

資本コストに関して経営者と投資家が留意すべきこと

花村信也(立命館大学)

2018年6月、金融庁は「投資家と企業の対話ガイドライン」(以下、ガイドライン)を公表した。本稿はガイドラインの中で1)経営環境の変化に対応した経営判断、を取り上げたい。ここでは、「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。」と指摘し、投資家との対話を企業に促している。このように、投資家との対話に際して、資本コストを意識した資本構成や手元資金の活用を含めた財務管理の方針が策定、運用されているかを論点としてガイドラインは取り上げている。

企業の資本コストは、企業の多岐にわたる意思決定、資産評価問題、および財務報告規制を考察する際の基本となるものである。そこに働いている直感は、「企業の資本コストは無リスク利率にリスクプレミアムを加えたものである」というわかりやすいものである。より多くの情報、特に企業の財務報告などを通じたより多くの公的情報の公開は、将来キャッシュフローの大きさやタイミングに関する不確実性を減少させ、したがって、リスクプレミアムをも減少させるのである。この発想は、財務報告規制や企業の自主開示政策において重要な含意を有する。より多くの情報がリスクプレミアムを減少させるという議論がいかに説得力のあるように見えても、それですべてが説明できるようになるわけではない。そこには見落としている点がある。

会計情報の開示には、企業の将来キャッシュフローに対する予測の不確実性を減らすという役割が期待されている。しかし、会計測定には不完全性が常に伴うため、会計情報自体がリスクの発生源となる。会計情報の不完全性に由来するこのリスクは、CAPMが説くところの分散可能リスクに該当するのか、それとも分散投資によっても除去できないシステムティック・リスクに該当するのであろうか。前者であるならば、会計情報(より厳密には、測定ルールを規定する会計基準)は、企業の資本コスト、すなわち、投資家が要求する期待収益率には無縁となり、投資家にとってどうでもよい存在になる。投資家が負担するリスクに対してプレミアムが与えられるのは後者に限られるからである。つまり、企業は投資家と対話をして、投資家からすれば対話は意味がないということになる。

ガイドラインは、企業に対して資本コストの理解と投資家との対話を繰り返し促しているものの、企業が開示する会計情報と資本コストの関係を理解しない限り、企業と投資家が資本コストに関していくら対話をしていても意味がないこととなる。