

企業ガバナンス部会 第3回研修会

「社外役員にもとめられる財務リテラシー：－『伊藤レポートの ROE 8%』の背景－」

*日時場所：2015年12月18日（金）15:00-17:00 学士会館

*講師：柳 良平 経済学博士

エーザイ（株）常務執行役 CFO / 早稲田大学大学院商学研究科・会計研究科兼任講師

「伊藤レポート」執筆委員で現役 CFO である柳様から、企業と機関投資家の双方にとって重要な資本生産性・資本効率の財務指標となっている ROE（株主資本利益率）について講演頂いた。

テーマ1. アベノミクスのガバナンス改革

2014年6月に閣議決定されたアベノミクスの「成長戦略」では、日本企業の低い資本生産性が、低い企業価値につながっていた蓋然性があるとの海外投資家の批判に答えるべく、日本企業が稼ぐ力を取り戻し企業価値を向上させることを喫緊の課題としている。この「成長戦略」を实践すべく伊藤レポート、日本版スチュワードシップ・コード（SSC）、コーポレートガバナンス・コード（CGC）、会社法改正をはじめとした一連の新潮流が生まれてきた。「伊藤レポート」では、資本コスト（CoE：株主の期待する投資リターン）を



勘案し、8%を上回る ROE を最低ラインとし、より高い水準を目指す事を提唱している。

テーマ2. SSCに係る世界の投資家サーベイ（2014年調査）

SSC は機関投資家の受託者責任を定め、企業との対話を求めている。

日米欧アジアのグローバル投資家に対して SSC に係るサーベイをおこなった結果は下記の通り。

- ① 海外投資家の71%は日本企業の ROE に不満を持ち、64%が日本企業との対話における一番のテーマは ROE の向上策としている。
- ② 日本株式に想定する資本コストは投資家でかなりのばらつきがあるが海外投資家の平均値は7.2%である。

テーマ3. CGCに係る世界の投資家サーベイ（2015年調査）

CGC は上場会社の株主への受託者責任を強調して株主との対話を求めている。

グローバル投資家に対し CGC に係るサーベイを行った結果は下記の通り。

- ①CGC に期待するものは、投資家の 4 1 %が ROE の改善、2 9 %が経営者のガバナンス意識の向上。
- ②投資家の 8 8 %が「伊藤レポートの最低限 ROE 8 %を目指すべき」を支持。
- ③投資家の 4 7 %がガバナンスは資本生産性向上と因果関係があると考えている。
- ④エクイティスプレッド (ES : ROE - CoE) の開示と対話については投資家の 6 5 %が賛成。

テーマ4. 伊藤レポートに係る財務リテラシー (エクイティスプレッドと価値創造企業)

・ ROE は株主資本利益率で株主から預かった資本を、企業が事業に投資しどれだけ利益を上げたかを示し (純利益/株主資本) で表される (簿価ベース)。長期では投資家の総合利回り (時価ベース) に近似する。資本生産性・資本効率を図る指標で投資家が最重要視する KPI。

中長期 (10年平均) の会計平準化を目指すガイドラインとして有効。

・ ES は企業の ROE と株主の資本コスト (CoE) の差額であり、投資家から見るとプラスであれば、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。企業価値創造の指標である。

・ PBR は会計上の株主資本を上回る市場評価 (時価総額) がどのくらいかを示し、(時価総額/株主資本) で表される。企業の市場付加価値を表す指標である。

- ① 2013年度日本企業の ROE の中央値は 7.3%、米国は 14.2%。主因はマージン (利益率) の差。
- ② 日本企業の PBR の中央値は 1.21 倍、米国は 2.93 倍。
1 倍割れ企業は日本で 40%、米国で 5%、主因は ROE の差である。
- ③ 株主資本は日本は過剰資本と過小資本に集中、米国は最適資本構成とライフサイクル。バランスシートマネージメントがより必要となる。
- ④ ES がマイナスの企業は PBR1 倍割れとなる傾向がある。
- ⑤ 「伊藤レポート」ではグローバル投資家との対話をとうし、8%を上回る ROE を最低ラインとしより高い水準を目指すことにより、ES を増加し持続的な成長と企業価値の向上を果たす価値創造企業の協創を提唱している。
- ⑥ 資本効率並びに市場付加価値を高めるためには、各種経営指標を現場に落とし込み、財務資本のみならず知的資本・製造資本・人的資本・社会関係資本・自然資本等の非財務資本も有効活用して生産性を高めなければならない。(ES と非財務資本は整合性あり)

テーマ5. SSC並びにCGCについて提案する「企業と投資家の目的を持った対話」の

アジェンダ

- ① 企業理念
- ② 中長期経営ビジョン
- ③ 中長期ROEとESの現状と目標
- ④ 最適資本構成
- ⑤ 株主還元の目標と根拠
- ⑥ 投資採択基準
- ⑦ コーポレートガバナンス
- ⑧ ESGあるいは統合報告（非財務情報）
- ⑨ IR活動の方針 等。

参考として英国ハーミーズの責任投資原則「上場企業に期待すること」抜粋は以下の通りにて企業と長期投資家は同期化が可能と考える。

- ① 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
- ② ②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
- ③ 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
- ④ 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
- ⑤ 企業は長期的なサステナビリティを高める観点から環境問題や社会的責任を有効にマネージすべき
- ⑥ 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取締役会の客観性と独立性を担保すべき 等。

これらを盛り込んだエーザイ（株）の統合報告書についても解説頂いた。

尚、本研修会には54名の方が参加された。講演内容は、簡潔・明瞭・具体的で活発な質疑応答がおこなわれ大変好評であった。

以上