

11月5日企業報告ラボ参考資料

エーザイ・早稲田大学
柳 良平

エクイティ・スプレッドについて

東証「企業価値向上表彰」と経産省「伊藤レビュー」参照

Equity Spread (%) = 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、

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

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 (%) 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 = ROE - 資本コスト

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

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

- 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 $\text{PBR} < 1$

エーザイの統合報告書から

見えない価値と株主価値（資本生産性）
との同期化モデルのありかたをもとめて

財務資本 中長期的なROE経営

■PBRの年次別推移（2004年度末～2014年度末）



財務資本 中長期的なROE経営

■ 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*1

図表1 Intrinsic Value モデル*2



図表2 エーザイのPBR モデル



図表3 オールソンモデル*3

株主価値 = BV +

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

エクイティ・スプレッドの現在価値の総和(MVA)

残余利益

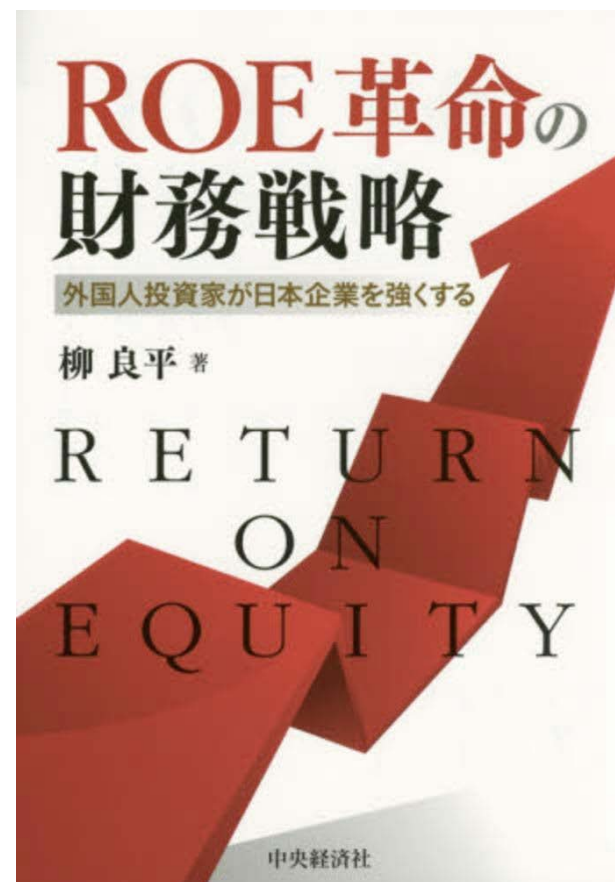
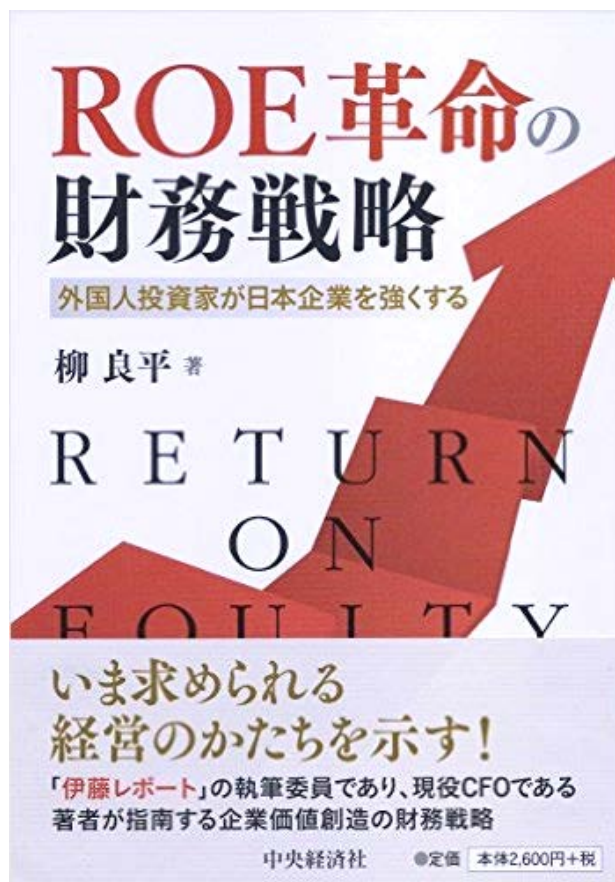
$$\text{エクイティ・スプレッド} \times \text{BV}$$

$$\left(\text{ROE} - \text{CoE} \right) \times \text{BV}$$

(株主資本利益率) (株主資本コスト)

*1 「インベスター・リレーションズ」No.9 日本IR学会(2015) *2 「企業価値最大化の財務戦略」同友館(2009) *3 Ohlson(1995)

詳細は書籍ご参照 (9月発刊10月増刷)



- 中央経済社
- ROE革命の財務戦略 —外国人投資家が日本企業を強くする