

日本企業の価値創造に係る資本市場の視座 ～2020年グローバル投資家サーベイ結果～



エーザイ 専務執行役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

■まえがき

2020年の株主総会シーズンを控えて、企業と投資家の対話の高質化が改めて問われている。例えば、ESG（環境・社会・統治）投資の隆盛もあり、非財務情報や資本コストの意識の重要性が高まっており、ESGと企業価値、PBR（株価純資産倍率）との関係性を訴求することや、資本コストの意識をもって積み上がった金融資産の用途を説明することも求められる。その前提条件として、日本企業は世界の投資家のパーセプションを理解しておく必要があると考える。本稿では、最新の2020年グローバル投資家サーベイの結果^(注1)を新規に公開して、その示唆を考察する。

■ 1. 2020年グローバル投資家サーベイの集計結果

〈目次〉

まえがき

1. 2020年グローバル投資家サーベイの
集計結果

2. 世界の投資家の定性的なコメント

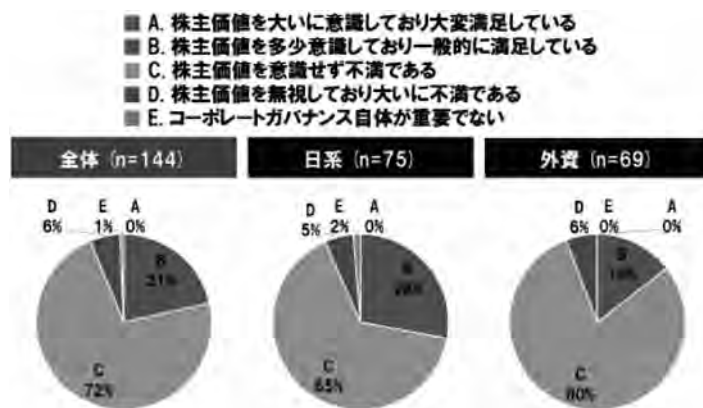
3. IIRC-PBRモデルの有用性

むすび

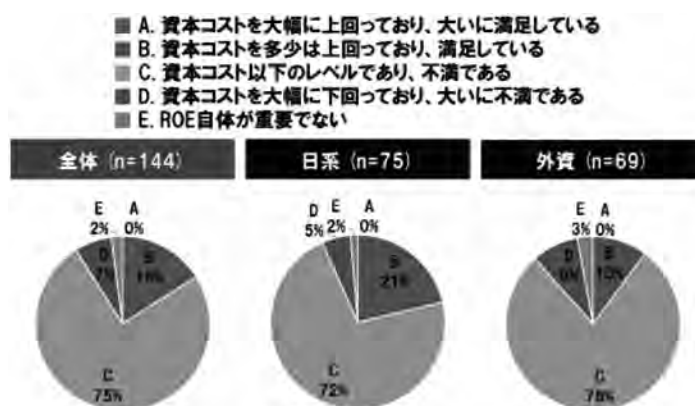
(1) 一般に日本企業のコーポレート
ガバナンスに満足しているか（図
表1）

日本のコーポレートガバナンス（CG）
改革が進展している現状を鑑みると、や
や意外な感じもあるが、投資家の評価は
十分とは言えない。確かに、アベノミク

(図表 1) 一般に日本企業のコーポレートガバナンスに満足していますか？



(図表 2) 一般に日本企業のROEに満足していますか？

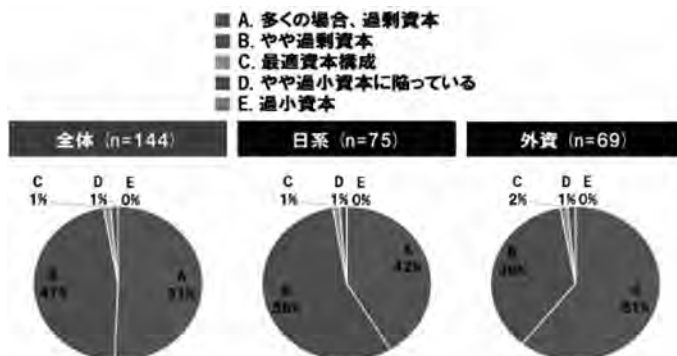


ス前の2012年調査（柳2020a）と比較すると投資家の満足度は改善傾向にある。特に海外投資家の満足度は2012年の7%から14%へと倍増した。しかしながら、英米企業では過半数の社外取締役採用が基準であることはもちろん、株主価値の意識が高いために、外国人投資家は国内投資家よりも厳しい視点を有している。

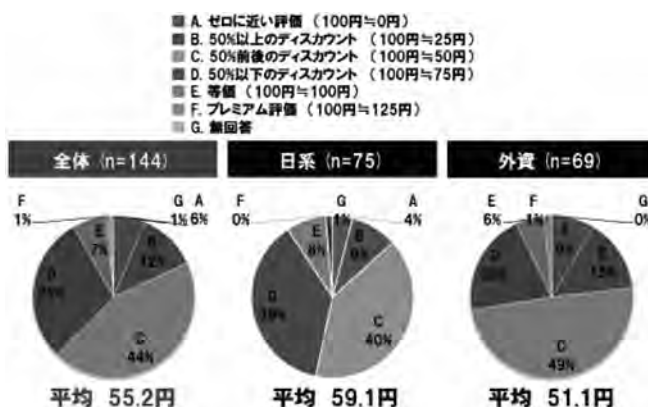
(2) 一般的に日本企業のROEに満足しているか（図表 2）

「伊藤レポート」の啓蒙効果などもあり改善基調にあるものの、過半数の投資家が日本企業のROEに不満を抱いている。日本企業のROEは、今や株主資本コストのコンセンサスと言われる8%をクリアしている一方で、英米企業が15%レベルを基準としていること

(図表 3) 一般論で日本企業の保有する現金・有価証券の水準をどう思いますか？



(図表 4) VALUATION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円をいくらぐらいで価値評価すると適切だと思いますか？

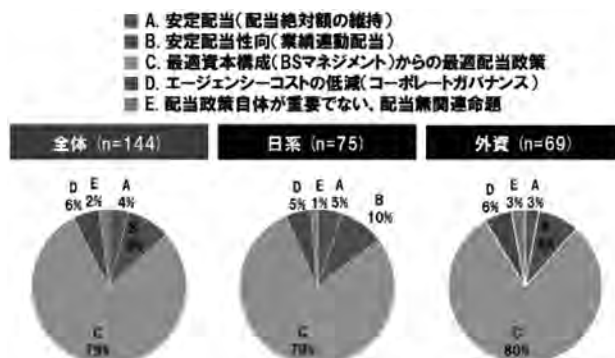


や、急速に改善した日本企業のROEの持続性や経営者の財務リテラシーに不安もあることから、いまだにROEは改革途中と見られている。

(3) 一般論で日本企業の保有する現金・有価証券の水準をどう思うか (図表 3)

2019年3月末現在で上場企業(金融を除く)のバランスシートに約185兆円の現金・有価証券(広義の現金と定義)が積み上がっている(柳2020a)^(注2)こともあり、「やや過剰資本」まで含めると、ほとんど全ての投資家が日本企業の過剰資本、必要以上の現金・有価証券保有を危惧している。

(図表 5) 一般に日本企業の配当政策で一番大事なことは何ですか？



(4) 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円をいくらぐらいで価値評価すると適切か (図表 4)

衝撃的な事実として、コーポレートガバナンス・ディスカウント (エージェンシーコスト) から、外国人投資家は日本企業の広義の現金 (持ち合い株式含む) 100円を平均で51円に見なしていることが明らかになった。一方、国内投資家は59円と評価している。柳・上崎 (2017) の重回帰分析では、CGが平均的な日本企業の保有する100円の限界的価値は平均で約50円になるという結果が得られており (注3)、投資家サーベイという定性的証拠が実証研究の定量的な証拠と合致していることは示唆に富む。

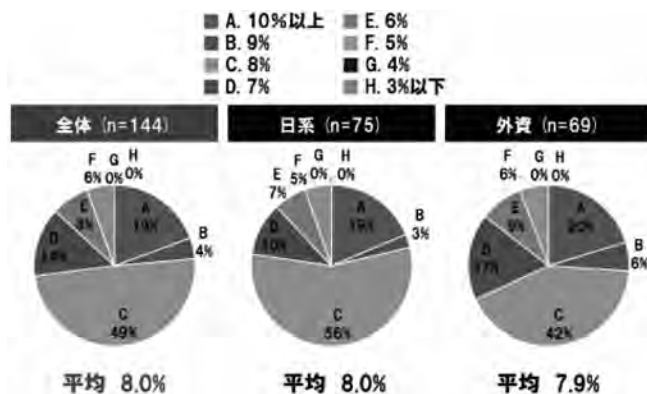
(5) 一般に日本企業の配当政策で一番大事なことは何か (図表 5)

上記の現金の価値評価や過剰資本の問題とも関連性があるが、世界の投資家は日本企業の配当政策に関して、「バランスシート・マネジメント」「最適資本構成を踏まえた最適な配当政策」を求めている。一方、日本企業は安定配当や「平均配当性向30%」に固執している傾向があり (柳2020a)、企業と投資家の株主還元に係る考え方にはギャップがある。

(6) 一般に日本株にはどれぐらいの株主資本コストを想定するか (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) (図表 6)

世界の投資家の平均的な日本企業の株主資本コスト (CoE) あるいは最低ROE要求水準についての意見は、伊藤レポートの「ROE 8%ガイドライン」を裏付ける形で、平均値が約8%であった。2007年からの10年以上の継続的な投資家サーベイ結果 (柳2020a) で

(図表6) 一般に日本株にはどれくらいの株主資本コスト(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)を想定しますか? 資本コスト=投資家の要求利益率から、最低ROEの要求水準と読み替えても結構です



も「伊藤レポートの8%」に収斂してきた印象がある。ちなみに2014年の伊藤レポートでは筆者の投資家サーベイ(柳2013)が採択されている。

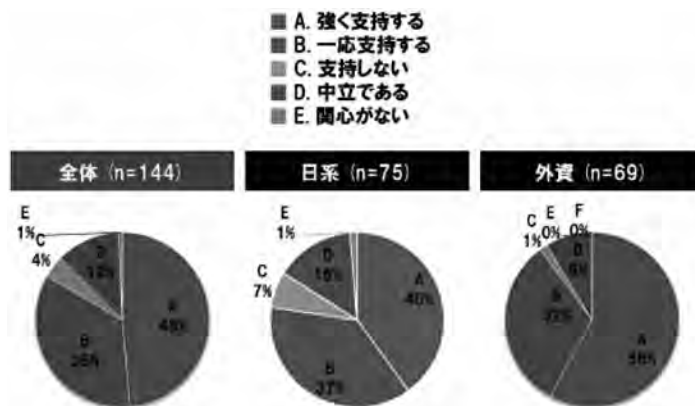
(7) エクイティ・スプレッド(=ROE-株主資本コスト)が価値創造の代理変数として「伊藤レポート(2014年8月)」でも紹介されているが、資本コストを上回るROEの啓発のためにこのエクイティ・スプレッドをアニュアルレポートや東証の決算短信で自主的に開示・議論するという提案を支持するか(図表7)

エクイティ・スプレッドは、残余利益モデル(RIM)から導き出される管理会計の指標である(柳2020a)が、財務的価値だけでなく非財務資本とも価値関連性のある企業価値の代理変数である。このエクイティ・スプレッドを利用した開示や対話の提言は「一応支持する」も含めると支持率が高い。

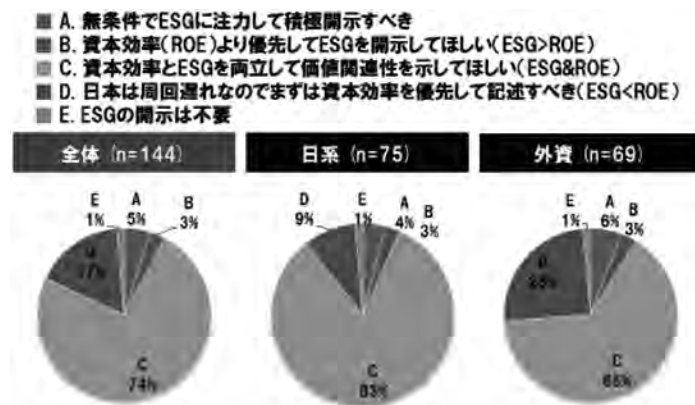
(8) 日本企業のESG(非財務資本)および統合報告によるその開示についてはどう考えるか(図表8)

回答者の圧倒的多数が「ESG(非財務情報)とROE(企業価値)の関連性を示してほしい」と要請している。近年、伊藤レポートの委員長でもある一橋大学の伊藤邦雄特任教授は「ROESG」という造語を主張しているが、その趣旨とも合致しよう。また、外国人

(図表 7) エクイティ・スプレッド (=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の啓発の為に」このエクイティ・スプレッド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？



(図表 8) 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？

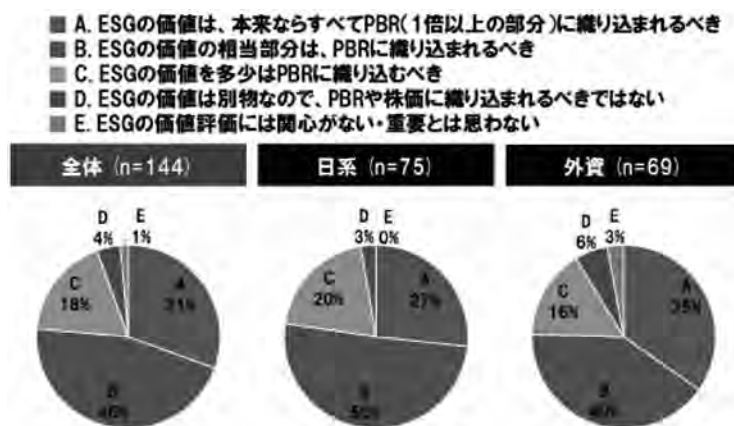


投資家の25%が「ESGよりもROEを優先すべき」と厳しい視座にあることも忘れてはならない。

(9) 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考えるか (図表 9)

世界の投資家の8割近くが「本来すべて」「相当部分は」ESGの価値を長期的にPBRに織り込むべきと考えていることは、潜在的なESGの価値の高い日本企業にとっては大きな

(図表9) 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?



示唆がある。ESGの開示や対話を充実させていくことで、日本企業の企業価値評価も長期的に向上すると期待される。

2. 世界の投資家の定性的なコメント

今回のサーベイの際に寄せられた、代表的な世界の投資家の定性コメントから抜粋(注4)して匿名を条件に報告する。辛辣な面もあるが日本企業にとって示唆のあるコメントである。

(日系)

・ESGに関する取り組み及び開示の重要性に対する認識が高まりましたが、ここは再度基本に立ち返り、「資本コストを上回る業績を出す(正のエクイティ・スプレッドを実現する)事が、なにより企業(取締役会)の責務である」というテーゼを各企業は今一度、十分認識すべきだと思います。これを前提としないと、ESGに関する考え方が本筋から逸脱する懸念があると感じます。

・ESGと企業価値評価について、企業が業績面だけでなくESGに代表される長期的存在意義の観点から情報開示、および足元で認識している課題に対する取り組みを積極的に発信し、ステークホルダーと実効的な対話を行うことが長期的な企業価値評価につながると思

います。その上で、ESGありきではなく、企業価値に影響を及ぼす財務・非財務項目を発信することで、結果としてESG課題への取り組みになると解釈することが重要です。

・〈東京海上AMのステュワードシップ・ステートメント原則4より抜粋〉

東京海上AMは、中長期的な視点から投資先企業の企業価値および資本効率を高め、持続的成長を促すことを目的とした対話を積極的に行います。投資先企業の状況把握とともに、目的を持った対話の内容を投資判断に織り込むことによって、より適切な企業価値評価につながるように努めています。企業価値評価の基準としては、中長期的に資本コストを上回るリターンを創出できるかどうかを重視しており、エクイティ・スプレッド（ROE－株主資本コスト）を参照しています。

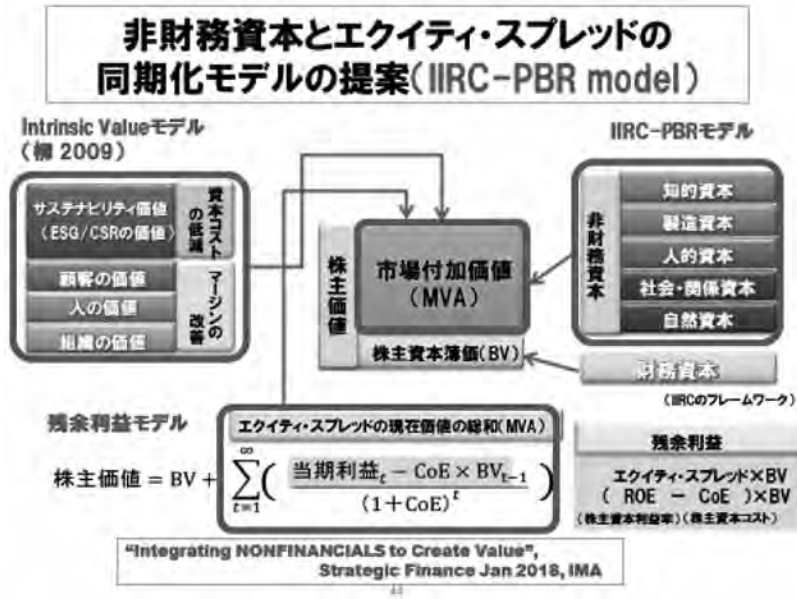
（外資）

・日本企業の経営陣は未だ十分に長期投資家の価値創造にフォーカスしていないと思います。エンゲージメントにおいて一番フラストレーションを感じるのは資本配分とバランスシート・マネジメントです。経営陣が「安定配当」を志向し、低い業界平均程度の配当性向で満足するのはあまりに安易です。我々は常に彼らに資本効率に注力することを推奨し、ネットキャッシュ企業に対しては保有資産からの投資利回りが資本コストを上回ることを要求しています。資本コストは投資家の機会コストであり、それは約8%です。価値創造は資本コストを上回るリターンに収斂します。

・経営者がもっと株主目線を持つことを望んでいます。まだ日本の大企業の経営者は、株主から委任されているという意識が低く、株主のために経営している人が少ないように感じます。オーナー企業のように長期の株主目線で経営していくべきだと考えます。そして、PBR1倍割れは解散価値より低い会社ですので、もっと上場会社として批判されるべきだと思います。また、リーマンショックなど何かあった時のために多額の資金を持っていることが大事だという経営者が多いですが、そこからいくら資金が必要かの議論まで発展している経営者が少ないと思います。何かあった時以上に現金や有価証券を持ちすぎている会社が多いように感じます。最適資本構成によりいくらキャッシュを持つべきかを開示することを希望します。

・ROEの認知度という点では改善傾向にあるが、ほとんどの取締役会のファイナンシャルリテラシーは未だに低いと思います。ESGを重視しているのはわかるが、企業は極端にガバナンスよりも環境と社会に重きを置く傾向があります。ファイナンスとビジネスのサステナビリティは極めて重要です。

(図表10) 「非財務資本とエクイティ・スプレッドの同期化モデル」(IIRC-PBRモデル)



3. IIRC-PBRモデルの有用性

グローバル投資家サーベイ2020で大多数の投資家がESGの相当部分をPBRに織り込むべきと回答していることは意義深い。実証研究と並んで柳(2017)の「非財務資本とエクイティ・スプレッドの同期化モデル」(注5)(図表10)を支える定性的証拠となろう。

ESGなど非財務資本はPBR1倍以上の部分である市場付加価値(MVA)と正の相関が強いことが実証されている(柳・吉野2017)(柳・伊藤2019)(柳2020b)。一方、残余利益モデルでは市場付加価値はエクイティ・スプレッドの関数になる。したがって市場付加価値を通じてESGとROEは同期化できるとも考えられる。企業と投資家の高質な対話においては、「非財務資本とエクイティ・スプレッドの同期化モデル」の有用性が高いと考える。

■ 結び

本稿では最新の2020年のグローバル投資家サーベイにより市場のパーセプションを明ら

かにした。投資家はCG改革や近年のROE向上実績を認めてはいるが、一層高いレベルを望んでいる。また、CoEのコンセンサスは引き続き8%程度であることが再確認された。改訂CGコードの精神からも、日本企業は資本コストの意識を高めて保有現金・有価証券の説明責任を果たすことが肝要になろう。それができないと「100円が50円に評価される」ガバナンスディスカウントが起り得る。さらに、ESGは本来PBRに織り込まれるべきと世界の投資家は考えており、「非財務資本とエクイティ・スプレッドの同期化モデル」のような概念フレームワークにしたがって、高質な対話を重ねていくことで、企業価値評価が向上することを願ってやまない。

〔参考文献〕

- ・柳良平（2009）『企業価値最大化の財務戦略』同友館。
- ・柳良平（2013）「Equity Spreadの開示と対話の提言」『企業会計』65（1）。
- ・柳良平（2015）『ROE革命の財務戦略』中央経済社。
- ・柳良平（2017）『ROE経営と見えない価値』中央経済社。
- ・柳良平（2020a）『CFOポリシー』中央経済社。
- ・柳良平（2020b）「ESGのKPIとPBRの価値関連性」『月刊資本市場』2020（2）。
- ・柳良平・吉野貴晶（2017）「人的資本・知的資本と企業価値（PBR）の関係性の考察」『月刊資本市場』2017（10）。
- ・柳良平・上崎勲（2017）「日本企業におけるコーポレートガバナンスと保有現金価値の関係性 ―平均的な企業の保有する現金の限界の価値の検証」『インベスター・リレーションズ』2017（11）。
- ・柳良平・伊藤桂一（2019）「ROESGモデルと自然資本のエビデンス」『月刊資本市場』2019（9）。
- ・Yanagi, R. and Michels-Kim, N. (2018) "Integrating Nonfinancials to Create value". Strategic Finance : 2018（1）。
- ・Yanagi, R (2018) "Corporate Governance and Value Creation in Japan". Springer.

（注1） 2020年投資家サーベイの調査期間は2020年1月14日－2月28日である。回答者は国内投資家75名、外国人投資家69名、合計144名（無効回答を除く）で、回答者の所属機関の日本株投資総額は約100兆円（2020年3月現在の数値で推計）にも上る。投資家の秘匿性は高く、当該サーベイには希少性がある。ただし、環境変化により投資家意見も変わり得るため、定点観測が必要である。これまで筆者は2007年から2019年まで継続的にサーベイを実施しており（柳2020a）、英文図書でもYanagi（2018）が2017年調査までを英語で世界に向けて発信している。近年の投資家の意見、傾向に著変なく、サーベイは一定の頑強性を有する。ただし、当該サーベイは日米欧におけるCOVID-19の影響が深刻化する前に完結しており、その後のコロナ危機により投資家の見方に変化がある可能性は銘記されたい

（注2） 参考までに「広義の保有現金（貸借対照表の左側）」は「内部留保（親会社の所有者に帰属する持分の一部であり貸借対照表の右側）」を源泉とする部分は大きい異なる概念である。2019年3月末現在で、上場企業全体の資本剰余金は約70兆円、利益剰余金は約360兆円となっており、資本剰余金も含めた上場

企業の広義の内部留保は約430兆円である（出所：Astra Manager）

(注3) 柳・上崎（2017）のCGの尺度は日本証券アナリスト協会が公表する「CGに関連する情報の開示」の項目の評価と、株式保有構成が影響を与えるという指摘から外国人持ち株比率についても検証した。「CGが良い・悪い企業」は「±2標準偏差のグループ」とすると、CGが良い企業の広義の現金100円は100円近くまでほぼ額面通りに評価され、CGが平均的な企業の100円は50円程度に、CGが悪い企業では0円程度にまでディスカウントされている

(注4) 約50件の長文の定性コメントが寄せられたが、誌面の都合により抜粋（英文は和訳）して最小限の記載とした

(注5) 図表10を構成する各モデルの概要は以下のとおり

【柳（2009）のIntrinsic Valueモデル】

市場付加価値（MVA）＝PBR 1倍超の部分＝非財務資本関連（インタンジブルズ）
＝「組織の価値」＋「人の価値」＋「顧客の価値」＋「ESG・CSRの価値（資本コスト低減効果）」

【柳（2015）のIIRC-PBRモデル】

株主価値＝長期的な時価総額＝株主資本簿価（BV）＋市場付加価値（MVA）

BV＝PBR 1倍の部分＝「財務資本」

MVA＝PBR 1倍超の部分＝非財務資本関連（インタンジブルズ）

＝「知的資本」＋「製造資本」＋「人的資本」＋「社会・関係資本」＋「自然資本」

（＝遅延して将来の「財務資本」に転換されるもの）

【残余利益モデル（RIM）】

MVA＝PBR 1倍超の部分＝エクイティ・スプレッド（ROE－株主資本コスト）の金額流列（残余利益）の現在価値の総和

