



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。



学位論文審査要旨

論文内容の要旨

1. 研究目的

本論文は、わが国企業へのDCF法の普及をコーポレートガバナンスの変化と関連づけ、実証的に説明を試みたものである。1990年代後半以降、わが国では株式持合の解消傾向が高まり、それも一因となって外国人株主や機関投資家が増加した。このような株主構成の変化は、経営者に株主の存在を従前以上に強く意識させた。そのことにより、企業の投資意思決定においても株主価値評価と同じ計算構造を持つDCF (Discounted Cash Flow) 法が使われる機会が増えたことは、幾つかの先行研究でも指摘されるようになった。ただし、普及にいたる因果関係の解明は残されたままであった。

本論文では、東証一部上場企業への質問票調査結果をもとに、コーポレートガバナンス構造の変化と経営者の投資経済性評価技法の選択の関係を経験的に検証するとともに、外部資金提供者の考え方や性向によって、内部経営者の意思決定様式がどのように変化するかについて検討している。

2. 論文の構成

第1章では、企業統治や会計制度の変化を背景に、本論文が提示する問題の今日的な意義について述べている。資金提供者と経営者の関係の変化が経営者の投資経済性評価技法の選択に及ぼす影響を理解するという本論文の分析フレームワークを示し、結論にいたる全体の道筋を示している。

第2章では、資本予算論と企業統治論を中心に、投資経済性評価に関わる先行研究を広範にわたってレビューしている。資本予算論では、わが国企業の長年にわたる回収期間法選好とDCF法の普及阻害・促進要因に関する研究を俯瞰して、これまで指摘されてきた投資経済性評価技法選択の規定要因をまとめ、企業統治論では、これまで資本予算論であまり考慮され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い、

氏名 北尾 信夫

論題 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

審査 平成23年9月

神戸大学

その意思決定の様式に及ぼす影響を抽出している。これらの分野における先行研究を分析した結果、投資経済性評価技法選択の規定要因として資金提供者が重要な役割を担っていること、しかしながら、資金提供者の期待や牽制と経営者の技法選択との関係が実証的に解明されていない点を明らかにしている。

第3章では、DCF法の普及という経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ている。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に分類して概観し、本論文のリサーチクエスチョンを解決するために留意すべき点として発生論と機能論を分離すること、複雑な因果関係を整理するために原因説明図式が有用であることを示している。

第4章では、第2章、第3章の議論を参考に理論仮説の導出を行っている。回収期間法とDCF法の計算構造を比較し、回収期間法が銀行からの融資と、DCF法が株主価値評価と整合性が高いことを示している。その上で、戦後の間接金融体制からバブル経済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企業ガバナンスの構造が大きく変わった経緯を明らかにした。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に、投資経済性評価技法に対するニーズが変わったことを指摘し、「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」という理論仮説を導き出している。

第5章では、理論仮説を検証するための実態調査の設計方針と実施方法を示し、調査の結果得られたデータが経験的検証に用いるサンプルとして妥当性があることを示している。また、調査結果を俯瞰し、仮説検証以外の目的においても実務実態を参照できるよう記述統計を記載している。

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ている。分析の結果、外国人株主比率が直ちに株主価値重視経営の強化にはつながらないものの、株主価値重視経営はDCF法のひとつのバリエーションであるNPV法の利用を促すことを明らかにしている。更に、NPV法の利用頻度とトービンのQの間に正の関係があることを示し、NPV法の利用が株主にとって望ましい投資案件の選択に有効である可能性について言及している。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を指摘している。

第7章では、これまでの議論を総括して本論文の貢献と限界を示し、実践的含意と今後の研究方向を展望している。

論文審査の結果の要旨

本論文の特徴および学術的な貢献は以下の通りである。

第一に、投資経済性評価技法選択の規定要因の一つとしてコーポレートガバナンスの影響を取り上げ、実証的に分析している点である。本論文が示唆する「株主価値重視経営がNPV法の利用を促進することによって企業パフォーマンスを高め、その結果、外国人持株比率を向上させる」という一連の因果連鎖は、会計基準の国際的収斂を見据えた、これからの管理会計システムを設計する際に考慮すべき、実践的な枠組みを提示するものである。

第二に、企業統治論の知見を資本予算研究に導入して視点の拡大を試みている点である。本論文では、一貫して資金提供者と経営者の二軸で投資経済性評価技法の選択について議論しており、それらの関係を変化させる外生変数として、政府の金融政策や市場の変化に言及している。本論文の分析の焦点は、従来の資本予算研究と同様に、技法選択の規定要因に当てられているものの、考察の対象は先行研究に比べて広汎なものとなっている。

第三に、経時的な分析を基に理論仮説を導出し、それを、クロスセクションデータによって経験的に検証するという研究方法上の特徴があげられる。DCF法の普及という変化を説明する方法を求めて、広く研究方法に関する文献を渉猟し、管理会計研究への援用を試みている点で、同種の研究に方法論上のヒントを提供できる可能性がある。

もっとも、いくつかの研究課題が存在することも事実である。第一に、わが国の経営者が株主価値重視経営を志向するようになる動機が未解明のままである。想定したモデルの大部分が実査で得られたデータと整合的であるのに対して、この点だけ説明しきれていないことは、モデルに組み込むべき他の重要な変数が存在するからかもしれない。今後、個々の企業における投資意思決定プロセスの詳細な観察などを通じて、本論文が提示したモデルの精緻化が必要である。そのためには、適切な投資評価方法の選択に基づき投資意思決定を行うことを通じて株主価値向上を図るという「よりよい投資」に向けての経営意思決定行動に関する変数のモデルへの組み込み等が考えられる。また、一般に言われている株主価値重視経営という用語は非常に多義的であり、日本企業が文字どおりの株主価値重視経営を行っているかどうかは検討の外におかれ

ていることも確認しておく必要がある。

第二の課題は、分析対象がオンゴーイングな現象であることに関連している。本論文では発生論的観点による分析を重視しているが、回顧的に「事後の合理性」を抽出するために時間の経過が本来は必要である。したがって、本論文がカバーしている範囲は先々で行われる包括的な研究の一部に過ぎないかもしれないし、研究結果の妥当性も現時点の評価に過ぎず、場合によっては研究自体の抜本的な見直しが必要となるかもしれない。

第三に、一段の実査設計上の工夫が必要なことである。企業の投資目的は設備投資から企業買収まで多様であり、それぞれの目的ごとに投資意思決定の基準が異なることが予想される。しかし、調査は投資種別ごとの特性に大きく影響されないよう設計してあるが、より先鋭な分析とするためには、調査の対象となる投資の種別を絞り込む等の考慮が不可欠である。

第四に、質問票調査項目のごく一部のみを活用した研究に留まっている点を指摘できる。国際会計基準の導入を見据えた、制度と投資経済性評価技法の関係解明や、リアルオプションに代表されるファイナンスの影響を受けた先端的な投資経済性評価技法と企業の実際のオプション価値評価行動に関する研究なども実施可能であるし、これらの研究成果と本論文の発見事項との交錯領域に最先端研究の可能性が残されている。また、質問票の自由記述欄で指摘が多かった減損会計と投資の失敗に関する研究や、先行研究でも数多く言及されている会計教育と投資経済性評価技法の普及との関係の解明についても企業・学校等の協力を得てアクションリサーチを行うなどの展開が考えられる。

以上、本研究に関する問題点を指摘した。もっとも、これらは、いずれも将来実施される研究によって克服可能であり、本研究の価値を決して損なうものではない。

以上の理由から、審査委員は、本論文の著者が、博士（経営学）の学位を授与されるに十分な資質を持つものと判断する。

平成23年9月14日

審査委員	主査	教授	加登 豊
		教授	三矢 裕
		教授	松尾 貴巳