

「投資戦略、財務管理の方針」のための資本コスト

花村信也氏（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。ガイドラインは、1）経営環境の変化に対応した経営判断、2）投資戦略・財務管理の方針、3）最高経営責任者（CEO）の選解任・取締役会の機能発揮など、4）政策保有株式、5）アセットオーナーの5つの柱で構成される。

本稿はガイドラインの中で2）投資戦略・財務管理の方針を取り上げたい。日本企業は企業価値の向上に向けてガバナンス改革に取り組む企業もある一方で、多くの企業は経営環境の変化に応じた果敢な経営判断が行われていなく、事業ポートフォリオの見直しが十分に行われていないという指摘がなされている。その背景として、経営陣の資本コストに対する意識が未だ不十分であることや、企業が資本コストを上回るリターンを上げているかどうかについて投資家と企業の間認識の相違があること指摘されている。さらにこの点を踏まえて、投資家との対話を企業に促している。投資家との対話に際して、資本コストを意識した設備投資・研究開発投資・人材投資等が、戦略的・計画的に行わ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。

花村(2018)では、このようなガイドラインについて疑問を投げかけている。まず、CAPMの設定を利用して、リスクの2つの概念、つまり、ファンダメンタルリスク（経営者が既存の株主に代わって業務を遂行する際に直面するもの）と市場リスクの区別を検討した。ファンダメンタルリスクは市場リスクの根源であるけれども、前者は事業の収益性の不確実性から生じるキャッシュフローで定義され、後者は市場リターンで定義されて、（価格設定メカニズムの変換を通じて）期待収益性の関数となる。したがって、個別企業では、基本的な事業リスク（収益ベータ）と市場リスク（市場ベータ）の2つが存在し、企業の（リスク調整後の）期待収益性を経済全体の収益性と比較して考慮に入れる必要がある。ここまでの論証を花村(2018)で行なった。

本稿は、これに続き、投資プロジェクトを選択するための会社のハードルレートとその資本コストの間にも区別が必要となる分析を行なった。ハードルレートは特定の種類の事業を行うプロジェクトでは固定であるけれども、資本コストは同じビジネスリスクを持つプロジェクト間で異なる場合がある。価値を最大化するために、企業は、投資のハードルレートを、リスクフリーレートにファンダメンタルリスクに応じたプレミアムを加えたものと等しくなるように設定する必要がある（収益ベータ）。これとは対照的に、資本コストは無リスク金利に企業の市場リスクプレミアム（市場ベータによって決定される）を加えたものに等しいので、予想収益性に応じて、ハードルレートより高くなることも低くなることもありえる。

このような状況を踏まえるならば、NPVルールやIRRルールなどの従来の資本予算手法では、不正確な評価結果が生成される可能性が出てくる。これらの技法では、ファンダメンタルリスクと市場リスクの区別、およびそれに対応する投資ハードルレートと資本コストの区別ができていないので、その結果、評価に使用されたベンチマーク資産の収益性に応じて、投資プロジェクトや会社を過大評価または過小評価してしまう。

花村(2018)『資本コストに関して経営者と投資家が留意すべきこと』第89回証券経済学会報告論文 証券経済学会ホームページ掲載