

〈論 文〉

コーポレートガバナンス・コードに係る投資家サーベイと エンゲージメント・アジェンダに係る一考察

——エクイティ・スプレッドと非財務資本の同期化——

柳 良 平*

I はじめに

近年，所謂「アベノミクスの成長戦略」の一環としてのコーポレートガバナンス改革が進展している。2015年3月，上場企業を対象とした「コーポレートガバナンス・コード原案—会社の持続的な成長と中長期的な企業価値の向上のために—」（金融庁・東証 [2015]：以下CG）が公表され，同年6月より適用されている。投資家を対象に2014年2月に金融庁が公表した日本版スチュワードシップ・コード（金融庁 [2014]：以下SC）もCGと「車の両輪」を成すが，企業と投資家の「目的を持った対話」を重視しており，CGはSCとともに日本企業の投資家との同期化に資する可能性がある。本稿の主なリサーチデザインとしては，資本市場のパーセプションを測るために投資家に対する質問票調査を用いた。

II コーポレートガバナンス・コードと資本効率に係る投資家への質問票調査

筆者は，CGに係る世界の日本株投資者の視座を調査すべく，日本株をカバーする主要な日米欧アジアの機関投資家を対象に，2015年2月から3月にかけて，UBS証券の協力を得て質問票調査を実施した¹⁾。その結果は図1のとおりである。

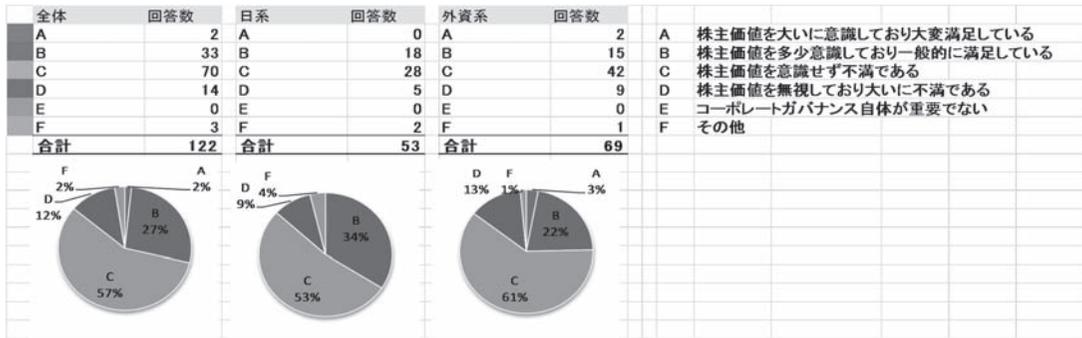
質問1では，日本企業のガバナンスについて聞いているが，7割の投資家が日本企業のコーポレートガバナンスに不満を抱いている。ただし前年SC採択に関して行った柳 [2014] のサーベイでは8割が不満を表明していたことに鑑みると改善傾向にあり，アベノミクスのガバナンス改革が徐々に奏功している。また，逆に言えば，3割が満足と回答している点は特筆すべきであろう。

* エーザイ株式会社常務執行役 CFO / 早稲田大学大学院会計研究科非常勤講師

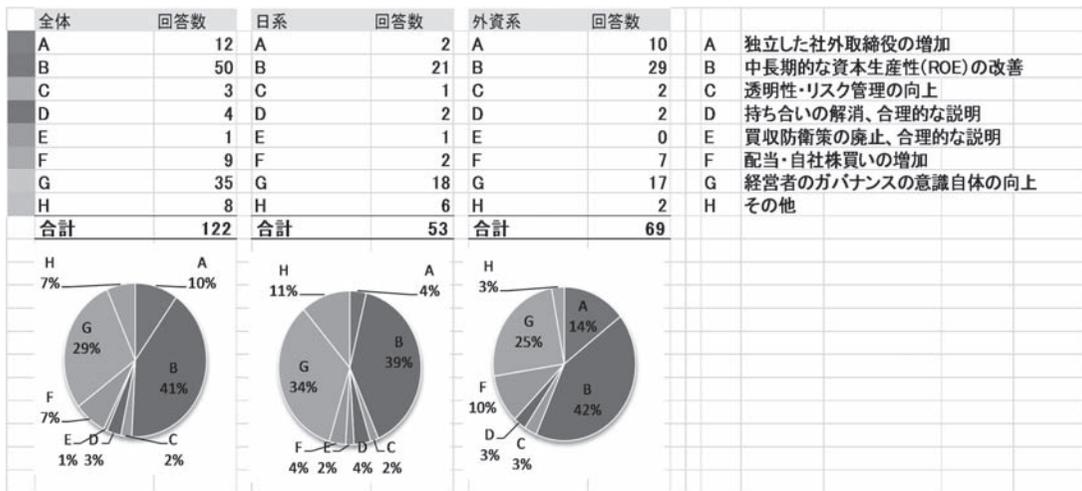
1) UBS証券の許諾を得て結果を掲載。(対象) UBS主要顧客コア200社にアプローチして122社から有効回答を得た(回答率61%)。海外69社，国内53社，合計122社。なお，回答者の日本株投資残高は100兆円を超える(UBS証券推計：2015年3月の日経平均約2万円時点での時価試算)。回答者の属性はUBSコア200社の世界の大手バイサイド機関投資家(年金，運用会社)に所属して，管理職以上の権限のある役員，CIO，ファンドマネジャー，アナリスト等で，筆者またはUBSのセールスの面識のある人物。投資家名は匿名が条件。投資家の戦略の秘匿性は高く，こうしたグローバルサーベイには希少性がある。ただし，環境変化により投資家意見も変わらうため，継続的な調査が必要である。筆者は本稿以前から継続的にサーベイを実施しており(柳 [2010], [2013], [2014])，柳 [2013] は「伊藤レポート(経産省 [2014])」にも採択されている。近年の傾向に著変なく，本稿のサーベイは一定の頑強性を有する。

図1 日本版CGに係るグローバル投資家サーベイ結果

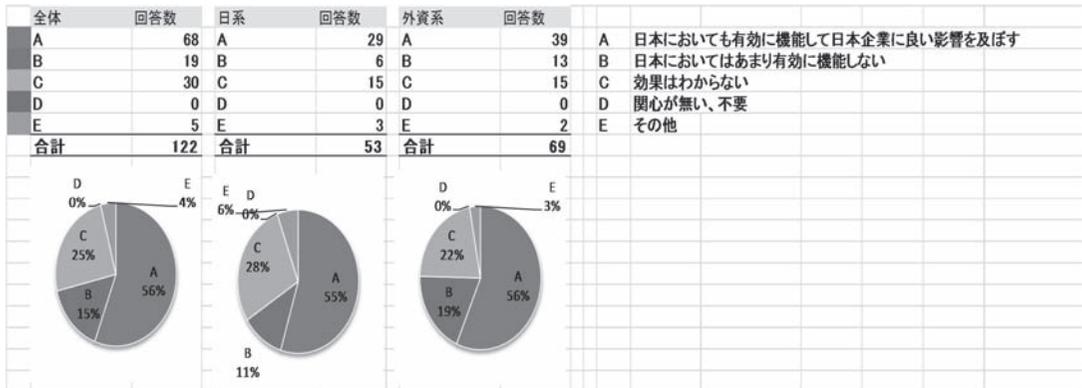
質問1. 一般に日本企業のコーポレートガバナンスに満足しているか？



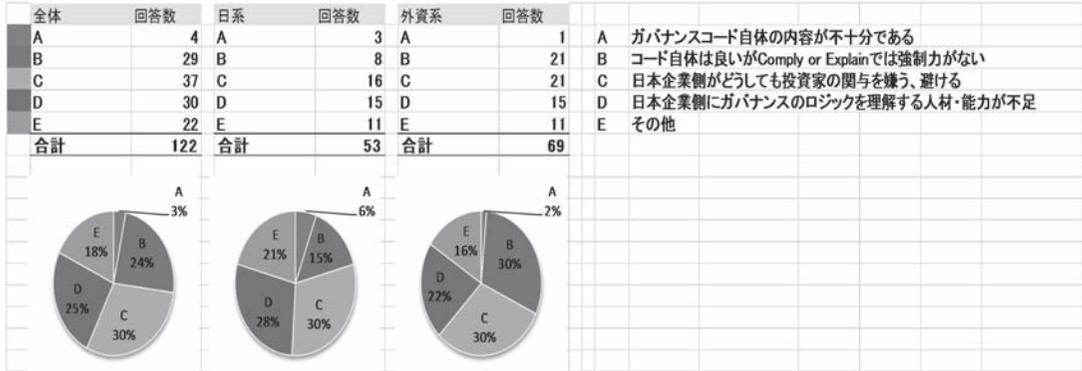
質問2. 日本版CGに何を一番期待するか？



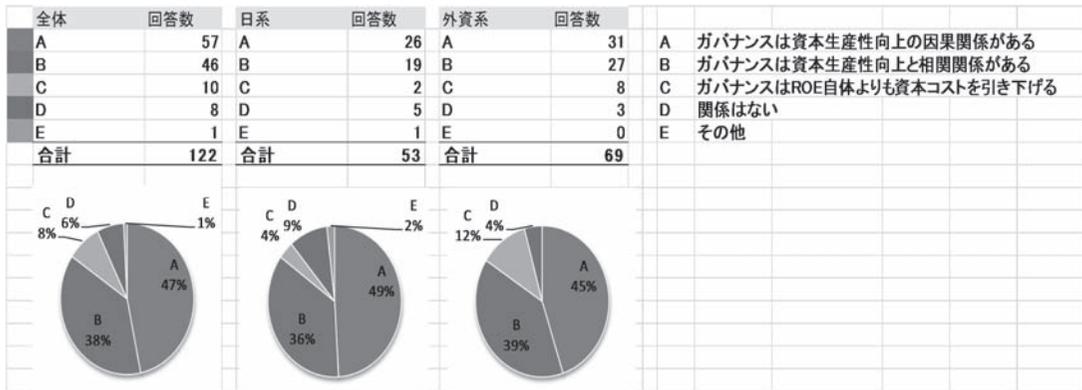
質問3. 日本版CGは有効に機能するか？



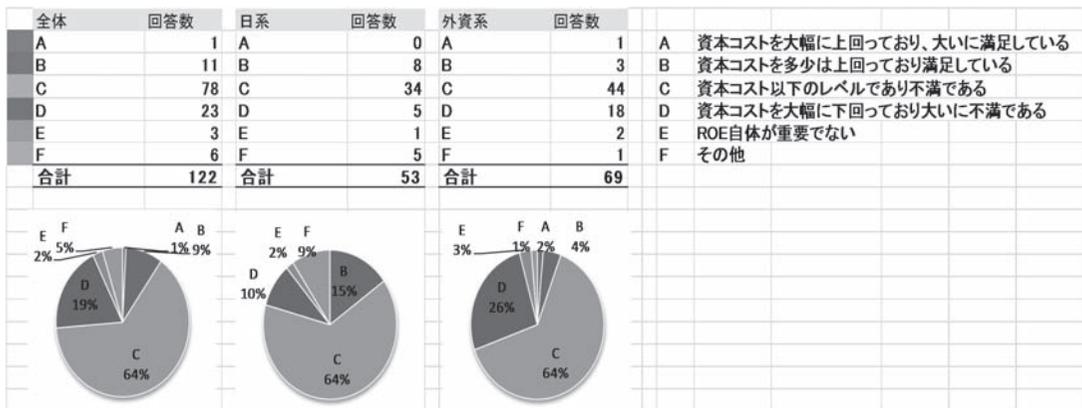
質問4. もしも、日本では多少なり「有効に機能しない」面があるとしたら、機能しない一番の理由は何か？



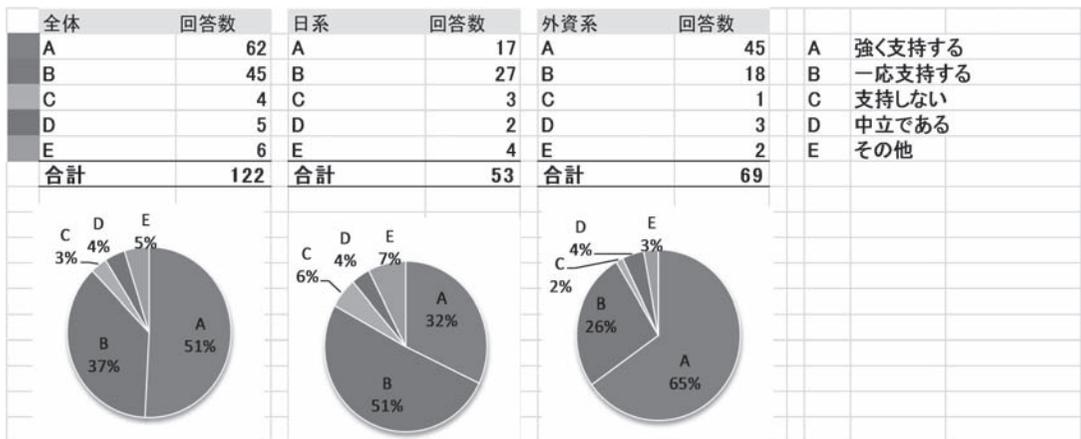
質問5. コーポレートガバナンスと資本生産性（ROE）は関係があるか？



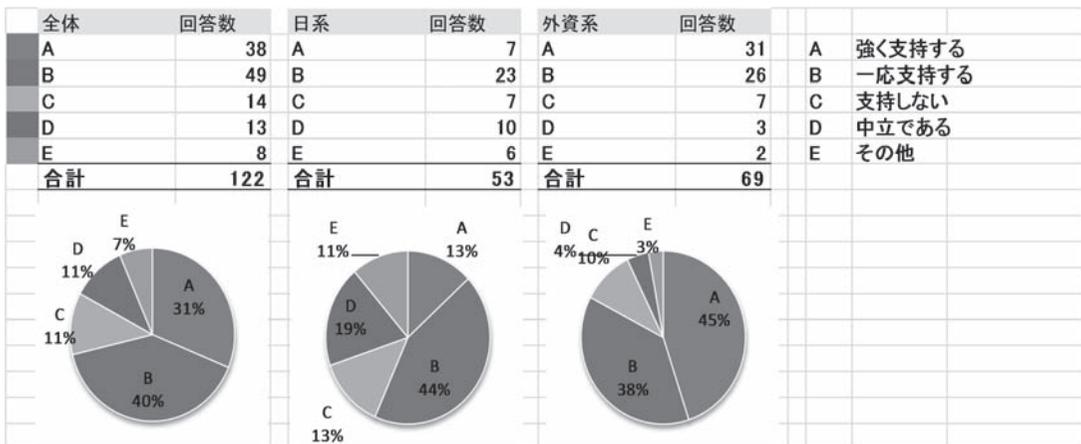
質問6. 日本企業のROEに満足しているか？



質問7. 「伊藤レポート」の「最低限ROE 8%をめざすべき」²⁾を支持するか？



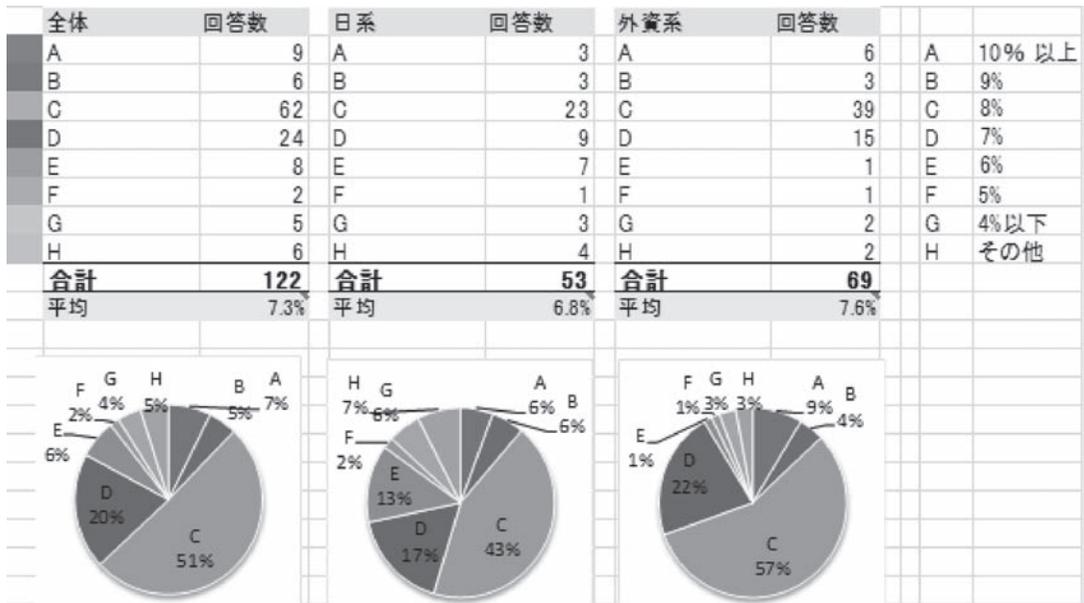
質問8. 「ISS」の「5年平均ROE 5%未満ならCEOに反対票」という議決権行使ガイドライン³⁾を支持するか？



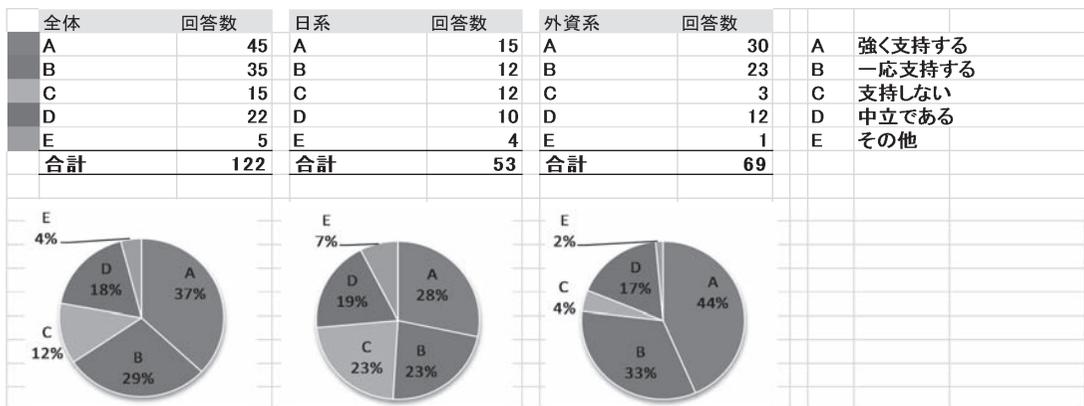
2) 経産省 [2014] 参照。2014年8月「伊藤レポート」の最終報告が経産省から公表され、内外で注目を集めてきた。筆者もその委員を務め、ROEや資本コストに係るドラフティングに関わったが、同レポートでは以下の文言が採択されている。「個々の企業の資本コストの水準は異なるが、グローバルな投資家から認められるにはまずは第一ステップとして、最低限8%を上回るROEを達成することに各企業はコミットすべきである。もちろん、それはあくまでも最低限であり、8%を上回ったら、また上回っている企業は、より高い水準を目指すべきである」

3) 世界最大手の議決権行使アドバイザーのInstitutional Shareholder Services Inc. (ISS) は、2015年度より日本における議決権行使助言方針(ポリシー)を改定して「過去5期の平均の自己資本利益率(ROE)が5%を下回る企業」の経営トップの取締役選任議案に反対推奨を行うとした。

質問9. 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？



質問10. エクイティ・スプレッド (ROE マイナス株主資本コスト)⁴⁾ の「決算短信での開示と対話」という提言を支持するか？



(出所：筆者作成)

質問2では、世界の投資家に日本版CGに何を一番期待するかを尋ねているが、資本生産性(ROE)の改善を期待する回答が4割でトップであった。柳 [2014] のサーベイでも、やはりエンゲージメント・アジェンダのトップはROEであった。

質問3では、日本版CGが有効に機能するか聞いているが、有効に機能するという回答が56%を

4) 柳 [2013] 参照。伊藤レポートでも「企業価値創造のKPIとして、エクイティ・スプレッド (ES) = ROE - CoE (株主資本コスト：株主の期待する投資リターン) がある。投資家から見ると、これがプラスであれば価値創造企業、マイナスであれば価値破壊企業と評価される」(【出所】柳 [2010]) と紹介されている。

占めた。柳 [2014] で SC について有効に機能するとした投資家は 45%であったので、やはり投資家の日本企業のガバナンスに対する評価は高まっている。

質問 4 では、逆に CG がうまくいかない場合の理由を聞いているが「企業が投資家の関与を嫌う」とする回答が 30%でトップであった。柳 [2014] でも SC のネックの第 1 位は同じ理由であり、投資家の懸念が反映されている。

質問 5 では、コーポレートガバナンスと ROE の関係を尋ねているが、実証研究の有無に拘らず、世界の投資家の 47%が因果関係を認め、38%は相関関係があるとしている。大多数がガバナンスと ROE の有意な関係性を認めていることが明らかになった。特に半数近くの投資家が、コーポレートガバナンスと資本生産性には因果関係があると回答している点は、定性的なエビデンスとして深いインプリケーションがある。

質問 6 では、日本企業の ROE について聞いているが、8 割以上の投資家が日本企業の ROE に不満を表明している。ガバナンスの改善が資本効率の向上に繋がるにはまだ道半ばのようである。これは柳 [2014] と同じ結果である。

質問 7 では、「伊藤レポートの ROE 8%」というガイドラインに賛成するかを尋ねているが、世界の 9 割近い投資家が賛同を表明している。因みに、野村インベスター・リレーションズが行った「上場企業アンケート (138 社回答)」では、約 8 割の企業が「伊藤レポートの ROE 8%」に賛同している (『アイアール magazine New Year 2015』2015 年 1 月 1 日付)。企業と投資家ともに「伊藤レポートの ROE 8%」を概ね支持していることが示唆された。また、短期志向ではなく長期的 ROE の視点が重要だが、EY 総研 (深澤寛晴氏) の 2015 年 1 月 20 日付レポートによれば、過去 5、10、15 年各々の平均で約 3 分の 2 以上の企業の ROE が 8%未満である。

質問 8 では、「ISS の 5%ルール」を支持するか聞いているが、全体の 7 割が賛同を表明している。国内投資家は賛成 6 割弱と、影響の大きい議決権行使にはやや慎重な姿勢が見られた。ISS によれば、2014 年時点で日本企業の約 33%が当該 5%基準を満たしていない。

質問 9 では、想定する株主資本コスト (投資家の期待収益率) を聞いているが、国内平均 6.8%、海外平均 7.6%、全体平均 7.3%であった。過半数を占めて最頻値だった資本コスト 8%の前提で世界の約 9 割の投資家をカバーでき、「伊藤レポートの ROE 8%」を裏付ける。この傾向は伊藤レポートに採択された柳 [2013]⁵⁾ および SC 採択時調査の柳 [2014]⁶⁾ と整合する。

質問 10 では、エクイティ・スプレッド (ROE マイナス株主資本コスト) の決算短信での開示と対話の提案 (柳 [2013]) について支持するかを尋ねているが、3 分の 2 の投資家が賛成している。ただし、資本コストの開示の難易度等から国内投資家の支持率は 51%に留まった。一方、海外投資家は 77%がエクイティ・スプレッドの開示と対話を求めており、企業価値創造の KPI としてのエク

5) 伊藤レポートの記載は次のとおり。「資本コストは、市場が期待する収益率であるが、絶対的な定義は無く、妥当な資本コスト水準については議論が分かれる。一つの参考として、日本株に対して、国内外の機関投資家が求める資本コストにかなりのばらつきがあること、平均的には 7.2% (海外)、6.3% (国内) を想定しているとの調査結果がある」「上記の調査では、グローバルな機関投資家が日本企業に期待する資本コストの平均が 7%超になっている。これによれば ROE が 8%を超える水準で約 9 割のグローバル投資家が想定する資本コストを上回ることになる」(【出所】柳 [2013])

6) 柳 [2014] でも、世界の投資家が想定する株主資本コストの平均値は 7.2%で、最頻値の 8%の前提で世界の 9 割以上の投資家の期待収益率を満たすことが示された。

イティ・スプレッドの自主開示（資本コストを上回るリターンの啓蒙効果）の有用性が特に海外投資家から強く支持された。

Ⅲ エクイティ・スプレッドの意義と株価パフォーマンス

1 エクイティ・スプレッドの定義

エクイティ・スプレッド（ES）とは何であろうか。ESは米国管理会計士協会により株主価値創造のKPIに採択されている指標である⁷⁾。日本でも伊藤レポートの記載以前から東証では重視されてきた経緯⁸⁾がある。株式のリスクを引き受けて投資する株主にとっての価値創造の前提は、投資先企業が会計上黒字であるだけでは十分でなく、「株主資本コスト（CoE）を上回るROE」を持続的に上げることである。伊藤レポートにも記載されているとおり、ESは下記のように定義される。

$$ES(\%) = ROE - CoE$$

一般に、株主価値（長期的な時価総額）は株主資本簿価（BV）に市場付加価値（MVA）を加えて算出できる。残余利益モデル（Ohlson [1995]）では株主価値は下記の数式になる。

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

残余利益モデルの株主価値との相関における優位性は、いくつかの先行研究で証明されている。Francis, et al. [2000] は、1989-1993年の米国企業のデータを用いて、残余利益はフリーキャッシュフロー（FCF）や配当よりも株価説明力が高いことを実証している。決定係数は、残余利益0.73, FCF 0.40, 配当0.54であった。残余利益モデルが割引キャッシュフローモデル（DCF）や配当割引モデル（DDM）に勝ることを示唆している。また、Stark and Thomas [1998] は、1990-1994年の英国企業データを用いて、残余利益が会計上の利益よりも株価をより有意に説明できることを示唆している。そして、藤井・山本 [1999] は、1983-1998年の日本の製造業のデータを分析して、残余利益はFCFよりも株価説明力が高いことを証明している。決定係数は、残余利益0.4-0.8, FCF 0.2-0.6であった。

残余利益モデルからもわかるように、PBR（株価純資産倍率）はESに影響される傾向がある。つまり、正のESを織り込むとMVAが創出され、PBRは1倍以上になる傾向がある。逆に負のESを意識すればMVAはマイナスになり、PBRは1倍以下となる蓋然性が高まる。このようにESは企業価値創造のKPIとして重要であり、日本株の一般的なCoEを8%と仮定すれば、「伊藤レポートのROE 8%」ガイドラインは企業価値創造理論上、概ね妥当な提言であるといえよう。投資家が最もROEを重視するのも頷ける。

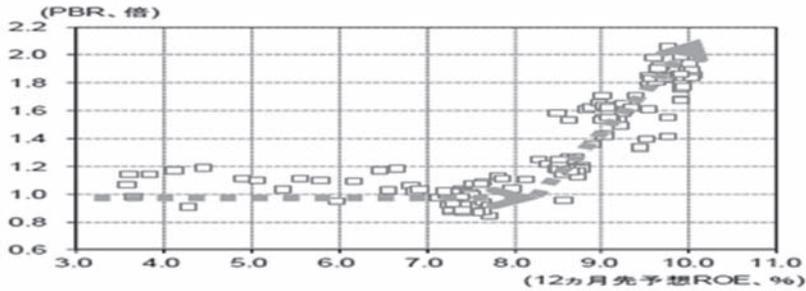
実際のマーケットデータを見ても、ROE 8%未満ではPBR 1倍以下で価値評価が低迷するケースが多く、ROEが8%を超えるとPBRは1倍以上に向上して価値創造が高まる傾向があることが観察できる（図2）。

さらに、図3にESの展開式を単純化して示しているが、これを見ると、企業収益の持続的成長率が資本コストを上回らない限り（高成長企業でない限り）、ESがマイナスになれば、PBRが1倍

7) 米国管理会計士協会（IMA）の管理会計基準（SMA）「株主価値会計」（IMA [1997]）で採択。

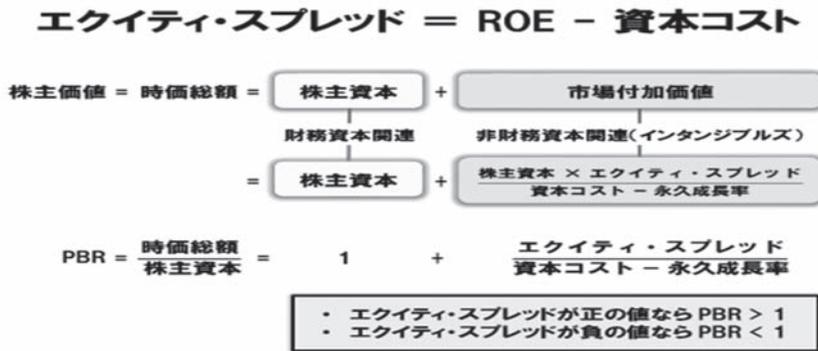
8) 2012年度に開始された東証の「企業価値向上表彰」の選定基準になっている。

図2 PBRと予想ROEの相関図



注：TOPIXの2004年以降の12ヵ月先予想ROEとPBRをプロット。予想はI/B/Eコンセンサス（2014-15年度はSMBC日興証券予想）。
 (出所：SMBC日興証券作成資料につき許可を得て転載)

図3 エクイティ・スプレッドの展開式



(出所：筆者作成)

割れ、つまり時価総額が株主資本を下回る価値破壊の状況になることが、より明白になる。

また、株主資本簿価は財務資本関連、正のESが創出する市場付加価値は非財務資本関連であるとしているが、企業理念や人材の価値などの非財務情報を重視する企業サイドの視点ともエクイティ・スプレッドは同期化が可能であると考えられる（詳細は後述）。

このように、ESは株主価値の創造と関係しており、SCやCGの求める「企業と投資家の対話」のアジェンダになるだろう。図1の質問10にあるように過半数の投資家はESの自主開示に賛同している。ESの開示と対話のメリットは下記のとおりである⁹⁾。

- 1) 多変数かつ定義も広範なROIC（あるいはEVA）よりもシンプルで、決算資料でも開示のあるROEは他社比較、時系列比較の容易性から共通言語になりやすい。
- 2) 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、TSR¹⁰⁾とも相関するROEは株式投資家の支持が高い。

9) 因みに、『日本経済新聞』（2015年7月14日付、朝刊）の「一目均衡」では、ユーザイ株式会社がエクイティ・スプレッドをCFOポリシーに定めて公式KPIとして開示と対話を行っている旨が紹介されている。

- 3) ROEは金利控除後の純利益に依拠するので、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(財務の健全性も勘案した最適資本構成)で、「持続的な」ROE採択が好ましい。
- 4) ROE単独よりもCoEとの対比(ROEが資本コストを上回っているか)を明確に意識できるので、ESのほうが対話に優れている(会計上黒字でも低いROEで満足しないように企業経営者を啓蒙できる)。

2 エクイティ・スプレッドと株価パフォーマンスに関する定量分析

ESやROEと実際のマーケットにおける株価パフォーマンスとの関係はどうだろうか。その関係性を実証的に検証した柳・目野・吉野[2015]より要旨を紹介する(表1, 2)。

【検証仮説】

「資本コストを上回るROE」が価値の源泉であり、ESは企業価値と関連性があるので、ESを利用したポートフォリオは超過リターンを生む。

【分析方法】

ES¹¹⁾の銘柄選択効果を確認するため、5分位、10分位ポートフォリオによる分析を行った。分析では、過去の2期間における、第5分位(あるいは第10分位)、第1分位、スプレッドリターンの平均値を算出した(ESの効果が安定しているかを見るには、リスク当りの期待リターンという観点も重要であり、平均値÷標準偏差も算出)。平均値の検定については、第5分位(あるいは第10分位)、第1分位、スプレッドリターンの平均値の統計的な有意性を確認した。リターンはTOPIX平均の超過ベースなので、ゼロ(TOPIX平均)から有意に乖離しているか否かを検証している。検定は両側5%で有意判定(プラス側とマイナス側で2.5%)を行ってp値を観察した。

【分析結果】

ESとROEのパフォーマンス分析結果は表1, 2のとおりである。

10) TSRとは、「キャピタルゲインとインカムゲインを合わせた株主の総合リターン(%)」を指す。

11) ESの算出に用いる来期ROEは「来期予想税引き利益÷自己資本」とした。来期予想税引き利益は東洋経済より取得可能なデータ、自己資本は直近発表の本決算データを使用(連結優先)。CoEは「マーケット・リスクプレミアム×β+10年物国債利回り」とした。マーケット・リスクプレミアムは市場平均の資本コストを8%と想定し「8%-10年物国債利回り」とした。また、βは36カ月の月次サンプルにより算出した。

表1 ESとROEの5分位パフォーマンス比較結果

〈ESの5分位分析〉

P1（第1分位）、P5（第5分位）、P5-P1のスペルドリターン

(注) 両側検定

	P1 (Low)				P5 (High)				High-Lowスペルドリターン			
	平均値	(p値)	標準偏差	平均値÷標準偏差	平均値	(p値)	標準偏差	平均値÷標準偏差	平均値	(p値)	標準偏差	平均値÷標準偏差
過去1年 (2014.4-2015.3)	-3.8%	0.20	2.8%	-1.36	5.7%	0.03	2.3%	2.52	9.5%	0.05	4.2%	2.23
過去3年 (2012.4-2015.3)	-1.3%	0.77	7.4%	-0.17	4.9%	0.14	5.6%	0.87	6.1%	0.38	12.0%	0.51

〈来期ROEの5分位分析〉

P1（第1分位）、P5（第5分位）、P5-P1のスペルドリターン

(注) 両側検定

	P1 (Low)				P5 (High)				High-Lowスペルドリターン			
	平均値	(p値)	標準偏差	平均値÷標準偏差	平均値	(p値)	標準偏差	平均値÷標準偏差	平均値	(p値)	標準偏差	平均値÷標準偏差
過去1年 (2014.4-2015.3)	-5.1%	0.00	1.3%	-3.84	3.4%	0.28	3.0%	1.13	8.5%	0.06	4.0%	2.12
過去3年 (2012.4-2015.3)	-2.5%	0.33	4.4%	-0.57	4.7%	0.12	5.0%	0.93	7.2%	0.16	8.7%	0.83

(出所：柳・目野・吉野 [2015])

表2 ESとROEの10分位パフォーマンス比較結果

〈ESの10分位分析〉

P1（第1分位）、P10（第10分位）、P10-P1のスペルドリターン

(注) 両側検定

	P1 (Low)				P10 (High)				High-Lowスペルドリターン			
	平均値	(p値)	標準偏差	平均値÷標準偏差	平均値	(p値)	標準偏差	平均値÷標準偏差	平均値	(p値)	標準偏差	平均値÷標準偏差
過去1年 (2014.4-2015.3)	-5.9%	0.13	3.6%	-0.87	5.1%	0.17	3.5%	1.46	11.0%	0.02	4.0%	2.73
過去3年 (2012.4-2015.3)	-2.3%	0.71	10.7%	-0.19	7.8%	0.07	7.4%	1.06	10.2%	0.26	15.3%	0.66

〈来期ROEの10分位分析〉

P1（第1分位）、P10（第10分位）、P10-P1のスペルドリターン

(注) 両側検定

	P1 (Low)				P10 (High)				High-Lowスペルドリターン			
	平均値	(p値)	標準偏差	平均値÷標準偏差	平均値	(p値)	標準偏差	平均値÷標準偏差	平均値	(p値)	標準偏差	平均値÷標準偏差
過去1年 (2014.4-2015.3)	-5.3%	0.05	2.4%	-0.10	3.3%	0.51	4.9%	0.68	8.6%	0.15	5.5%	1.56
過去3年 (2012.4-2015.3)	-2.3%	0.58	6.9%	-0.21	8.3%	0.06	7.3%	1.13	10.6%	0.14	12.1%	0.87

(出所：柳・目野・吉野 [2015])

表1, 2から, 結論として, 5分位分析と10分位分析のいずれにおいても, 過去1年および過去3年の株価パフォーマンスはESと正の相関関係にあることが示唆された。ESの高い会社をロングしてESの低い会社をショートするポートフォリオ戦略は有効に機能する蓋然性が高い。

重要なポイントとして, 分析サンプルが少ない点は解釈の上で留意が必要なもの, 過去1年の分析ではESのパフォーマンスはROEを上回り¹²⁾, p値も5分位と10分位それぞれで0.05以下と統計的に有意な結果になっている。アベノミクスの奏功もあり2013年度から日本企業の平均ROEが向上して, ようやく正のESを計上し始めて正常化したので, 過去3年よりも1年の実証結果が有意であったとも考えられる。あるいは, この1年のガバナンス改革を受けて市場はESを織り込み始めたともいえるかもしれない。いずれにしても, 「資本コストを上回るROE」が価値の源泉であり, ESは企業価値と関連性があるので, ESを利用したポートフォリオ戦略は超過リターンを生むという仮説は実証されたといえるだろう。

このように, ESは理論的にも実証的にも株主価値との相関があり, 世界の投資家はESおよびその主要コンポーネントであるROEを最も重視する。しかしながら, 持続的価値創造が望ましく, ショートターミズムによる近視眼的なリストラや過剰なレバレッジによる短期ROEの人工的極大化は必ずしも全てのステークホルダーの利益とはならない。また, 少なくとも長期投資家の利害とも一致しないであろう。そして, 日本企業の経営者はROEよりも非財務資本である, 人材の価値, 顧客の価値, 知的財産, コーポレイトレピュテーション, 環境社会への貢献などのインタンジブルズを重視する傾向がある。

こうしたダイコトミーは誤解や対立を生みやすいが, 世界の投資家と日本企業は同期化が可能であろうか。

IV ESGと企業価値に係る世界の投資家に対する質問票調査

ダイコトミーを整理すると, 本稿の世界の投資家サーベイで証明されたように, 投資家はROE重視である一方, 企業側のパーセプションは経営理念やESGなどの非財務情報重視である。CGでは持続的成長と企業価値向上のために「資本効率」「資本政策」の論点を包含しているが, 同時にCGは企業の中長期的視点, 持続可能性にも鑑み, 「株主以外のステークホルダー」「ESG(環境, 社会, 統治)への取組み」「非財務情報の開示」とのバランスを考慮している。

企業側のパーセプションでは, 日本IR協議会[2014]のサーベイによると, IR活動の課題の第1位は「財務情報に現れにくい企業価値の説明」で57%を占める。また54%の企業がESGを意識したIRを行っている。

こうしたESGを中心とした非財務資本と価値創造の連関を企業側から積極的に開示して説明していくためのツールの一つとして「統合報告」が考えられる。統合報告については, 国際統合報告評議会(IIRC)が2013年12月に情報開示のフレームワークを公表¹³⁾している。

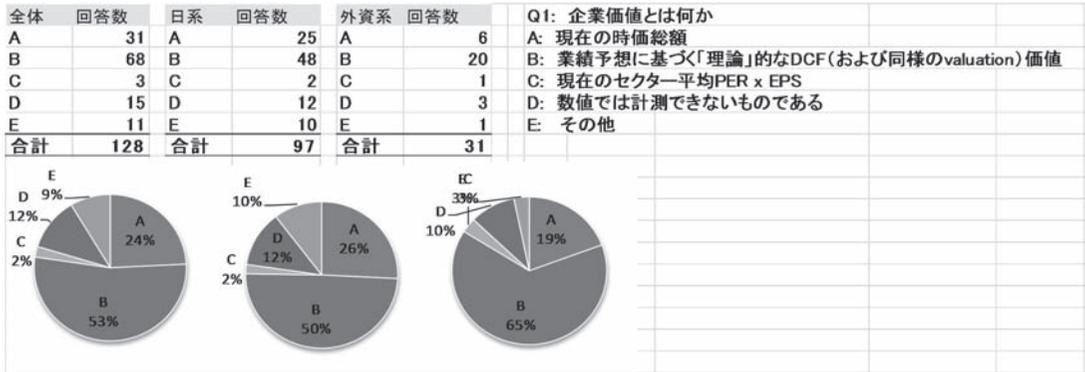
筆者は2013年5月から9月にかけて, UBS証券の協力を得て, 企業価値の定義, 非財務情報としてのESG(環境・社会・ガバナンス)と企業価値評価・投資判断との関係, および日本企業の統

12) 既述のようにStark and Thomas [1998]は, 残余利益(ES)が会計上の利益(ROE)より株価の説明力が高いことを示唆している。

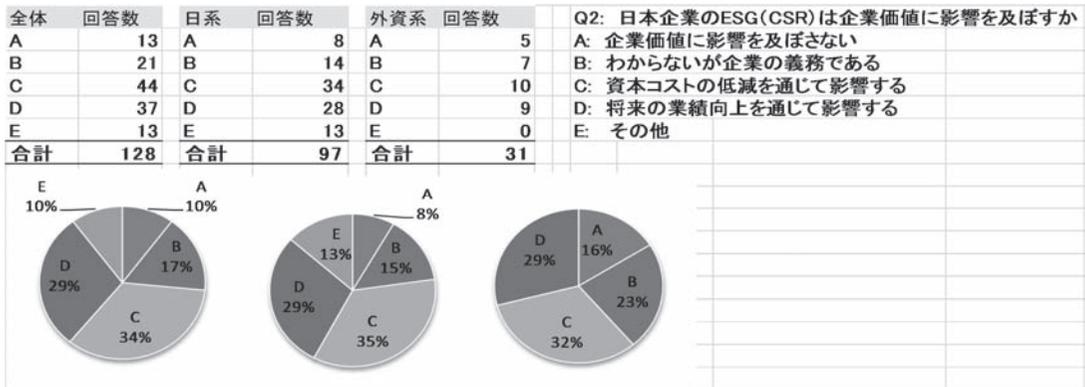
合報告の採択について世界の機関投資家に対する質問票調査¹⁴⁾を行った。その結果は図4のとおりである。

図4 ESGと企業価値に係るグローバル投資家サーベイ結果

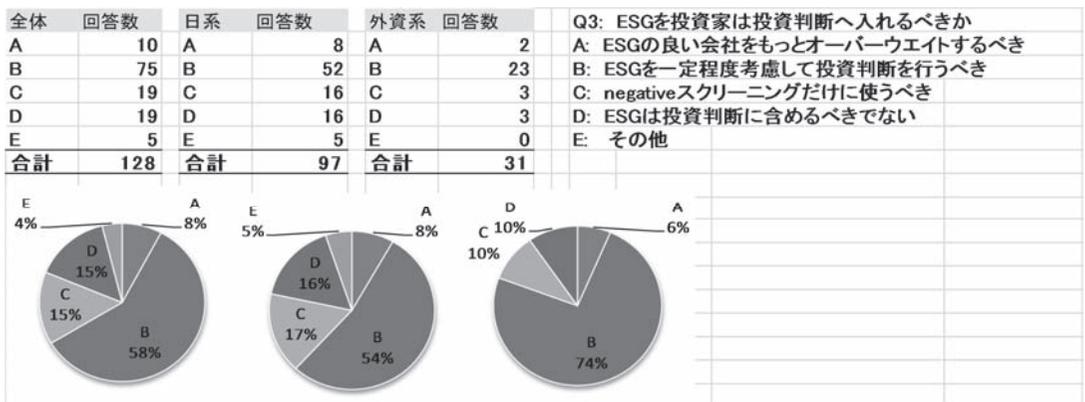
質問1. 企業価値とは何か？



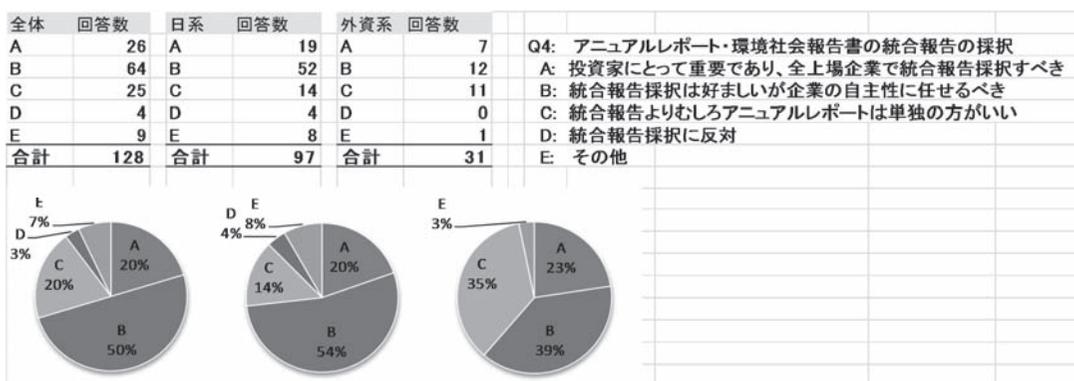
質問2. 日本企業のESGは企業価値に影響を及ぼすか？



質問3. ESGを投資判断に入れるべきか？



質問4. 統合報告の採択をどう思うか？



(出所：筆者作成)

質問1では、企業価値の定義を尋ねているが、過半数の投資家が企業価値とは業績予想に基づく将来キャッシュフローの現在価値の総和（DCF 価値）であると定義している。

質問2では、非財務情報である ESG について世界の投資家の過半数が企業価値に影響を及ぼすとしている。その経路は「資本コストの低減」と「業績予想の確度向上」の2つの回答に投資家の意見は大別されたが、理論上は資本コストの低減¹⁵⁾、実務上は業績予想の確度向上¹⁶⁾に集約されるだろう

質問3では、ESG を投資判断に含めるべきかを聞いているが、世界の投資家の過半数が一定程度は ESG を投資判断に入れるべきであると回答している。

質問4では、日本企業の統合報告には賛否両論があることが明らかになった。世界の投資家は、非財務情報の価値を認めていることを示唆する一方、資本効率や企業価値との連関を示すレベルの高い統合報告とその説明でなければ評価しない姿勢が窺える。

この質問票調査の留意点として、図1の日本版CGに係るグローバル投資家サーベイ結果と比較して、図4のESGと企業価値に係るグローバル投資家サーベイ結果の回答者は国内機関投資家の割合がかなり多い。例えば質問1では、日本的に「企業価値は数値で測定できない」とする国内投

- 13) IIRC [2013] を参照。統合報告書は従来のアニュアルレポートと環境社会報告書を統合する場合も多いが、単なる両者の合本ではなく、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6つの資本とビジネスモデルを用いて、「統合思考」で財務情報と非財務情報を有機的に結び付けて持続的な企業価値向上を説明する情報開示のツールである。
- 14) UBS 証券の協力により許諾を得て結果を掲載。UBS コア 200 社にアプローチして、海外 31 社、国内 97 社、合計 128 社から有効回答を得たもの（回答率 64%）。回答者の属性は UBS コア 200 社の世界の大手バイサイド機関投資家（年金、運用会社）に所属して、管理職以上の権限のある役員、CIO、ファンドマネジャー、アナリスト等で、筆者または UBS のセールスの面識のある人物である。本調査では回答者が国内投資家にやや偏っていることには留意が必要である。
- 15) Dhaliwal, et al. [2011] は、米国の CSR 優良企業が CSR 報告書を公表して、非財務情報を訴求した初年度に資本コストを約 1% 低減していることを報告している。
- 16) ニッセイアセットマネジメント [2014] では、同社の投資先 ESG 格付けがアナリスト業績予想の確度に反映されていること、さらに ESG 格付けと株価パフォーマンスに正の相関があることが示唆されている。

資家が12名もいるが、外国人投資家は「企業価値は数値で測定できる」と考える傾向がより強い。また、質問4では、過半数の国内投資家は「統合報告は好ましく、企業の自主性に任せる」として日本企業の統合報告に理解を示すが、外国人投資家ではその割合が下がり、むしろ「統合報告よりアニュアルレポート単独が良い」とする割合が35%もある。外国人投資家のほうが、非財務情報よりも「まずは財務報告の充実」を求めているようである。

V 企業と投資家のエンゲージメント・アジェンダ

CGの基本原則には「株主との対話」が記載されており、SCは企業と投資家の「目的を持った対話」を強調する。そこでは資本効率の論点も重視されている。また、本稿の質問票調査で確認したように世界の機関投資家は、コーポレートガバナンス改革を通じて日本企業のROEの改善を求めている。一方、企業側はESGをはじめとした非財務情報や、中長期的な視点を主張する。投資家もESGと企業価値の関係性を認めている。そして、CGは「企業理念」「株主以外のステークホルダー」「ESG（環境、社会、統治）への取組み」「非財務情報の開示」も包含している。

かかる背景から、本稿で提案するCGにおける「株主との対話」のアジェンダ¹⁷⁾は下記のとおりである。

(本稿で提案するエンゲージメント・アジェンダ)

- 企業理念（社会的価値と経済的価値）
- 中長期経営ビジョン（財務情報+非財務情報）
- 中長期視野による資本生産性（ROE）の目標と戦略
（デュポン分析による各要素の目標と改善策）
- 資本コストの前提
- エクイティ・スプレッドの開示と議論
- 最適資本構成（財務の健全性）
- 最適現金保有レベル
- 株主還元の目標と根拠
- 資本予算における定量的な投資採択基準
- コーポレートガバナンスの状況
- ESG（環境・社会・統治）
- IR活動の方針

やはり、投資家はROEを求め、企業側は持続可能性を担保したい。したがって、端的には「持続的なROE」が重要であり、「非財務情報」も大きな役割を果たす。こうした考え方は長期投資家の視座と同期化できるはずである。本稿の提案するエンゲージメント・アジェンダは、例えば英国の著名年金であるハーミーズのポリシー¹⁸⁾と基本的に合致している。

17) 筆者は、2014年12月11日に行われた日本IR協議会の「IRカンファレンス2014」において「提案する対話のテーマ」を発表した。これは同協議会「IRラウンドテーブル」の中間報告にも取り入れられている。

(ハーミーズ「上場企業に望むこと」抜粋)

- 企業は株主と率直かつ継続的にレベルの高い対話を行うべき
- 企業は持続的に資本コストを上回るリターンを生み出すべき
- 企業は投資計画を長期的な株主価値創造の視点から厳格に審査し、特に多角化やコア事業の拡大に係る M&A ではより高いハードルを適用すべき
- 企業は最適資本構成を企図して長期的な資本コストを最小化すべく、デットとエクイティのバランスを熟考すべき
- 企業は長期的な株主価値の最大化も視野に入れて、他のステークホルダーとの関係を有効にマネージすべき
- 企業は長期的なサステナビリティを高める視点から、環境問題や社会的責任を有効にマネージすべき
- コーポレートガバナンスでは、企業と株主の長期的な利益に資するように取締役会の客観性と独立性を担保すべき。理想的には取締役会議長は業務執行から独立した社外取締役が担うべき(他の形式をとる場合には、株主に説明して正当化する必要がある)

Ⅵ エクイティ・スプレッドと非財務資本の同期化

企業と株主・投資家の対話では、本稿の世界の投資家サーベイで確認されたように資本効率(ROE)の議論に投資家のフォーカスが集まるが、企業側としては、企業理念や ESG などの非財務資本も含めた長期的な視点も持続的な成長と企業価値向上には極めて重要である。

こうした資本効率と持続可能性に鑑み、柳 [2009] は IIRC のフレームワーク公表前から財務資本と非財務資本の価値関連性についてのモデルを Intrinsic Value モデルとして提唱してきた¹⁹⁾。ここでは、市場付加価値 (MVA) = 「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)」と定義している。

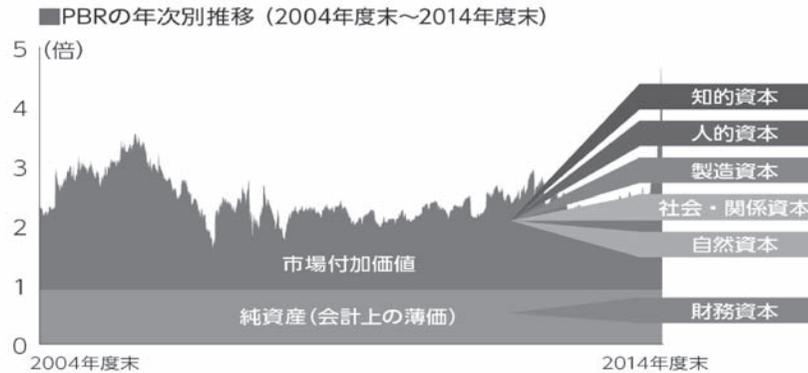
また、柳 [2015] は、柳 [2009] を発展させたエーザイの 2014 年度アニュアルレポートの PBR (株価純資産倍率) モデルを、対話のツールとしての統合報告の事例として紹介しているが、その後、エーザイの 2015 年度統合報告書でそのモデルは完成している (詳細は同社 HP 参照)。当該統合報告書は、「株主価値 = 長期的な時価総額 = 株主資本簿価 (BV) + 市場付加価値 (MVA)」の前提で、BV を「財務資本」、そして MVA を「知的資本」「人的資本」「社会・関係資本」「自然資本」といった非財務資本と関連付けることにより、IIRC の 6 つの資本の価値関連性を図 5 のように説明している。

エーザイの過去 10 年間の時価総額は日本の標準レベルである純資産の 1 倍を大きく上回って推移している。つまり、会計上の純資産 (簿価) を上回る市場評価 (時価総額) となっており、その差額である市場付加価値を安定的に創出してきている (時価総額 = 簿価純資産 + 市場付加価値)。会計上の簿価である純資産を「財務資本」関連とすると、市場付加価値はそれ以外の 5 つの「非財務資本」の価値、特に知的資本としてのパイプライン (研究開発) の価値との関連性があると考え

18) ハーミーズ責任投資原則第 2 章「上場企業に望むこと」(詳細は同社 HP)

19) Porter and Kramer [2011] および IIRC [2013] と整合している。

図5 エーザイを構成する6つの資本の価値関連性（エーザイのPBRモデル）
—簿価純資産は財務資本と市場付加価値は非財務資本と関係する—



(出所：エーザイ株式会社の2015年度統合報告書56ページの図表を同社HPより転載)

られる。

このようにエーザイの統合報告書は財務情報と非財務情報を統合して、持続的な企業価値創造を説明する「企業と投資家の目的を持った対話」のツールと位置づけられており、実際に世界の長期投資家との議論に役立てられている。

残余利益モデル、または Ohlson [1995] が示唆するように MVA はエクイティ・スプレッドの現在価値の総和に収束するという関係をふまえて、前述の柳 [2009] の Intrinsic Value モデル、エーザイの PBR モデル、Ohlson [1995] の残余利益モデルの3つを簡潔に整理すると、次のようになる。

(柳 [2009] の Intrinsic Value 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)

市場付加価値 (MVA) = 「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)」

(エーザイの 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)

株主資本簿価 (BV) = 「財務資本」

市場付加価値 (MVA) = 「知的資本」+ 「人的資本」+ 「製造資本」+ 「社会・関係資本」+ 「自然資本」

(Ohlson [1995] の残余利益モデル)

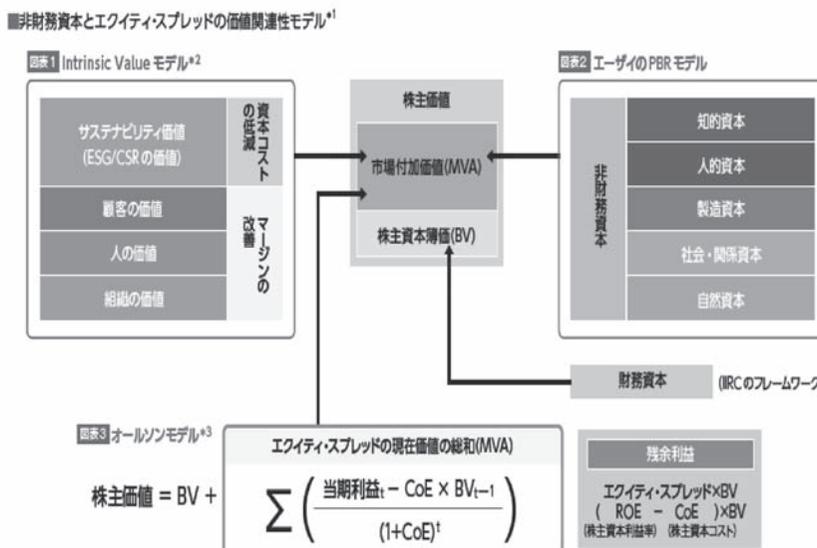
株主価値 = 長期的な時価総額 = 株主資本簿価 (BV) + 市場付加価値 (MVA)

市場付加価値 (MVA) = 将来のエクイティ・スプレッドの金額の流列の現在価値の総和

こうして見ると、3つのモデルはエクイティ・スプレッドの現在価値の総和に収束する「市場付加価値 (MVA)」を通じて相互補完的であることがわかる。

つまり、エクイティ・スプレッドによる価値創造は、ESGをはじめとする非財務資本の価値と MVA 創造を経由して長期的には整合的である。いわば「論語と算盤」の関係が成り立つのではないか。非財務資本を MVA と関連付けたエーザイの PBR モデル、柳 [2009] の Intrinsic Value モデル、そして MVA と ES の関連性を示唆するオールソンモデル (Ohlson [1995]) の三者が共に示唆する価値関連性のモデルをエーザイの2015年度統合報告書から図6に紹介する。

図6 エーザイの統合報告書が示唆する非財務情報の価値関連性に係る理論
—エクイティ・スプレッドと ESG の同期化（論語と算盤）—



*1 [インベスター・リレーションズ]No.9 日本IF学会(2015) *2 [企業価値最大化の財務戦略]岡友隆(2009) *3 Ohlson(1995)

(出所：エーザイ株式会社の2015年度統合報告書57ページの図表を同社HPより転載)

Ⅶ おわりに

伊藤レポートでは、「国内外の資金供給者から集められる『金融資本』、経営・事業を担う人材である『人的資本』、イノベーション創出能力の源泉となる『知的資本』、サプライチェーンや社会規範等の『社会・関係資本』、環境等の『自然資本』等、様々な資本を有効活用しなければならない。つまり広い意味での『資本効率 (Capital Efficiency)』を高めることは日本の存立に関わる重要課題である」としている。

また、企業に受託者責任を問うCGは、持続的成長と企業価値向上のために「資本効率」の改善を重視している一方、「株主以外のステークホルダー」「ESG（環境，社会，統治）への取組み」「非財務情報の開示」などもバランスよく重視しており、本稿で提案するエンゲージメント・アジェンダや統合報告で訴求する非財務情報は、CG「基本原則5. 株主との対話」に適合している。

本稿で述べてきたように、経営理念や人材の価値などの非財務情報を重視する企業側の視点は、資本効率を求める長期の投資家とは市場付加価値 (MVA) を経由して同期化でき、共に協働が可能であろう。企業と投資家による持続的な企業価値の共創が期待される。

参考文献

金融庁 [2014] 『責任ある機関投資家の諸原則（日本版スチュワードシップ・コード）—投資と対話を通じて企業の持続的成長を促すために—』 金融庁。

金融庁・東証 [2015] 『コーポレートガバナンス・コード原案—会社の持続的な成長と中長期的な企業価値向上のために—』 金融庁・東証。

- 経済産業省 [2014] 『「持続的成長への競争力とインセンティブ—企業と投資家の望ましい関係構築—」プロジェクト（伊藤レポート）最終報告書』経済産業省。
- ニッセイアセットマネジメント [2014] 『スチュワードシップ・コード時代の企業価値を高める経営戦略』中央経済社。
- 日本 IR 協議会 (JIRA) [2014] 『IR 活動の実態調査』日本 IR 協議会。
- 藤井秀樹・山本利章 [1999] 「会計情報とキャッシュフロー情報の株価説明能力に関する比較研究—Ohlson モデルの適用と改善の試み—」『会計』第156巻第2号, 14-29 ページ。
- 柳良平 [2009] 『企業価値最大化の財務戦略』同友館。
- [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。
- [2013] 「Equity Spread の開示と対話の提言」『企業会計』第65巻第1号, 86-93 ページ。
- [2014] 「日本版スチュワードシップ・コードと資本効率に係る一考察」『インベスター・リレーションズ』2014(8), 48-62 ページ。
- [2015] 『ROE 革命の財務戦略』中央経済社。
- ・目野博之・吉野貴晶 [2015] 「エクイティ・スプレッドと価値創造に係る一考察」『月刊資本市場』2015(7), 24-33 ページ。
- Dhaliwal, et al. [2011] “Voluntary Nonfinancial Disclosure and the Cost of Equity Capital: The Initiation of Corporate Social Responsibility Reporting,” *The Accounting Review*, Vol. 86, 2011(1), pp. 59-100.
- Francis, et al. [2000] “Comparing the Accuracy and Explainability of Dividend, Free Cash Flow, and Abnormal Earnings Equity Value Estimates,” *Journal Accounting Research* (38), pp. 45-70.
- IIRC [2013] *The International IR Framework*, International Integrated Reporting Council.
- IMA [1997] “Measuring and Managing Shareholder Value Creation,” *Statements on Management Accounting*, Institute of Management Accountants.
- Ohlson, J. [1995] “Earnings, Book Values, and Dividends in Equity Valuation,” *Contemporary Accounting Research* (11), pp. 661-687.
- Porter, M. E. and M. R. Kramer [2011] “Creating Shared Value,” *Harvard Business Review* (6), pp. 8-31.
- Stark, A. W. and H. M. Thomas [1998] “On the Empirical Relationship between Market Value and Residual Income in the UK,” *Management Accounting Research* (9), pp. 445-460.