



わが国企業における投資意思決定の実証研究：D C F法の普及とコーポレートガバナンスの変化

北尾, 信夫

(Degree)

博士 (経営学)

(Date of Degree)

2011-09-25

(Date of Publication)

2013-11-05

(Resource Type)

doctoral thesis

(Report Number)

甲5398

(URL)

<https://hdl.handle.net/20.500.14094/D1005398>

※ 当コンテンツは神戸大学の学術成果です。無断複製・不正使用等を禁じます。著作権法で認められている範囲内で、適切にご利用ください。



わが国企業における投資意思決定の実証研究：
D C F 法の普及とコーポレートガバナンスの変化

北尾 信夫

わが国企業における投資意思決定の実証研究:

DCF 法の普及とコーポレートガバナンスの変化

氏 名: 北 尾 信 夫

目 次

1 章 序 論	1
1.1 問題の所在	2
1.2 本論文の目的と貢献可能性	4
1.3 本論文の構成	6
2 章 先行研究のレビュー	7
2.1 議論の前提	7
2.2 資本予算論：理論と実務の乖離	8
2.2.1 回収期間法選好の頑健性（タイプ1のギャップ）	10
2.2.2 DCF法の普及阻害或いは促進の要因（タイプ2のギャップ）	14
2.3 企業統治論：所有と経営の分離	23
2.3.1 1990年代以前のわが国のコーポレート・ガバナンスの特徴	24
2.3.2 1990年代以後の新たな株主の出現と経営者の規律づけ	26
2.4 小 括	30
3 章 方法論と研究方法	33
3.1 導入研究と管理会計チェンジ研究	33
3.1.1 制度論的パースペクティブ	35
3.1.2 普及論的パースペクティブ	38
3.1.3 アクター・ネットワーク理論	40
3.2 進化論の影響下にある方法論	42
3.2.1 方法論的進化論	42
3.2.2 制度進化パースペクティブ	44
3.2.3 比較制度分析	46
3.3 構造的パースペクティブと原因説明図式	48
3.4 小 括	50

4 章 理論仮説の導出.....	52
4.1 技法の計算構造と資金調達.....	52
4.2 金融システムの変遷とコーポレート・ガバナンス.....	58
4.2.1 回収期間法選好の形成.....	58
4.2.2 金融自由化とガバナンスの空白 ―押し要因―.....	60
4.2.3 株主価値経営の台頭 ―引き金, 引き, 水路づけの要因―.....	62
4.3 小 括.....	66
5 章 実査設計と記述統計.....	68
5.1 実査設計.....	68
5.1.1 調査対象の選定.....	68
5.1.2 実務家による事前検討.....	69
5.1.3 調査票送付と回収.....	70
5.1.4 標本の概要及び非回答バイアス.....	70
5.2 記述統計.....	74
6 章 作業仮説の設定と経験的検証.....	81
6.1 理論仮説の展開と変数.....	81
6.2 投資経済性評価技法の選択に関する探索的因子分析.....	84
6.3 4つの作業仮説とその検証.....	87
6.3.1 作業仮説1：株主構成と株主価値重視経営.....	87
6.3.2 作業仮説2：株主価値重視経営と DCF 法.....	89
6.3.3 作業仮説3：DCF 法と企業パフォーマンス.....	90
6.3.4 作業仮説4：企業パフォーマンスと株主構成.....	91
6.4 構造方程式モデリングによる仮説検証.....	91
6.5 投資経済性評価技法の選択に関する包括的な分析.....	96
6.6 小 括.....	100

7 章 結 論	103
7.1 ここまでの議論の要約	103
7.2 主な発見事項	104
7.3 本論文の貢献と限界	106
7.4 本研究の実践的含意と今後の展望	108
参考文献	111
付 録	126
質 問 票	127
協力企業一覧	139
謝 辞	141

1 章 序 論

2010年9月、国際会計基準審議会（IASB）と米国財務会計基準審議会（FASB）によって、両ボードの共通概念フレームワークの一部として「有用な財務情報の質的特性」が公表された。

その中で、財務情報が有用であるために、財務情報の利用者の意思決定に違いをもたらさうる「関連性」があり、完全かつ中立で誤謬がない「忠実な表現」であることが基本的な特性として求められている。そして、この共通概念フレームワークにおける財務情報の利用者とは、現在および将来の投資者、債権者を含む資本の提供者と定義されている。

しかし、人々の投資目的は多様である。相互に敵対的買収に備えるサイレント・パートナーから、株主の権利を積極的に行使して収益の獲得を目指すアクティビストまで、たとえ「関連性」があり「忠実な表現」が担保された財務情報を受け取ったとしても、その利用者の立ち位置によって反応は大きく異なるであろう。

また、国際会計基準では「経営者が合理的な根拠に基づいて行う予測」から導かれた財務数値を開示することが求められ、国際会計基準の導入を契機に財務会計で用いられる開示情報と管理会計で用いられる内部情報が収斂する、いわゆる「財管融合」が急速に進むことが予想される。

本論文の関心は、目前に迫ったこのような変化を受けて、管理会計情報が企業外部の財務情報の利用者に及ぼす作用と、その反作用として彼らが企業内部の管理会計実務に及ぼす影響を理解し、予測することにある。

その研究の切り口として、投資経済性評価技法のひとつである DCF 法 (Discounted Cash Flow Evaluation) の普及と、わが国で起こった 1990 年代後半の企業統治上の重要な変化との関係について議論を展開する。

そのために、本論文では、資本予算論と企業統治論を中心に先行研究をレビューし、これまでに何が解明されたのかを探るとともに、残された課題を解決するために必要な研究を進めてゆく。

まず、本章では、問題の所在を明らかにし、本論文の目的と貢献可能性を示したうえで、この研究目的の達成に至る道筋を確認するため、本論文の構成を述べる。

1.1 問題の所在

財務情報に基づく投資意思決定は学際的なテーマのひとつである。管理会計分野で一般に用いられる「資本予算」という用語は、「長期的投資の選択」とその際における「資本調達計画の設定」の両方で利用され、投資は資本予算の部分集合として捉えることができる。(ノースコッド, 2010)

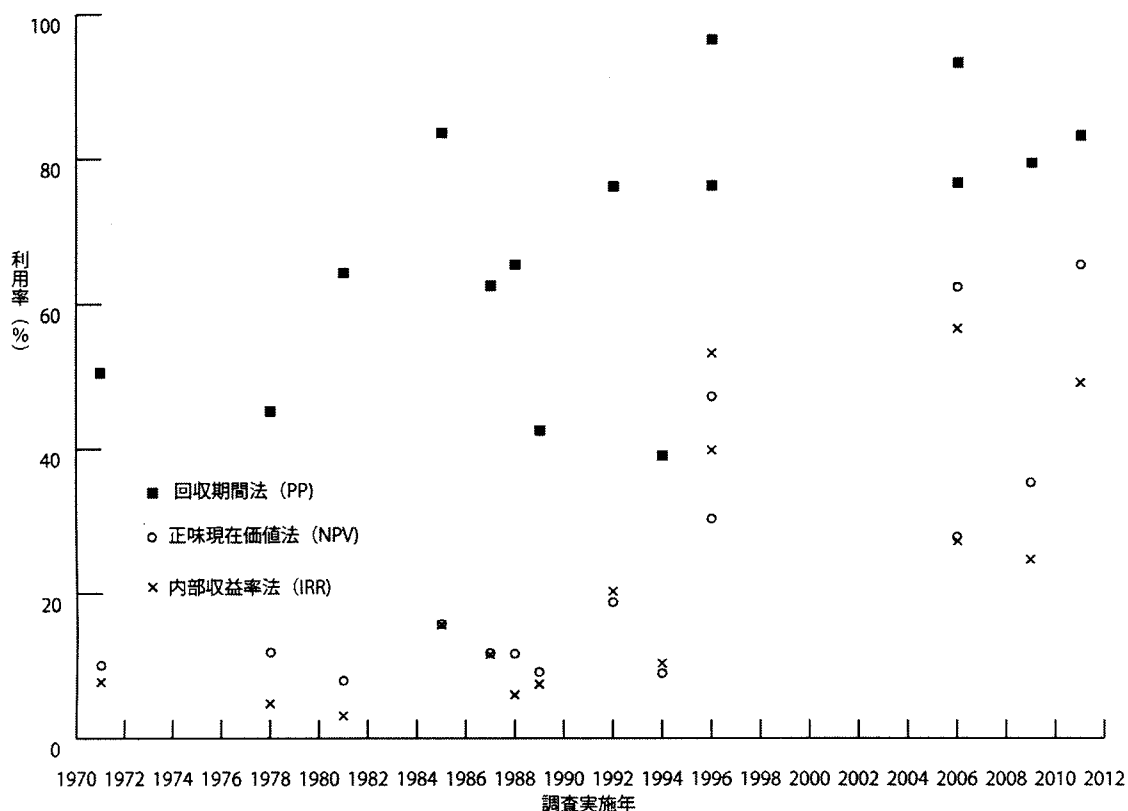
ただ、これまで、わが国における資本予算研究の多くは「長期的投資の選択」の部分のみに研究の焦点があてられ「資本調達計画の設定」を含めた包括的な視点で研究されることが少なく、その結果、分析から資金提供者の視点が欠落しがちであった。

一方、経済学・ファイナンス理論で議論されてきた投資決定論は、Keynes(1936)の一般理論から現代の設備投資理論に至るまで、設備投資の決定要因について、ほとんど例外なく資本利益率と利子率との関係に注目し(鈴木, 2001)、企業の投資行動の説明を試みるものであった。

この分野における研究は、企業が行う投資の目的は「株主価値最大化」であることが所与とされ、それ以外の目的を持つ投資については主要な議論の外におかれてきた。

しかしながら、わが国のコーポレート・ガバナンスの変遷を俯瞰すれば、企業が行う投資目的は、このように一様なものではないことがわかる。

1950年代にファイナンス理論の影響下で開発されたDCF法は、洗練された技法——投資による株主価値最大化という観点で——として紹介され1970年代には欧米の実務において一般に「長期的投資の選択」のための技法として用いられるようになった。

図 1-1 わが国の投資経済性評価技法利用実態調査¹

ところが、わが国における DCF 法の本格的な普及は 1990 年代の後半まで待たなければならず（図 1-1）、企業は今日も理論的に劣位にある——同様に投資による株主価値最大化という観点で——とされる回収期間法を使い続けている。

この現象は、わが国の資本予算研究者の興味を引き「理論と実務の乖離」現象の好例として頻繁に取り上げられ、この分野の研究の大きなテーマとなっていくた。先行研究の多くは、理論では知られていない回収期間法の未知の長所の特定を目指す研究や、回収期間法の既に知られている特徴がうまく適応している、理論では想定していなかった実務環境を特定しようとする研究が盛んに行われるようになった。

¹ グラフに記載したサーベイ調査は、津曲・松本（1972）、吉川（1979）、井上（1984）、加登（1987）、柴田・熊田（1988）、櫻井（1991）、櫻井（1992）、吉川（1994）、日大（1996）、鳥邊（1997）、山本（1998）、清水・加登・坂口・河合（2007）、篠田（2008）、及び本論文（2011）である。ただし、グラフでは調査実施年上に調査結果をプロットしている

これらの研究によって、わが国企業の回収期間法選好の頑健性を説明するために諸説が提案されたが、どれもわが国と欧米の投資経済性評価技法の普及率の違いについて、十分な説明力をもつには至らなかった。

しかし、近年のわが国における DCF 法の急速な普及は、これまでの資本予算論、特に投資経済性評価技法に関する「理論と実務の乖離」の問題について新たな分析視角を提供している。それは、先行研究で見落とされがちであった外部の資金提供者との関係である。

本論文では、外部の資金提供者と内部の経営者の結節点に投資経済性評価技法を配置し、その両端の変化が投資経済性評価技法の選択に及ぼす影響に注目することで、なぜこの時期に DCF 法が普及をはじめたのかについての説明を試みる。

1.2 本論文の目的と貢献可能性

資本的投資² は、市場と組織の境界や、取引のコントロール・メカニズムを変化させる(Gordon *et al.*, 1988)、すなわち、組織の輪郭を形成する重要な意思決定を伴う性質のものである。

また、資本予算は、比較的巨額であり長期的に資金を拘束することや、設備の購入・取替の良否が技術力や競争力に大きな影響を与えること(清水・田村, 2010a-d)から、戦略という面でも企業の命運を決定づける重い判断を伴うものである。それゆえ、短期的な経済合理性のみに基づいて投資意思決定がなされることは稀で、企業理念や経営戦略、それを遂行する組織や制度などを含み、資本予算に係わる問題の構造は多面的かつ重層的である。

加登(2010)が指摘するように「要求された会計情報を準備することが管理会計であるという限定された見方を生み出した一方で、管理会計の開放性、多機能性ゆえに、研究焦点が定まらなくなる傾向」を資本予算研究は最も特徴的に備えている。

² ここでは投資撤退や事業分割などの負の投資を含む

近年の、わが国の資本予算研究は、これまで未解明な部分が多かったマネジメント・プロセスの研究が大きく進んだ反面、投資経済性評価技法の規定要因に関する研究は、従来の分析枠組みの限界から停滞しているようにも見受けられる。

そこで本論文では、上記、加登の指摘を踏まえて資本予算研究の多面性・重層性に留意しつつ、1990年代後半からの、わが国におけるDCF法の普及という現象を手がかりに、新たな分析枠組みとデータを提示した上で、外部の資金提供者の要請と経営者の投資経済性評価技法の選択との関係を実証的に解明することを直接的な目的とする。

本論文の貢献可能性は次の二点に要約することができる。第一に、「財管一致」或いは「財管融合」と表現される財務会計と管理会計の新たな関係を前提とした今後の管理会計研究について何らかのヒントを提供できるかもしれない点である。

かつて、Johnson and Kaplan(1987) が、管理会計が停滞した理由のひとつとして外部報告ニーズの高まりに伴う「財務会計見地の優位性」を指摘した。企業は、わざわざ管理会計情報を得るためにかけるコストを敬遠し、その結果、管理会計実務は「財務報告実務に追従的で従属的」にならざるを得なかった。しかし、今日、各国の会計基準が国際会計基準に収斂していくなか、経営者の意思決定プロセスが明らかになるような情報を含めて開示することが求められるようになってきた。³

すなわち、財務会計が管理会計情報に依存するような、部分的にせよ以前とは逆の状況が出現しつつあるということである。従来、内部情報としてのみ利用されてきた管理会計情報は外部の資金提供者の目に晒されることになり、その結果、逆に、管理会計実務も大きく変化してゆく可能性がある。本論文が注目する資金提供者の視点は、単に投資経済性評価技法の選択を規定する説明変数をひとつ増やすこと以上に、今日的な文脈において、研究成果の実践的な応用範囲を大きく広げるものとする。

³ 資産評価において経営判断を要する資産負債アプローチやセグメント情報の開示におけるマネジメントアプローチなど

第二に、投資経済性評価技法の研究に新しい分析枠組みを導入した点である。わが国企業の投資経済性評価に関する研究は約半世紀に及ぶ研究蓄積があり、本調査も含めると 1960 年以降に実施された主要なサーベイ数は 18 回⁴ に達し、豊かなデータベースが構築されている。本論文ではこれらの調査結果を他の公開データや資料と突き合わせながら分析を進めている。

しかしながら、これまでの投資経済性評価技法に関する先行研究の多くは、わが国企業の「回収期間法選好の頑健性」について時々の調査結果とその解釈に留まっているのに対し、本論文ではわが国企業への「DCF 法の普及要因」について通時的観点も考慮しながら実証的に分析を進めている点に特色がある。

このような歴史的データとどのように向き合って管理会計研究を進めるべきかを探るために、研究方法についての章をひとつ設け、文献レビューを実施している。

1.3 本論文の構成

本論文では以下のような構成で、研究目的の達成を目指す。本章に続く第 2 章では、資本予算論及び企業統治論とその隣接領域について先行研究をレビューし、これまでの研究で何が明らかになり、何が未解明な課題として残っているかを確認し、本論文が取り組むべき課題を特定する。第 3 章では、第 2 章で抽出した取り組むべき課題について解答を得るための方法論を探索して、研究方法を固め、第 4 章では、第 3 章でレビューした分析枠組みを援用しながら、先行研究の成果と諸般の統計データを用いて理論仮説を導出する。第 5 章では仮説検証のための実査方法について述べるとともに、実査によって得られた標本の記述統計を示す。第 6 章では、第 4 章で導出された理論仮説を経験的に検証可能な作業仮説にブレークダウンし、第 5 章でデザインされたサーベイによって得られたデータを用いて仮説検証を実施する。第 7 章では発見事実を総括し、本論文の貢献と限界を明らかにして、今後の研究の方向を展望する。

⁴ 香取(2011) 第 2 章、資本予算技法の実態調査の結果より。図 1-1 は 1970 年以降のみプロット

2 章 先行研究のレビュー

企業の投資意思決定の問題は、会計学はもとより経済学、ファイナンス理論、戦略論、組織論に至るまで幅広い分野で議論されるだけでなく、同時に学際的な研究領域でもある。また、それぞれの分野に長年にわたる研究蓄積がある。それゆえ、先行研究のレビューにあたって、はじめに、本論文の研究目的にそった対象の選択方針を示し、対象範囲を特定して議論の前提を固める。

続いて、本論文を通して明らかにしたい、わが国企業の投資経済性評価技法の選択に関する先行研究を、資本予算論を中心に、次に、本論文が注目する視点として、資金提供者が経営者の意思決定の様式に及ぼす影響に関する研究の流れを、企業統治論を中心に俯瞰する。

2.1 議論の前提

本論文は、外部の資金提供者の構成が企業の管理会計技法の選択にどのような影響を及ぼすかについて実証的に明らかにすることを直接的な目的としている。

後述するように、わが国企業の経営の特徴として 90 年代半ば頃まで、経営者の多くは株式持合いによって市場からのモニタリングを免れ、メインバンクには財政危機時以外に影響力を行使されることもなく、通常、企業経営にあたって大きな裁量を与えられる傾向があった。

また、企業は株主だけではなく、従業員、取引先、取引銀行など長期的にコミットする人たちにも帰属するという、いわゆる **Stakeholder view** が支配的であったため、わが国においては株主の影響力は欧米に比べて小さいものであった。このようなガバナンス構造の下では経営者は企業規模の拡大・成長を追求することに一定の合理性があり⁵、経営者の管理会計に対するニーズもその関心を反映し、財務会計との役割分担も明確であった。

⁵ 岡部(1997) など

しかし、90年代半ば以降の株式持合解消に伴う外国人株主や機関投資家の増加という時代の趨勢を反映して、経営者は株主価値⁶重視の経営を迫られるようになる。この変化は単に会計に対する影響に留まらず、経営者自身の思考や行動様式の変化を求めるものであるため、管理会計に対するニーズも大きく変化している。

1950年代以降、資本予算論⁷はファイナンス理論の強い影響を受けて投資意思決定にあたって洗練された投資経済性評価技法を用いることを推奨してきたが、1990年代半ばまで、わが国の企業は、ファイナンス理論が所与とした株主価値の向上とは異なる価値観に基づいて経営が行われており、そのことが株主価値向上という点で洗練された投資経済性評価技法であるDCF法が我が国ではなかなか普及しないという「理論と実務の乖離」の大きな要因のひとつとなっているのではないかと推察される。

本論文では、このような問題意識のもと、投資経済性評価技法を「資金提供者の要請」と「経営者の意思決定」の結節点に配置し、一方の変化が他方の変化を促すとき、結節点にある投資経済性評価技法の選択にも変化が生じるという構図を念頭に先行研究のレビューを進めていく。

2.2 資本予算論：理論と実務の乖離

わが国の投資経済性評価技法の利用実態調査は約半世紀に渡って断続的に行われてきた⁸。

米国とわが国の調査結果を比較すると、米国では70年代後半より洗練された技法、即ちDCF法の定着が企業実務で見られるのに対し、わが国のDCF法の普及は90年代後半まで待たねばならなかった。一方、理論的に

⁶ 本論文では企業価値＝債権者価値＋株主価値と定義し、株主価値は時価総額で測定されるという意味で株主価値という用語を用いている

⁷ 日本ではファイナンスの研究では投資決定論とよび、会計の研究では資本予算論とよぶケースが多い。英語の文献では **capital investment, investment decision, capital budgeting** がほぼ互換的に使用されている。(山本,1998) 本論文でも、山本の指摘にならって、会計視点で論ずる場合には資本予算論、経済学・ファイナンスの視点では投資決定論と呼ぶ。また、投資の経済性を評価する技法については、資本予算技法、意思決定技法等の呼び方があるが、本論文では投資経済性評価技法という呼び方に統一する

⁸ 英米及びわが国における利用実態調査の総括的なレビューは香取（2011） pp.35-41, pp. 46-56を参照されたい

劣位にあるとされた回収期間法は、わが国企業において今日に至るまで企業実務で支配的な技法として使われ続けている。

この現象は「理論と実務の乖離（ギャップ）」としてわが国の資本予算研究者の興味をひき、その原因について数多くの仮説が提示されてきた。ただ、先行研究では、このギャップについて、往々にして技法の選好序列という単一の問題として扱われ、技法ごとに普及の促進要因と阻害要因を分離して論ぜられることがあまりなかった。

加登(1989)は、このような「理論と実務のギャップ」に、次の二つの類型を設定する。

タイプ1：実務では広く観察されているにもかかわらず、理論ではその存在が認識されていない、あるいは理論では説明されてこなかった事実や事象が存在することに起因する理論と実務のギャップ

タイプ2：理論では頻繁にとり上げられているにもかかわらず、実務ではその活用がみられない技法や理念が存在することによって生じたギャップ

例えば、理論では知られていない回収期間法の未知の長所を特定したり、既に知られている回収期間法の特徴が適応している、理論では想定していなかった実務環境を特定しようとする研究はタイプ1のギャップを対象としたものであり、一方、理論的に洗練された DCF 法がなぜ実務でこれまで普及しなかったのか、その普及障害要因、或いは促進要因を特定しようとする研究がタイプ2のギャップを対象としたものである。

本節では、これまで行われてきた先行研究をこの軸に沿って再整理する。

2.2.1 回収期間法選好の頑健性（タイプ1のギャップ）

時々の実態調査の結果を受けて、なぜ、わが国の実務で回収期間法が好んで用いられるのか、これまで様々な観点から論じられてきた。ここでは、先行研究が提示した回収期間法選好の理由を5つの視点から整理する。

回収期間法選好の理由として、第一に、理解のしやすさ、簡便性があげられる。回収期間法のこの特徴は、早くから指摘されており、津曲・松本（1972）は回収期間法が多くの企業に用いられる理由の一つとして単純さ、簡便さを挙げている。

井上（1984）は、設備投資の選択が経済性計算のみでなされているのではなく、計数化しにくい、あるいは計数化できない影響要因を考慮して意思決定がなされるため、単に経済的な目安を得る為であれば、企業は理論的な整合性よりも実務的な簡便性を重視すると指摘する。

櫻井（1991）も「人によっては回収期間法の利用が簡単だからではないかと思うであろう。わが国の経営者は単純なツールを好むため、この推論はある程度までは正しいといえる」と述べ、簡便性がひとつの要因であることを認めている。

日本大学商学部（1996）の調査では、回収期間法を利用する企業にその採用理由を質問し、理解のしやすさ（19%）、計算が簡単（14%）という回答結果が理由の上位に挙げられている。

理解のしやすさは、社内合意形成を重視する日本企業にとって、普段、経営数字になじみの薄い部門に稟議を求める場合などに有利となるが、この理由だけで、日米の普及率の差を説明することは難しい。

第二に、財務的な安全性、特に早期回収による陳腐化リスクの回避があげられる。津曲・松本（1972）は、高度経済成長下においては技術革新のテンポが早く、資金の早期回収が投資意思決定の重要な要因であったと指摘する。井上（1984）は、単純投資利益率法が回収期間法の約半分強の利用率に過ぎないことから、企業の経営方針として資金繰り（財務安全性）を第一に考えている企業が多く、次に投資利益率（収益性）を考えている企業が多いためであろうと推測している。

杉山(2002)は、わが国の経営管理者が回収期間法を好む理由は彼らが非常にリスクに敏感であるからだと考える。長期にわたり、資金を設備に拘束すれば、拘束期間中に新規設備が陳腐化してしまう危険性が大きくなる。こうしたリスクを避けるために、わが国の経営者は回収期間法を好んで用いると分析している。

前出の日本大学商学部(1996)の回収期間法の採用理由に関する調査でも安全性の重視(20%)は他の技法との併用(33%)について多い回答となっており、回収期間法は投資の安全性を測る技法として企業に認識されているようである。

櫻井(1991)は、企業の監査役のインタビューや回収期間法を多用しているFA産業の特性に基づき、技術革新の早さ、製品や設備のライフサイクルの短縮化による陳腐化リスクを避けるため、事業特性によっては資本の早期回収の必要性が高いことを強調している。

さらに、櫻井(1992)では、技術水準が高度化するにつれて早期回収を達成しようとするため、回収期間法を使う企業が増えるという仮説を設定し、工場の自動化の程度⁹と回収期間法の採用率とのクロス分析を行い、自動化が進むにつれて回収期間法を活用する企業が増加することを示している。

篠田(2010a)は、櫻井(1992)の分析を敷衍して、投資種別と投資経済性評価技法の関係をクロス分析によって明らかにしている。その結果、情報化投資のようなサイクルの速い投資、近未来の予測が困難な投資を行う場合、敢えて回収期間法を用いる傾向があることを指摘している。

しかし、ほぼ同時期に実施された清水・加登・坂口・河合(2007a-c)の調査では、技術変化のスピードと正味現在価値法(NPV法)の採用に有意な相関が見られ、逆に回収期間法には有意な結果が出ていない。

従って、財務の安全性や陳腐化リスクと回収期間法の関係については、まだ明らかになっていない変数の存在も含め、慎重に検討する必要がある。

第三に、回収期間法がもつ運用面での柔軟性があげられる。投資意思決定において経済合理性は重要ではあるが、あくまでひとつの側面に過ぎな

⁹ 自動化の程度を1. 伝統的設備, 2. FSM, 3. FA, 4. CIMに分類してそれぞれのグループの回収期間法採用率を比較している

い。投資の重要度が増すほど、その意思決定は企業理念、経営戦略、さらに組織のポリティクスなどの影響を強く受ける可能性が大きくなる。

DCF法が定着する前の米国でも、Bower(1970)は「投資決定は正味現在価値を計算してその値の最も高い投資案を選択する方法が、理論的に正しい手法と言えるが、今日の大企業が直面している問題は、その種の決定とはほとんど関係のないような全般管理者の問題であり、それは、変化していく環境の中で認知された投資機会に組織の重要な資源を振り向ける戦略的な決定を含んだ問題」であると述べている。

一方で、不確実性が高い状況下での判断が迫られる重要な案件の投資意思決定では、「組織において一度でも決定された事項は正当化され、認知され、合理化されなければならない」(Burchell *et al.*, 1980) という指摘も非常に重要である。山本(1998)は、このような状況下では、投資の特性によっては純財務的な要求水準を下げることによって必要なプロジェクトを実現させるという投資戦略が、少なからざる日本企業で優先されていると指摘し、回収期間を基準として採用することで目標を弾力的に運用しやすいことが回収期間法の広範な利用につながっていると指摘する。しかし、市場からの監視や牽制が強まる中、株主から見て理論的に問題の多い回収期間法の利用が、企業の外部に対しても正当化のための理由として説得力をもつか、今日的な文脈の中で検討しなおす必要があると思われる。

第四に、資金調達方法との整合性があげられる。資金の調達は資本予算論において極めて重要であるにもかかわらず、投資経済性評価に関する議論の焦点は長期的投資の選択に集中しがちであった。

これに対し、近年、資金調達方法を考慮した研究が注目されている。久保田(2008)は、回収期間は、わが国の金融機関が与信を行う場合に最も利用する基準であったと述べ、上總(2003)は、高度成長期の日本企業が銀行からの借入金に大きく依存して投資意思決定をおこなってきたことに関連して、回収期間法が好んで使われてきた理由を説明する。

投資資金の多くを間接金融によって調達してきた日本企業にとって、銀行の融資審査は投資意思決定の中で重要な役割を担うことになる。

銀行では、企業の融資申込みに対する審査、特に投資経済性評価におい

ては「回収期間の長短により投資の良否を判断」（久保田，2008）し，審査結果として融資額，利率，融資期間，返済方法，返済総額などの融資の条件が企業に回答される。ここで企業は，改めて回収期間の再計算を行い，融資額に利子を加えた額を返済可能額で除した値（割増回収期間）が，銀行が提示した融資期間より短い場合のみ投資を行うという判断を下すのである。

この一連のプロセスの中で，回収期間法に「利子」が算入されることで，回収期間法の大きな欠点とされてきた貨幣の時間価値が考慮されることになる。上總は以上のように分析した上で「日本企業が割増回収期間法を選好したのは，メインバンク制の下で借入金に極度に依存した投資計画を実践した日本企業が持つ経済的条件が必然的に生み出した結果」であり，「投資経済計算に関する限り，日本企業が選好した割増回収期間法はアメリカ企業のそれになんら劣るところない」と主張している。

上總の研究は，日米の資金調達構造の違いをベースに分析しており，わが国の企業の回収期間法選好について高い説得力をもつ。ただ，経営環境に適応した技法という点では，間接金融の役割が低下した今日なお，回収期間法が用いられ続けていることについては，別の枠組みでの説明が必要になると考える。

第五は，エージェンシー理論にもとづく経営者の短期的な利益追求である。エージェンシー理論に依拠して資本予算を起案部門と承認部門の資源配分ととらえる研究は，Harris and Raviv(1996)や Kim(2006)でも見られるが，投資経済性評価技法の選択に関する実証的な研究としては，Chen and Clark(1994)が，米国製造業を対象とした郵送質問票調査の結果から，経営者報酬が会計上の利益に依存するほど回収期間法の利用率が高くなることを明らかにしている。

上記第一から第四までの分類に見られるように，わが国では，回収期間法の採用に何らかの合理性を見いだそうという視点からの分析が多いのに対し，回収期間法の利用が経営者の機会主義的行動の一環として分析されている点が興味深い。

2.2.2 DCF 法の普及阻害或いは促進の要因（タイプ2のギャップ）

DCF 法が開発された当時、DCF 法は在来の回収期間法や会計的投資利益率法に対する批判を含意していたので、会計、とりわけ管理会計に対するインパクトは少なくなかった（伊藤博，1992）しかし、DCF 法の理論的な優位性はすぐに受容されたものの、日米でかかった時間の長短こそあれ、両国とも、直ちに DCF 法が実務に普及していった訳ではない。¹⁰

Dean(1951)や Lutz and Lutz(1951)らが DCF 法を提唱した時期は、時間の経済的価値を認識している企業は少なく（Istavan, 1961）アメリカ企業にとって回収期間法が最も重要な投資評価技法と考えられていた（Bierman, 1993）

その後の米国における利用実態調査では、概ね 1970 年代後半に DCF 法が回収期間法の利用率を越えるものの、全く回収期間法が使われなくなったわけではない。

また、わが国においても、米国に遅れること 20 年にしてようやく、DCF 法の普及が確認されつつあるものの、未だに実務における回収期間法選好は頑健で、DCF 法が回収期間法の利用率を越える水準にまで達していない。

一方、櫻井(1992)や、清水・加登・坂口・河合（2007a-c）、篠田(2008)などの最近の調査結果を見ても、投資経済性評価に関して複数の技法を併用する企業が多く、DCF 法の普及を、新しい管理会計技法の旧来の管理会計技法からの「置き換え」ととらえるのではなく、投資経済性評価技法のポートフォリオの変化ととらえる方がより妥当であろう。

では、この変化、とくに実務における DCF 法のプレゼンスの変化について先行研究ではどのようにとらえているのであろうか。

香取(2011)は、英米での DCF 法の生成期の歴史的経緯から、英米における 1960 年代の DCF 法の導入障害として①DCF 法への理解が未成熟であったこと、②実施コストの高さ、③不確実性の問題の 3 つを挙げ、1970 年代に普及が始まった理由を、①事業の分散化が進み、事業の採算性をどの

¹⁰ DCF 法の歴史的な生成過程については、杉山(2002)第 3 章資本予算研究小史、香取(2011)第 1 章英米における資本予算技法の生成と発展に詳しい

ように測定し意思決定するかという問題が生じたこと、②教育による DCF 法の啓蒙③コンピュータの普及による実施コストの低下④期待収益率を使用することで株主価値が高まると認識されたことの4つを挙げている。

本論文の主たる研究対象は、1970年代以降のわが国の投資経済性評価技法の変遷にあるので、当時の電卓やコンピュータの普及状況を考慮すると、よほど複雑なモデルを用いて計算する以外、香取が指摘したような実施コストについての問題はあまり重要ではない。

一方で、80年代の日本型経営システムの効率性に対する研究や、組織の情報処理、加えて、洗練された投資経済性評価技法と企業パフォーマンスに関する一連の研究も DCF 法の普及を考える上で重要な要因と考える。

したがって、タイプ2のギャップの形成要因として本論文では、①会計教育、②日本型経営システムに対する過度の信頼、③収益予測のむずかしさ、④組織における情報処理の問題、⑤技法とパフォーマンスの関係の5つの観点から先行研究を整理する。

新しい管理会計技法が登場した場合、その存在と利点が広く知られることが、普及の大前提となる。ゆえに、第一の普及阻害であると同時に促進の要因として、DCF 法の教育・啓蒙を挙げる研究者が多い。DCF 法が普及する以前の米国の状況について、Parker(1969)は DCF 法が実務において受け入れられるのに時間を要した理由として、会計人が意思決定よりも歴史的な記録に多く関与してきた事実をあげ、会計教育・訓練による歴史的記録の偏重が原因であると述べている。

また、同じDCF法の二つのバリエーションのうち、正しい投資決定のために使うのが望ましいとされた¹¹ 正味現在価値法（NPV 法）よりも内部利益率法（IRR 法）の利用率が英米で高いことを受け、Pike (1982) は英米の経営管理者が内部収益率法を好むのは、彼らが一般に利益率概念に慣れ親しんでおり、内部収益率法では結果が理解しやすい形で提供されるからであると指摘する。

彼は、経営者へのインタビューから正味現在価値のような概念が明確に

¹¹ いわゆる NPV・IRR 論争として知られる Lorie and Savage(1955)の問題提起など

理解されず、内部利益率法では結果が簡単な解答で与えられるので好まれる傾向を明らかにしている。

わが国でも、柴田・熊田(1988a-b)は、理論的に優れている内部収益率法や正味現在価値法の実施企業の増加が見られないのは実務面での簡便さと理解し易さが回収期間法に劣るためであり、経理部サイドでも資金繰りの検討を最優先し、利益は次の段階でみるであろうから、とにかく早く回収できれば安全という意識が働くからではないかと推測している。このように新しい技法について正しい理解を得、永年慣れ親しんできた実務の慣習を変えることは容易ではない。

香取(2011)は、米国で1970年代にDCF法が普及した理由として、DCF法が大学の会計コースやMBAコースの教科書で取り上げられ、そこで教育を受けた学生が企業でDCF法を実践しはじめたことや、経済学を理解する会計士や実務への応用を考える経済学者がコンサルタントとして企業経営に参加する機会が増えたためではないかと述べ、特に、広くテキストとして採用されたAnthony(1956)の"Management Accounting: Text and Cases"の貢献について特筆している。コンサルティングについては、内部収益率法の提唱者であるディーン自身が、コロンビア大学経営大学院の教授のかたわら、コンサルタント会社での多くの経験を通じて(廣本, 1993)実務に大きな影響を与えていることは興味深い。

日米のDCF法の利用率の差については、砂川(2010)は米国でDCF法の利用率が高い要因として、正味現在価値法や内部収益率法が優れた基準であると教えているMBA教育の普及を挙げ、近年のわが国のDCF法の普及を受けて、清水・田村(2010a-d)は過去50年以上このような洗練された技法を推奨してきた多くの管理会計研究者、ファイナンス研究者の努力に言及している。

第二の視点として、日本型経営への過度の信頼について見ていこう。1980年代に米国の経済が落ち込んだ理由として過度に経済的な視点を投資意思決定に持ち込んだからであるとするアカデミズム側からの指摘が数多くある。

例えば、Hayes and Abernathy(1980)は多くのマネジメント・プロセス

の観察を通じて DCF 法は長期的観点や戦略的な投資を軽視させるものであることを警告している。

Mitchell and Hamilton(1988) も「アメリカ産業の衰退の原因は短期的、財務的なマネジメントが原因である」と批判している。

Myers(1984)は「ファイナンス」と「戦略」は同じコインの裏表であるにも関わらず別々の文化或いは言語を持つものとしてばらばらに取り扱われていること、また戦略的用途において DCF 法が間違っ使用されている可能性があり、たとえ正しく適用されていたとしても DCF 法は戦略的用途においてうまく機能しないかもしれないことを指摘している。

Porter(1992)は、「アメリカのマネージャたちの単に財務的なものの見方への依存がアメリカの誤った資本投資システムのもとになっている」と分析し、「アメリカの資本投資配分の仕組みは機能不全に陥っていて広汎な産業において国際競争力を深刻に損ね、詰まるところ長期的なアメリカの経済成長に脅威となっている」として、経営者の DCF 法への過度の傾注を非難している。そして米国のこのような経営者の思考が結果的に「アメリカの企業は競争力に必要な R & D や従業員教育、スキル開発、I T、組織開発、およびサプライヤーリレーションなどの無形資産に少ししか投資せず、一方で、無関係な買収など、財務的にも社会的にも見返りの少ない投資に資本を浪費している」ことを問題視し、「伝統的な資本予算のアプローチは投資選択評価において理想的なものではなく、それらは投資の性格の変化に対処しきれていない」と指摘している。

1990 年代になって米国の競争力が相対的に回復してきたことに伴い、このような論調は弱くなっていくが、有力な人々が展開した論であるだけに、当時の日米双方の経営者の投資意思決定の様式にこれらの指摘は少なからざる影響を及ぼしたのではないと思われる。

第三に、収益予測の難しさについて、先行研究ではどのような指摘がなされてきたのだろうか。DCF 法が開発された当初から、その理論的な優位性は認められるものの、実施において現実的でない予測を伴うことについての懸念が表明されてきた。

Bierman(1959)は、資本予算手続きは有用であるが時に適用困難である

と述べ、当該手続きの基礎は、将来の現金収入の時間的型が予測できるという仮定にあり、多くの場合、その適切な予測は非常に困難であることを指摘している。

Black and Champion(1961)は、「現在価値法による長期経営代替案の比較は、若干の実務的限界を持っている」ことを指摘し、その理由として、①各計画下での将来の支払いは確定的ではなく、実際には不確実である。②計画代替案は実際には多数あり、現在価値での比較は手に負えるものではない。③現実には企業経営の主要な問題のひとつは、所与の状況下で適切な代替案を認識し選択することである。④現在価値を計算する場合に用いられる利率についての情報は入手困難であるばかりか、むしろ企業自らで決定しなければならない。などの問題点を挙げている。

これらの指摘のうち、割引率の決定は、その後、資本資産評価モデル(CAPM:Capital Asset Pricing Model)など、ファイナンス理論を応用したアプローチが資本コスト算出に導入されたことによって幾分合理性は増したものの、依然、キャッシュ・フローの予測精度を担保することはきわめて難しい。

この点については、鳥邊(1997)が「財務論のテキストでは、キャッシュ・フローの予測は所与として扱われ、もっぱらそれ以降の評価段階における精緻な理論モデルの紹介に紙幅が割かれている」と指摘し、利用実態調査から「キャッシュ・フローの予測の正確さを期することが決して容易なことではなく、また企業の経営者がキャッシュ・フローの予測データに基づき導き出された収益性に見積数値を必ずしもそのまま鵜呑みにしているわけでもない」と分析している。

また、櫻井(1991)は、ハイテク製品の売上予測を正確に行うことができないため、収益性を詳細に検討しても無意味であると指摘し、このような不確実性の高い分野におけるDCF法の有用性について疑問を投げている。

杉山(2002)は、プロジェクトの貢献年数の短縮化に起因してDCF法の相対的価値が低下し、DCF法の有効性が必ずしも実証されていない点をあげ、特定の投資目的では狭義の財務指標に固執するよりも、むしろ戦略的視点や無形便益を適切に考慮できるアプローチを探求すべきであると指摘

している。

清水・田村（2010a-d）は企業の戦略類型と投資経済性評価技法の関係について興味深い分析を行っている。清水・田村（2010a-d）は、Miles and Snow(1978)の戦略タイプ別に設備投資マネジメントの実態を分析した結果、防衛型の企業が他の類型に比べて正味現在価値法の採用率が高い傾向が見られることを示したうえで、防衛型の企業は特定の事業領域で安定的な地位を確保し、事業活動の変化も少ないので、長期的なキャッシュ・フローの予測がしやすく、時間価値を加味した技法の利用が可能になるのであろうと述べている。

これらの指摘に共通することは、不確実性の高い領域における収益性の予測に、果たしてどれほどの精度を期待することができるのであろうかという疑問である。

その後、米国では、このような不確実性に対処する投資経済性評価技法としてファイナンス分野の先端的な研究成果を取り入れたリアル・オプションに関心が集まり、わが国では、不確実性への対処の一つとして、回収期間法利用の継続が選択されたのではないだろうか。

第四の視点として、組織における情報処理の観点から、DCF法の普及の阻害・促進要因についてレビューを行う。Mintzberg(1975)は、意思決定支援システムにおける情報利用障害の要因として、フォーマルな情報の要約の程度、適時性や信頼性などの問題から管理者がインフォーマルな情報を選好すること、また、組織内のパワー関係と政治的要因及び管理者の作業環境もインフォーマルな情報チャネルを選好する要因として働くこと、人間の情報に対する検索・処理・記憶・受け入れ能力に限界があることを指摘し、情報の無視（いくつかの情報が処理されないで放置される）、エラー（情報が不正確に処理される）、ふるい分け（特定タイプの情報の処理を一定の優先順位に従って無視する現象）、近似、複数の情報チャネルの利用（部下の利用など）、課業からの逃避など多岐にわたる問題があることを指摘している。

この指摘は資本予算に限定したものではないが、フォーマルな投資経済性評価技法としてDCF法の導入が検討されたときの管理者の行動を分析

する上で示唆に富む。

資本予算論の領域では、Gordon *et al.*, (1979)が、洗練された投資経済性評価技法が実践の場で活用されていないアプリアリな障害要因として次の4つをあげている。

①感情的障害：従来馴染んできた方法を変更して新規の手続きを採用することがもたらす、変化への資本予算意思決定者の心理的抵抗であり、特に従来の方法を、最初に導入したものにとってはなお一層この傾向が強い。

②政治的障害：組織内におけるパワー喪失、既得権の他部門への移転、結果的に部門の組織内における地位の低下などに対する恐れに起因するもの。もし、意思決定がより科学的に行われると、自らの裁量範囲は狭まり、統制と監視はより強くなる。権力は自然と新しい意思決定の手続き者へと移る。

③技術的障害：洗練された資本予算技法は知られておらず、時に理解不足であり、技法そのものに対する不信感、といったものに加えて、資本予算技法を適用するための設備、人員の入手が困難な場合にはさらに大きな障害となる。

④情報利用障害：これは、洗練された資本予算技法を使う際に求められる情報に起因する利用障害で、前述の収益性の予測の難しさなどが該当する。

これら、組織における情報処理に関する研究からわかることは、たとえDCF法が採用されたとしても、投資意思決定に必要な情報の収集から経営者による最終的な判断まで、必ずしも経済学・ファイナンス理論が想定しているような形で運用されない可能性があるということである。

理論上 DCF 法の優位性が理解されても、実際の運用において正しい活用がなされなければ、DCF 法導入の成果を享受することができない。

第五の要因として実際に DCF 法と企業パフォーマンスの関係について述べる。実証研究を中心に先行研究の成果を整理しておこう。

香取(2011)は、理論的に DCF 法が収益性の判定に優れているといっても、DCF 法を採用した企業の業績や指標と明確な関係を説明できるものではないならば DCF 法の採用をためらうことになる」と指摘する。

逆に、もし、DCF法の採用が企業業績に直結することが明らかになれば、企業はDCF法導入に強いインセンティブを持つことになる。

財務的見地から見て技法が洗練されているのであればそれを使う企業の業績は使わない企業に比べて良いはずであるという仮説をもとに、これまでいくつかの実証研究がなされてきた。¹² 主要な研究結果を一覧表（表2-1）にまとめる。

これらの結果を総括すると、投資経済性評価の洗練度と業績については直接的な関係を見いだすことができないが、資本予算プロセスの洗練度と業績指標或いは資本予算の有効性向上や投資の成功率との間に正の関係があるということが確認できる。

ただ、これらの先行研究は、単期の収益性指標や主観バイアスを排除しきれない質問票の回答を従属変数としており、今日的な企業価値を代表する指標を用いて検討しなおす必要があると思われる。

杉山(2002)は、この結果について、投資経済性評価技法は資本予算プロセスに利用される数多くの技法・ツールのなかのひとつにすぎないと指摘する。単にDCF法を利用しているだけでは、優れた企業業績を得るには不十分で、合理的で賢明な資本予算プロセスを有する企業は予想される困難な状況に適切に対処できる力を備えているからであろうと推察している。

これらの実証研究結果は、清水・加登・梶原・坂口（2008）が主張するように、ファイナンスの先行研究の影響を強く受けた資本予算研究だけではなく、資本予算をマネジメント・プロセスととらえた研究との間で補完関係を保ちながら投資経済性評価技法に関する研究を進めることが重要であることを示している。

¹² 鳥邊(1997)第2章第3節、杉山(2002)第4章の包括的なレビューを参照されたい

表 2-1 洗練された技法とパフォーマンス

研究者	年	従属変数	独立変数	分析手法	結果
Christy	1966	一株あたり利益	投資経済性評価技法	グループ間比較	有意な関係が認められない
Klammer	1973	経営資本営業利益率	投資経済性評価技法, 企業規模, 企業リスク, 資本集約度	重回帰分析	有意な関係が認められない
Kim	1982	総資本営業利益率	資本予算プロセスの精緻化の程度(各プロセスを特づける代理変数の加重平均)	単回帰分析	(+)で有意
Haka, Gordon and Pinches	1985	株式収益率(配当利回り+株価騰落率)	投資経済性評価技法	DCFへ変更した／変更しないグループの平均値の差を検定	関係が認められない
Church	1986	総資本営業利益率	資本予算プロセスの洗練度, 企業規模, 技術変動, 財務変動, 全体変動, 市場変動, 社会政治変動	重回帰分析	資本予算プロセスの洗練度に(+)の有意な関係
Pike	1988	資本予算の有効性が5年前に比べて増大した程度(回答者の5点評価)	資本予算プロセスを特徴づける変数(簡易な評価法, 経営科学的な方法, 意思決定前のコントロール, 意思決定後のコントロール, スプレッド・シート技法)が5年間で変化した程度	重回帰分析	(+)で有意
鳥邊	1997	投資の成功度(回答者の5点評価)	①キャッシュ・フローの予測手続きの制度化の程度と②投資経済性評価技法の精緻化の程度	平均の差の検定	①は(+)で有意 ②は関係が認められない

2.3 企業統治論：所有と経営の分離

Barle and Means(1932)による「所有と経営の分離」の問題提起以来、企業財産の所有における支配権と所有権の分離や、経営者に対する規律づけの問題は特に、法学・経済学及び経営学の分野の主要なテーマのひとつとして議論が重ねられてきた。(加護野・吉村, 2010)

会計学とのかかわりでも、特に、財務会計とコーポレート・ガバナンスに関する実証研究の多くは、エージェンシー理論¹³の枠組みに依拠して行われてきており、財務会計は、経営者を規律づけるためのコントロール・メカニズムにインプットデータを提供するサブ・システムだと理解されている。(澤邊, 2003)

それでは、外部の資金提供者の視点をあまり想定する機会のなかった管理会計にとってコーポレート・ガバナンスはどのような意味をもつのだろうか。資本予算を例にとると、まず、資本調達計画の設定において資金提供者との接点が見えてくる。

いくつかの基本的前提のもとで、企業がどのような資本構成を取ろうとも企業価値に無関連 (Modigliani and Miller, 1958)であったとしても、資金調達ができてはじめて投資が実現できるという点で、どのような源泉から、どのように資金を調達するかは、投資意思決定のプロセスの中で決定的に重要な要素であることに変わりはない。特に、内部留保が少なく良質の投資機会が多い高度成長下のような状況下では、投資効率の良否よりも資金調達の成否の方が重要となる場合もある。(北尾, 2009)

しかしながら、前節で見てきたように、資本予算論の先行研究で外部の資金提供者と経営者の関係は、上總 (2003)などのいくつかの例を除いて考慮の外におかれてきた。

ここでは、前節でレビューした「経営者の投資意思決定」に対し、「外部の資金提供者の視点」に重点をおいて関連の文献のレビューを行う。

¹³ Coase(1937)に起源をもち、Jensen and Meckling(1976), Fama and Jensen(1983)などが体系化したエージェンシー理論のなかで扱われてきた企業の所有構造の相違に起因する様々な問題は、今日の活発なコーポレート・ガバナンスの議論のベースとなっている

2.3.1 1990年代以前のわが国のコーポレート・ガバナンスの特徴

この項では、1990年代以前のわが国のコーポレート・ガバナンスの特徴とその変質についてレビューする。

従来の日本型コーポレート・ガバナンスの特徴として伊丹(2000)は国の統治のアナロジーを用いて「企業が望ましいパフォーマンスを発揮し続けるための、企業の『市民権者』による経営に対する影響力の行使」であると定義している。ここで伊丹がいう『市民権者』とは企業に長期的にコミットする従業員（メイン）とリスクを負って出資している株主（サブ）を指している。

また、稲上毅・連合総合生活開発研究所（2000）は、日本企業のガバナンスの特徴を「企業コミュニティの存続と発展を重視する、内部昇進型経営者によって担われた、物言わぬ安定株主と株の持ち合い、メインバンク・システムと間接金融、その他のステークホルダー（とりわけ正社員）との長期的信頼関係に支えられた、インサイダー型の二重監督システム」と述べている。

特に、終身雇用や年功序列に代表される日本型の雇用慣行維持はしばしば株主価値重視経営と相容れないことが指摘されている。米澤・佐々木（2001）は「企業規模の拡大が従業員に様々な恩恵をもたらすことから日本の企業経営者は過剰投資を行う傾向がある」と述べ、小宮（1993）は日本企業を株価最大化というより一人当たりの賃金の最大化を目指す組織であると指摘し、Aoki（1988）も経営者を株主と従業員の間にある調停者と位置づけている。

このように、従来、日本企業における株主は他のステークホルダーに比べてコーポレート・ガバナンスにおける存在感が一段低く、しかも、株主による監視を代替すべきメインバンクによるガバナンスは「状態依存型ガバナンス」（Aoki and Patrick, 1994）と名付けられたように、平時は従業員から選抜された経営者が経営にあたり、財務危機に陥った時にはメインバンクの財政的な支援と経営介入が行われ、通常は経営者に大きな裁量を与えるものであった。

一方、1964年のOECD加盟に伴い、対外資本取引が自由化されたのを契機に、強力な海外資本による買収に対抗するため株式持合が進み、このこともまた、日本独自のガバナンスを形成する大きな要因となっていた。

岡部（2002）は、このような、わが国企業の株式保有構造の特徴を二つ指摘する。第一の特徴は、日本企業（一般事業会社だけでなく金融機関を含む）は、取引関係にある金融機関や一般事業会社に株式保有をしてもらう一方、相手企業の株式を引き受ける傾向がきわめて高いこと。

第二の特徴は、このような株式持合のほとんどの場合、あるいは企業がそれ以外の形で株式を保有する多くの場合も、その保有目的は運用収益を狙った短期的・投機的な保有ではなく長期的・安定的な保有にあることである。

同様に Sheard(1994)は株式持合の二つの基本的性格として、①何らかの取引関係を持つ企業について観察される②企業はお互いの株式を安定株主として保有することを挙げている。ここで言う、安定株主の役割は、相互に友好的な株式保有者となって、買収防衛や大幅な経営裁量権を担保することである。

日本経済が好調であった 1980 年代、安定株主の存在とともにメインバンク制によるモニタリングシステムは、日本の経営者に長期的な視野での経営を可能にするものと見られ高い評価を受けたこともあった。¹⁴ しかし、このような成長志向に重きをおいた仕組みは、バブル期の過剰投資の促進とモラルハザードを誘発する条件になった（宮島・蟻川・齊藤，2001）と後に見なされるようになる。

やがて、80年代の好景気で内部留保を増やし、金融自由化で資金調達の選択肢を増やした大企業はメインバンクの支配を実質的に受けず、いわゆる「ガバナンスの空白」¹⁵の時期が訪れる。この空白について田中(1998)は、メインバンクによるコーポレート・ガバナンスが後退したのち、新たなコーポレート・ガバナンスが確立しないまま、エクイティ・ファイナンスや内部留保による豊富なフリーキャッシュ・フローが発生したため、経

¹⁴ Abegglen and Stalk(1985),Porter(1992,1994), Odagiri(1992),Aoki(1988),Aoki and Patrick(1994)など

¹⁵ 岡部(1999, 2002), 田村(2002)など

営者の規律を失わせ十分な利益率の見込めない安易な投資に走った結果、バブルを発生させたと述べている。

もう一方の日本の企業統治を特徴づけてきた株式持合も、1990年代の後半に急激に解消が進むことになる。岡部（2002）は、①持合株式の利益率の低さ、②株式保有リスクに対する認識の強まり（特に銀行における BIS 規制）③新しい会計制度の導入（金融資産の時価評価など）をその要因として挙げている。

その後、2000年代後半に株式持合いの復活の傾向が見られるが、事業会社同士の関係強化という新たな動きであり、主としてエンtrenチメント動機¹⁶に基づくものであったこと、また、その規模は小さく、アウトサイダー優位の構造に影響しないため市場からのモニタリングを遮断するほど大きくない（宮島・新田、2011）ことが指摘されている。

このような経営者の株式持ち合いに行動について、砂川（2002）は機会主義的な経営者が、テイクオーバーのリスクを回避するために、株式持合と持合解消を機動的に行うと指摘する。その分析モデルから、①経営者と株主の利害対立が大きい企業では株式持合を解消し、小さい企業では継続されやすいこと②持合解消の大きさは経営者と株主の利害対立の大きさと正の関係を持つと予想されること③経営者のエンtrenチメントが強固なほど株式持合は解消されにくいことを理論モデルから導出している。

2.3.2 1990年代以後の新たな株主の出現と経営者の規律づけ

1990年代後半以降、株式持合の解消によって市場に放出された株式の受け皿として外国人株主のプレゼンスが増大する。新田（2000）は、外国人株主は二つの理由から日本企業の経営に積極的に介入すると指摘する。

第一に、国際的な分散投資の一環としてふさわしい株主資本利益率（ROE）を実現するために、米国型の経営を大手機関投資家が望んでいること、第二に、合理的な議決権行使も機関投資家の受託責任の一部と考え

¹⁶ コーポレート・ガバナンスのプレッシャーに対する経営者の抵抗力、或いは経営権の強固さと言う Shleifer and Vishny(1989)、Zwiebel(1996)など参照

られていることである。

例えば、Del Guercio(1996)が指摘するように、銀行や投資信託に課せられている *prudent-man rule*¹⁷ が海外の機関投資家の銘柄選定に影響を与えていることなどである。

その結果、経営者は従来のサイレント・パートナーとして相互の経営に不干渉だった株主から、投資による収益を目的とする新しい株主に向き合わなければならなくなった。すなわち、企業の売上高成長率や、投資の安全性にのみ留意するだけではなく、良好な収益性、株主価値の向上、そして、十分な情報開示が強く求められるようになったのである。

特に、企業の自発的な情報開示の必要性は、Akerlof (1970)が、企業情報の外部利用者と経営者の間の情報の非対称性に起因する市場の様々な問題を指摘したように、市場の効率性を担保する上で非常に重要な役割を担う。

経営者にとって積極的な情報開示は、IRのための専門部署の維持や活動のための費用の発生、さらには、競合への戦略の露呈などマイナス面があるものの、株主の情報コストやリスクを下げ、その結果、資本コストを低下させることができるなど、マイナス面をおぎなって余りあるベネフィットを企業にもたらす。

例えば、Botosan(1997)は、自発的開示の水準と資本コストに負の関係があることを指摘し、Healy *et al.* (1999) は、証券アナリストによる開示水準評価と機関投資家の数などに正の関係があると分析している。

さらに、Healy and Palepu(2001)は、自発的開示が、①資本コストの低減、②株式の流動性の向上、③企業をカバーする証券アナリストの増加に寄与していると述べている。

また、Graham *et al.* (2005) は、401人の企業の財務担当役員を対象にしたサーベイに加え、20人にインタビュー調査を実施し、企業の自発的な情報の開示は、投資家に対して「透明性と理解」を促進するためであること、具体的には、①透明性の高い報告を行っているとの世評を得て、②企業の株式がもつ情報リスクを軽減し、③開示義務に基づいた報告の情報不足を補うため、であることを明らかにしている。

¹⁷ 「思慮ある者の原則」と呼ばれ、企業年金の運用関係者が遵守すべき行動基準のことをさす

わが国でも、音川(2000)が、日本証券アナリスト協会によって優れたディスクロージャーを行っている企業の総合評価点と資本コストが負の関係にあることを示し、須田(2005)も自発的開示水準と資本コストに負の関係があることを指摘している。

特に、外国人投資家にとって企業の情報開示は極めて重要である。藤島(2009)は、経済のグローバル化が進展した今日、海外のステークホルダーや投資家のプレzensの高まりを踏まえ、文化や言語が異なり、情報共有基盤が小さいこれらの投資家向けの適切な情報公開が、一層重要性を増していると強調する。

Kang and Stulz(1997)は、海外投資家は比較的情報取得が容易な企業規模の大きい製造業、業績がよく固有リスクの少ない銘柄を選択する傾向があることを示し、Falkenstein(1996)は、投資信託は、情報が得やすく取引コストの安い銘柄に強い選好を持ち、逆に固有ボラティリティの低い銘柄を嫌う傾向があると指摘している。

また、Gompers and Metrick(2001)は機関投資家が求める銘柄の特徴と株価や収益の関わりを分析し、1980年から1996年にかけて機関投資家のプレzensが増大した結果、情報の得やすさが、企業規模の大きい銘柄の需要を増やし、従来、小規模の会社が持っていた株式のプレミアムを消滅させたひとつの要因となっていると述べている。

自発的な情報開示と共に、収益性や株主価値の向上も新しい株主の出現にともなって、日本企業に課せられた課題のひとつである。

広田(2008)は、株主重視ガバナンスが根付かないといっても、外国人株主が4分の1の株式を保有する現在、日本企業は株主の利益を無視した経営を行うことは許されない状況にあり、事実、近年日本企業は株主への利益配分を急速に増強していると指摘する。

黒田(2008)は株式持合が解消し、外国人投資家や機関投資家などの「物言う株主」の株式保有比率が高まるにつれて、多くの企業が配当金や自社株買いの増加によって株主への利益配分を強化していると指摘し、その具体的な例として自社株買いを例にとり、自社の発行済株式の一部を買い戻すことによって一株あたりの利益を増加させる自社株買いを株主への利益

還元策として実施する企業も増加していることを挙げている。

また、岡部(2002)も、株主利益を一層重視した経営を迫られてきていると指摘する。株式発行企業としては、従来のように企業規模や売上額に重点をおいた経営よりも、むしろ ROE, あるいは ROA など資本あるいは資産の効率性を意識した経営を迫られる状況が強まってきていると主張する。

このような株主構成と企業パフォーマンスの関係について、実証研究も数多く行われている。米澤・宮崎(1996)は、安定株主の存在が経営の効率性に対して負、外国人の株式保有比率が正の影響をもつことを示し、翟(1999)も、株式持合は企業における非生産的支出であり、その結果として低収益性をもたらしたという仮説を、東証上場企業（製造業）の利益率を持合企業群、非持合企業群で比較し、前者は後者よりも低いことを示している。

新田(2000)は、企業の保有構造（企業や外国人などの持株比率）が経営指標（株価、売上高経常利益率、ROE などの企業業績指標）にどのような影響を持つかパネル分析を行った結果（対象は東証 1 部上場企業 910 社、1988-97 年）①株式の安定保有比率および持合比率と経営指標の間には負の相関がある②外国人持株比率と経営指標の間には正の相関があることを明らかにしている。また、投資利益率を重視する後者は積極的に経営改善を求めているのに対して、前者におけるその取り組みは消極的であるとも主張している。

宮島・新田・齊藤・尾身(2002)は、株式の個人所有の増加は効率性には負（フリーライド問題の発生）、大株主の増加は正であることを解明した。

また、米澤・佐々木（2001）は、ROE やトービンの Q が日本的企業ではアメリカ的企業（役員の持株や外国人持株比率が高い企業）よりもきわめて低いことを示し、その理由として日本企業が株主重視の経営ではなく従業員重視の経営に陥ったためであると分析している。

しかし、これらの研究のほとんどは企業の外から観察可能な変数間の関係を分析するもので、その変数間の関係を企業の中の意思決定プロセスに踏み込んで言及したものは極めて少ない。

このように、株主構成と企業パフォーマンスの関係が明らかになるにつ

れて、日本のコーポレート・ガバナンスの後進性が喧伝され、アメリカ型のガバナンスを受け入れるべきという論調が、日本経済の長年の不振の原因探しが重なったこともあり大きな影響力をもつことになってゆく。

さらに、株式持合に起因する、株主によるガバナンスの欠如が日本企業の経営を非効率なものにしているという指摘も数多くなされるようになる。例えば、橘木・長久保（1997）は持合株式がある場合、企業経営者はお互いに相手企業の経営に口をさしはさまない、或いは監視しないという意味で「共謀」していたと解釈している。

翟（1999）は、株式持合は、企業部門内でいわば「内部資本市場」を形成させるのと類似の意味を持っていたため、資本市場が経済全体をカバーする場合に本来持っている資金を有効活用させるための監視力が、ここには十分及ばなかったと分析している。

株主が経営者に及ぼす影響は、何も株主としての権利行使など直接的なものばかりではない。田中（2002）は、主要資金提供者からの圧力を経営者が「内」に感じることから生まれる自己規律のメカニズムを「内的関係圧力による自己規律」と名付ける。このメカニズムは主要資金提供者の存在を通じて経営者がある種の自己反省を喚起することから機能する。この場合、資金提供者が具体的に何かすることが重要なのではなく、その存在自体が重要となる。

2.4 小 括

本章では、資本予算論と企業統治論の二つの側面から経営者の投資経済性評価技法選択の規定要因に関連する先行研究をレビューし、これまでに先行研究で解明されたこと、解明されていないことを確認した。

資本予算論分野の先行研究については、理論と実務の乖離に関する加登（1989）の分類に依拠しつつ、我が国企業の回収期間法選好の頑健性について理論で知られていない技法がもつ特徴やそれが受け入れられる実務環境を特定しようとする研究（タイプ1のギャップ）と、理論では優位性が知られている DCF 法の実務への普及阻害あるいは促進要因に関する研究

(タイプ2のギャップ)の二つに分けてレビューを実施した。

これまでの投資経済性評価技法に関する研究はこれらを分離することなく単に技法の選好序列の問題として扱うことが多かった。しかし、多くの企業では投資意思決定に際して、複数の投資経済性評価技法を用いることや、DCF法が普及した後も回収期間法が引き続き利用されていることなどから、これらは分けて議論されるのが妥当であろう。

タイプ1のギャップの研究では、わが国企業が回収期間法を選好してきた理由として企業の事業特性、競争環境、あるいは、わが国の経営者の特性を理由としてあげるものが多かったが、近年、上總(2003)のように外部からの資金調達プロセスを包括した研究や、回収期間法の利用を経営者の機会主義的行動と関連付けて分析する研究も見られるようになった。

また、タイプ2の研究で議論の焦点となるDCF法の普及阻害・促進要因に関しては、わが国ではそれが最近の傾向であることもあり先行研究はそれほど多くない。しかし、DCF法が普及する以前の米国の研究まで含めると、普及阻害・促進要因として会計教育に言及する研究が多く、その他にも将来の収益予測の難しさ、日本型経営システムに対する過信、組織における情報処理の問題、また、DCF法の採用が必ずしもパフォーマンスの改善に直結しなかったことなどが主な要因として取り上げられてきた。

特に、投資経済性評価技法の洗練度が、そのまま企業パフォーマンスに結びつくのではなく¹⁸、資本予算プロセス全体を通しての洗練度が投資の成功につながるという実証分析結果¹⁹は資本予算をマネジメント・プロセスとしてとらえることの重要性を示している。

ただ、これらの研究では、企業パフォーマンスを代表する指標が単期の収益性を示す指標や主観バイアスを含む質問票の回答であることから、今日的な文脈の中で、企業パフォーマンスを代表する指標を選びなおして検証する必要があると思われる。

また、DCF法は、その計算構造から企業価値、特に株主価値の測定と密接に関連しており、近年の資本構成の変化との関係を示唆する研究も見ら

¹⁸ Christy(1966), Klammer(1973), Haka *et al.*(1985), 鳥邊(1997)

¹⁹ Kim(1982), Church(1986), Pike(1988), 鳥邊(1997)

れるようになってきた²⁰ が、それらの指摘について、経験的にサーベイデータ等を用いた検証はなされていない。

一方、コーポレート・ガバナンスに関しては Barle and Means(1932)以来、幅広い分野に研究蓄積がある。加護野・吉村 (2010)は、会社統治を企業経営の「上位」或いは「前提」にある概念ととらえる。従って資金提供者の変化に伴い企業統治の方向性が変化すれば、経営者への誘導や牽制を通じて企業経営の実態が大きく変化することが予想される。

わが国企業にとって 1990 年代後半は、この資金提供者の構成や関係に劇的な変化が生じた時期である。雇用慣行、メインバンク・システム、株式持合いなど、日本型経営を特徴付けてきたシステムの機能は変質し、従来の物言わぬ株主に代わって登場した外国人をはじめとする新しい株主は、企業に、収益性や株主価値の向上、そして詳細な情報開示を求め、経営に大きな影響を及ぼすようになってきた。

これらの影響に関する実証研究も数多く行われ、外国人持株比率とトービンの Q の関係など、市場による監視が企業のパフォーマンスを向上させることが確認されるようになった。

しかしながら、外部に公開される情報から観測可能な変数間の関係は明らかになったものの、その変数間の関係をもたらし企業内部のプロセスに言及した研究は稀である。

本章の冒頭で述べたように、管理会計を資金提供者の要請と経営者の投資意思決定の結節点に配置した場合、近年の DCF 法の普及は両者の変化の結果として現れた結び目の変化ととらえることができるが、これまでの先行研究では、その変化のメカニズムに対する説明が不足しており、また、その説明に対する経験的なデータによる裏付けがなされていない。

次章では、このような長い時間をかけた緩やかな変化と、ある時点の急激な変化をどのようにとらえればよいか、そしてどのようにデータを収集し、実証研究を進めるべきかについて方法論の観点から考察する。

²⁰ 香取 (2011), 篠田 (2008)など

3 章 方法論と研究方法

欧米やわが国で、約半世紀にわたって繰り返し実施されてきた投資経済性評価技法の利用実態調査は、管理会計研究分野では数少ない、長期的なトレンドを見ることができるデータベースを構成している。

先行研究では、その時々調査結果とせいぜい直近の結果を比較するものが多かったが、測定対象の選択や測定方法の面で若干比較可能性に問題は残るものの、半世紀分のデータを時間軸上にプロットすると大きな傾向が見えてくる。更に、様々な社会情勢の変遷や各種経済指標を重ねると、投資経済性評価技法の利用率に変化を起こした要因が浮かび上がる。

単発のサーベイとその解釈から一步離れて、長期的なトレンドを包摂した立体的な分析を行うための枠組みにはどのようなものがあるのだろうか。

本章では、本論文の研究目的の達成のために、管理会計研究に応用できる方法論をいくつかレビューし、その中から本論文に援用可能な研究方法を探っていく。

3.1 導入研究と管理会計チェンジ研究

実質的に 1925 年までに、今日利用されている管理会計実務は開発されてしまった(Johnson and Kaplan,1987) という指摘を受けて、80 年代後半から 90 年代にかけて、陳腐化したシステムを刷新すべく、様々な新しい管理会計技法が提案されてきた。活動基準原価計算 (ABC) やバランスト・スコアカード (BSC) など海外の優れた技法が、わが国企業の実務に導入され、また、原価企画などのわが国の企業で既に実践されてきた技法も研究されて海外へ紹介されるようになった。

90 年代は管理会計のレリバンスを回復するため、理論研究や技法開発が活発に展開された時期と言えよう。

次々に新しい管理会計技法が提案された 90 年代以降、それらの導入の成否は経営者にとっても、管理会計研究者にとっても大きな関心事であっ

た。それゆえ、技法研究とともに、それらが実務へ導入されるときに起こる様々な現象に対する関心も高まり、導入研究が盛んになっていった。

導入研究の意義について、谷(2004)は「理論に適合性があるとする、ギャップがあるのは実務への導入を阻害する要因があるためであり、この阻害要因(導入の成功につながる要因は促進要因)を明らかにすることが、理論先行の管理会計システムの実務における成功・浸透につながる。これが管理会計システムの導入研究に係わる第一の意義である」と述べている。このように導入研究がABCやBSCなどの特定の革新的なシステムの導入前後という比較的短い期間を対象とするの対し、新旧あらゆる管理会計システム・実務における、比較的長期の視点から管理会計システムの変化を研究対象とするものに「管理会計チェンジ研究」がある。

吉田(2003)は管理会計チェンジ研究を「管理会計システム・実務が、なぜ、どのように普及、導入、変更、拒否(中止)されるのかを明らかにする研究」と定義し、それらの研究を次の3つに分類する。第一に、変数間の因果関係を特定することによって管理会計チェンジを説明する構造的パースペクティブ(structural perspective)、第二に、Burns and Scapens(2000)に代表される制度論に基づく制度論的パースペクティブ(institutional perspective)、そして第三に、多くの社会学の領域に展開されているRogers(1962, 2003)の普及論に依拠した普及論的パースペクティブ(diffusion-of-innovation perspective)である。さらに、それ以外の研究方法としてアクター・ネットワーク理論や自己創造理論に依拠した研究群を特筆して取り上げている。

吉田(2004)では、アクター・ネットワーク理論パースペクティブを類型に加えて再分類し、これらのうち、制度論的パースペクティブと普及論的パースペクティブは他の二つに比べて管理会計研究での蓄積は少ないが、主に経時的ケース研究(longitudinal case study)にとって有用であることを指摘している。

吉田(2004)の指摘に基づいて、はじめに、制度論的パースペクティブ、続いて普及論的パースペクティブ、さらに、アクター・ネットワーク理論の影響を受けて行われたMiller(1991)の研究について本論文への応用が

可能か検討する。なお、構造的パースペクティブについては、本章の最後に他の方法と併せて検討することとする。

3.1.1 制度論的パースペクティブ

旧制度派経済学(OIE:old institutional economics)はダーウィニズムの影響を受けたウェブレンらによって形成された経済学一派で、新古典派経済学の流れを汲む、戦後のウィリアムソンらの経済学が「新制度派経済学」と称されるのに対して「旧制度派経済学」と呼ばれている。

ウェブレンは経済学の主流派である新古典派経済学の功利主義的で合理的なホモエコノミクス概念を批判し、経済を累積的因果連関として分析することの重要性を説く。

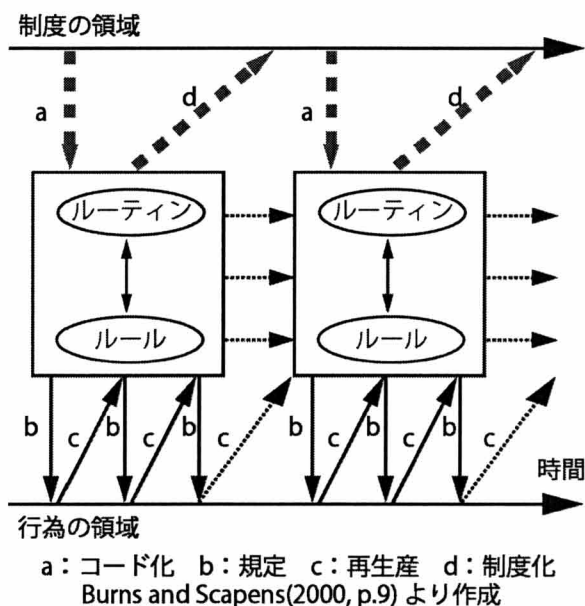
旧制度派経済学の影響を強く受ける Scapens(1994)は、管理会計研究においてコンベンショナル・ウィズダムを形成してきた主流派の経済学における方法論的個別主義や要素還元主義的なモデルを否定し、その延長上に展開される新制度学派経済学ではなく、対極に位置する旧制度派の視点に立つことが、管理会計の実務研究において有用であると述べている。

また、会計を制度化されたルーティンとみなすことによって、複雑で不確実な世界であっても、意思決定や行動を可能にする特定の会計ルールや手続きに基づいた行動を、理解することができると考える。そして、この制度主義的な分析枠組みが、管理会計におけるケース・スタディで有用であると指摘している。

さらに、Burns and Scapens(2000)は、より具体的なフレームワークを示すため、制度を旧制度派経済学で一般的に用いられている定義「集団の慣行や人々の習慣に埋め込まれた、広く行き渡り、変わることはない思考、行為の方法」(Hamilton, 1932)を引用し、制度とは、思考と行為の確立された習慣の生産もしくは再生産を通じて、人々の行動に形式と社会的ー貫性をあたえるものであると説明している。

図 3-1 制度化のプロセス

このような視点に立つ分析方法として Burns and Scapens(2000)はギデنز²¹の構造化理論に部分的に依拠している。かつて、Scapens は Macintosh and Scapens(1990)でギデنزの構造化理論を管理会計研究に援用することを試み、管理会計を意味論、道徳、および権力の様相として捉えることが有用であると述べていたが、Burns and Scapens(2000)では、構造化理論



は管理会計の本質を理解するには有用であるものの、歴史的な時間が組み入れられていないため、変化の過程を探求するには、特に役立つものではないとも指摘している。そこで、Barley and Tolbert(1997)が示したギデنزの構造化理論をもとに制度化のプロセスを描写するフレームワークを変更して管理会計研究に応用し、図 3-1 に示すような彼ら独自の枠組みを提示した。

この図の中で、ルールは公式な手続きの記述であるのに対し、ルーティンは実際に使われている手続きである。ルールは不連続に変化するが、ルーティンは絶え間なく再生産され連続的に変化する。図の上部には制度の領域、下部には行為の領域が示されている。両領域は時を経ることによって累積されてゆく変化のプロセスである。制度の領域での変化のプロセスは行為の領域に比べて長い時間がかかる。

このフレームワークは共時的な要素と通時的な要素を結びつける。即ち、制度は、ある一時点において行為を規定して形成し、また、行為が、時をへて累積的に影響することで、制度を生産または再生産するのである。ここで、図中の a と b は共時的な変化であり、c と d は通時的な変化を示す。

a は制度の原理をルールとルーティンへ変換するコード化のプロセスで、

²¹ Giddens(1984)

組織において「当然だと考えられる制度の原理」の前提を、現在の意義や価値、および権力を示してみせることによって引き出すプロセスである。

b はルールとルーティンの規定のプロセスで、この規定のプロセスでは、行為者が意識的に選択することもあるが、通常は反射的なモニタリングや物事がいかになされるべきかについての暗黙知の適用の結果である場合が多い。

c は反復的行動によるルーティンの再生産で、それは意識的あるいは無意識のうちに行われる。そして d はルールやルーティンの制度化である。

個人の行為を通じて再生産されるルールやルーティンは、特定の歴史的な状況から行動のパターンを切り離し、物事のやりかたをシンプルにすることができるようになる。以上のようなプロセスを経て新しいルールは制度化されていく。

吉田(2004)は Burns and Scapens(2000)の枠組みによる管理会計研究への貢献可能性について、第一に、国内のケース研究では、管理会計システムそのものや企業の実務を淡々と紹介するものが多く、また、国内外を問わずケース研究において何をどのように観察するのかについての定型的なノウハウに乏しいことを指摘し、Burns and Scapens(2000)は経時的ケース研究のためのひとつの概念フレームワークを提供するものであると述べている。

第二に、管理会計システム・実務を、組織のルールとルーティンとみなすことにより、管理会計チェンジを結果としてではなく、むしろプロセスとして探索できる点を上げている。

しかし、管理会計技法の選好の形成や変化などの現象を捉えるには次の2点で限界があると考ええる。第一に、彼らの研究が組織内部の変化の分析に限定されていることである。彼ら自身、主に、社会、経済や政治等の企業外部の事象に焦点をあてる新制度派経済学の会計研究との対比において、企業内部の変化に焦点を当てていることを宣言している。それゆえ、投資意思決定に重要な影響を与える、さまざまな外部のステークホルダーとの関係、会計基準の変化、そして、会計のグローバル化が実務に及ぼす影響などが分析枠組みから外されてしまう。

第二に、制度とパフォーマンスの関係に言及されない点である。行為主体者にとって望ましい変化なのか、そうでないのかは制度の存続にとって大きな要因となるが、このような価値判断については議論の対象とされていない。一企業の中の制度変化におけるケース分析の視点は得られるものの、本論文の研究枠組みとして適用するにはいくつかの問題点を残す。

3.1.2 普及論的パースペクティブ

普及論は、Rogers(1962, 2003)によって提唱されたイノベーションの普及に関する理論である。その後版を重ね、最後となった第5版では、マーケティング、公衆衛生、コミュニケーション学など、既存の普及理論でも特に発展の著しい分野での新しい知見、インターネットや携帯電話などの情報通信技術の普及に関する研究、クリティカルマスや閾値理論などの新しい概念に基づいた普及ネットワークに関する新しい知見などを盛り込み、その応用可能性を一段と広げている。

Rogersの研究の起点は、アイオワ州の農民が新しいアイデアを採用すれば利益をあげられるのにも関わらず、その導入を数年にわたって遅らせていたことに興味をもち、何か経済的な説明要因以外のものが作用していたに違いないと考えて農業イノベーションの普及過程を調査したことにある。その後、Rogersは「普及」をイノベーション類型、採用者の属性、或いは場所や文化の違いを越えた普遍的な過程であると考え、研究を深めていく。

Rogersによると、次に示すイノベーションの5つの特性がその普及速度を規定すると指摘する。それは、①相対的有利性：新たに登場したイノベーションが既存のアイデアよりもよいものであると知覚される程度、②両立可能性：イノベーションが既存の価値観、過去の体験、そして潜在的採用者の現在の必要性和相反しないと知覚される程度、③複雑性：イノベーションを理解したり使用したりすることが困難と思われる程度、④試行可能性：部分的に実験したり、導入したりしてイノベーションを経験しうる程度、⑤観察可能性：イノベーションの結果が他の人たちの目ふれる程

度，である。

これらの特性をイノベーションの受容者の実際の行動傾向に展開して，それらの人々をいくつかのタイプに分類し，普及のプロセスを分析している。例えば，消費者の商品購入に対する態度を，新しい商品に対する購入の早い順から，**Innovators**（革新的採用者）2.5%，**Early adaptors**（初期少数者）13.5%，**Early majority**（初期多数者）34%，**Late majority**（後期多数採用者）34%，**laggered**（採用遅滞者）16%の5つのタイプに分類し，革新的採用者と初期少数者を足した16%を変局点として，新商品の普及が急激に進む離陸ポイントであるとしている。それゆえ，**Rogers**は初期少数者への普及が新製品市場立ち上げの鍵を握ると指摘している。

一方，普及論が初期少数者の掌握を重視するのに対し，**Moore**(1991)は初期少数者だけでなく，その後のメインストリーム市場を攻略するためには初期多数者を一気につかむことが重要であると指摘する。なぜなら，誰も使っていないことが購入動機となるビジョナリーな人々で構成される初期市場と，誰かが使っていることで安心するプラグマティストで構成されるメインストリーム市場との間には越えがたいギャズムが横たわるからであると述べている。

普及理論は，その後の家電等の新製品普及率が **Rogers** の指摘通りの動きとなったことなどから，実務家にも考え方が浸透し，商品の普及に限らず，技術やアイデアの広がりなど，幅広く社会現象の説明に利用されるようになり，社会学，教育学，コミュニケーション学，マーケティングなどで広く応用されている。

本論文の研究枠組みとして普及論を援用することは極めて魅力的である。なぜなら **DCF** 法というイノベーションが日米ともにどうして当初広まらなかったのか，また，両国の普及速度の違いを規定した要因はどのようなものなのかを特定するためのツールが揃っているように思われるからである。ただ，普及論の中心的概念であるイノベーションの受容者の分類については，過去の利用実態調査の個票を入手するか，今回の調査において遡及的に **DCF** 法の導入時期や企業としてのイノベーションの受容態度を特定する質問を設けてデータを入手する等の手段が必要となる。

しかし、前者は情報へのアクセシビリティに問題があり、後者は回答者が企業を代表できる範囲や記憶の限界など主観バイアスの除去の面で分析可能なデータを得ることは極めて難しい。

3.1.3 アクター・ネットワーク理論

本項では、アクター・ネットワーク理論の影響を受けて行われた Miller(1991)の研究をレビューする。アクター・ネットワーク理論は、Latour (1987)や Callon(1986)らによって 80 年代に展開され、伝統的な技術と社会という二分法を避けて、技術や人、社会制度などを同等なアクターとみなし、アクター同士がネットワークを形成する過程を分析することで、現象と理念の両面を説明しようとする研究方法である。

アクター・ネットワーク理論を応用した研究は Miller(1991)も含めて、数多くあるが²²、Miller(1991) が取り扱った英国における DCF 法の普及というテーマは関心の対象が本論文と極めて近い。

Miller は「近年のフィールドスタディーでは『企業を超える』ような会計革新の研究が比較のおろそかにされている」と述べ、DCF 法の普及を「企業を超えた」関係の中でとらえ、その普及のプロセスを社会的コンテキストごとに取り出すことに成功している。

Miller は「どのようにして投資決定のような一般的な問題を提示する特定の方法が自明のものとしての地位を獲得するようになるのか。翻って、どのように一定の計算技法がこれらの問題を解決するのに適切な方法と見なされるようになるのか」を解明するために、「問題化(problematization)」「プログラム(program)」「変換(translation)」「ある距離をおいた行為(action at a distance)」の 4 つの概念装置を設定している。²³

Miller は、この 4 つの概念装置は「特定の問題をつなぎ合わせる時に、ある計算技法が果たす役割をより深く理解するために有用」な方法を提供

²² アクター・ネットワーク理論の会計への応用事例として、吉田 (2003)は Preston *et al.*(1992), Chua(1995), Brier and Chua(2001), Quatrone and Hopper(2001), Mouristsen *et al.*(2001)などを挙げている

²³ 訳語は國部(1999)から引用している

すると述べている

「問題化」とは、社会におけるさまざまな主体や組織や制度の中で特定の問題が形成される動的な状況を意味し、ここでは、1960年代の政府や企業が抱えている個別の問題の認識がなされることを指す。

「プログラム」とは「経済的・社会的生活の特定の局面に関連した問題を改善するための表現・分析・探究に関する理想化されたスキーマ」を意味し、ここでは「経済成長」というプログラムがそれに該当する。第二次世界大戦後英国経済は深刻な不振にみまわれ、「経済成長」が従来の「歳出の均衡」「完全雇用」「インフレの抑制」などの目標に代わって、統治のプログラムとして経済を改善するための理想化された図式を提供するようになった。

次に、「変換」とは「特定の問題や疑問に新しい解釈を与え、人々の思考を、ある特定の方向へ向けること」(*ibid.*, p.738)である。これは、アクター・ネットワーク理論でいうアクターを場に集結させることができる仕掛けに相当する概念装置である。

個別企業における投資決定の問題とマクロレベルの経済成長プログラムの両者の間に「変換」を確立させるものとして DCF 法という計算技法が割り当てられる。しかしながら、Miller はその変換は自動的になされたのではなく、当時の英国政府の「補助金」「自由減価償却」「投資税額控除」などの経済振興策が大きな役割を担ったことを指摘している。このような種々の経済的インセンティブによって企業は投資意思決定において、投資による現金支出と補助金および納税のタイミングを考慮する必要にせまられ、DCF 法はこの問題解決に有効な方法であるとされた。

「ある距離をおいた行為」とは、「特定の地点が、直接的な干渉を与えることなく、距離の隔たった他の地点へ影響を及ぼす能力をもった中心となる可能性を意味する」(*ibid.*, p.738)。経済成長は異質の範囲にわたる主体間に対する多かれ少なかれ一貫した言及点となり、それゆえ、経済成長を達成するためには企業の投資行動に影響を与える必要を感じて、DCF 法による間接的な統治が重要視された。すなわち、「ある距離をおいた行為」とは、政府による私企業或いは国有企業に対する間接的な干渉あるいは方

向付けを意味するメタファーとして使用されており、DCF 法はそのための手段のひとつとして位置づけられている。

Miller が提示した研究方法は國部（1999）が指摘するように、従来の会計研究のようにコンテキストを会計実践の背景として二次的に分析するのではなく、コンテキストそのもののなかに特定の会計実践の形成を可能にさせたメカニズムを求めようとする点で根本的に異なっており、本論文が対象とする比較的長い時間をかけた社会の変化と管理会計技法の普及の関係を記述するには適しているように思われる。

ただし、Miller が用いた方法は機能追求から離れて「なぜ (why)」という問いではなく「どのように (How)」という問いに答えるためにデザインされているため、わが国の回収期間法選好の頑健性などを記述的に研究するには向いているが、本論文が目指す仮説検証型の実証的研究に応用することは難しいと思われる。

3.2 進化論の影響下にある方法論

ウェブレンの進化論的な経済学の見方は制度派経済学の基盤を形成するとともに、同時に、進化経済学の源流のひとつとなっている。Veblen(1898)は、経済学は未だ進化論的科学になっていないと述べ、新古典派経済学の規範的、目的論的アプローチを批判する。

洗練された技法が普及せず、理論的に劣位にある技法が重要な役割を担うとされるわが国の投資意思決定の実務は、まさに進歩と進化を峻別して論ずべき対象のひとつであると言える。

3.2.1 方法論的進化論

藤本(1997, p.136)は、「進歩の結果生まれるものは、安定的に観察されるシステムであって、しかも何らかの目的をもって創造されたとしか考えられないような複雑な構造を持っているシステムである。問題はそれが、意思決定主体が、ある目的にしたがって事前によく練って作った計画を忠実

に実施した結果なのか、あるいはそうではないのか、ということである。ある動態分析を「進化論」と呼ぶべきか否かの分かれ目は、ここにあるといえそうである。」と述べ、「事前的な合理性(ex-ante rationality)」と「事後的な合理性(ex-post rationality)」を分けて分析する。

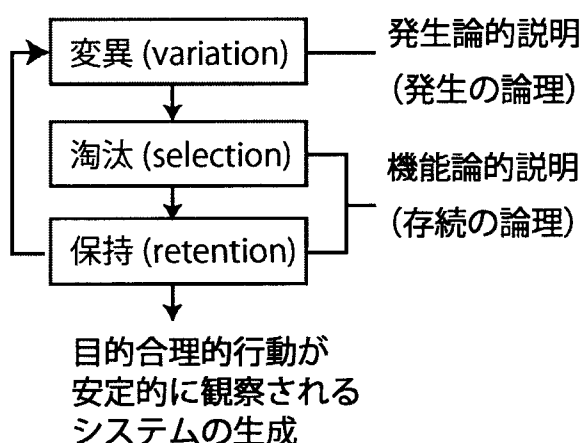
また、「ある時点のある企業において開発・生産システムの安定したパターンが実際に観察されるとき、この観察事実を説明する方法は二つある。なぜそのパターンが出現したかを問うこと（システム発生の説明）と、なぜそのパターンが安定的に存続しているのかを問うこと（システム存続の説明）である」（*ibid.*, p.151）と述べ、「発生の論理（発生論）」と「存続の論理（機能論）」の分離の必要性を主張する。

前者は、ある先行構造が新しい構造（システム）に変異する過程を説明するロジックであり、後者はシステムが安定的に存続する理由を、事後的に因果関係を示して説明するものである。

進化論は変異(variation)→淘汰(selection)→保持(retention)の3段階で、安定的かつ目的合理的なシステムの生成と多様性を説明しようとする(*ibid.*, p134)。このうち、変異は発生論によって説明が可能であり、淘汰および保持は機能論によって説明が可能である。(図 3-2)

このように藤本が提唱する方法論的進化論を管理会計に援用することは、次の二つの利点があると考ええる。第一に、従来の管理会計研究で主に展開されてきた技法の機能論的な分析に加え、企業の中で用いられる優れた技法が創発した過程や、導入されていた技法が形骸化し破棄される過程の分析を発生論的観点から分析することによって、ある時期の企業の投資意思決定を規定した資本予算プロセスに関して、包括的な研究が可能となることである。すなわち、発生の論理に着目することによって、管理会計システム・技法の歴史的経緯がその存続に影響

図 3-2 発生論と機能論



響を与えている場合など、従来の機能論的な分析だけでは見えてこなかった事実を折出できる可能性をもつ。

第二に、目的論的、進歩主義的観点からの離脱によって新たな分析視角が得られることである。これまでの管理会計研究、特に実践的なものほど、理論の完全性を前提として、実務を啓蒙するというスタイルをとるものが多かった。このような研究においては、技法の理論的長所に焦点をあて、実務への導入における当面の普及阻害（あるいは促進）要因の特定などが作業の中心となり、意図せざる結果や怪我の功名的な事柄など、事後的な合理性の発見を見過ごす危険性があった。慎重に目的論的な観点を研究枠組みから外すことにより、なぜその技法・システムが存続するのかについて、より詳細な分析をすることができるようになる。

方法論的進化論は、本論文の研究枠組みとして重要な分析の切り口を提示している。なぜわが国という限られた範囲で企業の回収期間法選好が安定的に観察されてきたのか、なぜこれまであまり注目されることがなかった DCF 法が 1990 年代後半に普及をはじめたのか、発生論的分析と機能論的分析の組み合わせによって約半世紀にわたる変化を立体的に説明することが可能となる。

3.2.2 制度進化パースペクティブ

澤邊(2006)は、管理会計の技法研究と応用研究を総合する枠組みとして、新制度学派組織論の制度理解を進化経済学的視点に結びつけた「制度進化パースペクティブ」を提唱する。

これまでの管理会計技法に焦点を合わせた研究は、管理会計の形式的構造を定式化することで管理会計独自の特徴を明らかにし、管理会計技法間の関係解明にも貢献してきたが、このような技法研究では、管理会計に現実が従うべきであると前提され、経験的事実との関連づけが十分に行われていないことが多く、その結果、管理会計技法が行為（主体）に及ぼす効果や、社会（構造）への影響力が未検証のまま残されてきた。

一方、母学問の方法・理論・方法論に依拠しつつ管理会計現象を対象と

した研究を進める応用研究の目的は管理会計が行為（主体）や社会（構造）にどのような影響を及ぼしているかを解明することであるが、母学問の問題設定から出発しているために、管理会計技法や管理会計システムの中身はブラックボックス化される傾向があり、その結果として管理会計現象の観察から理論の見直しが進められることはあまりない（*ibid.*, p.129）。

しかし、技法研究と応用研究は、異なる次元に存在する二つの実体と過程に基本的に対応した研究であり、相対的な独立性を保ちつつ、高次の枠組みのなかで相互補完的に存在する研究（*ibid.*, p.130）であり、制度進化パースペクティブによってそれらを統一的に理解することが可能となる。

また、発生の論理と存続の論理を峻別し、制度の形式的構造と実質的機能を分離する複眼的視点をもつことも、制度進化パースペクティブの特徴である。

制度はそれが機能しているときには形式的構造と実質的構造の間に安定的な関係が観察されるものの、制度を構成する3要素 {状況, 目的, 手段} のうち一つ以上の要素が、形式的構造と実質的構造の間で異なっている場合はその関係が不安定となる。この関係の崩れに着目することによって、目的のドリフトが生じ導入時とは異なる目的手段関係のもとで管理会計システムが維持されているような状況を分析することができるようになる。

この複眼的視点をさらに具体的に展開するために、澤邊(2006)は、形式的構造の次元にある実体としての複製子、実質的次元にある実体としての相互作用子という概念を導入している。複製子は、生物における遺伝子に対応し、相互作用子は、生物における個体に相当する。この概念を用いて、制度進化パースペクティブが取り組むべき3つの研究分野を示している。

第一に、複製子たる管理会計技法に着目することによって、その構造、複製過程、生成や変異を明らかにするための技法研究である。これまでの管理会計分野で行われてきた技法に関する研究の多くはこの領域に属する。

第二に、相互作用子たる行為主体の間で管理会計技法がどのように影響してきたかの研究であり、組織間管理会計や戦略的管理会計などで研究蓄積がある。

そして、第三に、複製子が相互作用子にどのように発現するのか、その

過程を明らかにする研究であり、社会構築主義に基づく応用研究や、技法の導入研究が一定の貢献を残してきている。(ibid., pp.135-136)

制度進化パースペクティブは、技法研究と応用研究を統合する枠組みを示しており、本論文もまた、技法研究をベースとしながらも相互作用子と複製子の関係を探るものである。

3.2.3 比較制度分析

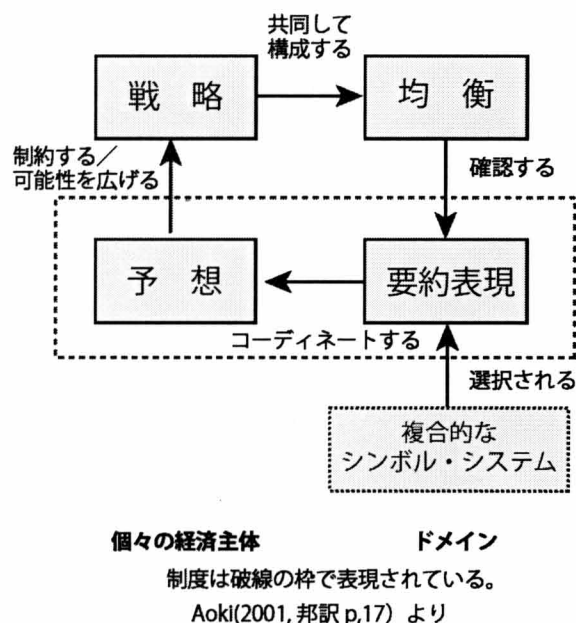
ネルソン(1998)は、進化の理論化について、進化ゲーム理論、非線形動学体系の新しい数学的な著述が想定する理論化、及び変異－淘汰の諸モデルという3つのサブ・グループ或いは学派が区別されると述べている。

そのうち、進化ゲーム理論は、「複数の均衡の可能性が存在し、ゲームのある均衡状態を、他の均衡ではなく、ほかならぬこの均衡を生じさせる動態的過程と結びついた、ある特定の行動類型によって説明することを目的としている」(ネルソン, 1998)と指摘している。

比較制度分析はこの複数均衡を鍵概念として、主に青木昌彦らによって展開されている。比較制度分析は、ネルソンの上記分類のうち、進化ゲーム理論に依拠しつつ、歴史的な制度や国民的な制度の比較を目的とするものである。制度の定義は様々に可能であるが、Aoki(2001, 邦訳 33 頁)は、その分析目的に適うよう、制度の概念を次のように定式化している。

制度とは、ゲームがいかにプレイされるかにかんして集団的に共有された予想(*shared belief*)の自己維持的なシステムである。その実質は、特定の均衡経路の、際だった、不変的な特徴を縮約して表現したもので、ドメイン内のほとんどすべての経済主体たちによって自分たちの戦略選択に関係があると認知されている。そのようなものとして、制度は経済主体達の戦略的相互作用を自己拘束的に統治する一方、不断に変化する環境のもとで彼らの実際の戦略選択によって再生産される。

図 3-3 制度の生成と強化



この、概念化には、制度の「内生性」、
「情報縮約」、「頑健性」、「普遍性」
「複数性」の5つの要素が含まれて
いる。比較制度分析のこれらの特徴
は、動態的な管理会計研究の分析枠
組みとして有用な特性を持つ。「内生
性」「情報縮約」「頑健性」につい
ては管理会計技法の創発や導入から定
着にいたるまでの再帰的因果関係に
基づく歴史的分析のための視点を与
え、「普遍性」「複数性」は共有予想
たる制度が、ある均衡から別の均衡
へ移る仕組みの解明に際し着目すべ

き点を明確にする。

たとえば、前者の観点では、制度の生成と強化について、図 3-3 ような
フレームワークを考えることができる。

今、ゲームが繰り返しプレイされているうちに、各経済主体は自身の経
験から行動選択ルールを、たとえ不完全で縮約された形だとしても、他者
の行動選択ルールに関する主観的認識（予想）に対応した戦略として形成
するようになる。この他者の行動選択ルールに関して抱く予想が維持され
る限り、自分自身が構築した行動選択から逸脱することは得策でないとい
うナッシュ均衡状態がもたらされる。

このような共有予想をもとにした経済主体の戦略選択の結合生産物とし
て、均衡状態の再生産が実現し、その要約表現がさらに強化されるのであ
る。

また、後者の観点は、比較制度分析の体系に取り入れられた重要な概念
の一つである「制度的補完性」を用いることによって実践的な示唆を得る
ことができる。制度的補完性とは一方の制度の存在・機能が他方の制度を
より強固なものにしている関係を言う。

ただし、制度的補完性は制度配置の最適性を意味しないので、複数ある

均衡のうち、歴史的な経路依存性によってたどりついた均衡が、ある経済主体にとってパレート劣位な均衡となっている可能性がある。

このような均衡をもたらした要因は何なのか、また、ある均衡から別の均衡に移るにはゲーム外部の条件がどのように、どの程度、変化するときなのか、さらに、望ましくない軌道にロックインされていると分かった場合、どのようにアンロックすればよいかについても、この概念を用いた分析によって考察することができる。

しばしば見かけられる資本予算における理論と実務の乖離について、

(1) 投資経済性評価技法が行為者に選択の視点を与えるものであると共に、進化の対象でもあるという再帰的因果関係を分析可能であるという点

(2) 均衡をもたらすゲームの外的条件の観察によって均衡の頑健性と別の均衡への推移を予測できる可能性があるという点

(3) 制度的補完性を与える視点に基づいた貸手－借手の関係など、横断的な関係の分析が可能となるなど、比較制度分析は、資本予算プロセスの変化を動態的に分析するために必要な枠組みを備えていると考える。

北尾(2009)では、この比較制度分析のフレームワークを用いて、わが国企業の回収期間法選好がメインバンク・システムとの間でパレート劣位な均衡として存在している可能性について言及した。

3.3 構造的パースペクティブと原因説明図式

本論文は論題が示すとおり、被説明項としてDCF法の普及を、説明項としてコーポレート・ガバナンスの変化を配置しており、この二つの変数間の関係を客観的に把握することを目指している。それゆえ、吉田(2003)の管理会計チェンジ研究の分類に従えば、本論文は構造的パースペクティブに基づく研究に分類される。

一般に、構造的パースペクティブに基づくサーベイ研究は、主として管理会計システムを取り巻く競争環境、組織構造・プロセスなどの特性を独立変数、管理会計システム・チェンジを従属変数とした変数間の因果関係の特定化を意図しており（吉田，2003）、その応用範囲や研究蓄積も豊富で

ある。

多くの先行研究がそうであるように、構造的パースペクティブは、ある事象が「なぜ」変化したかという問いに答えを出すときに有効な分析方法である。本論文が対象とするわが国企業への DCF 法の普及もそのような事象の一つとみなすことができる。ただし、普及が加速した時期は比較的短期間であったものの、それを促進したと思われる諸条件の変化は、数十年かけて緩やかに変化をしてきたものである。従って、検証すべきモデル或いは理論仮説の構築には、歴史的なデータや資料にもとづく慎重な変数の探索が重要となる。

このような歴史的に複雑な因果連関を整理する枠組みとして、本論文は、社会学の分野で使われてきた「原因説明図式」(Katz and Lazarsfeld, 1955) に注目する。ラザースフェルドは、人間が行う諸々の活動に対して、パーソナルな影響がどの程度のインパクトを持っているか調査を行う手順として「原因説明図式」の作成と活用を提案した。

ラザースフェルドの関心は、「一般的態度についてはこれを所与のものとして、あらためて問うことをせず、むしろこれら一般的な意見や態度の基盤の上に、比較的短期的にあらわれる小さな変容」にあり、「いかなる因果要因を追求しようとしているのか、またその因果過程のうち、どの段階をあきらかにしようとしているのかという点を、あらかじめ決めた上で分析にかかる必要がある」と述べている。

一般に、社会事象の考察において厳密な因果関係を言明することは難しく、「原因的な事象の働きにたいしてそこに参加している人間の意思が加わることにより、結果的な事象が当初の予期どおりに決まらないことがありうる。したがって、＜単因－多果＞とか＜等因－異果＞といった発想が成り立ちうるのである。」(新, 2004) このような複雑な社会事象の因果過程を説明するためにラザースフェルトは、「押し＜push＞要因」：ある事象が発生せざるを得ないような客観的な状況、「引き＜pull＞要因」：人々によって目標とされる客観的な条件、「引き金＜trigger＞要因」：押しを顕在化させるきっかけ、そして、「水路づけ＜channelizing＞要因」：トリガーが引かれた後、引きの魅力が現実化してくる通路、の 4 つの位相を設定

する。

新(2005)はこの原因説明図式を人口の都市移住の例をあげて説明する。「あなたはなぜこの土地に移ってきましたか？」と聞くだけでは非分析的で、移住者が前住地を離れた理由「押し要因」と移住者が新しい土地を選んだ理由「引き要因」、さらに災害や経済的危機などの「引き金要因」、親戚の受け入れ態勢や当面の住むところが見つかったなどの「水路づけ要因」などの要因群を見出すことで、実態を説明する分析的な手がかりを増すことができる」と述べている。

3.4 小 括

本章では、ある変化とその変化を引き起こすに至った長い歴史的な変化の蓄積に関するデータをどのように扱い、どのように分析すればよいかについて理解するため、さまざまな方法論についてレビューを行った。

対象となった方法論の母学問は経済学から社会学まで幅広く、また、機能主義－解釈主義のパラダイムを超えて涉猟した。

本章でレビューを行った方法論の中には Miller(1992)のような「どのように DCF 法が普及したか」をコンテクストごと明快に記述できるものや、Rogers(1962, 2003)のように様々な現実の事例に裏付けられた、普及に関する研究枠組みをそのまま援用できそうなものもある。

また、進化論の影響下にある方法論で、しばしば強調される、発生論と機能論の使い分けや、事前と事後の合理性の分離など、変化の分析や理解にとって不可欠な視点もレビューすることができた。

しかしながら、本章でレビューしてきた方法論は本論文の直接的な目的である「なぜ 1990 年代後半になってわが国企業に DCF 法が普及したのか」という問いに答えるためには、方法論上の限界や、その方法論を用いた分析で要求されるデータの入手可能性の関係から、本論文の分析枠組みとしてそのまま適用することがむずかしいと思われるものが多かった。

したがって、本論文では、DCF 法の普及を規定した要因については機能論の立場から経験的データを用いて実証的に分析を進めるが、実証すべき

仮説は、発生論的観点や事後の合理性に留意しつつ、次章で、ラザースフェルトの「原因説明図式」に依拠して導出することとする。

4 章 理論仮説の導出

本章では、投資経済性評価技法の計算構造上の特徴を確認したうえで、わが国企業のコーポレート・ガバナンスの変化を俯瞰し、過去の投資経済性評価技法の普及状況と比較することによって理論仮説を導く。

導出にあたっては、前章で検討した方法論的進化論の観点から「事後合理性」に留意しつつ、分析枠組みとして、「原因説明図式」(Katz and Lazarsfeld, 1955) に依拠した説明を試みる。

4.1 技法の計算構造と資金調達

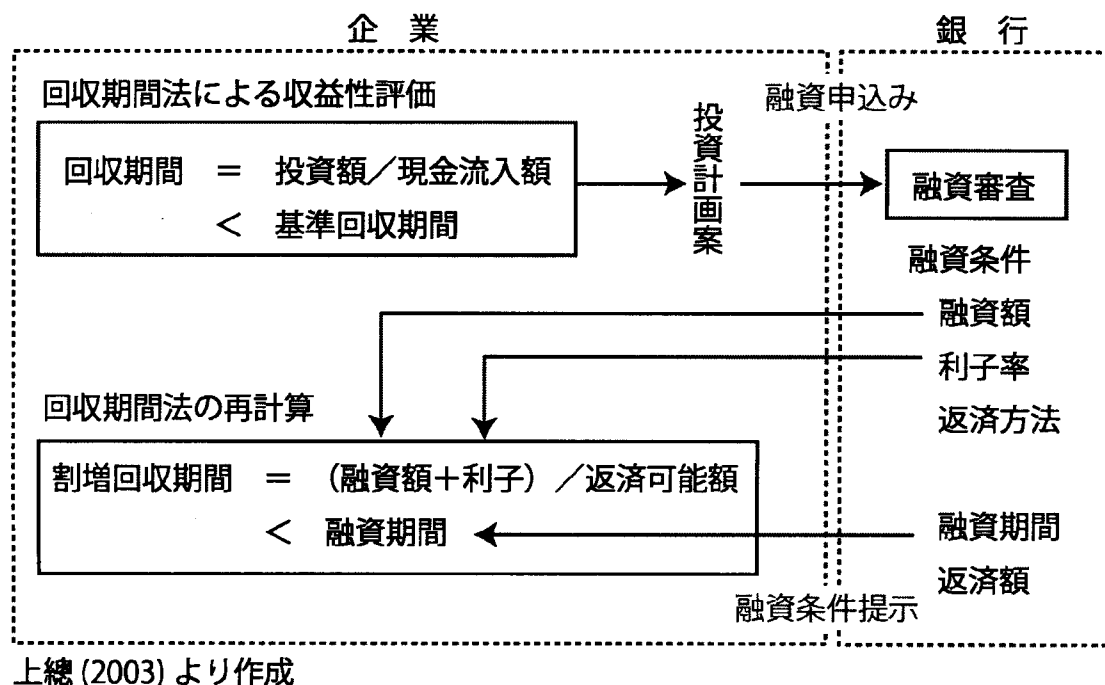
はじめに、回収期間法は高度成長下の銀行借入に資金調達を依存した投資と、DCF 法は株主価値経営と整合性の高いことをそれぞれの計算構造から確認しておきたい。

わが国で現在も主に用いられている回収期間法は DCF 法に比べて理論的に劣位にあると指摘されることが多い。²⁴ 確かに、株主価値最大化が投資の前提となる投資決定論から見ると不合理な点が多い回収期間法も、高度経済成長下のメインバンク・システムのもと協調融資に参加する銀行や、銀行借入による資金調達によって投資しようとする企業から見ると、扱いやすい計算構造を有しているとも言える。

例えば、回収期間法の瑕疵のひとつとされる回収完了後のキャッシュ・フローが考慮されない点については、貸し手である銀行にとって融資期間満了後に投資案件から発生するキャッシュ・フローは銀行の融資意思決定に基本的に無関連であり、それゆえ借り手である企業にとっても資金調達を有利に進めるための情報ではない。

²⁴ 例えば、杉山(2002)は、回収期間法の問題点として次の点を指摘している。①初期投資額を回収した後に発生するキャッシュ・フローが考慮からはずされており、回収期間はプロジェクトの収益性をあらわす指標ではないこと②回収期間の目標数字を如何に設定したらよいかという点に曖昧さが残る③貨幣の時間価値を無視している

図 4-1 割増回収期間法



また、時間価値の無視や、回収期間設定の曖昧性が致命的な欠陥として挙げられている点も、上総(2003)が指摘するように、銀行からの借入によって資金調達を行う企業の投資意思決定の過程で、投資額は「融資額＋利子」として計算しなおされ、また、銀行から提示²⁵された「融資期間」が基準回収期間となる「割増回収期間法」として運用されることで、間接金融体制のもとでの合理的な方法²⁶として回収期間法が主要な投資経済性評価技法として広く実務で用いられていたと考えられる。

特に、投資意思決定が融資期間を基準として決定されるため、高度成長期の旺盛な資金需要のもと、できるだけ短期間で資金を回収して、次の有利な融資（企業から見れば投資）案件に充当することに意義があった時代の経営環境とも整合的であったと言える。

上総(2003)が示す割増回収期間法(PPP)の計算構造を以下に示し、貨幣の時間価値を考慮した NPV 法との関係を確認する。

²⁵ 銀行の融資審査では、企業に融資条件、融資額、利率、融資期間、返済方法、返済額（毎回）、返済総額が提示される（久保田，2008）

²⁶ 上総(2003)は NPV、PI で計算した場合と同様の判定となることを示している

- PPP : 割増回収期間
 I : 初期投資額
 CF_t : 純現金流入額
 n : プロジェクトの耐用年数
 m : 借入年数
 P_t : t 年度の借入金返済額
 c : 資本コスト率
 r : 借入金の利子率

借入金によって投資計画を実行する場合には、利子計算された返済総額が投資額となると考えられる。いま借入金利子を考慮した回収期間法によって割増回収期間(PPP)は次のように算出される。

$$PPP = \frac{\text{融資額} + \text{利子}}{CF} = \frac{\text{返済総額}}{CF} = \frac{mP}{CF} \quad \dots \dots \dots (1)$$

元利均等返済方法の場合、借入返済額は式(2)のようにあらわされ、(1)に代入すると式(3)が得られる。

$$P = \frac{I}{\sum_{t=1}^m \frac{1}{(1+r)^t}} \quad \dots \dots \dots (2)$$

$$PPP = \frac{mP}{CF} = \frac{mI}{CF \sum_{t=1}^m \frac{1}{(1+r)^t}} \quad \dots \dots \dots (3)$$

また、NPVは式(4)で表される。

$$NPV = \sum_{t=1}^n \frac{CF_t}{(1+c)^t} - I \quad \dots \dots \dots (4)$$

ここで、高度成長下の日本企業の自己資本比率の低さを考慮すると「資本コスト率 $c \equiv$ 利子率 r 」と置き換えることが可能で、「投資プロジェクトの耐用年数 $n =$ 借入期間 m 」と置き換えて整理すると、最終的に割増回収期間（PPP）は、

$$PPP = \frac{nI}{I + NPV} \dots \dots \dots (5)$$

が導かれ、分母に NPV(正味現在価値)を含めた形で表現することができる。

一方、米国で主に用いられてきた DCF 法について、Copeland *et al.*(2000) は「投資と、利益を生み出すために必要なその他のキャッシュ・フローを考慮に入れて事業や企業の価値の違いを説明できる。このアプローチは、多くの企業で投資案件の評価に広く用いられており、個々のプロジェクトの集合体である事業に適用するものである」と述べている。

この指摘は、企業の株主価値の評価と個別投資案件の評価の関係を端的に示しており、DCF 法という計算技法によって両者が連結されていることを示している。

今日、投資家による企業評価の基準は、株価収益率（PER）や自己資本利益率（ROE）などの一期間の利益率から、将来を予測する情報に基づく経済的価値にシフト（香取，2009）している。そこで、ここでは、投資家が企業価値を推計する代表的な方法として、長期的な期待キャッシュ・フローを用いる①配当割引モデル(Discounted Dividend Model)と、会計的利益を用いる②残余利益モデル（RI）を取り上げ DCF 法との整合性を確認する。²⁷

① 配当割引モデル

株主にとって株式の保有によって得られるキャッシュ・フローは、保

²⁷ ほかに、前者に属するものとして、割引キャッシュフローモデル、Rappaport の期待投資 (Expectations Investing) モデル、後者に属するものとしてスターン・スチュアート社の EVATM モデルなどがある。

有期間中の配当（インカムゲイン）と第三者に譲渡するときの売却収入（キャピタルゲイン）の合計である。キャピタルゲインも将来の配当と売却収入に依存することになるので、現在の株式価値は、将来にわたって受け取る配当額の割引現在価値となる。

P_0 : 現在の株価

r_e : 自己資本コスト率

D_t : t 期の配当

$$P_0 = \frac{D_1}{(1+r_e)^1} + \frac{D_2}{(1+r_e)^2} + \dots + \frac{D_n}{(1+r_e)^n} + \dots = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{D_t}{(1+r_e)^t} \quad \dots (6)$$

式（6）は、基本的な配当割引モデルを示している。

このモデルはインカムアプローチに基づく資産評価の原型であり、他の企業価値、株主価値の評価モデルは、一定の条件下で配当割引モデルと同値であることを根拠として構築されている。

ただ、将来に渡る配当や配当性向の予測には困難が伴い、それを補うために、割引キャッシュフローモデルや会計的利益を用いた方法が提唱され、利用されている。

② 残余利益モデル²⁸

配当割引モデルを、クリーン・サープラス(clean surplus) 概念を用いて書き換えたものが残余利益モデルである。クリーン・サープラス概念とは、ある期の株主資本はその前の期の株主資本に当期利益から配当を差し引いたものを加えたものに等しいという考え方であり式（7）で表される。

BV_t : t 期末の株主資本簿価

E_t : t 期当期純利益

D_t : t 期配当額

²⁸ 考案者の名前から Ohlson モデルとも呼ばれる

$$BV_t = BV_{t-1} + E_t - D_t \quad \dots \dots \dots (7)$$

(7) を配当 D_t について解き配当割引モデル (6) 式に代入すると,

$$D_t = BV_{t-1} + E_t - BV_t$$

$$\begin{aligned} P_0 &= \frac{BV_0 + E_1 - BV_1 + r_e BV_0 - r_e BV_0}{1 + r_e} + \frac{BV_1 + E_2 - BV_2 + r_e BV_1 - r_e BV_1}{(1 + r_e)^2} \\ &\quad + \frac{BV_2 + E_3 - BV_3 + r_e BV_2 - r_e BV_2}{(1 + r_e)^3} + \dots \\ &= \frac{(1 + r_e)BV_0 + E_1 - r_e BV_0 - BV_1}{1 + r_e} + \frac{(1 + r_e)BV_1 + E_2 - r_e BV_1 - BV_2}{(1 + r_e)^2} \\ &\quad + \frac{(1 + r_e)BV_2 + E_3 - r_e BV_2 - BV_3}{(1 + r_e)^3} + \dots \\ &= BV_0 + \frac{E_1 - r_e BV_0}{1 + r_e} - \frac{BV_1}{1 + r_e} + \frac{BV_1}{1 + r_e} + \frac{E_2 - r_e BV_1}{(1 + r_e)^2} - \frac{BV_2}{(1 + r_e)^2} + \frac{BV_2}{(1 + r_e)^2} \\ &\quad + \frac{E_3 - r_e BV_2}{(1 + r_e)^3} - \frac{BV_3}{(1 + r_e)^3} \end{aligned}$$

項を整理して,

$$P_0 = BV_0 + \sum_{t=1}^{\infty} \frac{E_t - r_e BV_{t-1}}{(1 + r_e)^t} \quad \dots \dots \dots (8)$$

が得られる。ここで $r_e BV_{t-1}$ は資本コスト, E_t は当期純利益であるから $E_t - r_e BV_{t-1}$ は, 将来の利益から資本コストを控除したあとの残余利益となり, その合計の現在価値と現在の株主資本の簿価を合計したものが, 現時点の株式価値となる。

会計的利益のほうが配当やキャッシュ・フローを用いた評価よりも株価

説明力が高いことが実証研究から知られている²⁹が、このように、会計的利益を用いる方法も基本的に DCF 法と計算構造が同じ配当割引モデルから展開されており、DCF 法による投資経済性評価は株主価値重視経営と計算構造上整合性がとれている。

4.2 金融システムの変遷とコーポレート・ガバナンス

社会科学が扱う事象は、絶えず新しく発生する諸変数も含めて、経験的に裏付ける具体的な作業をするために、自然事象の測定過程とは違って、前段の理論的な論議や手続きを無視できない。(新, 2004)

ここでは、わが国の企業が DCF 法を実務で用いるようになった変化を「原因説明図式」の枠組みを用いて考察し理論仮説の導出を試みる。

4.2.1 回収期間法選好の形成

1955 年から 1973 年のオイルショックまでの高度成長期、日本経済は年率平均 10% という驚異的なスピードで成長した。資金需要は極めて旺盛であったが、戦後の脆弱な経済基盤を憂慮した政府は、外国による経済支配を恐れて外資の導入を統制した。当時、企業の内部留保も少なく、個人資産もリスクを引き受けることができるほどの水準にはなかったので、限られた資本を、市場を介さずに成長セクターに割り当てるための金融システムの構築が必要であった。

そこで政府は、個人の貯蓄が銀行を通じて企業に流れるよう誘導することで、銀行中心の間接金融システムを構築していった。

例えば債券市場では、投資家保護を目的に債券発行に際して「適債基準」と呼ばれる規制に加えて、有担保起債が原則となった。また、戦後の外貨の枯渇を背景として外国為替取引は原則的に禁止された状態であったため、実質的に企業の資金調達の選択肢は銀行借入をおいてなかったと言える。

²⁹ Penman and Sougiannis(1998)は 1973 年から 1990 年のアメリカ企業のデータをもとに、発生主義利益に基づくモデルの優位性を示している

その結果、高度成長期、ほとんどの年で企業による外部資金調達の 60% 超を銀行が供給する³⁰という状況が続く。

星・カシャップ (2006) は、企業の資金調達の形態を金融負債残高の観察から「この時期、銀行借入が投資の少なくとも 70% を賄っていたことがわかる。株式による調達は、10% から 20% にのぼり、銀行借入の次に多かったが、これらのほとんどは既存株主への割当だったと思われる。社債は、海外での発行を合わせても負債の 5% 以上になることは稀であった」と分析している。

このような、資金調達における銀行の役割の増大と共に、メインバンクによるコーポレート・ガバナンスが確立されることになる。³¹ メインバンクは、単に、他の銀行との協調融資の際に主幹銀行となるばかりではなく、業績悪化時の救済など最終的な企業のガバナンスをも司るため、系列金融システム内の企業内部の意思決定に大きな影響を及ぼしていたと思われる。

それゆえ、銀行がもつ規範、例えば、回収期間の長短による投資判断は「金融機関が与信を行う場合に最も一般的に利用する基準」で「企業としてもこうした金融機関の考え方にほぼならって」(久保田, 2008) 回収期間法が実務における主要な投資計算技法として必然的に普及していったと考えられる。

この時期の豊富な投資機会と旺盛な資金需要は、回収期間という概念で資本回転率を重視する回収期間法の計算構造が採用の直接的な動機（事前の合理性）となって普及したと思われるが、資金調達の大部分を銀行借入に依存せざるを得ない企業にとって、投資効率の良否にも増して資金調達の成否が重要であり、特に、メインバンクがガバナンスに強い影響を与える企業では、金融機関が欲する情報を優先して投資意思決定に用いる方が借手企業にとって有利であったと思われる。

したがって、回収期間法は、たまたま間接金融の貸手の視点を良く反映していたものであったため（事後的な合理性）、このような資金調達環境

³⁰ 日本銀行、資金循環表より

³¹ Aoki and Patrick (1994), Sheard (1994), Hoshi, Kashyap and Scharfstein (1990), Kaplan (1994) など

下において、わが国企業の頑健な回収期間法選好が生まれたのではないだろうか。

4.2.2 金融自由化とガバナンスの空白 ー押しの要因ー

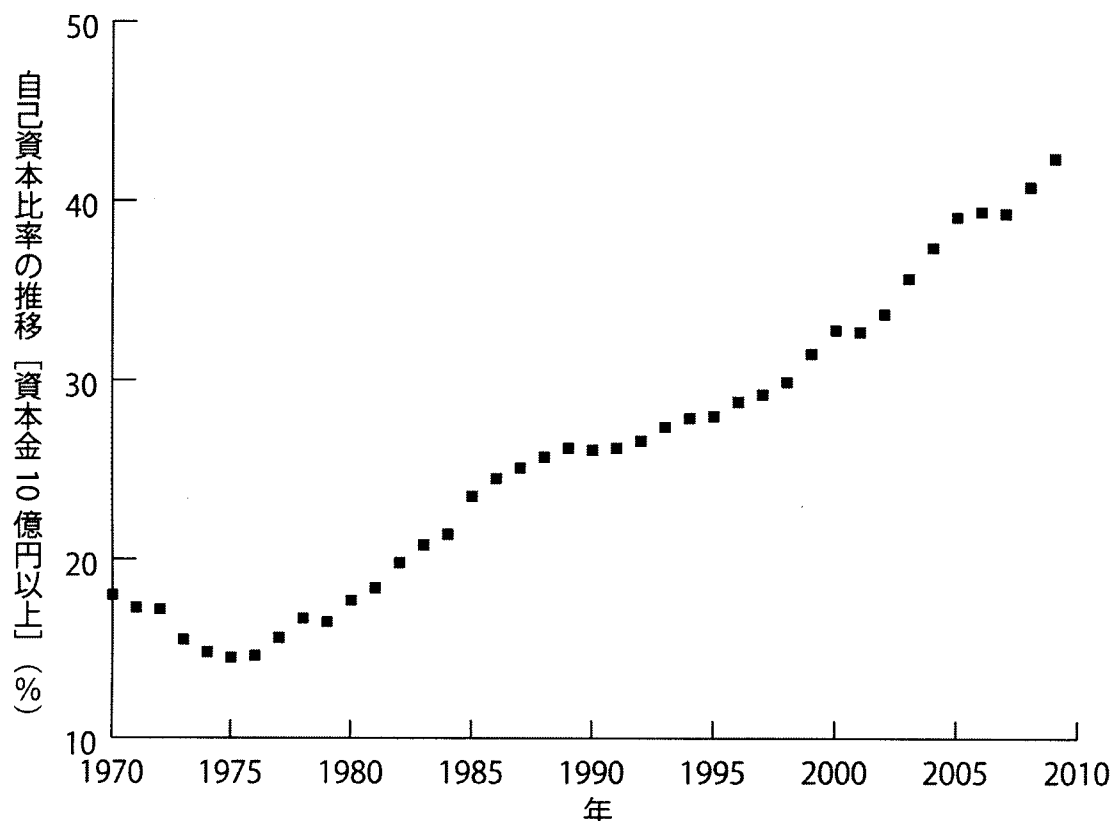
間接金融体制がうまく機能して日本経済が高度成長を続けていた 70 年代前半、二つの外的ショックを契機として日本はその金融システムを緩やかに変え始める。

1971 年のドルと金の交換停止（ニクソンショック）と、1973 年の第四次中東戦争を契機とする石油輸出国機構加盟国による原油公示価格の大幅な値上げ（石油ショック）により景気は大きく後退し、公共事業や社会保障費が大きく膨らんで財政が悪化した。1975 年には 10 年ぶりに公債特例法が制定され、以降 1989 年まで赤字国債を発行し続けることになる。

政府は家計貯蓄を国債の受け皿として期待し、未発達であった債券市場を機能させるために自由化を実施した。適債基準と有担保原則は徐々に緩和され、ワラント債、譲渡性預金、コマーシャルペーパーなどの新しい金融商品も導入された。これまで実需に限られていた外国為替取引も 1980 年に大幅な規制緩和が実施された。

しかし、経済が一旦安定成長軌道に乗りはじめると内部留保の蓄積も進んでゆき、さらに 1985 年のプラザ合意に端を発する低金利政策は株高をもたらして、エクイティ・ファイナンスが盛んに行われるようになった。

日本企業にとって規制の緩い海外の債券市場は魅力的で 1983 年には海外での社債発行が社債発行総額の 50%を超えるようになった。また、従来額面発行が一般的であった株式による資金調達でも、70 年代前半より時価発行が一般的となる。一方、企業の自己資本比率は豊富な投資機会と限られた資金調達選択肢のため 1970 年代半ばには 15%を切るまでに低下したが、図 4-1 で示すように、その後は継続的に自己資本比率が向上し企業の資本構成は大きく変化していった。

図 4-1 自己資本比率の推移 ³²

このように、緩やかに進んだ金融自由化に伴う企業の資本構成の変化は、企業の投資意思決定を、内部留保や直接金融を前提とした枠組みに変え DCF 法の普及に向かう「押し」の要因と位置づけることができる。

しかしながら、1970 年代後半から 1990 年代はじめにかけて実施された投資経済性評価技法の利用実態調査で正味現在価値法 (NPV) や内部利益率法 (IRR) などの DCF 法に分類される技法が、自己資本の増加と歩調を合わせて普及した明確な形跡は見られず (図 1-1)、資金調達の源泉に関わりなく DCF 法の計算構造自体に企業にとって採用の動機となる事前の合理性が無かったものと思われる。

1980年代、大企業はますます銀行借入依存度を低下させてゆき、第2章で見たように、メインバンクによる経営のモニタリング機能が失われてゆくが、それを代替する新しいガバナンスの仕組みが意識され始めるには、

³² 法人企業統計年報より作成

1990年代半ばにはじまった株式持合いの解消まで待たなければならない。³³

この間の資金調達手段と投資経済性評価のねじれは、わが国企業特有の「理論的に劣位にある回収期間法選好」として、多くの資本予算研究者の興味を引き、議論が重ねられてきた。

4.2.3 株主価値経営の台頭 ―引き金、引き、水路づけの要因―

わが国企業の株式持合が広まった背景は、1964年、OECDに加盟時の資本の対外取引自由化の要請にさかのぼることができる。外国資本による乗っ取りに危機感を高めたわが国企業は、取引上関係の深い企業や金融機関との間で株式の相互保有を進めていった。その結果、企業間での株式持合い比率や金融機関保有比率が1960年代半ばから1970年代前半にかけて急上昇していった。その後、資本構成が変わり、メインバンクによるモニタリングの役割が低下した後も、1990年代中盤以前は持合株式比率が顕著に減少することもなかったので、株主から経営者への圧力が高まらなかったことが示唆される。³⁴

1990年代はじめに起こった資産価格の下落と信用収縮は、多くの事業会社や金融機関を破綻させた。既に、銀行借入依存度が低下していた企業にとって、もともと利益率の低い持合株式に、もはや資金を留めおく理由がなく、1990年代中頃から、それら売り切って利益を確保し、より効率的な運用や喫緊の課題解決に資金を回す傾向が顕著になってきた。³⁵

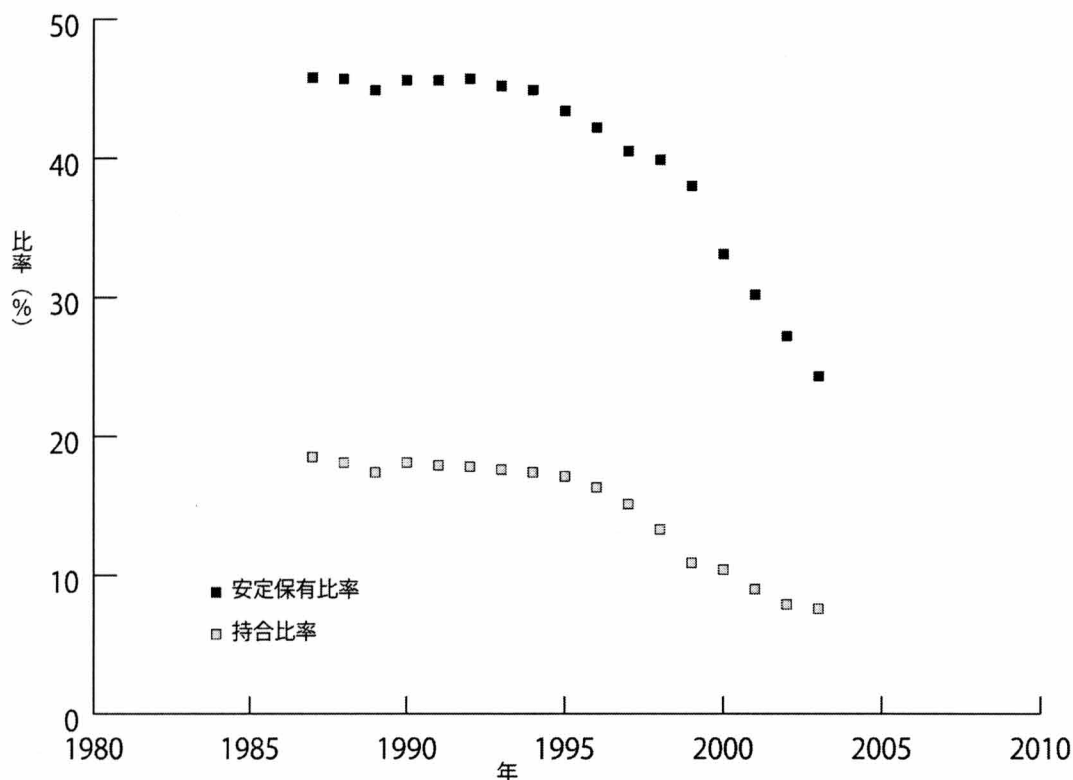
一方、銀行を取り巻く経営環境も一層厳しさを増してゆく。全国平均全用途の地価はピークを記録した1991年から2001年までの10年間で毎年平均10%を超える割合で下落し続け、暴騰した不動産を担保にした甘い審査で融資を行っていた銀行は、巨額の不良債権を抱えることになった。

こうして図4-2のように1994年には株式市場全体で17.4%あった持合比率が2003年には7.6%まで低下した。

³³ 岡部（2008）

³⁴ 岡部（2002）はこの間の、経営者がフリーハンドで動ける状況を「ガバナンスの空白」と表現している

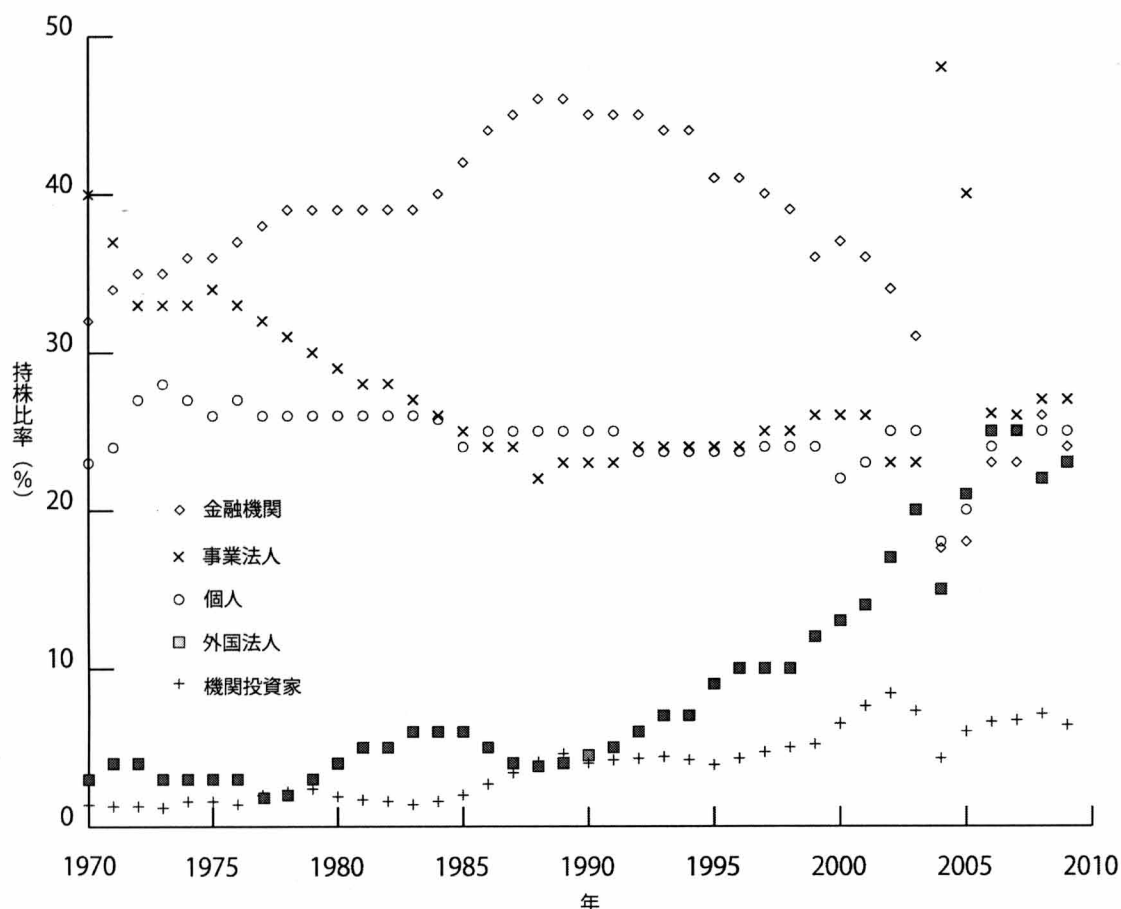
³⁵ Scher(1999)、ニッセイ基礎研究所(2000)など

図 4-2 株式持合解消の進展 ³⁶

東京証券取引所株式分布状況調査（図 4-3）から、金融機関から放出された株式のほとんどは外国人投資家、国内の投資信託、年金信託などの機関投資家及び個人投資家によって取得されたと推測される。

資本構成の累積的な変化＜押しの要因＞は、この株主構成の変化が＜引き金＞となり、わが国企業の意思決定のパラダイムを大きく変えることになる。同時に、持合株式の解消によって低利回りの持合株式から脱却し、効率的な資金運用によって外国人投資家や機関投資家による投資を呼び込むことができる。その結果、債券格付や株価上昇のメリットを享受し、グローバル化が進む市場からの資金調達が有利になるという＜引きの要因＞が鮮鋭になっていった。

³⁶ ニッセイ基礎研究所(2005)より作成

図 4-3 株式分布状況推移³⁷

一方で、従来の企業同士による緩やかな相互監視と異なり、保有比率を高めた外国人投資家や機関投資家は、ROEなどの収益性指標や株主価値の向上に敏感で、経営情報の詳細で自発的な公開を重視し、もし、経営に対して不満であれば単に退出(Exit)するだけではなく、具体的に発言(Voice)する、即ち株主としての権利行使を厭わない傾向がある。³⁸

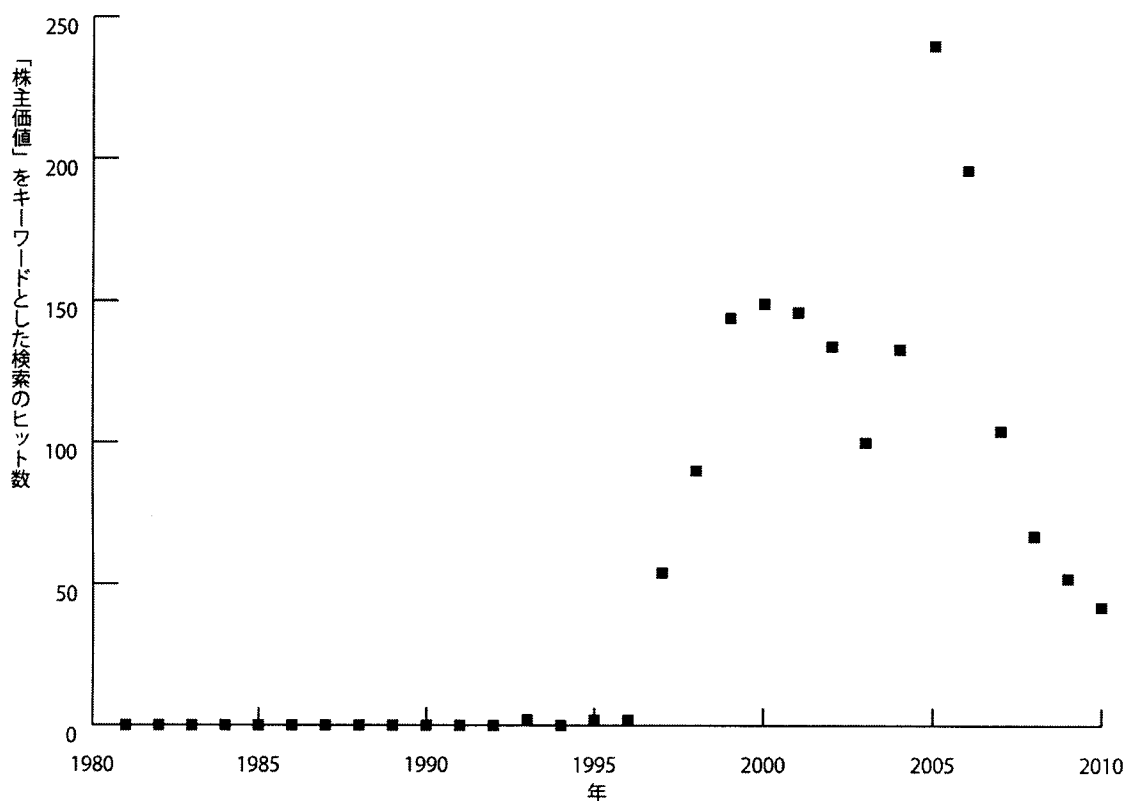
その極端な例が買収で、1999年の国際デジタル通信(IDC)に対するTOBや、2001年以降のM&Aコンサルティング³⁹など、一連の企業買収の動きは経営者に株主価値を一層意識させるきっかけとなった。

³⁷ 東京証券取引所株式分布状況調査(単元ベース)長期統計より作成

³⁸ 第2章第3節のレビューを参照されたい

³⁹ 一般に村上ファンドとして知られる

図 4-4 記事キーワード検索「株主価値」ヒット数推移 40



同様に、1993年の商法改正により、株主代表訴訟の訴訟費が損害補償請求金額にかかわらず一律 8200 円に引き下げられると株主代表訴訟件数が急増するなど、株主によるモニタリングの存在を経営者に強く印象づける事件が増えた。

図 4-4 は「株主価値」をキーワードにした日経テレコムによる日経 4 誌を対象とした検索結果ヒット件数推移である。この図から、1990 年代後半あたりから株主価値についての急激な関心の高まりを見ることができる。

このような世論の関心の高まり、時代の雰囲気によって＜水路づけ＞されながら、新しいコーポレート・ガバナンスの規範に整合するよう経営者の投資経済性評価技法の選好に変化が生じたのではないだろうか。

40 日経テレコムによる日経 4 誌（日本経済新聞、日経産業新聞、日経 MJ（流通新聞）、日経金融新聞）を対象としたキーワード検索の結果より作成

4.3 小 括

本章では、わが国企業の投資経済性評価技法としてこれまで実務で用いられることの多かった回収期間法と、近年、ようやく普及がはじまった DCF 法の計算構造上の特徴を確認し、回収期間法は間接金融体制下のメインバンク・システムと、DCF 法は株主価値重視経営と整合的であることを確認した。

その上で、ラザースフェルトの「原因説明図式」に依拠して、DCF 法が普及してきた歴史的経路を整理した。

高度成長期の間接金融体制下で、わが国企業の回収期間法選好が形成されていったが、やがて緩やかな金融自由化と企業の内部留保の蓄積によってメインバンクの影響が大きく低下するほど資本構成が変化した＜押しの要因＞後も、株式持合は継続されたために経営者が直接、外部の株主のモニタリングを受けることはなく、企業は敢えて DCF 法を導入するインセンティブを持たなかった。

しかし、1990 年代初頭の資産価格の暴落と続く長期不況、さらに時価会計の導入は企業に持合株式を保有することによるリスクを認識させるとともに、低利回りの持合株式を売り、より効率的な投資に切り替えることで高い株価や信用格付を得ようとする動き＜引きの要因＞が顕著になり、90 年代半ばより株式持合の解消が加速されていった。

放出された株式は外国人投資家や国内の機関投資家が取得し、この株主構成の変化が＜引き金＞となって、企業は株主価値重視の経営に舵を切り、長引く不況による日本的経営への懷疑と株主価値への社会的関心の高まりによって＜水路づけ＞られて、投資経済性評価も株主価値の評価方法と計算構造が同じ DCF 法を多用するようになる。

ラザースフェルトの原因説明図式では「動力因」だけでなく「機会因」(occasional causes)も重要な役割を果たす。特に、1990 年代後半の変化を説明するうえで、「引き金」となった持合株式の解消にともなうコーポレート・ガバナンスの変化は重要な役割を果たしており、この「機会因」を

中心に投資経済性評価技法の計算構造を鑑みて、理論仮説を次のように設定する。

理論仮説

わが国企業における DCF 法の普及は、ガバナンス構造の変化によるものである。

上記理論仮説を経験的に検証するために、第 5 章では質問票調査による実査の設計について述べ、第 6 章では、検証可能な複数の作業仮説を設定して検証結果を示す。また、上記理論仮説は、本章で見てきた因果連関を一文に要約したものであり、作業仮説の設定及び検証結果の解釈は、この理論仮説の導出過程を参考にしながら行われる。

5 章 実査設計と記述統計

本章では前章まで議論してきたリサーチ・クエスチョンを解決するため実施した実態調査の概要と調査で得られたデータの記述統計を記載する。

5.1 実査設計

5.1.1 調査対象の選定

従来、資本予算論の研究対象は設備投資に焦点があてられることが多く、それゆえ実態調査も製造業に限られることが多かった。しかしながら、近年、海外拠点展開や企業買収など、企業の事業構造を大きく変えるための戦略的な投資が重要性を増しており、製造業だけでなく非製造業にとっても重要な意思決定を伴う投資案件となっている。また、これらの投資は、概して巨額な支出を伴い、その成否は内外のステークホルダーの利害に直結している。

したがって、本調査では、過去の実態調査との比較可能性を保ちつつ、関心の範囲を製造業の隣接領域に広げて、1次産業、2次産業、及び2次産業に分類される⁴¹こともある「電気・ガス業」、ハードとソフトの補完関係など2次産業との連関が深い情報記録物製造業を含む「情報・通信業」を調査の範囲とした。また、本論文では「ガバナンス構造の変化」が重要な役割を担うので、上場企業⁴²に限定している。

投資の影響がセグメントのレベルにとどまるものなのか、コーポレート全体に及ぶものなのかによって、意思決定のプロセスに大きな違いがあることが予想されるため、質問票の冒頭に、調査の対象となる「重要な投資」について「代表権のある役員以上が最終決裁を行う、将来の収益を期待し

⁴¹ Clark, C.G.(1951)による分類

⁴² 今回の調査では東証1部上場企業を対象とした

た費用の支出」と定義した。

一般に、このような重要事項の意思決定は、内部統制の観点から明確な規程が作られ、代表権者の専決事項ではなく、取締役会等での合意・承認が必要な場合が多い。ただし、企業によって牽制の方法と程度に差があること、また、セグメントレベルに影響がとどまる投資案件を排除することが目的であることなどから、上記の表現を採用した。

この定義にあてはまる投資の種類は設備投資、研究開発、企業買収、海外拠点展開の為の投資、不動産・金融商品の取得など多岐にわたる。本来であれば、それぞれの投資種別に応じて質問項目を編成すれば回答の精度をあげることができるかもしれないが、考えられる分類の数だけ同じ質問を繰り返すことは現実的でない。したがって、今回の調査では、対象となる投資の種別と決裁の頻度の把握にとどめ、質問も投資全般に関する項目に限定している。

5.1.2 実務家による事前検討

調査の実施に先立ち、調査の構成概念妥当性を担保するために、東証1部上場企業の経営企画部門、研究企画部門の管理職、投資会社の貸付実務経験者など7名で、質問票項目のレビュー及びパイロット・テストを実施し、質問の意図の明確性、ワーディング（理解できるか、誘導の可能性がないか）、配列（キャリーオーバー効果）に問題がないかを検討してもらい、その結果を質問票に反映した。

5.1.3 調査票送付と回収

東洋経済新報社「会社四季報 2011 年 1 集」より、東証 1 部上場企業のうち、サービス業、不動産業、金融・保険業、商業及び運輸を除く、1046 社を対象に郵送質問票調査を実施した。ダイヤモンド社「会社職員録全上場会社版 2011」を参考に経理・財務部門或いは経営企画部門を統括する責任者と見られる方、人名が特定できない場合はダイヤモンド社「組織図・系統図便覧全上場会社版 2011」より本調査の対象として適当と見られる組織宛てに送付している。

内容は、質問票、返信用封筒、及び回答用 EXCEL ファイルを格納した CD-ROM を同封し、2011 年 1 月 3 日に神戸中央郵便局より調査対象各社に発送した。2011 年 1 月 31 日を締め切りとし、2 月 12 日迄に 177 社から返送いただいた。そのうち分析可能な有効回答は 172 件であった。内訳は表 5-1 の通りである。回収率は 17.1%、有効回答率は 16.4%であり、直近の同種の調査⁴³と比べて高い有効回答率を得ている。

表 5-1 返信方法と有効回答

	メール添付	郵 送	合 計
返信数	51 (28.8%)	126 (71.2%)	177
有効回答数	51 (29.7%)	121 (70.3%)	172

回収率 17.1%、有効回答率 16.4%で、無効回答の内訳は、回答拒否の連絡(2)、社名の記載が無いもの(2)、複数ページが白紙のもの(1)である。

5.1.4 標本の概要及び非回答バイアス

表 5-2 に回答者の職位ならびに所属部門を示す。本調査の対象となる「重要な投資」を「代表権のある役員以上が最終決裁を行う将来の収益を期待した費用の支出」と定義したため、高い職位の方に直接回答いただいた。

⁴³ 篠田(2010a)では回収率 10.12%、清水・田村(2010a-d)では回収率 11.7%となっている

表 5-2 回答者の職位と所属部門

部 門	職 位				合 計
	取締役・役員	本部長	部 長	その他	
経理・財務	17	2	39	38	96(55.8%)
経営企画	3	1	8	20	32(18.6%)
その他	24	3	5	12	44(25.6%)
合 計	44(25.6%)	6(3.5%)	52(30.2%)	70(40.7%)	172(100%)

回収された標本の主要な企業情報の分布は表 5-3 の通りである。

表 5-3 回収企業の主要企業情報の分布

	平均値	標準偏差	第 1 四分位	中央値	第 3 四分位
創業年	1949	25	1935	1948	1960
総従業員数	2,880	5,361	624	1,292	2,587
資本金(百万円)	39,727	111,815	5,000	10,951	25,038
売上高(百万円)	500,651	1,302,123	46,834	108,526	325,724
財務レバレッジ	2.48	1.32	1.60	1.98	2.93

調査の内部妥当性を高めるため、回答企業と非回答企業の間で今回の仮説検証に必要な諸特性に顕著な差がないか確認した。企業規模比較の為の項目として「資本金」、今回の仮説検証で重要な意味を持つ財務構成の指標として「財務レバレッジ」、理論仮説の導出に歴史的経緯や経時的なデータを用いているため「創業からの年数」について検証した結果、表 5-4 で示すように回答企業の規模にやや大きい傾向が見られるものの、どの指標にも大きな差異は見られなかった。

表 5-4 非回答バイアスの検定

	企業	平均値	平均の差	t 検定 (Pr > t)	Wilcoxon 検定 (Pr > Z)
創業からの年数	非回答	63	1	0.823	0.996
	回答	62			
資本金(百万円)	非回答	27,964	11,763	0.185	0.094
	回答	39,727			
財務レバレッジ	非回答	2.62	0.14	0.265	0.254
	回答	2.48			

さらに、業種別の有効回答率のバラツキも表 5-5 に示している。石油・石炭製品で高く、ガラス土石製品、精密機器で低いものの全般的に 10～20%前後の有効回答を得た。

表 5-5 業種別の回収率と適合性検定

業 種	有効数	送付数	有効回答率
水産・農林業	1	5	20.0 %
鉱業	1	7	14.3 %
建設業	23	95	24.2 %
食料品	9	64	14.1 %
繊維製品	6	41	14.6 %
パルプ・紙	2	11	18.2 %
化学	21	120	17.5 %
医薬品	6	35	17.1 %
石油・石炭製品	4	9	44.4 %
ゴム製品	3	11	27.3 %
ガラス・土石製品	1	29	3.4 %
鉄鋼	7	35	20.0 %
非鉄金属	5	24	20.8 %
金属製品	7	36	19.4 %
機械	10	121	8.3 %
電気機器	22	156	14.1 %
輸送用機器	13	62	21.0 %
精密機器	1	25	4.0 %
その他製品	7	46	15.2 %
電気・ガス業	3	17	17.6 %
情報・通信業	20	97	20.6 %
合 計	172	1046	16.4 %

<適合度検定> $\chi^2=19.110$, 自由度 = 20, Pr = 0.515

5.2 記述統計

この節では、調査結果の記述統計を記載する。これらの中には次章以降の経験的検証には用いられないもの、将来、国際会計基準導入後の投資意思決定様式の変化を検証するために設けられた事前質問の要約も含まれている。

過去約半世紀にわたり不定期ながら、わが国で行われた実態調査の結果は企業の投資意思決定の通時的な変化を分析する上で貴重なデータベースを構成している。したがって、本調査においても、過去の調査結果との比較可能性を担保するために、質問項目、尺度構成などをできるだけ揃えている。

表 5・6 経営に際し特に重視している指標

経営指標	度 数	応答別の割合	ケース別の割合
EVA®派生の経済指標	17	2.6 %	10.0 %
ROE(株主資本利益率)	73	11.0 %	42.9 %
ROA(総資産利益率)	58	8.7 %	34.1 %
DOE(株主資本配当率)	10	1.5 %	5.9 %
FCF(フリーキャッシュフロー)	73	11.0 %	42.9 %
EBITDA(金利・税金・償却前利益)	21	3.2 %	12.4 %
営業利益	138	20.8 %	81.2 %
当期利益	61	9.2 %	35.9 %
売上高	96	14.5 %	56.5 %
売上高成長率	42	6.3 %	24.7 %
総資本回転率	6	0.9 %	3.5 %
市場占有率(シェア)	37	5.6 %	21.8 %
その他	32	4.8 %	18.8 %
合 計	664	100.0 %	390.6 %

表 5-6 からは伝統的な売上高，営業利益に加え ROE(株主資本利益率)など株主価値に係わる指標を重視する企業が多いことがわかる。その他の項目の記述欄では，経常利益(率) (6 社) とともに D/E レシオ (6 社)，自己資本比率 (5 社) など資本構成に関する指標もあげられた。

表 5-7 経済性評価技法の利用状況

経済性評価技法	利 用 状 況					
	いいえ	稀 に	しばしば	大 抵	常 に	利用率
ROI	28.1 %	23.4 %	18.7 %	18.7 %	11.1 %	71.9 %
回収期間法(PP)	16.8 %	18.6 %	15.6 %	26.3 %	22.8 %	83.2 %
割引回収期間法(DPP)	33.9 %	19.9 %	21.6 %	16.4 %	8.2 %	66.1 %
正味現在価値法(NPV)	35.9 %	15.9 %	17.6 %	17.1 %	13.5 %	64.1 %
内部利益率法(IRR)	50.9 %	15.0 %	10.8 %	11.4 %	12.0 %	49.1 %
リアル・オプション(R/O)	91.0 %	7.2 %	1.8 %	0.0 %	0.0 %	9.0 %
その他	91.9 %	3.5 %	0.6 %	0.0 %	4.1 %	8.1 %

表 5-8 複数の経済性評価技法の相互関係

	ROI	PP	DPP	NPV	IRR	R/O	その他
ROI	123	101	92	89	65	13	13
PP	101	139	89	80	60	13	13
DPP	92	89	113	91	66	14	11
NPV	89	80	91	109	72	15	10
IRR	65	60	66	72	82	12	7
R/O	13	13	14	15	12	15	2
その他	13	13	11	10	7	2	14

表中の数値は度数

表 5-9 最も重視する経済性評価技法

複数の技法を併用しない	35.7 %
複数の技法を併用する	64.3 %
最も重視する経済性評価技法	
ROI	17.5 %
PP	28.2 %
DPP	15.5 %
NPV	15.5 %
IRR	13.6 %
R/O	0.0 %
その他	9.7 %
合 計	100.0 % 100 %

表 5-7, 表 5-8, 表 5-9 は, 重要な投資の経済性評価の際に用いられる技法についての調査結果である。正味現在価値法 (NPV) の利用率が 64.1% と過去の同様の調査の中で最も高いことが特筆される。また, 近年の調査では割引回収期間法 (DPP) を回収期間法 (PP) から分けて集計することが多くなったが, 正味現在価値法と同様に 66.1%と過去の調査と比べて最も高い利用率を示している。

表 5-10 で示すように, 重要な投資案件の決裁手続きは, ほとんどの企業で明確になっており, 半数の企業が事前に評価するための専門の部署をもっている。

表 5-11, 表 5-12 は非財務情報の利用状況をまとめている。財務情報だけで投資意思決定を行う企業は 3.5%に過ぎず, 多くの企業は, 投資意思決定に際して, なんらかの形で財務情報と非財務情報を併用している。また, 投資経済性評価結果の精度に対する不安とともに, 投資経済性評価の意義が相対的に低い, 戦略的な観点からの投資が多いこともうかがわれる。

表 5-10 決裁手続きと評価専門の部署

重要な投資案件に関して	
決裁手続きが明確である	98.3%
事前に評価するための専門の部署をもつ	50.3%

表 5-11 非財務情報の利用度合い

非財務情報利用度合い(単独選択)	度数	有効%	累積%
財務情報だけで決定する	6	3.5 %	3.5 %
財務情報を優先し非財務情報を参考にする	47	27.3 %	30.8 %
財務情報と非財務情報を同等に参考にする	87	50.6 %	81.4 %
非財務情報を優先し財務情報を参考にする	9	5.2 %	86.6 %
非財務情報だけで決定する	0	0 %	86.6 %
案件によって異なる	23	13.4 %	100 %
合 計	172	100.0 %	

表 5-12 非財務情報を利用する理由

非財務情報利用理由(多重回答)	度数	応答別の割合	ケース別の割合
経済性評価に必要なデータが入手できないことが多い	38	14.8 %	23.5 %
経済性評価をしても当初の想定通りにならないことが多い	81	31.6 %	50.0 %
経済性評価の結果が実感と異なることが多い	40	15.6 %	24.7 %
経済性評価の高さだけが投資の目的ではない	84	32.8 %	51.9 %
直感で判断する方が正しい判断ができる	0	0 %	0 %
その他	13	5.1 %	8.0 %
合 計	256	100.0 %	158.0 %

表 5-13, 表 5-14 は投資意思決定で用いられる割引率及び回収基準年をまとめている。割引率を一定に決めている企業だけでみると 77%の企業が 10%以上の値をとっており, 回収基準年を一定にしている企業の 65%が, 4年以上と回答している。

表 5-13 基準として採用している割引率

採用割引率(単独選択)	度数	有効%	累積%
5%未満	1	0.6 %	0.6 %
5%以上 10%未満	17	10.1 %	10.7 %
10%以上 15%未満	46	27.2 %	37.9 %
15%以上 20%未満	12	7.1 %	45.0 %
20%以上 25%未満	2	1.2 %	46.2 %
25%以上	1	0.6 %	46.7 %
案件によって異なる	44	26.0 %	72.8 %
特に定めていない	46	27.2 %	100.0 %
合 計	169	100.0 %	

表 5-14 基準として採用している回収年数

採用回収基準年(単独選択)	度数	有効%	累積%
2 年未満	3	1.8 %	1.8 %
2 年以上 3 年未満	12	7.1 %	8.8 %
3 年以上 4 年未満	13	7.6 %	16.5 %
4 年以上 5 年未満	36	21.2 %	37.6 %
5 年以上 6 年未満	11	6.5 %	44.1 %
6 年以上	4	2.4 %	46.5 %
案件によって異なる	62	36.5 %	82.9 %
特に定めていない	29	17.1 %	100.0 %
合 計	170	100.0 %	

表 5-15 不確実性と意思決定の柔軟性

決裁時の不確実性対処	実 施 状 況					実施率
	いいえ	稀 に	しばしば	大 抵	常 に	
当初目的以外転用検討	25.3 %	38.8 %	28.8 %	4.7 %	2.4 %	74.7 %
経済情勢に応じ延期	48.5 %	37.9 %	11.8 %	1.8 %	0.0 %	51.5 %
複数段階に分けて決裁	29.4 %	33.5 %	27.1 %	8.2 %	1.8 %	70.6 %
撤退条件の明確化	32.9 %	40.0 %	12.9 %	10.6 %	3.5 %	67.1 %
操業度に応じ採算検討	6.4 %	22.2 %	30.4 %	27.5 %	13.5 %	93.6 %

投資を、不可逆的なものととらえず、経営上の意思決定の柔軟性に経済価値を認識するリアル・オプションが普及し始めている。

本調査では、投資経済性評価技法として明示的に認識し、利用している企業は 9.0%に過ぎないが、表 5-15 で示すように多くの企業が不確実性への対処としてリアル・オプション的な思考を投資意思決定に反映している。

これらの企業では、「転用オプション」、「延期オプション」、「段階オプション」、「撤退オプション」、「操業度オプション」が、投資意思決定に先立ち検討されており、実務におけるオプション価値評価のメカニズム解明は、今後、資本予算論の重要な研究テーマになると思われる。

表 5-16, 表 5-17 は不確実性への対処としてキャッシュ・フローの見積りが保守的に行われていること、また、リスクを評価し、経済性投資評価に織り込む場合、回収期間の短縮とともに、割引率も柔軟に変更する場合があることを示している。

表 5-16 キャッシュ・フローの見積もり

調整項目	実 施 状 況				
	いいえ	稀 に	しばしば	大 抵	常 に
投資で得られる収入を控え目に見積もる	10.6 %	16.5 %	40.6 %	27.6 %	4.7 %
投資に必要な支出を多めに見積もる	15.9 %	22.9 %	33.5 %	24.1 %	3.5 %

表 5-17 リスクの織り込み

リスクの考慮	実 施 状 況				
	いいえ	稀 に	しばしば	大 抵	常 に
リスクが高いとき回収期間を短くする	23.2 %	28.0 %	29.8 %	14.3 %	4.8 %
リスクが高いとき割引率を大きくする	32.0 %	26.0 %	22.5 %	13.0 %	6.5 %

この章の最後に、制度の変更にともなう投資意思決定の変化についてのまとめを表 5-18 に示しておく。

表 5-18 制度の変更に伴う投資意思決定の変化

制度の変更に伴う投資意思決定の変化	
これまでの日本の会計基準の変更にともなって変化した	11.2 %
これまでの日本の税制の変更にともなって変化した	8.3 %
国際会計基準の導入を見据えた準備を進めている	96.4 %

次章では、この章で確認した記述統計を参考にしつつ、第 4 章で導出した理論仮説を作業仮説に展開し、その経験的な検証を行う。

6 章 作業仮説の設定と経験的検証

本章では、第 4 章で導出した理論仮説を経験的に検証可能な作業仮説に展開し、なぜ、1990 年代後半のわが国のコーポレート・ガバナンスの変化が DCF 法の普及をもたらしたかについて分析を進める。各作業仮説の構築にあたっては、第 2 章の先行研究のレビュー及び第 4 章の理論仮説の導出過程で検討した因果連関をベースに若干の補足を加え、第 5 章でデザインし、サーベイで得られたデータを用いて仮説を検証する。

ある年代に起きた変化を分析しようとするれば、変化前後の公開情報から入手可能なデータを得て指標間の関係を比較分析する方法が一般に考えられる。しかしながら、本論文の分析対象は主に投資経済性評価技法選択の規定要因であり、組織内部の変化についても明らかにする必要がある。ただ、経営者の思考や選好に関するデータを遡って入手することは極めて困難であるため、本論文では現在のサーベイ結果と公開情報をもとに結果を外挿することで、1990 年代後半以降の DCF 法の普及要因を推察する。

6.1 理論仮説の展開と変数

「わが国企業における DCF 法の普及は、ガバナンス構造の変化によるものである」という理論仮説を経験的に検証可能な形に展開するためには新たな変数の導入が必要となる。

被説明項としての「DCF 法の普及」については、質問票調査結果から NPV 法及び IRR 法の利用頻度を用いる。但し、6.5 節で行うような質問票調査の回答を従属変数としてのみ扱う場合は、主観バイアスを極力排して内的妥当性を高めるために 5 点スケールの回答を、「利用しない (1)」と「利用する (2~5)」の 2 値に圧縮して客観性を高めたものを従属変数として用いる。

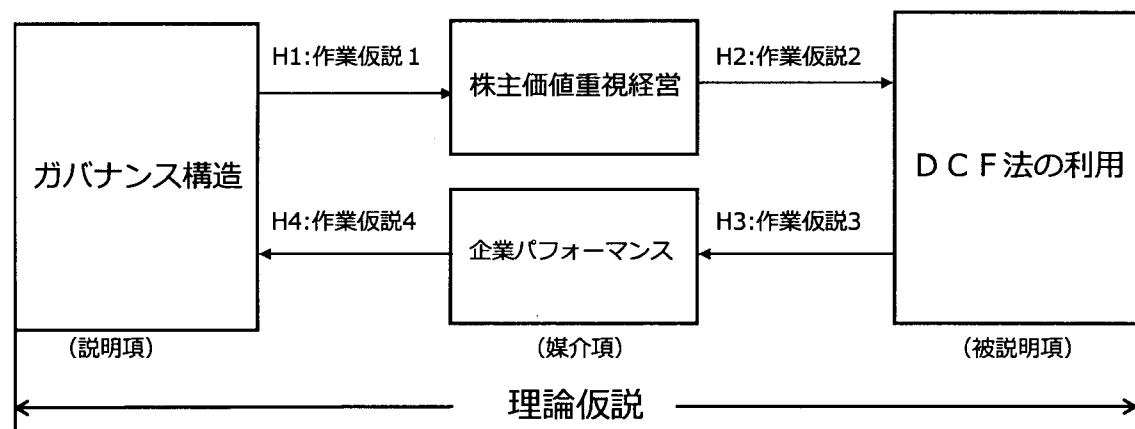
第 2 章及び第 4 章で議論してきたように、説明項としての「ガバナンス構造」については日経 NEEDS から入手した、調査時点直近の外国人持株

比率を利用する。第4章の図4-3から外国人持株比率の増加率に比べ、国内の機関投資家の伸びは比較的小さく、また、外国人持株比率に比べて入手できるデータ数も限られているので、本論文では外国人株主に焦点をあてて分析する。ただし、外国人持株比率は百分率で示されるデータであり、内生変数として分析に用いる場合があるので、ロジット変換した値を用いることとする。

次に、この被説明変数群と説明変数群の間に、理論仮説の導出過程から二つの媒介項を想定する。媒介項の第一は、株主価値重視経営である。外国人株主など、いわゆる「物言う株主」が、企業の経営を株主価値重視の方向へシフトさせる可能性や、企業パフォーマンスに与える影響について第2章、及び第4章で議論した。具体的には、これらの株主の比率が増えると企業は、投資意思決定にあたって投資の株価への影響を考慮し、ステークホルダー間の利益配分は株主に有利な方向で実施され、企業情報も自主的かつ積極的に開示を進めると考えられる。⁴⁴

したがって、これらの媒介変数の変化を通じて、理論的に株主価値の評価と計算構造が同じで、収益性を測定する技法であるDCF法の利用が促され、その結果、株主にとって望ましい投資案件が選択される可能性が高まり、企業パフォーマンスが向上する。

図 6-1 理論仮説の作業仮説への展開



⁴⁴ 因果関係が逆ではないかという議論もある。岡部・藤井(2004), 岩壺・外木(2007)など

企業パフォーマンスは第二の媒介項として機能し、その向上は外国人株主等の構成比率を増やすという一連の因果関係を想定することができる。

(図 6-1) 次に、理論仮説の因果を説明するために、ここで想定した2つの媒介項及びそれに属する媒介変数の属性及び採用根拠を表 6-1 に示す。

表 6-1 仮説と変数

項	変数	尺度	変数の採用理由・根拠・補足
説明項	<コーポレート・ガバナンス構造> 外国人持株比率	数値	<物言う株主による経営者への影響> 広田(1996),佐々木・米澤(2000),西崎・倉澤(2002),岩壺・外木(2007),新田(2008)など経営者に影響を及ぼしTobinのQなどの企業パフォーマンスを上昇させるという指摘より
媒介項	<株主価値重視経営> 経営に際してROEを重視する 海外販売拠点が広がっている程度 IRが充実している程度 終身雇用の程度 投資に際して株価を考慮する程度	名義 順序 順序 順序 順序	<株主価値を高める動き> 鈴木(2001)業績の代理変数としてのROE。海外投資家ホームバイアスに関する研究 Kang and Stulz(1997)など。情報開示戦略と資本コストの関係について音川(2000)など。従業員重視が株主価値を損ねる可能性について小宮(1993),Aoki(1988),米澤・佐々木(2001)など。4章4.1節、株主価値と割引キャッシュ・フローの関係について
	<企業パフォーマンス> トービンのQ	数値	<株主にとって望ましいパフォーマンス> 説明項と同じ。 ※ 本論文ではトービンのQを下記のように算出している $Q = (\text{株式時価総額} + \text{有利子負債}) / (\text{株主持分} + \text{有利子負債})$
被説明項	<DCF法の利用> NPV法の利用頻度 IRR法の利用頻度	順序 順序	<DCF法の利用実態> DCF法とコーポレート・ガバナンスについては、篠田(2008),香取(2011),企業パフォーマンスとの関係では鳥邊(1997),杉山(2002)

6.2 投資経済性評価技法の選択に関する探索的因子分析

本章では、主にコーポレート・ガバナンスと企業の投資経済性評価技法の選択との関係に集約して作業仮説の設定と検証を展開するが、実査をデザインするうえで、先行研究で指摘されてきたような、ガバナンスとは直接関係のない投資経済性評価技法の選択理由も参考にしながら質問票を構成している。ここでは、仮説検証に先立って、企業の投資経済性評価技法の選択に関する問題全般を鳥瞰し、コーポレート・ガバナンスの影響が全体の中のどのような部分を構成しているのかを明確にするため、環境やコンテキストおよび組織構造を特定するための「経営環境・企業風土に関する質問群」と投資意思決定に関する組織過程を明らかにするための「投資意思決定に影響を及ぼす要因に関する質問群」について探索的因子分析を実施し、第2章、第4章の議論を参考に、抽出された因子を解釈した。

まず、組織環境・企業風土に関する質問項目について、天井効果⁴⁵が見られた項目を除いた後、最尤法による探索的因子分析を実施し、プロマックス回転を実施した結果、4つの因子が抽出された。その結果を表6-2に示す。第1因子は、技術革新が早く、主力商品がすぐに陳腐化し、顧客ニーズが変化し易い環境下にあることを示しており「経営環境激変」因子と名づけた。企業の回収期間法を採用する理由「資金の早期回収による陳腐化リスクの回避」に関連した因子であると考えられる。

第2因子は「積極海外展開」因子と名づけた。企業の海外でのエクスポージャが増加し、外国人株主の関心を引きやすい状況下にあることを示す、因子である。

第3因子はIR(Investor Relations)が充実し、CSR(Corporate Social Responsibility)に敏感な企業風土を表しており「利害関係者」因子と名づけた。企業の財務状況や経営の透明性を高めることは株主価値経営の重要な前提であり、株主の情報リスクを軽減して経営者は資本コストを下げるができる。この因子得点が高い企業は外部のステークホルダーを強く

⁴⁵ 「業界では価格による競争が激しい」という質問の答えの平均に標準偏差を足したものが5を超えたため除外した。なお、フロア効果はどの質問にも認められなかった

意識した経営を実践していると言える。

第4因子は年功序列、終身雇用という典型的な「日本型雇用」因子である。従業員の利益を重視する経営は収益性よりも企業規模の拡大を重視する傾向が指摘されており、日本型経営の維持は、時に株主から株主価値を損ねる行動と受け取られることがある。

標本妥当性を示す KMO は 0.690 であり許容範囲内、各因子ともクロンバックの α は 0.6 以上であるが、抽出された因子を、次節以降の検証で、そのまま尺度として利用するにはやや信頼性に問題が残る。

表 6-2 経営環境・企業風土に関する因子

	経営環境・企業風土に関する因子				
	第1因子	第2因子	第3因子	第4因子	共通性
	経営環境激変	積極海外展開	利害関係者	日本型雇用	
技術革新早い	0.773				0.606
主力商品がすぐに陳腐化	0.717				0.523
顧客のニーズ変化しやすい	0.707				0.543
想定外の変化がよく起こる	0.670				0.454
業界の景気予測が困難	0.471				0.226
新規参入が多い	0.462				0.231
海外販売拠点が増加		1.001			0.999
海外製造拠点が増加		0.795			0.641
IR が充実している			0.923		0.830
CSR に敏感である			0.458		0.329
年功序列				0.757	0.541
終身雇用				0.619	0.435
因子寄与率	2.550	1.775	1.200	1.225	
クロンバックの α	0.793	0.889	0.603	0.624	

※ Kaiser-Meyer-Olkin の標本妥当性の測度 0.690

※ 因子抽出法: 最尤法 回転法: Kaiser の正規化を伴うプロマックス法

次に、投資意思決定において考慮する項目についても同様に探索的因子分析を実施し、4つの因子を抽出した。結果を表 6-3 に示す。ただし、因子に対する説明力を考慮し、因子負荷量 3.5 以上のものを記載した。

投資意思決定に際して重視する項目の質問群から抽出された第 1 因子は、自社理念との整合、ブランドの確立や社会への貢献など、自社の存在意義を検討対象の投資の実施によって高めることを重視するという点で「社会的使命」因子と名づけた。投資評価における非財務的な側面を重視させる要因と考えられる。

表 6-3 投資意思決定に際して考慮する因子

	投資意思決定において考慮する因子				
	第 1 因子	第 2 因子	第 3 因子	第 4 因子	共通性
	社会的使命	財務的な安全性	外部への関心	迅速な意思決定	
ブランド確立	0.764				0.615
社会貢献	0.661				0.406
理念との整合	0.497				0.276
回収の早さ		0.611			0.374
キャッシュインフロー		0.571			0.429
資金調達見通し		0.452			0.220
安全性		0.383			0.198
会計制度改定			0.668		0.387
税制度			0.636		0.432
株価			0.499		0.552
シェア向上				0.597	0.525
投資タイミング				0.542	0.432
社内関係者合意				0.365	0.224
回転後の固有値	2.072	1.539	1.578	1.276	
クロンバックの α	0.667	0.570	0.654	0.506	

※ 因子抽出法：最尤法 回転法：Kaiser の正規化を伴うプロマックス法

※ Kaiser-Meyer-Olkin の標本妥当性の測度 0.708

第2因子は「財務的な安全性」を重視する因子である。組織環境・企業風土に関する質問項目の第1因子とともに回収期間法選好と関連すると思われる。

第3因子は、近年の金融自由化、国際会計基準の適用など株主価値を重視する会計制度への変化に敏感で、投資による株価への影響を考慮するもので「外部への関心」因子と名づけている。

第4因子は、社内合意を重んじつつ、投資のタイミングを見計らってシェアの向上を狙う「迅速な意思決定」を重視する因子である。その為には、財務的知識の乏しい部門とも情報を共有しなければならず、回収期間法の簡便さ、理解のしやすさが実務で受け入れられ易いことと関連していると思われる。

標本妥当性を示すKMOは0.7を超え良好であるが、各因子ともクロンバックの α は0.7以下となり、信頼性の面で抽出された因子をそのまま尺度として利用することは難しい。

6.3 4つの作業仮説とその検証

理論仮説を経験的に検証するため本章6.1節で、理論仮説を図6-1のように展開した。図で示されるように説明項、被説明項、媒介項の間に4つの仮説を設定し、各々設定理由、検証方法、検証結果及びその仮説に関連する補足を本節各項で示す。

6.3.1 作業仮説1：株主構成と株主価値重視経営

第4章、図4-3東京証券取引所株式分布状況調査長期統計で示されるように、持合株式の解消に伴って金融機関から放出された株式のほとんどは外国人株主を中心に、国内の投資信託、年金信託などの機関投資家及び個人投資家によって取得され、わが国の上場企業のガバナンス構造に大きな影響を与えることになった。

特に外国人株主の持株比率が顕著に増えたことによって、経営者は高い

ROE や高株価に対するプレッシャーを受けやすくなり、積極的な情報の自主開示を求められるようになったことは第2章及び第4章で見てきたとおりである。外国人株主に代表されるこれらの株主は期待水準が満たされない場合、単に「退出(EXIT)」するだけでなく、議決権行使や買収等の「発言(VOICE)」を厭わないため、経営者はこれらの株主の期待を重視するようになる。

さらに、年功序列などの日本的雇用慣行の維持はしばしば株主価値重視経営と相容れないことが指摘されている。このような観点から株主の構成と株主重視経営の間に次のような作業仮説を設定した。

H1: 外国人持株比率が高い企業ほど、株主価値重視の経営を行う。

H1a: 外国人持株比率が高いほど投資意思決定の際に株価を考慮する

H1b: 外国人持株比率が高いほど IR の充実度は高い

H1c: 外国人持株比率が高いほど年功序列の程度は低い

H1d: 経営指標として ROE を重視する企業の外国人持株比率は高い

ここで、以降の検証に先立って、使用する変数の妥当性について確認しておく。質問票に記載した項目には「ROE を重視する」「株価を考慮する」など外部から実態を検証できない状況を問う質問が多いが、ここで用いる「IR が充実している」という質問は、外部から別の方法で評価可能な事象について回答者の主観を問うているものである。

当該項目に関連する仮説検証の基準関連妥当性を高めるため、日興アイ・アール⁴⁶ が公表している全上場企業ホームページ充実度ランキング（2010 年度版）と質問票の回答を比較し、概ね自己評価と他者評価に違いがないことを表 6-4 の通り確認している。両者の違いは評価項目と、項目の重み付けの差と考えられるので、本論文では、質問票の結果を IR の充実度として採用する。

⁴⁶ <http://www.nikkoir.co.jp/>

表 6-4 IR の充実度とホームページランキング

日興アイアールホームページランキング(2010 年度)						
		ランク外	優良	優秀	最優秀	合計
IR 充実度 (質問票)	1	4	0	0	0	4
	2	16	1	0	0	17
	3	37	6	2	0	45
	4	58	14	8	9	89
	5	8	2	0	7	17
合計		123	23	10	16	172

<独立性検定> $\chi^2=34.630$, 自由度 = 12, Pr = 0.001

6.3.2 作業仮説 2：株主価値重視経営と DCF 法

企業の株主価値は、各々の事業の価値に、事業に投下していない資産の価値を加えたものである。⁴⁷ したがって、事業の価値は DCF 法で評価する限りにおいて、株主価値と直結したものになる。また、会計的利益をもとに株主価値を算出する場合も DCF 法を用いた株主価値評価と等価であることは第 4 章で確認した通りである。それゆえ、投資意思決定の際にその投資の株価への影響を考慮することや、株主から見た収益性指標である ROE を経営指標として重視する企業が DCF 法を利用することは極めて合理的な選択と思われる。

また、株主価値重視の程度を表すひとつの指標として IR の充実度が高い企業が DCF 法を利用すること、年功序列などの日本型雇用慣行に固執しない企業が DCF 法を利用することは、経営施策間で整合性がとれていることになる。

このような先行研究のレビューを踏まえて、株主価値を重視する経営と DCF 法の関係を解明するため、以下の作業仮説を設定する。

⁴⁷ 例えばエンタプライズ DCF 法 (Copeland *et al.*, 2000)

H2：株主価値を重視する企業ほど投資経済性評価で DCF 法を使う

H2-1a：投資決定の際に株価を考慮するほど NPV 法の利用頻度が高い

H2-2a：投資決定の際に株価を考慮するほど IRR 法の利用頻度が高い

H2-1b：IR の充実度が高いほど NPV 法の利用頻度が高い

H2-2b：IR の充実度が高いほど IRR 法の利用頻度が高い

H2-1c：年功序列の程度が高いほど NPV 法の利用頻度が低い

H2-2c：年功序列の程度が高いほど IRR 法の利用頻度が低い

H2-1d：経営指標として ROE を重視する企業は NPV 法を利用する

H2-2d：経営指標として ROE を重視する企業は IRR 法を利用する

6.3.3 作業仮説 3：DCF 法と企業パフォーマンス

もし、DCF 法の利用によって、高い収益性を実現することができるなら、DCF 法の利用はまさに、株主の期待に答えるための必須のツールであるといえる。このように、洗練された技法の利用は企業に高いパフォーマンスをもたらすという仮説を検証するために、過去、多くのサーベイが行われてきたことは第 2 章の表 2-1 に示した通りである。しかしながら、一連のサーベイでは、利用する投資経済性評価技法によってではなく、資本予算プロセスの洗練度によって、企業のパフォーマンス⁴⁸ に差が出るという結果が得られてきた。本調査においても、先行研究のような理論と現実の乖離が見られるか分析するため、以下のように作業仮説 3 を設定した。

H3: DCF 法の利用頻度が高いほど企業パフォーマンスが高い

H3-1a：NPV 法の利用頻度が高いほどトービンの Q が高い

H3-2a：IRR 法の利用頻度が高いほどトービンの Q が高い

⁴⁸ これらの先行研究では、一株あたり利益、経営資本営業利益率、資本予算の有効性が増大した程度、投資の成功度などが利用されている。本論文では DCF 法の計算構造を考慮し、企業パフォーマンスの指標としてトービンの Q を用いた

ここで用いるトービンの Q は会社四季報より調査の直近の半期決算時点のデータを用い、以下の計算により得た。

$$Q = (\text{株価時価総額} + \text{有利子負債}) / (\text{株主持分} + \text{有利子負債})$$

6.3.4 作業仮説 4：企業パフォーマンスと株主構成

第 2 章で議論したように、先行研究では安定株主の存在が経営効率に対して負、外国人の株式保有比率が正の影響をもつことや、外国人持株比率がトービンの Q に対し、正で有意の影響を与えていることが指摘されている。また、同様に、株式の安定保有比率および持合比率と経営指標の間には負の相関があり、外国人持株比率と経営指標の間には正の相関があることも確認されている。

ホームバイアスについては、情報の入手しやすさという点で企業の海外でのプレゼンスが大きく影響を与える。特に、海外の販売拠点が増えている企業は、現在、積極的に海外展開中の施策をとっていると思われ、外国人の目に付きやすく、情報も得やすいことが予想される。したがって、外国人比率、機関投資家比率に関して次の作業仮説を設定する。

H4: 企業パフォーマンスが高いほど外国人比率が高い

H4a: トービンの Q が高いほど外国人持株比率が高い

H4b: 海外販売拠点が増えている企業ほど外国人持株比率が高い

H4c: IR が充実している企業ほど外国人持株比率が高い

6.4 構造方程式モデリングによる仮説検証

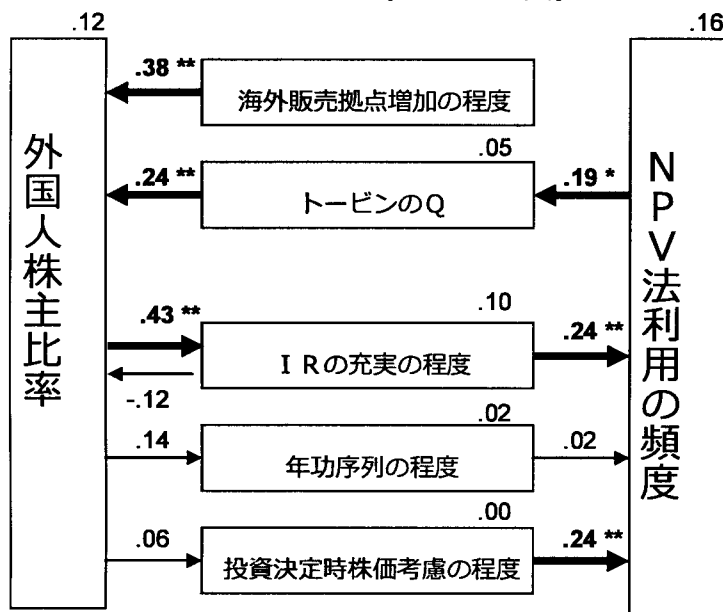
前節では第 4 章で導出した理論仮説を 4 つの作業仮説群に展開した。変数相互の影響を包括的に分析する必要性から、ここでは、これらの作業仮説群を、構造方程式モデリングを用いたパス解析を行った。

図 6-2、図 6-3 にパス図と結果を示す⁴⁹。

⁴⁹ 誤差項は図から省略している

図 6-2 パス解析結果 (NPV 法)

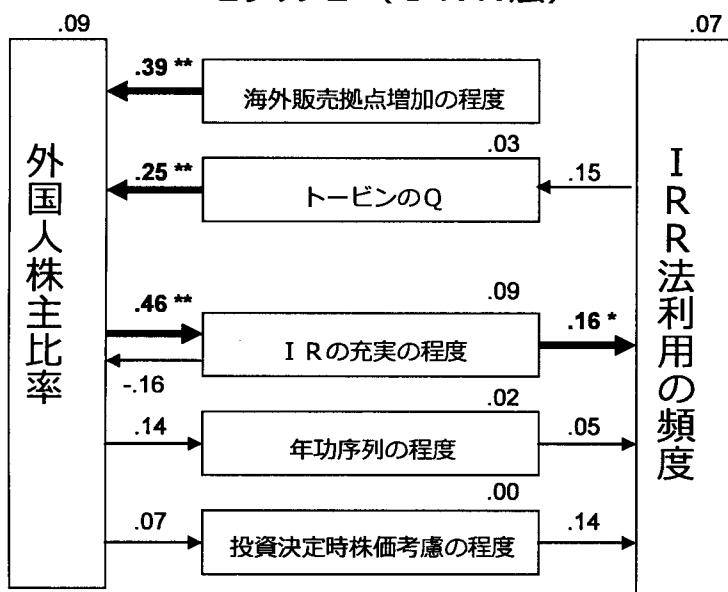
モデル1 (NPV法)



数値は標準化推定値 Pr < 0.01 **, Pr < 0.05 *

図 6-3 パス解析結果 (IRR 法)

モデル2 (IRR法)



数値は標準化推定値 Pr < 0.01 **, Pr < 0.05 *

表 6-5 作業仮説検証の結果

仮説	変 数 1	変 数 2	モデル 1	モデル 2
			(N P V法)	(I R R法)
			推定値	推定値
			(検定統計量)	(検定統計量)
H1a	投資時株価考慮の程度	← 外国人持株比率	0.043(0.643)	0.055(0.808)
H1b	I R の充実の程度	← 外国人持株比率	0.330(2.428) *	0.357(2.640) **
H1c	年功序列の程度	← 外国人持株比率	0.115(1.807)	0.115(1.793)
H2-1a	N P V法利用の頻度	← 投資時株価考慮の程度	0.416(3.262) **	
H2-2a	I R R 法利用の頻度	← 投資時株価考慮の程度		0.236(1.791)
H2-1b	N P V法利用の頻度	← I R の充実の程度	0.395(3.184) **	
H2-2b	I R R 法利用の頻度	← I R の充実の程度		0.264(2.053) *
H2-1c	N P V法利用の頻度	← 年功序列の程度	0.025(0.223)	
H2-2c	I R R 法利用の頻度	← 年功序列の程度		0.077(0.662)
H3-1a	トービンのQ	← N P V法利用の頻度	0.047(2.469) *	
H3-2a	トービンのQ	← I R R 法利用の頻度		0.036(1.869)
H4a	外国人持株比率	← トービンのQ	0.770(3.042) **	0.827(3.216) **
H4b	外国人持株比率	← 海外販売拠点増加程度	0.319(4.793) **	0.320(4.692) **
H4c	外国人持株比率	← I R の充実の程度	-0.161 (-0.641)	-0.210(-0.822)
			GFI/AGFI	0.982/0.948
			RMSEA	0.028
Pr < 0.01 ** , Pr < 0.05 *			AIC	47.299
				54.663

分析は、被説明項目を NPV 法とするモデルと、IRR 法とするモデルの二つで検証した。モデルの妥当性を示す数字は概ね良好であるが IRR モデルの RMSEA がやや低いことに留意する必要がある。どちらのモデルもフィードバックループがあるため、安定指数⁵⁰を見て、ある一定の関係に収束することを確認した。表 6-5 に結果の一覧を示す。

⁵⁰ 安定指数が-1 から+1 までの間の場合、そのシステムは安定しており、そうでない場合は不安定となる。安定指数はモデル1 (NPV法)は 0.105, モデル2 (IRR法)は 0.107 となった

また、パス解析のカテゴリ変数に関する制約のため、経営指標として ROE を重視する場合としない場合に関して、外国人持株比率⁵¹の平均の差の検定（表 6-6）及び、NPV 法、IRR 法の利用の有無に関する χ^2 乗検定（表 6-7）を実施した。

表 6-6 ROE 重視と外国人持株比率

	N	平均
ROE 特に重要でない	97	12.943
特に重要である	72	14.681

< t 検定 > $t = -1.031$, 自由度 = 167, $Pr = 0.304$

経営指標として ROE を重要と考えるグループとそうでないグループで平均の差は認めらず、作業仮説 H1d「経営指標として ROE を重視する企業の外国人持株比率は高い」は支持されなかった。

表 6-7 ROE 重視と NPV 法、IRR 方の利用率

		NPV 法		IRR 法	
		利用しない	利用する	利用しない	利用する
ROE	特に重要でない	43	52	53	41
	特に重要である	18	55	32	39
合計		61	107	85	80

< 独立性検定: NPV-ROE > $\chi^2 = 7.579$, 自由度 = 1, $Pr = 0.006$

< 独立性検定: IRR-ROE > $\chi^2 = 2.072$, 自由度 = 1, $Pr = 0.150$

同様に、H2-1d「経営指標として ROE を重視する企業は NPV 法を利用する」は支持されたが、H2-2d「経営指標として ROE を重視する企業は IRR 法を利用する」は支持されなかった。

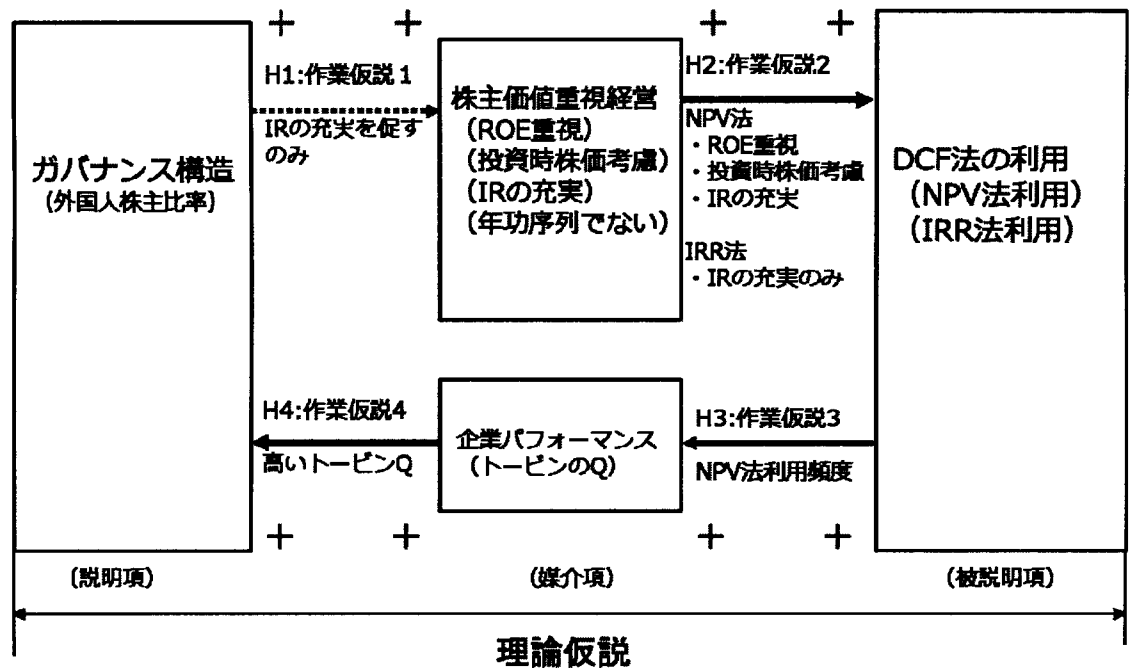
作業仮説群の検証結果を図 6-4 に総括して示す。外国人株主の存在は IR の充実を促す程度で、企業に対し財務的な側面や労務政策などに関してま

⁵¹ ここではロジット変換を用いない

で影響を及ぼすことは確認できなかった。一方、財務面で株主価値重視の考え方をもつ企業はNPV法を使うことが明らかになり、また、これまで先行研究では確認されなかった、NPV法の利用と企業パフォーマンス（トービンのQ）の正の関係も確認された。あわせて、先行研究と同様に高いパフォーマンスを持つ企業に外国人株主が出資する傾向が認められた。

外国人株主からの直接介入による影響が明確でないのなら、経営者が株主価値重視経営を志向する理由にはどのようなものがあるだろうか。ひとつの可能性として、第4章で述べた原因説明図式における水路付けの要因「長引く不況による日本的経営への懐疑と株主価値経営への社会的関心の高まり」の影響が思いのほか大きく、その結果、経営者が株主価値重視経営を志向しはじめたのかもしれない。いずれにしても、今回は経営者が株主価値重視経営に向かう動機の解明には至らなかった。

図 6-4 作業仮説検証の総括



6.5 投資経済性評価技法の選択に関する包括的な分析

本節では、前節で行った仮説検証の範囲を越えて、投資経済性評価技法の選択に関して先行研究で指摘されてきた事項も含め探索的かつ包括的な分析を試みた。

分析のくくりは、6.2 節の探索的因子分析と同様に、環境やコンテキストおよび組織構造を特定するための「経営環境・企業風土に関する質問群」と投資意思決定に関する組織過程を明らかにするための「投資意思決定に影響を及ぼす要因に関する質問群」の二つから規定要因を探索する。

また、NPV_bi (NPV 法利用の有無)、IRR_bi (IRR 法利用の有無) などの DCF 系の技法のみでなく、PP_bi (回収期間法利用の有無) 及び DPP_bi (割引回収期間法利用の有無) についても対象としている。

ここでは従属変数に、質問票から得たデータを用いるので、内的妥当性を担保するために主観バイアスを極力排除する必要がある。各投資経済性評価技法の利用に関する質問は、近年の同種のサーベイとの比較可能性を維持するために、先行研究と同じ 5 点リッカートスケールで利用の頻度をたずねているが、回答者の「頻度の判定」は「利用の有無の判断」よりも情報量は多いが、主観バイアスの影響を受けやすい。

さらに、この分析の目的は、投資経済性評価技法の利用の動機を探索的に分析するものであり、利用頻度を他の変数の説明変数として利用することを前提としないため、主観バイアスの除去を情報量の維持よりも優先し、「利用しない」「利用する」の 2 値に圧縮して 2 項ロジスティック回帰分析を用い、説明変数の選択を変数増加法（尤度比）で行った。

この包括的・探索的な分析から、先行研究で指摘された投資経済性評価技法の選択に関する諸々の項目を含めてもなお、DCF 法の利用を規定する要因として株主価値重視経営に関連の深い項目が関与していることがわかる。

また、興味深いことに、同じ DCF 系の評価技法でも NPV 法と IRR 法の選択を規定する要因が大きく異なり、NPV 法が投資に際して利回り、株価の考慮を重視するなど、財務的な株主価値重視の経営と関連が深いのに対

し、IRR 法は株主価値重視を求められる経営環境下でしばしば行われるような、海外拠点展開や M&A など、より具体的かつ実務的なテーマに対処するため用いられていることを示唆する結果が得られた。NPV 法が金額の比較をもとに投資判断が行われ、時価総額や EVA などの金額で表される経営指標と整合的であるのに対し、IRR 法は率をベースに投資判断が行われるので、ROE や ROI などの率で表される経営指標との整合性が高く、このような計算構造上の違いが、利用される局面の違いに結びついているのかもしれない。

表 6-8 経営環境・企業風土と技法の関係

	NPV_bi (NPV 法利用)	IRR_bi (IRR 法利用)	PP_bi (回収期 間法利用)	DPP_bi (割引回収 期間法利用)
NENT (新規参入が盛ん)	0.344 * (3.873)			0.394 * (4.975)
IR (IR 充実)	0.585 ** (9.324)	0.468 ** (5.462)		0.430 * (5.264)
OVS (海外販売拠点増)		0.320 ** (6.661)		
AIMS (売上目標 3 年達成度)		0.344 * (4.377)		
M&A (合併分割が盛ん)		0.344 * (3.912)		
INTERCEPT	-2.372 ** (8.162)	-4.488 ** (18.636)	1.617 ** (58.889)	-1.855 ** (5.089)
Cox&Snell R2	0.081	0.142	—	0.061
Nagelkerke R2	0.110	0.189	—	0.084

※ 上段：係数 下段：Wald 統計量 変数選択は変数増加法ステップワイズ (尤度比)による

※ Pr < 0.01 **, Pr < 0.05 *

表 6-9 投資意思決定時に考慮する項目と技法の関係

	NPV_bi (NPV 法利用)	IRR_bi (IRR 法利用)	PP_bi (回収期 間法利用)	DPP_bi(割引回 収期間法利用)
YIELD	0.436 **	0.780 **	-0.571 *	
(利回りを考慮)	(6.634)	(17.436)	(5.603)	
STK	0.711 **	0.399		
(株価を考慮)	(9.663)	(3.769)		
BALANCE	0.458 *			
(健全財政考慮)	(3.883)			
SAFETY				0.434 *
(安全性を考慮)				(4.193)
ECON(全般的な 経済状況考慮)				0.603 ** (6.860)
INTERCEPT	-4.626 ** (14.817)	-4.082 ** (20.169)	3.889 ** (15.369)	-3.006 ** (6.645)
Cox&Snell R2	0.145	0.154	0.038	0.066
Nagelkerke R2	0.199	0.206	0.067	0.091

※ 上段：係数 下段：Wald 統計量 変数選択は変数増加法ステップワイズ (尤度比)による

※ Pr < 0.01 **, Pr < 0.05 *

DCF 系以外の投資経済性評価技法に関する分析では、PP（回収期間法）は、投資時に利回りを考慮するという回答と負の関係があり、除外変数の探索など別途、分析を進める必要があるが DCF 系の技法に正の関係があることと対照的である。

また、DPP（割引回収期間法）は、投資時に安全性を考慮すると同時に IR の充実とも正の関係があるなど、回収期間法と DCF 法の間接的な性格を持っていると言える。

これらの探索的かつ包括的な分析を総括したものを、表 6-10 に示す。

表 6-10 ステップワイズ法による変数選択

経営環境・組織風土			投資に際して考慮する		
に関する質問群		結果	項目に関する質問群	結果	
NPV 法	新規参入が盛ん	+ *	投資の利回りを考慮	+ **	
	IR が充実	+ **	株価への影響を考慮	+ **	
			健全財政を保てるか考慮	+ *	
IRR 法	IR が充実	+ **	投資の利回りを考慮	+ **	
	海外販売拠点が増加	+ **			
	売上目標 3 年達成度	+ *			
	合併分割が盛ん	+ *			
PP 法	—		投資の利回りを考慮	— *	
DPP 法	新規参入が盛ん	+ *	投資の安全性を考慮	+ *	
	IR が充実	+ *	全般的な経済状況を考慮	+ **	

※ 太字は株主価値重視経営に関する変数

※ Pr < 0.01 **, Pr < 0.05

6.6 小 括

本節では、第4章で導出した理論仮説を経験的に検証可能な作業仮説に展開しコーポレート・ガバナンスの変化と DCF 法の普及の関係について分析を行った。

先行研究では、外国人株主等の存在と企業パフォーマンスとの間に有意な関係を示唆するものが多い。しかし、いわゆるこれらの「物言う株主」の直接的な介入や影響によって経営者が株主価値重視の経営を進めた結果、そのようになったのか、或いは、たまたま、望ましいパフォーマンスをもつ企業の株式をこれらの株主が保有しているだけなのか、因果関係が明確でない場合が多かった。

今回の調査では、外国人持株比率とトービンの Q 、海外での販売拠点の伸びについて正の有意な関係が確認された一方で、外国人持株比率が高いからといって経営者が ROE を重視するとか、投資意思決定に際して株価を考慮するといった関係は見出すことができなかった。

特に、この2つは財務的な側面で経営者の考え方を表す変数であり、外国人持株比率とこれらの変数に有意な関係性がみられなかったことから、外国人株主が直接、経営者の投資意思決定の様式に与える影響は限定的なものではないかと思われる。

一方、株主価値重視経営と投資経済性評価技法の関係については、経営に際して ROE を重視し、投資意思決定において株価を考慮している企業ほど NPV 法を利用していることが確認され、株主価値重視経営に対する意識の高まりが NPV 法の利用を促したことを示唆している。また、IR の充実と NPV 法及び IRR 法の利用にも正の関係が見られ、株主価値重視経営と DCF 法の関連を示す、ひとつの証拠と言える。

さらに、第2章で見たように多くの先行研究では DCF 法の利用が直ちに企業パフォーマンスにつながらず、投資意思決定プロセス全体が洗練されていることが重要と指摘されてきたが、今回の調査では NPV 法にトービンの Q と正の関係が認められ、先行研究の調査結果よりも、理論の方に整合的であることが確認された。

したがって、①外国人株主の増加→②株主価値重視経営→③NPV 法の利用→④トービンの Q の向上→⑤外国人株主の増加という一連の因果関係の仮定のうち②から⑤までの流れが、今回の調査によって得られたデータセットと整合的であると言える。

パス解析の結果とは別に、個々の因果の方向を論理的に考察しても、DCF 法を利用しているから株主価値経営を重視するようになったとは考えにくく、②→③が正しい因果方向であると考えられ、また、トービンの Q が上昇するから DCF 法の利用頻度が上昇するという流れも不自然で、③→④という因果関係を想定するほうが合理的である。

④→⑤あるいは⑤→④については、近年、企業統治論で因果の方向に関する議論が盛んに行われており、それらの分析結果と併せた解釈によって今後、頑健な方向の特定が可能となるであろう。

次に、仮説検証とは別に探索的な分析として行った投資経済性評価技法の選択に関する包括的な分析結果を表 6-10 に示した。この結果から NPV 法と IRR 法で利用される局面が異なることが確認された。「金額」が評価尺度となる NPV 法は投資意思決定の財務的側面との関係が認められ、投資結果が企業全体のパフォーマンスにどのような影響を及ぼすかという大きな視点で用いられることが示唆されるのに対し、「率」が評価尺度となる IRR 法は海外展開や M&A などの株主価値を意識しながら複数の案件を比較するような、より具体性の高いオペレーションで利用されている可能性が高い。

それでは、一連の作業仮説の検証結果から理論仮説が支持されたと言えるかについて考えてみたい。今回支持されなかった①→②のパス、即ち、経営者が株主価値を重視するかどうか、その企業の株主構成から直接的な影響を受けないとすれば、1990 年代後半以降の DCF 法の普及をどのように解釈すればよいだろうか。

ひとつは、株主の直接的な権利行使の脅威からではなく、日本型経営からの脱皮を促す社会的なプレッシャーが、経営者に株主価値重視の経営を迫ったという見方ができるのではないだろうか。

第4章で示したように、1990年代後半、持合株式の解消と平行して「株主価値」というキーワードは経済誌の記事に頻繁に現れるようになり、日本型経営は時代遅れであるという論調が主流となっている。

また、2000年代に入り、ライブドアやM&Aコンサルティング（村上ファンド）などの企業買収事件が耳目を集めるにしたがって、株主価値を軽視することに経営者が潜在的な危険を感じるようになったため、ROEや株価などに留意するとともに、それらと整合性の高いDCF法による投資経済性評価技法を採用する企業が増えたとも推察される。

経営者が株主価値重視に軸足を変える動機の解明は、今後の研究の進展を待たねばならないが、作業仮説の検証結果から当初の理論仮説を「わが国企業における株主価値重視経営の広がりがDCF法を普及させた」と修正し、内容を限定したうえで支持されたと考える。また、一連の作業仮説の検証で有意となった項目を総括すると、「わが国企業における株主価値重視経営の広がりがNPV法の利用を通じて企業パフォーマンスを向上させ外国人持株比率を上昇させた」と当初の理論仮説を敷衍できる可能性も提示できたのではないだろうか。

7 章 結 論

最後に、これまでの議論を総括したうえで、本論文の貢献と限界を示し、今後の資本予算論の展開を展望する。

7.1 ここまでの議論の要約

第1章では、会計基準の国際的な収斂に伴い、財務会計と管理会計の融合が議論されるなか、本論文の問題意識がもつ今日的な意義について述べた。投資経済性評価技法を企業の資金提供者と経営者の結節点に置き、両端の変化が結節点に及ぼす影響を理解するという本論文の骨組みを明らかにし、結論に至る全体の道筋を示した。

第2章では、資本予算論を中心に企業統治論にレビューの範囲を広げ、投資経済性評価に関わる先行研究を俯瞰した。資本予算論では「理論と実務のギャップ」に関して、これまで多くの先行研究が単に技法の選好順位の問題として捉えてきた現象を、加登(1989)が提示したギャップの分類に従って課題を整理しなおし、わが国における DCF 法の普及という現象を、わが国企業の回収期間法選好に関する議論から分離して考察する必要性について指摘した。また、企業統治論の先行研究レビューでは、これまで資本予算論があまり考慮してこなかった資金調達に関する議論を補うために、資金提供者による経営者の規律づけの問題を中心にレビューを行った。

第3章では、DCF 法の普及という通時的な現象を取り扱うための方法論について文献レビューを行った。導入研究、管理会計チェンジ研究及び、進化論の影響下にある方法論を概観し、本論文の研究方法として援用できるか検討した。

第4章では、第2章、第3章の議論を参考に、発生論的観点を取り入れつつ、ラザースフェルドの原因説明図式に基づいて理論仮説を導出した。戦後の間接金融体制からバブルの崩壊を経て持合株式の解消にともなう株

主構成の変化によってガバナンス構造が大きく変わった経緯をまとめ、その結果、経営者が株主価値重視経営を志向するようになったため、両者の結節点にある投資経済性評価技法に期待される特性が変化したことを示し、理論仮説を導出した。

第5章では、その理論仮説を検証するための実査のデザインと実施方法、それによって得られたデータの記述統計を示した。

第6章では、理論仮説を経験的に検証可能な作業仮説に展開した上で、構造方程式モデリングを用いて作業仮説を検証し、株主価値重視経営がNPV法の利用を促すことを明らかにした。また、投資経済性評価技法の選択に関する探索的な分析も併せて実施し、同じDCF法に属する投資経済性評価技法でも、NPV法とIRR法で利用される局面が違う可能性について言及した。

7.2 主な発見事項

本論文は1990年代半ばに起こった、わが国企業のコーポレート・ガバナンスの変化及び、投資経済性評価技法の利用実態に関する変化について通時的な分析を行い、その分析をもとに、なぜ、DCF法が、わが国企業で利用されるようになったのかを説明するための理論仮説を導出し、作業仮説に展開した上で、クロスセクションデータを用いて検証を行った。本論文の後半で実施した仮説検証の結果、有意となった項目を以下に列挙する。

- ① 外国人持株比率が高いほどIRの充実の程度が高い
- ② 投資時に株価を考慮する程度が高いほどNPV法の利用頻度が高い
- ③ IRの充実の程度が高いほど、NPV法の利用頻度が高い
- ④ IRの充実の程度が高いほど、IRR法の利用頻度が高い
- ⑤ NPV法の利用頻度が高いほど、トービンのQが高い
- ⑥ トービンのQが高いほど、外国人持株比率が高い
- ⑦ 海外販売拠点増加の程度が高いほど外国人持株比率が高い
- ⑧ 経営指標としてROEを重視する企業はNPV法を利用する

これらを総括して理論仮説を再検討すると、外国人株主に代表される「もの言う株主」の直接的な影響によって、経営者が財務的な面で株主価値重視経営を規律づけられるという関係は認められなかったものの、株主価値重視経営は NPV 法の利用を促進し、また、NPV 法の利用頻度は、トービンの Q と正の関係を持つことが確認された。さらに、トービンの Q は外国人持株比率と正の関係がある。

これらをつなぎ合わせると、株主価値重視の経営は、NPV 法の利用を通じて外国人持株比率の向上に結びつく可能性が提示できる。

特に、先行研究では認められなかった NPV 法の利用と企業パフォーマンス（トービンの Q ）との正の関係が理論と整合的に確認されたことは、NPV 法の利用頻度が高くなるほど、株主にとって望ましい投資案件が適切に採択される可能性が高くなることを示唆している。

また、仮説検証とは別に行った探索的で包括的な分析の結果、同じ DCF 法に属する NPV 法と IRR 法では用いられる目的、用途、局面が異なることを示唆する結果を得た。この分析で選択された有意な変数と技法の関係を次に示す。

- ① 新規参入が盛んであったり、IR が充実している企業ほど NPV 法を利用する
- ② 投資評価時に利回り、株価、健全財政を考慮する企業ほど NPV 法を利用する
- ③ IR の充実の程度、売上目標達成度、海外販売拠点拡大の程度、企業合併分割の頻度が高い企業ほど IRR 法を利用する
- ④ 投資評価時に利回りを考慮する企業ほど IRR 法を利用する

以上の結果から、NPV 法は財務的な観点で株主価値経営と関連しており、一方、IRR 法は NPV 法に比較して海外展開や合併分割など、より具体的な局面で利用されていることが推察される。

7.3 本論文の貢献と限界

本論文の貢献として、第一に、投資経済性評価技法選択の規定要因のひとつとしてコーポレート・ガバナンスの影響を取り入れ、実証的に分析した点である。先行研究では、規定要因として日本の企業経営者の特質や、企業が属している業界の事業特性に言及するものが多く、議論も「投資効率」が中心で「資金調達」に及ぶことは稀であった。また、近年のわが国の資本構成の変化が企業の投資意思決定のあり方を変化させているとする指摘がされはじめたものの、実証的に検証されてはこなかった。

本論文による「株主価値重視の経営が NPV 法の利用を通して企業パフォーマンスを高め、その結果、外国人持株比率を高める」可能性の発見は、間近に控えた会計基準の国際的な収斂という経営環境の激変の中、管理会計システムを設計・構築する上において今後考慮しなければならない新しい視点のひとつを提示できたと考える。

第二に、DCF 法に分類される NPV 法（正味現在価値法）と IRR 法（内部収益率法）に関して、わが国企業における利用局面、用途、目的について分析したことである。これまで、普及率が低かったこともあり、DCF 法に属する技法の詳細な利用実態は明らかにされてこなかった。本論文では、NPV 法が財務面において、IRR 法が具体的なオペレーションで株主価値重視経営と結びついている可能性を提示した。

第三に、通時的な研究と共時的な分析を連動させた点である。先行研究の多くは、時々のクロスセクショナルな利用実態調査とその結果の解釈、或いは直近に行われた同種の調査結果との比較という短いタームでの研究がほとんどであったが、本論文では約半世紀にわたる投資経済性評価技法の利用実態調査の豊富な研究蓄積を利用して通時的な研究を行うとともに、その結果を踏まえて 1990 年代の後半以降に起きた変化のメカニズムを解明するために共時的な分析を行ったことである。

資本予算論は管理会計分野の中でもこのような研究蓄積の豊富な領域であり、過去のデータを活用したメタ研究が今後、盛んに行われるようになるのではないだろうか。本論文では、このような長期的なタームでの研究

方法論も含めてレビューしつつ、資本予算論の視点の拡大を試みた。

一方、本論文の限界として、第一に、わが国の経営者は、どのような理由で株主価値重視経営を志向するようになるのかについて、動機の実証的な解明ができていないことである。実査で得られたデータからは外国人持株比率の高さと経営指標としての ROE の重視や、投資評価時の株価の考慮の程度との関係を見いだせず、経営者はどのようなきっかけで株主価値重視経営に舵を切るのか、わが国企業への DCF 法の普及を説明するためには今後、追加的な研究が必要である。

そもそも、わが国企業への DCF 法の普及はオンゴーイングの現象であり、研究対象となる事象もムービングターゲットである。それゆえ、事後的な合理性の発見などは今後の研究蓄積を待たなければならない。また、コーポレート・ガバナンス上の重要な変化が起こった 1990 年代中盤のデータを用いて、イベントスタディをすれば普及という現象を説明するうえで頑健な結果を得ることができたかもしれないが、投資決定論や企業統治論と異なり、本論文も含め資本予算論の研究の多くは質問票調査によって企業内部の情報に分析を依拠することが多く、現象が起こるプロセスについて深い洞察が得られる反面、データの入手可能性が限られてしまう。この点において、研究結果の精度を向上しようとするれば、研究方法上の一段の工夫が必要となる。

第二に、研究対象の粒度と比較可能性の問題がある。本論文が研究対象とした投資は質問票に「重要な投資」と表記して別途定義し、企業にとって外部の注目を集めるような、重要性の大きい投資に限定した。しかしながら、先行研究が分析対象とした投資は、同じ資本的支出であっても設備投資から M&A に至るまで投資目的は多様であり、それらを画一的に議論することにはやや無理があったかもしれない。ただ、分析の粒度を下げて、投資種類別にデータを得ようとするれば膨大な質問票の量となり現実的でないことも事実である。従って質問票で聞ける内容は限定的であり、得られた回答も均されたものになっていることは、本論文の実査設計上の弱点である。

第三に、内生性の問題である。第 6 章の作業仮説検証における構造方程式モデリングを用いたパス解析は因果の方向を含むものであるが、モデルの適合度指標をもとに、調査で得られたデータセットと想定したモデルに整合性があることを確認するものであり、積極的に因果関係を支持するものではない。

例えば、情報開示の程度が高いから外国人株主が多いのか、外国人株主が多いから情報開示の程度が高いのかという同時性バイアスを軽減するには、操作変数を導入した統計処理上の工夫や先行研究の分析結果との照合だけでなく、回答企業へのインタビュー等を通じた論理的な因果関係、事象の発生順序などの詳細な把握が必要と考える。

7.4 本研究の実践的含意と今後の展望

Johnson and Kaplan (1987) が管理会計衰退の原因のひとつとして財務会計優位を指摘してから四半世紀近く経ち、管理会計の位置づけも大きく変わろうとしている。会計基準の国際的な収斂をきっかけに、投資家に経営者の意思決定プロセスが透明性をもって伝わるようになると、逆に、投資家の視線が管理会計システムに及ぼす影響も大きくなっていくのではないだろうか。

本論文はそのような時代を間近にひかえ、今後、管理会計システムをいかに構築していくかについて、投資意思決定のあり方をテーマに議論し、限定的ではあるがひとつの考え方を提示できたのではないかと思う。

最後に、資本予算論が解明すべき投資経済性評価に関する今後の研究課題をいくつか提示して本論文を締めくくりたい。その課題の第一は、来るべき国際会計基準の導入によって企業の投資意思決定がどのように変化するか、影響とその大きさを調査し、分析することである。本論文の調査では、国際会計基準の導入を見据えた準備を進めていると回答した企業は 96.4% を占めており、導入準備が加速するなか、投資意思決定に関わるマネジメント・プロセスも大きく変化しようとしている。周到な調査・分析を準備し、導入前後を比較するイベントスタディによって、これまで、あ

まり資本予算論の研究対象とされてこなかった会計制度の変化と投資意思決定の関係を明らかにすることができる。

第二に、投資の失敗とその認知、処理のプロセスを明らかにすることである。本論文では DCF 法と企業パフォーマンスに正の関係があることを指摘したが、個々の投資をミクロに見たとき、投資の成否と投資意思決定のプロセスとの関係については未解明の部分が多い。成功した投資よりも、減損を認識するときの方が制度・手続きとして確立されているため、その原因に関する客観的な情報を得やすく、どのような現実と前提の食い違いがあったため失敗に至ったのか、ケースとして分析を積み重ねることで実践的な洞察を得ることができる。

第三に、企業の管理会計教育と現場の管理会計実践の関係を明らかにすることである。先行研究でも米国における DCF 法普及促進要因のひとつとして挙げられており、近年のわが国の MBA 教育や、企業内教育が管理会計技法の普及にどのような影響を及ぼすか実証的に解明することで、わが国企業の実務の洗練度を上げるための実践的な教育体系を設計できるかもしれない。大学・企業等の協力を得て、アクションリサーチによる研究も可能な領域である。

第四に、リアル・オプションに代表される先端的な技法の利用実態を明らかにしていくことである。DCF 法が提唱されてから 60 年が経過し、その間、ファイナンス理論の飛躍的な発展を背景に、投資経済性評価においてもファイナンスのオプション理論を応用したリアル・オプションが利用されはじめるなど、新しい展開が見えてきている。本論文で実施した調査においても、明示的なリアル・オプションの利用を示す回答は少なかったものの、投資意思決定時に多様なオプション価値を考慮するプロセスが存在することを、多くの企業で確認することができた。また、投資意思決定時に財務情報と非財務情報を同等に参考とする企業は 50%を超え、同様に、半数の企業が、経済性評価をしても当初の想定通りにならないことが多いと答えている。このような経営者の投資経済性評価技法に関する不信感は、Copeland(2000)が指摘するように、DCF 法が投資の不可逆性を前提として計算され、経営がもつ意思決定の柔軟性を考慮しないという欠点に由来

する可能性も否定できない。もし、そうであるならば、リアル・オプションなどに代表される最新の投資経済性評価技法は、DCF 法がもつ欠点を克服すると共に、最新のファイナンス理論に基づく投資家の行動規範とも整合性が高く、企業の経営者の意思決定の様式も連動して DCF 法の次のステージへ移行していくのではないかと予想される。

本論文では、わが国における DCF 法の普及という現象にスポットライトをあてて投資意思決定にまつわる様々な問題を議論してきたが、本論文の分析枠組みで別の被説明項を立て、より大きな議論を展開することも可能であるかもしれない。いずれにしても、投資経済性評価技法に関する諸問題は、さらに巨視的に見ることによって、企業が直面する大きな変化を象徴的に理解することができる興味深い研究テーマであり続けるだろう。

参考文献

- Abegglen, J.C. and G. Stalk (1985) *Kaisha, the Japanese Corporation*, Basic Books.
- Akerlof, G.A. (1970) "The market for "lemons" : Quality uncertainty and the market mechanism," *The quarterly journal of economics*, Vol.84, No.3, pp.488-500.
- Allen, F. and D. Gale (2001) *Comparing Financial Systems*, The MIT Press.
- Anthony, R.N. (1956) *Management accounting: Text and cases*, R.D. Irwin.
- Aoki, M. and H.T. Patrick (1994) *The Japanese main bank system: its relevance for developing and transforming economies*, Oxford University Press. (東銀リサーチインターナショナル訳(1996)『日本のメインバンク・システム』, 東洋経済新報社。)
- Aoki, M. (1988) *Information, Incentives and Bargaining in the Japanese Economy: A Microtheory of the Japanese Economy*, Cambridge University Press, 1st edition. (永易浩一訳(1992)『日本経済の制度分析—情報・インセンティブ・交渉ゲーム』筑摩書房。)
- (2001) *Toward a Comparative Institutional Analysis*, The MIT Press. (滝沢弘和・谷口和弘訳(2003)『比較制度分析にむけて』NTT 出版。)
- Barley, S.R. and P.S. Tolbert (1997) "Institutionalization and structuration: Studying the links between action and institution," *Organization studies*, Vol.18, No.1, p.93.
- Berle, A.A. and G.C. Means (1932) *The Modern Corporation and Private Property*, New York: Macmillan. (北島忠男訳(1957)『近代株式会社と私有財産』, 分雅堂銀行研究社。)
- Bierman, H. (1959) "Pricing intracompany transfers," *Accounting Review*, pp.429-432.
- (1993) "Capital budgeting in 1992: a survey," *Financial Management*,

- Vol.22, No.3. p.24.
- (2010) *An Introduction to Accounting and Managerial Finance: A Merger of Equals*, World Scientific Pub Co Inc.
- Black, H.A. and J.E. Champion (1961) *Accounting in business decisions: theory, method, and use*, Prentice-Hall.
- Botosan, C.A. (1997) "Disclosure level and the cost of equity capital," *The Accounting Review*, Vol.72, No.3, pp.323-349.
- Bower, J.L. (1970) *Managing the Resource Allocation Process: A Study of Corporate Planning and Investment (Harvard Business School Classics)*, Harvard Business Press.
- Brennan, M.J. and H.H. Cao (1997) "International portfolio investment flows," *The Journal of Finance*, Vol.52, No.5, pp.1851-1880.
- Briers, M. and W.F. Chua (2001) "The role of actor-networks and boundary objects in management accounting change: a field study of an implementation of activitybased costing," *Accounting, Organizations and Society*, Vol.26, No.3, pp.237-269.
- Burchell, S. and C.Clubb, A.Hopwood, J. Hughes and J.Nahapiet (1980) "The Roles of Accounting in Organizations and Society," *Accounting, Organizations and Society*, Vol.5, No.1, pp.5-27.
- Burns, J. and R.W. Scapens (2000) "Conceptualizing management accounting change: an institutional framework," *Management accounting research*, Vol.11, No.1, pp.3-25.
- Callon, M. (1986) "The Sociology of an Actor-Network: The Case of the Electric Vehicle," *Mapping the Dynamics of Science and Technology*, Callon, M., Law, J. and Rip, A. (Eds), Macmillan Press, London, pp. 19-34.
- Chen, S. and R.L. Clark (1994) "Management compensation and payback method in capital budgeting: A path analysis," *Accounting and business research*, Vol.24, No.94, pp.121-132.
- Christy, G.A. (1966) *Capital Budgeting: Current Practices and Their*

- Efficiency*, Eugene, Bureau of Business and Economic Research, University of Oregon.
- Chua, W.F. (1995) "Experts, networks and inscriptions in the fabrication of accounting images: A story of the representation of three public hospitals," *Accounting, Organizations and Society*, Vol.20, No.2, pp.111-145.
- Church, P.H. (1986) *Environmental Volatility and Capital Budgeting System*, Unpublished doctoral dissertation, University of Houston.
- Clark, C.G. (1951) *The Conditions of Economic Progress*, 2nd ed. (大川一司ほか訳(1953,1955)『経済進歩の諸条件』上下。)
- Coase, R.H. (1937) "The nature of the firm," *Economica*, Vol.4, No.16, pp.386-405.
- Copeland, T.E. and T. Koller, J. Murrin and McKinsey and Company (2000) *Valuation: Measuring and Managing the Value of Companies, 3rd Edition*: John Wiley & Sons, Inc. 3rd edition. (マッキンゼー・コーポレート・ファイナンス・グループ訳(2002)『企業価値評価ーバリュエーション：価値創造の理論と実践ー』ダイヤモンド社。)
- Dean, Joel (1951) *Capital Budgeting*, Columbia University Press.
- Del Guercio, D. (1996) "The distorting effect of the prudent-man laws on institutional equity investments," *Journal of Financial Economics*, Vol.40, No.1, pp.31-62.
- Drury, C. (2001) *Management Accounting for Business Decisions*, Cengage Learning Business Press.
- Falkenstein, E.G. (1996) "Preferences for stock characteristics as revealed by mutual fund portfolio holdings," *The Journal of Finance*, Vol.51, No.1, pp.111-135.
- Fama, E.F. and M.C. Jensen (1983) "Separation of Ownership and Control," *Journal of Law and Economics*, Vol.26.
- Giddens, A. (1984) *The constitution of society: Outline of the theory of structuration*, Univ of California Press.

-
- Gompers, P.A. and A. Metrick (2001) "Institutional Investors and Equity Prices," *Quarterly Journal of Economics*, Vol.116, No.1, pp.229-259.
- Gordon, L.A., D.F. Larcker, and F.D. Tuggle (1979) "Informational impediments to the use of capital budgeting models," *Omega*, Vol.7, No.1, pp.67-74.
- Gordon, L.A. and G.E. Pinches (1984) *Improving capital budgeting: a decision support system approach*, Addison-Wesley.
- Gordon, L.A., G.E. Pinches and F.T. Stockton (1988) "Sophisticated Methods of Capital Budgeting," *Managerial Finance*, Vol.14, No.2-3, pp.36-41.
- Graham, J.R., C.R. Harvey and S. Rajgopal (2005) "The economic implications of corporate financial reporting," *Journal of Accounting and Economics*, Vol.40, No.1-3, pp.3-73.
- Haka, S.F., L.A. Gordon and G.E. Pinches (1985) "Sophisticated capital budgeting selection techniques and firm performance," *The Accounting Review*, Vol.60, No.4, pp.651-669.
- Hamilton, W.H. (1932) "Institution," *Encyclopaedia of the social sciences*, Vol.8, pp.84-89.
- Harris, M. and A. Raviv (1996) "The Capital Budgeting Process: Incentives and Information," *Journal of Finance*, Vol.51, No.4, pp.1139-1174.
- Hayes, R.H. and W.J. Abernathy (1980) "Managing our way to economic decline," *Harvard Business Review*, Vol.58, No.4, pp.64-77.
- Healy, P.M., A.P. Hutton and K.G. Palepu (1999) "Stock Performance and Intermediation Changes Surrounding Sustained Increases in Disclosure," *Contemporary Accounting Research*, Vol.16, No.3, pp.485-520.
- Healy, P.M. and K.G. Palepu (2001) "Information asymmetry, corporate disclosure and the capital markets: A review of the empirical

- disclosure literature,” *Journal of Accounting and Economics*, Vol.31, No.1-3, pp.405-440.
- Hopwood, A.G. (1983) “On Trying to Study Accounting in the Context in Which It Operates,” *Accounting, Organizations and Society*, Vol.8, No.2-3, pp.285-305.
- Hoshi, T., A. Kashyap and D. Scharfstein (1990) “The role of banks in reducing the costs of financial distress in Japan,” *Journal of financial economics*, Vol.27, No.1, pp.67-88.
- Istvan, D.F. (1961) “The economic evaluation of capital expenditures,” *The Journal of Business*, Vol.34, No.1, pp.45-51.
- Jensen, M.C. and W.H. Meckling (1976) “Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure,” *Journal of financial economics*, Vol.3, No.4, pp.305-360.
- Johnson, H.T. and R.S. Kaplan (1987) *Relevance lost: The rise and fall of management accounting*, Harvard Business School Pr. (鳥居宏史訳(1992)『レレバンス・ロスト：管理会計の盛衰』白桃書房。)
- Kang, J.K. and R.M. Stulz (1997) “Why is there a home bias? An analysis of foreign portfolio equity ownership in Japan,” *Journal of Financial Economics*, Vol.46, No.1, pp.3-28.
- Kaplan, S.N. (1994) “Top executive rewards and firm performance: A comparison of Japan and the United States,” *Journal of Political Economy*, Vol.102, No.3, pp.510-546.
- Katz, E. and P.F. Lazarsfeld (1955) *Personal influence: The part played by people in the flow of mass communications*, Free Press. (竹内郁郎訳(1965)『パーソナル・インフルエンス —オピニオン・リーダーと人びとの意思決定』, 倍風館。)
- Keynes, J. M. (1936) *The General Theory of Employment, Interest, and Money*. London, Harcourt and Brace. (塩野谷祐一訳(1995)『雇用・利子および貨幣の一般理論』, 東洋経済新報社。)
- Kim, S.H. (1982) “An empirical study on the relationship between

- capital budgeting practices and earnings performance,” *The Engineering Economist*, Vol.27, No.3, pp.185-196.
- Kim, D. (2006) “Capital budgeting for new projects: On the role of auditing in information acquisition,” *Journal of Accounting and Economics*, Vol.41, No.3, pp.257-270.
- Klammer, Thomas (1973) “The association of capital budgeting techniques with firm performance,” *The Accounting Review*, Vol.48, No.2, pp.353-364.
- Latour, B. (1987) *Science in action*, Harvard University Press.
- Libby, T. and J.H. Waterhouse (1996) “Predicting change in management accounting systems,” *Journal of Management Accounting Research*, Vol.8, pp.137-150.
- Lorie, J.H. and L.J. Savage (1955) “Three problems in rationing capital,” *The journal of business*, Vol.28, No.4, pp.229-239.
- Lutz, F.A. and V.C. Lutz (1951) *The theory of investment of the firm*, Princeton University Press.
- Macintosh, N.B. and R.W. Scapens (1990) “Structuration theory in management accounting,” *Accounting, Organizations and Society*, Vol.15, No.5, pp.455-477.
- Miles, R.E. and C.C. Snow (1978) *Organizational strategy, structure, and process*, McGraw-Hill New York.
- Miller, P. (1991) “Accounting innovation beyond the enterprise: problematizing investment decisions and programming economic growth in the UK in the 1960s,” *Accounting, Organizations and Society*, Vol.16, No.8, pp.733-762.
- Mintzberg, H. (1975) “The manager’s job: Folklore and fact,” *Harvard business review*, Vol.53, pp.100-110.
- Mitchell, G.R. and W.F. Hamilton (1988) “Managing R&D as a strategic option,” *Research Technology Management*, Vol.27, pp.15-22.
- Modigliani, F. and M.H. Miller (1958) “The Cost of Capital, Corporate

-
- Finance, and the Theory of Investment,” *American Economic Review*, Vol.48, pp.261-297.
- Moore, G.A. (1991) *Crossing the Chasm: Marketing and Selling Technology Products to Mainstream Customers*, Harper collins. (川又政治訳 (2002) 『キャズム』 翔泳社。)
- Morck, R., A. Shleifer, and R.W. Vishny (1988) “Management ownership and market valuation: An empirical analysis,” *Journal of financial Economics*, Vol.20, pp.293-315.
- Mouritsen, J., A. Hansen and C.O. Hansen (2001) “Inter-organizational controls and organizational competencies: episodes around target cost management/functional analysis and open book accounting,” *Management Accounting Research*, Vol.12, No.2, pp.221-244.
- Myers, S.C. (1984) “Finance theory and financial strategy,” *Interfaces*, pp.126-137.
- Odagiri, H. (1992) *Growth Through Competition, Competition Through Growth: Strategic Management and the Economy in Japan*, Oxford Univ Pr.
- Parker, R.H. (1969) *Management accounting: An historical perspective*, Macmillan.
- Penman, S.H. and T. Sougiannis (1998) ” A Comparison of Dividend, Cash Flow, and Earnings Approaches to Equity Valuation,” *Contemporary Accounting Research*, Vol.15, No.3, pp.343-383.
- Pike, R.H. (1982) *Capital Budgeting in the 1980s*, CIMA Publishing.
- (1989) “Do Sophisticated Capital Budgeting Approaches Improve Investment Decision-Making Effectiveness?” *The Engineering Economist*, Vol.34, No.2, pp.149-161.
- Porter, M.E. (1992) “Capital Disadvantage: America/s Failing Capital,” *Harvard Business Review*, Vol.75, No.6, p.65.
- (1994) “The role of location in competition,” *Journal of the Economics of Business*, Vol.1, No.1, pp.35-39.

- Preston, A.M., D.J. Cooper, and R.W. Coombs (1992) "Fabricating budgets: a study of the production of management budgeting in the National Health Service," *Accounting, Organizations and Society*, Vol.17, No.6, pp.561-593.
- Quattrone, P. and Hopper, T. (2001) "What does organizational change mean? Speculations on a taken for granted category," *Management Accounting Research*, Vol.12, No.4, pp.403-435.
- Rappaport, A. and M.J. Mauboussin (2001) *Expectations Investing: Reading Stock Prices for Better Returns*, Harvard Business School Press. (新井富雄, 高橋文郎, 芹田敏夫訳(2003)『市場の期待を株価で読み解くエクスペクテーション投資入門』, 日本経済新聞社。)
- Rogers, E.M. (1962) *Diffusion of Innovations*, Free Press.
- Rogers, E.M. (2003) *Diffusion of innovations, 5th ed*, Free Press. (三藤利雄訳(2007)『イノベーションの普及』翔泳社。)
- Scapens, R.W. (1994) "Never mind the gap: towards an institutional perspective on management accounting practice," *Management Accounting Research*, Vol.5, No.3-4, pp.301-321.
- Scher, M.J. (1999) "Recent developments in bank-firm cross-shareholding in Japan," *Japan Economic Seminar*, pp. 51-80, New York.
- Sheard, Paul (1994) "Main banks and the governance of financial distress," Aoki, M and H. Patric(ed) *The Japanese Mainbank System*, Oxford University Press, pp.188-230. (白鳥正喜監訳(1996)『日本のメインバンク・システム』東洋経済新報社。)
- Shleifer, A. and R. W. Vishny (1997) "A survey of corporate governance," *The Journal of Finance*, Vol.52, No.2, pp.737-783.
- Shleifer, A. and R.W. Vishny (1989) "Management entrenchment: The case of manager-specific investments," *Journal of financial economics*, Vol.25, No.1, pp.123-139.
- Veblen, T. (1898) "Why is economics not an evolutionary science?" *The*

Quarterly Journal of Economics, Vol.12, No.4, pp.373-397.

Zwiebel, J. (1996) "Dynamic capital structure under managerial entrenchment," *The American Economic Review*, Vol.86, No.5, pp.1197-1215.

新睦人(2004)『社会学の方法』, 有斐閣。

--- (2005)『社会調査の基礎理論- 仮説づくりの詳細なガイドライン』, 川島書店。

砂川伸幸(2002)「株式持合いと持合い解消: エントレンチメント・アプローチ」, 『神戸大学経営学研究科 Discussion paper』。

--- (2010)「コーポレートガバナンスと事業投資」, 加護野忠男・砂川伸幸・吉村典久(編)『コーポレート・ガバナンスの経営学- 会社統治の新しいパラダイム』第8章, 有斐閣。

伊丹敬之(2000)『日本型コーポレートガバナンス- 従業員主権企業の論理と改革』, 日本経済新聞社。

伊藤博(1992)『管理会計の世紀』, 同文館出版。

稲上毅・連合総合生活開発研究所(2000)『現代日本のコーポレート・ガバナンス』, 東洋経済新報社。

井上信一(1984)「設備投資の経済性計算の方法-東証上場製造業における実証分析-」, 『香川大学経済論叢』, 第56巻, 第4号, 60-81頁。

岩壺健太郎・外木好美(2007)「外国人投資家の株式所有と企業価値の因果関係: 分散不均一性による同時方程式の識別」一橋大学『経済研究』第58巻, 第1号, 47-60頁。

岡部光明(1999)『環境変化と日本の金融- バブル崩壊・情報技術革新・公共政策』, 日本評論社。

--- (2002)『株式持合と日本型経済システム』, 慶應義塾大学出版会。

--- (2008)「日本におけるコーポレート・ガバナンス: その特徴、変遷、今後の課題」『国際学研究』第34号, 21-58頁。

岡部光明・藤井 恵(2004)『日本企業のガバナンス構造と経営効率性: 実証研究』慶應義塾大学大学院21世紀COEプログラム, 総合政策学ワー

キングペーパーシリーズ，第34号，4月。

音川和久(2000)「IR 活動の資本コスト低減効果」，『會計』，第158巻，第49号，543-555頁。

加護野忠男・吉村典久(2010)「株式会社と会社統治論」，加護野忠男・砂川伸幸・吉村典久（編）『コーポレート・ガバナンスの経営学 ―会社統治の新しいパラダイム―』第1章，有斐閣。

上總康行(2003)「資本コストを考慮した回収期間法：割引回収期間法と割増回収期間法」，『管理会計学』，第12巻，第1号，41-52頁。

加登豊(1989)『管理会計研究の系譜- 計量的意思決定モデルから意思決定支援システムへ』，税務経理協会。

---(2010)「管理会計研究のすすめ」，加登豊・梶原武久・松尾貴巳（編）『管理会計研究のフロンティア』結章，中央経済社。

香取徹(2009)「割引現在価値モデルの理論と有効性」，『情報科学研究』，77-83頁，独協大学情報センター。

---(2011)『資本予算の管理会計 - DCF 法の生成と発展 -』，中央経済社。

北尾信夫(2009)「わが国企業の回収期間法選好に関する比較制度分析」，『メルコ管理会計研究』，第2号，13-21頁。

久保田政純(2008)『企業審査ハンドブック』，日本経済新聞社，第4版。

黒田晁生(2008)「日本の金融システム：展望」，黒田晁生（編）『金融システム論の新展開- 機能別分析にみる現状と課題』第1章，金融財政事情研究会。

國部克彦(1999)『社会と環境の会計学』，中央経済社。

小宮隆太郎(1993)「日本企業の構造的・行動的特徴」，伊丹敬之・加護野忠男・伊藤元重（編）『日本の企業システム―第1巻企業とは何か』第10章，有斐閣。

近藤隆史(2005)「構造的パースペクティブに基づく管理会計チェンジ研究の課題」，『経営と経済：長崎工業経営専門学校大東亜経済研究所年報』，第85巻，第1号，215-235頁。

梶原茂樹・砂川伸幸(2009)『価値向上のための投資意思決定』，中央経済社。

櫻井通晴(1989)「FA の導入と管理会計システムの変革-日米の比較において」,『産業経理』,第48巻,第4号,107-123頁。

--- (1991)『CIM 構築企業環境の変化と管理会計』,同文館出版。

--- (1992)「わが国原価管理の実態-CIM 企業の実態調査分析-」,『産業経理』,第52巻,第3号,2-14頁。

澤邊紀生(2003)「会計制度改革と日本のコーポレート・ガバナンスに関する一考察:時価会計の導入と株式持ち合いについて」,『経済学研究』,第69巻,第3号,313-330頁。

--- (2005)『会計改革とリスク社会』,岩波書店。

--- (2006)「管理会計研究における進化概念の応用について-制度進化パースペクティブによる技法研究と応用研究の総合」,『経済論叢』,第178巻,第4号,473-496頁。

篠田朝也(2008)「わが国企業の資本予算評価技法の利用実態-時間価値重視の評価技法へのシフトと技法併用の状況-」,『原価計算研究』,第32巻,第2号,24-35頁。

--- (2010a)「わが国企業の投資経済性評価の多様性と柔軟性」,『原価計算研究』,第34巻,第2号,90-102頁。

--- (2010b)「わが国企業における株主による経営の規律づけに関する検討:外国人投資家を中心にした分析(松村勝弘教授退任記念号)」,『立命館経営学』,第48巻,第5号,79-97頁。

柴田典男・熊田靖久(1988a)「わが国企業の予算管理制度-実態調査と今後の課題」,『企業会計』,第40巻,第4号,545-553頁。

--- (1988b)「わが国企業の予算管理制度-実態調査と今後の課題-2-」,『企業会計』,第40巻,第6号,p832-839頁。

清水信匡(2004)「日本における設備投資予算研究の現状と課題」,『桃山学院大学総合研究所紀要』,第29巻,第3号,5-21頁。

清水信匡・加登豊・坂口順也・河合隆治(2007a)「設備投資マネジメントの実態調査(第1回) 経済性評価技法」,『企業会計』,第59巻,第8号,1177-1183頁。

--- (2007b)「設備投資マネジメントの実態調査(第2回) 設備投資マネジメ

- ントの全体像」, 『企業会計』, 第59巻, 第9号, 1290-1297頁。
- (2007c) 「設備投資マネジメントの実態調査(第3回・最終回) 設備投資マネジメントに影響を与える要因」, 『企業会計』, 第59巻, 第10号, 1464-1471頁。
- 清水信匡・加登豊・梶原武久・坂口順也(2008)「資本予算研究の回顧と展望」『国民経済雑誌』, 第198巻, 第1号, 29-42頁。
- 清水信匡・田村晶子(2010a)「日本企業における設備投資マネジメント(新連載・第1回)調査の目的と方法」, 『企業会計』, 第62巻, 第8号, 1185-1191頁。
- (2010b)「日本企業における設備投資マネジメント(第2回) 戦略タイプと企業特性」, 『企業会計』, 第62巻, 第9号, 117-125頁。
- (2010c)「日本企業における設備投資マネジメント(第3回) 戦略タイプと設備投資マネジメント」, 『企業会計』, 第62巻, 第10号, 1487-1495頁。
- (2010d)「日本企業における設備投資マネジメント(第4回・最終回) 戦略タイプと設備投資予算・経済性評価技法」, 『企業会計』, 第62巻, 第11号, 1641-1649頁。
- 杉山善浩(2002)『投資効率を高める資本予算』, 中央経済社。
- 鈴木和志(2001)『設備投資と金融市場- 情報の非対称性と不確実性』, 東京大学出版会。
- 須田一幸(2005)『ディスクロージャーの戦略と効果』, 森山書店。
- 高橋史安・新江孝・陳豊隆(2003)「特集原価計算・管理会計実践の総合的データベースの構築〔含アンケート調査資料〕」, 『会計学研究』, 第16号, 1-158頁。
- 橋本俊詔(2000)「株式持合い解消の受け皿」, 小佐野広・本多祐三(編)『現代の金融と政策』, 日本評論社。
- 橋本俊詔・長久保遼太郎(1997)「株式持合と企業行動」, 『フィナンシャル・レビュー』, 大蔵省財政金融研究所。
- 田中一弘(2002)『企業支配力の制御- 戦後日本企業の経営者・資金提供者関係』, 有斐閣。

- 田中正継(1998)『日本のコーポレート・ガバナンス：構造分析の観点から』，第12巻，大蔵省印刷局。
- 谷武幸・梶原武久・窪田祐一・挽文子・古賀健太郎・伊藤嘉博(2004)『成功する管理会計システムー その導入と進化』，中央経済社。
- 田村達也(2002)『コーポレート・ガバナンスー 日本企業再生への道(中公新書)』，中央公論新社。
- 津曲直躬・松本譲治(1972)『わが国の企業予算ー 実態調査と今後の課題』，日本生産性本部。
- 翟林瑜(1999)『資本市場と企業金融』，多賀出版。
- 鳥邊晋司(1997)『企業の投資行動理論』，中央経済社。
- 日本大学商学部会計学研究所(1996)「原価計算実践の総合的データベース構築ーアンケート調査資料の分析と解説ー」，『会計学研究』，第8巻。
- (2004)「特集原価計算・管理会計実践の総合的データベースの構築」，『会計学研究』，第17号，1-193頁。
- ニッセイ基礎研究所(2000)『解消続く「株式持ち合い」ー 株式持ち合い状況調査・99年度版ー』ニッセイ基礎研レポート。
- ニッセイ基礎研究所(2004)『株式持ち合い状況調査2003 年度版』ニッセイ基礎研究所。
- 新田敬祐(2000)「株式持合と企業経営-株主構成の影響に関する実証分析」，『証券アナリストジャーナル』，第38巻，第2号，72-93頁。
- 西崎健司・倉澤資成(2002)「株式保有構成と企業価値ーコーポレート・ガバナンスに関する一考察ー」『金融研究』，第2巻，161-199頁，日本銀行金融研究所。
- リチャードネルソン(1998)「進化経済理論の観点」，進化経済学会(編)『進化経済学とは何か』，有斐閣。
- デリルノースコット(2010)『戦略的投資決定と管理会計』，上總康行(監訳)，中央経済社。
- 広田真一(2008)「日本のコーポレートガバナンスー 現状の理解と今後の展望ー」，黒田晁生(編)『金融システム論の新展開ー 機能別分析にみる現状と課題』第6章，金融財政事情研究会。

- (2007) 「会社をだれのものにするか? 人的資産と物的所有権」, 『早稲田大学「企業統治分析のフロンティア」第二回研究報告論文』。
- 廣本敏郎(1993) 『米国管理会計論発達史』, 森山書店。
- 藤島祐三(2009) 「資本市場とのコミュニケーション (IR)」, 若杉敬明(編) 『コーポレートファイナンス(現代の財務経営)』第10章, 中央経済社。
- 藤本隆宏(1997) 『生産システムの進化論- トヨタ自動車にみる組織能力と創発プロセス』, 有斐閣。
- 星岳雄・アニルカシャップ(2006) 『日本金融システム進化論』, 日本経済新聞社。
- 宮島英昭・蟻川靖浩・齊藤直(2001) 「日本型企业統治と『過剰』投資: 石油ショック前後とバブル期の比較分析」, 『フィナンシャル・レビュー』, 139-168頁。
- 宮島英昭・原村健二・稲垣健一(2003) 「進展するコーポレート・ガバナンス改革をいかに理解するか-CGS (コーポレート・ガバナンス・スコア) による分析」, 『フィナンシャル・レビュー』, 第68号, 156-193頁。
- 宮島英昭・新田敬祐・齊藤直・尾身裕介(2002) 「1990年代日本企業の統治構造と生産性: 統治構造の変容は経営効率の改善に寄与したか」早稲田大学ファイナンス研究所ワーキングペーパーシリーズ, WIFS-02-001。
- 宮島英昭・新田敬祐・齊藤直・尾身佑介(2004) 「企業統治と経営効率-企業統治の効果と経路, 及び企業特性の影響(特集コーポレート・ガバナンス)」, 『ニッセイ基礎研所報』, 第33巻, 52-98頁。
- 宮島英昭・新田敬祐(2011) 『株式所有構造の多様化とその帰結株式持ち合いの解消・「復活」と海外投資家の役割』, RIETIディスカッション・ペーパーシリーズ。
- 山本昌弘(1998) 『戦略的投資決定の経営学』, 文眞堂。
- 吉川武男(1979) 「昭和53年原価計算実態調査」経営実務1979年, 第5巻。
- 吉川武男(1994) 「日英における予算管理システムの実態調査(リストラ/リエンジニアリングのための予算管理特集)」, 『企業会計』, 第46巻,

第12号, 1635-1640頁。

吉田栄介(2003)「管理会計チェンジ研究の意義」,『龍谷大学経営学論集』, 第43巻, 第2号, 100-112頁。

--- (2004)「管理会計チェンジ研究のパーспекティブ」,『會計』, 第165巻, 第3号, 423-434頁。

米澤・康博・佐々木隆文(2001)「コーポレート・ガバナンスと過剰投資問題(コーポレート・ガバナンス特集)」,『フィナンシャル・レビュー』, 第60号, 90-105頁。

米澤康博・宮崎政治(1996)「日本企業のコーポレート・ガバナンスと生産性」, 橘木俊詔・筒井義郎(編)『日本の資本市場』, 日本評論社。

付 録

質 問 票

東証一部上場企業の投資意思決定に関する実態調査

貴社名	
所属部課名	
ご回答者氏名	役職
E-Mail	TEL
ご協力頂きました皆様には調査結果報告書を送付させていただきます。該当番号に○をお付けください。	
1 : E-mail での返送を希望する 2 : 郵送での返送を希望する 3 : 不要	

【調査ご協力をお願い】

1. 本調査は投資意思決定のマネジメントに関する実態調査です。グローバル化、技術開発競争の激化、地球環境への関心の高まりなどを背景に、企業が行う投資は年々、大規模かつ多様になっています。一方、世界各国で進む国際会計基準への対応など、会計制度も大きな変革期を迎えようとしています。このような時代の変化に適応し、正しい投資意思決定を行うためにはどのようなマネジメントが有効なのかを本調査をもとに明らかにしたいと考えています。本調査結果は学術面で重要な資料となるだけでなく、貴社のマネジメントの改善に有益な情報を提供することが可能です。
2. 本調査票は、主に本社の経理部門、又は経営企画部門を中心に送付しております。ご回答に際しまして、より適切と思われるご担当部門がございましたら当該部門に回付していただければ幸いです。
3. 本調査の回答に際しまして、質問によっては回答者の判断を要する場合がありますが、理想ではなく実状に即して全ての質問にご回答くださいますようお願いいたします。
4. 本調査票の回答結果は学術研究のため統計処理を行いますので、貴社のご回答を個別に公表することはございません。また、学術研究以外の目的で使用することもございません。
5. ご回答は、本調査票にご記入いただき、添付の封筒にて1月31日までにご投函いただきますようお願いいたします。また、同封のCD-ROMの中のEXCELシートでもご回答いただけます。その場合は、ご記入の後、いったんハードディスクに保存いただき電子メールに添付のうえ、041d451b@stu.kobe-u.ac.jpまで、ご返信くださいますようお願いいたします。

記入時間の目安：15～20 分 締め切り 2011年1月31日

お問い合わせ先

神戸大学大学院経営学研究科

管理会計研究ゼミナール 加登豊(神戸大学大学院経営学研究科教授)研究室

投資意思決定調査担当 北尾信夫(同研究科 博士課程後期課程、勤務先：パナソニック株式会社)

住所：〒657-8501 神戸市灘区六甲台町2-1

連絡先：E-mail: 041d451b@stu.kobe-u.ac.jp TEL: 090-9880-1618

【本質問票で利用される語句の説明】

※ 本調査では「重要な投資案件」を代表権のある役員以上が最終決裁を行う、将来の収益を期待した費用の支出（例えば、設備投資、研究開発、企業買収、海外拠点展開の為の投資、不動産・金融商品の取得など）と定義しています。

I：投資決定実務全般

1. 提案された重要な投資案件をあらかじめ評価するための専門の部署が存在しますか。該当する項目の番号に一つ○をつけてください。

1：はい 2：いいえ

2. 重要な投資案件の決裁手続は明確ですか。該当する項目の番号に一つ○をつけてください。

1：はい 2：いいえ

II：重視する財務指標

3. 貴社が経営に際し、特に重視している具体的な指標にはどのようなものがありますか。 該当する項目の番号に○をつけてください。（複数回答可）

- | | | |
|----------------------------------|-----------------------|---------------|
| 1：経済付加価値（EVA [®] の派生指標） | 2：ROE（株主資本利益率） | |
| 3：ROA（総資産利益率） | 4：DOE(株主資本配当率) | |
| 5：FCF（フリーキャッシュフロー） | 6：EBITDA（金利・税金・償却前利益） | |
| 7：営業利益 | 8：当期利益 | 9：売上高 |
| 10：売上高の成長率 | 11：総資本回転率 | 12：市場占有率（シェア） |
| 13：その他；具体的にご記入ください | | |

Ⅲ：貴社の状況について

4. 貴社の状況について、右の欄の中で最も適切に示している番号に一つ○をつけてください。

貴社の状況について		まったく 該当し ない	それほど 該当し ない	どちら ともいえ ない	おおむね その通り である	まったく その通り である
(1)	海外の販売拠点が増加している	1	2	3	4	5
(2)	海外の製造拠点が増加している	1	2	3	4	5
(3)	業界では価格による競争が激しい	1	2	3	4	5
(4)	業界では新規参入が盛んである	1	2	3	4	5
(5)	顧客のニーズはすぐに変化する	1	2	3	4	5
(6)	過去三年の売上目標は達成している	1	2	3	4	5
(7)	主力の商品はすぐに陳腐化する	1	2	3	4	5
(8)	良質な投資機会が少ない	1	2	3	4	5
(9)	業界の景気を予測することは難しい	1	2	3	4	5
(10)	主力商品の技術革新のスピードは早い	1	2	3	4	5
(11)	業界では想定外の変化がよく起こる	1	2	3	4	5
(12)	業界では合併、分割、買収が盛んに行われている	1	2	3	4	5
(13)	投資家への情報開示(IR)が充実している	1	2	3	4	5
(14)	終身雇用である	1	2	3	4	5
(15)	年功序列型賃金である	1	2	3	4	5
(16)	企業の社会的責任(CSR)について敏感である	1	2	3	4	5

Ⅳ：投資の経済性評価方法

5. 貴社では重要な投資案件の経済性を評価するためにどのような方法を用いていますか。 右の欄の中で最も適切に示している番号に一つ○をつけてください。

投資の経済性評価方法		いいえ	希に	しばしば	大抵	常に
(1)	ROI (投資案件の資本利益率に基づいて投資案件の採否を決定する)	1	2	3	4	5
(2)	回収期間法 (現在価値に割引かない将来のキャッシュフローを用いて原投資額を回収するのに必要な期間を計算し、この回収期間によって投資案件の採否を決定する)	1	2	3	4	5
(3)	割引回収期間法 (現在価値に割引いた将来のキャッシュフローを用いて原投資額を回収するのに必要な期間を計算し、この回収期間によって投資案件の採否を決定する)	1	2	3	4	5
(4)	正味現在価値法 (NPV) (将来の正味キャッシュフローの現在価値が正の値をとる投資案件を採択する)	1	2	3	4	5
(5)	内部利益率法 (IRR) (投資案件の現金流出額と流入額の現在価値が等しくなる利子率を求め、これと組織で定めた基準値とを比較して投資案件の採否を決定する)	1	2	3	4	5
(6)	リアルオプション法 (金融オプションの考え方と計算手法を実物資産に対する投資に適用し、意思決定の柔軟性の価値を考慮して投資案件の採否を決定する)	1	2	3	4	5
(7)	その他; { }	1	2	3	4	5

6. 貴社では重要な投資案件の経済性を評価するために、同一の案件に対し複数の評価方法を用いることがありますか。次の中から一つ選び番号に○をつけてください。

- 1：はい 2：いいえ（→ 8. へお進みください）

7. 重要な投資案件の経済性評価方法のうち、どの評価方法の結果を、最も重視しますか。次の中から一つ選び番号に○をつけてください。

- 1：ROI 2：回収期間法 3：割引回収期間法
4：正味現在価値法（NPV） 5：内部利益率法（IRR）
6：リアルオプション法 7:その他（ ）

8. 重要な投資案件として現在は採用されていないが、将来採用を検討している経済性評価方法があれば、その番号に○をつけてください。（複数選択可）

- 1：ROI 2：回収期間法 3：割引回収期間法
4：正味現在価値法（NPV） 5：内部利益率法（IRR）
6：リアルオプション法 7：その他（ ）

V：重要な投資案件の種類

9. 貴社ではどのような種類の投資がよく、重要な投資案件として、決裁を仰ぐ会議の議題となりますか。右の欄の中で最も適切に示している番号に一つ○をつけてください。

重要な投資案件の種類		いいえ	希に	しばしば	頻繁に	いつも	わからない
(1)	生産設備投資	1	2	3	4	5	0
(2)	情報（IT）設備投資	1	2	3	4	5	0
(3)	環境設備投資	1	2	3	4	5	0
(4)	研究開発（R&D）	1	2	3	4	5	0
(5)	企業買収（M&A）	1	2	3	4	5	0
(6)	海外拠点展開	1	2	3	4	5	0
(7)	不動産・金融商品取得	1	2	3	4	5	0
(8)	その他； （ ）	1	2	3	4	5	—

Ⅵ：投資意思決定に影響を及ぼす要因

10. 貴社で重要な投資案件の決裁に際して、どのような項目が考慮されますか。
右の欄の中で最も適切に示している番号に一つ○をつけてください。

影響を及ぼす要因		まったく 考慮 しない	あまり 考慮 しない	ある程度 考慮 する	かなり 考慮 する	とても 考慮 する
(1)	投資の利回り	1	2	3	4	5
(2)	投資の安全性	1	2	3	4	5
(3)	キャッシュ・イン・フロー	1	2	3	4	5
(4)	資金調達の見通し	1	2	3	4	5
(5)	資金回収の早さ	1	2	3	4	5
(6)	社内の関係者の合意	1	2	3	4	5
(7)	株価への影響	1	2	3	4	5
(8)	債権格付への影響	1	2	3	4	5
(9)	他社の投資動向	1	2	3	4	5
(10)	投資のタイミング	1	2	3	4	5
(11)	社会への貢献	1	2	3	4	5
(12)	ブランドの確立	1	2	3	4	5
(13)	シェアの向上	1	2	3	4	5
(14)	地球環境負荷の軽減	1	2	3	4	5
(15)	健全な財政状態の維持	1	2	3	4	5
(16)	全般的な経済情勢	1	2	3	4	5
(17)	会計制度改定の動向	1	2	3	4	5
(18)	自社の理念との整合性	1	2	3	4	5
(19)	税制度	1	2	3	4	5
(20)	経営効率の向上	1	2	3	4	5

11. 上記項目以外で重要な投資案件を検討される場合、考慮されることがあれば具体的に、ご記入ください。

12. 重要な投資案件を検討される場合、財務情報と非財務情報のどちらを優先されますか。次の中から一つ選び番号に○をつけてください。

- 1 : 財務情報だけで決定する (→次ページへ)
- 2 : 財務情報を優先し非財務情報を参考にする
- 3 : 財務情報と非財務情報を同等に参考にする
- 4 : 非財務情報を優先し財務情報を参考にする
- 5 : 非財務情報だけで決定する
- 6 : 案件によって異なる

13. 重要な投資案件を検討する場合、財務情報以外に非財務情報を用いる理由は何ですか。 次の該当する項目の番号に○をつけてください。(複数回答可)

- 1 : 経済性評価に必要なデータを入手できないことが多い
- 2 : 経済性評価をしても当初の想定通りにならないことが多い
- 3 : 経済性評価の結果が実感とは異なることが多い
- 4 : 経済性評価の高さだけが投資の目的ではない
- 5 : 直感で判断する方が正しい判断ができる
- 6 : その他 ;

Ⅶ：投資意思決定の不確実性への対処

14. 貴社で重要な投資案件を検討する場合、不確実性への対処としてどのような方法を実施されていますか。右の欄の中で最も適切に示している番号に一つ○をつけてください。

不確実性への対処		いいえ	希に	しばしば	大抵	常に
(1)	複数の異なった案件を比較する	1	2	3	4	5
(2)	同一の案件で複数のシナリオを比較する	1	2	3	4	5
(3)	シミュレーションなどの数学的手法を用いて検討する	1	2	3	4	5
(4)	投資実施後に投資の効果を評価する	1	2	3	4	5
(5)	決裁時に状況によっては当初の投資目的以外に転用できるか検討する	1	2	3	4	5
(6)	決裁時には着手時期を明確にせず、経済情勢の変化に応じて別途決定する	1	2	3	4	5
(7)	あらかじめ投資案件全体を複数の段階に分けて都度決裁する	1	2	3	4	5
(8)	投資案件の撤退条件は決裁段階で明確にされている	1	2	3	4	5
(9)	決裁時に経済情勢に応じて操業度が変化しても採算がとれるか検討する	1	2	3	4	5
(10)	投資によって得られる収入を控え目に見積もる	1	2	3	4	5
(11)	投資に必要な支出を多めに見積もる	1	2	3	4	5
(12)	投資案件のリスクが高い時、回収期間を短縮する	1	2	3	4	5
(13)	投資案件のリスクが高い時、割引率を大きくする	1	2	3	4	5
(14)	経済情勢の不確実性が高い時、新たな投資を手控える	1	2	3	4	5
(15)	非財務情報をより重視する	1	2	3	4	5

15. 上記項目以外で重要な投資案件を検討される場合、不確実性に対処する方法としてどのようなことを実施されていますか。具体的に、ご記入ください。

VIII：投資案件の採用基準

16. 重要な投資案件の経済性を評価するときに通常、用いられる割引率はどれくらいですか。次の中から一つだけ選んでその番号に○をつけてください。

- | | |
|---------------|---------------|
| 1： 5%未満 | 2： 5%以上10%未満 |
| 3： 10%以上15%未満 | 4： 15%以上20%未満 |
| 5： 20%以上25%未満 | 6： 25%以上 |
| 7： 案件によって異なる | 8： 特に定めていない |

17. 重要な投資案件を回収期間で評価する場合、通常、採択の基準となる回収期間は何年ですか。次の中から一つだけ選んでその番号に○をつけてください。

- | | |
|--------------|-------------|
| 1： 2年未満 | 2： 2年以上3年未満 |
| 3： 3年以上4年未満 | 4： 4年以上5年未満 |
| 5： 5年以上6年未満 | 6： 6年以上 |
| 7： 案件によって異なる | 8： 特に定めていない |

IX：新しい会計基準への対処

18.これまでの日本の会計基準の変更によって貴社の投資意思決定の方法に変化が生じましたか。該当する番号に一つ○をつけてください。

1：はい

2：いいえ

はいの場合（具体的にどのように変化したかご記入ください）

19.これまでの日本の税制の変更によって、貴社の投資意思決定の方法に変化が生じましたか。該当する番号に一つ○をつけてください。

1：はい

2：いいえ

はいの場合（具体的にどのように変化したかご記入ください）

20.貴社では、国際会計基準の導入を見据えた準備をされていますか。該当する番号に一つ○をつけてください。

1：している

2：していない

X：その他

21.研究上必要な場合、一時間程度の面接調査等にご協力をいただくことは可能でしょうか。該当する番号に一つ○をつけてください。

1：同意する

2：同意しない

22.調査報告書や学術論文に、調査ご協力会社として貴社名を掲載させていただくことは可能でしょうか。該当する番号に一つ○をつけてください。もちろん、貴社のご回答を個別に公表することはありません。

1：掲載しても良い

2：掲載に同意しない

質問は以上でございます。貴重なお時間を使ってご協力いただきありがとうございました。また、貴社の投資意思決定の今後の検討課題、あるいは本調査についてのご意見ご感想などございましたらどのようなことでも自由記入欄にてお教えてください。

ご記入後、改めて記入漏れ、記入の誤りがないことをご確認の上、添付の封筒にてご返送いただきますようよろしくお願いいたします。この度はご協力いただき、誠にありがとうございました。

自由記述欄

協力企業一覧

質問票を返送いただいた調査協力企業のうち、社名公表を許可いただいた企業は、下記の通りである。匿名にて協力いただいた企業の方々をふくめ、学術研究への深い理解と惜しめない協力に、記して深く感謝申し上げる次第である。

(順不同, 敬称略)

株式会社 アイティフォー
株式会社 葵プロモーション
旭化成 株式会社
いすゞ自動車 株式会社
出光興産 株式会社
株式会社 エクセディ
大阪瓦斯 株式会社
カルソニックカンセイ 株式会社
株式会社 クレハ
KDDI 株式会社
株式会社 コア
高圧ガス工業 株式会社
神戸製鋼所
CKD 株式会社
JX ホールディングス
塩野義製薬 株式会社
新日本製鐵 株式会社
株式会社 スクウェア・エニックス・ホールディングス
住江織物 株式会社
住友電設 株式会社
住友ゴム工業 株式会社
西部電気工業 株式会社
積水化学工業 株式会社
株式会社 ゼンリン
タイガースポリマー 株式会社
大研医器 株式会社
太平工業 株式会社
帝人 株式会社
株式会社 デンソー

株式会社 電通国際情報サービス
東亜建設工業 株式会社
東京製鐵 株式会社
東邦チタニウム 株式会社
東洋エンジニアリング 株式会社
東洋紡績 株式会社
株式会社 西島製作所
日工 株式会社
日信工業 株式会社
日新製鋼 株式会社
株式会社 ニフコ
日本化薬 株式会社
日本システムウエア 株式会社
株式会社 日本触媒
日本新薬 株式会社
株式会社 日本製鋼所
日本精工 株式会社
日本電信電話 株式会社
日本発条 株式会社
日本ハム 株式会社
株式会社 ノーリツ
パナホーム 株式会社
パナソニック電工インフォメーションシステムズ 株式会社
日立ツール 株式会社
不二製油 株式会社
北陸電気工業 株式会社
本田技研工業 株式会社
前田建設工業 株式会社
株式会社 メルコホールディングス
雪印メグミルク 株式会社
株式会社 ヨロズ
株式会社 ロック・フィールド

謝 辞

本論文の作成にあたり、非常に多くの方のご指導、ご支援、ご協力を得ることができた。振り返れば、神戸大学経営学部の学部生時代、恩師の故松田和久先生から「人がたどり着いた学問の先端をしっかりと見ていきなさい」と指導を受けたことを思い出す。卒業し、企業に職を得てから後もアカデミズムへの憧れを持ち続けたのは、松田先生のこの言葉が心のどこかに残っていたからかもしれない。残念なことに松田先生は阪神大震災でお亡くなりになったが、正門の階段をあがりきったところにある慰霊碑を見るたびに、果たして自分は先端を見る努力を続けているのだろうかと思問する。

2002年に社会人MBAコースに入学し、自らの研究テーマが形を成してゆく過程でいくつかの重要な出会いがあった。ひとつは、榊原茂樹先生（神戸大学名誉教授、関西学院大学教授）のファイナンスの授業である。特に、金融オプションの理論を現物資産に応用したリアル・オプションとの出会いは本当に衝撃的であった。当時、松下電器産業株式会社の先端技術研究所で研究開発テーマの評価手法の開発に難渋していた私にとって、まさに、技術の目利きが言う「筋がいい」「化けるかもしれない」という表現の裏に潜む素晴らしい理論と出会った瞬間であった。早速、学んだことを実務に応用することで実践的な評価システムを構築することができ、利用者からも高い評価を頂くことができた。その後、砂川伸幸先生のご指導も得て修士論文としてまとめ、第一回の神戸大学MBA論文賞優秀論文賞を受賞し、理論と実務の架け橋となることに自信と使命感を持つようになった。

また、同時期に、松下電器産業と京都大学との産学連携プロジェクトに参加し、上總康行先生（京都大学名誉教授、福井県立大学）、徳賀芳弘先生（京都大学）、澤邊紀生先生（京都大学）から直接ご指導を頂く機会を得ることができた。

上總先生には本論文の起点ともなった「割増回収期間法」のアイデアを草稿の段階から直々に披瀝して頂き、その広がりのある世界観に大変刺激

を受けた。徳賀先生には財務会計を通した外と内のつながりを、澤邊先生には進化論的なものの見方についてご教授いただき、いずれも本論文を構成する重要な要素となっている。

2006年に後期課程に進学後、修士論文を一般化して資本予算論を少し大きな視点で見直す試みをはじめた。その過程で、梶原武久先生には、本論文の構想をまとめるうえで、ステッピングストーンとなった第2論文の副査をしていただくとともに、神戸大学管理会計研究会でも本論文のサーチ・クエスチョンの本質を問う深いご助言をいただいている。同じく、第2論文の副査をご担当いただいた宮原泰之先生にも、モデルの立て方についてご指導をいただき、多彩な社会科学の研究方法を正しく理解することの重要性を教えて頂いた。また、松尾貴巳先生、三矢裕先生には本論文の副査として、本論文を仕上げるうえにおいて数々の貴重なコメントと、励ましをいただいた。

そして何より、加登豊先生には、社会人MBAコースに入学して以来、私の指導教官としてかれこれ10年近くご指導頂いている。後期課程進学後、ほどなく海外転勤となり休学が余儀なくなった際も、欧州ご出張の折りには、赴任先のロンドンに立ち寄っていただきアカデミズムへの興味を失わないよう励ましていただいたおかげで、休学期間中の長いブランクを乗り越えて研究を続けるモチベーションを維持することができた。また、加登先生の国際的な活躍はその研究業績に留まらず、グローバル化の中で生きていく一職業人として常に私自身の目標となってきた。不肖の弟子を辛抱強くご指導頂いた師恩に感佩する。

神戸大学管理会計研究会では、小林哲夫先生（神戸大学名誉教授、LCA大学院大学）、谷武幸先生（神戸大学名誉教授、桃山学院大学）はじめ、多くの先生方から貴重なアドバイスを頂いた。由緒ある、この研究会への参加を許して頂いたおかげで管理会計という学問領域を俯瞰することができ、自分の立ち居地を明らかにすることができるとともに、先輩諸氏の研究会でのご報告に大いに啓発され、多くのヒントを頂くことができた。

特に、清水信匡先生（早稲田大学）はじめ、坂口順也先生（関西大学）、河合隆治先生（同志社大学）のご研究は、資本予算論に新たな分析視角を拓

くもので、本論文も清水先生、坂口先生、河合先生の膨大なご研究の成果に依存するところが大きい。

また、本論文を書き進める上で、坂口先生、河合先生にはデータの分析方法に関する実践的なアドバイスをいただいたおかげで、第 6 章を完成させることができた。また、安酸健二先生（近畿大学）には第 5 章、実査設計の際に、非常に重要な問題点をご指摘いただくことができ、収集したデータの有用性を高めることができた。博士論文発表会では、國部克彦先生、末廣英生先生、久本久男先生から、博士論文としてのクオリティを高めるための、貴重なご指摘とアドバイスをいただいた。

加登ゼミ博士課程後期課程の先輩としてもご指導いただいた大浦啓輔先生（滋賀大学）には研究動機の大切さを教えていただき、新井康平先生（甲南大学）には、遅々として進まない私の研究をいつも気にかけていただき、折々の相談相手としてご指導いただくとともに、何かにつけて励ましていただいたこと、心よりお礼を述べたい。また、同級生で同じ社会人院生である河合伸さん、福島誠宣さんには本論文に関する適切で重要なコメントを多く頂いた。企業で職に就きながら、どうにか研究を続けることができたのも、彼らが見事にその二つを両立させていることに刺激を受け続けたからである。そして、忙しい実務を抱えながらも本論文の質問票調査のパイロット・テストに協力いただいた 2002 年度神戸大学 MBA 同期生のみなさんの変わらぬ友情に感謝する。

ここまでにお名前を挙げることができたのは、ほんの一部にすぎないが、ほかにも多くの方々のご協力の上に本論文を完成させることができたこと、改めて感謝を述べたい。もちろん、有り得べき誤謬や問題点は全て筆者の責任に帰するものである。

最後に、仕事との直接的なつながりが見えにくい博士課程後期課程への進学を許してくれた当時の職場の上司、そして、この研究成果の実務への展開を期待して待っている今の職場の上司に、わがままを通してきたことを深謝しつつ、本論文を、わが人生の最大の理解者である妻、康子に捧げたい。