

企業価値向上の財務戦略

(新時代のCFOが担うコーポレート・スチュワードシップ)

エーザイ常務執行役 CFO(最高財務責任者)

東洋大学国際学部客員教授

早稲田大学大学院兼任講師

柳 良平 博士(経済学)

はじめに (Disclaimer的に)

- 良いROEと悪いROE
- アカデミック論文(統計的有意)と感情論(例外論)
- 中長期志向(10年平均)と短期志向(myopia)
- 成長見込ある低ROEと成長見込ない低ROE
- 収益絶対額と伴うROEと縮小均衡のROE(デフレの真犯人)
- 中長期会計平準化・修正と会計の短期主義・形式主義
- 簿価主義と時価主義(長期的には収斂)
- 資本コストを上回るROEと極大化・継続増要求
- バランスシートマネジメントと過剰レバレッジ(倒産リスク)
- 日本企業(周回遅れ)と欧米企業(宿題済み)
- 業績予想・中期計画開示ありと開示なしの場合
- 優れた財務リタラシー・管理会計と盲目的政府追従
- ESG/CSRとの両立と株主原理主義(株主だけのROE)

アジェンダ

1. ガバナンス改革とCFO（経営財務）の役割
2. 新時代CFOに必要なスキルセット（財務戦略）
 - I. ROE経営
 - II. エクイティ・スプレッド（資本コスト）
 - III. 最適資本構成
 - IV. 最適配当政策
 - V. 投資採択基準
3. 非財務情報とのConnectivityとケース研究
4. 非財務資本とエクイティ・スプレッドの同期化モデルとエビデンス

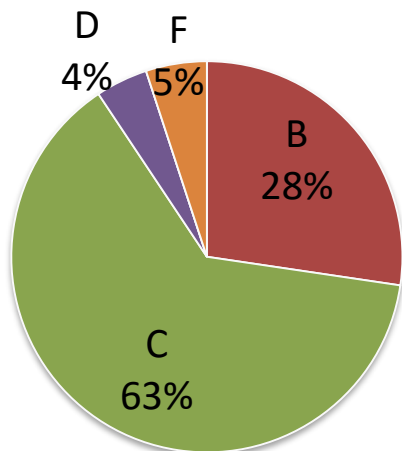
ガバナンス改革とCFOの役割

- CGコードと伊藤レポートの示唆
 - ROE経営の重要性
 - CFOの果たす役割
- (コーポレートスチュワードシップ)

2017年投資家サーベイ

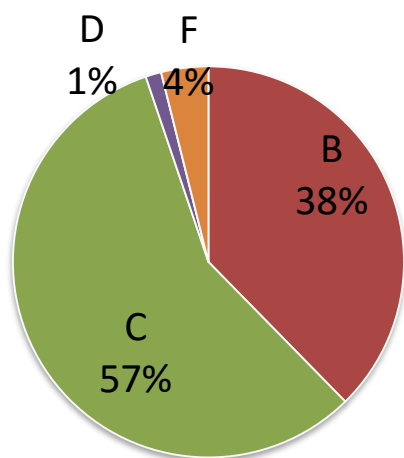
- 2017年1月10日－2月22日に講演者が実施
- 世界の主要機関投資家への質問票調査
- 国内77名、海外62名、合計139名回答

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？

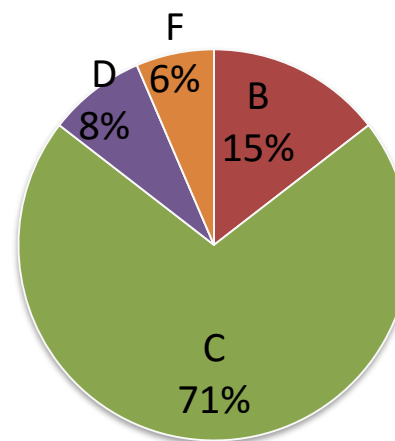


全体	回答数
A	0
B	38
C	88
D	6
E	0
F	7
合計	139

- A) 株主価値を大いに意識しており大変満足している
- B) 株主価値を多少意識しており一般的に満足している
- C) 株主価値を意識せず不満である
- D) 株主価値を無視しており大いに不満である
- E) コーポレートガバナンス自体が重要でない
- F) その他

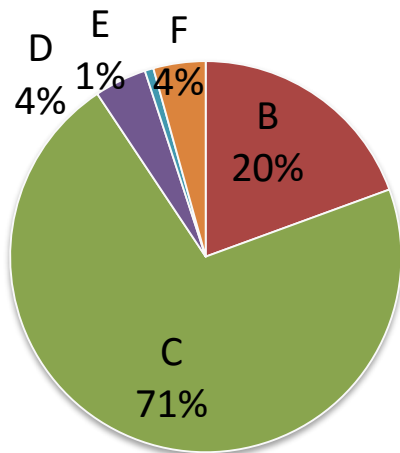


日系	回答数
A	0
B	29
C	44
D	1
E	0
F	3
合計	77



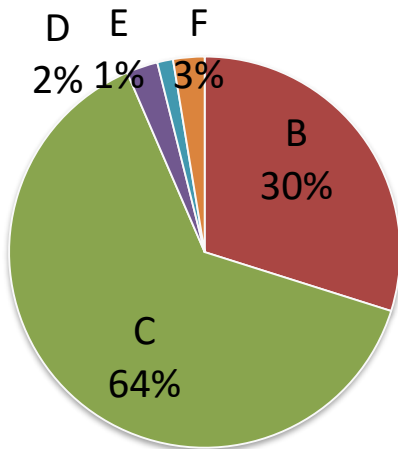
外資系	回答数
A	0
B	9
C	44
D	5
E	0
F	4
合計	62

2. 一般に日本企業のROEに満足していますか？

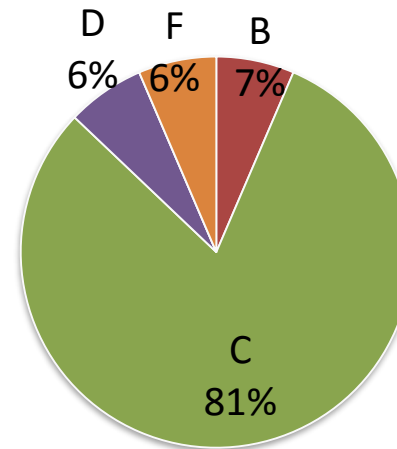


全体	回答数
A	0
B	27
C	99
D	6
E	1
F	6
合計	139

- 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自体が重要でない
- F) その他

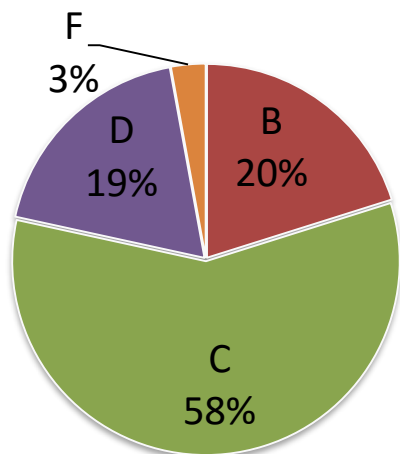


日系	回答数
A	0
B	23
C	49
D	2
E	1
F	2
合計	77



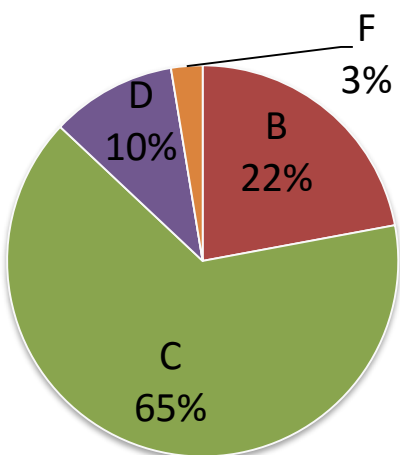
外資系	回答数
A	0
B	4
C	50
D	4
E	0
F	4
合計	62

3. 日本企業の経営者の財務リテラシーについて どう思いますか？

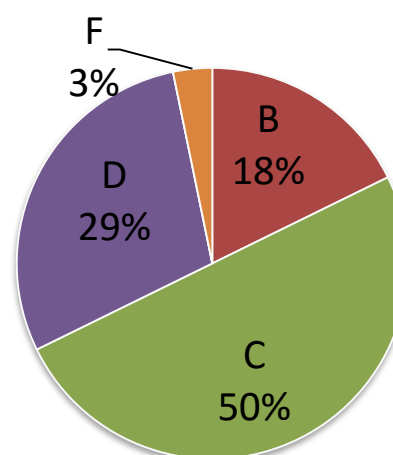


全体	回答数
A	0
B	28
C	81
D	26
E	0
F	4
合計	139

- A) 株主価値・資本コストを大いに理解しており大変満足している
- B) 株主価値・資本コストを多少理解しており一般的に満足している
- C) 株主価値・資本コストを十分には理解せず不満である
- D) 株主価値・資本コストを全く理解しておらず、大いに不満である
- E) 経営者の財務リテラシー自体が重要でない
- F) その他



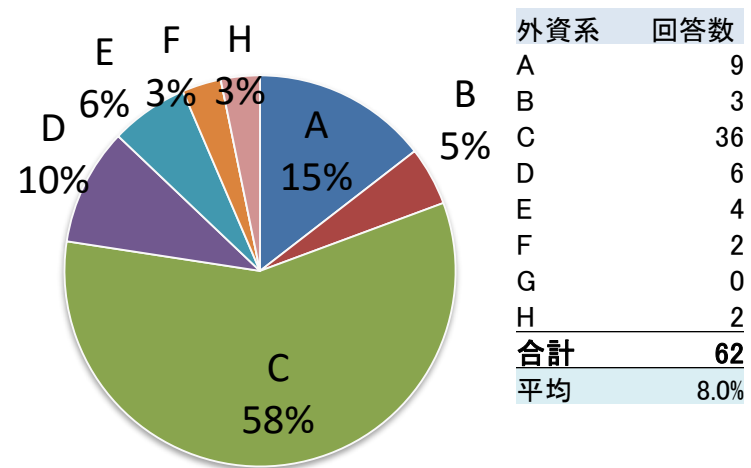
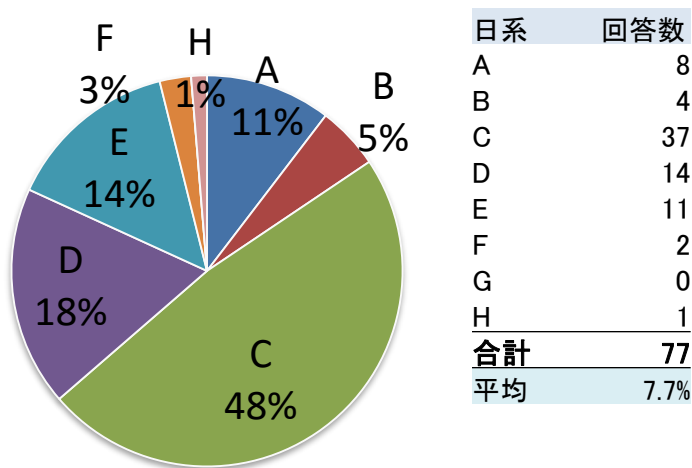
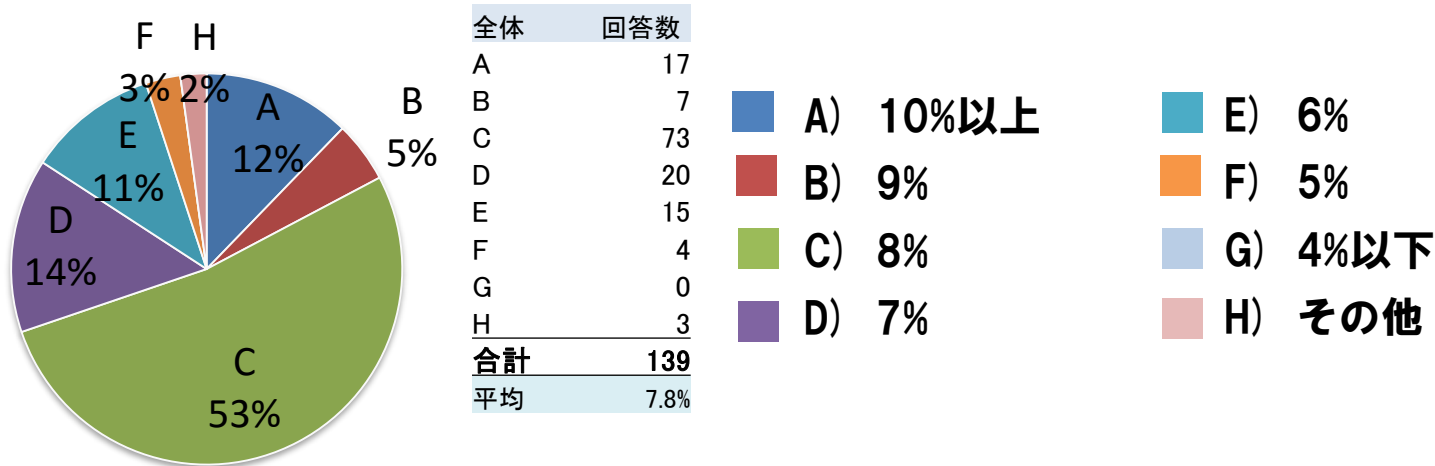
日系	回答数
A	0
B	17
C	50
D	8
E	0
F	2
合計	77



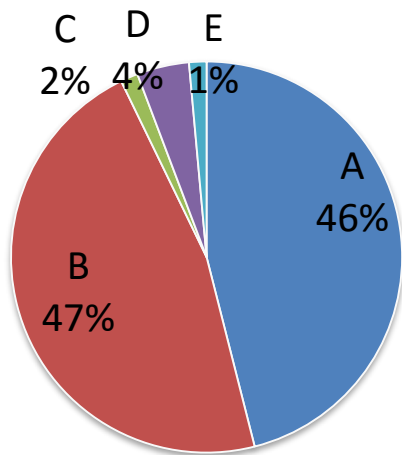
外資系	回答数
A	0
B	11
C	31
D	18
E	0
F	2
合計	62

4. 一般に日本株にはどれくらいの 株主資本コストを想定しますか？

(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)

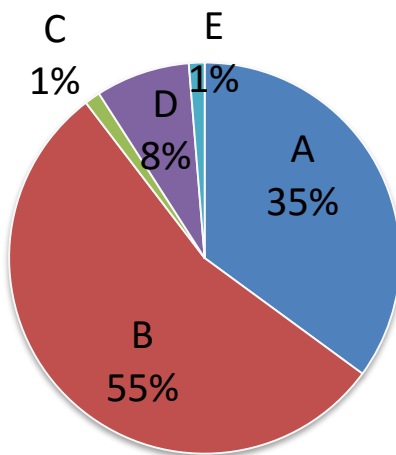


5. 「伊藤レポート」の「最低限ROE8%以上をめざすべき」を支持しますか？

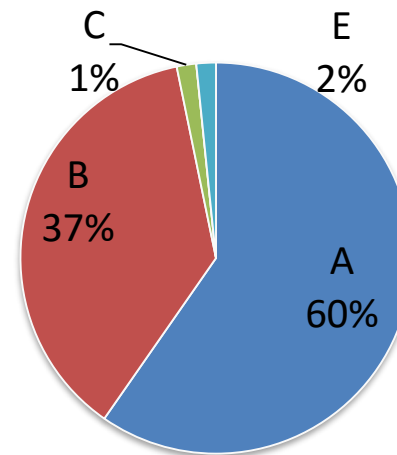


全体	回答数
A	64
B	65
C	2
D	6
E	2
合計	139

- 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) その他

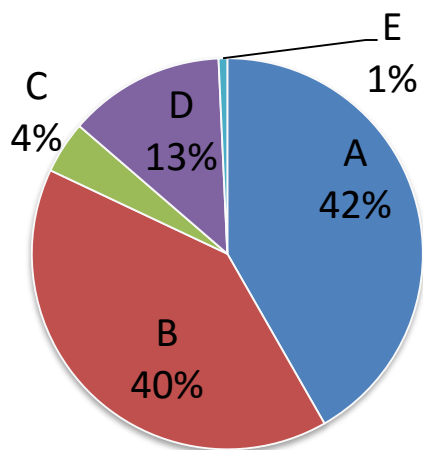


日系	回答数
A	27
B	42
C	1
D	6
E	1
合計	77



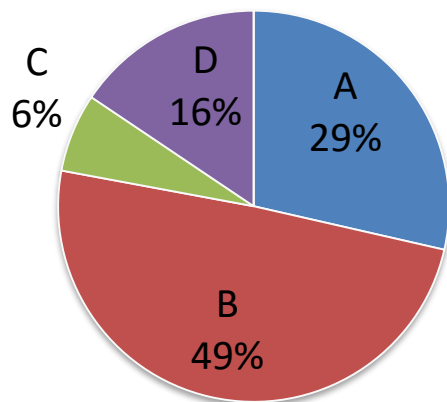
外資系	回答数
A	37
B	23
C	1
D	0
E	1
合計	62

6. Equity Spread (=ROEマイナス株主資本コスト)を 「資本コストを上回るROEの啓蒙の為に」支持しますか？

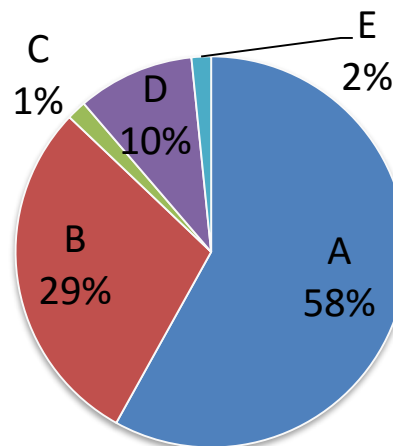


全体	回答数
A	58
B	56
C	6
D	18
E	1
合計	139

- 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) その他

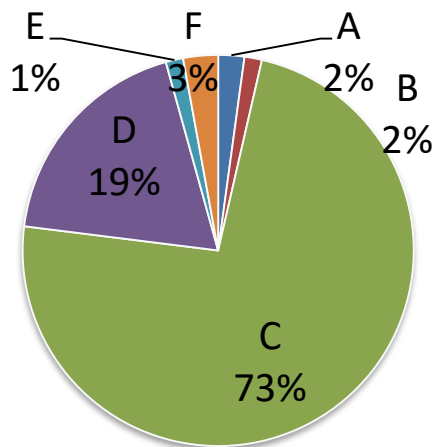


日系	回答数
A	22
B	38
C	5
D	12
E	0
合計	77



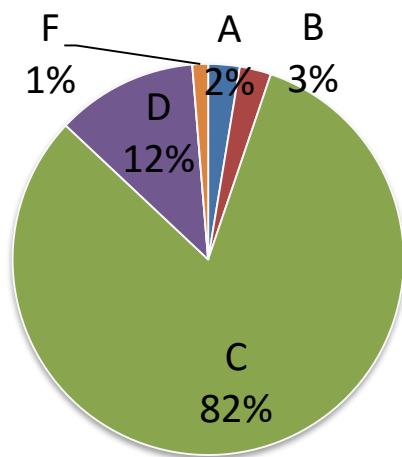
外資系	回答数
A	36
B	18
C	1
D	6
E	1
合計	62

7. 日本企業のESG(CSR)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？

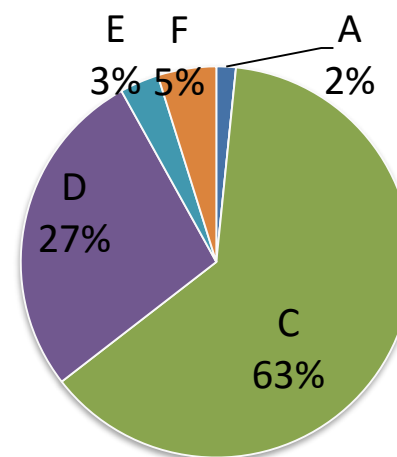


全体	回答数
A	3
B	2
C	102
D	26
E	2
F	4
合計	139

- A) 無条件でESGに注力して積極開示すべきである
- B) 資本効率 (ROE) より優先してESGを開示して説明してほしい
- C) 資本効率 (ROE) とESGを両立して価値関連性を示してほしい
- D) 日本は周回遅れなのでまずは資本効率 (ROE) を優先して記述すべき
- E) 関心がない・重要とは思わない
- F) その他



日系	回答数
A	2
B	2
C	63
D	9
E	0
F	1
合計	77

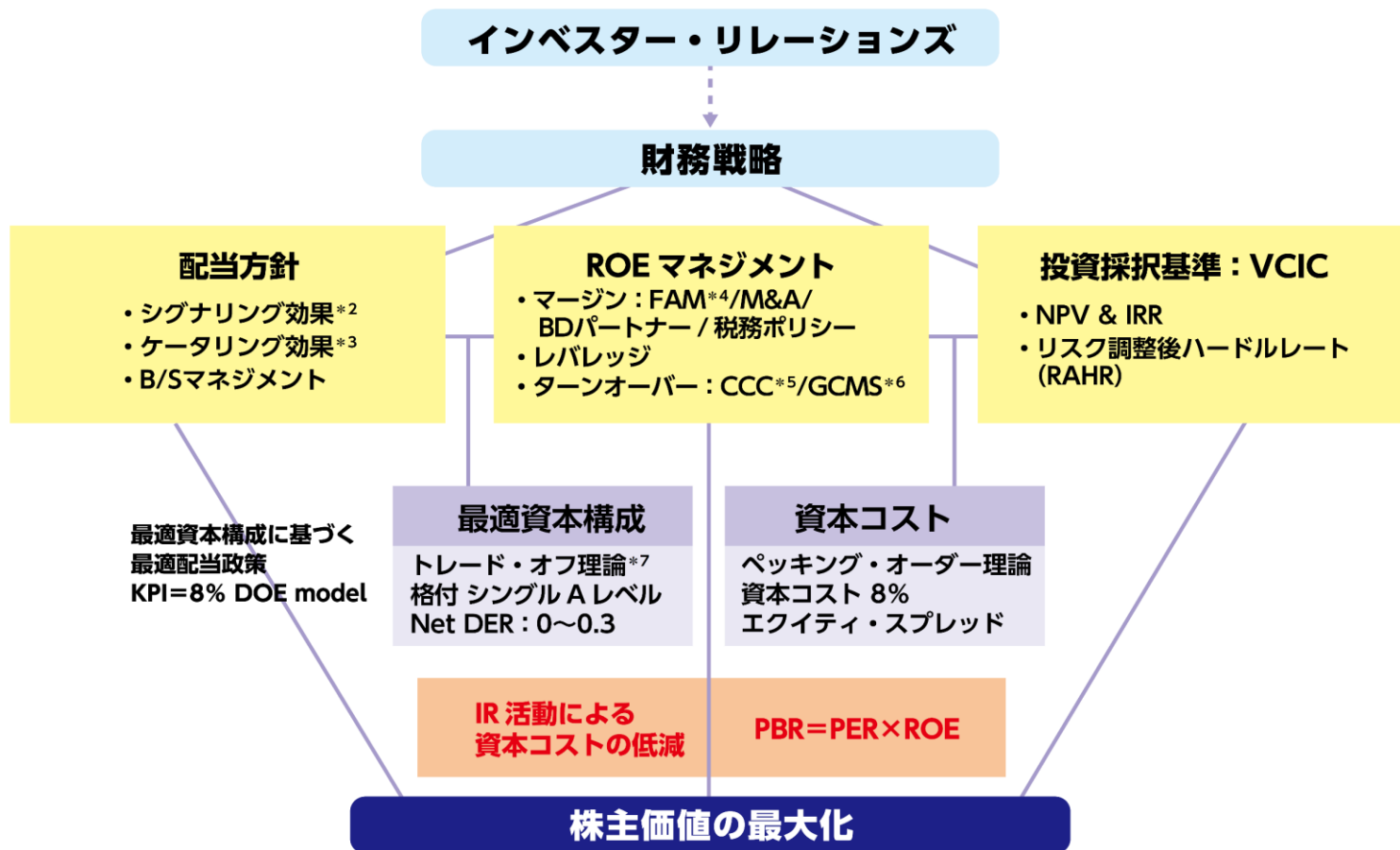


外資系	回答数
A	1
B	0
C	39
D	17
E	2
F	3
合計	62

新時代CFOに必要なスキルセット (財務戦略)

- ROE経営
- エクイティ・スプレッド(資本コスト)
- 最適資本構成
- 最適配当政策
- 投資採択基準

持続的な株主価値最大化のための 財務戦略マップ^{*1}



* 1 『企業価値を高めるための財務会計リテラシー』 日本経済新聞出版社（2016）を一部改編

* 2 シグナリング効果：配当政策により経営者の将来収益予測に対する考え方が株価に影響をもたらすこと

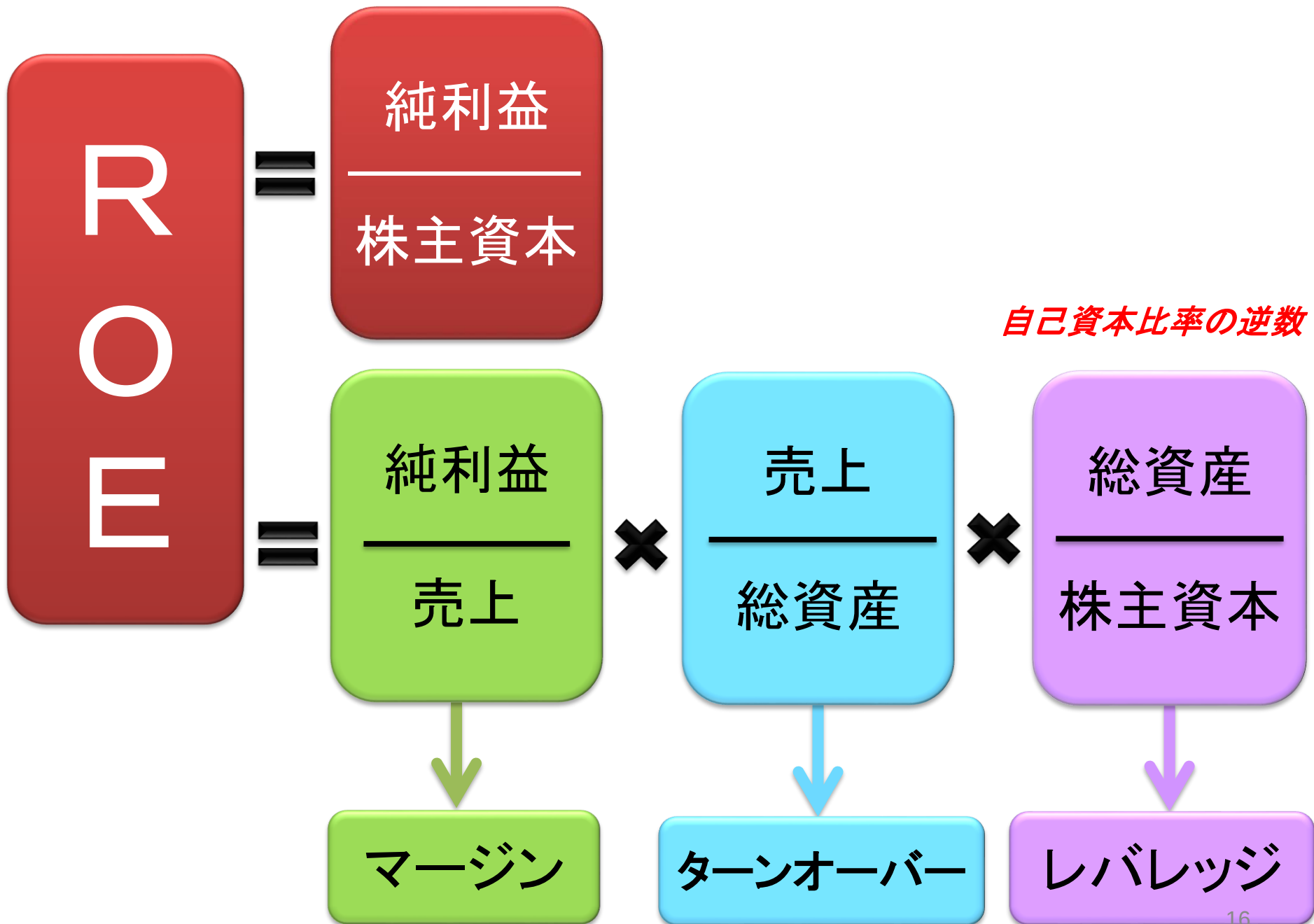
* 3 ケータリング効果：配当を偏好する株主の期待に応えることで株価に影響をもたらすこと

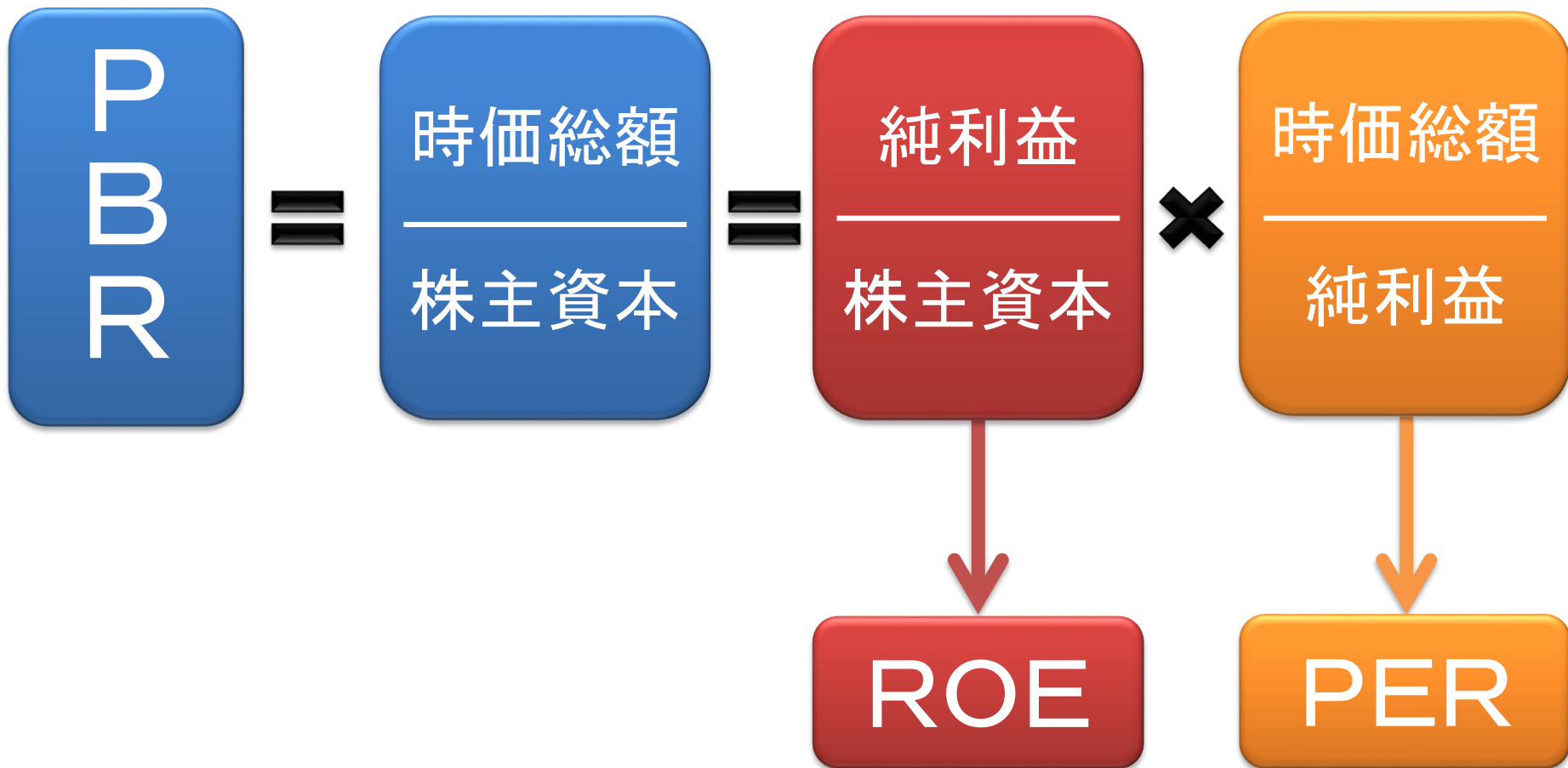
* 4 FAM：Fixed Asset Monetization（固定資産の現金化） * 5 CCC：Cash Conversion Cycle（キャッシュ・コンバージョン・サイクル）

* 6 GCMS：Global Cash Management System（グローバル・キャッシュ・マネジメント・システム） * 7 トレード・オフ理論：負債調達による限界的な便益と企業の倒産リスクが均衡する最適資本構成を求める理論

ROE経営

- 良いROEと悪いROE
- ROEとは何か
- PBRによる価値創造との関係
- 日米ROE比較





参考 典型的な日本企業

$$\text{PBR} = \text{PER} \times \text{ROE}$$

$$0.8\text{倍} = 16\text{倍} \times 5\% \quad \text{成長性があるか}$$

$$* \text{CoE} = 2\% + 1 \times 6\% = 8\% \quad \text{リスク低いか}$$

(30年国債) (ベータ) (リスクプレミアム) (株主資本コスト)

正のエクイティ・スプレッドによる価値創造ができるか

Debt	100億円
Cash	1000億円
(自己資本比率)	80%

ROEのDuPont分解の日米比較

日本(TOPIX500)

加重平均

年度	ROE	売上高 営業利益率	総資産 回転率	総資産 ÷自己資本
2011	4.56%	1.85%	0.87	2.82
2012	5.62%	2.33%	0.86	2.82
2013	8.96%	3.71%	0.88	2.76
2014	8.50%	3.90%	0.82	2.66
2015	7.74%	3.86%	0.56	3.55
2016	8.89%	4.83%	0.52	3.52

単純平均

年度	ROE	売上高 営業利益率	総資産 回転率	総資産 ÷自己資本
2011	5.58%	3.34%	0.96	2.68
2012	6.15%	4.15%	0.95	2.66
2013	8.78%	5.17%	0.97	2.58
2014	8.30%	5.77%	0.95	2.50
2015	8.68%	5.83%	0.94	2.49
2016	9.56%	6.38%	0.89	2.42

中央値

年度	ROE	売上高 営業利益率	総資産 回転率	総資産 ÷自己資本
2011	5.75%	2.88%	0.89	2.14
2012	7.02%	3.40%	0.89	2.12
2013	8.00%	3.97%	0.91	2.07
2014	8.17%	4.52%	0.88	1.98
2015	8.57%	4.68%	0.88	2.00
2016	9.01%	5.30%	0.82	1.99

米国(S&P500)

加重平均

年度	ROE	売上高 営業利益率	総資産 回転率	総資産 ÷自己資本
2011	17.61%	8.39%	0.79	2.65
2012	15.71%	7.78%	0.76	2.65
2013	16.90%	8.89%	0.74	2.56
2014	16.66%	8.54%	0.73	2.67
2015	13.61%	7.41%	0.67	2.74
2016	14.65%	8.17%	0.65	2.77

単純平均

年度	ROE	売上高 営業利益率	総資産 回転率	総資産 ÷自己資本
2011	19.12%	11.08%	0.92	3.24
2012	17.17%	9.89%	0.89	3.16
2013	19.61%	11.07%	0.86	3.11
2014	23.03%	11.18%	0.84	3.55
2015	15.32%	6.20%	0.79	3.62
2016	20.17%	9.39%	0.76	4.04

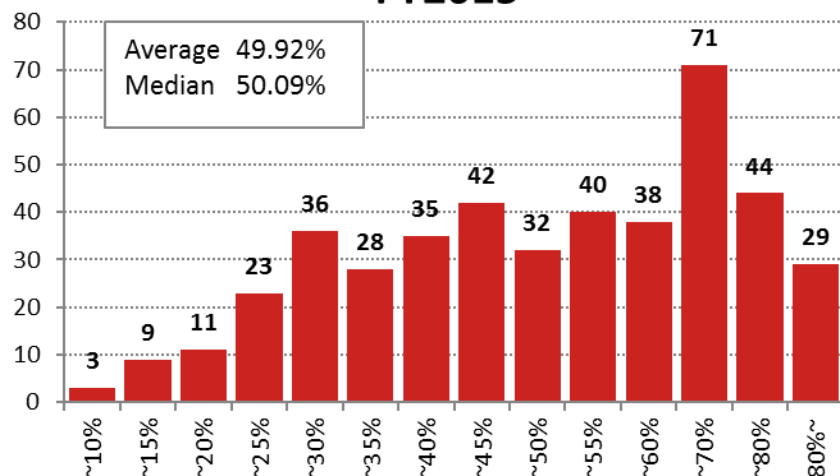
中央値

年度	ROE	売上高 営業利益率	総資産 回転率	総資産 ÷自己資本
2011	17.18%	9.73%	0.72	2.43
2012	15.10%	8.79%	0.67	2.39
2013	15.23%	9.64%	0.64	2.38
2014	16.57%	9.55%	0.65	2.54
2015	15.26%	9.16%	0.59	2.69
2016	15.58%	9.35%	0.56	2.71

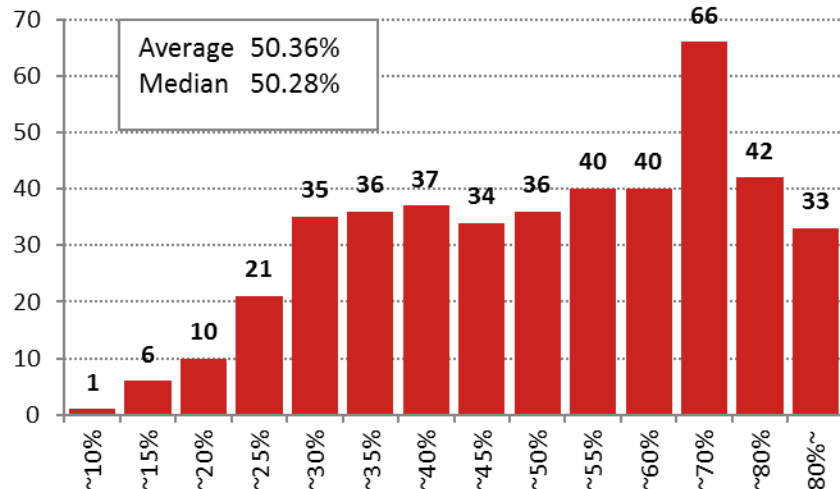
自己資本比率分布の日米比較

日本 (TOPIX500)

FY2015

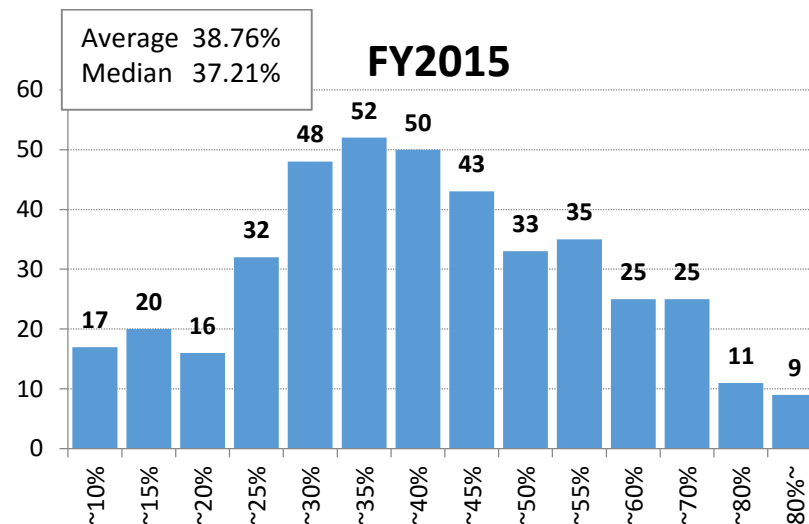


FY2016

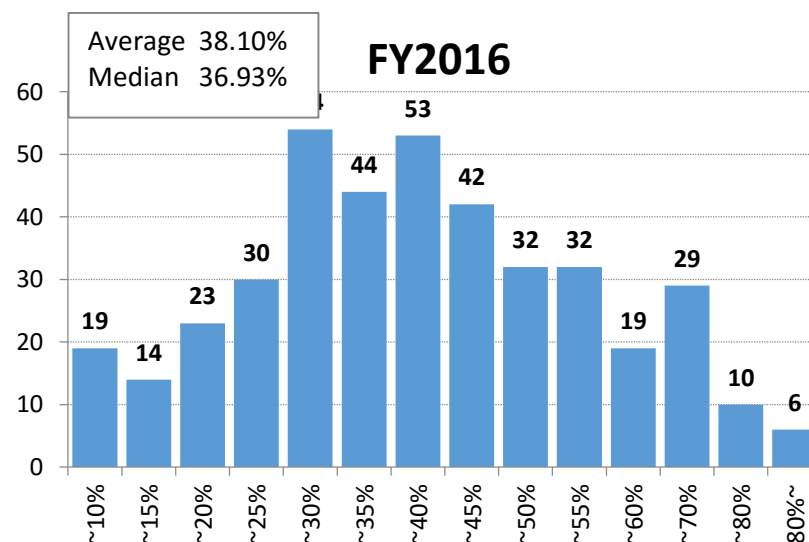


米国 (S&P500)

FY2015



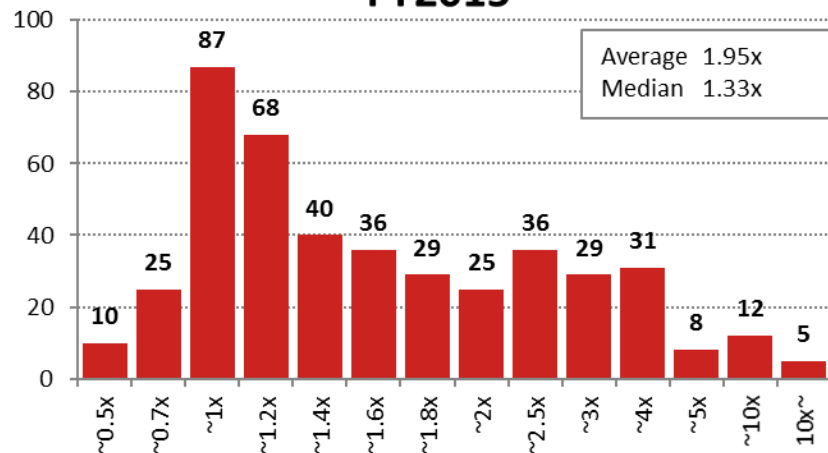
FY2016



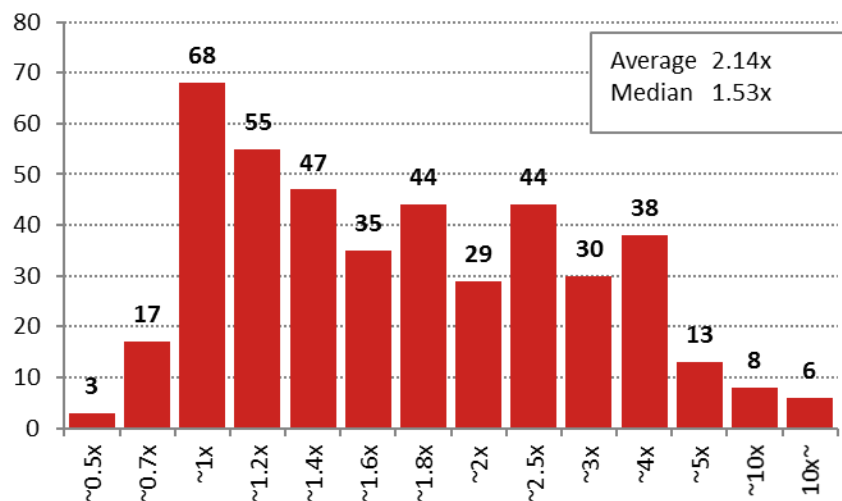
PBR分布の日米比較

日本 (TOPIX500)

FY2015

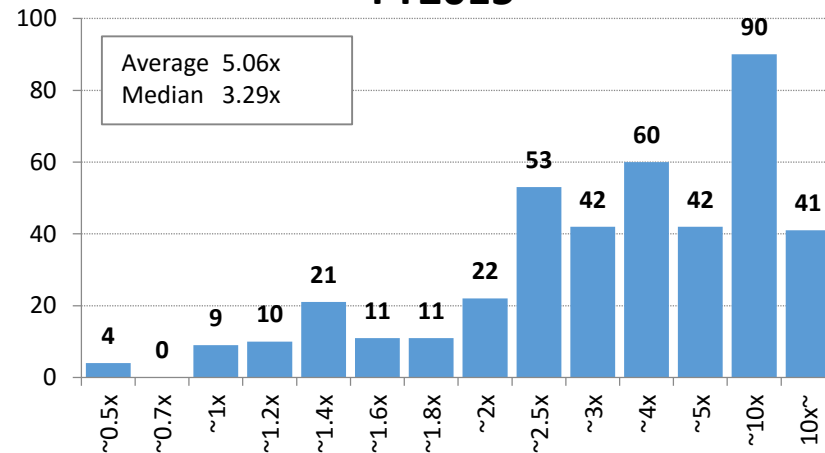


FY2016

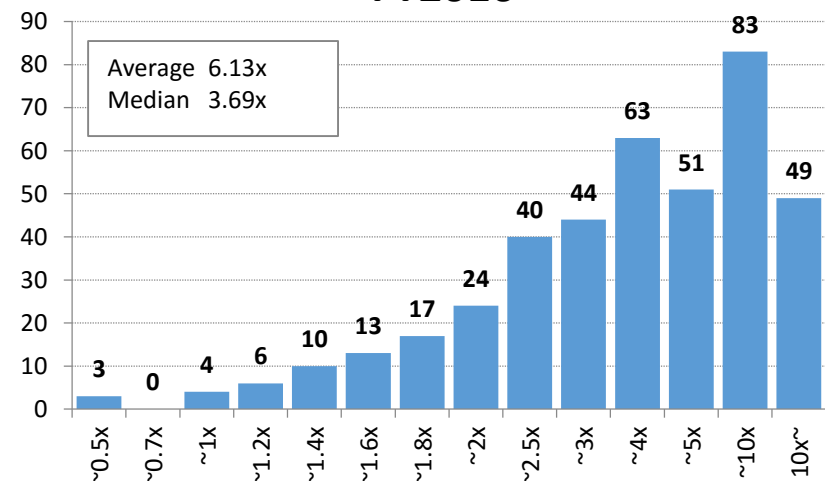


米国 (S&P500)

FY2015



FY2016



エクイティ・スプレッド

- 伊藤レポートの示唆
- エクイティ・スプレッドと何か
- 資本コストの意識
- PBRとの関連での価値創造

エクイティ・スプレッドの開示と対話

東証「企業価値向上表彰」と経産省「伊藤レポート」で採択

エクイティ・スプレッド (%) = 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下記に収斂される。

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

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・スプレッドは、%と\$両方の記述が可能。ROE関連議論の為、割合で%で示すが、金額絶対額も重視

当期純利益 NI 、株主資本 B 、配当 D 、株主資本コスト r 、残余利益 RI 、企業価値 SV 、 $t=0$ は現在、 1 は1年後、成長率 g

1年後の残余利益を次のように定義する。

$$RI_1 = NI_1 - B_0 \times r \quad (1)$$

(1)式を展開する。(当期純利益の定義)

$$NI_1 = B_0 r + RI_1 \quad (2)$$

1年後の株主資本を次のように定義する。(クリーンサープラス関係)

$$B_1 = B_0 + NI_1 - D_1 \quad (3)$$

(3)式を展開する。(配当の定義)

$$D_1 = B_0 + NI_1 - B_1 \quad (4)$$

(4)式に(2)式を代入し、整理する。

$$\begin{aligned} D_1 &= B_0 + B_0 \times r + NI_1 - B_1 \\ &= (1 + r)B_0 + RI_1 - B_1 \end{aligned} \quad (5)$$

割引配当モデルを、次のように定義する。

$$SV_0 = \frac{D_1}{(1 + r)^1} + \frac{D_2}{(1 + r)^2} + \dots \quad (6)$$

(6)式に(5)式を代入し、整理する。

$$\begin{aligned}
 SV_0 &= \frac{(1+r)B_0 + RI_1 - B_1}{(1+r)^1} + \frac{(1+r)B_1 + RI_2 - B_2}{(1+r)^2} + \dots \\
 &= \frac{(1+r)B_0}{(1+r)^1} + \frac{RI_1}{(1+r)^1} - \frac{B_1}{(1+r)^1} + \frac{(1+r)B_1}{(1+r)^2} + \frac{RI_2}{(1+r)^2} - \frac{B_2}{(1+r)^2} + \dots \\
 &= B_0 + \frac{RI_1}{(1+r)^1} - \frac{B_1}{(1+r)^1} + \frac{B_1}{(1+r)^1} + \frac{RI_2}{(1+r)^2} - \frac{B_2}{(1+r)^2} + \dots \\
 &= B_0 + \frac{RI_1}{(1+r)^1} + \frac{RI_2}{(1+r)^2} + \dots
 \end{aligned}$$

さらに、両辺を B_0 で割ると、($RI_1 = N_1 - B_0 \times r$ の関係から)

$$\frac{SV_0}{B_0} = \text{PBR} = 1 + \frac{(ROE_1 - r)}{(1+r)} + \frac{(ROE_2 - r) B_1 / B_0}{(1+r)^2} + \frac{(ROE_3 - r) B_2 / B_0}{(1+r)^3} + \dots$$

数式を簡素化して、クリーンサープラス関係に定常状態を過程する

$$\text{PBR} = 1 + \frac{\text{エクイティスプレッド}}{r - g}$$

エクイティ・スプレッド = ROE - 資本コスト

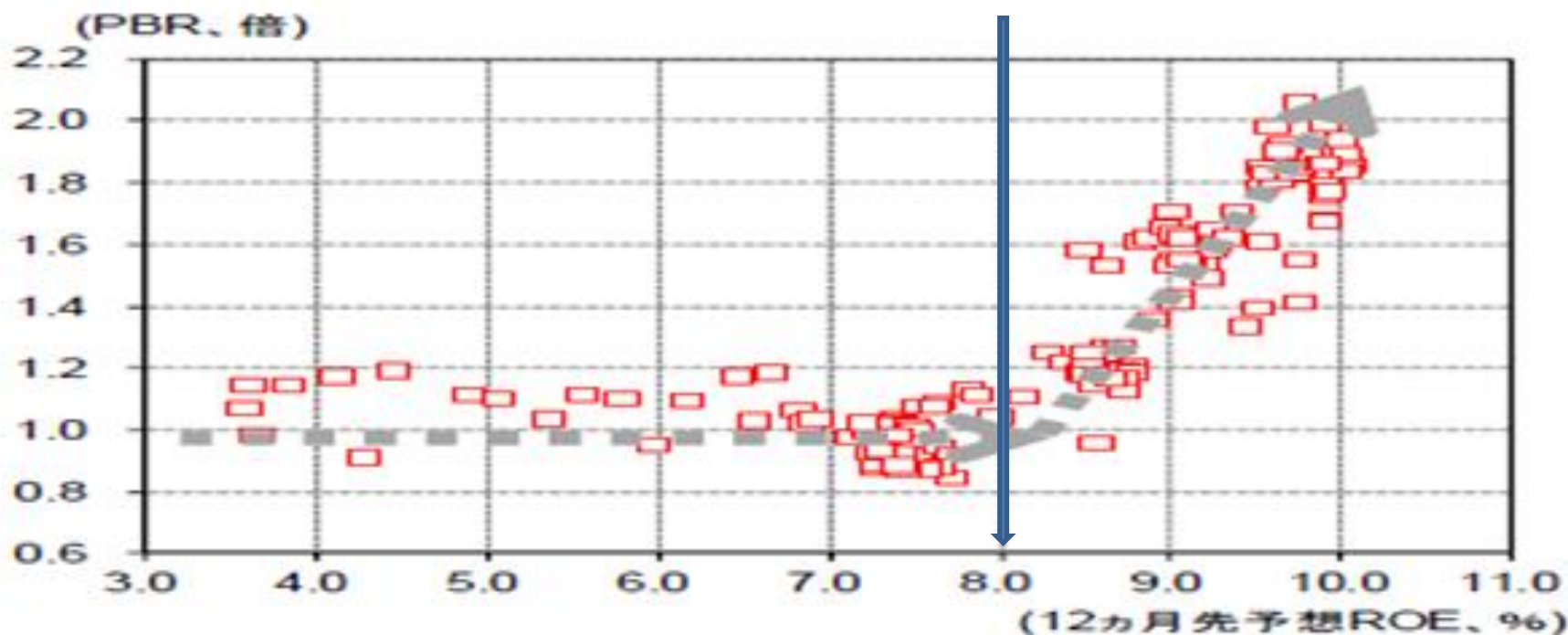
$$\begin{aligned} \text{株主価値} = \text{時価総額} &= \text{株主資本} + \text{市場付加価値} \\ &\quad \text{財務資本関連} \quad \text{非財務資本関連(インタンジブルズ)} \\ &= \text{株主資本} + \frac{\text{株主資本} \times \text{エクイティ・スプレッド}}{\text{資本コスト} - \text{永久成長率}} \end{aligned}$$

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

- ・ 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 $\text{PBR} < 1$

過去10年のPBRと予想ROEの相関図

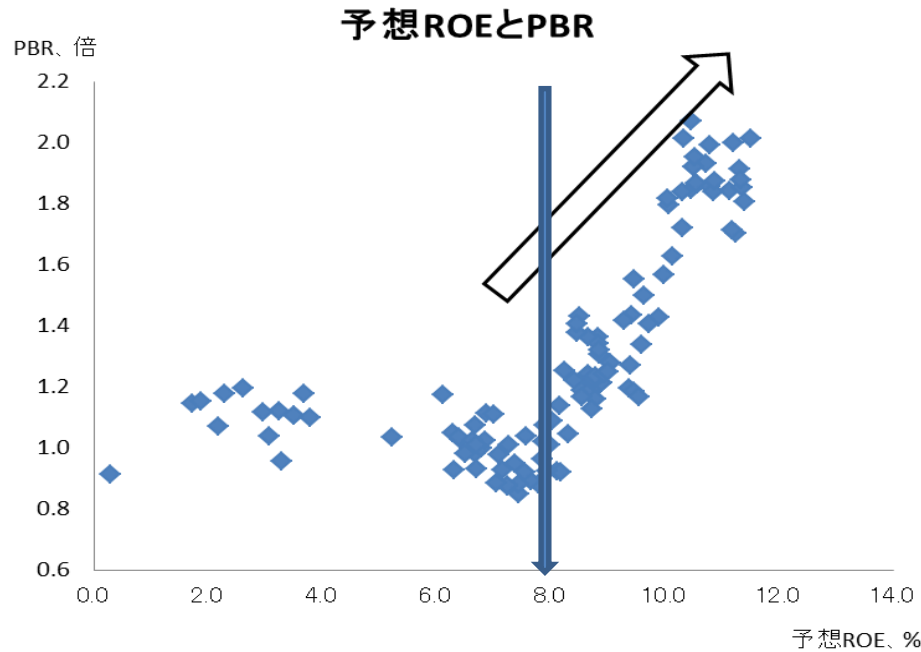
—ROE8%を超えると価値創造が起こる
「8%は魔法の数字」—



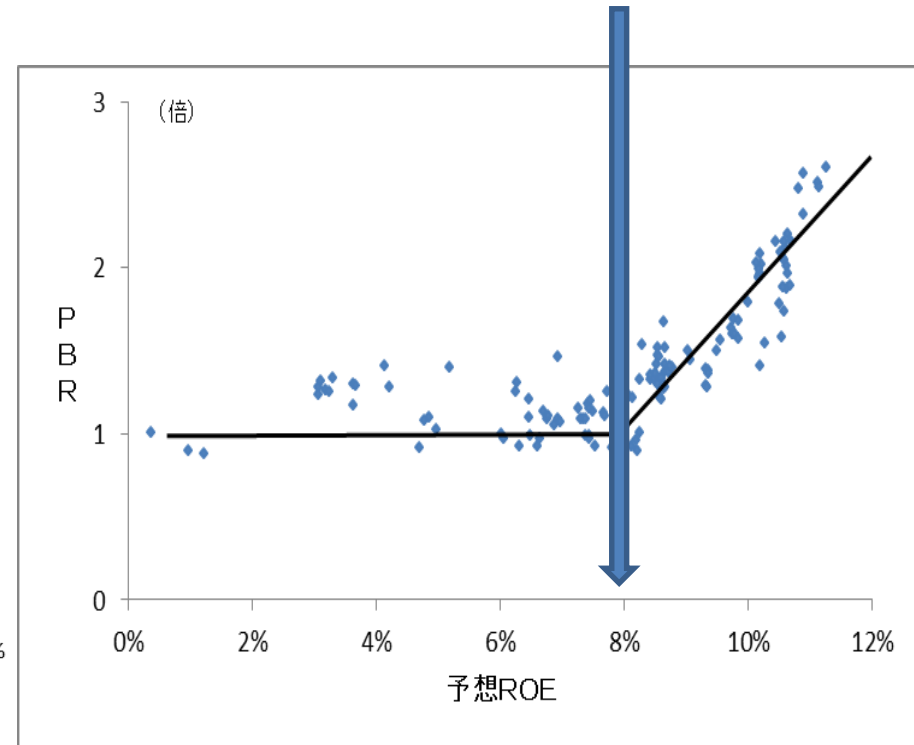
注：TOPIXの2004年以降の12ヶ月先予想ROEとPBRをプロット。
予想はI/B/Eコンセンサス(2014-15年度はSMBC日興予想)

参照：2014年8月26日付日経新聞

頑強性テスト



(出典) Bloombergより入手した2005年9月以降10年間のTOPIXの月次データから第一生命保険株式会社株式部が作成(許諾を得て転載)



(出典) 2005年以降10年間の日経平均の月次データからニッセイ基礎研究所が作成(許諾を得て転載)

参照: 2016年6月25日付日経新聞

最適資本構成

- トレードオフ理論
- 格付け類推法
- ペッキングオーダー理論

トレードオフ

- 負債のコストは株式のコストよりも安く、税効果がある
- 負債の利用は企業価値を高める、あるいは加重平均資本コストを引き下げる
- ただし、負債を一定以上利用すると倒産リスクが高まり、かえって企業価値を損ねる、あるいは加重平均資本コストは上昇する

格付け類推法

- 最も効率的な格付けはBBBとの仮説
 - Junk(BB以下)でプレミアムが急上昇
 - BBBの倒産確率は平時は低い
- Financial SlackからAが実務上の目安
 - 有事はBBBの社債発行が困難
 - Aの倒産確率は極めて低い
 - 実務には余裕度が必要
- KPIをコントロールする
 - 自己資本比率、Net DER, Net Debt/EBITDA, Interest Coverage等

トレードオフ(財務の健全性とレバレッジ効果)

	<u>FY2016</u>	<u>Threshold例</u>
Net DER*1		0.3
自己資本比率		50%
Net Debt/EBITDA*2		3年

最適資本構成

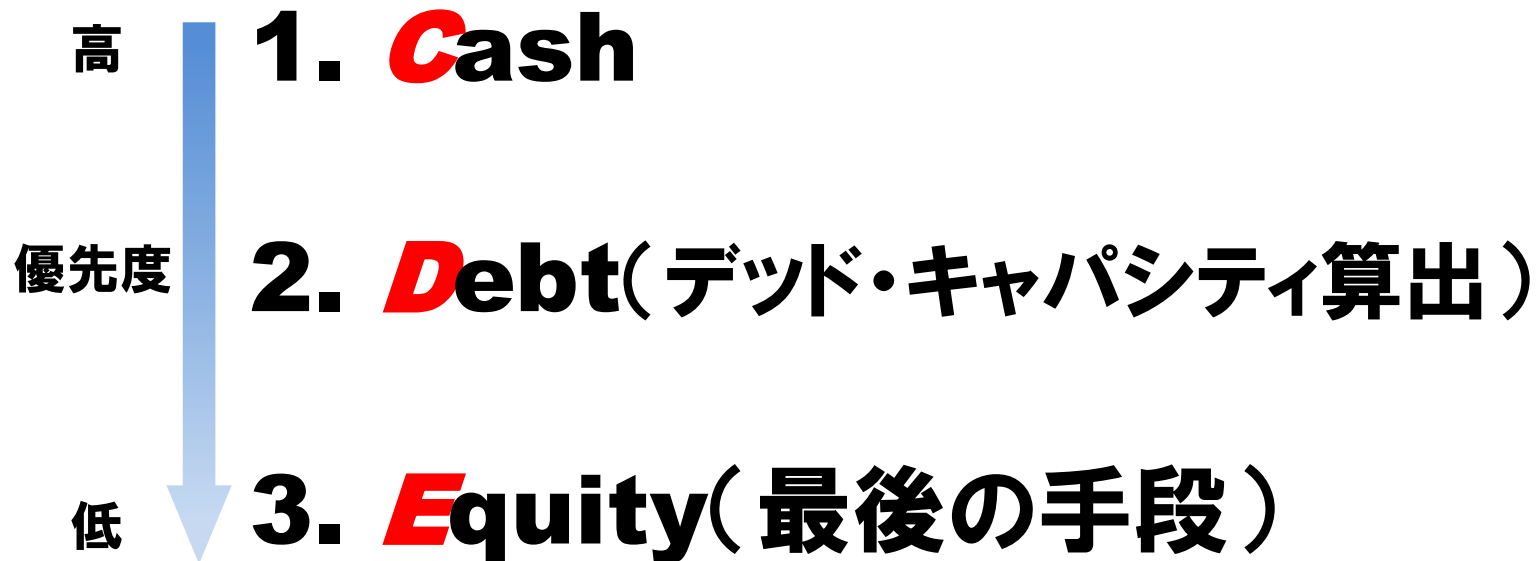
デッド・キャパシティの算出
BBB理論からのfinancial slack=A格レベル

*1: Net DER: Net Debt Equity Ratio=(有利子負債(社債及び借入金)－現金及び現金同等物－3カ月超預金等)÷親会社の所有者に帰属する持分

*2: Net Debt/EBITDA: Net Debt/Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation and Amortization

ペckingオーダー（資金調達手段の優先順位付け）

***CDE* 原則**



最適配当政策

- 日本企業の横並びと米国企業のライフサイクル
- 最適資本構成に基づく最適配当政策

配当指標

- 配当性向 (配当 ÷ 純利益)
- 総還元性向 {配当 + 自社株買い} ÷ 純利益}
- 配当利回り (配当金 ÷ 株価)
- フリーキャッシュフロー
- DOE (配当 ÷ 株主資本): バランスシート

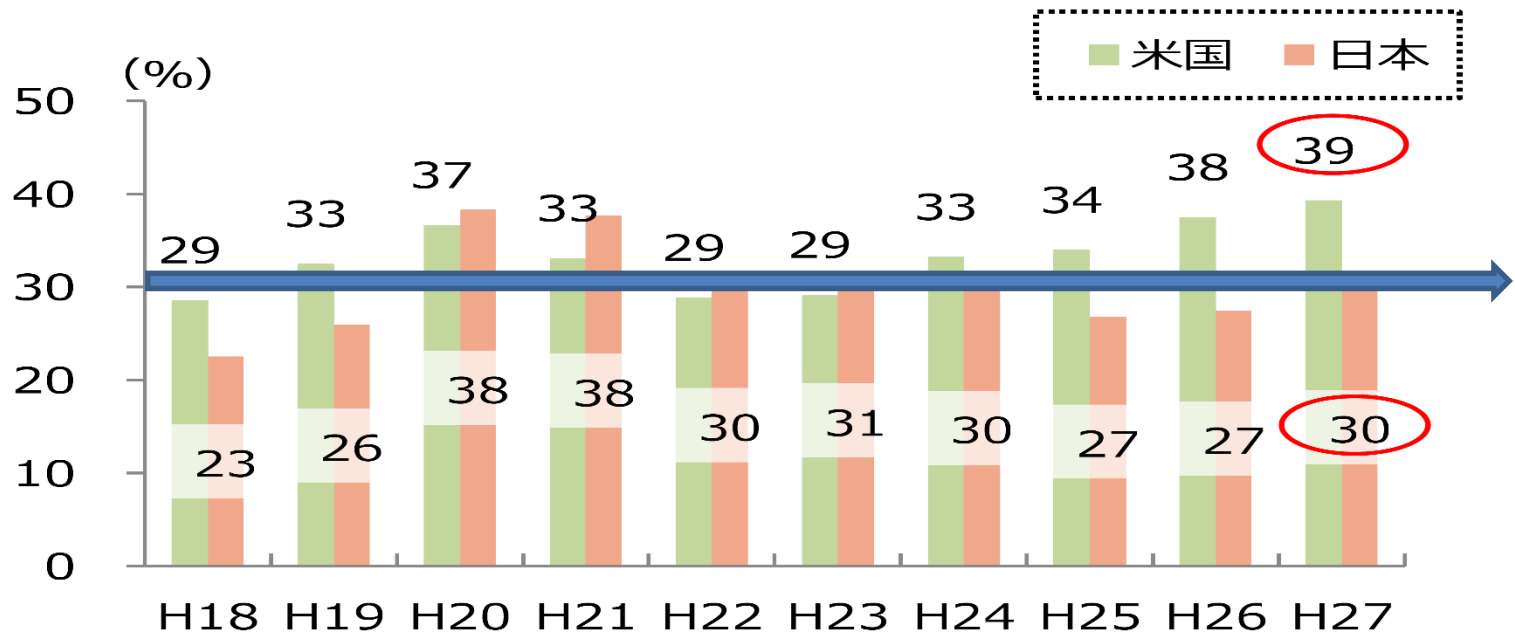
Signaling effect, Catering effect, Free cash flow hypothesis, Life cycle hypothesis, Pecking order theory, Residual theory, Irrelevant theory
などの学術研究と実際の効用を勘案

日本企業は配当性向を重視する 配当性向平均は米国に追いついた

マジックナンバーは30%

日米ともに平均は30%で生保協会も配当性向30%を要請

【図表 45: 日米企業の配当性向の推移】



出所) 生命保険協会調べ

日本: TOPIX 構成企業 米国: S&P500 構成企業

(過去 10 年間継続してデータ取得可能な企業、赤字企業を除く)

(そのほか生保協会資料)

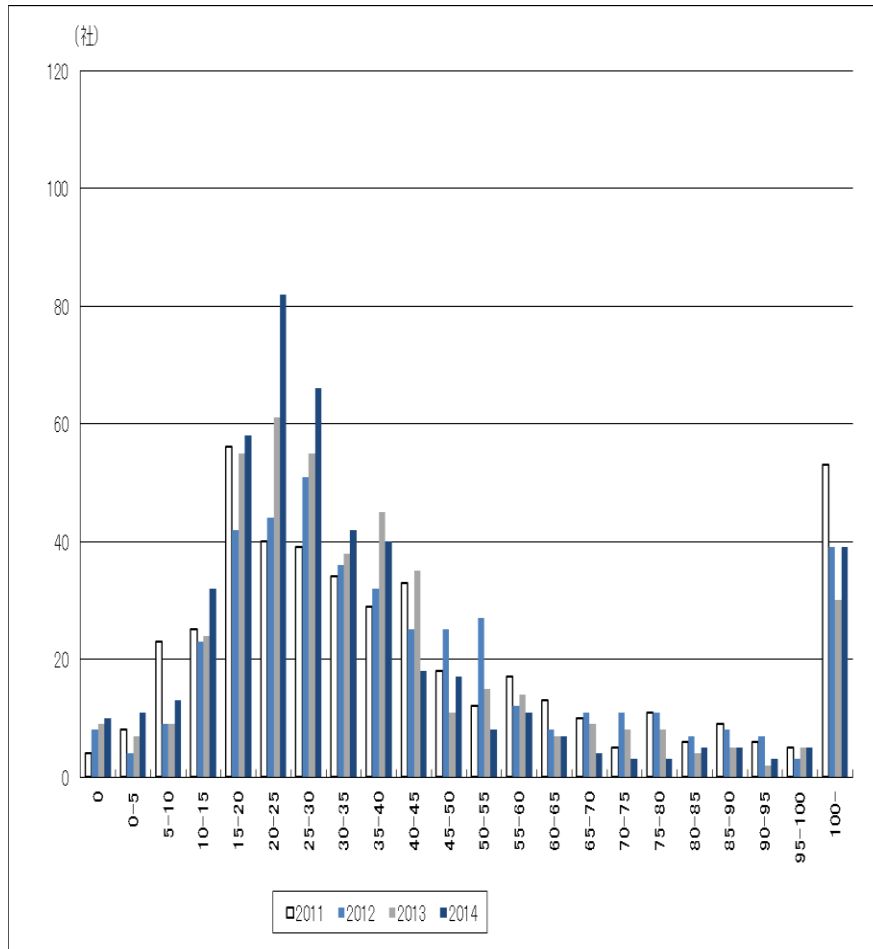
平成28年度 生命保険協会調査「株主価値向上に向けた取り組みについて」

(アンケートは国内上場企業572社、投資家93社)

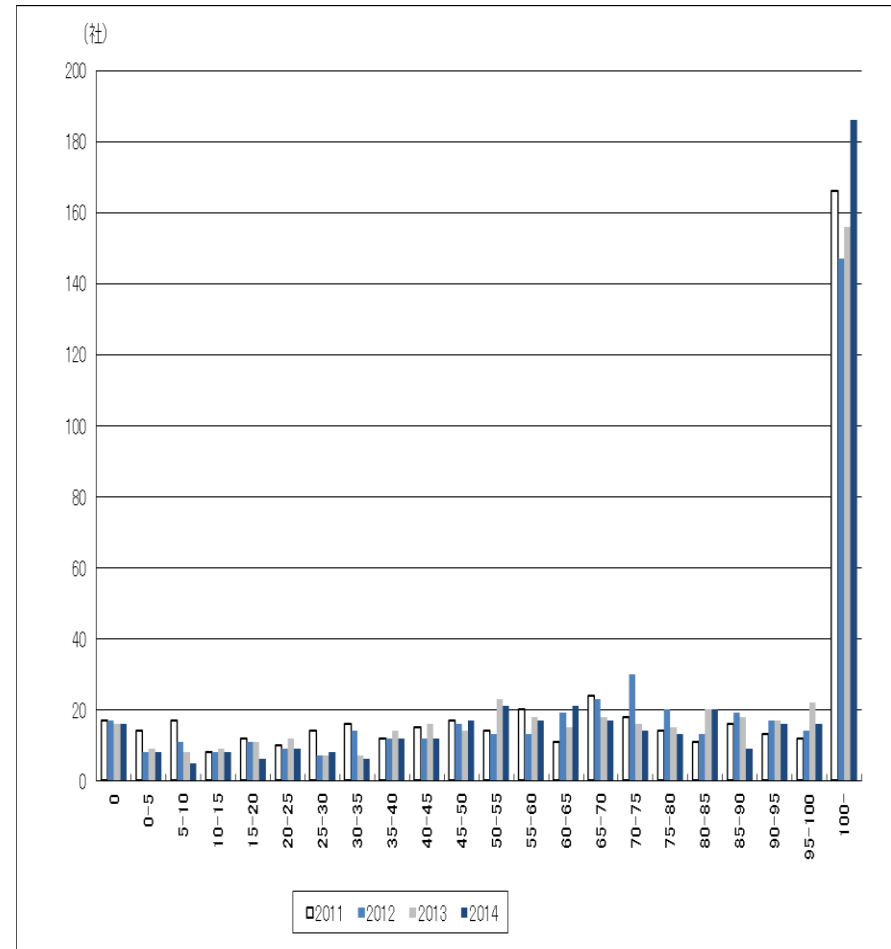
日米総還元性向比較

米国企業は100%以上の株主還元が最多を占める

TOPIX500: 自社株買い少なく30%に集中



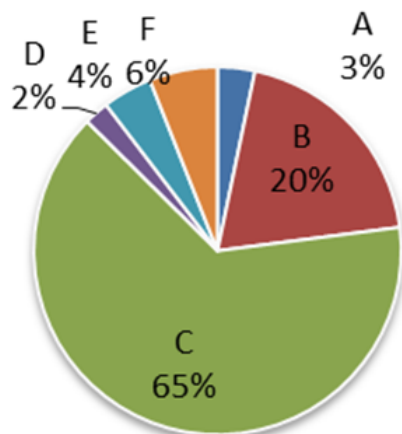
S&P500: 100%超が最多、ライフサイクル



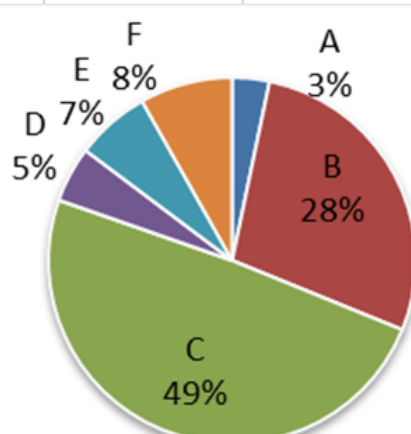
9. 一般に日本企業の配当政策で一番大事なことは何ですか？

一般に日本企業の配当政策で一番大事なことは何か？

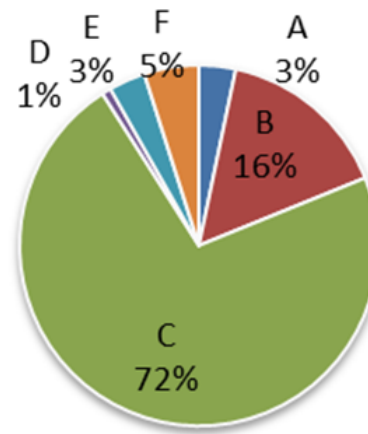
[合計]



[国内投資家]



[外国人投資家]



- 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
- F) その他

フィッシャー検定 (Exact Test)

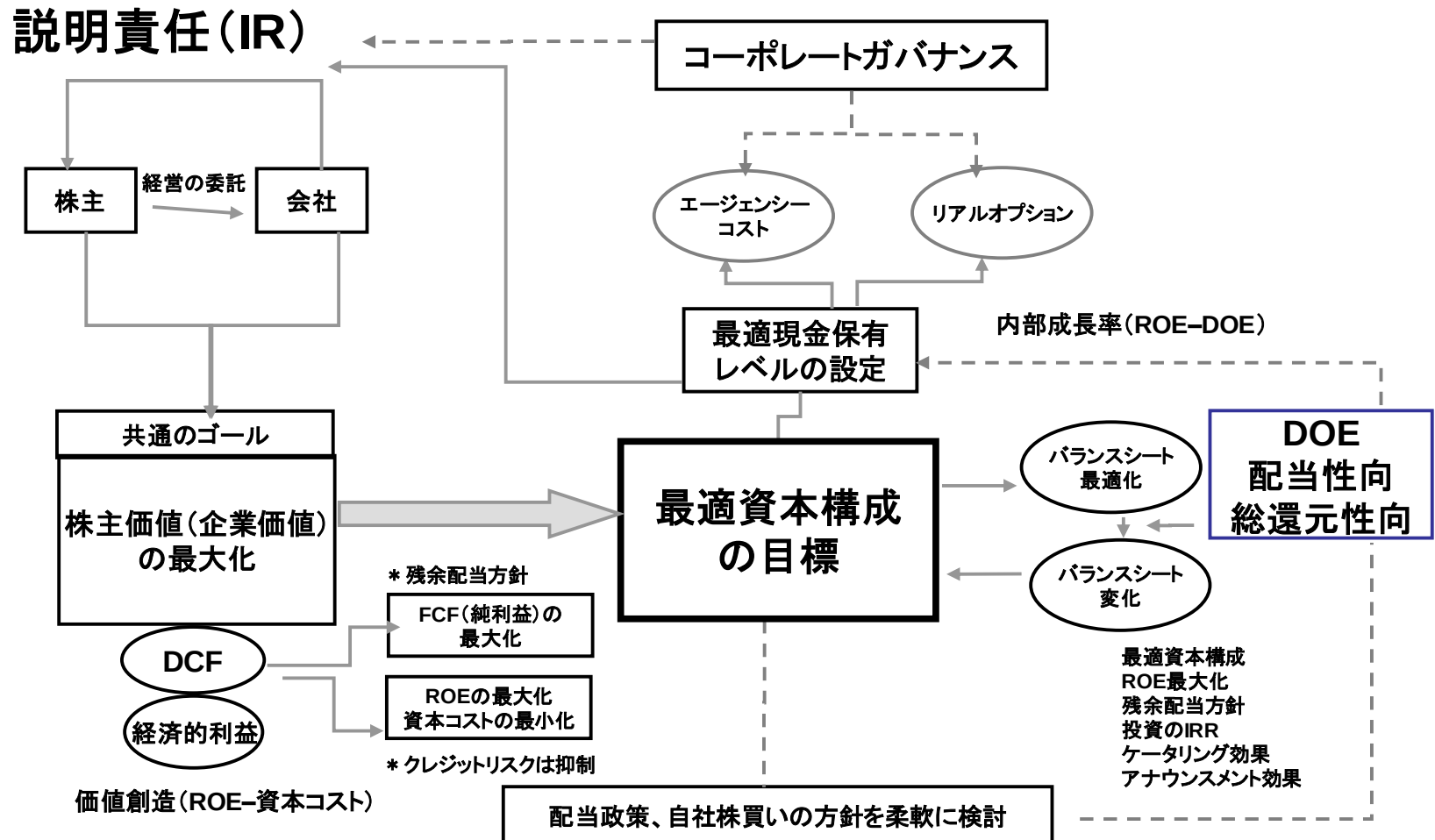
p値 0.02

=> 有意水準1%では帰無仮説は棄却されない、国内外で有意差なし

DOEの有用性

- バランスシートマネジメント、最適資本構成を反映できる
- 資本コストのうちどれくらいをキャッシュで顕現できるかを示す
- 安定配当の合理性を説明できる
- 短期主義ではなく中長期主義の配当
- 日本の平均2%、米国の平均5%、ベストプラクティスは8%レベル

最適資本構成に基づく 最適株主還元政策のシエーマ



平均的な企業が保有する100円の 限界の価値

計測対象	現金	現金	現金(グロス)	現金(グロス)
CG尺度	CG1	CG2	CG1	CG2
良い(+2 σ)	52.3	86.0	67.1	77.8
CG 平均	44.5	47.8	35.5	36.8
悪い(-2 σ)	36.7	9.5	3.9	-4.2

CG1: アナリストCGのスコア CG2: 外国人持ち株比率

2005年—2016年6月末データ：東証一部（金融除く）
異常値除く 1 8 5 1 銘柄・年

$$\begin{aligned}
r_{i,t} = & \gamma_0 + \gamma_1 \frac{\Delta C_{i,t}}{M_{i,t-1}} + \gamma_2 \frac{\Delta E_{i,t}}{M_{i,t-1}} + \gamma_3 \frac{\Delta NA_{i,t}}{M_{i,t-1}} + \gamma_4 \frac{\Delta RD_{i,t}}{M_{i,t-1}} + \gamma_5 \frac{\Delta I_{i,t}}{M_{i,t-1}} + \gamma_6 \frac{\Delta Div_{i,t}}{M_{i,t-1}} + \gamma_7 \frac{C_{i,t-1}}{M_{i,t-1}} \\
& + \gamma_8 L_{i,t} + \gamma_9 \frac{NF_{i,t}}{M_{i,t-1}} + \gamma_{10} \frac{C_{i,t-1}}{M_{i,t-1}} \cdot \frac{\Delta C_{i,t}}{M_{i,t-1}} + \gamma_{11} L_{i,t} \cdot \frac{\Delta C_{i,t}}{M_{i,t-1}} + \gamma_{12} \cdot Gov_{i,t} \cdot \frac{\Delta C_{i,t}}{M_{i,t-1}} \\
& + \sum_{\text{sector}} \gamma^{\text{sector}} \cdot \delta_{i,t}^{\text{sector}} + \sum_{\text{year}} \gamma^{\text{year}} \cdot \delta_{i,t}^{\text{year}} + \epsilon_{i,t}
\end{aligned}$$

- $r_{i,t}$ は計算時点までの過去12ヶ月対数リターン（配当込み）
- $M_{i,t-1}$ は計算時点の1年前の時価総額
- $C_{i,t}$ は現金で、「現金」または「現金（グロス）」の2通り
- $NA_{i,t}$ は純資産で総資産から負債を引いた額
- $E_{i,t}$ は純利益額、 $RD_{i,t}$ は研究開発費、 $I_{i,t}$ は支払い金利額、 $Div_{i,t}$ は配当総額
- $NF_{i,t}$ はネットファイナンスの額で、負債の借り入れから返済を引いた額と株式の発行から償還や償却を引いた額の合計
- $L_{i,t}$ はレバレッジで、負債を負債と株式時価総額の合計で割った値であり、計算時点において取得可能な直近本決算期での値
- Δ はその前期からの変化額。 $Gov_{i,t}$ は各CG尺度（CG1, またはCG2）
- $\delta_{i,t}^{\text{sector}}$ は業種ダミー、 $\delta_{i,t}^{\text{year}}$ は年ダミー変数
- 添え字のiは企業、tは時点

CG1: アナリストCGのスコア CG2: 外国人持ち株比率

2005年－2006年6月末データ：東証一部（金融除く）異常値除く1851銘柄・年

投資採択基準

- 資本コストの意識が求められる(NPV)
- リスクに見合ったハードルレートの設定

投資採択基準の国際比較

— 欧米はNPVとIRRだが日本は回収期間(SPP) —

投資採択基準の国際比較

	NPV	IRR	SPP
日本	37%	22%	83%
米国	85%	77%	53%
英国	47%	53%	69%
ドイツ	48%	42%	50%
オランダ	70%	56%	65%

(出所) 企業会計2009年9月号11月号 吉田・福島・妹尾[2009ab],
企業会計2010年5月号 篠田[2010]、より筆者作成

*NPV=Net Present Value, IRR=Internal Rate of Return, SPP=Simple Payback Period

【出所】吉田・福島・妹尾 (2009)

基本的な考え方

正味現在価値法 (NPV: Net Present Value) とはプロジェクトの投資から生み出される将来キャッシュフローを割引率を使って現在価値に割り引く、同じく、投資額についても割引率を現在価値に割り引く、そして、現在価値に換算した将来キャッシュフローから現在価値に換算した投資額を差し引いて、その計算結果である純額 (NPV) の大きさを投資の判断を行う方法を指す

内部収益率法 (IRR: Internal Rate of Return) とはNPV=0となる割引率を指す。IRRが資本コストよりも高い場合は投資案件を採択して、低い場合は棄却する

NPVルール

NPVがプラスなら、そのプロジェクトを採用する

NPVがマイナスなら、そのプロジェクトは棄却する

NPVがゼロなら、そのプロジェクトを実行しても企業価値は不変

IRRルール

1. IRRが割引率より高いなら、そのプロジェクトを採用する

2. IRRが割引率より低いなら、そのプロジェクトは棄却する

3. IRR=割引率なら、そのプロジェクトを実行しても企業価値は不変

リスクベースのハードルレート一覧表(例)

2013年6月末現在

Region	Country	Date	RFR*	RP	Category I			Category II			Category III		
					beta	CoE	Private	beta	CoE	Private	beta	CoE	Private
Japan	Japan	2013/6/30	1.11%	6.0%	1.0	7.1%	8.9%	1.5	10.1%	11.9%	2.0	13.1%	14.9%
Americas	USA	2013/6/30	2.75%	6.0%	1.0	8.7%	10.5%	1.5	11.7%	13.5%	2.0	14.7%	16.5%
	Canada	2013/6/30	2.77%	6.0%	1.0	8.8%	10.6%	1.5	11.8%	13.6%	2.0	14.8%	16.6%
	Mexico	2013/6/30	4.31%	6.0%	1.0	10.3%	12.1%	1.5	13.3%	15.1%	2.0	16.3%	18.1%
	Brazil	2013/6/30	4.57%	6.0%	1.0	10.6%	12.4%	1.5	13.6%	15.4%	2.0	16.6%	18.4%
EMEA	UK	2013/6/30	3.03%	6.0%	1.0	9.0%	10.8%	1.5	12.0%	13.8%	2.0	15.0%	16.8%
	Germany	2013/6/30	2.59%	6.0%	1.0	8.6%	10.4%	1.5	11.6%	13.4%	2.0	14.6%	16.4%
	France	2013/6/30	3.14%	6.0%	1.0	9.1%	10.9%	1.5	12.1%	13.9%	2.0	15.1%	16.9%
	Netherlands	2013/6/30	2.92%	6.0%	1.0	8.9%	10.7%	1.5	11.9%	13.7%	2.0	14.9%	16.7%
	Spain	2013/6/30	4.82%	6.0%	1.0	10.8%	12.6%	1.5	13.8%	15.6%	2.0	16.8%	18.6%
	Italy	2013/6/30	4.72%	6.0%	1.0	10.7%	12.5%	1.5	13.7%	15.5%	2.0	16.7%	18.5%
	Switzerland	2013/6/30	1.49%	6.0%	1.0	7.5%	9.3%	1.5	10.5%	12.3%	2.0	13.5%	15.3%
	Sweden	2013/6/30	2.60%	6.0%	1.0	8.6%	10.4%	1.5	11.6%	13.4%	2.0	14.6%	16.4%
	Portuguese	2013/6/30	6.89%	6.0%	1.0	12.9%	14.7%	1.5	15.9%	17.7%	2.0	18.9%	20.7%
	Belgium	2013/6/30	3.57%	6.0%	1.0	9.6%	11.4%	1.5	12.6%	14.4%	2.0	15.6%	17.4%
	Austria	2013/6/30	3.16%	6.0%	1.0	9.2%	11.0%	1.5	12.2%	14.0%	2.0	15.2%	17.0%
	Australia	2013/6/30	4.61%	6.0%	1.0	10.6%	12.4%	1.5	13.6%	15.4%	2.0	16.6%	18.4%
ASIA	Singapore	2013/6/30	2.10%	6.0%	1.0	8.1%	9.9%	1.5	11.1%	12.9%	2.0	14.1%	15.9%
	China	2013/6/30	3.52%	6.0%	1.0	9.5%	11.3%	1.5	12.5%	14.3%	2.0	15.5%	17.3%
	Indonesia	2013/6/30	8.42%	6.0%	1.0	14.4%	16.2%	1.5	17.4%	19.2%	2.0	20.4%	22.2%
	Malaysia	2013/6/30	3.86%	6.0%	1.0	9.9%	11.7%	1.5	12.9%	14.7%	2.0	15.9%	17.7%
	Thailand	2013/6/30	3.65%	6.0%	1.0	9.7%	11.5%	1.5	12.7%	14.5%	2.0	15.7%	17.5%
	Taiwan	2013/6/30	1.46%	6.0%	1.0	7.5%	9.3%	1.5	10.5%	12.3%	2.0	13.5%	15.3%
	Korea	2013/6/30	4.38%	6.0%	1.0	10.4%	12.2%	1.5	13.4%	15.2%	2.0	16.4%	18.2%
	Philippine	2013/6/30	5.39%	6.0%	1.0	11.4%	13.2%	1.5	14.4%	16.2%	2.0	17.4%	19.2%
	India	2013/6/30	7.83%	6.0%	1.0	13.8%	15.6%	1.5	16.8%	18.6%	2.0	19.8%	21.6%

リスクフリーレートは各国の10年国債利回りの過去5年平均値 (出所: Bloomberg)

非財務情報とのConnectivity とケース研究

- 企業と投資家の目的を持った対話
- 投資家の求めるROEと企業の主張する非財務情報は同期化が可能か

エーザイの統合報告2017

- 企業理念
- 社会的価値と経済的価値の両立
- 非財務資本とエクイティ・スプレッドの同期化モデルの提言

ヒューマン・ヘルスケア(*hhc*)理念

使命は患者様貢献、利益は結果(順序を重視)

企業理念

患者様とそのご家族の喜怒哀楽を第一義に考え、そのベネフィット向上に貢献する

定款 第2条 本会社は、患者様とそのご家族の喜怒哀楽を第一義に考え、そのベネフィット向上に貢献することを企業理念と定め、この企業理念のもとヒューマン・ヘルスケア(*hhc*)企業をめざす。

- ② 本会社の使命は、患者様満足の増大であり、その結果として売上、利益がもたらされ、この使命と結果の順序を重要と考える。
- ③ 本会社は、コンプライアンス（法令と倫理の遵守）を日々の活動の根幹に据え、社会的責任の遂行に努める。
- ④ 本会社の主要なステークホルダーズは、患者様と生活者の皆様、株主の皆様および社員である。

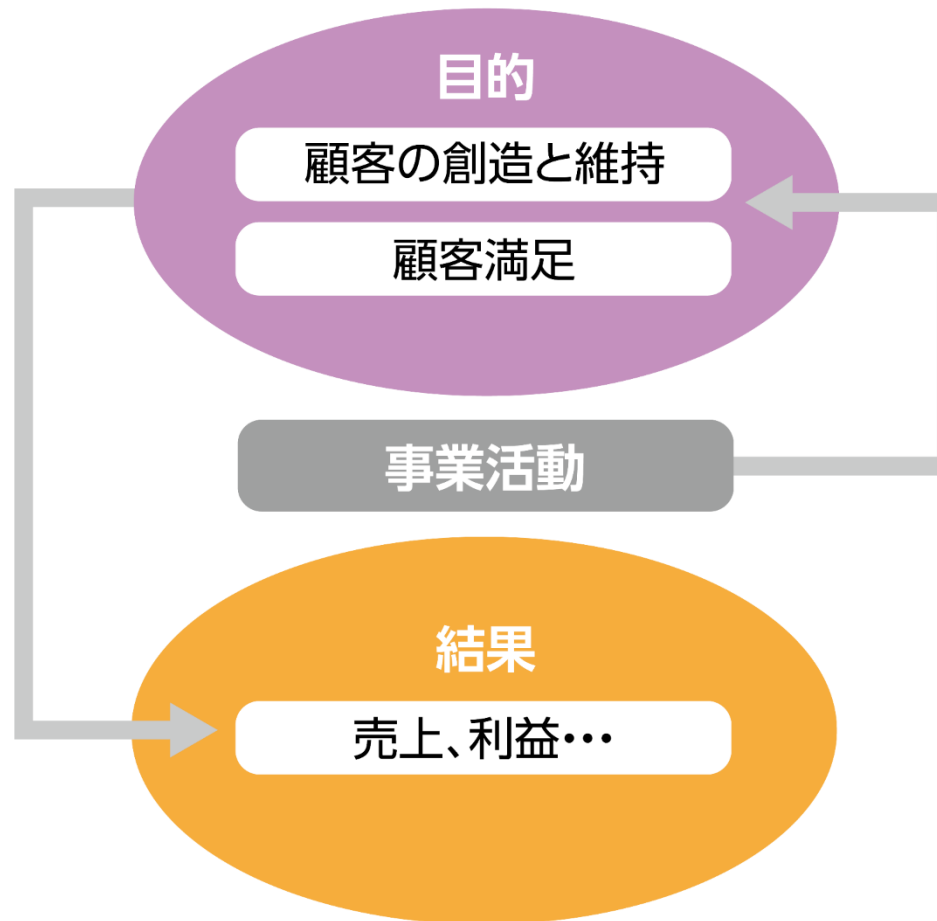
本会社は、以下を旨としてステークホルダーズの価値増大をはかるとともに良好な関係の発展・維持に努める。

1. 未だ満たされていない医療ニーズの充足、高品質製品の安定供給、薬剤の安全性と有効性を含む有用性情報の伝達
2. 経営情報の適時開示、企業価値の向上、積極的な株主還元
3. 安定的な雇用の確保、やりがいのある仕事の提供、能力開発機会の充実

エーザイの価値創造のプロセスとフロー

企業理念に基づく目的と結果の連続順

使命は患者様貢献、利益は結果(順序を重視)



* 嶋口充輝氏の理論に基づき作成

hhc に依拠したビジネスモデル

CSR, CSV, *hhc*(エーザイの企業理念)の差異

CSR Corporate Social Responsibility		CSV Creating Shared Value
●価値は「善行」	▶▶▶▶	●価値はコストと比較した 経済的便益と社会的便益
●シチズンシップ、 フィランソピー、持続可能性	▶▶▶▶	●企業と地域社会が共同で 価値を創出
●任意、あるいは外圧によって	▶▶▶▶	●競争に不可欠
●利益の最大化とは別物	▶▶▶▶	●利益の最大化に不可欠
●テーマは、外部の報告書や 個人の嗜好による	▶▶▶▶	●テーマは企業ごとに異なり、 内発的である
●企業の業績やCSR予算の 制限を受ける	▶▶▶▶	●企業の予算全体を再編成する
●たとえば、フェアトレードで 購入する	▶▶▶▶	●たとえば、調達方法を変えて 品質・収穫量を向上させる

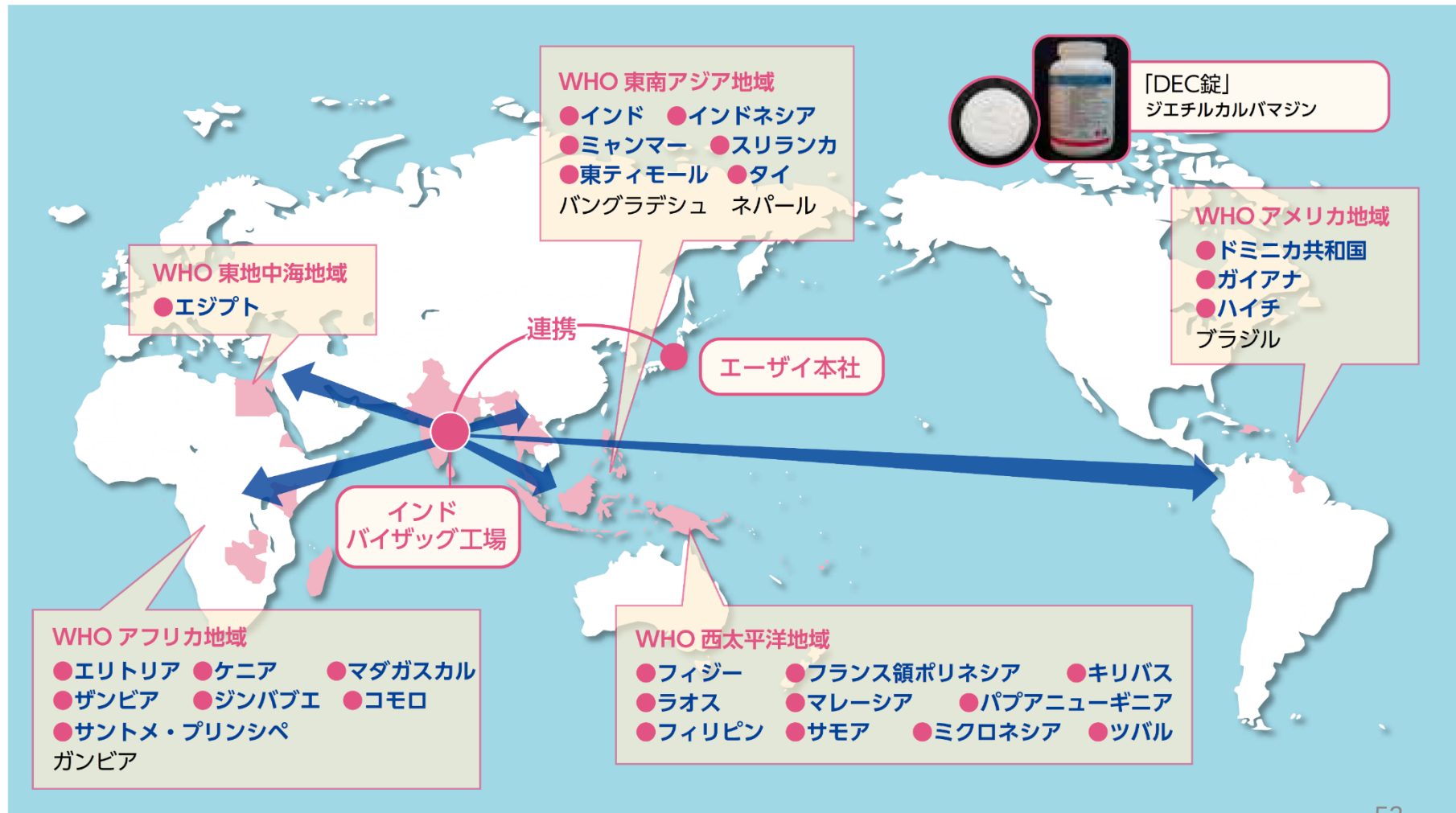
<i>hhc</i> <i>human health care</i>
●価値は社会貢献という共通善
●地域社会ニーズに合わせ 企業が共同で価値を創出
●競争にこだわりを持たない
●利益は目的である共通善の 結果として得られる
●テーマは企業ごとに共有される
●企業の日常業務予算として 組み込まれている
●たとえば、バリューチェーンに 顧客ニーズをインプット

*Michael E. Porter: Creating Shared Value, Harvard Business ReviewなどよりデロイトがCSR/CSVを作成後、エーザイが修正。野中郁次郎一橋大学名誉教授監修。

医薬品アクセス向上への取り組み

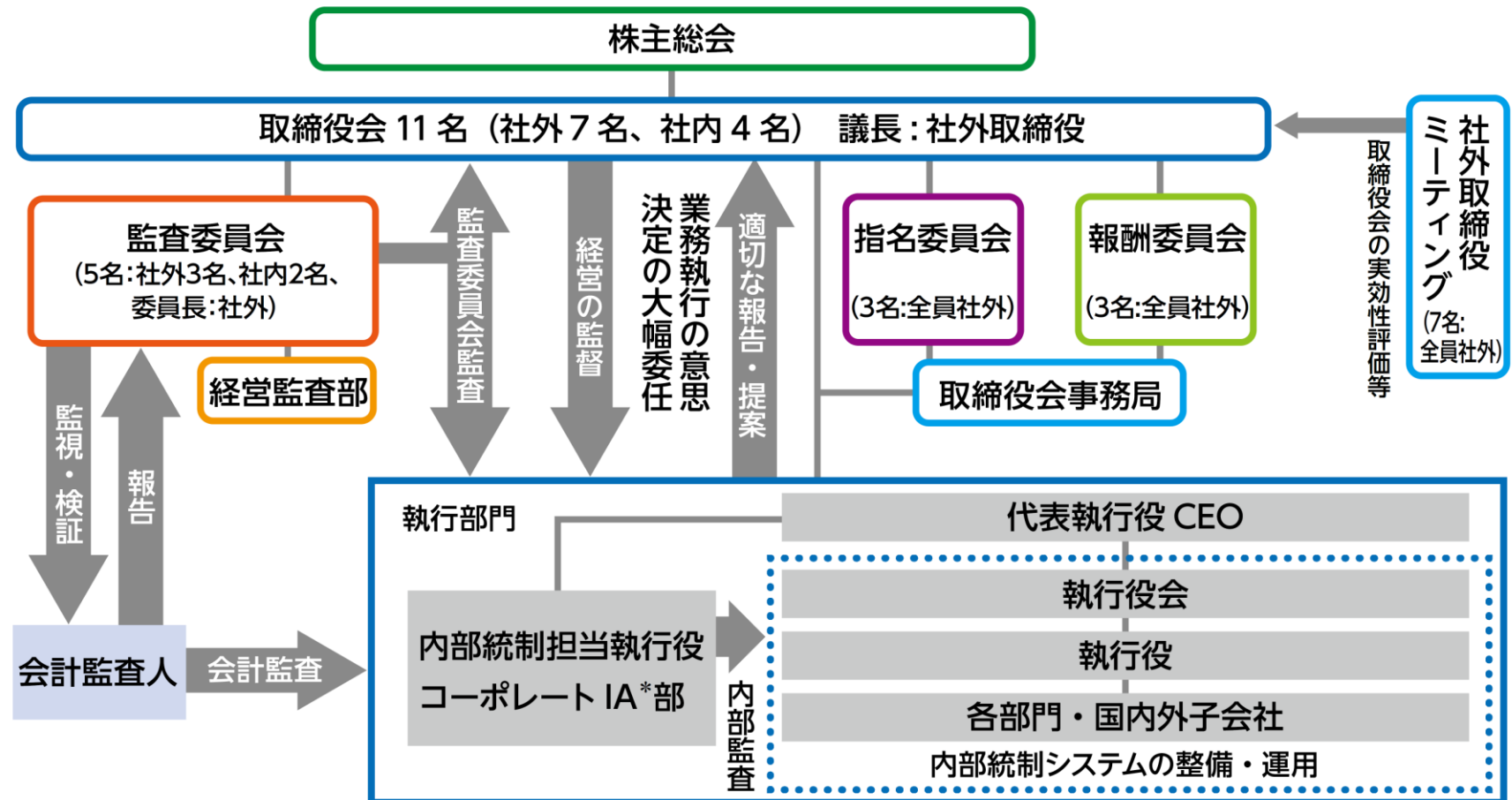
DEC無償供給(WHO)が長期的な価値に貢献

■ 2020年までの「DEC錠」 供給予定国 ● : 既出荷国



コーポレートガバナンスの体制

エーザイのコーポレートガバナンス体制

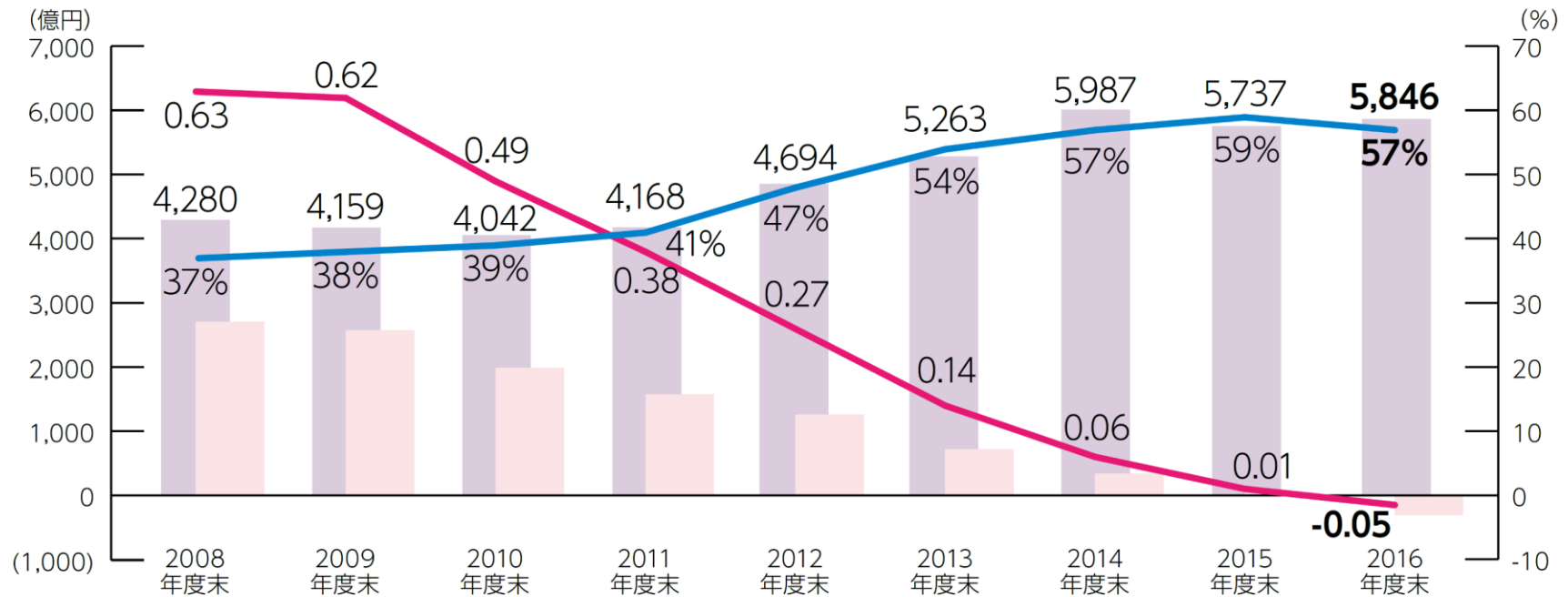


*IA : Internal Audit (内部監査)

配当方針

Strong Balance Sheet

～最適資本構成の維持による配当のサステナビリティ～



■ 親会社所有者帰属持分 ■ ネット有利子負債*1 ■ 親会社所有者帰属持分比率 ■ 負債比率 (Net DER) *2

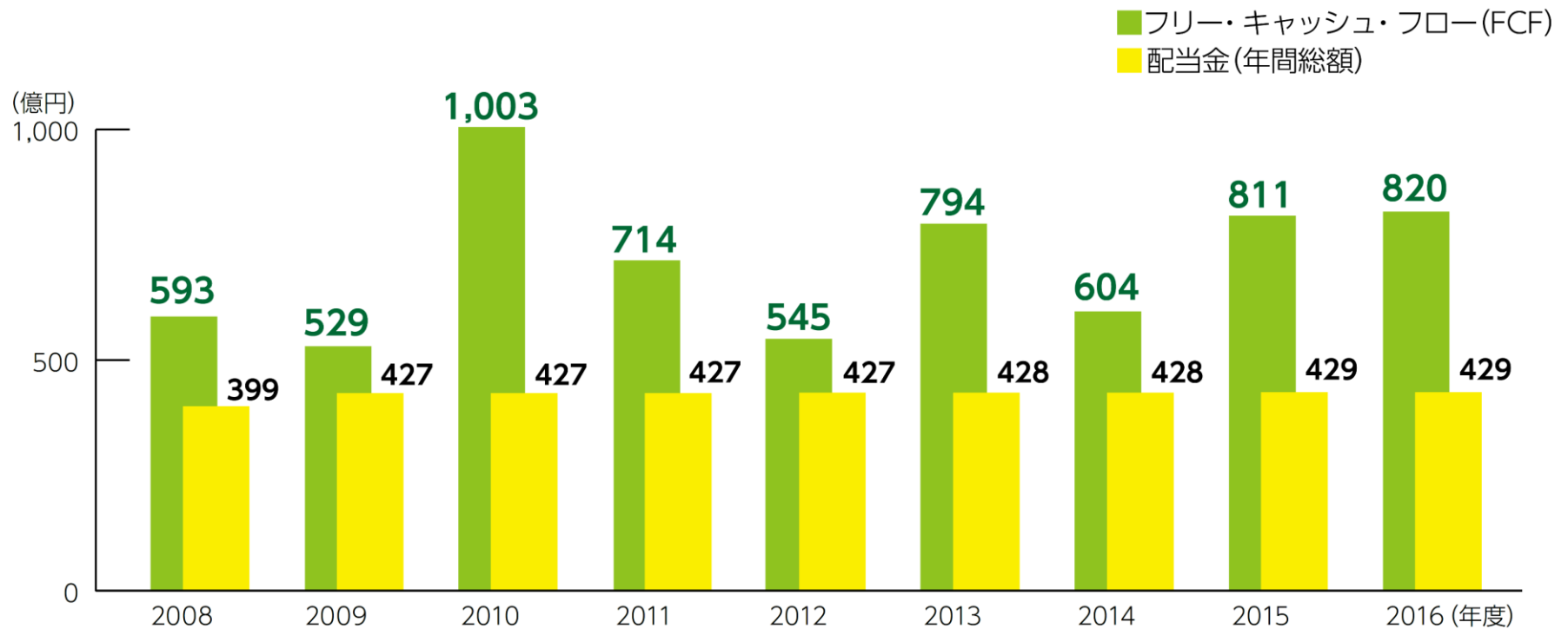
*2013年3月末実績までは日本基準(J-GAAP)、2014年3月末実績以降は国際会計基準(IFRS)

*1 ネット有利子負債＝有利子負債(社債および借入金)－現金および現金同等物－3カ月超預金等

*2 Net DER: Net Debt Equity Ratio＝(有利子負債(社債および借入金)－現金および現金同等物－3カ月超預金等)÷親会社の所有者に帰属する持分

配当方針

フリー・キャッシュ・フローおよび配当金の推移 ～複数年でフリー・キャッシュ・フローの範囲内の配当～



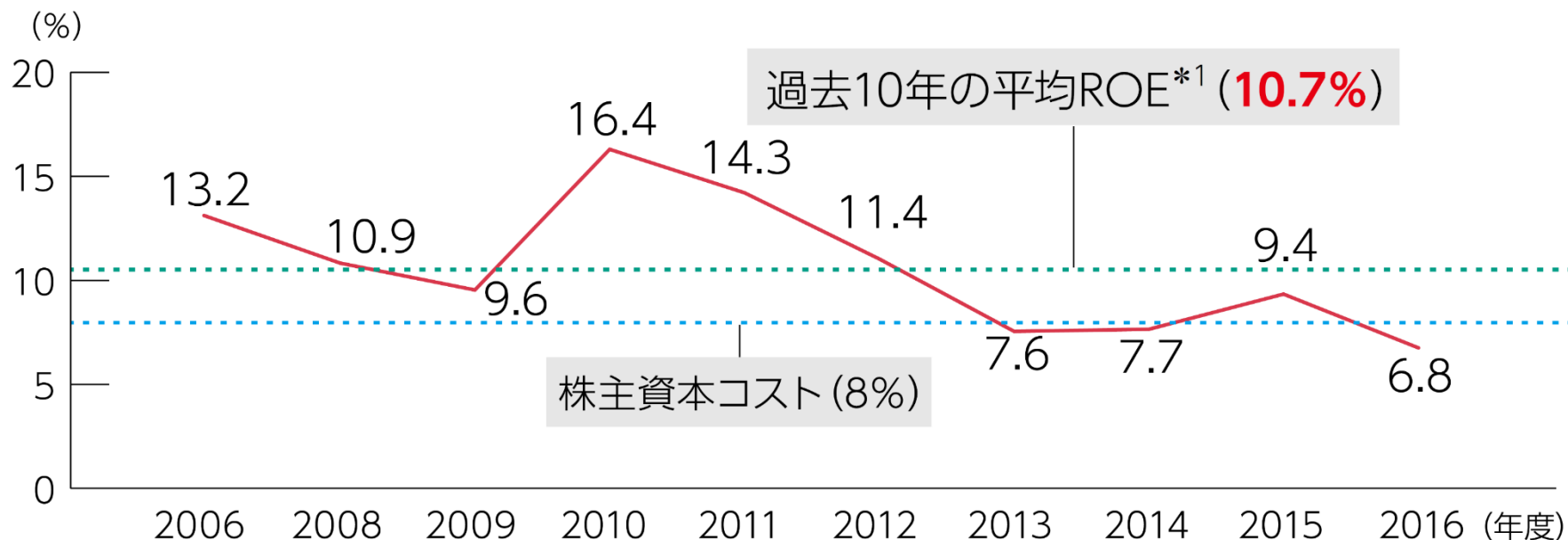
ROEマネジメント



エーザイのROEマネジメント

10年平均で正のエクイティ・スプレッドを創出

ROEの年次別推移と中長期的な価値創造



過去10年のエクイティ・スプレッド

過去10年の平均ROE10.7%－株主資本コスト8%＝ **2.7%**

* 2007年度の実績は、特殊要因(MGIファーマ社買収)の影響があり、参考数値として適切な数値ではないため削除

** 2011年度実績までは日本基準(J-GAAP)、2012年度～2016年度実績は国際会計基準(IFRS)

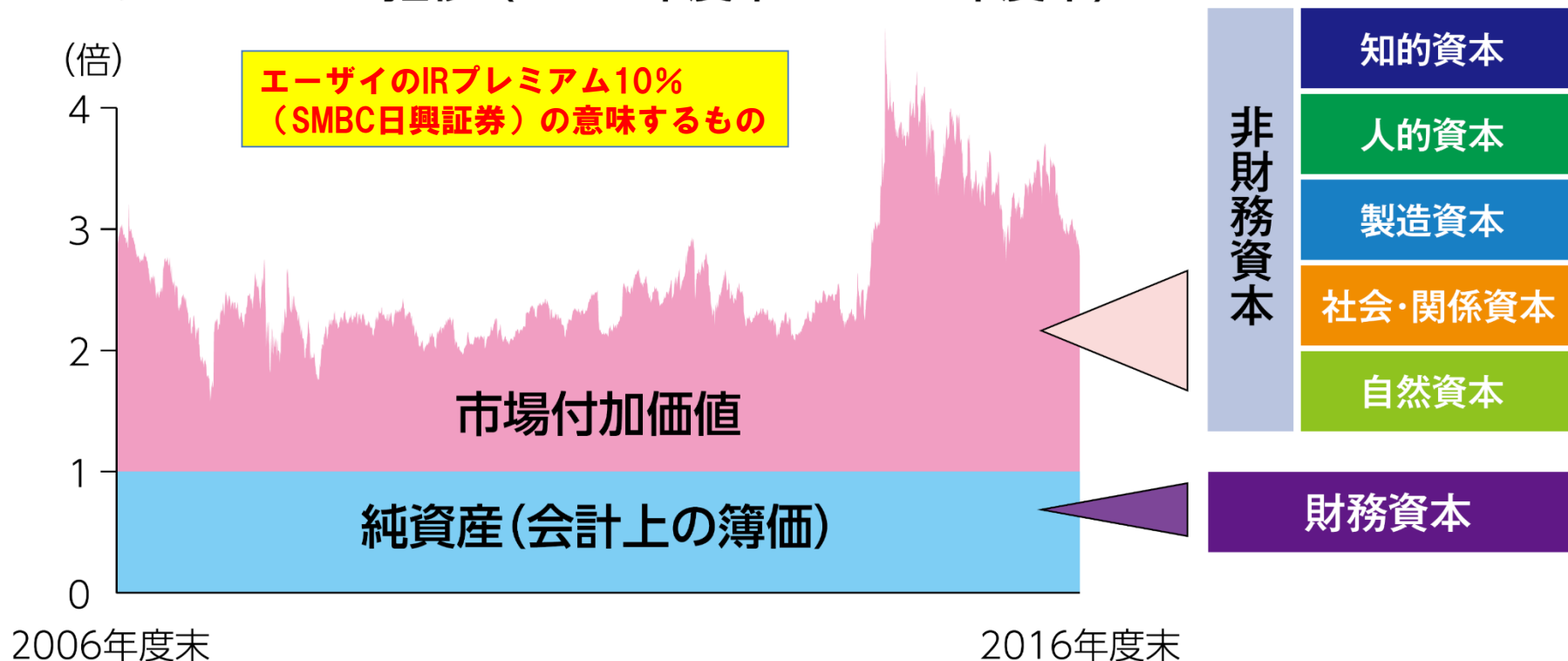
*¹ 2007年度の実績は含まれていません

*² 「ROE 革命の財務戦略」中央経済社(2015)

非財務資本の充実により持続的な企業価値創造をめざす IIRC-PBRモデル (企業価値を構成する6つの資本の価値関連性)

～純資産(会計上の簿価)は財務資本と、市場付加価値は非財務資本とそれぞれ関係する～
準自己創設のれんとしての市場付加価値

エーザイのPBRの推移(2006年度末～2016年度末)



非財務資本とエクイティ・スプレッドの価値関連性

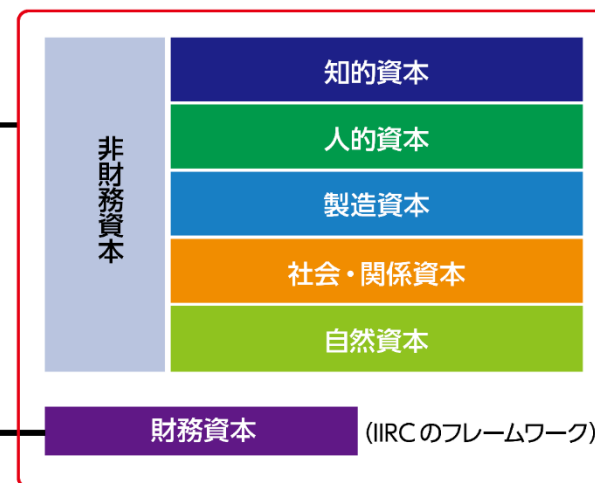
ESGとROEの同期化

■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} ～「見えない価値」を見る化する～

①Intrinsic Value モデル^{*2}



②IIRC-PBRモデル



③残余利益モデル(RIM)

株主価値 = BV +

エクイティ・スプレッドの現在価値の総和(MVA)

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

残余利益

$$\begin{aligned} & \text{エクイティ・スプレッド} \times \text{BV} \\ & \left(\text{ROE} - \text{CoE} \right) \times \text{BV} \\ & \left(\text{親会社所有者帰属持分当期利益率} \right) \quad \left(\text{株主資本コスト} \right) \end{aligned}$$

^{*1}『ROE経営と見えない価値』中央経済社(2017)を一部改編 ^{*2}『企業価値最大化の財務戦略』同友館(2009)

非財務資本とエクイティ・スプレッド の同期化モデルとエビデンス

- 非財務資本とエクイティ・スプレッドはPBR(MVA)を通して同期化できる

(結論) 非財務資本とエクイティ・スプレッドの同期化モデル

ESGとROEの同期化 = “ROESG”

Intrinsic Valueモデル (柳 2009)



IIRC-PBRモデル



(IIRCのフレームワーク)

残余利益モデル

株主価値 = BV +

エクイティ・スプレッドの現在価値の総和(MVA)

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

残余利益

エクイティ・スプレッド × BV
(ROE - CoE) × BV
(株主資本利益率) (株主資本コスト)

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 ESGとROEの同期化

【柳(2009)のIntrinsic Valueモデル】

市場付加価値(MVA) = PBR1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(2017)のPBRモデル】

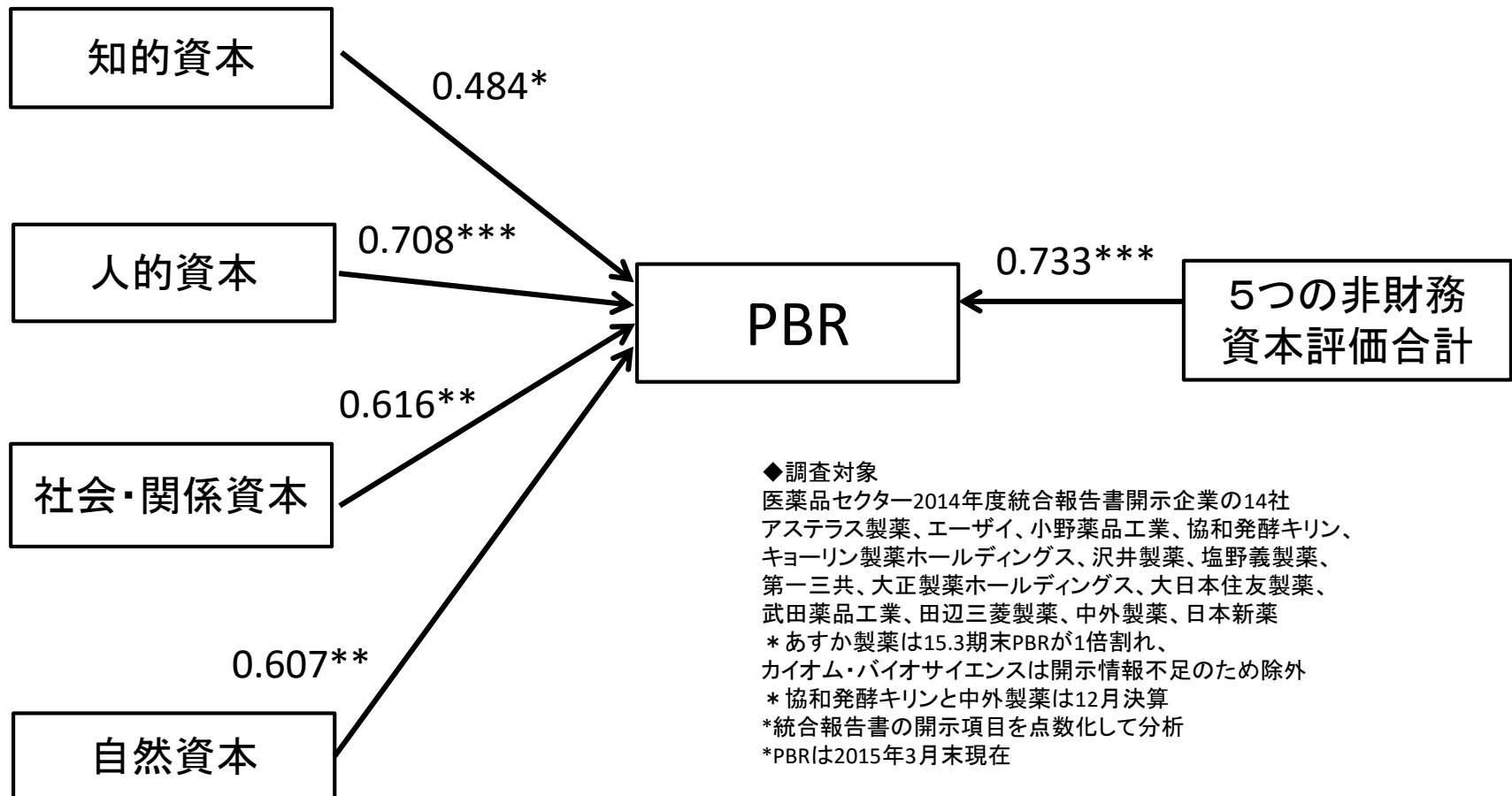
株主価値 = 長期的な時価総額
= 株主資本簿価(BV) + 市場付加価値(MVA)
株主資本簿価(BV) = PBR1倍以内の部分 = 「財務資本」
市場付加価値(MVA) = PBR1倍超の部分 = **自己創設のれん**
= 非財務資本関連(インタンジブルズ)
= 「知的資本」 + 「人的資本」 + 「製造資本」 + 「社会・関係資本」 + 「自然資本」
(= 遅延して将来の「財務資本」に転換されるもの)

【残余利益モデル】

市場付加価値(MVA) = PBR1倍超の部分
= エクイティ・スプレッド(ROE - 株主資本コスト)の現在価値の総和

IIRCの5つの非財務資本とPBRの関係

非財務資本とエクイティ・スプレッドの同期化モデルの裏付け



*** $p < 0.010$, ** $p < 0.050$, * $p < 0.100$

(出所) 富塚嘉一(2017)(柳良平アドバイザー)
「非財務資本は企業価値に結び付くか？」
『企業会計』69(7):116-122。

IIRCの人的資本・知的資本とPBRの関係

非財務資本とエクイティ・スプレッドの同期化モデルの裏付け

	研究開発投資	人材投資
回帰係数	2.9801	0.4975
t値	13.01	11.24
p値	<1%	<1%
R^2	0.1081	0.1047

(分析モデル)

被説明変数Y: (株式時価総額－自己資本) ÷ 自己資本

説明変数X: (1) 人件費 ÷ 自己資本と(2) 研究開発費 ÷ 自己資本の2つの回帰モデル

分析サイクル: 年度ベース 1999年度－2015年度まで、年度ダミーを使ったモデル

説明変数Xの自己資本は前期末と当期末の平均、被説明変数Yの自己資本は当期末時点

(データ)

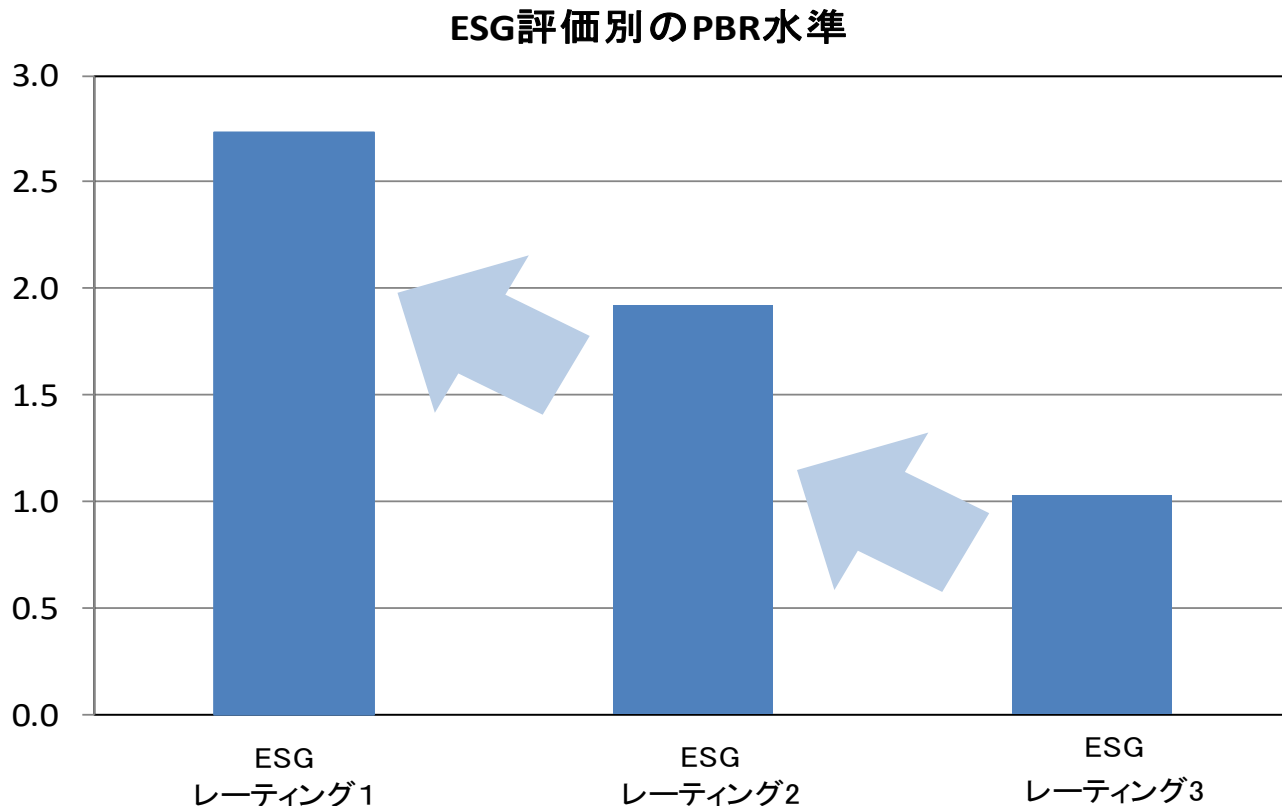
1. 東証1部上場企業
2. 製造業のみ対象
3. 3月期決算企業を対象
4. 1999年度－2015年度まで
5. PBRが1倍以上

(出所) 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)。

(補足) 非財務資本とエクイティ・スプレッドの同期化モデルの裏付け

ESG評価の高い企業ほどPBRが高い

- ESG・無形資産の活用は企業価値改善を通じた市場評価向上につながる(N=500,2016年9月末現在)

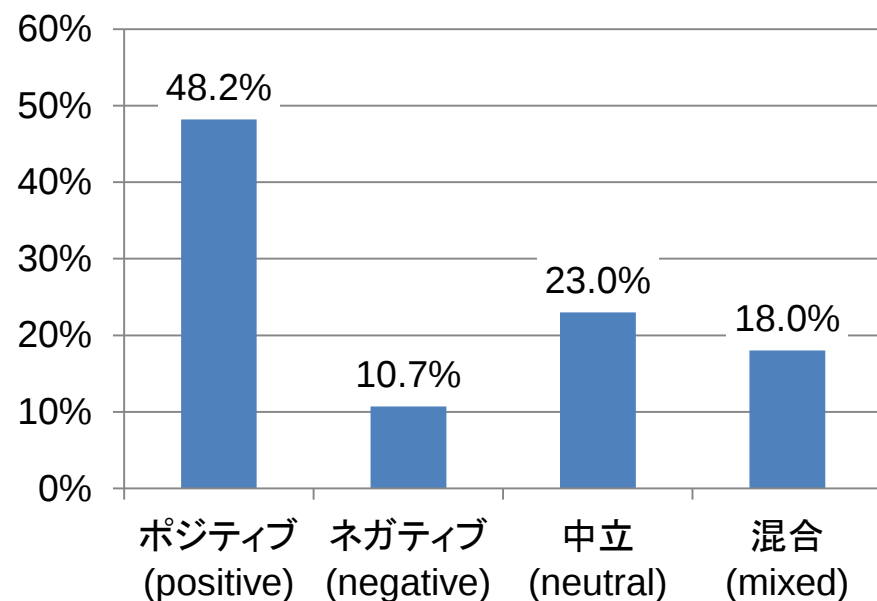


(注)単純平均ベース、ニッセイアセットデータベースより、井口が加工・作成

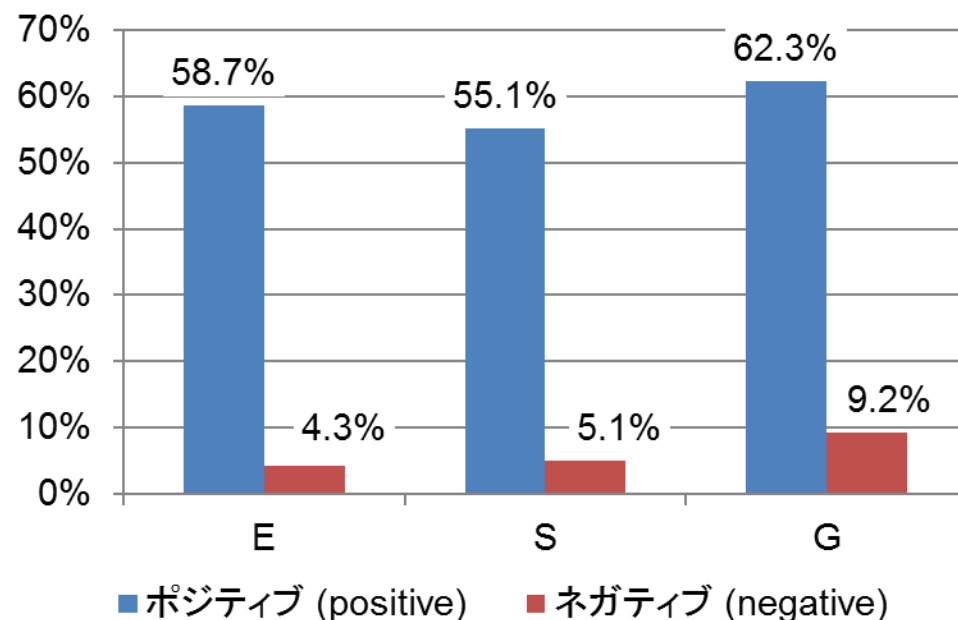
(出所)井口:経済産業省”持続的成長に向けた長期投資(ESG・無形資産投資)研究会”への提出資料

ESGと企業業績の関係に関する過去の研究結果

ESGと企業業績の関係について調べた研究の結論



E, S, G のカテゴリ別に見た企業業績との関係



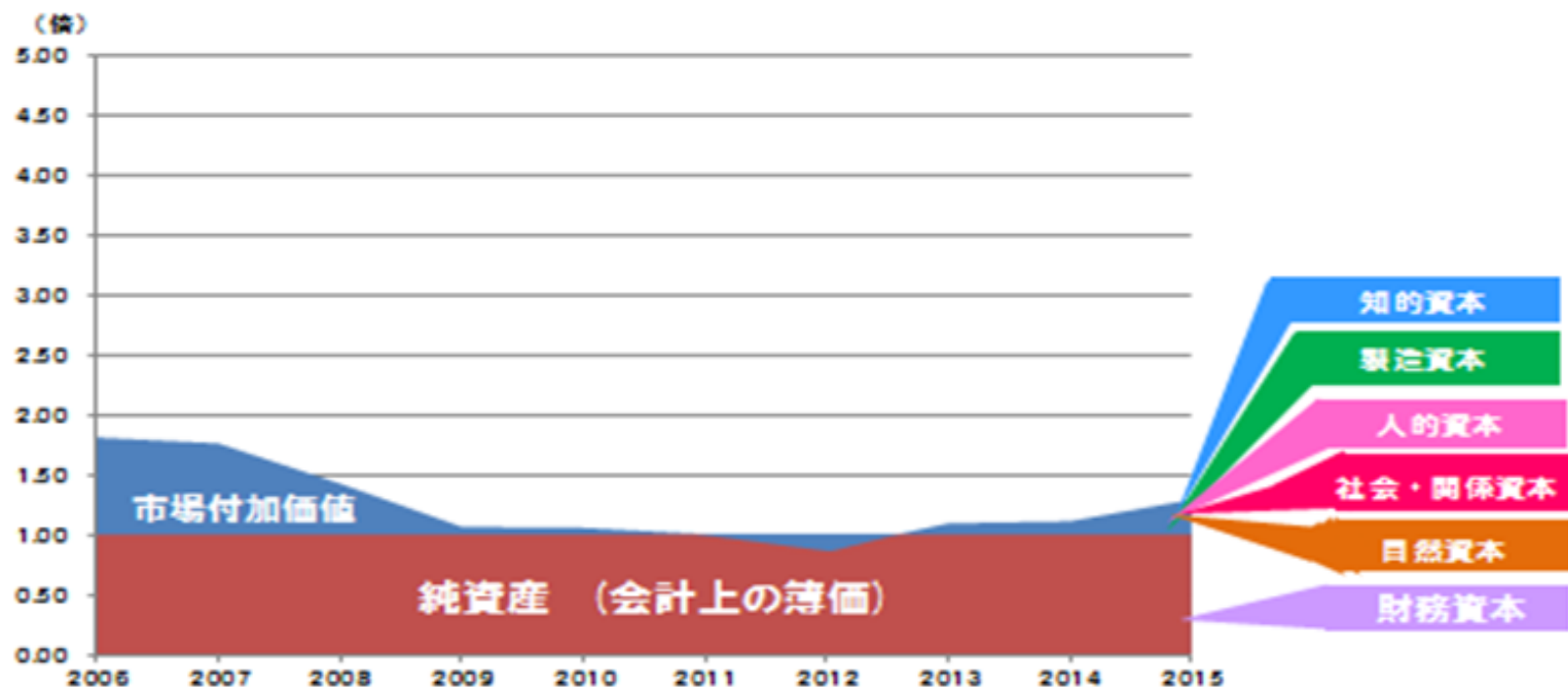
(出所) 下記論文よりSMBC日興証券作成

Friede, G, Busch, T., Bassen, A., "ESG and financial performance aggregated evidence from more than 2000 empirical studies", Journal of Sustainable Finance & Investment, 2015 Vol.5, No.4, pp210-233

不都合な真実とPOTENTIAL

非財務資本の理解促進が必要では

TOPIX PBR推移(2006年～2015年)



(注) 各暦年の平均値

(出所) Bloombergより筆者作成

まとめ

- ガバナンス改革の趣旨を理解する
- 投資家の重視する資本効率の論点を訴求
- CFOに必要なスキルセットを身につける
- エクイティ・スプレッドの開示と対話の提言
- 企業としての理念、非財務情報の重要性
- エクイティ・スプレッドと非財務資本は同期化
- つまり「ROEを重視したESG経営(ROESG)」が重要である(CSVに繋がる)

そして、Corporate Governanceは意味があるが、それ以上に重要なのはCorporate Stewardshipであり、その担い手はCFOでありKPIがEquity Spread

【Disclaimer】

資料の内容、発言はあくまで独立した報告者個人の私見であり、現在、過去に所属する組織ならびに関係者の見解ではないことをお含みおきください。資料は特定の企業についての見解、状況説明を一切含まず、全て一般論になります講演者はあくまで中立の立場になります。資料および講演内容は参加者限りで厳秘として、転送、転用、コピー、引用などはできませんので、ご了解ください。

【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)「配当政策とIRの在り方に係る一考察」『インベスター・リレーションズ』 2013(7).

柳良平 (2014a)「最適資本構成に基づく最適配当政策の重要性」『企業会計』66(7).

柳良平 (2014b)「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).

柳良平 (2015)「コーポレートガバナンス・コードと「株主との対話」」
『インベスター・リレーションズ』2015(9) .

柳良平 (2016)「わが国ガバナンス改革はどう評価されたのか」
『企業会計』68(6).

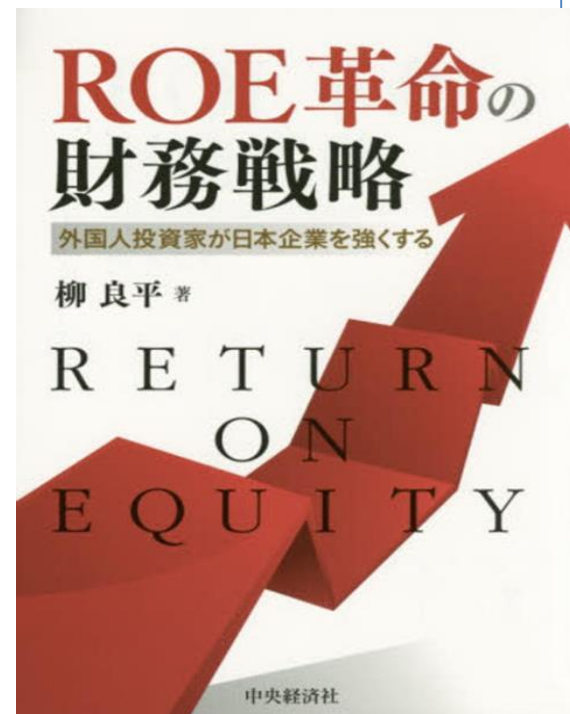
柳良平 (2017)「世界の投資家は日本企業をどう見ているか」
『企業会計』69(5).

柳・吉野(2017)「人的資本・知的資本と企業価値の関係性の考察」
『月刊資本市場』No.386:2017(10).

柳・上崎(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」
『インベスター・リレーションズ』2017(11) .

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.



参考文献

2017年3月上梓

ROE経営と見えない価値
一高付加価値経営をめざして

中央経済社
柳 良平 編著

r3-yanagi@hhc.eisai.co.jp

