

## アジア太平洋研究科 博士学位論文要旨

### わが国の上場企業における株主資本コストの研究 —株主と株式会社との関係における株主資本コストの意義と役割—

4006 S 007 -8 MIYANAGA Masayoshi 宮永 雅好

主指導教員 花堂 靖仁 教授

**Keywords:** 株主資本コスト, エクイティファイナンス, 経済的付加価値, インベスターリレーションズ

#### 1. 研究の背景と目的

株主資本コストは株式の投資収益を決定する上で重要な役割を果たすものと言える。したがって、株式会社の経営者は、自社の株主資本コストについて正確な知識と理解を持ち、それを企業経営の中で活かしていく必要がある。

そこで本稿では、わが国の上場企業の経営者が株主資本コストに関して十分な知識を獲得し、さらに株主への説明責任を果たすために、以下の点について論じることを目的とする。

- ① 株主資本コストに関する定義、意義、役割等を明確にする。
- ② 株主資本コストに対応する成果（株主リターン）の測定法を定義する。
- ③ わが国上場企業の株主リターンと株主資本コストとを比較し、前者が低いことを実証するとともに、その原因を分析する。
- ④ 企業経営者は、株主に対して適正な株主リターンを提供するために、株主資本コストをいかに活用すべきか、という点について具体的に論じる。

#### 2. 本論文の意義と構成

本研究は、二部構成になる。まず、第1章で「研究の背景と目的」及び「本研究の意義と構成」を示したのちに、論文の構成を第一部と第二部に分け、第一部では、「株主資本コストを巡る伝統的理論の再検討」として、株主資本の本質を正しく理解するために、まず株主資本コストに関する先行研究やわが国の株主資本コストの推計に関して整理した上で、株主資本コストの定義やその理解が多義的であることを指摘する。そして、株主資本コストの意義をより明確にするために、「株主資本コストの3面的定義付け」という考え方を考案する。

続いて、第二部は、第4章で再定義をした株主資本コストの概念を用いて「株主資本コストに関する実証と実践的応用」を考える。第二部は5つの章によって構成される。まず、第5章では、わが国上場企業の株主資本コストの推計について、その先行研究と諸外国における株主資本コストの推計に関する研究を整理した上で、いかなる推計法による結論が適切であるか、総合的な視点から考察し、現在のわが国における上場会社の株主資本コストを4～8%と推計する。

その上で、株主資本コストと株主リターンの関係を述べ、株主リターンの実証分析を行う。具体的には、1995年から2004年に時価発行増資（公募増資と第三者割当増資）をした東証一部の上場企業を対象に、増資株式の引受者に対していかなる収益を提供してきたかという成果について検証する。さらにその結果について、先行研究におけるTモデル使った3要因分解を行い、さらに各企業の財務、マーケット情報等を説明変数とした統計的分析により、株主パフォーマンスに影響を与えた要素についての仮説検証を行う。

第6章では、本研究の目的である「上場企業の経営における株主資本コストの活用」について総論的な考察を行う。第5章の実証分析から得られた結果を踏まえ、株主資本コストはその利用者である経営者、株主においていかなる意義を有するのかを考察し、実務面における活用の場として、3つの各論場面を想定する。各論としての第7章から9章は、それぞれの場面での株主資本コストの役割とその活用法について論じる。そして第10章は、終章として本論文の結論と残された課題、及びその解決の方向性として、株式会社が適正な株主リターンを提供し、また資本市場が健全に機能するためには、企業に対する株主統治の進化、及び資本市場における情報開示の展望などを指摘する。

#### 3. 本研究の特徴と成果

本研究ではこれまでの先行研究にはなかった視点と実証が3つ含まれている。第一に「株主資本コストの3面的定義付け」という考え方である。これまで資本コスト論でも、何が株主資本かという点で簿価か時価という区別はしばしば論じられていたが、時価株主資本コストを各投資家が期待する「要求株主資本コスト」とある時点で市場が織り込んでいた「市場株主資本コスト」に区別する視点は存在しなかった。この3つの区別を明確にすることで、株主資本コストを用いる場合における誤解や理解不足を回避することが期待できる。

第二に株主リターンの実証研究として、時価発行増資を行った企業の株価と配当実績を基に「株主リターン」を測定し、増資企業が株式の引受者にいかなるリターンを提供したかという実証を行った。実証ではリターンを3分解し、さらに説明変数を用いた仮説検証を行い、①初期バリュエーション（PBR、配当利回り）が割高なほうが低リターンになる。②増資前のROEよりも増資後のROEの方が株主リターンには大きく影響する。③内部成長を優先するよりも配当によって株主に利益を還元する方が高リターンになる。という仮説が支持された。

三番目は「増資の経済性分析」である。これは、実証の①と②の帰結を踏まえ、増資の発行株価と増資後の理論株価の関係を定式化し、増資の発行株価をいかに決定すべきかという新たな論理的視点を提供する。さらに補足的に最近注目を浴びている「Rights Issue」の意義についても論じる。

本研究の後半は、前の実証を踏まえて、企業経営者は株主と真摯につき合い、対話をするためには、株主資本コストをいかに活用していくべきかについて(1)ファイナンス時の規律としての役割、(2)経営管理指標としての役割、(3)上場企業のIRにおける役割、以上3つの具体的場面における株主資本コストの活用法について、新たな論理的枠組みを提示する。

#### 【主要参考文献】

- 西山茂『戦略財務会計』ダイヤモンド社、2000年  
花堂靖仁「Intangiblesの情報化とコミュニケーションの展開に向けて」『人的資本についての論考』ARI研究所／あずさ監査法人、2008年2月  
山口勝業、『日本経済のリスク・プレミアム』東洋経済新報社、2007年  
Gitman, L.J., and V.A. Mercurio. 2000. Cost of Capital Techniques used by Major U.S. Firms: 1997 vs. 1980. Financial Practice and Education, Fall / Winter: 53-68  
Myners P., Pre-Emption Rights; Final Report, Feb. 2005  
Rudolf Hilferding “Das Finanzkapital” 1920. 岡崎次郎訳『金融資本論』岩波文庫、1982年