版 【第三種郵便物認可】 10/13 日

投資のものさし

資本コストを学ぶ ㊥

株主には投資先の企業に期待するリターンがあり、企業は実際の成績でその期待に報いる必要がある。その際の実績が自己資本利益率（ＲＯＥ）で、期待利回りが株主資本コストだ。両者の差は「エクイティスプレッド」と呼ばれ、大きいほど中長期的な株高につながりやすい。

日本経済新聞は青山学院大学の高橋文郎教授の協力で主要企業の株主資本コストを推計し、今期の期初予想ＲＯＥと比べた。その結果、スプレッドの1位はＺＯＺＯ（旧スタートトゥデイ）だった。衣料品通販サイトで高収益をあげ、ＲＯＥは資本コストを大幅に上回る。

ＲＯＥとの差カギに

東京証券取引所は資本コストを意識した経営をする企業を表彰する制度で、2016年度の優秀賞にＺＯＺＯを選出した。ＺＯＺＯなどの受賞企業は「従業員が与えられた責務を果たすと、全体で資本コストを達成できるような仕組み作りができている」（東証の岩瀬浩氏）という。

17年度に同制度の大賞だったのが14位の塩野義製薬。21年3月期までの中期経営計画で投下資本利益率（ＲＯＩＣ）14%以上といった目標を掲げる。ＲＯＩＣを営業利益率や投下資本回転率などに分け、現場が理解しやすいようにする。

企業価値を高めた会社ランキング

順位	会社名	エクイティスプレッド	予想ＲＯＥ	株主資本コスト
1	ＺＯＺＯ	63.5%	68.6%	5.1%
2	カカクコム	43.4	50.9	7.5
3	東エレク	26.0	35.2	9.2
4	キーエンス	15.4	21.7	6.3
5	シャープ	15.2	21.1	5.9
6	長谷工	14.7	25.3	10.7
7	サンドラッグ	13.9	17.2	3.3
8	アドテスト	13.7	22.3	8.6
9	アステラス	13.4	16.8	3.4
10	ＨＯＹＡ	12.8	20.9	8.1
11	スクリン	12.8	21.7	8.8
12	コーセー	12.7	17.5	4.8
13	日本空港ビル	12.5	23.5	10.9
14	塩野義	12.3	18.5	6.1
15	パーソルＨＤ	12.1	15.0	2.9

（注）エクイティスプレッドはＲＯＥから株主資本コストを引いて算出。東証1部の3月期決算企業で5月末時点の時価総額が4000億円以上、東証1部全体の値動きに対するβ値（2018年5月までの60カ月間）が0.3以上の企業を対象にした

株価との相関高く

スプレッドは株価を左右する要因のひとつだ。ファイナンスの教科書によると、スプレッドがプラスになればＰＢＲ（株価純資産倍率）が1倍を超える。スプレッドがマイナスなら、ＰＢＲは1倍を割るためだ。

三菱ＵＦＪモルガン・スタンレー証券は15年から、個別企業のリポートで資本コストの推計値を明記する。浮き彫りになったのはスプレッドと株価の明確な相関関係だ。

実際、スプレッドが大きい企業ほど、ＰＢＲは高くなる。ＺＯＺＯの株価は7月に上場来高値を更新。足元のＰＢＲは60倍強と指標面では割高だが、高水準のスプレッドが後押しする。スプレッドが2位のカカクコムもＰＢＲは12倍台と市場平均を大幅に上回る。

一方、スプレッドがマイナスの国際石油開発帝石やＪＦＥホールディングスなどはＰＢＲが1倍を割り込んでいる。

ＴＢＳホールディングスもその1社。ＲＯＥは約3%と7%の株主資本コストを下回る。「投資家が求める最低限のリターンを満たしていない」。英運用会社アセット・バリュー・インベスターズ（ＡＶＩ）のジョー・バウエルンフロイント最高経営責任者（ＣＥＯ）は、投資先のＴＢＳに不満だ。資本効率改善のため、6月の株主総会で保有する東京エレクトロン株の一部を株主に現物還元するよう求めた。

ただ最近は、エクイティスプレッドと株価の関係が薄れているとの見方もある。三菱モルガンによると、日銀の継続的なＥＴＦ（上場投資信託）買いによる弊害で、ファンダメンタルズが反映されない株式相場になっているという。

それでも、動き出した歯車は止まらない。持ち合い株や巨額の手元資金、事業撤退の妨げになりかねない顧問・相談役。三菱ＵＦＪ信託銀行の三橋和之氏は「資本コストを突き詰めると低収益の企業が変われない原因がみえてくる」と語る。