

「資本コストと企業価値向上」に関するアンケート調査結果 (2020年3月実施)

目 次

- | | |
|----------------|------------------|
| 1. アンケート調査について | 3. アンケート調査結果（抜粋） |
| 2. 調査の概要 | 4. 終わりに |

1. アンケート調査について

最初に、今回のアンケート調査の実施に至るまでの経緯について若干説明します。

日本証券アナリスト協会では、2014年の日本版スチュワードシップ・コードや15年のコーポレートガバナンス・コードにおいて、投資家と企業の対話を促進することが重要であるとの認識が示されて以降、企業価値向上のためにアナリストが果たす役割は何かという問題に対する回答を模索する取組みを続けています。

そうした取組みの第1弾として、当協会は、機関誌である『証券アナリストジャーナル』の16年10月号から17年3月号にかけて「企業と証券アナリストの対話の実例シリーズ」を連載し、証券アナリストの将来の役割について取りまとめました。更に、この連載をベースに、17年6月には『企業・投資家・証券アナリスト：価値向上のための対話』を出版し、セルサイドとバイサイドのアナリスト、企業の方々に建設的な対話における証券アナリストの役割について自らの経験を踏まえ語っていただきました。

その後、18年6月には、東京証券取引所がコーポレートガバナンス・コードを改訂し、上場会社に対し「経営戦略や経営計画の策定・公表に当たっては自社の資本コストを的確に把握した上で、収益計画や資本政策の基本的な方針を示す」ことを求めています。また、18年6月に金融庁が公表した「投資家と企業の対話ガイドライン」においても、「資本コストを意識した経営が行われているか」という点が対話における留意すべき事項として挙げられています。

このように投資家と企業の間での対話における資本コストの重要性が指摘される中、当協会では、投資家と企業の間での対話における証券アナリストの役割に関する検討の第2弾として、『証券アナリストジャーナル』の19年5月号から9月号にかけて新井富雄氏の執筆による「資本コストと企業価値評価シリーズ」を連載し、資本コストと企業価値の関係について様々な観点から検討しました。新井氏は、日本企業の経営について「資本コストを中核概念にする市場価値創造」の考え方の採用が一つの方向であると述べています。

更に、当協会では、『証券アナリストジャーナル』の19年10月号において「資本コストの新展開」と題する特集を企画しました。特集の取りまとめに当たった石川博行氏は、日本企業の間で資本コストに関する理解は必ずしも十分ではないことを指摘しています。

こうした流れの中で、3月という期末月の忙しい時期にもかかわらず日本証券アナリスト協会認定アナリスト（CMA）の方々に対して「資本コストと企業価値向上」に関するアンケートをお願いした次第です。CMAには、バイサイドやセルサイドのアナリストだけでなく、投資家として、また企業の財務・IR・経営企画等の部門で活躍している実務家の方々が多く含まれています。今回のアンケートによって、CMAの意識を調査し、その結果を広く発信していくことが、CMAのブランド価値を高め、資本コストを意識した「投資家と企業の建設的な対話」を一層実効的なものにつなげていくと考えています。アンケート調査にご協力いただいたCMAの方々に厚く御礼を申し上げるとともに、全てのCMAの皆さまには今後継続を予定している本調査への協力をぜひお願いします。

2. 調査の概要

(1) アンケート調査の方法と主な質問

アンケート調査の方法や質問等は、以下の通り。

- ・調査期間：2020年3月10日（火）～24日（火）
- ・調査対象：当協会にメールアドレスの登録があるCMA（配信数24,776名）

- ・調査方法：アンケートフォームにアクセスするURLをメールで送信
- ・回答数：750通（回答率：3.03%）
- ・主な質問：資本コストを利用する頻度と目的、資本コストの水準を把握しているか、資本コストの水準把握の方法と利用の程度、株主資本コストの計算方法、株主資本コスト計算時の①リスクフリーレートと②株式リスクプレミアム の想定水準など。

(2) アンケート結果の主なポイント

- ・今回のアンケート調査結果からは、資本コストの活用が徐々に進みつつある様子がうかがわれたが、同時に資本コスト推定の難しさや、経営者や社内への資本コストの理解の浸透についてはこれから、というところが垣間見える結果となった。
- ・また、事業会社所属のCMAによる回答からの、意識の高さと取組みの積極性が随所で目立った。
- ・株主の資本コストを推計する場合のリスクフリーレートと株式リスクプレミアムの想定水準としては、リスクフリーレートの想定水準の平均値は0.69%、株式リスクプレミアムでは6.32%であった。

3. アンケート調査結果（抜粋）^(注1)

(1) 回答者の属性

回答者の所属業種（以下、業種）別の構成比をCMA全体での構成比（注2）と比べると、金融会社が57.3%と過半数となったものの、CMA全体

(注1) 本稿は公表したアンケート調査結果の抜粋であり、詳細（掲載されていない図表等）は、協会ウェブサイト <https://www.saa.or.jp/standards/disclosure/capitalcost1/index.html>参照。

(注2) CMA全体の所属業種別構成比は、会員自身による登録のため、登録更新の状況によっては必ずしも現在の所属業種と一致していない可能性がある。

◆ 特別掲載 ◆

での構成比である71.9%を下回ったのに比べ、事業会社は22.9%と、事業会社所属のCMA構成比5.2%を大きく上回ったのが特徴的である(図表1)。

回答者の主な担当業務の構成比は、図表2の通りである。

なお、担当業務のうち、「資産運用に関連する業務」と「資産運用に関連しないが、資本コストに関わる度合いが高い業務」について、所属業種別に再構成して、「投資家 vs 企業別」という対称軸の分類を作成した(図表3)。以下のクロス分析では、この対称軸での比較も行っている。

(2) 資本コストを利用する頻度

資本コストを使って投資分析や投資判断、財務管理等を行う機会の頻度については、47.3%と回答者の半分近くが業務で利用している(=「頻繁にある」+「結構ある」+「ある」、図表4)。

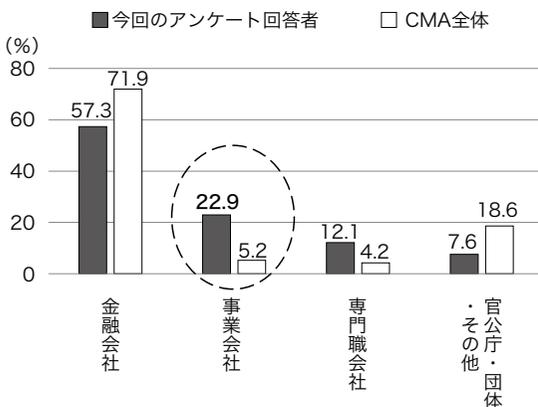
図表2 回答者の担当業務別構成比(注3)

担当業務	構成比(%)
資産運用に関連する業務	24.0
バイサイドアナリスト	4.0
ファンドマネジャー	3.7
ポートフォリオマネジャー	3.2
セルサイドアナリスト	2.9
トレーダー	0.7
資産運用に関連しない業務	76.0
資本コストに関わる度合いが高い業務	37.2
経営者・役員	8.8
営業推進・企画・マーケティング	8.8
財務・経理	7.3
経営企画	6.8
IR	3.9
総務・人事	1.2
広告・宣伝・広報	0.4
専門職	14.5
コンサルティング	9.7
会計・法律関係	4.8
営業	8.8
事務	2.4

図表3 投資家 vs 企業別の構成比

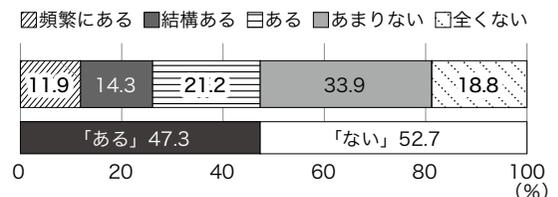
対称軸	構成比(%)
投資家	41.3
金融会社で資産運用業務	36.9
金融会社以外で資産運用業務	4.4
企業	58.7
金融会社で資本コストに関わる度合いが高い業務	28.7
事業会社で資本コストに関わる度合いが高い業務	30.0

図表1 回答者の所属業種別構成比



(出所) 日本証券アナリスト協作成、以下同じ

図表4 資本コストを使って投資分析や投資判断、財務管理等を行う機会の頻度(構成比)



(注3) 個別の担当業務は、構成比の高いもののみを表示しているため、担当業務の小計は業種別の担当業務の合計とは必ずしも一致しない。

(3) 資本コストを使う目的

(2)で「業務に利用している」と答えた回答者を対象に利用目的を尋ねたところ、「担当先企業の株式や事業の分析のため」が最も多く42.3%、次いで「自社における事業の収益性・投資判断、財務管理等のため」が36.1%と多い（複数回答可）。

(4) 資本コストの水準を把握しているか

(3)と同じ対象者に尋ねたところ、全体の76.6%が「資本コストの水準を把握している」と回答。役職別では、「把握している」と回答した割合は、本部長・役員クラスの90.2%が全役職の中で最も多い。

「把握している」と回答した業種別の割合は、事業会社（85.7%）の方が、金融会社（74.1%）よりも多い（図表5(1)）。また資本コストに関わる度合いが高い業務に従事する方々を金融会社と事業会社で比較しても、「把握している」と回答

した割合は、事業会社（85.9%）の方が金融会社（68.9%）よりも多い（図表5(2)）。

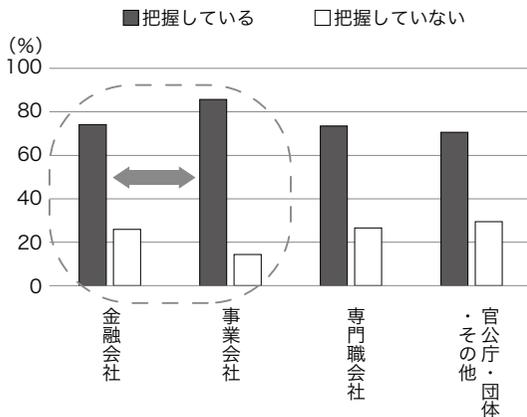
(5) どのような方法で資本コストの水準を把握しているか

(4)で「資本コストの水準を把握している」と答えた回答者にどのような方法で資本コストの水準を把握しているか尋ねたところ、「自社内（自身）で計算」という回答が、9割近くを占めた（複数回答可）。「自社内（自身）で計算」以外の選択肢のいずれかを選択した回答者は4割にのぼり、外部も活用していることが分かる（図表6）。

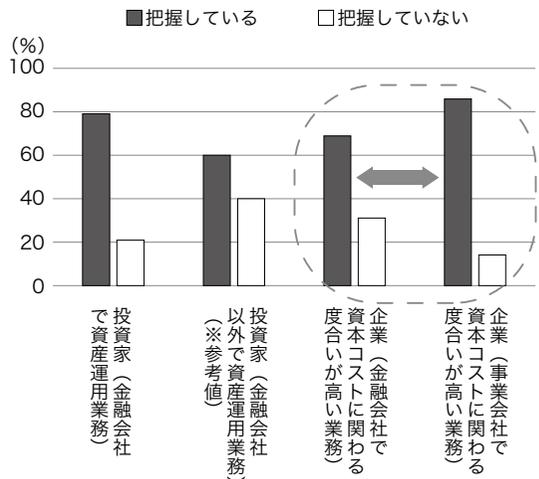
図表は掲載されていないが、「自社内（自身）で計算」と、次いで多い「情報サービスを利用」を除いて、業種別にみると、金融会社では「担当・投資先企業へのヒアリング」が多い一方、事業会社では「幹事証券会社が計算」や「コンサルティング会社が計算」が多い。また、専門職会社は比較的偏りなく多くの手法を活用している。

図表5 資本コストの水準を把握しているか（構成比）

(1) 業種別



(2) 投資家 vs 企業別

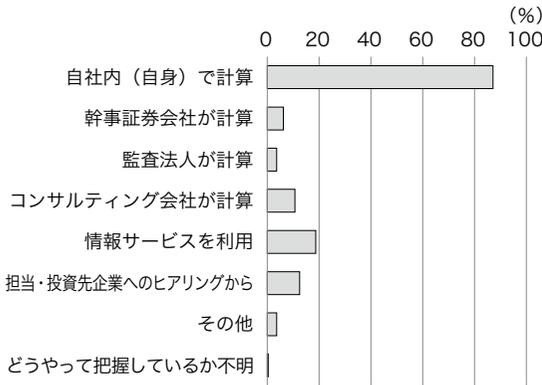


(6) 資本コストをどの程度利用しているか

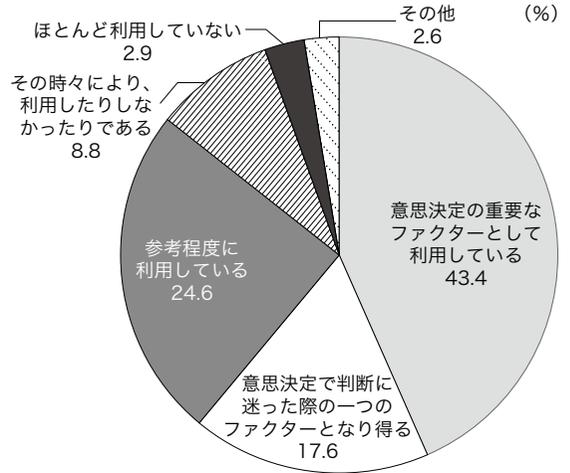
資本コストを意思決定の際のファクターとして利用しているとする回答（＝「意思決定の重要なファクターとして利用している」＋「意思決定で判断に迷った際の一つのファクターとなり得る」）が約6割を占めた（回答者は5）と同じ。図表7）。業種別では、事業会社において「重要なファク

ター」と回答した割合が最も多く、52.8%だった（図表8(1)）。資本コストに関わる度合いが高い業務に従事する方々を金融会社と事業会社と比較すると、「重要なファクター」と回答した割合は、事業会社（55.7%）の方が金融会社（42.9%）よりも多い（図表8(2)）。

図表6 どのような方法で資本コストの水準を把握しているか（利用率）

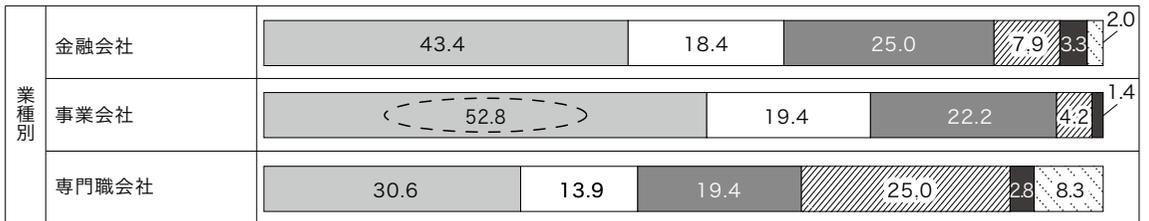


図表7 資本コストをどの程度利用しているか（構成比）

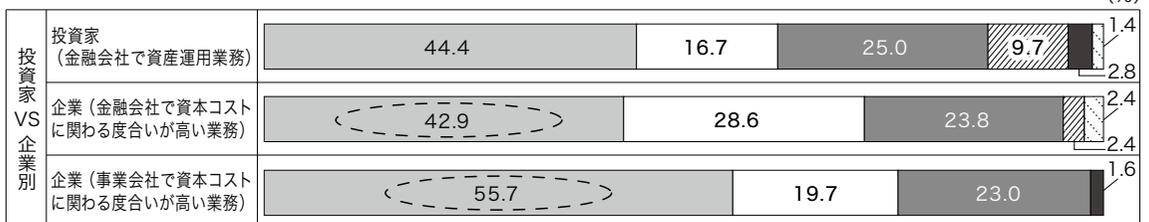


図表8 資本コストの利用程度

(1) 業種別（各々の分類における構成比）



(2) 投資家 vs 企業別（各々の分類における構成比）



- 意思決定の重要なファクターとして利用している
- 参考程度に利用している
- ほとんど利用していない
- 意思決定で判断に迷った際の一つのファクターとなり得る
- ▨ その時々により、利用したりしなかったりである
- その他

(7) 株主の資本コストの計算方法

株主の資本コストを計算する方法としては、CAPMの利用が9割弱と圧倒的に多い。次いで、残余利益モデル、DDM、PBRの利用が相対的に多い（回答者は(5)と同じ。図表9）。

(8) CAPMに基づき株主の資本コストを推計する場合の①リスクフリーレートと②株式リスクプレミアムの想定水準

①リスクフリーレート

CAPMに基づき株主の資本コストを推計する場合のリスクフリーレートについて、回答者全体の想定水準の平均は0.69%。想定最高値は7%、同最低値は0%。業種別でみると、金融会社と事業会社がそれぞれ0.7%超の水準であるのに対し、専門職会社では0.42%と低めに想定している（回答者は(5)と同じ）。

投資家 vs 企業別では、投資家（金融会社で資産運用業務）と企業（事業会社で資本コストに関

わる度合いが高い業務）の想定する水準が0.86%、0.85%とほぼ同じだった。役職別では、課長・部長・本部長・役員クラスといった、現場での役職上位層が0.87～0.90%と高めに見ている一方で、一般社員は0.32%と全カテゴリー中で最も低く見ている。

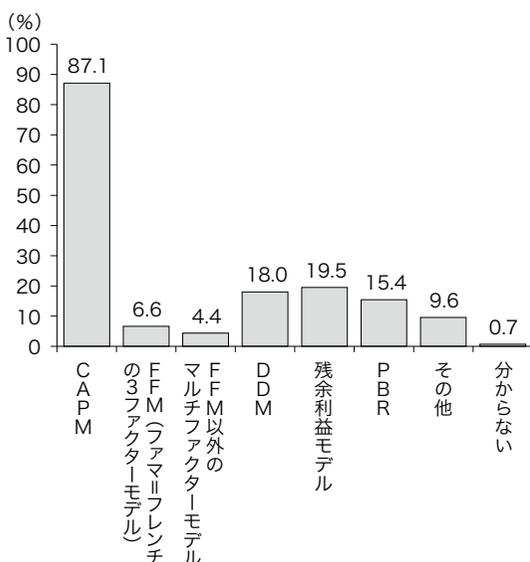
②株式リスクプレミアム

同様に、株式リスクプレミアムについてみると、回答者全体の想定水準の平均は6.32%。想定最高値は30%、同最低値は0%。業種別では、専門職会社が想定するリスクプレミアムが7.24%と最も高い（回答者は(5)と同じ）。役職別では、一般社員が7.69%と最も高い一方、経営者は5.26%と最も低い。

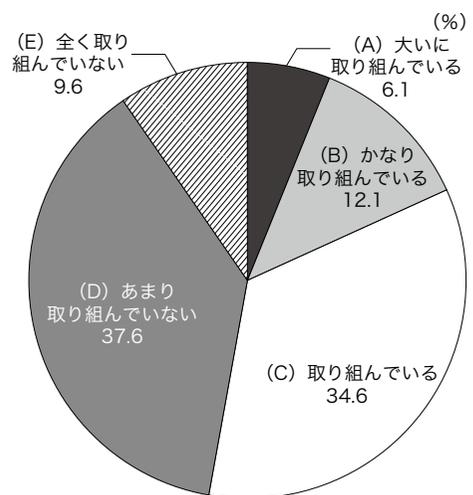
(9) 資本コストを意識して企業価値向上に取り組んでいるか

図表10の通り、資本コストを意識して企業価

図表9 株主の資本コストの計算方法（利用率）



図表10 資本コストを意識して企業価値の向上に取り組んでいると思うか（構成比）



◆ 特別掲載 ◆

値向上に「取り組んでいる = (A) + (B) + (C)」という回答が52.8%と過半数となった。業種別でみると、金融会社や事業会社では「取り組んでいる = (A) + (B) + (C)」とする回答が過半数(53~55%)だが、専門職会社では「あまり取り組んでいない = (D)」という回答の割合が53.3%と過半数となっており対照的な結果となった(図表11)。

(10) 資本コストを基準に投資判断や財務管理等を行う意義は何か

資本コストを基準に投資判断や財務管理等を行う意義については、「企業側が想定する事業の収益性と投資家が期待する要求収益率とが、明確に関係づけられるから」と「投資対象や事業ごとに、ビジネスリスクを勘案した投資判断基準や収益目標を設定するため」という回答が、いずれも3分の2を占めている(複数回答可)。

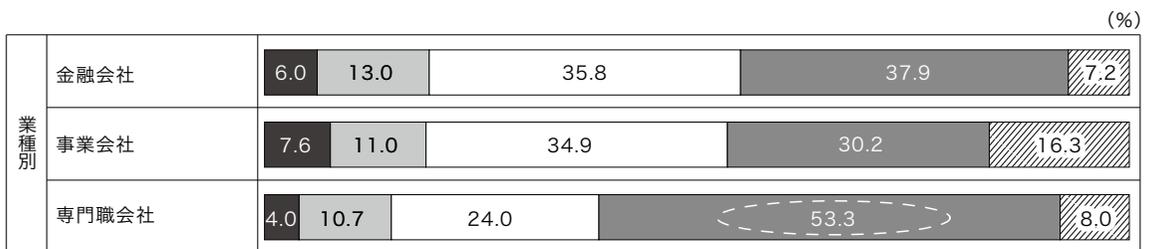
(11) 資本コストを利用する上での課題

資本コストを投資判断や経営管理に用いる上での課題については、「算出方法や前提条件で推定結果が異なる」という回答が76.5%と最も多い(複数回答可)。次に多い回答が「事業部門ごとに資本コストを算出すべきだが、必要なデータを揃えることが難しい」の50.1%で、その後に「経営層・社内に十分に理解されていない」という回答(45.6%)が続いた(図表12)。

投資家 vs 企業別では、投資家で「算出方法や前提条件で推定結果が異なる」とする回答が81.1%と多い。一方、企業では「算出方法や前提条件で推定結果が異なる」という回答に加え、「経営層・社内に十分に理解されていない」という回答が50.0%である。

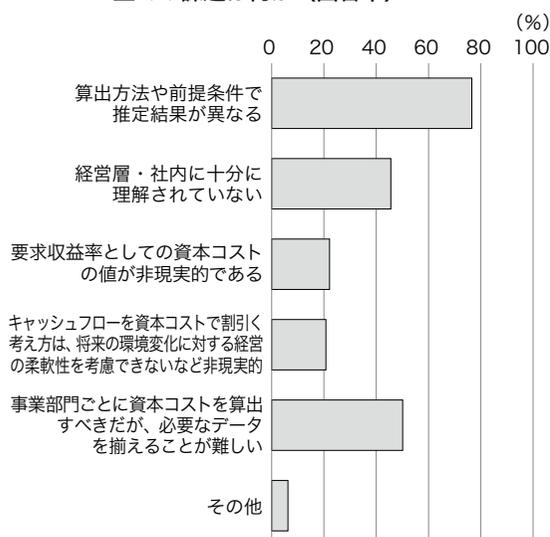
「算出方法や前提条件で推定結果が異なる」を除いて、役職別でみると、どの役職でも「経営層・社内に十分に理解されていない」という回答が多かったが、特に経営者で56.4%と多い。

図表11 資本コストを意識して企業価値の向上に取り組んでいると思うか(業種別構成比)



■ (A) 大いに取り組んでいる □ (B) かなり取り組んでいる □ (C) 取り組んでいる
 ■ (D) あまり取り組んでいない □ (E) 全く取り組んでいない

図表12 資本コストを投資判断や経営管理に用いる
上での課題は何か（回答率）



4. 終わりに

アンケートでは、自由記述欄に多くのご意見を頂きました。協会ウェブサイトで公表している調査結果には記載していませんが、最後に少し紹介

します。

資本コストには、理解のしにくさや実務への反映の難しさがあるものの、「前提や算出方法に関する意見交換ができる点は有効である」や、企業と投資家の「議論の出発点になり得る」、両者の間で「同じ目線で建設的議論を行うための基本情報」といった意見がみられました。また、「事業の継続や撤退等の経営判断の評価軸として不可欠な指標」「概念としては、しっかり認識・把握することが取締役会の最低限の責務」とする意見も寄せられました。更に、「中期経営計画では資本コスト等、改善を目指している姿勢の有無を企業評価の一つにしている」とするアナリストもみられました。

こうした意見からも、資本コストを出発点に、企業と投資家との間で様々な対話生まれ、企業においても活用が徐々に進みつつある様子が見られます。資本コストの水準の妥当性を探りながら、どのような事業戦略を採るべきかなど、中長期的な企業価値の向上につながる建設的な対話に発展することが期待されます。