

日本企業の資本配分と資本コスト経営

一橋大学大学院 経営管理研究科経営管理専攻 准教授

加賀谷哲之



1. はじめに

本稿の狙いは、日本企業の資本配分の特徴を明らかにしたうえで、持続的な企業価値創造に向けて克服すべき課題について整理することにある。希少な資源をどのような事業やプロジェクトに配分していくかは、企業価値創造にあたっての最重要課題の一つである。しかしながら、日本企業が企業レベルでそうした資本配分をいかに実践しているかを示す証拠やそれに基づく議論は必ずしも十分に検

討されてこなかった。特に以下の2つの観点でこうした証拠の整理やそれに基づく討議が重要であると考ええる。

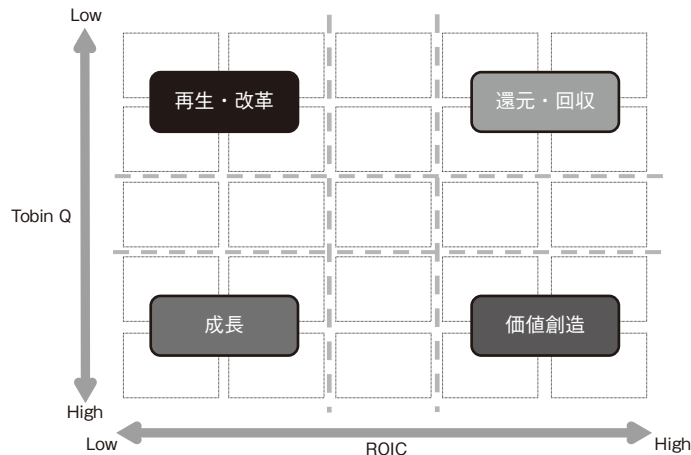
第1に、日本でも近年にわかにアクティビストの活動が活発化し、これまで以上に資本の規律についての重要性が高まっている点である。かつては安定株主に支えられ、株主総会で会社が提案する取締役会議案、配当議案などが否決されるケースは皆無であったが、近年では政策保有株式の売却などを背景として会社提案の議決に十分な賛成票が集められないケースが散見されるようになっている。また投資コミュニティのパッシブ化の進展に伴い、株式所有比率は必ずしも高くないが、資本の規律に基づく提案を行うアクティビストの影響力がより強くなっている。日本企業の資本配分をめぐる特徴を整理することで、そうしたアクティビストにいかに対峙していくべきかについての示唆を得たいと考えている。

目次

1. はじめに
2. 日本企業の資本配分の実態
3. 資本配分機能向上に向けた資本コスト経営
4. 二律背反を超えた資本コスト経営の実践に向けて

(図表1) 各国における企業ポートフォリオに関する分析視点

各国の上場企業を、グローバルレベルでの5分位ROIC、5分位Tobin Qに基づき分類し、収益力と成長機会の実態の差やそれに基づき投資行動の差異を分析。



第2に、株主資本主義の是非をめぐる議論が活発化している点である。日本ではかねてより企業経営において株主をより中核においた経営を目指すべきか、すべてのステークホルダーに遍く目配りをした経営を目指すべきかについて喧しい議論が展開されてきた。2019年に米国の経営者から構成されるビジネスラウンドテーブルにおいて、より企業の理念や目的に照らして、より長期的な視点に重きをおいた経営が必要であることが提言されるなど、日本に比べて株主に重きを置いた経営を展開してきたといわれる米国や英国において株主以外のステークホルダーへの目配りを重視することが検討されている。これらの議論を契機に、日本でも再び株主をより重視すべきか、ステークホルダーを遍く目配りをした経営を実践すべきか揺れている。本稿で

は、過去30年間における日本企業の資本配分をめぐる現状についての実証的な証拠を提示することで、より客観的な観点から日本企業のあるべき姿についての示唆を得たいと考えている。

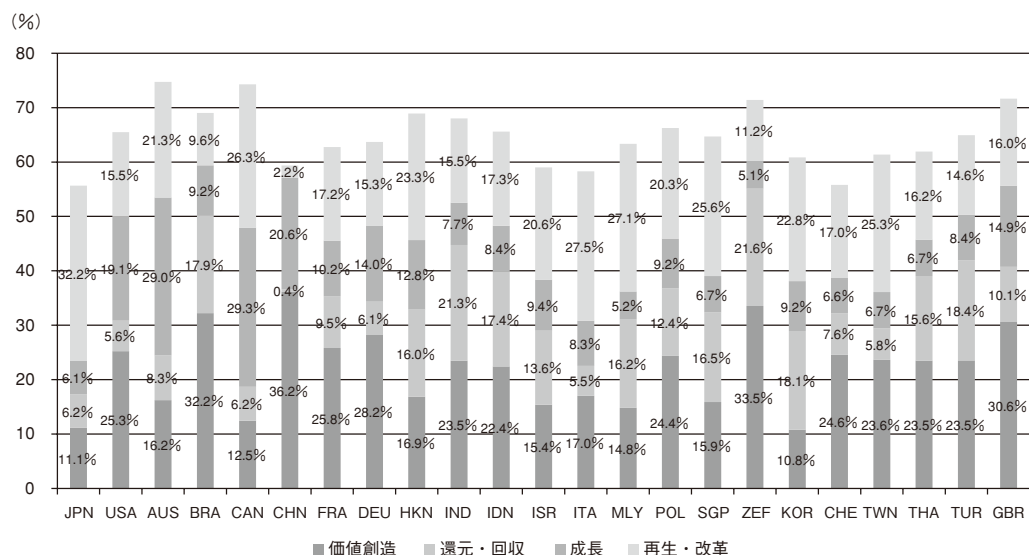
2. 日本企業の資本配分の実態

(1) 資本配分の国際比較

ここでまず日本企業における資本配分の特徴を分析するため、2つの経営指標に注目する。一つは投下資本利益率、いま一つはTobin Qである。前者は投下資本を現時点でどれほど利益に結び付けることができているかを示す指標であり、後者は投下資本をどれほど将来の利益やキャッシュ・フローに結び付けることができると期待されているかを示

(図表 2) 主要諸国における企業ポートフォリオの現状 (1987—2017)

日本は相対的に「再生・改革」(低ROIC・低Tobin Q)に含まれる企業の割合が高い。23カ国中もっとも割合が高い。また「価値創造」(高ROIC・高Tobin Q)に含まれる企業は最下位グループ(下位2位)。



※上場企業全社をGlobal基準値をベースに配置。各セルの割合を表示。

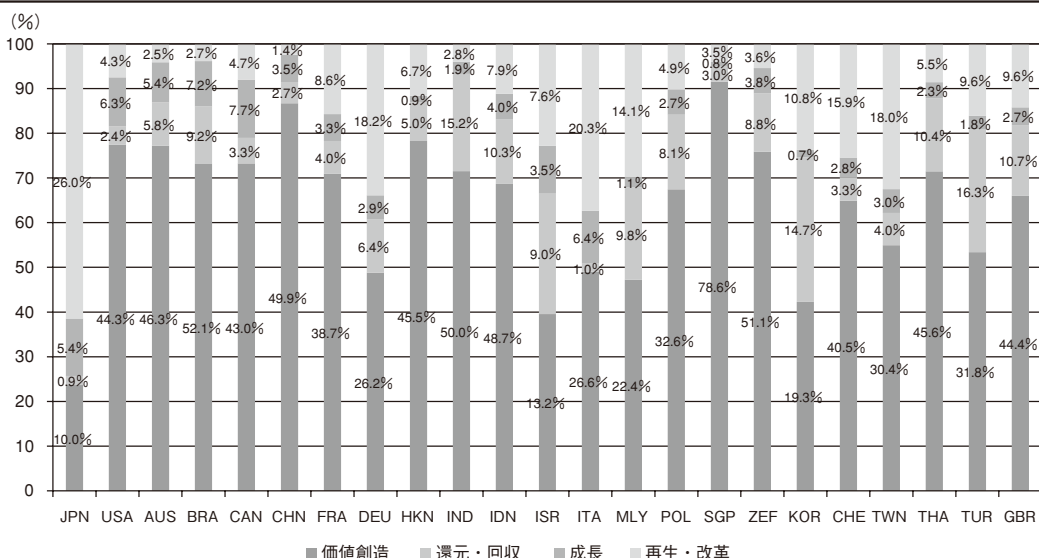
す指標である。2つの指標はどちらも企業が資本配分を決定するにあたって、資金提供者に対して説明責任を果たすことができているかを検討するにあたって重要な指標である。

本稿では、これらの2つの指標を活用し、各国・地域といった経済主体の資本配分の取り組みを視覚的に示すため、Boston Consulting Groupが提供したProduct Portfolio Managementを援用したい(Henderson 1970)。同研究では、マーケットの成長性と市場シェアを基礎に企業が手掛ける製品を4つの次元で整理し、企業の資本配分のあるべき姿を整理している。本稿では、企業を分析対象として経済全体の資本配分が

企業内・間で効率的に実践されているかどうかを確認したいことから、縦軸に投資機会を示すTobin Q (企業のエンタープライズバリューを資産の再調達原価で割った数値)、横軸に投下資本に対して適切な利益を生み出しているかを示すROIC (EBIT/投下資本) をとり、各国・地域ごとに5分位でサンプルを区分した(図表1)。特徴がとらえにくい第3五分位に属す企業群を除いたうえで、便宜上QとROICがともに高い企業群を「価値創造」群、Qは高く、ROICが低い企業群を「還元・回収」群、Qは低く、ROICが高い企業群を「成長」群、QもROICともに低い企業群を「改革・再生」群とここでは名づけるこ

(図表 3) 各グループにおける長期投資の割合 (1987-2017)

日本は4つの企業グループのなかで、「再生・改革」グループがもっとも多くの「資本的支出+他資産への拠出」を行っている。
他国の多くは「価値創造」グループが実施。



※各グループの「資本的支出+他資産への拠出」を全上場企業の水準で割った数値を4グループの百分比で表示。

とにした。各国・地域ごとにどのように企業が分布しており、より多くの資本を活用しているのか、どのような源泉から資本を獲得しているのかを分析することで、各国・地域における資本配分の特徴を示していきたい。

こうした分析を行うため、ここでは Thomson Reuterが提供している Worldscope のデータベースから必要なデータを収集する。収集にあたっては1987~2017年までに必要なデータが5,000社・年以上入手できる23か国・地域（日本、アメリカ、オーストラリア、ブラジル、カナダ、中国、フランス、ドイツ、香港、インド、インドネシア、イスラエル、イタリア、マレーシア、ポーランド、

南アフリカ、韓国、スイス、台湾、タイ、トルコ、イギリス）にフォーカスをあて、各国・地域におけるマトリックス上でのポジション、分布の状況を明らかにしていきたい。ワールドワイドでのサンプルサイズは663,738社・年である。このうち上記23か国・地域に含まれる634,336社・年を活用し、まずはそれぞれのTobin QとROICを算出し、5分位の基準となる比率を算出した。次に当該数値を活用して、各国で上場している企業の中でどれほどの割合がそれぞれのセルに含まれるかを算出し、1987-2017年で各国・地域で情報が入手できる全上場企業の中で、「価値創造」群、「還元・回収」群、「成長」群、「改

革・再生」群に含まれる企業がどれほどの割合を占めるかを集計した。

図表2では、「価値創造」群、「還元・回収」群、「成長」群、「改革・再生」群それぞれの割合を各国・地域ごとに示している。日本では、他国・地域と比べて「改革・再生」群の比率が高く、上場企業の32.2%がそこに属している。23か国・地域でもっとも高い水準である。一方で、「価値創造」群は11.1%で23か国・地域中22位と韓国について低い水準にある。「成長」群は6.1%で同21位と南アフリカ、マレーシアに次いで低い水準にある。「価値創造」群と「成長」群を合わせた場合、日本は17.2%とアメリカなどの半分以下であり、最下位のポジションである。

図表3では、「価値創造」群、「還元・回収」群、「成長」群、「改革・再生」群それぞれが資本的支出やその他資産への投資について、上場企業全体の中でどれほどの金額を投資しているのかについて、表示している。日本では「価値創造」群による資本的支出等は全体のわずか10%に過ぎず、「改革・再生」群がその2.5倍強の26%の資金を活用している。アメリカでは、「価値創造」群が全体の44.3%、4つの群の中で占める割合が9割を占めるなど、同国経済の成長を担う役割を担っていることが確認できる。

こうしてみると日本では収益性が低く、成長に対する期待が小さな「改革・再生」群に属する企業の多くが長期投資を行っており、収益性も成長に対する期待も高い「価値創造」

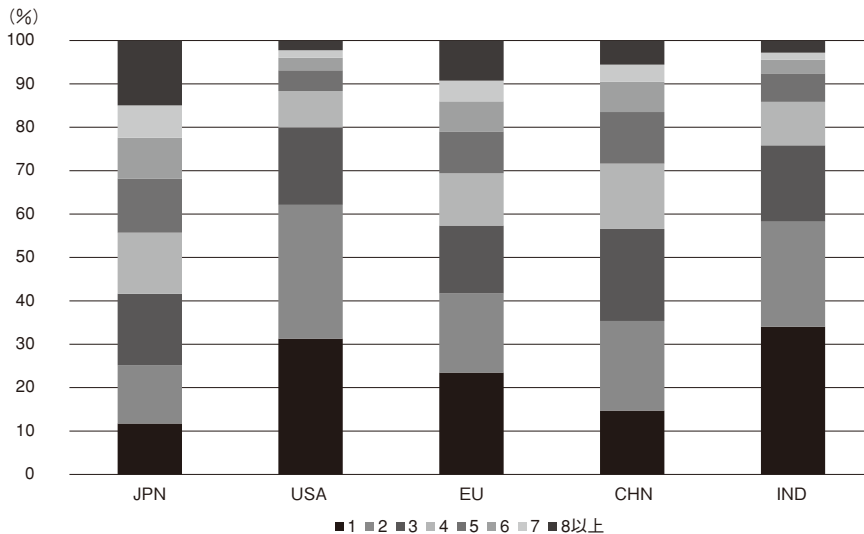
群、「成長」群に属する企業群の長期投資のプレゼンスが相対的に小さいことが確認できる。

(2) 安定化装置としての配当政策と多角化方針

なぜ日本では「価値創造」群に属する企業の長期投資のプレゼンスが低く、「改革・再生」群に属する企業のプレゼンスが高い状態が継続しているのか。資本市場のメカニズムに基づけば、「改革・再生」群に属している企業は、資金が回らなくなり、撤退や事業売却、場合によっては他社の経営傘下に入ることを余儀なくされるなど、企業を継続させることが困難となる可能性が高い。また資金が確保できたとしても、収益性が低く、成長性が期待されていない企業に資金を滞留させるより、より収益性が高く、成長性が期待できる企業に資金を割り当てることを投資家が優先するのだとすれば、低収益性、低成長性の企業から資金を回収し、高収益性、高成長性の企業に投資することになることが期待される。結果として経済全体で「改革・再生」群に属する企業の長期投資のプレゼンスが大きい状態が持続しにくいものと推測される。日本で「改革・再生」群に属する企業の長期投資のプレゼンスが高い状態が続いているのは、低収益性、低成長性でも安定的に資金を確保・維持できるメカニズムが企業経営にビルトインされているからに他ならない。

こうしたメカニズムの1つは、安定的な株

(図表 4) 多角化の程度



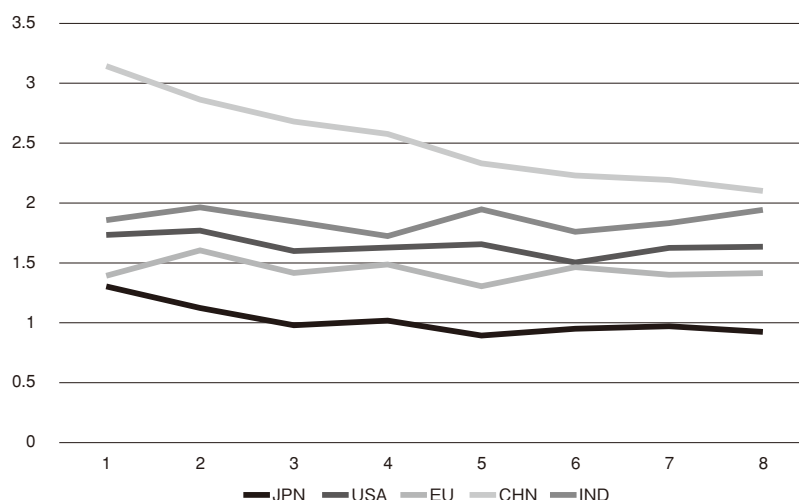
主還元政策である。日本企業は他国企業とは異なり、有配企業が多数を占める反面、配当性向3割に固執しているケースが多く、たとえ成長機会に対する高い評価を得ていない場合でも、低い資本生産性に基づき創出された利益の3割を配当することで、株主に対する説明責任を果たしていると考える経営者が相対的に多い。この結果として、資本生産性が低く、成長機会が多くない企業でも一定の資金を留保し、長期投資に割り当てることが可能となる。

さらに日本企業は他国企業と比べて多角化している点も、「改革・再生」群に属する企業が長期投資を持続できる要因となっている。多角化の程度が高いほど、有利子負債の調達能力が高まることを先行研究は示している (Lewellwn 1971 ; Berger and Ofek

1995)。また金融危機など外部からの資金調達が困難になっている状況にあるほど、債務の調達能力を高め、多角化企業は価値創造を実現できることが先行研究にて示されている (Kuppuswamy and Villalong 2016)。仮に収益性が低く、成長機会がそれほど多くなくとも、多角化している他部門から資金を確保することが可能となり、結果として長期投資を持続できる可能性が高まる。

ここで日本企業と他国企業の多角化の程度と価値指標との関係について検討していくことにしよう。分析にあたっては、Thomson Reuterが提供しているWorldscopeのデータベースを活用し、各国・地域に上場する企業の多角化度と価値指標との関係を検討する。検討にあたっては、各社ごとにWorldscope上での割り当てられているSICコード (標準

(図表 5) 多角化の程度に基づく TOBIN Q の中央値



産業分類コード) を活用し、各国・地域ごとに上場する企業の活動する産業数をそれぞれカウントした。図表 4 に結果を示している。日本では 4 割近くの上場企業が 3 つ以上の産業で活動しているのに対して、欧州や中国では 3 割、米国やインドでは 1 割前後となっており、相対的に日本の上場企業は多角化が進展していることが確認できる。

さらに SIC コードに基づく産業数ごとにグループをつくり、Tobin Q が産業数ごとにどのように異なるか、日本と他国とで比較をしている。図表 5 には、産業数ごとのグループの中央値を示している。日本の上場企業は多角化の程度が低い場合でも Tobin Q は低い状態にあるが、5 つ以上の産業で事業を展開している企業の同比率の中央値は 1 を下回っており、そうした企業の半分以上は資金提供者が資金を供与した時点と比べて価値を高める

ことができていない。紙幅の関係でここでは図表そのものは示さないが、日本では 5 つ以上の産業で活動して企業の場合、ROIC も同水準の多角化している企業と比較すると相対的に低い水準にあり、多角化の程度が高い企業ほど投下資本を有効に活用できていないことが確認できる。

外部資金提供者と経営者の間には情報の非対称性があり、動機の違いが存在するがゆえに、経営者が外部資金を活用して成長機会に応じてより効率的に資金を配分するためには一定のコストが発生するものと想定される。企業が多角化をしている場合には、内部資本市場に基づく資本配分が可能であり、仮に経営者が成長機会により効率的に資本を配分しようとするならば、情報の非対称性などが原因で生じる外部資金調達コストの増大を回避して、効率的に投資を实践することが可能と

なる。一方で、内部資本市場に基づく資本配分が可能となることで、経営者は自らの帝国を築くため、あるいは自らの効用を最大化するために行動し、結果として過剰投資や過少投資を招く可能性もある（Matsusaka and Nanda 2002）。日本にはそもそも他国に比べて多角化を行っている企業が多く、それらの企業が長期的に低い資本生産性にとどまっている。企業を継続させる安定化装置としての多角化が「改革・再生」群における長期投資を持続させ、結果として日本では収益性が低く、高い成長性が期待されていない企業のプレゼンスが大きい状況が持続していると考えることができる。

■ 3. 資本配分機能向上に向けた資本コスト経営

上述した通り、日本企業の安定的な株主還元は、株主への配分を抑制させ、多角化方針は有利子負債の調達能力を引き上げる他、単一事業で運営されている場合と比べると資金制約に直面しにくいなど企業の継続能力やリスクや危機に対するレジリエンスを高めていることが推測される。一方でそうした取り組みそのものは、資本市場が従来行っている、より収益性が高く、成長性が高い企業に資本を優先的に配分し、経済全体の付加価値創造を効果的に実践するといった機能を弱体化させ、国富そのものを毀損させることに結び付く。

企業レベルでみれば、上述した安定化装置としての株主還元方針や多角化方針は株式市場からの低評価を招く可能性がある。そもそも資本市場において株主は創出された利益の一定割合を還元していることを求めているとは限らず、自らが拠出した資金を効率的に活用できるのかが重要である。そもそも資本市場で活動する株主は資本生産性が低い、あるいは成長が期待できない企業に資金を滞留させておくことは好まない。

また多角化に対しても株主はポジティブに評価しない傾向がある。そもそも株主は分散投資を行うことで、企業が行うより低コストで自らのリスクを分散させることができることから、専門企業への投資を好む傾向がある。このため、多角化を行うことで企業の資本生産性や成長機会をより増大させることが期待できなければ、株主からの理解を得ることは困難である。とりわけ多角化を行っている企業の価値を評価・分析するためには、専門企業以上に多くのコストがかかる。たとえば株式を分析し、それを投資家に提供することを主たる業務とするアナリストもセクターごとに担当が決まっており、複数のセクターにまたがる銘柄はポジティブな評価を得にくい側面もある。この結果、たとえ多角化が専門企業の組み合わせ以上の価値を生み出すような展開をしている企業でさえ、ポジティブな評価が得にくい傾向がある。

上述した株主還元や多角化方針を背景とした株式市場からの低評価は、アクティビスト

からの積極的な提案を招きやすい。株主のロジックから現在の経営陣による経営が投資家にとって望ましいものになっていないことを主張しやすく、他の投資家からの賛同も得やすいためである。仮に会社側がそうした株主のロジックに対して合理的な反論ができない場合には、時に株主総会における取締役選任に関する会社提案への反対などにまで結び付くなどの事態に発展しかねない。

こうした事態を回避するためには、企業内での資源配分が適切に実施されていることを投資家に理解いただくことが必要となる。こうした投資家への理解を促進するための有効な手法の一つが、資本コストを企業経営に組み込む資本コスト経営の実践である。資本コストは、資金提供者が求める最低限の期待収益率である。資本コスト経営は、資金提供者が求める最低限の期待収益率を上回るリターンを企業が計上することで、資金提供者に対する説明責任を果たすための一連の経営手法を指す。たとえば、経営目標やそれに基づく成果測定、資本配分、報酬・昇進などのインセンティブを資本コストと結び付けることで、資金提供者の期待を超えた資本生産性を中長期的に実現することを目指すことがその一例である。

近年進展したコーポレートガバナンス改革を契機として、ROEやROICなど資本コストや資本生産性を象徴する指標を経営目標に掲げる企業が増大している。しかしながらそれらの経営指標を経営目標に掲げるのみでは資

金提供者からの信頼や期待を維持することは難しい。経営者がそれらの目標を高いコミットメントをもって達成する強い情熱と信念を持っているか、その達成のために、収益性が低く、成長機会も高くない事業ユニットからの撤退を行う一方で、成長機会の高い事業ユニットに優先的に資源を配分させるための事業ポートフォリオを適切にコントロールするための仕組みが整備されているか、事業ユニットの目標を、従業員一人ひとりにまで落とし込むための仕組みを構築しているか、さらにはそうした従業員一人ひとりがそうした目標を達成するための重要性や意義をきちんと理解し、強い情熱と深いコミットメントをもって取り組むような文化を醸成できているかなどといった要件が整うことで、資金提供者からの信頼や期待を高めることが可能となる。

とりわけ重要となるのは、そうした資本コスト経営をめぐる取り組みが適切に管理・運営されていることを資金提供者に理解いただくことである。資本コスト経営を徹底する中で、時に経営者は事業撤退など厳しい経営選択を余儀なくされる。このため、時に事業撤退などの実施にあたっては時間がかかるケースも少なくない。この結果として、資本コスト経営が合理的に進展しているか、外部資金提供者には伝わりにくい側面がある。資本コスト経営に関わる仕組みが設定されていたとしても、それが適切に管理・運営されているかは、外部資金提供者が十分に理解すること

は難しい。よって資本コスト経営を支える動機付けの仕組みや運営・管理の進捗などを積極的に発信していくことで、資金提供者に対する説明責任を果たすことができ、株式市場における不要な低評価に基づく経営上のリスクを回避することが可能となる。

■ 4. 二律背反を超えた資本コスト経営の実践に向けて

1980年代後半からこれまでを振り返ると、日本企業は株主をより強く意識した経営へと舵を切るべきか、繰り返し議論がなされてきた。とりわけ2014年以降日本企業の国際的プレゼンスが低下していく中で、伊藤レポート、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など投資家との対話・エンゲージメントをより強化することが求められており、資本コスト経営などを通じて経営改革を後押ししていこうという取り組みが進展してきたものと解釈できる。

しかし近年、以下の2つの事象の発生を契機に、それらの動きに対する疑義の声が高まっている。第1に、2019年8月に米国の経営者から構成されるビジネスラウンドテーブルによる提言の中で、「株主のみではなく、多様なステークホルダーを重視する」経営に舵を切るべきであると主張している点である。地球環境や人権、格差の問題などが顕在化する中で、これまでの株主に重きを置いた経営を見直し、より顧客、従業員、サプライヤー、

地域社会などにも目配りをした経営を実践することを求める動きである。投資コミュニティを中心として環境・社会・ガバナンス(ESG)を重視するステークホルダーのプレゼンスが増大している点もこうした潮流を後押ししている。米国や英国などを中心にステークホルダー資本主義への流れが加速する中、日本で株主に重きをおいた経営を進めることを批判する声が高まっているのである。

第2に、COVID-19を契機とした経済環境の急激な悪化に伴い、十分なキャッシュ・ポジションなど強固な財務基盤の重要性についての認識が高まりつつある。キャッシュそのものは利益率の低い運用資産にあたることから、資本生産性を高める取り組みとは逆行する。過去においてもリーマンショック、東日本大震災など経済が大きく低迷するような外的ショックが起こるたびに、キャッシュ・ポジションや現金流出を低減させる株主還元政策の実施、選択と集中から事業の多角化へといった揺り戻しがあり、外的ショックに対するレジリエンスを高めることを優先すべきという議論が台頭する傾向がある。

しかしながら、日本企業の資本配分の特徴を見る限り、現状維持の経営が許容されるわけではないことは明らかである。重要なのは、「株主vsマルチステークホルダー」、「平時における資本生産性vs有事における財務健全性」といった二律背反に陥ることなく、高次元でそれらを両立させる経路を模索し続けることにある。本稿で取り上げた資本コスト経

営は、近年ますます先鋭化するアクティビストや機関投資家との利害対立を緩和するためにはその実践を後退させるのは現実的な選択ではない。一方で、近年重要性が増しつつあるESGをめぐる取り組みやそれらを通じた社会的課題への取り組みは企業の社会的責任としての実践がより求められるのも事実である。また有事への「備え」をどれほどまで高めておくべきかという点も企業の継続性を確保するためには不可欠である。

それらを両立・統合するキーワードは「持続可能性」である。企業の持続可能性という観点からステークホルダーへの対応をいかに実践していくべきか、平時、有事のバランスをいかにとっていくべきかの具体的なシナリオを検討していく必要がある。そうした意味では高度なレベルでの「資本コスト経営」の実践が今後の日本企業には求められるようになる。そうした経営の実践を通じて、持続的な企業価値創造を実現する日本企業のプレゼンスが拡大していくことを期待する。

〔出典〕

- ・ Berger, P. G., & Ofek, E. (1995). Diversification's effect on firm value. *Journal of financial economics*, 37 (1), 39–65.
- ・ Henderson, B. D. (1970). The product portfolio. *The Boston Consulting Group Perspective*, 66.
- ・ Kuppuswamy, V., & Villalonga, B. (2016). Does diversification create value in the presence of external financing constraints? Evidence from the 2007–2009 financial crisis. *Management Science*, 62

(4), 905–923.

- ・ Lewellen, W. G. (1971). A pure financial rationale for the conglomerate merger. *The journal of Finance*, 26 (2), 521–537.
- ・ Matsusaka, J. G., & Nanda, V. (2002). Internal capital markets and corporate refocusing. *Journal of Financial Intermediation*, 11 (2), 176–211.

