

2024年2月15日 全5頁

株主資本コストをいかに捉えるか

まずはざっくり捉えて、資本配分などで活用

政策調査部 主任研究員 神尾 篤史

[要約]

- 東京証券取引所（東証）が要請した「資本コストや株価を意識した経営の実現に向けた対応」では取締役会で自社の資本コストや資本収益性を分析・評価し、それを活用して今後の取組みの検討・開示が求められている。
- 上場会社と投資家との間で見られるギャップは、株主資本コストには唯一の正解があると考え、上場会社が画一的な算出式に拘ることである。しかし、投資家は株主資本コストを精緻に算出することを求めているわけではない。
- 複数の算出方法がある株主資本コストをまずはざっくりと捉えて、経営戦略、資本政策などに活かす。それを投資家と議論し、ブラッシュアップさせ、資本効率性や成長性を高めていくことが東証要請の本質である。

求められるのは株主資本コストを用いた分析・評価

投資家の期待収益率である株主資本コストをどのように捉えるのか、唯一の答えがあるわけではないため、上場会社には非常に悩ましい課題である。東京証券取引所（東証）から要請されている「資本コストや株価を意識した経営の実現に向けた対応」（「資本コストや株価を意識した経営」）では【現状分析・評価】、【取組みの検討・開示】、【株主・投資者との対話】への対応が記載されており、【現状分析・評価】では自社の資本コスト・資本収益性や市場評価に関して取締役会で現状分析・評価を行うことが求められている¹。【現状分析・評価】が適切ではない場合、言い換えれば資本コストをあまりに低く見積もりすぎると、【取組みの検討・開示】で不要な施策を行うことになりかねない。

本レポートでは、東証が公表した「投資者の視点を踏まえた『資本コストや株価を意識した経営』のポイントと事例」、「事例集」（「ポイント・事例資料」）などに基づき、株主資本コストの捉え方を考える。また、東証の要請に合わせる形で改定された機関投資家の議決権行使基準に

¹ 資本コストは株主資本コストで捉える場合もあれば、株主資本コストと負債コストを併せた加重平均資本コスト（WACC）で捉えることもある。資本収益性の分析において、ROIC（投下資本利益率）との比較ではWACC、ROE（自己資本利益率）では株主資本コストを活用することが考えられる。なお、本稿での資本コストは株主資本コストに焦点を置く。

ついて、株主資本コストの記述を中心に確認する。

そもそも株主資本コストとは何なのか

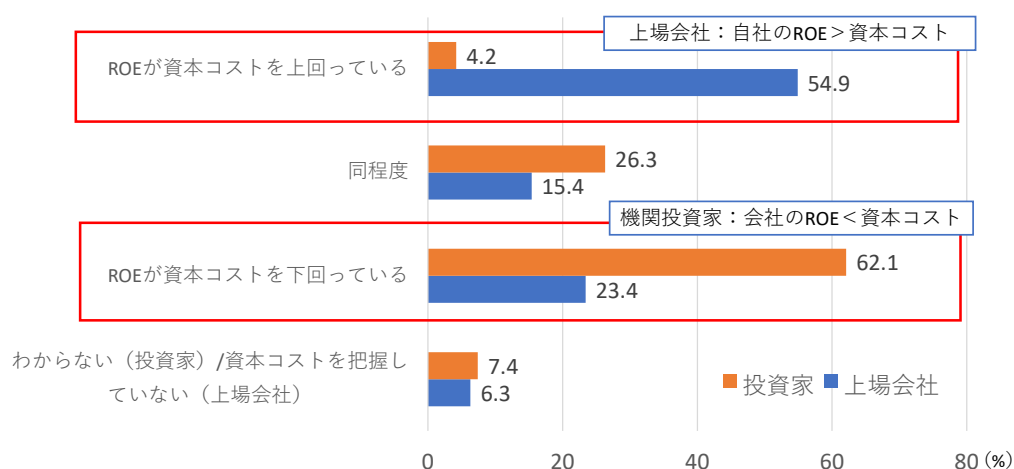
株主資本コストとはどのようなものか。上場会社側から考えれば、事業を行うために株主から調達した資本にかかるコストである。資本にかかるコストという表現は漠然としていて分かりにくい。株主資本以外で上場会社の資金調達で有力な方法である負債での調達を思い浮かべれば、理解が進むのではないか。債権者から調達した負債に関するコスト（負債コスト）は資金を借入れた上場会社からすれば、負債の利回りが該当する。資金を提供した金融機関などから見れば、債権の利回りである。金利の高低は会社の信用リスクによって異なる。

これと同様に、株主資本コストを考えると、出資を受けた上場会社からすれば、株主が期待する収益率（リターン）である。株主から見れば、資金運用を託した経営者に対してどれだけリターンを求めるのかということになる。この求められるリターンは会社の事業リスクによって異なる。その他には、例えば、財務が不安定だったり、会社の情報が十分に開示されていなかったり、会社の発言と行動が不一致であったり、流動性が低かったりすると、求められるリターンは高くなる。すなわち、これらは株主資本コストを引き上げる要因と言い得る。

投資者の視点から株主資本コストを捉える

東証が公表した「ポイント・事例資料」では、「投資者の視点から（株主）資本コストを捉える」とのポイントが挙げられている。「投資者の視点から」というのは、「資本コストや株価を意識した経営」の1つの目的に、投資家と上場会社の目線・認識を揃えるというものがあり、それに関わるものである。

図表 1 資本コストに対する ROE 水準の見方（上場会社・機関投資家の回答割合）



（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）」（2023年4月21日）より大和総研作成

図表 1 は生命保険協会が上場会社と機関投資家にアンケートした株主資本コストに対する

ROE 水準の見方であり、上場会社と機関投資家の間で大きなギャップが確認できる。上場会社は自社の ROE が投資家の想定する株主資本コストを上回るとし、投資家は会社の ROE が株主資本コストを下回ると認識している。なお、ROE は投資家の投資額である自己資本に対する利益の割合であり、投資家の期待収益率である株主資本コストと比較対象となる指標である。

「ポイント・事例資料」では、具体的な投資家目線とのギャップの実例として、以下の2つが挙げられている。

- ① 資本コストには唯一の正解があると考え、画一的な算出式に拘る
- ② 自社の資本コスト算出結果について、株主・投資者からの「ズレている」という指摘を恐れ、対外的な開示を控える

①の算出方法はよく上場会社で使用されている CAPM（資本資産価格モデル）が念頭にある。CAPM は過去の株価パフォーマンスに基づいて計算する手法であり、以下の数式で求められる。

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

r_f : 無リスク利率 $r_M - r_f$: 市場リスク・プレミアム β : 当該企業の株式の β 値

大まかに捉えれば、リスクのない国債などに投資した時にどの程度のリターンを求めるのかという【無リスク利率： r_f 】、無リスクの国債などに比べて、株式市場で運用する時に追加的に高いプレミアムを求めるのかという【市場リスク・プレミアム： $r_M - r_f$ 】、上場会社ごとに市場の変動をどれほど受けるのかという【市場ベータ： β 】の3つの要素で算出される。株式市場で運用した際に期待される超過リターンに、各社の株価が TOPIX に対して変動する割合（TOPIX が1動いた際に個社の株価が動く程度）を乗じて、それに国債で得られるリターンを加算して求められる。各変数の種類、計算に用いる期間などによって数値が変わるため、算出を任された上場会社の担当者は頭を悩ますことになる。機関投資家からは、売買がほとんどないために過去の株価から推計される β 値があまりに低く見積もられ、株主資本コストも投資家が想定するよりも低く計算される会社があるとの指摘がある。

もっとも、株主資本コストの算出方法は他にもある。「ポイント・事例資料」で挙げられているコンコルディア・フィナンシャルグループは上述した CAPM に加えて、株式益利回りを活用して株主資本コストを6～9%と示している。株式益利回りを活用する方法は現在の株価に基づき算出するもので、市場で値付けされた価格でどの程度の利益が期待されているかという点を重視する手法である。

トレンドマイクロは一般的妥当と計算される数値に加え、アナリスト・機関投資家へのアンケート結果やアナリストレポートの数値から7～8%と把握しているという。アナリスト・機関投資家へのアンケートは、投資家の期待値を捉えるための手法といえる。このように、必ずしも CAPM による株主資本コストのみに拘る必要はなく、むしろ低く計算されてしまう可能性も念頭に置きながら、様々な方法で算出することが考えられる。

株主資本コストをどのように把握・活用すれば良いのか

では、株主資本コストをどのように把握・活用すれば良いのか。東証で開催されたセミナー資料・講演録²で示された重要な点を確認していく。

第一に、株主資本コストは精緻に値を算出するのではなく、ざっくりと捉えることが重要であるとされる。上述したコンコルディア・フィナンシャルグループはある程度幅を持って算出している。複数の算出方法がある場合、それらを計算して、一定の幅を持って捉えることは十分に考えられる。また、計算に使用した変数を示すことも考えられる。

第二に、株主資本コストを用いて、投資家などにしっかりと説明ができるキャピタルアロケーション（資本の配分）を行うことが重要であるという。株主資本コストを計算することが目的ではなく、株主資本コストを上回るリターンを創出するために、事業などに資本を配分していくことである。株主資本コストを最低限必要とされる利回りであるハードルレートと捉えて事業の在り方を検討することも想定される。また、資本コストを意識した資本の構成や手元資金の活用なども考慮すべきである。

第三に、株主資本コストやそれを用いた経営戦略・資本政策などを投資家と議論することとされる。様々な投資家がいるため、株主資本コストや経営戦略・資本政策などについて決まった1つの回答を見出すことは困難であると思われるが、投資家との議論によって、コンセンサスを得ていくことが必要である。投資家からの意見を踏まえて、経営戦略・資本政策などをブラッシュアップさせることも想定される。

機関投資家の議決権行使基準は変化したか

機関投資家の議決権行使基準でも、東証の要請に呼応する形で資本コストという文言が見られるようになった（次頁枠内参照）。各社で内容は異なるものの、取締役の選解任に関する議案では資本コストや株価を意識した対応が求められ、経営戦略などの中で具体的な取り組みや目標を示し、進捗状況の開示を考慮することなどが基準に組み込まれている。その他、会社に対して株主資本コストの開示を求める株主提案については、上場会社の対応が不十分な場合には原則賛成する基準も示されている。この基準は単に資本コストの開示のみを求めているわけではないことに留意する必要がある。2023年に行われた株主提案を確認すると、単に資本コストの開示を求めているのではなく、資本を効率的に活用する観点から資本コストを把握して、政策

² 「ポイント・事例資料」では東証が過去に実施した「企業価値向上経営セミナー」の資料・講演録などが掲載された[アドレス](#)が参考として書かれている。2018年度は『資本コスト』認識の経営戦略上の意義』と題して、柳良平氏「資本コストとは。 - 資本コストを認識することの経営戦略上の意義 -」、三瓶裕喜氏「改訂コード5-2及び対話ガイドライン2-2の意図」で講演している。2019年度は「基礎から学ぶ『資本コスト』」と題して、加賀谷哲之氏「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～」、中神康義氏「投資家が求める企業価値向上と『資本コスト』意識～対話の現場からの期待～」、高橋孝一氏「『率の経営』（『資本コスト』を意識した経営）の深化と社内浸透のあゆみ」で講演している。

保有株式の縮減や株主還元のようなコーポレート・アクションを求める傾向が強いためである。

三井住友トラスト・アセットマネジメントは「責任ある機関投資家としての議決権行使（国内株式）の考え方」（2023年12月改定（2024年1月適用））の取締役会の構成、取締役の選任に関する議案の考え方を、以下のように改定している。

「取締役会は、資本コストや株式市場における評価を意識した経営の実現に向けた対応をすべきと考えます。また、評価向上に向けた方針や具体的な取り組みと目標、その進捗状況などを必要に応じてPBRやROE等の具体的指標も活用しつつ開示することが望ましいと考えます。」

三井住友DSアセットマネジメントは「議決権行使判断基準改定の概要」（2023年12月20日）の中で、以下のようにポイントを示している。

「当社は、従来より投資先企業の資本政策や株価への意識を醸成することを目的に議決権行使においてROE基準やTSR基準を採用しています。2023年3月の東証要請を踏まえ、低ROE企業との総会前対話では、資本コストやPBRを意識した経営の実践に向けた方針の策定・情報開示等の対応を確認し、議決権行使に反映させます。」

ニッセイアセットマネジメントは「『国内株式議決権行使の方針と判断基準』の改訂について」（2023年2月24日）の株主提案に対する議決権行使の判断基準の中で、以下のように示している。

「⑦『経営上の重要な契約』の開示を求める提案や自己株式の消却、株主資本コストの開示を求める提案については、企業の対応が不十分と判断される場合、原則、賛成します。」

おわりに

東証の要請は株主資本コストを算出することが目標ではなく、それを経営戦略・資本政策などに活かしていくことが本質的に求められている。機関投資家の議決権行使基準でもそのことは確認できるだろう。これから開示を行う企業だけではなく、既に開示を行った企業も、投資家の視線を意識した取組みになっているか、再度確認することが必要である。