ありません。ROEを上げるために借入を増やしてレバレッジ比率<sup>[18]</sup>を上げるというテクニックも承知していますが、それは財務戦略の本質ではないと思っています。投資戦略に関しては、その実行にあたりゲートキーパーとしての役割を果たすこととの認識です。

**中野** 先ほどのキャピタルゲインの分解の図を見ていて感じたのは、PL(連結損益計算書)と株価の要素が中心ですので、BS(連結貸借対照表)の活用ができないかということでした。アセットを使って売上を伸ばす、つまり投資の発想もこの図に追加できるのではないかと。

**春日** おっしゃるように、企業や事業を買収したり、資本投下による事業提携も有効な手段になります。ただそうした投資は、グループの持株会社から動いていくというよりは、起点になるのは事業会社側のニーズになります。

見るべき指標はいくつもありますが、最終的な企業価値に最も影響を及ぼす

のはやはり事業戦略で、特にEBITDAの絶対額の成長ではないかと感じます。実際、キャピタルゲインについて何社かの事例を使って感応度分析を行ってみたところ、圧倒的にEBITDAグロースの影響が大きいことがわかりました。

**中野** EBITDAグロースのために売上成長と同時にマージンも上げていくのは容易ではなさそうですが、森川グループCEOは、もっと成長性を高めなければと考えていますよね。そのためには高収益事業に一層投資していくのが王道だと思いますがいかがでしょうか。

**春日** はい、そう思います。もっとも、当社グループ内においては、突出して収益性が高い事業がないのが現状です。2022年10月に事業再編を行ったところですが、それ以前の2022年6月期実績で最も収益性が高く、また利益額が大きかったのはグループ・ガバナンス事業で、その営業利益率は22.0%でした。一方、30%、もしくはそれ以上の営業利益率を達成しているソフトウェア企業も少なくありません。ソフトウェアパッケージを開発・販売するビジネスであれば、本来、収益性はかなり高いはずですが、大企業のお客が多いこともあって付随するSI（システムインテグレーション）サービスが膨らんでおり、収益性が伸び悩んでいるのが現状です。一方で、一般的には労働集約的で利益率が低いと見られているアウトソーシング事業やデジタルトランスフォーメーション推進事業は、独自のビ



**NAOYOSHI  
KASUGA**

ジネスモデルの構築やビジネスミックスの見直し等を通じて、それぞれ21.7%、17.7%と斯業界では十分に高い営業利益率を出していますし、売上成長に伴い、大幅な増益となっています。本来であればグループ・ガバナンス事業の中核企業であるディーバの利益率をもっと高くして、グループ全体の利益率をさらに引き上げたいところです。そのために、事業再編後のディーバはプロダクトオリエンテッド<sup>[15]</sup>なSaaS企業への移行を一層進めていこうとしています。

**中野** 資本コストのところでも話したように、当社のPBRが約5倍あって市場からの期待リターンが高いのは、これまで

事業で参入障壁を築き、超過利潤を持続的に獲得し続けているからだと理解しています。それだけに、新規事業ですでに競合がいる領域に参入しても全体の収益性が下がり、高いバリュエーションを維持できなくなるというのは悩ましいところですね。でも今おっしゃったような形でビジネスモデルが変わることでEBITDAグロースが持続的に上がれば、EBITDAマルチプルにも効いてくるのではないのでしょうか。

**春日** おっしゃる通りです。釈迦に説法ですが、理論的には $PER=1/(株主資本コスト-純利益の成長率)$ という関係が成立しますので、例えば現在のPERと推定株主資本コストから、当社の純利益の持続的な成長率に対する市場の期待値を求めてみますと、2%そこそこであることがわかります。つまり、現状では将来の利益成長をあまり期待されていないと言わざるを得ません。EBITDAマルチプルを上げるためには、当社グループの持続的な成長に対して、市場の期待を高めることが必要ですが、そのためには成長を裏づけるビジネスモデルの変換が、最も求められていることなのではないかと思います。

**中野** EBITDAそのものの成長も重要ですが、ビジネスモデルに基づいた中長期的な成長が反映されるマルチプルもやはり大切ということですね。

## KPIや資本コストの意識を 現場に広げる難しさ

**中野** その他にグループCFOとして課題認識を持たれていることはありますか。

**春日** いくつかあるのですが、バリュートリーも含め、現場にどうやってKPIに対する意識を根付かせていくかは、以前からの特に大きな課題です。製品開発やM&Aなどの投資はある種のコストであり、それを越えたリターンを得られなければ価値の創造にならないという説明を、私が2010年に当社グループに入社して以来、経営会議や取締役会で幾度か説明してきました。そのためのフレームワークもつくり上げてきたのですが、その場で終わってしまって実際にはなかなか使われにくいと痛感しています。今は、精緻かつ複雑なものをつくり上げるよりも、もっとシンプルな指標、例えばEBITDAマージンであれば敢えて粗利にとどめて展開していく方が、もっと現場で使われて浸透するのかなと考え始めています。

**中野** バランスト・スコアカード<sup>[13]</sup>が流行した2000年前後に、工場の生産性改善のコンサルティングをしたことがあるのですが、現場の作業者の方に対しては、「今は1種類の作業をしているのを、半年後に2種類できるようにしましょう」とお伝えしていました。KPIはそれくらいわかりやすい方が伝わりやすいと思います。

**春日** 同様に課題として認識していることは、事業会社ではPLの発想しか持っていない点です。



**MAKOTO  
NAKANO**

**中野** BS的発想が希薄だったのでですね。

**春日** はい。これまでは持株会社が事業会社の期間利益を全て配当として吸い上げる形にしていたという経緯もあり、正直、BSを意識してもらうのは難しいと感じます。そのため、2年前からは各社の資産に対するリスク度を測って内部留保により資本配賦と蓄積を行う、リスクキャピタルの概念を取り入れました。それまでは分母となる「投下資本」という発想もありませんでしたので、ROICの考え方もまだこれからというところです。

バリュートリーやROICツリーなどに代表されるValue based management<sup>[49]</sup>のフレームワークは40年くらい前からあると思うのですが、なかなか日本企業で実践されないままなのはどうしてなのでしょう。

**中野** 特に日本の場合はファイナンス教育の影響も大きいかもしれません。企業価値の考え方などを大学で教え始めたのは15年くらい前からで、その頃の学生は今35歳くらいなので、企業の経営層まではまだあまり届いていないでしょう。一方で、私なども役員研修で経営層に対してこうした内容を説明する機会もあるので、今は上からも下からもじわじわと浸透が進んでいるような状況だと思います。理解できている人間がこれから段々と経営層に増えていくと変わってくるのではないのでしょうか。

**春日** まだある程度時間はかかりそうですね。当社グループではこのバリュートリーを事業会社ごとに展開し、グループの経営会議や事業会社の取締役会で、売上成長や収益性向上の具体的な方法について議論しています。グループCEOである森川、各事業会社の代表であり、グループCOOを兼務している岡部と永田、および各事業会社の取締役と共に、どのように展開させて実践していくかをしっかり見ていきます。グループレベルのバリュートリーは、まず持株会社が上から展開して始めたものではありませんが、最終的にはグループ社員一人ひとりにまで落とし込まれたKPIとつなげていくことが目指す姿であると考えます。