

2018年4月10日 全5頁

「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

政策調査部
主任研究員 鈴木裕

[要約]

- 金融庁に設けられた有識者会議で、コーポレートガバナンス・コードの改訂と、関連するガイドラインの策定作業が進められている。
- 今回の改訂では、経営計画の策定や政策保有株式の保有の適否に関する検証にあたっては、資本コストを勘案すべきとされる見通しだ。
- 資本コストには様々な推計手法があるが、上場企業各社には自社に相応しい推計方法を自律的に選択することが求められよう。
- 機関投資家と上場企業の対話に際しては、資本コストの推計方法自体がテーマになることもあり得よう。

ガイドライン案とコード改訂案

既に大和総研レポートでも伝えている通り¹、2017年12月8日に公表された「新しい経済政策パッケージ」で、「2018年6月の株主総会シーズンまでに、投資家と企業の対話の深化を通じ、企業による以下の取組を促すための『ガイダンス』を策定するとともに、必要なコーポレートガバナンス・コードの見直しを行う。」とされ、コーポレートガバナンス・コード改訂作業が進められている。ガイダンスに相当するものとして「投資家と企業の対話ガイドライン(案)」² (以下、ガイドライン案)と、「コーポレートガバナンス・コード(改訂案)」³ (以下、「コード改訂案」)がまとめられ、現在、それぞれ金融庁と東京証券取引所でパブリック・コメントが募集されている。なお、コードの改訂後は、通常、定時株主総会直後に、上場企業が証券取引所

¹ 大和総研レポート 鈴木裕「コーポレートガバナンス・コード改訂—幾つかの開示事項が追加される見通し」(2018年2月19日) http://www.dir.co.jp/research/report/capital-mkt/20180219_012749.html
大和総研レポート 鈴木裕「政策保有株に関するガバナンス・コード改訂」(2018年03月14日)

https://www.dir.co.jp/report/research/capital-mkt/securities/20180314_012831.html

² <https://www.fsa.go.jp/news/30/singi/20180326-2/01.pdf>

³ <https://www.jpx.co.jp/rules-participants/public-comment/detail/d1/20180330-01.html>

に提出するコーポレートガバナンス報告書のうち、コードの改訂部分に対応する分については、猶予期間が設けられ、2018年12月末日までに提出するものとされる。

図表：ガイドライン案とコード改訂案における資本コストと政策保有株式に関する記述

| | ガイドライン案 | コード改訂案 |
|------------|---|--|
| 経営計画等について | <p>1-2. 経営陣が、自社の事業のリスクなどを適切に反映した資本コストを的確に把握しているか。その上で、持続的な成長と中長期的な企業価値の向上に向けて、収益力・資本効率等に関する目標を設定し、資本コストを意識した経営が行われているか。また、こうした目標を設定した理由が分かりやすく説明されているか。中長期的に資本コストに見合うリターンを上げているか。</p> <p>2-1. 保有する資源を有効活用し、中長期的に資本コストに見合うリターンを上げる観点から、持続的な成長と中長期的な企業価値の向上に向けた設備投資・研究開発投資・人材投資等が、戦略的・計画的に行われているか。</p> <p>2-2. 経営戦略や投資戦略を踏まえ、資本コストを意識した資本の構成や手元資金の活用を含めた財務管理の方針が適切に策定・運用されているか。</p> | <p>【原則 5-2. 経営戦略や経営計画の策定・公表】</p> <p>経営戦略や経営計画の策定・公表に当たっては、自社の資本コストを的確に把握した上で、収益計画や資本政策の基本的な方針を示すとともに、収益力・資本効率等に関する目標を提示し、その実現のために、事業ポートフォリオの見直しや、設備投資・研究開発投資・人材投資等を含む経営資源の配分等に関し具体的に何を実行するのかについて、株主に分かりやすい言葉・論理で明確に説明を行うべきである。</p> |
| 政策保有株式について | <p>4-1. 政策保有株式(原注 4)について、それぞれの銘柄の保有目的や、保有銘柄の異動を含む保有状況が、分かりやすく説明されているか。</p> <p>個別銘柄の保有の適否について、保有目的が適切か、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、取締役会において検証を行った上、適切な意思決定が行われているか。そうした検証の内容について分かりやすく開示・説明されているか。</p> <p>政策保有株式に係る議決権の行使について、適切な基準が策定され、分かりやすく開示されているか。また、策定した基準に基づいて、適切に議決権行使が行われているか。</p> <p>(原注 4)企業が直接保有していないが、企業の実質的な政策保有株式となっている株式を含む。</p> <p>4-2. 政策保有に関する方針の開示において、政策保有株式の縮減に関する方針・考え方を明確化し、そうした方針・考え方に沿って適切な対応がなされているか。</p> | <p>【原則 1-4. 政策保有株式】</p> <p>上場会社が政策保有株式として上場株式を保有する場合には、政策保有株式の縮減に関する方針・考え方など、政策保有に関する方針を開示すべきである。また、毎年、取締役会で、個別の政策保有株式について、保有目的が適切か、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、保有の適否を検証するとともに、そうした検証の内容について開示すべきである。</p> <p>上場会社は、政策保有株式に係る議決権の行使について、適切な対応を確保するための具体的な基準を策定・開示し、その基準に沿った対応を行うべきである。</p> |

(出所)脚注 2 および脚注 3 の資料をもとに大和総研作成

今回、ガイドラインが新規に定められると同時にコードの改訂が行われるが、ガイドライン案の冒頭部分にある通り、ガイドライン自体は Comply or Explain の対象ではない。もっともガイドライン案と同旨のことがコード本文に反映されれば、当然 Comply or Explain の対象となる。ガイドラインにのみ記された事項であれば、順守 (Comply) していなくても、その事実や理由を説明 (Explain) する必要はないということだ。

現行のコーポレートガバナンス・コードでは、「資本政策」という用語は用いられてきたが、「資本コスト」は、改訂によってはじめてコードに表れる用語だ。コード本文で使われるからには、今後上場企業は、資本コストを明示的に考慮するか、考慮しないのであればその理由を説明しなければならない。

本稿ではガイドライン案とコード改訂案の中で、資本コストに関してどのような対応が上場企業に期待されているか、また資本コスト推計の実際上の課題を概説する。

資本コストを意識した経営計画の策定と政策保有株式の検証

ガイドライン案とコード改訂案で資本コストに言及している箇所を、図表にまとめた。経営計画の策定と、政策保有株式の検証のところで、資本コストを意識した判断が求められている。経営計画の策定時に推計された資本コストを政策保有株式の検証にも使うということで、事業の評価と政策保有株式の検証で異なる基準を使うべきではないとの考え方であるように思える。

コード改訂案の原則 5-2 では、「資本コストを的確に把握した上で、収益計画や資本政策の基本的な方針を示すとともに、収益力・資本効率等に関する目標を提示し、その実現のために、事業ポートフォリオの見直しや、設備投資・研究開発投資・人材投資等を含む経営資源の配分等に関し具体的に何を実行するのかについて、株主に分かりやすい言葉・論理で明確に説明を行うべきである。」とされており、資本コストを把握しないで経営計画等を説明した場合には、これを順守したことにはならないだろう。また、コード改訂案の原則 1-4 でも「毎年、取締役会で、個別の政策保有株式について、保有目的が適切か、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、保有の適否を検証するとともに、そうした検証の内容について開示すべきである。」とされている以上、政策保有株式に関する検証内容を開示したとしても、資本コストと関連付けられていないならば、やはり順守したことにはならない。

資本コスト推計の不安定さ

資本コストとは、企業が資金調達する際のコストを意味するが、株主資本（自己資本）だけでなく、負債（他人資本）の調達の際にも発生する。また、株主資本と負債の双方の資本コストの加重平均値も資本コストである。このように、資金調達のどの部分を指して資本コストというか、様々な使われ方をする用語である。ガイドライン案やコード改訂案でいう資本コストが、株主資本のコストをいうのか、負債も含めた総資本の加重平均コストを指すのか、よく分

からない。加重平均資本コストは、Weighted Average Cost of Capital の訳語であり、WACC (ワック) と言うことが多い。

WACC の算出には、株主資本と負債のコストをまず算出する必要がある。

負債のコストは借入金利が用いられる。しかし、金利は借り換え時に変動する可能性があるため、将来にわたって一定であるわけではない。借入金利であるから明確であり、数値を得るのに困難はないだろう。

一方、株主資本コストは、株主が期待する収益率であると説明されるが、そのような収益率は明示されていない上、株主一人一人の考えも異なるため、株主資本コストは推計とならざるを得ない。推計方法がいくつかある上、推計の基礎となるデータの取り方次第で様々な数値が出てくる。

株主資本コストの推計方法のうち、CAPM を用いる方法と配当割引モデルを用いる方法の要点とその利用上の問題は次の通りだ。

CAPM は、Capital Asset Pricing Model の頭文字を並べたもので、資本資産評価モデルと訳される。CAPM で計算される株式の期待リターンを資本コストとして使うというものだ。

$$\text{株主資本コスト} = r_f + \beta(r_M - r_f)$$

r_f : リスクフリー・レート β : 当該企業の株式の β 値

$r_M - r_f$: マーケットリスク・プレミアム

$$\beta = \text{市場全体の株価指数と当該企業の株価の共分散} \div \text{市場全体の株価指数の分散}$$

r_f は、リスクなしでも達成できる投資リターンであり、長期国債の利回りを用いるのが一般的である。マーケットリスク・プレミアムとは、市場全体の株式に満遍なく投資した場合に、 r_f よりも余分にどれくらいの収益を上げられるかを表す。 β はその企業の株価が市場全体の動向とどれくらい連動するかを示す数値だ。 β は、投資情報を提供しているウェブサイト等を手に入れられるが、データさえあれば表計算ソフトを使って計算できる。

ここで注意が必要なのは、すべてのもとになるのが、市場全体の株価指数と当該企業の株価であり、それらのデータをどのように取るかで株主資本コストの推計値は様々なものが出せるということだ。市場全体の株価指数として何を採用するかがそもそも問題となるだろう。他にも例えば株価データを取る期間はどの程度が適切かということにも様々な考え方があり得る。できるだけ長い方がいいはずだという見方がある一方、あまりにも遠い過去のデータが、現在の判断にどれほど有益か疑問ともなる。上場から間もない企業では、当然データ期間が短くなるが、その場合であっても他の企業の資本コストと比較することができるのだろうか。変動する株価のどの時点のデータを使うかも問題だ。終値を使うことが多いだろうが、それは日次か、週次か、月次か、どういう頻度でデータを取るべきなのだろうか。また、前日の終値が 100 円であった株価が、当日中に激しく上下したものの、終値は前日同様 100 円となった場合には、株価に変動なしとして計算することは適切なのだろうか。

他方、配当割引モデルは、現在の株価は、将来の期待配当額の割引現在価値であり、割引率が株主資本コストだとする。1年後、2年後、3年後、…n年後の配当額を現在の価値に換算し、その合計額が現在の株価になっているという考え方だ。

$$P_0 = D_1/(1+r) + D_2/(1+r)^2 + D_3/(1+r)^3 + \dots + D_n/(1+r)^n$$

P_0 : 現在の株価 r : 株主資本コスト D_n : n 期の配当額

D が一定 ($D_n = D_1$) であれば、 $P_0 = D_1/r$ となり、 $r = D_1/P_0$

一方、D が每期一定割合 (g) で増額するのであれば、 $D_n = D_1(1+g)^{n-1}$ で、

$$P_0 = D_1/(r-g) \text{ ただし } r > g \geq 0 \text{ したがって、 } r = D_1/P_0 + g$$

つまり株主資本コストは、現在の配当利回りに今後の配当成長率を加算した値となる。この計算手法では、 g の想定次第で r が変わることは明らかだろう。

以上の通り、CAPM のように過去の株価のボラティリティ（リスク）を計測する手法では、期間や頻度をどのように設定するか、様々な考え方があろう。CAPM を使う方法では、データの取り方次第で相当な違いが出てくる可能性がある。一方の配当割引モデルのような、将来の予想を含める計算手法の場合には、予想値の想定次第で相当大きな差異が生じることを避けられない。一義的に資本コストを決定できるわけではないのだ。資本コストは、長期的に安定しているとは限らず、それを意識したとしても、それを踏まえて「具体的な経営戦略・経営計画等」の策定にまでつなげていくのは簡単ではないだろう。

また、上場企業各社がここで述べたような手法を自社の資本コスト計算で使わなければならないというものでもない。コーポレートガバナンス・コードでは、「本コード（原案）で使用されている用語についても、法令のように厳格な定義を置くのではなく、まずは株主等のステークホルダーに対する説明責任等を負うそれぞれの会社が、本コード（原案）の趣旨・精神に照らして、適切に解釈することが想定されている。」⁴とされている。様々な解釈の余地のある用語については、各社が自律的にその意味や内容を探るべきであり、それは資本コストについても同様だろう。

今後は、機関投資家との対話にあたっては、資本コストをどのように推計し、どのような仮定を置いたか等がテーマになることもあろう。

⁴ コーポレートガバナンス・コードの策定に関する有識者会議「コーポレートガバナンス・コード原案」（2015年3月5日公表）<http://www.jpx.co.jp/equities/listing/cg/tvdivq0000008jdy-att/b7gje60000053ev4.pdf>