

インベスター・インパクト セミナー 2014年12月1日
企業経営のためのコーポレート・ガバナンス強化とROE向上
～グローバル投資家から見る優れた経営、ガバナンスとは～

ROE向上と企業経営

山口 勝業

代表取締役社長

イボットソン・アソシエイツ・ジャパン株式会社

なぜ資本主義的経営ではガバナンスが必要か？

Behavioral Assumptions (人間行動の想定)			Implied Contractual Process 契約関係
Bounded Rationality 限定合理性	Opportunism 機会主義	Asset Specificity 資産の特殊性	
0	+	+	Planning
+	0	+	Promise
+	+	0	Competition
+	+	+	Governance

出所： Oliver E. Williamson, *The Economic Institutes of Capitalism*, 1985. p.31

限定合理性： 合理的なつもりでも、認知・判断・行動に限界がある

機会主義： 完全には正直ではない行動をとる可能性

資産の特殊性： 汎用性・代替可能性の小さい固有の資産特性

ROEと株価、期待リターンとの関係（数値例）

前提条件		
株式の資本コスト	7%	
ROE	8%	
配当性向	30%	
自己資本(簿面)	1,000 億円	
株式の時価		構成比
自己資本(簿面)	1,000	58.3%
将来残余利益の現在価値	714	41.7%
株式の時価	1,714	100.0%
P/Bレシオ	1.71	
P/Eレシオ	21.4	
期待リターンの構成		
成長性	5.6%	
利回り	1.4%	
ファンダメンタル部分	7.0%	
市場平価の変化部分	0.0%	
期待トータル・リターン	7.0%	

$$V_0 = B_0 + \sum_{t=1}^{\infty} \frac{(ROE_t - k_E) \times B_{t-1}}{(1 + k_E)^t}$$

↑
↑

現在(0期末)の株式資本 将来t期の残余利益の現在価値

$$r_t = g_t + \frac{(ROE_t - g_t)}{P/B_{t-1}} + \frac{\Delta P/B_t}{P/B_{t-1}} (1 + g_t)$$

第3項の期待値=0

期待リターン r = 資本コスト k

ROE=8%は妥当な水準か？

長期的には $ROE > \text{資本コスト} > g$ が成立している。

理由：

- ① $ROE < \text{資本コスト}$ だと残余利益がマイナス
- ② $\text{資本コスト} < g$ だと利回りがマイナス

過去60年ほど(第2次大戦後)の日米のデータでは、市場の混乱期を除けば、8%は概ね妥当か？ 名目？実質？

ただし、将来に関しては要注意！

- 世界的な経済成長率が低下している？
- 未曾有の低金利 金利上昇⇒要求資本コストの上昇
- 名目ではなく、インフレ率控除後の実質で見るべき

Thank you very much!

ご静聴ありがとうございました！

Katsunari Yamaguchi, yamaguchi@ibbotson.co.jp

Ibbotson Associates Japan, Inc.

a Morningstar company

当資料は、情報提供のみを目的として、イボットソン・アソシエイツ・ジャパン株式会社(以下「イボットソン社」)が作成したもので、いかなる投資の推奨・勧誘を行うあるいは示唆するものではありません。当資料に運用実績を表示している場合は、過去の実績又はシュミレーションによるものであり、将来の運用成果の獲得を示唆あるいは保証するものではありません。資料上に図表等で計算結果や数値を例示している場合は、仮想的な特定の条件のもとでの計算結果や数値の例示を目的としています。当資料に掲載している情報は、イボットソン社が信頼できると判断した資料に基づいていますが、その情報の正確性、完全性、及び将来の市況の変動等を保証するものではありません。当資料はイボットソン社の著作物です。イボットソン社の承諾なしの利用、複製等は損害賠償、著作権等の罰則の対象となります。

イボットソン・アソシエイツ・ジャパン株式会社
金融商品取引業者：関東財務局長(金商)第555号
(適格投資家向け投資運用業 投資助言・代理業)
加入協会：一般社団法人 日本投資顧問業協会