

●二〇二一年コーポレートガバナンスの現在地(1) ●

資本コスト経営とは何か

三瓶裕喜 アストナリング・アドバイザー代表

一 はじめに

前回二〇一八年六月のコーポレートガバナンス・コード(以下「CGコード」という)改訂からの三年間で、サステナビリティ経営を求める資本市場の環境変化は著しく、企業の経営改革に求められるスピードは加速している。しかし、後述四のとおり、社会のサステナビリティのための取組みが個々の企業のサステナビリティにつながるには限らない。これは、難しい課題が顕在化しているからであり、サステナビリティ経営の実現にはこれまで以上に資本コストについての理解を深め経営戦略の検証に取り入れること(いわゆる「資本コスト経営」)が求められていると考える。

CGコード原則五・二では、自社の資本コストを的確に把握した上での経営戦略や経営計画の策定・公表がうたわれている。そこで、本稿

では、資本コストについて基礎的知識を有している読者を想定し、経営判断や意思決定、その公表の場面で資本コストが共通言語として活用されるように、つまり、経営者が資本コストを使いこなせるように、資本コストの上昇・低下に作用する事業環境・事業マネジメントの要素など、動的側面に焦点を当て、対話の相手となる投資家の視点で資本コスト経営の解説を試みる。

二 資本コスト

株主が企業に預託している株主資本に対しどの程度の水準のリターンを要求しているのか、それが株主資本コストである。株式は社債と違って、返済期限や利息など調達コストがあらかじめ決められていない資金調達手段である。だからこそ調達側である企業からみれば、株主資本はリスクバッファであり、信用の裏づけに

目次

- 一 はじめに
- 二 資本コスト
 - 1 資本コスト
 - 2 株主資本
- 三 政策保有株式
- 四 サステナビリティ経営が直面する課題
- 五 市場とのコミュニケーション
- 六 おわりに

なる。株主・投資家からみれば、株主資本の預託は回収リスクを負った資金提供である。「近年、企業は資金余剰の状態で株式市場からの資金調達ニーズはない」といわれることがあるが誤解である。そうした企業も内部留保を続けている。内部留保は、株主に帰属する最終利益の一部を株主に還元せず利益剰余金として株主資本に組み入れ事業継続のための再投資原資として活用するのであるから、資金調達手段の一つである。企業は内部留保を通じて株主から毎年資金調達を行っているのである。

上場企業として市場から幅広く資金調達している状況からすれば、株主・投資家の自社への信頼の程度や評価についての総意を確認する必要がある。株主・投資家は、株主資本から新たに創造される資本(注一)について、当該企業の経営環境やリスク、経営実績を他社や市場平均と相对比较し、投資リスクに見合うと考えられる最低水準を要求する。それが株主・投資家

の要求リターンであり、株主資本コストである。資本コストには負債コストと株主資本コストがあるが、本稿では、以降特に説明をしない限り、「資本コスト」は「株主資本コスト」を指す。

1 資本コスト

資本コストについては、株主・投資家が企業に要求する最低水準（要求リターン）という側面と、事業投資が経済的な価値を創造するか毀損するかの分岐点となるハードルレートという側面の二つある。前者は、株主・投資家が決めるもの、後者は、前者を踏まえ、経営者が各事案ごとに設定するものと言ひ換えることができる。また、双方は連鎖し循環する。すなわち、経営成績（たとえば、連結ROIC）が低迷しているると市場は経済的な価値を毀損するリスクが高いと評価し、要求リターンは上昇する。合理的な経営者が設定するハードルレートも応じて引き上げられる。それによって、事業リターン（たとえば、事業ROIC）がハードルレートを超えられない（価値毀損）事業への投資は中止され、事業リターンがハードルレートを超える（価値創造）事業だけ残り経営成績は改善する。安定して価値創造ができている（価値毀損のリスク低下）と市場が評価すれば、要求リターンは低下する。市場に高評価される価値創造経営のトラックレコードがあれば、新規事業投資を行う場合でも要求リターンの上昇は抑えられる。

(1) 株主・投資家の要求リターン

経営者はまず、自社に要求されているリターンとしての資本コストを把握しなければならぬ。投資家はさまざまな投資リスクを想定し、類似する投資対象を比較し、リスクの種類、相対的なリスク量の多寡から投資可能な条件としての要求リターンを把握する。経営者にとって、相对比较を得意とする市場による自社に対する客観的評価の情報を把握しておくことは有益なはずである。また、前述したとおり、自社のハードルレートを合理的に設定する上で要求リターンの把握は不可欠といえる。

要求リターンすなわち株価に織り込まれている資本コストは、以下のような方法で推定可能である。一つは、理論式であるDCF（ディスカウント・キャッシュフロー）モデルを用い現在の株価を説明する割引率すなわち、インプライド・資本コストを算出する方法である。理論的で、一定の前提の下、会計基準等の差異を調整すればグローバルで整合性をもって比較可能な資本コストの推定ができる。しかも、現在の株価が示唆する資本コストと将来のキャッシュフロー見通しの二つを導出でき、企業との対話に有用である。筆者も活用している方法であるが、論理的前提の設定や算出が煩雑であるため、機関投資家向きといえる。他方、簡便な方法の一つに、ROEをPBR（株価純資産倍率）で割って算出するやり方がある。この方法では、株価から導出される将来の見通し（楽観・

悲観）はすべて、インプライド・資本コストに集約される。

たとえば、ROE四％の企業の場合、一株当たり純資産（BPS）を一〇〇とすると、一株当たり当期純利益（EPS）は四である。この場合、ROE四％は一般的に投資家が求める八％程度（注二）のROE水準を大きく下回っていることになる。このような企業に投資するには、EPS四程度の創出力しかなくても投資できる株価水準が求められる（そのように株価が市場評価される）。株価純資産倍率（PBR）〇・四倍（株価四〇）という評価である。株価四〇で投資すれば一〇％の「株主に帰属する当期純利益」創出力を期待することができる。この一〇％が当該企業の資本コスト（要求リターン）である。一〇％の水準は、経済的価値を毀損していることへのペナルティとして、一般的に投資家が求める八％程度のROE水準に二％のリスクプレミアムが加算されたと解釈できる。

実際の市場評価を図表1に示した。株価は二〇二一年六月三日終値、財務データは直近開示ベースを利用して、PBR一倍以上の売上高上位一、〇〇〇社（Aグループ）およびPBR一倍未満の売上高上位一、〇〇〇社（Bグループ）を比較した。Aグループの平均ROEは一一・〇％と八％を上回っており、平均PBRも三倍に近い。インプライド資本コストは平均五・六％とリスクプレミアムが低減されている。一方、Bグループの平均ROEは五・七％と八％

〔図表1〕 PBR1倍以上の企業（Aグループ）とPBR1倍未満の企業（Bグループ）の比較（それぞれ、売上高上位1,000社を対象）

	時価総額	売上高	ROE	PBR	ROE/PBR インプライド 資本コスト (要求リ ターン)
Aグループ平均	5,328億円	3,735億円	11.0%	2.9倍	5.6%
Bグループ平均	1,645億円	3,666億円	5.7%	0.6倍	9.6%
差（A-B）	3,683億円	69億円	5.3%	2.3倍	-4.0%

（注） ROE/PBRから算出しているインプライド資本コストは、A、B各グループ1,000社各社のROE/PBRデータの平均であるため、グループ平均のROEをグループ平均のPBRで除した結果とは異なる。

を下回っており、平均PBRは〇・六倍。インプライド資本コストは平均九・六%とリスクプレミアムが加算されている。このように株式市場の価格発見機能が働き、株価評価を通じて要求する資本コストを示しているのである。しかし、図表1のように自社の資本コストを

いったん算出したらその数値を把握しておけばよいということではない。なぜなら、市場は常にフォワード・ルッキングで、投資家は、経済見通し、市場環境、リスクイベントなど、これから先の状況を予想し、適宜修正し、リスクプレミアムの程度も調整しているので資本コストは静的なものではなく先々をみながら変化する動的なものだからである（注三）。

(2) 経営者が設定するハードルレート

前述したように、経営者は自社に対する株主・投資家の要求リターンを把握し、それをキャピタル・アロケーション（事業投資や内部留保・株主還元）の判断に使うハードルレートに反映する必要がある。単純化すれば、ハードルレートを上回るリターンを合理的に見込めない事業投資は行うべきではなく、有利な事業投資対象がなければ株主還元すべきとなる。ただし、実際にはハードルレートを上回る・下回るの判定を単年度ですべきではなく、投資から回収完了までの期間を考慮する必要がある。

経営者がハードルレートとして資本コストを使いこなすのに重要なポイントはリスクプレミアムの加減算の要因・要素を把握することである。たとえば、財務が悪化すれば社債の調達コストが高くなるように、事業環境が悪化すれば、事業継続の条件として要求されるリターンは高くなるという感覚を身につけることである。この場合、経営者はハードルレートを引き上げて、さまざまな選択肢（投資回収開始の早期

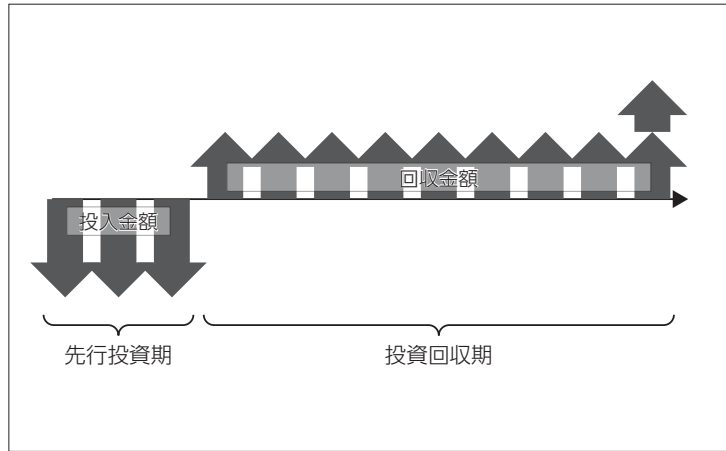
化、価格設定の見直し、投資規模の縮小、撤退など）を検討し、計画修正の要否を意思決定しなければならぬ。ハードルレートは事業投資の決定時から固定したままではなく、変動するものとして適宜検証する必要がある。

イ ハードルレートは資本コスト八%と把握する

市場は常にフォワード・ルッキングであるため、資本コストは静的ではなく動的であると前述したが、ハードルレートは八%を軸と把握しておいて、リスクプレミアムを適宜加減すればよい。ここで、各事業のリターンは一般的に事業ポートフォリオ管理にも使われている事業ごとのROIを想定している。リターンがROIであれば資本コストはWACCではないかと思われるかもしれない。連結ベースではROIに対応する資本コストは一般的にはWACCとなるが、各事業レベルでは事業固有の有利子負債が特定できる場合を除き、株主資本コストを適用するのが妥当と考える。なぜなら、事業セグメントや事業部門の資金調達は外部の第三者に対し有利子負債の債務を負う場合を除き、当該事業が不採算であってもコーポレートとの間で債務不履行や債務超過などを理由に解散・清算を迫られたりせず、むしろ当該事業を継続する限り追加資金の供給を受けることからエクイティ性の資金であるためである。

ロ 資本コストの上昇・低下要因を理解する
経営者が意思決定する場面で重要なのは、小

【図表2】 IRRでとらえる時間軸を考慮した事業の投資と回収(イメージ)



数点以下までの正緻さなどではない。どのような場合に資本コストは上昇し、また、低下するのかを理解して、経営判断や情報開示に活用できることが重要である。ハードルレートの上昇・低下に作用する主な要素は「投資回収期間の短期化・長期化」、「必要投資額の増減」、「想定売価や料率・回収総額の修正」の三つに集約できる。

ハ IRR (内部収益率) で考える

前述の三つの要素はそれぞれ言い換えると「投資から回収終了までの期間」、「投入金額」、「回収金額」であり、すべてIRR計算の重要なインプット項目である(図表2)。事業リターンは構造を時間軸でとらえるところがポイントである。当初は先行投資期間がありリターンはマイナスだが、その後、事業が軌道に乗ってくるにつれ、投資回収期間に移りリターンが上昇する。事業のライフサイクルが終末に近づくに従いリターンは低下する。企業はこの構造を踏まえてどのような投資回収を想定した新規事業であるのかをIRRのイメージで説明すること、投資家との対話で効果的である。

「回収金額」は誤解しやすいので注意が必要である。損益計算書上は利益が出ていても、回収金額が十分でなければ、IRRはマイナス・リターンになり得る。まだ売れるからとわずかな利益で販売を続けていると期間だけ伸びて十分なリターンが回収できないので非効率的である。IRRと資本コストを比較して、売価の下限と回収期間の組合せを検証し販売終了のタイミングを見極める合理的判断も必要である。

2 株主資本

投資家は株主資本について次の二つの観点で妥当性を評価している。一つ目は、バランスシートの左側、事業用資産へのキャピタル・アロケーションの妥当性である。すなわち各事業

部門の設備投資、研究開発投資、M&Aや全社資産への戦略投資の妥当性である。妥当性を評価するためには、前述の事業リターンとセットでみる必要がある。

もう一つは、株主資本を軸にしたバランスシート・リスクマネジメントの妥当性である。たとえば、有利子負債導入や信用格付け維持のためのリスクバッファとしての株主資本の役割、のれんや投資有価証券の減損を吸収するリスクバッファとしての株主資本の役割など、バランスシート上のリスク配賦と株主資本が整合しているかどうかの観点である。

ここで、金融機関ではない一般事業会社を念頭に置き、バランスシートをE(株主資本)、D(有利子負債)、A(資産)、RA(リスクアセット)、Aの一部)で考えることとする。元手としてEがなければ始まらないのももちろんである。金融機関や格付け機関との交渉でDのリスクバッファとしてEがどれだけ必要かは把握しやすい。そのため、多くの企業がD/Eレシオの目標値を掲げている。一方、Aの中にあるRAの把握は不明確な場合が多い。それまで問題なかった資産が稼働率の悪化等により減損対象になりRAとして顕在化することがある。また、海外M&Aにより取得した事業が当初の想定どおりにいかず減損対象となることは多い。子会社・関連会社の有価証券、政策保有株式もRAである。減損は直接Eを乗損する。投資検討や取得時には個別事案として決裁してきた結果、

複数のR AとDがEのリスクバッファとしての役割を重複して当てにしていることがある。仮にグローバル経済が危機に直面した場合、複数のR Aのリスクが同時に顕在化する危険を孕んでいる状況ともいえる。新たな海外M & Aなどで追加的にR Aが増加する場合、そのリスク量に見合った分だけEを増やすこと（増資）は将来の「advice」な価値創造が合理的に描けていなければ株主から受け入れられない。または、海外M & AによるR A増加分を相殺するために投資有価証券等のR Aを売却することは合理的な方法として考えられるが実際にそのような意思決定や説明はまずみられないのが日本企業の現状である。

三 政策保有株式

投資家は、事業活動によって創造される価値に期待し企業に投資するのだが、日本企業のバランスシートをみると事業用の有形固定資産に匹敵する規模の投資有価証券を保有している例が少なくない。その理由が政策保有株式である。前述のような株主資本の役割や、資本コスト決定要因からすると「取引関係の維持・強化」などの主観的かつ曖昧な理由で政策保有株式を保有することに機関投資家が厳しい目を向けるのは当然である。そうした機関投資家の声を反映して、東京証券取引所の市場構造改革ではプライム市場上場基準の流通株式の算出根拠に政

策保有株式が含まれることとなった。

二〇一八年六月改訂のCGコード補充原則一「四の表現が「個別の政策保有株式について、……保有に伴う便益やリスクが資本コストに見合っているか等を具体的に精査し」となっているため、保有銘柄ごとに資本コストと比較し検証しているとの開示がみられるが、個別に懸念される利益相反問題を別にすると、より重要なのは、株主資本に対する政策保有株式の総額である。筆者はこれまで、多くの企業との対話で、この点を指摘し改善を求めてきた。ようやく、議決権行使助言会社は政策保有株式の過剰保有による非効率を経営が見越しているとして責任を問う方針を公表した（注四）。

四 サステナビリティ経営が直面する課題

サステナビリティ経営について日本では、地球に良いこと、環境に良いこと、人に良いことなど、優しく明るいイメージの情報発信が目立つが、欧州の機関投資家や企業が難しい決断を迫られ変革を進めている状況と対照的である。サステナビリティ経営に求められる前提条件はいずれもR O I Cへの下方圧力、リスクプレミアムの増加を通じて資本コストの上昇要因となる。なぜなら、「変化」、「規制導入」、「課題解決技術の開発」、「非連続的イノベーション」、「共通課題・共通目標」、「ダイベストメント」、「国際目標の时限設定」と、そのほとんどが「既存

事業の投資回収中止」、「回収時期が不明確な投資の実行」、「必要投資額の増加」、「高コスト」、「差別化困難」など、R O I Cの低下、投下資本の回収可能性の低下を示唆するからである。

米国企業のR O I Cにも同様に下方圧力が働くが、資本コストを大きく上回る実績を持つ彼らには、下方圧力を吸収してもなお資本コストを上回る余地がある。その調整幅が社会を含めたステークホルダー間での新たな均衡の原資になるのかもしれない。従来から資本コストを下回るR O I Cしか達成できていない日本企業には、下方圧力を吸収する余裕はない。資本コストに対する未達幅が一層拡大するようでは、資本へのアクセスが困難になる。つまり、リスクプレミアムが大幅に上昇し資本コストが非常に高くなるか、株主が内部留保を認めないという事態も起こり得る。

地球規模の共通する社会課題解決に挑む中で、資本へのアクセスの難易度、資本コストの差は企業の競争力に大きく影響するはずである。その結果、多くの日本企業が掲げるステークホルダー共創経営は実現が難しくなる可能性がある。

五 市場とのコミュニケーション

四で筆者の危機感を述べたが、経営意識改革ができれば日本企業が競争力を取り戻すことは不可能ではないはずである。そのためには、資

〔図表3〕 仮想例：CEOメッセージと投資家の受け止め方

<p>1. CEO：事業環境について、不確実性が増大し、環境の大きな変化を認識している。 投資家：的確妥当な認識だが、これだけでは資本コスト上昇と受け止める。</p> <p>2. CEO：こうした状況下だからこそ、従業員には萎縮せず失敗を恐れず果敢にチャレンジして欲しい。 投資家：リーダーとして従業員を鼓舞する前向きなメッセージだが、合理的な方策が示されなければ資本コスト上昇と受け止める。</p> <p>3. CEO：事業間や保有技術の連動性を高め、新たな価値創造を図る。 投資家：具体性に欠けるが、効率的にキャッシュフローを創出する取組みと読み取れなくもない。そうなれば回収可能性は改善する。その道筋がみえれば確信度が増し、資本コストは低下する。</p> <p>4. CEO：不確実性が増す中、新たな取組みが価値創造に結実するまでの間、株主には株主資本コスト8%の半分の4%を配当として還元する方針とする（DOE 4%目標）。 投資家：不確実性を配当の確実性で補う効果を持つとともに、株主資本コストの認識があること、その半分で現金で還元する方策をDOEで示したことにより、投資家が評価する資本コストの上昇を抑えることにつながる（目標ROE 8%、配当性向50%との表現にしないのがよい。変動するROEに配当性向（固定）を掛け合わせても配当額が変動し不確実になることを示唆してしまうため）。</p>

〔注〕 DOE：Dividends on equityの略で株主資本配当率ともいう。株主資本に対する配当総額の比率。

〔図表4〕 DOEの開示例

<p>【松井証券（配当・株主還元）】 「基本方針について、DOEの基準は、株主資本コスト（現状8%）相当分を現金配当として毎株株主に還元する方針により決定しております。」</p> <p>松井証券ホームページ：松井証券ホーム>会社案内・IR情報>株式情報>配当・株主還元 https://www.matsui.co.jp/company/ir/stockholder/dividend/?mnu=hd</p>
<p>【いちご（利益分配に関する基本方針）】 「また、株主資本を基準とした『株主資本配当率（DOE）3%以上』も採用し、配当のさらなる安定化を図っております。（『配当性向』は期ごとの純利益に連動するため変動率が高い一方、株主資本配当率（DOE）は配当の安定性が確保されます。）」</p> <p>いちごホームページ：ホーム>IR情報>株主関連情報>配当情報 https://www.ichigo.gr.jp/ir/stocks/dividend.html</p>

本コストを踏まえた価値創造の取組状況を合理的に説明することが重要である。日本企業から「投資家は新規事業への投資や将来技術への先行投資に否定的である」との不満の声をよく聞く。投資家が先行投資を認めないという思込みか、別の理由と混同しているように思われる。筆者は、投資家が新規事業への投資や将来技術への先行投資に否定的であるというのは誤解であると説明する。実際、米国企業の積極的な先行投資に投資家は反対していない。何が違うのか。それは、資本コストを上回る経営実績（ROIC、ROE）と事業戦略・ビジネスモデル（投資回収の道筋）の説明の明瞭さの違いにある。「三〇年前には投資家が評価しなかった技術開発が日の目を見た。諦めずに続けることでいずれ開花することがある」というが、米国企業の例はそうではない。何を指し、どう実現するかプランをみせ達成する必要がある。「いつか、きっと」ではない。

この中で、曖昧に使われがちなCapitalとResourceの違いについて整理しておきたい。Capitalとは、「能力」、それに対しResourceとは、「役立つ材」を意味する（注五）。たとえば、Human Capital（人的資本）とは、「人間が持つ能力」（知識、スキル、資格、才能など）を資本として考えることを指す。一方、Human Resource（人材）は、「役に立つ個人、または即戦力」を指す。この二つの違いは、「状況に応じて必要な能力を獲得しようとする考え方」と「持っているもの

の活用を優先する考え方」と、それぞれ言い換えることができる。実際、会計上の取扱いにおいても、資本は投資して、元本を増幅しリターンを回収する＝Capitalizeし時価評価や公正価値評価する一方、資源は活動のために消費（減価）する＝Expenseとして処理される。

つまり、Capitalは消費するものではなく、創造し増幅するものと期待されているのである。これは、CGコードと両輪を成すスチュワードシップ・コードの「スチュワードシップ」の原義でもある。

このCapitalの発想からすれば、いったん開発を中止しても、その必要性や実現可能性がみえた段階では機敏に軌道修正し、その「能力」の獲得に動く。そのような本来のCapitalへの投資の仕方が求められている。

このように、経営者には資本コストを考慮した総合的な説明が求められるが、それを受け取る投資家の姿勢も重要である。長期投資をうたう投資家は、企業の新規事業への投資をサポートすべきであるが、投資家のサポートを引き出す条件（情報開示、進捗モニタリング、結果責任など）を対話などを通じて企業に明確に伝えるべきである。図表3・図表4では、参考として、仮想例：CEOメッセージと投資家の受け止め方とDOEの開示例を紹介しておく。

六 おわりに

CGコード原則五―二「自社の資本コストを的確に把握」とは、資本コストを小数点以下まで算出することではない。資本コストを踏まえた合理的なキャピタル・アロケーション（資本配分）とバランスシート・マネジメント（リスク配賦）を行うことである。

また、「資本コストの考慮」は事業投資実行のGo or No goのエントリーポイントだけではなく、むしろ、Goサインを決議した時点から、その進捗のモニタリングと続行／修正／中止／撤退の意思決定においてこそ重要になる。

経営者が資本コストを使いこなすには、い・資本コストは8%と把握、ロ・資本コストの上昇・低下を連想、ハ・IRRの要素「投資額・期間・回収額」で解釈・理解して、経営判断や情報開示に応用することが特に肝心である。

(注一) 「新たに創造される資本」は「新たに創造される利益」と表現すればROEのことだと容易に理解できる。ただし、「資本」の表現のほかに以下の資本主義の本質をより明確に表現することを考える。Remember, that money is of the profitic, generating nature. ……The more there is of it, the more it produces every turning. ……「The Protestant Ethic and the "Spirit" of Capitalism」(Max Weber)

(注二) 「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(二〇一四年八月)。

(注三) 二〇一八年二月十八日・二十五日開催、東京証券取引所企業価値向上経営セミナー「資本コスト」認識の経営戦略上の意義」第二部「改訂コード五―二及び対話ガイドライン二―二の意図」三瓶裕喜講演資料二三頁(<https://www.jpix.co.jp/equities/listed-co/award/03.html>)。

(注四) グラス・ルイス(Glass, Lewis & Co.)は二〇二一年二月から、政策保有株式総額が純資産の10%以上の場合、経営トップの選任議案に反対推奨すると発表。ISS(Institutional Shareholder Services Inc.)は二〇二二年二月から、政策保有株式総額が純資産の20%以上の場合、経営トップの選任議案に反対推奨すると発表。

(注五) Where resources are limited, capital is not. At least, not necessarily. In addition, capital is often used to create more capital. So, for many, viewing your employees as human capital rather than human resources implies an ongoing relationship with valuable assets who are committed to bringing growth and prosperity to your company. <https://balance-pointhcm.com>

(マニントン・ピンチム)