

企業統治ダブルコードの核心
～資本コストの意味と活用～

平成 30 年 7 月 4 日

明田雅昭

(日本証券経済研究所)

企業統治ダブルコードの核心 ～資本コストの意味と活用～ (要約)

本年6月1日にコーポレートガバナンス・コード改訂版が公表され、上場企業は12月末までに準拠状況の報告を求められることになった。投資家向けのスチュワードシップ・コードと共に「会社の持続的な成長と中長期的な企業価値の向上」を目指すための行動指針として、従来の形式的準拠傾向を排し、より実効性が高まることが期待されている。

II章では、コーポレートガバナンス・コードの概要と今回の改訂内容を体系的に紹介する。改訂版では政策保有株式の縮減、取締役会の多様性、CEOの選解任プロセスが注目を浴びているが、筆者は改訂版に初めて導入された資本コスト概念こそ最も重要であると考ええる。市場参加者の間でも経営者に資本コスト認識が浸透することへの期待が大きい。

III章では、資本コストと企業価値向上の関係を理論的に解説する。企業および投資家の各社の間での資本コストの認識には大きなバラツキがあり、共通言語化されていないことが危惧されるからである。資本コストは主たるものでも3種類あり、どの資本コストを使ったとしても、企業価値の向上は税引後利益率が対応する資本コストを上回っているときに達成され、企業価値創造の量は株価純資産倍率(PBR)で測定できることを示す。

IV章では、理解を深めるために資本コスト及び企業価値評価の計算例を提示する。ここでは3種類の資本コストのそれぞれで同じ企業価値および株主資本価値が計算されることを示し、価値創造のドライバーとなる価値源泉スプレッド(税引後利益率-資本コスト)の指標としての特性を確認する。

V章では、現在の日本企業の価値創造ないし価値毀損状況についてPBRデータを用いて実証的に確認し、更に各種のアンケート集計などから日本企業及び運用会社がどのように資本コストや企業価値創造を認識しているかについて確認する。優良とされる統合報告書をも、CFOが資本コストをベースにした投資意思決定を行っている」と記述しているのは数社に過ぎない。一方、運用会社の建設的な「目的を持った対話」原則への準拠方針を調べてみても価値創造の原理を意識した記述があるのは数社に過ぎない。

VI章では、前章までの内容を受けて、今後、日本企業の価値向上を促進するための施策として、①企業役員への資本コストの啓蒙、②企業開示資料でCFOが資本コストを用いた財務運営を行う旨の表明、③運用会社による価値創造原理を踏まえた「目的を持った対話」原則方針の再構成、④企業と投資家による資本コスト水準の合意、⑤価値創造原理を底流で意識した対話の実施、を提言する。

企業統治ダブルコードの核心 ～資本コストの意味と活用～

公益財団法人 日本証券経済研究所
特任リサーチ・フェロー 明田雅昭

I. はじめに

本年6月1日にコーポレートガバナンス・コード改訂版¹が公表され、東京証券取引所上場企業は12月末までに準拠状況の報告を求められることになった。コーポレートガバナンス・コードは2013年6月に閣議決定された日本再興戦略を契機に2015年3月に制定され、同年6月から東京証券取引所上場企業に適用されたものである。2014年2月に先だって制定されたスチュワードシップ・コードと共に「会社の持続的な成長と中長期的な企業価値の向上」を目指すドライバーとして期待されている。両コードは日本企業の低収益性を改善し価値創造力を引き上げて日本経済再興を図ろうとする政府戦略の一環であった。

スチュワードシップ・コードは投資家が遵守すべき行動指針で、最終投資家である年金基金への浸透は十分とはいえないが、主立った資産運用会社はほとんどすべてが直ちに受け入れ表明を行った。コーポレートガバナンス・コードは上場企業に適用されるものであるから、上場企業すべてがこの行動指針に対応しその状況を報告している。両コードを結ぶ接点は投資家と企業が行う企業価値向上を目指すための「建設的な対話」である。両コードは制定と同時に想定されていたメインプレーヤーのほとんど全員が参加する形でのロケットスタートとなった。

両コードは共に“Comply or Explain”が原則で、100%準拠を前提にしたものではない。投資家や企業が自社に最も相応しいと考える方針・施策を基にして各原則に準拠か非準拠かを決めて、非準拠の場合はなぜ非準拠が自社にとって合理的なのかを説明すればよい。準拠しない原則がそれなりの比率である方が自然であるが、予想外にというかあるいは予想通りというか、両コードとも極めて高い準拠率となっており、多くの主体は最大限の準拠を競っているように見える。このため高い準拠率こそが、実質を伴わない形式的準拠の証拠ではないかという批判的な意見もある。

両コードは、当初から3年後に見直すとされており、スチュワードシップ・コードは2017年5月に改訂された²。コーポレートガバナンス・コードは、2017年10月から始まった5回のスチュワードシップ・コード及びコーポレートガバナンス・コードのフォローアップ会議

1 「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～」、株式会社東京証券取引所、2018年6月1日

2 スチュワードシップ・コードに関する有識者検討会、「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～、平成29年5月29日

を経て、本年3月に改訂草案が公表され、パブリックコメント期間を設けて民間の意見聴取が行われた。パブリックコメントは69件（322項目）におよび、注目度の高さが窺われた。そして、一部の意見を反映した上で6月1日に改訂の確定版が公表されたのである。今回の改訂は既存の原則の強化と共に実効化を狙ったものといえる。

本論文では、まずⅡ章でコーポレートガバナンス・コード（以下、「企業統治コード」。スチュワードシップ・コードと合わせて総称する場合は「企業統治ダブルコード」）の目的に沿って各原則の位置付けと関連性を確認しつつ今回の改訂内容を紹介する。そして、「会社の持続的な成長と中長期的な企業価値の向上」を目指す観点から、最も重要な改訂内容は「資本コスト」概念の導入であると主張したい。しかしながら、資本コストに関する理解は企業および投資家の各社の間でバラツキが大きく、十分に共通言語化されていないことが危惧される。そこで、Ⅲ章では、資本コストと企業価値創造の関係について理論的な解説を行い、企業価値創造の量は株価純資産倍率（PBR）で測定できることを示す。ここで提示する理論展開は、一般的に紹介されている企業価値評価理論とは若干異なり、企業統治コードの目指すところに適した形に変形したものである。Ⅳ章では理解を深めるために資本コスト及び企業価値評価の計算例を提示する。この理論的フレームワークを意識した上で、建設的な対話を行うことが、企業統治コードの実効化を促し日本企業の価値向上に貢献すると信じる。Ⅴ章では、現在の日本企業の価値創造ないし価値毀損状況についてPBRデータを用いて実証的に確認し、更に各種のアンケート集計などから日本企業及び投資家がどのように資本コストを認識しているかについて確認する。Ⅵ章では、前章までの内容を受けて、今後、「建設的な対話」が深められ、日本企業の価値向上を強力に進めていくための提言を行う³。

Ⅱ. 企業統治コードの概要と改訂内容

今回の改訂に伴い、企業統治コードは図表1に要約したように、5つの基本原則と31の原則および42の補充原則で構成されることとなった。基本原則は変わっていないが、原則が1つ、補充原則が4つ追加され、加筆・修正された原則および補充原則が9つあった。図表1では変更があった箇所に★印を付しておいた。今回の改訂では、新たに企業統治ダブルコードに附属する資料として「投資家と企業の対話ガイドライン」⁴が追加されている。これは建設的な対話において重点的に議論することが期待される事項をまとめたものである。

³ 本論文中的事実認識・意見・提言はすべて筆者個人の私見であり、日本証券経済研究所を代表したものではない

⁴ 「投資家と企業の対話ガイドライン」、金融庁、平成30年6月1日

図表 1 企業統治コード改訂版の体系

基本原則	補充原則	基本原則	補充原則
1. 株主の権利・平等性の確保		4. 取締役会等の責務	
1-1. 株主の権利の確保	3	★ 4-1. 取締役会の役割・責務(1)	3
1-2. 株主総会における権利行使	5	★ 4-2. 取締役会の役割・責務(2)	1
1-3. 資本政策の基本的な方針		★ 4-3. 取締役会の役割・責務(3)	4
★ 1-4. 政策保有株式	2	4-4. 監査役及び監査役会の役割・責務	1
1-5. いわゆる買収防衛策	1	4-5. 取締役・監査役等の受託者責任	
1-6. 株主の利益を害する可能性のある資本政策		4-6. 経営の監督と執行	
1-7. 関連当事者間の取引		4-7. 独立社外取締役の役割・責務	
2. 株主以外のステークホルダーとの適切な協働		★ 4-8. 独立社外取締役の有効な活用	2
2-1. 中長期的な企業価値向上の基礎となる経営理念の策定		4-9. 独立社外取締役の独立性判断基準及び資質	
2-2. 会社の行動準則の策定・実践	1	★ 4-10. 任意の仕組の活用	1
2-3. 社会・環境問題をはじめとするサステナビリティを巡る課題	1	★ 4-11. 取締役会・監査役会の実効性確保のための前提条件	3
2-4. 女性の活躍促進を含む社内の多様性の確保		4-12. 取締役会における審議の活性化	1
2-5. 内部通報	1	4-13. 情報入手と支援体制	3
★ 2-6. 企業年金のアセットオーナーとしての機能発揮		4-14. 取締役・監査役のトレーニング	2
3. 適切な情報開示と透明性の確保		5. 株主との対話	
★ 3-1. 情報開示の充実	2	5-1. 株主との建設的な対話に関する方針	3
3-2. 外部会計監査人	2	★ 5-2. 経営戦略や経営計画の策定・公表	

(注) ★は追加ないし加筆・修正があった原則

[出所] 企業統治コード改訂版(東京証券取引所、2018.6.1)より筆者作成

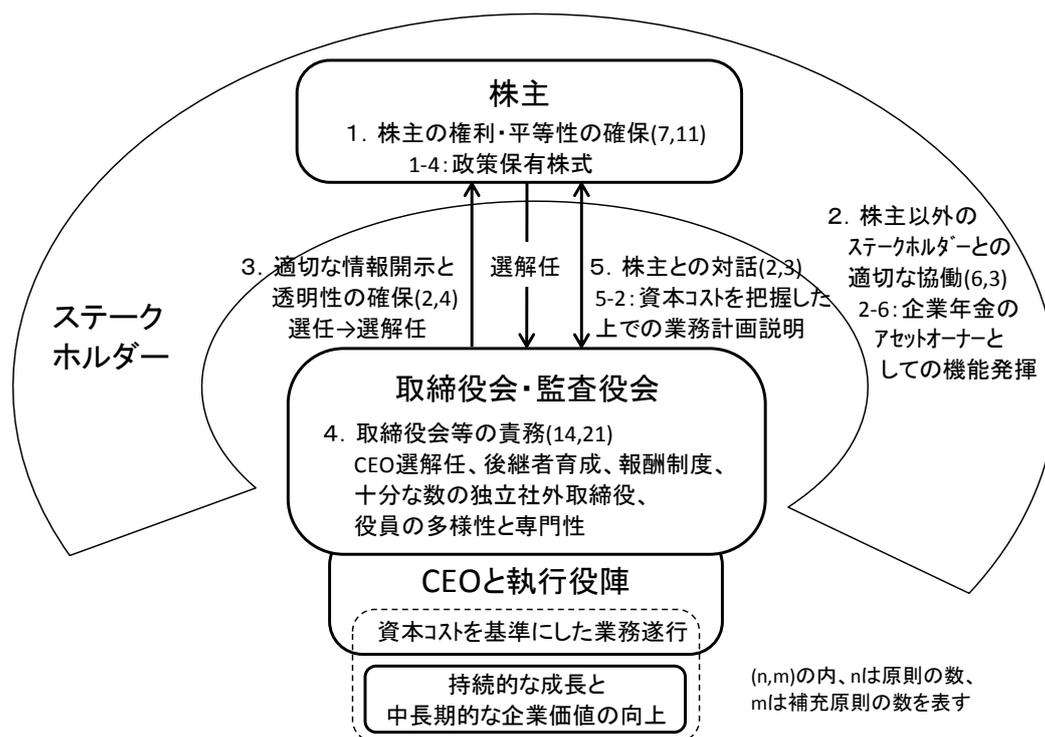
本章では企業統治コードの目標に沿って5つの基本原則の関連性と位置付けを明確化し、論理的な関連性に沿った順番で基本原則ごとに概要と今回改訂内容の説明を行う。

企業統治コードの目指すところが「持続的な成長と中長期的な企業価値の向上」であることを考えると、中心に位置すべきは企業価値向上に直結する指針であるべきだ。この核心的な指針は、コード本体では今回加筆された「原則5-2. 経営戦略や経営計画の策定・公表」に現れている。今回初めてここに「資本コスト」というキーワードが登場し、企業は株主に対して、資本コストを意識した経営戦略・経営計画の策定と公表を行うべきであるとした。

策定・公表だけでなく実施要請も含めた内容が「投資家と企業の対話ガイドライン」の中に記述されている。このガイドラインは5つの大項目から成るが、「1. 経営環境の変化に対応した経営判断」と「2. 投資戦略・財務管理の方針」がまさにこれに当たり、資本コストを意識した経営の実施を求めている。具体的には、自社の資本コストを的確に把握した上で、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、そして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を議論すべきであるとしている。この視点から新規事業への投資や既存事業からの撤退・売却を含む事業ポートフォリオの組み替えおよび設備投資・研究開発投資・人材投資も戦略的・計画的に行うことを求め、さらに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も議論すべきであるとしている。これらこそ企業価値向上に直結する施策であり、一括して「資本コストを基準にした業務遂行」と呼ぶことにしよう。

図表2は企業統治コードの全体像を示したもののだが、「資本コストを基準した業務遂行」を目標とする「持続的な成長と中長期的な企業価値の向上」とセットにして、本コードの核心部分に位置づけている。

図表 2 企業統治コードの全体像と今回改訂のポイント



〔出所〕 企業統治コード改訂版(東京証券取引所、2018.6.1)より筆者作成

価値向上の業務遂行を担う最良のCEOを選任し活躍のための環境を整え監視・監督することを取締役会等に求めているのが「基本原則4. 取締役会等の責務」である。「資本コストを基準にした業務遂行」を行うのはCEOと執行役からなる経営陣であり、この業務遂行を最も効果的に指揮し実行できるCEOの選任が企業価値向上にとって死活的に重要であることは論を待たない。

基本原則4の冒頭では、取締役会の最重要課題として、企業戦略の大きな方向性を示すこと、経営陣のリスクテイク環境整備を行うこと、経営陣・取締役に対する実効性の高い監督を行うことの3つを掲げ、これらの役割・責務は機関設計の種類に関わらず共通のテーマであるとしている。その上で図表1に提示してあるように、「取締役会の役割・責務」から「取締役・監査役へのトレーニング」にいたる14の原則と、各原則に付属する21の補充原則を示している。基本原則4はCEOと経営陣が企業の価値向上に挑戦していくためのフレームワークと考えることができる。

今回の改訂で、基本原則4に対して加筆修正や追加が行われた箇所を紹介する。原則4-1から4-3の「取締役会の役割・責務」における既存の補充原則の中で、CEO後継者計画への主体的な関与と後継者候補の計画的育成の監督を求める記述が強化された。経営陣の報酬についても客観性・透明性ある手続きに従った具体的な報酬額の決定を促すよう記述が強化されている。そして、新しい補充原則として、CEOの選解任が会社における最も重要な戦略的意思決定であること明記し、その選解任について客観性・適時性・透明性ある手続きを求めるものが2本追加された。「原則4-8. 独立社外取締役の有効な活用」では「少なくとも3分の1以上の独立社外取締役の選任」というキーワードは従来からあったが、今回は「3分の1以上が必要と考えるなら十分な人数を選任すべき」と記述が強化された。「原則4-10. 任意の仕組みの活用」では「例えば、・・・任意の諮問委員会を設置することなどにより」という文章から「例えば、」と「など」を削除し、「・・・任意の指名委員会・報酬委員会など、独立した諮問委員会を設置することにより」として委員会設置を求める姿勢を強めている。「原則4-11. 取締役会・監査役会の実効性確保のための前提条件」では取締役会の多様性としてジェンダーや国際性を求める記述が追加され、監査役の中に財務・会計・法務に知識を有する者が必要である旨が記述された。

これらの記述強化と新しい補充原則の追加は、企業価値向上の実施主体であるCEOの選解任の重要性と、CEOの選解任および監督を公正かつ効果的に行うために必要な取締役会の構成方法を強調したものと解釈できる。

最良の取締役会・監査役会体制の構築を行うためのフレームワークが「基本原則1. 株主の権利・平等性の確保」である。基本原則1は上場会社に株主の権利が実質的に確保されるような環境整備を求め、特に少数株主や外国人株主への配慮を求めており、「株主の権利の確保」から「関連当事者間の取引」まで7つの原則がある。

今回改訂されたのは「原則1-4. 政策保有株式」だけであるが、その文章は全面的に書き直され、旧版にはなかった補充原則が2本追加された。旧版では政策保有の方針を開示し保有の経済合理性を説明し、議決権行使の基準の策定・開示を求めている。今回の改訂では、政策保有株式の縮減に関する方針・考え方の開示を求めている。「保有」方針ではなく「縮減」方針である。そして保有の適否を資本コストに見合っているか等も含めて検証し検証内容の開示を求めている。「議決権行使の基準」も「議決権行使の具体的な基準」に改められた。新設された補充原則では、政策保有株主の株式売却を妨げないこと、政策保有株主との取引が会社や株主共同の利益を害してはならないことを求めている。これらは政策保有株式の売却を実施しようとする際に、根強い抵抗が残っており、政策保有の解消がなかなか進まない現状を強く意識したものであろう。

株主が会社のために行う最も重要な意思決定は取締役と監査役の選任である。企業価値向上を実現するのはCEOであるが、株主に代わってCEOを選任するのは取締役であり、

それを監視・監督するのが監査役である。これらの役割を担う取締役・監査役の選任も企業価値向上の視点で行わなければならないが、政策保有株主にはそういった視点を期待できず、むしろ阻害要因になる可能性も否定できない。政策保有株式には資本効率や利益相反取引の問題も大きい。今回の改訂での政策保有株式に対する厳しい記述は、最良の取締役・監査役選任を妨げる要因の除去という視点で理解しておきたい。

ステークホルダーの位置づけを明らかにしているのが「基本原則 2. 株主以外のステークホルダーとの適切な協働」である。取締役会・経営陣に対して、従業員、顧客、取引先、債権者、地域社会等のステークホルダーの権利・立場や健全な事業活動倫理を尊重する企業文化・風土の醸成に向けたリーダーシップの発揮を求めている。

旧版は、「中長期的な企業価値向上の基礎となる経営理念の策定」から「内部通報」まで 5 つの原則で構成されていた。今回の改訂では新たに「原則 2-6. 企業年金のアセットオーナーとしての機能発揮」が追加された。企業年金は企業の退職者の老後を支える重要な役割を担っていることに加えて、積立金の運用は企業の財政状態にも影響を与える。このため企業年金は重要なステークホルダーの一つのはずだ。その上、スチュワードシップ・コードでは企業と建設的な対話をする主体として期待される存在でもあった。ところが企業統治ダブルコード制定以来、その存在感はほとんどなかった。会社と企業年金の間に生じかねない利益相反を懸念していたのかもしれない。今回の改訂では上場企業に対して企業年金が積極的に関与できるような環境整備を行うことを要請している。

企業価値向上は「資本コストを基準にした業務遂行」により実現されるが、具体的には資本コストを上回る利益率の達成である。利益率は数年先程度の当面の水準のことではなく永続的な水準が問題になる。永続的な高い利益率を支えるのは、企業の経営理念・文化・風土であり、様々なステークホルダーの関与と信頼である。その意味でサステナビリティを巡る、いわゆる ESG 課題も永続的な利益率に重要な影響を及ぼし避けては通れない課題であると言えよう。

取締役会・経営陣と株主が協働して価値向上を目指すフレームワークが「基本原則 3. 適切な情報開示と透明性の確保」と「基本原則 5. 株主との対話」である。

基本原則 3 では上場会社に対して、財務情報に加えて非財務情報についても法令に基づく開示を行うとともに、より広範な情報提供を主体的に行うことを求めている。これらの情報は株主との間で建設的な対話を行う基盤となるため、正確で分かりやすく有用性の高いものであるべきだとしている。今回の改訂では「原則 3-1. 情報開示の充実」において、情報発信すべき方針・手続きや説明として、経営陣幹部や取締役・監査役候補の「選任」という文言を「選解任」に修正するなどの細かい字句調整が行われたただけであった。とはいえ「解任」という文言の挿入は、より積極的な企業統治を求める姿勢を示しているといえる。なお、今回の改訂案に対してパブリックコメントが多数寄せられたが、改訂確

定版に反映されたのは、基本原則3における非財務情報にいわゆるESG情報が含まれることを明確化したことだけであった。

基本原則5は、上場会社に対して株主総会の場以外でも株主との間で建設的な対話を行うことを求めたものである。2つある原則のうち「5-2. 経営戦略や経営計画の策定・公表」に資本コスト概念が初めて導入され、その活用を株主との対話で説明すべきとした。

本章では「持続的な成長と中長期的な企業価値の向上」を目指すための核心は「資本コストを基準にした業務遂行」であると主張している。これを中核として企業統治コードを眺めれば、その構成は以下のようなストーリーになると考える。資本コストを基準にした業務遂行を行うのはCEOをリーダーとした経営陣であり、最良のCEOを選任し活躍の環境を整え監視・監督することが取締役会の責務であること、取締役会が機能するために独立社外取締役の存在や多様性が重要であること、最良の取締役・監査役を選任するために株主の権利・平等性の確保が求められること、永続的な価値創造のためにはステークホルダーとの協働が本質的に重要になること、その上で適切な情報開示と透明性が確保された環境下で、建設的な対話などによる投資家と企業のコミュニケーションが企業価値向上への道標になるということである。

今回の改訂に関する新聞等の報道⁵をみると、政策保有株の縮減が最も注目を浴びており、次で取締役会の多様性と経営トップの選解任の注目度が高いようだ。資本コストに関する注目度はさほど高いとはいえなかった。しかし、改訂版公表直後に行われたQUICK社による市場関係者へのアンケート⁶では、図表3に示される通り最も注目度が高かったのは「資本コストを意識した適切な財務管理」であった。このアンケートは「株式市場の活性化への効果」を問うたもので、企業価値向上への効果とは若干視点が異なるが、この傾向は企業統治コード改訂版の原案が公表される直前に行われた同社のアンケート⁷でも同様であった。フォローアップ会議で中心的に取り上げられた課題の中で、持続的な企業価値向上のために優先すべきものとして、「経営者の資本コストに対する意識の低さ」が42%でトップを占めていた。2位は「過大な現預金の積み上がり」の36%で、「CEOの選解任」、「政策保有株削減」、「企業年金のスチュワードシップ・コード受け入れ」はいずれも10%未満であった。

⁵ 例えば、日本経済新聞記事「企業統治指針、東証が改訂・適用 株持ち合い削減促す・取締役に女性や外国人」、2018年6月2日朝刊

⁶ QUICK 月次調査<株式>2018年6月調査、2018年6月11日

⁷ QUICK 月次調査<株式>2018年2月調査、2018年2月5日

図表 3 企業統治コードの主改訂内容の株式市場活性化への効果

	証券会社	投資家	全体
政策保有株の縮減	1.74	1.92	1.84
CEO選解任プロセスの明確化	1.43	1.61	1.52
企業年金のアセットオーナーとしての機能発揮	1.63	1.77	1.70
資本コストを意識した適切な財務管理	2.17	2.13	2.15
取締役会の実効性の確保	1.43	1.71	1.58
有効回答数	70	77	147

(注) 回答は四択であったが、「効果がある」=4点、「やや効果がある」=2点、「効果なし」=0点、「むしろマイナス」=-2点として、筆者が点数化した

【出所】 QUICK月次調査<株式>、2018年6月調査

日本投資顧問業協会が今回のコード改訂案およびガイドライン案に対する意見として取り上げたのは資本コストに関することだけであった。資本コストを明示的に考慮するようにしたことを高く評価した上で、より建設的な対話につなげていくために資本コストの種類や計算方法について補足的な記述を追加することが望ましいと指摘している⁸。

市場関係者の期待は大きいですが、一方で、理解の度合いが異なるという指摘もあることから、資本コストに関するより正確な知識を共有していくことが重要である。次章では企業価値評価に直結するかたちで資本コストの理解を深めることにする。

III. 資本コストと企業価値創造の原理

前章では「資本コストを基準にした業務遂行」が企業価値向上の中核であると説いた。本章では、なぜ資本コストを基準にした業務遂行が企業価値向上に資するのか、そして業務遂行状況に対する市場による評価はどのようにして把握できるかをファイナンス理論に基づいて解説する。本章の中核は次の2つの命題である。

命題1:『企業の価値創造は税引後利益率が資本コストを上回る場合に実現する』

命題2:『企業の価値創造は株価純資産倍率(PBR)が1を超えた量で測定できる』

本章および次章は論理を重視した数学的記述や数値的な例示が多い。要点だけを理解したい読者には、本章および次章の代わりに附属資料の「取締役が理解しておくべき資本コストの意味」をお読みいただいた上で、V章に移ることを奨める。

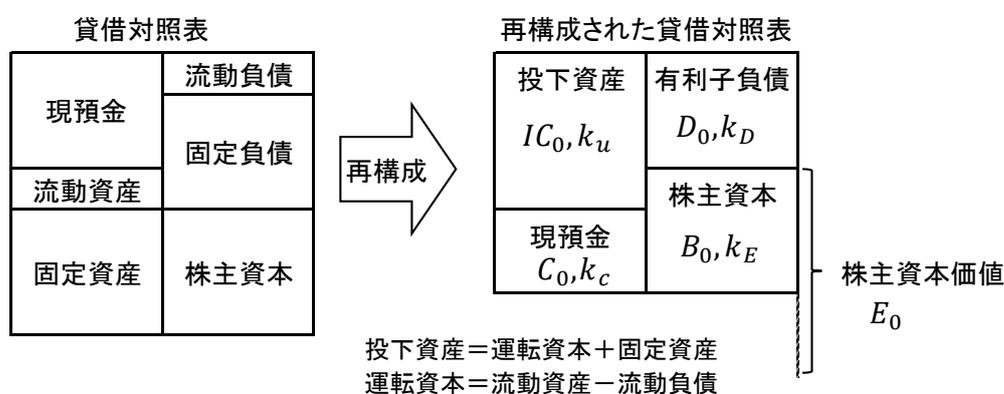
最初に企業価値とは何かから議論を始めなければならない。企業価値とは会社を100%買い取る場合に必要金額のことである。このためには発行済株式をすべて買い取らなければならない。すなわち、株式時価総額の支払いが必要になる。この金額が株主資本の価値に対応する。そして、社債発行や銀行融資があれば、これらの有利子負債もすべて返済しな

⁸ 日本投資顧問業協会、「『コーポレートガバナンス・コードの改訂と企業の対話ガイドラインの策定について』の公表について」に対する意見提出について、平成30年4月25日

なければならない。つまり、企業価値とは株主資本価値と負債価値の和である。

この考え方に基づいて貸借対照表を再構成したのが図表4である。近時の企業の特徴として現預金を大量に保有していることが多い。現預金は、その一部を運転資本として事業に使用しているものの、多くは事業には使用していない「非事業用資産」である。再構成された貸借対照表の貸方は有利子負債 D_0 と株主資本 B_0 で、借方は事業に使用している資産である投下資産 IC_0 と非事業用資産である現預金 C_0 である。投下資産は運転資本と固定資産で構成される。

図表 4 再構成された貸借対照表と企業価値、資本コスト



[出所] 筆者作成

有利子負債の価値は市場金利動向や当該企業の信用度に応じて簿価 D_0 と若干乖離するが、株主資本の価値と簿価の差と比べればその差は小さい。本章では有利子負債の価値は簿価と同じであると仮定する。従って、株主資本 B_0 の価値を E_0 とすると、次式が成立する。

$$\text{企業価値 } V_0 = \text{有利子負債 } D_0 + \text{株主資本価値 } E_0$$

一方で、企業価値は投下資産の価値と現預金の価値の和でもあるから、次式が成立する。

$$\text{企業価値 } V_0 = \text{投下資産 } IC_0 \text{ の価値} + \text{現預金 } C_0$$

これらの式から、株主資本価値に関する次の式が導かれる。

$$\text{株主資本価値 } E_0 = \text{投下資産 } IC_0 \text{ の価値} + \text{現預金 } C_0 - \text{有利子負債 } D_0$$

株主資本価値 E_0 を求めるための代表的なプロセスは、投下資産 IC_0 が生み出すキャッシュフロー(以下、「CF」)を推定し、このCFに対応する資本コストで割り引いて投下資産 IC_0 の価値を推計し、非事業用資産 C_0 を足して有利子負債 D_0 を差し引くというものである。

投下資産が生み出すCFの算出を説明する。まず、次の恒等式が成り立つ。

$$\begin{aligned} & \text{投下資産が生み出すCF} + \text{現預金が生み出すCF} \\ & = \text{有利子負債に帰属するCF} + \text{株主資本に帰属するCF} \end{aligned}$$

ここで、有利子負債の金利を k_D 、現預金の金利を k_c 、法人税率を τ とすると、第1期において、投下資産が生み出すCFは次のように算出できる。

投下資産が生み出す CF

$$\begin{aligned} &= \text{株主資本に帰属する CF} + \text{有利子負債に帰属する CF} - \text{現預金が生み出す CF} \\ &= \{ \text{税引後事業利益 } NOPLAT_1 - \text{純投資 } INV_1 + \text{税引後利息収支 } (1 - \tau)(k_c C_0 - k_D D_0) \} \\ &\quad + k_D D_0 - k_c C_0 \end{aligned}$$

ただし、純投資 INV_1 は固定資産への投資 + 運転資本増加 - 減価償却費として計算される。従って、次の結果を得る。

$$\text{投下資産が生み出す第1期の CF} = NOPLAT_1 - INV_1 + \tau(k_D D_0 - k_c C_0) \quad (1)$$

ここで、企業が財務体質不変のまま一定の割合で成長するという安定成長モデルを仮定する⁹。その成長率を g とすると、投下資産が生み出す第 t 期の CF は、次の通りとなる。

$$\{ NOPLAT_1 - INV_1 + \tau(k_D D_0 - k_c C_0) \} \times (1 + g)^{t-1} \quad (2)$$

この投下資産が生み出す CF には不確実性がある。その不確実性に対応する割引率(投下資産コスト)を k_u とし、第1期以降のすべての CF を k_u で割り引いて合計したものが、この投下資産 IC_0 の価値であり、それを $V_{CCF,0}$ とすると次のようになる。

$$V_{CCF,0} = \frac{NOPLAT_1 - INV_1 + \tau(k_D D_0 - k_c C_0)}{k_u - g} \quad (3)$$

$V_{CCF,0}$ が計算された後、企業価値は $V_{CCF,0} + C_0$ として、株主資本価値は $E_0 = V_{CCF,0} + C_0 - D_0$ として計算されて価値推計作業が完了する。

このように投下資産が生み出す CF を資産コスト k_u で割り引いて、企業価値および株主資本価値を計算する手法は Capital Cash Flow 法(以下、「CCF 法」と呼ばれる。これは一般的に知られている Adjusted Present Value 法(以下、「APV 法」)でもある。

割引率 k_u をどのように決めるかについて考察が必要である。モジリニアとミラーによれば、すべての資産(実物資産および金融資産)のリスクは、それらの資産に投下した調達資金の出し手からみたリスクに等しいはずだから、割引率 k_u は、現預金金利 k_c 、有利子負債金利(有利子負債コスト) k_D 、株主資本コスト k_E との間で次の恒等的な関係にあることになる。

$$\frac{D_0 + E_0 - C_0}{D_0 + E_0} k_u + \frac{C_0}{D_0 + E_0} k_c = \frac{D_0}{D_0 + E_0} k_D + \frac{E_0}{D_0 + E_0} k_E \quad (4)$$

これを k_u について解くと次の式を得る。

$$k_u = \frac{E_0}{D_0 + E_0 - C_0} k_E + \frac{D_0}{D_0 + E_0 - C_0} k_D - \frac{C_0}{D_0 + E_0 - C_0} k_c \quad (5)$$

同様に株主資本コスト k_E について解くと次の式を得る。

⁹ 財務体質が年度毎に変化し新株や新規社債発行が適宜行われても、企業価値評価結果の一致性は担保できるが、扱いが複雑になりすぎることで、および結果からの含意が明瞭性に欠ける可能性があることから、本章では最も簡単な安定成長モデルを採用して議論を進める。なお、安定成長モデルに限定しない一般的な場合でのこれら手法による企業価値評価結果の一致性の証明については、明田雅昭、「企業価値評価フレームワーク講義ノート」、CGSA フォーラム(13)、pp61-77、2014 を参照のこと。

$$k_E = k_u + \frac{D_0}{E_0}(k_u - k_D) - \frac{C_0}{E_0}(k_u - k_c) \quad (6)$$

これらは恒等式を式変形しただけであり、常に成立する。そして、企業の資本構成(E_0 や D_0)が変わったとしても k_u 、 k_D 、 k_c は不変であると考えてよい。 k_u が不変であるのは、 k_u は投下資産の特徴・性質によって決まるものであって資本構成とは関係ないからである。一方、 k_E は資本構成の変化に伴って値が変わる点に注意を要する。

実際の k_u の推計では CAPM や APT などにより資本市場における均衡期待リターンを求めて、それを株主資本コスト k_E として(5)式に代入し、 k_u を算出する¹⁰。一旦 k_u を算出すれば、その後は不変値として扱い、資本構成が変わる場合は、(4)式ないし(6)式を満たすように株主資本コスト k_E が調整される。この k_E を使って株主資本に帰属する CF を割り引いて株主資本価値 E_0 を直接求める方法を Equity Cash Flow 法(以下、「ECF 法」という。 k_u と k_E の関係が(4)式の通りに保たれている場合、CCF 法(APV 法)と ECF 法では株主資本価値 E_0 は完全に一致する。

ところで、この企業が負債をなくし、余剰の現預金も保有していない状態になったと想定してみよう。 k_u はこの変化の影響を受けずに不変であるが、(5)式により、 $D_0 = C_0 = 0$ であるから $k_u = k_E$ となる。つまり、 k_u は企業にレバレッジも余剰現預金もないときの株主資本コストと同じ値なのである。これゆえに k_u は「アンレバード株主資本コスト」とも呼ばれる。

次に加重平均資本コスト(WACC, Weighted Average Cost of Capital)について説明する。

$V_{CCF,0}$ の分子の CF は、純粋に事業が稼ぐ税引後 CF である $NOPLAT_1 - INV_1$ と税引後利息収支で構成されている。現場の社員が活動の目標として考える場合、有利子負債や余剰の現預金によって生じる税引後利息収支は念頭に置きたくないはずだ。これらは資本構成や現預金の残高という資本政策によって変動してしまうものであり、現場の事業活動には直接関係しない。そこで、税引後利息収支を取り除いた $NOPLAT_1 - INV_1$ だけを CF とみなして、株主資本価値 E_0 が CCF 法とも ECF 法とも一致するように割引率を決めてみると、その割引率 r_w は次のようになる。

$$r_w = (1 - \tau) \frac{D_0 k_D - C_0 k_c}{D_0 + E_0 - C_0} + \frac{E_0}{D_0 + E_0 - C_0} k_E \quad (7)$$

この r_w を加重平均資本コストと呼ぶ¹¹。 $NOPLAT_1 - INV_1$ のことをフリーキャッシュフローと呼び、成長率 g で拡大していくフリーキャッシュフローを r_w で割り引いて合計した結果を $V_{FCF,0}$ とすると、

$$V_{FCF,0} = \frac{NOPLAT_1 - INV_1}{r_w - g} \quad (8)$$

となり、これは $V_{FCF,0} = V_{CCF,0}$ となっている(一致するように r_w を定義しているからである)。このようにフリーキャッシュフローを加重平均資本コストで割り引いて企業価値および株主資本価値を計算する方法を Free Cash Flow 法(以下、「FCF 法」)あるいは Enterprise DCF 法と呼んでいる。

¹⁰ k_u の式には最終的に求めようとしている E_0 が入っている。これは、企業価値計算において通常述べられているような、①CFを予測、②資本コストを推計、③CFを資本コストで割り引いて価値を計算、という段階的な計算はできないことを意味する。実際には②と③は収束計算によって同時に実施する。

¹¹ この式で余剰現預金がない場合($C_0=0$)は、見慣れた加重平均資本コストの式となる。

企業価値および株主資本価値は企業が生み出すCFをそのCFの不確実性に見合う資本コストを用いて割り引いて算出するが、ここまで説明してきたように、CFと資本コストの組み合わせには3種類ある。そしてそれぞれには同一系統に属し、一見異なるが結果はすべて等価になる様々な評価手法が存在する。それを要約したのが図表5である。

FCF法(Enterprise DCF法)系列ではValue Driver式やEVA法¹²が、ECF法系列では残余利益モデルが有名だ。同じ資本コストを使っている同系統の手法は、単純な式変形により等価であることが証明できる¹³。株式評価で最も基本的なモデルと考えられる配当割引モデルもECF法からの式展開により等価性が証明される。投資機会モデルは、一般的な教科書や論文で取り上げられていない特殊なモデルであるが、本章の命題1に直結するものである。これも同系統内にある他のモデルからの式変形で容易に等価性が証明できる。

図表 5 3種類のキャッシュフローと3種類の資本コスト

手法	Free Cash Flow法 Enterprise DCF法	Capital Cash Flow法/ Adjusted Present Value法	Equity Cash Flow法
被説明変数	企業価値 (負債価値を引き株式価値を計算)	企業価値 (負債価値を引き株式価値を計算)	株式価値
Cashflow	Free Cash Flow	Capital Cash Flow	Equity Cash Flow
割引率 (要求収益率)	WACC(r_w)	アルバート株主資本コスト k_u (形式的には税前WACCと同じ)	株主資本コスト k_E
等価性が容易に証明できる他の手法			
標準型	Value Driver式	左記と同様の手法が可能	配当割引モデル
価値積上げ型	EVA法	左記と同様の手法が可能	残余利益モデル
投資機会分解	投下資産投資機会モデル	投下資産投資機会モデル	株主資本投資機会モデル

[出所] 筆者作成

命題1の理論的根拠を、FCF法を起点とした投下資産投資機会モデルを用いて示す。FCF法なので資本コストはWACC(r_w)となる。FCF法に基づく企業価値 $V_{FCF,0}$ を式変形していくことで、投下資産投資機会モデル式を導くことができる。

$$\begin{aligned}
 V_{FCF,0} &= \frac{NOPLAT_1 - INV_1}{r_w - g} = \frac{NOPLAT_1}{r_w} + \frac{NOPLAT_1 - INV_1}{r_w - g} - \frac{NOPLAT_1}{r_w} \\
 &= \frac{NOPLAT_1}{r_w} + \frac{-INV_1}{r_w - g} + \left(\frac{NOPLAT_1}{r_w - g} - \frac{NOPLAT_1}{r_w} \right) = \frac{NOPLAT_1}{r_w} + \frac{-INV_1}{r_w - g} + \frac{NOPLAT_1 \times g}{r_w \times (r_w - g)}
 \end{aligned}$$

ここで、投下資産 IC_0 に対する税引後事業利益 $NOPLAT_1$ の割合を投下資産利益率 $ROIC$ と呼ぶこととする。成長率 g は純投資(投下資産の増加分 INV_1)を投下資産 IC_0 で除したものであるのもので、

$$NOPLAT_1 \times g = NOPLAT_1 \times \frac{INV_1}{IC_0} = INV_1 \times \frac{NOPLAT_1}{IC_0} = INV_1 \times ROIC$$

となつて、

¹² EVA(Economic Value Added)はスターン・スチュワート社の登録商標

¹³ 明田雅昭、「企業価値評価フレームワーク講義ノート」、CGSAフォーラム(13)、pp61-77、2014を参照

$$V_{FCF,0} = \frac{NOPLAT_1}{r_w} + \frac{-INV_1}{r_w - g} + \frac{INV_1 \times ROIC}{r_w \times (r_w - g)} = \frac{NOPLAT_1}{r_w} + \frac{1}{r_w - g} \left(-INV_1 + \frac{INV_1 \times ROIC}{r_w} \right)$$

となる。ここで、

$$-INV_1 + \frac{INV_1 \times ROIC}{r_w} = -INV_1 + \sum_{n=1}^{\infty} \frac{INV_1 \times ROIC}{(1+r_w)^n}$$

となるが、この式の第2項は、第1期末に実施した投資 INV_1 が第2期以後に每期生み出す一定額の税引後事業利益 $INV_1 \times ROIC$ を、第1期末の価値で評価し集計したものである。つまり、この式は第1期末に実施した投資の純現在価値 (Net Present Value) を表している。従って、

$$NPV_1 = -INV_1 + \frac{INV_1 \times ROIC}{r_w} \quad (9)$$

と表記することにする。この記号を使い、さらに次のように式変形を進める。

$$\begin{aligned} V_{FCF,0} &= \frac{NOPLAT_1}{r_w} + \frac{1}{r_w - g} \times NPV_1 = \frac{NOPLAT_1}{r_w} + \sum_{t=1}^{\infty} \frac{NPV_1 \times (1+g)^{t-1}}{(1+r_w)^t} \\ &= \sum_{t=1}^{\infty} \frac{NOPLAT_1}{(1+r_w)^t} + \sum_{t=1}^{\infty} \frac{NPV_t}{(1+r_w)^t} \quad (10) \end{aligned}$$

ここで、 $NPV_t = NPV_1 \times (1+g)^{t-1}$ である。

この第1項は、現在の資産 IC_0 が生み出す毎期の税引後事業利益 $NOPLAT_1$ の現在価値合計であり、第2項は第1期以後の毎期末に実施する投資が生み出す純現在価値 NPV_t の現在価値合計である。

この分解式に基づけば、企業価値を向上させるためには、今期以後に実施する投資の純現在価値 NPV_t がプラスでなければならないことが分かる。(9)式および(10)式から

$$NPV_t = NPV_1 \times (1+g)^{t-1} = \frac{INV_1}{r_w} (ROIC - r_w) \times (1+g)^{t-1} \quad (11)$$

であるから、 $NPV_t > 0$ となるためには $ROIC > r_w$ でなければならない。つまり、企業価値を向上させるためには、投下資産利益率 $ROIC$ が加重平均資本コスト r_w を上回る投資を行わなければならないということである (命題1)。そして、ここまでの式展開から分かるように、投下資産利益率は今・来期や数期先までの値ではなく、永続的な超長期にわたる水準なのである。

もう一つ注目すべきことは価値向上のための条件に成長率 g が入っていないことである。仮に成長率がプラスであったとしても $ROIC < r_w$ であれば、価値創造ではなく価値毀損が起る。つまり、「会社の持続的な成長と中長期的な企業価値の向上」という企業統治改革のキャッチフレーズは「持続的に成長すれば企業価値が向上する」ということを意味しているわけではないということだ。(10)式および(11)式から分かるように成長率 g は価値創造あるいは価値毀損の度合いを拡大する要因になっている。

ECF法でもCCF法でも同形式の投資機会モデルを展開することができる。企業価値の

創造は、ECF 法では株主資本利益率 ROE が株主資本コスト k_E を上回ることが、CCF 法では修正投下資本利益率（修正 ROIC）がアンレバード株主資本コスト k_u を上回ることが条件になる。なお、修正 ROIC は次の通りである。

$$\text{修正 ROIC} = \frac{(\text{NOPLAT}_1 + \tau(k_D D_0 - k_C C_0))}{IC_0}$$

次に株価純資産倍率 PBR を価値創造指標とみなせることを示す。FCF 法による株主資本価値 $E_{FCF,0}$ は次のように変形することができる。

$$\begin{aligned} E_{FCF,0} &= V_{FCF,0} + C_0 - D_0 = \frac{\text{NOPLAT}_1}{r_w} - (IC_0 - B_0) + \frac{NPV_1}{r_w - g} \\ &= B_0 + \frac{\text{ROIC} \times IC_0}{r_w} - IC_0 + \frac{NPV_1}{r_w - g} = B_0 + \frac{IC_0}{r_w} (\text{ROIC} - r_w) + \frac{NPV_1}{r_w - g} \end{aligned}$$

従って、PBR に対応する株主資本価値/株主資本簿価は次のようになる。

$$\frac{E_{FCF,0}}{B_0} = 1 + \frac{\left(1 + \frac{D_0 - C_0}{B_0}\right)}{r_w} (\text{ROIC} - r_w) + \frac{1}{B_0} \sum_{t=1}^{\infty} \frac{NPV_t}{(1 + r_w)^t} \quad (12)$$

右辺の第二項が現在の投下資産が生み出す価値、第三項が将来の純投資が生み出す価値を表す。つまり、PBR が 1 を超える分は当該企業が事業によって生み出すと期待される価値を表しているのである（命題 2）。そして、第二項も第三項もプラスになるための条件は $\text{ROIC} > r_w$ である。このため $\text{ROIC} - r_w$ を「価値源泉スプレッド」と呼ぶことにする。

図表 6 には ECF 法と CCF 法の場合の $\text{PBR} - 1$ の分解式も掲載しておいた。価値源泉スプレッドは、ECF 法では $\text{ROE} - k_E$ であり、CCF 法では修正 $\text{ROIC} - k_u$ である。

価値源泉スプレッドの第一項は企業が事業において目指すべき税引後利益率で、第二項は投資家が企業に求める必要収益率（資本コスト）である。従って、「会社の持続的な成長と中長期的な企業価値の向上」を目指す「建設的な対話」は、「投資家主導での資本コストの合意形成」と「投資計画が資本コストを上回る利益率になる旨の企業からの説明」を中心にするべきなのだ。

これらの 3 種類の価値源泉スプレッドはどれを使っても結果は同じになるので使いやすいものを使えばよい。ただし、資本構成が変化する場合の価値源泉スプレッドの特性については次章の数値例で示すが、結論を先取りしていえば次のようになる。事業の努力指標となる ROE と最低目標水準である k_E の両方が変化する $\text{ROE} - k_E$ スプレッドは必ずしも使いやすいとはいえないのではないか。修正 $\text{ROIC} - k_u$ スプレッドを使う最大のメリットは最低目標水準である k_u が資本構成変化に対して変わらないことである。しかし事業の努力指標となる修正 ROIC の中に利息収支が混在することは使いにくいであろう。WACC も資本構成変化に伴い変化するが変化の度合いは概ね小さい。ROIC は資本構成の影響を受け

ないため事業の努力指標としては好ましいのではないか。このためROIC - r_w スプレッドが最も使いやすいように思える。

図表 6 価値源泉スプレッドと株価純資産倍率

手法	Free Cash Flow法/ Enterprise DCF法	Capital Cash Flow法/ Adjusted Present Value法	Equity Cash Flow法
投資機会分解モデルに基づくPBR-1への寄与項			
現有資産の付加価値	$\frac{\left(1 + \frac{D_0 - C_0}{B_0}\right)}{r_w} (ROIC - r_w)$	$\frac{\left(1 + \frac{D_0 - C_0}{B_0}\right)}{k_u} (R'OIC - k_u)$	$\frac{ROE - k_E}{k_E}$
将来投資の付加価値	$\frac{1}{B_0} \sum_{t=1}^{\infty} \frac{NPV_t}{(1 + r_w)^t}$ $= \left(1 + \frac{D_0 - C_0}{B_0}\right) \frac{g(ROIC - r_w)}{r_w(r_w - g)}$ ここで、 $NPV_t = NPV_1(1 + g)^{t-1}$ $NPV_1 = \frac{g \times IC_0}{r_w} (ROIC - r_w)$	$\frac{1}{B_0} \sum_{t=1}^{\infty} \frac{NPV_t}{(1 + k_u)^t}$ $= \left(1 + \frac{D_0 - C_0}{B_0}\right) \frac{g(R'OIC - k_u)}{k_u(k_u - g)}$ ここで、 $NPV_t = NPV_1(1 + g)^{t-1}$ $NPV_1 = \frac{g \times IC_0}{k_u} (R'OIC - k_u)$	$\frac{1}{B_0} \sum_{t=1}^{\infty} \frac{npv_t}{(1 + k_E)^t}$ $= \frac{g(ROE - k_E)}{k_E(k_E - g)}$ ここで、 $npv_t = npv_1(1 + g)^{t-1}$ $npv_1 = \frac{g \times B_0}{k_E} (ROE - k_E)$
記号定義	B0: 株主資本簿価、D0: 負債価値、C0: 現預金、IC0=B0+D0-C0: 投下資本、g: 成長率		
価値源泉スプレッド	ROIC-r _w	修正ROIC-k _u	ROE-k _E
資本構成を変更したときの価値源泉スプレッドの特性			
努力指標	ROIC: 不変	修正ROIC: 変化	ROE: 変化
最低目標	WACC: 変化(小)	k _u : 不変	k _E : 変化(大)
記号定義: 修正ROIC = R'OIC = $\frac{(NOPLAT_1 + \tau(k_D D_0 - k_C C_0))}{IC_0}$ 投下資産IC ₀ に対する「税引後営業利益NOPLAT ₁ に利息収支効果を加えた額」の比率で、τは税率、k _D とk _C は利子率			

[出所] 筆者作成

IV. 企業価値創造の数値例

本章では、前章の原理を用いて企業価値および株主資本価値の推計と価値創造量 (PBR) の把握を数値例で確認する。ここでは、企業による事業利益率の改善と配当性向や資本構成などの資本政策変更が、資本コストや価値源泉スプレッド、さらには企業価値及び株主資本価値にどのような変化をもたらすかを確認するための具体的な手順を提示し、その効果を数値で例示する。

株主資本価値計算の例示で頻繁に引用されるのは次のような配当割引モデルであろう。

$$\text{株主資本価値 } E_0 = \frac{\text{今期予想配当}}{\text{株主資本コスト} - \text{成長率}}$$

今期予想配当が 10 円で、株主資本コストが 8%、成長率が 3%なら株主資本価値は 10 円 ÷ (8% - 3%) = 200 円と計算される。これは確かに ECF 法から直接的に式変形された公式であり、どこにも間違いはない。しかしながら、右辺の 3 つの変数のインプット値を直接付与することは、資本構成や事業利益率など企業の特徴を表す根源的な属性との関係が不明で深い議論を行うのに適していない。株主資本価値の推計では企業の財政状態を表

す貸借対照表から始めるべきであろう。

図表7の中央に分析対象となる企業の再編成された貸借対照表が示されている。株主資本（簿価）が900、有利子負債が600で、総資本は1,500となり、事業に使っていない現預金を300保有しているとしよう。事業に使っている投下資産は1,200である。この投下資産のROICは6.5%であるとする、今期の税引後事業利益は $1,200 \times 6.5\% = 78.0$ になる。現預金の運用利率を0.2%とする。有利子負債利率 k_D が決まれば企業の財務パフォーマンスが算出できる。リスクフリーレートを0.5%とし、企業の信用スプレッドを0.7%とすれば k_D は1.2%になる。これで受取利息と支払利息が計算でき、法人税率を30%と仮定すれば純利益は73.4になる。従って、株主資本利益率ROEは $73.4 \div 900 = 8.15\%$ になる。内部留保率を40%とすると、一期後には株主資本に29.4の利益準備金が繰り入れられ、株主資本（簿価）は $29.4 \div 900 = 3.26\%$ の成長をすることになる。このように成長率は突然3%などの数値を付与するのではなく、他の根源的なパラメーターから導出する形にしておかないと各種の価値評価モデルとの整合性をとるのが難しくなる点を認識していただきたい。

図表 7 評価対象企業に関する前提と財務パフォーマンス

一般市場パラメーター		再編成された貸借対照表		財務パフォーマンス	
リスクフリーレート	0.50%	投下資産 $IC_0 = 1,200$ $k_u = 5.28\%$ ROIC = 6.50%	有利子負債 $D_0 = 600$ $k_D = 1.20\%$	税引後営業利益	78.0
市場リスクプレミアム	5.90%		株主資本 $B_0 = 900$ $k_E = 5.81\%$	支払利息	7.2
当社の市場評価		現預金 $C_0 = 300$ $k_c = 0.20\%$		受取利息	0.6
株式ベータ	0.90		純支払利息	6.6	
信用スプレッド	0.70%	総資本 1,500	純利益	73.4	
法人税率	30%		株主資本純投資額	29.4	
内部留保率	40%		成長率	3.26%	
			株主資本利益率	8.15%	

[出所] 筆者作成

次に株主資本コスト k_E と投下資産コスト（アンレバード株主資本コスト） k_u を推計する手順を説明する。株主資本コストは株式市場からの当該企業の株主資本への期待リターンである。この期待リターンは、株主資本価値を計算する際に、企業が生み出し株主資本に帰属する永続的なCFを割り引くのに適用されるものである。従って、証券アナリストが主たる業務として見積もる当面数年間の期待リターンではなく、市場の均衡期待リターンを採用すべきである。均衡期待リターンはCAPMやマルチファクターモデルを前提としたAPTから計算するのが適切である。図表7ではCAPMを使用している。市場リスクプレミアムは実務者アンケートの結果を尊重して5.90%とした¹⁴。企業の株式ベータを0.90

¹⁴ 日本IR協議会「第25回IR活動の実態調査(2018年)」によればCAPM計算を行う場合の市場リスクプレミアムの平均は5.93%であった。Pablo Fernandez他”Market Risk Premium and Risk-Free Rate used for 59 countries in

とすると、株主資本コスト k_E は $0.50\%+0.9\times 5.90\%=5.81\%$ と推計される。

次に企業価値および株主資本価値の計算に移ろう。純利益の計算結果と配当性向（＝1－内部留保率）の前提もあるため配当が計算できる。株主資本コスト k_E も推計済みなので、配当割引モデルを用いて株主資本価値 E_0 は、 $73.4\times(1-0.4)\div(0.0815-0.0581)=1,727$ と計算できる¹⁵。投下資産コスト k_u は(5)式に $E_0, D_0, C_0, k_E, k_D, k_C$ を代入することで、5.28%という推計値を得ることができる。同様に加重平均資本コスト WACC も 5.18%という推計値になる。

図表 8 3種類の資本コストによる株主資本価値推計

Free Cash Flow法 (FCF法)		Capital Cash Flow法 (CCF法)		Equity Cash Flow法 (ECF法)	
税引後営業利益	78.0	Free Cash Flow	38.9	純利益	73.4
純投資額	39.1	利息収支	6.6	配当性向	60%
Free Cash Flow	38.9	Capital Cash Flow	40.8	Equity Cash Flow	44.0
割引率:WACC	5.18%	割引率: k_u	5.28%	割引率: k_E	5.81%
投下資産価値	2,027	投下資産価値	2,027		
株主資本価値	1,727	株主資本価値	1,727	株主資本価値	1,727

[出所] 筆者作成

図表 8 には FCF 法と CCF 法の価値評価結果も掲載した。FCF 法では FCF が 38.9 であり、WACC が 5.18%、成長率が 3.26%であることから投下資産価値が 2,027 と計算される。これに現預金を加えて負債価値（時価は簿価と同じと仮定）を差し引いて株主資本価値は 1,727 となる。これは ECF 法による株主資本価値と一致する。同様に CCF 法でも投下資産価値が 2,027、株主資本価値は 1,727 になる。ここで、株主資本の簿価は 900 であったから、PBR は $1,727\div 900=1.92$ 倍となって、この企業が価値創造状態にあることが確認できた。この後、前述の公式に従って株主資本価値を投資機会分解することは容易であるがここでは割愛する。参考までに PER は $1,727\div 73.4=23.54$ 倍である。

ここまでの株主資本コストから株主資本価値を計算し、その情報も使って、 k_u と WACC を計算して FCF 法と CCF 法で投下資産価値および株主資本価値が同じになることを確認した。このような手順を踏まなくても、FCF 法あるいは CCF 法を用いて、直接的に企業価値および株主資本価値を計算することもできる。その場合は、価値＝CF÷（割引率－成長率）の式で、左辺の価値項と右辺の割引率項の両方が株主資本価値 E_0 を含んでいるため、「①CFを計算し、②割引率を計算し、③最後に価値を計算する」という三段階の逐次手順では対処できない。この場合は、この等式が満たされるように収束計算を行えばよい。このような方法を用いても FCF 法および CCF のいずれも株主資本価値が 1,727 になる。図表 9 の上段にあるケース 1 は、ここまでの計算結果を価値源泉スプレッドに絞って要約

2018: a survey”によると日本の市場リスクプレミアムについて回答者57人の平均は5.7%、中央値は5.9%であった。

¹⁵ ここでは配当が $73.4\times(1-0.4)=44.0$ となっているが、Equity Cash Flow も定義に従って計算すると同じく 44.0 になる。配当と Equity Cash Flow の等価性も容易に証明できる。

したものである。

図表 9 ROIC の変化に伴う株主資本価値の変化

【ケース1】: ROIC =	6.50%	株価純資産倍率(PBR)	1.92	株価収益率(PER)	23.54
Free Cash Flow法 (FCF法)		Capital Cash Flow法 (CCF法)		Equity Cash Flow法 (ECF法)	
ROIC	6.50%	修正ROIC	6.67%	株主資本利益率	8.15%
割引率:WACC	5.18%	割引率: k_u	5.28%	割引率: k_E	5.81%
価値源泉スプレッド	1.32%	価値源泉スプレッド	1.39%	価値源泉スプレッド	2.34%
【ケース2】: ROIC =	7.00%	株価純資産倍率(PBR)	2.44	株価収益率(PER)	27.68
ROIC	7.00%	修正ROIC	7.17%	株主資本利益率	8.82%
割引率:WACC	5.20%	割引率: k_u	5.28%	割引率: k_E	5.70%
価値源泉スプレッド	1.80%	価値源泉スプレッド	1.89%	価値源泉スプレッド	3.12%
【ケース3】: ROIC =	6.00%	株価純資産倍率(PBR)	1.52	株価収益率(PER)	20.30
ROIC	6.00%	修正ROIC	6.17%	株主資本利益率	7.49%
割引率:WACC	5.16%	割引率: k_u	5.28%	割引率: k_E	5.95%
価値源泉スプレッド	0.84%	価値源泉スプレッド	0.89%	価値源泉スプレッド	1.54%

[出所] 筆者作成

次に企業が経営努力によって投下資産利益率 ROIC を 6.5% から 7.0% に引き上げることができたとしたら株主資本価値がどれだけ上がるかを確認してみよう。事業のリスク特性に変化はないものと仮定すると k_u は不変である。 k_D も不変であり、株主資本コスト k_E が (6) 式に従って変化する。この (6) 式には求めようとする E_0 が入っているので、ECF 法での三段階逐次手順では答えを得ることができない。ECF 法、FCF 法、CCF 法のどれでもよいが、収束計算によって、価値と割引率を同時算出することになる。その結果が図表 9 のケース 2 で、PBR は 2.44 倍、PBR は 27.68 倍になった。同様にケース 3 で ROIC が 6.0% に下がってしまった場合を計算してみたところ、PBR は 1.52 倍に、PER は 20.30 倍にと株主資本価値が減少した。

ROIC が 6.5% から変化した場合の価値源泉スプレッド (= 事業努力指標 - 最低目標水準) の変化をみてみよう。ROIC が 7.0% に上昇した場合、CCF 法では事業努力指標の修正 ROIC は 6.67% から 7.17% に上がったが、最低目標水準である k_u は 5.28% と不変なので、価値源泉スプレッドは 1.39% から単純に 0.5% だけ増加して 1.89% に拡大している。ROIC が 6.00% に下がった場合も同じく価値源泉スプレッドは単純に 0.5% 縮小する。

ECF 法では、ROIC の増加が純利益の増加に結びつき ROE は 8.15% から 8.82% に上昇した。一方で、最低目標水準である k_E は 5.81% から 5.70% に 0.11% だけ下がった。これは株主資本価値 E_0 が高くなることで、(6) 式の第二項と第三項を合わせた値が小さくなったためである¹⁶。結果的に価値源泉スプレッドは ROE の上昇幅の 0.67% よりも大きく 0.78% に拡大した。逆に ROIC が下がった場合は株主資本価値 E_0 が低くなることで最低目標水準

¹⁶ 今回の前提条件の下では k_E は低下するが、例えば $D_0 = 0$ の場合は逆に k_E は上昇となる。

k_E は 5.95%と切り上がり、価値源泉スプレッドは 1.54%と 0.80%も縮小した。このように源泉的指標の悪化により株主資本価値が低下する場合、ECF 法では最低目標水準が切り上がる場合があることを見落とさないよう注意すべきである。

FCF 法では ROIC が 6.5%から 7.0%に上昇して株主資本価値が高くなると同時に、最低目標水準である WACC が 5.18%から 5.20%にと若干切り上がっている。結果、価値源泉スプレッドは 0.50%拡大するのではなく 0.48%の拡大にとどまっている。同様に ROIC が 6.0%に下がると、WACC が 5.16%に切り下がり、価値源泉スプレッドは 0.84%となって 0.48%の縮小となる。

このように企業の属性が変化することで株主資本価値が変化する場合、価値ベースの資本構成が変化するために最低目標水準である株主資本コストや WACC が変化してしまう。ECF 法と FCF 法で価値創造をコントロールしていくとすると、事業の進展と共に最低目標水準を再確認していかなければならないことになる。ただし、資本構成変化に伴う最低目標水準の変化は ECF 法の株主資本コストより FCF 法の WACC の方が小さいと考えられる。事業努力指標を考える場合、FCF 法の ROIC は事業努力そのものに直結する源泉的指標であるが、ECF 法の ROE は利息収支が混在する結果的指標である。このような二つの視点からみて価値源泉スプレッドとしては FCF 法の方が ECF 法よりも使い勝手がよいのではないかと思う。CCF 法については、最低目標水準である k_u が価値ベース資本構成変化の影響を受けないという大きな利点があるものの、事業努力指標である修正 ROIC の中に ROE と同じく利息収支が含まれるため、現場では使いにくいかもしれない。

V. 価値創造に関する企業と投資家の認識

今回改訂案に対するパブリックコメントでは、「資本コストへの言及」について賛成し評価する声と共に批判的な意見も多かった。概念的な難しさに加えて、誰もが納得する計算方法がないことに対する批判もあった。CAPMを用いた株主資本コストや加重平均資本コストの計算式は簡単だが、入力パラメーターの計算期間の選び方や微妙な調整方法についてはファイナンスの専門家ですら意見の一致が難しいという。確かにその通りであり、当該企業の資本コストの正確性を追求するには限界があるが、当該企業の利益率が資本コストを上回っているか否かは株価純資産倍率 PBR で簡単に判定できる。III章で解説した通り、PBR が 1 を超えた分が、投資家が総意で判定した当該企業の価値創造量であり、利益率が資本コストを上回っている証左である。逆に PBR が 1 よりも低い場合、その下回っている分だけ価値が毀損されているというのが投資家の総意であり、利益率が資本コストを下回っている証左なのである¹⁷。

それでは、最近の東証一部上場企業には、どの程度、価値創造企業があり、価値毀損企業があるのだろうか。株価は毎日変動しており、日々、PBR が 1 を上回ったり下回ったり

¹⁷ この意味から「PBR-1」は、資本市場から届けられた経営者の通信簿であるといえよう。

している企業もあるだろう。そこで、最近の12ヶ月間で一度もPBRが1を下回ったことがない企業を「価値創造企業」とし、同じ期間に一度もPBRが1を上回ったことがない企業を「価値毀損企業」と定義してみよう。そして、どちらにも属さない企業、つまりPBRが1を上下している企業を「境界企業」とする。対象母集団は2018年1月現在の東証一部上場銘柄のうちREIT（投資法人）を除いたものとした。2017年12月末においては母集団2,060社のうち、価値創造企業は1,152社（55.9%）、価値毀損企業は530社（25.7%）で、境界企業は378社（18.3%）であった。

図表 10 業種別にみた価値創造企業と価値毀損企業(2017年12月)

NEEDS業種中分類 (一部を統合)	企業数	企業数			構成比(%)		
		価値創造	境界	価値毀損	価値創造	境界	価値毀損
水産	7	5	2	0	71%	29%	0%
鉱業	7	0	2	5	0%	29%	71%
建設	100	43	37	20	43%	37%	20%
食品	80	61	9	10	76%	11%	13%
繊維	33	8	11	14	24%	33%	42%
パルプ・紙	12	4	3	5	33%	25%	42%
化学	134	77	28	29	57%	21%	22%
医薬品	41	36	3	2	88%	7%	5%
石油、ゴム	20	9	3	8	45%	15%	40%
窯業	32	12	10	10	38%	31%	31%
鉄鋼業	32	3	6	23	9%	19%	72%
非金属および金属製品	64	24	18	22	38%	28%	34%
機械	135	73	33	29	54%	24%	21%
電気機器、造船	163	88	44	31	54%	27%	19%
自動車・自動車部品等	61	24	18	19	39%	30%	31%
精密機械	32	20	7	5	63%	22%	16%
その他製造業	57	32	7	18	56%	12%	32%
商社	180	66	39	75	37%	22%	42%
小売業	147	91	24	32	62%	16%	22%
銀行	86	3	2	81	3%	2%	94%
証券、保険、その他金融業	56	23	15	18	41%	27%	32%
不動産	64	34	18	12	53%	28%	19%
鉄道・バス	23	21	1	1	91%	4%	4%
陸運、海運、空運	31	12	7	12	39%	23%	39%
倉庫	23	6	5	12	26%	22%	52%
通信	22	15	0	7	68%	0%	32%
電力、ガス	19	7	3	9	37%	16%	47%
サービス業	399	355	23	21	89%	6%	5%
合計	2060	1152	378	530	56%	18%	26%

[出所] 明田雅昭「建設的な対話」は原則を重視して」、スチュワードシップ研究会ホームページ掲載、2018年2月2日

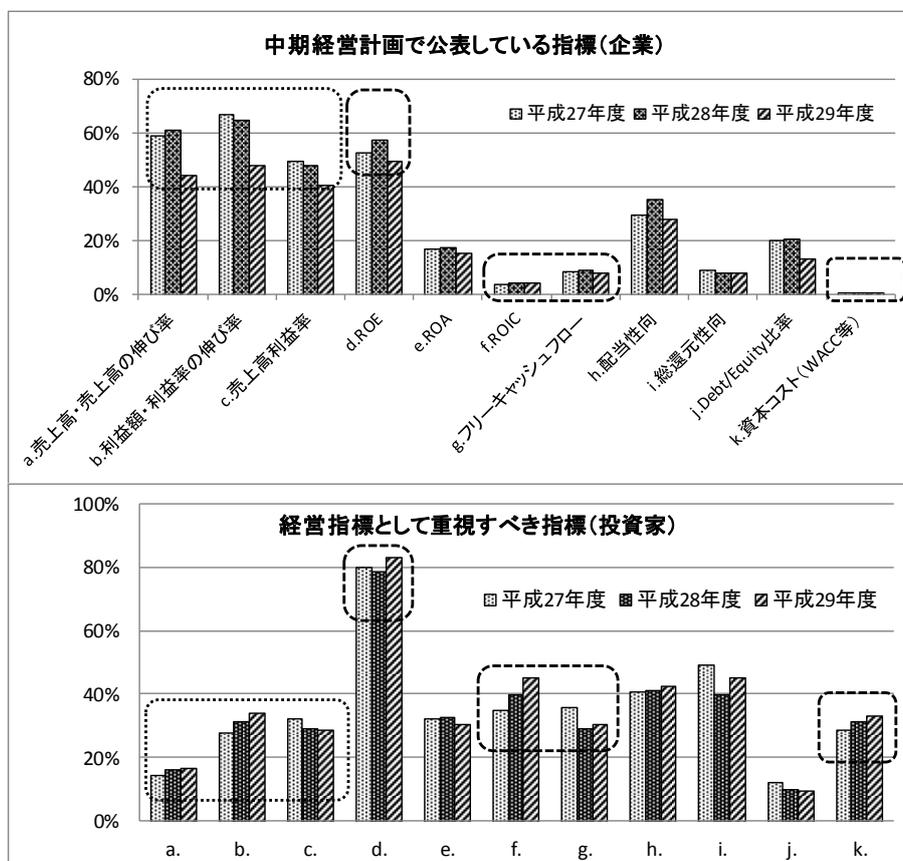
図表 10 は価値創造・毀損状況を業種別に確認してみたものである。価値創造企業が4分の3以上ある業種は食品、医薬品、鉄道・バス、サービス業の4つであった。企業数が

20 以上あり、価値毀損企業が価値創造企業より多い業種は、繊維、鉄鋼業、商社、銀行、倉庫の5つであった（電力・ガスは19社であるが、ここも価値毀損企業の方が多い）。これらの中で突出しているのは銀行である。86行のうち価値創造はわずか3行にすぎない。この3行は各々が特徴のある事業展開で有名な中堅銀行である。境界銀行の2行は合併などの事情によるデータ欠損など技術的な理由によるもので、両行とも2018年5月末現在ではPBRは1を大きく下回っている。銀行の価値創造については従来から大きく懸念されてきているが、実際にその懸念の通りの状況である。

医薬品、銀行、鉄道・バス、サービス業など一部の業種を除くと、多くの業種で濃淡はあるものの価値創造、境界、価値毀損の企業が比較的万遍なく分布していることが分かる。価値創造企業を一層伸ばしていくことが重要であるが、それに劣らず、境界企業および価値毀損企業の全業種的な底上げが強く求められる。

次に、企業経営・価値創造に関する企業と投資家の認識のズレを確認する。図表11は生命保険協会が毎年行っている「株式価値向上に向けた取り組みについて」アンケートから抜粋したものである。

図表 11 企業と投資家が重視する経営指標の相違

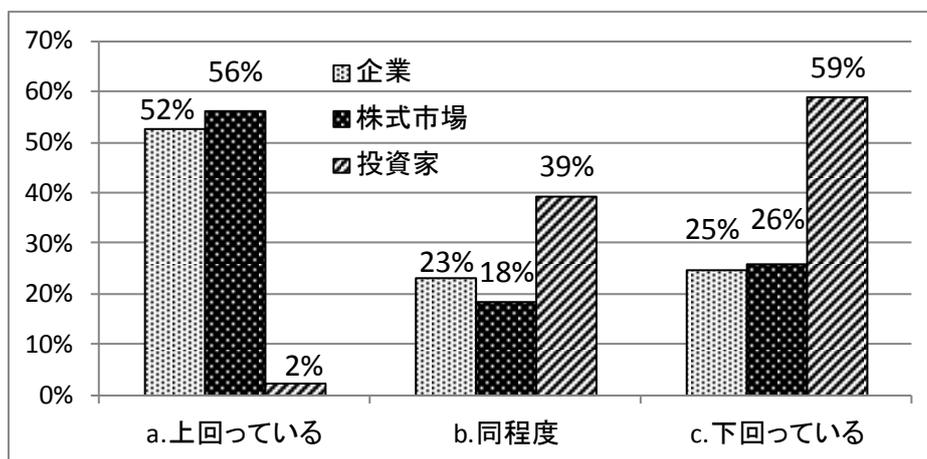


[出所] 生命保険協会「株式価値向上に向けた取り組みについて」、平成27～29年度調査より作成

上段の図は企業が中期経営計画で公表している指標で、下段の図は投資家が経営指標として重視すべきとしている指標だ。企業は売上高と売上高の伸び率、利益額と利益率の伸び率を重視していることがわかる。ROE も同じ程度に重視されているが、全般に成長重視で規模拡大を目指す傾向が見られる。投資家は ROE が圧倒的な一位であり、次いで ROIC やフリーキャッシュフロー、資本コストにも大いに注目しており、価値創造に結びつく指標を重視していることがわかる。配当性向や総還元性向という資本政策についての関心も企業より高い。この図からは、プラスであっても低い水準の利益率で成長することは価値毀損になるということを経営者が理解しているか不安を感じる。一方、投資家は成長ではなく価値源泉スプレッドを意識しているようにみえる。企業より投資家の方がファイナンス理論的に合理的な印象を受ける。

企業と投資家の認識のズレについてもう一つの興味深いデータを紹介する。生命保険協会のアンケートでは、企業に対して「貴社の ROE 水準は資本コストを上回っていると思われませんか」、投資家に対して「日本企業の ROE 水準は資本コストを上回っていると思いませんか」という質問をしている。回答選択肢のうちの「把握していない」と「分からない」および「無回答」を除いて、「上回っている」、「同程度」、「下回っている」と回答した分だけで比率を計算してみたのが図表 12 である。企業の 52% が「上回っている」と回答し、投資家の 59% が「下回っている」と回答していて、認識に大きな違いがある。

図表 12 資本コストに対する ROE の水準



[出所]生命保険協会「株式価値向上に向けた取り組みについて」、平成29年度調査 および明田雅昭「建設的な対話」は原則を重視して」、スチュワードシップ研究会ホームページ掲載、2018年2月2日

これはあたかも企業の認識が甘く、投資家が合理的であるかのように解釈されるかもしれない。しかし、ROE が株主資本コストを上回っているか否かは PBR が 1 より大きいか

小さいかで判定できる。この生命保険協会アンケートは2017年10月に実施されたものだ。図表10にある2017年12月末時点でのPBRの値を用いて株主資本コストに対するROEの水準を判定した結果を図表12では「株式市場」として表示した。「株式市場」の認定は驚くほど企業側の認識と一致している。投資家の認識のズレはアンケートの質問の仕方にも原因があるかもしれない。企業は自社を想定して答える一方で、投資家は特定企業ではなく全体の認識・印象で答えざるを得なかったからである。それにしても投資家の「上回っている」との回答が2%というのでは、投資家の資本コスト理解に懸念が生じる。

なお、日本IR協議会のアンケート¹⁸によれば、49.0%の企業が①「自社の資本コストの水準を認識している」と回答しており、そのうち60.1%が②「資本コストの計算根拠を有している」と回答している。①の企業のうち66.5%が、③「エクイティ・スプレッド(=ROE-株主資本コスト)を意識している」と回答していた。この調査に回答したのは1,006社ということだから、①は493社、②は296社、③は328社ということになる。今回のコード改訂に伴い、資本コストについて戸惑う企業が多々あると聞くと、一方で、多くの企業が少なくとも資本コスト計算はクリアしているとも言える¹⁹。

図表11および図表12で見られた企業と投資家の認識ギャップを埋めることは、建設的な対話の重要な論点になるだろう。

企業の資本コストに関する認識を統合報告書で確認してみよう。

年金積立金管理運用独立行政法人(GPIF)は国内株式の運用を委託している16機関に対して、「優れた統合報告書」と「改善度の高い統合報告書」の選定をそれぞれ最大10社以内で依頼した。その結果、前者について延べ70社、後者について延べ68社が選定された²⁰。統合報告書を作成し運用機関から優れていると評価される企業は、投資家を強く意識し、企業価値向上に努力している可能性が高い。そこで、優れた統合報告書企業が、一般の企業と比べて企業価値創造度が高いかを確認してみた。

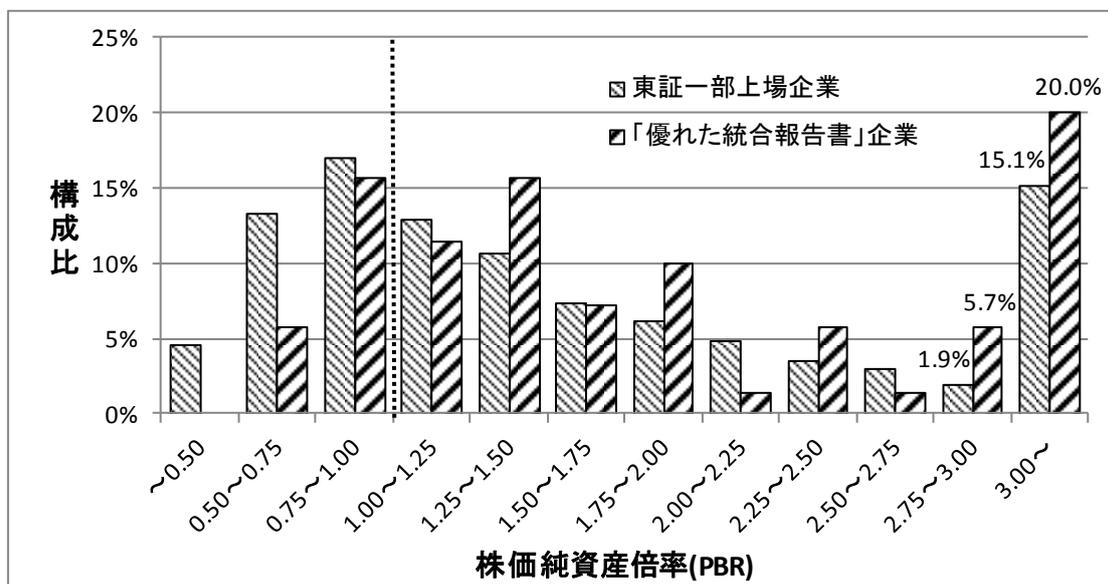
図表13は優れた統合報告書企業70社と東証一部上場2,060社についてPBRの分布を比較したものである。横軸にとったPBRの値は2017年1月から12月までの「月間平均PBR」を平均したものだ。優れた統合報告書企業の分布が全体的にPBRの大きいほうにずれており、特にPBR<1.0の領域での減少が大きいことがみて取れる。

¹⁸ 日本IR協議会、第25回「IR活動の実態調査(2018年)」 調査結果概要、2018年4月18日

¹⁹ 本論文のⅢ章、Ⅳ章で説明した正確な理解に基づくものではなく、単純なCAPM公式の適用によると思われる。なお、筆者は2018年3月まで社会人向けの会計専門職大学院で、コーポレートファイナンスや企業価値評価を教えていたが、履修学生はほとんど企業所属であり、いわゆる投資家側はほとんどいなかった。多くの企業の現場でCAPM計算をしている一方で、投資家側が多くの企業はそういった知識を持っていないだろうと考えていたとしても筆者に驚きはしない。

²⁰ 年金積立金管理運用独立行政法人、「GPIFの国内株式運用機関が選ぶ「優れた統合報告書」と「改善度の高い統合報告書」、2018年1月19日

図表 13 「優れた統合報告書」企業の価値創造度



[出所] 明田雅昭「優れた統合報告書企業の価値創造度」、スチュワードシップ研究会ホームページ掲載、2018年3月20日

図表 14 に示すように、PBR の平均値は東証一部上場企業の 2.03 に対して優れた統合報告書企業は 2.00 と劣後しているが、図表 13 のようにファットテールの分布については、平均値より中央値の方が比較指標として適切であるとの意見もある。中央値では東証一部上場企業の 1.29 に対して 1.61 と優れた統合報告書企業の方が高かった。

図表 14 資本コスト記述の有無と価値創造度

	統計			PBR分布(水準別企業数)			
	企業数	平均値	中央値	~1.0	1.0~2.0	2.0~3.0	3.0~
a) 東証一部上場全社	2060	2.03	1.29	34.8%	36.9%	13.1%	15.1%
b) 70社換算の企業数	70	--	--	24	26	9	11
c) 優れた統合報告書企業	70	2.00	1.61	15	31	10	14
d) 資本コスト記述なし	43	1.96	1.48	10	20	5	8
e) 資本コスト記述あり	27	2.08	1.72	5	11	5	6

[出所] 各社統合報告書より筆者作成

これらの統計分析の結果から、統合報告書が優れていることが、必ずしも企業価値創造度と高い相関があるわけではないことが分かる。弱い関係はあるが強い関係とはいえないということのようだ。

Ⅲ章で説明したとおり、企業価値創造の大きさは価値源泉スプレッドの大きさと成長率で決まる。したがって、企業が財務戦略の中で、この原理に沿った投資行動を行っているか、あるいはこの原理を意識しているかが、企業価値創造に強く関係づけられるはずであ

る。そこで、70社の統合報告書の中に「資本コスト」という単語があるか否かで企業を分類し、各グループのPBR分布および平均値と中央値を比較してみたのが図表14のd行とe行である。資本コスト記述あり企業は平均値でも中央値でも資本コスト記述なし企業を上回っていた。この差は期待していたよりも小さいが、資本コストという単語があっても、お題目だけで実際の企業行動に反映されていない可能性もあるため、現時点においては、この程度の差にしかならないのかもしれない。とはいえ、企業価値創造の原理が日本の株式市場でもある程度働いているように思える結果であった。

資本コスト記述あり企業は27社であったが、資本コストの記述内容には大きな濃淡があり、1、2行の文章に現れるだけにすぎない会社も多い。その様子をまとめたのが図表15である。資本コストの種類としては、株主資本コストと明記しているのが17社、加重平均資本コストと明記しているのが5社、前後の文脈から加重平均資本コストと推定されるのが5社であった。資本コストの水準を数値で明記していた会社も8つあった。資本コストの使用法として、会社全体の資産効率の基準としている趣旨の記述があったのが23社であった。企業価値創造への経営意思を感じることができるのは個別投資プロジェクト採用の可否基準として資本コストを用いている場合であるが、それが確認できたのは10社に過ぎなかった。主観的な判断になるが、統合報告書が価値創造の議論に資する資料となるかを総合評価してみると、実効性がある高度な議論が出来そうに思えたのは4社だけであった²¹。これらの会社の統合報告書では、CFOが資本コストと価値創造の原理を意識して投資の可否のルールや財務戦略について語っていた。

図表 15 優れた統合報告書における資本コストの記述

GPIF委託先が選んだ「優れた統合報告書」企業	70
資本コストの記述がある統合報告書	27
使用している資本コスト	
株主資本コスト	17
加重平均資本コスト	5
加重平均資本コストと推定される	5
資本コストの数値の提示がある	8
資本コストの使用法	
全体の資産効率の基準	23
個別の投資案件の採用基準	10
総合評価(価値創造の議論に資する資料として)	
A. 実効性がある高度な議論が可能	4
B. 実効性がある議論が可能	2
C. 実効性がある議論ができる可能性がある	11
D. 抽象的な議論にならざるを得ない	10
資本コストの記述がない統合報告書	43

[出所] 各社統合報告書より筆者作成

²¹ 具体的には、エーザイを筆頭に大和ハウス工業、アンリツ、伊藤忠商事の4社

最後に、資産運用会社側の資本コスト認識について確認する。2017年12月末時点での年金運用受託会社の残高ランキング²²をみると、国内年金受託残高が5,000億円以上ある上位37社で残高合計184兆3,521億円のうちの97.2%を占めている。これらの運用受託会社のうちスチュワードシップ・コードの受け入れを表明しているのは33社で、各社はホームページでコードの各原則に対する準拠の方針を公開している。コードの原則3は当該企業の状況を的確に把握することを、原則4は投資先企業との建設的な「目的を持った対話」を行うことを求めている。そこで、各社の原則3および原則4への方針を調べてみると、企業価値向上を目指した活動方針が縷々説明されている中で、資本コストに言及があったのはわずか2社だけであった²³。具体的な文章を紹介する。一社が「企業価値評価の基準としては、中長期的に資本コストを上回るリターンを創出できるかどうかを重視しており、エクイティ・スプレッド（ROE－株主資本コスト）を参照しています」としていた。もう一社は代表的なKPIとしてROEを重視しているとした上で「ROEが株主資本コストを上回っているか、投資先企業が価値創造しているかどうかについて分析します」としていた。共に価値創造の原理に沿った表現になっている。この2社以外の方針の説明では、資本コストという単語がないだけでなく、企業価値向上は価値源泉スプレッドの拡大と同じであるという価値創造の原理を意識した上で「目的を持った対話」をしようとしている姿勢を読み取ることができなかった。

VI. 今後に向けた提言

今回の企業統治コード改訂で、初めて資本コストという専門用語が導入され、新たに策定された「投資家と企業の対話ガイドライン」でも資本コストを意識した経営判断や投資戦略・財務管理の方針が対話の中で議論すべき主要論点の一つとされた。本論文では資本コストと価値創造の関係を理論的に解説し、現状における企業と投資家の資本コストに関する認識状況について確認した。これらを踏まえて、企業統治ダブルコードの目標である「持続的な成長と中長期的な企業価値の向上」を強力に推進するための提言をしたい。

第一に、企業は取締役・監査役・執行役のトレーニング・メニューに「資本コストの理解」を加えるべきである。IR協議会アンケートをみると現場ではある程度の資本コストの知識を有しているようだが、経営層レベルの承認の下で公表される統合報告書や中期経営計画の実態からは、そのような知識が経営層レベルで共有されているようには思えない。III章で説明したような詳細な知識は必要ではない²⁴。知っておくべきことは、企業価値は事

²² 「年金情報」誌、No.763、2018年4月2日号、pp28-33

²³ 具体的には、東京海上アセットマネジメントと三井住友アセットマネジメントの2社

²⁴ 本論文の附属資料「取締役が理解しておくべき資本コストの意味」を理解していれば十分であろう

業が生み出すCFで評価されるものであり、CFに不確実性がある限り、ある水準以上の利益率がなければ、資本市場から価値毀損認定を受けるということである。価値創造の程度はPBRで確認できる。PBRが水準や同業他社比較において低迷している場合、それは価値の創造や向上が滞っているという資本市場からのメッセージなのである。

第二に、統合報告書や中期経営計画などの開示資料の中で、あるいは建設的な対話の中で、CFOは資本コストを基準にした財務意思決定や業務遂行について自らの言葉で語るべきである。CFOが対外的にこのような発信を行うためには、すべての取締役・監査役・執行役員がCFOの発信内容を理解し共有していなければならない。

第三に、運用会社は「日本版スチュワードシップ・コードの取り組み方針」を企業価値創造の原理を踏まえた形で再構成すべきである。現状の取り組み方針を読むと対話内容がどのように企業価値向上に結びつくのかがよく分からない運用会社が多いからである。再構成の前提として、建設的な対話の進め方を価値創造の原理を強く意識して、より明確に価値創造を目指す形式に調べておく必要がある。

第四に、企業と運用会社は建設的な対話の第一歩として資本コストの水準について合意形成をすべきである。今回の改訂で資本コストという言葉が導入されたことから、多くの企業が資本コストをどのように計算し、どのように開示すべきかを悩み、業界専門家に問い合わせが相次いでいると聞く。しかし、資本コストは別名が「投資家の要求収益率」であることから分かるように、筋論としては投資家が企業に提示すべきものだ。運用会社が第三者的に企業に問いただすだけというのはおかしい。資本コスト推計は実際には競合他社比較や資本構成調整などを伴う極めて専門的かつアートの要素を含むことから、運用会社がその専門知識を活かして企業の資本コスト推計を支援すべきである。

第五に、企業と投資家の建設的な対話は、常に価値創造の原理を底流で意識しながら行うべきである。企業価値創造にあたり資本コストと対比される事業利益率は、数年先までの当面の指標ではない。数十年にわたる潜在的な長期指標である。それ故に、企業理念・文化、経営者のビジョンや長期的リーダーシップと業務遂行能力、事業と共に理念や文化を継承する後継経営者の育成、ステークホルダーの理解、ESGに対する配慮など広範な要素を論じる必要がある。しかしながら、こういった広範なテーマの議論の際にも、常に底流で価値創造の原理を意識しておくべきである。そうでなければ価値向上とは関係のない議論に時間を浪費してしまう危険性が生じよう。

これらの提言は過度に理論に固執した先鋭的なものと思われるかもしれない。しかしながら、先鋭的な提言の方が論点が明確になり議論しやすくなると思うので、お許しいただきたい。筆者は資本市場関係者の一人として、日本企業が長い低迷から脱却し価値創造機関として輝きを取り戻してほしいと強く願っている。

附属資料

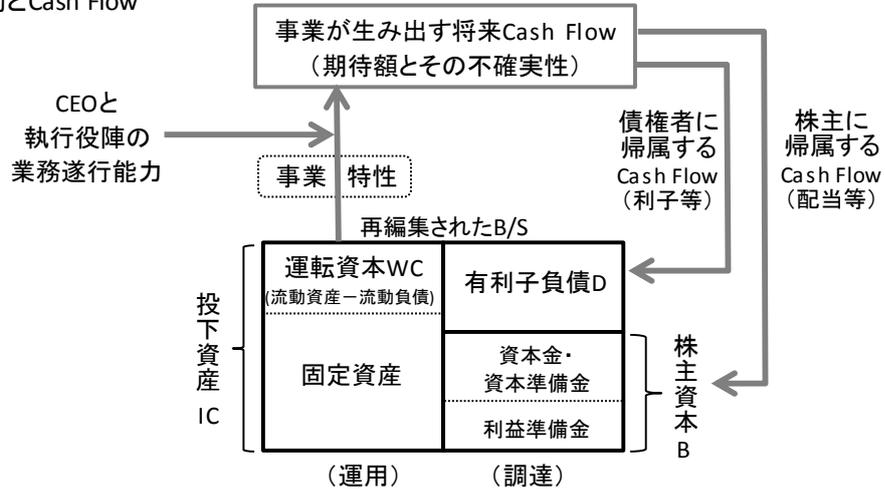
「取締役が理解しておくべき資本コストの意味」

要約チャート
と
解説文

1. 企業価値とは何か

$$\begin{aligned}
 \text{企業価値}V &= \text{会社を100\%買い取るために必要な金額} \\
 &= \text{債権者への返済金額} + \text{全株式の買い取り金額} \\
 &= \text{負債価値}D + \text{株式時価総額(株主資本価値}E)
 \end{aligned}$$

2. 事業活動とCash Flow



3. 企業価値と将来Cash Flowの関係

$$\begin{aligned}
 \text{企業価値}V &= \text{投下資産ICの価値} = \text{事業が生み出す将来Cash Flowの価値} \\
 &= \text{債権者帰属Cash Flowの価値} + \text{株主帰属Cash Flowの価値} \\
 &= \text{負債価値}D + \text{株主資本価値}E
 \end{aligned}$$

4. 将来Cash Flowの価値と資本コスト

CashFlow	価値	事業CashFlowの不確実性を考えると、 投下資産ICに対する利益率(ROIC)が何%以上 なければ株式保有が正当化できない ↓
期待額が 大きいほど	高い	
不確実性が 大きいほど	低い	↓
投資家として		「何%」=加重平均資本コスト(WACC)
株主帰属CashFlow(純利益等)の不確実性を考えると、 株主資本Bに対する利益率(ROE)が何%以上 →		↑
なければ株式保有が正当化できない		↑
		負債コスト(利子率)

5. 価値創造パラメーターはPBR

株主資本B=株主が会社に預託した資金(簿価) ← → 株主資本の価値E(時価)

↓

株価純資産倍率PBR=E/B

PBR>1 ⇔ 価値を創造	ROIC>WACCであるほど、PBRは1より大 (ROE>k _E であるほど、PBRIは1より大)
PBR=1 ⇔ 付加価値0	ROIC=WACC (ROE=k _E)
PBR<1 ⇔ 価値を毀損	ROIC<WACCであるほど、PBRは1より小 (ROE<k _E であるほど、PBRIは1より小)

6. CEO&執行役陣に求められること

企業価値(同じことだが株主価値)の向上 ⇔
資本コストを基準とした、①利益率が高い事業の強化・拡大、②利益率が低い事業のテコ入れ
あるいは整理、③新規事業の取捨選択

7. 取締役求められること

企業価値を最大化できるCEOを選任する
CEO&執行役陣が活躍できる環境を整備する
CEO&執行役陣の事業運営を監視・監督する

(注) 利益率は今来期ではなく超長期の永続的な水準で認識

1. 企業価値とは何か

企業価値 V とは会社を 100% 支配するために要する金額と見なせる。このためには発行済み株式をすべて取得し、社債や融資などの負債（有利子負債）をすべて返済しなければならない。つまり、企業価値 V とは負債価値 D と株式時価総額（株主資本価値 E ）の合計である。

2. 事業活動と Cash Flow

企業は資金を調達し、資産を購入して体制を整え、費用をかけて売上を獲得し、Cash Flow を生み出す機関である。この視点に立って、貸借対照表を再構築したのが図中の「再編集された B/S」である。債権者から負債の資金調達を行う。株主から資本金・資本準備金の拠出を受け、更に毎期稼いだ純利益の一部を利益準備金に積む（利益の一部は配当する）。これが株主資本 B である。これらの調達資金を元手にして事業を行うための資産を構成する。事業用の資産は運転資本と固定資産から成り、これらをまとめて投下資産 IC と呼ぶ。この投下資産を稼働させて事業を行い、将来の Cash Flow を生み出す。事業を行って獲得する Cash Flow は確定した額ではなく、予見される期待額であり、しかも高い不確実性がある。期待額の水準と不確実性は、実施事業の特性と CEO&執行役陣の業務能力および遂行力に依る。投下資産が生み出す Cash Flow は、債権者に帰属する Cash Flow（負債利子等）と株主に帰属する Cash Flow（配当等）に色分けされる。

3. 企業価値と将来 Cash Flow の関係

投下資産 $IC = 負債 D + 株主資本 B$ であるから、企業価値 V は投下資産 IC の価値である（簿価ではなく市場価値）。投下資産の価値とは、事業実施により投下資産が生み出すと期待される将来 Cash Flow の価値である。債権者に帰属する Cash Flow（負債利子等）の価値は負債額 D と一致する。株主に帰属する Cash Flow の価値が株主資本 B の価値 E となる（簿価ではなく市場価値）。

4. 将来 Cash Flow の価値と資本コスト

将来 Cash Flow の価値は期待額が大きいほど高くなり不確実性が大きいほど低くなる。投資家は企業が行う事業の特性から不確実性を見積もり、その不確実性を見返りとして株主資本 B に対する利益率（ROE）が「ある値」を超えていなければ株式保有を正当化できないと考える。ROE が「ある値」以下なら国債か銀行預金を保有した方がよいと考え、同様な事業をより効率的に行っている他の企業への投資を検討する。この「ある値」が株主資本コスト（ k_E ）である。そして、より本質的には Cash Flow を生み出す根源である「投下資産 IC に対する利益率（ROIC : Return on Invested Capital）」が「ある値」を超えなければ株式保有は正当化できないと考える。ROIC に対応する「ある値」が加重平均資本コスト（WACC : Weighted Average Cost of Capital）である。投下資産が生み出す Cash Flow は債権者と株主に帰属するので、WACC は株主資本コスト k_E と負債コスト（負債利子率）を加重平均したものになる。

取締役や執行役は、 k_E や WACC の理論の詳細を知らなくてもよいが、株主が考えるこれらの資本コストの水準を認識している必要がある。 k_E は事業特性によるが一般的に 5~10% の水準である。WACC は資本構成によって異なってくるが、負債コストより高く k_E より低い水準である。

5. 価値創造パラメータは PBR

B/S 上の株主資本の額 B は株主が会社に預託した資金の額（簿価）である。これを株主資本の市場価値 E と比べて、 $E > B$ の場合にその企業は価値を生み出しており、存在意義があるということになる。 $E < B$ の場合は、預託した金額よりも価値が低いことになり価値毀損を起こしていることになる。 E を B で割った指標が株価純資産倍率 PBR である。ROIC $>$ WACC である場合（同じことであるが ROE $>$ k_E である場合）に PBR $>$ 1 となり、ROIC と WACC の差（あるいは ROE と k_E の差）が大きいほど、PBR は大きくなる。ROIC \leq WACC（ROE $\leq k_E$ ）の場合は、投資家は、その企業は価値を生まないか毀損していく機関であると認定していることになり PBR ≤ 1 となる。そして、成長率が大きいほど価値創造量あるいは価値毀損量が大きくなる点に注意すべきである。PBR は資本市場から届けられた経営者の通信簿であるといえよう。

6. CEO & 執行役陣に求められること

CEO & 執行役陣に求められるのは企業価値（あるいは株主資本価値）の向上である。企業価値向上の施策とは、「利益率 $>$ 資本コスト」事業を強化・拡大し、「利益率 $<$ 資本コスト」事業はテコ入れするか整理することである。新規事業の取捨選択も資本コストを基準として行うべきである。なお、ROIC や ROE は今期や来期の業績予想としてではなく、超長期の永続的な水準値として認識しなければならない。

7. 取締役に求められること

企業価値を最大化できる CEO を選任し、CEO & 執行役陣が活躍できる環境を整え、資本コストを意識した業務執行が行われるよう監視・監督することである。必要となれば CEO の解任も重要な職責である。