



わが国企業の資本コスト概念
——1996年調査結果，韓国における調査結果と比較して——

馬場大治*1

KONAN BI Monograph Series No.2014-002

*1 甲南大学経営学部教授、BI 研究所兼任研究員

October2014



Institute of Business Innovation Konan University

*本論文はBI研究所運営委員会の審議を経て、公開・公刊論文の扱いと認めるものである。
なお、本論文に関する全ての責任は執筆者にあり、本研究所は責任を負うものではない。

わが国企業の資本コスト概念
——1996年調査結果，韓国における調査結果と比較して——

**The Concept of “Cost of Capital” in Japan
: Some Survey Findings**

論文要旨

現代の経営財務論において，資本コストは「投資家が期待する収益率」とであるとされるが，これは財務理論においてその中核をなすともいえる極めて重要な概念である。つまり，資本コストは投資決定に当たっては最低限必要な投資収益率，すなわち，ハードル・レートにされるべきであるとされ，資本調達決定に当たっては，その極小化が最適性の基準とされている。

わが国企業に関しては，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，理論的には非常に問題のある状況であるとする見解が，かつては通説的であった。すなわち，わが国企業の多数派は，株式の資本コストは単に支払配当のみで，留保利益は無コストであると考えられる傾向があり，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るとの指摘が数多く行われてきた。しかしながら，資本コスト概念に立脚した業績評価指標の流行や経営大学院教育の普及といった，近年の変化を勘案すると，このような状況に変化が生じている可能性も期待できる。

このような問題意識の下，本稿では，わが国企業の財務担当役員を対象に行われたアンケート調査の結果が分析され，現代の日本企業の資本コストに対する考え方を明らかにすることが試みられる。この調査は2011年に，日本における非金融業の全上場企業を対象に行われたものであるが，1)1996年時点において同様の調査を日本企業に対して実施しているのみならず，2)同時に，韓国企業においても同様の調査を行っている。したがって，1)時系列的な比較と，2)日韓企業の国際比較を行うことが可能であり，そのような観点から，わが国企業の現状に関する分析結果が報告される。

目次

1. はじめに
 - 1.1 本稿の問題意識
 - 1.2 本稿の構成
 2. 実務における資本コスト概念に関する先行研究
 - 2.1 先行研究
 - 2.2 1996年実施の調査結果
 3. 日本企業における資本コスト概念
 - 3.1 資本コストについての考え方
 - 3.2 財務的な経営技法の浸透度
 4. 韓国企業における資本コスト概念
 - 4.1 資本コストについての考え方
 - 4.2 財務的な経営技法の浸透度
 5. 結びに代えて
- 参考文献

1. はじめに

1.1 本稿の問題意識

企業が事業を営み、それを発展させていくためには、各種の資本を利用する必要があるが、その提供者に対しては、当然、何らかの報酬が与えられなければならない。企業が資本提供者に対して与える報酬は、企業にとっては資本利用にともなうコストを意味し、一般に、資本コストと呼ばれる。経営財務論において、資本コストは、「投資家が期待する収益率」であると、資本提供者の側から定義される。自己資本の提供に当たって、資本提供者はその報酬として、現金配当だけではなく、将来、株価が上昇した際に発生する資本利得をも含んだ形での収益を見込んでいるはずであり、単純に現金支出の観点からのみ、資本コストを考えるべきではないことを、この定義は含意している。

企業が資本コストを満たすために行うべきことは、投資家が期待する収益率が実現されるべく、実物投資において最低限それだけの収益率を稼得することである。つまり、資本コスト以上の収益率を上げることに成功したならば、それはいわば、ある種の超過利潤であると考えられる。したがって、資本コストは、投資決定にあたって最低限必要な収益率、すなわち、ハードルレートにされるべきであり、投資決定の基準であることになる。一方、資本調達に当たっては、資本コストがより低ければ低いほど、超過利潤を獲得できる機会が増えることになる。つまり、資本調達に当たっても、資本コストは意思決定の基準として機能することになる。

また、市場における評価との関連で説明すると、証券の価格は、当該証券を保有することによって得られると予想されるキャッシュフローの流列を、その証券を保有することにより期待される収益率、すなわち、資本コストで割り引いた現在価値であると、原理的には説明され得る。したがって、実物投資において資本コスト以上の収益率を稼得することや、資本調達政策によって資本コストを下げることに成功することは、企業価値の上昇をもたらすことになる。反対に、企業が資本コストを満たすことができないと市場が考えるならば、企業価値は下落し、新規に資本調達を行うことが困難になるばかりでなく、極端な場合は、M&Aの対象ともなりかねない。以上のように、資本コストは、経営財務理論において、投資決定や資本調達決定の基準となり、そしてそれらを企業評価と連結する、きわめて重要な概念である。

かつて、わが国企業は、資本コストを資本利用にともなう単なる現金支出の点からのみ理解しており、理論的には非常に問題のある状況であるとする見解が通説的であった¹。すなわち、わが国企業の多数派は、株式の資本コストを単に支払配当のみであるとみなしたり、留保利益は無コストであると考えており、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るとの指摘が数多く行われてきた。例えば、エクイティ・ファイナンスは負債利用よりも安価であるとの認識の下、資本調達に当たって安易にそれ

¹この種の議論は、多くの経営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。

を利用したり、投資決定において、より低い収益率で十分であると考えられる傾向にあったとされる。

ところが、近年、そのような傾向は変化し、財務理論における資本コスト概念が実務により浸透してきた可能性も考えられる²。資本調達における金融機関からの借入れの比重の低下、所有構造の変化や M&A の隆盛といった、企業を取り巻く環境の近年の変化により、企業が株主に向き合う局面が増加し、その求める収益率、すなわち、資本コストが否応なく認識されるようになってきているかもしれない。また、1990 年代後半から 2000 年代前半にかけて、EVA (Economic Value Added)³ を中心とする、資本コスト概念に基づく業績指標が一種のブームとなり、それがかなりの程度実務に普及したことも、資本コスト概念の浸透がもたらされたことを期待させる⁴。しかしながら、EVA のブームは、総合的な経営技法として、大掛かりにして、華やかすぎる形で喧伝されていたきらいもあり、基礎的な概念よりもその手法の普及に力点が置かれていた観もある。例えば、EVA を実際に導入している企業における経営幹部に関して、「コーポレートファイナンスの基礎的なレクチャーの後、EVA に話が及んだが、基本概念を全く理解していないようであった⁵」との報告も行われており、この種の手法の普及が基礎概念の理解をもたらしていない可能性も否定できない。

このような認識の下、本稿では、現代の日本企業の資本コストについての考え方を明らかにすることが試みられる。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の財務担当役員 (CFO) を対象に行った⁶。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、そこにある資本コストに関する質問の結果を分析することにより、現代の日本企業の資本コストに対する理解の実態について明らかにする。

今回のわれわれのアンケート調査は、

- 1)1996 年に同様の対象に対して、同じ質問項目で行っているアンケート調査が存在する⁷
- 2)韓国においても、同時に同じ質問項目で調査を行っている

という 2 点の研究上の優位性を有している。すなわち、本稿においては、15 年前のわが国の状況や韓国企業の現状との比較を行いながら、わが国企業の資本コストに対する認識の現状分析が行われる。

²例えば、多くの版を重ね、実務との関連を重視した形での、経営財務論のテキストブックとして定番になっているとの観のある、『ビジネス・ゼミナール 経営財務入門』において、その第 3 版 (高橋・井手[2006]) までは「資本コストに関する誤解」と題する節が設けられ、上述の問題点を詳しく指摘していたが、最新の第 4 版 (井手・高橋[2009])においては、もはやその種の節はなくなっている。

³EVA はスターン・スチュアート社の登録商標である。

⁴EVA の導入やその効果の実態に関しては、馬場・平尾[2010][2010a]に詳しい。

⁵中野・野間[2005]P.118。逆に、EVA 採用企業に関して、「各事業部の管理スタッフ以上が、コーポレートファイナンスの理論を理解している」との報告も存在している (砂川・川北・杉浦[2008]P.83)。

⁶このアンケート調査の全般的な結果の概要に関しては、若林・馬場・長坂[2012][2012a]を参照されたい。

⁷1996 年のアンケート調査の資本コストに関する調査結果の分析は第 2 節において詳細に論じられる。なお、このアンケート調査の結果全体に関しては、赤石・馬場・村松[1998a]を参照されたい。

1.2 本稿の構成

このような意図の下、本稿では以下の順番で議論を進めていく。まず、次節において、企業が資本コストをどのようにとらえているのかに関して、かつて行われた各種の実態調査の結果がレビューされる。欧米におけるこの種の調査においては、資本コストが経営財務理論に基づいて理解されていることは自明であるとの前提で、具体的にどのようにそれを求めているかに興味の中心が置かれている。これに対して、わが国における過去の調査においては、自己資本の資本コストをどう理解しているかに関する調査が行われており、その結果が上述のような状況であったことが示される。さらに、1996年にわれわれの研究グループが行った調査においても、そのような傾向が明瞭に見て取れることが示される。

続く、第3節では、2011年に行われた日本企業を対象とした調査結果が報告され、現在のわが国企業の状況が詳細に分析される。また、この調査は1996年の調査と同様の対象に対して、同じ質問項目を用いて行われているため、両者の結果を用いることにより、時系列的な分析が行われる。

第4節では、2011年において、韓国で同時に行った調査結果が報告され、日本での結果と比較される。この種の国際比較を行うこと自体にアカデミックな価値があるか疑問であったが、両者の状況は非常に対照的であり、「理論の実務への浸透」という点に対して、貴重な含意を有する結果が明らかになった。

最後に第5節において、われわれの調査で明らかにされた各種の発見事実が要約され、考察されるとともに、今後の課題が述べられて、結びに代えられる。

2.実務における資本コスト概念に関する先行研究

2.1 先行研究

次節以降、われわれが行ったアンケート調査結果の分析を行うが、ここでは既存のこの種の調査結果を簡単に振り返り、欧米諸国やかつてのわが国における、資本コスト概念の実態を概観しておこう。

実務において資本コストがいかに捉えられているのかに関する欧米における実態調査は、初期の例外的なものを除いて⁸、企業が経営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て行われている。そして、多くの調査において焦点が当てられているのは、具体的に、企業がどのようにその数値を求めているか、特に、CAPM (Capital Asset Pricing Model 資本資産評価モデル) とその類縁の方法を、どの程度、用いているかに関してである⁹。

例えば、Gitman and Vandenberg [2000]では、Fortune1000に属する企業を対象に1997年に実施した調査結果が報告されている(観測数117社)。そこにおいては、自己資本の資本コストを投資家が要求する収益率とする回答が70.3%に上り、そのうち92.3%が具体的な計算

⁸Pflomn [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に資本コストがゼロであると考えていると報告している。

⁹この種の研究に関しては、Kent [2011]が詳しい。

方法として CAPM を用いていることが明らかにされている。また、Brounen et al. [2004]は、有名な Graham and Harvey [2001]のアンケート調査と同様の質問項目を用いて、欧州諸国の実態を調査している。彼らの分析結果を要約したものが、図表 2.1 である。図表 2.1 に示されているように、ドイツを除いて、自己資本の資本コストを具体的に求める方法として、CAPM が最も優勢であるようだ。

また、投資決定との関連で、資本コストに対する考え方を調べた調査結果もいくつかある。米国において、設備投資決定に際して、正味現在価値法や内部収益率法といった、割引計算に基づく割引キャッシュフロー法（Discounted Cash Flow Method）が一般に普及していることは周知の通りであるが¹⁰、それらを利用する際の要求収益率やハードルレートに関する調査もいくつか行われており、この種の調査は投資決定の観点から資本コストに対す

図表 2.1 欧米各国企業における自己資本の資本コストの計算方法の実態*

	アメリカ	イギリス	オランダ	ドイツ	フランス
観測数**	392	68	52	132	61
(1)明示的に自己資本の資本コストを求めているか	64.2%	57.4%	59.6%	53.0%	59.0%
(2)自己資本の資本コストの具体的な求め方 ((1)で yes と答えたサンプルのみ) ***					
a)CAPM	73.5%	47.1%	55.6%	34.0%	45.2%
b)CAPM に何らかのリスク要因を付加	34.3%	27.3%	15.4%	16.1%	30.3%
c)普通株の過去の収益率	39.4%	31.3%	30.8%	18.0%	27.3%
d)配当利回りの現在の数値にその予想成長率を加えたもの	15.7%	10.0%	10.7%	10.4%	10.3%
e)いかなる数値であれ投資家が主張する収益率	13.9%	18.8%	44.8%	39.2%	34.4%
f)規制当局により決定	7.0%	16.1%	3.7%	0.0%	16.1%

*Brounen et al. (2004)より筆者作成。ただし、アメリカの調査結果に関しては、Graham and Harvey (2001)の調査結果に基づいている。

**調査対象は、アメリカに関しては Fortune500 に属する企業と FEI(Financial Executives Institute)に属する企業約 4,500 社。アメリカ以外に関しては、Amadeusu データベース所収の全公開企業と CFO の名前が把握できた非公開企業を対象とし、イギリス、ドイツ、フランスは 2,000 社、オランダは 500 社を対象としている。

*** (2)に関しては、5段階のリッカート尺度により、「いつも使う」「ほとんどいつも使う」と答えたサンプルの比率である。

¹⁰例えば、Graham and Harvey[2001]において、設備投資決定において正味現在価値表や内部収益率法を「いつも使う」もしくは、「ほぼいつも使う」とした企業が、それぞれ 74.9%、75.7%に上ることを報告している。

る認識を調査したものにはほかならない。例えば、Bierman[1999]は、Fortune500に属する非金融業の最大規模の企業100社を対象に調査した結果（観測数：77）、98.7%の企業が割引キャッシュフロー法を、投資決定における主たる、ないしは、第2の方法として用いており、そのうち91.9%が平均資本コストを割引率やハードルレートとして用いていることを報告している。また、Block[2003]は、Bierman[1999]よりもより調査対象の広い、Fortune1000に属する企業を対象に調査した結果（観測数：298社）、90.9%のサンプルが主たる投資決定法として割引キャッシュフロー法を用いており、82.5%が要求収益率として平均資本コストを利用していることを明らかにしている。

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、図表2.1に示されるような選択肢ではなく、そもそも「資本コストをどのように考えているのか」を直接質問するような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に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、自己資本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唆されている。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、経営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¹¹。さらに、芹田・花枝[2012]は、非金融業の全上場企業を対象とするアンケート調査結果（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。

投資決定法に関しては、資本コスト概念と密接な関係を有する割引キャッシュフロー法の普及がわが国においては不十分であり、回収期間法が優勢であることが明らかにされている。鳥邊[1997]は、製造業1,004社を対象とする調査（観測数：93社）において、回収期間法を利用しているとする企業が76.3%であるのに対して、割引キャッシュフロー法は47.3%であったことを報告している（複数回答可）。また、清水・加登・坂口・河合[2007]は、東証一部上場の建設と電力を除く製造業を対象とした調査（観測数：187社）において、その利用の程度に関する1～5の5段階のリッカート尺度による質問の結果として、回収期

¹¹3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。

間法の評価平均点が 4.26 であるのに対して、正味現在価値法と内部収益率法は、それぞれ、2.52 と 2.51 であり、回収期間法が優勢であるとしている。さらに、芹田・花枝[2012]は、全上場企業を対象とする同様の調査において、回収期間法の評価平均点が 2.58 であるのに対して、正味現在価値法と内部収益率法は、それぞれ、1.31 と 1.34 であり（0～4 のリッカート尺度）、さらには、投資決定においてハードルレートを用いている企業が、24.3%にすぎなかったことを報告している¹²。

2.2 1996 年実施の調査結果

さて、本稿では 2011 年に実施されたわれわれの調査結果が報告されるが、われわれの研究グループは、1996 年にも同様の対象に対して、まったく同じ形式の質問を用いたアンケート調査を実施している。15 年前と現在の時系列的な比較を行うために、やや詳しくその結果を報告しておこう。

この調査は、『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』とのタイトルの下、1996 年の 9 月から 11 月にかけて実施された。当時の非金融業の全公開企業 2,805 社を対象として、各社の CFO に対して郵送で質問票を送付する形で、調査が行われている。940 社から回答があり、回答率は 33.5%に上っている。図表 2-2 に示されているように、得られたサンプルは、売上高、業種とも、全公開企業とほぼ同様の分布になっている¹³。

図表 2.2 サンプルの分布（1996 年調査）

(a)規模（売上高）別

売上高（百万円）	サンプル		ユニバース	
	頻度	%	頻度	%
5,000 未満	30	3.2%	152	5.4%
5,000～10,000	89	9.5%	305	10.9%
10,000～20,000	144	15.3%	504	18.0%
20,000～50,000	268	28.5%	777	27.7%
50,000～100,000	166	17.7%	440	15.7%
100,000～500,000	186	19.8%	487	17.4%
500,000 以上	57	6.1%	140	5.0%
全体	940	100.0%	2,805	100.0%

¹²清水・加登・坂口・河合[2007]と芹田・花枝[2012]に関して、両者の評価平均点の絶対値に関して、両者のリッカート尺度の相違を勘案しても、かなりの開きがあるように見える。その原因として、芹田・花枝[2012]が非金融業の全上場企業を対象としているのに対して、清水・加藤・坂口・河合[2007]は、業種に関しては電力と建設を除く製造業のみを、上場市場に関しては東証一部のみサンプルが絞られていることが考えられるかもしれない。

¹³このアンケート調査の実施方法の詳細や全体の集計結果に関しては、赤石・馬場・村松[1996a]を参照されたい。また、資本コストに関する調査結果の分析に関しては、赤石・馬場・村松[1998]を参照されたい。

(b)業種別

業種	サンプル		ユニバース		業種	サンプル		ユニバース	
	頻度	%	頻度	%		頻度	%	頻度	%
水産・農林	5	0.5%	10	0.4%	機械	72	7.7%	242	8.6%
鉱業	1	0.1%	10	0.4%	電気機器	81	8.6%	258	9.2%
建設	75	8.0%	228	8.1%	輸送用機器	42	4.5%	118	4.2%
食品	38	4.0%	141	5.0%	商業	208	22.1%	540	19.3%
繊維	32	3.4%	98	3.5%	精密機器	12	1.3%	39	1.4%
繊維・紙	4	0.4%	14	0.5%	その他製造	36	3.8%	98	3.5%
パルプ・紙	12	1.3%	30	1.1%	不動産	5	0.5%	47	1.7%
化学	86	9.1%	257	9.2%	陸運	20	2.1%	51	1.8%
石油・石炭製品	5	0.5%	13	0.5%	輸送関連・倉庫・通信	5	0.5%	22	0.8%
ゴム製品	5	0.5%	19	0.7%	倉庫・運輸関連	16	1.7%	36	1.3%
窯業	9	1.0%	57	2.0%	海運	11	1.2%	25	0.9%
ゴム・窯業	11	1.2%	22	0.8%	空輸	4	0.4%	5	0.2%
鉄鋼	16	1.7%	58	2.1%	サービス	69	7.3%	203	7.2%
鉄鋼・金属	12	1.3%	31	1.1%	通信	2	0.2%	4	0.1%
非鉄金属	11	1.2%	40	1.4%	電力・ガス	10	1.1%	19	0.7%
金属製品	25	2.7%	70	2.5%	全体	940	100.0%	2,805	100.0%

このアンケート調査の質問項目は、経営財務に関わる全領域を網羅しているが、その中には資本コストに対する見解に関する質問もいくつか含んでいる。

まず、株式の資本コストをどのように考えるかに関する調査結果が図表 2.3 に示されている。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、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。表から明らかのように、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

図表 2.3 株式の資本コストについての考え方 (1996 年調査)

	観測数	百分率
1.支払配当率	332	37.1%
2.支払配当利回り	353	39.4%
3.株主の期待収益率	189	21.1%
4.その他	22	2.5%
合計	896	100.0%

図表 2.4 留保利益の資本コストについての考え方 (1996 年調査)

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

*3-1～3-4 は、株式の資本コストについての質問結果 (図表 2.3) により、分類している。

支払配当利回り (2) の合計で 76.5%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 21.1%に過ぎず、わが国企業において、現金支出コストの観点から資本コストとらえるのが、多数派であったことが示されている。

この結果は、前節で示されている当時の各種の同様の調査結果と整合的なものであるが、われわれのアンケート調査においては、他にも資本コストに関わる質問を行っている。図表 2.4 は、留保利益の資本コストをどのようにとらえているかに関する質問に対する集計結果である。留保利益は、株主に配当できた利益をそうせずに社内に留め置いた資金であり、理論的な観点からはその資本コストは株式の資本コストと同様と考えなければならない。図表 2.4 に示されているように、留保利益の資本コストを株式の資本コストと同じである (3)

図表 2.5 総資産に対して必要と考える収益率 (1996 年調査)

	観測数	百分率
1.金利水準	407	46.7%
2.支払利率と支払配当率の加重平均	137	15.7%
3.支払利率と株主期待収益率の加重平均	104	11.9%
4.金利+リスク・プレミアム	207	23.8%
5.その他	16	1.8%
合計	871	100.0%

と回答している企業は 25.4%にすぎない。さらに、これらのサンプルに関して、株主の資本コストをどう考えているかについて、図表 2.3 の調査結果をもとに具体的内容を調べると、それを株主の期待収益率(図表 2.3 の 3)であるとする、経営財務理論と整合的な回答は 10.5%にすぎない。

さらに、われわれのアンケート調査は、投資収益率に対する考え方からも資本コストに対する認識の実態を探っている。すなわち、総資産に対して必要であると考える収益率に関して質問しているが、上述のように、これは投資決定の観点から、資本コスト（この場合は、平均資本コスト）について質問していることに他ならない。図表 2.5 にその結果が示されているが、財務理論と直接的に整合的な回答である、支払利率と株主期待収益率の加重平均 (3) は 11.9%にすぎない。また、金利+リスク・プレミアム (4) も、経営財務理論と整合的であると考えても、合計で 37.2%にしかならない。

さて、経営財務論が示唆するように、株式の資本コストが株主の期待する収益率であると考えすることは、配当であれ、資本利得であれ、株主にそれだけの収益率を実現させる必要があると考えていることを含意している。具体的にそれを実現するための方策は、投資政策においてそれ以上の収益率を稼得することである。また、そのために、留保利益に関しても、それだけの収益率を稼得する必要があるが、そのことは経営財務理論において留保利益の資本コストを株主が期待する収益率であるとするものの含意である。つまり、上記の 3 つの質問は、それぞれ独立した質問であるのではなく、それぞれが密接な関係性を

図表 2.6 留保利益の資本コストに関する回答についてのクロス集計結果 (1996 年調査) *

留保利益の資本コスト	株式の資本コスト(図表 2.3)			
	財務理論(3)		非財務理論(1.2.4)	
	観測数	百分率	観測数	百分率
(a)				
1.資本コストはゼロ	49	26.6%	362	53.1%
2.金利相当とみなす	41	22.3%	183	26.8%
3.株式の資本コストと同じ	91	49.5%	129	18.9%
4.その他	3	1.6%	8	1.2%
(b)**				
株式の資本コストと同じ (3)	91	49.5%	129	25.4%
その他の回答 (1,2,4)	93	50.5%	553	74.6%
合計	184	100.0%	682	100.0%

*(a) χ^2 値 : 75.96 p 値 : 0.00 (b) χ^2 値 : 71.33 p 値 : 0.00

** (b)は(a)留保利益に関する回答を経営財務論に整合的な 3 とそれ以外 (1,2,4) に分類した集計結果である。

図表 2.7 総資産に対して必要と考える収益率の回答についてのクロス集計結果（1996年調査）*

必要と考える収益率	株式の資本コスト(図表 2.3)			
	財務理論(3)		非財務理論(1.2.4)	
	観測数	百分率	観測数	百分率
(a)				
1.金利水準	66	35.5%	341	49.9%
2.支払利子率と支払配当率の加重平均	13	7.0%	124	18.1%
3.支払利子率と株主期待収益率の加重平均	47	25.3%	579	8.3%
4.金利+リスク・プレミアム	59	31.7%	148	21.6%
5.その他	1	0.5%	15	2.2%
(b)**				
財務理論と整合的な回答 (3,4)	106	57.0%	205	29.9%
その他の回答 (1,2,5)	80	43.0%	480	70.1%
合計	186	100.0%	685	100.0%

*(a) χ^2 値 : 61.54 p 値 : 0.00 (b) χ^2 値 : 46.67 p 値 : 0.00

** (b)は(a)必要と考える収益率に関する回答を経営財務論に整合的な3とそれ以外(1,2,4)に分類した集計結果である。

有している。したがって、回答のあり方に論理的に当然発生するはずのそのような関係性が生じているかについての分析を試みた。具体的には、図表 2.3 の株式の資本コストに関する質問に関して、それを株主が期待する収益率 (3) であると経営財務理論に基づいて回答しているサンプルとそうでないサンプル (1,2,4) に分け、図表 2.3 や図表 2.4 の結果のクロス集計を行った。

まず、図表 2.4 の留保利益の資本コストに関する質問のクロス集計の結果が図表 2.6 に示されている。表から明らかなように、株式の資本コストに関して経営財務理論と整合的な回答をしているグループは、そうでないグループと比較して、留保利益の資本コストに関しても、株式と同様であると回答する傾向があることが見て取れよう (χ^2 値 : 75.96, 71.33)。また図表 2.7 では、投資に当たって必要と考える収益率についての調査結果 (図表 2.5) を、図表 2.6 と同様に 2 つにグループ分けしてクロス集計した結果が示されている。ここでも、株式の資本コストについての答え方と必要と考える収益率についての答え方の間には、有意な関係が生じている (χ^2 値 : 61.54)。特に、(b)で示されているように、株式の資本コストを株主の期待収益率と答えているグループにおいては、必要と考える投資収益率に関して、経営財務理論と整合的であると考えられる株主が期待する収益率 (3) と金利+リスクプレミアム(4)のどちらかを答えた企業が合計 57.0%を占め、多数派になっている (χ^2 値 : 46.67)。

最後に、株式の資本コストに関する質問 (図表 2.3) の回答の分布について確認した。図

図表 2.8 サンプルの属性と株式の資本コストに対する回答（1996 年調査）

(a)企業規模（売上高）

	財務理論(3)		非財務理論(1,2,4)		合計
	観測数	百分率	観測数	百分率	観測数
第 1 分位 最少	27	24.1%	85	75.9%	112
第 2 分位	22	19.6%	90	80.4%	112
第 3 分位	23	20.5%	89	79.5%	112
第 4 分位	16	14.3%	96	85.7%	112
第 5 分位	19	17.0%	93	83.0%	112
第 6 分位	23	20.5%	89	79.5%	112
第 7 分位	17	15.2%	95	84.8%	112
第 8 分位 最大	42	37.5%	70	62.5%	112
合計	189	21.4%	707	78.6%	896

(b)業種

	財務理論(3)		非財務理論(1,2,4)		合計
	観測数	百分率	観測数	百分率	観測数
製造業	115	20.6%	444	79.4%	559
商業	42	21.2%	158	79.0%	200
その他	32	23.4%	105	76.6%	137
合計	189	32.1%	707	67.9%	896

表 2.8 に、株式の資本コストに対する回答に関して、規模（売上高）と業種についてサンプルを分類し、経営財務理論と統合的な回答（株主が期待する収益率 選択肢の 3）とそうでない回答の分布を示している。業種に関しては、特に分布に偏りは見られないようであるが、規模に関しては、やや偏って分布しているようである。つまり、全体では経営財務理論と統合的な回答が 21.4%であるのに対して、売上高に関して 8 分割した最大規模のグループにおいては、それを 16%ポイント上回る、37.5%に達しており、若干ではあるが、他のグループとはやや異質な状況であることが示されている。

以上より、1996 年当時において、わが国企業の資本コストについての考え方は以下のよう
に要約できるであろう。

- 1)資本コストを現金支出の観点から理解している企業が多数派である。株式の資本コスト
に関しては、それを株主が期待する収益率であると理解している企業は 2 割程度にす

ぎない。

- 2)この調査結果は、場当たりの回答の結果ではなく、比較的首尾一貫した理解に基づく回答の結果であると考えられる。すなわち、株式の資本コストを現金支出の観点から理解している企業は、留保利益の資本コストに関してもそのように考え、必要と考える投資収益率も株主が期待する収益率よりもより過小に考える傾向がある。逆に、少数派であるが株式の資本コストを経営財務理論と整合的に理解している企業は、留保利益の資本コストや必要と考える投資収益率に関しても経営財務理論と整合的な回答をする傾向が強く、理論を首尾一貫して理解していると解釈できる回答が多数派である¹⁴。

3. 日本企業における資本コスト概念

3.1 資本コストについての考え方

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』と題する調査を、非金融業の全上場企業 3,424社を対象として実施した。この調査は、財務会計、管理会計、経営財務に関する経営者の意識調査を意図したものである。1996年の調査と同様、各企業の財務担当役員に対する郵送によるアンケート調査の形で実

図表 3.1 サンプルの分布 (2011年調査)
(a)規模(売上高)別

売上高(百万円)	サンプル		ユニバース	
	頻度	%	頻度	%
1,000未満	1	0.4%	69	2.0%
1,000~5,000	18	6.8%	407	11.9%
5,000~10,000	36	13.7%	449	13.1%
10,000~20,000	44	16.7%	557	16.3%
20,000~50,000	55	20.9%	752	22.0%
50,000~100,000	33	12.5%	402	11.7%
100,000~500,000	52	19.8%	577	16.9%
500,000以上	21	8.0%	210	6.1%
データなし			1	0.0%
不明	3	1.1%		
全体	263	100.0%	3,424	100.0%

¹⁴1996年のアンケート調査結果のこのような傾向は、重視するステークホルダー、重視する財務指標、資本構成に対する考え方、配当政策に関する考え方といった、企業財務に関する様々な質問に対する回答においても見られている。詳しくは、赤石・馬場・村松[1998]を参照されたい。

(b)業種別

業種	サンプル		ユニバース		業種	サンプル		ユニバース	
	頻度	%	頻度	%		頻度	%	頻度	%
食料品	8	3.0%	131	3.8%	鉱業	0	0.0%	9	0.3%
繊維	3	1.1%	49	1.4%	建設	15	5.7%	174	5.1%
パルプ・紙	1	0.4%	23	0.7%	商社	25	9.5%	372	10.9%
化学	17	6.5%	199	5.8%	小売業	31	11.8%	263	7.7%
医薬品	3	1.1%	53	1.5%	その他金融業	6	2.3%	61	1.8%
石油	0	0.0%	11	0.3%	不動産	8	3.0%	109	3.2%
ゴム	2	0.8%	21	0.6%	鉄道・バス	3	1.1%	28	0.8%
窯業	3	1.1%	62	1.8%	陸運	4	1.5%	34	1.0%
鉄鋼業	4	1.5%	54	1.6%	海運	0	0.0%	16	0.5%
非鉄金属・金属製品	11	4.2%	129	3.8%	空運	0	0.0%	5	0.1%
機械	15	5.7%	238	7.0%	倉庫・輸送関連	3	1.1%	44	1.3%
電気機器	27	10.3%	286	8.4%	通信	2	0.8%	35	1.0%
造船	1	0.4%	5	0.1%	電力	0	0.0%	11	0.3%
自動車・自動車部品	9	3.4%	78	2.3%	ガス	1	0.4%	13	0.4%
その他輸送機器	5	1.9%	14	0.4%	サービス	44	16.7%	722	21.1%
精密機器	0	0.0%	49	1.4%	無回答	3	1.1%		
その他製造業	8	3.0%	116	3.4%	全体	263	100.0%	3,424	100.0%
水産	1	0.4%	10	0.3%					

施したが、回答企業は263社で、回収率は7.7%であった。1996年の調査の回収率が35.5%であったことと比較すると、かなり見劣りする回収率となっている。しかしながら、図表3.1に示されているように、回答があった企業の規模や業種のばらつきに関して、目立った偏りはなく、サンプルは概ね全上場企業を代表しているものであると考えられる¹⁵。

本節では、このアンケート調査結果を利用して、現在の日本企業の資本コストに対する理解の実態を分析する。このアンケート調査の中で、資本コストに関する質問については、1996年の調査との時系列的な比較を行うことを意図したため、意識的に同じ選択肢を用いて、同じ質問を行っている。したがって、前節で論じた1996年の状況との比較を行いなが

¹⁵アンケート調査の実施方法の詳細に関しては、若林・馬場・長坂[2012]を参照されたい。なお、2011年実施の調査の回収率が、1996年実施の調査よりも、かなり低回収率になったことの原因として、①1996年実施の調査が経営財務に関することを中心に質問したものであるのに対して、2011年実施の調査は、経営財務だけではなく、財務会計、管理会計にもまたがる広範囲の質問を含んでいて、回答しにくかった可能性があること、②2011年3月の東日本大震災の影響があったことなどが考えられよう。同時期に、同じ対象に対してアンケート調査結果を報告している、芹田・花枝[2012]においても、回答企業数は225社で、回収率は6.2%であったことが報告されており、この時期に行われたアンケート調査としては、この程度の数字にならざるを得ないのかもしれない。

図表 3.2 株式の資本コストについての考え方 (2011 年調査)

	観測数	百分率
1.支払配当率	95	38.2%
2.支払配当利回り	66	26.5%
3.株主の期待収益率	80	32.1%
4.その他	8	3.2%
合計	249	100.0%

ら、現在の状況について考察していくこととする。

まず、株式の資本コストに関する調査結果が、図表 3.2 に示されている。経営財務理論と統合的な、株主の期待収益率とする企業は 32.1%となっている。支払配当率¹⁶や支払配当利回りは、それぞれ 38.2%、26.5%で、合計、64.7%に上り、依然、現金支出コストに基づいて資本コストを理解している企業が多数派であるようだ。1996 年の状況 (図表 2.3) と比較すると、10%ポイント程度、経営財務理論と統合的な資本コスト概念に対する回答の比率が高くなっている程度である。

留保利益の資本コストについての調査結果は、図表 3.3 に示されている。経営財務理論と統合的な、留保利益の資本コストを株式と同じである (3) と答えている企業は 48.3%に上

図表 3.3 留保利益の資本コストについての考え方 (2011 年調査)

	観測数	百分率
1.資本コストはゼロ	67	27.9%
2.金利相当とみなす	52	21.7%
3.株式の資本コストと同じ*	116	48.3%
3-1.支払配当率	24	10.0%
3-2.支払配当利回り	24	10.0%
3-3.株主の期待収益率	66	27.5%
3-4.その他	2	0.8%
4.その他	5	2.1%
合計	240	100.0%

*3-1~3-4 は、株式の資本コストについての質問結果 (図表 3.2) により、分類している。

¹⁶1996 年当時、支払配当率は 1 株当たり配当/額面を含意していた。ところが、2011 年において、株式の額面は撤廃され、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、図表 2.3 と図表 3.2 の選択肢は同一ではないことに注意しておく必要がある。ただし、両者とも、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。

図表 3.4 総資産に対して必要と考える収益率（2011年調査）

	観測数	百分率
1.金利水準	87	36.9%
2.支払利子率と支払配当率の加重平均	31	13.1%
3.支払利子率と株主期待収益率の加重平均	48	20.3%
4.金利+リスク・プレミアム	61	25.8%
5.その他	9	3.8%
合計	236	100.0%

っている。ただし、これらの企業に関して、株式の資本コストをどのように答えているのかについて、図表 3.2 の調査結果をもとに具体的内容を調べると、留保利益の資本コストを株主の期待する収益率であるとした回答は、27.5%となる。1996 年の状況（図表 2.4）と比較すると、約 18%ポイント上昇し、3 倍弱になっているとはいえ、経営財務論と統合的な資本コスト概念を答えている企業は、やはり少数派であるといわざるを得ない。

続いて、図表 2.5 と同様の、必要と考える投資収益率の観点から資本コストについて質問した結果が図表 3.4 である。経営財務理論と統合的な回答である、支払利子率と株主期待収益率の加重平均（3）と回答している企業は、10%ポイント程度増加し、25.8%となってい

図表 3.5 留保利益の資本コストに関する回答についてのクロス集計結果（2011年調査）*

留保利益の資本コスト	株式の資本コスト(図表 3.2)			
	財務理論(3)		非財務理論(1.2.4)	
	観測数	百分率	観測数	百分率
(a)				
1.資本コストはゼロ	6	7.6%	61	37.9%
2.金利相当とみなす	6	7.6%	46	28.6%
3.株式の資本コストと同じ	66	83.5%	50	31.1%
4.その他	1	1.3%	4	2.5%
(b)**				
株式の資本コストと同じ (3)	66	83.5%	50	31.1%
その他の回答 (1,2,4)	13	16.5%	111	68.9%
合計	79	100.0%	161	100.0%

*(a) χ^2 値 : 58.77 P 値 : 0.00 (b) χ^2 値 : 58.47 P 値 : 0.00

** (b)は(a)留保利益に関する回答を経営財務論に統合的な3とそれ以外(1,2,4)に分類した集計結果である。

図表 3.6 総資産に対して必要と考える収益率の回答についてのクロス集計結果（2011年調査）*

必要と考える収益率	株式の資本コスト(図表 3.2)			
	財務理論(3)		非財務理論(1.2.4)	
	観測数	百分率	観測数	百分率
(a)				
1.金利水準	10	13.0%	77	48.4%
2.支払利子率と支払配当率の加重平均	5	6.5%	26	16.4%
3.支払利子率と株主期待収益率の加重平均	36	46.8%	12	7.5%
4.金利+リスク・プレミアム	24	31.2%	37	23.3%
5.その他	2	2.6%	7	4.4%
(b)**				
財務理論と整合的な回答 (3,4)	60	77.9%	49	30.8%
その他の回答 (1,2,5)	17	22.1%	110	69.2%
合計	77	100.0%	159	100.0%

*(a) χ^2 値 : 62.42 P 値 : 0.00 (b) χ^2 値 : 46.31 P 値 : 0.00

** (b)は(a)必要と考える収益率に関する回答を経営財務論に整合的な3とそれ以外(1,2,4)に分類した集計結果である。

る。経営財務論と整合的であると考えられる、金利+リスクプレミアム(4)を加えると、合計で46.1%となり、半数に迫っているが、多数派であるといえるにはいたっていない。

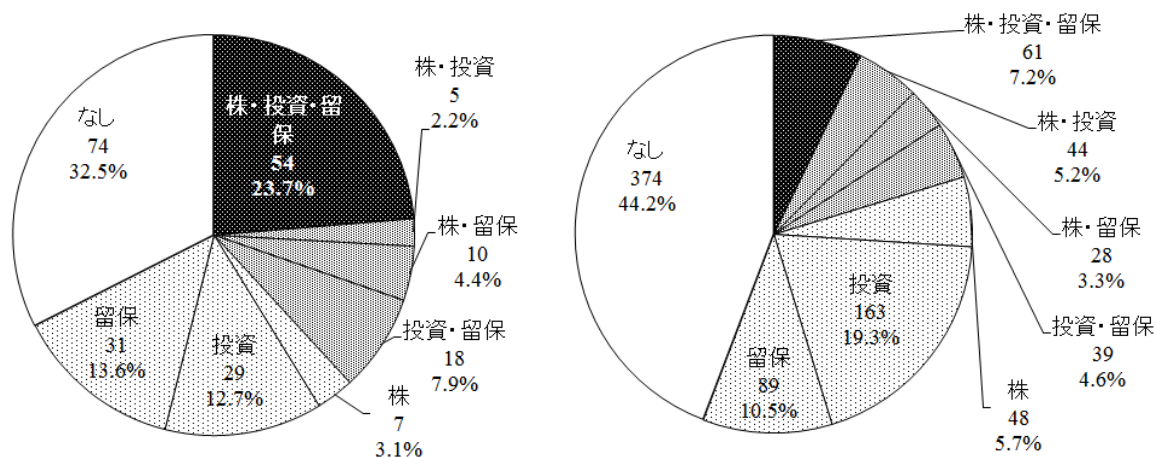
さらに、これら3つの質問の回答の間で論理的に生じるはずの関係があるのかを調べるため、前節と同様のクロス集計を行った。すなわち、図表3.2の株式の資本コストに関する質問に関して、それを株主が期待する収益率(3)であると経営財務理論に基づいて回答している企業とそうでない企業(1,2,4)の2つのグループに分け、留保利益の資本コストについての質問(図表3.3)や必要と考える収益率に関する質問(図表3.4)の結果のクロス集計を行った。

まず、留保利益の資本コストについての質問に関するクロス集計の結果が、図表3.5に示されている。表から明らかなように、株式の資本コストを経営財務理論と整合的に答えている企業は、留保利益の資本コストに関しても、有意にそうである傾向が強いことは(χ^2 値:61.54)、1996年の調査結果と同様である。ここで興味深いのは、そのような傾向が、1996年調査と比較して、より強くなっていることである。すなわち、株式の資本コストについて経営財務理論と整合的な回答をしているグループの中で、留保利益を株式の資本コストと同様(3)であると答えている企業は、1996年の調査においては49.5%であったのに対し、2011年の調査においては、83.5%と、圧倒的な多数派になっている。

図表 3.7 資本コストに関する 3つの質問において財務理論と整合的な回答を行ったサンプルの比率*

(a)2011 年の調査結果**

(b)1996 年の調査結果**



*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結果。

** (a)は、図表 3.2, 3.3, 3.4 の質問の全ての質問で有効回答であったサンプルのみの集計結果である (観測数 : 228)。

*** (b)は、図表 2.3, 2.4, 2.5 の質問の全ての質問で有効回答であったサンプルのみの集計結果である (観測数 : 846)。

このような状況は、必要と考える収益率に関する質問の調査結果にも表れている。図表 3.6 にこの質問に関するクロス集計の結果が示されているが、株式の資本コストについて、経営財務理論と整合的な回答しているグループは、必要とする投資収益率に関してもそうである傾向が有意に強い (χ^2 値 : 46.31) のみならず、その程度は、1996 年よりもより強くなっている。すなわち、株式の資本コストについて、株主の期待する収益率であると回答しているサンプルの中で、必要と考える投資収益率を経営財務理論と整合的な答えを行っているサンプルは、1996 年の調査において 57.0%であったのに対し、2011 年の調査においては、77.9%を占めるに至っている。

このように、株式の資本コストに関して経営財務理論と整合的な回答を行っている企業において、資本コストに関連する他の 2 つの質問にも財務理論と整合的に答える傾向が、1996 年と比較して 2011 年においては、かなり強くなっているようである。このような観点から、1996 年と 2011 年の調査結果について、資本コストについての 3 つの質問に関して、その中のどれだけの質問に経営財務理論と整合的な回答を行っているかでサンプルを分類し、その分布に関して調べてみた。その結果が、図表 3.7 に示されているが、3 つの質問のどれか 1 つに財務理論と整合的な回答を行った企業は、1996 年において 55.8%であるのに対し、2011 年の調査では、67.5%とやや増加した程度にしか見えない。しかしながら、3 つの質問全てにおいて、財務理論と整合的な回答を行っている企業は、1996 年が 7.2%であ

ったのに対して、2011年は、3倍以上の23.7%の上っている。

最後に、図表2.8と同様に、株式の資本コストに対する回答に関して、企業規模と業種に注目して、サンプルの分布について確認してみた。図表3.8に、株式の資本コストに関する回答に関して、規模（売上高）と業種についてサンプルを分類し、経営財務理論と統合的な回答とそうでない回答の分布を示している。図表3.8(b)に示されているように、業種に関しては、特に分布に偏りは見られないのは、1996年の調査結果（図表2.8(b)）と同様である。一方、図表3.8(a)に示されているように、規模に関しては、劇的な分布の偏りが生じている。つまり、規模が大きいほど経営財務理論と統合的な回答の比率が高くなっているが、8分割した最大規模のグループにおいては、それが71.0%に達しており、多数派になっている。つまり、1996年の調査と比較した場合、株式の資本コストに対して財務理論と統合的な回

図表 3.8 サンプルの属性と株式の資本コストに対する回答*（2011年調査）

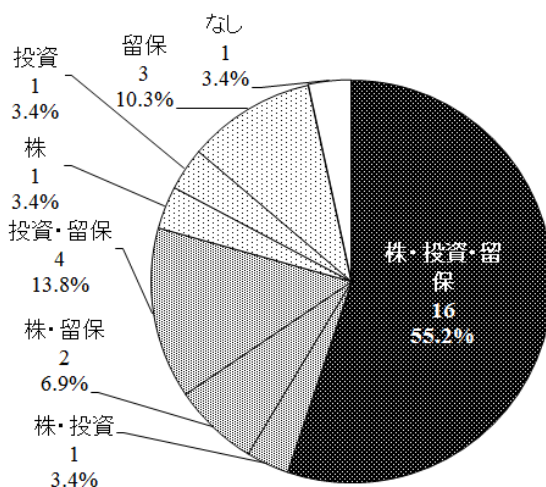
(a)企業規模（売上高）

	財務理論(3)		非財務理論(1,2,4)		合計
	観測数	百分率	観測数	百分率	観測数
第1分位 最少	4	12.5%	28	87.5%	32
第2分位	8	25.8%	23	74.2%	31
第3分位	8	25.8%	23	74.2%	31
第4分位	5	16.1%	26	83.9%	31
第5分位	8	25.8%	23	74.2%	31
第6分位	11	35.5%	20	64.5%	31
第7分位	14	42.2%	17	54.8%	31
第8分位 最大	22	71.0%	9	29.0%	31
合計	80	32.1%	169	67.9%	249

(b)業種

	財務理論(3)		非財務理論(1,2,4)		合計
	観測数	百分率	観測数	百分率	観測数
製造業	46	35.9%	82	64.1%	128
商業	13	24.5%	40	75.5%	53
その他	21	30.9%	47	69.1%	68
合計	80	32.1%	169	67.9%	249

図表 3.9 資本コストに関する 3 つの質問において財務理論と整合的な回答を行ったサンプルの比率
(売上高上位 8 分の 1 のグループ)



*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結果。

**売上高上位 8 分の 1 に属しながら、図表 3.2, 3.3, 3.4 の全ての質問で有効回答であったサンプルのみの集計結果である (観測数: 29)。

答をしている企業は、全上場企業を見た場合、約 2 割から約 3 割へと、若干の増加した程度にしか見えないが、上位 8 分の 1 の大企業を念頭に置くと、4 割弱から 7 割強へと、多数派が変わるほど劇的に増加していることになる。

この売上高が上位 8 分の 1 のグループに関して、図表 3.7 と同様に、資本コストについての 3 つの質問に関して、その中のどれだけの質問に経営財務理論と整合的な回答を行っているかでサンプルを分類し、それぞれの分布を調べた結果が、図表 3.9 に示されている。驚くべきことに、このグループにおいては、3 つの質問全てにおいて、財務理論と整合的な回答を行っている企業が、55.2%と過半数を占めており、全サンプルの結果とは、極めて対照的な結果となっている。このように、上場企業全体を見るか (図表 3.7(a))、大規模企業に注目するか (図表 3.9) で、日本企業の資本コスト概念の現状は、まさに、風景が一変するほど違っているのである。

3.2 財務的な経営技法の浸透度

1996 年の調査とは違い、2011 年の調査においては、資本コスト概念と関連する各種の指標や経営技法が、どの程度、実務に浸透しているのかについても調査している。すなわち、それらの利用の程度に関して、5 段階のリッカート尺度を用いた質問を行っており、その調査結果が図表 3.10 に示されている。

図表 3.10 の上の部分の行には、資本コストと関連する各種の指標や技法の利用度に関する

図表 3.10 各種の技法の浸透度* (2011年調査)

	全サンプル**		財務理論(3)		非財務理論(1,2,4)		t 値	P 値
	平均	5 と 4 の比率	平均	5 と 4 の比率	平均	5 と 4 の比率		
[諸概念・諸技法]								
WACC	2.56	17.8%	2.95	30.8%	2.38	13.0%	3.83	0.00
EVA	2.20	9.7%	2.22	10.3%	2.17	10.1%	0.31	0.38
CAPM	2.02	5.8%	2.18	9.1%	1.93	4.7%	1.81	0.04
DDM	1.88	4.7%	1.86	3.8%	1.87	5.3%	0.08	0.47
[投資決定法]								
回収期間法	3.50	62.2%	3.67	65.8%	3.40	59.6%	1.46	0.07
会計的利益率法	2.39	24.4%	2.41	20.3%	2.37	25.6%	0.19	0.43
正味現在価値法	2.52	23.9%	3.13	39.2%	2.22	17.0%	5.21	0.00
内部収益率法	2.30	19.3%	2.80	35.4%	2.07	11.7%	4.20	0.00
収益性指数法	1.87	7.2%	1.89	8.9%	1.87	6.7%	0.10	0.46
リアル・オプション	1.60	2.0%	1.60	1.3%	1.60	2.5%	0.01	0.50
[その他 (参考)]								
経営計画	4.58	95.8%	4.63	93.6%	4.56	97.0%	0.88	0.19
予算管理	4.66	95.8%	4.68	94.9%	4.64	96.4%	0.43	0.33
ブランド管理	2.57	18.5%	2.74	19.2%	2.47	17.2%	1.82	0.03
リスク管理	3.33	45.0%	3.45	48.1%	3.25	43.2%	1.40	0.08

*それぞれをどの程度利用するかに関して、5 (とてもよく利用する) ~1 (全く利用しない) とする、5段階のリッカート尺度を用いて質問した調査結果である。

**全サンプルは、それぞれの項目に関する有効回答の平均を求めている。「財務理論」と「非財務理論」の各グループは、それぞれの項目に関する質問と自己資本の資本コストに関する質問の両方について有効回答であったものをサンプルとしている

る調査結果が示されている。WACC(Weighted Average Cost of Capital)は、資本コストそのものであり、EVA は、財務理論における資本コストを考慮した業績評価尺度である。また、CAPM や DMM (Dividend Discount Model) は、自己資本の資本コストを計測するための手法である。全サンプルの評価平均点を見ると、日本企業において、経営財務理論の資本コスト概念があまり浸透していないことを反映してか、高い値にはなっていない。続

く、図表 3.10 の中央部分の行は、投資決定の方法についての調査結果を示している。全サンプルの結果を見ると、回収期間法が最も利用されており、資本コスト概念と関連する、正味現在価値法や内部収益率法の利用度は、低いようである。質問方法や対象が違うためか、評価平均点そのものは若干数値が乖離しているが、近年、同様のことを調査している、清水・加登・坂口・河合[2007]や花枝・芹田[2012]と、整合的な結果となっている。

ここで、図表 3.4 や図表 3.6 と同様に、株式の資本コストに関する質問（図表 3.2）の答え方によってサンプルを分類し、各種の指標や技法の利用度に関する質問の回答の平均を求めてみた。すなわち、株式の資本コストを株主の期待収益率（3）と回答したグループとそうでないグループ（1, 2, 4）に関して、それぞれの評価平均点を求めて比較している。資本コストそのものである WACC において両者に有意な差が生じているのは当然であるが、CAPM に関しても有意な差が生じていることは興味深い。すなわち、CAPM の利用に関して、図表 2.1 に示されている、欧米諸国の状況と比較するとわが国の利用度は相当開きがあるといわざるを得ないが、財務理論の資本コスト概念の理解とともにその利用が浸透しつつあることをこの結果は含意している。さらに、投資決定法に関しては、割引率やハードルレートで資本コスト概念を利用すべきであるとされる正味現在価値法と内部収益率法において、両者に有意な差が生じている。以上のように、日本企業において、資本コスト

図表 3.11 売上高上位 8 分の 1 のグループにおける各種の技法の浸透度*（2011 年調査）

	売上高上位 8 分の 1		全サンプル	
	平均	5 と 4 の 比率	平均	5 と 4 の 比率
[諸概念・諸技法]**				
WACC	3.70	58.6%	2.56	17.8%
EVA	2.55	17.2%	2.20	9.7%
CAPM	2.20	17.2%	2.02	5.8%
DDM	1.65	6.9%	1.88	4.7%
[投資決定法]				
正味現在価値法	3.55	53.3%	2.52	23.9%
内部収益率法	3.27	43.3%	2.30	19.3%
収益性指数法	1.77	6.7%	1.87	7.2%

*それぞれを、どの程度利用するかに関して、5（とてもよく利用する）～1（全く利用しない）とする、5段階のリッカート尺度を用いて質問した調査結果である。

**それぞれの項目に関する有効回答の平均を求めている。

図表 4.1 サンプルの分布（韓国 2011 年調査）

(a)規模（売上高）別

売上高（1万ウォン）	サンプル		ユニバース	
	頻度	%	頻度	%
1,000 未満	1	1.0%	164	9.0%
1,000～5,000	8	8.0%	486	26.7%
5,000～10,000	6	6.0%	328	18.0%
10,000～20,000	24	24.0%	301	16.5%
20,000～50,000	21	21.0%	250	13.7%
50,000～100,000	14	14.0%	106	5.8%
100,000～500,000	17	17.0%	121	6.7%
500,000 以上	9	9.0%	54	3.0%
不明			9	0.5%
全体	100	100.0%	1,819	100.0%

概念と関連した各種の概念や経営技法の利用はまだまだ十分とは云えないが、その利用の進展は、資本コスト概念の理解と軌を一にして進んでいるようである。

なお、前節で売上高上位 8 分の 1 のグループに関しては、資本コスト概念に対する理解がかなり進んでいることが報告されたが、各種の技法の浸透度に関しても、このグループ注目し、資本コスト概念と関連する項目に関して、集計してみた。その結果が、図表 3.11 に示されているが、このグループに関しては、この種の各項目の評価平均点は、全体よりも、かなり高くなっている。特に、WACC に関しては、評価平均点が 3.70 に達しており、「5.とてもよく利用する」「4.よく利用する」との回答が、合計で 58.6%と多数派になっている。また、正味現在価値法についても、評価平均点が 3.55 で、5 と 4 の回答の合計が 53.3%に達している。このように、売上高の大きい企業のグループに関しては、資本コスト概念と関連する各種の技法に関しても、かなりの程度、浸透していることが示されており、全体の結果とは、かなり異質な状況にあることが明らかであろう。

4. 韓国企業における資本コスト概念

4.1 資本コストについての考え方

さて、今回のアンケート調査では、日本企業だけでなく、韓国の全上場企業を対象に、同じ質問項目で、アンケート調査を行っている¹⁷。サンプルの分布が図表 4.1 に示されてい

¹⁷全上場企業の財務担当役員に質問票を送付して、アンケート調査を実施した日本企業の場合と違い、韓国における調査は、電子メールにより質問票を配信し、web による回答を依頼する形で行われた。回答企業は 175 社であったが、一部が未回答のサンプルや重複を取り除いた、100 社の回答を分析に用いている。なお、アンケート調査の実施方法や回収企業の分布の詳細に関しては、若林・馬場・長坂[2012a]

(b)業種別

業種	頻度	%	業種	頻度	%
食料品	7	7.0%	水産	0	0.0%
繊維	4	4.0%	鉱業	0	0.0%
パルプ・紙	6	6.0%	建設	4	4.0%
化学	14	14.0%	商社	1	1.0%
医薬品	14	14.0%	小売業	0	0.0%
石油	0	0.0%	その他金融業	0	0.0%
ゴム	5	5.0%	不動産	0	0.0%
窯業	0	0.0%	鉄道・バス	0	0.0%
鉄鋼業	8	8.0%	陸運	1	1.0%
非鉄金属・金属製品	5	5.0%	海運	0	0.0%
機械	5	5.0%	空運	1	1.0%
電気機器	5	5.0%	倉庫・輸送関連	0	0.0%
造船	0	0.0%	通信	2	2.0%
自動車・自動車部品	5	5.0%	電力	0	0.0%
その他輸送機器	0	0.0%	ガス	2	2.0%
精密機器	1	1.0%	サービス	9	9.0%
その他製造業	1	1.0%	合計	100	100.0%

るが、日本での調査とは違い、やや売上高が大きい企業にサンプルが偏っているようであり、結果の解釈にこのことを念頭に置いておく必要があるかもしれない。以下では、日本企業との比較を念頭に置きながら、韓国における調査結果を報告していく。

図表 4.2 株式の資本コストについての考え方（韓国 2011年調査）

	観測数	百分率
1.支払配当率	40	40.4%
2.支払配当利回り	28	28.0%
3.株主の期待収益率	24	24.0%
4.その他	8	8.0%
合計	100	100.0%

を参照されたい。

図表 4.3 留保利益の資本コストについての考え方（韓国 2011 年調査）

	観測数	百分率
1.資本コストはゼロ	26	26.0%
2.金利相当とみなす	40	44.0%
3.株式の資本コストと同じ*	27	27.0%
3-1.支払配当率	7	7.0%
3-2.支払配当利回り	9	9.0%
3-3.株主の期待収益率	8	8.0%
3-4.その他	3	3.0%
5.その他	3	3.0%
合計	100	100.0%

*3-1～3-4 は、株式の資本コストについての質問結果（図表 4.2）により、分類している。

図表 4.4 総資産に対して必要と考える収益率（韓国 2011 年調査）

	観測数	百分率
1.金利水準	33	33.0%
2.支払利率と支払配当率の加重平均	12	12.0%
3.支払利率と株主期待収益率の加重平均	11	11.0%
4.金利+リスク・プレミアム	43	43.0%
5.その他	1	1.0%
合計	100	100.0%

まず、図表 3.2～3.4 と同様の資本コストに関する質問の単純な集計結果が、図表 4.2～4.4 に示されている。財務理論と整合的な回答は、株式の資本コストに関しては 24.0%、留保利益に関しては 27.0%、必要な投資収益率に関しては 54.0%であった。日本企業がそれぞれ、32.1%、48.3%、46.1%であるのと比較すると、劇的な相違があるとはいえず、比較的似通った状況であるように見える。つまり、第 2 節で示された欧米諸国と比べると、財務理論の資本コスト概念の浸透は、両国とも同様に不十分であるといえよう。

ところが、前節の図表 3.5 や図表 3.6 と同様に、株式の資本コストに関する質問に対する答え方でグループ分けし、留保利益の資本コストや必要と考える収益率に関する回答をクロス集計すると、日韓両国でかなり状況が相違していることが明らかになる。まず、留保

図表 4.5 留保利益の資本コストに関する回答についてのクロス集計結果（韓国 2011 年調査）*

留保利益の資本コスト	株式の資本コスト(図表 4.1)			
	財務理論(3)		非財務理論(1.2.4)	
	観測数	百分率	観測数	百分率
(a)				
1.資本コストはゼロ	7	39.2%	19	25.0%
2.金利相当とみなす	9	37.5%	35	46.1%
3.株式の資本コストと同じ	8	33.3%	19	25.0%
4.その他	0	0.0%	3	3.9%
(b)**				
株式の資本コストと同じ (3)	8	33.3%	19	25.0%
その他の回答 (1,2,4)	16	66.7%	57	75.0%
合計	24	100.0%	76	100.0%

*(a) χ^2 値 : 1.84 P 値 : 0.61 (b) χ^2 値 : 0.64 P 値 : 0.42

** (b)は(a)留保利益に関する回答を経営財務論に整合的な3とそれ以外(1,2,4)に分類した集計結果である。

利益に関する質問に対するクロス集計の結果が、図表 4.5 に示されている。上述のように、財務理論においては、留保利益の資本コストは株式と同じ (3) であると考えられるべきとされるが、そう回答しながら、株式の資本コストを株主の期待収益率としている回答は、図表 4.3 に示されているように、全体の 8.0%にすぎず、日本企業においては 27.5%を占めていたのに対して、かなり低い値となっている。これは、株式の資本コストを財務理論と整合的に回答している (図表 4.2 の 3) 企業が、留保利益の資本コストの質問に対してもそうである傾向が強くないことに起因している。つまり、図表 3.5 に示されているように、日本企業においては、株式の資本コストを財務理論と整合的に答えた企業に関して、留保利益の資本コストについてもそうであるケースが 83.5%を占め、クロス集計において、有意に偏った形で回答が分布していた。これに対して、韓国企業においては、図表 4.5 に示されているように、留保利益を株式と同じ答えながら、株式の資本コストを財務理論と整合的に答えた企業は 33.3%にすぎず、そうでない企業が 25.0%であるのと比べて、若干、高いものの、両グループで回答の分布に有意な相違が生じていないのである。

また、図表 4.6 に示されているように、必要と考える投資収益率に関しても、同様の傾向が示されている。つまり、日本企業の調査結果においては、株式の資本コストを財務理論と整合的に回答しているグループの 77.9%が投資収益率に関しても整合的な回答を行っており、首尾一貫し、財務理論と整合的な答を回答する傾向が示されていた (図表 3.6)。ところが、韓国企業においては、株式の資本コストを財務理論と整合的に回答しているグル

図表 4.6 総資産に対して必要と考える収益率の回答についてのクロス集計結果（韓国 2011年調査）*

必要と考える収益率	株式の資本コスト(図表 4.2)			
	財務理論(3)		非財務理論(1,2,4)	
	観測数	百分率	観測数	百分率
(a)				
1.金利水準	9	37.5%	24	31.6%
2.支払利子率と支払配当率の加重平均	1	4.2%	11	14.5%
3.支払利子率と株主期待収益率の加重平均	4	16.7%	7	9.2%
4.金利+リスク・プレミアム	10	41.7%	33	43.8%
5.その他	0	0.0%	1	1.3%
(b)**				
財務理論と整合的な回答 (3,4)	14	58.3%	40	52.6%
その他の回答 (1,2,5)	10	41.7%	36	47.4%
合計	24	100.0%	76	100.0%

*(a) χ^2 値 : 3.06 P 値 : 0.55 (b) χ^2 値 : 0.24 P 値 : 0.63

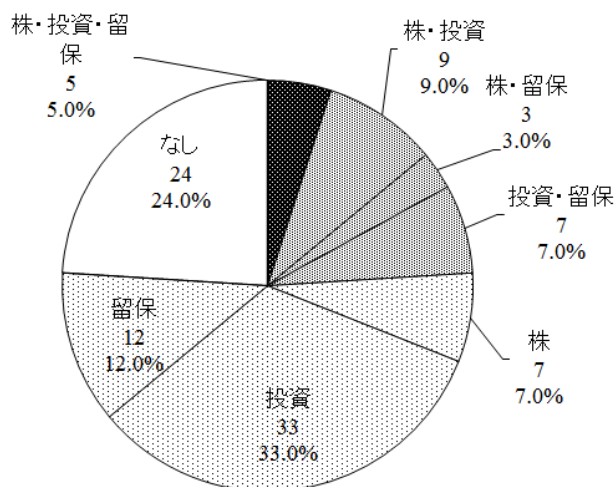
** (b)は(a)必要と考える収益率に関する回答を経営財務論に整合的な3とそれ以外(1,2,4)に分類した集計結果である。

ープにおいては、そうでないグループよりも、投資収益率に関して財務理論と整合的に回答しているサンプルの比率は若干高いものの、その回答の分布は、有意に偏ってはいない。

前節で示されたように、日本企業においては、資本コストを財務理論の資本コスト概念と同様に理解している企業は少数派であったが、それらの企業は、首尾一貫した形で、資本コストに関する3つの質問に回答する傾向が顕著であった。これに対して、韓国企業ではそのような傾向は希薄である。すなわち、個別の質問に関しては、財務理論と整合的に回答しているように見えても、首尾一貫した理解に立った上での回答は少なく、いわば、場当たりの理解に留まっている企業が多いといえよう。

この点をより詳細に分析するべく、図表 3.7 と同様に、韓国企業についても、資本コストに関する3つの質問に関して、財務理論と整合的な回答を行っているかどうかについて分類し、その分布を集計してみた。図表 4.7 に示されているように、3つの質問のどれかに財務理論と整合的な回答を行っている企業は、76.0%であり、日本企業の結果が67.5%であるのと比べると、より多く財務理論と整合的な回答があったかに見える。しかしながら、それらの回答が首尾一貫して答えられている傾向は、韓国においては明らかに少なく、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、日本企業が23.7%であったのに対し、韓国では、5.0%と4分の1に過ぎない。以上より、韓国企業の資本コスト概念に対する理解の程度は、日本企業と比べて、かなりの程度、不十分であると考えていいだろう。

図表 4.7 資本コストに関する 3つの質問において財務理論と整合的な回答を行ったサンプルの比率
(韓国 2011年調査)



*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結果。

**図表 4.2, 4.3, 4.4 の全ての質問で有効回答であったサンプルのみの集計結果である (観測数:100)。

う。

なお，図表 4.8 には，企業規模（売上高），業種別に，株式の資本コストの質問に対する回答の分布が示されている。日本企業において，売上高が上位 8 分の 1 の企業において，財務理論と整合的な回答が 70%を占めており，企業規模によって回答が違う傾向があったが，韓国企業においては特にそのようなことはないようである¹⁸。ところが，業種に関して

図表 4.8 サンプルの属性と株式の資本コストに対する回答 (韓国 2011年調査)

(a)企業規模 (売上高)

	財務理論(3)		非財務理論(1,2,4)		合計 観測数
	観測数	百分率	観測数	百分率	
第 1 分位 最少	6	24.0%	19	76.0%	25
第 2 分位	5	20.0%	20	80.0%	25
第 3 分位	6	24.0%	19	76.0%	25
第 4 分位 最大	7	28.0%	18	72.0%	25
合計	24	24.0%	76	76.0%	100

¹⁸サンプル数が少ないため，韓国企業の結果については，サンプルを 4 分割した結果を示している。ただし，8 分割の結果もほぼ同様である。また，業種に関しては，同様である。

(b)業種

	財務理論(3)		非財務理論(1,2,4)		合計
	観測数	百分率	観測数	百分率	観測数
製造業	23	27.4%	61	72.6%	84
その他	1	6.3%	15	93.8%	16
合計	24	24.0%	76	76.0%	100

見ると、財務理論と統合的な回答は、ほぼ製造業に集中しているようであり、非常に興味深い。

4.2 財務的な経営技法の浸透度

韓国企業に関しても、資本コスト概念と関連する各種の経営技法や諸概念の浸透度について、日本企業と同様の形で調査しており、その結果が、図表 4.9 と図表 4.10 に示されている。

図表 3.10 と同様、図表の上の部分の行には、資本コストと関連する各種の指標や技法に関する調査結果が、続く中央部分には、投資決定の方法に関する調査結果が示されている。前節の議論から明らかなように、韓国企業においても、経営財務理論の資本コスト概念があまり浸透しておらず、そのことを反映してか、資本コストと関連する項目に関して、評価平均点が 3.5 を超える項目はない。

図表 4.9 においては、日韓の結果を素朴に比較しているが、資本コスト概念と関連する各種の財務的な経営技法に関して、韓国企業の方が評価平均点はより高くなっているようである。資本コストそのものである WACC やそれを求めるための技法である CAPM は、韓国企業においてはそれぞれ、3.22、2.75 であり、日本企業の評価平均点が、それぞれ 2.56、2.02 であるのと比べるとかなり高い値となっている。また、投資決定法に関しても、資本コスト概念と関連した、正味現在価値法や内部収益率法において、明らかに韓国企業の方が高い値となっている。回答するにあたって、国民性に由来するある種の「癖」を反映している可能性もあり、国際比較に当たって評価平均点のシンプルな比較で判断を下すのは、いささか危険であるとの懸念もあるが、経営計画や予算管理といった、財務理論とは直接関係の薄い項目では日本企業が高い値となっていることを勘案すると、財務的な経営技法に関しては、韓国企業において、より浸透し、なじみがあるものとなっていると判断していいようである。このことは、前節において示された、財務理論における資本コスト概念の理解の程度が、韓国企業においては、日本企業よりも不十分であった結果と、論理的には矛盾する結果であり、非常に興味深い。

さらに、図表 4.10 は、図表 3.10 と同様に、サンプルを、株式の資本コストの質問に関し

図表 4.9 韓国と日本の各種の技法の浸透度の比較* (韓国・日本 2011年調査)

	韓国		日本		差 (韓国 -日本)	t 値	P 値
	平均	5 と 4 の 比率	平均	5 と 4 の 比率			
[諸概念・諸技法]							
WACC	3.22	38.0%	2.56	17.8%	0.66	5.32	0.00
EVA	3.04	38.0%	2.20	9.7%	0.84	7.06	0.00
CAPM	2.75	19.0%	2.02	5.8%	0.73	6.42	0.00
DDM	2.56	11.0%	1.88	4.7%	0.68	6.19	0.00
[投資決定法]							
回収期間法	2.92	26.0%	3.50	62.2%	-0.58	3.86	0.00
会計的利益率法	2.71	16.0%	2.39	24.4%	0.32	2.28	0.01
正味現在価値法	3.21	39.0%	2.52	23.9%	0.69	4.75	0.00
内部収益率法	3.11	36.0%	2.30	19.3%	0.81	5.56	0.00
収益性指数法	2.75	19.0%	1.87	7.2%	0.88	7.31	0.00
リアル・オプション	2.26	6.0%	1.60	2.0%	0.66	6.47	0.00
[その他 (参考)]							
経営計画	3.92	70.0%	4.58	95.8%	-0.66	8.60	0.00
予算管理	3.94	70.0%	4.66	95.8%	-0.72	8.91	0.00
ブランド管理	3.04	22.0%	2.57	18.5%	0.47	3.80	0.00
リスク管理	3.19	34.0%	3.33	45.0%	-0.14	1.20	0.11

*それぞれを、どの程度利用するかに関して、5 (とてもよく利用する) ~1 (全く利用しない) とする、5段階のリッカート尺度を用いて質問した調査結果である。

て、財務理論と整合的に答えたグループとそうでないグループに分け、それぞれの評価平均点を比較しているが、ここでも前節と同様の状況が示されている。すなわち、資本コスト概念と関連深い項目に関して、両グループで有意な差が生じている項目はなかった。つまり、図表 3.10 で示されている日本企業の調査結果において、WACC や CAPM, 正味現在価値法、内部収益率法といった項目で、株式の資本コストを財務理論と整合的に答えているグループの方が、有意にこれらの概念や技法の利用度が高いと答えていたのに対して、

図表 4.10 株式の資本コストに対する回答のあり方と各種の技法の浸透度*（韓国 2011年調査）

	財務理論(3)		非財務理論(1,2,4)		t 値	P 値
	平均	5 と 4 の比率	平均	5 と 4 の比率		
[諸概念・諸技法]						
WACC	3.00	37.5%	3.29	38.2%	1.31	0.10
EVA	3.08	37.5%	3.03	38.2%	0.00	0.95
CAPM	2.83	29.2%	2.72	15.8%	0.54	0.29
DDM	2.46	12.5%	2.59	10.5%	0.68	0.25
[投資決定法]						
回収期間法	2.58	12.5%	3.03	30.3%	1.95	0.03
会計的利益率法	2.67	20.8%	2.72	14.5%	0.26	0.40
正味現在価値法	3.13	33.3%	3.24	40.8%	0.51	0.31
内部収益率法	3.04	33.3%	3.13	36.8%	0.37	0.36
収益性指数法	2.63	12.5%	2.79	21.1%	0.73	0.23
リアル・オプション	2.25	4.2%	2.26	6.6%	0.06	0.47
[その他（参考）]						
経営計画	3.88	66.7%	3.93	71.1%	0.33	0.37
予算管理	3.88	66.7%	3.96	71.1%	0.41	0.34
ブランド管理	2.92	20.8%	3.08	20.8%	0.81	0.21
リスク管理	3.00	33.3%	3.25	34.2%	1.26	0.11

*それぞれを、どの程度利用するかに関して、5（とてもよく利用する）～1（全く利用しない）とする、5段階のリッカート尺度を用いて質問した調査結果である。

**「財務理論」「非財務理論」は、それぞれの項目に関する質問と自己資本の資本コストに関する質問の両方について有効回答であったものをサンプルとしている

そのような傾向は全く示されていないのである。

以上、単純なアンケート調査結果の比較であり、やや大胆すぎるとの懸念もあるが、日本と比較した場合の韓国の状況は、以下のように要約できよう。すなわち、韓国においては、経営財務理論の資本コスト概念の浸透度は低いが、反面、資本コスト概念を援用した諸技法の利用度はかなり高く、資本コスト概念の浸透と関係なく、それらの諸技法の利用

が進んでいるようである¹⁹。

5. 結びに代えて

以上、いささか雑駁としているとの観もあるが、われわれの研究グループの調査結果の報告を、詳細に行ってきた。最後に、現代の日本企業の資本コスト概念の実態について、1996年との比較、韓国との比較の観点から要約し、若干の考察を加えて本稿の結びとすることとする。

まず、1996年の状況と比較すると、2011年の日本企業の状況は、以下のように要約できよう。

- 1) 資本コストを財務理論と整合的に理解している企業は、まだ少数派である。株式の資本コストを株主が期待する収益率であるとする企業は 32.1%で、また、留保利益の資本コストもそう理解している企業は、25.8%にすぎない。1996年の調査結果である、それぞれ、21.1%、10.5%と比較すると、それなりに増加しているともいえるが、多数派を形成するには至っていない。
- 2) 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3つの質問に対する回答は、それぞれが場当たり的に行われているのではなく、財務理論に対する理解に立って、首尾一貫して行われている傾向が強い。つまり、株式の資本コストを株主が期待する収益率であると答えたグループにおいては、留保利益の資本コストに関しても、必要と考える投資収益率に関しても、財務理論と整合的な回答を行う傾向がある。ここで注目すべきは、1996年の調査においても、同様の傾向が見られたが、2011年調査の方がその傾向が強くなっていることである。つまり、上述のように、資本コストに対する理解の程度は、量的にはたいして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。
- 3) 資本コスト概念と関連する各種の経営技法や諸概念は、上述の状況を反映してか、あまり利用度は高くはないようである。ただし、株式の資本コストの質問に対して財務理論と整合的な回答を行っているグループとそうでないグループを比較すると、WACC、CAPM、正味現在価値法、内部収益率法に関して、評価平均点が有意に前者の方が大きい結果であった。
- 4) 企業規模別にみると、企業規模が大きいグループにおいては、資本コストに対する理解は、相当程度、広がっており、全サンプルの結果とは、劇的に相違する状況である。つまり、売上高に関して8分位中の最大規模のグループにおいては、70%以上の企業が株式の資本コストに関して株主が期待する収益率であるとしている。また、このグループにおいては、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3つの質問全て財務理論と整合的な回答し問に関して、ている企業が半数以上を

¹⁹韓国におけるこのような傾向は、財務理論の考え方を色濃く反映した会計制度であるIFRSに対する理解の仕方にも表れている。詳しくは、馬場・若林[2013]を参照されたい。

占めている。さらに、資本コストと関わる各種の経営技法や諸概念に関しても、このグループでは、かなり浸透しているようであった。例えば、WACC や正味現在価値法を「よく使う」とする企業は、このグループでは過半数を占めており、これらの技法がかなりの程度、浸透していることが明らかになった。

このように、日本企業において、資本コスト概念の浸透はまだ不十分であるが、その理解のあり方は比較的首尾一貫したものであり、資本コスト概念の理解と軌を一にして、各種の経営技法や諸概念が浸透しつつあることが示されているといえよう。さらに、全サンプルに関しては、1996年と比べて、若干の変化が生じているに過ぎないように見えるが、規模が大きい企業のグループに関しては、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が多数派となり、劇的な変化が起こっていることが明らかになった。つまり、日本企業に対する従来の通説が「日本企業は経営財務理論の資本コスト概念に対する理解が不十分である」であったのに対し、現在の状況は、「全般的には、かつてと比べて、若干の進歩がある程度で、不十分なままである」が、「大規模企業に関しては、近年、よく理解している企業が多数派を占めるに至っている」という、極めて興味深い変化が明らかにされたといえよう。

続いて、日本企業における調査結果との比較を念頭に置きながら、韓国企業の調査結果をまとめると以下のように要約される。

1)資本コストに関する3つの質問の回答の状況を素朴にみると、財務理論と整合的な回答の比率は、株式が24.0%、留保利益が27.0%、投資収益率が43.0%であり、日本企業の結果と劇的な相違がなく、比較的似通った状況であるように見える。ところが、韓国企業においては、日本企業のようにこれらの質問を首尾一貫して回答している傾向はあまりみられず、3つの質問の全てに財務理論と整合的な回答している企業が日本企業の調査では、23.7%であるのに対し、韓国企業では5.0%にすぎない。

2)資本コスト概念と関連する各種の経営技法や諸概念は、欧米企業と比べるとあまり利用度が高いとは云えないが、日本企業と比較すると、かなり利用度は高いようである。ただし、日本企業の結果とは違い、株式の資本コスト概念を財務理論と整合的に理解しているグループにおいてより利用度が高いといった傾向は見られなかった。

つまり、日本企業と比較した場合、韓国企業は、財務理論の資本コスト概念そのものの浸透度や理解度は低いですが、反面、資本コスト概念を援用した諸技法の利用度はかなり高く、資本コスト概念の浸透と関係なく、それを援用した諸技法の利用が進んでいると考えられよう。すなわち、「経営財務論の浸透」に関する日韓比較の結果は、以下のように要約できよう。

日本：財務的な諸技法は、その背後のロジックの理解をともないながらその普及は進んでいるが、その進み方は遅々としたものである。
韓国：その背後のロジックの理解は不十分なままではあるが、財務的な諸技法の普及は、日本よりかなり進んでいる。

このように両国の状況が対照的であることは、経営財務理論が実務への浸透するにあたって、いわば、「論理重視（日本）」と「手法重視（韓国）」の、2つの典型的なあり方があることを示すものとして、われわれ経営財務理論の教育に携わる者にとって、誠に興味深く、貴重な示唆に富む発見事実であるといえよう。

以上で報告された調査結果は、現在の日本企業の状況に関して、同じ質問項目を用いたアンケート調査により、1996年の状況、韓国の状況と比較して分析を進めるといった、貴重な研究機会に基づくものであり、その結果は非常に興味深いものであった。しかしながら、質問方法がいささかナイーブに過ぎるとの観もあり、上述の各種の発見事実の堅牢さに、疑念を持つ余地がないわけではない。したがって、より厳密な分析を行うためには、より緻密にして詳細な調査が必要とされることは云うまでもない。また、アンケート調査用紙上の「意識調査」ではなく、実際的意思決定やその成果に、資本コストに対する理解が反映されているかといったことに関する調査も必要であるといえよう。

(付記) 本稿のアンケート調査は、文部科学省・私立大学戦略的研究基盤形成事業「関西地域発イノベーション・プラットフォームの構築」プロジェクトの一環として実施している。また、甲南学園平生記念人文・社会科学奨励助成金、村田学術振興財団の研究助成金の助成を受けた研究の一部である。

[参考文献・引用文献]

赤石雅弘・馬場大治・村松郁夫[1998]「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[1998a]「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。

井手正介・高橋文郎[2006]『ビジネス・ゼミナール 経営財務入門 第3版』日本経済新聞社。

井手正介・高橋文郎[2009]『ビジネス・ゼミナール 経営財務入門 第4版』日本経済新聞社。

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・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』。

- 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。
- 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 [2012]「企業目的に関する日韓企業の実態比較」BI研究所編『ビジネス・イノベーションのプラットフォーム：東アジアの連携に向けて』同文館出版, 163-181頁。
- 馬場大治・平尾敏也[2010]「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』, 51巻1号, 1-27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[2]」甲南経営研究, 51巻2号, 115-139頁。
- 馬場大治・若林公美[2014]「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, 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。
- 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。
- 若林公美・馬場大治・長坂悦敬 [2012a]「IFRS時代における韓国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, 79-103頁。
- Akaishi, M., T. Baba and I. Muramatsu. [2004], “Capital Cost and Financial Policy in Japan”, *Asian Business & Management* 3(2), pp.263-276.
- 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.
- 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.
- Pflomn, N. [1963], *Managing Capital Expenditures*, New York: National Industrial Conference Board.