

2019年12月20日・25日開催 東証主催「企業価値向上経営セミナー」講演録

【第1部】企業価値向上と『資本コスト』～経営への活用に向けた基盤構築と実践～

加賀谷 哲之 (かがや・てつゆき) 氏
一橋大学大学院経営管理研究科 准教授

1995年 一橋大学商学部卒業
2000年 一橋大学大学院商学研究科 博士後期課程修了
2000年 一橋大学商学部講師
2004年 一橋大学商学部助教授
2007年 一橋大学大学院商学研究科准教授
2013年 カリフォルニア大学バークレー校 客員研究員 (～2014年)
2018年 一橋大学大学院経営管理研究科 准教授

所属学会：日本会計研究学会 評議員 (2015年度～)、日本IR学会 理事 (2008年度～)、
日本ディスクロージャー研究学会 理事 (2010年度～) など



※上記ご略歴はセミナー当日 (2019年12月25日) 時点の内容を記載しております。

ただいまご紹介にあずかりました、一橋大学大学院経営管理研究科の加賀谷です。本日はお話をさせていただく機会をいただきありがとうございます。本日のテーマは、企業価値向上と資本コストです。この後、投資家としての中神さん、企業経営者として企業価値向上表彰の大賞を取られたダイキン工業の高橋さん、それぞれお話をいただきますので、私は大学教員・研究者の立場から、その総論的なお話をさせていただきます。よろしくお願いいたします。

本日のトピックは大きく三つです。一つ目は、日本企業の価値創造の現状ということで、昨今、様々なガバナンス改革が求められておりますが、なぜそれが求められるようになったのかという背景について、データをベースに少しお話します。その上で、二つ目のトピックとして制度改革が何をもたらしたのかについて。三つ目として、それらをさらに促進させていく資本コスト経営を実践していくために、何が企業として求められるのかについて、お話いたします。

企業価値とは何か？

まず、私が企業価値をどのような形で位置付けているのかを整理しております。日本企業の企業価値といったときに、大きく2タイプのケースが多いと思います。一つは時価総額です。投資コミュニティの中では企業価値を代表する指標でした。一方で、長い歴史を見たときには、必ずしも時価総額に全ての価値が表れるわけではない。むしろ、ステークホルダーそれぞれにとっての効用があって、それを合わせたものこそ、ステークホルダーの価値、あるいは企業価値ではないかと整理される方もいます。私の整理は、両方がある意味で正解と思っているのですが、とはいえ、一時点で見るとどちらかが高くなったり、どちらかが低くなったりすることがあります。ただ、中長期的に見ればこれらはお互いに同水準へと収れんしていくのではないかと考えております。

その中で、皆さまの会社が、過去5年あるいは10年を見たときに、企業価値の向上ができていたの

ですかと皆さんにエビデンスが求められるとしたら、何を提示されますか。様々な考え方がございます。一つのフレームワークとして、御社が、企業価値をどのような形で整理をされるのかに依存する部分があると思いますが、私はこういう形（スライド 5：企業価値に関する生産性の測定）で企業価値を整理しております。要は、インプット、アウトプットがあって、アウトカムがあります。その中で、企業は、様々なステークホルダーから集めたインプットを、付加価値創造装置として価値創造した上で、製品・サービスに転換します。製品・サービスに大きな価値を感じている方は、たくさんのお金を払うでしょうから、財務という形で価値が顕在化されるでしょうし、あるいは、その製品・サービスを通じて、様々な信頼とか、あるいはレピュテーション、ブランド、そうしたものが構築できれば、将来的には財務価値に集約されていくかもしれません。また、必ずしも財務に価値が現れるとは限らず、むしろ社会にとって良いことをしている、社会にとって製品・サービスが大きな良い影響を与えていることもあるでしょう。これは、最近言われている、社会的インパクトと呼ばれるものだと思います。

いずれにしても、こうしたインプット、アウトプット、アウトカムという形で、それぞれ価値創造のプロセスが整理され、御社が企業価値創造をできているかをどこで判断しますかと問われたときに一番分かりやすい示し方の一つは、カネという指標で見ることだと思います。カネという視点で見ると、2つの視点が存在します。そもそも資金提供者としてカネを提供しているのは、株主、銀行、債権者などです。そして、彼らが投じたカネをベースに、企業が価値創造をして、様々なステークホルダーに付加価値分配がされた後で、最終的な付加価値部分が残ることが企業価値創造であると考え、まず、彼らに対して利益として回収できていますと示せることが一つの基準になると思います。これは、ROIC と呼ばれる指標になります。

一方で、今の段階で利益にはならないけれども、将来財務に結び付く、すなわちプレ財務という形、あるいは社会的なインパクトという形で、価値をもたらすことが見えているとしたら、今出しているお金が将来膨らむと、皆さんは想像し解釈することもできると思います。そうすると、投下資本の時価は、今出したお金よりは高い金額になるだろうと。トービンの q とも言いますが、このような数値に表れるということが言えるのかもしれない。

別の説明の仕方をすれば、お金を投資し投下資本が利益に変化していく、あるいは、キャッシュフローに変化していく効率が高ければ、収益性が高くなります。すなわち、ROIC が高くなります。一方で、今、ROIC は高くないけれども、将来成長できるとか、変動性を抑えることができるのであれば、キャッシュフローは安定的に上がっていきますので、価値の部分は大きくなるとの整理もできると思います。そうすると、実は、将来の価値は、このトービンの q に表れると言えます。

なぜこのような説明をしているのかというと、日本企業の価値創造が過去にどうであったのかを振り返ったデータについて、国際比較での分析を実施しているからです。スライド 8 (ROIC の国際比較) を見ていただきたいと思います。

まず、利益、投下資本に対してどれぐらいのキャッシュフローを上げることができているのかという比率です。それがどう推移をしているのか、あるいは、上場企業の内、ROIC が 0%以下の企業あるいは、0%~2.5%の企業がどのぐらいあるか、また、日本とそれ以外の国にどのような違いがあるかを見ていただいているのが、このグラフの意味です。

例えば、5%に注目をする、日本企業は相対的にかなり利益率が低く、ROICが5%以下のところが多いのが、何となく見て取れると思います。全体で23カ国あるのですが、その中で22位です。利益率が高い日本企業は相対的に小さいということです。一方で10%以下の企業の割合は他国と比べて相対的に大きいことが確認できます。投資いただいたお金をキャッシュフローに転換する力が、あまりうまくないことが、少なくとも過去のデータから見て取れます。では、お金を投資いただいたものが、時価でどのように評価されているかを見ていただきたいと思います（スライド9：Tobin Qの国際比較）。投資したお金は、Tobin Qの分母になりますので、1倍以上あれば、少なくとも、価値は何らかの形で出すことができているとの見方ができると思います。日本企業は23カ国中14位なので、そんなに低くはないけど高くないというのが、何となく見て取れるポイントです。海外の企業、例えば、アメリカ企業では3倍以上の企業が大体2割あります。それと比べると、日本は大体1割です。3倍以上の水準になると相当低くなってしまいます。そのような意味では、価値創造が積極的にできている企業の割合が、ちょっと小さそうだと見て取れます。

この辺りのデータを組み合わせる、スライド10（各国における企業ポートフォリオに関する分析視点）のフレームワークです。キャッシュフローを稼ぐ力（ROIC）が今の時点でどのくらいあるのかを横軸に、また、将来価値（Tobin Q）を創造できそうなのかを縦軸にそれぞれ取っています。そして4つにグループ分けをしています。①成長性も低くキャッシュフロー創出力も低い事業で、恐らく、「再生・改革」が必要なグループ。②成長性はあるけどキャッシュフローを現在上げることができていない事業で、将来「成長」が求められているグループ。③成長性は低いけれどもキャッシュフローを獲得できている事業で「還元・回収」をするべきグループ。④成長性が高くキャッシュフローも獲得できている事業の「価値創造」グループの4つです。このフレームワークでは、たとえば「還元・回収」グループは成長性ができてないので、キャッシュを稼いだところを、価値創造グループだとか成長のグループにお金を流すことができたら、全体としてのキャピタルアロケーションはしっかりできているのだろうと見てみるということです。日本企業全体、あるいは各国ごとに、先ほどの「再生・改革」「還元」「成長」「価値創造」に分類される割合が、何%ぐらいずつあるのかを測っているのです。これ、縦軸を5分割、横軸を5分割で25分割しており、ひとつのセルの構成比が4%ありますので、各グループの構成比が16%あったら適正な水準にあると見て取ることができるということです。

それを、日本とアメリカで比べてみました（スライド11：日本と米国における企業ポートフォリオ）。日本の場合は、「価値創造」のグループが大体11%です。アメリカの企業は、25%あります。一方で、「再生・改革」が必要なグループは32%、適正水準16%の倍あるのです。ここを変えていく必要があるだろうというのが、様々なガバナンス改革が行われた背景なのだろうと見ることもできると思います。

アメリカ以外の国とも比べてみないと分からないとの批判があると思いますので、他の国も比べたグループが、スライド12（主要諸国における企業ポートフォリオの現状）になります。日本は、「再生・改革」が必要なグループが32%あるのですが、こんなに多いのは、日本だけなのです。イタリアやカナダなど若干多いところもあるのですが、水準からすると、日本がかなり抜けているのです。他にも価値創造グループが、韓国と並んで少ないこと、成長も少ないところが見て取れるポイントと思っています。

価値創造ができているグループが、日本には必ずしも多くないかもしれないというデータに対して、

投資家がどういう役割を果たすべきなのかを考えてみますと、一つは、成長性や収益性が期待できない企業からお金を回収して、新しく価値創造できるグループや成長できるグループにお金をアロケーションするのが投資家の役割です。そう考えてみますと、投資家がどこにお金を投資しているのか、結果として企業がどこにお金を使っているのかを見ると、日本企業が低迷に陥った理由が、より見えてくるのではないかと考え見てみました（スライド 14：資金調達と配分の分析視点）。

お金の使い方として、設備投資など長期的な観点から投資しているのか、配当でお金を配分しているのか、自己株式の取得に資金を向けているのかを区分しました。お金の調達でいえば、内部での資金調達、株主から資金調達、債務での資金調達で分けました。先ほど申し上げた四つのグループが、どこからお金を調達して、どうやってお金を使っているのか。あるいは、長期の投資を行うとしたときに、4グループのどこがお金を使っているのか、こんなところを見てみようというのが、グラフ（スライド 15：CAPEX + Additional other asses by portfolio）でお見せをしているものです。

このグラフは、長期の投資を日本企業全体総額で 100%とした場合に、「再生・改革」のグループが、何%ぐらい使っているかを示したグラフです。日本だけこの 4 グループの中で相対的に「再生・改革」のグループが多くのお金を使っているのです。他の国は「価値創造」のグループが多くお金を使っているのが見て取れます。あるいは、「成長」のグループは相対的に資金を活用すべきと解釈できますが、日本では相対的にそこでの資金使途が少ないのです。また「価値創造」のグループはこのお金を 8%ぐらいしか使えてないわけです。一方で、「再生・改革」のグループが全体の 26%ぐらい使っていて、グラフの 4 グループでは、相対的に非常に大きな水準、「価値創造」のグループの 3 倍ぐらいお金を使っているということが確認できました。

では、「再生・改革」のグループに、誰がお金を供給しているのかを見ていくと、負債が比較的に多く、あとは自社で稼いだものです。ある意味、再投資をしていると見て取れます。株式は相対的に少ないです。日本での「再生・改革」グループで 40%ぐらいを内部資金である EBITDA から確保していますが、アメリカでは 10%前後にとどまります。残りの多くは負債で一部が株式です。アメリカの場合は成長できないということが分かった時点で外部資金に頼らざるを得ないうえ、余剰資金があった場合も配当として還元させられるわけです。要は、配当や自己株式取得として出さなさいって話になるわけです。だけど、日本の場合は、EBITDA、利益をベースに再投資ができる構造ができているということが見て取れるポイントです。

なぜそうなっているのかを確認するために、配当の水準を見ていただくと（スライド 17：(配当性向の国際比較)）、大体 10%から 40%の配当水準の割合が、他国に比べて圧倒的に多いのが見て取れます。これは、いわゆる安定配当の問題です。無配当はほとんど存在しない一方で、安定的に 3 割配当をしておけば、株主に対する責任が果たしているという前提を持つ企業が多いので、結果として、ここのグループが多くなるのです。

この 3 割の配当のロジックとは何でしょうか。こう考えたときに、必ずしも研究者から見ると、そのロジックを説明することは容易ではありません。しかしながらこの配当方針を採用すれば、一定の配当を実施しておけば、基本的には再投資させてもらえる構造にあるのが日本の実態です。すると、「再生・改革」のポジションにある企業であっても、配当を一定程度すれば、あとは全て再投資が許されている

のが、日本のマーケットの特徴になっていると思います。

もう1点、負債の部分にフォーカスを当てたのが、スライド19（日本企業に対する格付けの特徴）です。これは、上場企業全体の中で、S&Pが格付けを発行しているグループを集計100%としたときに、どれぐらいの格付けを得ているかをお示ししています。日本の場合、大体9割5分がA+、A、A-にありますが、こんな国は他にないのです。なぜAなのかと問われたときに、実はいくつか理由がございます。

一つは、銀行とのリレーションで考えたときに、やはりBBBぐらいまでないと恐らく必要な時に資金調達を継続的にできないことがあるのかもしれない。そう考えると、Aを維持しておこうというのが、一つの日本企業の目標になっているのではないかと推測できます。もう一つ、銀行が何を重視するのかというと、キャッシュを余分に待っておくことを重視するということがあります。要は、剰余金がたくさんあって、キャッシュがたくさんあれば、安定的に、確実にお金が貸せるということです。よく言われていることですが、日本の格付け機関と海外の格付け機関の大きな違いは、日本はバランスシートを評価します。海外はキャッシュ・フローです。そう考えますと、日本企業がバランスシートを厚くする源泉となっているのは、負債の提供者が継続的にお金を貸せる構造をつくっておくことを考えるからなのではないかと。そうすると途端に、格付けを維持するために、キャッシュをためることが必要になる。すると、先ほどの安定配当の話に結びついてくる。こんなことが、恐らく起こっていると見て取ることができます。

そうしたことを考えると、なかなか資本市場を通じた適正なキャピタルアロケーションがなされにくいということが起こってまいります。その結果として、例えば、合併買収あるいは資本参加のような、成長のためのM&Aは結構あるのですが、一方で、事業譲渡のようなキャピタルアロケーションは相対的に数が少なくなるのです。伊藤レポートが出た後でも、それほど大きく増大しているわけではございません。

事業譲渡できないと、高い利益率が確保しにくくなることがあります。ある時点で20%以上の利益率（ROIC）があった企業が、その後になんとなったかを示しているのが、このグラフ（スライド21：ROIC平均回帰収束期間 日米比較）です。アメリカ企業は、結構長い間高い利益率が維持するわけです。半減するのは5、6年たってからです。一方、日本企業の場合は、2～3年で3分の1になってしまうのです。こうなると、事業譲渡をしないので、同じような過当競争が起こってしまい、利益率がどんどん落ちてくる構造が起こるのが日本企業の特徴だと思います。

先ほど申し上げた通り、ポートフォリオの中でも、なお再生・改革のところが残存している傾向が、長期間続いているのです。直近になって、価値創造のグループが増えてきているのは、非常にうれしいニュースですが、それでも、「再生・改革」のグループと同じぐらいの比率しかないのです。お金が誰を使っているかの問題については、なお解消されてない状況が続いていると思います。これに対しアメリカでは、「価値創造」のグループが相対的にお金を使い、結果的に価値創造のグループによって、キャピタルアロケーションが行われるので、経済全体の成長が起こってくるのです。だけど、日本の場合は、「再生・改革」のグループがお金をたくさん使っているのに、なかなか全体としての経済成長が見込めない状況になっているのを見て取れるポイントだと思います。そうしたところを変えていこうというのが、伊藤レポート、あるいは、コーポレートガバナンス・コード、スチュワードシップ・コードで言っ

ていることだと思います。

今日のトピックは、資本コストですので、資本コストとの関係を少しだけお話すると、フィナンシャルフリクションがある国は、相対的に経済成長ができないとの仮説があります。要は、企業サイドと資本市場のお金の流れがスムーズでないと、結果として、経済成長ができなくなってしまうということです。日本ではまさにこれが起こっていたのではないかと思います。それを変えようとしているのが、今、様々に行われているガバナンス改革等々だと認識できます。

では、ここのフィナンシャルフリクションを解消する一つのキーワードは何かというところが、今日のトピックに上がっている、資本コストだと思います。要は、フィナンシャルフリクションがあって、なかなかフィナンシャルマーケットのニーズを、企業そのものが必ずしも受け取ることができてない。そこを変えるキーワードになるのが、資本コストなのだとご認識いただきたいと思います。この資本コストを深く認識をされてなかったがゆえに、例えば、日本企業の場合、買収ターゲットになりそうな企業が多くなりそうだと示しているのがスライド 24（企業価値経営と会社の数値）です。このグラフは、Price Book-value Ratio（PBR）、すなわち、分母に純資産、貸借対照表の株主資本の部分当て、分子に時価総額を上げた比率で、日本企業の倍率ごとの分布と平均の推移を示したものです。見ていただくと、今もなお 50% ぐらいが 1 倍以下、つまり、必ずしも株式市場からは継続しなくて構わないと思われる企業が半分ぐらいあるのが、この数値から見て取れるポイントです。なかなか企業価値が伸びない中で、他国と日本のエクセレントカンパニーを見たときに、日本だと 2、3 兆円から 5 兆円ぐらいの時価総額の企業が多いのが、海外だと 10 兆円以上になっているという差に結びついているのかなというのが、このスライド 25（企業価値の国際比較）のデータです。その結果として、何が起こり始めているのかということ、例えば、買収対象になってしまうことを示しているのが、スライド 26（1989-2018 M&A 取引額ランキング トップ 20）です。世界でみれば時価総額 20 兆円クラスの企業が、買収されている事態になっているのです。

価値向上に向けた制度改革

こうした買収ターゲットになることを回避するという観点からも企業価値を創造していくことが必要だということですし、企業価値創造の観点の中で、資本コストを経営の中にビルトインしていく必要があるというところが、今日の一つのメッセージです。こうした背景から価値向上を促す取り組みが、今、進み始めているのです。グローバルな投資家が増えてきていることがこの動きを加速させています。日本企業に誰が投資をしているのかを示しているのが、スライド 28（投資部門別株式保有比率）の意味で、かつては安定株主が沢山いたところに、外国人の比率がどんどん上がってきています。日々の取引ベースでいうと、海外の投資家の方々が 6 割近くになります。恐らく、皆さまの会社の株価を決定しているのは、海外の投資家の方だろうと見て取ることができるわけです。そうすると、この方々にとって、しっかりとした価値向上ができていくかが問われる時代になっているということだと思います。

スライド 29（各国・地域株式市場の成長性）は、各株式市場の代表的指数である NASDAQ、S&P500、MSCI World、FTSE All などについて、1989 年の 6 月末を 1 としたときに、今の段階で成長がどれぐらいあったのかを示しているデータです。NASDAQ が 18 倍、S&P は 10 倍近くで、その他海外の先進

国のデータが、大体3、4倍ある中で、日本はなお0.6倍近くで、もっと価値を上げていかなければならないというのが背景です。なお、84年を起点としたデータを見ても傾向は同じようになっています。

さて、皆さん、自分が投資家だった場合に、短期では株価が上下するものの、長期でみると下がっていくと想定される企業に投資する場合と、同じように短期で株価が上下するものの、長期でみると上昇していくと想定される企業に投資する場合は、どちらに投資なさるでしょうか。例えば、前者だと、株価の底と思って買った株をどこで売るかと考えると、長く持てば持つほど将来的に株価が下がる可能性が高まります。そうすると、売ってもうけるためには、要因に関係なく株価が大きく上に振れた時に売り抜ける必要があります。このパターンに基づくと、自然と投資のタームは短くなります。後者では、株価が上がったときに買っても、長期的には更に上がるから長く持てば良いとの発想が出てくるわけです。そうすると、前者のマーケットではどちらかと言えば、短期の投資家を集めがちになりますし、後者のマーケットでは長期の投資家を集めがちになるわけです。

今、日本が前者の状態にあるのだとすると、この状況を解消することは容易ではありません。日本企業は長期の経営をやりたいと考えている一方で、投資家には日本の株式市場は長期的に上昇しないかもしれないと思われているということの意味するからです。投資家からすると、短く持とうという人たちが増える。すると、経営者としては長期経営をやりたいのに、投資家からのプレッシャーからどんどん短い経営をせざるを得ない状況に陥ってしまう可能性があります。一連の制度改革は、この状況を変えないと国富も増えないし、日本企業の長期的な価値創造も支えられないということから実施されていると解釈することもできるかと思います。そのために、何をやる必要があるかということが、制度改革の一つの肝になると思います。

これを、言葉を換えて言うと、フィナンシャルフリクションを埋めるということです。少なくとも過去においては、企業経営者と投資家の間に、不信感が大きくあったのではないのかと思います。企業経営者からしたら、「投資家は短期志向だし、株主還元を求めろけど長期投資をやらせてもらえない。」という思いが強くなります。一方で、投資家からは「日本企業の経営者を見てみると、利益率が低く長期で株価が上がらず成長できていない。経営者は、本当に積極的に取り組んでいるのだろうか。」との思いを感じてしまうのです。この相互不信を埋めない限りは、なかなか株式市場での評価が長期的に右肩下がりになっているという現実を解消できないのかもしれないというのが、2014年から始まった一連の制度改革のエッセンシャルなポイントだと思います。このエッセンシャルなポイントを成長戦略のベースとして、安倍内閣が支えたと認識しております。

企業と投資家の間に不信感があるので、対話を促進するのが、その不信感を埋める一つのトリガーになるだろうというのが、現在の制度改革の一つの仮説であると思います。では、企業と投資家がただ対話をすれば良いのかというと、共通言語で対話をしないと、ギャップは埋まらないと思うのです。その共通言語のベースになるのが資本コストになるとの認識だと思います。この対話を促すために、さまざまな制度改革をやってありますが、恐らくキーになるのは、資本コストの部分だと思います。その資本コストの部分の解消するために、ROE8%というような目標を、伊藤レポートでも示したのだろうと認識しております。

では、ROE8%が実際に日本企業の経営者の意識の中に浸透しているのでしょうか。ここでは、日本企業の経営目標の策定状況からその実態を検討します。経営者がどういう経営目標を重要だと思っているのかを示したのが、スライド 34（日本の経営者と投資家が重視する経営目標）です。一方で、一番右側が、投資家がどういう経営目標を重視しているかというデータです。2013年から2014年の間に、さまざまな制度改革が行われたことを考えると、その時点からの前後で、何の変化が大きく起こっているのかを見ていけば良いということです。ROEに対しては、目標として設定されるケースが多くなったことが見て取れます。直近で大体6割から5割ぐらいの経営者の方々が、重要な経営指標として見ています。ただ、一方で、投資家の9割近くの方々が、ROEを重視しているのと比較すると、投資家との意識ギャップはまだ残っているとみることもできるかと思います。

同スライドで、赤で示している数値（ROE・ROA・EVA・ROIC・FCF・配当性向・DOE・総還元性向・資本コスト・ESG指標）が、投資家の重視度が相対的に高い項目でして、ブルーで示している数値（ROS・売上高・売上高伸び率・利益・利益伸び率）が、経営者の重視度が高い項目と見て取ることができます。そうすると、日本企業の経営者は、どちらかというところフローの部分、マージン、あるいは売上利益の辺りの重視度の比率が高いというのが見て取れます。一方で、投資家のほうは、ROE、ROA、ROIC、EVAといった、いわゆるバランスシートを意識した指標、あるいは、資本コストを意識した指標が、非常に高い数値になっていることが見て取れます。総還元性向は投資家の4割近くが重視しているのに対して、経営者の方々は、必ずしも重視してないというところも見て取れるポイントだと思います。また、配当性向に対する重視度は双方同じぐらいですが、フリーキャッシュフローや資本コスト、ESG指標に対しては、実は大きな差があります。こうした意識ギャップを埋めてくのが対話でしょうし、特に、資本コストの部分には、キャピタルアロケーションを支える共通言語になりますので、ここのギャップを埋めてく必要があるということが、今、起こっていることと認識されます。

実際に、ROE8%目標がどういう効果をもたらしたのかを、スライド 35（ROEの動向）で示しています。伊藤レポート、あるいはコーポレートガバナンス・コード、スチュワードシップ・コードが入ったのが、2014年、2015年、スライド表記では2013年度、2014年度からです。確かに前年度と比べると、ROEは東証1部にしても、全体の平均にしてもまた、中央値にしても上がっています。ただ、2005年、2007年と比べると、実はそんなに変わらないのです。そうすると、確かに上昇はしているけれども、本質的な改革になっているのかは微妙なのかもしれないというのが、この辺りのデータから見て取れるポイントです。

スライド 36（ROEの動向②）は、GDP成長を折れ線グラフで取って、ROEの推移をそれに重ねたものです。見てみると、比較的GDP成長に重なっており、GDPが成長したときは、ROEが高い水準になるというグラフにも見えるわけです。そうすると、経済の追い風に乗って、今はROEが上がっているだけかもしれないと見て取れるのかもしれませんが。経営そのものを変えないと、このトレンドが維持できないということは、ぜひ共有いただきたいポイントだと思っております。では、なぜ上がったのかをスライド 37（ROS（純利益）の動向）で見ていただくと、マージンが上がっています。2005年当時に比べても、結構上がっているのです。ROEを上げるのに、財務レバレッジで上げたのだろうとの批判をされるケースもあるのですが、マージンが要因で上がっているから、結構これは本質的な変化だと

おっしゃる方もいるのです。これはこれで、一つの変化なのだと思います。

とはいえ、営業利益で見ると（スライド 38：ROS(営業利益)の動向）、上がり幅があまり大きくならないのです。2005年と2018年ぐらいにかけて、実は、税制改革が起きたり、金利が大きく下がっていたのです。営業利益と純利益の間にある、支払利息や税金が下がった結果、純利益は上昇したけども、営業レベルで本質的に上がっているかっていうと、そうでもなさそうだというのが、この辺りで見取れるポイントで、本質的な改革が必要ではないかと言えるポイントです。

資本コスト経営の実践

以上のことから、資本コストを意識した経営を実践していく必要があるだろうということです。具体的な実践のあり方は、この後、ダイキン工業の高橋さんが詳しくお話をされるとと思いますし、また、投資家の目線から資本コストがどう重要なのかというのは、中神さんがお話をされると思うので、私は大きなフレームのお話だけ、させていただく予定です。

資本コスト経営を行うときの本質は何かというと、バランスシートを企業経営者の頭の中にビルトインすることだと思っています。貸借対照表をビルトインするために何が必要なのかというと、調達してきたお金のどれぐらいのコストがかかっているのかをしっかりと測りそれを共有する、すなわち自社の資本コスト率を推定することが、第一歩になると思います。その上で、推定した資本コスト率に対してどのように資産やお金をキャピタルアロケーションしていくのかを決定する必要があります。外部から資金提供いただいたものに対して、キャピタルアロケーションをどうしているのかを示すのが、アセットの配分であり、これをどういう形で運営するかを決める適用方針、枠組みを持つことが不可欠となります。これをどのような形で作るとよさそうなのか、少しだけお話をします。

では、方針や枠組みを作ればそれで機能するのかというと、機能しないように思います。恐らく、社員一人一人に意識付けをしたり、あるいはモチベーションを高めていくことをやらないと、魂は入っていかないでしょう。そうすると、資本コスト率の推定・適用方針・枠組み・意識づけ・動機づけ、この辺りをしっかりと作り込んでいく必要があります。作り込んで、バランスシートを企業経営の中にビルトインしていくことが必要だというのが、まさに資本コスト経営の本質になると思います。

資本コストの推定

では、資本コストをどう推定するのか。ここは、コーポレートファイナンスのテキストに載っていますので、詳細をお話するつもりはございません。説明するのは、スライド 41（資本コスト経営の実践フレームワーク）含めて 3、4 スライドです。

まず、資本コストです。外部から資金提供を受けたものに対して、どれぐらい資本コスト率が必要なのかというのを、加重平均資本コスト（Weighted Average Cost of Capital：WACC）と呼びます。この加重平均資本コスト率の算定にあたっては、株式で資金調達した割合に対して、株主がどれぐらいの資金提供コストを求めているかとの r_E （株主資本コスト率）の部分を推定する必要がありますし、負債で調達している部分に対しては、負債の調達コストを考える必要があります。負債調達コストは、格付

けや実績をベースに判断することもできますのでそれほど論点にならないのですが、この株主資本コスト率をどう測るかというのが、一つの論点になります。一番分かりやすいやり方は、皆さんの株主にどれぐらいのリターンを期待されていますかと、シンプルに聞くのが方法です。ただ恐らく、上場会社でいうと数多くの株主がいることから現実的ではないかと思えます。そこでどういうアプローチを取るかというと、大きく三つぐらいのことを考える必要があると思っています。(スライド 44：株主資本コストの設定)

一つは、今の株価から、株主がどれぐらいの資金提供コストを求めているかを株式市場などの評価から予測するやり方を取ります。これが、一番代表的なやり方です。後ほど簡単に説明する CAPM も、それに当たると思えます。それに対して、投資家に実際に聞いてみるやり方が二つ目。三つ目は、企業が投資家の立場にたち、各リスクアセットに対して、どれほどの回収期間が必要であるか、あるいはどれぐらいのハードルレートを持っておく必要があるかを認識し、アセットから株主資本コストを見積もるやり方です。この三つぐらいをベースに、どれぐらいのハードルレートを自社として適用すべきかを決めてくのが、基本的なアプローチになります。

スライド 47 (CAPM による資本コスト算出の論点) にある CAPM は、株主がどれぐらい資金提供コストを求めているかを算出するモデルになります。株主がリスクのない国債などのアセットに投資したときに何%ぐらいのリターン (スライド 47 記載【無リスク利率】) を求めるのか。また、そのような無リスクの国債などに比べて、株式市場で運用する場合にはもっと追加的な高いプレミアム (スライド 47 記載【市場リスクプレミアム】) を求めるのか。それに対して各個社ごとのリスク (市況の変動をどれほど受けやすいか) がどれぐらいあるのか (スライド 47 記載【市場ベータ】)。この3つのデータを使い算出します。これにより株主がどれぐらいの資金調達コストを御社に対して求めそうかが分かるわけです。

では、無リスク利率は、どういうものをベースに測るかということ、日本だと大体 10 年ものの国債利回りが多く、アメリカだと、恐らく 20 年ものの国債利回りになりますが、長期で入手できて、かつ、ある程度、安定的に推移している利回りを活用するケースが多いです。スライド 49 (日本国債) にあるように、例えば、10 年ものの国債利回りは、今の段階ではマイナスです。現時点を前提にすると、マイナスの利率を資金提供者が求めていることになってしまうのです。ただ、そうではないのです。あくまで、株主運用コストは、将来の期待値を求めていると認識するのが良いと思います。その意味では、確かに 80 年代後半の日本国債の利率は 5、6% だけでも、今は 0% になっています。長期で見たときに、無リスクの債権に対して、資金提供者がどれぐらいのリターンを求めるかをみると、大体 1%~2% ぐらいは求めるのではないかと考えるのが自然だと思います。この実態が継続するとは限らないということを前提に、保守的に、ある程度高めに無リスク利率を計った上で、自社に求められている株主からの資金提供コストを考えた方がいいだろうというのが、この辺りが意味するポイントです。

同じようなことが、市場リスクプレミアムでも言えます (スライド 50：市場リスクプレミアム)。市場リスクプレミアムも、長期的にいうと、例えば、1952 年から持つと、大体 8% ぐらいのリターンが求められますが、一方で、2007 年から直近まで持つと、大体 3% ぐらいで済むのです。また 2013 年から持つと、今度は 15% ぐらい求められるのです。大きく上下しますが、あくまで長期ベースで見たとき

に、どれぐらいのリターンを求められるのかを考えてみるのが、一つの考え方です。

この CAPM というアプローチは、ノーベル賞を取った方々が開発したモデルとして知られているわけですが、実戦で適用すると、かなり不安定なモデルです。しかし、株式市場が相対的にこれを使っているケースが多いので、これをベースに、ある程度、御社の株主がどのぐらいの資金提供コストを求めているかを推定した上で、あとは、実際に主要な投資家に自社に求めているリターンを聞いて回るのが、一番早い株主資本コスト率の測定の仕方だと認識しています。

伊藤レポートの中では、8%が一つの基準値になっています。どういう基準値かということ、実際に、エーザイの CFO の方が、海外の投資家や国内の機関投資家に、日本に投資をするとしたときに、どれぐらいのリターンを求めるかを聞いています。大体平均で、国内の投資家では 6.3%、海外の投資家では 7.2%ということで、これを上回る切りのよい数値として、8%という ROE が決められたわけですが、今、聞いてみると、もう国内外とも 8%のリターンを求めるとなっているのです。そうすると、市場リスクプレミアムは、大体 8%ぐらいと思っておけば、恐らく投資家の方から文句を言われないう構造になっているのが、この辺りから見て取れるポイントだと思います。

ROE と PBR の関係をみると、とりわけ ROE が 8%前後で PBR が 1 倍を超えるか否かが決まることが分かります。純資産と時価総額を比べたものが PBR なので、価値創造できている企業は、ROE が 8%前後辺りから顕在化してくるのが見て取れます。これも、ROE8%の根拠になっています。このような形で自社の資金調達コスト、資本コスト率を推定することが必要になってくるということです。

適用方針・枠組み

資本コストの適用方針、あるいは枠組みのお話をします。スライド 58 (企業視点におけるハードルレートの設定) 内のプロット図では、横軸に、資金提供者が求める資金調達コスト率をパーセンテージで表し、縦軸には、会社それぞれに対して、実際に適用しているハードルレート (資本コスト率) を示しています。45 度線を引くと、プロット箇所が全部左上に来ます。これは、資金調達コストに比べて、実際に企業が適用している資本コスト率が高いことを意味しています。当社は 6.7%の資本コスト率だったから、ハードルレートとして 6.7%を適用すれば良いという話ではないと。投資家が 6.7%を期待しているということは、それを確実に上げるために何%ぐらいのハードルレートを適用すべきかを、自社なりに考えなくてはいけないということなのです。なおこれは、アメリカのデータですが、日本でも、資本コスト経営を実践している企業の多くは、資金提供コストより上回る形でハードルレートを設定しているケースのほうが多いと思います。そうしたことをやっていただく必要があるというのが、このスライドで言えることです。

では、ハードルレートを決めて、それを一律で適用すれば良いのかということ、私はそうではないと認識しています。企業ごとに ROIC があって、ハードルレートと ROIC を比べて、ROIC のほうが高ければ、基本的にそのプロジェクトは維持できるということが前提条件になるかもしれませんが、一方で、スライド 59 (資本コストの適用方針) に記載のグラフの縦軸 (将来性) も意識しなければならないと考えます。自社の事業ポートフォリオとして、複数の事業を保有しているとしたときに、ROIC が高かったとしても、本当にその事業を維持すべきなのかとの論点があるのです。確かに、上回っていたら

維持はできるけれども、あなたの会社が、本当にベストオーナーなのか、ベストペアレントなのかとの問いかけをしなければならぬと思うのです。御社に比べて、むしろ他社のほうが適切な経営ができるのだったら、その事業は売ったほうがそこにいる従業員にとってもハッピーになるかもしれない。こんな発想が、恐らく日本企業にも必要だと思います。

また、ROIC が低くても、自社の将来のベクトルに合っている、企業理念に合っている、将来には回収できるという見込みがあるところには、むしろ積極的に投資していく必要があると思います。この辺りの、ROIC をベースにした経営を、単に一律のハードルレートで打ち切るのではなくて、むしろ、事業ポートフォリオの観点でしっかりと管理をする必要があることは、申し上げておきたいポイントです。

そうした枠組みをどう適用するかを決めた上で、実際に現場に落とし込むことが必要になります。5年前ぐらいに取った少し古い調査ですが、価値創造企業と価値が創造できてない企業を比べたときに、資本生産性向上に向けた業務の落とし込みにあたって、何がポイントなのかを聞いているのが、このスライド 60（経営目標と経営指標（中期経営計画等））です。

価値創造企業は経営トップのコミットメントを高める、経営チームのコミットメントを高めることがとても重要と言っていますし、新規事業・プロジェクトへの投資判断基準の徹底・透明化も重要だと言っています。また、事業現場への落とし込み、資本生産性の向上と成長性のバランスも重要だと言っています。一方、価値が創造できてない企業は、一律的に全部がポイントと言っていますので、ポイントのメリハリがついていることが、価値創造企業に言えることなのかなと思います。この辺りもしっかりと落とし込みをやって、何を重視すべきなのかを考えていただく必要があると思います。

また、課題ポイントを見ると、現場への目標数値の落とし込みや、あるいは事業撤退基準の運用をしっかりと徹底できるのか、この辺りが課題になっている。そういう課題認識を、価値創造企業はしっかりと持たれているところが、見て取れるポイントです。また、現場の理解、あるいはそれに対する教育を重視しているのも見て取れるかもしれません。

現場に落とし込むにあたっては、後ほど、ダイキンの高橋さんからもお話があると思いますが、ROIC をマージンや CCC など分解していくとしたら、各事業ユニット、あるいは機能部門の方が、それぞれの数値がどのように関係しているのかということ、ちゃんとピックアップして、PDCA を確実に回していくことが、どれくらい徹底してできるかというのがポイントになると思います。

意識付け・啓蒙

最後は、意識・啓蒙の部分です。資本コスト経営を円滑に実践するためには、意識・啓蒙の部分が極めて重要です。ここがどう実践できるかが、大きなポイントになると思います。少なくとも、経営トップの方々は、近年、資本コストあるいは ROE について投資家から言われる傾向があつて、そこに対する認識が深まっていると思います。一方で、事業ユニットの方にその認識を落とし込むことができるかが、一つのポイントになってまいります。

日立製作所さんとか SONY さんは、まさに、それを IR Day という形でやられています。IR Day とは、その企業を代表するような事業ユニットの方に、IR の現場に出てきてもらうことです。投資家の

目の前に出てきてもらって、説明してもらおうのです。そうすると、投資家がどう思っているのかという肌感覚が、しっかり掴めるようになります。そこが、事業ユニットのトップの方々に、危機感を醸成する一つのドライバーになったと、SONY さんにしても、日立さんにしても、成功要因になったと両経営者はおっしゃっています。そう考えますと、事業ユニットのトップの方々に、いかにこのことをやっていく必要がある、貫く必要があるという危機感の喚起と執行責任の徹底をどうやるのか。ここは非常に重要なポイントだと思います。

その一環ですが、「見せる化」をどうするかも、一つの方向だと思います。例えば、ROIC を定量目標で入れました。入れたときには、当然ながら、経営計画だとか予算の数値の中に、その数値が入り込むわけです。数値は入り込むけれども、その数値を経営者がスルーしてしまった時点で、そんなに見ていないという姿勢が現場の方々に伝わるわけです。すると、なかなかそこに目がいかないことが出てくるわけです。そうしたところを「見せる化」して、意識がいくような取り組みをやる必要があります。そのためにトップマネジメントが意識的に当該数値を重視している姿勢を打ち出すことも必要です。

また、実際に、工場や営業などの現場を担われている方々に、それをどう見せるかもポイントになります。例えば ROIC を向上させるにしても、自分たちがその向上に貢献するためにどのような業務とそれを示す目標指標を担っているのかということ、しっかりと認識をさせたほうがいいかもしれない。そうすると、事業部長さん、社長さんはもちろん、現場の方々にも、会計や財務を共通リテラシーとして身に付けていただく必要があるのかもしれない。こんなことを考えていただいたほうが良いのかもしれない。

また、先ほど事業ポートフォリオの中で、企業理念だとかビジョンに即したもので、将来性があるものには、積極的に投資していく必要があるとお話しました。これをどう育てていくかを考えなくてはいけないと思います。どんな理念・ビジョンを支える事業ユニットがあるのか、どんな役割を果たしているのかということ、明示しないと、恐らくそうしたことができないだろうと考えると、企業理念だとかビジョンだとか、こうしたところを共有し、より徹底していくことが、財務の数値を伸ばすことに加えて必要なポイントだと思います。ややもすると、財務の数値を優先して、そうした部分が軽視される傾向があるからです。特に、ROIC や資本コストを意識した経営をやるとしたら、この辺りも同時に徹底する必要があるところは、ぜひ認識いただきたいと思います。そうしたことを通じて、現場に浸透し、そうしたものを報酬だとか昇進に反映させていくと、非常にこれが機能していくと思います。

実際に、統計的な数値として、代表する企業の社長さんに、社員に会計ファイナンスの知識をどのくらい理解してほしいかをお伺いすると、ROE、ROA といった資本コストの数値を含め、役員の方々は理解いただきたいという意見は9割ぐらいになります。同じような形で、部長さんレベルでも、ファイナンスの概念は意識していただきたいし、ROE、ROA といった資本コストのレベルのことも、意識していただきたいとの数字が出てきます。

そうしたことを考えますと、会計リテラシーをしっかりと意識していく必要があるというところが、ここでご理解いただきたいポイントです。なぜかという、企業価値を巡って、経営者と従業員で意識ギャップが非常に大きくなっていると思っているからです。経営者の方々は、M&A で買収されるかもしれないプレッシャーもありますし、なにより、アクティビストが出てきていて、随分、経営者が見る景

色って変わってきていると思うのです。それに対して、社員の方々が、経営者ほど企業価値に対してセンシティブになってない可能性があります。ここに意識ギャップが出てくると、経営そのものが円滑に進まなくなることがあるのです。そう考えますと、社員の方々にも、ある程度企業価値創造を意識いただく必要があるというところが、お考えいただきたいポイントだと思います。

そうしたことを考えたときに、トップマネジメントと、投資家との情報の非対称性を埋めていく必要があります。そして、トップマネジメントの中でも、企業の中でも意識ギャップを埋めていく必要があるということです。先ほど申し上げた、投資家との関係を円滑にすれば、資本コストが低減することを考えると、むしろ、投資家とのリレーションが厳しくなっていくほど、資本コストは高くなるということだと思います。

代表的なお話が、先ほど申し上げたアクティビストのお話です。資金提供者、特に、投資家の方々は株式としてお金を投資して、それをどのように使うかは企業側に任せているわけです。企業側は、例えば、政策保有株式で使ったり、上場子会社で使ったり、あるいは多角化ビジネスでお金を使ったりする。あるいは、現金をため込んだりすると、投資家は不信感を描きやすくなります。今、アクティビストの方々が狙っているのはこういうポイントです。事前取締役会や経営会議で議論するなどしっかりと対応しておかないと、企業経営のサステナビリティにも影響を与えかねません。アクティビストは、株式保有率は非常に低く 1%か 3%くらいしかありません。だけど、彼らが正論を言ったりすると、パッシブの投資家も全部流れてしまう可能性があるのです。アクティビストが株主の観点から提案した「正論」に経営陣がきちんと答えることができなければ、パッシブ投資家にも自社の投資家に対する説明責任があることから、アクティビスト・サイドへの投票を余儀なくされるということが起こるわけです。そうすると、例えば、株主総会議決がひっくり返ることが出てくる場合があります。そうした点を回避するためには、彼らのアプローチを理解しておく必要があります。そのプロセスそのものは複雑ではありません。アクティビストは他の投資家と同様、株式買うわけです。続いて、面会要求します。面会要求した際に、その提案をないがしろにしてしまうと、そうした姿勢そのものがのちに起こるであろう議決権の収集をめぐる争いにネガティブな影響を与えかねません。また面会要求を受け入れたとして、事前に備えがないと大変なことになりかねません。面会要求があつて提案された経営課題が、翌日、メディアを通じて世の中に知らされることもあり得ます。メディアに出た時点で対応しようと思っても、間に合わないわけです。メディアに出る前に、事前取締役会などで、しっかりと議論ができていないと、対応できない。さらにアクティビスト・サイドに納得できる回答ができなければ、議決権をめぐる争いへと結びつく可能性が出てまいります。

よってアクティビストをはじめとする投資家がフラストレーションを抱えそうなポイント（スライド 66：投資家が不信感を抱きやすい取組み）をきちんとおさえ、事前取締役会や経営会議で議論しておくことが肝要となります。これらが要因で資本コストが高くなるし、資本コストが高くなることを無視していると、アクティビストに目をつけられてしまいます。すると、経営のアテンションが、そっちに全部いってしまい、本来、慎重に意思決定すべきことが、すごく浅はかに決められてしまうことが起こりかねないわけです。各要因が投資家の観点からどのように見えるか、資本コストにどのような影響を与えると考えられるか。こうしたことを平時に考えるメカニズムとして、資本コスト経営は重要な役割

を果たすことになるかと存じます。

そうした経営を、ぜひ徹底していただきたいというのが、申し上げたいポイントです。日本は、製品サービス市場で、非常にいいお客さまとのコミュニケーションを通じて、鍛えられてきた側面があるわけです。そうしたことを考えると、投資家とのやりとりを、より円滑にやっていくことが、ますます求められる時代になります。そのベースになる言葉が資本コストです。資本コストを意識した経営を、いかに自社の中にビルトインしてくかというのが、最後に申し上げたいポイントです。

ご清聴いただき、ありがとうございました。