

資本コストと企業価値

目次

- I. はじめに
- II. 資本コストとは
- III. 企業価値向上とエクイティスプレッド
- IV. 資本コスト低下に向けた取り組み
- V. おわりに

資産運用部	株式運用第1グループ	グループマネージャー	長野 義隆
	株式運用第3グループ	調査役	大門 明子
		調査役補	西島 浩太
	国内株式クオンツ運用グループ	調査役	岩田 雄一郎
		調査役補	鴻丸 靖弘

I. はじめに

現在、機関投資家の行動原則である日本版スチュワードシップ・コードならびに企業の統治指針となるコーポレートガバナンス・コードの導入が進められている。両コードともに最終的には企業の持続的な成長と中長期的な企業価値向上を目的としている。

企業価値向上を目的とした企業経営における重要な概念の一つに資本コストがある。中期経営計画¹を策定する際に資本コストをベースとした収益目標を掲げる企業が出てくるなど、資本コストを意識した企業経営が注目を集めている。また、投資家としては投資先の企業が資本コストを上回る収益を稼ぐことができるか否かの評価を行うことが重要となっている。

本稿では、まず第II章で資本市場において重要な役割を果たしている資本コストとは何かについて整理し、資本コストの推計手法や決定要因について述べる。

次に第III章では資本コストが企業価値に与える影響をみた後、資本コストを上回るROE²水準を達成する企業の企業価値が向上することを確認する。

最後に、第IV章で資本コスト低下に向けた取り組みを示す。

¹長期(5-10年)を念頭に設定された経営ビジョンを実現するために、中期(3-5年)で取り組むべきことを明確にしたもの。

² Return On Equity の略で、当期利益を自己資本で除した比率。

Ⅱ. 資本コストとは

1. 企業価値とは

2015年6月に施行される日本版コーポレートガバナンス・コードでは、「上場会社は、株主からの対話の申込みに対しては、会社の持続的な成長と中長期的な企業価値の向上に資するよう、合理的な範囲で前向きに対応すべきである」とある。

企業は保有している資産を活用し、そこから新たな価値(付加価値)を生むことを目的としている。その観点からすると、その企業の価値は、将来の利益を現在価値に割引した総額と考えられる。

2. 株主資本コストと負債コスト

企業価値を向上させるためには利益を高めることだけでは不十分である。企業は資金を調達して事業を行っているため、調達コストがかかる。この調達コスト以上に利益を高めることで、企業は付加価値を生みだし、企業価値が向上する。資金提供者である投資家(債権者や株主)に支払うコストを資本コストという。資本コストは、債権者、つまり負債に対するコストと、株主、つまり株主資本に対するコストに分かれる。そして、負債と株主資本のコストの加重平均を WACC³と呼ぶ。

投資家は、出資額に対する利益(投下資本利益率)と資本コストを比べる。そして、投下資本利益率が WACC を上回っていれば企業価値が向上し、下回っていれば企業価値が低下すると判断する。この考え方を投下資本全体ではなく、株主資本に限定したものが、ROE と株主資本コストである。株式投資家の立場からはこの ROE と株主資本コストの関係が重要であるため、本稿では株主資本コスト(以下、単に資本コスト)について詳しく言及する。

³ Weighted Average Cost of Capital の略で加重平均資本コストと訳され、有利子負債平均利回り×負債比率×(1-実効税率)+株主資本コスト×株主資本比率で算出される。

3. 資本コストの推計手法

資本コストの推計手法にはいくつかの方法が存在するが、本稿では一般的に資本コストの推計に用いられているCAPM(Capital Asset Pricing Model)とDCF法(Discounted Cash Flow Method)を紹介する。

【CAPM の公式】

$$E(r_i) = r_f + \beta_{im}[E(r_m) - r_f]$$

$E(r_i)$: 企業*i*の株式期待収益率 = 資本コスト

r_f : 安全資産利子率⁴、 $E(r_m)$: 市場ポートフォリオ⁵の期待収益率、

β_{im} : 市場ポートフォリオの期待収益率に対する企業*i*の株式の感応度

CAPMは、上式に示すとおり、安全利子率(r_f)、市場ポートフォリオの期待収益率($E(r_m)$)、企業*i*の市場感応度(β_{im})を用いて資本コスト($E(r_i)$)を推計する手法である。株式投資のリスクに見合う要求利回り(期待収益率)を資本コストとする考え方である。この手法は、各企業に付随するリスクの大きさが市場感応度である β 値に反映されることを利用している。 β 値の推計には様々な方法があるが、代表的なものとして個別企業の株式収益率と市場全体を表す株式指数の収益率を回帰分析して求める方法がある。尚、この方法では、分析期間によって推定結果が大きく異なることがあり、期間の選択には注意が必要である。

【DCF 法の公式】

$$P_i = \frac{CF_{i1}}{(1+r_i)} + \frac{CF_{i2}}{(1+r_i)^2} + \frac{CF_{i3}}{(1+r_i)^3} + \dots + \frac{CF_{it}}{(1+r_i)^t} + \dots$$

r_i : 企業*i*の資本コスト、 P_i : 企業*i*の株価、 CF_{it} : 企業*i*の*t*時点のキャッシュフロー

DCF法は上式に、市場で観測されている企業*i*の株価(P_i)とキャッシュフロー(CF_{it})を代入、逆算することで資本コスト(r_i)を推計する手法である。企業が生み出す将来のキャッシュフローには不確実性(リスク)が存在するため、そのリスクに対してマーケットが要求する割引率を資本コストとする考え方である。市場株価から逆算するこの手法は、推定時点での市場株価が各企業の成長性や事業環境など様々なリスクを織り込みマーケットの総意として決定されることを利用している。キャッシュフローには、配当金、フリーキャッシュフロー、残

⁴ 投資家の投資期間に応じた年限の国債利回り。

⁵ CAPMでの市場ポートフォリオとは、厳密には市場に存在する全てのリスク資産を時価総額の大きさの割合で保有したものであるが、実務的には資本コストの推定対象が上場企業であれば株式市場全体を表す指標を市場ポートフォリオとみなす(日本であればTOPIX(配当込)を利用するのが一般的)。

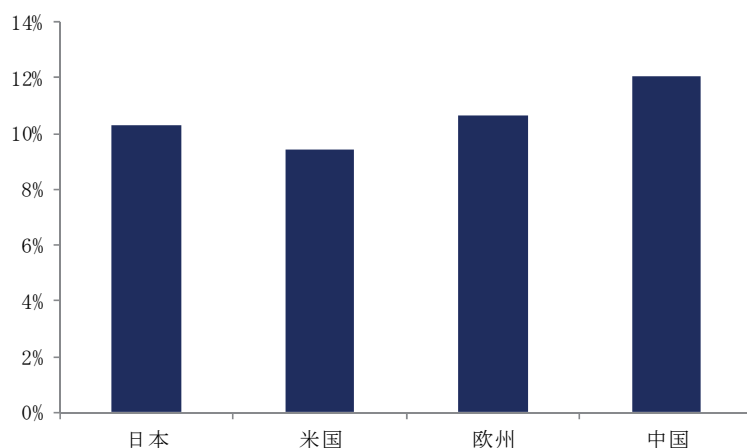
余利益⁶などがあるが、いずれにせよ将来データの推定が必要である。これらの推定方法には、アナリストの将来業績予想から2、3年程度先の将来データまで作り、その後は定率成長を見込む方法などがある。尚、グローバルベースで企業を比較する際には会計基準の差異などを考慮する必要がある。

4. 資本コストの決定要因

資本コストは企業を取り巻く様々なリスクによって決まるものだが、具体的にどのような要因によって決定されるのか、資本コストの比較分析を行うことで実証的に確認する。

図表1は資本コストの国際比較を行ったものである。中国企業の資本コストが最も高く、次いで欧州、日本、米国の順となっている。他国に比べ中国の資本コストが高くなっているのは、中国は不動産価格の下落や人口の高齢化によって景気変動リスクが大きいことや、企業の経営活動が政治情勢に大きく左右されること等が影響しているのであろう。また、日本の資本コストが米国よりも高い要因については、日本は外需中心の産業構造であり、為替や海外経済の影響を受けやすいことが考えられる。

図表1：資本コストの国際比較



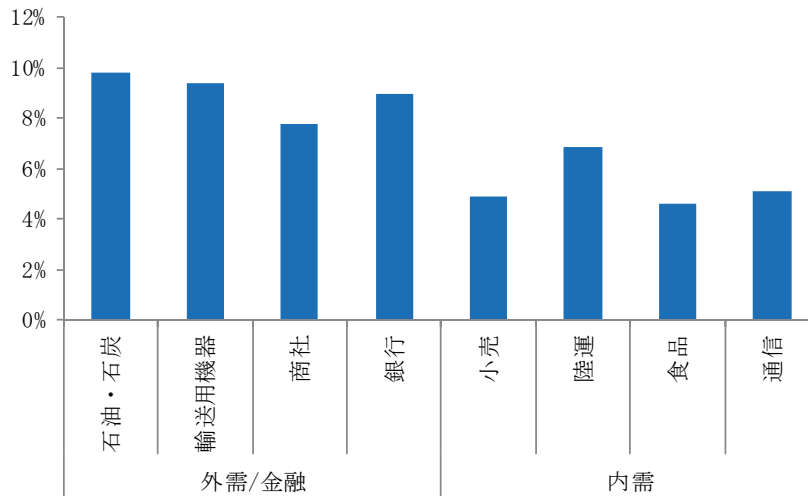
*資本コストは国・地域を代表する株価指数の期待収益率をCAPMで推計することによって算出。安全資産利子率は10年物国債利回りを使用。2015年3月末時点。

出所：Bloombergより三菱UFJ信託銀行作成

次に、日本国内における資本コストの業種間比較をしたものが図表2である。同一国内においても、業種間で資本コストに差が生じていることが分かる。外需／金融セクターの方が内需セクターに比べ高くなっており、資本コストは事業リスクの高さを反映すると考えられる。例えば、石油・石炭セクターは原油価格の騰落によって業績が大きく変動する特性を有しており、資本コストが高く推定される。

⁶ 当期利益から資本コスト額(資本コスト×株主資本)を差し引いた後の残額。

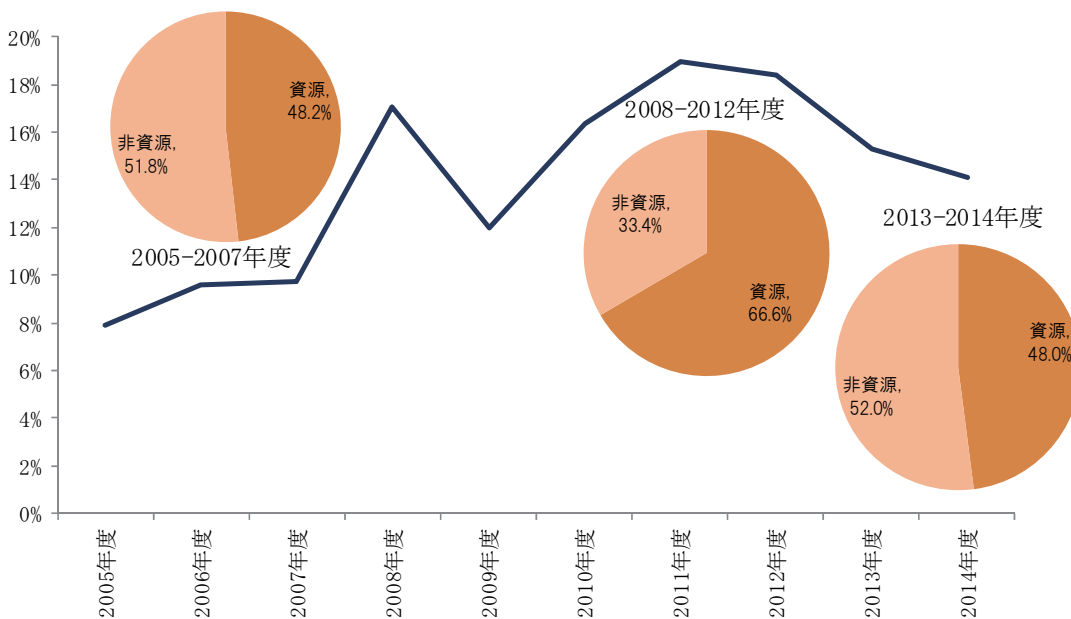
図表 2：資本コストの業種間比較



*資本コストは残余利益をベースとした当社独自の DCF モデルを用いて株価から逆算して算出。2015 年 3 月末時点。
出所：三菱 UFJ 信託銀行作成

また、総合商社セクターの資本コスト推移を確認すると(図表 3)、資源関連事業のウエイトが大きくなっていった時期(2008-2012 年度)に資本コストが高まっていたが、近年では非資源事業のウエイトが 5 割程度まで戻り、資本コストも低下している。このように、資本コストは常に一定ではなく、時系列にも変化する。

図表 3：総合商社の資本コスト推移と事業構造の変遷



*大手総合商社の平均値を利用。

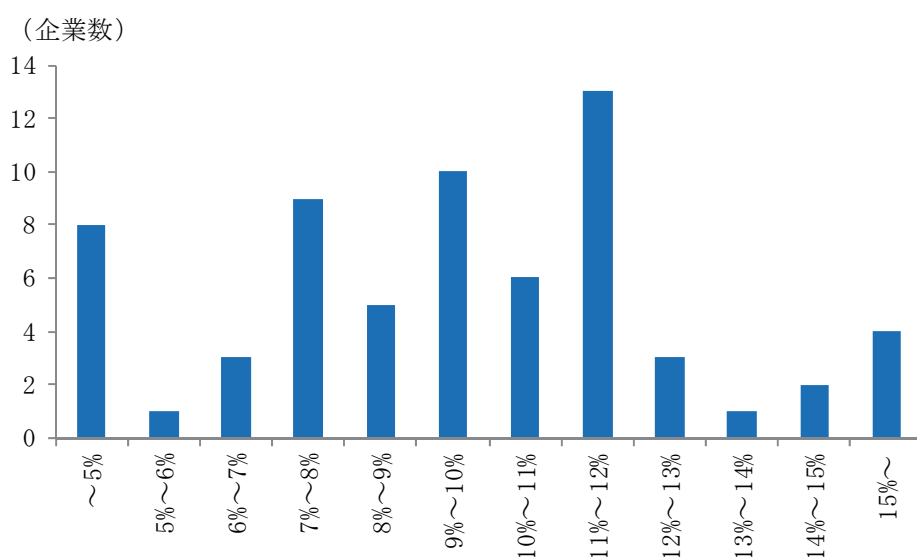
**資本コストは残余利益モデルをベースとした当社独自の DCF モデルを用いて、株価から逆算して算出。

***事業構造は事業別当期利益額より推計。

出所：三菱 UFJ 信託銀行作成

最後に、資本コストの個別企業間の比較を行う。輸送用機器セクター(自動車メーカー等)内における資本コストの分布を示したものが図表4である。輸送用機器セクターは為替感応度が高いこと等から平均9.5%程度と高めの資本コスト水準であるが、図表4に示すとおり、企業間でバラつきがある。グローバルな販売網を持ち為替感応度が高い大手自動車メーカーは資本コストが高く推計される一方、国内出荷比率の高い軽自動車メーカーの資本コストは低く推計される。このように、同一業種内でも各社の事業構造の違いによって資本コストに差異が生じる。

図表4：輸送用機器セクターの資本コスト分布



*資本コストは残余利益をベースとした当社独自の DCF モデルを用いて、株価から逆算して算出。2015年3月末時点。

出所：三菱UFJ信託銀行作成

これまでみてきた実証分析の結果から、資本コストは各企業が所属する国や業種、企業固有の要因など、企業の将来利益に影響を与える様々な要因によって決定されるといえよう。

Ⅲ. 企業価値向上とエクイティスプレッド

経済産業省から公表された「伊藤レポート⁷」では、「長期的に資本コストを上回る利益を生む企業こそが価値創造企業である」とし、その観点から、日本企業は ROE 水準 8% 以上を目指すべき、と提言している。この提言を背景に ROE と資本コストの差分であるエクイティスプレッドが近年、株式市場で注目を浴びている。

ここでは資本コストの低下によるエクイティスプレッドの拡大が企業価値向上に繋がることを確認するため、簡単なシミュレーションを行う。資本コストが 5%、8%、10% と 3 つのケースを考える。なお、ROE は全ケースで 8%、簡略化のため当期利益は全額内部留保するものと仮定する。

図表 5 : 企業価値シミュレーション

ROE=資本コスト(8%)のケース

	1年目	2年目	3年目	4年目	5年目	6年目	7年目	8年目	9年目	10年目
期初自己資本	100.00	108.00	116.64	125.97	136.05	146.93	158.69	171.38	185.09	199.90
利益(ROE=8%)	8.00	8.64	9.33	10.08	10.88	11.75	12.69	13.71	14.81	15.99
期末自己資本	108.00	116.64	125.97	136.05	146.93	158.69	171.38	185.09	199.90	215.89
資本コスト	1.08	1.17	1.26	1.36	1.47	1.59	1.71	1.85	2.00	2.16
期末自己資本の現在価値	100.00	100.00	100.00	100.00	100.00	100.00	100.00	100.00	100.00	100.00

ROE>資本コスト(5%)のケース

	1年目	2年目	3年目	4年目	5年目	6年目	7年目	8年目	9年目	10年目
期初自己資本	100.00	108.00	116.64	125.97	136.05	146.93	158.69	171.38	185.09	199.90
利益(ROE=8%)	8.00	8.64	9.33	10.08	10.88	11.75	12.69	13.71	14.81	15.99
期末自己資本	108.00	116.64	125.97	136.05	146.93	158.69	171.38	185.09	199.90	215.89
資本コスト	1.05	1.10	1.16	1.22	1.28	1.34	1.41	1.48	1.55	1.63
期末自己資本の現在価値	102.86	105.80	108.82	111.93	115.13	118.42	121.80	125.28	128.86	132.54

ROE<資本コスト(10%)のケース

	1年目	2年目	3年目	4年目	5年目	6年目	7年目	8年目	9年目	10年目
期初自己資本	100.00	108.00	116.64	125.97	136.05	146.93	158.69	171.38	185.09	199.90
利益(ROE=8%)	8.00	8.64	9.33	10.08	10.88	11.75	12.69	13.71	14.81	15.99
期末自己資本	108.00	116.64	125.97	136.05	146.93	158.69	171.38	185.09	199.90	215.89
資本コスト	1.10	1.21	1.33	1.46	1.61	1.77	1.95	2.14	2.36	2.59
期末自己資本の現在価値	98.18	96.40	94.64	92.92	91.23	89.57	87.95	86.35	84.78	83.24

出所：三菱UFJ信託銀行作成

まず、ROE=資本コスト(エクイティスプレッド=0)のケースをみる。期初 100 の資本を元手に、1年目は 8 の利益を得ている。利益を全額内部留保する仮定なので、1年目期末時点の自己資本は 108 となる。2年目の利益は 8.64(108×0.08)、これを全額内部留保して翌

⁷一橋大学大学院商学研究科教授伊藤邦雄氏を座長として経済産業省が取り組んだ「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～」プロジェクトの最終報告書。

期再投下する。3年目以降も同様に考えていく。ここで、10年後の企業価値をみると、期末の自己資本は215.89(100×1.08^{10})となり、資本コスト8%で10年間割引いた現在価値は100となる。すなわち、資本コストと同じROE水準を維持しているだけでは、企業価値は変化しない。

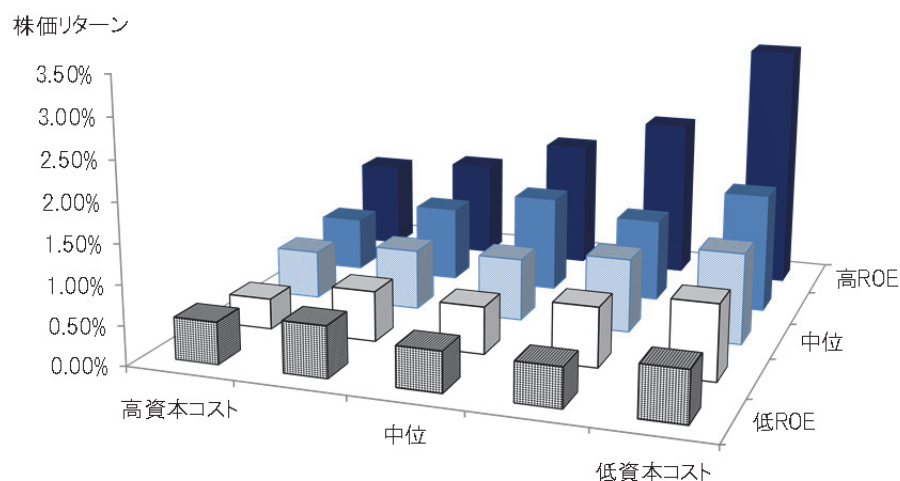
次にROEが資本コストより高いケース(エクイティスプレッド >0)では、10年目の期末の自己資本215.89を資本コスト5%で割引いた結果、10年後の期末自己資本の現在価値は132.54となり、企業価値が向上する。

一方、ROEが資本コストより低い場合(エクイティスプレッド <0)は、83.24と企業価値が低下する。

以上のことから、ROE水準は同じであっても資本コストが異なれば、エクイティスプレッドに差が生じ、企業価値に影響を与えることが理解できる。

次に、実証的にもエクイティスプレッドと企業価値に深い関連性があることを確認する。株式時価総額が企業価値を表す物差しの一つであると考え、企業価値の増減は株価リターンで観察されることになる。図表6は東証一部上場企業を対象にROEと資本コストでそれぞれ5分割して25のグループを作成し、株価リターンとの関係をみたものである。ROEが高く資本コストが低いグループの株価リターンが高く、エクイティスプレッドの拡大が企業価値の向上に繋がることを示唆している。

図表6：ROEと資本コスト、株価リターンの関係



*株価リターンは2012-2014年度の過去3年リターン。

**ROE、資本コストは2012-2014年度の過去3年平均値。

***資本コストは残余利益をベースとした当社独自のDCFモデルを用いて株価から逆算して算出。2015年3月末時点。

出所：三菱UFJ信託銀行作成

IV. 資本コスト低下に向けた取り組み

1. 情報開示と資本コスト ～適切な情報開示は資本コスト低下要因になり得る

これまで、資本コストがマクロ要因・業種要因及び個別要因の影響を受けることをみてきた。資本コストは、企業側と投資家側で、これら要因について複合的にどの程度のリスクを認識し、反映させるかということと関わる。したがって、これら要因についてリスク認識が異なれば、想定する資本コストも異なってくるだろう。企業と投資家の間に情報の非対称性が存在し、それを緩和するための一つの方法として「情報開示」があり、投資家が将来に対する確度や信頼度を高める一手段として、「中長期的な利益成長シナリオを共有・議論する場」としての「対話」があると考えられる。以下では、まず「情報開示」について述べてみたい。

一般的に、適切な情報開示は、資本コストを低下させるといわれている。資本コストは、投資家側からみると「リスクに見合ったリターン」であるが、このリスクについては、前述のとおり、マクロ要因・業種要因・個別要因に基づくリスクがある。投資家がこれらリスクを考えるに際しては、過去の実績や将来の見通しについて、財務面のみならず非財務面も含めて総合的に勘案して、そのリスクを認識する。このリスク認識の際、投資家は企業が開示する情報を重要な判断材料の一つとして利用するが、仮に情報開示が乏しい場合は情報開示が充実している場合と比べて、判断材料が少ない状況にあるといえる。結果として、投資家はこれらリスクを過小あるいは過大に評価する可能性があるといえよう。当然のことながら、将来に対する予測は不確実性があり、それを全て取り除くことはできないが、企業が有している情報や企業の意思決定にかかわる部分を、必要に応じて適時に情報開示し、投資家と共有することで、投資家としては将来の不確実性からある程度解放されることになるだろう。

以下では、まず、「情報開示」の観点から IR 優良企業と資本コストの関係を考察した後、情報開示の精度の観点から資本コストとの関係を考えてみたい。

(1) IR 優良企業と資本コスト

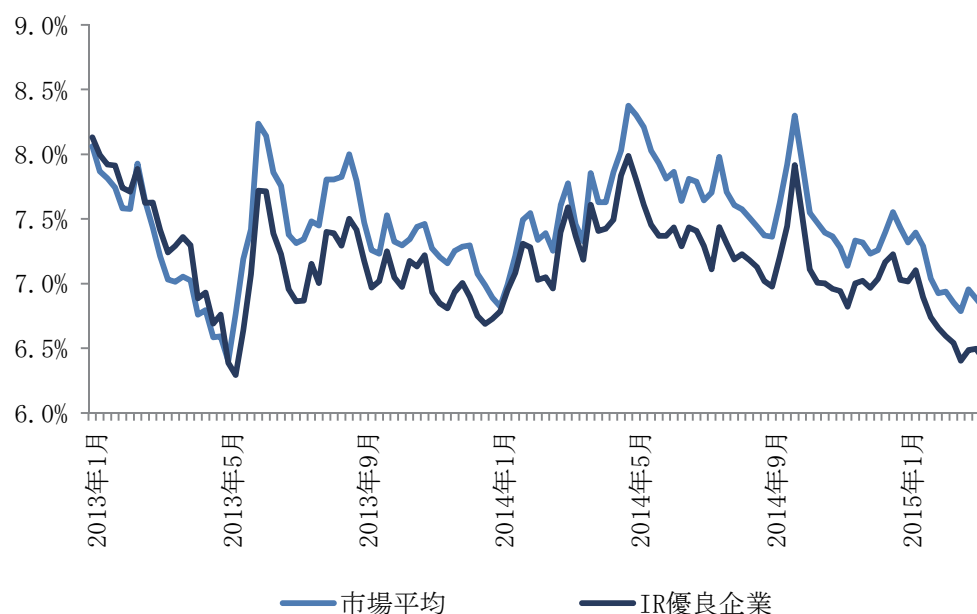
企業の情報開示については様々な調査機関による評価がなされているが、ここでは(社)日本 IR 協議会選定の IR 優良企業をベースに述べてみたい。(社)日本 IR 協議会は、毎年1回、優れた IR 活動を実施している企業を会員企業の中から選定し、発表している。

例えば、2014年11月発表の第19回「IR 優良企業賞(大賞や特別賞、奨励賞を含む、以下同様)」受賞の理由としては、「経営トップが投資家と質の高い対話を続け、それを経営戦略の策定や実行に活かしている」「事業部門が「IR-Day」などで積極的に IR 活動に関わり、投資家からの理解を深めようとしている」「中期経営計画の策定においては持続的成長に向けてのロードマップを示し、同時に資本効率向上や株主還元の姿勢も明確にしている。そして進捗状況も適宜報告している」といった特徴を挙げている⁸。

⁸(社)日本 IR 協議会 2014年11月13日 NEWS RELEASE 『第19回「IR 優良企業賞」発表』

図表7は2013年以降の(社)日本IR協議会選定のIR優良企業賞受賞企業の資本コストの平均と東証一部上場企業の資本コストの平均を比較したものである。この間、IR優良企業賞受賞企業の資本コストの平均は、東証一部上場企業の資本コストの平均よりも低いという結果であった。

図表7：IR優良企業賞受賞企業と東証一部上場企業の資本コスト



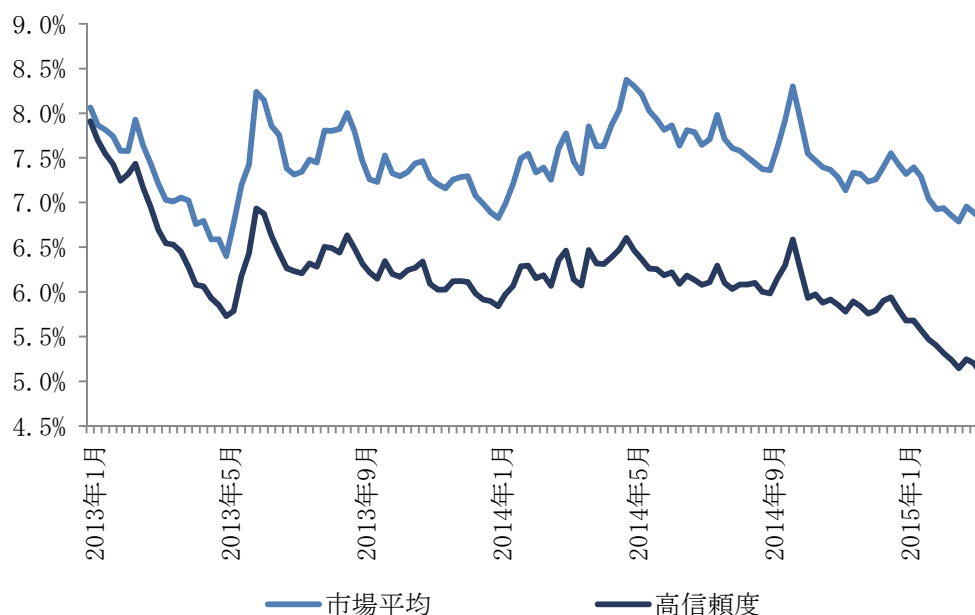
*IR優良企業は、東証一部上場企業の中で2012年度から2014年度の間に一般社団法人日本IR協議会が発表しているIR優良企業賞に選出された銘柄群。大賞や特別賞、奨励賞を含む。

**資本コストは残余利益をベースとした当社独自のDCFモデルを用いて株価から逆算して算出。

出所：一般社団法人日本IR協議会、日経データより三菱UFJ信託銀行作成

更に図表8は、IR優良企業賞受賞企業と東証一部上場企業に関して、証券会社のアナリストによる業績予想の分散をみたものである。IR優良企業賞受賞企業の業績予想は、東証一部上場企業の業績予想と比べると、分散は低位であるという結果であった。これは、企業が適切な情報を提供していることが、業績予想が一定の範囲に落ち着いている要因の一つであると考えられる。

図表9：業績の信頼度と資本コスト



*分析対象期間は2004年度～2013年度の10年間。6年以上データ取得可能な銘柄群を対象。期初予想に対して±10%の間に実績が着地した回数がデータ取得可能サンプル数の50%以上である銘柄群を高信頼度と定義。

**資本コストは残余利益をベースとした当社独自のDCFモデルを用いて株価から逆算して算出。

出所：日経データより三菱UFJ信託銀行作成

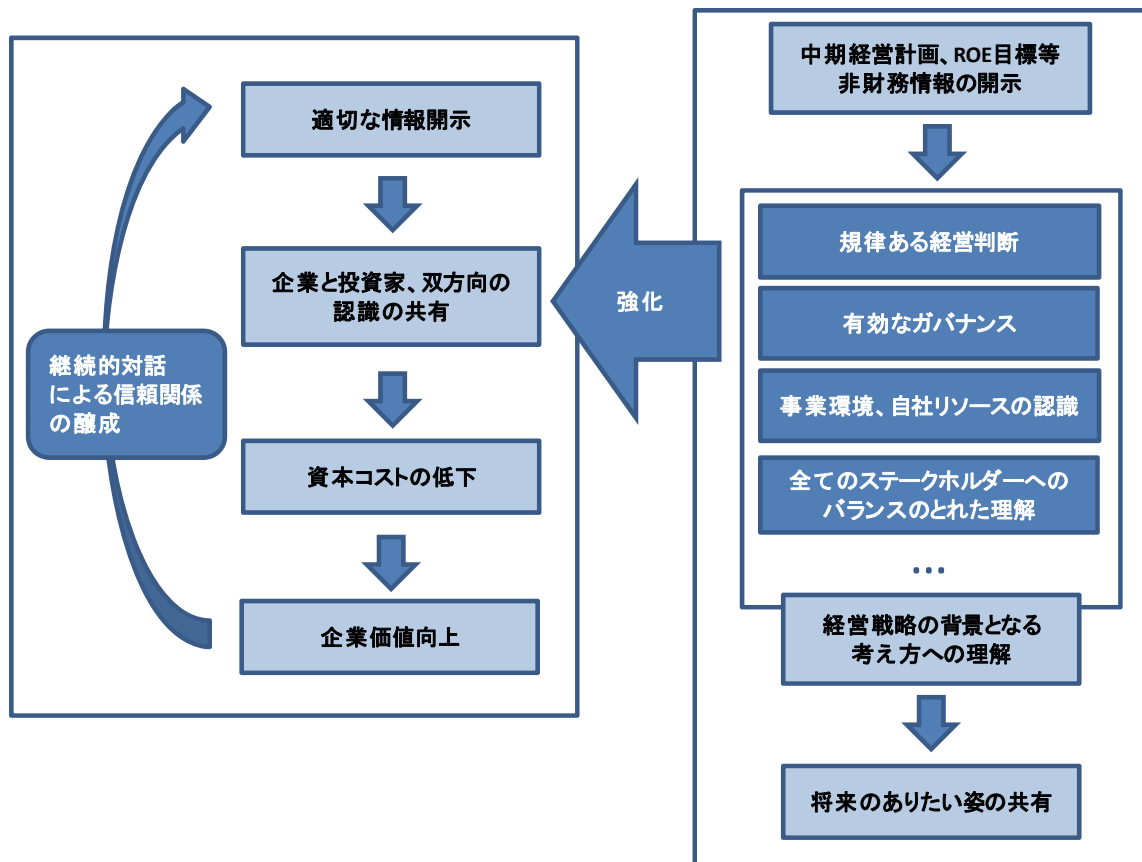
2. 対話の重要性

(1) 「対話」と資本コスト ～企業と投資家の溝を埋める良質な「対話」は資本コストの低下の一手段

資本コストは投資家からみると、「リスクに見合ったリターン」であるが、「伊藤レポート」によれば「企業と株主・投資家の間にある暗黙の信頼関係、期待、役割と義務を含む財務・非財務両面を総合して企業が認識すべきコスト」でもある。企業と投資家の間にある情報の非対称性を解消する一つの方法として情報開示があり、企業の情報開示により、投資家としては、企業の考えや目指す方向性について認識を共有することができるだろう。

しかし、情報開示のみではその開示内容の意図や背景まで十分な理解には至らないこともあろう。また企業側も、企業が開示した内容や意図が投資家に十分理解されたかどうかを把握することは困難と思われる。情報開示のみでは埋められない企業と投資家の間にある溝を埋め、信頼関係を構築する一手段として「対話」があると考えられる。

図表 10：適切な情報開示・対話と資本コストの関係(イメージ図)

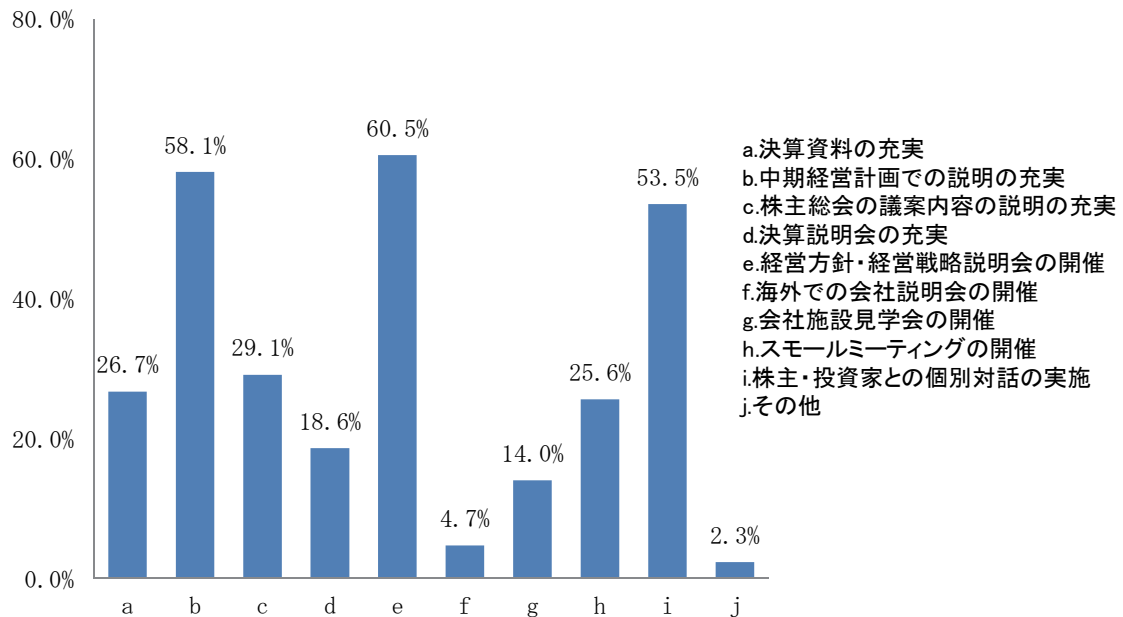


出所：三菱UFJ信託銀行作成

それでは投資家が求める「対話」とは、どのようなものだろうか。例えば、(社)生命保険協会が1974年より実施している「株式価値向上に向けた取り組みに関するアンケート(投資家向けアンケート集計結果)」によれば、投資家として企業に対して今後より一層の充実を求めているものの中で、特に期待が高いものとして、「b. 中期経営計画での説明の充実」「e. 経営方針・経営戦略説明会の開催」「i. 株主・投資家との個別対話の実施」(図表 11)がある。これらの項目は投資家が中長期的な企業価値を評価するために特に有用であり、必要としている事項と考えられる。

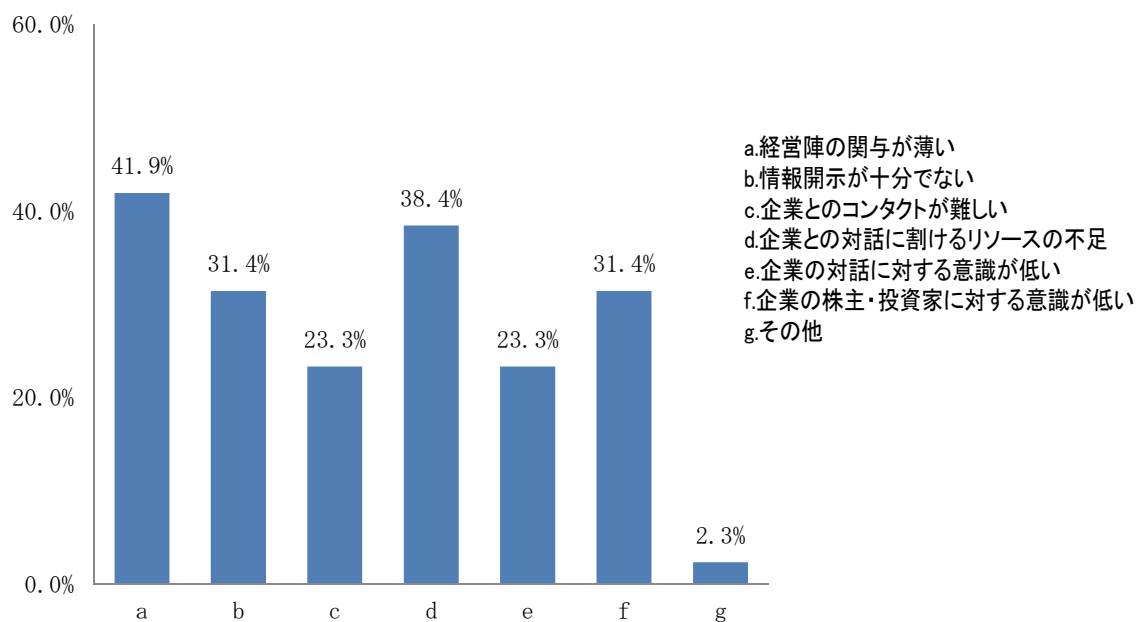
更に図表 12 は、投資家が対話活動を充実させる上で課題と認識している項目についてのアンケート結果であるが、特に「a. 経営陣の関与が薄い」点を課題として挙げている。中長期的な企業価値と関わる経営ビジョンや中期経営計画・事業戦略・経営資源の配分等について、実際に立案し執行する立場にある経営層と直接対話を行うことは、投資家にとって中長期的な企業価値の判断において、より企業に対する理解を深めることに繋がると思われる。

図表 11：対話の充実に向け、企業に今後より一層の充実を求めたい取り組み



出所：(社)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(投資家向けアンケート集計結果)(2014年度版)」より三菱UFJ信託銀行作成

図表 12：対話活動を充実させるうえでの課題



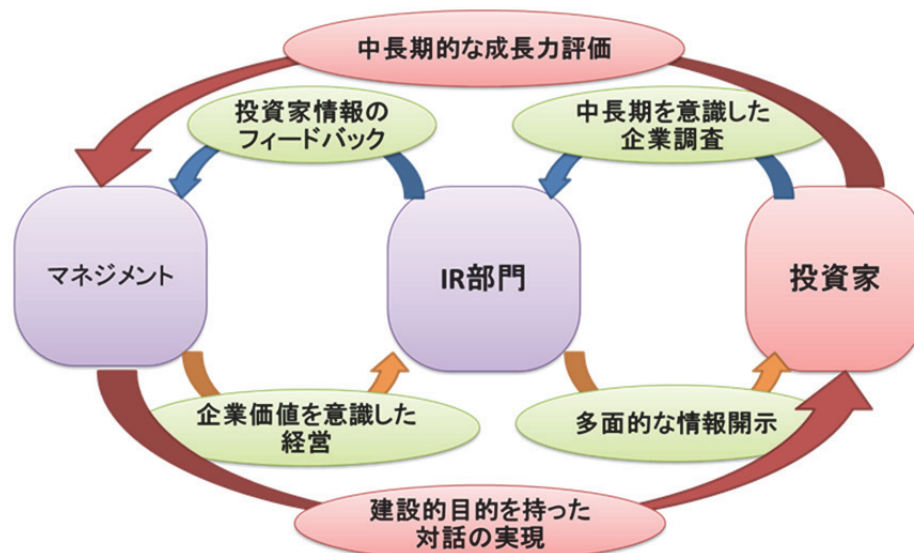
出所：(社)生命保険協会「株式価値向上に向けた取り組みに関するアンケート(投資家向けアンケート集計結果)(2014年度版)」より三菱UFJ信託銀行作成

「日本版スチュワードシップ・コード」の原則7では「機関投資家は、投資先企業の持続的成長に資するよう、投資先企業やその事業環境等に関する深い理解に基づき、当該企業との対話やスチュワードシップ活動に伴う判断を適切に行うための実力を備えるべきである」⁹とされている。いくら企業側が適切な情報開示を行い、経営層が貴重な時間を割いて「対話」の機会を設けたとしても、投資家側に知識や実力が備わっておらず、企業や業界に対する理解が乏しい場合は、企業価値向上を目的とした建設的な対話にはなりにくいと思われる。中長期的な観点で投資を行う投資家は、企業やその業界を深く理解するために、日々研鑽を積みまなければならないのはいままでのない。

アベノミクスの成長戦略において、企業は「稼ぐ力」を向上させ、長期的な価値創造を行うことが求められている。また中長期的観点から投資を行う投資家も企業価値を創出している企業に投資を行い、投資リターンを得ることを企図している。本来、企業も投資家も同じ方向を志向することができる関係にあるといえるだろう。

図表13のとおり、企業と投資家の関係をみたとき、企業のIR部門は投資家に対して非財務情報を含めた多面的な情報の開示を行い、投資家は企業調査・分析を通して企業に対する理解を深めることができる。IR部門は投資家の意見や事業環境認識・リスク認識を吸収し、これらについてマネジメント(経営層)にフィードバックする。マネジメントはそこでのフィードバックを活用しつつ、投資家の意見を勘案しながら、企業価値を意識した経営に取り組む。このような好循環が構築されていれば、企業と投資家の「対話」は、より建設的な目的を持ったものになると考えられる。

図表13：企業と投資家の関係



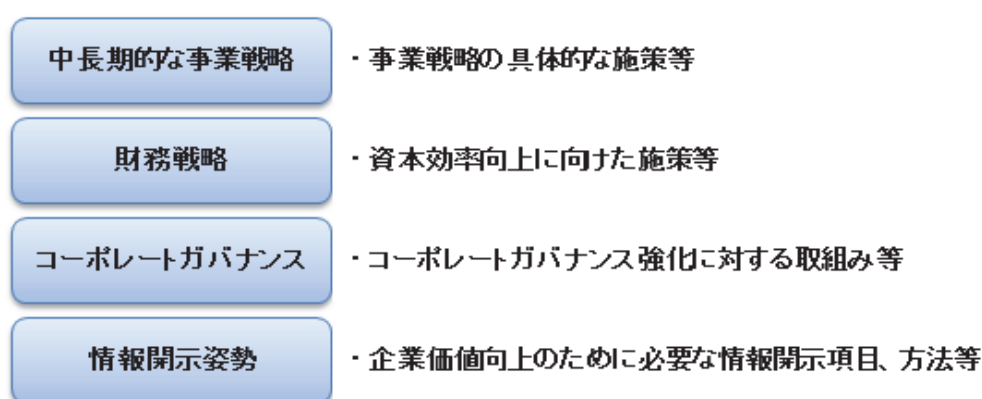
出所：三菱UFJ信託銀行「アップル叢書第162号 IRカンファレンス二〇一四」より作成

⁹金融庁／日本版スチュワードシップ・コードに関する有識者検討会[2014年2月]『「責任ある機関投資家」の諸原則<<日本版スチュワードシップ・コード>>～投資と対話を通じて企業の持続的成長を促すために～』

(2) 建設的な「目的を持った対話」について

企業と投資家を取り巻く環境はこの1年で大きく変わりつつある。当社の事例を紹介すると、2014年3月に「日本版スチュワードシップ・コード」の受け入れを表明し、引き続き「対話」の重要性を踏まえたうえで、アナリスト及びファンドマネージャーは「中長期的な事業戦略」「財務戦略」「コーポレートガバナンス」「情報開示姿勢」の観点から「対話」を行う旨を公表している。状況や局面に応じて重視する項目は変化するだろうが、いずれの観点も資本コストと関連する項目と考えられる。

図表 14：当社がスチュワードシップ・コードで重視している点



出所：三菱UFJ信託銀行

V. おわりに

これまでみてきたように、ROEが資本コストを上回っている状況であれば、企業価値を創造しているということができ、逆にROEが資本コストを下回っている状況であれば、企業価値を毀損している状況にあるといえる。企業価値向上を考えるとき、投下資本に対するリターンを向上させていくという点は直観的にも分かりやすいため、時としてROEのみに視点が偏ってしまうことがあるが、本稿「Ⅲ. 企業価値向上とエクイティスプレッド」でみてきたように、ROEと同様に重要な要素が資本コストである。

資本コストは、マクロ要因・業種要因及び個別要因の複合的な影響を受けるが、それ以外にも、事業内容や事業ポートフォリオによっても、資本コストは変化しうる。より重要なのは、資本コストの数値の高低ではなく、資本コストをどのようにして低下させていくかであろう。その一つの方策として、企業と投資家の間にある情報の非対称性の低減があると考えられ、その手段として、企業側の財務情報・非財務情報の十分な開示のみならず、企業と投資家間の企業価値向上を目的とした建設的な「対話」があるのではないだろうか。

日本経済は、アベノミクスの「三本の矢」により、これまでの長期デフレからの脱却と経済再生に向け、着実に動き始めている。この中で、イノベーションの促進等による民需主導の成長軌道への移行に向けた経済構造改革では、株式市場との関わりの観点から、「スチュ

ワードシップ・コード」「コーポレートガバナンス・コード」の普及が期待されている。日本企業においては、これまで間接金融による資金調達が中心であったこともあり、国際的にみて、資本コストに対する意識が低いといわれているが、両コードの導入をきっかけに、投資家も企業もこれまで以上に資本コストを意識する環境にあるといえよう。

(平成 27 年 5 月 21 日 記)

※本稿中で述べた意見、考察等は、筆者の個人的な見解であり、筆者が所属する組織の公式見解ではない

【参考文献】

- ・ 経済産業省 [2014 年 8 月] 『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～ プロジェクト最終報告書(伊藤レポート)』
- ・ 金融庁／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[2015年3月]『コーポレートガバナンス・コード原案～社会の持続的な成長と中長期的な企業価値の向上のために～』
- ・ 金融庁／日本版スチュワードシップ・コードに関する有識者検討会[2014年2月]『「責任ある機関投資家」の諸原則≪日本版スチュワードシップ・コード≫～投資と対話を通じて企業の持続的成長を促すために～』
- ・ 内閣官房内閣広報室 [2014年6月] 『「日本再興戦略」改訂2014－未来への挑戦－』
- ・ (社)日本IR協議会 首席研究員 谷口雅志 [2008年9月] 『IRと資本コスト』
- ・ (社)生命保険協会[2015年3月] 『株式価値向上に向けた取り組みに関するアンケート(投資家向けアンケート集計結果)』
- ・ (社)日本IR協議会[2014年11月] 『NEWS RELEASE 第19回「IR優良企業賞」発表』
- ・ 三菱UFJ信託銀行(株) 『アップル叢書第162号IRカンファレンス二〇一四』
- ・ 三菱UFJ信託銀行(株) [2014年12月] 『資産運用情報 No.31 日本版スチュワードシップ・コードについて』
- ・ 三菱UFJ信託銀行(株) [2015年3月] 『資産運用情報 No.34 投資指標としてのROE』
- ・ 『山を動かす』研究会[2014年12月] 『ROE最貧国 日本を変える』日本経済新聞出版社
- ・ みずほ年金研究所 菅原周一[2013年9月] 『日本株式市場のリスクプレミアムと資本コスト』 きんざい
- ・ マッキンゼー・アンド・カンパニー[2006年3月] 『企業価値評価 第4版【上】【下】』ダイヤモンド社

本資料について

- 本資料は、お客さまに対する情報提供のみを目的としたものであり、弊社が特定の有価証券・取引や運用商品を推奨するものではありません。
- ここに記載されているデータ、意見等は弊社が公に入手可能な情報に基づき作成したのですが、その正確性、完全性、情報や意見の妥当性を保証するものではなく、また、当該データ、意見等を使用した結果についてもなんら保証するものではありません。
- 本資料に記載している見解等は本資料作成時における判断であり、経済環境の変化や相場変動、制度や税制等の変更によって予告なしに内容が変更されることがありますので、予めご了承下さい。
- 弊社はいかなる場合においても、本資料を提供した投資家ならびに直接間接を問わず本資料を当該投資家から受け取った第三者に対し、あらゆる直接的、特別な、または間接的な損害等について、賠償責任を負うものではなく、投資家の弊社に対する損害賠償請求権は明示的に放棄されていることを前提とします。
- 本資料の著作権は三菱UFJ信託銀行に属し、その目的を問わず無断で引用または複製することを禁じます。
- 本資料で紹介・引用している金融商品等につき弊社にてご投資いただく際には、各商品等に所定の手数料や諸経費等をご負担いただく場合があります。また、各商品等には相場変動等による損失を生じる恐れや解約に制限がある場合があります。なお、商品毎に手数料等およびリスクは異なりますので、当該商品の契約締結前交付書面や目論見書またはお客さま向け資料をよくお読み下さい。

編集発行：三菱UFJ信託銀行株式会社 受託財産企画部
東京都千代田区丸の内1丁目4番5号 Tel. 03-3212-1211（代表）