

OPINION

Equity Spread の開示と対話の提言

——東証の「企業価値向上表彰」創設に際して

柳 良平 エーザイ株式会社執行役員
早稲田大学大学院兼任講師

〈はじめに——東証の「企業価値向上表彰」〉

2012年度より東京証券取引所は「上場会社表彰制度」を大幅に刷新することとなった。資本コストの視点など、投資家の意識も踏まえて、本質的な企業価値の拡大を経営に組み込んでいる上場会社を評価する「企業価値向上表彰」を新たに創設するものである。企業価値向上という投資家と企業の Win-Win のゴールにフォーカスすることで、日本企業の価値創造の意識を高めて、世界の投資家の評価を得て、東京市場の活性化に繋げる狙いである⁽¹⁾。

2012年度「企業価値向上表彰」の概要は以下のとおりである。

(趣旨)

年に1回、東証市場に上場する全ての国内会社を対象として評価を行い、企業価値の向上を目指した経営の普及・促進を図る

(表彰対象)

高い企業価値の向上を実現している上場会社のうち、資本コストをはじめ投資家の視点を深く組み込んで企業価値の向上を目指すなど、東京市場の魅力向上に資すると認められる経営を実践している上場会社

- ・表彰社数：大賞会社として1社を選定
- ・最終選考の候補となった大賞候補会社（「ファイナリスト」）の数社公表

(選定の方法)

- ① 財務数値を基にした定量的な方法による選定

東証市場に上場する全上場会社の中から、過去数年間の ROE の平均または成長率が良好な企業400社を選定。ROE によって選定した400社のうち、所定の算式により連結財務諸表数値などから資本コスト（WACC）および企業価値等を算定し、これらの数値が優れている100社を選抜。

- ② 経営態勢等に係る定性的な選定 : 2012年10月

①の方法により選抜された100社に対し、企業価値向上を図るための経営態勢等についてアンケート調査の上、数社をファイナリストとして選抜。

- ③ 大賞の決定 : 2012年12月

「上場会社表彰選定委員会」がファイナリストに対して、インタビューを実施。あわせて投資家からの意見を募集。インタビューの結果、資本コストをはじめ投資家の視点などを深く組み込んで企業価値の向上を目指す経営を最も実施していると考えられる上場会社を大賞として1社決定する。2013年春に上場会社表彰に係る表彰式を実施

本稿では、企業価値向上の代理変数ともいえる Equity Spread を上場企業が自主的に開示

して、その現状や改善策、将来見通しと前提条件などを投資家と積極的に議論することを提案する。なお、本稿の意見にわたる部分は筆者の私見であり、所属する組織の見解ではないことをあらかじめお断りしておく。

I Equity Spreadの開示と対話の提案

今回の東証の「企業価値向上表彰」に際して、改めて企業価値を考察するにあたり、企業に求められるのは「ROE経営」と「資本コストの意識」である。

企業価値の創造の源泉は「投資家の期待収益率、つまり資本コストを上回るリターン」を上げることである。投下資本に対するリターンが資本コストを上回れば価値の創造になるし、投下資本に対するリターンが資本コストを下回れば価値破壊になる。さらにIRの観点から株主価値の創造にフォーカスして考えると、端的には投下した株主資本から上げられるリターンが、株主の要求するリターン、つまり株主資本コストを上回って初めて株主価値を創造できるわけである。本稿では、株主資本利益率(ROE)と株主資本コストの差である、Equity Spreadの自主開示と株主・投資家への説明を提言とする。

Equity Spreadは下記のように定義できる。

Equity Spread (%) = ROE - 株主資本コスト

本来、企業価値評価手法はDCF(割引キャッシュフロー法)を中心に論述されるが、株主価値は残余利益モデル(RIM: Residual Income Model)⁽²⁾で求めることもできる。

RIMによれば、基本的に株主価値は、

株主価値 = 株主資本簿価_{t=0} + $\sum [(\text{当期純利益} - \text{株主資本コスト} \times \text{株主資本簿価}_{t-1}) \div (1 + \text{株主資本コスト})^t]$

に収斂される。

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 (%)⁽³⁾に帰結する。これを推奨する理由は下記のとおりである。

- (1) Equity SpreadはRIMによる展開によって株主価値との連関を証明できる
(Equity Spread × 株主資本簿価 = 純利益 - 株主資本コスト × 株主資本簿価 = 残余利益)
- (2) 負債も含めた全ての投下資本に対する価値創造を示すEVA(Economic Value Added)⁽⁴⁾よりもシンプルで、Equity Spreadは株主価値そのものにフォーカスできる
- (3) 総資産を投下資本として分母にするROAよりも株主資本を投下資本としてフォーカスできるので、ROEは株主・投資家の支持が高い
- (4) ROEは金利控除後の純利益をもとにするので、負債のコストは包含できる。一定以上のクレジットが維持される前提で、「持続的な」ROE採択が好ましい
- (5) ROEが最もシンプルで分かりやすく、目標設定やディスクロージャー、投資家との対話に適している
- (6) ROE単独よりも株主資本コストとの対比を明確に意識できるので、Equity Spreadのほうが株主・投資家との対話に優れている

Profile

やなぎ・りょうへい◇早稲田大学大学院商学研究科・会計研究科兼任講師、米国管理会計士協会(IMA)日本支部常任理事、東京証券取引所ディスクロージャー部会委員、経済産業省企業報告研究会企画委員。UBS証券Executive Director等を経て、現在イーザイ(株)執行役員IR部長。主な著書に、『企業価値最大化の財務戦略』(単著、同友館 2009年)、『企業価値を高める管理会計の改善マニュアル』(単著、中央経済社 2010年)、『コーポレート・ファイナンスの実務』(共著、中央経済社 2011年)等がある。

〔図表 1〕 先進国の PBR = PER × ROE 比較

2012年4月現在

	PBR (倍)	PER (倍)	ROE (%)
日本	1.0	15.6	6.4
米国	2.3	14.6	15.8
英国	1.6	10.2	15.7
ドイツ	1.4	11.1	12.6
先進国平均	1.8	13.5	13.3

(出所: My Index のデータより筆者作成)

なお、公的機関では、米国管理会計士協会 (IMA) も、その管理会計基準 (SMA: Statements on Management Accounting) における「株主価値会計」の章で、EVA とならんで Equity Spread を採択している。

か。その鍵は下記の分解式と国際比較で明白になる (図表 1)。

PBR (Price Book-value Ratio: 株価純資産倍率) = PER (Price Earnings Ratio: 株価収益倍率) × ROE (Return on Equity: 株主資本利益率)

II ROE の重要性

Equity Spread の意義を追究する意味で、第一にそのコア・ファクターである ROE の重要性について述べる。

1 PBR からの考察

一般に PBR が 1 倍であるとき、株価が解散価値と等しいとされ、それ以下だと割安株として扱われる。1 倍以下の水準では企業が保有する純資産の額より株式時価総額のほうが小さいことを意味しており、継続的に事業を行うより解散した方が株主の利益になる可能性があるとも解釈される。

PBR は日々変化するが、大まかに言ってわが国は PBR 1 倍の国である。平均が 1 倍なので、半数前後が解散価値割れをしている深刻な状況である。そして日本株の PBR は、欧米株式のほぼ半分の水準に過ぎない。なぜ、欧米の半分にしか企業価値評価されていないのだろう

PER に関しては、理論上は「資本コストマイナス永久成長率」の逆数に収斂されるが、高成長は高資本コストで相殺され、低成長は低資本コストであることが多いため、先進国では近似値に帰結している。PBR が 2 倍も乖離している主因は ROE である。欧米企業の平均 ROE は日本企業の 2 倍になっているのである。長期的には株主のトータル・リターンが ROE に帰結することが知られており、投資家の最も重視する指標である。ROE は投下する株主の資本に対する利益率であり、株主持分の増加率ともいえる。したがって、株主価値との関連は自明の理でもあろう。2011 年度の生保協会のサーベイ⁽⁵⁾でも、日本企業の中期経営計画で国内機関投資家が最も重視する項目は ROE であった。(因みに上場企業側の重視する項目は売上・利益であった)

一方、低 PBR を別の切り口で分析してみると、本稿で推奨する Equity Spread に帰結する。Equity Spread は「ROE マイナス株主資本コ

【図表2】 ガバナンスとROEの国際比較

2012年4月現在

	PBR (倍)	PER (倍)	ROE (%)	CGスコア (点)
日本	1.0	15.6	6.4	3.3
米国	2.3	14.6	15.8	7.2
英国	1.6	10.2	15.7	7.6
ドイツ	1.4	11.1	12.6	5.8
スイス	2.1	16.5	12.7	5.9
カナダ	1.8	14.9	12.1	7.4
フランス	1.1	9.9	11.1	4.7
シンガポール	1.5	11.9	12.6	4.8
韓国	1.4	12.1	11.6	3.9
オランダ	1.4	13.5	10.4	6.5
			相関係数	0.74

(GMIのガバナンススコアより筆者作成)

スト」であり、価値創造の源泉になる。すなわち、日本には会計上は黒字であっても Equity Spread がマイナスの企業、つまり価値破壊型企業が多い。Equity Spread がマイナスの場合、市場は将来の価値破壊を織り込んで企業価値評価するため、PBR は低くなる。前述の生保協会の国内機関投資家アンケートでも、約8割が日本企業の Equity Spread はマイナスであると回答している。

筆者が2007年と2012年に行った海外投資家サーベイでも約90%が日本企業のROEは資本コストを下回っていて低すぎると不満を抱いている⁽⁶⁾。

2 コーポレート・ガバナンスの論点

もうひとつ、価値評価で重要なのは、コーポレート・ガバナンスの問題である。ガバナンスは本来、株主価値を持続的に担保する仕組みである。

ミシガン大学のディットマー教授が実証(Dittmar (2007))するように株式市場はガバナンスの悪い企業の保有現金をディスカウントして企業価値評価している。端的に言えば、ガバナンスの悪い企業群のキャッシュは約50%の価値に減算されるという。

日本企業のガバナンスに関しては、オリンパス事件に言及するまでも無く、上記の筆者の海外投資家サーベイでも9割近くが不満を抱いて

おり、「日本企業の手許現金は50%減算して評価する」という意見も多数あった。こうした背景から時価総額が保有現金よりも小さい企業が日本市場には多数存在し、低PBRにも繋がっているともいえよう。つまりエージェンシー・コストが具現化しているのである。

図表2に国際比較によるROEとコーポレート・ガバナンスの関係を掲げてみる。

やはり、株主価値重視の姿勢を持てば、ガバナンスやROEを改善するであろうことから、ROEとガバナンスには相関関係があるように見える。ガバナンスは持続的なROEを担保しているともいえる。Asian Corporate Governance Association (ACGA)も2008年の白書で日本企業にガバナンスと資本効率の改善を求めている。逆に言えば、ガバナンスと資本効率が改善されれば企業価値評価が向上するので、日本株をオーバーウエイトしたいという海外投資家は多い。

Ⅲ 資本コストの意識

それでは、Equity Spreadを検討するにあたって、ROEは会社ごとに目標設定できるとして、2つめのファクターの株主資本コストをどのように設定すべきかを議論したい。株主資本コストは、上場企業から見たエクイティの調達コストであり、株式投資家の期待収益率でもあ

る。有利子負債の金利支払いと異なり、概念的で固定的に捉えることができないことに困難性がある。

1 リスクプレミアムの推計

ベータ1の前提でCAPMに従えば、全体の株主資本コストはリスクフリーレート+リスクプレミアムに収斂される。問題はリスクプレミアムだが、Bloomberg等のデータベースで過去の国債利回りとTOPIXリターンの差額を求めることは可能である。ちなみに、山口(2009)では、東証一部上場企業の1962-2008年の年平均リスクプレミアムを分析し、前半22年では7.2%、後半25年では1.3%で、通期平均は4%であったとしている。

しかしながら、データ対象期間設定によってKinkがあり結果は大きく変動する(バブル崩壊時のようにマイナスの時代も存在する)。あるいは、わが国の過去の記録は主に持合株式を中心とした安定株主時代のリターン⁽⁷⁾に依拠する部分も無視できない。ムラ社会の中で、利益相反から純粋な株式リターンが追究されなかった時代も含まれてしまう。このように資本市場の実績数値に依拠したリスクプレミアムの推計は期間選定の恣意性や将来志向のグローバル投資家の期待値を捕捉できない欠点がある。

今後の日本企業の企業価値評価では、サーベイやアカデミックリサーチ等を通して、将来のグローバル投資家・市場関係者の期待値に収束させるべきかもしれない。本稿ではこうした立場をとって、「投資家の期待収益率」の視点からグローバル資本市場で受け入れられる「株主資本コスト」を推計する。たとえば、Fernandez(2010)では、グローバルで市場関係者にサーベイを行っているが、リスクプレミアムに関する2400名の回答結果は図表3のとおりであった。

2 資本コストの仮定と投資家サーベイ

このように先進国市場の期待するリスクプレミアムは、保守的に見てグローバルに6%に収

〔図表3〕 Fernandez(2010)によるリスクプレミアム

【平均リスクプレミアム】

市場関係者601名:

米国5.1%, 英国5.2%, 欧州5.0%

上場企業関係者901名:

米国5.3%, 英国5.6%, 欧州5.7%

ファイナンス専攻教授902名:

米国6.0%, 英国5.0%, 欧州5.3%

斂する。本稿では、国境を越えて自由に資金移動できる世界の投資家が先進国市場で今後株式投資に期待するリスクプレミアムのレベルを6%と仮定する。さらに、ゴーイング・コンサーンとしての企業の価値評価では最長期間の日本国債40年債の利回りから、現状のスクフリーレートを2%の前提とする。ここから筆者は日本株の株主資本コストを $2\% + 6\% = 8\%$ ⁽⁸⁾と想定、世界の投資家を説得できると考える。この仮説はサンプリング調査ではあるが、下記の投資家サーベイ結果でも裏づけられている⁽⁹⁾。

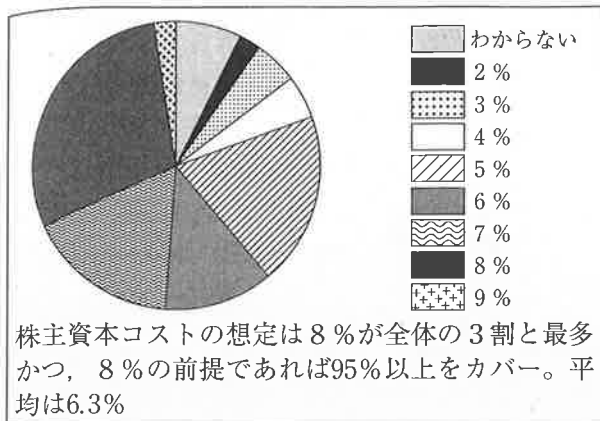
2012年の筆者による最新サーベイ⁽¹⁰⁾で、株主資本コストのレベルを確認した。これによると資本コスト(投資家の期待収益率)は、国内機関投資家(図表4)で6%台、海外機関投資家(図表5)は7%台であった。8%の資本コストの前提であれば、世界の機関投資家の9割以上は説得できるレベルであることが示唆された。

3 資本コストの低減

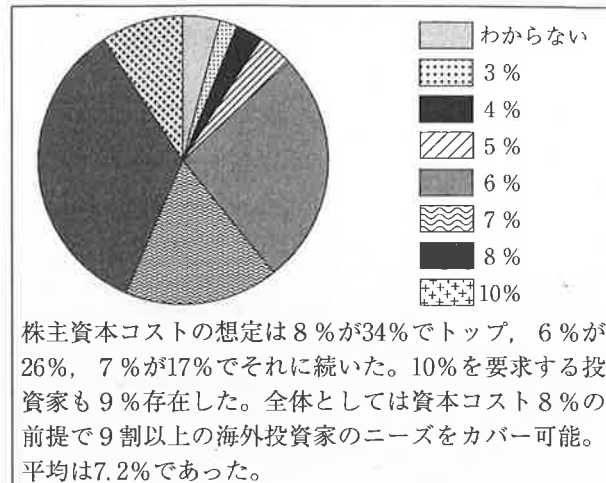
当該サーベイでは、どのような要因が資本コストを低減するかについても内外機関投資家に尋ねている。

国内機関投資家では、約20%ずつが「コーポレート・ガバナンスの改善」と「ディスクロージャーやIRの質量」による要求利回りの低下効果を指摘した。最多の約30%が「経営陣の資本コストの意識」による資本コスト低減を期待している。「資本コストの低減方法は特にない」とした投資家は10%未満であった。

〔図表4〕 日本株にどの程度の資本コストを想定するか（国内機関投資家）



〔図表5〕 日本株にどの程度の資本コストを想定するか（海外投資家）



一方、外国人投資家では、約20%が「コーポレート・ガバナンスの改善」、約15%が「ディスクロージャーやIRの質量」が資本コストを引き下げるとしている。そして最多の約40%が「経営陣の資本コストの意識」が資本コストを抑制するとした。「資本コストの低減方法は特になし」とした海外投資家は約13%であった。

IRやガバナンスが資本コストを低減するという主張において、アカデミックな実証研究（須田（2004）、Botosan（1997）等）と投資家サーベイの結果は一致している。ただし、資本コストの低下の為に、サーベイ結果にあるように、まずは「経営陣が資本コストの意識を持つこと」が重要であろう。

IV Equity Spreadのディスクロージャー事例

Equity Spreadの定義は「ROE マイナス株主資本コスト」であり、正のEquity Spreadを確保して初めて企業価値を創造できることになる。たとえば株主資本コストを8%と仮定すると、ROEが8%以上なければ、会計上黒字であっても株主価値を破壊していることになる。日本企業の平均ROEは6%台（上記）であるので、相当数の日本企業がマイナスのEquity Spreadに陥っていると思われ、そうした上場

会社はROEの改善計画などについて、投資家への説明責任を負っているのである⁽¹¹⁾。

根本的な問題として、上場企業の経営者の中には、「資本コストの意識」が徹底されておらず、財務会計上の利益の黒字か赤字かのみに固執する場合が散見される。企業価値向上の観点からは、株主の機会費用、つまり資本コストを加味した管理会計上のEquity Spreadのほうがより重要である。東証の「企業価値向上表彰」の趣旨もここにあると考えられる。参考の為にエーザイ株式会社の公開資料（図表6、92頁）から、日本企業のEquity Spreadのディスクロージャーの事例を紹介する。

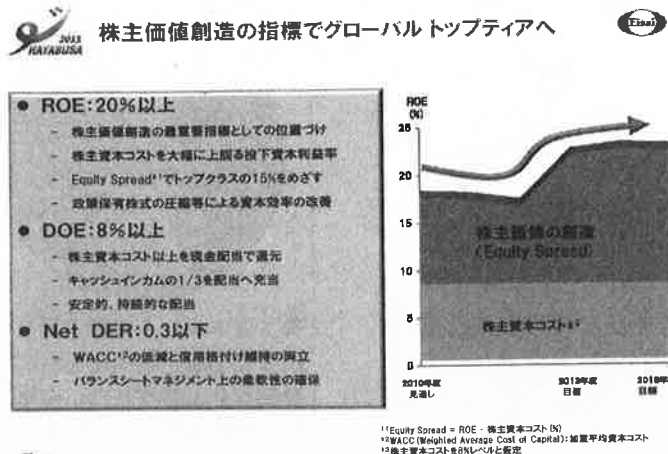
当社では、かかるディスクロージャーと投資家面談によって、「ROE経営」と「資本コストを意識した経営」をIRの場で説明し、企業価値向上にコミットしている。Equity Spreadの当該スライドは経済産業省の報告書（経済産業省（2012））にも採択されている。

〈おわりに——新成長戦略として〉

本稿では、東証の「企業価値向上表彰」創設に際して、企業価値の代理変数としてのEquity Spreadの開示と対話を提案した。これにより企業がROE重視の経営を行い、資本コストの意識を高め、価値創造の道筋を理解して、自社の状況や将来プランを株主・投資家と建設

〔図表6〕 Equity Spread の開示事例

——エーザイHPより2011年3月インフォメーションミーティング資料



的に議論すれば、中長期的には Equity Spread の改善と共に、市場の信認を得て企業価値評価を高めることができるだろう。たとえば、東証が「企業価値向上表彰」の延長線上から、東証全上場企業に決算短信での Equity Spread のディスクロージャーを推奨すれば、その波及効果は大きい。勿論、画一的な適用ではなく、プリンスプル・ベースで個別事情を説明して理解を得ることが鍵である。それにより、グローバル資金獲得競争での優位性を担保して資金調達能力が確保でき、時価総額増加により通貨としての株式の価値が高まり、株式交換等の M&A の選択肢拡大も可能になる。競争環境の厳しい日本企業も、資本市場の評価における従来の劣勢を挽回して、財務面でのサポートを得た「新成長戦略」の構築ができるかもしれない。そして、低成長下にあっても企業それぞれが実力を正しく反映した市場の評価を得て企業価値を最大化できれば、日本の資本市場の活性化になるだろう。全国民が年金を通して株主であり、少子高齢化社会が年金に依存している現実には照らせば、Equity Spread の開示と対話は、企業価値評価向上を経由して、究極的には、わが国の「国富の最大化」に繋がる蓋然性がある。

(注)

(1) 「企業価値向上表彰」に加え、従来の「企業行

動表彰」を組み合わせる上場会社表彰とする。詳細は東証のHP参照。

- (2) オールソンモデルとも言われる。Ohlson, J. (1995)..
- (3) Equity Spread については、本稿では IR 上の訴求の容易さから ROE を重視して「ROE マイナス資本コスト」と定義して、パーセンテージ (%) で表現しているが、EVA のように金額絶対値で表現される場合も多い。コンサルティング会社では米国の Marakon Associates が推奨している。
- (4) Stern Stuart 社の登録商標。EVA=NOPAT マイナス資本コスト (投下資本×WACC) であり、価値創造の指標として有名である。
- (5) 「株式価値向上に向けた取り組みについて」2012年3月・生保協会23年度調査実施。アンケート実施概要は下記のとおり。

【国内企業向けアンケート】

調査対象：上場企業1,114 社
 アンケート実施期間：平成23年10月～11月
 回答社数：613社 (回答率：55.0%)

【国内投資家向けアンケート】

調査対象：機関投資家 152 社
 アンケート実施期間：平成23年10月～11月
 回答社数：79社 (回答率：52.0%)

- (6) 2007年投資家サーベイは、柳 (2010) を参照。2012年投資家サーベイ概要は下記。

【2012年投資家サーベイ】

(調査期間) 2011年12月から2012年1月の2カ月間

- (調査実施者) UBS 証券日本株セールスチーム
および筆者
- (調査対象) 日本株に投資する世界の主要機関投資家で UBS 証券がコア顧客とする日本株投資トップ200社にサーベイを実施して、国内機関投資家57社、海外機関投資家58社、合計115社から回答を得た(回答率57.5%)。トップ200社の日本株投資残高合計(推計)は61兆円
- (7) 井手(2005)によれば、戦後の日本経済の成長過程では銀行主導で持合いが広まり、その結果、株式は「確定利付債券」のように、配当は「固定金利」のように扱われてきた歴史もある。
- (8) 日本株平均、あるいは TOPIX での前提であり、ベータは1の仮定である。個別企業の資本コストはCAPM上は個別のベータにも依存する。
- (9) 投資家実務上は、様々手法が利用される上、投資スパンが概ね10年以下であることから、10年物国債利回りを利用するケースも多く、リスクフリーレート1%を主張する投資家も多い。この場合は $1\% + 6\% = 7\%$ が日本株平均の株主資本コストになり、外国人投資家サーベイの平均値とほぼ一致する。しかし、7%での投資家満足度は国内機関投資家で約7割、海外機関投資家で約6割になってしまう。本稿では世界の機関投資家の9割以上が満足する水準として8%の株主資本コストを想定する。また、あくまで上場企業のIRの視点からは「投資家の投資スパン」ではなくて、「継続企業の前提」になるので、可能な限り長期の国債金利を使用した。
- (10) 2012年4月-6月に再びUBS証券とともに投資家サーベイを行い、国内機関投資家52名(コア100社のうち52社回答: 回答率52%)海外機関投資家47名(コア100社のうち47社回答: 回答率47%)より回答を得た。
- (11) 仮に5%の株式資本コストにハードルを下げて、ROE平均が6%台程度では企業価値創造レベルは低く、投資家の信任は得られないことには変わらない。

[参考文献]

- 井手正介(2005).『不均衡発展の60年-低収益経営システムの盛衰と新時代の幕開け』東洋経済新報社.
- 経済産業省経済産業政策局企業会計室(2012).「平成23年度総合調査研究:持続的な企業価値創造に資する非財務情報開示のあり方に関する調査報告書」経済産業省
- 須田一幸編著(2004).『ディスクロージャーの戦略と効果』森山書店.
- 生命保険協会(2012).「平成23年度生命保険協会調査株式価値向上に向けた取り組みについて—調査結果—」生命保険協会.
- 東京証券取引所(2012).『企業価値向上表彰』東京証券取引所.
- 柳良平(2009).『証券価値最大の財務戦略』同友館.
- 柳良平(2010).『企業価値を高める管理会計の改善マニュアル』中央経済社.
- 山口勝業(2009).「時系列分析からみた株式投資」日本経済新聞2009年7月2日『経済教室』.
- Asian Corporate Governance Association(2008). White Paper on Corporate Governance in Japan.
- Botosan, Christine(1997). Disclosure Level and the Cost of Equity Capital. The Accounting Review 72(3): 323-349.
- Dittmar, A., Mahrt-Smith, J.(2007). Corporate governance and the value of cash holding. Journal of Financial Economics. 83: 599-634.
- Fernandez, P. and Campo J.(2010). Market Risk Premium Used in 2010 by Analysts and Companies: A Survey with 2,400 Answers. SSRN.
- IMA(1997). Measuring and Managing Shareholder Value Creation. IMA. Statements on Management Accounting.
- Ohlson, J.(1995). Earnings, book values, and dividends in equity valuation. Contemporary Accounting Research 11, pp. 661-687.
- Stewart, S.(1991). The Quest for Value, Stern Stuart & Co..