

# 資本コスト概念と所有構造\*

—アンケート調査結果をもとにして—

赤 石 雅 弘  
馬 場 大 治  
村 松 郁 夫

## 1. は し が き

### 1.1 資本コスト概念の重要性とわが国におけるその理解の実態

企業が、その事業活動を遂行し、発展していくために、各種の資本を利用する必要があるが、それらの資本の供給者に対しては、当然、報酬を与える必要がある。企業が資本の供給者に対して与えなければならない報酬は、一般に、資本コストと呼ばれる。理論的な観点からみると、この資本コストという概念は、企業のあらゆる意思決定の基礎となる、極めて重要な概念である。

企業が、資本コスト以上の収益率をあげることに成功したならば、その分は企業にとって超過利潤となる。したがって、資本調達にあたっては、資本コストがより低ければ低いほど、企業はより多くの超過利潤を獲得するチャンスが増えることになる。一方、投資政策の決定にあたっては、資本コスト

---

\* 本稿は、文部省の科学研究費補助金を受けた「構造変革期における我が国企業財務の理論的・実証的研究 (課題番号: 07303017)」(研究代表: 赤石雅弘) の研究成果の一部である。

資本コスト概念と所有構造（赤石雅弘・馬場大治・村松郁夫）

を越える収益をあげうる投資プロジェクトは、超過利潤を生み出し、採用に値するプロジェクトとなる。逆に、資本コストを満たし得ないような投資政策をとり続けている企業は、資本市場から新資本を調達できなくなったり、乗っ取りや買収の危険にさらされるはずである。つまり、資本コストは、企業が事業を続けていく上で、どの程度の収益率を稼得しなければならないかを考える際に、基礎となる概念であることとなる。<sup>(1)</sup>

理論的には、株式の資本コストは、配当のみならず、資本利得をも含んだ形での、株主が期待する、ないしは、要求する収益率であるとされる。ところが、通説的には、わが国の実務家の株式の資本コストについての捉え方は、単に資本利用にともなう現金支出、すなわち支払い配当のみを想定しているといわれている。上述のように、資本コストは、企業経営全体に影響を及ぼす、極めて重要な概念であるから、これについての認識が、理論とはかけ離れたものであることは、企業経営全体が理論が想定したものとは大きく違ったものであることとなる。したがって、従来からこの問題をめぐって、アカデミズムの世界から実務に対して、多くの提言が行われたり、わが国の企業行動の諸特徴をこの点に帰着させて説明する試みが行われてきた。<sup>(2)</sup>

われわれの研究グループは、非金融業の全公開企業の財務担当役員を対象とした、質問項目100以上に上る、財務問題全般に関する極めて一般的かつ網羅的なアンケート調査を行い、その結果を分析することにより、わが国企業の資本コストについての考え方の実態を分析してきた。<sup>(3)</sup> まず、株式の資本コ

---

(1) 資本コスト概念の企業経営全般に対する重要性に関する議論に関しては、経営財務論のテキストブックにおいて、極めて一般的である。例えば、森(1986)や赤石(1993)を参照されたい。

(2) この種の議論としては、小宮・岩田(1973)、森(1983)、伊藤・峠谷(1993)、稲葉・翁(1993)、若杉(1993)、仁科(1995)、生駒(1996)、井出・高橋(1997)があげられる。

(3) アンケート調査票の発送企業は、1996年8月現在の非金融業の全公開企業2,805社であり、回答企業は940社(回答率33.5%)に上っている。なお、このアンケート調査に関して、質問票の全文や調査結果全体に関する分析は、赤石・馬場・村松(1998)

[表1 株式の資本コストについての考え方]

質問：株式の資本コスト（発行費用や税金は考えないでください）をどのように捉えていますか。

		%
1 支払配当率（＝支払配当／額面）	332	37.1
2 支払配当利回り（＝支払配当／株価）	353	39.4
3 株主の期待投資収益率 （〔期待配当＋期待資本利得〕／株価）	189	21.1
4 その他	22	2.5
現金支出としての資本コスト（1，2）	685	76.5
財務理論における資本コスト（3）	189	21.1
有効回答数	896	

ストそのものについてどう考えるかという質問に関しては、通説通り、わが国企業においては、資本コストとして現金支出コストを想定しているのが多数派であることが確認された。つまり、[表1]に示されているように、8割近くの回答が現金支出である支払い配当のみを念頭に置いた回答をしており、財務理論における資本コスト概念に相当する資本利得をも含めて資本コストを考えている回答は、2割に過ぎなかった。

そして、赤石・馬場・村松(1998a)では、現金支出コストとしての資本コスト概念を回答した8割のサンプルと、財務理論における資本コスト概念を回答した2割のサンプルの間で、企業目的観、資本調達政策、投資政策、配当政策等の質問に関して、理論が示唆するような形で、偏って回答が分布していることが発見された。現金支出コストとしての資本コスト概念を回答したサンプルの方が、財務理論における資本コスト概念を回答したサンプルよりも、より株主を軽視する傾向が強く、資本調達にあたって現金支出をより考慮し、投資政策においては現金支出のみを稼得するだけで十分であると考え

を、アンケートの単純集計結果に関しては、赤石・馬場・村松(1996)を参照されたい。

資本コスト概念と所有構造（赤石雅弘・馬場大治・村松郁夫）

る傾向が強いことが確認されたのである。つまり，[表1]で示した，資本コストそのものについての質問の結果は，実務界においては，単に理論サイドとは用語法が違って，資本利用にあたっての現金支出を資本コストと呼んでいるのではなく，資本コストを投資家に対する報酬であると認識した上で，それが現金支出のみで十分であると考えていることが明らかになったことになる。

さらに，赤石・馬場・村松(1998b)では，資本コスト概念の相違が，各種の財務政策に対する意識だけではなく，実際の企業経営においても相違をもたらしているかどうかについて分析を行った。そのために，総資本利益率，過去5年間の1株あたり配当の成長額，過去5年間の株式収益率を被説明変数とし，資本コストについての質問に関して，財務理論における資本コスト概念を答えたサンプルを1，現金支出コストを答えたサンプルを0とするダミー変数を用い，各種のコントロールされるべき変数を加えて重回帰分析を行った。その結果は，それぞれのダミー変数の係数は統計的に有意に正の数値となっていた。つまり，[表1]で示されている，わが国企業において多数派である現金支出コストを資本コストであるとするサンプルの方が，財務理論における資本コストを資本コストと考えているサンプルよりも，企業の収益性や株主に対する報酬について，より小さな数値になっており，意識のみならず，実際の企業経営においても，資本コスト概念の相違が影響を与えていることが確認されたのである。

## 1.2 本稿の問題意識

われわれが行ってきた今までの分析により，わが国企業においては，通説通り，投資家の報酬たる資本コストを現金支出と考え，それに基づいて各種の財務政策を考えている企業が多数派であることが明らかになったといえよう。それでは，なぜこのような理論的には一見不合理な状況が出現したので

あろうか。

本稿の目的は、この理由をわれわれが行ったアンケート調査結果に基づいて、実証的に分析することにある。その際、この問題を、わが国企業に特徴的であるとされる、株式の所有構造に注目して考察していく。上述のように、理論的には、財務理論における資本コストを満たし得ない企業は、株主の要求を満たし得ず、そのため資本市場から各種のペナルティを受けることになるはずである。したがって、支払い配当のみを資本コストであるとの認識で企業経営を行って、かかるペナルティを受けない、ないしは、受けずに済んだ理由が所有構造の特徴に存在すると考えたのである。

以下、2節においては、わが国企業の所有構造に関して、従来、通説的に主張されてきた諸議論を振り返りながら、わが国企業が資本コストを現金支出コストと考えたきたことに対する説明を試みる。3節では、赤石・馬場・村松(1998a)や赤石・馬場・村松(1998b)と同様の、実証分析の方法について説明する。続いて、われわれが行ったアンケート調査における所有構造に関する質問の結果や公開されている各種のデータを分析することにより、2節の議論の検証を行っていく。4節では、安定株主比率に注目した分析の結果が、5節では、大株主のタイプに注目した分析の結果が報告される。そして、最後に(6節)、全体を要約しながら、分析の問題点や分析結果の含意が検討され、結びに代えられる。

## 2. わが国企業の所有構造の特徴と資本コスト概念

株式の資本コストに対する理解として、資本利用にともなう現金支出でなく、理論的には、投資家が要求する収益率でなければならないとされる理由として、通常、以下のような議論が一般的である。そもそも、資本コストは、資本供給者が企業に対して求めているものは何かという観点から定義されるべきであり、彼は、資本利得をも含んだ形で一定の投資収益率を要求し

ているはずである。つまり、これを満たすことこそが資本利用に対して、企業が投資家に果たさねばならないことであり、もしそれができないならば、長期的には、株式市場から資本を調達し、利用することができなくなったり、その企業が保有する各種の経営資源に対して、株価が割安になり、乗っ取りや買収の対象となることにより、企業の存立そのものが危うくなるはずである。

したがって、わが国において、支払い配当のみを資本コストであるとの認識で企業経営を行っている企業が多数派であり得た原因を考えることは、かかるペナルティを受けない、ないしは、受けずに済んだ理由を考えることに他ならない。その理由として、まず単純に考えられるのは、経営者の意識に関わらず業績が好調であり、その結果、株主が要求する資本利得が実現していたことが考えられるが、短期的においてはこのようなことが起こり得ても、長期的に続いたとは考えにくい。むしろ、以下の2点において、上の議論が前提としている状況がわが国においては成立していないと考えるのが自然であろう。

- (1)わが国の資本市場においては、株主の利害を損なう経営を行った企業に対して、ペナルティを与えるメカニズムがよく機能しないこと。
- (2)わが国企業の株主の多数派は、財務理論が想定しているような純粋な投資目的の投資家ではなく、株式保有から得られる直接的な利得として、資本利得を必ずしも要求していないこと。

ところが、わが国企業の所有構造や大株主の実態についての通説的な議論は、これとまさに符号したものになっている。つまり、わが国企業は、銀行、取引先、保険会社等の持株比率が高く、これらの株主との間に株式持ち合いの関係があり、それらが「安定株主」として機能しているといわれている。そして、彼らは単純な利殖目的の株主ではなく、ビジネス・パートナーとして、長期安定保有による、企業との総合的なリターンを期待して株式を保有

(4)  
しているとされている。

(1)との関連で述べると、従来、この安定株主は、企業の業績、ないしは、株価にかかわらず株式を保有し、危機的な状況にならない限りは企業経営に直接介入してこない、「サイレントパートナー」であるとされる。その結果、理論的には、株価の下落によって経営者に対して与えられる筈のペナルティが与えられず、経営者の裁量権がより大きくなることになる。むしろ、歴史的には、そうするべく各企業は安定株主を作ってきたといえよう。したがって、このような所有構造のもとでは、財務理論が想定しているよりも、資本市場を軽視した経営を続けることが可能であり、その結果、理論的には不合理きわまりない資本コスト概念が温存されてきたと考えられる。

それではなぜ、安定株主は、その株式を所有している企業の株価に関わらず、株式を保有し続けるのであろうか。この問題は、(2)との関連で以下のように考えるのが通説的な理解である。つまり、わが国の企業において株主の多数派となっている安定株主は、単に、利殖目的でのみ株式を保有しているのではなく、その他の色々な株式所有にとまなうリターンを総合的に勘案して、投資採算を立てていると考えられる。

その種のリターンとしては、まず上述の、株式市場からの圧力を小さくし、各企業の裁量権を大きくすることがあげられよう。つまり、安定株主の多く

---

(4) わが国企業の所有構造に関するこの種の議論は、通説的な議論である。例えば、井出・高橋(1997)や小田切(1992)を参照されたい。なお、わが国企業の資本コスト概念との関連では、伊藤・蜂谷(1993)が、「ネットワーク重合」という概念を用い、本稿と同様に、わが国企業の資本コスト概念の特殊性を、株主の株式保有動機の特異性と関連付けて、「株式はどちらかといえば、「人質」であり、「信任の証」であって、それ自体から収益をあげるよりもむしろ、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)を期待しているのである。そうだとすれば、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だろう。それよりも、事業取引においてどういう便宜をはかろうか、はかつてもらおうかということの方を強く意識するのではないだろうか。」と論じている。

は、相互に株式を持ち合っており、お互いに安定株主になりあっているため、その投資先企業が自らの安定株主として、会社支配の市場からの圧力に対する防壁となることを期待して、株式を保有していると考えられるであろう。

さらに、安定株主の多くは、投資先企業との間に、さまざまな取引関係を結んでおり、そのことからリターンを得ることができる。安定株主として、最も一般的な銀行は、株主である以前に、当然、債権者としての立場を有している。したがって、当該企業の株主になることにより、長期的な貸付先を確保できるのみならず、役員派遣等を通じて、その企業の情報を得ることができ、自らの債権のよりよい管理が可能になるだろう。また、取引先が安定株主になっている場合は、長期的、安定的な取引関係を構築するのみならず、取引において各種の便宜を図ってもらうこともあるかもしれない。また、保険会社は、安定株主になることにより、団体保険契約の確保といった営業上の利益を期待できるばかりではなく、社債保有や貸付を通じて、債権者としての立場を有していることに関しては、銀行と同様である。

このように、安定株主の多くは、単純な利殖目的でのみ株式を保有しているのではなく、その他の各種のリターンをも含んで、総合的に投資採算を考えて、株式保有を行っている。その結果、株式所有から直接的に得られる報酬としては、もちろん資本利得は無いよりもあった方が好ましいのはいうまでもないが、無いなら無いで配当だけでも十分に採算がとれると考えているのではないだろうか。さらに、株式の安定保有は、最初からその株式を売却しないことを前提にしているため、それは当然、資本利得を考慮しないものになろう。そして、株主の多数派たる安定株主が、かく考えているのであるならば、株主に対しての直接的な報酬は、現金支出たる配当だけで十分であるとの認識が、資本の需要者である企業においても一般的であるのも、当然の帰結であることになる。



### 3. 分析方法

ここでは、2節での議論を、われわれのアンケート調査結果や公開データを用いて検証することを試みる。具体的には、2節の議論が含意することに関して、われわれのアンケート調査における株式の資本コストについての質問に対する答え方によって、差がでるかどうかの検証作業を行う。つまり、われわれのアンケート調査に回答した企業を、[表1]に示されている、資本コストを現金支出コストと答えた685個のサンプル（以下では現金支出のグループと呼ぶ）と、資本コストを財務理論における資本コスト概念で答えた189サンプル（財務理論のグループ）の2つに分類する。そして、両グループ間で、株式の所有構造についてのアンケート調査結果や実際の所有構造の状況について、比較することを試みる。

具体的には、多数派であった現金支出のグループの方が、所有構造に関して、2節で述べた状況である傾向がより強く、財務理論のグループの方が、その傾向がより弱いことを確認する。そのため、2節での議論を以上の方針で言い換えると以下の2つの形にすることができる。

まず、(1)の議論に関しては、会社支配の市場からの圧力に対して、より盤石な防壁ができていればできているほど、すなわち、安定株主の比率がより高ければ高いほど、現金支出コストとしての資本コスト概念である傾向が強いと考えられる。したがって、この議論は、以下の形にすることができる。

(1) 現金支出のグループの方が、財務理論のグループより、より安定株主の持ち株比率が高い。または、逆に、財務理論のグループの方が、現金支出のグループより、より安定株主の持ち株比率が低い。

また、(2)の議論に関しては、純粋な利殖目的以外の投資家の勢力が強ければ強いほど、資本コストを現金支出であるとみなす傾向が強いと考えられるから、以下の形にすることができる。

[表2 安定株主比率と資本コスト概念]

質問：貴社の、現在の安定株主比率はどのくらいですか。

	全体	%	現金支出	%	財務理論	%
1 20%未満	4	0.4	2	0.3	1	0.5
2 20~30%	11	1.2	8	1.2	3	1.6
3 30~40%	40	4.4	29	4.3	7	3.8
4 40~50%	93	10.1	70	10.4	21	11.4
5 50~60%	228	24.9	161	24.0	50	27.0
6 60~70%	312	34.0	222	33.1	60	32.4
7 70~80%	175	19.1	137	20.4	32	17.3
8 80%以上	54	5.9	42	6.3	11	5.9
50%以上	769	83.9	562	83.8	153	82.7
60%以上	541	59.0	401	59.8	103	55.7
70%以上	229	25.0	179	26.7	43	23.2
有効回答数	917		671		185	

(2) 現金支出のグループの方が、財務理論のグループより、純粋な利殖目的以外の目的を持った投資家の勢力が強い。又は、逆に、財務理論のグループの方が、現金支出のグループより、純粋な利殖目的の投資家の勢力が強い。

#### 4. 安定株主の持ち株比率と資本コスト概念

##### 4.1 アンケート調査結果を用いた分析

まず、(1)の議論に直接関連する、われわれのアンケート調査に含まれる質問として、各企業の安定株主比率に関する質問がある。これは、安定株主比率の大きさについて尋ねた質問であるが、その集計結果が、[表2]<sup>(5)</sup>に示され

(5) 以下の分析では、分布の偏りに関して、2×2に分類できる場合は、分類基準の独立性に関するカイ二乗検定を行っている。ただし、本質問のように、複数回答可の設問や、選択肢が3つ以上の設問に関しては、それぞれの選択肢に関して、回答したサンプルとそうでないサンプルに分類し、同様の検定作業を行っている。なお、すべての表に関して、10%水準で有意な場合は\*、5%水準で有意な場合は\*\*、1%水

[表3 安定株主比率の最近の変化と資本コスト概念]

質問：最近5年間の貴社の安定株主比率は、どのように変化しましたか。

	全体		現金支出		財務理論	
	数	%	数	%	数	%
1 安定株主比率は上がった	78	8.5	63	9.3	8	4.3*
2 安定株主比率は下がった	338	36.8	235	34.9	84	45.4***
3 変化なし	503	54.7	376	55.8	93	50.3
有効回答数	919		674		185	

ている。まず、全サンプルの集計結果を見ると、通説通り、わが国企業の安定株主の持ち株比率は非常に高く、安定株主比率が5割を越えるとするサンプルが、全体の8割以上にのぼっていることが確認できる。現金支出のグループと財務理論のグループとのクロス集計の結果を見ると、残念ながら、両者の間に統計的に有意な差は検出されなかった。ただし、安定株主比率が60%以上や70%以上の比率を比べると、若干ではあるが、財務理論のグループの方が安定株主比率が低いようである。

安定株主比率に関しては、他に、その最近5年間の変化についてもアンケート調査において質問している。その集計結果が、[表3]に示されているが、全体で実に、36.8%のサンプルが、安定株主比率が下がったとしている。ここで、注目すべきは、安定株主比率が下がったとしているのは、統計的に有意に(1%水準)財務理論のグループに多く、逆に、安定株主比率が上がったとしているのは、現金支出のグループに多く分布していることであり、これは、(1)の議論を支持する結果であるといえよう。

さらに、この質問で安定株主比率が下がったと答えたサンプルに対して、その結果、今後どのように企業経営を対応させていくかについての質問を行っており、その集計結果も、[表4]に示している。この質問に関しては、

---

準で有意な場合は\*\*\*を付けている。

[表4 安定株主比率が下がったことに対する対応と資本コスト概念]

質問：[図表3]の質問で「2. 安定株主比率は下がった」とお答えの方にお尋ねします。今後どのように企業経営を対応させていただきますか。

	全体	%	現金支出	%	財務理論	%
1 自社の株価をより強く意識するようになる	56	18.2	42	19.4	11	14.7
2 株主をより強く意識するようになる	107	34.7	72	33.2	30	40.0
3 新たに安定株主を探す	38	12.3	26	12.0	10	13.3
4 変化はない	97	31.5	69	31.8	22	29.3
5 その他	10	3.2	8	3.7	2	2.7
より株主志向的に(1, 2)	163	52.9	114	52.5	41	54.7
有効回答数	308		217		75	

両グループの間で目立った分布の偏りはなく、また、この質問自体、いささか誘導尋問的な質問になっているが、最近5年間で安定株主比率が下がったとするサンプルの半数以上が、より株主志向的に企業経営を対応させていくと答えている。この結果を、[表3]の結果と勘案することにより、近年の持ち合いの解消等の、安定株主比率の下降にともない、その結果、より株主を意識する傾向が企業にでき、その一つの現れとして、財務理論における資本コスト概念が、若干浸透してきたと推測することもできる。

#### 4.2 公開データを用いた分析

続いて、両グループの安定株主の持ち株比率に関して、公開されている統計データを用いて比較を行った。各企業は、上位10大株主とその持ち株比率を公開しているが、それだけから、どの株主が安定株主であるかを判断することは難しい。そこで、安定株主比率に相当する指標として、『日経 会社情報』に記載されている、「特定株」の数値を利用することにした。これは、上位10大株主と役員等の特別利害関係者の持ち株比率から、明らかに固定的で

[表5 特定株の比率の比較 (百分率)]

	平均	サンプル数	t 値
現金支出	52.77	685	1.54*
財務理論	50.78	189	

[表6 特定株の比率の変化の比率]

変化 (5年前の特定株の持ち株比率-現在の持ち株比率の平均)

	平均	サンプル数	t 値
現金支出	-1.78	432	-1.38*
財務理論	-2.56	118	

変化率 ((現在の比率-5年前の比率)/5年前の比率×100の平均)

	平均	サンプル数	t 値
現金支出	-3.35	432	-1.57*
財務理論	-5.00	118	

ないと編集部が判断した株主の持ち株比率を引いたものである。

[表5]は、単純に両グループの特定株の比率の平均値を比較したものである。4.1の議論同様、若干ではあるが、財務理論のグループの方がより大きな数値になっている(10%水準で有意)。また、[表6]は、過去5年間の特定株の持ち株比率の変化に関して比較したものであるが、ここでも、若干ではあるが、現金支出のグループの方が、より大きな変化が生じていることが示されており、4.1の議論と同様の結果になっている。

(6) それぞれの分析に関しては、直近の数値としては、『日経 会社情報』の1997年春号の数値を、また、5年前の数値に関しては、1992年春号の数値を用いている。なお、[表6]の分析に関しては、『日経 会社情報』の1992年度版には、店頭公開企業に関して特定株の持ち株比率の記載がないため、92年当時に上場していたサンプルのみの比較となっているため、サンプル数が他の分析より少なくなっている。

[表7 重要な安定株主と資本コスト概念]

質問：貴社にとって重要度の高い安定株主は、どのようなタイプの株主ですか。  
（該当するものすべて）

	全体	%	現金支出	%	財務理論	%
1 創業者一族	431	46.2	319	46.8	91	48.4
2 銀行	808	86.7	590	86.6	164	87.2
3 保険会社	570	61.2	409	60.1	120	63.8
4 取引先	420	45.1	313	46.0	81	43.1
5 親会社	183	19.6	135	19.8	34	18.1
6 系列・グループ企業	224	24.0	155	22.8	47	25.0
7 従業員持株会	478	51.3	344	50.5	100	53.2
8 その他	21	2.3	89	13.1	23	12.2
金融機関（2，3）	906	97.2	592	86.9	165	87.8
取引先（4，6）	723	77.6	664	97.5	183	97.3
有効回答数	932		681		188	

## 5. 株主のタイプと資本コスト概念

### 5.1 アンケート調査結果を用いた分析

続いて、(2)の議論と関連した検証作業を行うが、そのためにわれわれのアンケート調査結果を利用できる質問として、重要度の高い安定株主についての質問があげられる。この質問は、複数回答可で、全てのサンプルに対し、重要度の高い安定株主について質問したものであり、その結果は[表7]に示されている。ただし、この質問は、最初から、安定株主と限定した質問であるため、若干、(2)の議論の趣旨とはずれており、また、「重要度の高い」という形の、いささか曖昧な表現を用いた形の質問となっているため、解釈において、慎重な取り扱いが必要な質問である。

(2)の議論にしたがうと、これらの安定株主の中で、より純粋な投資目的が濃厚な投資家に関しては、財務理論のグループの方が多く、逆に、純粋の投資目的以外の目的を重視する投資家に関しては、現金支出のグループに多く

分布していることになる。残念ながら、[表7]の結果は、両グループに統計的に有意な分布の偏りは見いだせなかった。しかしながら、後述するように、この選択肢の中で、投資目的の純粋性が最も高いと考えられる保険会社に関して、財務理論のグループの方がほんの若干ではあるがより多く分布しており、より詳細な分析に期待を持たせる結果になっている。

## 5.2 公開データを用いた分析

5.1の分析を、より詳細に行うため、ここでは、企業が公開しているデータを用いて、各サンプルの実際の所有構造の分析を試みる。もちろん、各株主の投資目的を一概に決めることは非常に困難であるが、本稿では、一般の安定株主より、より純粋な投資目的を持っていると考えられる株主として、保険会社と外国人に注目して分析を行った。つまり、(2)の議論を、財務理論のグループにおいて、保険会社と外国人の勢力がより強いことを確認することにより、検証することを試みた。

### 5.2.1 資本コスト概念と保険会社の株式保有

上述のように、わが国企業の大株主の中で、銀行や取引先と並んで、保険会社も、純粋な投資目的よりも、むしろ、それ以外の株式所有による各種のメリットを重視した安定株主であるとされることが多い。しかしながら、これらの安定株主の中で、保険会社は、投資目的の純粋性が最も高い投資家であると考えられる。

つまり、銀行や取引先は、株式投資そのものが、そもそもの本業ではなく、貸付業務やそれぞれの事業会社が行っている各事業といった、それぞれの本業を円滑に行うために、ビジネス・パートナーの株式を所有している側面が強い。もちろん、先述のように、保険会社も、団体保険契約の確保といった営業上の利益を期待したり、生保貸付や社債保有を通じて、銀行と同様の債

権者としての立場にいる可能性もあり、そのことを通じての各種の利益を期待しての株式所有、いわゆる、政策投資を行っているケースもかなり多いであろう。しかし、保険会社は、将来の保険金を準備するため、各種の優良な資産に投資することがその本業の一部であり、株式所有がその本業ではない銀行や取引先と比べると、あくまでも比較の問題ではあるが、純粋な投資の側面をより強くもっていると考えてもよいであろう。

以上の考えに基づき、(2)の議論の検証のために、現金支出のグループと財務理論のグループのそれぞれに関して、保険会社の株式所有の状況について調べてみた。まず、『日経 会社情報』に記載されている、10大株主のデータを用い、それぞれのサンプルについて、最大株主、3大株主、5大株主、10大株主に保険会社が含まれているかどうかに関して調べてみた。その結果が〔表8〕に示されているが、若干ではあるが、財務理論のグループに、保険会社が大株主であるサンプルがより多く分布しているようである。続いて、10大株主の持ち株比率のデータを用いて、各サンプル毎に保険会社の持ち株比率を計算し、その平均の比較を試みた。その結果が、〔表9〕に示されているが、〔表8〕の結果と同様に、財務理論のグループの方が、若干、保険会社の持ち株比率が高かったが、両者の差には統計学的に有意性はなかった。

以上の分析は、生命保険会社と損害保険会社の両者を一括して、保険会社の株式保有に注目した分析であった。一般に、両者の投資政策を比較すると、生命保険会社の方が、株式投資における投資目的の純粋性がより高いと考えられる。橋木・牧・井藤(1993)は、生命保険会社と損害保険会社の株式への投資政策を比較して、以下のようにまとめている。まず、損害保険は短期の契約であるのみならず、突発的な大災害時、大事故の際の保険金支払いに備え、生命保険以上に流動性をより重視し、そしてその結果、収益性をより軽視した投資戦略をとっている。さらに、損害保険会社は火災保険、自動車保険、傷害保険の団体契約の締結に際しての株式保有が多く、純粋の投資目的



[表8 保険会社が大株主であるかどうかと資本コスト概念]

最大株主	全体	%	現金支出	%	財務理論	%
1 yes	81	9.3	59	8.6	22	11.6
2 no	793	90.7	626	91.4	167	88.4
有効回答数	874		685		189	

3大株主	全体	%	現金支出	%	財務理論	%
1 yes	211	24.1	156	22.8	55	29.1
2 no	663	75.9	529	77.2	134	70.9
有効回答数	874		685		189	

5大株主	全体	%	現金支出	%	財務理論	%
1 yes	320	36.6	244	35.6	76	40.2
2 no	554	63.4	441	64.4	113	59.8
有効回答数	874		685		189	

10大株主	全体	%	現金支出	%	財務理論	%
1 yes	559	64.0	432	63.1	127	67.2
2 no	315	36.0	253	36.9	62	32.8
有効回答数	874		685		189	

[表9 保険会社の持株比率の比較]

	平均	サンプル数	t 値
現金支出	4.06	685	1.19
財務理論	4.56	189	

の株式保有は生命保険会社と比べて少ないとしている。さらに齊藤(1997)は、損害保険会社は生命保険会社と違って株式会社であるため、グループ企業と株式の持ち合いを行っていることも、損害保険会社の株式投資が、政策投資<sup>(7)</sup>的な色彩がより濃いことの理由としてあげている。

資本コスト概念と所有構造（赤石雅弘・馬場大治・村松郁夫）

[表10 生命保険会社が最大株主であるかどうかと資本コスト概念]

最大株主	全体	%	現金支出	%	財務理論	%
1 yes	75	8.6	55	8.0	20	10.6
2 no	799	91.4	630	92.0	169	89.4
有効回答数	874		685		189	

3大株主	全体	%	現金支出	%	財務理論	%
1 yes	179	20.5	129	18.8	50	26.5
2 no	695	79.5	556	81.2	139	73.5
有効回答数	874		685		189	

5大株主	全体	%	現金支出	%	財務理論	%
1 yes	263	30.1	196	28.6	67	35.4
2 no	611	69.9	489	71.4	122	64.6
有効回答数	874		685		189	

10大株主	全体	%	現金支出	%	財務理論	%
1 yes	480	54.9	364	53.1	116	61.4
2 no	394	45.1	321	46.9	73	38.6
有効回答数	874		685		189	

したがって、純粋な投資目的がより強い大株主として、保険会社全体を考  
えるよりも、生命保険会社に的を絞った方が、より明瞭な結果が出る可能性  
がある。そのため、[表8]と同様の分析を、生命保険会社について行ったが、  
その結果が[表10]に示してある。予想通り、[表8]よりも、より明瞭に財  
務理論のグループの方に、生命保険会社が最大株主であるサンプルが分布して

(7) さらに斉藤(1997)においては、損害保険会社と生命保険会社が投資している株  
式のポートフォリオを比較し、生命保険会社においても、政策投資が存在する可能性  
は認められた者の、損害保険会社の方がよりその色彩が濃いことを、実証的に示して  
いる。

[表11 生命保険会社の持株比率の比較]

	平均	サンプル数	t 値
現金支出	2.93	685	1.79**
財務理論	3.57	189	

おり、最大株主に関して以外は、統計学的にも有意である。また、[表11]においては、[表9]と同様に、生命保険会社の持ち株比率の平均の比較を行っているが、こちらも財務理論のグループの方が、有意に大きな数値になっている。以上の結果より、生命保険会社に関しては、明らかに財務理論のグループにおいて、株主としてより勢力が強いことを示すものであり、これは(2)の議論を支持するものであると考えてもよいであろう。

### 5.2.2 資本コスト概念と外国人の株式保有

生命保険会社と並んで、ないしは、それ以上に投資目的の純粹性のより強い株主として、いわゆる、外国人があげられよう。外国人の株主といっても、投資目的もさまざまであり、純粹な利殖目的の投資以外にも、支配目的のための投資や資本関係を結ぶための投資も存在するだろう。しかし、その種の投資家においても、外国人の場合は、国内の安定株主とは違い、投資先企業との間に、持ち合いの関係を築いたり、サイレントパートナーとして企業経営に介入してこないことは、少ないと考えられる。

例えば、川村(1997)は、『1997年版 株主総会白書』(商事法務研究会)の調査結果を総括し、株主総会の議案に「否」とするものには、外国人機関投資家が多く含まれ、資本金1,000億円を越える会社では、その種の投票があったケースが過半数を越えていることや、外国人機関投資家から議決権行使書面が返送されてこないために、総会の定足数を満たすのに苦勞するという状況が生じており、外国人投資家の株主総会での存在感が大きくなっていることを指摘している。また、楠美・川北(1998)は、株式の売買を行う投資主体

資本コスト概念と所有構造（赤石雅弘・馬場大治・村松郁夫）

[表12 外国人が大株主であるかどうかと資本コスト概念]

最大株主	全体	%	現金支出	%	財務理論	%	**
1 yes	12	1.4	6	0.9	6	3.2	
2 no	862	98.6	679	99.1	183	96.8	
有効回答数	874		685		189		

3大株主	全体	%	現金支出	%	財務理論	%	***
1 yes	35	4.0	20	2.9	15	7.9	
2 no	839	96.0	665	97.1	174	92.1	
有効回答数	874		685		189		

5大株主	全体	%	現金支出	%	財務理論	%	***
1 yes	66	7.6	43	6.3	23	12.2	
2 no	808	92.4	642	93.7	166	87.8	
有効回答数	874		685		189		

10大株主	全体	%	現金支出	%	財務理論	%	***
1 yes	189	21.6	133	19.4	56	29.6	
2 no	685	78.4	554	80.9	131	69.3	
有効回答数	874		687		187		

[表13 外国人の持株比率の比較]

	平均	サンプル数	t 値
現金支出	5.27	685	3.36***
財務理論	8.35	189	

の中で、銀行や事業会社はほとんど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。<sup>(8)</sup>このように、外国人は、国内の一般の安定株主とは違い、より投資目的の純粋性が高く、その目的のために、企業経営に対しても、

議決権の行使や株式の売買の形で、すなわち、「発言」と「退出」を通じて、影響力を発揮しようとする株主であると考えてもよいだろう。

以上の考えに基づき、(2)の議論の検証のために、外国人の株式保有の状況について調べてみた。まず、5.2.1の分析と同様に、それぞれのサンプルについて、最大株主、3大株主、5大株主、10大株主に外国人が含まれているかどうかに関して調べてみた。その結果が、[表12]に示されているが、明らかに外国人が大株主であるサンプルは、財務理論のグループに多く分布しており、統計学的に有意な偏りが生じている。また、[表13]は、外国人の持ち株比率の両グループの平均を、『日経 会社情報』の株主の欄に記載されている「外国人」の数値をもとにして、比較したものであるが、ここでも明らかに財務理論のグループは、現金支出のグループより、より大きな数値になっており、両者に差があることは1%水準で有意であった。以上の結果より、外国人に関しても、現金支出のグループより財務理論のグループの方が、株主としてより勢力が強いサンプルが多いことが示されたといえよう。

## 6. 結びに代えて

以上、本稿では、なぜわが国においては、株式の資本コストを現金支出と考えている企業が多数派であるのかという問題意識のもと、その理由について、アンケート調査結果をもとにして、実証的に考察してきた。最後に、本稿の分析の問題点をいくつか指摘しながら、<sup>(9)</sup>いささか雑駁とした観がある分

(8) 楠美・川北(1998)では、5.2.1の分析で取り上げた保険会社も、収益率に反応する投資家であるとの実証結果を示している。

(9) もちろん、本稿のようなアンケート調査に基づく実証研究には、アンケート調査一般に関わる幾つかの問題点が指摘できだろう。さらに、本稿で用いたアンケート調査は、そもそもは、各種の財務政策に関して、一般的な実態把握を意図したものであり、本稿で行われた分析は、いわば、その集計結果を流用して行ったものである。そのため、本稿で分析した質問の文言や選択肢に関して、本稿の問題意識にとって100%相応しくないものも、若干含んでいることも問題点として指摘できることはいう

析結果を要約し、その含意について考えて結びに代えることにする。

本稿で報告してきた実証結果は、以下の2点に要約することができるであろう。

- ①現金支出のグループは財務理論のグループより安定株主比率がやや高い傾向にある。特に、安定株主比率が最近下降したと答えているサンプルは、明らかに財務理論のグループにより多く分布している。（4節）
- ②財務理論のグループは、生命保険会社や外国人といった、投資目的の純粹性が一般の安定株主よりも強いと考えられる株主が、大株主により多く存在し、その持ち株比率も高い。（5節）

本稿は、これらの検証作業を、上の問題意識に答える2つの議論に基づいて行ったものである。まず、①のファクト・ファイディングは、安定株主の存在とその持ち株比率の高さが、わが国企業の経営者の裁量権を大きくし、その結果、株主の利益を損ないかねない資本コスト概念が温存されてきたとする議論（議論(1)）を支持するものであった。また、②のファクト・ファイディングは、そもそも安定株主の多くは、純粋な利殖以外の目的でも株式を所有し、資本利得に対して、財務理論が想定している投資家ほど執着しないため、資本コストを現金支出のみであるとする考えが定着してきたとする議論（議論(2)）を支持するものであった。

さて、これらの結果の解釈に関して、注意しておかなければならない点をいくつか指摘しておく必要があるだろう。まず、本稿では、上記の2つの議論を検証する形で論を進め、両者がともに支持される結果が得られたが、2節から明らかなように、そもそも両議論は互いに独立の議論ではなく、密接な関係を持っている。そのため、本稿の分析だけでは、2つの議論の検証できたと称するには、不十分であることは否定できない。例えば、①のファク

---

までもない。

ト・ファインディングは、一見、(1)の議論を検証したものであるかに見えるが、(2)の議論の検証になっている可能性もある。つまり、①は、安定株主比率が下がったことにより、経営者の会社支配が脅かされた結果、資本コスト概念が財務理論の資本コスト概念になった((1)の議論)と解釈できるだけではなく、むしろ、安定株主比率が下がり、その結果、純粋な利殖目的の投資家の勢力が強くなったので、財務理論の資本コスト概念になった((2)の議論)と考えることも可能であろう。また、②のファクト・ファインディングも、純粋な利殖目的の投資家の勢力が強いことは、実は、安定株主比率が低く、経営者が会社支配に不安をおぼえるような状況になっていることを意味している可能性もあり、そのため財務理論の資本コスト概念をより多く回答したと考えることにより、(1)の議論の検証であると考えられることも可能であろう。

また、検証結果の因果関係の方向に関しても、注意する必要がある。本稿では、所有構造が資本コスト概念に影響を与えるとの仮説のもとで、色々な検証作業を行い、両者の間に関係があることを見いだしたが、実際には原因と結果が逆で、資本コスト概念の相違が所有構造に違いをもたらしている可能性も否定できない。つまり、この種のアンケート調査において、財務理論の資本コスト概念を答えるような企業は、株主に対して各種の報酬を与えねばならないとの意識がそうでない企業より強く、生命保険会社や外国人といった、純粋な利殖に関する投資採算について厳しい投資家の投資対象たり得、その結果、①と②で示されるような、特徴的な所有構造になっていると解釈することも可能であろう。

しかしながら、どちらの解釈に立とうが、所有構造と資本コスト概念の間には関係があるとするファクト・ファインディングは、実務に対して大きな含意を持っている、非常に興味深い結果であることは、明らかであろう。本稿での仮説の解釈に立つならば、今後のわが国企業のあり方に関して、次のように考えることができる。近年、株式持ち合いの解消等により、安定株主

比率が下降したり、外国人の存在感がわが国の資本市場において、より大きくなってきていることは、よく知られるところである。そして、われわれのアンケート結果は、その結果、近年、序々にではあるが財務理論の資本コスト概念が浸透し、企業経営に変化の兆しが見えてきたことを示していると考えられるであろう。確かに、われわれの調査結果では、8割近くのサンプルが現金支出コストとしての資本コスト概念を答えており、こちらがわが国では多数派であることを示しているが、従来行われてきた、同様のアンケート調査結果と比較すると、若干、財務理論の資本コスト概念を答えたサンプルが多くなっている。柴田・高田(1990)は、1989年実施のアンケート調査において、現金支出コストとしての資本コストを答えた回答が有効回答中97.5%であったのに対し、財務理論における資本コスト概念を答えた回答が1.3%に過ぎなかったことを報告しており、仁科(1995)は、1993年実施のアンケート調査において、それぞれ79.8%と14.5%（有効回答数を分母とする百分率に筆者が再計算）であったことを報告している。これらのアンケート調査は、我々のアンケート調査とは、調査対象や選択肢の表現が違うから、単純な比較は危険であるが、我々のアンケート調査結果も勘案すると、財務理論としての資本コスト概念が、近年、若干ではあるが実務に浸透してきているとみなしてもよいだろう。したがって、本稿での仮説の解釈に立つと、このような資本コスト概念の変化の背後に、上で述べた、近年の所有構造の変化があることも可能である。さらに、一般に予想されているように、このような所有構造の変化が今後も続くならば、より多くの企業が資本コスト概念の修正を迫られ、従来の日本的な企業経営が、財務理論のテキストブックが想定するような、アメリカ型の企業経営に変化していくことになるであろう。

または、検証結果の因果関係を逆に捉える解釈に立ったとしても、同様の変化が予測される。つまり、企業は今後、資本市場においてより大きな地位



をしめると考えられる，外国人や生命保険会社といった，うるさ型の投資家から資本調達を行うためには，財務理論の資本コスト概念に立った企業経営を志す必要があることになる。さらに，近年の長期化する不況下での銀行や取引先企業といった，従来，純粋な投資採算についてあまりうるさくなかった安定株主の収益力が低下していることは，これらの株主もうるさ型の投資家へと変化させる可能性がある。また，金融ビッグバンの進展により，預貯金率が下がり，投資信託等の比重が上昇することも予想されている。このような経済環境の変化は，企業が資本市場から資金を調達し，発展していくためには，企業は，株主重視，収益性重視のアメリカ型経営へと，企業経営を変化させる必要に迫られることになるだろう。

#### [参 考 文 献]

- 赤石雅弘(1993)「資本コストと資本構成」赤石雅弘，小嶋博，榊原茂樹，田中祥子編『財務管理』有斐閣，177-210頁。
- 赤石雅弘・馬場大治・村松郁夫(1996)「構造変革期におけるわが国企業の財務行動：アンケート調査の集計結果」甲南経営研究，第37巻2号，77-111頁。
- 赤石雅弘・馬場大治・村松郁夫(1998)「構造変革期におけるわが国企業の財務行動：実態調査」森昭夫・赤石雅弘編『構造変革と企業財務』千倉書房，1-80頁。
- 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：アンケート調査結果をもとにして」日本経営学会誌，第3号，20-26頁。
- 赤石雅弘・馬場大治・村松郁夫(1998b)「資本コスト概念と経営成果：アンケート調査結果をもとにして」証券経済学会年報，第33号，90-96頁。
- 井出正介・高橋文郎(1997)『ビジネスゼミナール 企業財務入門』日本経済新聞社。
- 生駒道弘(1996)「企業の資本調達と支出资本コスト」小島博・赤石雅弘・榊原茂樹編『国際化社会と企業財務』同文館，107-121頁。
- 稲葉延夫・翁邦夫(1993)「資本コストを意識した経営を」日本経済新聞1993年2月27日朝刊。
- 伊藤邦夫・峰谷豊彦(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。
- 小田切宏之(1992)『日本の企業戦略と組織』東洋経済社。
- 川村正幸(1997)「コーポレート・ガバナンス論と株主総会：1997年度増資白書を読んで」商事法務，第1478号。
- 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

資本コスト概念と所有構造（赤石雅弘・馬場大治・村松郁夫）

ナル，第36巻8号，50-63頁。

小宮隆太郎・岩田規久夫(1973)『企業金融の基礎理論』日本経済新聞社。

斉藤達弘(1997)「生命保険の株式のポートフォリオ：投資目的についての考察」証券アナリストジャーナル，第35巻8号，74-81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ち合い」企業会計，第42巻，964-970頁。

橘木俊詔・牧寛久・井藤徹也(1993)「生命保険会社の資産運用と株式保有行動」橘木俊詔，中馬宏之編『生命保険の経済分析』日本評論社，175-196頁。

仁科一彦(1995)『財務破壊』東洋経済新報社。

森昭夫(1984)「日本の経営財務の特質」神戸大学経営学部編『現代経営学のフロンティア』千倉書房，39-56頁。

森昭夫(1986)「資本調達の基本理論」市村昭三・森昭夫編『財務理論の基本理論』同文館，59-84頁。

家森信善(1998)「日本企業のコーポレート・ガバナンスと外国人投資家」資本市場，第151号，76-82頁。

若杉敬明(1993)「日本の企業財務と証券市場の課題」平木多賀人編『日本の金融市場とコーポレート・ガバナンス』中央経済社，27-40頁。