

2018年12月25日
2018年度「企業価値向上経営セミナー」

資本コストの理論と実践

持続的な企業価値向上をめざして

エーザイ常務執行役CFO(最高財務責任者)
早稲田大学大学院会計研究科客員教授

柳 良平 博士(経済学)

* 講演及び資料は報告者の私見による

基礎編

1. CGコード改訂で明記された
資本コストとは
2. 企業の価値をどのように測定
するのか

1. 資本コスト

- CGコード改訂
- 資本コストとは？
- 株主資本コストとは？
- 経営者の責務

CGコード改訂と資本コストの意識

【原則1－4. 政策保有株式】

上場会社が政策保有株式として上場株式を保有する場合には、政策保有株式の縮減に関する方針・考え方など、政策保有に関する方針を開示すべきである。また、毎年、取締役会で、個別の政策保有株式について、保有目的が適切か、保有に伴う便益やリスクが資本コストに見合っているか等を具体的に精査し、保有の適否を検証するとともに、そうした検証の内容について開示すべきである。

上場会社は、政策保有株式に係る議決権の行使について、適切な対応を確保するための具体的な基準を策定・開示し、その基準に沿った対応を行うべきである。

CGコード改訂と資本コストの意識

【原則5-2. 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・公表に当たっては、自社の資本コストを的確に把握した上で、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・資本効率等に関する目標を提示し、その実現のために、事業ポートフォリオの見直しや、設備投資・研究開発投資・人材投資等を含む経営資源の配分等に関し具体的に何を実行するのかについて、株主に分かりやすい言葉・論理で明確に説明を行うべきである。

出典：コーポレートガバナンス・コード

～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～
2018年6月1日 株式会社東京証券取引所

資本コストとは何か？

- 企業は資金調達して投資(運用)する
- 資金調達は原則Debt(負債) or Equity(株式): 内部留保もEquity調達
- 資金調達には資本のコストがかかる(負債コストと株主資本コスト)
- 一般に「資本コスト」は負債と株式の「加重平均資本コストWACC」をさすが、「株主資本コストCOE」を意味する場合もある
- ROIC-WACCが企業価値(負債と株式の価値)の源泉、ROE-COEが株式価値の源泉
- 債権者と株主の負託に応える必要がある

負債の資本コストとは何か？

- Debt(有利子負債)のコストはわかりやすい
- リスクフリーレート+信用リスクプレミアム
- 銀行融資や社債への支払い金利
- 会計上、支払金利は損金算入されるので
社外流出キャッシュはその分は節減される

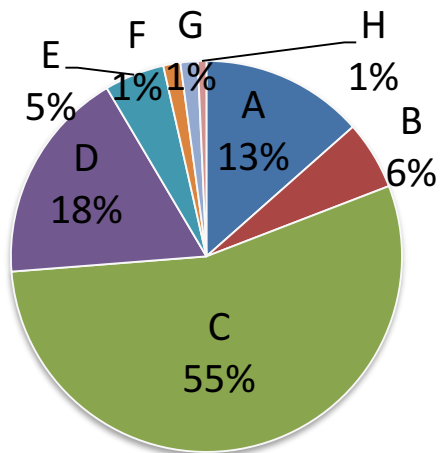
株式の資本コストとは何か？

- Equity(株式)のコストはわかりにくい
- 株主の機会費用または期待収益率
- 古典的な計算根拠はCAPM(シャープ理論)
- リスクフリーレート + 株式市場のリスクプレミアム × β 値
- 例えばリスクフリーレートは国債金利、リスクプレミアムは東証の超過リターン、 β 値は個別企業のリスクと市場全体のリスクの関係

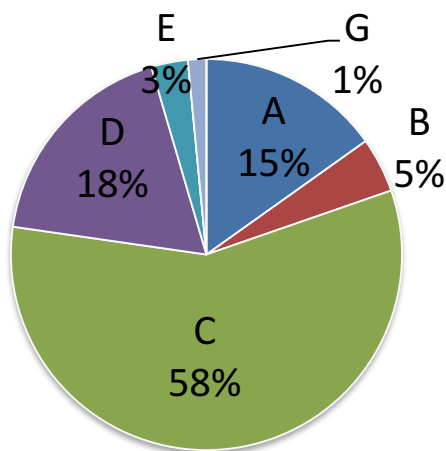
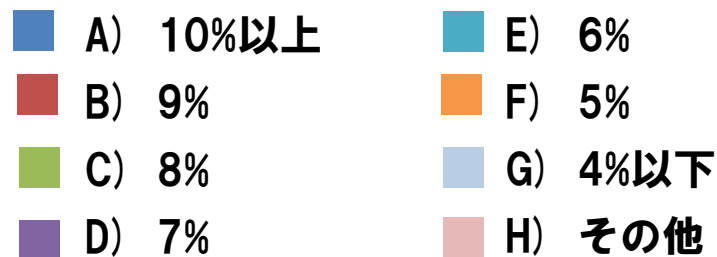
*ただし、CAPMは実態と乖離、投資家サーベイや残余利益モデルからの逆算がより現実的とのアカデミックな指摘もある

一般に日本株にはどれくらいの 株主資本コストを想定しますか？

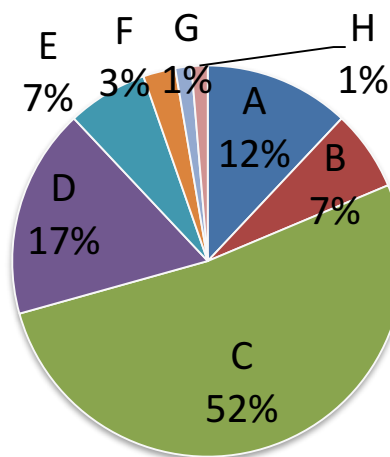
(個社別には異なるが、ベータ1の前提で日本株平均として)



全体	回答数
A	19
B	8
C	77
D	25
E	7
F	2
G	2
H	1
合計	141
平均	8.0%



日系	回答数
A	10
B	3
C	38
D	12
E	2
F	0
G	1
H	0
合計	66
平均	8.0%



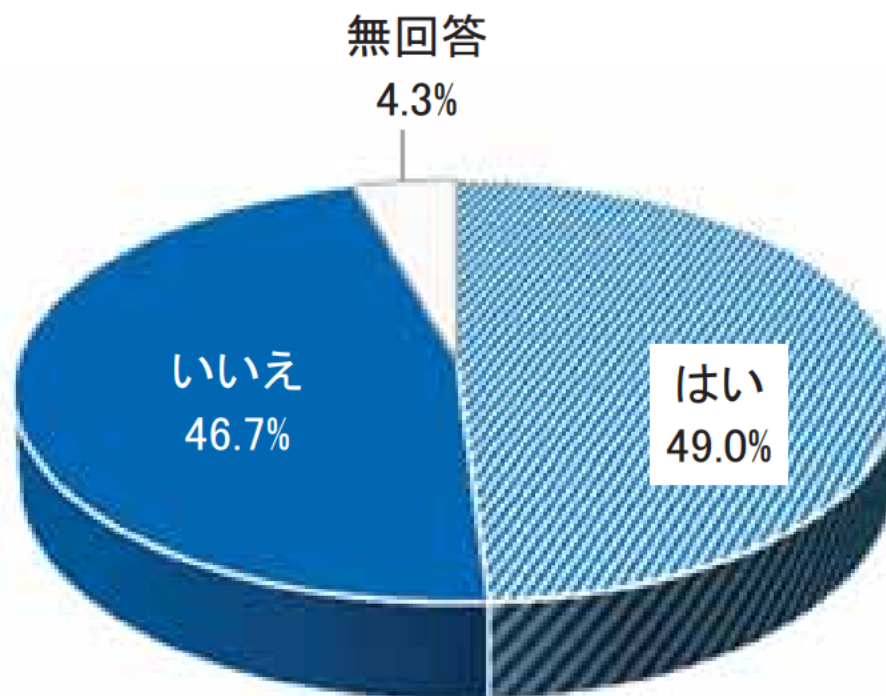
外資系	回答数
A	9
B	5
C	39
D	13
E	5
F	2
G	1
H	1
合計	75
平均	7.9%

自社の資本コストがどの程度の水準か：認識の有無

(n=981)

	件数		割合 (%)	
はい	481	<422>	49.0	<44.0>
いいえ	458	<486>	46.7	<50.6>
無回答	42	<52>	4.3	<5.4>

<>内は前々年データ



経営者の受託者責任

- 付加価値を生むためには資本コストを上回るリターンをあげること
- 債権者に対して価値を生むには金利(Debtのコスト)以上のリターンを創出しないと利払いができない
- 株主に対しては株主資本コスト以上のリターンを創出しないと株主価値を創造できない
- 中長期的に株主資本コスト以上のROE(株主資本利益率)を上げることが資本主義の前提(伊藤レポート)

2. 企業価値

- 企業価値をどのように測定するのか？
- DCF法の基本と割引率WACC
- 財務理論上の企業価値の定義

企業価値とは何か？

- 一義的には将来フリーキャッシュフローの現在価値の総和
- 様々な計算手法がある(理論値は一致)
- 資本コストで割引現在価値を算出する
- 非財務資本をどう取り込むか
- 自社の理論株価を知る(上場企業の受託者責任)
 1. 株価が割安か割高かの判断基準
 2. 自社株買いのIRR計算の基準
 3. M&A(買収・被買収)の座標軸

Income Approach (DCF)の基本

	FY18	FY19	FY20	FY21	FY22	FY23	FY24	FY25
予想 FCF	000	000	000	000	000	000	000	000
割引 率	$(1+WACC)^1$	$(1+WACC)^2$	$(1+WACC)^3$	$(1+WACC)^4$	$(1+WACC)^5$	$(1+WACC)^6$	$(1+WACC)^7$	$(1+WACC)^8$
現在 価値	000	000	00	00	00	0	0	0
Σ	<div style="background-color: yellow; padding: 5px; display: inline-block;"> 事業 価値 </div>								

- まず将来のキャッシュフロー予測を作る
- WACCで現在価値に割引き、Σを求める

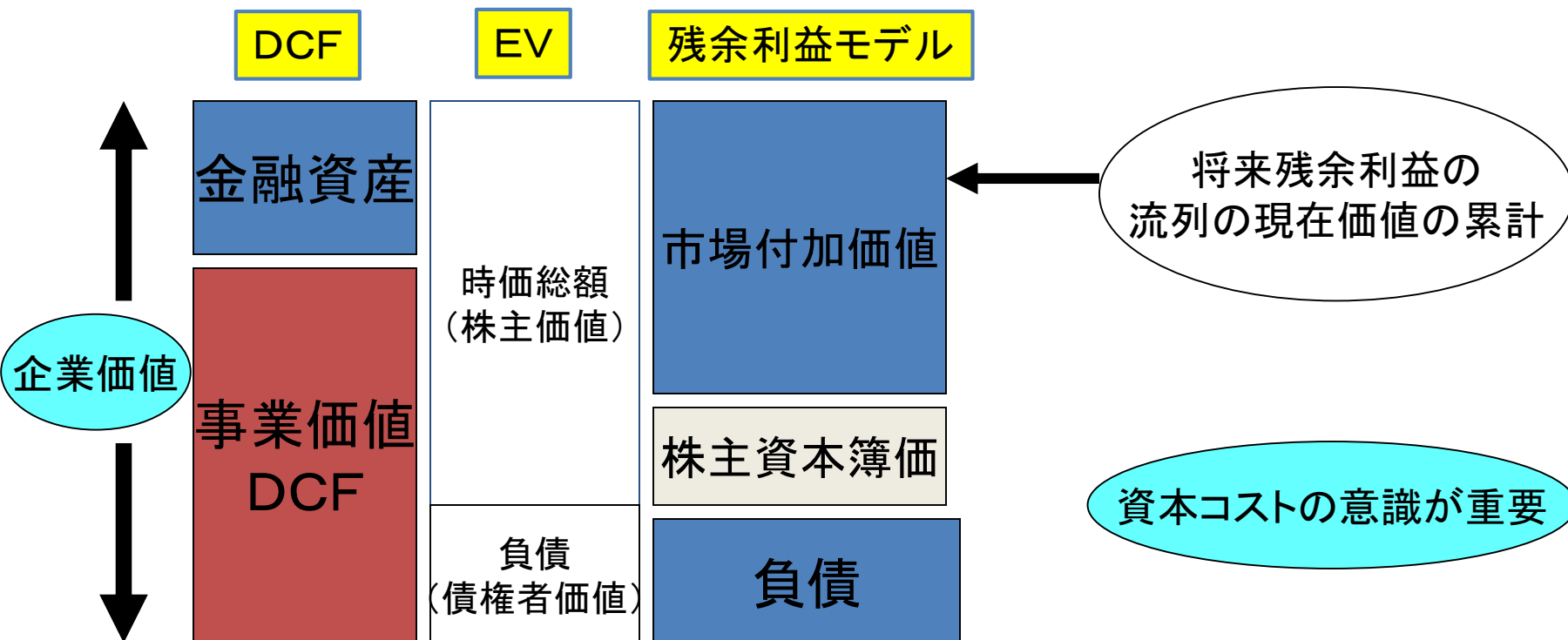
加重平均資本コスト(WACC)

- 負債時価D, 時価総額E, 負債金利Rd, 株主期待収益率Re, リスクフリーレートRf, 株式市場の収益率Rm, ベータ β (COV/σ^2 =相関係数とばらつき), 税率T
- $WACC = D/(D+E) * Rd(1-T) + E/(D+E) * Re$
- **$Re = Rf + \beta(Rm - Rf)$ -----CAPMモデル**
- DCF法によるIncome Approachが基本となるが、予想CFをWACCで現在価値に引きなおして企業価値を算出する

財務理論上の企業価値の定義

上場企業の議論では企業価値の定義が前提
複数の企業価値評価方法の理論値は同一

理論株価の算出



実践・応用編

1. 資本コストを把握して活用する
2. 企業と投資家の対話の要諦
3. エンゲージメントの具体的事例

1. 資本コストを把握して活用する

- エクイティスプレッド（残余利益モデル）の理論
- 伊藤レポートのROE 8%ガイドラインの根拠
- 資本コストを意識した財務戦略の事例

「伊藤レポートのROE8%」と エクイティ・スプレッドの提言

- 2014年8月、伊藤レポートの最終報告が経済産業省から公表され、以後内外で注目を集めてきた。報告者もその委員を務め、ROEや資本コストに係るドラフティングに関わった。伊藤レポートの主な意義のひとつは、「ROE8%という明確なメッセージ」を世界に向けて発信して問題提起したことにあると思料される。
- 「資本主義の根幹を成す株式会社が継続的に事業活動を行い、企業価値を生み出すための大原則は、中期的に資本コストを上回るROEを上げ続けることである。なぜなら、それが企業価値の持続的成長につながるからである。この大原則を死守できなければ資本市場から淘汰される。資本主義の要諦は労働分配率にも配慮しながら、資本効率を最大限に高めることである。」
- 「個々の企業の資本コストの水準は異なるが、グローバルな投資家から認められるにはまずは第一ステップとして、最低限8%を上回るROEを達成することに各企業はコミットすべきである。もちろん、それはあくまでも「最低限」であり、8%を上回ったら、また上回っている企業は、より高い水準を目指すべきである。」

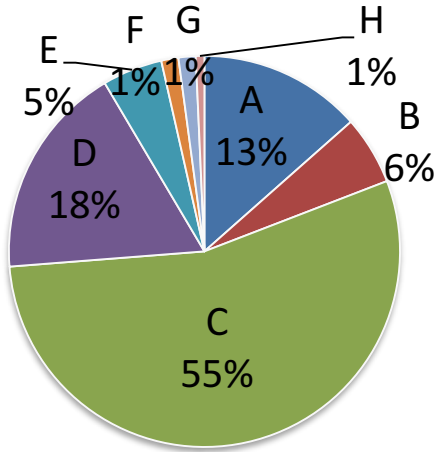
(伊藤レポートの論拠)

論拠として以下の記述も掲載されている。

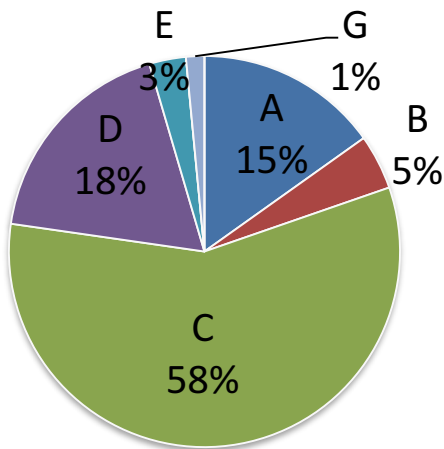
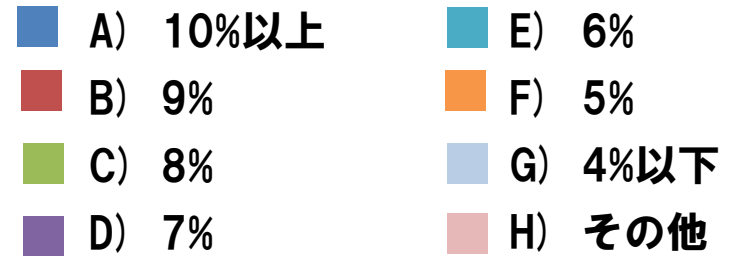
- 「企業価値創造のKPIとして、エクイティ・スプレッド(ES) = ROE - CoE(株主資本コスト:株主の期待する投資リターン)がある。投資家から見ると、これがプラスであれば価値創造企業、マイナスであれば価値破壊企業と評価される」(【出所】 柳 [2010])
- 「資本コストは、市場が期待する収益率であるが、絶対的な定義は無く、妥当な資本コスト水準については議論が分かれる。一つの参考として、日本株に対して、国内外の機関投資家が求める資本コストにかなりのばらつきがあること、平均的には7.2%(海外)6.3%(国内)を想定しているとの調査結果がある」「上記の調査では、グローバルな機関投資家が日本企業に期待する資本コストの平均が7%超になっている。これによればROEが8%を超える水準で約9割のグローバル投資家が想定する資本コストを上回ることになる」(【出所】 柳 [2013a])
- 因みに、野村インベスター・リレーションズが行ったアンケート(上場企業138社回答)では、8割以上の企業が伊藤レポートの「ROE8%以上を目指すべき」という提言・推奨に対して「そのように思う」と概ね賛同している。(2015年1月1日付「アイアールmagazine」New Year 2015)

一般に日本株にはどれくらいの 株主資本コストを想定しますか？

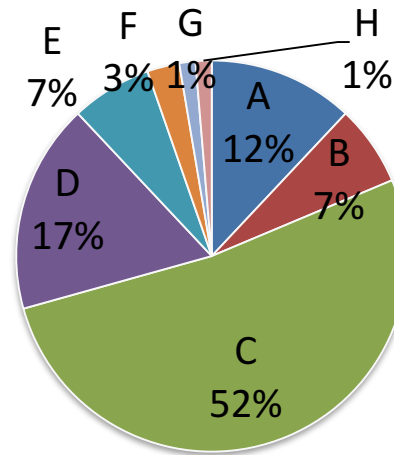
(個社別には異なるが、ベータ1の前提で日本株平均として)



全体	回答数
A	19
B	8
C	77
D	25
E	7
F	2
G	2
H	1
合計	141
平均	8.0%



日系	回答数
A	10
B	3
C	38
D	12
E	2
F	0
G	1
H	0
合計	66
平均	8.0%



外資系	回答数
A	9
B	5
C	39
D	13
E	5
F	2
G	1
H	1
合計	75
平均	7.9%

エクイティ・スプレッドの開示と対話

東証「企業価値向上表彰」と経産省「伊藤レポート」で採択

エクイティ・スプレッド (%) = ROE - 株主資本コスト

企業価値評価手法はDCF中心に論述できるが、株主価値を残余利益モデルRIM(またはオールソンモデル)で求めることもできる。理論的には同じ結論に帰結する。RIMによれば、基本的に株主価値は下記に収斂される。

$$\text{株主価値} = BV + \sum_{t=1}^{\infty} \left(\frac{\text{当期利益}_t - \text{CoE} \times BV_{t-1}}{(1 + \text{CoE})^t} \right)$$

このようにRIMでは、残余利益、つまり(当期純利益-株主資本コスト×株主資本簿価)が価値創造の源泉になる。その効率性を表現するために各項を株主資本で除すると、「ROE-株主資本コスト」、つまりEquity Spread (%)に帰結する。このようにEquity SpreadはRIMによる企業価値評価を昇華した、価値創造の源泉を端的に示す指標である。(米国ではIMAが採択)

【出所】 Ohlson, J. (1995) “Earnings, book values, and dividends in equity valuation.”

柳良平(2013)「Equity Spreadの開示と対話の提言」

エクイティ・スプレッドは、%と\$両方の記述が可能。ROE関連議論の為、割合で%で示すが、金額絶対額も重視

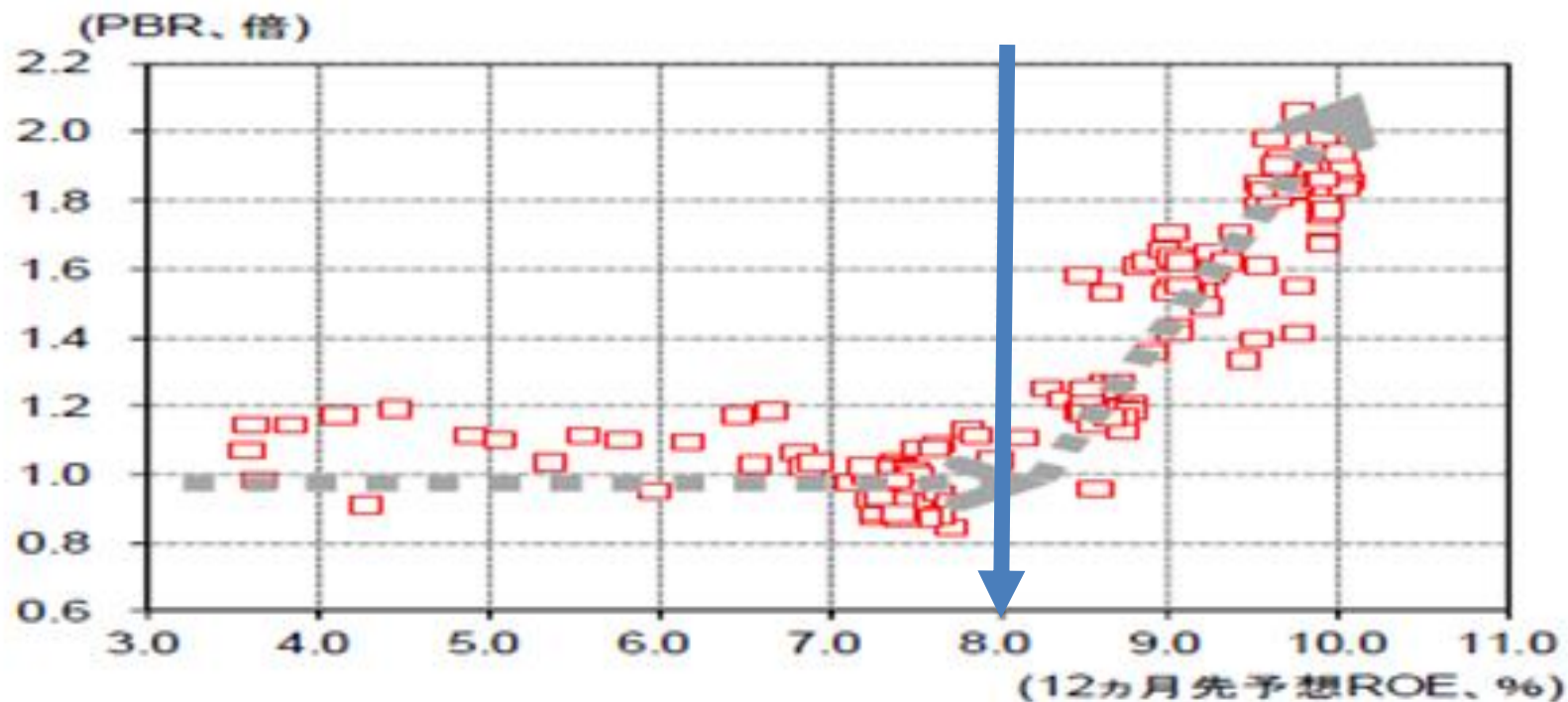
エクイティ・スプレッド = ROE - 株主資本コスト

$$\begin{aligned} \text{株主価値} = \text{時価総額} &= \text{株主資本} + \text{市場付加価値} \\ &\quad \text{財務資本関連} \qquad \qquad \text{非財務資本関連(インタンジブルズ)} \\ &= \text{株主資本} + \frac{\text{株主資本} \times \text{エクイティ・スプレッド}}{\text{資本コスト} - \text{永久成長率}} \end{aligned}$$

$$\text{PBR} = \frac{\text{時価総額}}{\text{株主資本}} = 1 + \frac{\text{エクイティ・スプレッド}}{\text{資本コスト} - \text{永久成長率}}$$

- エクイティ・スプレッドが正の値なら $\text{PBR} > 1$
- エクイティ・スプレッドが負の値なら $\text{PBR} < 1$

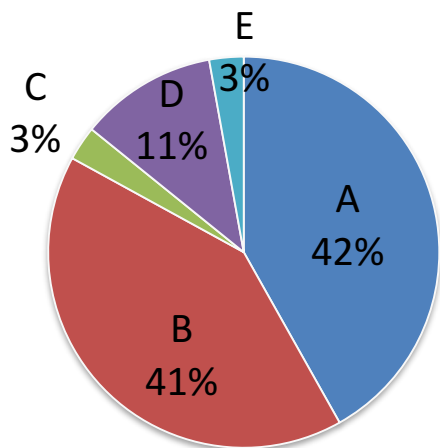
過去10年のPBRと予想ROEの相関図 —ROE8%を超えると価値創造が起こる 「8%は魔法の数字」—



(注) TOPIXの2004年以降の12ヶ月先予想ROEとPBRをプロット。
予想はI/B/Eコンセンサス(2014-15年度はSMBC日興予想)

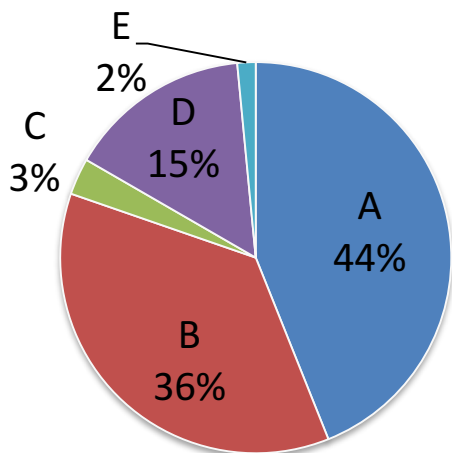
【出所】SMBC日興証券作成資料につき許可を得て転載

Equity Spread(=ROE-株主資本コスト)が価値創造の代理変数として「伊藤レポート(2014年8月)」でも紹介されているが、資本コストを上回るROEの啓発のためにこのESをアニュアルレポートや東証の決算短信で自主的に開示・議論するという提案を支持しますか？

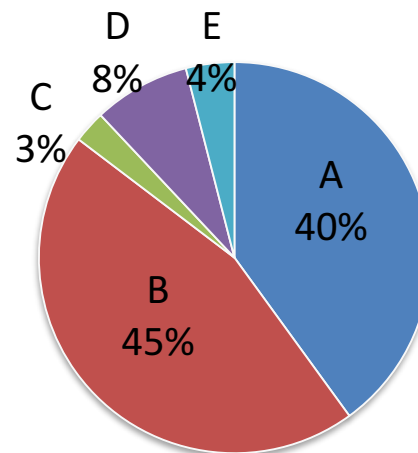


全体	回答数
A	59
B	58
C	4
D	16
E	4
合計	141

- A) 強く支持する
- B) 一応支持する
- C) 支持しない
- D) 中立である
- E) 関心がない、重要とは思わない



日系	回答数
A	29
B	24
C	2
D	10
E	1
合計	66



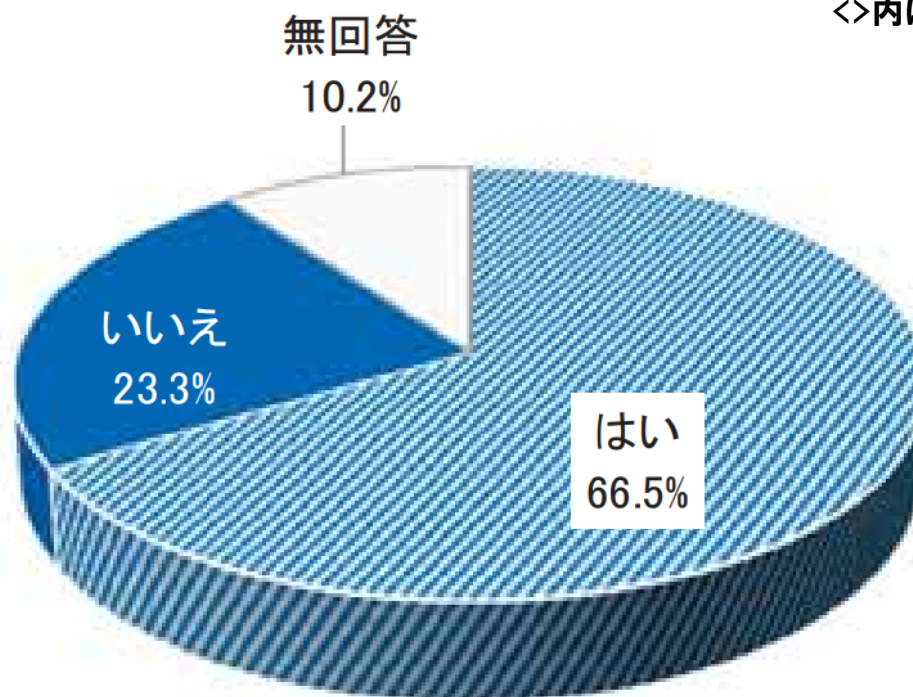
外資系	回答数
A	30
B	34
C	2
D	6
E	3
合計	75

自社の資本コストがどの程度の水準か、認識している企業の回答 エクイティ・スプレッド（＝ROE－株主資本コスト）の意識

(n=481)

	件数	割合 (%)
はい	320 <277>	66.5 <65.6>
いいえ	112 <121>	23.3 <28.7>
無回答	49 <24>	10.2 <5.7>

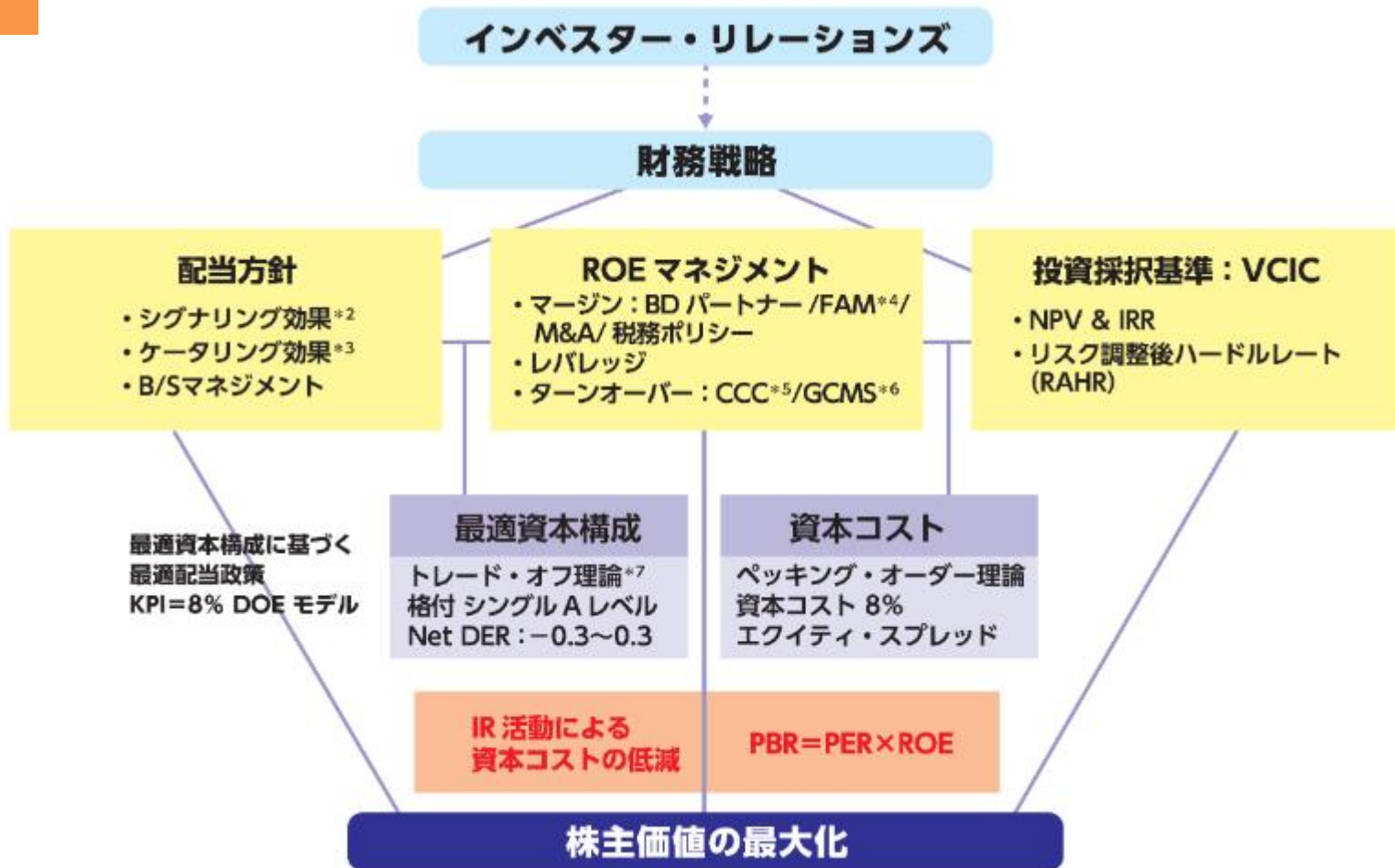
<>内は前々年データ



資本コストを意識した 企業価値向上の財務戦略の事例

- ROE経営の考え方
- 長期思考による10年平均ROE
- エクイティスプレッドの開示と対話
- 価値創造の投資採択基準

持続的な株主価値最大化のための 財務戦略マップ^{*1}



*1 「企業価値を高めるための財務会計リテラシー」日本経済新聞出版社（2016）を一部改題
 *2 シグナリング効果：配当政策により経営者の将来収益予測に対する考え方が株価に影響をもたらすこと
 *3 ケータリング効果：配当を嗜好する株主の期待に応えることで株価に影響をもたらすこと
 *4 FAM：Fixed Asset Monetization（固定資産の現金化）
 *5 CCC：Cash Conversion Cycle（キャッシュ・コンバージョン・サイクル）
 *6 GCMS：G.oba. Cash Management System（グローバル・キャッシュ・マネジメント・システム）
 *7 トレード・オフ理論：負債調達による限界的な便益と企業の倒産リスクが均衡する最適資本構成を求める理論

良いROE経営

- 良いROEと悪いROE
- PBRによる価値創造との関係
- 資本コストを意識して
エクイティスプレッドの採択
- 統合報告書の開示事例

- **良いROEと悪いROE**
- **アカデミック論文(統計的有意)**と感情論(例外論)
- **中長期志向(10年平均)**と短期志向(myopia)
- **成長見込ある低ROE**と成長見込ない低ROE
- **収益絶対額と伴うROE**と縮小均衡のROE(デフレの真犯人)
- **中長期会計平準化・修正**と会計の短期主義・形式主義
- **簿価主義**と時価主義(長期的には収斂)
- **株主資本コストを上回るROE**と極大化・継続増要求
- **バランスシートマネジメント**と過剰レバレッジ(倒産リスク)
- **日本企業(周回遅れ)**と欧米企業(宿題済み)
- **業績予想・中期計画開示あり**と開示なしの場合
- **優れた財務リタラシー・管理会計**と盲目的政府追従
- **ESG/CSRとの両立**と株主原理主義(株主だけのROE)

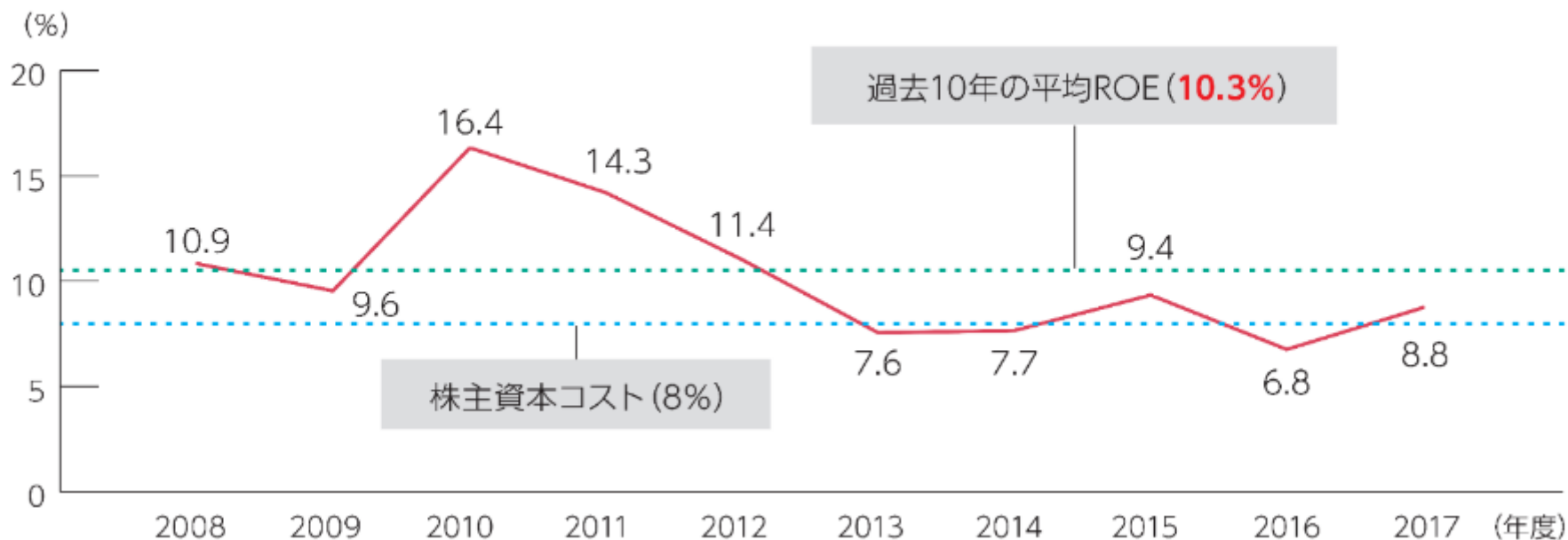
ROEマネジメント



エーザイのROEマネジメント

～正のエクイティ・スプレッドを中長期的に訴求～

● ROEの年次別推移と中長期的な価値創造



エクイティ・スプレッド=ROE-株主資本コスト
 残余利益モデルに基づく株主価値創造の重要指標*
 エーザイでは株主資本コストを保守的に8%と仮定
 (リスクフリーレート2%+リスクプレミアム6%)

* 「ROE革命の財務戦略」中央経済社(2015)

過去10年のエクイティ・スプレッド

過去10年の平均ROE10.3%-株主資本コスト8%= **2.3%**

* 2011年度実績までは日本基準(J-GAAP)、2012年度~2017年度実績は
 国際会計基準(IFRS)

中期経営計画「EWAY 2025」と財務指標との連関 中期経営計画「EWAY 2025」における財務のKPIs

KPIs	2020年度ターゲット
ROE	10%レベル
エクイティ・スプレッド*1	2%レベル
DOE*2	8%レベル(150円配当維持)
親会社所有者帰属持分比率	50~60%
Net DER*3	-0.3~0.3

2025年度 ROE 15%レベル

* 配当金の決定は取締役会の承認を前提とします

*1 エクイティ・スプレッド=ROE-株主資本コスト、株主資本コストは保守的に8%と仮定

*2 Dividend on Equity: 親会社所有者帰属持分配当率

*3 Net DER: Net Debt Equity Ratio=(有利子負債(社債および借入金)-現金および現金同等物-3カ月超預金等-親会社保有投資有価証券)÷親会社の所有者に帰属する持分

価値創造の投資採択基準

- 資本コストの意識が求められる(NPV)
- リスクに見合ったハードルレートの設定

投資採択基準の国際比較

— 欧米はNPVとIRRだが日本は回収期間(SPP) —

投資採択基準の国際比較

	NPV	IRR	SPP
日本	37%	22%	83%
米国	85%	77%	53%
英国	47%	53%	69%
ドイツ	48%	42%	50%
オランダ	70%	56%	65%

(出所) 企業会計2009年9月号、11月号 吉田・福島・妹尾 [2009ab],
企業会計2010年5月号 篠田 [2010]より筆者作成

*NPV=Net Present Value, IRR= Internal Rate of Return, SPP= Simple Payback Period

基本的な考え方

正味現在価値法 (NPV: Net Present Value) とはプロジェクトの投資から生み出される将来キャッシュフローを割引率を使って現在価値に割り引く、同じく、投資額についても割引率を現在価値に割り引く、そして、現在価値に換算した将来キャッシュフローから現在価値に換算した投資額を差し引いて、その計算結果である純額 (NPV) の大きさを投資の判断を行う方法を指す

内部収益率法 (IRR: Internal Rate of Return) とはNPV=0となる割引率を指す。IRRが資本コストよりも高い場合は投資案件を採択して、低い場合は棄却する

NPVルール

NPVがプラスなら、そのプロジェクトを採用する

NPVがマイナスなら、そのプロジェクトは棄却する

NPVがゼロなら、そのプロジェクトを実行しても企業価値は不変

IRRルール

1. IRRが割引率より高いなら、そのプロジェクトを採用する

2. IRRが割引率より低いなら、そのプロジェクトは棄却する

3. IRR = 割引率なら、そのプロジェクトを実行しても企業価値は不変

投資採択基準VCIC (Value-Creative Investment Criteria)

リスク調整後ハードルレートの設定方法

リスク調整後ハードルレート = リスクフリーレート + β × リスクプレミアム (+流動性プレミアム)

- リスクフリーレート：各国別10年国債の過去10年平均利回り
- β (ベータ)：投資カテゴリーに応じて設定(リスク特性)

200種類の割引率を使いこなす

リスクベースのハードルレート一覧表(例)

2013年6月末現在

Region	Country	Date	RFR*	RP	Category I			Category II			Category III		
					beta	CoE	Private	beta	CoE	Private	beta	CoE	Private
Japan	Japan	2013/6/30	1.11%	6.0%	1.0	7.1%	8.9%	1.5	10.1%	11.9%	2.0	13.1%	14.9%
Americas	USA	2013/6/30	2.75%	6.0%	1.0	8.7%	10.5%	1.5	11.7%	13.5%	2.0	14.7%	16.5%
	Canada	2013/6/30	2.77%	6.0%	1.0	8.8%	10.6%	1.5	11.8%	13.6%	2.0	14.8%	16.6%
	Mexico	2013/6/30	4.31%	6.0%	1.0	10.3%	12.1%	1.5	13.3%	15.1%	2.0	16.3%	18.1%
	Brazil	2013/6/30	4.57%	6.0%	1.0	10.6%	12.4%	1.5	13.6%	15.4%	2.0	16.6%	18.4%
EMEA	UK	2013/6/30	3.03%	6.0%	1.0	9.0%	10.8%	1.5	12.0%	13.8%	2.0	15.0%	16.8%
	Germany	2013/6/30	2.59%	6.0%	1.0	8.6%	10.4%	1.5	11.6%	13.4%	2.0	14.6%	16.4%
	France	2013/6/30	3.14%	6.0%	1.0	9.1%	10.9%	1.5	12.1%	13.9%	2.0	15.1%	16.9%
	Netherlands	2013/6/30	2.92%	6.0%	1.0	8.9%	10.7%	1.5	11.9%	13.7%	2.0	14.9%	16.7%
	Spain	2013/6/30	4.82%	6.0%	1.0	10.8%	12.6%	1.5	13.8%	15.6%	2.0	16.8%	18.6%
	Italy	2013/6/30	4.72%	6.0%	1.0	10.7%	12.5%	1.5	13.7%	15.5%	2.0	16.7%	18.5%
	Switzerland	2013/6/30	1.49%	6.0%	1.0	7.5%	9.3%	1.5	10.5%	12.3%	2.0	13.5%	15.3%
	Sweden	2013/6/30	2.60%	6.0%	1.0	8.6%	10.4%	1.5	11.6%	13.4%	2.0	14.6%	16.4%
	Portuguese	2013/6/30	6.89%	6.0%	1.0	12.9%	14.7%	1.5	15.9%	17.7%	2.0	18.9%	20.7%
	Belgium	2013/6/30	3.57%	6.0%	1.0	9.6%	11.4%	1.5	12.6%	14.4%	2.0	15.6%	17.4%
	Austria	2013/6/30	3.16%	6.0%	1.0	9.2%	11.0%	1.5	12.2%	14.0%	2.0	15.2%	17.0%
	Australia	2013/6/30	4.61%	6.0%	1.0	10.6%	12.4%	1.5	13.6%	15.4%	2.0	16.6%	18.4%
ASIA	Singapore	2013/6/30	2.10%	6.0%	1.0	8.1%	9.9%	1.5	11.1%	12.9%	2.0	14.1%	15.9%
	China	2013/6/30	3.52%	6.0%	1.0	9.5%	11.3%	1.5	12.5%	14.3%	2.0	15.5%	17.3%
	Indonesia	2013/6/30	8.42%	6.0%	1.0	14.4%	16.2%	1.5	17.4%	19.2%	2.0	20.4%	22.2%
	Malaysia	2013/6/30	3.86%	6.0%	1.0	9.9%	11.7%	1.5	12.9%	14.7%	2.0	15.9%	17.7%
	Thailand	2013/6/30	3.65%	6.0%	1.0	9.7%	11.5%	1.5	12.7%	14.5%	2.0	15.7%	17.5%
	Taiwan	2013/6/30	1.46%	6.0%	1.0	7.5%	9.3%	1.5	10.5%	12.3%	2.0	13.5%	15.3%
	Korea	2013/6/30	4.38%	6.0%	1.0	10.4%	12.2%	1.5	13.4%	15.2%	2.0	16.4%	18.2%
	Philippine	2013/6/30	5.39%	6.0%	1.0	11.4%	13.2%	1.5	14.4%	16.2%	2.0	17.4%	19.2%
	India	2013/6/30	7.83%	6.0%	1.0	13.8%	15.6%	1.5	16.8%	18.6%	2.0	19.8%	21.6%

リスクフリーレートは各国の10年国債利回りの過去5年平均値(出所: Bloomberg)

2. 企業と投資家の対話の要諦

- IRの定義
- IRが資本コストを下げる
- 提案する対話のアジェンダ

IRの定義 (NIRI)

- インベスター・リレーションズ (IR) とは?

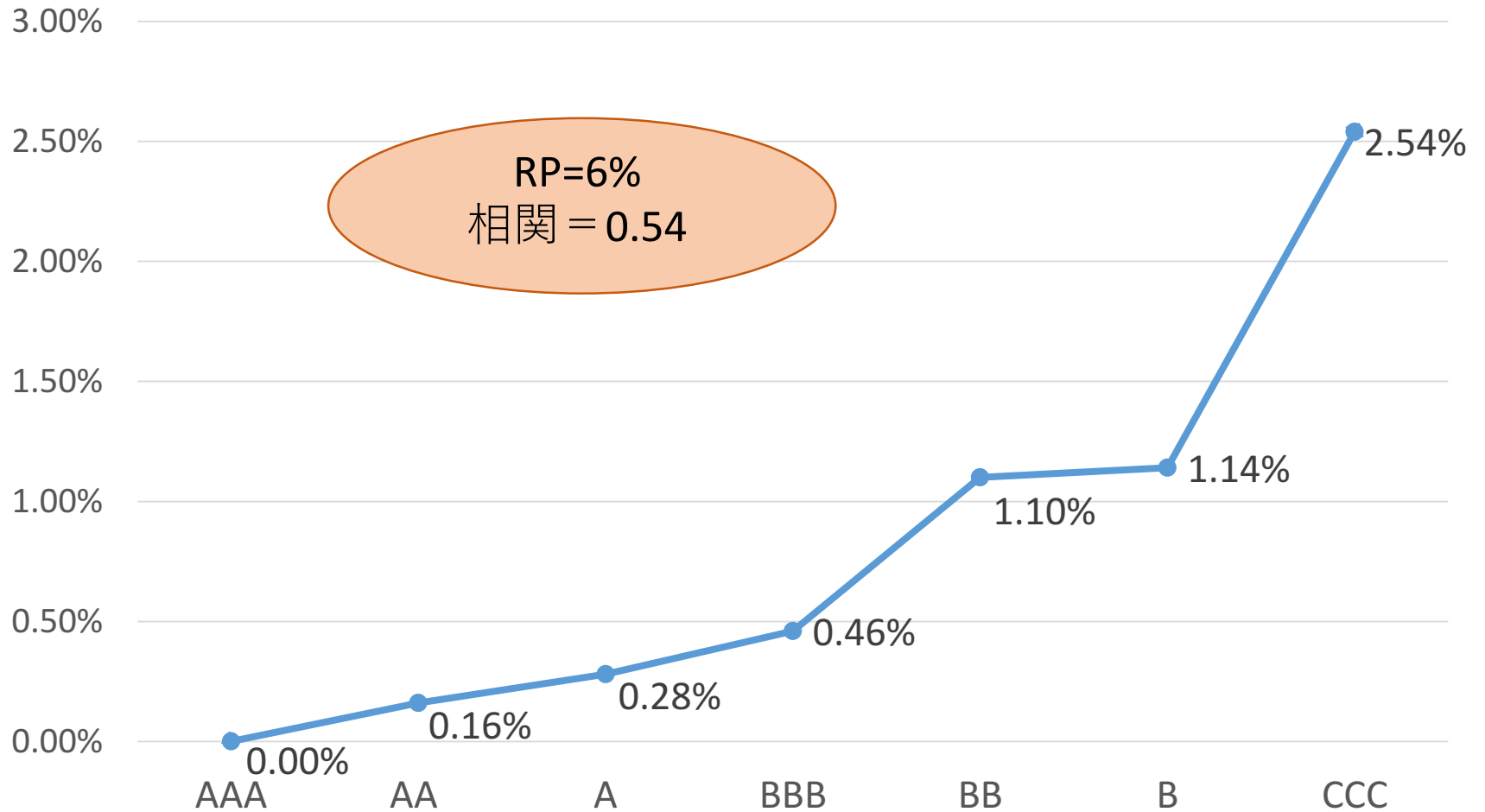
企業財務やコミュニケーション、マーケティング、証券法上のコンプライアンスを統合した戦略的な経営責務であり、それによって、企業とファイナンスコミュニティ(投資家層)、その他のステークホルダー間の、最も効果的な双方向コミュニケーションが可能になる。そして、IRの最終目的は、当該企業の有価証券が公正価格(フェアバリュー)を達成することにある。

IRが株主資本コストを引き下げる

- Botosan (1997):
ディスクロージャーレベルの高さが、株主資本コストの縮小につながることを示唆(優良ディスクロージャー企業と非優良企業との間では約0.28%の資本コストの差)。
- Agarwal et al.(2008):
IR表彰企業は、情報の非対称性を緩和して流動性を高め、株価の超過リターンを獲得。
- 音川(2000):日本企業については、「証券アナリストによるディスクロージャー優良企業選定」によるディスクロージャーの総合評点を利用して、ディスクロージャー水準の高い企業は株主資本コストが小さいことを示唆。
- 須田他(2004)は、同様に1995-2000年度の「証券アナリストによるディスクロージャー優良企業選定」によるディスクロージャー・ランキングと株主資本コストの関係を検証して、IR評価が各セクターで3位以内の企業は、4位以下の企業よりも**約0.3%株主資本コストが低い**ことを報告している。

(参考) ESGが株主資本コストを引き下げる
ESG格付 (MSCI) 別株主資本コスト差分比較

増加する株主資本コスト率



出所：野村證券.

文献：加藤 康之 編著 (2018) 『ESG投資の研究 理論と実践の最前線』 P309.

提案する対話のアジェンダ（日本IR協議会で発表）

- 企業理念（社会的価値と経済的価値）
- 中長期経営ビジョン
- 中長期ROEとエクイティ・スプレッドの現状と目標
 - ROEの現状と中長期的目標値
 - Margin, leverage, turnoverの目標と改善策
 - 資本コストの前提
 - 資本コストの低減策
- 最適資本構成
 - 最適現金保有レベル
- 株主還元の目標と根拠
- 投資採択基準
- コーポレートガバナンス
- ESG/CSRあるいは統合報告（非財務情報）
- IR活動の方針

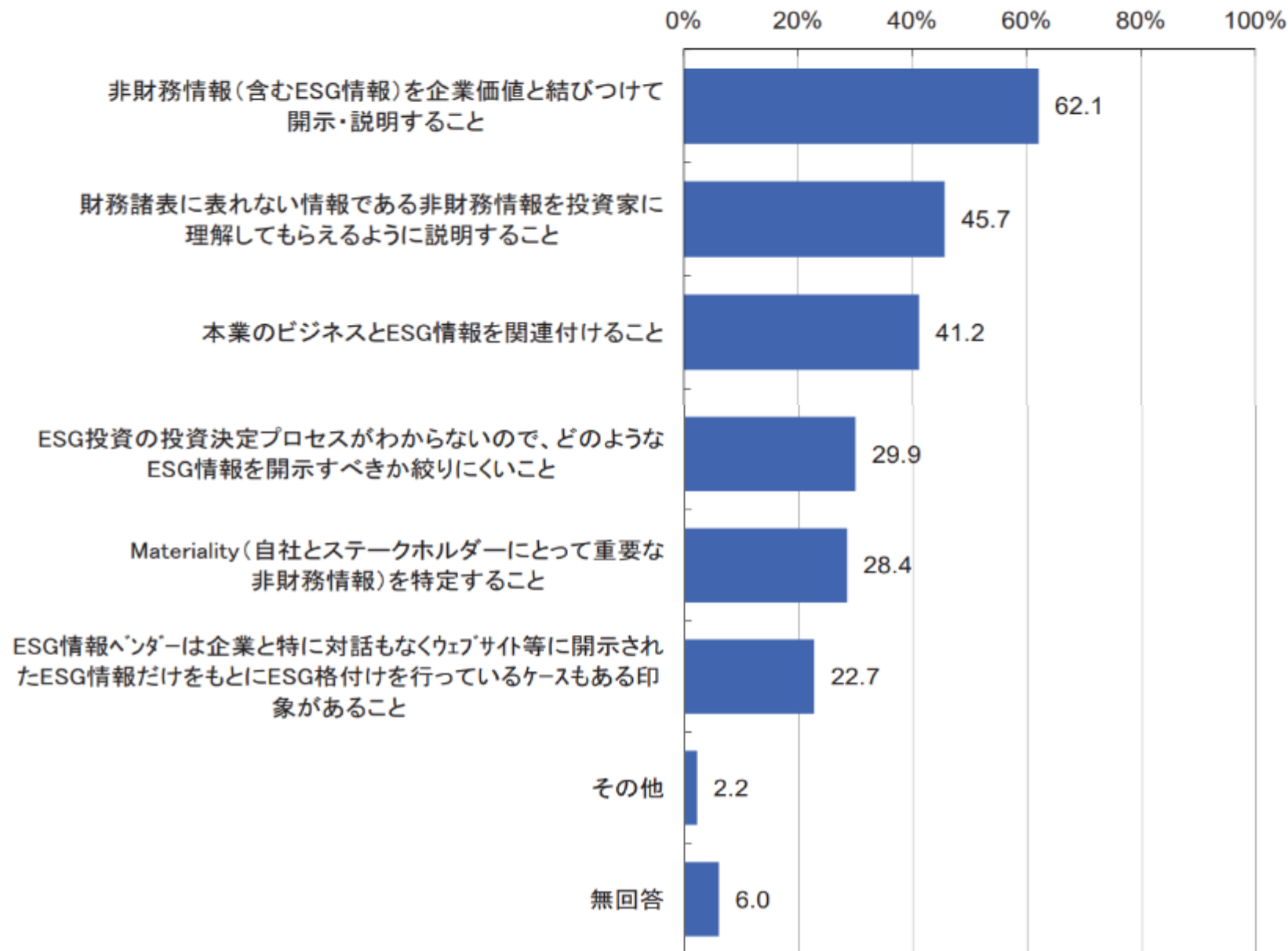
【出典】柳 (2015)

企業と長期投資家は同期化が可能

(参考)英国ハーミーズの責任投資原則「第2章 上場企業に期待すること」抜粋

1. 企業は株主と率直かつ継続的にレベルの高い対話を行うべき
2. 企業は持続的に資本コストを上回るリターンを生み出すべき
3. 企業は投資計画を長期的な株主価値創造の視点から厳格に審査し、特に多角化やコア事業の拡大に係るM&Aではより高いハードルを適用すべき
4. 企業は最適資本構成を企図して長期的な資本コストを最小化すべく、デットとエクイティのバランスを熟考すべき
5. 企業は長期的な株主価値の最大化も視野に入れて、他のステークホルダーとの関係を有効にマネージすべき
6. 企業は長期的なサステナビリティを高める視点から、環境問題や社会的責任を有効にマネージすべき
7. コーポレートガバナンスでは、企業と株主の長期的な利益に資するように取締役会の客観性と独立性を担保すべき。理想的には取締役会議長は業務執行から独立した社外取締役が担うべき(他の形式をとる場合には、株主に説明して正当化する必要がある)

非財務情報(含むESG情報)の開示に関する課題や懸念 (n=981)



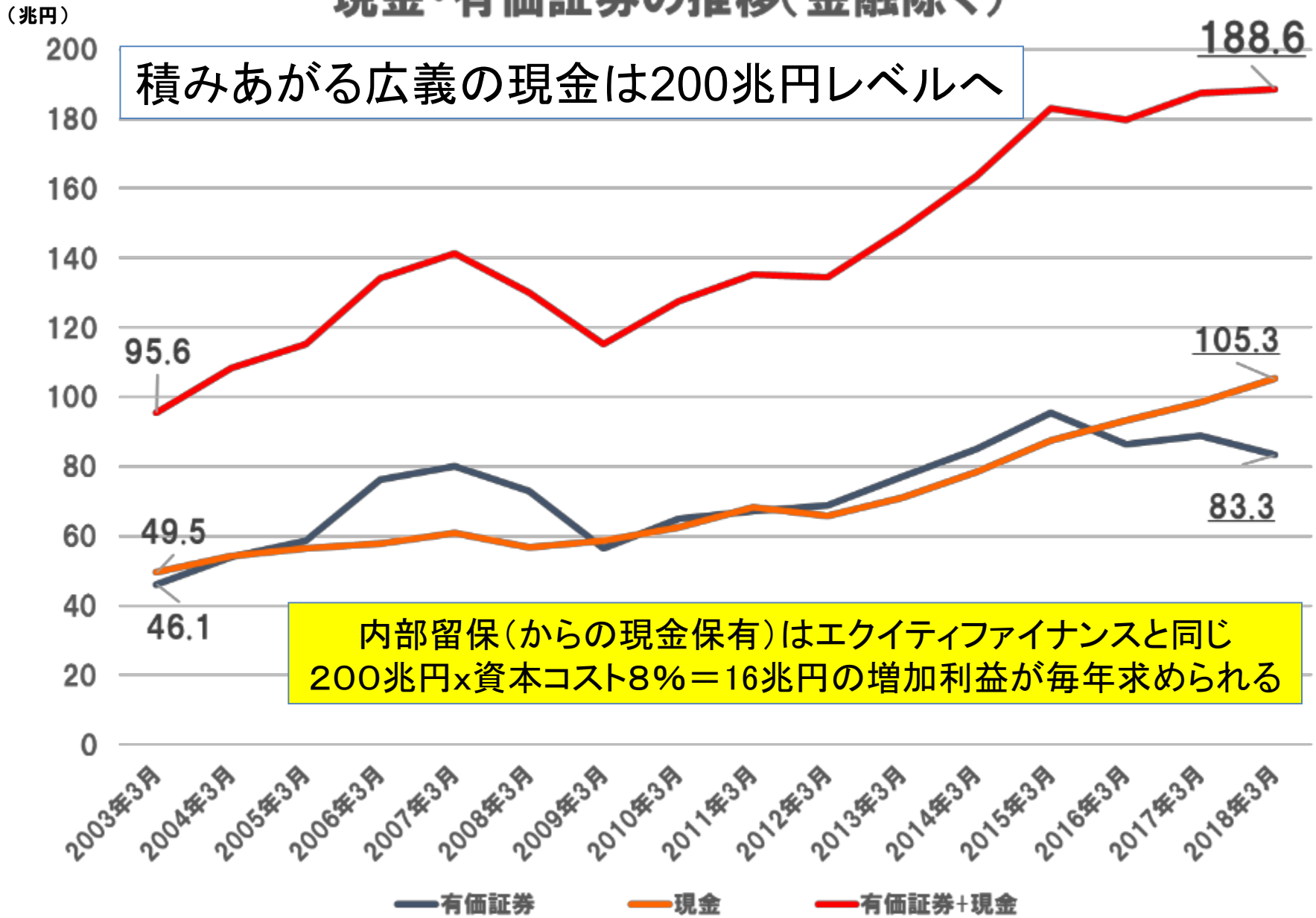
3. エンゲージメントの具体的事例

- 不都合な真実
- 潜在的価値を顕在化する
(見えない価値を見える化する)
- ESGとROEの同期化モデル
- ESGと価値創造を繋げるための
統合報告書の事例

不都合な真実

- ◆ 積みあがる現金・有価証券
- ◆ 現金のほうが時価総額よりも大きい？
- ◆ 100円が50円になる？
- ◆ ESGの潜在価値が評価されていない？

現金・有価証券の推移(金融除く)



現金のほうが時価総額より大きい日本企業が多数

2016年10月東証上場企業(PBR 1.25倍)のうち金融を除く3508社
保有現金は94.7兆円、有価証券も加えると180.4兆円

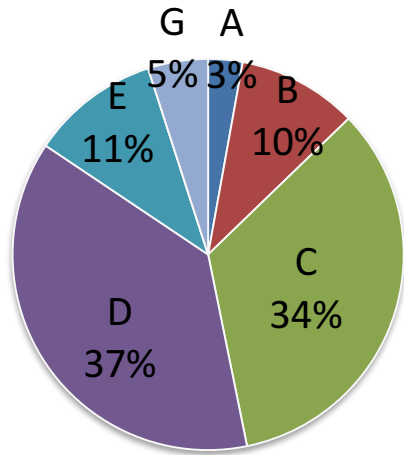
- **現金 > 時価総額 : 228社 (6.5%)**
- **現金 + 有価証券 > 時価総額 : 532 (15.2%)**
- **現金 + 有価証券 - 有利子負債 > 時価総額 : 185社 (5.3%)**

当該企業の平均PBRは0.59倍

日本企業の100円は50円？

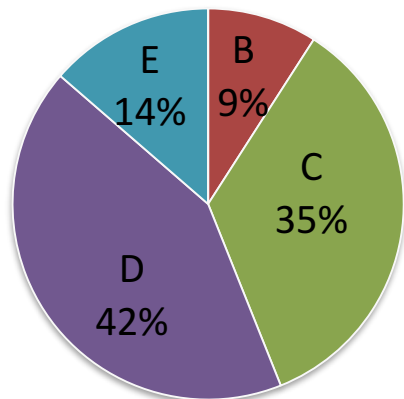
- 定性的証拠
- 定量的証拠

バリュエーション(PBR)から勘案して帳尻を合わせると、現在の日本企業の保有する現金、有価証券の100円を、いくらで価値評価すると適切だと思いますか？

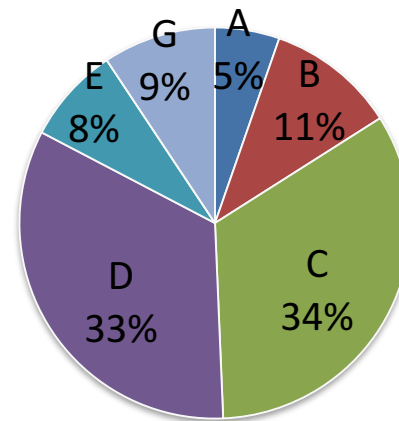


全体	回答数
A	4
B	14
C	48
D	53
E	15
F	0
G	7
合計	141
平均	¥61.4

- A) 100円≒0円
- B) 100円≒25円
- C) 100円≒50円
- D) 100円≒75円
- E) 100円=100円
- F) 100円≒125円~
- G) その他



日系	回答数
A	0
B	6
C	23
D	28
E	9
F	0
G	0
合計	66
平均	¥65.2



外資系	回答数
A	4
B	8
C	25
D	25
E	6
F	0
G	7
合計	75
平均	¥58

平均的な企業が保有する100円の限界的価値

計測対象	現金	現金	現金(グロス)	現金(グロス)
CG尺度	CG1	CG2	CG1	CG2
良い (+2 σ)	52.3	86.0	67.1	77.8
CG 平均	44.5	47.8	35.5	36.8
悪い (-2 σ)	36.7	9.5	3.9	-4.2

CG1: アナリストCGのスコア CG2: 外国人持ち株比率

2005年－2016年6月末データ：東証一部(金融除く)
異常値除く1851銘柄・年

(出典) 柳・上崎 (2017) 日本IR学会 2017

(参考) 米国企業の現金の価値

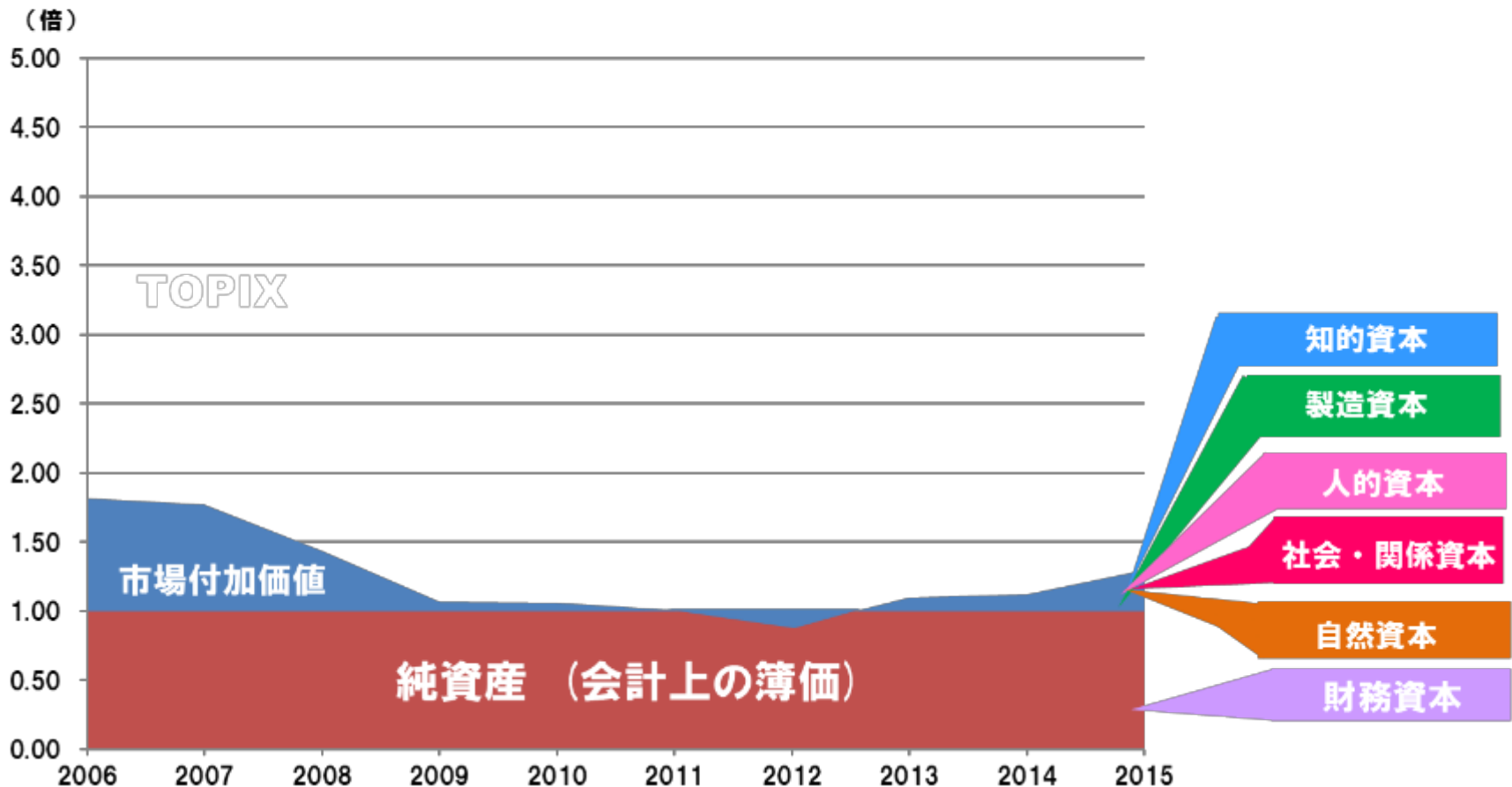
CGスコア	保有現金1ドルの価値
良い(+2標準偏差)	1.27 – 1.62ドル
平均	1.09ドル
悪い(-2標準偏差)	0.42 – 0.88ドル

(出典) Dittmar and Mahrt-Smith (2007)

- 1990-2003年の金融・公益を除く米国株式
- CGスコアはGompersスコアを使用
- 機関投資家の大量保有がある場合は平均的に+0.39ドル

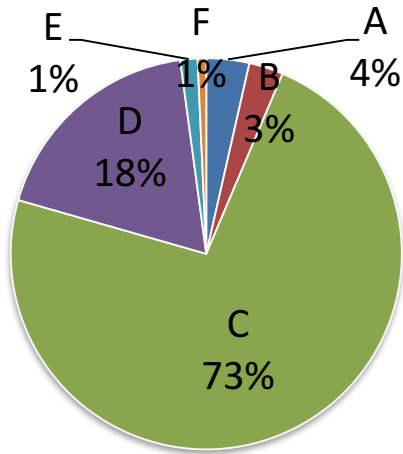
さらに不都合な真実 非財務資本(ESG)の理解促進が必要では

TOPIX PBR推移(2006年~2015年)



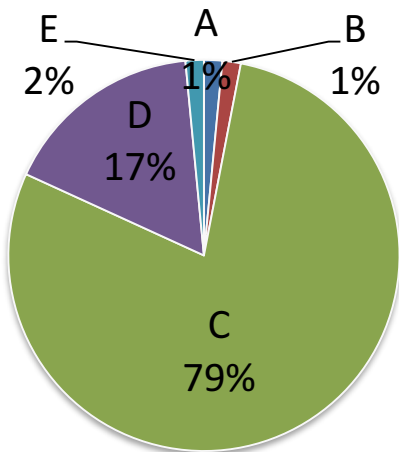
(注) 各暦年の平均値
(出所) Bloombergより柳作成

日本企業のESG(非財務資本)および統合報告によるその開示についてはどうお考えですか？

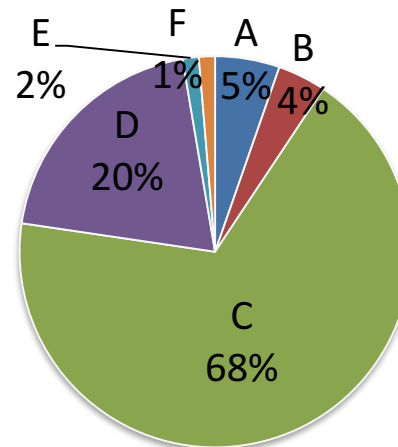


全体	回答数
A	5
B	4
C	103
D	26
E	2
F	1
合計	141

- A) 無条件でESGに注力して積極開示すべきである
- B) ROE<ESG: 資本効率 (ROE) より優先してESGを開示して説明してほしい
- C) ROE&ESG: 資本効率 (ROE) とESGを両立して価値関連性を示してほしい
- D) ROE>ESG: まずは資本効率 (ROE) を優先して記述すべき
- E) ESGの開示は不要
- F) その他

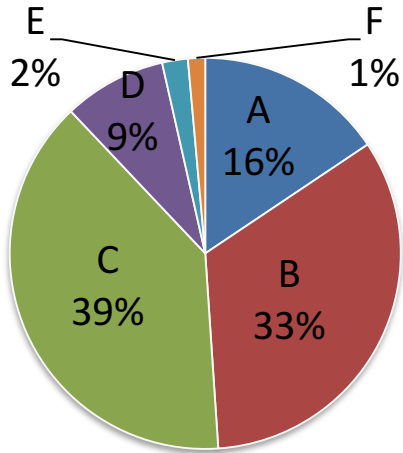


日系	回答数
A	1
B	1
C	52
D	11
E	1
F	0
合計	66

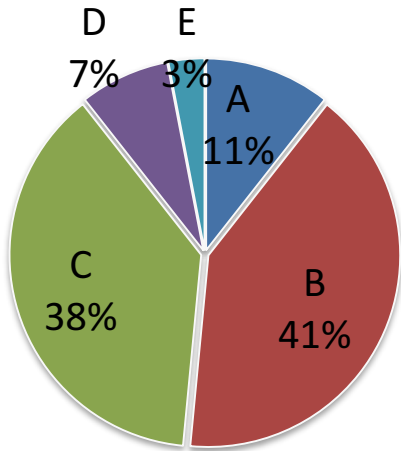


外資系	回答数
A	4
B	3
C	51
D	15
E	1
F	1
合計	75

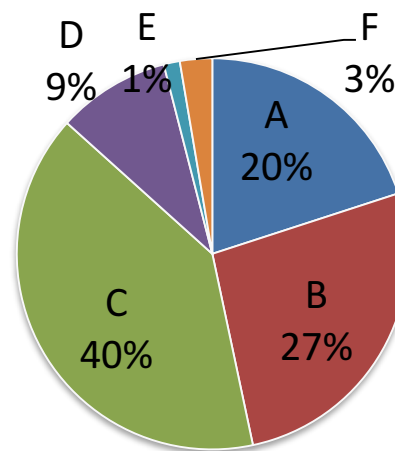
日本企業のESG(非財務資本)の価値とバリュエーション(PBR)の長期的関係についてはどうお考えですか？



全体	回答数	説明
A	22	A) ESGの価値は全てPBRに織り込まれるべき
B	47	B) ESGの価値の相当部分はPBRに織り込まれるべき
C	55	C) ESGの価値を多少はPBRに織り込むべき
D	12	D) ESGの価値は別物なのでPBRや株価に織り込まれるべきではない
E	3	E) 関心がない、重要とは思わない
F	2	F) その他
合計	141	



日系	回答数
A	7
B	27
C	25
D	5
E	2
F	0
合計	66



外資系	回答数
A	15
B	20
C	30
D	7
E	1
F	2
合計	75

ESGとROEの同期化モデル

- 潜在的価値を顕在化する
(見えない価値を見える化する)ためには
 1. 概念フレームワークの提示
 2. 実証研究のエビデンス
 3. 統合報告書での具体的開示
 4. エンゲージメントの蓄積
- トータルパッケージでの価値評価獲得

非財務資本とエクイティ・スプレッドの同期化モデルの提案

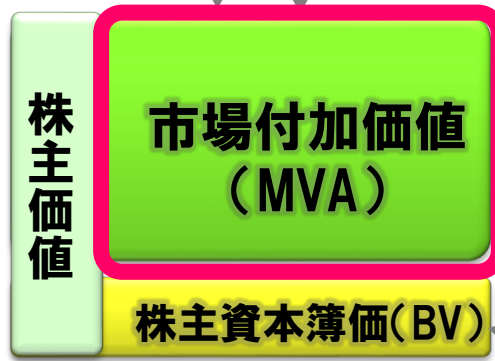
Intrinsic Valueモデル (柳 2009)



IIRC-PBRモデル



(IIRCのフレームワーク)



残余利益モデル

$$\text{株主価値} = \text{BV} + \sum_{t=1}^{\infty} \left(\frac{\text{当期利益}_t - \text{CoE} \times \text{BV}_{t-1}}{(1 + \text{CoE})^t} \right)$$

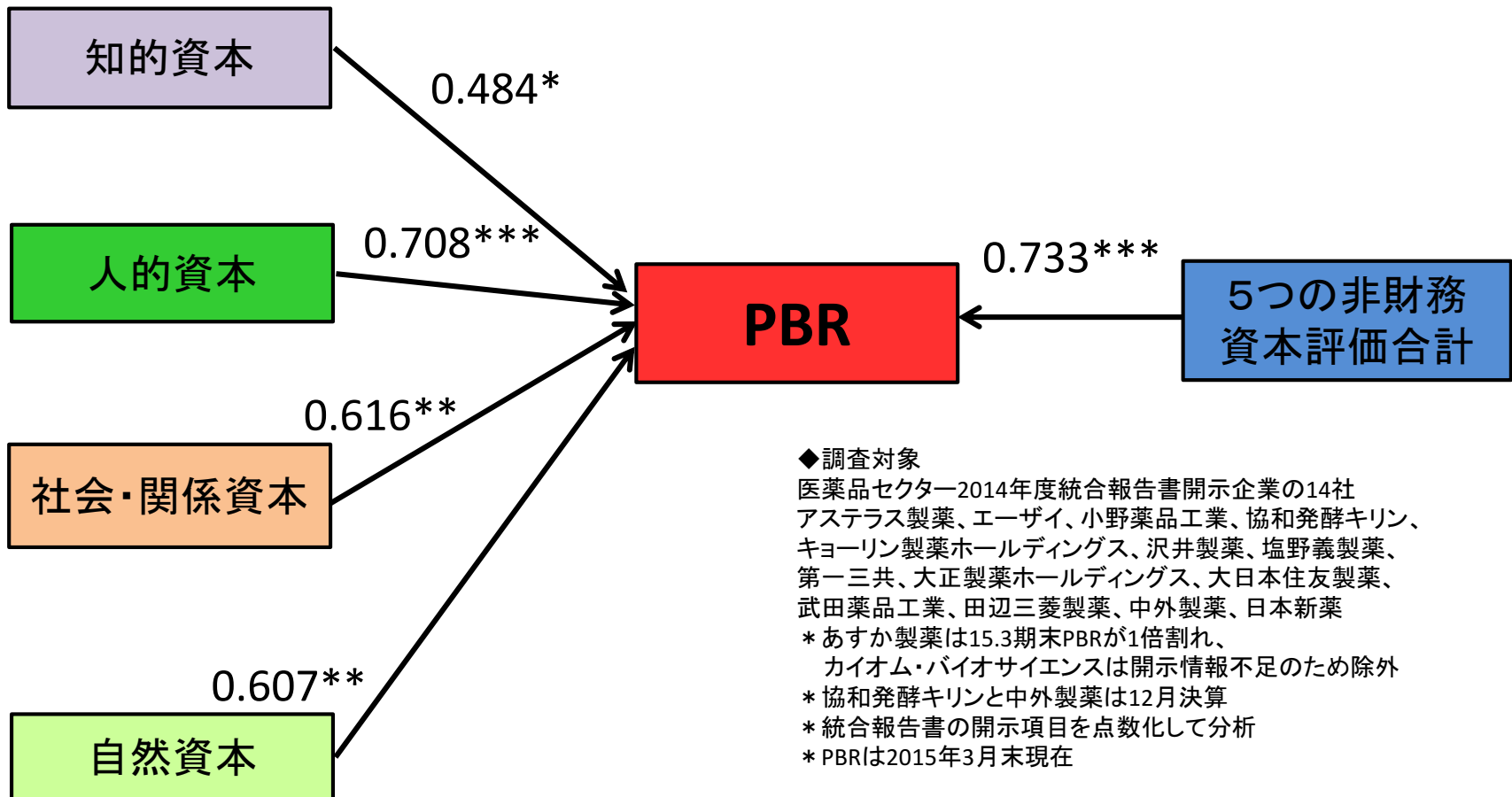
残余利益

$$\begin{aligned} & \text{エクイティ・スプレッド} \times \text{BV} \\ & (\text{ROE} - \text{CoE}) \times \text{BV} \\ & (\text{株主資本利益率}) (\text{株主資本コスト}) \end{aligned}$$

(Source) "Integrating NONFINANCIALS to Create Value", Strategic Finance Jan 2018, IMA

IIRCの5つの非財務資本とPBRの関係

非財務資本とエクイティ・スプレッドの同期化モデルの裏付け



◆調査対象

医薬品セクター2014年度統合報告書開示企業の14社
アステラス製薬、エーザイ、小野薬品工業、協和発酵キリン、
キョーリン製薬ホールディングス、沢井製薬、塩野義製薬、
第一三共、大正製薬ホールディングス、大日本住友製薬、
武田薬品工業、田辺三菱製薬、中外製薬、日本新薬

* あすか製薬は15.3期末PBRが1倍割れ、
カイオム・バイオサイエンスは開示情報不足のため除外

* 協和発酵キリンと中外製薬は12月決算

* 統合報告書の開示項目を点数化して分析

* PBRは2015年3月末現在

*** $p < 0.010$, ** $p < 0.050$, * $p < 0.100$

統合報告書の具体的事例

- いかにしてESG(医薬品アクセス)の理解を得るか
- 統合報告書による具体的事例の開示と訴求
- 国内外で年間700件のESGエンゲージメント
- 企業価値(資本コスト)との関連性を示す

ヒューマン・ヘルスケア(*hhc*)理念

定款 第2条

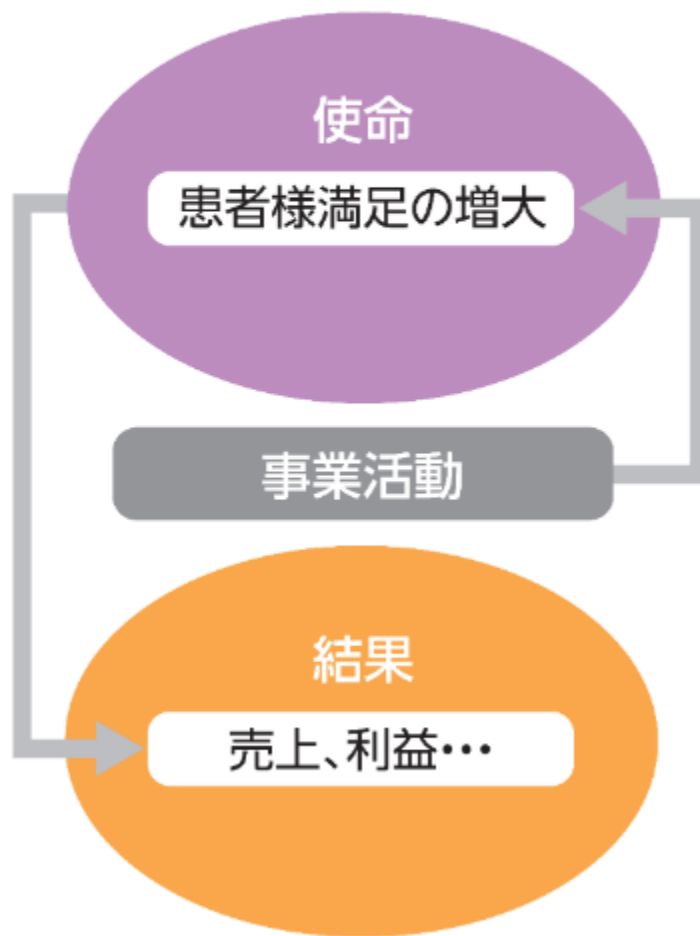
本会社は、患者様とそこご家族の喜怒哀楽を第一義に考え、そのベネフィット向上に貢献することを企業理念と定め、この企業理念のもとヒューマン・ヘルスケア(*hhc*)企業をめざす。

- ② 本会社の使命は、患者様満足を増大であり、その結果として売上、利益がもたらされ、この使命と結果の順序を重要と考える。
- ③ 本会社は、コンプライアンス（法令と倫理の遵守）を日々の活動の根幹に据え、社会的責任の遂行に努める。
- ④ 本会社の主要なステークホルダーズは、患者様と生活者の皆様、株主の皆様および社員である。本会社は、以下を旨としてステークホルダーズの価値増大をはかるとともに良好な関係の発展・維持に努める。
 - 1. 未だ満たされていない医療ニーズの充足、高品質製品の安定供給、薬剤の安全性と有効性を含む有用性情報の伝達
 - 2. 経営情報の適時開示、企業価値の向上、積極的な株主還元
 - 3. 安定的な雇用の確保、やりがいのある仕事の提供、能力開発機会の充実

エーザイの価値創造のプロセスとフロー

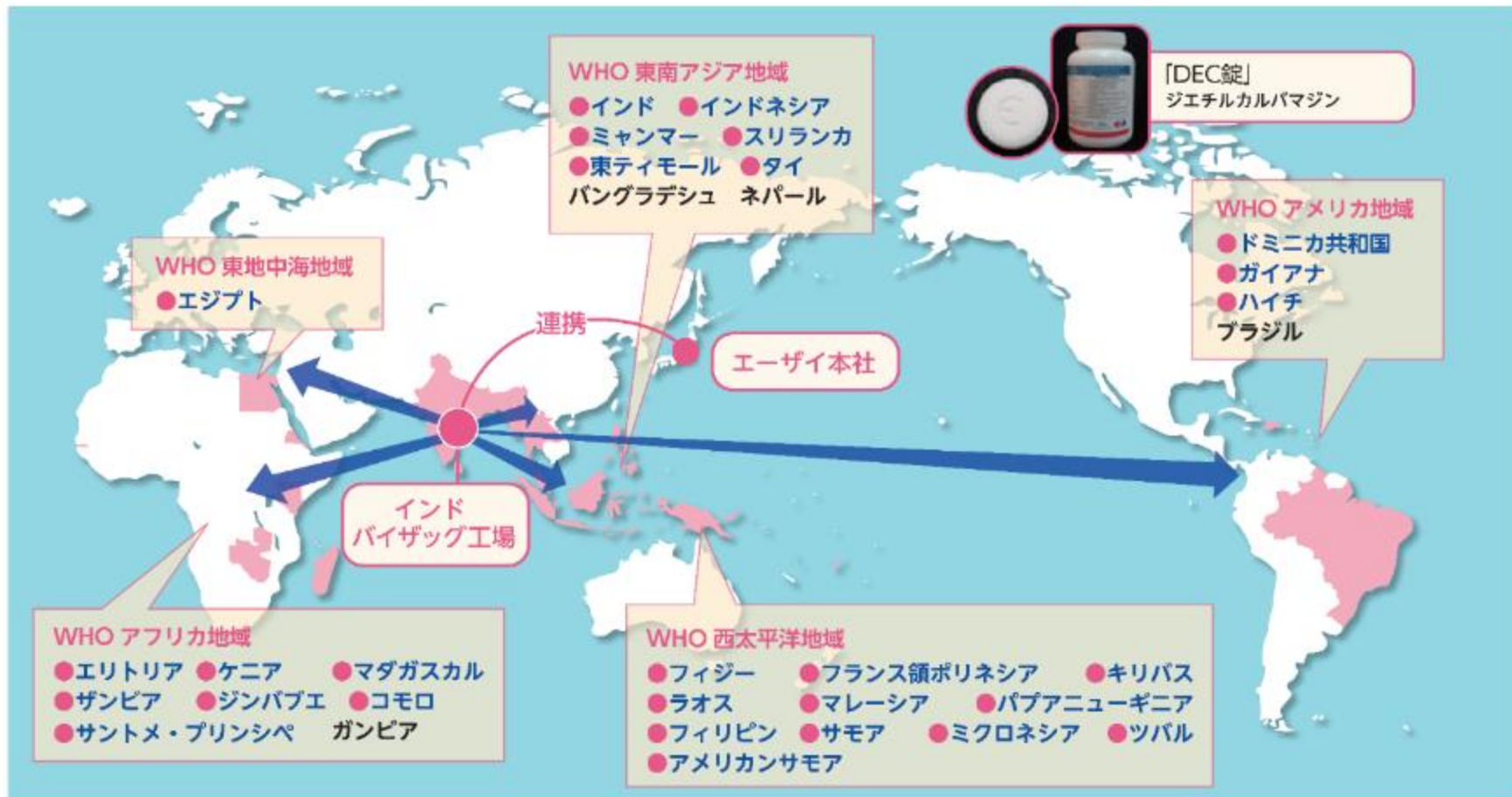
企業理念に基づく目的と結果の連続順

企業理念に基づく
使命と結果の順序



医薬品アクセス向上への取り組み

● 2020年までの「DEC錠」 供給予定国 ● : 既出荷国

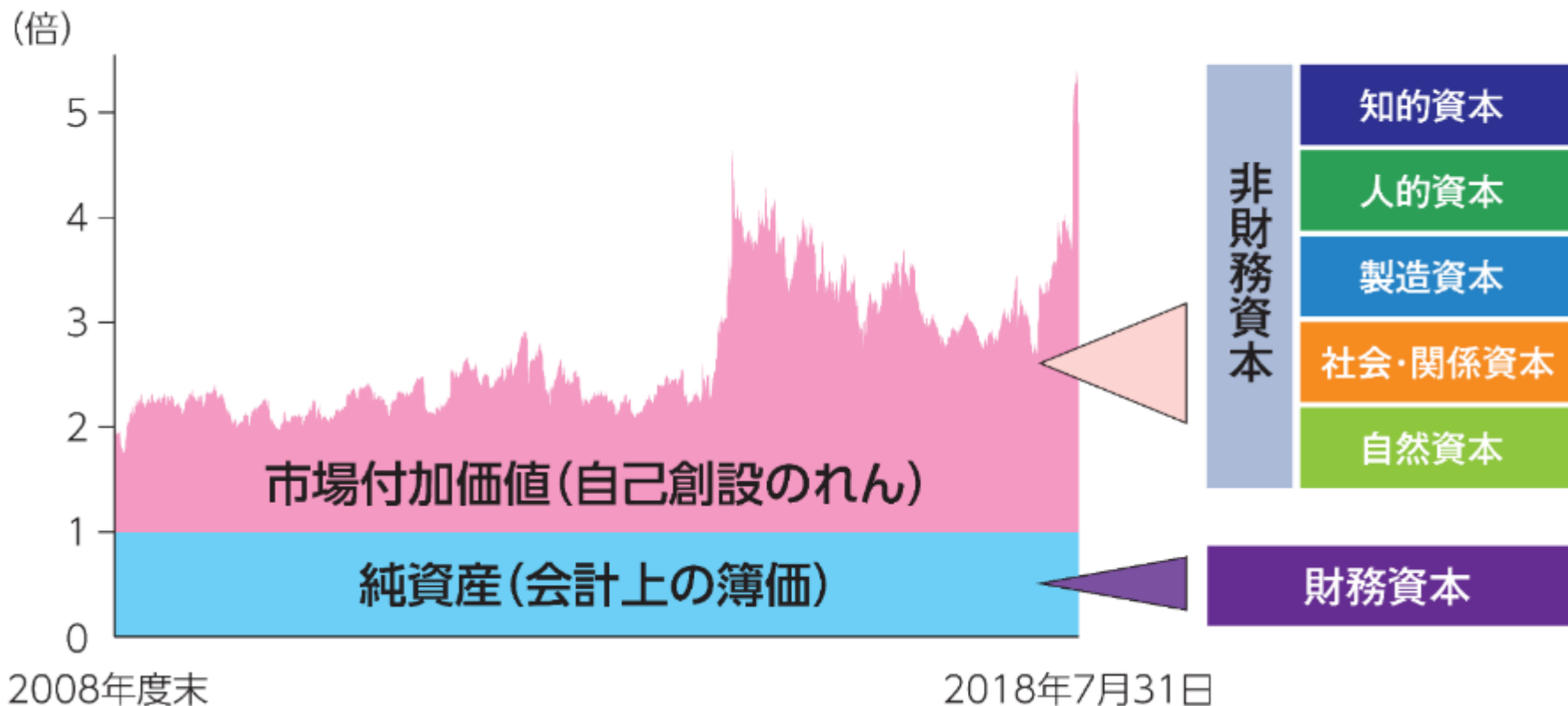


2018年7月時点

非財務資本の充実により持続的な企業価値創造をめざす IIRC-PBRモデル (企業価値を構成する6つの資本の価値関連性)

～純資産(会計上の簿価)は財務資本と、市場付加価値は非財務資本とそれぞれ関係する～

エーザイのPBRの推移 (2008年度末～2018年7月31日)

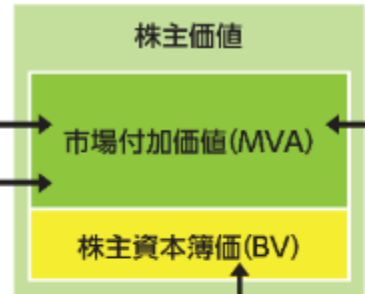
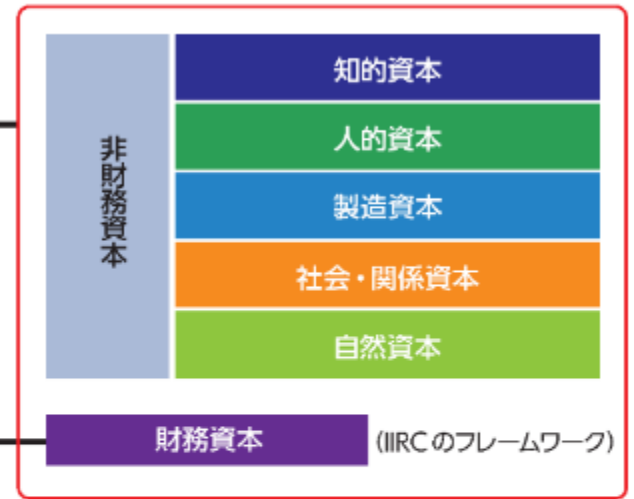


非財務資本とエクイティ・スプレッドの 価値関連性

① Intrinsic Value モデル*7



② IIRC-PBR モデル



③ 残余利益モデル(RIM)

株主価値 = BV +

エクイティ・スプレッドの現在価値の総和(MVA)

$$\sum_{t=1}^{\infty} \left(\frac{\text{当期利益}_t - \text{CoE} \times \text{BV}_{t-1}}{(1+\text{CoE})^t} \right)$$

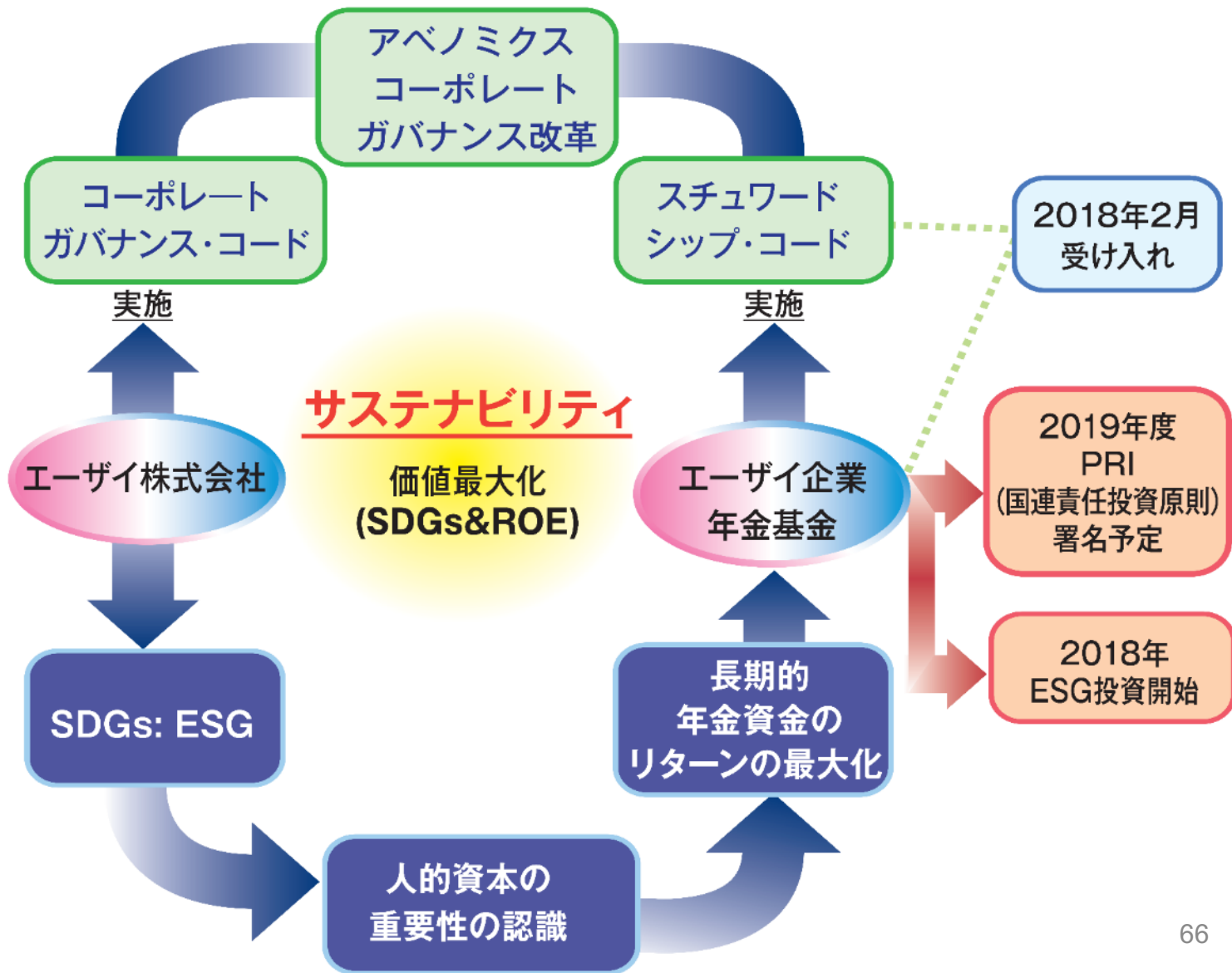
残余利益

$$\left(\frac{\text{エクイティ・スプレッド}}{\text{ROE} - \text{CoE}} \right) \times \text{BV}$$

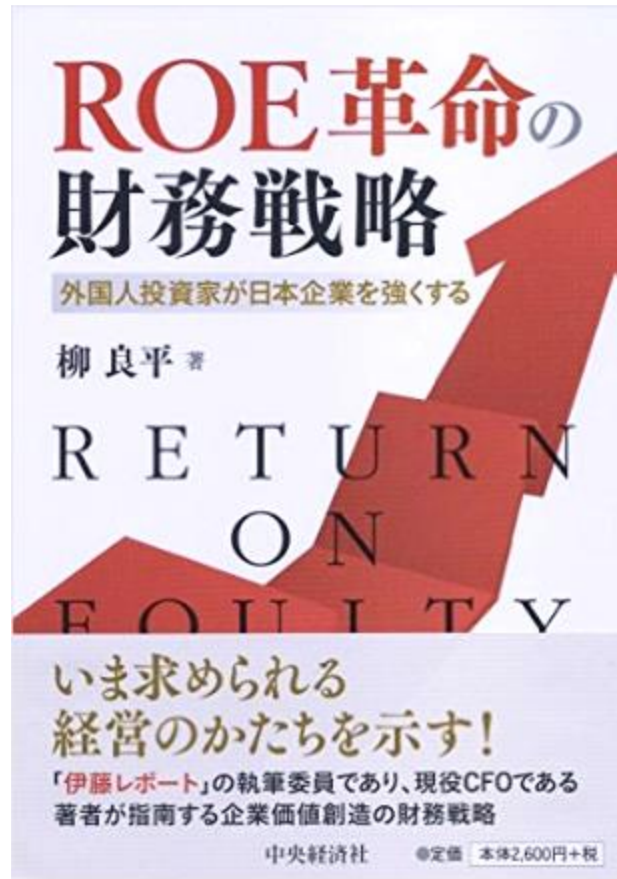
(親会社所有者帰属持分 当期利益率) (株主資本コスト)

*6 「ROE経営と見えない価値」中央経済社(2017)を一部改編 *7 「企業価値最大化の財務戦略」同友館(2009)

エーザイ内部インベストメントチェーンにおける 好循環



(出典) ROE革命の財務戦略 (赤本)
ROE経営と見えない価値 (青本)



ROE革命の財務戦略
中央経済社 2015年



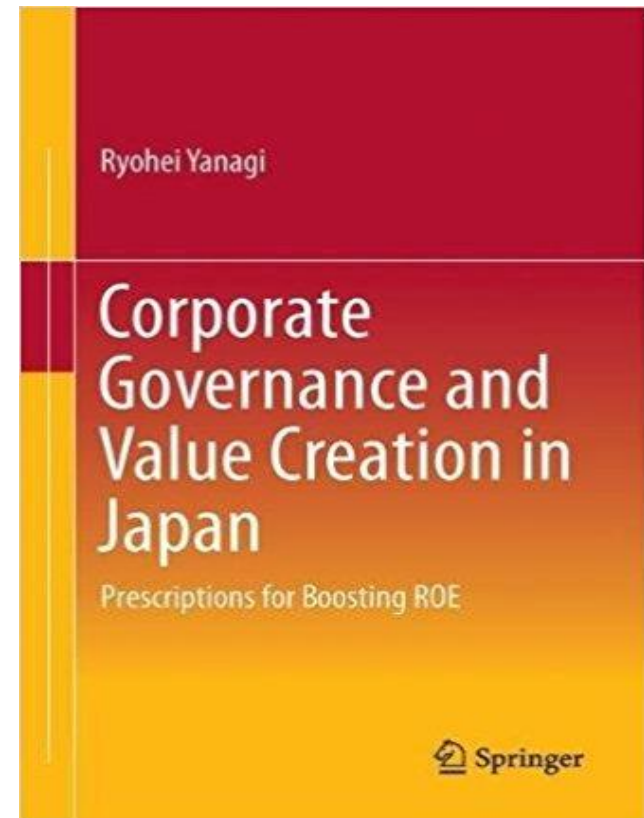
ROE経営と見えない価値
中央経済社 2017年

(参考) 英文出版

**2018年5月発行
Springer社**

**Corporate
Governance &
Value Creation in
Japan**

Ryohei Yanagi



講演・資料・コメントはすべて兼業許可を得た大学教授としての私見になります。
今後とも意見交換を宜しくお願いいたします。

柳良平 r3-yanagi@hhc.eisai.co.jp