

寄稿<sup>®</sup>

# 統合報告書を読み解くヒント<第1弾>

## ～ 企業価値の拡大と資本コスト ～

大阪公立大学大学院経営学研究科 教授

宮川 壽夫

### ■ 企業価値拡大のメカニズム

ここ数年のことだが、企業の統合報告書を読んでコメントを求められたり、統合報告書のステークホルダー・ダイアログへの参加や寄稿といったご依頼をいただくことがある。統合報告書を発行する企業は年々増加し、報告書のボリューム自体も年々厚くなっている。よほどの興味と好奇心を携えていない限り1ページ目から最後まで丁寧に読破するにはなかなか骨が折れるが、各社が統合報告書の上に凝らした趣向を味わうことはなかなか興味深い経験でもある。一方で、画一的だったり散漫だったりという点に気づくこともある。

統合報告書の構成要素は幅広く、その内容はリッチだが、もともとCSR報告書や環境報告書などによって分散していた情報を「財務情報」と「非財務情報」という切り口から企業価値向上のストーリーとしてまとめることを目的としている。したがって、結局のところターゲットとするメインの読者層はプロの機関投資家やアナリストに違いない。

私が統合報告書に感じる画一性や散漫さは「価値創造ストーリー」を掲げながら、企業価値拡大のメカニズムに沿ったその企業独自の因果律を見えにくくしている。本稿では少し変わった視点から企業価値拡大の基本に立ち返り、統合報告書への何らかの示唆を導き出したいと考えている。ファイナンス理論の視点をを用いるが、本稿では一切の数式を使わず、言葉だけでわかりやすく説明したい。

まず前提を共有しておきたいのだが、企業価値とは企業が将来獲得すると予想するキャッシュフローを資本コストで割り引いた現在価値のことをいう。その現在価値が株価に反映され、株式市場で観測されることが原則になっている。したがって企業価値が拡大するメカニズムとは、分子のキャッシュフローが拡大するか、分母の資本コストが小さくなるか、いずれかということだ。

### ■ 企業価値を考える上での出発点

さて、そこで問題です。もしも現在の株価にすべての情報が常に瞬間的に織り込まれているとしたら株価は今後どのように推移するでしょうか？ 次の選択肢から選んでください。

- (ア) 動かない
- (イ) 徐々に上昇する
- (ウ) 徐々に下落する
- (エ) でたらめに動く

答えは(エ)。もしも現在の株価にすべての情報が織り込まれているなら、次に出てくる誰も知らない情報によってしか株価は動かない。次にどんな情報が出て来るかは誰も知らないので、株価が上がるか下がるかを現時点で予想することは不可能だ。こうして連続的に誰も知らない新たな情報が出てきてそれを株価がすべて瞬時に織り込むとすれば株価の動きはランダムとなる。このようにすべての投資家がすべての情報を知った上で(難しい表現を使うと「情報の非対称性」が存在しない上で)瞬間的に株式

の売買ができる市場のことを完全（競争）市場と呼んでいる。完全市場において株価はランダムウォークする。もちろん完全市場というパラレルワールドは現実の世界にはない。しかし、多くの人が忘れてのことだが、企業価値の計算は実は完全市場を前提としている。

株価がランダムウォークするなら先を見通すことは不可能だ。明日のことは明日が運んで来るまで待つしかない。しかし、われわれ人類はランダムな現象の総和が正規分布に近似して起きるという法則を発見した。正規分布を表す確率密度関数の公式は、人によってはちょっとおどろおどろしい姿に見えるが、言っている結論はむずかしいものではない。すなわち、平均的なこと（つまりは「普通」のこと）は頻繁に起こり、平均から離れると「異常」と呼ばれ、異常なことは滅多に起きないという法則だ。

### ■改めて考える資本コストの正体

株価がランダムであるなら株価収益率も正規分布に従う。この法則によって得られることは、過去の株価の平均収益率（だいたいどれくらい儲かるか）とその不確実性（どれくらいの幅でばらつきがあるか）を標準偏差によって計算するという知恵だ。この標準偏差をもとに企業の資本コストが設定されることになる。ファイナンス理論では不確実性やばらつきのことをリスクと呼んでいる。つまり資本コストはリスクを表す指標である。

だから言うまでもないことだが、資本コストは企業が行う事業によって異なる。たとえばバイオベンチャーの収益の不確実性はJR東日本に比べると大きい。新薬の開発に成功すれば大きな収益を獲得できるが、失敗すれば投資金額は水の泡となる。一方、JR東日本の乗降客が突如半減したり、

あるいは倍増したりすることは考えられない高いリスクを取ることができる投資家はバイオベンチャーの株主になり、それほどのリスクを取れない投資家はJR東日本の株主となる。投資家は自分が負うことのできるリスクに応じて投資を行っているわけだ。

資本コストは割引率、ハードルレート、投資家要求利回りなどと呼ばれることがある。すべては同じ意味だ。将来のキャッシュフローを割り引いて現在価値にするから割引率と呼ばれ、また、経営者から見た場合は事業プロジェクトへの投資を行う場合に乗り越えなければならないハードルとなる。一方、株主の視点からすると、投資した企業に対して要求できる最低限の利回りという意味で投資家要求利回りと呼ばれる。

### ■資本コストの低下という誤謬

ときどき「企業価値を拡大するために資本コストを低下させる」という話を聞くことがある。資本コストは上記のように決められているので、資本コストは経営者の責任ではないし、経営者が何らかの努力によって引き上げたり、引き下げたりするものではない。ただ、現実が完全市場でないなら、先述した企業価値式に従うと、分母の資本コストを低下させることによって企業価値を拡大させることが可能かもしれない。

しかし、株主が要求しているのはその企業の資本コストに対して、つまり自分が負ったリスクに対して正当な見返りを得ることであって、彼らの目的は資本コストの低い企業の株主になることではない。仮にある株主が投資していた企業の資本コストが低下したとすれば、彼は当初と同じような資本コストを持つ別の企業に乗り換えることになるだろう。

となると、企業が投資家を呼び込めるかどうかは分子のキャッシュフローをいかにして拡大するかという予見可能性を高める努力にかかっている。キャッシュフロー拡大の予見可能性を高めるというのは、端的に言えばトップラインを成長させる競争優位を持っていることを意味する。その競争優位を発揮するために、どこにどのような投資を行い、その投資をどのようにして回収するかという因果律が株主・投資家にとって最重要の関心事だ。企業の投資資金は株主の出資によって賄われている。すなわち、企業が遣うお金よりも多くのお金を獲得することができれば株主が受け取るキャッシュフローが拡大する。

統合報告書は豊富な情報と美しいデザインで飾られているが（私はその工夫を凝らした美しいデザインを味わうのがわりと好きですが）、肝心なことは将来のキャッシュフローを獲得するシナリオがシンプルにわかりやすく表現され、投資家の予見可能性を高められるかどうかという一点にしかない。と言っては過言だろうか。過言であるかもしれないが、少なくともこのシナリオが読み取れない統合報告書は作るだけ無駄になってしまう（これは過言ですね）。

※第二弾は5月25日掲載予定です

### 宮川壽夫（みやがわひさお）

大阪公立大学大学院経営学研究科 教授

筑波大学大学院博士後期課程修了。博士（経営学）。専門はコーポレートファイナンス理論の実証研究。野村證券、米国トムソンフィナンシャルを経て2010年より大阪市立大学（現大阪公立大学）に専任。主な著書に『企業価値の神秘～コーポレートファイナンス理論の思考回路』2016年（中央経済社）『配当政策とコーポレートガバナンス～株主所有権の限界』2013年（中央経済社）他論文多数。