

2018年12月18日&25日開催

企業価値向上経営セミナー

「資本コスト」認識の経営戦略上の意義

講義録



目 次

1. 【第1部】「資本コストとは。-資本コストを認識することの経営戦略上の意義-」…………… 1
[講師] 早稲田大学大学院会計研究科 客員教授
/ エーザイ株式会社 常務執行役 CFO 柳 良平 氏

2. 【第2部】「改訂コード5-2及び対話ガイドライン2-2の意図」…………… 19
[講師] フィデリティ投信株式会社 ヘッド・オブ・エンゲージメント 三瓶 裕喜 氏

●ご参考

本セミナー（2018年12月18日&25日開催「企業価値向上経営セミナー」）での配布資料はJPX（日本取引所グループ）のwebサイトよりダウンロードいただけます。（下記URL参照）

[TOP ページ] - [株式・ETF・REIT 等] - [上場会社の皆様へ] - [セミナー・研修] - [経営層向け研修プログラム]
<https://www.jpjx.co.jp/equities/listed-co/seminar/management/index.html>

【講義】 資本コストとは。 資本コストを認識することの戦略上の意義

柳 良平 (やなぎ・りょうへい) 氏
早稲田大学大学院会計研究科 客員教授
エーザイ株式会社 常務執行役 CFO (最高財務責任者)



京都大学博士(経済学)。米国公認管理会計士。公職として、東京証券取引所上場制度整備懇談会委員、同ディスクロージャー部会委員、米国管理会計士協会(IMA)常任理事等を務める。職歴としては、銀行支店長、メーカー財務部長、UBS証券エグゼクティブディレクター等を経て現職。
主著に“Corporate Governance and Value Creation in Japan”(英文単著:Springer)、「ROE 経営と見えない価値」(編著:中央経済社)、「ROE 革命の財務戦略」(単著:中央経済社)がある。

※上記ご略歴はセミナー当日(2018年12月25日)時点の内容を記載しております。

皆さん、こんにちは。エーザイの柳です。本日は『資本コスト』認識の経営戦略上の意義とは』をテーマに、早稲田大学の客員教授としての理論とエーザイ株式会社の CFO としての実践の二つを融合しながら、皆さんにお役に立つようなお話ができれば幸いです。日頃は上場会社の財務の責任者として財務、経理、税務、IR を担当しております。同じ上場企業の「同志」であるというような思いで聞いていただければ幸いです。よろしくお願いいたします。

講義の前半は基礎編として「資本コスト」について大まかに把握し、後半の応用編で、それを実務のなかで、どのように企業価値向上や投資家とのエンゲージメントに生かしていくのかについてお話したいと思います。

I. 基礎編

1. 資本コスト

今年(2018年)は、コーポレートガバナンス・コード(以下「CGコード」といいます。)の改訂があったことで、特に資本コストに対する意識、あるいは関心が非常に高まっています。CGコードの改訂では、原則1-4において、政策保有株式、いわゆる持ち合い株式についても、資本コストの意識を持つべきである旨がうたわれました。

そのため、政策保有株式の保有に見合う便益やリスクに関し、それが資本コストに見合っているのかに関する証券会社やコンサルタントによるセミナーが花盛りです。しかし、ここで用いる資本コストに関する定義はあいまいであり、考え方によっても分かれます。例えば、資本コストとして、①負債と株式の加重平均資本コスト(WACC)を使うのか、②株主資本コストを使うのか、③得た便益にはキャピタルゲインやインカムゲインも加えて算出したものを使うのかという具合です。

私自身としては、通常の配当や値上がり益を除いて、本業とのシナジーから生じるキャッシュフローの増分のみについて、「株主資本コスト」に見合うかどうかを精査し、最低限のものをアプルーブするというプロセスを踏んで全てを見直しました。このように、計算の仕方はさまざまだと思いますが、投資家と議論する中で、切磋琢磨していくというプロセスが重要で、コンサルに丸投げしておしまいというプロセスではないと思うのです。

さらに難しいのがCGコードの原則5-2です。ここには、経営戦略や経営計画の策定・公表に当たっ

では、自社の資本コストを『的確に把握した上で』実施すべきと書いてあります。これによって、正確に資本コストを計算しなくてはいけないのではないかと余計に身構えてしまうと思います。証券会社やコンサルを使って、資本コストを例えば小数点以下の 6.825% といった単位まで正確に計算しなくてはとの誤解もあると思いますが、一つはざっくり合っていれば良いというレベルだと思います。著名な投資家のウォーレン・バフェットは、「精緻に計算して間違ふよりは、ざっくり合っているほうが良い」と言っています。ですので、大まかに捉えるというのが一つです。

もう一つは、何に対する資本コストであるかを踏まえて考えることが必要です。そのテーマにより資本コストに割り当てる定義が違い、一意ではありません。ROE との比較では株主資本コストですし、ROIC 経営をしていて、事業部ごとにその効果を見ようというのであれば ROIC と加重平均資本コスト (WACC) との比較になります。投資や M&A のときには、例えば一律の 7%、8% というのではなくて、その投資案件のリスクに見合った各々の割引率 (ハードルレート)、すなわち、個別の資本コストの意識が問われることになります。ですから、テーマに応じて企業がきっちり解釈をして、適用すべき資本コストの説明ができ、それを不特定多数の投資家とのディスカッションの中で、「それは違うのでは。」とか、「低すぎる高すぎる。」という議論を踏まえてコンセンサスを得ていくエンゲージメントも必要だと思うのです。そのため、資本コストはコンサルや証券会社に計算を丸投げしておしまいという話ではなくて、一つ一つのテーマ、キャピタルアロケーションの選択肢の中で検討し、投資家とのエンゲージメントの中で理解を得ていくということが重要になると考えます。その詳細については後半、具体例をもってお示しします。

それでは、「資本コスト」とは何でしょう。不思議なもの、簡単そうなもの、だけど難しいものです。資金を調達して本業に投資する、資源配分を行って利益、あるいはキャッシュフローを上げていくのが企業の責務ですが、資金調達の手段には原則としてデットとエクイティがあります。負債と株式です。さらに内部留保もエクイティと考えてください。ウォーレン・バフェットは、「今日のその 1 ドルを内部留保できるのは、その 1 ドルを 1 ドル以上にできるときだけだ。」と言いました。要するに株主に帰属する利益がボトムラインですから、それを全額返さずに留保するという事は、エクイティファイナンスに近い。ですので、内部留保には株主資本コストがかかってくるわけです。

したがって、主資本の部全体に関して、「今年、当社はエクイティファイナンスを実施していないので、株主資本コストは関係ないのでは。」と思っても、会計上の簿価の株主資本には株主資本コストが掛かるわけです。資本コストには、複数の捉え方がありますが、一般的には負債と株式の加重平均資本コスト (WACC) を指す場合が多いです。過去の東証のセミナーでも、講師の方が資本コストは WACC だという説明をされていました。一義的には WACC が多いのですが、文脈やテーマによっては株主資本コストを指している場合がありますので、良く解釈をして、加重平均資本コスト (WACC) なのか、あるいは株主資本コストなのかを使い分けなければいけません。説明する側の上場企業は、この違いをしっかりとステークホルダーに明示する必要があります。

資料 (講義資料 6p.) に示しましたが、ROIC-WACC は、負債と株式の両方の関係を指した企業価値の源泉 (負債と株式の両方を使って創出した価値から、負債と株式に掛かるコストを差し引いた価値の関係) になります。そのため、ROIC に対して使う資本コストは WACC になります。そして ROE に対して使う資本コストは株主資本コスト (cost of equity) になります。これを混同しないようにしてください。資本コストを使う場合には、apple to apple でやりましょう、つまり、ROIC には WACC で ROE

には株主資本コストであり、混同して apple to orange にしてはいけません。このようなところも神経を使って使い分けるようにしないと誤解を生みます。いずれにしてもこのスプレッド (ROIC-WACC 又は ROE-COE (株主資本コスト)) をプラスにする、要するに資本コストを上回るリターンを上げることが資金調達をした相手に対しての負託に応えることとなります。コスト以上のリターンを上げる。そういう投資をする、資源配分をするというのが上場企業の受託者責任になるわけです。

まず負債のコスト、これは分かりやすいと思います。銀行からお金を借りれば金利を払いますし、社債も約定金利があります。そして一般的にそれは PL の支払金利の項目にありますし、税務上も損金算入されます。負債のコストを端的に言えば、リスクフリーレートに信用リスクプレミアムを加えたものです。例えば最近の日経新聞にも出ていましたが、トリプル B までの投資適格債券ですと、ざっくり平均で 2% を切るようなリスクプレミアムです。しかし、ダブル B 以下の投機的格付けに落ちると 5% 以上の信用リスクプレミアムを要求されますから、リスクリターンの関係です。皆さんが融資をするときも、優良企業だったら 0.5% で貸し出すかもしれませんが、少しリスクのある中小企業であれば 3% で貸し出したいと考えます。銀行もリスクに応じて資本コスト、すなわち負債のコストを変えてきます。そのような関係性があることは頭に置いてください。

次に株式のコストですが、負債のコストに対してこちらは難しいです。これは一言でいうと株主の機会費用、あるいは期待収益率と考えてほしいと思うのです。投資家は投資先を自由に選べる存在です。皆さんが個人投資家だとしてもそうです。お金が余っている、投資しようと思ったときに、銀行預金でも国債でも社債でもいい、だけど株式を買いたいという場合には、大企業の株、日本株、米株、中小企業株のどれがよいかなど、銘柄を選びますよね。そのときに期待する収益率は違うと思います。どうですか、今なら元本保証の銀行預金だったら 0.5% でも付けば、大喜びで預金しますよね。国債でも元本保証でもそのようなものかも知れません。

しかしながら、元本保証の預金や国債に対し、株式に投資する場合には、元手の倍になるかもしれない反面、半分、あるいはゼロになる可能性もあります。大手の超優良企業で業況も安定しており利益も沢山出ている、過去の変動率も低い、ということであれば 5%、6% の収益の期待値でも、その株を買っても良いと思うかも知れません。一方、スタートアップ企業で上場したてのバイオベンチャーの株式に皆さんが投資するとしたら、1年後に 10 倍になるかもしれないけど、1年後に紙切れになっているかも知れません。それでは 8%、9% の収益ではちょっと嫌ですよ。やはり 15%、12% と期待できるのであれば買ってほしいと判断すると思います。このように、株式のリスクに応じて、求められるリターンが変わってきます。ですので、株式のコストは、株主の機会費用、あるいは期待収益率と考えてください。

株式のコストの古典的な計算方法には、CAPM (シャープ理論) というものがあります。リスクフリーレートに株式市場のプレミアム、それと個社別の株価がどれぐらい TOPIX を 1 とした場合に変動するだろうかという β 値を掛けて求めます。例えば食品や医薬はディフェンシブ銘柄と言われており、非常にボラティリティが低いため、 β は 0.5 程度だったりします。この場合、市場が 100 動いたとしても 50 しか動かないので安全性が高いということをこの理論では指しています。逆にバイオベンチャーなどの、値動きが激しい銘柄であれば、 β が 1.5 程度になるかも知れません。これがシャープ理論の考え

方です。理論的には正しいのですが、各変数（リスクフリーレート、市場プレミアム、個別株の β ）に何を設定するかで値が変わります。例えば、リスクフリーレートには、何年の国債を参照すべきなのか。5年、10年、20年、30年なのか。あるいはその5年平均、1年平均、30年平均を取るべきか。また、リスクプレミアムには、今まで東証の超過リターンを変数としていましたが、実態として、日本株の超過リターンの水準は今まで低かったですし、過半数が持ち合いの時代が長かった影響も受けていたわけです。そのため、日本株のリスクプレミアムは Bloomberg など情報をとると、過去はとても低い水準です。それで良いのでしょうか。 β 値も、5年間なのか2年間の β なのか、Bloomberg が算出したものなのか、それとも違う情報ベンダーが算出したものなのか、アンレバード又はレバードなのかなど、さまざまな変数があって分かりづらいので、小数点単位で算出することの意味はあまりないと思うのです。むしろ近年ではケネス・フレンチやユージン・ファーマなども、CAPM についてその理論は正しいが、実務では悲惨なほど間違えるものだと言っています。確かに CAPM は間違えます。なぜなら、過去の資料に依拠しており、それらがリポートするとは限らないからです。投資家はフォワードルッキングですから、将来どうなるかという予測を見ている。そのため、残余利益モデルを用いて、現在の株価と将来の利益予想から逆算して資本コストを算出するのが、アカデミックな手法では主流になっています。ただ、皆さん一人一人にファイナンスの学者になれるわけではありませんから、ざっくり大きく投資家の期待収益率として捉えれば良いのではないのでしょうか。あるいは、CAPM の算出が可能であれば、一定の前提を置いて大まかな数字が把握できると思います。また、エンゲージメントする中で皆さんが年間100人の投資家にお会いするとしたら、その方たちと資本コストについて議論していくなかで、かなり近い値を把握できると思います。あるいは株価が教えてくれています。現在の株価は、将来の利益を現在価値に直したものに収斂されるはずですが、今、この瞬間にも、株価が皆さんに資本コストを教えているのです。また、クリーンサープラス関係と定常状態を仮定すると、アカデミックには資本コストは PER の逆数に収斂されます。それは $r-g$ (割引率-成長率) ですから成長率が絡みますけれども、資本コストは PER から推計できます。つまり、 $r-g$ は PER の逆数ということになるので、成長率がゼロであれば、PER の逆数、あるいは益回りはほぼ株主資本コストに収斂するという関係にあります。

ですので、資本コストは市場が教えてくれますし、株主に聞くべきだと思います。つまり、投資家の期待収益率が株主資本コストであるからです。そこで私は、世界の100人以上の長期投資家に毎年、10年以上の間、「日本株を買うとしたら株主資本コストどれぐらいか。あるいは最低要求する期待収益率はどれぐらいか。」等について聞いています。なお、 β が1、TOPIX 全体を前提条件としています。投資家により多少高い低いもありますけれど、今年の調査では、平均で8%となりました。ご回答いただいた投資家の数は141ですが、日本株への総投資額は100兆円を超えています。ロングショートとかコンピュータトレーディングの短期売買の投資家は除いて調査していますので、皆さんが名前を知ってらっしゃるような世界の大手長期投資家はほぼ含まれています。その長期機関投資家のコンセンサスが8%なのです。なお、過去10年間、常に最大の回答数があったのも8%です。ですので、日本企業の場合、株主資本コストをおおむね8%として議論のスタートポイントにすると、大きくは外れないはずだということが投資家サーベイで実証できています。これは資本コストイコール投資家の期待収益率という関係性に立ち返れば、かなり近い数字ということになると思います。

これに対して、日本 IR 協議会の調査において、どれぐらいの日本企業が自社の資本コストを意識し

ているかとの調査結果では、全体の44%しか意識しておらず、過半数の企業は自社の資本コストを認識していないと回答しています。これは大きな問題ではないでしょうか。なぜなら、資本コストを認識するという事は、コーポレートガバナンスの根幹の一つだからです。ここから資本コストがコーポレートガバナンス・コードに盛り込まれたのです。なぜなのか。それは、企業価値を生むということは資本コスト以上の、つまり投資家の期待値を上回る、リターンを創出することが前提であり、これこそが上場企業経営者の受託者責任、すなわちコーポレートガバナンスだからです。端的に言うと、中長期的にROEが株主資本コストを上回ることが資本主義の前提であると伊藤レポートも言っているのは、ここから来るわけです。ですから資本コストを知ることは、コーポレートガバナンスの根幹につながることとご理解ください。単純に資本コストと言われたから業者を呼んでテクニカルに計算させようということではないのです。

それを生かして企業価値を高める、それが受託者責任ということで、この企業価値の概念についても少しおさらいをしておきます。

2. 企業価値

企業価値は何かということであれば、端的にはDCF、将来のフリーキャッシュフローを現在価値に割り引いたものになります。その割引率として資本コスト、一般的なDCFで言えばそれにWACCを使います。そして、自社の理論株価、企業価値を知ることが受託者責任の入り口、あるいは座標軸になると思います。発行済み株式数で割れば理論株価が算出できます。自社の企業価値を知らずして企業価値を上げる、またはどこを目指すという議論はできません。

では、実務で算出した企業価値あるいは理論株価をどう生かすかと言いますと、一つ目は、自社の株価が割安か割高かの判断基準を知ることです。この瞬間もトレードされて動いている自社の株価が、皆さん割安か割高か言えますか。自分たちがインサイダーとして本源的価値、イントリンシックバリューを算出して、自分の座標軸、自社の企業価値、理論株価がこのぐらいだと知っていれば、今の株価の水準を判断できます。そうでないと上場会社の経営者としての受託者責任果たせません。それは、過去の株価のトレンドや証券会社のセルサイドレポートのターゲットプライスではないのです。インサイダーとして皆さんが一番会社のことをよく分かっている、そして長期のプランニングから理論的に算出する理論株価です。私自身はCFOとして理論株価を算出して定期的にCEOと共有し、節目、節目で過半数を社外取締役が占める取締役会と共有しています。経営者はそれによって今の株価が割安か割高かを受託者として知るのでした。

二つ目は株主還元、特に自社株買いを行うときの計算根拠にします。自社株買いは流行していますし、日経新聞等も自社株買いは良いことだとするトーンがあって実施する企業は多いのですが、知見の高い長期の投資家は、「自社株買いはありがたいのだけど、それに伴うIRRはどれぐらいですか。」との質問をしてきます。私は前職でUBS証券におりましたので、100社ほどそのようなケースに立ち会ったことがあります。でも、まともに答えられたCEOはほとんどいませんでした。自社株買いを実施したときのIRRはどれぐらいか。これは理論株価を算出して経営者が共有していなければなりません。つまり、皆さんのような優秀な担当者が手元でDCFを用いて仮で計算したというだけでは駄目です。CEOや取締役会がアプルーブしたオフィシャルな会社の理論株価が必要です。例えば、「当社の理論株価が1,000円に対し、今の株価が500円である。今、自社株買いを実施した場合の1年以内の目標株価を踏まえると何%のリターンになる。これは、通常の設備投資やM&Aに投資するよりはるかに高いリターンが見

込まれるから自社株買いを実施した。」というような説明が必要になるのです。そのためには理論株価を算出する必要がありますし、資本コストを知っていないとできません。それから M&A とか投資をするときのバリュエーションは、証券会社やコンサル任せではなくて、自分たちがハンズオンで計算できるようにすることが重要だと思います。

あるいは、被買収提案の話を受けましたという時に、自社の理論株価を算出していけば、それより低いプライスでは NO と判断することができます。あるいは買収するときにも、株式交換で企業を買収するときには自社の理論株価を知らないと、自社の少数株主の方々にとって不利なレートで株式交換による合併をしてしまうリスクがあるわけです。理論株価、企業価値を算出するためにはどうしてもディスカウントレート（資本コスト）を知らないとできないわけです。つまり、資本コストの意識を持つということは、企業価値を知ること、つまり経営の根幹ということになるわけです。

財務理論上の企業価値の算出方法（DCF 法）の基本は、予想のフリーキャッシュフローを WACC で割り引くことで、事業の価値を算出し、そこに金融資産を加えたものになります。そこから負債を引いて株式の価値を出すということになります。DCF 法であればフリーキャッシュフローを現在価値に割り引く資本コスト（WACC）の算定にあたり、先ほどの CAPM を活用しますが、これは過去のデータに依拠してしまうので、フォワードルッキングな株主の視点を踏まえるためには、資本コストに係る投資家のコンセンサスが必要だし、エンゲージメントが必要です。

シンプルにフォーマットをある程度決めて、自社のファイナンス理論上の企業価値を予測しておくことは、社内でも重要だと思います。ファイナンス理論では、どの手法を使っても企業価値の総和は同じになります。エンタープライズバリュー（EV）で求めるのであれば、負債に株式価値である時価総額の合計額として算出します。しかし、株価は常に動いておりますし、ベンジャミングレアムも言っており、ミスターマーケットは気まぐれで間違えるものです。EV で求めた理論上の企業価値が正しいとしたら、DCF による事業の価値に、現預金などの金融資産を加えたものと一致するはずですが、もう一つの残余利益モデルで算出する企業価値、つまり [負債] に [株主資本の簿価] と [将来残余利益の現在価値の総和] を加えたものとも一致します。いずれにしても理論値では一致するのです。

II. 実務応用編

1. 資本コストを把握して活用する

では資本コストをどのように実務に応用していくのでしょうか。投資家は株主資本コスト 8% と言っています。ですから 8% が入り口でも良いと思うのです。保守的には、リスクフリーレートを 2%、30 年国債の 30 年平均をベースに計算します。フェルナンデスというスペインの学者が、グローバルな学者や投資家に行ったサーベイの結果として、先進国では保守的に見ると、リスクプレミアムは 5~6% に収斂するというコンセンサス論文を出しております。これらを見ても、資本コスト 8% というのは大きくは間違っていないです。そこで自社の β や、同業他社の β などを統計的に解析して、ある程度の数字で保守的に見て 6% で良いのだと、あるいは 8%、10% と想定していることを一定のロジックと数値で開示して、投資家と議論してその水準を詰めてくことでコンセンサスになってくるとと思います。

どのように活用していくのかということですが、事の根幹は今回のコード改正ではなく、2014 年の伊藤レポートになります。この後に登壇されるフィデリティの三瓶さんも、私も、伊藤レポートの委員として参画しておりますけれど、2014 年の伊藤レポートに示唆に富んだ指摘がございます。これは今回の

コードの改訂にもつながる背景でもあるので、リマインドします。伊藤レポートでは前段で、資本主義の根幹は『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』と掲げています。要するに資本主義の根幹は、資本コストを上回る ROE を上げることであり、そのためには、資本コストを知ってくださいということ、2014 年に宣言しているわけです。その第 1 ステップとして、日本企業がグローバルに認められるためには、8%の ROE を実現しましょう、8%の株主資本コストが求められているのですよと伊藤レポートはお伝えしているのです。

エクイティ・スプレッド (ROE が株主資本コストをどれぐらい上回るか) という概念が私の 2010 年の著書から紹介されており、これがプラスだと価値創造会社、マイナスだと価値破壊会社という記載があります。すなわち ROE8%以上を実現しましょうというのは、株主資本コストが 8%なので、それ以上の ROE を実現しないと価値創造が生まれませんという箇所を引用しました。また、2013 年の企業会計の私の論文から、海外投資家が求めるのは 8%レベルの株主資本コストで、その水準は 9 割の投資家の想定を満たすというサーベイ結果も伊藤レポートに提出しています。これらをエビデンスとして、ROE の 8%ガイドラインが生まれたのです。数値目標が出された伊藤レポートは世界を席卷して、"Japan will change! Buy Japan!" という流れができ、その 2014 年を境に日経平均は 9,000 円を割る段階から 2 万円近くまで倍増しているわけです。そして伊藤レポートの名を世に残したのは、この数値目標があったからだと思うのです。

このような背景があったのですが、もう一度伊藤レポートの根拠を私なりに整理すると、ROE8%の証拠その 1 は、世界の投資家が株主資本コスト 8%と言っているということです。先ほどお示した (講義資料 21p) 今年のアンケートのとおり、世界の主だった長期の投資家のコンセンサスが 8%の株主資本コスト、すなわち要求最低 ROE は 8%だと世界の著名な投資家が言っています。伊藤レポートの証拠その 2 は、残余利益モデル理論では、エクイティ・スプレッド、つまり、株主資本コストを上回る ROE が重要だということです。残余利益モデルでは株主価値はエクイティブックバリュー、会計上の簿価の純資産に資本コストを上回る利益、すなわち残余利益の流列の現在価値の総和を加えたものです。この式を端的に展開すると、「ROEー株主資本コスト」が企業価値を生む源泉になっているのです。

アメリカの管理会計基準には、エクイティ・スプレッドが KPI として入っているため、アメリカの公認管理会計士であり、アメリカの管理会計士協会の常任理事を 20 年間務めている私としては、日本にも導入しようとしておりました。最初の頃は浸透せずに寂しい思いをしていましたが、近年は東証の企業価値向上表彰の KPI (スクリーニング基準) で採択されたほか、伊藤レポートでも採択されましたので、多くのセルサイドのストラテジストもレポートで書くようになりました。

「エクイティ・スプレッド=ROEー株主資本コスト」がなぜ価値創造なのか。その結論だけ申し上げます。まず、皆さんもご存知の PBR は、会計上の簿価株主資本の何倍の時価総額になっているかを表しています。そして、この PBR は 1 プラス、エクイティ・スプレッドの関数になることが数学的に証明できます。クリーンサープラス関係と定常状態を仮定すると、このような方程式 (講義資料 23p.) が展開できます。そして成長率が安定して資本コストより低い段階では、エクイティ・スプレッドがプラスであれば、PBR が 1 倍以上で価値の創造が起こり、エクイティ・スプレッドがマイナスであれば PBR が 1 倍を割れて価値の破壊が起こることが数学的に証明できるのです。すなわち、投資家が 8%以上を求めているので、ROE が 8%以上でないと PBR は 1 倍以上になりませんということです。すなわち、PBR が 1 倍を割れてしまうと、簿価より安いという評価であり、上場している意味がない。つまり、

ROEが8%を超えないと上場している意味がないということなのです。もちろん、ショートターミズムに陥ってはいけません。中長期的に実現すれば良く、私は10年平均のROEが8%以上であることを求めており、ロングターミズムで考える必要があります。ただ、いずれにしても長期的に見てROEが8%を超えてこないとPBRが1倍以上になりづらい状況です。CGコードにおいてもコンプライ・オア・エクस्पラインが求められておりますので、特殊事情があるのであれば、その理由を説明してくださいというのが投資家側の考えになると思うのです。

次に、伊藤レポートの証拠その3は、クオンツデータから見える結果です。過去10年間の財務データで上場企業を分析してみると、過去10年のPBRと予想ROEの相関に関してどの金融機関で試算しても同じ結果（講義資料24p.）になりました。皆さん、きょうのこの言葉を覚えて帰っていただきたいのですが、「8%は魔法の数字、これが日本で成り立つ一つの魔法の数字」なのです。ROEが8%を下回っている段階ではPBRは1倍前後をさまよって、株価と簿価が同じぐらいで価値の創造が起こりません。しかし、ROEが8%を超えると、PBRは直線的に上昇し、価値の創造が起こり、1倍、2倍、3倍、4倍となるわけです。このような定量的な過去10年間の日本企業の財務データと、投資家が定性的に言っている8%は、図らずしも一致するわけです。そして、残余利益モデルからROE8%を超えないとPBRが1倍以上にならないことが、数学的に証明できます。これらの三つが、伊藤レポートのROE8%の証拠になっています。2014年に、伊藤レポートにおいて、資本コストを意識せざるを得ないということがアナウンスされており、それを応用し、今回のコード改正についても対応していけば良いということでは、全てが一貫通貫で繋がっているわけです。そこをご理解いただきたいのです。

新聞はヘッドラインだけを拾いますから、伊藤レポートのROE8%については、8%だけが独り歩きして「根拠があるのか」、「どうでもいい」、「高すぎる」、「目標値は出すべきでない」など、沢山のご批判を私自身も頂きました。しかし、科学的な証拠があって、そして投資家アンケートの10年間の積み上げ、100兆円を運用する投資家の声を踏まえて出てきたものですので、上場企業として責務を果たすためには、一定の理にかなったラインが伊藤レポートで示されていると思います。会社ごとに特殊事情がありなら、IRの場面や、エンゲージメントにおいて、しっかり投資家に説明していきましょうというのが原点なのです。

エクイティ・スプレッドをアニュアルレポートや決算短信で開示することについては、一応という回答も含めると、世界の8割以上の投資家が支持しています。ですので、私自身は統合報告書で詳しく開示しておりますし、この概念を世界の投資家とチーム合計で年間700~800件議論しています。私個人は年間200件、外国人投資家と過去15年間、面談して約3000件積み上げた結果、エクイティ・スプレッドの有用性につきコンセンサスを得ています。

日本IR協議会の「IR活動の実態調査」調査結果報告書（2018年4月）によると、資本コストを意識している会社のうち、エクイティ・スプレッドを意識していると回答した企業の割合は65%です。同調査において、資本コストを認識している企業の割合は44%でしたので、全体の3割未満の会社しかエクイティ・スプレッドが認識されていないのです。これは英米ではあり得ないことで、アメリカのCFOでは常識です。これに対し日本のCFOの7割以上の方がエクイティ・スプレッドを認識していないことが大きな問題であり、PBRが1倍を割れることにもつながってくると思うのです。ですので、今回のCGコード改訂でリマインドされたように、資本コストの意識を持って事業運営にあたる、ROE経営やROIC経営にあたる、あるいはキャピタルアロケーション、資源の配分や投資にあたるということが重

要になってくるわけです。

それでは、資本コストをいかに財務戦略に生かして、企業に落とし込んでいるのか。エーザイを例に申し上げたいと思います。これが（講義資料 28p.）私の CFO ポリシーです。統合報告書で日本語版、英語版で開示しておりますのでホームページにて、世界中の人が確認できます。今回の改訂 CG コードへのアンサーは、全てここに記載しています。これは CFO になった 4-5 年ほど前から出しており、つぎのようなことを掲げています。

「ROE をマージン、レバレッジ、ターンオーバーの 3 要素に分け、ROE マネジメントをしていきます。そのベースとなる株主資本コストは 8%を前提とし、エクイティ・スプレッドをプラスにします。そして、ロングターミズムとして 10 年平均での ROE8%以上を求めます。そのためにはバランスシートマネジメント、最適な資本構成が重要です。トレードオフ理論から、格付けがシングル A になるような KPI の Net DER 水準及び自己資本比率などを設定します。なお、世界のヘルスケアセクターの数十社の財務分析と格付けのマイグレーション、それと自社の 5 年、10 年の B/S、P/L、キャッシュフローの変動を予測してシミュレーションを行う中で、私の CFO ポリシーでは、エーザイ株式会社の最適資本構成は Net DER でマイナス 0.3 からプラス 0.3、自己資本比率で 50~60%位の範囲に B/S をコントロールすべきと考えています。また投資が大事なので、資本コストを意識した投資の基準を適用します。そして配当に伴うシグナリング効果やケータリング効果が大きいので、それらを加味して最適なバランスシートを達成するようなバランスシートマネジメントにおける配当政策を決めていきます。それらによって ROE を持続的に高めて企業価値、株主価値を持続的に長期的に最大化します。」以上のような内容です。ここに掲げた CFO ポリシーを元にグローバル全ての財務的な運営を行っています。

ROE には、良い ROE と悪い ROE があります。伊藤レポートも、私の著書や CFO ポリシーも良い ROE を前提にしています。当たり前ですがけれどもショートターミズムは廃さないといけないし、過剰なレバレッジをかけて倒産リスクを負ってまで ROE を高めるのも過ちです。ただそしファイナンス理論では、ROE と企業価値の関係は、既に残余利益モデルから数学的に証明されています。

もちろん、盲目的な政府追従というのにも意味がありません。自分たちで考えて説明していく ROE 経営でなければいけませんし、ESG と両立して全てのステークホルダーと win-win の長期的持続的な ROE を目指すということが重要だと思います。

ROE マネジメントにおいては、ROE の 3 要素、マージン、ターンオーバー、レバレッジから、更に幾つもの要素に分解して管理できますので、それを、全世界で現場に合わせて落とし込みます。マージンでは、リージョンごとに売上利益、費用の目標に落とし込みを行い、利益率の改善をはかっています。ターンオーバーでは、生産部門や流通部門などの関係部署で協力して、CCC (cash conversion cycle) の改善を目指すために売掛債権の適正化、買掛金の支払いサイトの見直し、在庫の圧縮などに落とし込んで、グローバルに資産効率の向上を行っています。なお、これによって、財務部門では売上利益がゼロでもキャッシュを数百億作ることができました。財務レバレッジは、本部にて、先ほど説明した最適資本構成にコントロールをします。このように ROE 経営では、構成要素別に現場に合わせて細かく目標をブレイクダウンすることができます。

具体例として、エーザイにおける ROE 経営をサマリーでお伝えします。エーザイの統合報告書では、正のエクイティ・スプレッドを中長期的に訴求しているため、10 年間の ROE の年次推移を図のように

示しています。株主資本コストは 8%と仮定しています。その前提として、リスクフリーレートは 30 年国債の 30 年平均で 2%とし、リスクプレミアムはフェルナンデス論文から世界の学者、投資家コンセンサスの（保守的なエンドの先進国のレベル）6%とみています。あるいは私のグローバル投資家アンケートの 8%を使います。CAPM により株主資本コストを計算しますと、ブルームバーグで β が 0.5 ぐらいですので、5~6%と計算できます。しかし、これから iPS、ゲノム、新興国、新しい難題のある疾病領域にチャレンジしていくことを踏まえると、過去の安定した業績とは違うということで、株主資本コストを保守的に 8%と仮定しているのです。少なくとも日本株平均の水準は満たすというポリシーです。

弊社の ROE の年次推移を見ますと、2010 年頃まではアリセプトという認知症の薬剤がピーク売上 3,000 億円程度で、増収、増益、増配基調にあり、ROE 水準は 16%と、余裕がありましたが、その特許が切れたことで、ジェネリックに置き換わる、いわゆるパテントクリフにより、減収、減益局面を迎えました。そして 2013 年になると ROE8%を切っていききました。よく言われました、「あなたは伊藤レポートの委員であり、自身の ROE の本で 8%を実現しようと書いているのに、あなたの経営する会社が 8%を実現できていないのはけしからん。」と。

しかし、この時に過度の利益調整をやれば簡単に ROE8%が実現できたのです。当社では、売上の 4 分の 1 ぐらいを研究開発費に使っています。試験時期を遅らせたり、中止にしたりすれば、100 億円位の利益をかき上げすることは簡単にできます。しかし、それをやりませんでした。それは、一刻も早く薬剤を患者様にお届けすることが、ロングターミズムで価値を最大化するとの考えからです。つまり、ショートターミズムに陥って裁量的利益調整を過度にやってはいけないという考えからです。研究開発投資して ROE8%を切っても構わないし、単年度で 8%に届かなくても良いのです。10 年平均の ROE8%を実現するとして、積極的に抗がん剤や認知症の薬剤に資金投下したのです。売上の 4 分の 1 を研究開発費に充てるのはきついです。これは、世界で最も高い比率水準ですが、それをやったおかげで新薬の実りが早く、今年度の業績予想は ROE10%となりました。今後も ROE10%について 10 年の移動平均ではほぼ達成できますので、エクイティ・スプレッド 2%は安定的、中長期的に実現できます。ショートターミズムは悪です。ロングターミズムで持続的な株主価値、ROE を求める必要があるのです。ただ資本コストの意識はしっかり持つておくということが前提として大事だと思うのです。

エーザイでは、10 年間にわたる中期経営計画を策定していますが、折り返しの 2020 年度の定量目標としている「ROE10%以上」は、2 年前倒しの今年度中に達成見込みです。エクイティ・スプレッド 2%です。株主還元の見目は、「株主資本コスト 8%を現金配当でほぼ賄う」というポリシーで株主資本配当率（DOE）8%水準としています。バランスシートは最適資本構成の上限まで余裕がありますので DOE8%レベルは十分可能と考えています。現在も自己資本比率は 60%弱、Net DER はマイナス 0.3 位のネットキャッシュであり、バランスシートは余裕のあるエンドになっています。そして 2025 年には ROE15%が視野に入ってくるような 10 年の中期経営計画としています。

次に価値創造のための投資採択基準についてお話しします。成長するために投資するのが企業の命です。でもそのときに資本コストを意識して投資していますか？この図（講義資料 35p.）にあるのがそのリアリティーです。少し古いデータですがびっくりしませんか？資本コストを意識した投資採択基準としては NPV（Net Present Value：正味現在価値法）と IRR（Internal Rate of Return：内部収益率法）があります。この二つの基準採択率が日本では極めて低く、アメリカでは極めて高いのです。つまり、

アメリカ企業は資本コストを意識して投資をしているのに対し、日本企業は資本コストをあまり意識せずに投資をしているのです。何を基準に投資採択をしているのかと言えば、シンプルな回収期間法です。500億円投資した場合に、投資回収期間が10年超えるからこの投資はやめようというようなものです。回収期間で判断するケースが日本企業は多く、資本コスト（ディスカウントレートあるいはハードルレート）の意識があるNPVやIRRを使う企業の比率が極めて低いのです。このようなところからも、日本で資本コストの意識を奨励する意義があるし、それによって企業価値を担保する必要があると思うのです。NPV・IRRの基本的な考え方は、NPVがプラスなら投資を採択する、IRRが資本コスト、割引率より高いなら投資を採択するということが鉄則です。これが資本コストを意識した投資採択基準です。

では、ここで用いる割引率には、先ほどお伝えした資本コストの8%を一律に適用すれば良いかが問題になります。日本で工場を建てるときと、インドで小さなバイオベンチャーを買収するときと、どちらも8%のハードルレートで皆さんは投資しますか？両者ではリスクが違いそうですね。日本での投資は安全そうだけど、インドでバイオベンチャー買うときは少しハイリスク・ハイリターンな感じがしますよね。ということで、私のCFOポリシーではプロジェクトごとにCAPMを応用して β を変えながら、投資採択基準として200種類のハードルレートを使います。どういうことか？

資料38pを説明しますと、当社の進出国と各国のリスクフリーレート、市場リスクプレミアムや β などを記載してあります。この資料の記載の数字はダミーですが、実際の実務では四半期ごとにこの表をアップデートし、イントラネットで世界中の子会社に通知をしています。リスクフリーレートには、進出国のそれぞれの国債利回りをベースとした数値を使います。日本であれば1%、あるいはそれ以下で良いかもしれません。しかし、インドのリスクフリーレートは8%近くなります。このように、まず国によってリスクフリーレートが変わります。リスクプレミアムはフェルナンデス論文からフォワードルーキングなコンセンサスの6%を使います。さらにリスクをローリスク、ミドルリスク、ハイリスクに分けて、 β を1、1.5、2と変えて適用していきます。

これは世界中のヘルスケア産業の全上場企業の β をグループ分けしたうえで、ハイリスク、ミドルリスク、ローリスクに分けて、その平均 β から解析していきます。さらに”private”との記載がありますが、先進国の取引所に上場していない限りはこのprivateコラムを使います。例えば中国やインドの案件では、ほとんどがこちらのprivateコラムを使うこととなりますけども、これには非公開リスクプレミアムを乗せています。最低ラインは投資家アンケート結果の8%となりますので、日本国内で最もリスクの低い工場を建てるときは8%がハードルレートになります。米国でNASDAQ上場のミドルクラスの医薬品会社を買収するときには11.7%、米国で非上場のバイオベンチャーを買うなら16.5%、中国で非上場の中小のジェネリック会社を買うなら17.3%、インドで非上場の小さなバイオベンチャーを買うなら21.6%、このように8%から20%強まで200種類のハードルレートを使い分けるのです。これによって投資家への説明責任を果たす、アップフロントで減損リスクを低める。それが株主に対して、上場企業の役員としての受託者責任だとCFOは考えますので、このCFOポリシーを全世界に通知して統一基準で順守させているのです。もちろん、社内勉強会などをして前者に浸透する努力は常時やっています。CFOになって4年程経ちますが、この投資採択基準の勉強会を繰り返しやって浸透しています。

そして、それらをもって投資家とのエンゲージメント、対話の中でコンセンサス、確信を得ていくという作業が大事なので、私もIRを20年近くやっていますが、このIRの重要性を再度、訴えたいと思います。幸いにも、エーザイは日本IR協議会から本年度のIR優良企業大賞を頂きました。投資家との対話はやはり重要ですし、今日のお題の資本コストと関係があるのです。

2. 企業と投資家の対話の要諦

IR の定義は経営責務であり、青山学院大学の北川先生などは「知の総合格闘技」と言っています。IR は、マーケティングもファイナンス、広報、リーガルも全てを統合した戦略的な経営者の責務であり、説明責任を果たしてフェアバリューを達成することに目的があります。そのためには自社の理論株価を算出して、そこにある近づけるということです。そしてそれは「資本コストを引き下げるというルート」をたどるわけです。要するに、同じ BS、PL 内容の会社が 2 社あったと仮定した場合、全く IR をしない会社と、社長が一生懸命に投資家と面談をし、ウェブサイトも充実しており、情報が多数掲載されている、統合報告書もある、面談も担当者が気さくに受けてくれる会社があった場合に、皆さんはどちらの会社へ投資したいですか。当然、説明がある方へ投資したいですね。リスクが下げられる、すなわち資本コストが下げられる。グローバルにはワシントン大学のボトサン先生、あるいは亡くなられた早稲田の須田先生など、沢山論文があるのですが、残余利益モデルで逆算すると、トップティアの IR 優良企業は、一般的な企業に対して 30 ベースの資本コストを下げられる、0.3%の株主資本コストを下げられるという、アカデミックな実証研究のコンセンサスがあります。つまり IR はコストセンターではなく、資本コストを下げるというルートをたどって、価値を生むのです。

ESG も一緒です。IR も一つの非財務資本、ESG の一環だと言えます。資料 42p にあるのは、京大の加藤先生編著の野村証券のクオンツチームのデータです。このデータは MSCI の ESG 格付けのある企業を対象としているため、優良な大企業しか反映されていませんが、日本企業の平均的なポジションはトリプル B です。例えば、トップティアのグループは、ダブル A の格付けとなりますが、これとトリプル B の企業で比較すると 30 ベースくらい資本コストが変わってくるのです。ですから、CFO が ESG や IR を鋭意実践するのは、0.30%資本コストを下げ、それによって企業価値を高めるためにやっていると申し上げております。それを数式で展開すると、大体 10%の株価プレミアムになります。現在（講演日:2018 年 12 月 25 日）、エーザイの時価総額は 2 兆 6000 億円位なので、そのうちの、2,600 億円は IR の価値だということが資本コストの低減効果から言えるのです。

ですから、IR はコストセンターではありませんし、皆さんが実施されている投資家との面談もコストではなく、価値を生むものなのです。私たちの IR チームは 7、8 人のメンバーで年間 700~800 件の面談をするなど、リソースを多々沢山投入していますが、コストセンターではなくてプロフィットセンターであり、2,000 億円以上の価値がある企業価値創造部隊だとチームを鼓舞しているのです。

一生懸命に IR を実践するのは資本コストを下げ企業価値を高めるためであり、それらの目的をもって投資家との対話を充実していくことが大事です。具体的に何やれば良いのかについては、2015 年の日本 IR 協議会の年次大会で、私が発表（講義資料 43p）しています。企業理念、エクイティ・スプレッド、ROE、資本コストの前提、最適資本構成、株主還元、投資採択基準、そして ESG、IR と、今日の講演の論点が全て入っています。これらをもって投資家とエンゲージメントを行うことが大事だとお伝えしています。知見の高い長期の投資家と目線は一致すると思います。

世界的に有名な英国を代表する機関投資家にハーミーズという年金があります。同社の責任投資原則の第 2 章には「上場企業に期待すること」として次のような事が掲げられています。（講義資料 44p）。「エンゲージメント、対話をしましょう。資本コストを上回るリターンを上げてください。投資採択基準、特に M&A では高いハードルを適用すべきです。最適資本構成を企図し、デッドとエクイティのバランスを熟考すべきです。ESG を有効にマネージすべきです。」というような事です。この内容

を見ると、私が提案したエンゲージメントアジェンダと知見の高い Hermes のような長期投資家の言っているところの目線が同じになっています。もちろん、一つ一つを真剣に考えるとレベルの高いことを要求されているわけですが、私のような CFO や CEO である企業の経営者と、長期の知見の高い投資家は同期化できるということが推察できると思うのです。そして最大の課題はやはり ESG です。IR 協議会の調査では、日本企業が感じている IR の最大の課題は「非財務情報、ESG と企業価値を結び付けること」だと言っています。

3. エンゲージメントの具体的事例

エンゲージメントを深めていく中では、いろいろな不都合な真実が浮かび上がってきます。多くの日本企業はそれに向き合うことから始めないといけないのかもしれませんが、もちろん、今日参加されている皆様の会社の場合、多くは問題ないと思いますが、日本の上場会社全体を見たときに、こういった論点があるのです。過剰な現金が積み上がっている。もちろん、現金が積み上がるのは悪いことではなく、借金漬けで倒産するより良いですし、黒字であることは良いことです。しかし、過剰資本は必ずしも価値を最大化しません。このように（講義資料 48p.）、金融業を除く全上場企業合計で 200 兆円近い金融資産がコーポレートジャパンのバランスシートに積み上がっているのです。

ウォーレン・バフェットが言いました。「今日のその 1 ドルを内部留保できるのは、その 1 ドルを 1 ドル以上にできるときだけだ。」と。上場企業として、それだけの内部留保をしている理由の説明がパーフェクトにできているのでしょうか。もし、そうでないとしたら、仮に内部留保に 8%の機会費用、投資家の株主資本コストがかかるとしたら、毎年 16 兆円の遺失利益があるのではないのでしょうか。それによって価値破壊が起こるから PBR が低いのではないかという解釈も成り立ちます。ですから、企業には投資家とのエンゲージメントにおいて、その現金を持っている理由や利用方法、そして、その現金に対する資本コストの意識があるということを証明していく説明責任があるわけです。

それがないと、このようなことが起こります。アベノミクスにより日本経済が状態を持ち直した後でも、時価総額よりも、保有現金のほうが大きい会社がいまだに 200 社以上あります。保有現金プラス有価証券の方が大きい会社が 500 社以上で、約 15%あるのです。保守的にそこ（保有現金+有価証券）から有利子負債を引いても 185 社、約 5%の上場企業でネットキャッシュのほうが時価総額より大きいのです。皆さんおかしいと思いませんか？普通に考えれば、時価総額でその会社が買えるわけです。そして、その会社を買うとキャッシュのお釣りがくるわけです。あり得ないですよ。でも、日本には保有現金のほうが時価総額より大きい会社がこんなに沢山あるのです。それは資本コストの意識の欠如、ガバナンスディスカウントがあるということが推察されるわけです。それを検証してみたいと思います。

世界の投資家に、日本企業の保有する現金及び有価証券の 100 円が 50 円ぐらいに見られているのです。財務会計上、100 円は 100 円です。では、「バリュエーションや管理会計上、日本企業の 100 円を投資家は幾らにみなしているか」と聞くと、外国人投資家は平均で 58 円、国内投資家も 65 円、平均すると 60 円が回答でした。日本企業の 100 円は 50 円位にみなされているのです。これはどういうことでしょうか？とても不思議だと思いませんか？今日のキーワードの一つ目は「ROE8%は魔法の数字。」ですけれど、加えて「日本企業の 100 円は 50 円。」これも魔法の言葉なのです。

ここに 1 万円があります。皆さんが外国人投資家として、この 1 万円を日本企業の柳コーポレーションに株式投資するとします。例えば、私が非常にアグレッシブな CEO で、「とにかく会社を大きく、1 兆円企業にしたい。そのためには、NASDAQ 上場のアメリカの会社買うぞ、買収金額なんか関係ない、

のれんも関係ない、とにかく買収するのだ」と言っていたらどうでしょうか？あるいは逆に、私が非常に保守的な経営者で、「現金はとにかく持っていたほうが安心だ。絶対に離さないし、使いもしないし返しもしない。投資もしないし配当もしない。ずっとこれ金庫に入れておく」と言っていたら、皆さんどう思いますか？どちらの経営者に対しても、心配になりませんか？投資した1万円は、1万円以上にするどころか、返ってくるのかなど。怖いから半分ぐらいの5,000円ぐらいに引き当てて考えたほうがリスク的には良いのではないか？そういうことが、日本株で起こっているのです。ハーバード大学のジェンセン教授が唱える「フリーキャッシュフロー仮説」のエージェンシーコスト、コーポレートガバナンスディスカウント、あるいはESGディスカウントと言っても良いかもしれません。

このような投資家のコンセンサスは本当なのか？私と共著者が実証研究で確認したところ、日本企業の10年間の財務データから重回帰分析を行った結果、統計学的な有意差が出ました。この研究内容は日本IR学会で査読論文が通り、アカデミックに認められたものです。その結論ですが、「①日本のガバナンスが平均的な会社の保有する現金100円は50円位に値する。②有価証券まで含めると40円位。③ガバナンスが良い企業の保有する現金100円は100円位になる。④ガバナンスの悪い会社の保有する現金は100円が30円位からゼロ円の価値になる。」というものです。

ですから、保有する現金が時価総額よりも大きい会社が日本には沢山あるのです。先ほどご紹介した投資家アンケートにおける回答結果（日本企業の保有する現金100円の評価は50円）と実証研究における結果が一致するとおり、定性的な証拠と定量的な証拠が整合します。この事実には驚くとともに、悲しいですね。でも心配しないでください。逆に言えば、ここから頑張れば企業価値を上げるのは簡単ではないでしょうか。コーポレートガバナンスや財務戦略、そしてIRを改善したら100円が100円以上にみなされて、この国の企業価値が倍増できる蓋然性があるということなのです。日本企業の実力はこんなものではなく、企業価値は倍増できるチャンスがあるのです。それがガバナンス改革であり、ガバナンスディスカウントの解消を目指すためにも、CGコードの改訂で資本コストの意識がうたわれたわけです。

では、国外においてはどうでしょうか？ミシガン大学のディットマー教授らが、私たちの先行研究として米国企業の現金の価値について実施しています。この研究によると米国企業においては「①平均ではガバナンスディスカウントがない。②平均的なガバナンスの会社の1ドルは1ドルに値する。③ガバナンスの良い会社の1ドルは、1ドル50セント位にプレミアム評価を生んでいる。」というものです。要するにウォーレン・バフェットの言葉どおり、その1ドルを1ドル以上にできると市場がみなせばプレミアム評価を得られるわけです。逆にアメリカでもガバナンスの悪い会社は1ドルが50セントぐらいにみなされています。このようにコーポレートガバナンスのクオリティーがバリュエーションに影響することは明らかです。コーポレートガバナンス改革は企業価値の向上につながるということが、アカデミックな実証研究でも証明できるわけです。

これらを踏まえてさらに不都合な真実をお伝えします。TOPIXの過去10年のPBRはおおよそ1倍です。これに対し、イギリスが2倍、アメリカが3倍というのがおおよそその平均です。日本は過去10年間に於いて価値創造のない国でした。でも国力からすれば、イギリス並みの2倍ぐらいにはできるはずで、ガバナンス、資本コストの意識、財務戦略やESGを改善したら、この国の企業価値は倍増できるのです。ですから私は、ガバナンスやIR、ESGを実施していくことが日本を救うと信じて、こう

した啓発活動をしています。その一つは ROE を高める、資本コストの意識を高める、最適資本構成を求めるということです。PBR1 倍 1 倍までは会計上の簿価で財務資本であり、1 倍以上は将来の財務資本ですけれども、現在の非財務資本、インタンジブルズの価値とも言えます。そうすると、IIRC (International Integrated Reporting Council、国際統合報告評議会) が掲げる六つの資本 (財務資本、製造資本、知的資本、人的資本、社会・関係資本、自然資本) のうち、五つの非財務資本が PBR1 倍以上に関連していると考えられるのです。そうすると、この美しい日本には沢山の ESG の価値があるはずではないでしょうか？それを顕在化することで企業価値はもっと高められるはずだという言い方もできる、日本企業には大きなチャンスがあると思うのです。

世界の投資家に「日本企業の ESG をどう思うか」について聞きました。現在、日本では ESG が大ブームです。日経新聞には毎日のように ESG の記事が掲載されています。日本の経営者の多くは、ROE はともかく、ESG は好きでしょう。ではどうやって ESG を企業価値創造に結び付けるのでしょうか？世界の投資家は「日本企業は資本効率 (ROE) と ESG を両立して価値の関連性を示してほしい。」と言っています。一橋大学の伊藤邦雄先生は、近年「ROESG」とおっしゃっています。これは、ROE と ESG を両立して投資家と企業の共創関係で、win-win でいようということを訴えていると思うのです。そのような観点から ROE と ESG をリンクさせることが重要なのです。世界の投資家は言います。”ESG for ESG is nothing. We need ESG for value creation.”つまり、「ESG のための ESG では駄目で、価値創造のための ESG を示して欲しい」ということです。例えば、美しい写真を統合報告書やアニュアルレポートに掲載し、「環境に優しい技術を見つけました。木を植えました。女性を雇いました。しかい ROE は 3% です。PBR は 0.5 です。」ということでは、上場企業として受託者責任を果たしたと言えません。その美しい価値、ESG の価値を企業価値に転換して、あるいは転換する道筋を示して、長期で ROE と ESG の関連性を示すことが日本企業に求められているのです。

もし、ESG が資本コストを下げる要因のひとつだとしたら、今日のテーマ (資本コスト) と ESG は関係しています。先ほど実証研究をお示したように、良い ESG の会社は、平均的な日本企業に対して資本コストを 0.3% 程度下げることができます。そして、世界の投資家への「日本企業の ESG (非財務資本) の価値とバリエーション (PBR) の長期的関係についてどう考えるか」との問いに対しては、9 割の投資家が ESG を PBR に織り込むと言っているわけです。ここに光があります。日本企業の高邁な理念、真面目で勤勉な労働者、技術、環境に優しい気持ち、真面目な道徳心。こういったものを生かして ESG の価値を企業価値に結び付けたら、PBR に織り込まれ、企業価値は最大化できるということになると考えられるわけです。

ESG がいかに重要か。私の答えはこの中 (講義資料 58p. [非財務資本とエクイティ・スプレッドの同期化モデル]) にあります。このモデル、つまり ROE と ESG をつなげるための証明をするには、四つの重要な論点があります。①概念フレームワーク (同期化モデル) を示す。②実証研究によるアカデミックなエビデンスを示す。そして、実証研究は相関を示すに過ぎませんから、③統合報告書の具体例で因果関係の例を示す。④エンゲージメントを積み上げて投資家の理解を得て PBR に織り込む。この四つのトータルパッケージを繰り返すしか道はありません。なぜなら ESG という定性的な話と ROE などの企業価値という定量的な話を結び付けることは、とても難しいことなのです。アカデミックな実証研究も相関関係は証明できますが、因果関係を証明することができないのです。

どのように実践するのかとして、①概念フレームワークの提示からご説明します。私の言葉では「非

財務資本とエクイティ・スプレッドの同期化モデル」と言っており、日本語、英語の著書や、アメリカの管理会計士協会の機関紙、IIRC のホームページなどを通じて海外でも発表しています。私の論文の主旨は、「株主価値は、PBR1 倍までの会計上の株主資本の簿価（ブックバリュー）に PBR1 倍以上を表す市場付加価値（MVA）を加えたものであり、この PBR1 以上の部分は IIRC の5つの非財務資本（人的資本、知的資本など）あるいはインタンジブルズの価値である。そしてこの見えない価値は ESG の価値と正の関係があるはずである。一方、ファイナンス理論における残余利益モデルでは、株主価値は株主資本簿価に残余利益の流列の現在価値の総和を加えたもので、エクイティ・スプレッド（ROEー株主資本コスト）の関数になることが数学的に証明できる。ということは、市場付加価値（MVA）を通じて、日本の経営者が訴求する ESG と世界の投資家が要求する長期の ROE は、実は相反するものではなくて整合的で同期化できる。」ということなのです。

上場会社の経営トップの一部からは、「外人投資家は卑しい。ROE や EPS など数字の話しかしない。彼らはわかっていないのだ。日本企業は人・理念・社会貢献が大事なのだ。」という声を聞きます。これに対し、海外投資家の厳しい人は「日本の社長はおかしい。ROE も資本コストも知らない。人や理念が大事だとか、あいまいなことばかり繰り返している。」と言っています。一見、両者がかみ合っていないように見えますが、実はこの2人は、付加価値をつくるという点で同じ船に乗っているのです。ESG の価値と長期の ROE は同期化できるはずですが、ESG で将来利益を増して ROE を上げる、あるいは高質な ESG で資本コストを下げエクイティ・スプレッドを上げるということで、数学的にもつながるのです。

ただ、このモデルの成立要件はロングターミズムです。ショートターミズムはこの均衡を破壊します。なぜなら、今期に人件費や研究開発を過度にカットして、あるいは環境を汚染したとしても著しく安い原料を使えば、今期の EPS や配当はかさ上げできます。しかし、こうした行動は持続的ではなく、超長期では ROE は下がってしまいます。やはり日本企業は長期の知見の高い投資家へ ESG を訴求する必要があると思うのです。しかし、そうは言っても会社は株主を選ばません。しかし、株主のターゲティングはできますから、自分たちで長期の知見の高い投資家のプライオリティ決めて、ESG のストーリーを訴求していくのです。実際にそれを繰り返すことで、エーザイの ESG 投資家、知見の高い長期投資家の保有持株比率が上がっているというデータや実感があります。

次に、このモデル（非財務情報とエクイティ・スプレッドの同期化モデル）を裏付ける証拠として、幾つかの実証研究を行っています。これ（講義資料 59p.図）は中央大学のチームと実施したのですが、日本のヘルスケア産業においては、5つの非財務資本と PBR は正の相関関係であることが有意に証明されました。特に人的資本が一番高い相関係数を持ちます。非財務資本、ESG、インタンジブルズと PBR は強い正の相関があるのです。この他の実証研究においても、非財務資本と ROE、あるいは PBR は正の相関であるとのデータが在りますので、それをもって先ほどのモデルの証拠として、裏付けとしています。ただし、ここまでの内容では、相関関係や理論を示しているだけですから、具体例をもって因果関係を証明しなくてははいけません。

そこで、あくまで事例としてですが、エーザイの今年の統合報告書から、どうやって ESG を ROE につなげて訴求しているかについてご説明します。根幹は企業理念「ヒューマン・ヘルスケア（hhc）理念」、患者さま第一主義という私たちの理念です。この理念では、「会社の使命は患者様満足増大である」と言っています。そして、その結果として、売上・利益がもたらされるとしています。企業理念において、社会貢献を謳っている会社は多いと思うのです。しかし、そこに留まらず、その結果として売

上・利益、ROE もやりますというところまで宣言しているところがポイントなのです。ただし、その使命（患者様満足増大）と結果（売上・利益）の順番が重要で、逆にはいけません。例えば人件費、研究開発を過度に削ってでも、今年の EPS をかさ上げするというのは、順番を反対することなので駄目なのです。最初に患者様への貢献があり、たとえ研究開発費で一時的に利益が下がっても、結果として10年の計で企業価値が高まるという考えです。そして、それによって長期投資家との win-win の関係をつくっていくのです。

そしてエーザイは、この企業理念を定款に入れた、世界でも珍しい会社なのです。定款とは会社の憲法です。そこにこの理念を入れて世界の投資家と共有しているのです。だからショートターミズムに陥って、研究開発費や人件費を過度に削減して患者様貢献を犠牲にしても今日の EPS を引き上げる行為は定款違反なのです。これがショートターミズムへの最大のアンチテーゼであり、最大のディフェンスなのです。あるいは伊藤先生の言う ROESG です。患者様貢献という ESG と長期の ROE を両立するのです。要するに ROESG が会社の定款、憲法に最初からビルトインされているのです。

この具体的な例を、時間の関係で一つだけご紹介します。皆さん、リンパ系フィラリア症という熱帯病をご存じですか？蚊を媒体にして感染する熱帯病で、感染すると足が象のように腫れて動けなくなり、寝たきりになります。そして合併症を併発して亡くなる確率が高いのです。世界で1億人以上が罹患しています。しかし、かつて世界の製薬会社はどこもこの薬を作りませんでした。それは、患者様は世界の最貧国の最貧層の人たちで1ドルの薬を買うお金がないからです。商業市場がないから誰も薬剤を作らない。それで良いのでしょうか？企業理念に照らしてそれは良くないということで、私たちは WHO と提携して立ち上がり、この薬の治療剤（DEC 剤）22億錠を2020年まで無償で配ることとしました。既に15億錠ぐらい配り終わり、エーザイ社員もアフリカや南アメリカに出張し WHO と共に提供しています。さらに期限を延長して、このフィラリア症を地球上から完全に撲滅するまで無償配布する方針です。

これに関し、「これは寄付か？赤字プロジェクト化？株主の貴重なお金を捨てるのか？」と問われることもあります。私の答えは NO です。これは寄付や赤字プロジェクトではありません。私は CFO として上場会社のスチュワードシップ責任を強く認識しているので、株主から預かったお金を浪費するようなまねはしません。では、これは何でしょうか？「long term project for long term value creation」、つまり長期の企業価値を作る長期プロジェクトなのです。なぜか？

エーザイはインドで自前の工場を持つ唯一の日本の製薬会社です。ここで当該薬剤を廉価で製造します。しかも22億錠という大量のボリュームなので、インド人のローカルスタッフのスキルやモチベーションも上がり、設備稼働率が上昇しています。そこへ事後的に、アメリカ、日本、イギリスの工場から FDA 等当局の許可を得て抗がん剤などの最新鋭の薬の生産をインドにシフトしています。そして先進国に逆輸出をしているのです。これにより連結全体での原価率は下がります。そこでメリットが取れるのです。さらに2020年以降は、南アメリカ、オセアニア、アジア、アフリカの一部で新興国ビジネスを拡大します。そのときにこれをやった場合と、やらなかった場合の売り上げ予測が異なってくるのです。要するにブランドエクイティです。エクセルで NPV (Net Present Value) を計算すると、10年未満ではネガティブですが、20年ではプラスになりますまさに「非財務資本とエクイティ・スプレッドの同期化モデル」という ROESG、つまり、ESG という社会貢献をして ROE という長期のリターンも上げていく事例なのです。

これらを踏まえてエーザイの PBR の推移を見てみると、10年で大体平均3倍ぐらゐの PBR になっ

ています。米国企業の平均を凌駕する程度の価値創造があります。1倍までは会計上の価値です。そして、PBR1倍以上は自己創設のれん、インタンジブル。それは、パイプラインを中心とした当社の知的資本や、それを担う社員、人的資源。あるいは ESG やガバナンスの価値などが評価されていると思いますし、IR の価値も織り込まれていると考えられます。先ほど申したように、IR だけで 10% のプレミアム、資本コストを 30 ベーシス下げて 2,000~3000 億円の価値を生み出しているわけですから、見えない価値が市場付加価値へ織り込まれているのです。それが弊社の 10 年平均 ROE10% にもつながるわけです。

株式市場はフォワードルッキングなので先に株価のほうは動いていますが、これが ROESG の実践の成果ということになるわけです。エーザイでは、統合報告書において私の提案した ROESG モデル、あるいは「非財務資本とエクイティ・スプレッドの価値関連性モデル」を正式採択して掲げていますが、先ほど申したように PBR1 倍以上の部分を通じて ESG や人的資本、知的資本などの非財務の価値と長期の ROE、エクイティ・スプレッドは連関しているのです。ESG は ROE を高めるし資本コストを下げる。これによって長期投資家と win-win の関係を築くということが可能になると考えています。

申し上げたように、実証研究でも ESG と企業価値に正の関係があるということが証明できました。さらに人的資本が PBR との関係において一番相関係数が大きいこともわかりました。よって、従業員が大事になります。従業員の老後、退職金・年金も大事になります。そこで、エーザイの企業年金基金は、2018 年の 2 月にパナソニックと共に日本のメーカーでは初めてスチュワードシップ・コードに署名し、受託者責任を明確にしています。8 月からは本格的に ESG 投資を開始して大幅に資金を ESG 投資に振り分けています。来年は PRI (国連責任投資原則) に署名して、年金としてグローバルスタンダードで ESG を追求します。エーザイグループというコーポレートグループの中で、小さなインベストメントチェーン、正のサイクルを回すということです。これは車の両輪として会社がガバナンス・コード、年金がスチュワードシップ・コードに準拠してこれを稼働するのです。ESG、資本コストを意識した企業価値の最大化を win-win で、従業員も含めて目指していくのです。そのベースにあるのが CFO ポリシーであり、私自身もこの改革を 2 年ぐらいリードして参りました。

きょうの講義の前半にお話をした ROE8% の根拠、資本コストの算出方法、200 種類のハードルレートなどの CFO の財務戦略については、中央経済社から 2015 年に出した書籍『ROE 革命の財務戦略』に、そして後半お話をした ESG と企業価値の結び付きについては、同社から 2017 年に出した書籍『ROE 経営と見ない価値』にまとめてありますので、ぜひ文字で確認いただければと思います。

また今年 (2018 年) は、今日の講義内容を英文でまとめた著書として Springer 社から『Corporate Governance & Value Creation in Japan』を上梓しました。グローバルに通用するロジックをお示ししたつもりでございますので、自信を持って海外投資家とのエンゲージメントにも応用していただければと思います。

きょうは多少アカデミックな理論も申し上げましたが、冒頭申し上げたように、私自身は実務家として日々皆さんと同じように色々と苦勞している「同志」でございますので、これからもご縁があれば幸甚に存じます。今日は高い席から失礼しましたが、少しでも皆さま方のご参考になればと思います。ご清聴いただきまして、どうもありがとうございました。

【講義】改訂コード5-2及び対話ガイドライン2-2の意図

三瓶 裕喜 (さんぺい・ひろき) 氏

フィデリティ投信株式会社
ヘッド・オブ・エンゲージメント



1987年早稲田大学理工学部卒業。同年、日本生命保険相互会社入社。
外国株式投資に従事。英国現法 CIO/CEO、ニッセイアセットマネジメント
国内株式統括部長などを歴任。
2007年フィデリティ投信に調査部長として入社。17年より現職。

経産省「伊藤レポート」プロジェクト委員、「価値協創ガイダンス」策定参画、法務省法制審議会
会社法制（企業統治等関係）部会委員、金融庁両コードのフォローアップ会議メンバー、金融審議会
フェアディスクロージャーTF委員、同ディスクロージャー WG 委員など。
著書に、「コーポレートガバナンス・コードの実践」（共著、2015年4月、日経BP社）、「価値向上
のための対話」（共著、2017年6月、日本経済新聞出版社）、「コーポレートガバナンス・コードの
実践改訂版」（共著、2018年10月、日経BP社）など。

※上記ご略歴はセミナー当日（2018年12月25日）時点の内容を記載しております。

フィデリティ投信の三瓶です。よろしくお願ひします。今日は投資家がどのような分析・評価視点で企業を見ているのかということを含めながら、私見としてお話しいたします。私見とは言え、現職を含め私がこれまで、日本の機関投資家として、またアメリカの大手運用会社と提携をしたり、実際にそこで働いたりした2社での経験、また、先ほど名前が挙がりましたハーミーズを含めイギリスの大手運用会社と提携しファンドを運用していた際の経験も含めて、お話をさせていただきたいと思ひます。

「ホーキング博士、宇宙を語る」という本をご存知でしょうか。ブラックホールの発見などについて理論的に解明された方が書かれた本です。その本の最初に、「数式を1つ入れると、本の売れ行きは半減する」、「二つ入れるとさらに半減する」という話がありました。このようなことを踏まえ、私は極力数式なしでお話ししたいと思ひます。

今日の一番大事なメッセージはP.1に「キー・メッセージ」として記載した内容です。（「資本コストを意識する」とは、単に●●.●%を計算することではない。資本コストを踏まえた合理的なキャピタルアロケーション（資本の配分）を行うことを求めている。」）ここだけ覚えていただければ、目的の半分は達成したという感じがします。今、ガバナンス・コード改訂で『資本コストを意識する』という言葉がふんだんに使われていますが、「意識する」というのは計算するということではありません。また、計算に留まることではないのです。

資料には『●●.●%』とありますが、これを書くときに、1の位と小数点一つにしようかなとも思ったのですが、広く考えると、10%台の資本コストの会社もあるだろうということで、ここは2桁にしています。

しかし、そのような細かいことが大事なのではありません。後半部分に記載した『資本コストを踏まえた合理的な資本の配分』の方がずっと大事です。この『合理的なキャピタルアロケーション(資本の配分)』をしようとする、資本コストがこのぐらいだという感覚がどうしても必要になります。だから、

意識してくださいということになります。しかも、ここで『合理的な』と書いているのは、「説明ができる」、「筋道がある」という意味であって、「最適な」という表現はしていません。「最適」というと、相当突き詰める必要があり、正確でないといけないかもしれません。そこまでやってしまうと、だんだん硬直的になってしまい、むしろ、先ほど柳先生からのお話にあったように「精緻に間違える」といったことに陥ってしまうという危険があります。

1. 成長戦略と建設的な『目的を持った対話』

一連のステewardシップ・コードとコーポレートガバナンス・コードの導入が安倍政権の成長戦略の一つとして位置づけられていること、これはなぜかということです。P.4に先進国の名目GDPと政府債務の長期チャートを掲げています。明らかなのは、日本の政府債務とGDPのギャップが逆ザヤで、ものすごく大きく膨らんでいるということです。よく%で比較されますが、%だと、ちょっと問題のイメージがはっきりしない可能性があるので、単純なチャートにしました。要するに、名目GDPが伸びてないから、必要な歳出をすると、このようなことになってしまうのです。今、成長戦略が何をしようとしているかという、この名目GDPの底上げをしようとしているのです。名目GDPを底上げするとき、それを担える部門というのは、民間部門です。民間企業は、自由にクリエイティブに色々な価値創造ができます。

成長戦略が始まり数年経ちましたが、状況が良くなったでしょうか。P.5に『TOPIXのROEと株価純資産倍率』と『為替レート』を表示しています。私は正直に言って、今、V字に回復して、だんだん良いところに来ているように見える大部分は、為替に助けられている可能性もあると考えています。となると、今、まさに起こっていますが、若干、円高になるだけで株価は下落しますし、価値創造は続くのか、成長は続くのか、この程度で本当に大丈夫なのかということが問題になります。したがって、ここで一段と、リスクマネーを提供する私たち機関投資家と企業の方々が協業して、価値創造を果たして行きたいと思っています。

P.4の名目GDPと政府債務の長期チャートを見てお分かりだと思いますが、P.6で記載したとおり、それほど時間はないのです。時間がないのはスタートが遅かったからという言い方もできます。色々な問題がありましたが、それをすぐに解決して来なかったわけです。よって、今からはとにかく、次々と手を打って行く必要があると思います。

今年(2018年)、コーポレートガバナンス・コードが改訂されましたが、コンプライ・オア・エクスプレインを行う必要があることから、皆さんよく読まれたかもしれません。ただ、同時に出された「投資家と企業の対話ガイドライン」は、コンプライの対象ではないことからあまり読み込まれていないかもしれません。

しかし、P.7に記載したとおり、そこに思いが色々書き連ねてあります。その中には、『企業価値の向上』というキーワードが何回も出てきますし、それが『ひいては』ということで、『経済全体』とか、『国民の安定的な資産形成』が上場企業の皆さんの肩に乗っているということが書かれています。ただし、みんなと同じことをするのではなくて、企業は個々の状況が違い、それぞれ一番優先順位を高くして取り組むことが違うことから、それは自ら考えていただくし、私たち機関投資家も個々の企業ごとに、何が一番優先順位が高いのかを考えながら、対話させていただくというのが大事だということが書かれています。

P.8 のとおり、図式的にはスチュワードシップ・コードは、機関投資家の規律付けであり、コーポレートガバナンス・コードは上場企業の規律付けです。一番違うのは、スチュワードシップ・コードは、受け入れ表明が実は自由、任意である一方で、ガバナンス・コードは上場規定の一部なので、受け入れるかどうかのチョイスはないことです。

けれども、コンプライ・オア・エクスプレインなっています。スチュワードシップ・コードの方もコンプライ・オア・エクスプレインである点は一緒です。先ほど触れた対話ガイドラインには、この両者を結び付けて、背景にある考え方・期待はどこにあるのかが書いてあります。

対話の中で、今、私たちは、皆さん一社一社の企業の方と会うときに、私たちから「価値創造診断書」と名付けたものを用意して、提示させていただいています。その診断書の一番最初に記載するチャートには、20年以上の実績、社歴がある会社であれば、過去20年間の価値創造を分析して、リターンが資本コストを超えているのか、超えてないのかをお見せしています。それは、経営者が「うちのリターンは資本コストを超えているのではないか」と思っているかもしれないところを、「過去20年間一度も超えていません。」とか、「この年とこの年は超えていますが、この年はどういう年でしたか。」などと見える化した証拠をもとに対話するためです。そうすると、少しピンと来て、「このときはこうだったな、確かに非常にうまくいっていた感じがする。」「このときにわずかに超えた」というふうにも実感として、分かっていたことが大事で、そういった資料をこちらで作って、お見せするような形にしています。

先ほどの柳先生のお話の中で、価値創造と価値破壊という言葉があったと思いますが、黒字と赤字と違ってあまりピンとこないところがあるのではないかと思います。黒字で利益を出しているのに、なんで価値破壊と言われるのかというところが、ピンとこないのかもしれない。この価値創造か、価値破壊かというのは、例えばテストで70点を取ったとを考えてください。そのときにテストの平均点が60点だと、平均より良いので赤点にはならないですね。ただ、平均点が85点だった場合はどうでしょうか。確かに70点を取ったわけですが、平均より低く全然評価されないですね。だから、通信簿は1とか2がついてしまうかもしれない。そのような感じです。

資本コストもそのように捉えていただいたら良いと思うのです。黒字企業でも、資本コスト割れというのは十分にありえます。資本コスト割れということは、今の例えで言えば平均85点のテストで、60点とか70点を取っていることになります。点数は取ったけれども、全然それでは期待に応えてないということです。

2. 改訂コード5-2、対話ガイドライン2-2

改訂コードの原則5-2の文章は、先ほど柳先生からも紹介がありました。私は今日のメッセージとして、資本コストの部分ではなくて、これを把握した上で『事業ポートフォリオの見直し』や、『経営資源の配分等に関し具体的に何を実行するのか』という点、すなわち実行するほうに焦点を当ててお話しします。あくまでも、やらなくてはいけないことは資料、P.12, 13で黄色くマークしたところです。

しかし、これを先ほど申し上げたとおり合理的にやるためには、ある程度の資本コストのレベル感を把握していないといけないということです。先ほどのテストの例で言うと、平均点がどの辺かが分かってないと、これを超えているのか、超えてないのかが分からないということです。

では、対話ガイドラインには、何と書かれているかといいますと、最終的に公表されたのは、「経営戦略や投資戦略を踏まえ、資本コストを意識した資本の構成や手元資金の活用を含めた財務管理の方針が適切に策定・運用されているか。」になっています。P.13で赤いアンダーラインをつけたところが、後

で加えられたところで、元々のオリジナルのドラフトにはこの赤いアンダーラインの部分はなく、『経営戦略や投資戦略を踏まえ』、『財務管理の方針が適切に策定・運用されているか』という非常に簡潔な文章でした。

それでも何となくは分かります。でも、あんまりピンとこないですよ。フォローアップ会議のメンバーであった私は、「これでは多分、伝わらないので、もう少し説明を加えたら良いのではないか」という意見書を提出しました。P.13 の紺色の部分です。ただし、私の対案は少し書き過ぎていて、金融庁からは説明が多過ぎてごちゃごちゃしているとの指摘を受けました。最終的にはかなりすっきりと『資本コストを意識した資本の構成』となりました。資本の構成はバランスシートの右側の構成、調達側の話ですが、一方で、手元資金はバランスシートの左側です。『手元資金の活用含めた財務管理』ということで、バランスシートの左右全部ということになります。

ここから資本コストの具体的なお話に入る前に、このコード改訂にあたって、東証でパブリック・コメントを集めています。そのパブリック・コメントに寄せられた幾つかの意見・疑問を P.14,15 にピックアップしました。

コメント 5 は CalPERS、米国カリフォルニア州の年金基金のコメントですが、彼らはこのような資本コストを念頭においたコードは、大歓迎だと意見を寄せています。

一方で、コメント 31 には、資本コストは『ファイナンスの専門家でも把握することは困難であり』と言っています。確かにそう簡単ではありません。数式に当てはめれば良い感じではあるのですが、その当てはめ方も難しいし、それをそのまま信用して使えるのかという問題があります。だから、困難であるのはそのとおりです。

だからといって、『一律に事業会社に対する規範として設けることは現実的ではない』と言われてしまうと何も始まらないので、ちょっとこれは困るなというところですよ。

コメント 33 の『「自社の資本コストを把握し」という表現では、多くの企業が数値にのみ関心を向けてしまう』というのは、私の懸念と全く一緒です。だから、数値のみに関心を持っていただくのではなく、それをざっくり把握していただいて、どのように使っているかを合理的に説明できるかということが大事だということです。

コメント 34 には、そもそもこのような話は『自明の理であり、明記する必要があるかは若干疑問』ということが書かれています。本当に自明であれば良いのですが、先ほどの柳先生の色々なサーベイ、アンケートからすると、そうでもないのではないかとということであり、だからこそ、このようなコードの改訂を実施しているという話になると思います。

コメント 35 には、『「資本コスト」は推定や仮定を伴うもの』であり、『注意書きで一般的な計算方法』を明示するとあり、これは、優しいですね。こういうふうにしていただくと良いかもしれないです。更に『あるいは』といって、『株主資本コストと WACC とどちらを意味するものかを明示する』とあります。確かに、文章の中に「資本コスト」と書いてあって、この場合は恐らく株主資本コストのことを言っているのではないかとこの場合、負債コストを含めた全体の WACC のこと言っているのではないかとこの場合、実はここまではっきりとは区別できるものではなく、それぞれの文章を読む中でチョイスしていくというのがありうるものです。だから、これは承知の上で「資本コスト」という言葉を使っています。

コメント 36 も同じような質問です。『原則 1-4』は政策保有株式のところですよ。それと『原則 5-2 で

使われる「資本コスト」は、同じ意味か』ということなのですが、まさにその意味を考えて欲しいのです。フォローアップ会議の議事録を全部ご覧になった方はいらっしゃるでしょうか。相当長い、1回2時間の会議で、色々な人が発言するので、あれを読もうと思ったら大変なのですが、委員の中でかなりはっきりと厳しいことをおっしゃる富山さんという方がいらっしゃいます。この方は、経営陣全員に資本コストのテストをすべきだとおっしゃっています。紙を渡して、「自分の会社の資本コストを計算してごらん」と。それで、「書けなかったらアウト」とおっしゃっていました。それはすごいテストだと思いつつながら、ただそれを採点する側も大変ではないかと思ったわけです。資本コストは必ず1本に決まるわけではないのです。全く間違っているときは、バツですけど、意外に一つの答えにはならないだろうと思います。ただ、よくよく考えてみると、富山さんが意図したのは、「それを計算してごらん」と言ったときに、「そんなの分かっているよ」と思って計算をし始めてみると、「いや、ちょっと待てよ、これで良いのだろうか、」とか、「これにどれだけの意味があるのだろうか」とか、「どうやって使うのだろうか」とか、もっと考えるべきではないかということを示唆しておっしゃったのではないかと受け止めています。

P.16に先ほどの色々な質問の整理をしていますが、まず資本コストはこのどちら（株主資本コストかWACCか？）かというのは、「適宜使ってください」です。ROEの比較では、株主資本コストであり、ROICとの比較では、WACCです。簡単に言うと、バランスシートの一部なのか、バランスシートの全部なのかということです。ただし、今日の主題というか、一番言いたいのは、実は私たち投資家は企業分析をする時に、このありきたりなWACCという資本コストを使いません。私たちは割引率というものを使います。後でご説明します。『「資本コスト」を的確に把握するのは困難』だから、対話が必要である。だから、私たちは資本コストを超えていそうなのかどうかということをごちらで分析してお見せし、ご説明します。だからこそ、柳先生が毎年サーベイをして、状況を聞き、この辺なのだという確認をされるのは、合理的な意味がありますね。

『資本コストの地域差はあるのか？』というのが事前の質問にありました。柳先生がCFOとして、各地違う資本コストで事業投資を考えていらっしゃるという説明にもありましたが、私たち投資家も地域差はあると思います。ただ、アメリカで株式市場が急落すると、日本にそれが飛び火するように、繋がっています。それは資本コストのロジックが一緒だからです。そういう意味では、数値的には若干の差があるけれども、繋がっていてかなり連動します。地域により少し違うところは、色々な理由を付けて私たちは調整をしています。

3. 資本コストについて

次に、P.18から資本コストそのものについての話に移ります。皆さんが例えば今から資本コストの計算をしようと、外部の有識者か誰かに頼るとなると、誰に頼るのでしょうか。経営コンサルタント、投資銀行、弁護士などでしょうか。実は私は、弁護士の先生から、「どのように答えたら良いかね」という質問を最近何回か受けました。今日お話しているようなことは弁護士の先生にもお伝えしています。投資銀行と経営コンサルタントは、恐らくWACCを指南すると思います。特に投資銀行は、それでビジネスをしているので、それが一番彼らにとっては都合が良いと言うと、少し言い方が悪い感じですが、そういう使い方を彼らはするのです。ただし、私たち投資家も企業の方と向き合ってお話するときには、資本コストというのは一つの言い回しとしては使います。英語で言うと『Cost of capital』ですね。ただ、それは経済学の本だと『capitalization rate』とかになります。実務では、それが株価評価をする

ときのバリエーションの倍率であったり、またはイールドであったりします。

実際、私たち投資家の中での合言葉として使うのは、『discount rate』です。この用語の相違は、背景としてコーポレートファイナンスで考えるのか、インベストメントという分野で考えるのかの違いでもあります。で、資本市場で見るときには、『資金の余剰・逼迫感』であり、先ほどのような『多様なリスク、事業リターン』等、どのぐらいその事業からキャッシュフローが安定して回収できそうなのかなどを含めて考えます。ですから、始めたばかりの企業はどちらかというと投資期で、まだ回収期ではなくリターンがないですが、そうしないと事業は始まらないから、全然問題ないのです。ただし、どのぐらい先に初めて回収が始まるのか、回収が始まったときに、どのぐらい安定的にキャッシュフローを出すのが重要です。大体、数年先と想定されるわけですから、それまでに世界情勢などがいろいろ変わって、想定したとおりにならない可能性もあるわけです。そういうことを全部考えて、では、今はまだ回収が始まっていないものについては、「リスクが高い」と考えようとなるわけです。

質問にもたくさんありましたが、WACCはどうやって計算するか、データはどうするのかという点について P.19 に記載しています。直球の答えではないかもしれませんが、WACC については、スタンダードがあるかという、いや、色々ですという答えになってしまいます。リスクフリーレートといっても、どのリスクフリーレートを使うのかというのが論点になります。これは誰がどういう目的で使いたいかによります。本当のリスクフリーレートは、短期の米国財務証券かもしれないのですが、それだと低過ぎて使いにくいと思えば、投資銀行の方が 10 年債にしておこうとか、いやいや理由を付けて 30 年債にしようとか、色々出てきます。データについても、先ほども既にありましたが、様々です。

若干話がずれるかもしれませんが、P.20 に記載した『最適資本構成』というのは、「有る」と言う人と「無い」と言う人がいます。また、もっと現実的に、ペッキング・オーダー理論というのがあります。このペッキングっていうのは、くちばしでついでついでという意味です。どの順番に餌をついでつかうかということに喩えて言っているのがこの理論で、融通のしやすさからすると、内部留保が先で、次に負債、増資などの順番です。よって、最適資本構成というよりは、普通のオペレーションとして、楽に決裁が取れる方からが良いというのが現実的にあり、正式な理論になっています。

P.21 にまとめを記載しており、事前の質問でもありましたが、「資本コストは結局難解だから、こんな規定をされても無理ではないか」というのはありますが、日本以外の先進国の市場ではみんな使っています。だから、使えないということはないでしょうというのが一つあります。そして、私たち投資家の使い方と言うと、これが絶対正しい資本コストだというのが把握されていなくても、大体この辺だとか、またはある前提を置いてこれとしてみようというだけで、使いようはすごくたくさんあるということです。例えば、ここに『代替可能投資対象』とか、『相対的な』というのを記載しました。かつて、私が 1990 年代初頭に、ニューヨークで投資の仕事をしていた当時、資本コストの計算がなかなかピタッとできないなと悩みました。ただ、よくよく考えてみたらそんなことは必要ない。投資でアービトラージができるというのを、実感して、ある商品開発をしました。具体的には、米国市場ですから、S&P500 という代表的な指数があります。それともう一つ、ダウではないのですが、全然違う計算の代表的な指数があります。日本でいうと日経 225 と TOPIX の NT 倍率というのがあり、多少パフォーマンスがずれたりします。その両者の先物を使って、片方を買って、片方を売って、片方を売って、片方を買い建てます。市場を代表する両

者の相対的ミスプライスを逆手に取った手法です。それぞれのインデックスが今どのぐらいの資本コストを織り込んでいるのか指数から逆算をし算出した資本コストを今度は反対側のインデックスの算出に反映し、この資本コストであれば理論価格はこうだということを計算して、高いか安いかでそれぞれの買い建て、売り建てを取るのです。マーケットは今日みたいに大きく動いても、一方で買い建てて、一方で売り建てると、相殺するので大きくやられないものですし、織り込んでいる資本コストの小さな差異だけ、時間と共にだんだん縮小してくるときに、リターンが取れるのです。これに加え、リスクフリーレート分が取れるのです。金融の世界で、全てのリスクをヘッジしていくと、最後に残るのはリスクフリーレートです。感覚的に言うと、先物を買って先物を売るときに、証券会社の口座に現金または財務省証券など、すぐ流動化できるものを担保として納めなければいけません。そうすると、金利が入ってくるわけです。それがリスクフリーレートです。だから、何もしなくても入ってくるのも、そうやってアービトラージをしたときに大きなリスクは全部カバーしたうえで、結局入ってくるのも、まずはリスクフリーレートです。追加で若干のリスクをとった部分から利鞘が取れると、その分が上乗せになる。そういう構造です。だからそのときには、正しい資本コストが分かっているなくても、相対的に使えばいいのです。このような感じに、マーケットでは使われています。

これを応用していくと、ある会社の今の株価から資本コストを逆算して出して、それを全ての上場企業に対して行くと、たくさんの資本コストのサンプルができあがります。それを例えば、統計的に処理する。例えば、ある理由で、リスクが少し高い場合と低い場合で並べてみると、中心になるべきものはこの辺だとかいうのが出てきます。機関投資家としてグローバルマーケットの歪や整合性を見る上でこのような方法を実際に使っています。

市場の価格調整機能という意味では、例えば ROE でも ROIC でも良いのですが、これが私たちから見ると著しく低い場合に、その会社には投資できないのかというと、必ずしもそうではありません。P.22にあるとおり、例えば、ROE が 4% とすると、低過ぎて普通はそのままでは受け入れられないですね。ここではその状態が一定期間ずっと続くという前提です。そうすると、どうするかというと、ペナルティーを課せば良いです。ペナルティーを課すというのは、これだけの ROE しか生まないのであれば、株主資本コストはその分リスクが高い投資対象なので、10% にします。資本コストが高いということは、株価が下がります。下がった株価は、純資産倍率で 0.4 倍ですということになります。

どういうことかということ、1株当たりの純資産価額が 100 だとすると、その会社の 1株当たりの利益は 4、株価が 40 となります。なので、この関係でいえば、PER は 10 倍ですね。または、株価と 1株当たりの純資産でいけば、0.4 倍、PER の逆でいう益利回りでいうと 10% になります。ですから、ROE 4% が前提であれば、株価がここまで調整すれば、投資可能になるということです。それは先ほど柳先生がおっしゃった、ROE が低く資本コストを割っていると、純資産倍率 1 倍未満になりますよという話と一緒にです。私たち投資家はそこまで下がるのを待ってから買いますということであり、これが市場の価格調整機能です。

今日、1カ所だけ数式を使ってしまったのは、これ [PBR=PER×ROE] です。先ほど柳先生のスライドにも、ROE と PBR の関係で「魔法の 8%」というのがありましたね。P.23 はそれをちょっと違う示し方をしたものです。例えば、今のマーケットは、リスクオン、リスクオフではどちらかといえばリスクオフです。何故でしょうか。三つぐらい理由があると思います。一つは、FRB が通常利上げをするというのは、景気が過熱し過ぎていて、インフレが起これば、その景気の成長が持続可能ではなくなる場

合です。持続可能ではなくなるということは、どこかで景気過熱の反動が起き、それによって失業率が増えるということで、できるだけ巡航速度で安定させるというのが FRB の役割ですから、通常はそのような場合に利上げをします。ただ、今回はそういうのではなくて、リーマンショック以降ずっと続いてきた超低金利という特別緊急事態の措置をそろそろ解除しなければいけないという正常化に戻す過程です。正常化に戻すというのが一つの理由です。

ただ、そのときに景気は十分に強いのかというと、二つ目の理由として、雲行きは怪しくなっていることが挙げられるわけです。景気は足元ではまだ強いですが、そんなに過熱しているほど強いわけではありません。2018年と2019年を比べてみれば、どちらかと言うと、減速していますが、そんな時に利上げするのかということです。

そして、三つ目はマーケットの甘えだと思います。マーケットは利上げされて困ったとあって、そこで一斉に売りを浴びせ、「今利上げなんかするとマーケットはこういう反応だぞ」というのを示すと、その政権当局も余りにも株価が安くなり、または暴落してくると困るので、「じゃあ、ちょっと話を聞かか」というふうに、歩み寄りを見せるのではないかというジェスチャーもあると思います。いずれにせよ、その状況はリスクオフです。

ここでお見せしている（講義資料 23p.グラフ）のは、年毎の ROE と PBR の関係です。2006 年は傾きが立っています。これは先行きに対して、明るい見通しを持っているということです。

一方で、リーマンショックの翌年、2009 年はその影響で傾きは寝ています。この関係は、同じだけの ROE を稼いでも、市場の評価は随分低いということです。傾きが立っている方がリスクオンだとすると、寝ている方はリスクオフです。年ごとにとは言いませんけれども、マーケットでこの ROE と PBR の関係は、一定ではなく、変わります。変わる理由には、先ほどのリスクオンとか、リスクオフがあります。この間に会社のバランスシートが大きく変わっていますか。変わってないかもしれませんよね。ですから、WACC の状況とは、違うもっと機敏な動きをしているということです。だから、私たち投資家は WACC を見て固定的に考えるのではなくて、これから先、どうなりそうなのかを予想し、その予想が毎度当たっているわけではなく、調整・修正しなければいけないので、これだけ年によって PBR と ROE の関係が変わるのです。

リスクオンとリスクオフの一つの例として、1998 年にロシア危機があった当時、ノーベル経済学賞を取った先生が 2 人も入っていて、ものすごく理論的に高度な投資をしているという超一流のヘッジファンドがありましたが、それが破綻しました。ロシアのルーブル建ての債券がデフォルトしたのがロシア危機ですが、それが世界中に伝わりヘッジファンドなども破綻したことを受け、アメリカの経済もリセッションに陥るのではないかと、信用収縮があるのではないかとかいうことで、株式市場は軟調になりました。債券市場から伝わってきたことなので、債券価格にはすぐにその状況が織り込まれ、後から株式市場も驚いて、ヘッジファンドが破綻したから大変だということで、急落しました。

そのときに投資機会を探るため市場の適正水準を試算しました。だんだん債券市場の様子がおかしいぞというときに、債券価格に信用リスクを織り込んでいくわけですが、債券のイールドが高くなっていくわけですが、言い換えると、上場企業の目安となるシングル A 格付けの債券のイールドが同年限の国債に比べ、リスクプレミアムが上乘せされていくということです。その変化した分を、株の評価をするときのリスクプレミアムに適用してみたら、どのくらい株は下がらなければいけないのかというのを試算して、理論的にこの辺までだということのを把握しました。株と債券の裁定が働くのだったら、このくらいだというふうにして、株式投資をしたことがあります。このような感じで、私たち投資家は、相対的

な合理性からの示唆を利用し資本コストや割引率を日常的に使っています。

そのような資本市場と向き合う中で要注意なのは、P.24 に記載したとおり、特に資本集約型の製造業です。投資額が大きく、その回収がそんなに簡単にできなくて、時間のかかるコミットをしているからです。そうすると世の中で大変な変化があったときには、対応はそう簡単にはできないわけです。そういった会社こそ、本当はリスクマネーが必要なのですが、資本へのアクセス度合いが、不利になる可能性があります。昨日のニューヨークのマーケットでも、最初にリバウンドしてきたのは、ネット企業です。ネット企業は身動きが早くとれます。そして実物というか、ものに対してのコミットメントが少ないので柔軟です。そういうところは投資家も投資しやすいというのがあります。

しかし、日本の産業全体見たときに、そんな会社ばかりではないです。むしろ、そうではない会社の方が多いです。そこに日本の強みもあるとすると、よほど資本コストのことは、丁寧に考えていただく必要があるのだと思います。自分たちのビジネスとしては、資本コストを、余裕を持って超えているのか、超えてないのか、どうしたら超えるのか。先ほどの柳先生のお話だと、10年平均で考えたときに、今は超えてない時期だけでも、超える見込みがその先にあると言えるかどうか、そういうことがすごく大事になってくると思います。

また、ポートフォリオの見直しというのが、コードの中に何回か出てきます。私たちが投資しようとしたときにも、「こちらのセグメントはいい、でも、こちらのセグメントはどうだろう、将来があるのだろうか」という話をします。これは、足元で利益が出ていないとか、利益率が低いということだけで言っているわけではなく、将来に向けてどうなのだという事です。そのときに得てしてあるのが、「自分たちにとってはノンコアであり、もう言われなくても分かっています。だから、ここにあまり追加投資していませんよ。分かりきっていることは言わないで」という会社さんです。そのような会社に対しては、「いやいや、ノンコアだと分かっている、そこにはもう新たに資金提供しない。または、経営資源を向けないのだとすれば、何故その事業を持っているのですか。」という話になります。

「では、ノンコア事業を切り離して止めてしまえば良いのか、そんなことしたら従業員は路頭に迷うじゃないか。」とおっしゃる方もいらっしゃいますが、世の中はそうでもないのです。自分たちにはノンコアかもしれないけども、その事業をコアとする会社さんがあって、そこに属せば、その部門はど真ん中のコア事業になるのです。ど真ん中のコア事業だったら、そこには新たな経営資源が投入されて行って、育てられるのです。そうすると、価値がもっと上がっていくことがあります。そういうことも含めて考えていますかというのが、事業ポートフォリオの見直しに含まれている意図です。

4. バランスシートマネジメントに不可欠な資本コスト認識

資本コストを意識した先に何があるかというところで、バランスシートマネジメントというのが一番の鍵だと思っています。ここでは、製造業・サービス業等のバランスシートと、銀行、保険、総合商社等のバランスシートは全く性格が違うので、二つ並べています。ここで D と書いてあるのは、デット、E がエクイティ、A がアセット、RA がリスクアセットの事です。金融の場合には、アセットライアビリティマネジメント (ALM) というふうになるので、デットの D ではなく、ライアビリティの L と書いています。

まず、製造業・サービス業のビジネスの場合に、私たち投資家が見ており、よく会社からも出てくる

のは、D/E レシオですね。ただ D/E レシオだけではなくて、この E はリスクアセットを支える部分にも使われているはずなのです。リスクアセットの種類をどのように見ているか、資金調達をどう選択しているかというのがポイントです。

例えば、新規事業を始めたので、ここはまだ当分キャッシュフローはないけれども、将来の柱になるから育てなきゃいけないので相応の株主資本が必要だとか、もうかなり安定してきておりキャッシュフローの見込みも立ちやすく、本当はその分のワーキングキャピタルはある程度有利子負債で賄うとかすればいいけども、それを取り込んでないとか、或いはキャッシュフローは安定した事業だが、利益率が低く改善見込みがないが、それを株主資本で賄っているとなると、リターンがコストを下回るといったことがあります。

一方で、金融になると、まず A と L のマッチングが先です。先ほどアービトラージの話をしました、例えば負債の調達側がトリプル A で、運用の側がトリプル A だったら、スプレッドがありません。コストとリターンが全く一緒ですから、意味がないのです。よって、運用の側は少しリスクを取って、トリプル B とかにすると、ここでスプレッドが取れます。ただ、スプレッドが取れたということは、リスクを背負っているのです、何かあったときのために支えが必要です。これが基本的に金融のビジネスです。しかし、このさやが小さい分、エクイティに比べて、何倍もの大きさのバランスシートを使ってさやを拡大していくというのが従来の金融だったわけですが、リーマンショック以降はレバレッジを利かせられないので、従来の金融のビジネスモデルが成り立たなくなっているため、今が一番厳しいわけです。しかも、A と L の両方とも絶対値の金利が下がり金利が潰れているから、儲からないという状況に置かれています。

通常のビジネスについて、もう一度ご説明しますと、何かの新しいアイデアがありそれを試して実験するとします。ここはずっとキャッシュが出ていく、コストがかかる段階です。これでいけるぞとなって、生産を始めていく際、ここでも新たな事業投資があり、例えば、工場を造って、その稼働率が上がるまでは、まだまだ大変です。回収できません。だから、エクイティは必要です。更に、順調に行くと、今度は回収の方に入っていて、販売ができたり、もっと従業員、特に営業の人を雇ったりとしていきます。また、それをしていく上で、負債を取り込むというのもあります。

順調に行けば行くほど、現金も貯まってきますので、余裕ができて投資有価証券、政策保有株式などを持つということがあるようですけれども、これはリスクアセットです。リスクアセットをこういふところに持っていいのか、または事業資産と比較した上で、どのぐらい持っているのかというのは、株主資本との見合いでよく考えていただきたいということです。この株主資本というバジェットをどこにどれだけ使っているかというのがとても大事なことで、これが今回の資本コストを考えて、バランスシート管理をしてくださいということです。

金融の方でいくと、ここでは小さなリスクを取ってスプレッドを稼ぐ。場合によって、総合商社の場合にも同じようなことになりませんが、一方で、権益とかのリスクアセットを直接取りに行くので、それを直接棄損や減損したときの場合のエクイティは必要になります。

大和ハウスさんがまさにこれを示す良い例です。P.32, 33 は大和ハウスさんの今年の統合報告書からですが、かつてはエクイティ 6,177 億円に対してカバーしているはずのリスクアセットは、7,988 億円ありました。一方で、有利子負債との関係で、D/E レシオが 0.74 倍ありました。それを 2017 年には、この比較でいうと、もう少しリスクアセットとエクイティの比率を下げきて、D/E レシオも下げて

きています。

このように、そもそものこの純資産をどう使っているか、二つの方法で適正水準ということを考えながら、バランスシートを健全化させていることをサラッと説明しています。それを事業別に落としていったところも、私の好きな説明となっています。(P.34) これはセグメント資産営業利益率ですから、セグメントの ROA というのと一緒にです。その中でパッと見れば、事業施設事業は非常に ROA が低そうです。

ROA が低いから駄目ではないかと言う投資家もいますが、そのような指摘に対する回答がここにちゃんと書いてあるのです。今は積極的な投資を行っているので、資産利益率は低い水準となっていますが、今後の回収期にはちゃんとキャッシュフローに貢献します。ですから、時間軸を考えて、今は投資が先行する時期なのだと。回収はもっと先にあるということをいっています。事業のポートフォリオですから、色々な時間軸分散というのがあっていいはず。だから、こういう説明はなるほどという部分があります。

次に、金融または商社、ノンバンク等の例として、オリックスの統合報告書を P.35, 36 でご参考にお見せしています。資産の方の管理は ROA でやっています。各セグメントでどれだけの ROA を稼いでいるか、または稼ごうと目標を立てているかという説明があり、最終的に ROE としてどれだけを出せるのかが記載されています。もっとすごいのは、ここに負債とエクイティをそれぞれの役割ごとにどう振り向けているのか説明されています。先ほど言ったとおりエクイティには、負債を取り込むときに、支えとなる部分があり、且つ、リスクアセットを抱えて、そこがもし毀損した場合に吸収して支える部分があります。それをどういうふうに分けているのかということを具体的に書いています。だから、相当よく分かっているという感じ。だから、

最後に、先ほどの柳先生のお話の中で ROE と ESG の話がありました。ROESG は伊藤邦雄先生の専売特許なので、私は使わないでおくことにします。一方で、経営者の方とお話すると、「でも、三瓶さんね、日本には昔から『三方よし』というのがあって。だから、ROE ばかりではないのだよ」ということを言われることがよくあります。「三方よし」は聞いたことあるけれども、それが全ての言い訳になるのかと思い、徹底的に調べました。そうしたら、まず、「三方よし」というのは、そんな昔からある言葉ではなくて、せいぜい大正の終わりか、昭和の初期に付けられたキャッチフレーズであることが分かりました。それに似た考え方はあったのですけどね。それと「三方よし」は CSR なのか、ESG なのかみたいなことがよく言われますが、慈善事業とかそういうつもりでやっているわけではなくて、生きるために必要だという部分も相当あるということです。

江戸時代の近江商人というのは、最初は本当の商人ではなく、農民です。農民の三男坊、四男坊がもう家を継ぐこともないし、家を手伝うこともなくて、自分の地元にある物産を持って売り歩くというのが最初です。そのときに、自分の藩を超えないと珍しいものを届けたことにならないわけですね。藩を超えるということは、危ないのです。当時の通行手形が残っていますが、通行手形に必ず書いてあるのは、行った先で、病か怪我か何かで死んだ場合に、お国に連絡してくれなくて良い、その場で葬ってくれて結構、しかも、葬るときには、仏教の宗派を問わず、その土地のやり方で葬ってくれば良いということです。だから、片道切符になる可能性が十分あると思っていっていたわけです。だからこそ、行った先で受け入れられるように色々なお手伝いもするし、貢献もしながら、だんだんその行った先に馴染んでいくというのが「三方よし」の起源です。そして、また自分たちが儲かって地元に戻ってきた

ときには、地元にも還元するという事です。

その結果ですが、ちゃんと複式簿記の帳面を付けていたので、そこから私は ROE を計算しました。例に出しているのは、中井源左衛門という方の家ですが、たくさんの資料があって、ROE が大変高いのです。例えば、「利は余沢」とか、「薄利」とか、「勤勉」、「質素儉約」というふうに言われていますが、回転率がものすごく良いのです。だから、利益率は非常に小さく見えても、回転率が良くてきちんと稼ぐことによって、自分の家の繁栄につなげ、繁栄だけでなく周りへの還元ということも十分にできて、どんどん大きくなっているのです。全体的な考え方としては、まさに ESG の循環と同じだと思います。きちんと稼いでいるからそれが長続きしたのだということもあって、「三方よし」イコール低い ROE で良いという話ではないということをもう一回確認しておきたく、このような資料を作ってみました。

今日のキー・メッセージは、資本コストを踏まえて、合理的なキャピタルアロケーションを知っていただくことです。そのためにもう一回、資本コストの見直しをしてくださいということです。たまたま見つけた言葉ですけれども、ゴッホの絵はご存知ですよね。点描画みたいもので、あまり近くで見ると、なんだか分からないのですが、遠くから見るとちゃんと素晴らしい絵になっている。あの点の一つ一つがとても大事な役割を果たしています。それと同じで、このコードに書かれていることもそうですし、経営するときの資本コスト、D/E レシオ、ROE など、一つ一つ要素だけではなくて、それら全部が有機的に関わって、一つのものを構成するという事を是非していただきたいと思います。以上です。

お問合せ先

株式会社東京証券取引所 上場部 上場会社サービスグループ

電話：03-3666-0141（大代表）

Email：jojo-service@jpx.co.jp