

2018年11月30日

# 〈資本コストリテラシー〉を研く

## 投資家という「外部の視線」を取り入れる3つの方法

経営コンサルティング第二部 コンサルタント 青葉 亮

ROEが、投資家から期待される水準を「上回っている」と考えている企業は42.9%である一方、自らが期待するROE水準を「上回っている」と考える投資家は僅か1.7%だけであり、期待する水準を「下回っている」と考える投資家に至っては49.1%にのぼる――<sup>1</sup>。

いま、投資家と企業との間で、資本コストをめぐる認識にギャップが生じている。なぜ、このような相違が生じるのか。原因のひとつには、企業サイドにおいて資本コストの十分な理解が進んでいないことがあるように思われる。現在、「会計2.0」「CF02.0」や「ファイナンス思考」といった考え方が注目されてきており、企業経営に関わる人々にとってファイナンスの知識の重要性はますます高まっている<sup>2</sup>。こうした時勢において、ファイナンスの中核概念たる資本コストの理解を深め、クオリティを高めていくことは、急務である。

本稿は、こうした問題意識のもと、資本コストをめぐる投資家と企業のギャップを分析し、資本コストの理解を阻む要因や、これを解消するための方法を考察する。

### 資本コストをめぐる企業／投資家の懸隔

投資家と企業の間で、資本コストをめぐる認識にギャップが生じている。企業は自らのROEが、投資家から期待される水準を満たしていると感じている一方、投資家はむしろ期待を下回る水準のROEに甘んじていると感じている（図表1）。

どうしてこのような相違が生じてしまうのだろうか。理由のひとつには、資本コストの概念自体が孕む分かりづらさがあり、担当者レベルでの理解があまり進んでいないことが挙げられる。むしろ、今や巷には企業価値評価や資本コストについて取り扱う書籍は多数存在しており、用語自体は人口に膾炙したといえる。とはいえ、金融工学に特有の「とっつきにくさ」がゆえに、実務担当者レベルでの十分な理解に落とし込まれていないというのが、現場での実態であり、課題であるように思われる。

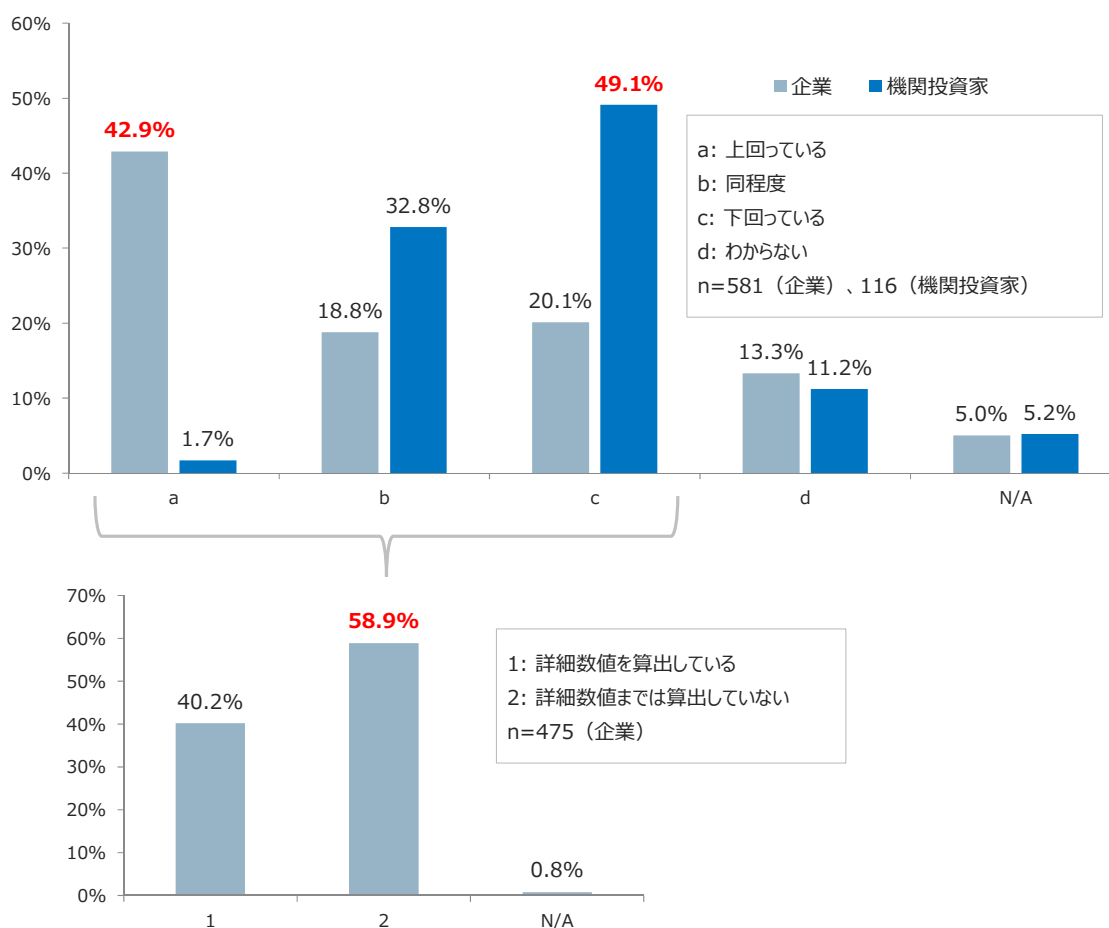
<sup>1</sup> 一般社団法人 生命保険協会 [2018]

<sup>2</sup> 森川潤 [2018]、朝倉祐介 [2018]。なお、週刊ダイヤモンドによる調査によれば、同調査に回答した役員のうち84%が、社員には「ファイナンスの概念や投資の評価方法」を理解してほしいと思っている一方、一般従業員において同項目を選択した割合は5%となっており、両者の認識に大きな差があることがわかる（週刊ダイヤモンド [2018]、本稿8頁参考資料）。

また、上場企業向けの意識調査で明らかとなったように、「経営層における資本コストに対する意識の共有」について、投資家と企業とで温度差が見られる<sup>3</sup>。同調査が指摘するように、ROA、ROE や ROIC といった資本生産性を計る指標には、これらの算定根拠である資本コストに関する理解が不可欠だ。ROE の算出にはリターン (Return) に対する株主資本コスト (Equity) の水準の把握が必須であり、ROIC の算出には投下資本コスト (Invested Capital)、および加重平均資本コスト (WACC) の把握が必要である<sup>4</sup>。

しかしながら、図表 1 下部にある通り、ROE 水準が資本コストを「上回っている (a)」「下回っている (c)」ないしは「同程度 (b)」と回答した企業において、半数以上の企業が「詳細数値までは算出していない」と回答しており、企業の認識としては少なくとも、資本コストの検討が未だ十分に尽くされていないことがうかがえる。

(図表 1) 資本コストに対する ROE 水準の認識



出所: 一般社団法人 生命保険協会「株式価値向上に向けた取り組みに関するアンケート (平成 29 年度版)」を基に大和総研作成

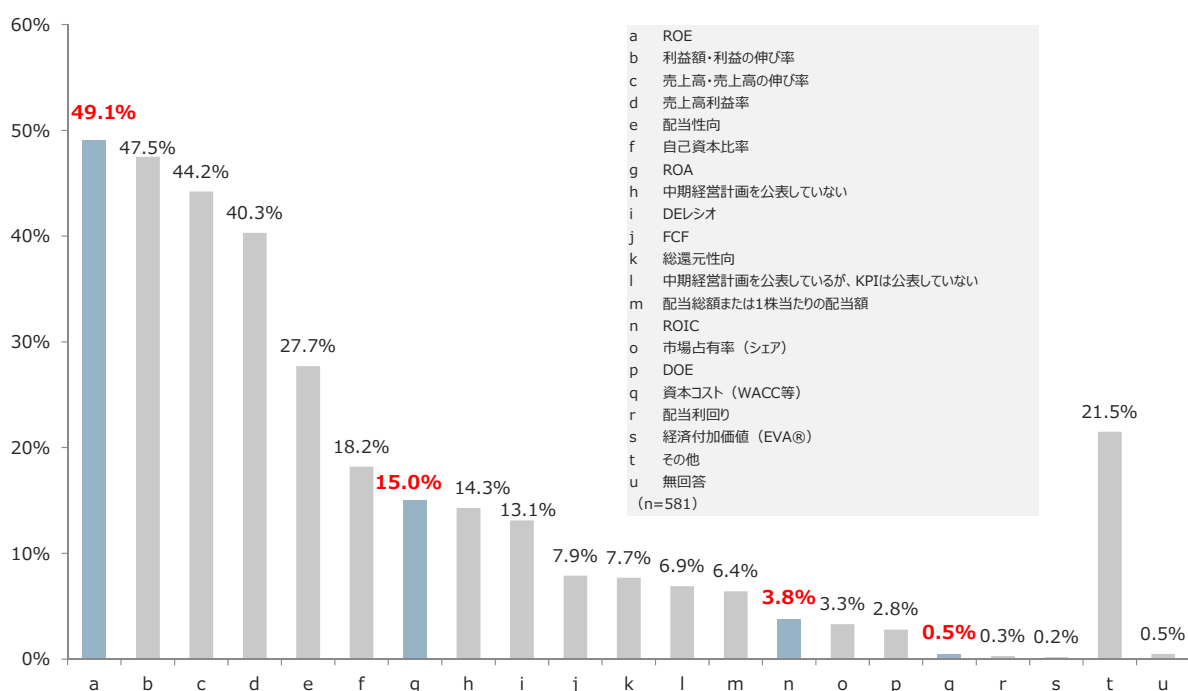
<sup>3</sup> KPMG ジャパン コーポレートガバナンス センター・オブ・エクセレンス [2017]

<sup>4</sup> WACC の概念については、間所健司 [2012] を参照されたい。

資本コストを公表する側（企業）もされる側（投資家）も、重要な KPI 数値が納得できる算定根拠に支えられていなければ不安である。「対話」を重視する昨今の企業／投資家の関係性をより円滑にしていくためにも、前提となる数字の根拠について、十分な説明が必要である。

なお、こうした問題認識は、中期経営計画を公表する企業の約半数が「目標とする ROE 数値を公表している」と回答する一方、前提数値であるはずの資本コストを公表する企業がわずか 0.5%にとどまっている事実からも裏付けられよう（図表 2）<sup>5</sup>。ROA や ROIC といった指標が公表可能（算定可能）ならば、資本コストについても何らかの想定が置かれているものと思われる。その想定を企業サイドが合理的に説明できれば、投資家の理解はより深まるだろう。にもかかわらず、開示が進んでいないという事態は、資本コストの意義（とそれを開示するメリット）に対する理解が進んでいないことを示唆すると考えられる。

**（図表 2）中期経営計画における公表項目**



出所：一般社団法人 生命保険協会「株式価値向上に向けた取り組みに関するアンケート（平成 29 年度版）」を基に大和総研作成<sup>6</sup>

<sup>5</sup> 資本コストを公表している企業の事例としては、アンリツと伊藤忠商事が挙げられる。アンリツの統合レポートによれば、「当社の資本コストは、株主資本コストについては 7%、当社独自指標 ACE で用いる加重平均資本コスト（WACC）は 5%と計測しています」（アンリツ [2018]）。伊藤忠商事の統合レポートでは、「高い ROE は連結純利益の伸長により維持していく考えであり、中長期的にもグローバル水準であり株主資本コストを大きく上回る 13%以上を継続する方針を堅持していきます」（伊藤忠商事 [2018]）との記載があり、また、投資案件においては、「一律 8%（株主資本コスト）」をポリシーとして定めている（伊藤忠商事 [2018]）。

<sup>6</sup> 「EVA」は、経済的付加価値を算出する手法であり、スターン・スチュワート社の商標である。なお、「その他」の回答には次のようなものがある。EPS、EBITDA、営業キャッシュフロー、海外売上高比率、信用格付、有利子負債、経費率。

## 〈資本コストリテラシー〉を高める方法

ここまで、資本コストをめぐる企業／投資家の認識や、資本コスト公表の有無等について概観してきた。煎じ詰めれば、企業サイドには、難解な資本コストを詳らかにするインセンティブがなく、投資家サイドとしては「投資対象」としての企業を見定めるための前提数値に対し、不安感を拭いきれていない現状が浮かび上がってくる。しかしながら、株主との対話が重視される資本市場において、企業サイドの資本コストに対する理解、すなわち〈資本コストリテラシー〉を高めることは急務である<sup>7</sup>。

では、どのようにすれば合理的な資本コストを導き出すことが可能なのだろうか。自社のビジネスを、投資家の視線でとらえるために有用な主要ポイントを3つ挙げる。

## 資本コスト算定における3つのポイント

ここで、資本コストの意味を改めて確認しておきたい。まず、ここでいう「資本」とは管理会計の「資本勘定（純資産）」とは異なる。これは、外部から調達する「資金」の意であり、資金の提供者が求める「リターン」を、受け手（企業）の側から捉えた概念である<sup>8</sup>。さらにこの概念は、企業の2つの資金調達先である、「株主」に帰属する側面（株主資本コスト）と「債権者」に帰属する側面（負債コスト）に分けられる。前者はインカムゲインである配当と、キャピタルゲインである株価上昇による収益に細分化でき、後者はインカムゲインである金利により構成される（図表3）。

（図表3）資本コストの分類

分類	インカムゲイン	キャピタルゲイン
株主資本コスト	配当 	株価上昇損益 
負債コスト	金利 	

出所：大和総研作成（画像は TopeconHeroes）

<sup>7</sup> コーポレートガバナンス・コードの観点からみた、資本市場における情報公開の意義については、枝廣龍人・花本昭平 [2016] を参照されたい。

<sup>8</sup> 堀内勉 [2016]。

---

かかる資本コストを見積もるうえで欠かせないのは、次の3つの視点である——①事業計画の蓋然性、②設備投資／減価償却計画の妥当性、③対象事業特有のリスクの把握だ。

### ①事業計画の蓋然性

事業計画の蓋然性は、事業そのものの達成見込みの検討やそれに伴う費用構造の検討、さらには事業全体を取り巻く環境要因の分析等に分解することが可能である。こうした分析を通じ、対象事業が将来稼得可能な利益水準を合理的に算定していく作業が必要になる。蓋然性を検証するうえでは、当該事業が誰に何をどのようなルートで提供していくのか、といった論点について、利害関係者がセンスメイク可能なストーリーを素描しておく必要がある。例えば、仮に対象事業に新規事業が含まれる場合には、対象事業の潜在ニーズがどの程度あり得るのか想定しておく必要があるだろう。かかる分析には、事業に関する深い理解と、市場についてのマクロ的観点からのインテリジェンスが有用である。

### ②設備投資／減価償却計画の妥当性

設備投資計画および減価償却費が妥当な水準で見積もられているかにも注意すべきだ。仮に、手許にある事業計画を眺め、売上の伸びに見合った設備投資が織り込まれていなければその計画を疑ってみた方がよい。設備投資なくしてトップラインを伸ばす具体的な施策が検討されているのか、そうでなければいかなる設備投資を織り込むかを検討すべきだ。設備投資計画を立てることは、とりもなおさず事業の成長戦略と紐づいた議論を誘発する。事業がどこに向かっていくのか、その未来予想図を十分に検討する必要がある。

### ③対象事業特有のリスクの把握

当該事業が孕むリスクについても、徹底した議論をしておく必要があるだろう。教科書的には、資本市場には大別して2つのリスク要因が存在する。資本市場そのものに起因する「システムティックリスク」とその他の「アンシステムティックリスク」である。特に後者は個別企業に特有のリスクを指しており、予測ないしは数値化自体が困難であるものも含まれるため、外部の専門機関による分析を参考とするケースが多い。

## 資本コストの検証ポイント

見積もられた資本コストを検証する際には、次の3つのリスクに留意することでより合理的な結論を得られる。それは、主観性、楽観性、複雑性の3点である（図表4）。




主観性とは、コストの算定対象（客体）と算定者（主体）が一致することからくるリスクである。カール・マルクスは、「(交換) 価値」は他者（他なるモノ）を鏡（比較項）として初めて理解される、という趣旨のことを述べたが、資本コストの見積りにおいても同

様である<sup>9</sup>。それがどれだけの価値をもたらさうか、あるいは逆に、それに対してどれだけのコストを支払う価値があるのかは、「外部の視線」によって顕在化する。企業内部で経営企画部などの担当者が算定業務を担う場合、自社事業への「自信」や「思い入れ」が、ときに客観的な評価を損ねる可能性があることには注意すべきである。

楽観性は、上述の「主観性による偏り」から派生的に生じるリスクである。自社事業に対する「過信」は、その成り行きについて楽観的な見通しをもたらしてしまう可能性が否めない。近年の研究では、多くの経営陣が、自社ビジネスに対して楽観的な見通しを持っていることが示唆されている。例えば、2017年度のマッキンゼー賞受賞論文では、世界数十カ国の経営陣に対し2万回以上のインタビューを実施し、1（最も劣る）から10（最も優れている）までの尺度で自社を評価するよう尋ねたところ、およそ7割の経営者が8ポイント以上の評価を付けたと報告されている<sup>10</sup>。このことから、資本コスト算定という「外部の視線」を数値化する作業においては、厳しい視線で自社ビジネスを分析し、“ドライ”に評価する姿勢が求められる。

最後に複雑性だが、これは資本コストの考え方やモデルそれ自体に起因する。実務的には、上席者への説明資料を用意する段において、概念の理解に必要以上に工数がかかってしまう可能性がある。事業の見通しに関する分析作業は、緻密に進めようとする際限なく細かな論点を追究することができるが、時間上の制約もあるため、メリハリを効かせて作業を進めなくてはならない。なお、これらのリスクを軽減していく方法として、外部専門家の起用は一案として有用である。

**(図表 4) 自社内で資本コストを算定する際に危惧されるリスク**

リスク	具体的説明
 <b>主観性</b>	事業当事者としての「思い入れ」が、客観的な観点を見失わせる
 <b>楽観性</b>	事業の当事者であるがゆえに、計画の不確実性に対する認識が薄れる
 <b>複雑性</b>	算定モデルが複雑であるため、理解、検証や説明等に工数がかかる

出所：大和総研作成（画像は TopeconHeroes）

<sup>9</sup> Karl Marx [1887]

<sup>10</sup> 本項目の中央値は7ポイントであった (Raffaella Sadun et al. [2017])。なお、マッキンゼー賞 (the HBR McKinsey Award) は、1959年に創設され、各年のハーバード・ビジネス・レビュー掲載論文において最も優れた論文に贈られる賞である。

---

## 終わりに

2018年6月1日、東京証券取引所は改訂版のコーポレートガバナンス・コードを発表した<sup>11</sup>。本改訂においては、資本コストの文言が初めて盛り込まれ、今後の資本市場においては、資本コストに対するより一層の理解が求められるだろう。

本稿で論じてきたとおり、資本コストの理解は急務であり、経営の現場では今後ますますファイナンス的な物の考え方や概念が重視されていく。しかしながら、自社事業を投資家という「外部の視線」で客観的に分析することは、当事者ならではの困難が伴うことも事実である。そのような場合には、経営コンサルタントなど外部の専門家を起用することが有用である。

大和総研は、証券系シンクタンクの立場から、これまでに多数の企業価値評価や事業評価を手掛けてきた。株式価値をしかるべき水準に維持／上昇させるためにも、〈資本コストリテラシー〉の向上を絶えず意識する企業が増えることを願っている。

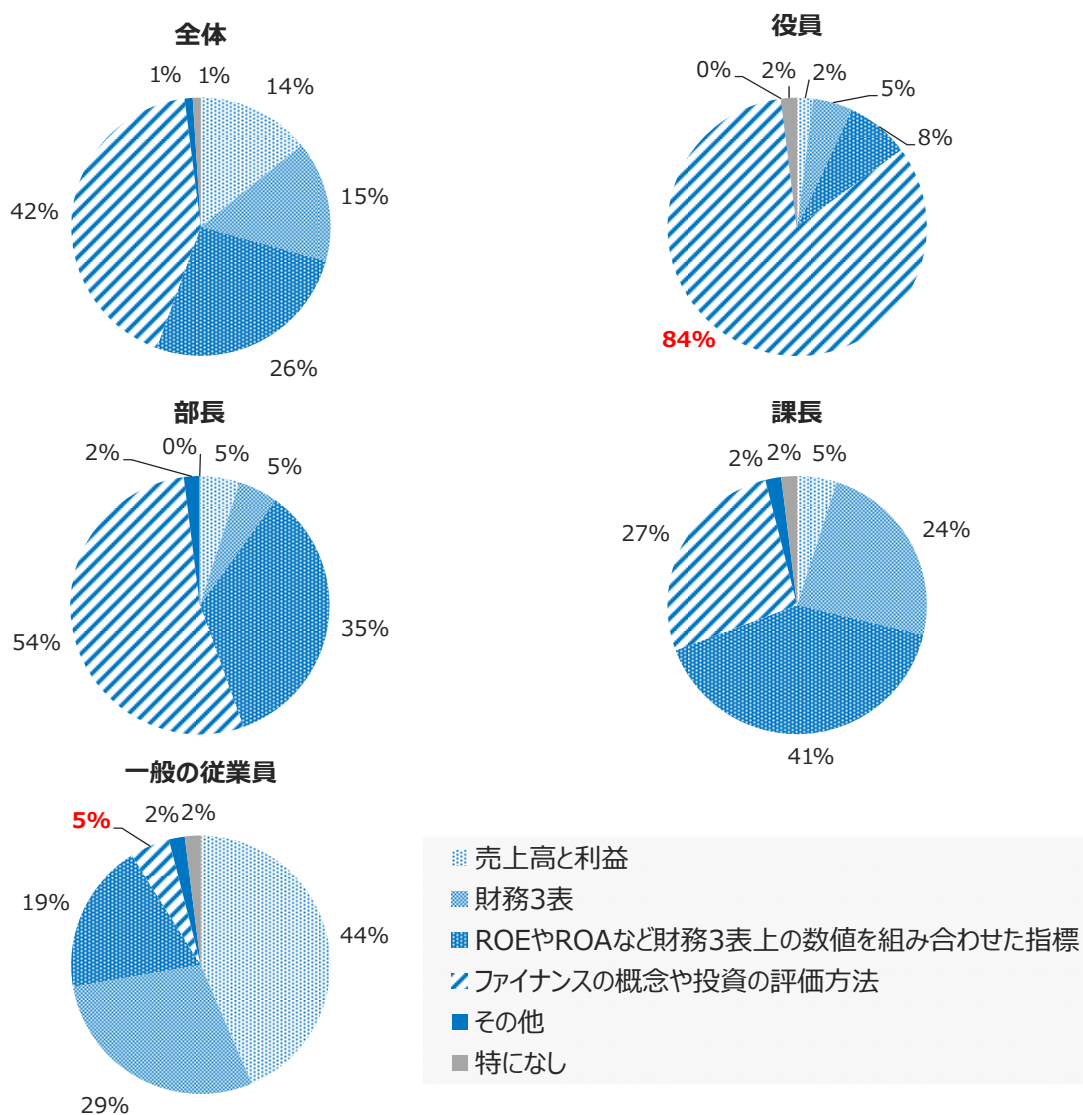
本稿が、貴社における資本コスト検討に向けた一助となれば幸いだ。

---

<sup>11</sup> 東京証券取引所 [2018]。なお、コーポレートガバナンス・コード改訂をめぐる論点の整理については、鈴木裕 [2018a] および [2018b] を参照されたい。



(参考資料) 社員に求める会計・ファイナンス知識の具体的内容



出所：週刊ダイヤモンドによる調査を基に大和総研作成。なお、調査対象は週刊ダイヤモンド編集部が「日本を代表する企業」として選定した100社以上の企業。

— 以上 —



---

## 参考文献

- 朝倉祐介 [2018] 『ファイナンス思考——日本企業を蝕む病と、再生の戦略論』ダイヤモンド社
- アンリツ [2018] 『アンリツ統合レポート 2018』、<https://dl.cdn-anritsu.com/ja-jp/about-anritsu/ir/annual-report/2018/ar2018-0803.pdf> (2018年11月27日閲覧)
- 一般社団法人 生命保険協会 [2018] 「株式価値向上に向けた取り組みに関するアンケート (平成29年度版)」、[http://www.seiho.or.jp/info/news/2018/pdf/20180420\\_4.pdf](http://www.seiho.or.jp/info/news/2018/pdf/20180420_4.pdf)、[http://www.seiho.or.jp/info/news/2018/pdf/20180420\\_5.pdf](http://www.seiho.or.jp/info/news/2018/pdf/20180420_5.pdf) (2018年11月27日閲覧)
- 伊藤忠商事 [2018] 『統合レポート 2018』、<https://www.itochu.co.jp/ja/files/ar2018J.pdf> (2018年11月27日閲覧)
- 枝廣龍人・花本昭平 [2016] 「コーポレート部門に問われる実効性」『ガバナンス・コード実践ガイドブック』大和総研経営コンサルティング本部 [編]、中央経済社
- 週刊ダイヤモンド「企業アンケート」『現場で役立つ会計』ダイヤモンド社、2018年3月3日号
- 鈴木裕 [2018a] 「「資本コスト」とガバナンス・コード改訂——経営計画や政策保有株式の説明では、資本コストへの言及が必要に」大和総研、[https://www.dir.co.jp/report/research/capital-mkt/securities/20180410\\_020043.pdf](https://www.dir.co.jp/report/research/capital-mkt/securities/20180410_020043.pdf) (2018年11月27日閲覧)
- 鈴木裕 [2018b] 「コーポレート・ガバナンスコード改訂への対応」大和総研、[https://www.dir.co.jp/report/column/20180626\\_010067.html](https://www.dir.co.jp/report/column/20180626_010067.html) (2018年11月27日閲覧)
- 東京証券取引所 [2018] 「コーポレートガバナンス・コード ～会社の持続的な成長と中長期的な企業価値の向上のために～」、<https://www.jpx.co.jp/news/1020/nlsgeu000000xbfx-att/20180601.pdf> (2018年11月27日閲覧)
- 堀内勉 [2016] 『ファイナンスの哲学——資本主義の本質的な理解のための10大概念』ダイヤモンド社
- 間所健司 [2012] 「M&Aにおける買収価格の考え方 ～ひとつの方法に固執せず、多面的な評価が必要～」大和総研、[https://www.dir.co.jp/report/consulting/ma/12051601consulting\\_rpt.pdf](https://www.dir.co.jp/report/consulting/ma/12051601consulting_rpt.pdf) (2018年11月27日閲覧)
- 森川潤 [2018] 「【解説】メルカリ上場。有力ベンチャーが「新型 CFO」を欲しが理由」NewsPicks、<https://newspicks.com/news/3106387/body/> (2018年11月27日閲覧)
- Karl Marx, *Capital: A Critique of Political Economy, Volume 1: Book One: The Process of Production of Capital*, 1887, Translated by Samuel Moore and Edward Aveling, <https://www.marxists.org/archive/marx/works/download/pdf/Capital-Volume-I.pdf> (2018年11月27日閲覧)
- KPMG ジャパン コーポレートガバナンス センター・オブ・エクセレンス [2017] 「コーポレートガバナンス Overview 2017——深化するコーポレートガバナンスと今後の展望」、<https://assets.kpmg.com/content/dam/kpmg/jp/pdf/jp-corporate-governance-overview-2017.pdf> (2018年11月27日閲覧)
- Raffaella Sadun et al., “Why Do We Undervalue Competent Management?,” 2017, *Harvard Business Review*, <https://hbr.org/2017/09/why-do-we-undervalue-competent-management> (2018年11月27日閲覧)