

2023年11月9日 全9頁

「資本コストや株価を意識した経営」の要点

より多くの企業関係者が理解するための初歩的な解説

コンサルティング第一部 コンサルタント 大泉幸子

[要約]

- 2023年3月31日、東京証券取引所より「資本コストや株価を意識した経営の実現に向けた対応について¹」が公表された。
- 本レポートでは、資本コストとは何か、なぜ資本コストや株価を意識しなくてはならないのかという基本的な問いについて、2014年に公表された伊藤レポート²を参照しながら、専門的なファイナンスの説明や数式を極力排し、財務部門以外のビジネスパーソンが解釈できる平易な説明を試みた。

1. 東京証券取引所による「資本コストや株価を意識した経営」の要請

2023年3月31日、東京証券取引所より「資本コストや株価を意識した経営の実現に向けた対応について」が公表された。この通知文書は、伊藤レポートの中で指摘され、コーポレートガバナンス・コード³の中で求められてきた「資本コストを意識した経営」への、今まで以上に強いトーンでの、かつ具体的な要請となっている。本通知では「できる限り速やかな対応」が求められ、開示状況の集計結果等も随時公開されていることから、上場企業は本腰を入れた対応を迫られている。

注意すべき点は、プライム市場・スタンダード市場の全上場会社が対象となっており、PBRが高水準の企業も開示の対象であること。また、取締役会で継続的な分析・評価・検討と、年1回以上の継続的な開示が求められている。つまり、今後、取締役会で継続的な議論を重ねるにあ

¹ 「資本コストや株価を意識した経営の実現に向けた対応について」2023年3月31日 東京証券取引所
<https://www.jpx.co.jp/news/1020/20230331-01.html>

² 経済産業省「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 平成26年8月
https://www.meti.go.jp/policy/economy/keiei_innovation/kigyokaikei/pdf/itoreport.pdf

³ コーポレートガバナンス・コードは2015年6月1日施行。2023年10月時点での最新版は2021年6月版「コーポレートガバナンス・コード」東京証券取引所
<https://www.jpx.co.jp/equities/listing/cg/tvdivq0000008jdy-att/nlsgeu0000051nul.pdf>
「資本コストや株価を意識した経営」に該当するのは、【原則5-2. 経営戦略や経営計画の策定・公表】

たつては、全ての取締役会メンバーが、なぜ資本コストや株価を意識した経営の実現が必要なのかを理解する必要があるだろう。また、実行段階にあたっては、各事業部門においても理解が必要である。

こうした昨今の状況をふまえ、専門的なファイナンスに関する説明や数式を極力排した上で、広くビジネスパーソンが東証の要請を解釈できるような平易な解説を本レポートでは試みた。

2. 株主資本コストと ROE、WACC と ROIC

東証の要請の第一ステップは、自社の資本コストや資本収益性を把握し、取締役会において現状分析を実施することである。

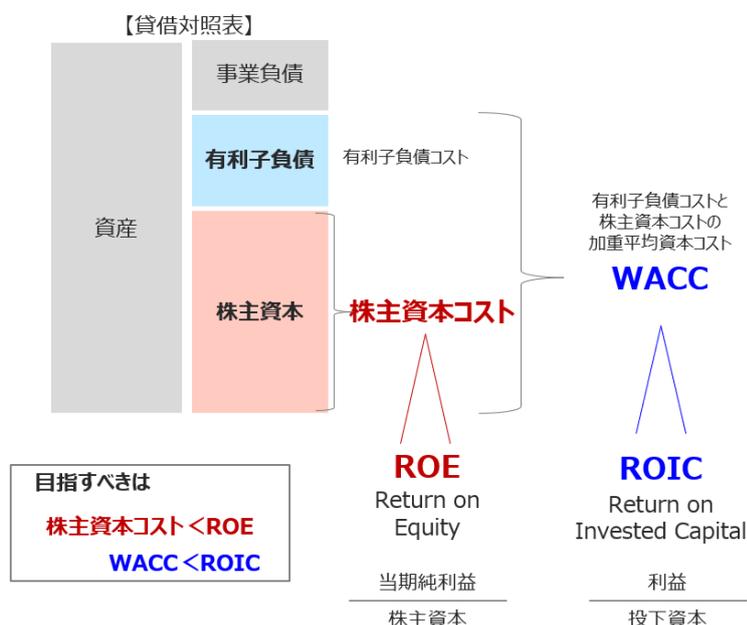
まず、「資本コスト」の議論では、「資本コスト」が「株主資本コスト」を指しているのか、「WACC」を指しているのかが明確でないまま話し合いが行われ、議論の食い違いが発生している場面があるように思う。

「資本コスト」は、何と比較して使用するかで異なる指標であるという点を押さえておきたい。図表 1 で示す通り、ROE との比較では「株主資本コスト」、ROIC（投下資本利益率）との比較では「WACC（負債と株式の加重平均コスト）」が資本コストである。

「株主資本コスト」は、投資者の期待リターンの分水嶺であり、ROE が株主資本コストを上回ることによって投資者の期待リターンを超えることになる。また、負債も含めた資本コストで考える場合は、ROIC が WACC を上回ることによって、利益率がコストを上回ると言える。

なお、東証の通知文の中でも、現状分析に用いる指標の例として「株主資本コスト」「ROE」「WACC」「ROIC」が示されている。

（図表 1）株主資本コストと ROE、WACC と ROIC の関係



出所：大和総研

以下、本レポートにおいては、株主資本コストと ROE の比較について論じることとし、WACC と ROIC については割愛する。なぜなら、ROIC は簡便的には「利益／投下資本」と説明できるが、どの利益を使うのか、投下資本はどのように算出するのかを自社のビジネスモデルに沿って検討する必要があり、適切な算出においては論点の多い指標だからである。⁴

3. 一般的な株主資本コストと ROE の水準

投資者の期待リターンである株主資本コストの推計にあたっては、複数のアプローチがある。また、各々のアプローチにおける計算は、変数に何を使うかで計算結果が異なる。古典的な計算方法である CAPM を例にとると、リスクフリーレート、市場リスクプレミアム、個別企業ごとのベータ値の 3 つの変数を使用して算出するが、この 3 つ各々が、どの期間のどの数値を使用すべきという唯一の正解があるわけではない。つまり、小数点以下まで緻密に計算することに過剰にこだわる必要はない。東証の通知文において、「資本コストは、現状分析を目的として把握をお願いするものであり、必ずしも精緻に算出していただくことが目的ではありません」という注意書きが付されているのもこのためである。精緻に算出することが求められているわけではなく、試算した値を参考に、投資家との対話の中で「投資家の期待リターン」をヒアリングしながら自社の株主資本コストの認識を深め、アップデートしていくことが、より東証の意図に沿ったアクションと言えよう。

では、議論の土台として、おおよその「株主資本コスト」と、期待される「ROE」の水準は何パーセント程度と考えればよいのか。

2014 年に公表された伊藤レポートでは、「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%超との調査結果が示された。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。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と対話をする際の最低ラインとして 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。」とされている。約 10 年前の調査結果ではあるが、株主資本コストが 7%超、ROE が 8%超という数値は、広く認識されている水準と考えてよいだろう。

より最新のデータとして、2023 年 4 月に公表された一般社団法人生命保険協会の調査結果を紹介する。本調査によると、「中長期的に望ましい ROE の水準はどの程度だと思いますか」という国内機関投資家向けの問いに対する回答は図表 2 の通りであり、ROE の水準については、10%以上が目安になると考えられる。

⁴ ROIC については、以下のレポートを参照頂きたい。

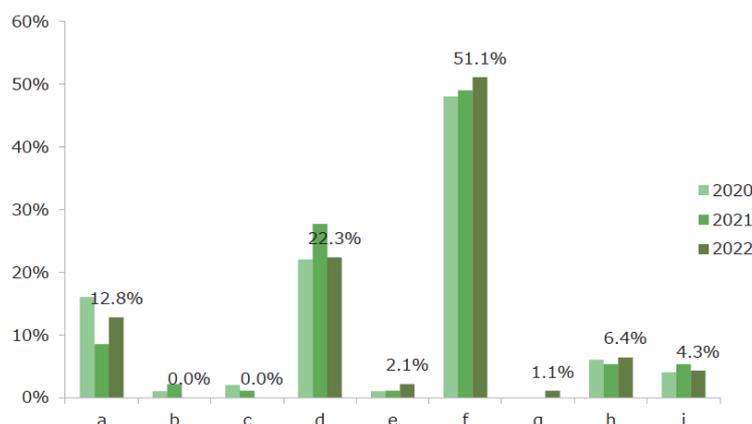
大和総研 コンサルティングレポート「中期経営計画の近時動向 <2022 年 9 月>存在感高まる ROIC」2022 年 09 月 22 日 枝廣龍人

https://www.dir.co.jp/report/consulting/vision_ir/20220922_023277.pdf

(図表 2) 中長期的に望ましいROEの水準 (国内機関投資家の回答)

(3) 中長期的に望ましいROEの水準はどの程度だと思いますか。(1つのみ選択可)

- | | |
|-------------|----------|
| a. 水準には拘らない | f. 10%以上 |
| b. 6%以上 | g. 11%以上 |
| c. 7%以上 | h. 12%以上 |
| d. 8%以上 | i. 13%以上 |
| e. 9%以上 | |



(回答数: 2022年度:94,2021年度:94,2020年度:100)

出所: 一般社団法人生命保険協会「生命保険会社の資産運用を通じた「株式市場の活性化」と「持続可能な社会の実現」に向けた取組について」(2023年4月)

4. 資本収益性の水準は、投資家と企業でギャップがある

なお、自社が本当に「資本コストを上回る資本収益性」を達成しているのかを判断するにあたっては、慎重に検討する必要がある。

前出の一般社団法人生命保険協会の調査による別の設問にも着目したい(図表3)。「ROE水準が資本コスト(株主の要求収益率)を上回っていると思われませんか」という企業への問いに対し、54.9%の企業が「上回っている」、15.4%が「同程度」、23.4%が「下回っている」となっている。一方、「日本企業のROE水準は、資本コスト(株主の要求収益率)を上回っていると思いませんか」という投資家への問いに対し、4.2%が「上回っている」、26.3%が「同程度」、62.1%が「下回っている」と回答している。

この結果から、「十分な資本収益性」の水準には企業と投資家の間で認識ギャップがあることがわかる。

(図表3) 資本コストに対する ROE 水準の見方に関する企業と投資家の認識ギャップ

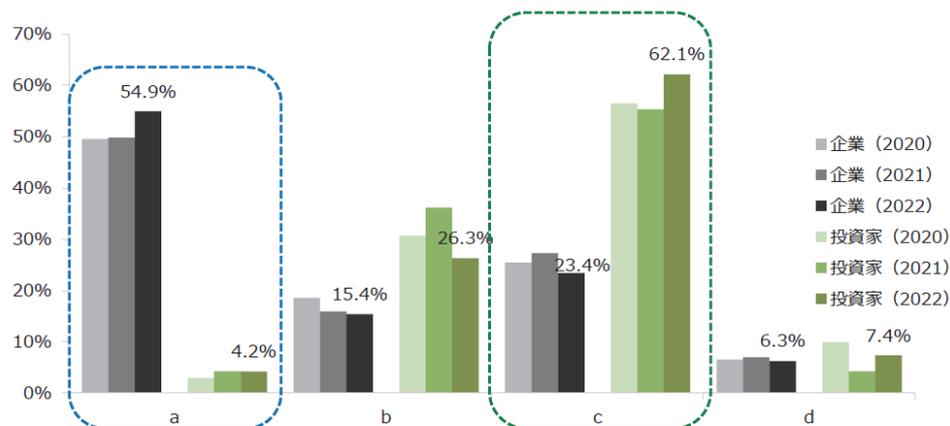
9. 資本コストに対するROE水準の見方（企業・投資家）

生命保険協会

認識ギャップ大【企業＞投資家】 「a.上回っている」

認識ギャップ大【企業＜投資家】 「c.下回っている」

- a. 上回っている
- b. 同程度
- c. 下回っている
- d. (企業) 資本コストを把握していない
(投資家) わからない



(回答数【企業】: 2022年度:463,2021年度:458, 2020年度:491)
(回答数【投資家】: 2022年度:95,2021年度:94, 2020年度:101)

出所：一般社団法人生命保険協会「生命保険会社の資産運用を通じた「株式市場の活性化」と「持続可能な社会の実現」に向けた取組について」（2023年4月）

5. 資本コストと資本収益性の分析例

東証の通知文では、資本コストと資本収益性を把握し「現状分析」するよう要請されている。具体的な「分析・評価の観点（例）」として、「資本コストを上回る資本収益性を達成できているか、達成できていない場合にはその要因」と記載がある。

分析の一例として、ROEの分解式としてよく知られるデュポン分解を紹介する（図表4）。

(図表4) ROEの分解式（デュポン分解）

$$\text{ROE} = \frac{\text{当期純利益}}{\text{株主資本}} = \frac{\text{当期純利益}}{\text{売上高}} \times \frac{\text{売上高}}{\text{総資産}} \times \frac{\text{総資産}}{\text{株主資本}}$$

当期純利益率
総資産回転率
財務レバレッジ

出所：大和総研

分析においては、自社と同様のビジネスを展開しているが高収益を上げている企業と比較することで、改善点は当期純利益率なのか、総資産回転率なのか、財務レバレッジなのかを見つけることができる。なお、単年度の決算数値では特殊要因が含まれる可能性があることや、企業経営や投資とは1年単位のものではなく長期目線であることをふまえ、5年累計、10年累計など複数年度で試算するとよいだろう。

利益率が低いならば、粗利に問題があるのか、原価率に問題があるのか、販管費に問題があるのかと深掘りして考える。

回転率に問題があるならば、在庫回転を改善する、買掛金支払日数の長期化を取引先に交渉する、売掛金の回収期間短縮を顧客と交渉する、稼働率を上げるといった改善点を実行することなどが考えられる。

また、財務レバレッジの水準が非常に低く、株主資本（内部留保）が過大な状態ならば、銀行からの借入れなど有利子負債も活用して設備投資やM&Aが必要でないか、または増配や自社株買いで株主に還元する必要はないのかといった財務戦略を考える必要があるだろう。

6. 十分な市場評価が得られないのはなぜか

では、「資本コストを上回る資本収益性を達成できていても、たとえばPBRが1倍を割れているなど、十分な市場評価を得られていない」場合というのは、何が起きているのだろうか。それは、中長期的に資本収益性の高い投資に資本が振り向けられないと投資家が判断し、資本に対してディスカウントした評価をしている可能性がある。

PBRが1倍を下回るということは、企業が保有する資金を適切に事業に再投資して増やす可能性に疑いがもたれているということである。投資家は、企業が内部留保を再投資して成長することを期待している。投資家からの資金を、政策保有株式や、利益を生まない投資に使用することは投資家の成長期待にできていないため、ディスカウントして評価される可能性が高い。また、現金を長期にわたりため込み、成長への再投資を行わない場合も、投資家は不信感を持ちやすい。企業の銀行口座に永遠に資金が入ったまま使われないリスクの分を割引いて投資家は評価している。

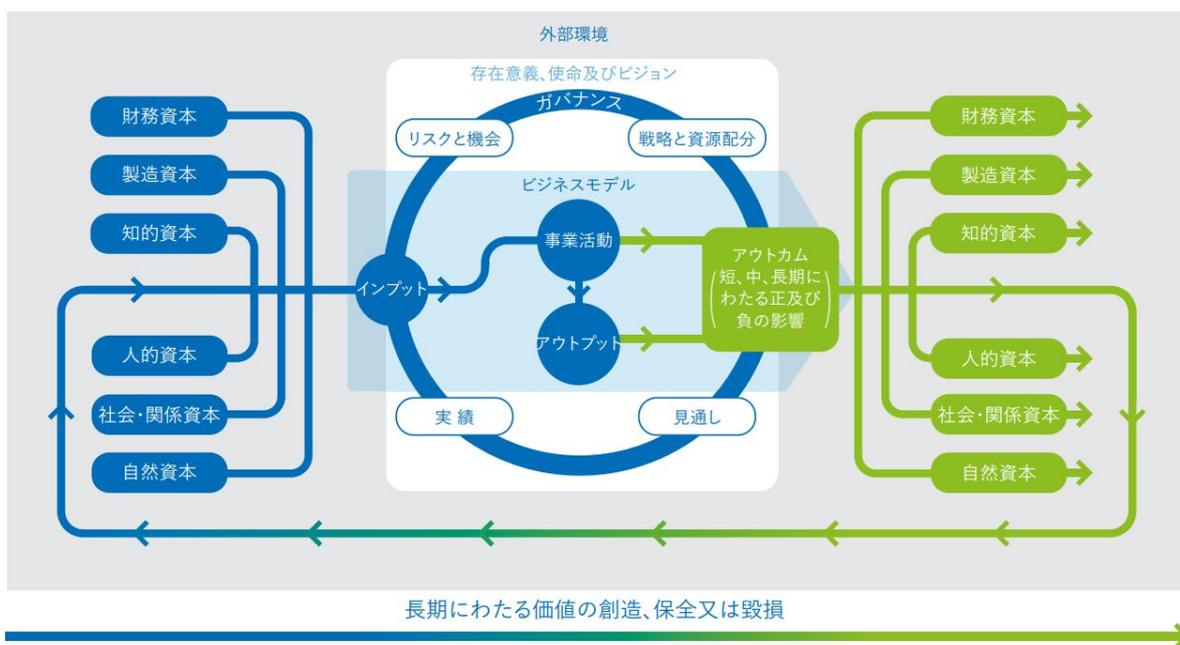
また、企業の成長戦略に対する情報の開示と説明の不足や、開示情報の信頼度・信憑性の問題も、ディスカウントして評価される要因となるであろう。

7. なぜ「資本コストや株価」を意識しなくてはならないのか

国際統合報告フレームワーク⁵の中で示される「オクトパスモデル」と呼ばれる図（図表5）で、企業とは何かということを考えてみたい。企業の中核はビジネスモデルであり、財務資本をはじめとする6つの資本のインプットを利用し、同じく6つの資本をアウトカムとしてもたらす。こうした循環の中で、持続的に投資家による財務資本がインプットされ続けるためには、「資本コスト」以上の資本収益性が必要である。そして、個々の企業による資本収益性の向上が日本経済への資金の継続的な流入につながり、日本経済の持続的成長をもたらす。

オクトパスモデルは、価値の創造のプロセスであるとともに、価値の毀損プロセスでもある。6つの資本のインプットから、十分な6つの資本をアウトプットできないビジネスモデルは、価値を毀損している。

（図表5）価値の創造・保全・毀損プロセス



出所：国際統合報告<IR>フレームワーク 2021年1月 IIRC

伊藤レポートの中では、「資本主義の根幹をなす株式会社が持続的に事業活動を行い、企業価値を生み出すための大原則は、中長期的に資本コストを上回る ROE を上げ続けることである。（中略）この大原則を死守できなければ資本市場から淘汰される。資本主義の要諦は労働分配率にも配慮しながら、資本効率を最大限に高めることである。」と説かれている。こうしたことから、「資本コスト」を意識する必要がある、資本市場から淘汰（買収）されないためには「株価」

⁵ 国際統合報告<IR>フレームワーク 2021年1月 IIRC

https://www.integratedreporting.org/wp-content/uploads/2021/09/IR-Framework-2021_Japanese-translation.pdf

なお、2022年8月1日に IIRC と SASB は合併し、Value Reporting Foundation (VRF) となっている

を意識する必要がある。株価が割安なままの企業は、買収ターゲットになりやすいという点は十分に留意しておく必要がある。

8. 経済産業省による「企業買収における行動指針」⁶

東証からの要請は、内部留保が積みあがった企業（＝株主資本が厚く、ROE が低い企業）が成長投資に向かう動機となり、投資の一部は M&A 資金として活用されるであろう。また、資本効率を上げるための選択と集中により、自社として成長性や収益性を見込めない事業を売却する企業も増えるであろう。

折しも 2023 年 8 月 31 日に、経済産業省は「企業買収における行動指針」を開示した。この指針では、被買収企業の取締役は、企業価値向上・株主利益に資する買収提案を合理的な理由なく拒まないよう求めている。「指針の意義」は以下のように記載されている。

「公正な M&A 市場を整備することで市場機能が健全に発揮され、望ましい買収（企業価値の向上と株主利益の確保の双方に資する買収）が活発に行われることは、買収による企業の成長に資するものであり、また、対象会社にとっても優れた経営戦略を選択する機会の確保や、経営に対する外部からの規律の向上に資するものである。加えて、こうした買収が活発に行われることは、経済社会全体で見ても、M&A が有するリソース分配の最適化機能の発揮や、業界再編の進展、資本効率性の低い企業の多い日本の資本市場における健全な新陳代謝にも資するものである。」

日本は企業数が多いため、国内の過当競争で疲弊し、グローバル競争で勝ち抜くことが厳しい状況にある。こうした現状を打破するためには、経営に優れた企業が、株価が割安な同業の企業を買収することで業界再編が進み、資本収益性の高い企業だけが生き残る流れを作ることが国益のために必要という認識の下、「企業買収における行動指針」が出されたのではないか。オクトパスモデルで示される「6つの資本」を企業内部にかかえ込みながらも、そうした資本を収益性の高いイノベティブな事業に振り向けない企業が多数存続していることは、国富を食いつぶすことにつながる可能性があると考ええる。

9. 高いパフォーマンスを維持する企業の共通項

東証からの要請では、資本コストと資本収益性を把握し、現状分析を実施の上、「計画策定・開示」「取組の実行」までの開示が必要である。そこで最後に、計画を策定するにあたり、伊藤レポートで分析されている「高いパフォーマンスを維持している企業の共通項 4 つ」を紹介したい。

⁶ 経済産業省「企業買収における行動指針—企業価値の向上と株主利益の確保に向けて—」2023 年 8 月 31 日

<https://www.meti.go.jp/press/2023/08/20230831003/20230831003-a.pdf>

- (1) 他社との差別化で顧客に価値を提供して価格決定力を持っている
- (2) 自社の存在が不可欠となるポジショニングと事業ポートフォリオ最適化を徹底している
- (3) オープンイノベーション等他社との連携も視野に入れた継続的なイノベーションを行っている
- (4) 変化を恐れず、時代や自社に合った経営革新に合理的、積極的に取り組んでいる

また、伊藤レポートでは「企業を取り巻く環境は変化が激しく、リスクを取って競争力確保・向上への取り組みをしないこと自体がリスクになりつつあるという認識を持つべきではないか。日本企業のROEや株式リターンが低いのは、企業の安定性・持続性を優先するがあまり、事業分野の新陳代謝などを含む競争力向上に挑戦する姿勢が弱いことによるものとする見方がある。」といった指摘もなされており、計画の策定にあたっては参考にされたい。

10. その他の政府動向をふまえて

コーポレート・ガバナンスの強化や東証による要請、経済産業省による企業買収の指針、新NISAによる個人金融資産の資本市場流入促進、三位一体の労働市場改革による人的資本の流動化などは全て、6つの資本の循環を促進し、日本経済の持続的成長を促す施策である。

日本経済の持続的成長というマクロの目標を見据えた上で、「資本コストや株価を意識した経営」の必要性を理解していただき、本レポートが「資本コスト」や「株価」を毛嫌いせず、納得して向き合っていただく一助となれば幸いである。

なお、本レポートは、企業の財務担当者を対象としたものではなく、財務部門以外の方々に、「資本コストや株価を意識した経営」について要点を理解していただく目的で記載したものである。理解を促すために数値はわかりやすい値を採用するとともに、大きな枠組みを掴むことを重視する故、省いた論点も多々ある点をご理解いただきたい。

—以上—

参考文献

- 東京証券取引所「東証上場会社 コーポレート・ガバナンス白書 2023」
<https://www.jpx.co.jp/equities/listing/cg/02.html> (2023年10月31日時点)
- 東京証券取引所主催 企業価値向上経営セミナー「基礎から学ぶ『資本コスト』」 2019年12月20・21日開催
加賀谷 哲之「企業価値向上と『資本コスト』～経営への活用に向けた基礎と実践～」講義録
https://www.jpx.co.jp/equities/listed-co/award/nlsgeu000002dzl5-att/1_kagaya.pdf (2023年10月31日時点)