

日本の資本コストの開示状況と課題

The disclosure and issue about the capital cost in Japan

○高 辻 成 彦* 堀 内 勉*
Naruhiko TAKATSUJI Tsutomu HORIUCHI
(○は研究代表者)

キーワード：資本コスト、コーポレートガバナンス・コード、ROIC、ROE、
TOPIX

Keywords：Capital cost, Corporate Governance Code, ROIC, ROE, TOPIX

1. はじめに

資本コストとは、企業が資本を調達・維持するために必要なコストのことである。日本では、2018年6月に東京証券取引所より示されたコーポレートガバナンス・コードの改訂（以下、改訂CGコード）により、原則5-2の規程が設けられ、上場企業各社は、自社の資本コストを的確に把握した上で、収益計画や資本政策の基本的な方針を示すとともに、収益力・資本効率等に関する目標を提示することが求められるようになった。その後、2021年6月に再改訂がなされたが（以下、再改訂CGコード）、資本コストに関する規程は、引き続き原則5-2にあり、改訂CGコードと大枠は変わっていない。本調査研究では、日本における資本コストの開示状況を明らかにし、制度改正後に残る課題を整理したい。

2. 資本コストの開示状況

2.1 開示状況

本調査研究では、2018年の改訂CGコードの原則5-2の導入により、上場企業の資本コストの情報開示がどう変わったか、2022年12月末時点のTOPIX500社を対象に、日本における資本コストの開示状況を明らかにし、制度改正後に残る課題を整理したい。調査媒体は、株主総会招集通知、コーポレート・ガバナンス報告書（以下、ガバナンス報告書）、統合報告書、有価証券報告書、決算説明資料、アニュアルレポート、コーポレートサイトをもとに調査を実施した。なお、確認する点としては、改訂CGコード原則5-2より、次の3点がある。第一は、自社の資本コストを的確に把握し、開示しているかどうか、である。第二は、収益計画や資本政策の基本的な方針を示しているか、である。第三は、収益力・資本効率等に関する目標を提

* 多摩大学大学院 Tama Graduate School of Business, Tama University

示し、開示しているかどうか、である。

第一に、自社の資本コストを的確に把握し、開示しているかどうか、である。TOPIX500社の資本コストの導入状況をみると、資本コストの記述が見受けられた上場企業は273社（割合54.6%）だった。このうち、加重平均資本コストは116社（同23.2%）、株主資本コストは65社（同13.0%）の記載だった。資本コストの実績値の開示状況をみると、加重平均資本コストは62社（同12.4%）、株主資本コストは23社（同4.6%）と、更に少ない結果となった。自社の資本コストを的確に把握しているかどうかは、資本コストの実績値を記載しているかどうかで確認できるが、TOPIX500社全体の1割前後に止まった。

表1 2022年12月末時点のTOPIX500社の資本コストの記載状況

項目	記述			実績値	
	資本コスト	加重平均資本コスト	株主資本コスト	加重平均資本コスト	株主資本コスト
記載社数(社)	273	116	65	62	23
割合	54.6%	23.2%	13.0%	12.4%	4.6%

出所：筆者作成

第二に、収益計画や資本政策の基本的な方針を示しているかどうか、である。収益計画については、単年度では、従来から上場企業の大半は、決算短信に経営者予想を開示している。複数年度では、中期経営計画がある。TOPIX500社のうち、中期経営計画の策定社数は、431社（割合86.2%）であった。中期経営計画の期間の違いをみると、2年が4社（同0.8%）、3年が256社（同51.2%）、4年が34社（同6.8%）、5年が110社（同22.0%）、6年～9年が19社（同3.8%）、10年以上が8社（同1.6%）と、中期経営計画期間としては3年が最も多く、次に5年だった。

表2 2022年12月末時点のTOPIX500社の中期経営計画の対象期間

	2年	3年	4年	5年	6～9年	10年以上	全体
該当社数(社)	4	256	34	110	19	8	431
割合	0.8%	51.2%	6.8%	22.0%	3.8%	1.6%	86.2%

出所：筆者作成

TOPIX500社の資本政策の基本方針をみると、中期経営計画の策定社数が431社（割合86.2%）であるのに対して、目標値の設定状況は、配当性向の目標値は239社（同47.8%）、総還元性向の目標値は75社（同15.0%）、自社株買いは7社（同1.4%）だった。配当性向については、中期経営計画の策定社数の半数ほどではあるものの、資本政策の中では高い実施状況だった。

表3 2022年12月末時点のTOPIX500社の資本政策の目標値の開示状況

	配当性向	総還元性向	自社株買い
該当社数(社)	239	75	7
割合	47.8%	15.0%	1.4%

出所：筆者作成

第三に、収益力・資本効率等に関する目標を提示しているかどうか、である。資本効率性に関する経営指標の導入状況をみると、中期経営計画の策定社数が431社（割合86.2%）であるのに対して、目標値の設定状況は、ROEが313社（同62.6%）、ROICが98社（同19.6%）、ROAが38社（同7.6%）であり、ROEの導入が最も多かった。また、実績値の開示状況をみると、ROEが313社（同62.6%）、ROICが100社（同20.0%）、ROAが173社（同34.6%）と、ROEの導入が最も多かった。ROEの目標値と実績値の社数は同数であるが、内訳の会社は全社同じという訳ではない。ROIC、ROAは、目標値よりも実績値の記載の方が多かった。

表4 2022年12月末時点のTOPIX500社の資本効率の経営指標の目標値・実績値の開示状況

項目	目標値			実績値		
	ROE	ROIC	ROA	ROE	ROIC	ROA
記載社数(社)	313	98	38	313	100	173
割合	62.6%	19.6%	7.6%	62.6%	20.0%	34.6%

出所：筆者作成

経年変化をみると、資本コストの関連で目立った変化がみられたのは、ROICの導入である。TOPIX500社の導入状況を累計社数でみると、2017年以前は21社だったが、改訂CGコード制定の2018年は27社（割合5.4%）、2019年は45社（同9.0%）、2020年は66社（同13.2%）、再改訂CGコード制定の2021年は110社（同22.0%）、2022年は156社（同31.2%）となっており、初回改訂時よりも、2回目の改訂時以降の方が、ROIC導入社数が増えており、改定直後ではなく、徐々に改訂効果が生じたことが分かった。一方、ROEは313社が目標値を設定しているが、資本効率の経営指標として普及している背景としては、2014年の伊藤レポートの影響が大きいと考える。

表5 2022年12月末時点のTOPIX500社のROICの導入時期

	2017年以前	2018年	2019年	2020年	2021年	2022年
累計社数(社)	21	27	45	66	110	156
割合	4.2%	5.4%	9.0%	13.2%	22.0%	31.2%

出所：筆者作成

2.2 資本コストの情報開示の類型化による課題抽出

表6 資本コスト軸での資本コスト開示の分類種類

	資本コスト軸	特徴	該当社数(社)	割合	該当例
1	資本コスト文言記載型	資本コストの文言を記載	273	54.6%	マキタ
2	加重平均資本コスト文言記載型	加重平均資本コストの文言を記載	116	23.2%	富士通
3	加重平均資本コスト実績値記載型	加重平均資本コストの実績値を記載	62	12.4%	オムロン
4	株主資本コスト文言記載型	株主資本コストの文言を記載	65	13.0%	豊田合成
5	株主資本コスト実績値記載型	株主資本コストの実績値を記載	23	4.6%	ヒロセ電機
6	資本コスト混同型	資本コストの概念を混同	1	0.2%	横河電機
7	資本コスト未記載型	資本コストの記載がない	227	45.4%	シャープ
8	資本コスト以外重視型	資本コスト以外を重視	117	23.4%	長谷工コーポレーション

出所：筆者作成

表7 資本効率性軸での資本コスト経営の分類種類

	資本効率性軸	特徴	該当社数(社)	割合	該当例
1	ROIC実績値記載型	ROICの実績値を記載	100	20.0%	コニカミノルタ
2	ROIC目標値記載型	ROICの目標値を記載	98	19.6%	テルモ
3	ROE実績値記載型	ROEの実績値を記載	313	62.6%	SMC
4	ROE目標値記載型	ROEの目標値を記載	313	62.6%	コクヨ
5	ROA実績値記載型	ROAの実績値を記載	173	34.6%	SUMCO
6	ROA目標値記載型	ROAの目標値を記載	38	7.6%	住友商事
7	資本効率性未記載型	資本効率性の記載がない	58	11.6%	ルネサスエレクトロニクス

出所：筆者作成

以上の分析結果を踏まえ、資本コストの情報開示の類型化を独自に行い、資本コストの情報開示の課題抽出を行いたい。独自分類では、資本コストを軸とした資本コスト軸8種類と、資本効率性を軸とした資本効率性軸7種類とに分ける。これら15種類の分類は、1社につき1種類しか該当しない訳ではなく、複数の種類が該当する場合もある。また、本来、2つの軸は片方だけあれば良い訳ではなく、それぞれが必要なものである。理由としては、加重平均資本コストはROICと、株主資本コストはROEと対の関係にあるためである。

2022年12月末時点のTOPIX500社の資本コストの情報開示の類型の特徴をみてみたい。先ず、資本コスト軸でみると、資本コスト文言記載型は273社（割合54.6%）と半数以上を占める一方で、加重平均資本コスト文言記載型が116社（同23.2%）、株主資本コスト文言記載型が65社（同12.4%）と、資本コストの具体的な内容に言及している上場企業はより少なくなっている。

例えば、資本コスト文言記載型の該当例であるマキタは、2021年度の有価証券報告書にて、保有目的が純投資以外の目的である投資株式について、「取締役会において、定期的に個々の銘柄について、保有の意義や、資本コストを踏まえた経済合理性等を精査し、中長期的な観点から保有の適否を検証します。」と記載し、資本コストそのものに関する言及はしているが、加重平均資本コストなのか、株主資本コストなのかまでは言及しておらず、どちらに基づいた対応を行っているかは開示内容からは不明である。また、マキタの場合、保有株式に関する記述であり、果たして投資案件などで資本コストの概念を活用しているかは不明である。従って、加重平均資本コストに基づいているのか、株主資本コストに基づいているのかを言及しないことには、何を基準にしているかが外部から把握することができない問題点がある。

加重平均資本コスト文言記載型である富士通は、2021年度の有価証券報告書にて、「当社グループは、事業や国・地域毎の特性やリスクを加味し、株主資本コストと借入コストの加重平均として資金調達コストを算定し、これに基づいて各事業における投資意思決定や回収可能性の判断を行っています。」と明記していることから、加重平均資本コストを会社の資本コストとして採用していることが分かる。また、株主資本コスト文言記載型である豊田合成は、2021年度の有価証券報告書にて、「当社グループは2018年5月に公表した「2025事業計画」でROE10%を目標として掲げました。これは、株主資本コストを安定的に上回るROEを達成することで株主価値を向上させていくこと、加えて現在の資本市場において当社グループが選ばれるために必要な資本効率を達成することを目的として設定したものです。」と明記していることから、株主資本コストを会社の資本コストとして採用していることが分かる。ただし、両タイプに共通していることは、文言から資本コストの基準として使われていることは分かるものの、実際にどれくらいの基準で設定されているのかは外部からは不明である。

これに対して、加重平均資本コスト実績値記載型は62社（同12.4%）、株主資本コスト実績値記載型は23社（同4.6%）と、双方の文言記載型よりも社数は減るものの、実績値の記載があるため、具体的な基準を把握することが可能である。例えば、加重平均資本コスト実績値記載型であるオムロンは、2021年度の有価証券報告書にて、「当社グループでは、VG2020期間を通じて実行した変化対応力の強化や事業ポートフォリオの組み替え、さらにはサステナビリティ課題への取組みなどにより、株価の安定や資本コストの低減が見られます。これらを考慮し、2021年度以降の想定資本コストは、5.5%と設定しました。引き続きROICの改善と資本コストの低減により企業価値の向上につとめます。」と明記していることから、加重平均資本コストの実績値を5.5%と想定していることを把握することが可能である。また、株主資本コスト実績値記載型であるヒロセ電機は、2021年度の統合報告書にて、「当社の株主資本コストは2020年3月末では6%程度としており、株主の皆様への期待にお応えする目標として捉えています。」と明記していることから、直近の情報ではないものの、株主資本コストの実績値を6%と想定していることを把握することが可能である。

このように、上場企業各社の資本コストの把握状況は、資本コストの文言のみでは、具体的にどの資本コストを基準にしているかが分からず、具体的な資本コストの文言が記載されていても、実績値がどれくらいとみているのかが開示されていないと、どれくらいの基準で資本コストを捉えているのかが外部からは不明である。外部の株式アナリストや機関投資家は資本コストを独自に算定していることから、その違いを把握することは困難であり、情報開示の視点では、実績値を開示した方が資本コスト経営の具体性の把握が可能である。

この他の方式としては、資本コスト混同型がある。これは、資本コストの概念を混同しているタイプである。明確に該当すると判明したものは1社（0.2%）のみで、横河電機が該当する。横河電機の2021年度の統合報告書では、「2021年度のTSRは株主資本コスト（WACC）を下回りました。AG2023の基本戦略のもと、ROICひいてはROEの向上に向けてビジネス成長を加速させていきます。」とあり、加重平均資本コスト（WACC）と株主資本コストを同一に扱った記述が見受けられる。

資本コスト文言記載型は、資本コストの文言しか確認できないため、実際には資本コスト文言記載型の中に資本コスト混同型である上場企業が存在する可能性もリスクとしてはある。例えば、日清製粉グループの2021年度有価証券報告書の記載情報では、「資本コストを上回る自己資本利益率（ROE）の確保・向上に努めてまいります。」との記述があるが、この場合、資本コストは株主資本コストのことを指していると考えられる。しかし、同じ有価証券報告書の中で、加重平均資本コストを指すと思われるところにも「資本コスト」と記述しており、加重平均資本コストと株主資本コストの区別が曖昧になっており、資本コストの概念を混同している可能性も否定はできない問題がある。

また、資本コスト未記載型は、資本コストの記載がないもので、227社（同45.4%）ある。該当例としてはシャープがある。資本コストの記載がないため、果たして資本コストを社内で行っているかどうかも含めて外部からは把握することが困難である。また、未記載であるため、資本コストの理解がどれだけ浸透しているかを把握することも困難である。

資本コスト軸の最後は、資本コスト以外重視型である。文字通り資本コスト以外を重視しているタイプで117社（同23.4%）あり、利益や売上高を指標として重視しているものである。該当例としては、長谷工コーポレーションがある。長谷工コーポレーションの2024年度まで

の中期経営計画をみると、経常利益の目標値は記載されており、利益重視であることは分かるものの、資本コストに関連する指標の記載はなく、資本コスト以外の項目を主要経営指標として据えている。

一方、資本効率性軸でみると、ROIC 実績値記載型が 100 社(同 20.0%)ある。該当例としては、コニカミノルタがある。コニカミノルタの 2021 年度の統合報告書を見ると、毎年の ROIC の実績値が記載されており、2021 年度の実績値は -1.8% と記載されている。また、ROIC 目標値記載型は 98 社(同 19.6%)あり、該当例としてはテルモがある。テルモが 2021 年に公表した 5 カ年の中期経営計画によると、5 年で ROIC10% 以上を目指すとしてしている。ROIC の実績値は外部からも計算が可能である。しかしながら、目標値は開示しないと、どれくらいの資本効率性を追求しているのかが不明である。

また、ROE 実績値記載型は 313 社(同 62.6%)、ROE 目標値記載型も 313 社(同 62.6%)あり、資本効率性の指標の中では ROE が最も普及している。ROE 実績値記載型の該当例は SMC がある。SMC は中期経営計画を公表していないため、ROE の実績値は算定し公表しているものの、ROE の目標値は公表しておらず、どれくらいの資本効率性を追求しているのかが不明である。ROE 目標値記載型の該当例はコクヨがある。コクヨの 2024 年に向けた 3 カ年の中期経営計画によると、2024 年に ROE8% の達成を目標値に設定している。ROE は ROIC 以上に理解しやすい概念のため、外部からでも算定は可能であるものの、目標値は開示しないと、外部からは資本効率性の追求度合いが不明である。

ROA 実績値記載型は 173 社(同 34.6%)、ROA 目標値記載型は 38 社(同 7.6%)あるが、ROE に比べると利用の度合いは少ない。特に目標値を設定している上場企業が ROIC 以上に少ないのが特徴である。ROA 目標値記載型の該当例は住友商事があるが、ROA 目標値記載型の場合、ROE など、他の資本効率性の指標も目標値に据えていることが多い。住友商事の場合、2023 年度に向けた中期経営計画にて、ROA と ROE 双方とも目標値を設定しており、2023 年度に ROA4% 程度、ROE10% 以上を目指すとしてしている。ROA の場合、ROE や ROIC と一緒に設定することが多いため、資本コスト経営の中でメインの柱になることはほぼないと考える。

最後が資本効率性未記載型である。文字通り資本効率性の記載がないタイプであり、58 社(同 11.6%)と少ないものの一定社数が存在する。該当例としては、ルネサスエレクトロニクスがある。ルネサスエレクトロニクスは営業利益率を経営の中で重視しているため、資本効率性の目標値などの開示はなされていない。

3. 制度改正後に残る課題

3.1 東京証券取引所による改定 CG コード原則 5-2 の FAQ

このように制度改正を行ったものの、制度改正後に残る課題として 4 点挙げられる。第一は、東京証券取引所による改訂 CG コード原則 5-2 の FAQ (Frequently Asked Questions、よくある質問)である。東京証券取引所は、改訂 CG コード原則 5-2 の FAQ にて、資本コストの開示を任意開示の範疇としており、義務は課していないため、曖昧な要請となっており、上場企業各社の資本コストの開示も進んでいないことが考えられる。

3.2 資本コスト経営の導入可否の不明瞭

第二に、資本コスト経営の導入可否の不明瞭である。資本コスト経営とは、資本コストを上回るリターンを持続的に創出する取り組みである。資本コストをハードルレートとして設定し、ハードルレートを上回るリターンを得るような経営を行う。資本コストの文言や数値により、資本コストを上場企業として認識しているか、資本コストを開示しているかは確認できる。しかしながら、資本コストの開示＝資本コスト経営の導入ではない。資本コストを開示していても、資本コスト経営を行っているかどうかは外部からは分からない。従って、資本コスト経営を行っていることが外部からも明確に分かるような制度改正の周知内容でなければ、実施後の制度設計の検証が行いにくい問題がある。

3.3 資本コストの中身の不明瞭

第三に、資本コストの中身の不明瞭である。資本コストの開示義務がないことから、資本コストの中身が加重平均資本コストなのか、株主資本コストなのかの検証が外部からはしにくくなっている。対応する資本効率性（ROIC、ROE など）が経営指標に据えられていれば、加重平均資本コスト、株主資本コストのどちらか、或いは両方がその上場会社のハードルレートに設定されているかの推測は可能であるものの、上場企業側が文言で明示しなければ、外部からは分からない問題がある。

3.4 資本コスト算定のメリットの不明確さ

第四に、資本コスト算定のメリットの不明確さである。上場企業側の場合、企業価値評価の実施やそれに伴う資本コスト算定は実務上、行う必要性がない。実務上、自社の活用機会に乏しいことが、資本コストの理解が広がりにくい一因として考えられる。

【参考文献】

- ・金融庁（2019）「記述情報の開示の好事例集 2018 年度版」金融庁
- ・金融庁（2019）「記述情報の開示の好事例集 2019 年度版」金融庁
- ・金融庁（2021）「記述情報の開示の好事例集 2020」金融庁
- ・金融庁（2022）「記述情報の開示の好事例集 2021」金融庁
- ・金融庁（2023）「記述情報の開示の好事例集 2022」金融庁
- ・経済産業省（2014）「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（伊藤レポート）最終報告書
- ・東京証券取引所（2018）「コーポレートガバナンス・コード（2018 年 6 月版）」東京証券取引所
- ・東京証券取引所（2021）「コーポレートガバナンス・コード（2021 年 6 月版）」東京証券取引所
- ・東京証券取引所（2023）「資本コストや株価を意識した経営の実現に向けた対応等に関するお願いについて」東京証券取引所
- ・TOPIX500 社 株主総会招集通知、コーポレート・ガバナンス報告書、統合報告書、有価証券報告書、決算説明資料、アニュアルレポート、CSR 報告書、コーポレートサイト

