

「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

はじめに

2018年改訂コーポレートガバナンス・コードで言及された「資本コスト」については、2019年の証券アナリストジャーナル誌の連載シリーズや特集でも論じられているように、様々な捉え方がみられます。

こうした現状を踏まえ、協会では多様な分野で日々ご活躍されているCMAの皆様を対象とする「資本コストと企業価値向上」に関するアンケート調査を実施。企業価値の向上を目的とした企業経営における重要な概念の一つである資本コストに焦点を当てた、初の意識調査です。

協会としまして、今回のアンケート調査はCMAの皆様のご意見を対外的に情報発信していく一つの重要な取組みと考えております。

調査概要

「資本コストと企業価値向上」に関するアンケート調査

- ◇ 調査期間 : 2020年3月10日(火)～3月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emailで送信
- ◇ 回答数 : 750通 (回答率:3.03%)

目次

調査結果の概要

1. 回答者の属性
2. 資本コストを利用する頻度
3. 資本コストを使う目的
4. 資本コストの水準を把握しているか
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
6. 資本コストをどの程度利用しているか
7. 株主の資本コストの計算方法
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
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
10. 資本コストを利用する意義
11. 資本コストを利用する上での課題

- 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窺われたが、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りました。

- ◆ 資本コストを利用する意義については、「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」、「投資対象や事業毎に、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」といった回答が、いずれも全体の3分の2を占めた(複数回答方式)【図表29】。
- ◆ 「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か」という質問に対して、過半数を超える先が「取り組んでいる」と回答した【図表26】。
- ◆ ただし、資本コストを利用する上での課題としては「算出方法や前提条件で推定結果が異なる」、「事業部門毎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」との意見が多かった【図表30】。
- ◆ 更に、資本コストの利用が「経営層・社内に十分に理解されていない」ことが課題とする声も少なからずあった【図表30】。

- 事業会社において、意識の高さと取り組みの積極性が随所で目立ちました。

- ◆ 今回のアンケート調査に対する回答者の所属業種別構成比をCMA全体での構成比と比べると、事業会社所属の回答者の構成比が22.9%とCMA全体での構成比5.2%を大きく上回った【図表2】。
- 「資本コストの水準を把握している」と回答した割合は、業種別にみると事業会社の方が金融会社よりも多い(事業会社85.7%、金融会社74.1%)【図表13】。
- 資本コストに関わる度合いが高い業務に従事している者で比較しても、「資本コストを把握している」と回答した割合は事業会社の方が金融会社よりも多い(事業会社85.9%、金融会社68.9%)【図表14】。
- 「資本コストが投資の意思決定や財務管理等のために重要なファクターである」という回答の割合を業種別に比較すると、事業会社の割合が最も多く52.8%だった(金融会社の比率は43.4%)【図表20】。

- 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は以下の通り。

- ◆ 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の想定水準の平均値は6.32%【図表24、25】。

今回のアンケートで調査は、CMAの目からみた現時点における資本コストの普及状況、課題といったものが浮き彫りになった。今後、資本コストについて理解が深められ、その特性を踏まえながら、自社の企業価値の向上や企業と投資家との対話に利用されるよう、当協会では今後も本アンケート調査を継続して参ります。

調査結果(※)

(※)図表の構成比合計は、四捨五入表示の関係で合計が100%となっていない場合もある。

1. 回答者の属性

(1) 所属業種

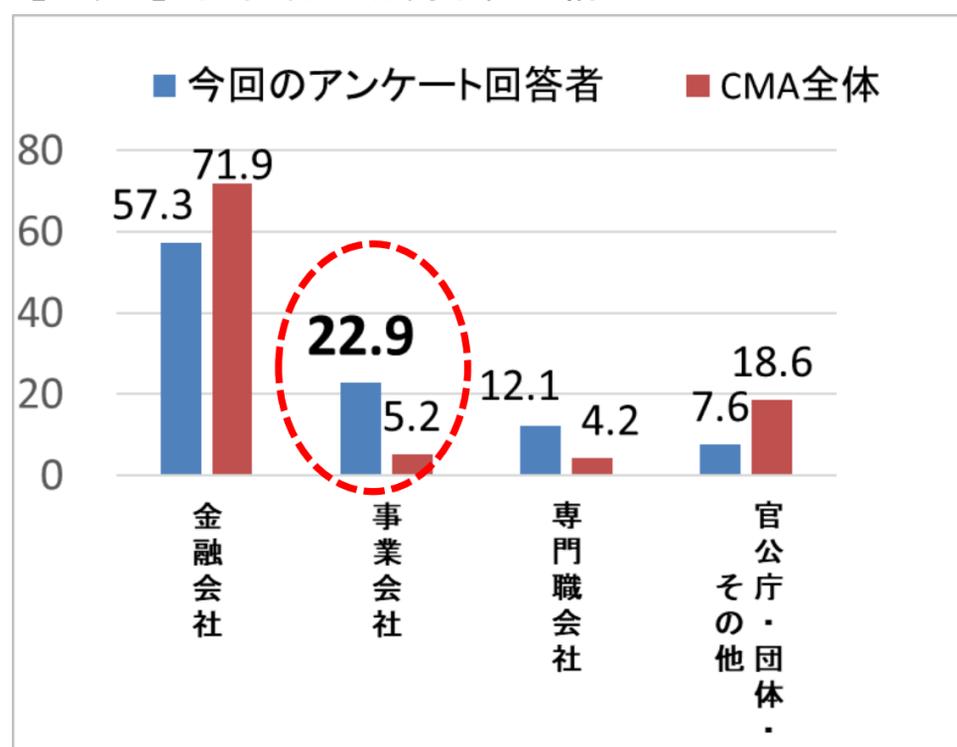
【図表1】 回答者の所属業種別構成比(%、n=750) (注1)

業種	構成比(%)
金融会社	57.3
証券・商品先物取引	16.8
銀行	14.5
資産運用	13.7
保険	6.0
事業会社	22.9
卸小売・商社	3.1
情報処理・ソフトウェア	2.8
不動産	2.8
素材	2.5
広告・出版・メディア	1.5
電気・電子機器	1.3
運輸	1.2
専門職会社	12.1
コンサルティング	6.7
会計・法律事務所	2.9
教育関連	2.5
官公庁・団体・その他	7.6

◆ 回答者の所属業種(以下、業種)別の構成比をみると、金融会社が57.3%と過半数を占め、事業会社は22.9%であった【図表1】。

(注1)個別業種は、構成比の高い業種を表示しているため、個別業種の小計は所属業種別の業種の合計とは必ずしも一致しない。

【図表2】 回答者の所属業種別構成比(%)



◆ 回答者の所属業種別構成比をCMA全体での構成比と比べると、事業会社所属の回答者の構成比が22.9%とCMA全体での構成比5.2% (注2)を大きく上回ったのが特徴的【図表2】。

- 事業会社に所属するCMAの「資本コストと企業価値向上」というテーマへの関心の高さが窺われる。

(注2)CMA全体の所属業種別構成比は、各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。

(2) 主な担当業務

【図表3】 回答者の担当業務構成比(%、n=750)(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

◆ 回答者の主な担当業務の構成比は【図表3】の通り。

- 「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(注4)」に従事する回答者が37.2%と最も多い。

(注4)ここでは、経営者・役員、営業推進・企画・マーケティング、財務・経理、経営企画、IR、総務・人事、広告・宣伝・広報を指す。

- 次いで、「資産運用に関連する業務」に従事する回答者が24.0%。
- コンサルティング、会計・法律関係といった「専門職」は14.5%であった。

(注3)表示している個別の担当業務は、主な構成要素のみであるため、担当業務の小計は必ずしも個別の担当業務の合計とは一致しない。

◆ なお、上記担当業務のうち、「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。以下では、この対称軸での比較も行った【図表4】。

【図表4】 投資家vs企業別の構成比(%、n=436)

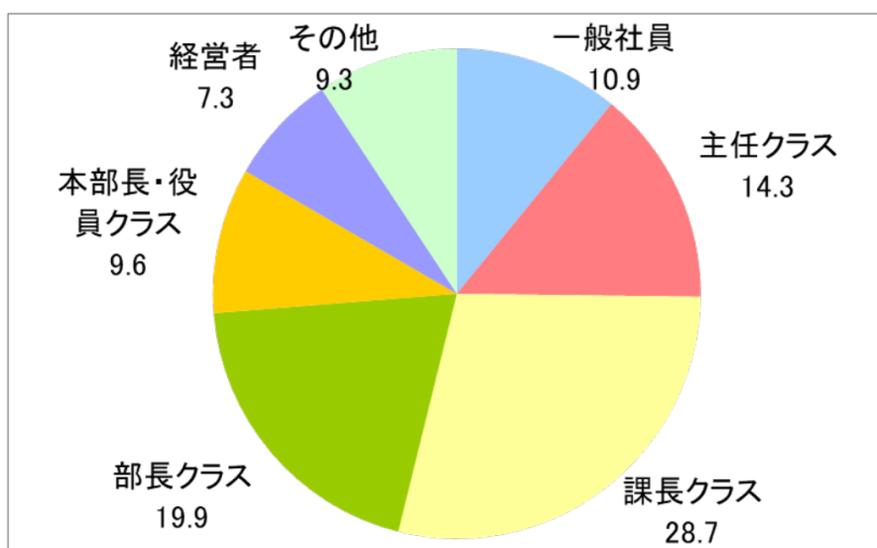
対称軸	構成比(%)
投資家	41.3
金融会社で資産運用業務	36.9
金融会社以外で資産運用業務	4.4
企業	58.7
金融会社で資本コストに関わる度合いが高い業務	28.7
事業会社で資本コストに関わる度合いが高い業務	30.0

- 「投資家」とは、すべての所属業種で資産運用に関連する業務に従事する者で、「金融会社で資産運用業務」と「金融会社以外で資産運用業務」に分けて集計(「金融会社以外」には「事業会社」と「専門職・官公庁・その他」が含まれる)。

- 「企業」とは所属業種別の分類で、金融会社と事業会社に所属していて、資本コストに関わる度合いが高い業務に従事する者で、「金融会社で資本コストに関わる度合いが高い業務」と「事業会社で資本コストに関わる度合いが高い業務」に分けて集計。

(3) 役職

【図表5】 回答者の役職別構成比(%、n=750)



◆ 回答者の役職別構成比は【図表5】の通り。

- 各業界で業務の中核として活躍している課長・部長クラスの割合を合わせると、全体の48.6%とほぼ半分を占めた。

質問項目に対する回答方法と回答者数の表記について

(SA): 選択肢から1つだけ選択して回答。

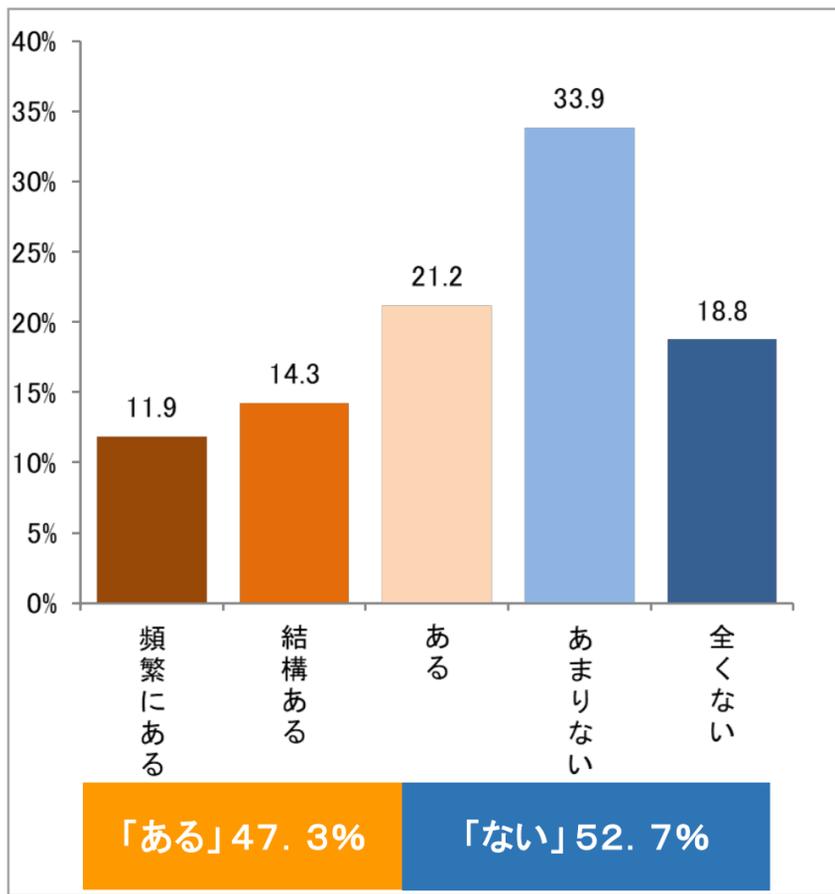
(MA): 選択肢から当てはまるものをすべて(あるいは個数制限つきで)選択して回答。

(n=750): nは回答者数、この場合は750名。

なお、回答者数が10未満の場合は、「※参考値」として掲載。

2. 資本コストを利用する頻度 (SA)

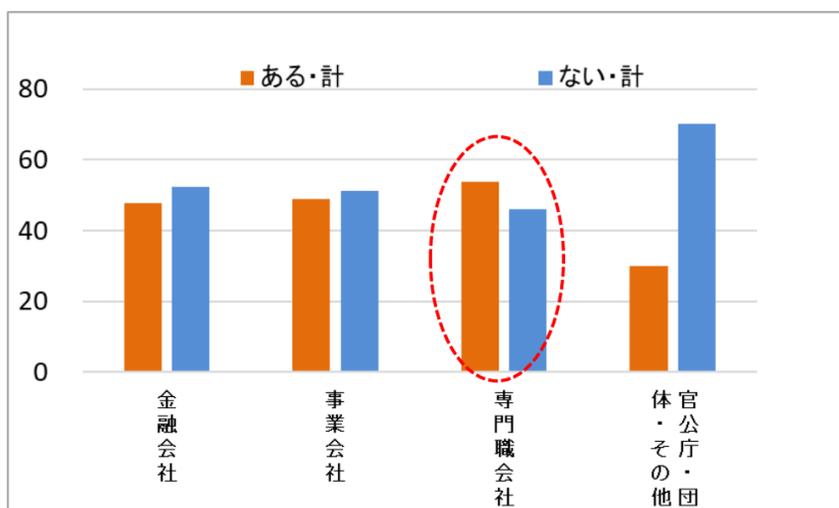
【図表6】 資本コストを使って投資分析や投資判断、財務管理等を行う機会の頻度(構成比%、n=750)



◆ 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、回答者の半分近くが業務で利用している【図表6】。

- 「業務に利用している(頻繁にある、結構ある、ある)」が47.3%に対し、「業務に利用していない(あまりない、全くない)」は52.7%。

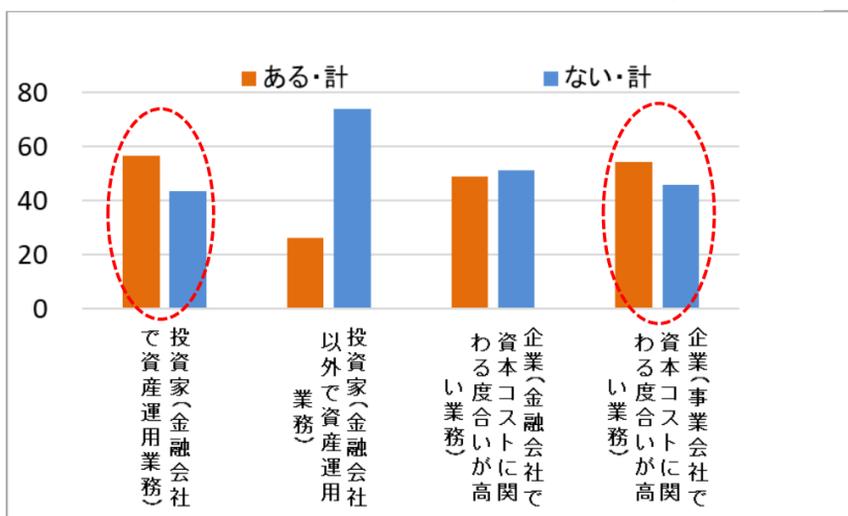
【図表7】 業種別(構成比%、n=750)



◆ 上記回答の「ある」と「ない」の回答者を業種別に比較すると以下の通り【図表7】。

- 専門職の過半数が「業務に利用している」との回答だった(53.8%)。
- 金融会社、事業会社ともに「業務に利用している」と「業務に利用していない」が拮抗しているが、「利用していない」が「利用している」を若干ながらも上回った。

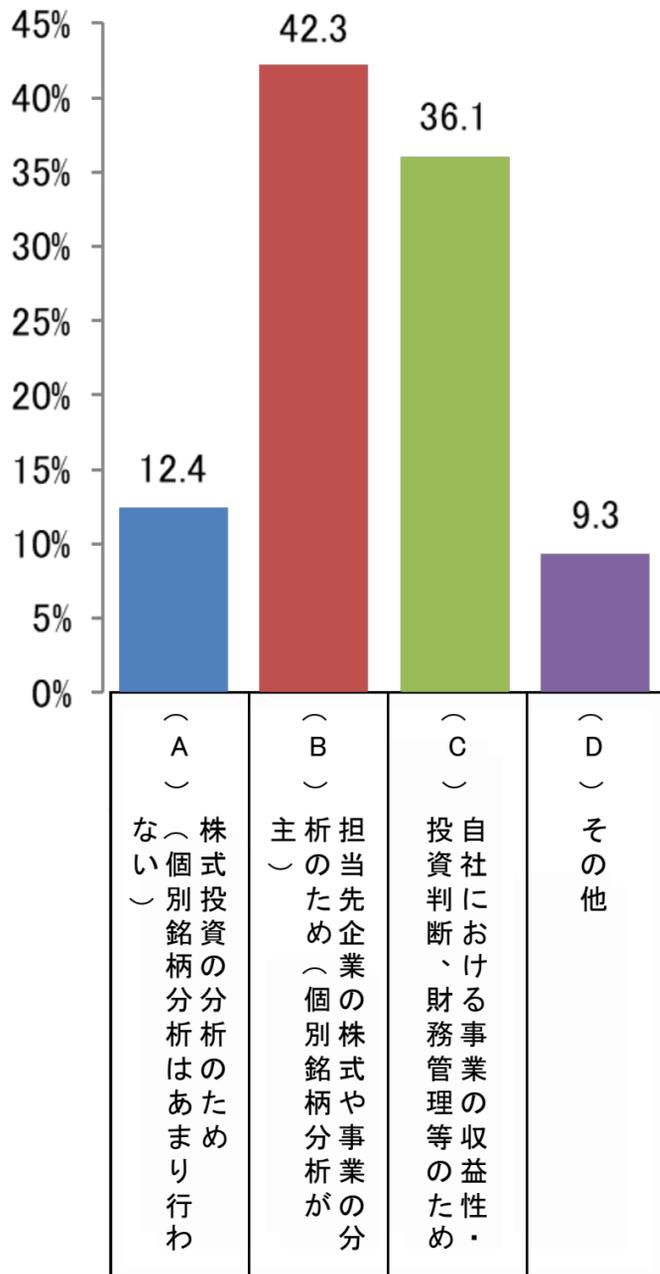
【図表8】 投資家vs企業別(構成比%、n=436)



- 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)」の過半数が「業務に利用している」と回答した【図表8】。

3. 資本コストを使う目的 (SA)

【図表9】 資本コストを使う目的(構成比%、n=355)(注5)

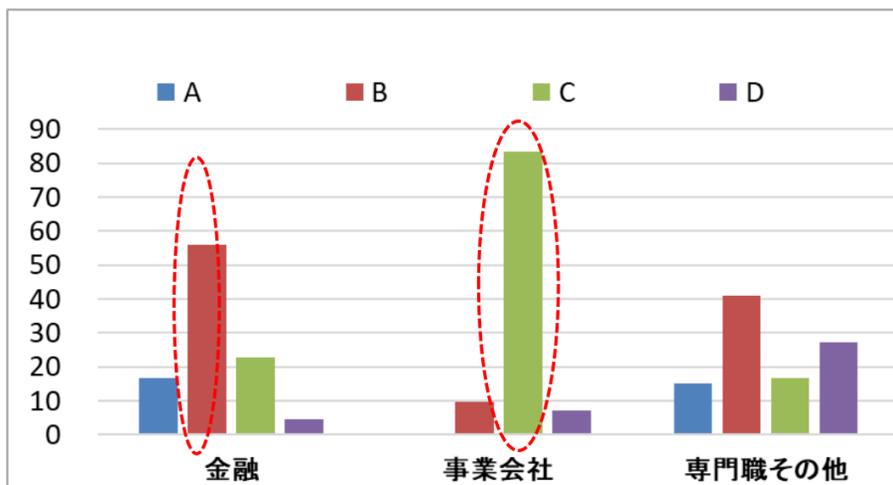


◆ 「担当先企業の株式や事業の分析のため」が最も多く42.3%、次いで「自社における事業の収益性・投資判断、財務管理等のため」が36.1%と多かった【図表9】。

- 「その他」の回答としては、「M&Aのため」(7件)、「調査研究・講義目的」(6件)などがあつた。

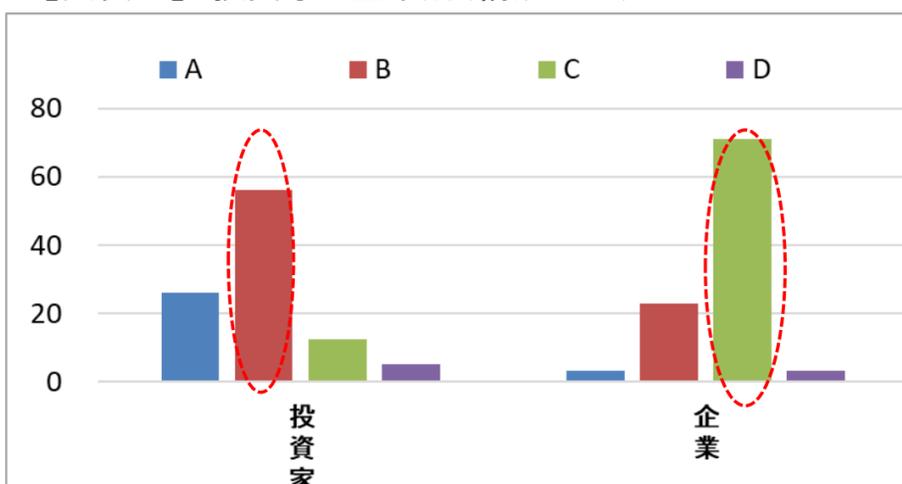
(注5)【図表6】で資本コストを「業務に利用している」と答えた355名を対象とし、4つの選択肢から1つを選択する回答形式。

【図表10】 業種別(構成比%)



- 業種別では、金融会社は「担当先企業の分析のため」(56.1%)、事業会社では「自社の分析のため」(83.3%)とする回答が多かった【図表10】。

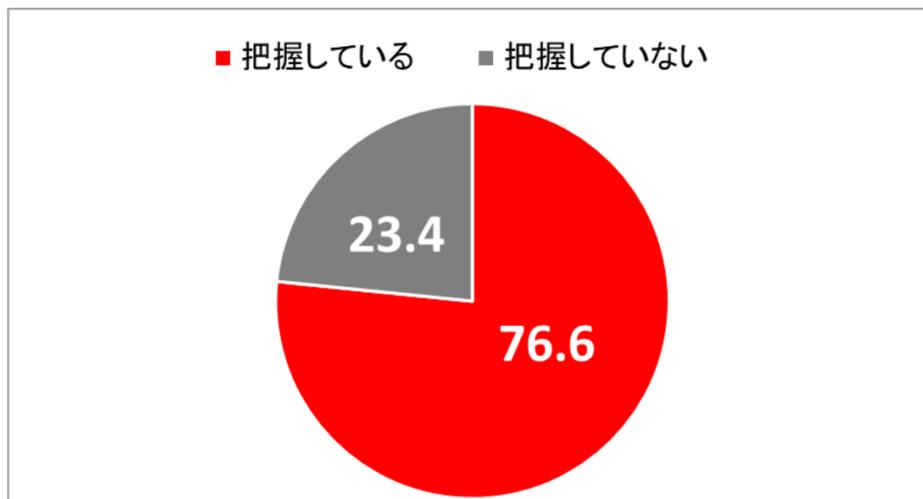
【図表11】 投資家vs企業別(構成比%)



- 投資家vs企業別では、投資家では「担当先企業の分析のため」(56.3%)が、企業では「自社の分析のため」とする回答が71.2%と多かった【図表11】。

4. 資本コストの水準を把握しているか (SA)

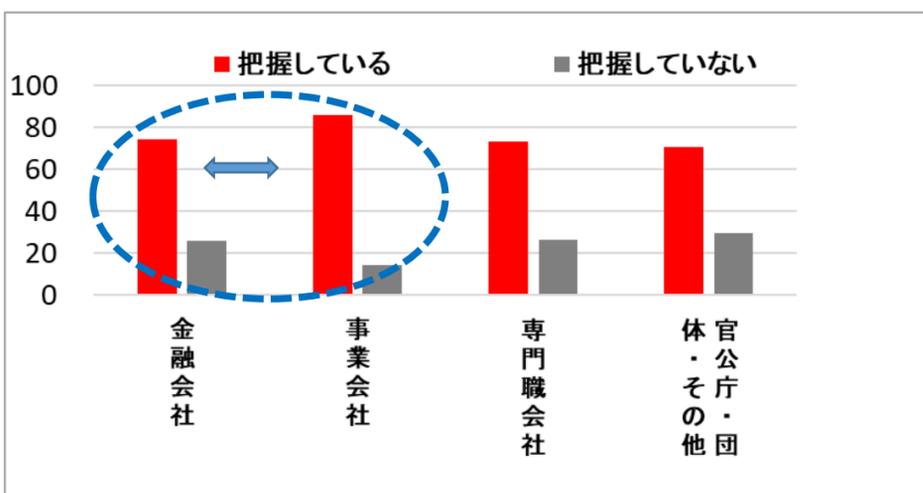
【図表12】 資本コストの水準を把握しているか(構成比%、n=355)(注6)



◆ 全体の76.6%が「資本コストの水準を把握している」と回答【図表12】。

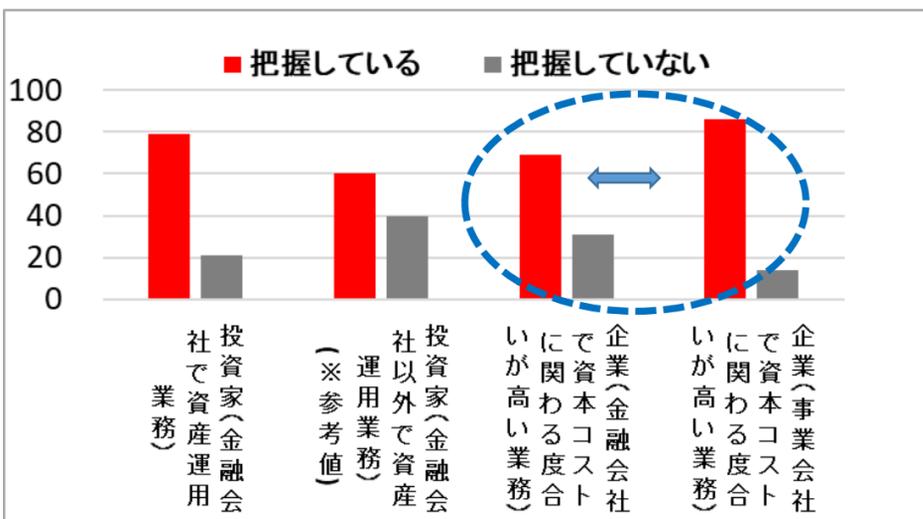
(注6)【図表6】で資本コストを「業務に利用している」と答えた355名を対象とし、2つの選択肢から1つを選択する回答形式。

【図表13】 業種別(構成比%)



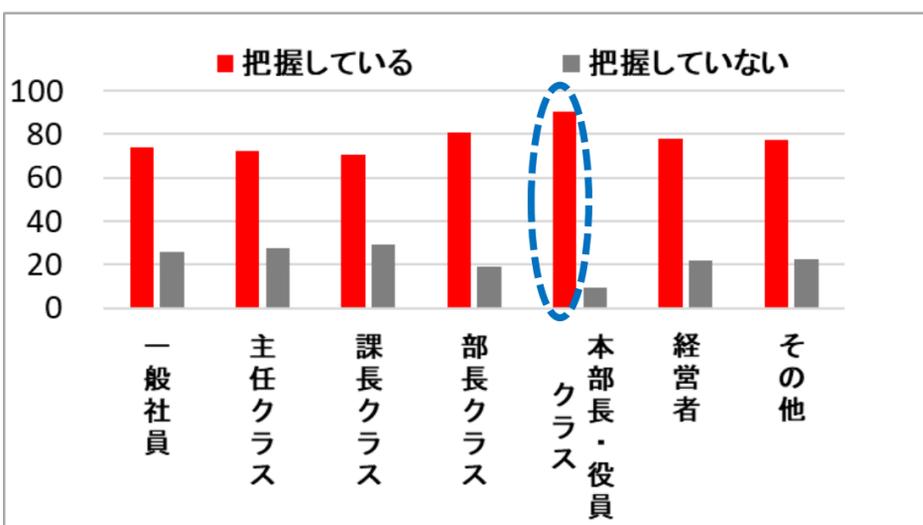
• 業種別では、事業会社(85.7%)の方が、金融会社(74.1%)よりも「把握している」と回答した割合が多い【図表13】。

【図表14】 投資家vs企業別(構成比%)



• 投資家vs企業別では、資本コストに関わる度合いが高い業務に従事する者を金融会社と事業会社で比較すると、「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14】。

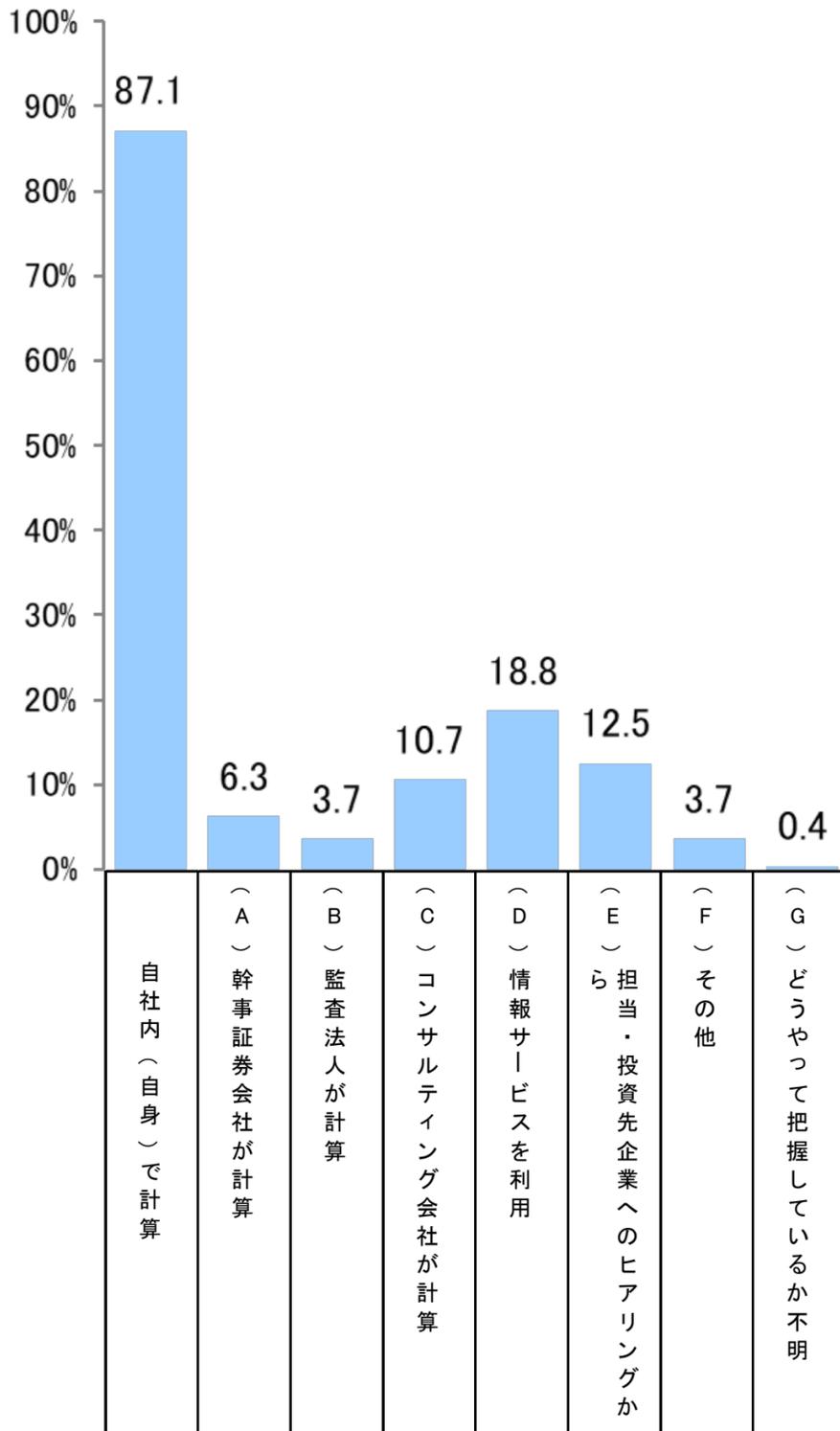
【図表15】 役職別(構成比%)



• 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%が最も多い【図表15】。

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 (MA)

【図表16】 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%, n=272)(注7)



◆ 「自社内(自身)で計算」という回答が、9割近くを占めた【図表16】。

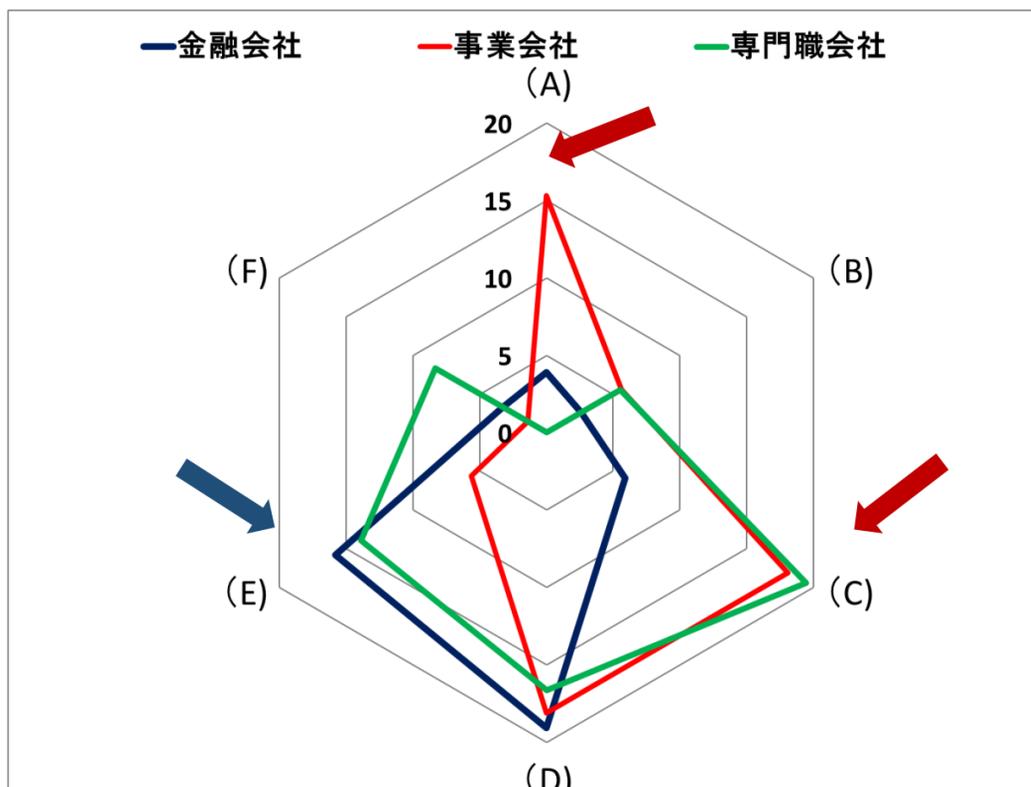
- 「自社内(自身)で計算」以外の選択肢(A)~(F)のいずれかを選択した回答者が4割にのぼり、外部も活用していることがわかる。
 その中では、「情報サービスを利用」が最も多い。

(注7)【図表12】で「資本コストの水準を把握している」と答えた272名を対象とし、8つの選択肢から該当するものをすべて選択する複数回答形式。選択肢(G)以外では、それぞれの選択肢を選択した回答者の割合を示している。例えば(D)であれば、回答者のうち18.8%が利用している。なお、8つの選択肢を合計しても100にはならない。

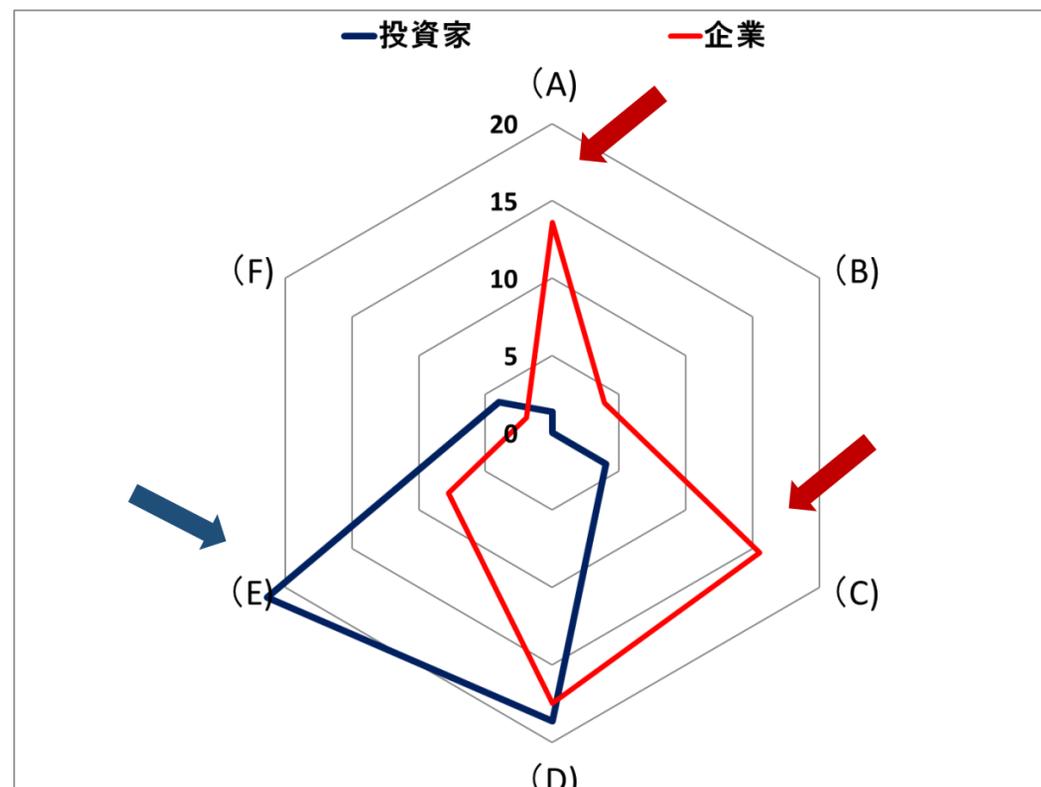
◆ 「自社内で計算」以外の方法(Gを除くA~F)について、全体で回答の多かった「情報サービスを利用」以外で、回答者の分類別に比較すると以下の通り。

- 業種別では、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17】。
- 投資家vs企業別では、投資家は「担当・投資先企業へのヒアリング」が多い一方、企業は「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【図表18】。

【図表17】 「自社内で計算」以外の方法(業種別) (構成比%)

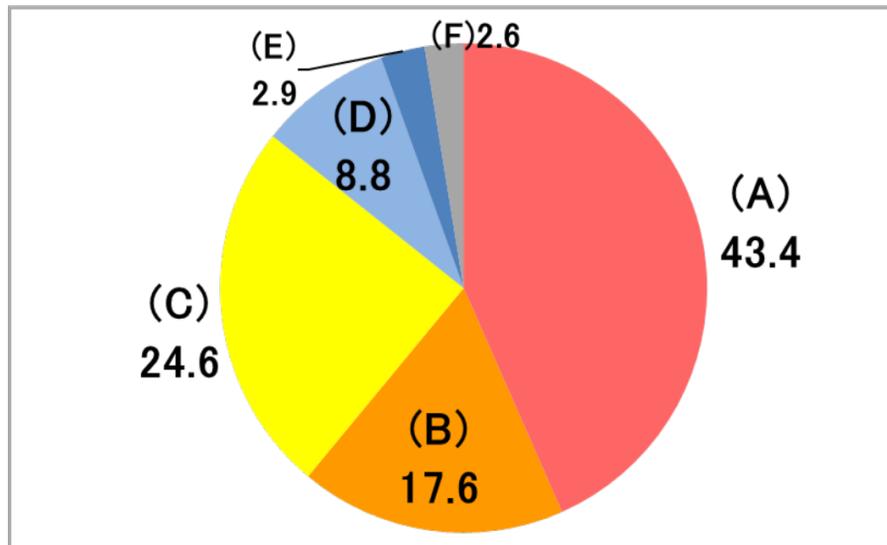


【図表18】 「自社内で計算」以外の方法(投資家vs企業別) (構成比%)



6. 資本コストをどの程度利用しているか(SA)

【図表19】 資本コストを投資の意思決定(アドバイスを含む)や財務管理等のために、どの程度利用しているか(構成比%、n=272)(注8)



◆ 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が約6割を占めた【図表19】。

- 「意思決定の重要なファクターとして利用している」という回答が43.4%、「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」という回答が17.6%を占めた(合計61.0%)。

(注8)【図表12】で「資本コストの水準を把握している」と答えた272名を対象とし、(A)～(F)の6つの選択肢から1つを選択する回答形式。

(A) 意思決定の重要なファクターとして利用している	43.4
(B) 意思決定で判断に迷った際の1つのファクターとなり得る	17.6
(C) 参考程度に利用している	24.6
(D) その時々により、利用したりしなかったりである	8.8
(E) ほとんど利用していない	2.9
(F) その他	2.6

- 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20】。

【図表20】 業種別(各々の分類における構成比%)

業種別	金融会社	43.4	18.4	25.0	7.9	2.0
	事業会社	52.8	19.4	22.2	4.2	1.4
	専門職会社	30.6	13.9	19.4	25.0	2.8

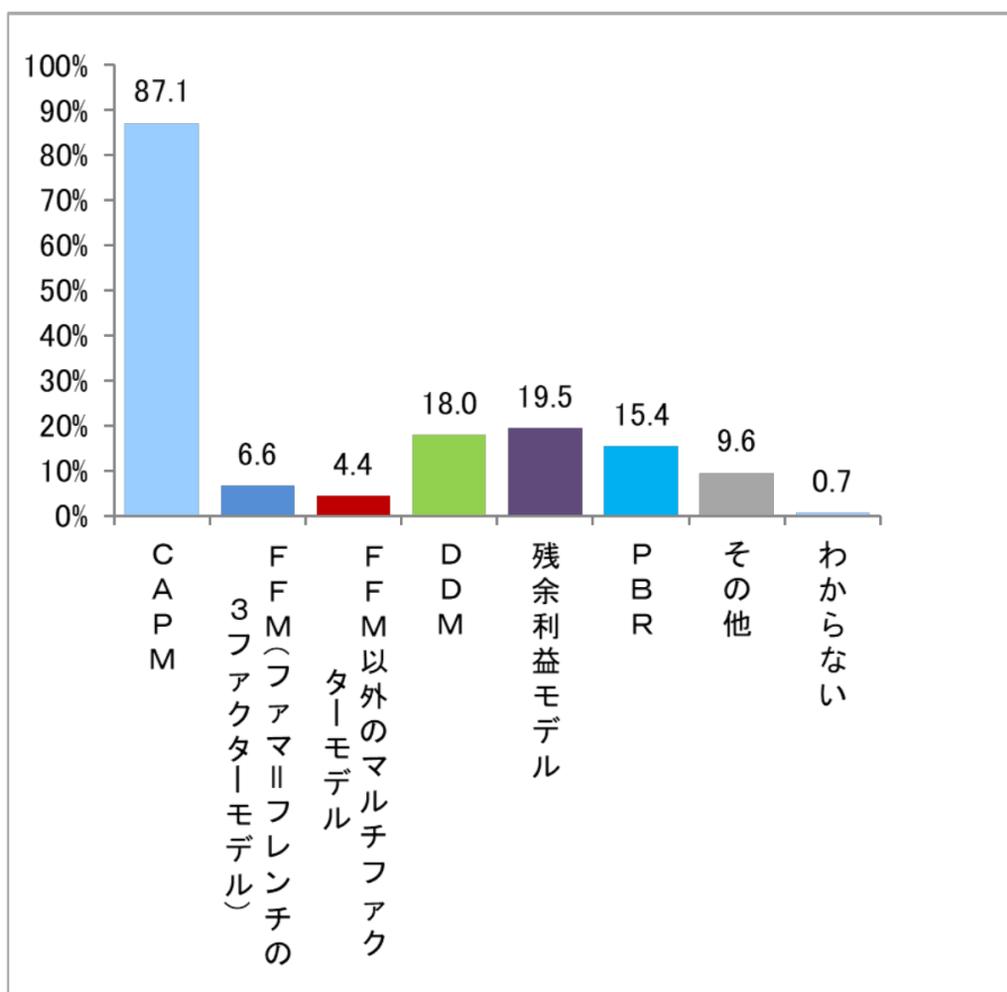
- 投資家vs企業別では、資本コストに関わる度合いが高い業務に従事する者を金融会社と事業会社で比較すると、「重要なファクター」と回答した割合は、事業会社(55.7%)の方が金融会社(42.9%)よりも多かった【図表21】。

【図表21】 投資家vs企業別(各々の分類における構成比%)

投資家vs企業別	投資家(金融会社で資産運用業務)	44.4	16.7	25.0	9.7	1.4
	企業(金融会社で資本コストに関わる度合いが高い業務)	42.9	28.6	23.8	2.4	2.4
	企業(事業会社で資本コストに関わる度合いが高い業務)	55.7	19.7	23.0	1.6	1.6

7. 株主の資本コストの計算方法 (MA)

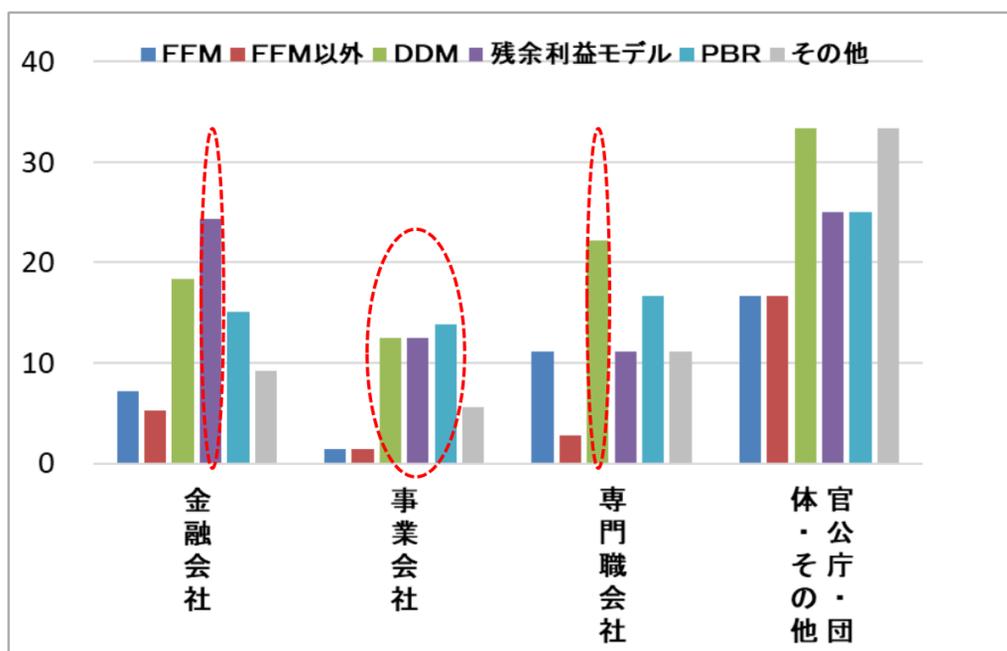
【図表22】 株主の資本コストは次のどの方法を用いて計算しているか(利用率%, n=272)(注9)



◆ 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【図表22】。

(注9)【図表12】で「資本コストの水準を把握している」と答えた272名を対象とし、8つの選択肢から該当するものをすべて選択する複数回答形式。それぞれの選択肢を選択した回答者の割合を示している。例えばDDMであれば、回答者のうち18.0%が利用している。なお、8つの選択肢を合計しても100にはならない。

【図表23】 業種別(利用率%, n=272)



- CAPM以外の利用を業種別にみると、金融会社では残余利益モデルの利用が多く、専門職会社ではDDMの利用が多い。一方、事業会社は、DDM、残余利益モデル、PBRが同じ程度に利用されている【図表23】。

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

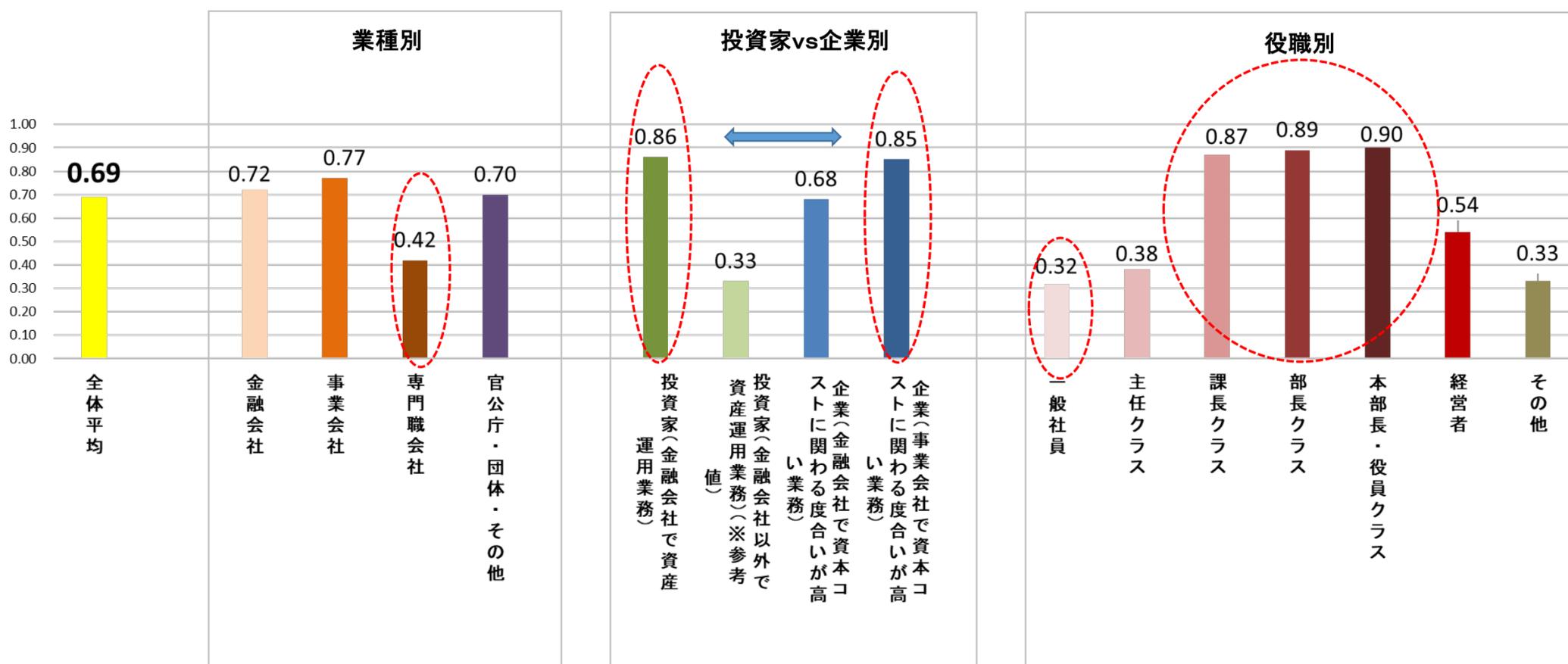
(1) リスクフリーレート

◆ 回答者全体(n=222)(注10)の想定水準の平均は0.69%【図表24】。想定最高値は7%、想定最低値は0%。

- 業種別では、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。
- 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。

(注10)【図表12】で「資本コストの水準を把握している」と答えた272名のうち、本質問に対して「わからない」と答えた50名を除く。

【図表24】 リスクフリーレートの想定水準(%)



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(続き)

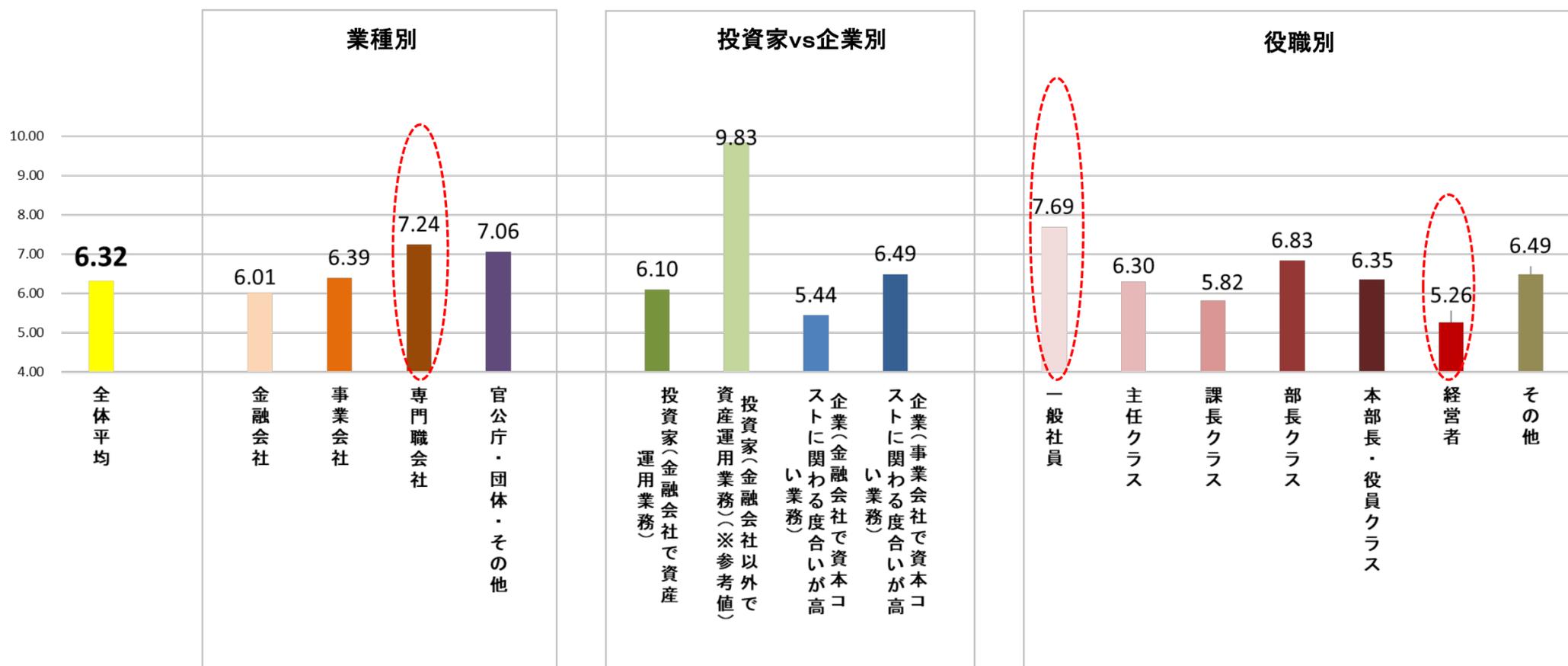
(2) 株式リスクプレミアム

◆ 回答者全体(n=208)(注11)の想定水準の平均は6.32%【図表25】。想定最高値は30%、想定最低値は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。
- 役職別では、一般社員が7.69%と一番高い一方、経営者は5.26%と最も低い。

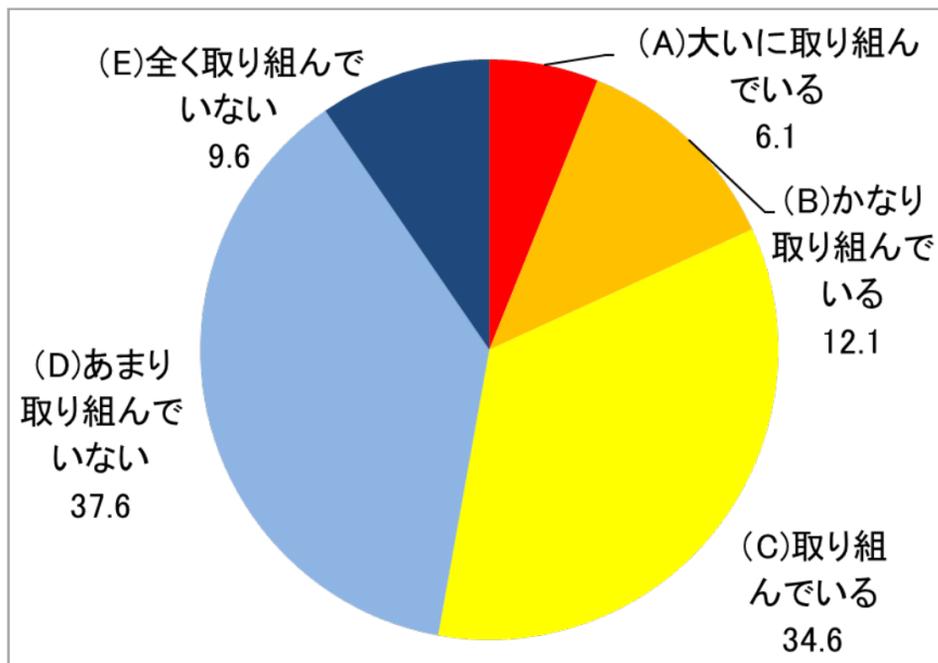
(注11)【図表12】で「資本コストの水準を把握している」と答えた272名のうち、本質問に対して「わからない」と答えた64名を除く。

【図表25】 株式リスクプレミアムの想定水準(%)



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 (SA)

【図表26】 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%、n=687) (注12)



◆ 「取り組んでいる=(A)+(B)+(C)」という回答が52.8%と過半数を超えた【図表26】。

(注12)【図表1】の所属業種において専門職会社の教育関連または官公庁・団体・その他に属する回答者のうち、①【図表6】で「利用していない」を選択した者、②および【図表6】で「利用している」を選択し、かつ【図表9】で「その他」を選択した者、を除くすべての回答者を対象。

- 業種別では、金融会社や事業会社では「取り組んでいる」とする回答が過半数(53~55%)であったが、専門職会社では「あまり取り組んでいない」という回答の割合が53.3%と過半数を超えており対照的な結果となった【図表27】。

【図表27】 業種別 (各分類内での構成比%)

業種別	(A)大いに	(B)かなり	(C)取り組	(D)あまり	(E)全く
金融会社	6.0	13.0	35.8	37.9	7.2
事業会社	7.6	11.0	34.9	30.2	16.3
専門職会社	4.0	10.7	24.0	53.3	8.0

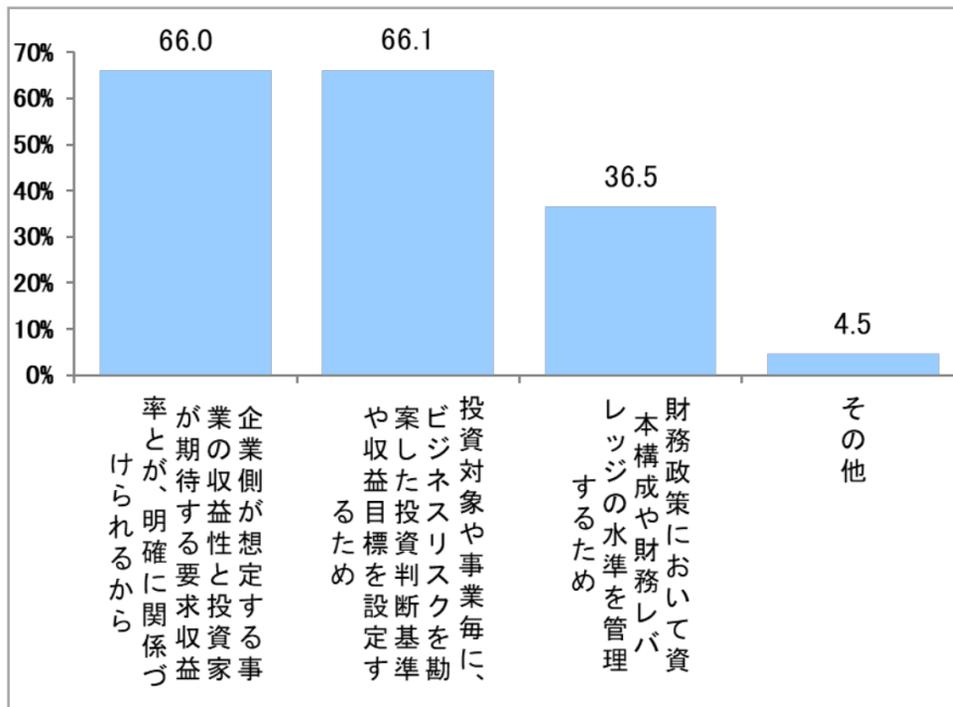
- 投資家vs企業別では、投資家が51.5%、企業が59.0%といずれも「取り組んでいる」という回答が過半数を超えた。企業の内訳をみると、「取り組んでいる」という回答の割合が金融会社では64.0%と、事業会社の54.2%よりも多かった【図表28】。

【図表28】 投資家vs企業別 (各分類内での構成比%)

投資家	(A)大いに	(B)かなり	(C)取り組	(D)あまり	(E)全く	
投資家	3.6	11.2	36.7	39.6	8.9	
企業	8.6	12.5	37.9	30.9	10.2	
投資家vs企業別	投資家(金融会社で資産運用業務)	3.1	11.2	36.6	39.8	9.3
	投資家(金融会社以外で資産運用業務)(※参考値)	12.5	12.5	37.5	37.5	0.0
	企業(金融会社で資本コストに関わる度合いが高い業務)	9.6	13.6	40.8	32.0	4.0
	企業(事業会社で資本コストに関わる度合いが高い業務)	7.6	11.5	35.1	29.8	16.0

10. 資本コストを利用する意義（MA）

【図表29】 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（回答率%、n=750）（注13）

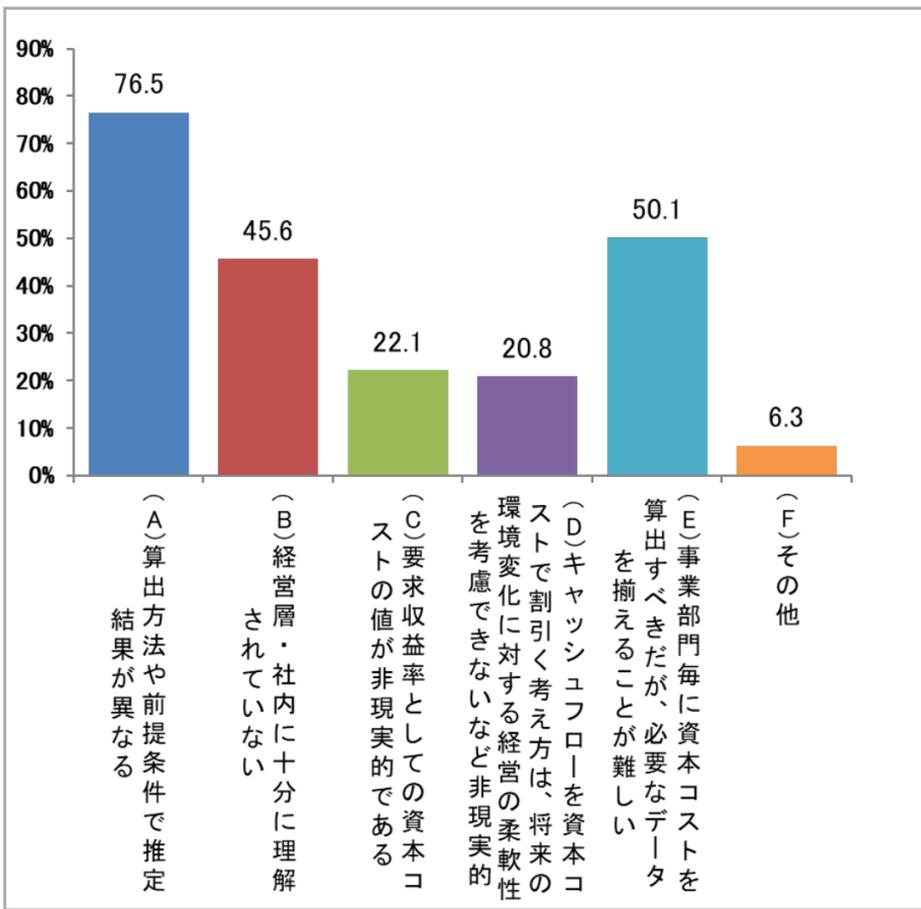


◆ 「企業が想定する事業の収益性と投資家が期待する要求収益率とが、明確に関係づけられるから」と「投資対象や事業毎に、ビジネスリスクを勘案した投資判断基準や収益目標を設定するため」という回答が、いずれも3分の2を占めた【図表29】。

（注13） 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、4つの選択肢から該当するものをすべて選択する複数回答方式。図表は、それぞれの選択肢を選択した回答者の割合を示しており、4つの選択肢を合計しても100にはならない。

11. 資本コストを利用する上での課題(MA)

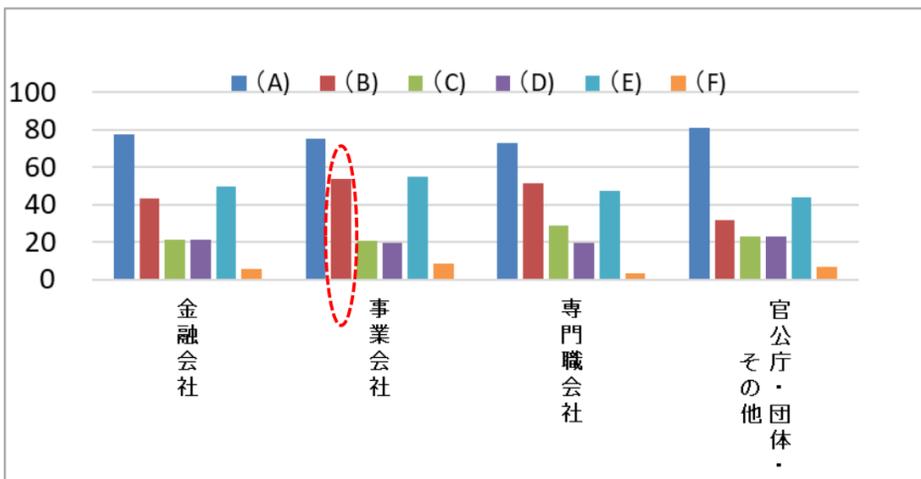
【図表30】 資本コストを投資判断や経営管理に用いる上での課題は何か（回答率%、n=750）（注14）



◆ 「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%と最も多かった。次に多かった回答が「事業部門毎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30】。

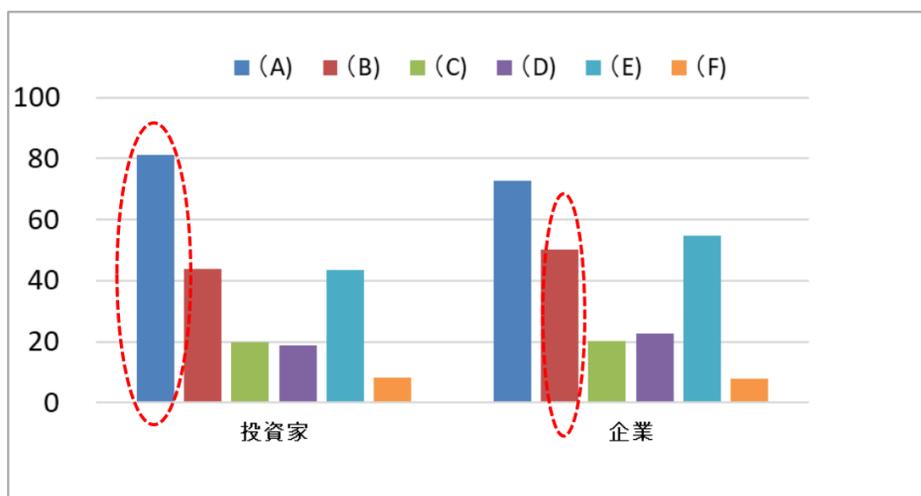
(注14) 資本コストを投資判断や経営管理に用いる上での課題について、6つの選択肢から該当するものを3つまで選択する複数回答方式。図表は、それぞれの選択肢を選択した回答者の割合を示しており、6つの選択肢を合計しても100にはならない。

【図表31】 業種別(各分類内での構成比%)



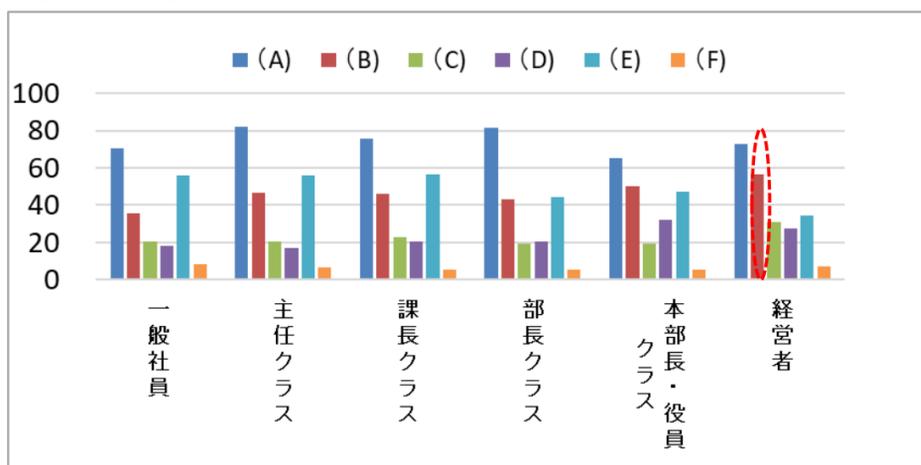
・ 業種別では、金融会社では「経営層・社内に十分に理解されていない」とする回答が43.0%であった。一方、事業会社で「経営層・社内に十分に理解されていない」とする回答が53.5%と過半数を超えた【図表31】。

【図表32】 投資家vs企業別(各分類内での構成比%)



・ 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%と多かった。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%だった【図表32】。

【図表33】 役職別(各分類内での構成比%)



・ 役職別では、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%と多かった【図表33】。

以上