

KONAN UNIVERSITY

# 日本企業の資本コストに対する認識の変遷とその背景

著者	馬場 大治, 若林 公美
雑誌名	甲南経営研究
巻	57
号	2
ページ	85-121
発行年	2016-12-10
URL	<a href="http://doi.org/10.14990/00002220">http://doi.org/10.14990/00002220</a>

# 日本企業の資本コストに対する 認識の変遷とその背景

馬 場 大 治  
若 林 公 美

## 1. は じ め に

資本コストとは「投資家が期待する収益率」であり、財務理論においては企業の財務政策の意思決定基準であるとされる、きわめて重要な概念である。特に、投資政策において「どれだけの収益率を稼得すべきか」、すなわち、企業が実際に事業を続けるうえで「どの程度、稼ぐ必要があるか」を資本コストは含意している。つまり、資本コストに対する認識のあり方は、自社の「あるべき収益性」に対する意識を規定し、企業経営全体のあり方を大きく左右すると言っても過言ではないだろう。

これまで、わが国企業においては、資本コストは資本利用にともなう現金支出の点からのみ理解されており、非常に問題のある状況であるとする見解が一般的であった。すなわち、株式の資本コストは支払配当のみであり、留保利益については、それはゼロであると、多数派の企業は考える傾向があり、そのような認識の下に、資本調達や投資決定に関わる意思決定が行われてい<sup>(1)</sup>るとの指摘が数多く行われてきた。最近では、2014年8月に経済産業省より

---

(1) この種の議論は、多くの財務論の理論家が指摘するところであり、小宮・岩田 [1973] や森 [1984] といった30年以上前のものもあれば、近年の野間 [2010] や

日本企業の資本コストに対する認識の変遷とその背景（馬場大治・若林公美）  
公表された、いわゆる「伊藤レポート」において、日本企業の低収益性を改善するためには、ROEをより強く意識する経営を行う必要があることが提唱され、大いに注目を集めているが、そこにおいても、日本企業の資本コストに対する認識の問題点が、その立論の前提とされている。<sup>(2)</sup>

われわれの研究グループは2011年10月から11月にかけて『IFRS時代における経営実態調査』と題するアンケート調査を、わが国の全上場企業を対象に行った。<sup>(3)</sup>このアンケート調査は、財務会計、管理会計、経営財務に関する各種の質問を含んでいるが、その中には資本コストに関連する質問も複数含まれている。2節で説明されるように、この調査によって2011年現在の日本企業の資本コストに対する認識は、以下のような状況にあることが明らかにされている。

- ①従来の通説通り、資本コストを現金支出の観点から理解している企業が7割近くを占め、多数派となっている。
- ②3割の企業は、財務理論と整合的な形で、かつ、従来よりも、より首尾一貫した形で資本コストを理解している。

つまり、近年の日本企業の状況は、従来とは少なからぬ変化が生じており、「圧倒的多数派が資本コストを理解していない」というよりも、「財務理論と整合的に資本コストを理解しているグループ」と「そうでないグループ」の2つのグループが存在しているといえよう。

それでは、この両者を分けているのは、いかなる要因であろうか。この点

---

翟 [2012] のような議論もあり、その種の論稿は枚挙にいとまがない。

(2) 伊藤レポートの正式名称は、「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～」プロジェクトの最終報告書である。なお、伊藤レポートにおいては、本文100頁弱の論稿において、「資本コスト」という単語が、実に100回近く使われている。

(3) このアンケート調査の実施方法や全般的な結果の概要に関しては、若林・馬場・長坂 [2012] を参照されたい。

を考察することは、日本企業について、従来の、そして、今後のあり方を探るうえで、有益な示唆をもたらすものであると考えられる。上述のように、資本コストは企業経営の根幹にかかわる概念であり、それに対するとらえ方の変遷の原因を探ることは、従来の企業経営の日本的特徴の説明や将来の変化を展望するにあたって基礎的な洞察となる可能性が高い。

本稿では、このような日本企業の資本コストのとらえ方の変遷やその背景に注目し、われわれが行ったアンケート調査の結果に基づいて、それを考察する。幸いなことに、われわれのアンケート調査は、多様な領域の実態調査を意図したものであり、資本コストそのもの以外に多くの領域に関する質問項目を含んでいる。したがって、それらの質問に対する調査結果を利用することにより、この問題に対するいくつかのアイデアを実証的に検討することが可能である。そのため、本稿では、資本コストに対する認識と他の多くの質問項目に対する答え方の関係を分析することを通じて、上述の2つのグループの背後にある状況や考え方の相違を浮き彫りにすることを試みる。

以上のような意図の下、本稿では以下の順番に議論を進めていく。まず、2節では、日本企業の資本コストに対する認識に関して、従来の先行調査の結果をレビューするとともに、われわれのアンケート調査における調査結果が報告され、日本企業の資本コストに対する理解の現状が報告される。特に、われわれの研究グループは、1996年にも同様のアンケートを行っており、これを2011年のアンケート調査結果と比較することにより、ここ15年間の状況の変化が明らかにされる。

続いて、資本コストに対する認識の背景として、それに影響を及ぼしうる要因の分析が行われる。3節では、株主の構成に注目した分析結果が報告される。財務理論における資本コスト概念は、「投資に対してそれ相応のリターンを求める投資家」を前提に、極めてシンプルな論理に基づいて導かれた議論である。これに対して、日本企業の多くが財務理論とは違った資本コスト

日本企業の資本コストに対する認識の変遷とその背景（馬場大治・若林公美）  
に対する認識を有していることは、この前提が成立しない状況にあった可能性を示唆する。したがって、この節では、このような観点に立って、2つのグループの間での重視する株主の相違が分析される。

3節における議論は、日本企業の資本コスト概念の趨勢の、文字通り、背景の考察を意図したものである。2節で説明されるように、日本企業の資本コストについての認識は、近年、かなりの程度変化している。そのため、そのような変化をもたらした、直接的な「きっかけ」となるものがあるかもしれない。続く4節では、そのような変化をもたらした可能性があるイベントに焦点を当てた分析を行う。具体的には、IFRSへの対応（4-1）、財務理論を援用した経営管理技法の導入（4-2）、最近の資本調達状況（4-3）の順番に議論を進める。

そして、5節では全体が要約されるとともに、本稿で行われた分析の問題点や意義が考察され、結びに代えられる。

## 2. 日本企業の資本コストに対する認識

### 2-1 実務における資本コスト概念に関する先行調査結果

有名な Graham and Harvey [2001] を嚆矢として、アンケート調査に基づいてコーポレート・ファイナンスの問題を考察するタイプの研究が、近年、<sup>(4)</sup> 欧米において増加しつつある。資本コストに関する欧米におけるこの種の調査においては、初期の例外的なものを除いて、<sup>(5)</sup> 企業が財務理論における資本コスト概念を理解していることを自明のこととし、それを求める具体的な方法、特に、資本資産評価モデル（Capital Asset Pricing Model: CAPM）とそ

---

(4) この種の研究に関しては、Baker et. al. [2011] に詳しい。

(5) Pflomn [1963] は、米国の製造業を対象とした調査（観測数364社）において、多くの経営者が留保利益による資本調達の資本コストがゼロであると考えていると報告している。

の類縁の方法を、どの程度、用いているかについて焦点を当てたものが多<sup>(6)</sup>い。

これに対して、日本においては、自己資本の資本コストに関して、財務理論が示唆するような形ではなく、単に資本利用にともなう現金支出のみを資本コストと考える企業が多数派であるとの認識が一般的であった。したがって、そもそも「資本コストをどのように考えているのか」を直接質問する形での調査がいくつか行われている。例えば、柴田・高田 [1990] は、非金融業の東証一部上場企業を対象としたアンケート調査（観測数：327社）において、現金支出コストを前提に資本コストを認識している企業が87.5%を占め、投資家が期待する収益率であると回答した企業がわずか1.3%にすぎないことを報告している。さらに、仁科 [1995] は、対象企業は明らかではないが、観測数227社の調査結果として、株式の資本コストを配当と考えている企業が80%以上を占めていたとしている。

一方、より近年に行われた調査では、財務理論における資本コスト概念がやや浸透している可能性が示されている。例えば、小山 [2006] は、上場企業を対象とした調査（観測数：66社）において、「配当金という現金流出がコスト」とする回答が29%にすぎなかったのに対して、「株主は金融機関よりも高いリスクを負担しており、したがって金利率よりもコストは高い」とする、財務理論の資本コスト概念と親和性が高い回答が52%と過半数を占めていることを報告している<sup>(7)</sup>。さらに、芹田・花枝 [2012] は、金融業以外に属する全上場企業を対象としたアンケート調査の結果（観測数：225社）として、株式の資本コストを推定していると答えている企業が38.3%を占めて

---

(6) その種の論稿として、Graham and Harvey [2001], Gitman and Vandenberg [2000], Brounen et al. [2004] があげられよう。

(7) 次節で示されるわれわれの調査結果と小山 [2006] の結果は矛盾するように見えるが、その理由として、調査対象や選択肢のあり方の相違があると考えられよう。

日本企業の資本コストに対する認識の変遷とその背景（馬場大治・若林公美）  
おり、その中の48.8%が具体的な方法として、CAPMを用いていることを明らかにしている。

## 2-2 1996年と比較した2011年の状況

ここでは、われわれの研究グループが2011年に実施した金融業以外の全上場企業を対象とするアンケート調査結果に基づき、日本企業の資本コストに対する認識を明らかにする。われわれの研究グループは、1996年に同様の対象に対して、企業財務に関するアンケート調査を実施しているが、そこにおいても、2011年のアンケート調査とまったく同じ文言の資本コストに関する設問を含んでいる<sup>(8)</sup>。そのため、両者の結果を比較することにより、この間の状況の変化を把握することが可能である。したがって、ここでは、両アンケート調査の結果を比較しながら、2011年の状況について明らかにしていくこととする。

われわれのアンケート調査の特徴は、資本コストに対する認識に関して、次の3つの観点、すなわち①株式の資本コスト、②留保利益の資本コスト、③必要と考える投資収益率の点から質問したところにある。

まず、表1に株式の資本コストに関する質問結果が示されている。これは、発行費用や税金を考慮しない場合、株式の資本コストをどのようにとらえているかに関して、1～4の選択肢から選ぶ形での質問に対する回答の集計結果である。2011年の結果を見ると、支払配当との関連で資本コストを理解している企業が支払配当率(1)と支払配当利回り(2)の合計で64.7%であるのに対し、株主の期待収益率(3)と答えている企業は32.1%に過ぎず、わが

---

(8) 1996年のアンケート調査は『構造変革期におけるわが国企業の財務行動に関するアンケート調査』とのタイトルで行われた。その実施方法や全体の集計結果に関しては、赤石・馬場・村松 [1998b] に詳しい。なお、1996年当時は、店頭登録企業は「上場企業」とは呼ばれなかったため、対象は、「全公開企業」となるが、実質的には2011年の調査と同様の対象である。

国企業において、現金支出コストの観点から資本コストをとらえるのが、いまだ多数派であることが示されている。1996年の結果と比較すると、この時は株主の期待収益率との回答が21.1%であり、15年の間に、若干、財務理論と整合的な回答が増えたに過ぎないよう<sup>(9)</sup>に見える。

表1 株式の資本コストについての考え方

	1996年		2011年	
	百分率	観測数	百分率	観測数
1. 支払配当率	37.1%	332	38.2%	95
2. 支払配当利回り	39.4%	353	26.5%	66
3. 株主の期待収益率	21.1%	189	32.1%	80
4. その他	2.5%	22	3.2%	8
合計	100.0%	896	100.0%	249

表2は、留保利益の資本コストに関する質問結果が示されている。2011年の集計結果について見ると、株式の資本コストと同じであるとする財務理論と整合的な回答を行っている企業は、全体サンプルの48.3%に上る。ただし、この部分サンプルにおいて、株式の資本コストに関する表1の質問において、それを株主が期待する収益率であると財務理論と整合的に回答しているのは、116社中66社であり、全体の27.5%を占めることになる。1996年の同様の比率が10.5%であったことと比べると、それなりに増加しているようではあるが、まだまだ少数派である。

続いて、表3には、総資産に対して必要と考える収益率についての質問の

(9) 1996年当時、支払配当率は1株当たり配当/額面を意味していた。しかし、2011年において、株式の額面は撤廃されたため、現在では、配当率は支払配当総額/株主資本 (Dividend on Equity: DOE) を意味している。したがって、表1の2011年と1996年の質問の選択肢は、厳密には同一ではないことに注意しておく必要がある。ただし、どちらにせよ、支払配当率が株式の資本コストとして支払配当である現金支出を含意している点に関しては共通している。

表2 留保利益の資本コストについての考え方

	1996年		2011年	
	百分率	観測数	百分率	観測数
1. 資本コストはゼロ	47.5%	411	27.9%	67
2. 金利相当とみなす	25.9%	224	21.7%	52
3. 株式の資本コストと同じ*	25.4%	220	48.3%	116
3-1. 支払配当率	5.5%	48	10.0%	24
3-2. 支払配当利回り	9.0%	78	10.0%	24
3-3. 株主の期待収益率	10.5%	91	27.5%	66
3-4. その他	0.3%	3	0.8%	2
4. その他	1.3%	11	2.1%	5
合計	100.0%	866	100.0%	240

\*3-1～3-4は、株式の資本コストについての質問結果（表1）により、分類している。

調査結果が示されている。株式の資本コストである、株主が期待する収益率を実現するための具体的な方法は、実際の事業においてそれだけの収益率を稼得することである。したがって、この質問は投資決定の観点から、資本コ

表3 総資産に対して必要と考える収益率に関する考え方

	1996年		2011年	
	百分率	観測数	百分率	観測数
1. 金利水準	46.7%	407	36.9%	87
2. 支払利率と支払配当率の加重平均	15.7%	137	13.1%	31
3. 支払利率と株主期待収益率の加重平均	11.9%	104	20.3%	48
4. 金利＋リスク・プレミアム	23.8%	207	25.8%	61
5. その他	1.8%	16	3.8%	9
財務理論と整合的な回答 (3,4)	35.7%	311	46.1%	109
合計	100%	871	100%	236

ストに対する考え方を尋ねたものに他ならない。<sup>(10)</sup>

2011年の結果に関して、財務理論と直接的に整合的な回答である、支払利子率と株主期待収益率の加重平均 (3) であると回答した企業は、全体の20.3%にすぎない。また、金利+リスク・プレミアム (4) であるという回答についても財務理論と整合的であると考え、両者の合計で全体に占める割合を算定すると46.1%と大幅に増加するものの、多数派を形成するには至っていない。ちなみに、1996年の同様の結果を見るとその比率は35.7%であり、15年間で若干の変化があった程度であるといえよう。

このように表1から表3の結果を単純に見ると、2011年のアンケート調査結果においても、財務理論と整合的ではない回答がいまだ多数派であり、1996年の結果と比べても、若干の進歩がみられる程度であるように見える。この結果は、前節で説明された先行調査結果と概ね整合的なものであるといえよう。

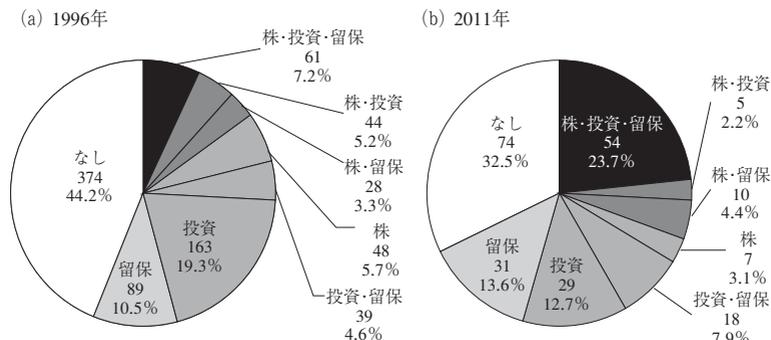
しかしながら、これらの3つの質問に関して、それぞれの答え方の関係を分析すると、調査結果に対する印象が、少なからず変わることになる。表1から表3の3つの質問は、それぞれ独立の質問ではなく、「企業は株主に対してその期待する収益率を実現させねばならない」ということを、様々な側面から質問した「質問群」となっている。したがって、資本コストに対する理解がより財務理論と整合的であればあるほど、より首尾一貫した形で、多くの質問にそのように回答しているはずである。もし回答に一貫性がなければ、確たる理解に基づかずに、場当たりに回答した結果である可能性が高いと考えられよう。

図1は、表1～3の3つの質問に関して、それぞれ財務理論と整合的な回答をしているかどうかで全体サンプルを分類し、3つの質問に対する回答の

---

(10) この設問は、平均資本コストを念頭に、総資産に対する収益率の形をとった質問となっている。

図1 資本コストに関する3つの質問に対する回答の分布\*（全サンプル\*\*）

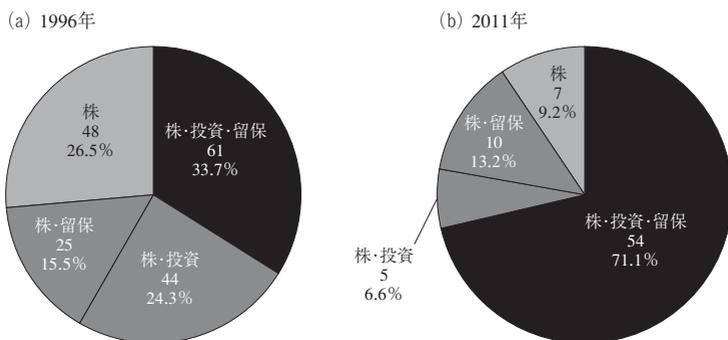


\* 株式の資本コスト、留保利益の資本コスト、必要と考える投資収益率の質問のどの質問において財務理論と整合的な回答を行っているかによってサンプルを分類した集計結果。図2に関しても同様である。

\*\*表1～3の全ての設問に全て関して有効回答であったサンプルを優回答として集計している。

あり方の分布を示したグラフである。3つの質問の中で、より多くの質問に財務理論と整合的な回答を行ったサンプル群について、より濃くグラフは描かれている。2つのグラフを比較すると、2011年と1996年の間で、グラフの

図2 資本コストに関する3つの質問に対する回答の分布  
（株式の資本コストを財務理論と整合的に回答したサンプル）



濃さ、すなわち、理解の程度にかなりの相違があることが、一見して読み取れるであろう。

2011年の調査では、株式の資本コストに関して財務理論と整合的な回答を行っている企業は、全体サンプルの32.1% (表1)にとどまっているものの、3つの質問全てに財務理論と整合的な回答を行っている企業は全体の23.7%に上っている。つまり、図2(b)に示されているように株式の資本コストを財務理論と整合的な回答を行っている企業に限定し、3つの質問全てに財務理論と整合的な回答を行っている企業の割合を見たところ、実に71.1%に達している。これに対して、1996年の調査結果では、3つの質問全てに整合的な回答を行っている企業は7.2%となり、株式の資本コストを財務理論と整合的に回答している企業の33.7%を占めているに過ぎなかった。つまり、2011年の調査結果の方が、資本コストに対して、より首尾一貫した理解に基づいての回答する傾向が強くなっていることは明らかであろう。このように、資本コストの理解に関する2011年の状況は、1996年と比べると、量的にはあまり進んでいないように見えるが、質的にはかなり進展していると考えられよう。<sup>(11)</sup>

さらに、財務理論と整合的に回答しているサンプルの規模別の分布をとってみると、「量」に関しても、近年、相当変化していると考えてもいい可能性が浮かび上がる。表4には、表2で示された、株式の資本コストに関する質問に対して、財務理論と整合的な回答を行ったサンプルを売上高で8分割して、その分布を調べた結果が示されている。1996年の調査結果においても、売上高の大きい大規模企業において、財務理論と整合的な回答がより多い傾

(11) 図1(b)から明らかのように、2011年の調査結果における表1～3の回答の分布に明らかな偏りがみられる。ただし、1996年の調査結果においても、回答の分布に関して、同様の有意な偏りが検出されている。たが、その程度は、2011年の調査結果の方がより明瞭である。両調査のクロス集計の詳細に関しては、2011年、1996年の順に、馬場 [2015]、赤石・馬場・村松 [1998a] [1998b] を参照されたい。

表4 株式の資本コストを財務理論と整合的に回答しているサンプルの規模別（売上高）の分布

	1996年調査					2011年調査				
	8分割			4分割	2分割	8分割			4分割	2分割
	百分率	観測数	計			百分率	観測数	計		
最少	24.1%	27	112	21.9%	19.6%	12.5%	4	32	17.5%	19.2%
第1分位	19.6%	22	112			22.6%	7	31		
第2分位	20.5%	23	112	17.4%	22.6%	7	31	21.0%		
第3分位	14.3%	16	112		19.4%	6	31			
第4分位	17.0%	19	112	18.8%	22.5%	25.8%	8	31	30.6%	45.2%
第5分位	20.5%	23	112			35.5%	11	31		
第6分位	15.2%	17	112	26.3%	48.4%	15	31	59.7%		
第7分位	37.5%	42	112		71.0%	22	31			
第8分位										
最大										
合計	21.4%	189	896	21.4%	21.4%	32.1%	80	249	32.1%	32.1%

向は見られるが、2011年の調査結果においては、劇的な偏りが生じている。

すなわち、2011年の調査において財務理論と整合的な回答は全体では32.1%であるのに対して、上位4分の1の企業では過半数以上（59.7%）となり、上位8分の1では、実に7割以上に達していることがわかる。このように、大規模企業において財務理論の資本コスト概念と整合的な回答が多いということは、単純な企業数ではなく、経済全体に対する影響力で考えると、かなりの勢力であるといえるかもしれない。2011年において、財務理論の資本コスト概念と整合的な回答を行っている企業の全体サンプルに対する売上高の比率は62.0%、時価総額の比率は66.8%に達しており、これらの企業が必ずしも「少数派」であるとは言えない状況であるともいえよう。

### 3. 株主構成の影響

前節では、2011年現在では、株式の資本コストを財務理論と整合的に理解している3割の企業とそうでない7割の企業が混在する状況であることが明

らかにされた。それでは、財務理論を理解しているグループとそうでないグループを分けているのは、どのような要因であろうか。以下では、われわれが実施したアンケート調査結果を利用して、この点について考察を進めていく。

### 3-1 株主のタイプと資本コスト概念

財務理論において、株式の資本コストは単に支払配当ではなく、「株主が期待する収益率」であるとされるが、その根拠は極めてシンプルな論理に基づいている。つまり、リスクを負担している株主は、そのリスクに応じた収益率を求めているはずである。企業がそれに答えるための具体的な方法は、実際の事業においてそれだけの収益率を稼得することである。それが行われているならば、配当の形であれ、資本利得の形であれ、株主にとってもそれだけの収益率が実現され、彼らは満足することになる。

したがって、支払配当のみを資本コストであるとする企業において、その株主は不満足な状況に置かれていることになり、前節で説明されているように、支払配当のみを資本コストと考える企業がかなりの比率を占めているわが国の状況は、財務理論に照らすと、きわめてミステリアスであるといわねばならない。先行調査結果にもあるように、長期間にわたってこのような状況にあることを考えると、単純にその原因を日本の資本市場の「不合理性」で片づけるのは問題があるといえるだろう。むしろ、このような状況は、資本コストを現金支出ととらえている企業においては、株主の多数派が財務理論の想定しているような株主ではなく、配当だけでも十分であると考えてい

---

(12) 配当利回りが、株主が負担するリスクに応じた収益率に該当するほど大きなものであるならば、企業が支払配当のみを資本コストと考えていたとしても、株主は満足することになる。ところが、2011年当時の日本企業の配当利回りを考えると、常識的にはこれだけでは、十分な報酬になっているとは考えにくい。

日本企業の資本コストに対する認識の変遷とその背景（馬場大治・若林公美）

る株主であると解釈の方が合理的であるかもしれない。

従来の日本企業の大株主の株式保有の動機に関して、その特異性を指摘する議論は多い。例えば、井手・高橋 [1992] は、当時の日本企業の大株主は、取引先金融機関、その他の取引先、親会社が75%を占めており、その株式保有の動機を「リレーションシップ動機」と呼んでいる。つまり、これらの株主は純粹の資本投資として株式保有を行っておらず、取引関係による収益も勘案した長期的・総合的なリターンを念頭に株式保有を行っている主張している。また、伊藤・蜂谷 [1992] も、そのような株主による株式保有は「それ自体から収益を上げるよりむしろ、それによって保証される継続的協調的な事業取引からのベネフィット（あるいはマイナスのコスト）を期待して」おり、そのことを保証する「信任の証」に過ぎないとしている。大株主の多数派がこのような株式保有動機に基づいているとすると、企業は「株主から要求される収益率はきわめて低く、それを満たそうと強く意識することはない（伊藤・蜂谷 [1993], 170頁）」状況におかれ、財務理論の資本コストを意識する必要はないこと<sup>(13)</sup>になるろう。

### 3-2 「重視する株主」の分析結果

われわれの実施したアンケート調査には、日本企業の資本コストに対する認識の特異性に対して、このような議論に基づいて検討できる可能性のある質問を含んでいる。具体的には、典型的な株主であると考えられる、創業者一族、銀行、保険会社、取引先、親会社、グループ・系列企業、個人、従業員持株会、投資ファンド、外国人に関して、それらの株主を企業が「重視し

---

(13) これらの株主は、当然、長期・安定的に株式を保有している。そのため、企業が資本コストを満たさない場合、財務理論において想定される株価の下落によるM&Aの脅威も存在しないことになる。また、これらの安定株主形成にあたって、株式持ち合いの慣行が大きな役割を果たしていることも、通説的な議論であり、井手・高橋 [1992] や伊藤・蜂谷 [1993] においても主張されている。

ている」かどうかを尋ねる形の質問を行っている。<sup>(14)</sup>

本節では、この質問の調査結果を利用し、資本コストを財務理論と整合的に理解しているかどうかとそれぞれの株主を重視しているのかということの関係についての分析を試みた。具体的には、サンプルを表1の株式の資本コストに関する質問において、財務理論と整合的に「株主が期待する収益率」と回答しているグループ（以下では財務理論グループと呼ぶ）とそうでないグループ（非財務理論グループ）に分け、両者の間で重視する株主に相違があるかどうかの分析を行った。<sup>(15)</sup>ただし、表4に示されているように、企業規模によって、両グループのデータが偏って分布しているため、規模による影響を勘案する必要がある。そのため、分析を行うにあたって、売上高の上位と下位で2分割した場合の結果も示しているが<sup>(16)</sup>、以下の分析では、すべてこのような形でデータを示すこととする。<sup>(17)</sup>

---

(14) 具体的には、これらの株主を選択肢とし、複数回答可の条件のもと、「いずれの株主を重視しますか」という形の質問を行っている。

(15) この種の、大株主のタイプに注目した実証研究において、それぞれのタイプの株主の持株比率といった、客観的なデータを用いたスタイルの分析が一般的であろう。これに対して、本稿の分析は「重視したかどうか」という、回答者の主観に基づく質問の結果を用いて分析を進めており、いささか素朴に過ぎるとの批判も可能であろう。しかしながら、このようなデータを用いることの優位性として、以下の点を主張することもできよう。

- ・持株比率に基づく分析においても、公表されている株主の名前からその株主のタイプを推測することが困難なケースが多く、その時点で少なからず主観が混入する可能性があること。
- ・それぞれの株主に関して持株比率だけでは把握しにくい本質的な重要度を勘案できること。

(16) 株式の資本コストの質問において有効回答であった249社について、売上高上位124社を上位、残りの125社を下位と分類している。なお、表5以降の分析においては、上記の分類に基づきながら、各質問に関して有効回答であったものを集計しているため、上位・下位の数はかならずしも一致せず、かつ、質問によって有効回答数も違っている点に注意されたい。

(17) 本稿執筆に当たっては、2つのグループの分類基準や規模の分類基準を変更した、以下の分析も行っている。

日本企業の資本コストに対する認識の変遷とその背景（馬場大治・若林公美）

表5 純粋な利殖目的がより強い株主を重視する傾向\*

(a) 保険会社

	全サンプル					売上高の上位・下位に分割					
	重視する		重視しない		合計	上位			下位		
	%	n	%	n		%	n	合計	%	n	合計
財務理論	33.3%	26	66.7%	52	78	38.9%	21	54	20.8%	5	24
非財務理論	26.3%	44	73.7%	123	167	34.3%	23	67	21.0%	21	100
差(%)	7.0%					4.6%			-0.2%		
合計	28.6%	70	71.4%	175	245	36.4%	44	121	21.0%	26	124
	$\chi^2$ 値: 1.27 p 値: 0.259					$\chi^2$ 値: 0.27 p 値: 0.604			$\chi^2$ 値: 0.00 p 値: 0.986		

上位・下位の分布  
 $\chi^2$  値: 7.11  
p 値: 0.008

(b) 個人

	全サンプル					売上高の上位・下位に分割					
	重視する		重視しない		合計	上位			下位		
	%	n	%	n		%	n	合計	%	n	合計
財務理論	73.1%	57	26.9%	21	78	77.8%	42	54	62.5%	15	24
非財務理論	65.3%	109	34.7%	58	167	71.6%	48	67	61.0%	61	100
差(%)	7.8%					6.1%			1.5%		
合計	67.8%	166	32.2%	79	245	74.4%	90	121	61.3%	76	124
	$\chi^2$ 値: 1.48 p 値: 0.233					$\chi^2$ 値: 0.59 p 値: 0.442			$\chi^2$ 値: 0.02 p 値: 0.892		

上位・下位の分布  
 $\chi^2$  値: 4.80  
p 値: 0.028

(c) 投資ファンド

	全サンプル					売上高の上位・下位に分割					
	重視する		重視しない		合計	上位			下位		
	%	n	%	n		%	n	合計	%	n	合計
財務理論	28.2%	22	71.8%	56	78	29.6%	16	54	25.0%	6	24
非財務理論	18.0%	30	82.0%	137	167	29.9%	20	67	10.0%	10	100
差(%)	10.2%					-0.2%			15.0%		
合計	21.2%	52	78.8%	193	245	29.8%	36	121	12.9%	16	124
	$\chi^2$ 値: 3.34 p 値: 0.068					$\chi^2$ 値: 0.00 p 値: 0.979			$\chi^2$ 値: 3.88 p 値: 0.049		

上位・下位の分布  
 $\chi^2$  値: 10.40  
p 値: 0.001

(d) 外国人

	全サンプル					売上高の上位・下位に分割					
	重視する		重視しない		合計	上位			下位		
	%	n	%	n		%	n	合計	%	n	合計
財務理論	23.1%	18	76.9%	60	78	29.6%	16	54	8.3%	2	24
非財務理論	11.4%	19	88.6%	148	167	22.4%	15	67	4.0%	4	100
差(%)	11.7%					7.2%			4.3%		
合計	15.1%	37	84.9%	208	245	25.6%	31	121	4.8%	6	124
	$\chi^2$ 値: 5.68 p 値: 0.017					$\chi^2$ 値: 0.82 p 値: 0.364			$\chi^2$ 値: 0.79 p 値: 0.374		

上位・下位の分布  
 $\chi^2$  値: 20.63  
p 値: 0.000

\*複数回答可で、選択肢としてあげられている株主の中で、重視した株主を回答する形のアンケート調査結果。表6に関しても同様である。

①株式の資本コスト（表1）、留保利益の資本コスト（表2）、投資収益率（表3）の全ての質問において財務理論と整合的な回答を行っている企業を資本コスト

表5は、アンケート調査の設問に含まれている株主の中で、純粋な利殖目的がより濃厚であると予想される株主である、保険会社(a)、個人(b)、投資ファンド(c)、外国人(d)について、それぞれを重視するかどうかに関する回答結果を示している。前節の議論に照らすと、財務理論グループにおいて、この種の株主をより重視する傾向があることが予想される。

両グループの結果を比較すると、保険会社については7.0%ポイント、個人については7.8%ポイント、投資ファンドについては10.2%ポイント、外国人については11.7%ポイント、財務理論グループの方が重視するとの回答の比率が高くなっており、これらの株主がより重視されている可能性が示されている。ただし、統計的に有意な偏りが生じているのは、投資ファンドと外国人の2つのタイプの株主である<sup>(18)</sup>。

投資ファンドは、複数の投資家から資金を集めて投資し、彼らにリターンを分配する仕組みであり、これは利殖目的を濃厚に有している株主であるといえよう。ここで興味深いのは、売上高の上位・下位に分けた部分サンプルに基づく分析結果である。財務理論グループにおいて、より投資ファンドを重視する傾向は、売上高の下位企業においてより濃厚に表れている。売上高

---

を財務理論と整合的に理解しているグループをとし、財務理論と整合的に理解していないグループをそれ以外の企業にする形でグループ分けした分析。

②規模に関して、過半数の企業が財務理論グループに属する売上高上位4分の1と下位4分の3に分割した分析。

これらの結果の掲載は、紙幅の関係もあり割愛するが、本文の結果とほぼ同様の結果が得られている。ただし、特筆すべき相違点があった場合に関しては、これらの結果についても言及される。

(18) 保険会社に関しては、この選択肢では生命保険と損害保険の両方を含んだ回答となっている。損保会社の株式保有に関しては、団体契約の締結に際しての株式保有といった、政策投資の側面が強い可能性が高い。もし、選択肢が「生命保険」となっていれば、より明瞭な分布の偏りが生じていたかもしれない。赤石・馬場・村松 [1999] において、1996年の調査結果を用いた分析として、財務理論グループにおいて、非財務理論グループよりも、生命保険会社がより多く大株主であり、持株比率も高いことが報告されている。

日本企業の資本コストに対する認識の変遷とその背景（馬場大治・若林公美）

の下位企業において、投資ファンドを重視するとの回答が低いため、そもそも投資ファンドがこれらの企業で有力な株主であるケースは少ないと考えられる。その反面、下位グループに属する比較的規模の小さい企業にとって、投資ファンドは創業時からの出資者である可能性も高く、「顔が見えるうるさ型の株主」として、大きな影響力があるのかもしれない。

また、外国人投資家が株主総会で反対票を投じることも多く、かつ、投資収益率に敏感な、典型的な「うるさ型の株主」であることも周知の通りであろう<sup>(19)</sup>。

一方、表6は、株主として、利殖目的がより希薄であると考えられる、創業者一族、銀行、取引先、親会社、グループ・系列企業、従業員持株会に関する分析結果が示されている。この場合は、上述の議論に基づく、非財務理論グループの方がこれらの株主をより重視する傾向が強いことが期待される。

分析結果から、取引先(c)とグループ・系列企業(e)の2つの選択肢に関しては、ほとんど回答の分布に偏りは見られないが、他の4つの選択肢に関しては、予想通りの形で分布の偏りが見られる。まず、創業者一族(a)では、回答に有意な分布の偏りが生じているが、このタイプの株主は、利殖目的以外の株式保有動機として、前節の議論で主張されているような、「事業取引からのベネフィット」を期待しているのでなく、支配権の保持を保有

---

(19) 楠美・川北 [1998] は、株式売買を行う投資主体の中で、銀行や事業法人はほとんど株式投資収益率に反応しない投資家であるのに対して、外国人は収益性に非常に敏感に反応する投資主体であることを実証的に示している。

また、月岡 [2016] は、株主総会における各種の株主の投票行動を分析し、外国人は議決権を行使し、かつ、反対票を投じる傾向がより強いことを実証的に明らかにしている。さらに、個人は、議決権行使にも反対票を投じることに消極的であることも明らかにされており、これらの2つのタイプの株主の株主総会に望む態度の相違は、表5における、(d)外国人と(b)個人の回答の分布の偏りの程度(有意性)の差とも整合的であり、非常に興味深い。

表6 純粋な利殖目的以外の所有目的がより強い株主を重視する傾向

(a) 創業者一族

	全サンプル					売上高の上位・下位に分割					
	重視する		重視しない		合計	上位			下位		
	%	n	%	n		%	n	合計	%	n	合計
財務理論	28.2%	22	71.8%	56	78	20.4%	11	54	45.8%	11	24
非財務理論	41.9%	70	58.1%	97	167	34.3%	23	67	47.0%	47	100
差(%)	-13.7%					-14.0%			-1.2%		
合計	37.6%	92	62.4%	153	245	28.1%	34	121	46.8%	58	124
	$\chi^2$ 値: 4.26 p 値: 0.039					$\chi^2$ 値: 2.88 p 値: 0.089 $\chi^2$ 値: 0.01 p 値: 0.918					

上位・下位の分布  
 $\chi^2$  値: 9.11  
 p 値: 0.003

(b) 銀行

	全サンプル					売上高の上位・下位に分割					
	重視する		重視しない		合計	上位			下位		
	%	n	%	n		%	n	合計	%	n	合計
財務理論	51.3%	40	48.7%	38	78	57.4%	31	54	37.5%	9	24
非財務理論	56.3%	94	43.7%	73	167	65.7%	44	67	50.0%	50	100
差(%)	-5.0%					-8.3%			-12.5%		
合計	54.7%	134	45.3%	111	245	62.0%	75	121	47.6%	59	124
	$\chi^2$ 値: 0.54 p 値: 0.463					$\chi^2$ 値: 0.87 p 値: 0.352 $\chi^2$ 値: 1.21 p 値: 0.271					

上位・下位の分布  
 $\chi^2$  値: 5.13  
 p 値: 0.024

(c) 取引先

	全サンプル					売上高の上位・下位に分割					
	重視する		重視しない		合計	上位			下位		
	%	n	%	n		%	n	合計	%	n	合計
財務理論	51.3%	40	48.7%	38	78	53.7%	29	54	45.8%	11	24
非財務理論	48.5%	81	51.5%	86	167	46.3%	31	67	50.0%	50	100
差(%)	2.8%					7.4%			-4.2%		
合計	49.4%	121	50.6%	124	245	49.6%	60	121	49.2%	61	124
	$\chi^2$ 値: 0.16 p 値: 0.685					$\chi^2$ 値: 0.66 p 値: 0.416 $\chi^2$ 値: 0.13 p 値: 0.714					

上位・下位の分布  
 $\chi^2$  値: 0.00  
 p 値: 0.951

(d) 親会社

	全サンプル					売上高の上位・下位に分割					
	重視する		重視しない		合計	上位			下位		
	%	n	%	n		%	n	合計	%	n	合計
財務理論	10.3%	8	89.7%	70	78	11.1%	6	54	8.3%	2	24
非財務理論	21.0%	35	79.0%	132	167	23.9%	16	67	19.0%	19	100
差(%)	-10.7%					-12.8%			-10.7%		
合計	17.6%	43	82.4%	202	245	18.2%	22	121	16.9%	21	124
	$\chi^2$ 値: 4.21 p 値: 0.040					$\chi^2$ 値: 3.23 p 値: 0.070 $\chi^2$ 値: 1.57 p 値: 0.211					

上位・下位の分布  
 $\chi^2$  値: 0.07  
 p 値: 0.798

(e) グループ・系列企業

	全サンプル					売上高の上位・下位に分割					
	重視する		重視しない		合計	上位			下位		
	%	n	%	n		%	n	合計	%	n	合計
財務理論	7.7%	6	92.3%	72	78	7.4%	4	54	8.3%	2	24
非財務理論	7.2%	12	92.8%	155	167	10.4%	7	67	5.0%	5	100
差(%)	0.5%					-3.0%			3.3%		
合計	7.3%	18	92.7%	227	245	9.1%	11	121	5.6%	7	124
	$\chi^2$ 値: 0.02 p 値: 0.887					$\chi^2$ 値: 0.33 p 値: 0.563 $\chi^2$ 値: 0.40 p 値: 0.525					

上位・下位の分布  
 $\chi^2$  値: 1.07  
 p 値: 0.30

日本企業の資本コストに対する認識の変遷とその背景（馬場大治・若林公美）

(f) 従業員持株会

	全サンプル					売上高の上位・下位に分割									
	重視する		重視しない		合計	上位			下位						
	%	n	%	n		%	n	合計	%	n	合計				
財務理論	29.5%	23	70.5%	55	78	27.8%	15	54	33.3%	8	24				
非財務理論	39.5%	66	60.5%	101	167	41.8%	28	67	38.0%	38	100				
差(%)	-10.0%					-14.0%					-4.7%				
合計	36.3%	89	63.7%	156	245	35.5%	43	121	37.1%	46	124				
	$\chi^2$ 値: 2.31 p 値: 0.128					$\chi^2$ 値: 2.56 p 値: 0.109			$\chi^2$ 値: 0.18 p 値: 0.671			上位・下位の分布 $\chi^2$ 値: 0.06 p 値: 0.800			

動機としていふと考えられよう。従業員持株会 (f) についても、創業者一族と同様、外部株主の影響の排除という、支配権に関わる株式保有動機があるものと考えられる。<sup>(20)</sup>

親会社 (d) についても、財務理論グループと非財務理論グループにおいて、回答に有意な分布の偏りが検出されているが、親会社・子会社間には、通常、密接な取引関係が存在するため、支配権のみならず、事業取引からのベネフィットも濃厚に期待している株主であるといえよう。また、そのような株主の典型であると考えられる銀行 (b) に関しては、全体サンプルの結果を見ると、あまり回答の分布に差が無いように見える。しかしながら、売上高の上位と下位に分割した部分サンプルの結果は、2つのグループで、それぞれ、8.3%ポイント、12.5%ポイントの差が生じており、回答の分布に、少なからぬ偏りが生じているようである。<sup>(21)</sup>

(20) 従業員持株会 (f) は、財務理論グループより非財務理論グループにおいて、重視するとの回答が10.0%ポイント大きくなっているが、その分布の偏りは、有意にはなっていない。ただし、売上高上位1/4のサンプルに関しては、26.9%ポイントの差が生じており、5%水準で有意な分布の偏りが検出されている。

(21) 銀行を重視するとの回答は売上高上位のグループにより多く分布しており、非財務理論グループは売上高下位のグループにより多く分布している。そのため、全体サンプルの結果は、これらの効果が中和したもので、分布に偏りが無い結果になっていると考えられる。

#### 4. 資本コストの認識に影響を与えたイベント

2節で説明されているように、2011年の調査結果では、1996年の調査と比べて、財務理論の資本コスト概念の浸透が、日本企業においても、それなりに進んでいるようであった。この節では、この間に日本企業の資本コストに対する認識を変えたきっかけとなった可能性のあるイベントに注目した分析を行う。具体的に取り上げるのは、IFRSへの対応(4-1)、財務理論を援用した経営管理技法の導入(4-2)、最近の資本調達状況(4-3)である。

##### 4-1 IFRSへの対応

近年、世界各国でその導入が進められつつある国際財務報告基準(International Financial Reporting Standards: IFRS)は、財務理論と親和性の高い会計基準である。一般に、IFRSの特徴は、経済的実態を反映するように公正価値による資産と負債の評価を重視した会計システムであるといわれている。公正価値はわが国では時価と呼ばれるが、時価が参照できない場合、将来のキャッシュフローを予測し、現在価値を企業自ら見積もる必要が生じる。

IFRSを強制適用する形でこれを導入している国も多いが、わが国では適用が義務付けられているわけではなく、日本基準との差異を縮めつつ<sup>(22)</sup>、2010年からIFRSの任意適用が認められている。その結果、わが国では2016年8月現在で、101社がIFRSを適用している。ただし、アンケート調査実施時の2011年9月ではIFRS導入企業はまだ10社程度であった。

このように、アンケート実施時のみならず、現在もIFRSを任意適用している企業自体は少数であるが、年々増加傾向にある。2011年当初においても、

---

(22) 時価会計の導入にともなって、リース会計や退職金給付会計をはじめとして、将来キャッシュフローの割引現在価値に基づき評価される資産や負債の項目が増加している。

日本企業の資本コストに対する認識の変遷とその背景（馬場大治・若林公美）

IFRS の導入自体は進んでいなかったとはいえ、大多数の企業は IFRS の理解を試み、その適用の諾否を検討していたと考えられよう。上述のように IFRS を理解するためには、それが採用している財務理論を理解する必要がある。したがって、IFRS に対する検討を企業が進める過程で、財務理論に対する理解、特に、その中核概念である資本コストに対する理解が進んだ可能性<sup>(23)</sup>があるろう。

われわれのアンケート調査には、IFRS に関する質問が数多く含まれている<sup>(24)</sup>が、上述のアイデアを検証できる可能性のある質問として、IFRS に対す

表 7 IFRS に対する理解の程度

(a) 回答の分布の比較\*

	全サンプル					売上高の上位・下位に分割					
	1, 2		3~5		合計	上位			下位		
	%	n	%	n		3~5		合計	3~5		合計
財務理論	40.3%	31	59.7%	46	77	71.2%	37		52	36.0%	
非財務理論	60.0%	99	40.0%	66	165	54.5%	36	66	30.3%	30	99
差	19.7%					16.6%			5.7%		
合計	53.7%	130	46.3%	112	242	61.9%	73	118	31.5%	39	124
	$\chi^2$ 値: 8.23 p 値: 0.004					$\chi^2$ 値: 3.40 p 値: 0.065			$\chi^2$ 値: 0.30 p 値: 0.584		

上位・下位の分布  
 $\chi^2$  値: 22.49  
 p 値: 0.000

\* IFRS の理解の程度に関して、以下の選択肢から選択する形の質問の回答の分布である。

1. IFRS についてよく知らない
2. IFRS についてある程度の内容を把握している
3. IFRS の基準書や解釈書を確認して、会計基準の違いを分析した
4. IFRS の基準書や解釈書に基づき、財務諸表を作成してみた
5. IFRS について十分理解し、適用している

(b) 平均の比較\*\*

	全サンプル		売上高の上位・下位に分割			
	平均	n	上位		下位	
			平均	n	平均	n
財務理論	2.64	77	2.73	52	2.44	25
非財務理論	2.41	165	2.64	66	2.25	99
差	0.23		0.09		0.19	
全体	2.48	242	2.68	118	2.29	124
	t 値: 2.59 p 値: 0.005		t 値: 0.83 p 値: 0.204		t 値: 1.32 p 値: 0.094	

上位・下位の平均値の比較  
 t 値: 4.83  
 p 値: 0.000

\*\*各回答を選択肢の番号で得点化したものの平均値を求めている。

(23) IFRS と資本コストの関係に関して、本稿の問題意識とは違うが、IFRS 導入により情報処理コストが低下や流動性の改善によって資本コストが低下するとの議論がある（例えば、Daske et al. [2008], Li [2010]）。

る理解度に関する質問がある。これは、IFRSに関する理解の程度を、5つの選択肢の形で質問したものである。上述の議論に基づくと、財務理論に対する理解が確かな財務理論グループの方が、非財務理論グループよりもIFRSに対する理解もより確かであると予想される。

表7(a)は回答の分布を示したものであるが、全体サンプルについて見ると、非財務理論グループにおいて、1(IFRSについてよく知らない)と2(IFRSをある程度理解している)の回答を行った企業が多数派で6割近くを占めている。反対に、財務理論グループでは、3(IFRSの基準書や解釈書を確認して、会計基準の違いを分析した)以上に理解が進んでいると回答した企業が6割を占めており、統計的に有意な分布の偏りが見られる。また、表7(b)は、上記の回答をそれぞれの選択肢の番号で得点化し、その平均値の比較を行ったものである。ここでも財務理論グループの方が、非財務理論グループよりも統計的に有意に高い得点を示している。<sup>(25)</sup>

表7の質問が、回答者の主観に基づく理解度に基づくものであるのに対して、もう少し客観的にIFRSに対する取り組みの程度を調査した質問として、IFRSの検討の開始時期に関する質問がある。表8は、検討開始時期がアンケート実施時点のどれだけ前かを、年単位(a)、月単位(b)で求め、その集計結果をまとめたものである。<sup>(26)</sup>表8から明らかのように、財務理論グループ

(24) 本稿で取り上げた質問だけでなく、IFRSに関するアンケート調査結果全般に関しては若林 [2012]、資本コスト概念と関連した分析結果に関しては馬場・若林 [2013] に詳しい。

(25) 表7の結果に関して、売上高で分けた2つのグループの比較を行うと、規模がより大きい企業の方が、IFRSに対する理解度が高いことが示されている。財務理論グループはより規模の大きい企業に多いため、売上高別での分析結果は、全体サンプルほど明瞭な結果にはなっていない。しかしながら、(a)においては売上高上位のグループにおいて、(b)においては下位のグループにおいて、有意な形でIFRSへの理解度が高いことが示されている。

(26) この質問は、IFRSについて企業内で検討を始めた時期を具体的な年・月を聞いている。

表 8 IFRS の検討開始時期\*

(a) 年

	全サンプル		売上高の上位・下位に分割			
			上位		下位	
	平均	n	平均	n	平均	n
財務理論	2.21	78	2.38	53	1.84	25
非財務理論	1.84	166	2.03	66	1.72	100
差	0.36		0.35		0.12	
全体	1.96	244	2.18	119	1.74	125
	t 値: 2.33 p 値: 0.010		t 値: 2.05 p 値: 0.021		t 値: 0.42 p 値: 0.339	

上位・下位の平均値の比較  
t 値: 3.06  
p 値: 0.001

(b) 月

	全サンプル		売上高の上位・下位に分割			
			上位		下位	
	平均	n	平均	n	平均	n
財務理論	16.83	72	17.48	48	15.54	24
非財務理論	14.26	161	15.46	63	13.49	98
差	2.57		2.02		2.05	
全体	15.06	233	16.33	111	13.89	122
	t 値: 1.64 p 値: 0.051		t 値: 1.23 p 値: 0.110		t 値: 0.70 p 値: 0.244	

上位・下位の平均値の比較  
t 値: 1.81  
p 値: 0.036

\*設問そのものは、検討開始時期そのものを尋ねている。ここでは、アンケート時（2011年9月）において、そのどれだけ前からIFRSの検討を開始したかについての集計結果を示している。回答に年しか記されていないサンプルがあったため(a)と(b)ではサンプル数が相違している。

の方が、非財務理論グループよりも、早期に検討が開始されていることがわかる。検討の開始時期がより早いということは、より長期間にわたって検討が行われている可能性が高いことを含意する。あるいは、より早くから検討されていることは、IFRSへの関心が高く、より高い意欲をもって検討が行われたことを意味しているのかもしれない。いずれにせよ、表8の結果に関しても、IFRSに対する姿勢と資本コストに対する認識の間に、少なからぬ相関関係があることを示唆していると考えられる。

#### 4-2 各種の経営技法の導入

実務に資本コスト概念が浸透するにあたって、資本コストを採用した経営管理技法や指標の流行や浸透が一定の役割を果たしている可能性がある。近年、ビジネススクールによる経営学教育がそれなりに普及してきたことと相まって、その種の技法の実務への浸透も期待できるかもしれない。

表9 各種の経営管理法の利用度\*

(a) 資本コストに直接かかわる指標や技法  
(a-1) WACC (加重平均資本コスト)

	全サンプル		売上高の上位・下位に分割			
			上位		下位	
	平均	n	平均	n	平均	n
財務理論	2.95	78	3.13	54	2.54	24
非財務理論	2.38	169	2.46	68	2.34	101
差	0.56		0.67		0.21	
全体	2.56	247	2.75	122	2.38	125
	t 値: 3.83 p 値: 0.000		t 値: 3.30 p 値: 0.001		t 値: 0.89 p 値: 0.188	

上位・下位の平均値の比較  
t 値: 2.72  
p 値: 0.003

(a-2) CAPM (資本資産評価モデル)

	全サンプル		売上高の上位・下位に分割			
			上位		下位	
	平均	n	平均	n	平均	n
財務理論	2.18	77	2.26	54	2.00	23
非財務理論	1.93	169	1.97	68	1.90	101
差	0.25		0.29		0.10	
全体	2.01	246	2.10	122	1.92	124
	t 値: 1.81 p 値: 0.035		t 値: 1.48 p 値: 0.071		t 値: 0.45 p 値: 0.327	

上位・下位の平均値の比較  
t 値: 1.38  
p 値: 0.084

(a-3) EVA (経済付加価値)

	全サンプル		売上高の上位・下位に分割			
			上位		下位	
	平均	n	平均	n	平均	n
財務理論	2.22	78	2.20	54	2.25	24
非財務理論	2.17	168	2.21	68	2.15	100
差	0.05		0.00		0.10	
全体	2.19	246	2.20	122	2.17	124
	t 値: 0.31 p 値: 0.378		t 値: 0.01 p 値: 0.496		t 値: 0.42 p 値: 0.336	

上位・下位の平均値の比較  
t 値: 0.26  
p 値: 0.397

(b) 設備投資決定法

(b-1) 回収期間法 (PP 法)

	全サンプル		売上高の上位・下位に分割			
			上位		下位	
	平均	n	平均	n	平均	n
財務理論	3.67	79	3.75	55	3.50	24
非財務理論	3.40	166	3.37	67	3.41	99
差	0.27		0.37		0.09	
全体	3.49	245	3.54	122	3.43	123
	t 値: 1.46 p 値: 0.073		t 値: 1.52 p 値: 0.065		t 値: 0.27 p 値: 0.394	

上位・下位の平均値の比較  
t 値: 0.63  
p 値: 0.266

(b-2) 正味現在価値法 (NPV 法)

	全サンプル		売上高の上位・下位に分割			
			上位		下位	
	平均	n	平均	n	平均	n
財務理論	3.13	79	3.24	55	2.88	24
非財務理論	2.22	165	2.32	65	2.16	100
差	0.90		0.91		0.72	
全体	2.52	244	2.74	120	2.30	124
	t 値: 5.21 p 値: 0.000		t 値: 3.77 p 値: 0.000		t 値: 0.60 p 値: 0.005	

上位・下位の平均値の比較  
t 値: 2.63  
p 値: 0.005

日本企業の資本コストに対する認識の変遷とその背景（馬場大治・若林公美）

(b-3) 内部収益率法（IRR 法）

	全サンプル		売上高の上位・下位に分割			
			上位		下位	
	平均	n	平均	n	平均	n
財務理論	2.80	79	2.89	55	2.58	24
非財務理論	2.07	163	2.26	65	1.94	98
差	0.73		0.63		0.64	
全体	2.31	242	2.55	120	2.07	122
	t 値: 4.20 p 値: 0.000		t 値: 2.51 p 値: 0.007		t 値: 2.47 p 値: 0.007	

上位・下位の平均値の比較  
 t 値: 2.92  
 p 値: 0.002

\*各技法の利用度に関して、「とてもよく利用する(5)」から「全く利用しない(1)」とする、5段階のリッカート尺度によって質問した質問の集計結果。

われわれのアンケート調査において、この種の指標や経営技法の利用度に関して、それを5段階のリッカート尺度で測定する形で、調査を行っている。表9には、資本コストに直接かかわる指標(a)、設備投資の評価方法(b)に関する集計結果が示されている。

資本コストに直接かかわる指標として、まず、WACC（加重平均資本コスト(a-1)）は、いわば、資本コストそのものであるが、実務的に利用される場合、この名称で用いられることが多い。全体の集計結果を見ると、この指標の利用の平均点が5点満点中2.56と低くなっており、2節で説明された日本企業の資本コスト概念の浸透度の低さを反映したものとなっている。財務理論グループと非財務理論グループを比較すると、当然のことではあるが、前者が高得点になっており、統計的に有意な差を示している。CAPM（資本資産評価モデル(a-2)）は、実務的に自己資本の資本コストを求める時に用いられることが多い技法であるが、こちらもWACCと同様に、全体サンプルの平均得点は2.01点と振るわない。ただし、両グループ間では統計的に有意な差が示されていることも、WACCと同様である。

一方、EVA（経済付加価値<sup>(27)</sup>(a-3)）に関しては、両グループ間で平均値の差はみられない。EVAは、大まかに定義すると、稼得した収益から資本コ

(27) EVAはスターン・スチュアート社の登録商標である。

ストを満たすために必要な金額を控除したもので、資本コストを勘案した業績評価指標である。したがって、これは資本コスト概念を実務に定着させることを意図した経営指標であるにもかかわらず、この結果は、いささか奇妙であるといわざるをえない。

一方、設備投資の評価方法に関して、わが国では、正味現在価値法 (NPV 法) や内部収益率法 (IRR 法) といった、割引現在価値法 (DCF 法) の普及は不十分であり、回収期間法 (PP 法) が優勢であるとする議論が通説であった。<sup>(28)</sup> われわれのアンケート調査結果においても、全体サンプルの利用平均値を見ると、回収期間法 (b-1) が5点満点中3.49であるのに対して、正味現在価値法 (b-2) が2.52、内部収益率法 (b-3) が2.31であり、先行調査結果と同様の傾向を示しており、近年、特段の変化がないことが示されている。

財務理論グループと非財務理論グループの比較を行うと、正味現在価値法と内部収益率法に関して、非常に明瞭な形で平均値の差が検出されており、これらの手法が資本コスト概念と軌を一にして浸透しているさまが明らかにされているといえよう。<sup>(29)</sup>

これらの指標や技法は、それぞれ独立に用いられるものではなく、相互に利用しあう関係にある。例えば、WACC は、正味現在価値法においては割引率に、また、内部収益率法においてはハードルレートに用いられる。また、WACC を求めるために、自己資本の資本コストを求める必要があり、その

---

(28) 欧米においては、Bierman [1999], Graham and Harvey [2001], Block [2003] に示されているように、割引現在価値法が優勢である。これに対して、鳥邊 [1997], 清水・加藤・坂口・河合 [2007], 芹田・花枝 [2012] といった、日本における調査結果では、回収期間法が優勢であることが示されている。

(29) なお、各種の経営技法に関して、本稿では、紙幅の関係もあり資本コストと関係するものの結果のみを示している。アンケート調査においては、経営計画、予算管理、方針管理といった一般的な経営管理技法に関しても質問しているが、当然のことながらこれらに関しては、財務理論グループと非財務理論グループの間でまったく相違はなかった。

日本企業の資本コストに対する認識の変遷とその背景（馬場大治・若林公美）

際にはCAPMを用いることが多い。これらの各技法の利用度の間には密接な関係があるはずであり、それを確認するために各指標間の相関係数を求めてみた。その際、それらの関係と財務理論の資本コストに対する理解の状況との関係を確認するため、資本コスト概念の理解度に関する指標との関係も求めた。ここでは、表1から表3の3つの質問において財務理論と整合的に回答した数を、0～3の範囲をとる資本コスト概念の理解度の指標として用いている。

表10を見ると、WACC、CAPM、正味現在価値法、内部収益率法に関しては、これらの技法間で、また、資本コストの理解度とも比較的強い相関関係が見られる。このことは、各技法を用いるにあたり、財務理論を総合的に理解した形でそれぞれを用いており、さらに、それが資本コストに対する理解をもたらしめていることを含意しているといえるだろう。<sup>(30)</sup>

これに対して、EVAについては、まったく事情が異なる結果となっている。EVAの利用度は、それを求めるために必要なWACCやCAPMとの間には強い相関関係があるが、表9の結果からも予想されるように、資本コストの理解との間には全く相関関係がみられない。つまり、EVAを利用している企業の多くは、資本コストに関わる諸技法を駆使してそれを行っているにもかかわらず、その背後にある資本コストに対する理解は進んでいないとい

---

(30) 回収期間法に関しては、一般に、財務理論のテキストブックにおいて、投資プロジェクトの収益性や貨幣の時間価値を斟酌しない、問題の多い方法であるとされることが多い。ところが、表9(b-1)に示されているように、財務理論グループの方が、10%水準であるが有意に利用度の平均値が高くなっている。

一方、表10を見ると、回収期間法の利用度は、正味現在価値法や内部収益率法との間には正の相関関係が示されている。つまり、割引キャッシュフロー法と回収期間法は相互排他的なものだけでなく、両者が併用される傾向にあるようである。割引キャッシュフロー法に関して、その理論的優位性を認めつつも、その実用性を疑問視する議論も多く存在する（例えば、森 [1982]や手嶋 [2012]）ことを考えると、このような傾向は、EVAのように、理論的背景よりも技法の普及が先行しているケースと比較して、より健全な形で財務理論が普及している姿であるようにも思われる。

表10 各種の技法の利用度、資本コストの理解度の相関係数\*

	理解度	WACC	CAPM	EVA	回収期間法	正味現在法	内部収益率法
理解度**	—	0.259	0.145	0.006	0.105	0.340	0.275
WACC	0.00	—	0.676	0.577	0.194	0.511	0.420
CAPM	0.03	0.00	—	0.618	0.122	0.397	0.460
EVA	0.93	0.00	0.00	—	0.128	0.181	0.343
回収期間法	0.12	0.00	0.07	0.06	—	0.276	0.228
正味現在法	0.00	0.00	0.00	0.01	0.00	—	0.577
内部収益法	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	—

\* 右上の三角形は相関係数，左下の三角形は p 値を示している。

\*\* 「理解度」は、株式の資本コスト、留保利益の資本コスト、投資収益率の質問に関して、財務理論と総合的に回答した数により、財務理論の資本コストの理解度を 0~3 点で得点化したものである。ただし、留保利益の質問に関しては、株式の資本コストを財務理論と総合的に回答している回答のみを総合的であるとみなして得点化している。

うことになろう。<sup>(31)</sup>

#### 4-4 資本調達のあるり方

企業が新たに資本調達を行う際には、投資家と直接向き合う機会が生じる。その際、企業は、投資家の「要求」に直接触れ、その意向に敏感にならざるを得ないだろう。そもそも財務理論における資本コスト概念は、投資家が要求する収益率を実現するために企業は何を行うべきかという観点から定義されており、新規の資本調達はそれを肌で知る機会にほかならない。したがって、そのような状況に直面した企業は、その際、資本コストに対する考え方

(31) EVA は、1990年代後半から2000年代前半にかけて、新しい経営技法として大きなブームを引き起こし、わが国においてもある程度これが定着した。ただし、そのブームに際して、新しい総合的な経営技法として、やや華やかに過ぎる形で喧伝されたきらいもあり、その背後の論理より実務的なノウハウの浸透が先行したのかもしれない。例えば、中野・野間 [2005] は、EVA を採用している企業の経営幹部研修において、参加者が「基本概念を全く理解していない様子だった」と報告している（中野・野間 [2005]、118頁）。

なお、EVA の導入やその効果の実態に関しては、馬場・平尾 [2010a]、[2010b] に詳しい。

日本企業の資本コストに対する認識の変遷とその背景（馬場大治・若林公美）

を、財務理論とより整合的に変化させる可能性があるだろう。

われわれのアンケート調査には、各資本調達源泉について、過去5年間にどの程度それを重視したかを5段階のリッカート尺度を用いて質問した項目がある。<sup>(32)</sup>この調査結果を用いることにより、上述の議論の確認を行うことができる。

表11は、資本調達源泉の一般的な分類法に基づいて、内部資本調達(a)、株式資本調達(b)、負債資本調達(c)の順番に、各種の資本調達源泉について、それらを過去5年間に重視した程度に関する集計結果を示したものである。

内部資本調達である留保利益(a-1)に関しては、財務理論グループと非財務理論グループの間で、明瞭な差は生じていない。新規資本調達といっても、内部留保の場合は、資金提供者である株主と向き合うことなく新規資本を調

表11 過去5年間に重視した資本調達源泉\*

(a) 内部資本調達

(a-1) 留保利益

	全サンプル		売上高の上位・下位に分割			
			上位		下位	
	平均	n	平均	n	平均	n
財務理論	3.59	79	3.69	55	3.38	24
非財務理論	3.54	163	3.64	67	3.47	96
差(%)	0.06		0.05		-0.09	
全体	3.56	242	3.66	122	3.45	120
	t値: 0.37 p値: 0.356		t値: 0.28 p値: 0.389		t値: 0.34 p値: 0.366	

上位・下位の平均値の比較  
 t値: 1.54  
 p値: 0.062

(b) 株式資本調達

(b-1) 公募増資

	全サンプル		売上高の上位・下位に分割			
			上位		下位	
	平均	n	平均	n	平均	n
財務理論	1.91	79	1.85	55	2.04	24
非財務理論	1.71	162	1.74	66	1.69	96
差(%)	0.20		0.11		0.35	
全体	1.78	241	1.79	121	1.76	120
	t値: 1.44 p値: 0.075		t値: 0.61 p値: 0.272		t値: 1.50 p値: 0.068	

上位・下位の平均値の比較  
 t値: 0.27  
 p値: 0.395

(32) ここでも表5、6の分析と同様、「重視する」といういささか曖昧な表現のアンケート結果が利用されている。このような質問の仕方の問題点やメリットに関しては、脚注14と同様の議論があてはまる。

(b-2) 第三者割当増資

	全サンプル		売上高の上位・下位に分割			
			上位		下位	
	平均	n	平均	n	平均	n
財務理論	1.94	79	1.91	55	2.00	24
非財務理論	1.82	161	1.71	66	1.89	95
差 (%)	0.12		0.20		0.11	
全体	1.86	240	1.80	121	1.92	119
	t 値: 0.78 p 値: 0.217		t 値: 1.05 p 値: 0.148		t 値: 0.40 p 値: 0.344	

上位・下位の平均値の比較  
 t 値: 0.82  
 p 値: 0.208

(c) 負債資本調達

(c-1) 普通社債 (SB)

	全サンプル		売上高の上位・下位に分割			
			上位		下位	
	平均	n	平均	n	平均	n
財務理論	2.22	79	2.45	55	1.67	24
非財務理論	1.69	161	2.00	66	1.47	95
差	0.53		0.45		0.19	
全体	1.86	240	2.21	121	1.51	119
	t 値: 3.42 p 値: 0.000		t 値: 1.91 p 値: 0.029		t 値: 1.05 p 値: 0.147	

上位・下位の平均値の比較  
 t 値: 4.92  
 p 値: 0.000

(c-2) 新株引受権付社債 (CB, WB)

	全サンプル		売上高の上位・下位に分割			
			上位		下位	
	平均	n	平均	n	平均	n
財務理論	1.85	79	1.95	55	1.63	24
非財務理論	1.54	162	1.79	67	1.37	95
差	0.30		0.15		0.26	
全体	1.64	241	1.86	122	1.42	119
	t 値: 2.18 p 値: 0.015		t 値: 0.73 p 値: 0.233		t 値: 1.38 p 値: 0.085	

上位・下位の平均値の比較  
 t 値: 3.40  
 p 値: 0.000

(c-3) 銀行借入

	全サンプル		売上高の上位・下位に分割			
			上位		下位	
	平均	n	平均	n	平均	n
財務理論	3.35	79	3.44	55	3.17	24
非財務理論	3.34	167	3.53	68	3.20	99
差	0.02		-0.09		-0.04	
全体	3.34	246	3.49	123	3.20	123
	t 値: 0.10 p 値: 0.459		t 値: 0.38 p 値: 0.352		t 値: 0.11 p 値: 0.456	

上位・下位の平均値の比較  
 t 値: 1.69  
 p 値: 0.047

\*各資本調達源泉に関して、「極めて重視した(5)」から「関係ない(1)」とする、5段階のリッカート尺度によって質問した質問の集計結果。

達できる方法であり、この結果は、上記の議論と整合的であるといえよう。

株式資本調達に関しては、公募増資 (b-1) については、財務理論グループの平均値が統計的に有意に高くなっており、より重視していたことがわかる。これに対して、第三者割当増資 (b-2) は、財務理論グループの方が、若干、

日本企業の資本コストに対する認識の変遷とその背景（馬場大治・若林公美）

平均点が高いようであるが、公募増資のように有意な差は生じていない。一方、負債資本調達に関しては、銀行借入（c-3）は、両グループの間で全く差異が認められないが、普通社債（c-1）と新株予約権付社債（c-2）に関しては、財務理論グループの方が、統計的に有意に高い平均値を示しており、財務理論グループはこれらを資本調達方法としてより重視する傾向にあったようだ。

日本企業の資本コストに対する認識で問題とされるのは、2節で説明しているように、株式の資本コストについてである。したがって、株主と直接向き合うことになる、株式資本調達こそが、上述の議論が典型的に当てはまるケースであり、それを重視した程度と資本コスト概念の間に強い関係があると、直感的には期待されよう。ところが、株式資本調達である第三者割当増資においては、平均値に有意な差は検出されず、反対に、純然たる負債資本調達である普通社債においては有意な差が検出されている。

両グループで平均値の有意な差が表れた資本調達源泉とそうでないものを分けている要因は、株式資本調達であるか、負債資本調達であるかといった資本提供にあたっての契約条件の相違であるよりも、むしろ、資本調達のプロセスにあると考えるべきであろう。つまり、両グループで差異が認められた、公募増資、新株予約権付社債、普通社債は、市場を直接利用するタイプの資本調達であり、そうでなかった第三者割当増資や銀行借入は特定の資本提供者を対象とする、いわば、縁故に基づく資本調達である。

縁故に基づいて資本提供を行う投資家は、資本提供あたって、純粋な利殖目的がより希薄である可能性が高いと考えられよう。第三者割当増資に関しては、支配権の取得やそれに基づく事業関係の強化といった動機が濃厚であろうし、銀行借入に関しても、その時の資本提供だけで投資採算を考えるのではなく、より長期的な視野に立って資本提供がなされていると考えられよう。

これに対して、公募増資や新株予約権付社債による資本調達にあたっては、

純然たる利殖目的を有している可能性がより高い潜在的な新株主（新株予約権付社債は潜在的株主である新債権者）に、企業は対峙することになり、その過程で彼らの欲するところ、すなわち、資本コストに対して、認識が深まった可能性があるだろう。また、普通社債に関しては、対象は債権者であるが、その発行のためには高い格付けを取得する必要がある、企業の安全性、収益性を市場に示す必要がある。こちらに関しても、そのような過程で、投資家に対する考え方が、より近代的に変容した可能性もあろう。

## 5. 結びに代えて

本稿では、日本企業の資本コスト概念の状況とその変化の原因に関して、アンケート調査結果を用いて考察してきた。

2011年の調査において、株式の資本コストを財務理論と整合的に回答している企業は、3割程度であり、1996年の同様の調査結果が2割程度であったことと比較すると、財務理論の資本コスト概念が、ここ15年で、若干浸透した程度であるかに見える。ところが、資本コストに関する3つの質問に首尾一貫して財務理論と整合的に回答した企業が、1996年は7.2%に過ぎなかったものが、2011年の調査では、23.7%に達しており、その理解の「質」に関しては、かなりの程度、向上しているようであった。また、資本コストを財務理論と整合的に回答している企業は、より規模の大きい企業に偏って分布しており、株式の資本コストを財務理論と整合的に回答している企業は、売上高では62.0%、時価総額では66.8%に達しており、「量」に関して、少なからぬ変化が起こっていると考えていいようであった。

さらに、日本企業のこのような状況や変化の原因に関して、株式の資本コストに関して、財務理論と整合的に回答しているグループとそうでないグループを比較することにより、以下のことが明らかになった。

①財務理論グループは、投資ファンドや外国人のような、株式所有におい

日本企業の資本コストに対する認識の変遷とその背景（馬場大治・若林公美）

て利殖目的がより濃厚な株主を重視する傾向があるのに対し、非財務理論グループは創業者一族、親会社といった純粹な利殖目的が比較的希薄な株主をより重視する傾向にある。

②財務理論グループは、IFRS への対応をより熱心に検討しており、IFRS に対する理解度も高いと自負している。

③財務理論グループにおいては、WACC や割引キャッシュフロー法といった財務理論を援用した指標や経営管理技法がより浸透している。

④財務理論グループは、過去 5 年間に、公募増資や社債発行といった市場から直接行う資本調達をより重視する傾向にあった。

上述のように、日本企業の資本コストについての考え方に、近年、少なからぬ変化が生じているが、①から④の発見事実は、かかる変化に対する直感的な説得力を有する説明の根拠となると考えられる。すなわち、1990年代の終わりごろから株式持合が縮小した反面、外国人株主が劇的に増えている等、日本企業の所有構造は劇的に変化している。また、外部資本調達において、直接金融の比重が高まり、「銀行離れ」が進んでいる。さらに、わが国基準と IFRS の差が縮まり、日本企業による IFRS の任意適用が進んできたように、日本における会計基準のグローバル化への対応が進んできたことも周知の通りであろう。

つまり、近年、日本の資本市場において、グローバル化、近代化が劇的に進行しつつあるが、企業の資本コストに対する認識も、それに呼応する形で変化しつつあると理解してもいいのではないだろうか。逆に、従来、日本企業において圧倒的多数派が資本コストを財務理論と整合的に理解していなかったことに関して、それを日本企業の不合理性の帰結とみなすのではなく、日本の資本市場の特殊性を根拠とすることにより、これを合理的に説明することもできるだろう。

1 節でも述べているように、本稿で行われた考察は、われわれが行ったア

ンケートの調査結果を用いたものである。資本コストに関する質問以外は、それぞれの領域において、それぞれの意図をもってアンケートに加えられた質問項目であり、そのデータを援用する形で本稿の分析は行われてきた。率直に言うと、そのようなデータを用いることによって検証することができる、いくつかの「アイデア」について、得られたデータとの整合性を考察してきたものである。このような形で論を進めたため、本稿の議論が、いささか雑駁なものとなっている点が指摘されるであろう。

また、得られた結果の頑健性に関しても、注意する必要があるだろう。上述のように、そもそも別の意図を持って行われた調査結果を援用しているため、質問方法やその検証方法もがナイーブであるという感も否めないであろう。さらに、①から④の発見事実に関しても、その因果関係については検証されておらず、それぞれが資本コストに対するとらえ方の原因である可能性もある反面、その帰結である可能性も同様に存在している。

しかしながら、本稿の貢献として、最低限、以下のことは強く主張できよう。すなわち、理論的含意はともかく、2節で報告されている日本企業の状況や①から④の発見事実そのものは、全上場企業を対象とするアンケート調査結果という極めて貴重なデータに基づく発見であり、従来の、そして、将来の日本企業のあり方を考える上で、極めて重要度の高い知見であるといえよう。

#### 参考文献・引用文献

- 赤石雅弘・馬場大治・村松郁夫 [1998a] 「資本コスト概念と財務政策」『日本経営学会誌』第3号、15-26頁。
- 赤石雅弘・馬場大治・村松郁夫 [1998b] 「構造変革期における我が国企業の財務行動：実態調査」森昭夫・赤石雅弘編『構造変革期の企業財務』千倉書房、1-80頁。
- 赤石雅弘・馬場大治・村松郁夫 [1999] 「資本コスト概念と所有構造」『甲南経営研究』、第40巻 第2号、1-27頁。
- 井手正介・高橋文郎 [1992] 『ビジネス・ゼミナール 企業財務入門』日本経済新聞社。

日本企業の資本コストに対する認識の変遷とその背景（馬場大治・若林公美）

- 伊藤邦雄・蜂谷豊彦 [1993] 「資本コストの日米比較：企業の投資行動へのインパクト」『通産研究レビュー』, 第1号, 145-221頁。
- 楠美将彦・川北英隆 [1998] 「株式市場における主体別投資行動」『証券アナリストジャーナル』, 第38巻8号, 50-63頁。
- 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。
- 小宮隆太郎・岩田規久生 [1973] 『企業金融の理論』日本経済新聞社。
- 小山泰弘 [2006] 「わが国上場企業の経営財務政策に関するアンケート調査の結果」『岡山大学経済学会雑誌』第38巻, 第2号, 47-81頁。
- 柴田典男・高田義男 [1990] 「エクイティー・ファイナンスと株式持合」『企業会計』, 第42巻第7号, 964-970頁。
- 清水信匡, 加藤豊, 坂口順也, 河合隆治 [2007] 「設備投資マネジメントの実態調査：管理会計としての設備投資予算研究に向けて 第1回 経済性評価技法」『企業会計』, 第59巻, 第8号, 105-111頁。
- 芹田敏夫・花枝英樹 [2012] 「日本企業が用いる投資評価手法とハードルレート：サーベイ調査に基づく実証分析」『日本ファイナンス学会第20回大会報告予稿集』。
- 月岡靖智 [2016] 「日本における株主属性別持ち株比率を議決権行使」日本経営財務研究学会第40回全国大会報告論文。
- 手嶋直樹 [2012] 『まだ「ファイナンス理論」を使いますか?』日本経済新聞社。
- 翟林瑜 [2012] 「株式市場再生の視点」日本経済新聞, 2012年10月30日朝刊。
- 鳥邊晋司 [1997] 『企業の投資行動理論』中央経済社。
- 中野誠・野間幹晴 [2005] 「EVA は企業価値にとって必須の概念」『週刊 東洋経済』, 第5992号, 118-121頁。
- 仁科一彦 [1995] 『財務破壊：市場メカニズムの浸透と財務戦略』東洋経済新報社。
- 野間幹晴 [2010] 「「通説」と異なる日本企業」日本経済新聞, 2010年8月5日朝刊。
- 馬場大治 [2016] 「日本企業の資本コスト概念」『証券経済学会年報』, 第50号, 391-54頁。
- 馬場大治・平尾敏也 [2010a] 「資本コスト概念を用いた経営管理：その実際と効果 (1)」『甲南経営研究』, 第51巻1号, 1-27頁。
- 馬場大治・平尾敏也 [2010b] 「資本コスト概念を用いた経営管理：その実際と効果 (2)」『甲南経営研究』, 第51巻2号, 115-139頁。
- 馬場大治・若林公美 [2013] 「ファイナンス理論とIFRS：アンケート調査結果に基づいて」『甲南経営研究』, 第54巻1号, 209-244頁。
- 森昭夫 [1984] 「日本的経営財務の特質」神戸大学経営学部編『経営学のフロンティア』千倉書房, 59-84頁。
- 森昭夫 [1982] 「いわゆる DCF 法の合理性について」『国民経済雑誌』, 第146巻1号, 1-13頁。
- 若林公美 [2012] 「IFRS 導入意識に関する日韓企業の実態比較」甲南大学ビジネス・

- イノベーション研究所編『ビジネス・イノベーションのプラットフォーム』同文館, 183-198頁。
- 若林公美・馬場大治・長坂悦敬 [2012] 「IFRS 時代における日本企業の経営実態調査」『BI Annual Research Report (甲南大学ビジネス・イノベーション研究所)』, 第7巻, 47-78頁。
- Baker, H. Kent, J. Clay Singleton and E. Theodore Veil. [2011], *Survey Research in Corporate Finance: Bridging the Gap between Theory and Practice*, Oxford University Press, New York.
- Bierman, Harold. [1999], “Capital Budgeting in 1992: A Survey”, *Financial Management Letters* 22 (3), p. 24
- Block, Stanley. [2003], “Divisional Cost of Capital: A Study of Its Use by Major U.S. Firms”, *Engineering Economist* 48 (4), pp. 345-362.
- Brounen, Dirk, Abe de Jong, and Kees Koedijk. [2004], “Corporate Finance in Europe: Confronting Theory with Practice”, *Financial Management* 33 (4), pp. 71-101.
- Daske, H., L. Hail, C. Leuz, and R. Verdi. [2008], “Mandatory IFRS Reporting around the World: Easy Evidence on the Economic Consequences”, *Journal of Accounting Research*, 46 (5), pp. 1085-1142.
- Gitman, L., and P. Vandenberg. [2000], “Cost of Capital Techniques Used by Major U.S. Firms: 1997 vs. 1980”. *Financial Practice and Education* 10 (2), pp. 53-68.
- Graham, J. and C. Harvey. [2001], “The Theory and Practice of Corporate Finance: Evidence from the Field”, *Journal of Financial Economics* 60 (2-3), pp. 187-243.
- Li, S. [2010], “Does Mandatory Adoption of International Financial Reporting Standards in the European Union Reduce the Cost of Equity Capital?”, *The Accounting Review* 85 (2), pp. 607-636.
- Pflomn, N. [1963], *Managing Capital Expenditures*, New York: National Industrial Conference Board.