

日本企業の価値創造に係る 資本市場の視座の変遷

～グローバル投資家サーベイ時系列分析（2007－2022）～



早稲田大学大学院会計研究科 客員教授 柳 良平

1. まえがき

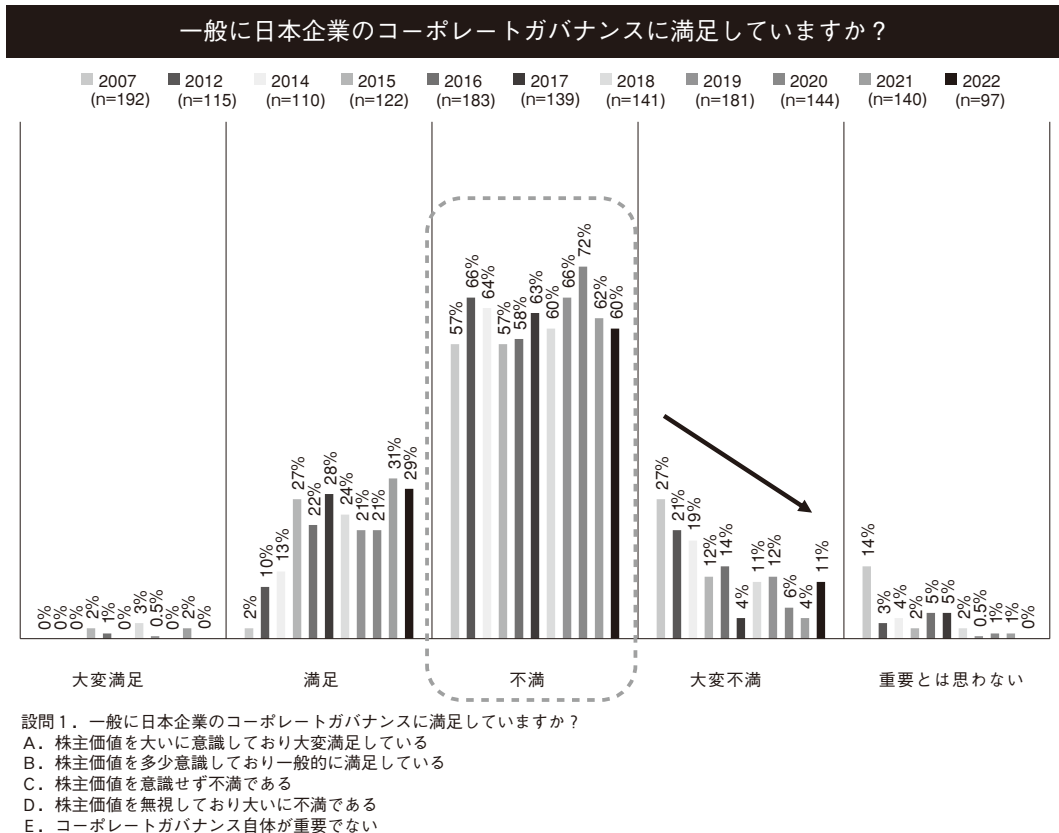
筆者は2007年から毎年、世界の投資家サーベイを継続的に実施しており、2022年のアンケートで（当面は）最終調査になる。本稿では、当初の2007年から最新の2022年グローバル投資家サーベイ（注1）までの15年分のアンケート調査から、共通する9つの質問に対する世界の投資家の回答を可能な限り、あるいは便宜上抜粋して、「日本企業の価値創造に係る資本市場の視座の変遷」として報告する（注2）。

この15年間、株主アクティビストの台頭、アベノミクスのガバナンス改革（スチュワードシップ・コード、コーポレートガバナンス・コード、伊藤レポート）、株主資本主義からステークホルダー資本主義への変遷など、上場企業を取り巻く環境は激変する一方、世界の投資家の視座も変化をたどってきた。かかる背景から、ESG投資の隆盛も相まって、ステークホルダー主義の時代における、日本企業の経営者の新しいアカウンタビリティのメカニズムはどうあるべきだろうか。本稿では、15年間の定点観測で得られた資本市場のパーセプションを把握して、その示唆を考察する。

〈目次〉

1. まえがき
2. グローバル投資家サーベイ結果(2007－2022)
3. むすび

(図表 1) Global Investor Survey 2007—2022



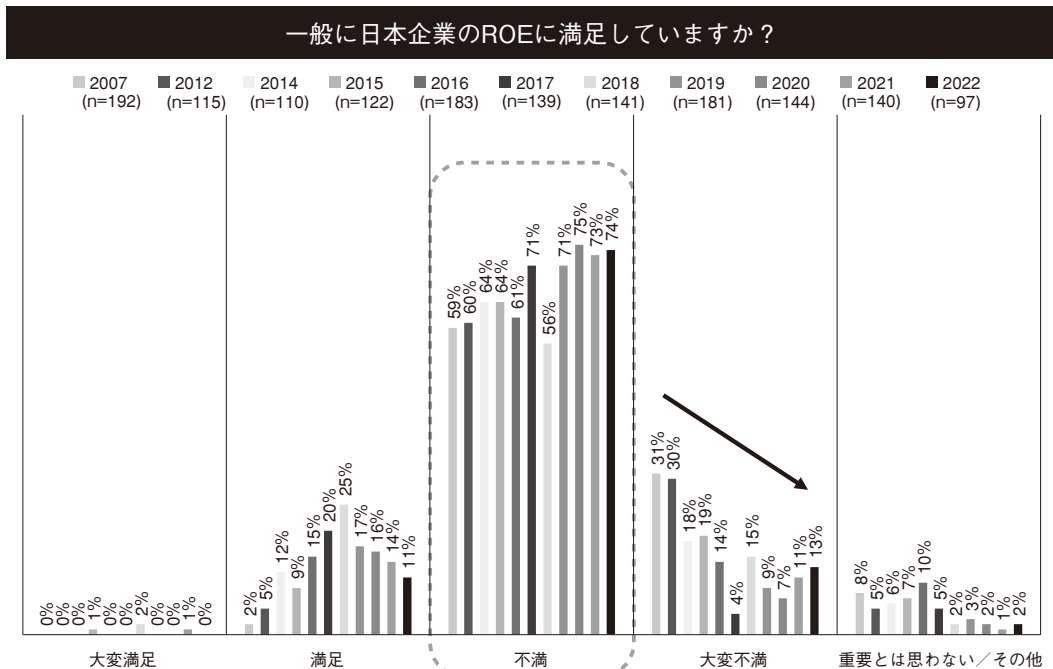
2. グローバル投資家サーベイ結果 (2007—2022)

グローバル投資家サーベイの 9 つの質問と回答の集計結果を 2007 年から 2022 年までの調査において、同一基準でデータが入手可能な限り時系列分析で以下に紹介する。

(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)

2007 年時点では日本企業のガバナンスに満足している投資家は僅かに 2 %、そして、大変不満に思っている投資家が 27 % も存在していた。当時はこうした投資家の不満も反映してアクティビストの攻勢も見られた。しかしながら、近年のガバナンス改革の進展、社外取締役の増加等を受けて、直近では約 3 割がガバナンスに満足しており、大変不満に感じ

(図表 2) Global Investor Survey 2007—2022



設問 2. 一般に日本企業の長期的（例：10年平均）ROE・ROICに満足していますか？

- A. 資本コストを大幅に上回っており、大いに満足している
- B. 資本コストを多少は上回っており満足している
- C. 資本コスト以下のレベルであり不満である
- D. 資本コストを大幅に下回っており大いに不満である
- E. ROE・ROIC自体が重要でない

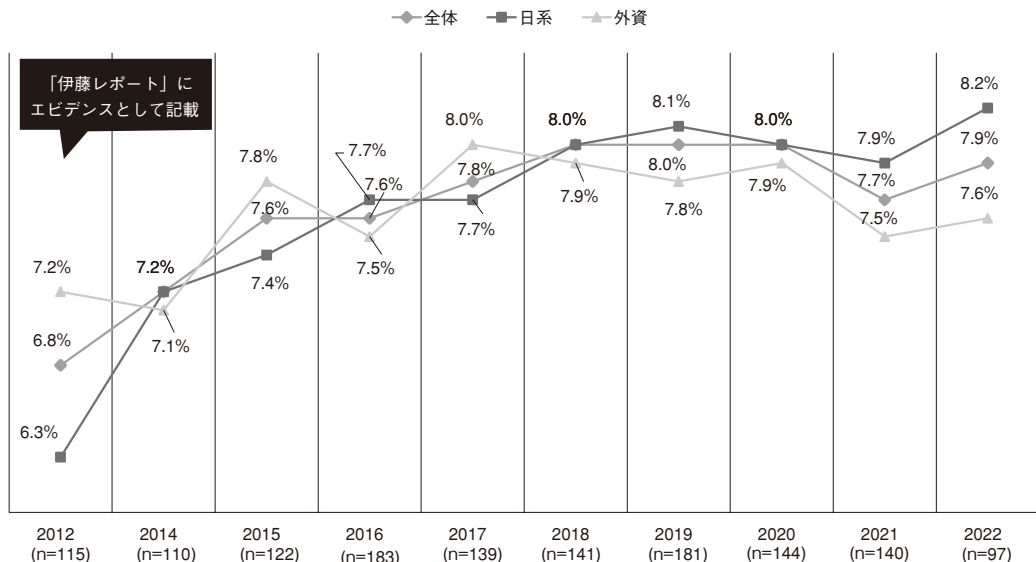
ている投資家は約 1 割前後にまで減弱した。一方、依然として過半数の投資家がガバナンスに不満を抱いている。昨今のESGブームの中であって、やはり「G」が基盤であることを忘れてはならない。

(2) 一般に日本企業のROEに満足しているか（図表 2）

2007年時点で日本企業のROEに満足している投資家は 2%に過ぎず、大変不満に思っている投資家が約 3 割存在した。その後2014年に「伊藤レポートのROE 8%ガイドライン」が発表され、ROEの向上とともに満足度は2017年、2018年をピークに一時向上したが、その後弱含んでいる。近年は不満を持つ投資家が徐々に増加傾向にある。一時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評価は停滞していると思料され、一段の改革が必要である。

(図表 3) Global Investor Survey 2007—2022

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



(回答の平均値を表示)

設問 3. 一般論で、長期的視野（例：10年平均）で、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

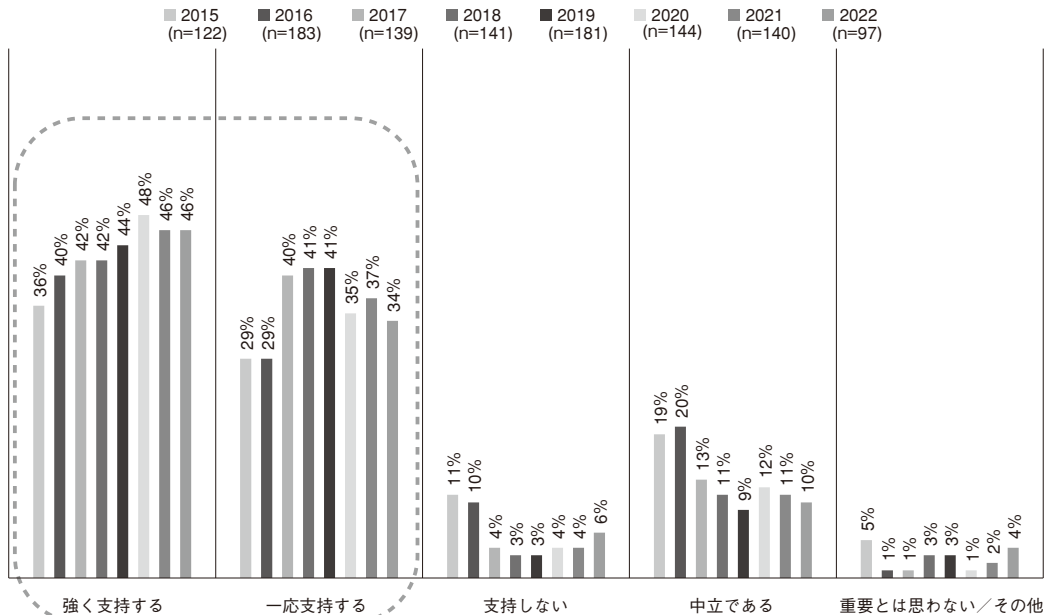
- A. 10%以上
- B. 9%
- C. 8%
- D. 7%
- E. 6%
- F. 5%
- G. 4%
- H. 3%以下

(3) 一般に日本株にはどれく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 3)

日本企業の株主資本コストあるいは最低ROE要求水準についてのコンセンサス（平均値）は、伊藤レポートの「8%ガイドライン」を裏付ける形で、近年おおよそ8%（柳 2021a）である。このように長期的に多数の投資家のコンセンサスが8%であることは、「資本コスト＝投資家の期待収益率」の観点から重要な定性的エビデンスである。これはいくつかの実証研究（柳 2021a）の定量的な結果とも合致しており示唆に富む。

(図表 4) Global Investor Survey 2007—2022

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の啓発の為に」このEquity Spread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？



設問 4. Equity Spread (=ROEマイナス株主資本コスト) が価値創造の代理変数として管理会計上のKPIの一つにありますが、「資本コストを上回るROEの啓発の為に」このEquity Spreadを統合報告書や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？

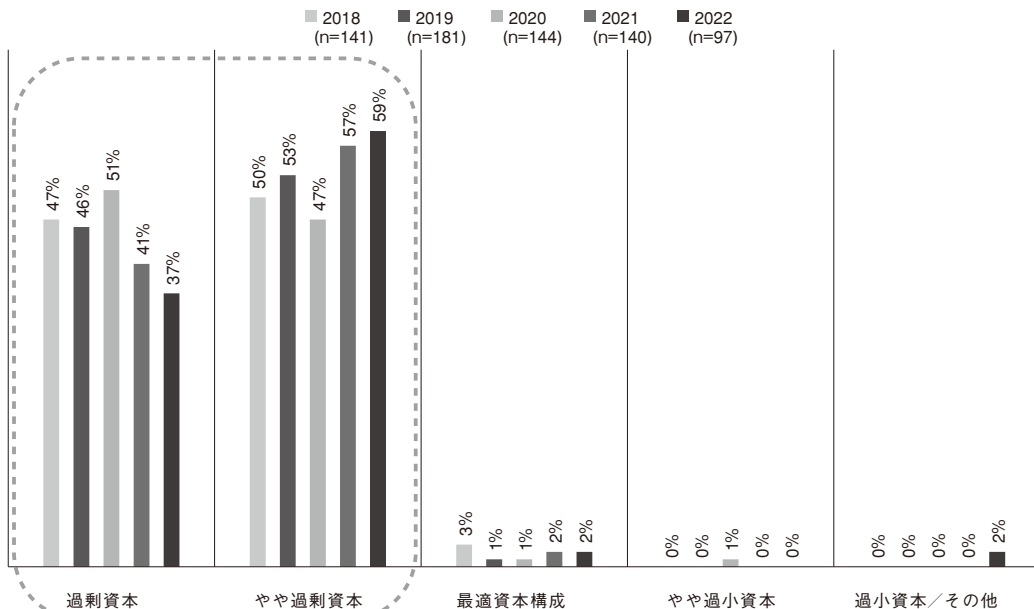
- A. 強く支持する
- B. 一応支持する
- C. 支持しない
- D. 中立である
- E. 関心がない/重要とは思わない

(4) 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 4)

エクイティ・スプレッドは、残余利益モデルから導き出される管理会計の指標であるが、財務的価値だけでなくESG (非財務資本) と関連性のある企業価値の代理変数である (柳 2021a)。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特に海外投資家が近年強く支持している (2022年調査の内訳では海外投資家の55%が強く支持)。やはり投資家は資本コストを上回るリターンによる長期的な価値創造を求めている。

(図表 5) Global Investor Survey 2007—2022

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？



設問 5. 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？

- A. 過剰に現金・有価証券を保有している（多くの場合、過剰資本）
- B. 必要以上に現金・有価証券を保有している（やや過剰資本）
- C. 必要な、あるいは適切な範囲内の現金・有価証券を保有している（最適資本構成）
- D. やや過小な水準の現金・有価証券しか保有していない（やや過小資本に陥っている）
- E. 過小な水準の現金・有価証券しか保有していない（過小資本）

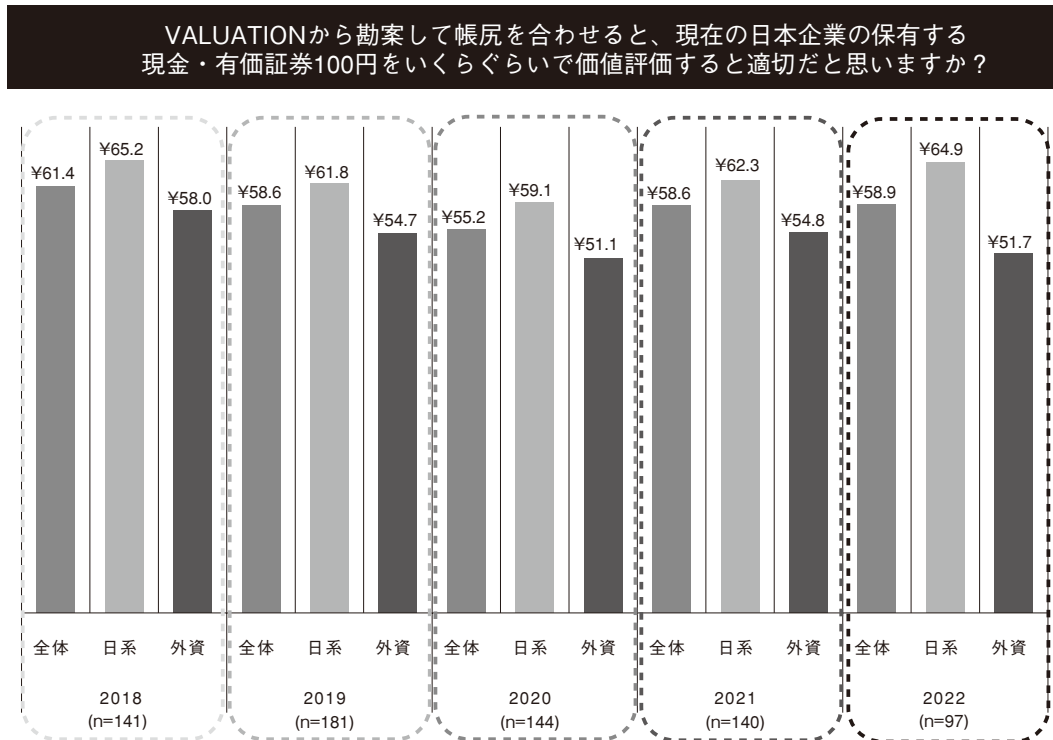
(5) 一般論で日本企業の保有する現金・有価証券の水準をどう思うか (図表 5)

2021年12月末現在でも上場企業（金融を除く）のバランスシートに約236兆円もの現金・有価証券（広義の現金と定義）が積み上がっている。また上場企業の241社（6.5%）においてネットキャッシュが時価総額を上回る。2022年調査の内訳では49%の海外投資家が過剰資本を指摘している。全体としてはCOVID-19への配慮もあり、この数年で投資家の見方は若干緩和されたものの、キャッシュリッチな日本企業には説明責任があるだろう。

(6) 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100円をいくらぐらいで価値評価すると適切か (図表 6)

日本企業の保有する現金の価値に関するガバナンスディスカウントという点では、柳・

(図表 6) Global Investor Survey 2007—2022



(回答の平均値を表示)

設問 6. 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100円をアバウトに、いくぐらいで価値評価すると適切だと思いますか？

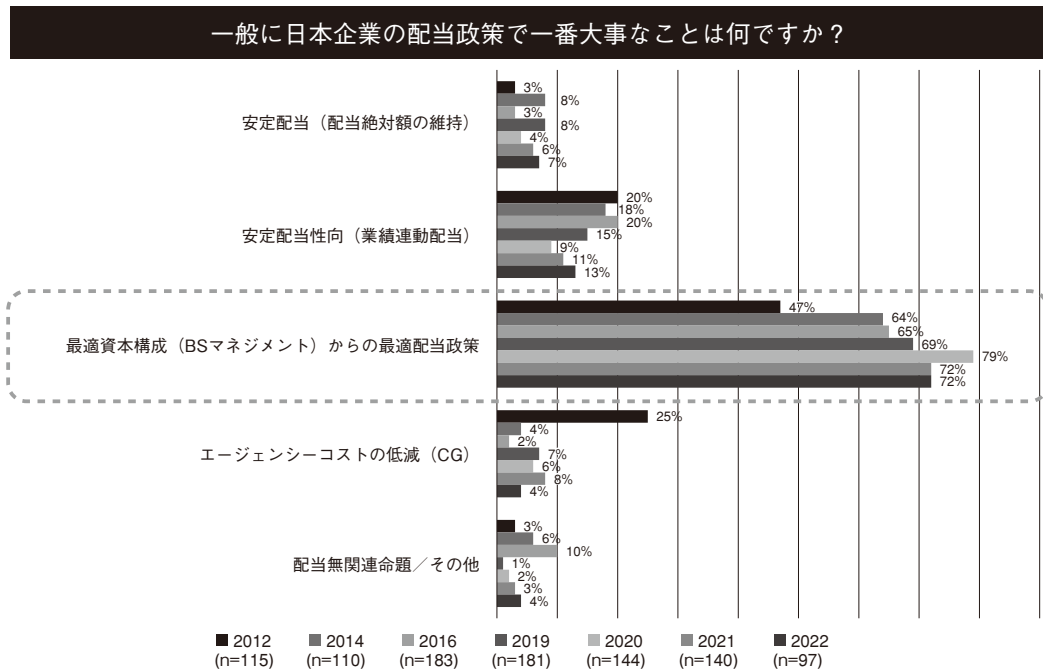
- A. 現金、有価証券の金額が時価総額よりも大きい企業も多く、ガバナンスディスカウントや価値破壊投資のリスクが著しいので、ゼロに近い評価 (100円≒0円)
- B. 日本企業の相当がPBR 1 倍割れであり、ガバナンスディスカウントや価値破壊投資のリスクを勘案して一定のディスカウント (50%以上) : (100円≒25円)
- C. 日本企業の相当がPBR 1 倍割れであり、ガバナンスディスカウントや価値破壊投資のリスクを勘案して一定のディスカウント (50%前後) : (100円≒50円)
- D. 日本企業の相当がPBR 1 倍割れであり、ガバナンスディスカウントや価値破壊投資のリスクを勘案して一定のディスカウント (50%以下) : (100円≒75円)
- E. 監査法人が担保する有価証券報告書の貸借対照表の現金、有価証券の価値は絶対的なので、等価で見ると : (100円=100円)
- F. 現金、有価証券は正のNPVを生む価値創造投資に使われる (あるいは自社株買い増配になる) ので、プレミアム評価 : (100円≒125円~)

上崎 (2017) の実証で、ガバナンス評価が平均的な企業の保有する100円の限界的価値は約50円になるという結果が得られている。さらに、毎年の投資家サーベイという定性面もその定量的証拠と合致している (柳2021a)。2022年の調査では、外国人投資家は日本企業の保有する現金100円を平均では約52円で評価している。

(7) 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 7)

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

(図表 7) Global Investor Survey 2007—2022



設問 7. 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？

- A. 安定配当 (配当絶対額の維持)
- B. 安定配当性向 (業績連動配当)
- C. 最適資本構成 (BSマネジメント) からの最適配当政策
- D. エージェンシーコストの低減 (コーポレートガバナンス)
- E. 配当政策自体が重要でない、配当無関連命題

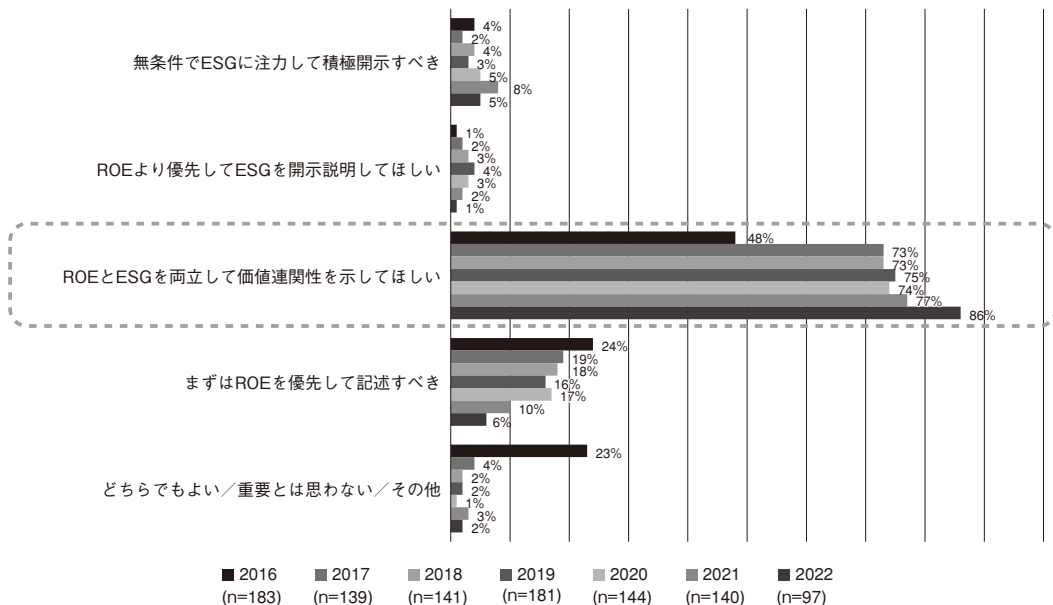
資本構成を踏まえた最適な配当政策」を求めている。一方、日本企業は安定配当や「平均配当性向30%」に固執している傾向があり (柳2021a)、企業と投資家の株主還元に係る考え方にはギャップがある。2007年時点ではガバナンス問題から、エージェンシーコストを指摘する声も多かったが、近年は最適資本構成を求める声が圧倒的である。

(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と企業価値 (財務情報) の関連性を示してほしい」と引き続き要請している。2022年の調査では、86%の投資家がESGと企業価値の証明を要請している。一方、投資家の「日本企業は周回遅れなのでESGよりもROEをまず優先すべき」「ESGは重要でない」という意見は、2016年にはそれぞれ25%近くあったが、近年は急減してい

(図表 8) Global Investor Survey 2007—2022

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？



設問 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？

- A. 無条件でESGに注力して積極開示すべきである
- B. 財務情報より優先してESGを開示して説明してほしい(非財務>財務)
- C. 財務情報とESGを両立して価値関連性を示してほしい(非財務&財務)
- D. 日本は周回遅れなのでまずは財務情報を優先して記述すべき(非財務<財務)
- E. ESGや非財務情報の開示は不要または関心がない

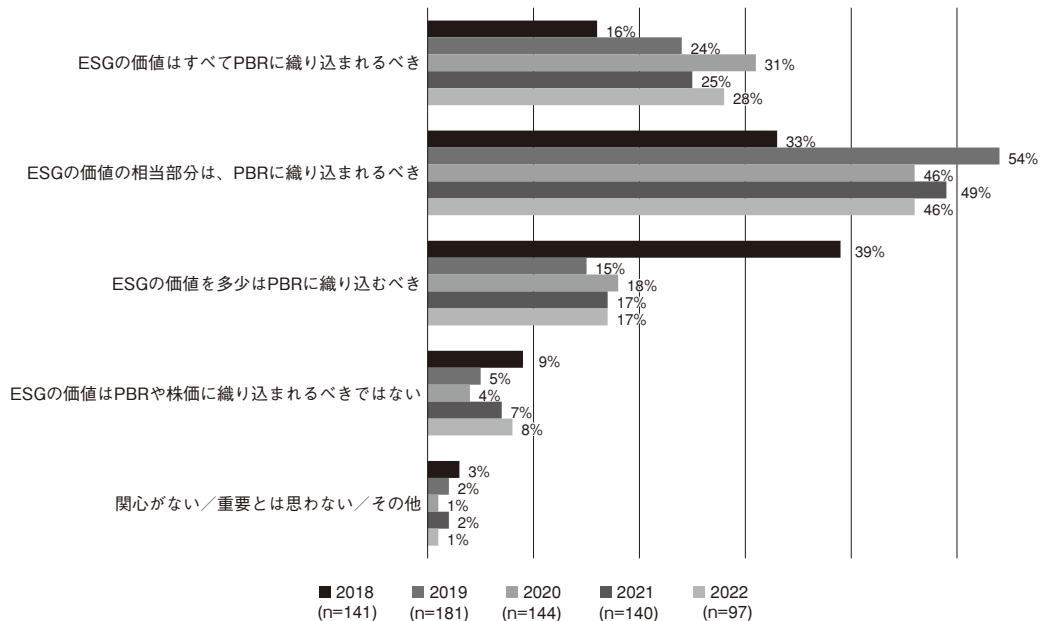
る。日本企業にはESGの定量化が求められているが、柳(2021a)では「柳モデル」による重回帰分析やインパクト加重会計(IWA)の事例を紹介している(注3)。

(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)の長期的関係性についてはどう考えるか(図表9)

ESGとPBRに関連がないと考える投資家は1割程度に過ぎない。世界の約7割の投資家が「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、柳(2021a)の主張する「PBR仮説」「柳モデル」と整合する。このことは潜在的なESGの価値の高い日本企業にとっては大きな意味がある。すなわち、ESGの定量化により日本企業の長期的な価値評価は向上すると期待される。

(図表 9) Global Investor Survey 2007—2022

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？



設問 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？

- A. ESGの価値は、資本コスト低減や将来業績の増分・安定化などを通じて、本来ならすべてPBR（1倍以上の部分）に織り込まれるべきだと考える
- B. ESGの価値の相当部分は、資本コスト低減や将来業績の増分・安定化などを通じて、本来はPBR（1倍以上の部分）に織り込まれるべきだと考える
- C. ESGの価値を多少はPBRに織り込むべきだと考える
- D. ESGの価値は別物なので、資本コスト低減や将来業績の増分・安定化なども関係はなく、PBRや株価に織り込まれるべきではないと考える
- E. ESGの価値評価には関心がない・重要とは思わない

3. むすび

本稿では、筆者が15年にわたって行ってきたグローバル投資家サーベイの集大成として、2007年から2022年調査の時系列分析を統一データの入手可能性の範囲で示した。長期的な投資家アンケートの時系列分析は、日本企業の価値創造に関する資本市場の視座の変遷を示唆している。投資家はCOVID-19の影響にも配慮しているし、近年の日本のガバナンス改革も認めてはいるが、一層高いレベルを期待している。特に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、日本企業にその価値関連性の説明を求めている。ここではESGの定量化が鍵になる。例えば、筆者はESGの価値はPBRに反映されるという

PBR仮説に依拠した「柳モデル」を提案し、知る限りでは世界で初めて、個別1企業（エーザイ）のESGとPBRの正の関係を回帰分析で証明、「エーザイ価値創造レポート2021」で開示して世界の投資家とエンゲージメントを行った（柳 2021a）^{（注4）}。もちろん、統計学上課題がないとはしないが、傾向としては、長期の時間軸でESGと企業価値を同期化できるエビデンスを得たと考えている。柳モデルの実証は「相関」の証明であり、「因果」の説明では具体的なストーリーの蓄積が重要になるが、ステークホルダー主義時代のアカウンタビリティは、こうした「モデル、実証、開示、対話」を積み重ねて、トータルパッケージで市場の理解を得ることである。柳モデルをTOPIX 100, 500をユニバースにして代入しても有効性が確認されており（柳・杉森 2021）^{（注5）}、筆者は日本企業がESGと企業価値の関係性の訴求により、長期的な企業価値向上を実現することを願ってやまない^{（注6）}。そこにステークホルダー資本主義時代における新しいアカウンタビリティの姿がある。最後に筆者の調査に15年の間で協力してくれた世界の投資家諸氏には改めて感謝申し上げたい。

〔参考文献〕

- ・柳良平（2020）「日本企業の価値創造に係る資本市場の視座2020—2020年グローバル投資家サーベイ結果—」『月刊資本市場』2020（6）。
- ・柳良平（2021a）『CFOポリシー第二版』中央経済社。
- ・柳良平（2021b）「日本企業の価値創造に係る資本市場の視座2021—2021年グローバル投資家サーベイ結果—」『月刊資本市場』2021（7）。
- ・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的価値の検証」『インベスター・リレーションズ』2017（11）。
- ・柳良平・杉森州平（2021）「ESGのPBRへの遅延浸透効果と統合報告での開示」『企業会計』2021（2）。

（注1）サーベイの過年度分は柳（2021a）、柳（2020）、柳（2021b）を参照。2022年調査は本稿で初めて公開する。なお、2022年サーベイの調査期間は2022年2月9日－4月14日である。回答者は日系投資家52名、外資系投資家45名、合計97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（2022年3月現在の数値で推計）。投資家の秘匿性は高く、当該サーベイには希少性がある。因みに、前年2021年調査の回答者は日系70名、外資系70名、合計140名であった（柳 2021a）。このようにCOVID-19の影響が長期化して、対面での投資家面談回数が激減したため、（オンライン面談では限界があり）、投資家の回答の入手が困難になってきた。

（注2）本稿で紹介する投資家数は、2007年192名、2012年115名、2014年110名、2015年122名、2016年183名、2017年139名、2018年141名、2019年181名、2020年144名、2021年140名、2022年97名。

（注3）「エーザイ価値創造レポート2021」ではエーザイの事例を開示している。「柳モデル」に依拠したエ

ーザイの回帰分析（協力：アビームコンサルティング）では人件費、女性管理職比率、研究開発費などが5－10年程度遅延してPBRを高める正の相関が示唆された。またIWAの日本第一号のハーバード・ビジネススクールとの共同研究でもある「エーザイの従業員インパクト会計」は英国政府あてのG7 Impact Taskforceの答申書でも紹介されている。

（注4） 2019年7月末時点のESGのKPIを88種類選択して平均12年間遡って、総計1,088個のサンプルを得て、28年分のPBRと可能な限り期差で回帰分析（ROEをコントロールした2ファクターモデル）した結果、20種類近いESGのKPIで遅延浸透効果の正の相関を得た。

（注5） 柳・杉森（2021）は、TOPIX 100, 500をユニバースに同一の回帰式（柳モデル）を適応して、研究開発費と人件費の投入が事後的にPBRを高める正の相関を実証。

（注6） この趣旨から、資本コストの意識を反映した財務戦略、ESGとPBRの相関を訴求した非財務戦略を中心に、筆者を責任者の一人として、2022年秋に早稲田大学に「会計ESG講座」を開講予定である。

